

信用评级公告

联合〔2020〕5192号

联合资信评估股份有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司及其拟公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，上海宝龙实业发展（集团）有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二〇年十二月二十一日

上海宝龙实业发展（集团）有限公司

公开发行2021年公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 25.00 亿元（含）

本期债券期限：5（2+2+1）年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还已发行的公司债券

评级时间：2020 年 12 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势。近年来，公司销售规模及自持物业租金收入均保持增长态势，综合毛利率处于较高水平，整体经营情况良好。同时，联合资信也关注到公司三四线城市商业项目存在一定去化压力、在建项目增多加大了项目及资金管理难度、资产受限比例较高、债务规模增长较快以及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障能力很强。

随着公司项目陆续开发和销售，以及自持物业逐步开业和运营成熟，销售规模和租金收入有望保持增长态势，公司将保持良好竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 商业地产开发经验丰富，具有一定品牌知名度。宝龙地产自 2003 年起专注开发运营综合性商业地产项目，具有多年商业地产开发经验，并连续 10 年获得“中国商业地产公司品牌价值 TOP10”荣誉，“宝龙”系列品牌在业内具有一定的知名度。
2. 住宅项目区域分布良好，销售规模快速增长。公司土地储备主要分布于长三角区域，住宅项目区域分布相对较好；同时公司协议销售面积和销售金额近年来保持快速增长。
3. 毛利率保持相对较高水平。2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，公司综合毛利率分别为 38.96%、40.21%、38.37% 和 37.34%，毛利率处于较高水平且相对稳定。
4. 租金收入稳步增长并对现金流形成一定补充。2017—2019 年及 2020 年 1—9 月，公司出租物业租金收入稳步

分析师

卢 瑞 登记编号 (R0040219010003)

王 彦 登记编号 (R0040219040002)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

增长, 并对现金流形成一定补充。

关注

1. **行业政策、区域布局、新冠疫情影响项目去化。**房地产行业受政策影响较大, 目前调控未完全放松; 且商业地产竞争激烈, 新冠疫情对商业物业租售产生较大影响, 公司部分商业项目位于三四线城市, 未来可能存在一定去化压力。
2. **在建项目面临一定资金支出压力。**2018 年以来, 公司扩张较快, 在建项目规模大幅增加, 项目及资金管理难度加大, 且面临一定资金支出压力。
3. **资产受限比例较高, 债务负担有所增加。**截至 2020 年 9 月底, 公司受限资产占比为 34.99%, 资产受限比例较高。近年来, 公司债务规模增长较快, 债务负担有所增加。
4. **自持物业公允价值存在不确定性且其变动收益对利润影响较大。**2017—2019 年, 公司自持物业公允价值变动收益占营业利润比重分别为 45.29%、42.83%和 26.92%, 对营业利润影响较大, 同时其评估值易受市场波动影响, 存在一定不确定性。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产(亿元)	96.78	151.88	170.48	133.16
资产总额(亿元)	856.63	1179.07	1520.41	1610.25
所有者权益(亿元)	342.73	377.09	441.34	474.13
短期债务(亿元)	40.02	71.20	83.35	95.49
长期债务(亿元)	172.41	234.90	267.78	303.95
全部债务(亿元)	212.43	306.10	351.12	399.44
营业收入(亿元)	145.70	170.17	248.46	262.96
利润总额(亿元)	63.68	54.89	90.06	75.13
EBITDA(亿元)	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流(亿元)	24.32	25.62	54.45	8.46
营业利润率(%)	31.34	30.84	31.97	30.92
净资产收益率(%)	14.41	10.19	15.23	--
资产负债率(%)	59.99	68.02	70.97	70.56
全部债务资本化比率(%)	38.26	44.80	44.31	45.73
流动比率(%)	134.22	130.93	123.91	128.10
经营现金流动负债比	8.20	5.04	7.26	--
现金短期债务比(倍)	2.42	2.13	2.05	1.39
EBITDA利息倍数(倍)	5.60	3.34	4.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.13	5.04	3.63	--
公司本部(母公司)				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	355.52	329.22	347.40	369.55
所有者权益(亿元)	180.27	194.98	199.49	199.80
全部债务(亿元)	76.62	72.51	116.18	147.73
营业收入(亿元)	4.10	6.39	5.59	2.53
利润总额(亿元)	-0.14	14.71	0.22	22.16
资产负债率(%)	49.29	40.78	42.58	45.93
全部债务资本化比率(%)	29.83	27.11	36.80	42.51
流动比率(%)	133.66	177.27	197.26	210.67
经营现金流动负债比(%)	7.01	-26.79	1.74	--

注: 1.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;2.2020年1-9月财务报表未经审计;3.集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

资料来源:公司财务报告

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+	稳定	2020/8/7	韩家麒、杨栋	房地产企业信用评级方法(V3.0.201907) 房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
AA+	稳定	2016/7/27	冯磊、王进取	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法(2015年)	阅读全文
AA	稳定	2015/7/23	李晶、张雪	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法(2015年)	--

注:上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅;2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



上海宝龙实业发展（集团）有限公司

公开发行 2021 年公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“宝龙实业”或“公司”）原名上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“上海宝龙实业”），系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）于 2010 年出资组建的外商独资企业。公司初始注册资本为人民币 1500.00 万元，均由宝龙地产香港出资。

