



正兴隆房地产（深圳）有限公司2021年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



正兴隆房地产（深圳）有限公司2021年面向专业投资者 公开发行人公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2021-7-16

债券概况

发行规模：不超过 21 亿元

发行期限：不超过 5 年

偿还方式：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

发行目的：拟用于偿还公司到期或回售公司债券

增信方式：保证担保

担保主体：绿景（中国）地产投资有限公司

联系方式

项目负责人：陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员：陈洪
chenhong@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定正兴隆房地产（深圳）有限公司（以下简称“正兴隆”或“公司”）本次拟面向专业投资者公开发行 21 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司商品房销售状况较好，未来储备项目及在售楼盘较多，可持续性较好；物业投资与经营业务状况良好，能够为公司带来持续稳定的现金流，绿景（中国）地产投资有限公司（简称“绿景中国”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性，在建及拟建房地产项目资金需求较大，后续项目开发存在较大的资金压力，面临一定的偿债压力及或有负债等风险因素。

未来展望

- 公司项目区域布局较好，未来随着房地产项目销售，能够为公司带来持续稳定的现金流，收入较有保障，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	336.32	331.67	331.76	293.63
归母所有者权益	127.33	125.66	114.19	97.78
总债务	117.16	115.53	125.83	117.46
营业收入	8.01	52.73	66.86	43.50
净利润	1.62	8.86	15.99	9.07
经营活动现金流净额	4.15	29.27	-2.52	31.63
销售毛利率	56.92%	55.20%	65.09%	59.77%
EBITDA 利润率	--	39.78%	43.13%	39.01%
剔除预收款项的资产负债率	60.34%	60.62%	63.84%	64.97%
总资产回报率	--	6.05%	9.31%	6.41%
净负债率	38.48%	29.92%	48.30%	47.93%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.42	3.35	2.29
OCF/净债务	8.47%	77.89%	-4.58%	67.52%
速动比率	1.13	1.01	1.02	1.13
现金短期债务比	1.62	1.53	2.33	3.52

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- 近年来公司商品房销售状况较好，储备项目及在售楼盘较多，可持续性较好。近年来公司房地产项目合同销售项目包括绿景红树湾壹号、绿景美景广场、绿景喜悦荟商务中心和绿景化州国际花城等；截至 2020 年末公司在售楼盘剩余可售面积达 61.03 万平方米，并在深圳、珠海、茂名等地储备多个项目，房地产开发业务可持续性较好。
- 公司物业投资与经营业务经营状况良好，为公司带来持续稳定的现金流入。公司自持物业主要位于深圳市，地理位置优越，出租率较高且租金较高。
- 绿景中国提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。经中证鹏元综合评定，绿景中国主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- 公司部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性。公司部分城市旧改项目例如黎光项目、绿景红树湾壹号二期等受拆迁进度、城市规划等因素影响，实施进度相对较慢，未来收益实现时间存在一定不确定性。
- 公司房地产项目开发存在较大的资金压力。截至 2020 年末，公司在建及拟建房地产项目后续资金需求为 139.49 亿元，后续项目开发面临较大的资金压力。
- 公司面临一定的偿债压力。截至 2020 年末总债务规模为 115.53 亿元，其中短期债务为 51.38 亿元，而公司货币资金受限比例较高，面临一定的短期债务偿还压力。
- 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。截至 2020 年末，公司对外担保金额共计 18.63 亿元人民币和 0.78 亿美元，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	信达地产	格力地产	广西荣和	正兴隆	美好置业
总资产	942.79	374.70	362.98	331.67	283.14
营业收入	258.64	63.89	42.06	52.73	42.07
净利润	17.44	5.58	12.47	8.86	-4.47
销售毛利率	30.00%	30.01%	44.29%	55.20%	20.03%
剔除预收款项的资产负债率	69.52%	75.74%	50.17%	60.62%	75.83%
全口径合同销售金额	210.33	81.16	--	44.89	61.21

注：均采用 2020 年末数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产行业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司系经深圳市招商局批准于1997年12月成立的港资企业，成立时注册地址是深圳市宝安区龙华镇，注册资本为4,000万港元，唯一股东为（香港）恒基企业有限公司。2003年11月，（香港）恒基企业有限公司将持有的公司100%股权（包括债权债务）转让给恒基企业（控股）有限公司。2005年6月，恒基企业（控股）有限公司将持有的公司100%股权（包括债权债务）转让给玉蓝控股有限公司。2007年11月，公司由独资经营（港资）变更为有限责任公司（台港澳法人独资）。2012年12月，玉蓝控股有限公司名称变更为绿景控股有限公司。截至2020年末，公司注册资本和实收资本为4,000万港币，控股股东为绿景控股有限公司，其持有公司100%的股份，实际控制人为自然人黄康境，产权及实际控制关系如附录二所示。

公司主要从事房地产开发与销售、自有房地产租赁、物业管理服务、酒店经营和机动车停放服务等业务。截至2020年12月末，纳入公司合并报表范围的子公司共24家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：正兴隆房地产（深圳）有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：不超过人民币21.00亿元（含）；

债券期限和利率：本期债券分为2个品种，品种一为5年期，附第1年末、第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为5年期，附第2年末、第4年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。票面年利率将通过询价方式，由公司与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率；

还本付息方式：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；

增信方式：绿景中国提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为21.00亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司到期或回售公司债券。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

中央层面“房住不炒”总基调延续，房企融资管控趋严，地方层面热点城市调控政策持续加码
2020年中央层面延续了“房住不炒”的总基调，2月央行重提不将房地产作为短期刺激经济的手段，

5月重申保持房地产金融政策连续性、一致性及稳定性，落实好房地产长效机制。在国内经济持续复苏、货币政策趋于平稳的背景下，8月银监会明确提出“三道红线”的重点房地产企业资金监测和融资管理机制，12月央行出台银行业金融机构房地产贷款集中管理制度，房企融资管控将持续趋严，楼市资金供给端有所收紧。

地方层面，2020年初在新冠肺炎疫情的冲击下，经济下行压力加大，多地出台了降低预售条件、减缓土地出让金缴纳等供给端调控政策以支持房地产行业发展。而进入2020年下半年以来，随着疫情的逐步缓解，深圳、东莞、杭州、常州和苏州等房价涨幅过大的城市密集出台了严厉的调控政策，调控重点在于打击投机炒作需求。中证鹏元认为，由于供需结构失衡导致房价、地价过热的城市未来仍将出台调控政策以维持“三稳”目标。

不同能级城市、不同城市群销售情况持续分化，核心区域级城市的价格支撑更强，仍需关注棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市销售情况

2020年伊始，疫情冲击下商品房销售大幅下滑，随着疫情防控工作逐步见效，购房需求回补，二季度以来房地产销售情况有所好转，叠加房企持续加大推盘力度以达成全年销售目标，2020年全国商品房销售面积176,086万平方米，比上年增长2.6%；销售额同比增长8.7%。新建商品房住宅价格方面，2020年不同能级城市分化明显，二三线城市呈现下滑趋势，一线城市热度不减，仍具韧性。

图1 商品房销售情况

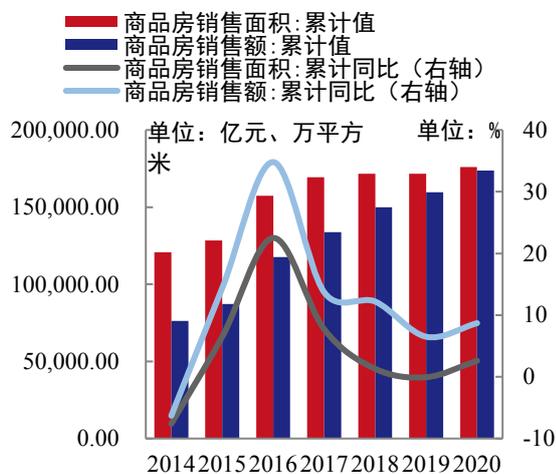
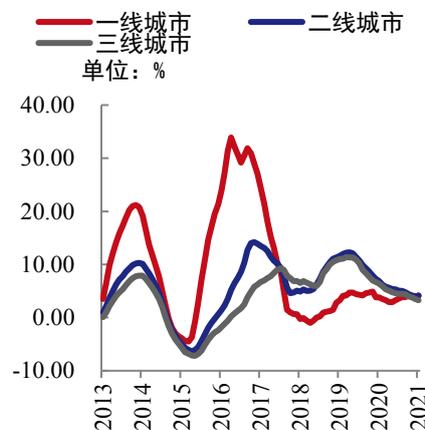


