

联合国际授予绿景（中国）地产投资有限公司‘BB-’的国际长期发行人评级和拟发行的美元票据评级；发行人评级展望稳定

香港，2020年2月20日-联合评级国际有限公司（“联合国际”）作为一家国际信用评级公司，授予绿景（中国）地产投资有限公司（95.HK）（“绿景”或“公司”）‘BB-’的国际长期发行人评级，展望稳定。

同时，联合国际授予由碧玺国际有限公司（“碧玺国际”）拟发行的，由绿景提供无条件和不可撤销担保的高级无抵押美元票据（该美元票据）‘BB-’国际长期发行债务评级。碧玺国际是绿景的全资子公司。

绿景预计将该美元票据募集资金用于偿还其现有债务。

关键评级驱动因素

该美元票据的评级与绿景的国际长期发行人评级‘BB-’一致，因该票据构成了绿景的高级、无抵押债务。绿景对该美元票据的偿付义务与绿景所有其他已发行及未来发行的非次级、无抵押债务地位相同。

发行人评级反映了绿景独特的战略，通过城市更新以获取低成本土地和高于行业平均水平的约60%的毛利率。绿景主要是由控股股东进行城市更新项目孵化，项目孵化成熟后注入绿景，控股股东专门从事城市更新项目早期谈判和搬迁合同签署工作。通过上述方法，公司城市更新项目后续开发风险较为可控。绿景的旧城改造方法既可以大大缩短工期，又可以降低不确定性。

绿景的发行人评级展望稳定反映了联合国际预期绿景将谨慎地扩大其经营规模，公司位于深圳南山区核心地段的大型白石洲城市更新项目将增强其土地储备的质量和规模，后续开发与销售收入亦将可进一步提升集团经营规模。这也反映了我们预期公司在短期内将维持其经营状况和财务杠杆水平。

经营规模虽小但土地储备区位颇具优势：绿景定位为粤港澳大湾区的区域性房地产开发商和运营商，业务地理分布相对狭窄，其住宅和商业房地产开发业务集中在深圳、珠海和香港等粤港澳大湾区核心城市。绿景的经营规模相对较小，截至2019年6月底，绿景的土地储备规模为440万平方米，该公司2019年前6个月合约销售金额约人民币40亿元。

绿景的业务主要集中在深圳、珠海和香港等粤港澳大湾区核心城市，由于该地区项目平均售价较高，其可售资产价值较其他房地产开发商和竞争对手更具竞争优势，这在一定程度上抵消了其就合约销售规模，土地储备和有限的正在开发的项目数量而言的较小经营规模的局限。

独特的商业模式和对行业知识的了解：绿景凭借其行业知识以及 25 年开展城市更新业务的经验，致力于在粤港澳大湾区开发潜力较大的城市更新项目。从经营策略到再开发不同阶段的具体细节（包括与地方政府的频繁讨论，与村民和村股份公司的集体协商，项目计划的执行以及适当的资金管理），公司的策略在各个方面都具有独特性。

高于市场的毛利润率：绿景在 2017 年、2018 年和 2019 上半年的毛利率分别为 65.3%，59.5% 和 70.0%，均高于行业平均，主要是因为公司采用城市更新方式获取低成本土地的策略，且其开发项目通常位于深圳及珠海等粤港澳大湾区的黄金地段。绿景目前持有白石洲城市更新项目 25% 的股权，剩余 75% 的股权预计于评级追踪期间注入。鉴于该公司之前项目成功交付的情况，我们预计该公司将在未来 12 至 24 个月内保持较高的利润率。

开发时间进度易受多种因素和政策风险影响：由于城市更新业务本质的限制，涉及因素较多且开发过程相对复杂，在整个再开发过程中经常面临不同的风险，很多时候可能需要较长时间解决特定挑战。此外，在不同项目中的每个开发流程细节也存在差异。若有任何阶段出现滞后都会延迟整个流程，造成开发进度需要延期或重新安排，最终影响项目交付。我们认为绿景专注城市更新业务，具备相当程度项目管理能力，有助于降低期程相关的不确定性。

高财务杠杆和紧张的流动性：截至 2018 年底，绿景的以债务/资本衡量的高财务杠杆水平超过 65%。其利息覆盖水平较弱，仅为 2 倍。截至 2019 年 6 月末，绿景持有未受限货币资金人民币 58.4 亿元和未使用授信额度约人民币 25.5 亿元，而其短期借款为人民币 43.7 亿元，资本承诺款项为人民币 16.7 亿元。然而，我们认为这些局限能通过 2020 年和 2021 年的预计约人民币 150 亿元的合约销售回款得到部分缓释。

评级敏感性因素

若发生以下情况，我们将考虑下调绿景的信用评级：若绿景高速扩充土地储备导致其财务杠杆持续增加，使得以债务/资本衡量的财务杠杆水平高于 80%，或以 EBITDA 利息覆盖率衡量的财务杠杆水平增长至低于 2 倍，和/或若经营状况发生恶化，即其合约销售和/或收入出现大幅下降，或流动性因而弱化。

若发生以下情况，我们将考虑上调绿景的信用评级：（1）经营规模显著提升，以及（2）以债务/资本衡量的财务杠杆水平持续低于 60%，或 EBITDA 利息覆盖比率持续高于 3 倍。

对于绿景的任何评级行动可能引发对于本期美元票据的类似评级行动。

关于联合国际

联合国际是一家国际信用评级公司，旨在为全球范围内的公司、银行、非银行金融机构、地方政府融资平台和其他资产提供信用评级服务。与此同时，联合国际也从事信用风险研究和提供其他与信用评级相关的服务。

评级方法

本次对绿景评级所采用的主要评级方法为联合国际于 2018 年 7 月 16 日发表的 *General Corporate Rating Criteria*。关于该评级方法，请浏览 www.lhratingsglobal.com。

- 注：1、上述发行人评级均为在受评对象或相关第三方要求下的委托评级。
2、本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国际于 2020 年 2 月 20 日发布的英文版内容为准。（*Lianhe Global has assigned 'BB-' global scale Long-term Issuer and Issuance Credit Ratings to LVGEM (China) Real Estate Investment Company Limited and its proposed USD notes; Issuer Rating Outlook is Stable*）

联系人：

首席分析师
孔令彦
高级董事
(852) 3462 9577
alex.kung@lhratingsglobal.com

第二分析师
李铠仲
联席董事
(852) 3462 9587
james.lee@lhratingsglobal.com

评级委员会主席：
黄佳琪
高级董事
(852) 3462 9578
joyce.huang@lhratingsglobal.com

业务拓展联系人：

池欣庭
董事总经理
(852) 3462 9569
joyce.chi@lhratingsglobal.com

免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：
www.lhratingsglobal.com

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2020