历经宝龙地产香港多次注资，截至 2017 年底，上海宝龙实业注册资本 41.84 亿元，2018 年 3 月 9 日，上海宝龙实业更为现名。截至 2020 年 9 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产香港持有公司 100% 股权，公司实际控制人为许健康。

公司主要从事住宅和商业的综合体开发。公司采用集团化管理模式，截至 2020 年 9 月底，公司内设立行政人事中心、财务管理中心、成本控制中心、投资发展中心、上海/外省区域中心和技术研发中心，在几大管理模块下分设了共计 25 个职能部门。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1520.41 亿元，所有者权益合计 441.34 亿元（含少数股东权益 90.25 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，利润总额 90.06 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 1610.25 亿元，所有者权益 474.13 亿元（含少数股东权益 117.48 亿元）；2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 262.96 亿元，利润总额 75.13 亿元。

公司注册地址：上海市闵行区七莘路 1855 号第 1 幢 4 层 02 室；法定代表人：许健康。

二、本期债券概况

经中国证监会“（2019）2147 号”文件核

准，公司将在中国境内公开发行不超过 50 亿元（含 50 亿元）公司债券。本期债券为第三期，债券名称为“上海宝龙实业发展（集团）有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）”，本期债券发行规模不超过 25.00 亿元（含 25.00 亿元）。本期债券期限 5 年，在债券存续期第 2 年末、第 4 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率由公司与其簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向机构投资者公开发行。

本期债券募集资金扣除承销费外，拟用于偿还已发行的公司债券。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 1 2017—2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53% 上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01% 下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1% 和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；

房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1% 和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2% 的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8% 的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半

年扩大 0.1 个百分点,生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下,市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降, M2 增速有所回落。

2020 年 9 月末, 社会融资规模存量 280.1 万亿元, 较上年同期增长 13.5%, 较上年末增幅 (10.7%) 显著提高, 为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看, 前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元, 比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看, 一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 万亿元, 呈逐季下降的趋势, 其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点, 显示货币政策在回归常态。货币供应量方面, 9 月末 M2 余额 216.4 万亿元, 较上年同期增长 10.9%, 较 6 月末增速 (11.1%) 略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元, 较上年同期增长 8.1%, 较 6 月末同比增速 (6.5%) 继续加快, 表明经济活跃度上升, 消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年前三季度, 全国一般公共预算收入 14.1 万亿元, 同比下降 6.4%, 降幅较二季度 (10.8%) 有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元, 同比下降 6.4%; 非税收入 2.2 万亿元, 同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元, 同比增长 3.8%, 较前二季度 (-1.0%) 转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元, 同比下降 1.9%, 降幅比二季度 (5.8%) 显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元, 同比下降 2.1%; 地方本级累计支出 15.1 万亿元, 同比下降 1.9%。从支出结构看, 前三季度社会保障与就业支出 (2.6 万亿元)、卫生健康支出 (1.4 万亿元)、农林水支出 (1.6 万亿元) 和债务付息支出 (7351.0 亿元) 为正增长, 其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元, 较二季度缺口 (2.0 万亿元) 继续扩大, 主要是受到疫情冲击, 财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓, 城镇居民收入实际降

幅继续收窄。2020 年前三季度, 在服务业和制造业逐步恢复, 中小微企业经营持续改善的作用下, 就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%, 较 6 月 (5.7%) 略有回落, 就业形势较疫情初期有所好转, 但国内外环境复杂严峻, 企业用工需求偏弱, 总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度, 城镇居民人均可支配收入 3.3 万元, 比上年同期名义增长 2.8%, 名义增速比上半年回升 1.3 个百分点; 扣除价格因素的实际增速为 -0.3%, 降幅较上半年 (2.0%) 大幅收窄, 为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展, 以“六稳”“六保”为中心, 促进经济恢复, 逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费, 增加有效投资。2020 年前三季度, 全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中, 新增减税降费 1.37 亿元, 翘尾新增减税降费 7265 亿元, 对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度, 全国累计发行国债 4.80 万亿元, 较上年同期 (2.99 万亿元) 大幅增长; 发行地方政府债券 5.68 万亿元, 较上年同期 (4.18 万亿元) 增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建, 增加有效投资, 增加其用作项目资本金的范围及比例, 允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制, 新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持, 截至 2020 年 9 月底, 在实行直达管理的 1.70 万亿元资金中, 各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位, 形成实际支出 1.02 万亿元, 占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归, 融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向, 引导资金更多的流向实体经济, 有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用, 提高政策的直达性, 强化对稳企业、保就业的金

融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21% 和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11% 和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情的爆发，防疫物资需求短期内依然较为旺盛，支撑我国出口增速；另一方面，全球经济逐步恢复，海外需求上升支撑我国出口增速，联合国贸发会议发布的最新报告预测 2020 年第四季度全球贸易同比增长将下降 3%，较三季度收窄 4 个百分点；从主要发达经济体制造业 PMI 来看，经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；虽然2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了“稳地价、稳房价、稳预期”的调控核心目标。