图2 70城住宅价格指数同比变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理资料来源：Wind，中证鹏元整理

从不同类别城市表现来看，疫情影响下2020年一季度各能级城市成交面积下滑均较大，二季度以来积压需求逐步释放，成交面积单月同比增速陆续回正。下半年不同能级城市成交变动情况显著分化，一线城市商品房成交面积高位回落；受热点城市相继出台调控政策影响，二线城市表现相对较弱，增速转负；三线城市销售增速缓慢下行但仍呈现一定的韧性。三四线城市房地产市场仍受到前期棚改托底，2020年销售呈现一定韧性，但2020年系三年棚改攻坚计划的最后一年，随着棚改任务将进一步淡化，叠加疫情之后居民购买力弱化、潜在需求透支将对三四线城市购房需求产生负面影响。

综合来看，不同能级城市房地产市场表现将持续分化，核心区域都市圈协同效应显著。一线城市经

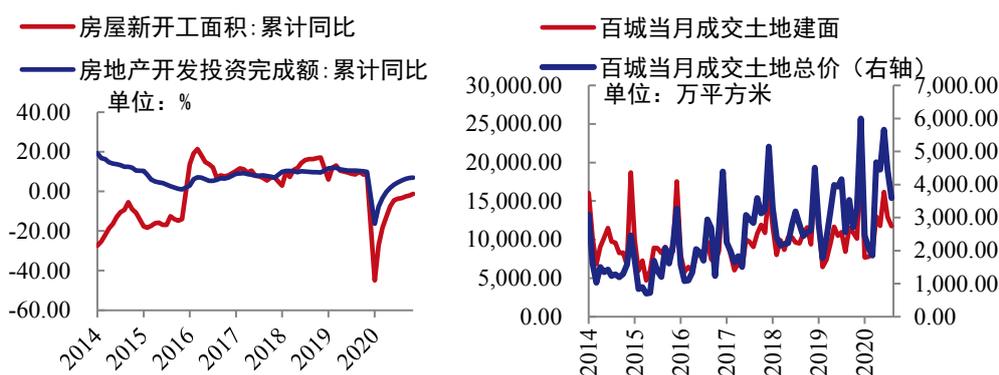
济恢复能力和人口吸附能力较强，对销售面积及房价均形成较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市经济增速修复较慢，随着棚改淡化及中长期不可逆的人口流出，整体缺乏房价上涨动力，但核心区域都市圈内强三线城市仍具备一定韧性。部分棚改货币化依赖程度较高、经济发展落后和产业结构偏差的城市成交面积将出现下滑，并面临一定的价格回调。

2020 年房屋新开工修复较快，开发投资规模增长韧性较强；土地市场回温，不同能级城市市场行情继续分化

房屋新开工方面，2020 年新开工面积同比降幅收窄至 1.20%，随着疫情缓解地产项目逐步复工，开发投资快速反弹，截至 2020 年末，房地产开发投资同比增长 7.00%，呈现较强的增长韧性。2020 年土地市场由热转冷，上半年流动性合理充裕带动房企拿地情绪高涨，下半年货币政策逐步回归常态化、过热区域加大调控力度，叠加“三道红线”的融资监管新规，土地出让市场整体走低，2020 土地购置费用同比增长 6.70%，已较上年同期 14.50% 的增速明显回落。

土地成交方面，随着疫情后流动性逐步宽松，销售回暖下房企持续推盘，叠加政府财政支出扩张背景下积极加大土地供应的数量和质量，2020 年百城成交土地规划建筑面积累计同比增长 12.35%，较 2019 年同期-0.97% 的增速明显回升；进入 2020 年下半年后，调控政策频频落地导致后市融资压力加剧，百城成交土地建面单月同比增速逐步收敛。分城市能级来看，一线城市成交热度较高，二线、三线城市成交结构性特征较明显，热点城市成交量维持较高水平。土地成交价格方面，疫情后各地方政府有意控制供地节奏并于上半年集中供应较多优质地块，推动土地市场价格整体呈增长态势，土地溢价率保持在高位；进入下半年，土地市场由热转冷，百城土地溢价率及二三线城市楼面地价边际下行。

图 3 房屋新开工及房地产开发投资情况图 4 百城成交土地情况



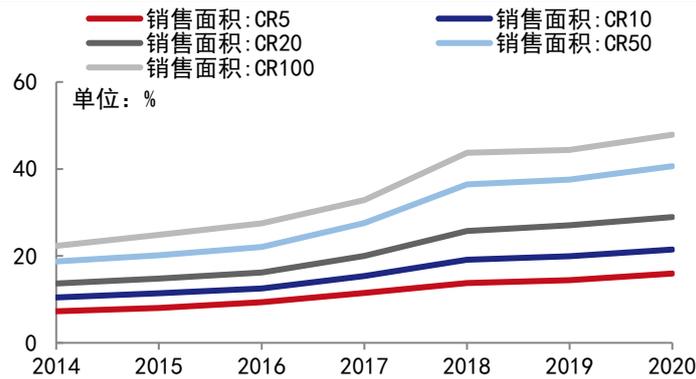
资料来源：Wind，中证鹏元整理资料来源：Wind，中证鹏元整理

行业内竞争格局分化，杠杆结构稳健的大中型房企资源优势更加集中，具备更强的竞争优势

截至 2020 年底，TOP10、TOP50、TOP100 房企销售面积占比分别为 21.46%、40.63%和 47.87%，较上年末分别提升了 1.51、3.08 和 3.51 个百分点。房地产行业规模效应显著，行业集中度继续提升，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在房地产金融审慎管理政策下，房企中短期融资

难度加大，房企间信用水平分化持续加剧。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

图5房地产行业集中度持续提升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2020年深圳市楼市调控持续升级，楼市过热态势得到遏制

2020年，从1月份的“新征信”上线遏制假离婚买房，到4月份宝安区出台的严打收取“喝茶费”“更名费”等违规行为，再到“715新政”、“双95”等一系列限购限贷政策的出台，都在严控深圳地产市场的整体走向。2020年政策的调控除了对房价的控制外，还对“离婚买房”、“代持打新”等违规现象进行了一波强有力的打击。

此外，2020年4月16日起深圳住建局放宽新房预售条件，从原来的“高层建筑主体施工形象需进度达到总层数的2/3，装配式建筑要出地面1/3，才能申请商品房预售”变更为“高层建筑主体施工形象进度达到总层数的二分之一、装配式建筑完成基础工程并达到标高±0.00标准的商品房项目，可以申请预售”，其有效期截至到2020年末，因此本年度内深圳新房的供应量将有所增加，同时，2020年12月30日，城市更新项目仅需签约95%即可征收，进一步缓解深圳市长期供需不平衡的矛盾。

表1 2018-2020年深圳市楼市主要调控政策梳理

时间	文件名称	文件内容
2020.12.30	《深圳经济特区城市更新条例》	取消双百，签约面积与签收人数双95%后就可征收
2020.7.31	《深圳市规划和自然资源局、市住建局关于停止商务公寓审批的通知》	在全市范围停止新的商务公寓项目的规划审批和用地出让方案审批。已经通过的商务公寓项目，可按原规定办理后续审批手续。
2020.7.15	《关于进一步促进我市房地产平稳健康发展的通知》	1、入户满3年且社保满3年才有购房资格，非深户要5年社保；2、离婚买房受限：3年内购按离异前家庭总套数计算；3、首付提高：无房有贷款首付50%，豪宅要首付