2020年初，新冠肺炎疫情对房企一季度销售进度产生较大影响；同时，对在建设项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续恢复部分建设，但整体施工进度仍受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因新冠肺炎疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受新冠肺炎疫情的影响，促进了需求端复苏。自2020年3月以来，房地产开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄，全国房地产市场景气度逐步复苏。

图1 2019年—2020年9月全国房地产开发景气指数
(频率：月)



资料来源：Wind

房地产开发投资方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。2020年1—9月，全国房地产开发投资完成额10.35万亿元，累计同比增长5.6%，增速较2019年同期下降4.90个百分点。其中，住宅开发投资完成额7.66万亿元，累计同比增长6.1%。

施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。2020年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较2019年进一步放缓。具体来看，2020年1—9月，全国房屋新开工面积16.01亿平方米，同比下降3.4%，其中住宅新开工面积为11.72亿平方米，同比下降4.2%；全国房屋施工面积85.98亿平方米，同比增长3.1%，其中住宅施工面积60.70亿平

平方米，同比增长 4.0%；全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米，同比下降 11.6%，其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米，同比下降 10.5%。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020 年 1—9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%。

2. 土地市场与信贷环境

2019 年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资

金和以定金及预收款项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米，同比下降 2.87%；土地成交价款 9315.51 亿元，同比增长 13.80%。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。2020 年 1—9 月，房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元，同比增长 4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占 15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13	20484.26	15.02
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10	93.71	0.07
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56	44485.11	32.62
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21	71313.39	52.29
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35	45144.52	33.10

个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27	21783.24	15.97
合计	156052.62	100.00	165962.89	100.00	178608.59	100.00	136376.47	100.00

资料来源: Wind, 联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变, 调控政策加强了从“供给端”调控的力度, 对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

从2019年三季度开始, 宏观经济下行压力大, 政府加大逆周期调节力度, 9月全面降准+LPR降息, 11月MLF降息, 房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日, 央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》, 报告中删除了“房住不炒”的表述, 仅强调“因

城施策”, 短期政策出现边际调整。

2020年以来, “房住不炒”再次被强调, 在3月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及4月召开的中央政治局会议中, 均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的, 央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看, 房地产市场严控政策始终围绕“稳地价、稳房价、稳预期”为核心目标。2019年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策, 坚持“房住不炒”, 保持政策的连续性和稳定性; 房地产金融政策, 总方针不变, 严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款; 房地产税立法, 稳步推进, 目前正在抓紧完善法律草案; 新型城镇化, 坚持以中心城市引领城市群发展, 城镇化速度仍会加快; 房地产市场, 形势稳地价稳房价稳预期, 防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化, 控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”, 落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施策”, 落实房地产长效管理机制, 不将房地产作为短期刺激经济的手段
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要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”落实好房地产长效管理机制, 促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》, 稳健的货币政策要更灵活适度, 充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用, 持续深化LPR改革, 有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换, 不将房地产作为短期刺激经济的手段, 支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化, 发挥中心城市和城市群带动作用, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策, 促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期, 因城施策、一城一策, 从各地实际出发, 采取差异化调控措施, 及时科学精准调控, 确保房地产市场平稳健康的发展

资料来源: 联合资信整理

从融资方面的调控政策来看, 主要包括: 第一, 房地产信托等非标融资渠道受限; 第二, 加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理; 第三, 加强对存在

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示, 合理管控企业有息负债规模和资产负债率; 第四, 严禁消费贷款违规用于购房。2019年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限: 银保监会日前正式发布银保监会(2019)23号文《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》, 强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资, 或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务; 房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息, 包括债务规模、期限情况、备案登记情况等, 并提交《企业发

		行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，形成“重点房企资金监测和融资管理规则”
2020年10月	央行	重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月底，公司注册资本41.84亿元，宝龙地产香港持有公司100%股权，公司实际控制人为许健康。

2. 企业规模和竞争力

公司作为宝龙地产在国内最大的经营实体，地产开发运营经验丰富，竞争力较强。

公司具备房地产开发一级资质，是宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产自2003年起专注开发运营综合性商业地产项目，是中国首家在港上市的商业地产企业，商业地产经验丰富。宝龙地产以“宝龙”品牌开发的物业项目分布于天津、上海、重庆、福建、江苏、山东、河南、安徽、浙江等省（市），项目主要布局于长三角区域。2018—2020年，宝龙地产在中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心发布的“中国房地产开发企业500强”名单中均位居第38名，在“商业地产综合实力50强”中分别位居第7名、第6名和第6名。宝龙地产连续10年获国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地

产研究所和中国指数研究院颁发的“中国商业地产公司品牌价值TOP10”荣誉。截至2020年6月底，宝龙地产在全国布局155个项目，经营及管理商业广场42家。

公司主打产品“宝龙广场”是集大型购物、品牌商店、美食、娱乐、文化、休闲、住宅和酒店于一体的城市综合体，分为三大系列，即面向一线城市的社区级邻里购物中心、面向二线城市的区域级购物中心以及面向三四线城市的城市商业中心。根据项目地点及当地市场需求，还设置由国际著名酒店管理公司管理的优质星级酒店及大型室内游乐场，是所在城市的大型综合商业地产项目之一，满足了当地居民商业及娱乐的需求，提升了物业所在城市的生活环境品质。

3. 人员素质

公司核心管理团队具有丰富的从业经验，公司员工素质能够满足目前经营需要。

截至2020年9月底，公司有董事3人、监事1人、高级管理人员7人（1人董事兼任），公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长许健康先生，1952年生，自创办

宝龙集团发展有限公司以来，一直从事房地产开发业务，并完成开发多项住宅项目。许健康先生是全国政协委员及澳门特别行政区推委会委员；目前，许健康先生主要负责制定整体策略及投资决策。

公司董事兼总经理许华芳先生，1978年生，毕业于厦门大学工商管理学院，获长江商学院EMBA学位，许华芳先生于2003年进入宝龙地产工作，历任副总经理、总经理、副总裁、执行总裁等职务。许华芳先生是中华全国归国华侨联合会委员、中华海外联谊会理事、上海市政协委员等。

截至2020年3月底，公司员工10210人。从岗位结构来看，其中管理类人员占5.65%，工程类人员占15.05%，销售类人员占10.61%，财务类人员占8.98%，其他人员占59.71%。从学历水平看，大学本科及以上学历占63.75%，大学专科学历占24.21%，大专及以下学历占12.04%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：91310000550074354L），截至2020年12月2日，公司未结清业务中无不良类和关注类信贷记录；已结清业务中，有1笔关注类记录，涉及金额3500万元，该笔款项于2011年3月4日正常结清，形成关注主要系借款银行系统对公司报表进行评级所致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司治理结构基本健全，整体治理运行情况良好。

公司根据《中华人民共和国外资企业法》及有关法律、法令和条例制定了公司章程。公司不设股东会，股东负责决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，董事会成员3人，由股东委派。董事任期3年，任期届满，经股东继续委派可连任。首届董事长由股东委派，任期3年。任期届满，经股东继续委派可连任。董事会负责

向股东报告工作，执行股东的决定，决定公司的经营计划和投资方案等。公司不设监事会，设监事1人，由公司股东委派产生。监事对股东负责，监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人，任期3年，由股东任命产生。公司设总经理1名，首届由公司股东委派，总经理对股东负责，总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案。

2. 管理水平

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

公司本部内设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心、上海/外省区域中心等管理模块，在几大管理模块下分设了相应的管理部门，共计25个职能部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

财务管理方面，公司设立了独立的财务部门，有关岗位的职责和权限符合内部权利制衡原则。公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程以及财务收支审批、预算管理、固定资产管理、成本核算、财务专用章使用审批制度以及多项财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

对子公司的管理方面，公司根据内部控制指引建立了一系列的管理规定，加强对子公司的生产经营活动的监督、控制和指导，并通过向子公司委派董事、监事及高级管理人员，定期获取子公司的财务报表和经营情况。子公司所有的对外贷款、对外投资、对外担保、重大资产处置等重大事项须事先经公司批准。

工程管理方面，为规范工程招标管理、严格

过程控制、加强合同管理和安全监督，公司制定了工程管理制度。工程管理制度明确了工程管理的具体内容，规定了在项目开展的项目建议、可行性研究和项目决策阶段的操作流程。工程管理制度还确认了公司招投标的具体流程。

融资管理方面，为规范公司的融资行为、加强融资管理和财务监控，公司制定了融资管理制度。融资管理制度明确了财务部是融资活动的具体实施部门。公司财务部根据公司战略和业务发展需要，提出具体的融资方案，并报股东会批准。公司财务部负责融资风险的评价，并且以加权平均资本成本最小的融资组合评价公司的资金成本，以确认合理的资本结构。

成本及采购控制方面，公司制定了相关管理规定，以规范大宗材料和设备的请购、审批、采购、验收、付款等采购活动中各个环节的工作，提高采购活动的透明度和效率，着力加大项目采购计划及执行情况的管理力度，保证大宗采购及时交付。公司邀请有实力的材料供应商参与投标，通过对技术标和经济标的严格评审，择优选择供应商，保证采购成本的合理性。在与供应商的合作过程中，公司与评价最优的供应商结成战略伙伴，形成长期稳定的合作关系，实现采购效率的最大化。在付款环节，公司加强了付款各环节相关凭证的审核力度，并对供应商履约情况进行定期评价，保证付款的合理性及准确性。

对外担保方面，为规范公司的对外担保行为，有效控制公司对外担保风险，维护广大股东的合法权益，公司制定了对外担保制度。公司对外担保由公司统一管理，公司做出的对外担保行为，须按程序由公司董事会讨论通过后报控股股东批准后方可执行。对外担保制度明确了对外担保的决策机制、部门分工、相互监督的机制，形成了较为完善的对外担保控制体系。

七、重大事项

公司同一控制下合并置入资产，增强了公司的项目储备。

2018年6月，公司全资子公司骏通发展有

限公司（以下简称“骏通发展”）向公司间接控股股东宝龙地产（维京）控股有限公司（以下简称“宝龙地产维京”）发行32.17万股新股，用于置换宝龙地产维京所持有的宝龙（维京）IV有限公司82%的股权。本次子公司资产置换前，公司持有骏通发展100%的股权，宝龙地产维京持有宝龙（维京）IV有限公司82%的股权；本次子公司资产置换完成后，公司持有骏通发展61%的股权，仍为公司并表子公司，宝龙地产维京持有骏通发展39%的股权；同时，骏通发展持有宝龙（维京）IV有限公司82%的股权，宝龙（维京）IV有限公司连同其全资子公司宝龙置地纳入骏通发展合并报表范围，进而并入公司合并报表范围。