2020.4.7	《关于坚决打击房地产开发企业和中介机构收取“喝茶费”“更名费”等价外费用违法行为的通知》	房地产中介机构及从业人员参与恶意炒作、哄抬房价的，主管部门将联合相关执法部门依法严格查处，暂停楼盘网签并将惩戒。
2019.12.12	《深圳市住房和建设局关于调整普通住房标准及商务公寓政策的报告》	取消 2018 年“深四条”中关于商务公寓“只租不售”的相关规定。
2019.12.2	《关于启动深汕特别合作区过渡期商品房销售的公告》	合作区内家庭限购 2 套（包含商务公寓），成年单身人士（含离异）限购 1 套。在合作区购买商品住房套数不计入深圳其他区限购范畴。企事业单位、社会组织等法人单位不得在合作区购买商品住房、商务公寓。居民在合作区购买商品住房和商务公寓的，自取得不动产权利证书之日起 5 年内禁止转让。
2019.8.30	《深圳市人民政府关于规范住房租赁市场稳定住房租赁价格的意见》	突出租赁住房民生属性，以“稳租金、稳预期”为发展目标，多渠道增加租赁住房供应、规范住房租赁市场行为、规范城中村规模化改造和租赁经营行为、发挥住房租赁交易服务平台作用，对租赁市场加强了规范。
2018.8.3	《关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见》	坚持以住房供给侧结构性改革为主线，突出多层次、差异化、全覆盖，针对不同收入水平的居民和专业人才等各类群体，构建多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房供应与保障体系。
2018.7.31	《关于进一步加强房地产调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》	以下 4 种情形不纳入商务公寓限售范围：企业限购、商务公寓限售、个人限售和抑制离婚炒房
2018.3.28	《中国人民银行深圳市中心支行深圳银监局深圳市规划国土委关于建立信息互通查询机制规范购房融资的通知》	二手房交易中涉及的成交价、贷款评估价、国土局计税评估价，三个价格将不再各自独立计算，银行将以最终过户的价格作为贷款评估额度依据。

资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

根据CREIS中指数据统计，2020年深圳全年新房成交均价为55,291元/m²，受成交结构影响同比微跌0.8%，全年成交价格有所波动，1-3月热度持续增长，4-7月成交均价大幅下降，下半年市场热度呈小幅回升趋势。交易量方面，2020年上半年受到疫情影响，市场供应受阻，深圳成交商品住宅45,384套/面积449万平方米，分别同比增长219.8%和20.7%。

2020年深圳房地产市场共有十家房企销售额超过100亿元，其中前十名房企分别为招商蛇口、华润置地、中海地产、佳兆业集团、华侨城、深业集团、鸿荣源、中国恒大、恒裕集团、仁恒置地。前十名共计销售金额达到1,619.20亿元，较上年增长4.40%，行业销售规模集中度较高。

五、公司治理与管理

公司按照《公司法》等法律法规的相关要求，设立了包括董事会、监事和经营管理层，其中董事会下设提名委员会、执行委员会、薪酬委员会、审计委员会。根据《公司章程》，公司董事会是最高权力机构，决定一切重大事项，并向投资者负责。公司董事会由4名成员组成，其中董事长1人。公司董事长

及董事由投资者委派及撤换，董事和董事长每届任期3年，经继续委派可以连任，董事人选的更换，应书面通知董事会。公司设有一名监事，由投资者委派及撤换。公司监事依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和投资者的合法权益，对投资者负责并报告工作。公司监事的任期每届为3年，任期届满经委派可以连任。根据《公司章程》，公司设有总经理1名，副总经理1名，副总经理协助总经理工作，总经理对董事会负责。

公司根据业务需要，设置了审计监察中心、人力资源中心、战略运营中心、法律事务中心、财务管理中心、资本运营中心、投资拓展中心、成本管理中心、品牌营销中心、工程管理中心、规划设计中心、城市更新管理中心、项目事务中心、总裁办公室等职能部门，公司组织架构图见附录三。

六、经营与竞争

公司主营业务为房地产开发与销售、物业投资与经营和综合服务业务。近年来公司营业收入有所波动，商品房销售为公司主要收入来源，2018-2020年在营业收入中所占比重分别达79.95%、87.43%和85.12%，租金收入及综合服务为营业收入的重要补充。毛利率方面，近年来公司商品房销售毛利率有所波动，2018-2020年分别为58.18%、65.16%和53.88%；主要系2019年结算毛利率较高的绿景红树湾壹号所致；租金业务经营情况良好，毛利率水平较高；综合服务业务近年来毛利率持续下降，原因系物业人工、物料等成本上升和疫情影响所致。综合而言，近年公司综合毛利率整体盈利水平有所波动但仍保持较高水平。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售收入	448,858.49	53.88%	584,564.88	65.16%	347,780.76	58.18%
租金收入	44,885.20	91.00%	51,016.37	89.06%	51,366.41	91.38%
综合服务收入	33,574.72	25.03%	33,034.69	26.86%	35,868.57	29.90%
合计	527,318.41	55.20%	668,615.94	65.09%	435,015.74	59.77%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司开盘项目销售状况较好，未来储备项目及在售楼盘较多，可持续性较好，但部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性

公司近年来商品房销售收入有所波动，2018-2020年分别为34.78亿元、58.37亿元和44.89亿元，结转收入的房地产项目主要包括绿景美景广场、绿景喜悦荟商务中心、绿景红树湾壹号和绿景化州国际花城等，2018-2020年结算金额有所波动，主要系因为2019年绿景红树湾壹号集中交付，当年结转收入较高导致。绿景美景广场和绿景喜悦荟商务中心是公司2020年商品房销售收入最重要的来源，2020年结算金额分别占商品房总结算金额的比重分别为38.78%和26.40%。公司商品房销售收入毛利率为53.88%，由于公司土地获取模式以城市更新为主，毛利率在同行业中处于较高水平。

表3 2018-2020年公司房地产项目结算情况（单位：万元、平方米）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	面积	金额	面积	金额	面积
绿景美景广场	174,080.68	27,224.87	--	--	--	--
绿景喜悦荟商务中心	118,495.85	43,411.47	--	--	--	--
绿景红树湾壹号	63,240.98	8,993.66	453,144.14	56,118.93	153,290.23	18,055.99
绿景化州国际花城（A区）	4,943.05	3,527.79	2,824.28	4,867.44	4,721.20	8,228.73
绿景化州国际花城（B区）	27,682.23	40,433.52	47,386.58	70,317.26	154,273.74	243,795.56
绿景化州国际花城（D区）	54,278.69	95,358.30	--	--	--	--
绿景化州国际花城（E区）	2,633.50	4,713.89	76,716.74	123,147.96	--	--
绿景虹湾	2,797.10	541.36	1,436.99	264.11	29,713.72	4,283.13
公馆 1866 花园	--	--	1,131.63	365.22	2,406.76	824.03
城市立方花园	706.41	271.40	1,433.12	384.30	3,375.11	1,115.48
绿景香颂	--	--	491.40	124.87	--	--
合计	448,858.49	224,476.26	584,563.88	255,590.09	347,780.76	276,302.92

资料来源：公司提供

近年来公司在售项目较多且销售状况较好，主要销售的项目为绿景红树湾壹号、绿景喜悦荟商务中心南区、绿景美景广场和绿景化州国际花城。近年来房地产项目合同销售面积和合同销售金额均有所波动，原因系2019年销售绿景红树湾壹号均价较高。

绿景红树湾壹号项目位于深圳市福田区沙嘴路与金地一路交汇处东南侧，项目周边区域交通发达，地理位置优越，是公司2018年和2019年房地产项目销售的主要来源，2020年销售金额大幅下降至2.48亿元原因系受到限价影响，暂不推出A栋所致。绿景喜悦荟商务中心南区位于珠海市香洲区，主要为住宅、酒店式公寓及商业。绿景化州国际花城项目位于广东茂名化州市老城核心区的边缘，紧邻橘洲生态公园，开盘销售情况较好，是公司近年来商品房销售的重要来源。绿景美景广场项目位于深圳市南山区侨城北路，占地面积为1.09万平方米，业态为产业中心，系2020年的主要销售来源之一。绿景虹湾位于深圳市福田区下梅林片区，南临北环大道辅道，东、西两面分别与梅华路、梅林路相邻，现仅有少量尾盘在售。

表4 2018-2020年公司房地产项目销售情况（单位：万元、平方米）

项目	位置	2020年		2019年		2018年	
		合同销售金额	合同销售面积	合同销售金额	合同销售面积	合同销售金额	合同销售面积
绿景喜悦荟商务中心南区	珠海香洲	110,597.02	36,949.77	34,519.64	11,986.02	--	--
绿景红树湾壹号	深圳福田	24,784.96	2,776.67	446,390.97	54,388.34	234,758.72	26,391.31
绿景美景广场	深圳南山	196,186.51	28,998.33	7,714.64	1,130.60	--	--
城市立方花园	深圳福田	120.27	80.18	2,126.24	575.52	3,543.87	1,115.48
绿景虹湾	深圳福田	2,936.96	541.36	1,508.59	264.11	30,789.04	4,198.08
公馆 1866 花园	深圳福田	--	--	1,193.22	365.22	2,527.10	824.03