宝龙（维京）IV有限公司和公司同受宝龙地产（香港）最终控制且该项控制非暂时的，构成同一控制下的企业合并。宝龙置地项目主要布局浙江、江苏、福建、海南等地区，获取项目40余个。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于物业出售和出租；随着公司地产销售结转规模扩大，公司收入快速增长，毛利率波动下降但总体处于较高水平。

公司主要业务为房地产开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等。公司目前为“开发+持有”并存的经营模式，开发的物业主要为商业物业和住宅物业，持有物业为大型商业综合体，能够为公司带来稳定的现金流入。2017—2019年，公司营业收入分别为145.70亿元、170.17亿元和248.46亿元，年均复合增长30.59%，主要系随着前期销售逐步竣工交付，房地产结转规模增加所致；公司净利润分别为49.40亿元、38.43亿元和67.21亿元，其中2018年同比下降22.20%，主要系业务规模扩大，费用支出增加以及2018年公允价值变动收益规模同比减少所致。

从收入构成看，出售物业收入是公司营业收入的主要来源，近三年占主营业务收入的比

重均在83%以上。2017—2019年，公司出售物业收入逐年增长，年均复合增长26.88%；随着公司自持物业开业数量增加及运营逐步成熟，租金收入稳步增长，年均复合增长15.20%；酒店收入波动增长，其中2018年增长主要系纳入酒店数量的增加，整体业绩增长所致，2019年下降主要系部分酒店不再纳入公司合并范围所致。2018年，公司新增土地一级开发业务，主要为宁波奉化土地一级开发业务；2019年公司土地一级开发收入同比增长54.41%，主要系随着开发进度推进，根据开发进度确认收入所致。公司土地一级开发属于机遇型业务，模式主要为整理和平整土地后达到土地市场出让挂牌条件，最终以土地成交价的收益进行分配。公司其他收入主要为物业管理收入、结余材料销售收入、咨询服务收入等，占公司营业收入比重较小，影响不大。

从毛利率看，由于公司出售物业收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对公司整体毛利率水平影响较大。2017—2019年，公司出

售物业业务毛利率保持在37%左右，较为稳定。出租物业方面，公司物业所收取租金分为两部分，一部分为固定租金收入，另一部分为租户营业收入的提成。近三年，公司出租物业毛利率逐年小幅下降，主要系近年新开业商场较多，前期费用较大，且存在一定减、免租期所致。2017年以来，随着新开业的酒店运营逐步成熟，毛利率稳步提升。2019年，土地一级开发毛利率同比增长8.56个百分点，主要系当年新增项目处置收益所致。公司其他收入毛利率波动较大，其中2019年下降较大主要系当年收入构成中毛利率较低的结余材料销售收入占比增加所致。综上，2017—2019年，公司整体毛利率波动下降，但仍处于较高水平。

2020年1—9月，公司实现营业收入262.96亿元，同比增长57.13%，主要系地产销售结转收入增长所致；公司综合毛利率37.34%，较2019年毛利率小幅下降，其中酒店业务因新冠疫情影响出现亏损。

表 5 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司营业收入情况

(单位：亿元、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率									
出售物业收入	131.49	90.25	36.89	142.00	83.45	37.88	211.67	85.19	37.12	238.27	90.61	35.05
出租物业收入	8.56	5.87	85.47	9.77	5.74	82.70	11.36	4.57	81.41	9.80	3.73	84.95
酒店收入	4.41	3.03	0.99	5.23	3.07	6.67	4.58	1.84	8.32	2.29	0.87	-21.91
土地一级开发	--	--	--	9.19	5.40	30.47	14.19	5.71	39.03	7.37	2.80	44.97
其他收入	1.24	0.85	72.58	3.98	2.34	85.71	6.66	2.68	23.67	5.24	1.99	67.50
合计	145.70	100.00	38.96	170.17	100.00	40.21	248.46	100.00	38.37	262.96	100.00	37.34

注：1. 上表中 2017 年数据采用追溯调整数据；2. 上表中加总数于合计数有差异系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告

2. 房地产开发

(1) 土地储备

公司于2018年开始大幅扩大土地投资，土地储备规模尚可；公司土地储备主要位于长三角地区，住宅项目区域分布相对较好，但公司位于三四线城市地区的商业物业项目面临一定去化风险。

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

司土地一般通过政府招拍挂方式取得，在拿地过程中存在一定的品牌优势。根据公司的开发策略与开发节奏，土地招拍挂成功且缴清土地款获得土地证后，立即办理开工手续。一般在拿地后3~6个月获得施工许可证进场施工。

2017年，公司获取土地规模较小。2018，公司大幅增加土地储备拓展，同时同一控制下并入宝龙置地发展有限公司（以下简称“宝龙置地”），新增土地建筑面积573.67万平方米（权

益建筑面积366.42万平方米)，主要通过招拍挂和收并购方式取得。2019年，公司继续保持较大的土地投资力度，新增土地建筑面积648.23万平方米（权益建筑面积353.79万平方米），同比增长13.00%。2017—2019年，公司获取土地主要位于长三角区域，楼面均价随着区域不同及土

拍市场热度逐年上升，但相较于公司近年销售均价，土地成本较合理。

2020年1—9月，公司保持一定的土地投资力度，新增加土地建筑面积为上年的70%左右；新增土地楼面均价较2019年有所增长，主要系新增的南京、温州及宁波地块单价较高所致。

表 6 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司土地获得情况

年份	规划建筑面积 (万平方米)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/平方米)
2017 年	68.35	21.72	3178
2018 年	573.67	248.98	4340
2019 年	648.23	335.36	5173
2020 年 1—9 月	453.62	288.82	6367

注：1. 楼面价为购地支出/总建筑面积；2. 上表中规划建筑面积不包括地下及停车位；3. 上表新增土地储备为全口径
资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司全口径土地储备规划建筑面积3088.36万平方米，土地储备规模尚可。从土地储备区域分布看，72.57%位于长三角地区，住宅项目区域分布较好；从下表看，公司土地储备中部分分布在三四线城市，需关注未来商业项目去化情况。

表 7 截至 2020 年 9 月底公司土地储备情况

(单位：万平方米、%)

区域	省/直辖市	城市	总建筑面积	占比
长三角	浙江省	宁波	351.44	11.38
		金华	254.80	8.25
		杭州	214.92	6.96
		绍兴	204.45	6.62
		温州	146.96	4.76
		台州	146.08	4.73
		舟山	79.11	2.56
		湖州	73.49	2.38
		嘉兴	7.96	0.26
	江苏省	南京	190.30	6.16
		无锡	101.10	3.27
		常州	75.33	2.44
		徐州	74.59	2.42
		盐城	68.17	2.21
		苏州	54.04	1.75
		淮安	39.12	1.27
		泰州	29.30	0.95
		镇江	23.60	0.76
扬州	38.72	1.25		

		南通	20.09	0.65
	上海市	上海	47.78	1.55
海南	海南省	海口	231.10	7.48
环渤海	山东省	烟台	86.55	2.80
		青岛	41.49	1.34
		东营	19.19	0.62
	天津市	天津	76.80	2.49
海西	福建省	泉州	102.99	3.33
		宁德	38.00	1.23
		漳州	22.72	0.74
		福州	27.14	0.88
		厦门	8.20	0.27
大湾区	广东省	珠海	95.88	3.10
中西部	河南省		19.34	0.63
	四川省		9.32	0.30
	重庆市		0.31	0.01
	江西省		39.12	1.27
	湖北省		28.86	0.93
总计			3088.36	100.00

资料来源：公司提供

(2) 项目开发

公司近年扩张较快，开发规模大幅增加，在建项目和尚需投资规模较大，公司项目和资金管理难度加大，面临一定资金支出压力。

公司业务以住宅和商业地产开发为主，在项目建设开发过程中，主要涉及主体建安工程、项目可行性研究、勘察设计、造价、监理、铝合金、外墙涂料、园林绿化、智能化等工程的招标

以及门窗、电梯、空调、配电等设备以及精装修材料的采购等。采购结算方式一般为现金结算、银票结算等。

公司按照工程进度支付工程款，一般在建筑物封顶验收时支付约95%的工程款，剩余款项在质保期内（通常为5年）支付。公司项目开发主要资金来源为销售回款、租金和银行借款等。

从项目的开工计划来看，公司项目开工计划均在年初制定，根据公司提供的已开发完成项目统计，公司从获得土地到实现预售平均时间约为6~9个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为30个月。

从并表项目开发数据看，2017—2019年，公司新开工面积逐年快速增长，其中2018年大幅增加主要系受宝龙置地纳入合并范围，及2018年获取土储增加，公司加快开发所致；随着前期开工项目逐步施工，公司竣工面积逐年增长。综上，公司2019年末在建面积1001.68万平方米，保持较大在建规模。

2020年1—9月，公司保持较大的新开工力度和一定的竣工力度，新开工面积和竣工面积较上年同期分别增长18.40%和下降3.89%，期末在建面积仍保持较大规模。

表8 2017—2019年及2020年1—9月并表口径公司开发数据情况

（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
新开工面积	66.23	586.51	687.00	521.20
房屋竣工面积	85.50	100.56	273.00	196.79
期末在建面积	101.73	587.68	1001.68	1518.96

注：上表2017年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

表9 2017—2019年及2020年1—9月公司房地产销售数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
协议销售面积（万平方米）	79.23	268.00	376.75	354.10
协议销售均价（元/平方米）	10966.81	14546.27	15993.36	15340.86
协议销售金额（亿元）	86.89	389.84	602.55	543.22
结转面积（万平方米）	83.89	126.85	178.47	200.56
结转收入（亿元）	80.81	142.00	211.67	238.27

注：2017年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

从公司在建项目看，截至2020年9月底，公司全口径在建项目预计总投资1425.28亿元，已累计完成投资716.54亿元，尚需投资额708.74亿元，尚需投资规模较大；同时考虑到公司每年新增的土地投资，公司面临一定的资金支出压力。