绿景香颂	深圳福田	--	--	515.97	124.87	0.00	0.00
绿景化州国际花城（A区）	广东茂名	3,072.62	3,128.75	6,073.05	5,064.63	1,863.20	2,936.19
绿景化州国际花城（B区）	广东茂名	37,906.47	52,115.95	10,178.96	14,069.35	61,540.93	85,463.94
绿景化州国际花城（C区）	广东茂名	11,088.78	14,060.97	--	--	--	--
绿景化州国际花城（D区）	广东茂名	51,501.45	84,911.75	86,254.26	138,332.03	--	--
绿景化州国际花城（E区）	广东茂名	2,599.20	4,244.32	13,096.39	20,589.03	72,322.61	105,454.78
合计	--	440,794.24	227,808.05	609,571.93	246,889.72	407,345.47	226,383.81

注：绿景喜悦荟商务中心分为绿景喜悦荟商务中心南区和绿景喜悦荟商务中心北区。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在售房地产项目包括绿景红树湾壹号、绿景化州国际花城、绿景喜悦荟项目南区和绿景美景广场，绿景喜悦荟项目南区和绿景美景广场为公司2020年新增销售楼盘。绿景红树湾壹号剩余可售面积4.58万平方米，参照往年开盘销售情况，销售前景可期；绿景喜悦荟商务中心南区位于珠海市香洲区，主要为住宅、酒店式公寓及商业，剩余可售面积16.58万平方米；绿景化州国际花城主要在售房地产项目集中在B、C、D区，剩余可售面积分别为8.94万平方米、9.60万平方米和10.36万平方米，绿景美景广场为新型产业用地，剩余可售面积1.72万平方米，系2020年来的主要商品房销售收入之一。总的来看，截至2020年公司剩余可售面积合计61.03万平方米，公司在售楼盘较多，主要分布于深圳、珠海和茂名，区域人口吸附力较强，楼市交易活跃，业务可持续性较好。

表5 截至2020年末公司主要在售房地产项目基本情况（单位：平方米）

项目名称	位置	建筑面积	可售面积	已售面积	剩余可售面积	已结算面积	已售待结算面积
绿景红树湾壹号	深圳福田	307,747.87	129,011.38	83,168.68	45,842.70	83,168.68	-
绿景化州国际花城 A 区	广东茂名	250,456.22	210,245.76	161,500.76	48,745.00	158,117.48	3,383.28
绿景化州国际花城 B 区	广东茂名	512,101.80	457,825.08	368,409.73	89,415.35	350,775.73	17,634.00
绿景化州国际花城 C 区	广东茂名	165,606.95	110,033.45	14,060.97	95,972.48	-	14,060.97
绿景化州国际花城 D 区	广东茂名	344,910.60	326,678.76	223,050.80	103,627.96	95,358.30	127,692.50
绿景化州国际花城 E 区	广东茂名	186,233.80	173,512.30	129,813.33	43,698.97	127,315.48	2,497.85
绿景喜悦荟商务中心南区	珠海香洲	231,884.90	214,715.39	48,935.79	165,779.60	43,411.47	5,524.32
绿景美景广场项目	深圳南山	97,432.49	47,301.99	30,128.33	17,173.66	27,224.87	2,903.46
合计	--	2,096,374.63	1,669,324.11	1,059,068.39	610,255.72	885,372.01	173,696.38

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建房产包括绿景喜悦荟商务中心北区和绿景化州国际花城C、D区。绿景喜悦荟商务中心北区总占地面积2.23万平方米，总建面积为21.37万平方米，主要为写字楼，截至2020年末完工进度为32%，暂未进行销售。绿景化州国际花城C、D区占地面积8.67万平方米，目前完工进度为54%，未来还有F、G、H区陆续开建。截至2020年末，公司主要在建房产计划总投资39.75亿元，已完成投资额16.70亿元，后续资金需投入23.05亿元。

表6 截至2020年末公司重大在建房产情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	占地面积	完工进度	开发周期
绿景喜悦荟商务中心北区	21.53	6.85	14.68	2.23	32%	2018-2023年
绿景化州国际花城C、D区	18.22	9.85	8.37	8.67	54%	2018-2022年
合计	39.75	16.70	23.05	10.90	--	--

资料来源：公司提供

储备项目方面，公司主要以城市改造的方式取得土地，然而部分城市更新项目受拆迁进度、政府规划等影响，实施进度存在一定的不确定性。截至2020年末，公司主要储备的房地产项目有黎光项目、绿景化州国际花城（未开发部分）以及绿景红树湾壹号二期项目。黎光项目位于深圳市宝安区观澜镇黎光村，占地面积8.60万平方米，目前所涉及的集体用地、黎光土地整备利益统筹留用地及股份合作公司所有的非农建设用地指标于2020年1月已成交确认由子公司深圳市黎盛实业有限公司为合作主体，与村民的搬迁补偿协议的签订尚在推进中，其未来实现收益时间尚未明确。绿景红树湾壹号二期项目位于深圳市福田区，预计用地面积22,035平方米，规划为住宅和商业用地，截至2020年末与村民的搬迁补偿协议的签订尚在推进中。

上述项目计划总投资124.48亿元，截至2020年末已投资8.04亿元，仍需投资116.44亿元，尚需投资规模较大，公司将面临较大的开发资金压力。

表7 截至2020年末公司主要的储备房地产项目情况（单位：平方米、万元）

项目名称	位置	土地性质	土地用途	计划总投资	已投资	尚需投资	占地面积
黎光项目	深圳宝安	住宅	住宅	640,153.00	44,322.73	595,830.27	85,987.30
绿景化州国际花城（未开发部分）	茂名化州	住宅	住宅	450,000.00	20,000.00	430,000.00	559,829.18
绿景红树湾壹号二期	深圳福田	住宅	住宅	154,616.36	16,074.41	138,541.95	22,035.00
合计	--	--	--	1,244,769.36	80,397.14	1,164,372.22	667,851.48

资料来源：公司提供

公司自持物业主要位于深圳市，地理位置较好，能够为公司带来持续稳定的现金流入

公司持有并运营大部分自身开发的商业物业，该类商业物业包括香颂佐岭中心、NEO都市商务综合体、公馆1866佐岭中心、佐岭虹湾购物中心和其他商铺等。公司持有上述商业物业可带来一定规模的资本增值，并通过出租以获得稳定的现金流入。此外，公司还向特定租户收取推广费、场地使用费及广告位使用费。公司与客户签订租赁合同有效期一般为三年，每年租金的递增比例基本为3%-5%，2020年公司实现租金收入44,885.20万元，较2018年下降12.62%，原因系受到疫情影响所致。

表8 2018-2020年公司持有的物业取得收入情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比

绿景 NEO 都市商务综合体	28,512.51	63.52%	32,397.83	63.50%	33,943.58	66.08%
绿景佐岭香颂购物中心	3,466.92	7.72%	4,184.24	8.20%	4,374.34	8.52%
绿景 1866 佐岭荟	5,058.28	11.27%	5,066.12	9.93%	4,955.62	9.65%
绿景佐岭虹湾购物中心	5,330.23	11.88%	5,027.07	9.85%	4,259.76	8.29%
绿景佐岭国际花城购物中心	1,349.60	3.01%	1,113.70	2.18%	714.39	1.39%
其他商业物业	1,167.65	2.60%	3,227.41	6.33%	3,118.71	6.07%
合计	44,885.20	100%	51,016.37	100%	51,366.40	100%

资料来源：公司提供

NEO都市商务综合体位于深圳福田区深南大道与香蜜湖路交汇处，公司于2011年5月开始运营。截至2020年末，公司合计拥有NEO都市商务综合体总建筑面积为13.45万平方米。NEO都市商务综合体所处地理位置优越，截至2020年末出租率为87%，实现租金收入为28,512.51万元，较2018年同比下降16.00%，主要系受到疫情影响，公司给予续租客户一段时间的免租期。

表9 公司持有的 NEO 都市商务综合体物业运营情况（单位：平方米、万元）

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
总建筑面积	134,457	134,457	134,457
出租率	87%	83%	94%
租金收入	28,512.51	32,397.83	33,943.58