（3）房地产销售情况

近年来，公司销售规模快速增长，待售面积规模较大，待售项目部分分布在三四线城市，未来销售存在一定不确定性。

公司销售方式为在制定统一的销售推广策略和计划的基础上，采用自主销售和委托代理相结合的模式进行对外销售。

2017—2019年，公司协议销售面积快速增长。其中，2018年随着宝龙置地资产注入，在合并范围扩大及公司加快周转力度因素驱动下，当年销售面积同比增长2.38倍；2019年，公司销售面积进一步扩大，同比增长40.58%。公司销售均价受销售项目区位差异及市场景气度影响逐年上升，2018年由于并入宝龙置地的项目中部分售价相对较高，当期销售均价大幅增长至1.45万元/平方米。综上，近三年公司协议销售金额逐年大幅增长。2019年，公司销售回款率为85%，回款情况较好。

从结转情况看，2017—2019年，随着公司前期销售项目逐步进入交付阶段，公司房地产结转面积和收入均较快增长，其中2018年公司结转面积和结转收入显著增长，主要系合并范围扩大，旗下项目增多以及结转项目区域变化所致。

2020年1—9月，公司协议销售面积和销售金额同比分别增长27.20%和20.37%，保持良好的销售态势；结转规模已超过上年全年水平。

从公司待售项目情况来看，截至2020年9月底，公司在建项目规划可售面积1176.31万平方米，已销售面积483.52万平方米，剩余规划可售面积692.79万平方米。公司待售面积中约60%位于三四线城市，由于三四线城市房地产市场景气度波动性较大，且部分为商业业态，销售存在不确定性；同时公司2020年9月底存货中已完工开发产品126.30亿元，主要为待售的车库、办公楼和商铺等，去化相对较慢。

表 10 截至 2020 年 9 月底公司在建项目销售情况
(单位：万平方米)

城市	可售面积	已售面积
宁波	203.88	104.47
杭州	151.41	60.92
无锡	100.81	21.04
台州	81.73	15.57
绍兴	79.93	51.61
徐州	77.66	16.10
泉州	53.80	18.87
温州	44.23	21.66
义乌	41.16	14.96
淮安	40.55	23.47
金华	40.44	24.63
盐城	35.34	24.50
南通	32.83	2.53
湖州	32.74	4.09
常州	27.45	11.25
海口	26.97	23.98
漳州	18.74	8.64
苏州	17.94	9.94
巴中	17.31	6.58
海宁	11.86	6.10
舟山	11.59	3.12
南京	11.40	1.42
厦门	8.69	8.06
平阳	7.85	0.01
合计	1176.31	483.52

资料来源：公司提供

3. 物业出租和酒店经营

公司出租物业收入和酒店收入为公司带来一定收入补充，自持物业和酒店经营状况良好，但自持物业增值率较高，公允价值存在波动性，同时2020年初爆发的新冠疫情对公司自持物业

和酒店经营产生一定影响，需关注后续经营状况。

公司自持物业以购物中心、商业街为主，主要包括宝龙一城、宝龙城和宝龙广场三个品牌系列，主要分布于长三角区域、福建省、山东省、河南省、天津市等经济较发达省市。截至2019年底，公司投资性房地产增值率71.18%，增值率较高。2017—2019年，公司自持物业可出租面积、出租率及平均租费均稳步增长，其中出租率近年提升较快主要系公司对出租率较低商场进行装修改造、商户调整以提升出租率，以及近年新开业商场主要位于长三角区域，开业出租率较高所致；平均租费上升较快主要系上海及长三角区域其他城市商场陆续开业所致。2020年1—9月，公司自持物业租金收入9.80亿元，同比增长19.92%，主要系运营商场同比增多所致；但因新冠肺炎疫情影响公司自持物业整体出租率有所下降。

表 11 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司自持物业
主要经营指标
(单位：万平方米、%、元/平方米·月)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
总可出租面积	233.33	249.74	283.94	276.83
出租率	82.0	85.0	91.1	88.6
平均租费	56	68	75	--

资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司已运营酒店中有8家国际品牌酒店及7家自创品牌连锁酒店，可以满足不同档次的市场需求。2017—2019年，公司酒店平均客房单价波动增长，其中2019年同比增长6.38%，主要系酒店经营逐步稳定，正常增长所致。公司酒店地理位置较好，平均入住率相对较高；受近年新开业酒店培育期影响，入住率有所下降，但近三年均保持在80%以上。2020年1—9月，公司酒店收入2.29亿元，同比下降26.84%，入住率下滑至76%，主要系受新冠肺炎疫情疫情影响所致。

表 12 2017—2019 年及 2020 年 1—9 月公司酒店运营情况

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
平均客房单价 (元/天/间)	427	423	450	452
入住率 (%)	83	80	81	76
酒店收入 (亿元)	4.41	5.23	4.58	2.29

资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019 年末，公司流动资产周转次数分别为 0.43 次、0.32 次和 0.31 次，逐年下降，主要系近年新增土地储备增加所致；总资产周转次数分别为 0.20 次、0.17 次和 0.18 次，存货周转次数分别为 0.48 次、0.33 次和 0.35 次，均波动下降，其中 2018 年下降幅度较大主要系合并范围扩大及拿地规模增加，但收入及成本尚未结转所致。