资料来源：公司提供

公司佐岭中心为一系列小区生活及购物中心，包括商铺和停车位，主要为周边小区提供日用品和满足其社交、休闲、健康及文化需要。公司佐岭中心位于发展成熟的小区，与公司开发的精品住宅相邻。截至2020年末，公司佐岭中心项目包括绿景佐岭香颂购物中心、东莞绿景佐岭购物中心、绿景1866佐岭荟、绿景佐岭虹湾购物中心、绿景国际花城购物中心和绿景佐岭红树湾壹号购物中心，总建筑面积达26.94万平方米，商铺数量合计达477间，较上年无变化。

表 10 截至 2020 年公司佐岭中心情况（单位：万平方米）

项目	位置	建筑面积	可出租面积	商铺数量（间）	出租率
绿景佐岭香颂购物中心	深圳龙华	36,887.47	22,792.40	92	93.22%
绿景 1866 佐岭荟	深圳龙华	54,361.43	41,811.72	79	98.83%
绿景佐岭虹湾购物中心	深圳福田	52,878.48	21,595.61	84	96.35%
绿景佐岭国际花城购物中心	茂名化州	45,757.46	35,624.54	222	94.28%
绿景佐岭红树湾壹号购物中心	深圳福田	20,505.01	19,274.29	0	--
绿景佐岭香颂购物中心	东莞樟木头	59,056.04	4,757.37	0	--
合计	--	269,445.89	145,855.93	477	--

资料来源：公司提供

综上所述，公司自持物业主要位于深圳市，地理位置优越，租金收入较稳定，仍需关注经济增速放缓对未来写字楼出租情况的影响。

公司提供的综合服务主要为物业管理、酒店运营和精品房装修，物业服务对象较为固定，收入来源稳定

公司向其住宅客户及商业物业租户提供综合服务，包括物业管理、酒店运营及精品房装修等。2020年公司实现综合服务收入33,574.72万元，较2018年下降6.40%，毛利率为25.03%。公司物业管理项目以自身开发的房地产项目为主，服务对象较为固定，收入来源稳定。2020年公司实现物业管理和酒店运营收入较上年均有所下降，主要系受到疫情影响。2020年其他服务收入有所增加，原因是新增水电费、清洁费、担保费以及疫情补贴收入。

表 11 2018-2020 年公司综合服务收入明细（单位：万元）

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
物业管理	19,406.71	20,143.49	19,188.99
酒店运营	5,274.81	7,795.17	7,827.16
其他服务	8,893.20	5,096.03	8,852.42
合计	33,574.72	33,034.69	35,868.57

资料来源：公司提供

公司酒店运营收入来自于全资持有的绿景锦江酒店。绿景锦江酒店位于福田区新洲路3099号与福强路交汇处，酒店开业时间为2011年4月10日，楼高27层，客房总数338间（套）。2020年无管理费，原因系2019年12月由锦江国际酒店管理有限公司交于子公司绿景（深圳）酒店管理有限公司管理，绿景锦江酒店近年来平均入住率和平均入住单价均有所波动，2020年均有所下降主要系受到疫情影响；2020年实现收入为5,274.81万元，整体收入规模有所下降，主要系受到疫情影响。

表 12 2018-2020 年公司绿景锦江酒店运营情况

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
平均入住单价（元）	516.01	651.25	633.92
入住率	61.40%	75.19%	74.89%
平均每间客房单日收入（元）	316.83	489.66	474.75
管理费（万元）	0	199	202

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及公司未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年公司合并报表范围变动具体情况见表13。

表 13 2018-2020 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、2020 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市黎盛实业有限公司	100%	22,000	投资兴办实业	新设
化州市美景清洁服务有限公司	100%	50	其他服务	新设

2、2020 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
珠海市绿景东桥投资有限公司	19.72%	750.00	房地产开发	股权被动稀释

1、2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
东莞市绿景房地产开发有限公司	100%	2,000	房地产开发	收购
东莞市景荣房地产开发有限公司	100%	2,000	房地产开发	新设
深圳市景智楼宇科技有限公司	100%	100	商品销售	新设

2、2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
益阳中核置业有限公司	100%	3,000	房地产开发	股权转让

1、2018 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
珠海市绿景翔投资有限公司	51%	1,000	商务服务	新设

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司整体资产质量较好，但抵押资产比率较高，资产流动性一般

近年来公司总资产规模有所波动，随着业务的发展2019年升至331.76亿元，由于完工项目的持续出售，2020年小幅下降至331.67亿元，2020年末公司流动资产和非流动资产占比分别为54.41%和45.59%。

2020年公司货币资金余额较2018年增长10.57%，其中使用权受限的货币资金为31.25亿元，占货币资金的39.67%，主要是公司借款监管资金及保证金。公司其他应收款主要为与关联方之间的往来款，2020年末账面价值较2018年大幅增长189.89%至25.22亿元，主要系应收珠海市绿景东桥投资有限公司、深圳市绿景企业管理集团有限公司和深圳绿景企业集团有限公司的款项，其占比合计为88.22%，回收时间存在不确定性。近年来公司存货有所波动，主要为拟开发产品（主要为土地储备）5.66亿元、在建开发产品18.31亿元和已完工开发产品40.13亿元，随着珠海东桥项目的划出和绿景美景广场的完工，2020年拟开发产品和在建开发产品均有所下降，因此2020年末公司存货账面价值回落至64.11亿元，其中账面价值21.30亿元用于借款抵押和收益权留置，抵押比率为33.22%。

2018-2020年公司长期应收款均系应收关联公司深圳市安元实业发展有限公司（以下简称“安元实业”，公司持股比例为40%）5.20亿元，系支持安元实业开展深圳市龙岗区官湖旧城改造项目而拆出的资金。近年来投资性房地产账面价值持续增加，2020年较2018年增长7.96%，均采用公允价值计量，截

至2020年末，公司尚未办妥产权证书的投资性房地产账面价值为16.38亿元。公司投资性房地产包括NEO都市商务综合体和佐岭中心等用于出租的写字楼和商铺，主要位于深圳市核心地段，资产质量高。公司将大部分投资性房地产进行抵押以满足融资需要，截至2020年底已抵押的投资性房地产账面价值103.23亿元，抵押比率高达80.20%。

总体来看，公司资产主要由开发的房地产项目、持有用于出租的物业及货币资金组成，且主要项目均位于深圳市核心地段，资产质量较好。但公司货币资金、存货、投资性房地产和固定资产中使用受限或抵押资产占比达到47.37%，资产流动性一般。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

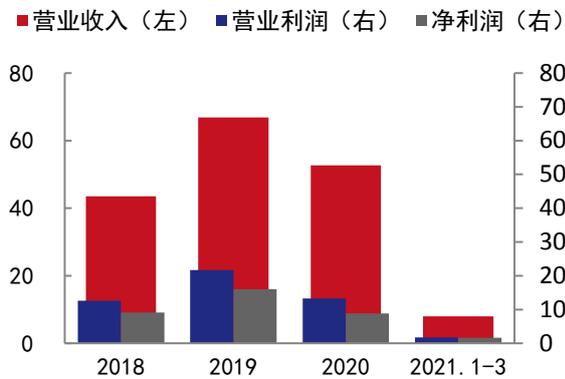
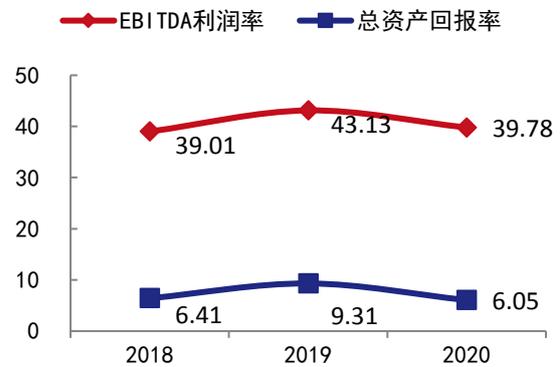
项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.33	20.32%	78.78	23.75%	71.54	21.56%	71.25	24.27%
预付款项	9.87	2.94%	8.95	2.70%	9.13	2.75%	2.82	0.96%
其他应收款	39.49	11.74%	25.22	7.61%	15.88	4.79%	8.70	2.96%
存货	63.28	18.81%	64.11	19.33%	87.32	26.32%	71.81	24.46%
流动资产合计	184.68	54.91%	180.47	54.41%	185.68	55.97%	155.47	52.95%
长期应收款	5.22	1.55%	5.22	1.57%	5.22	1.57%	5.22	1.78%
投资性房地产	128.71	38.27%	128.71	38.81%	123.42	37.20%	119.22	40.60%
非流动资产合计	151.64	45.09%	151.20	45.59%	146.08	44.03%	138.16	47.05%
资产总计	336.32	100.00%	331.67	100.00%	331.76	100.00%	293.63	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年来公司营业收入及销售毛利率均有所波动，未来收入的可持续性较好

受到商品房结转进度的影响，近年来公司营业收入、营业利润和净利润均有所波动。由于公司2019年商品房结转的项目主要为绿景红树湾壹号，其毛利率均较高，因此2019年公司EBITDA利润率和总资产回报率较高，分别为34.13和9.31，2020年均有所下降。截至2020年末，公司土地储备、在建及拟建房地产项目较充足，未来收入可持续性较好。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

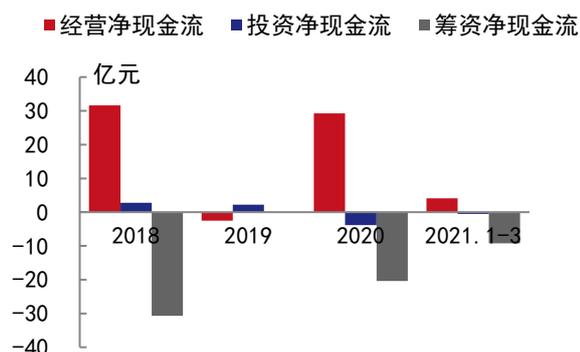
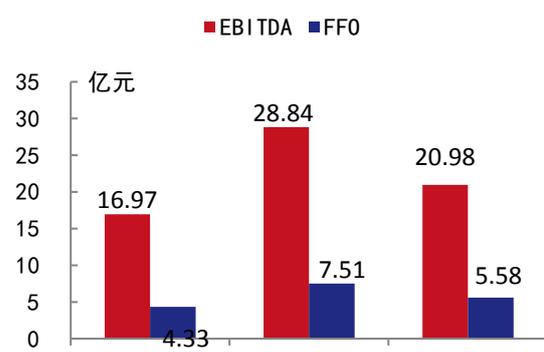
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

现金流

近年来公司经营现金流表现较好，但目前项目资金需求量较大，后续开发存在较大的资金压力

经营活动方面，公司主要受到房地产项目销售回款状况、开发投入规模和往来款规模的影响，2018 年和 2020 年公司经营活动现金流量净额分别实现净流入 31.63 亿元和 29.27 亿元，2019 年由于支付的工程、原材料款项较 2018 年大幅增加，经营活动现金流量净额由正转负，净流出 2.52 亿元。2018-2019 年公司投资活动流量净额分别为 2.78 亿元和 2.25 亿元，原因系银行理财到期和东莞市绿景房地产开发有限公司纳入合并报表，支付的购买价款低于子公司账面现金所致，2020 年投资活动流量净额为 -3.86 亿元，主要系支付的保证金以及定期存单增加。

近年来公司筹资活动产生的现金流量分别净流出 30.67 亿元、0.17 亿元和 20.37 亿元。同期，近年来 FFO 有所波动，分别为 4.53 亿元、7.51 亿元和 5.58 亿元，表现尚可。截至 2020 年末公司在建及拟建房地产项目尚需投资规模为 139.49 亿元（不含未确定投资额的拟建项目），后续资金需求量仍较大，公司将面临较大的开发资金压力。

图 8 公司现金流结构

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模仍较大，面临一定的偿债压力

近年来公司负债总额有所波动，2019年升至217.65亿元，2020年末回落至206.07亿元，同比下降5.32%；同期归母所有者权益呈稳定上升趋势，截至2020年末为125.61亿元，较2018年增长28.51%，因此近年来公司产权比率持续下降，2020年末为164%，所有者权益对负债的覆盖程度有所好转但仍较弱。截至2021年3月末公司所有者权益中有96%均由未分配利润构成，所有者权益稳定性欠佳。

图 10 公司资本结构

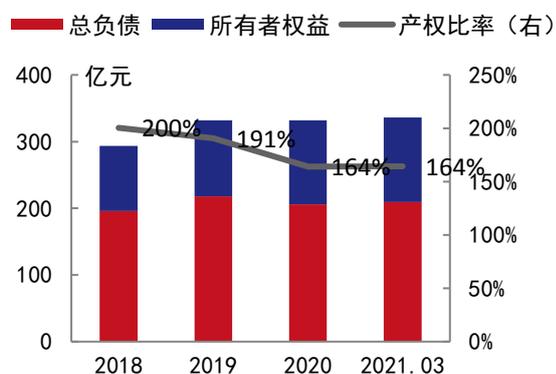
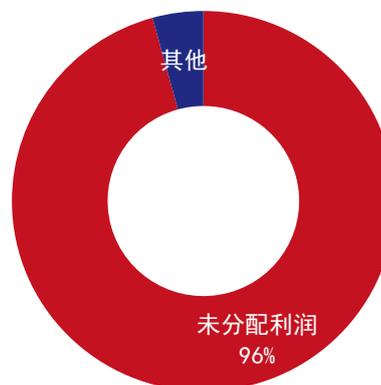


图 11 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司应付账款较2018年下降9.14%至9.84亿元，主要系应付广东省化州市建筑工程总公司、湖南建工集团有限公司的工程款。公司合同负债为预收客户的购房款，无实际偿付压力，主要是绿景美景广场、绿景化州国际花城和绿景喜悦荟商务中心销售预收款所致。2020年公司应交税费较2018年增长72.55%，主要原因系增值税和土地增值税准备金增加所致。公司其他应付款主要为应付股利、应付押金及保证金、关联公司以及第三方公司往来款等，2020年末其他应付款余额为12.26亿元。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券，较2018年大幅增长175.03%至50.33亿元，主要系“16绿景01”将于本年8月兑付所致。

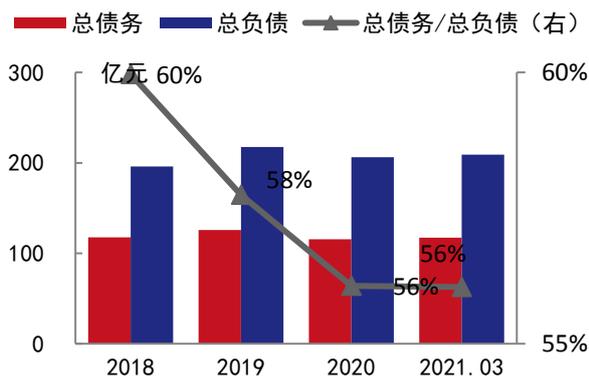
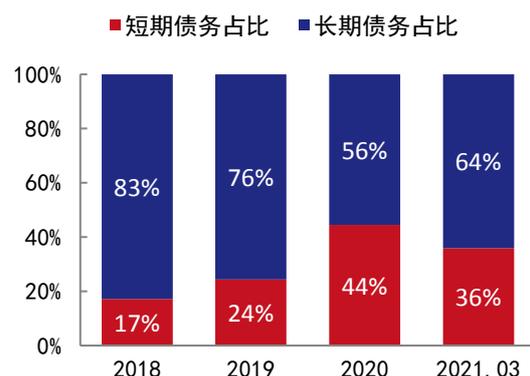
2020年长期借款较2018年下降10.07%至64.15亿元，主要系与中国光大银行民塘支行、上海银行深圳分行营业部、招商银行股份有限公司深圳分行等银行间的抵押借款、质押借款和保证借款。公司递延所得税负债主要来自投资性房地产账面价值与计税基础之间产生的暂时性差异，2020年末余额为25.92亿元，主要系按公允价值计量的投资性房地产账面价值增加所致。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.20	1.05%	0.45	0.22%	0.10	0.05%	1.92	0.98%
应付账款	9.22	4.41%	9.84	4.77%	10.38	4.77%	10.83	5.53%
合同负债	15.28	7.31%	12.65	6.14%	16.15	7.42%	14.55	7.43%
应交税费	26.57	12.71%	26.71	12.96%	24.46	11.24%	15.48	7.90%
其他应付款	12.56	6.01%	12.26	5.95%	12.84	5.90%	11.13	5.68%
一年内到期的非流动负债	39.90	19.09%	50.33	24.42%	30.56	14.04%	18.30	9.34%
流动负债合计	107.09	51.23%	115.10	55.85%	96.40	44.29%	73.92	37.74%
长期借款	75.06	35.90%	64.15	31.13%	73.60	33.82%	71.33	36.41%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	21.57	9.91%	25.92	13.23%
递延所得税负债	26.08	12.48%	25.92	12.58%	25.03	11.50%	24.71	12.61%
非流动负债合计	101.96	48.77%	90.97	44.15%	121.25	55.71%	121.96	62.26%
负债合计	209.05	100.00%	206.07	100.00%	217.65	100.00%	195.88	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2018-2020年公司总息债务分别为117.46亿元、125.87亿元和115.53亿元，分别占总负债的60%、58%和56%，近年来总债务占总负债比重持续下降。2020年末公司平均融资成本为7.20%，其中一年以内到期51.38亿元，近年来公司短期债务持续攀升，2020年末短期债务占比升至44%。

图 12 公司债务占负债比重

图 13 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，近年来公司剔除预收款项的资产负债率和净负债率均呈下降趋势，2020年末分别为60.62%和29.92%，剔除预收款项的资产负债率较2018年下降4.35个百分点。近年来EBITDA利息保障倍数有所波动，2019年由于绿景红树湾壹号项目的销售利润较高，2019年升至3.35，2020年由于利

润规模下滑回落至2.42，对利息支出的保障程度略有减弱。2020年由于房地产项目销售回款状况较好，公司经营活动现金流大额净流入，OCF/净债务指标表现较好。

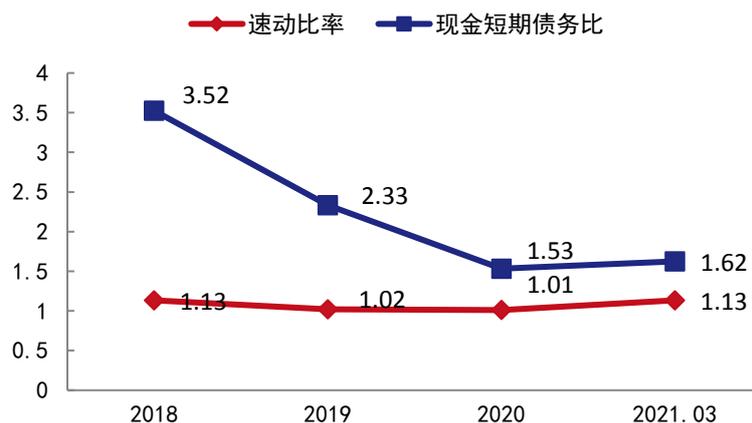
表 16 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年	2018年
剔除预收款项的资产负债率	60.34%	60.62%	63.84%	64.97%
净负债率	38.48%	29.92%	48.30%	47.93%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.42	3.35	2.29
OCF/净债务	8.47%	77.89%	-4.58%	67.52%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

短期偿债指标方面，随着短期债务的大幅增加，现金短期债务比降至1.53。截至2020年底，公司尚未使用的银行授信额度27.06亿元；近年来公司速动比率分别为1.02、1.01和1.13，短期偿债能力尚可。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

绿景中国提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平

绿景中国作为本期债券担保人出具了《担保函》，为本期债券到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保人对本期债券的担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的合理费用，担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

绿景中国前身为新泽控股有限公司（以下简称“新泽控股”），新泽控股于2005年12月在香港联合交易所有限公司主板上市，股份代码为0095.HK。2014年5月，中国绿景地产控股有限公司完成收购新泽控股有限公司的有关事宜，中国绿景地产控股有限公司、黄康境先生及与其任何一方一致行动之人士合计拥有858,800,792股股份，占当日全部已发行股本的64.83%。2014年8月7日，中国绿景地产控股有限

公司持有绿景中国股权73.19%。2014年9月，绿景中国名称变更为现名。2015年11月，黄康境先生将绿景中国及其下属子公司注入上市公司，从而将其于中国的全部物业开发权益并入同一实体。截至2018年12月31日，绿景中国累计已发行股本为4,942,241,524股股份。截至2020年末，绿景中国控股股东为kinson group limited，实际控制人为自然人黄康境。

2020年绿景中国主营业务未发生改变，依然为房地产开发及销售、商业物业投资与经营、综合服务。2020年绿景中国实现营业收入54.25亿元，同比下降21.40%，主要系暂不推售绿景红树湾壹号所致。房地产开发及销售业务为绿景中国最重要的收入来源，2020年在营业收入中占比83.19%；商业物业投资与经营收入及综合服务为营业收入的重要补充。毛利率方面，2020年下降至49.1%，主要系毛利率较高绿景红树湾壹号结算占比大幅减少所致。综合而言，绿景中国综合毛利率有所下降，但整体盈利能力保持在较高水平。

表 17 绿景中国营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发及销售	451,264.29	44.88%	366,432.80	57.85%	211,428.90	65.01%
商业物业投资与经营	62,016.70	91.26%	54,317.60	84.26%	49,829.50	86.18%
综合服务	29,201.76	25.50%	30,818.10	35.30%	35,516.70	37.73%
合计	542,482.75	49.14%	451,568.50	59.49%	296,775.10	65.30%

资料来源：绿景中国 2018-2020 年独立核数师报告，中证鹏元整理

表 18 绿景中国主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	7,426,699.80	4,873,628.30	4,341,210.40
权益总额	2,788,562.30	1,303,483.30	1,143,894.30
有息债务	3,076,212.60	2,619,866.60	2,352,251.50
资产负债率	62.45%	73.25%	73.65%
净负债率	76.57%	136.95%	139.28%
现金短期债务比	0.93	0.76	1.30
收益（营业收入）	542,482.70	690,244.80	451,568.50
除税前盈利	431,608.20	336,713.10	215,550.00
年度盈利	345,107.50	174,996.30	123,040.30
综合毛利率	49.14%	64.19%	59.49%
总资产回报率	9.51%	10.03%	7.02%
EBITDA	591,609.80	466,069.50	285,402.40
EBITDA 利息保障倍数	2.86	2.62	2.09
经营活动现金流净额	50,696.70	114,013.30	275,559.30

资料来源：绿景中国 2018-2020 年独立核数师报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，绿景中国主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任

保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2020年12月31日，公司对外担保金额共计18.63亿人民币和美元0.78亿美元，被担保对象均是公司上市公司体系内的关联公司，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
绿景（中国）地产投资有限公司	61,000.00	2021/3/9	否
	28,400.00	2022/8/11	否
	15,800.00	2022/8/8	否
	13,900.00	2022/8/17	否
	11,900.00	2022/7/30	否
	7,000.00	2021/1/3	否
	USD5,117.66	2021/6/7	否
	USD1,450.00	2022/1/30	否
景悦房地产投资（苏州）有限公司	USD1,250.00	2022/1/16	否
	25,000.00	2021/4/8	否
苏州新兴地产有限公司	12,000.00	2032/12/26	否
深圳溢佳实业发展有限公司	4,862.00	2025/8/1	否
WORLD MARGIN LIMITED	4,300.00	2021/11/16	否
崇亚投资（香港）有限公司	2,100.00	2021/12/29	否

注：由于担保金额中有 0.78 亿为美元，合计数不便以人民币计算，故此处不列示总数。

资料来源：公司 2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司按房地产企业经营惯例为商品房承购人向银行提供按揭抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保，担保期限自保证合同生效之日起至商品房承购人所购住房的《房屋所有权证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。截至2020年12月31日，公司承担阶段性担保金额为人民币21.61亿元。由于有商品房作反担保，公司为商品房承购人提供银行按揭贷款担保未来发生代偿的风险较低，发生代偿时损失较小。

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

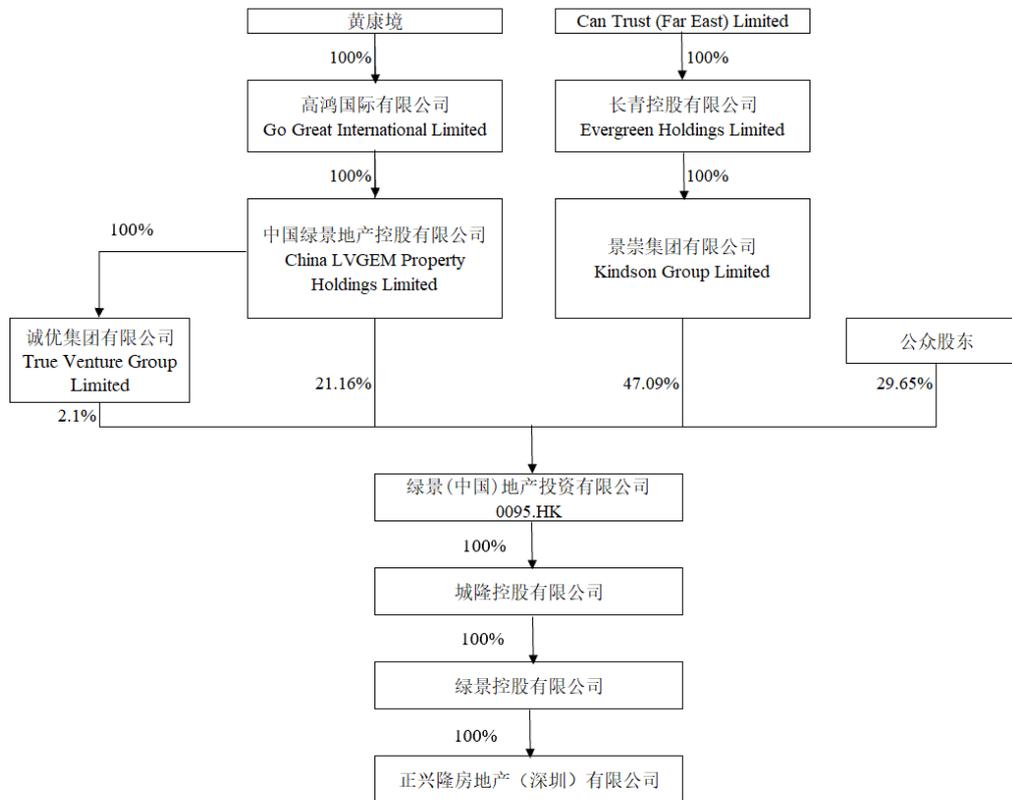
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	68.33	78.78	71.54	71.25
其他应收款	39.49	25.22	15.88	8.48
存货	63.28	64.11	87.32	71.81
流动资产合计	184.68	180.47	185.68	155.47
投资性房地产	128.71	128.71	123.42	119.22
非流动资产合计	151.64	151.20	146.08	138.16
资产总计	336.32	331.67	331.76	293.63
短期借款	2.20	0.45	0.10	1.92
应交税费	26.57	26.71	24.46	15.48
一年内到期的非流动负债	39.90	50.33	30.56	18.30
流动负债合计	107.09	115.10	96.40	73.92
长期借款	75.06	64.15	73.60	71.33
应付债券	0.00	0.00	21.57	25.92
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	26.08	25.92	25.03	24.71
非流动负债合计	101.96	90.97	121.25	121.96
负债合计	209.05	206.07	217.65	195.88
总债务	117.16	115.53	125.83	117.46
归属于母公司的所有者权益	127.33	125.66	114.19	97.78
营业收入	8.01	52.73	66.86	43.50
净利润	1.62	8.86	15.99	9.07
经营活动产生的现金流量净额	4.15	29.27	-2.52	31.63
投资活动产生的现金流量净额	-0.51	-3.86	2.25	2.78
筹资活动产生的现金流量净额	-9.27	-20.37	-0.17	-30.67
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	56.92%	55.20%	65.09%	59.77%
EBITDA 利润率	--	39.78%	43.13%	39.01%
总资产回报率	--	6.05%	9.31%	6.41%
产权比率	164.25%	164.06%	190.73%	200.40%
剔除预收款项的资产负债率	60.34%	60.62%	63.84%	64.97%
净负债率	38.48%	29.92%	48.30%	47.93%
EBITDA 利息保障倍数	--	2.42	3.35	2.29
OCF/净债务	8.47%	77.89%	-4.58%	67.52%
速动比率	1.13	1.01	1.02	1.13
现金短期债务比	1.62	1.53	2.33	3.52

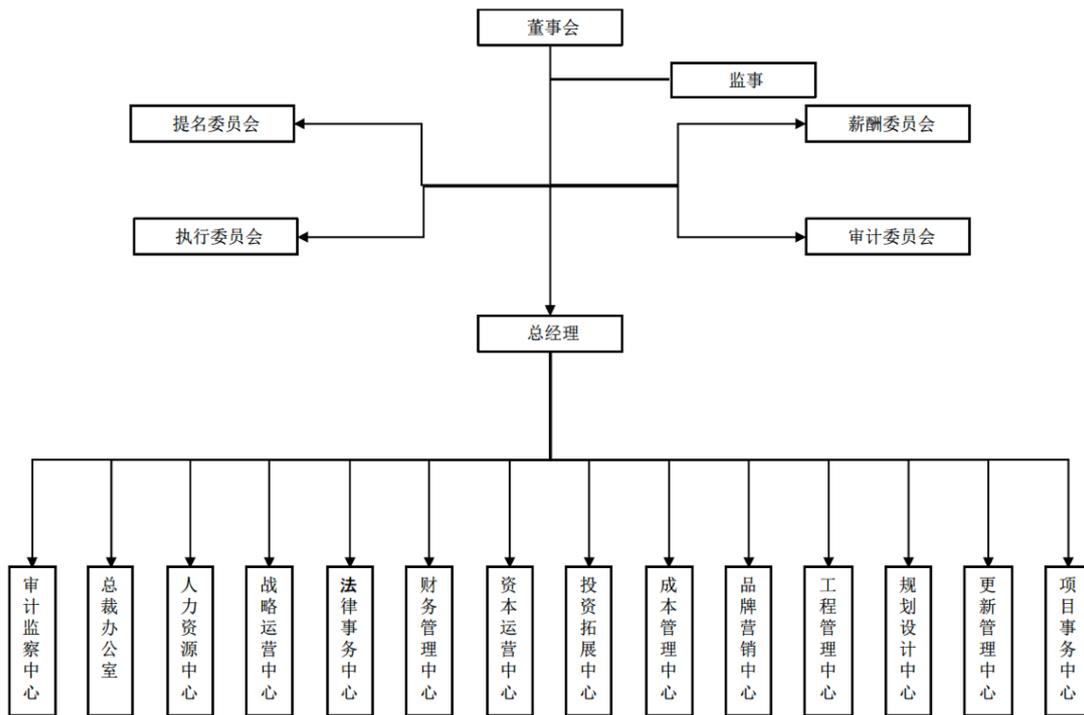
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市绿景房地产开发有限公司	15,000	100%	物业发展、停车场服务及管理租赁
深圳市绿景浩辉投资发展有限公司	1,000	100%	房地产咨询
化州市绿景房地产开发有限公司	21,000	100%	物业发展与销售
正兴隆房地产（珠海）有限公司	1,000	100%	房地产开发
广州市粤景房地产开发有限公司	1,000	93%	物业开发
深圳市绿景资产管理有限公司	1,600	100%	投资顾问、酒店投资及租赁
深圳市龙康弘投资发展有限公司	27,000	100%	物业发展、停车场服务及租赁
深圳市绿景物业管理有限公司	500	100%	物业管理及停车场服务
化州市绿景物业管理有限公司	300	100%	物业管理及停车场服务
深圳市绿景酒店有限公司	1,000	100%	酒店经营及餐饮
深圳市绿景纪元物业管理服务有限公司	50	100%	物业管理及停车场服务
益阳缙香名苑物业管理有限公司	50	100%	物业管理；房屋租赁；房屋中介、停车场管理服务
深圳市绿景房地产策划有限公司	100	100%	房地产经纪、策划、信息咨询
深圳市福景电子商务管理有限公司	50	100%	租赁和商务服务业
广州市友展物业租赁有限公司	38	51.15%	房屋租赁；场地租赁
珠海市绿景翔投资有限公司	1,000	51%	商务服务
绿景（深圳）酒店管理有限公司	100	100%	酒店管理服务
深圳市绿景恩歌源实业投资有限公司	5,000	52%	租赁和商务服务业
深圳市绿墅投资有限公司	3,000	70%	批发和零售业
东莞市绿景房地产开发有限公司	2,000	100%	房地产开发经营；物业管理
东莞市景荣房地产开发有限公司	2,000	100%	房地产开发经营；房地产中介服务
深圳市景智楼宇科技有限公司	100	100%	批发和零售业
深圳市黎盛实业有限公司	22,000	100%	投资兴办实业
化州市美景清洁服务有限公司	50	100%	其他服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。