与同行业公司比较，公司流动资产周转率和存货周转率处于偏上水平，总资产周转率处于一般水平。具体数据如下表所示。

表 13 2019 年公司与同行业公司经营指标对比
(单位：次)

公司名称	存货周转次数	流动资产周转率	总资产周转率
上海世茂股份有限公司	0.27	0.30	0.18
大悦城控股集团股份有限公司	0.34	0.32	0.25
禹洲地产股份有限公司	0.36	0.22	0.18
宝龙实业	0.35	0.31	0.18

注：为便于比较，上表数据均取自 Wind，Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

5. 未来发展

公司在物业开发、商业运营、拿地、财务规划等方面均制定了相应发展方向，未来发展规划明确，可实施性较强。

在物业开发方面，公司将继续坚持以商业地产为核心，坚持销售物业快速周转与优质物业自持升值的经营策略，通过标准化的运营模式扩大收入规模、保持盈利能力。并通过不断提升专业能力，及时准确地分析行业环境及宏观经济政策，有效降低各种不利因素的影响，确保

公司稳定健康发展。

在商业运营方面，公司将坚持打造商业运营为公司第一竞争力，突破经营效益，提升资产价值。未来公司将结合项目特色，打造三大商业产品线，分别为高端产品线宝龙一城，中高端产品线宝龙城，中端主流产品宝龙广场，以更好地服务消费者。将推动“客户导向计划”，持续推进轻资产品牌输出。

拿地策略方面，继续坚定推进“以上海为中心，深耕长三角”战略；精准布局，及时掌握政策走向，严格遵守价值投资的原则；坚持低成本拿地，通过多渠道拿地方式降低风险，保持公司竞争力。

在财务规划方面，公司将进一步优化债务结构，降低融资成本，拓宽融资渠道，整合宝龙地产的资源，实现财务目标与多元化投资。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度财务报告，上大会会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—9 月财务数据未经审计。公司财务报表根据《企业会计准则》及其他相关规定编制。

合并范围变化方面，2018 年，公司非同一控制下合并增加子公司 14 家，同一控制下合并增加子公司 1 家，新设立子公司 39 家，减少子公司 1 家；2019 年，公司增加子公司 43 家，减少子公司 10 家；2020 年 1—9 月，公司增加子公司 16 家。公司合并范围变化较大，为保证可比性，本报告 2017 年末财务数据采用 2018 年审计报告年初数据。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1520.41 亿元，所有者权益合计 441.34 亿元（含少数股东权益 90.25 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，利润总额 90.06 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 1610.25 亿元，所有者权益 474.13 亿元（含少数股东权益 117.48 亿元）；2020 年 1—9 月，公

司实现营业收入 262.96 亿元，利润总额 75.13 亿元。

2. 资产质量

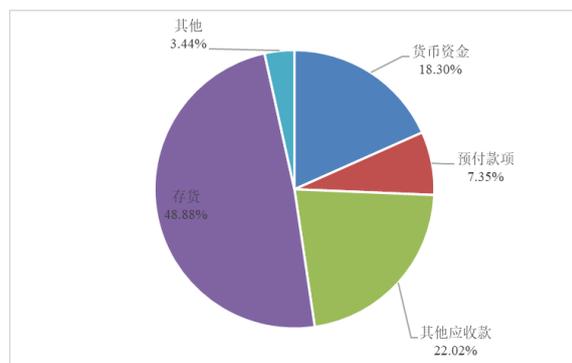
受合并范围增加及开发规模扩大影响，公司近年资产规模增长较快，以存货和投资性房地产为主；存货中已完工开发产品占比较高，且三四线城市项目可能存在一定去化压力，投资性房地产整体增值率较高。公司资产受限比例较高，资产质量一般。

2017—2019年末，受同一控制下企业合并以及开发规模增加，公司资产规模逐年大幅增长，年均复合增长33.22%。截至2019年底，公司资产总额1520.41亿元，较年初增长28.95%，其中流动资产占61.12%，非流动资产占38.88%，资产结构以流动资产为主。

(1) 流动资产

2017—2019年末，公司流动资产逐年快速增长，年均复合增长52.80%。截至2019年底，公司流动资产929.34亿元，较年初增长39.64%，主要系其他应收款和预付款项增长所致。截至2019年底，公司流动资产构成如下图所示。

图2 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长32.57%。截至2019年底，公司货币资金170.09亿元，较年初增长11.99%，主要系销售回款及融资净额增加所致。截至2019年底，公司货币资金中银行存款占90.62%，其中受限货币资金15.96亿元，占比为9.38%，主要为内保外贷信用证保证金、贷款保证金、预售物业建筑款保证金等，受限比例较低。

2017—2019年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长34.99%。截至2019年底，公司预付款项68.34亿元，较年初增长5.03倍，主要系预付土地款及预付建筑费用款大幅增加所致。

2017—2019年末，公司其他应收款逐年快速增长，年复合增长140.29%。截至2019年底，公司其他应收款204.67亿元，较年初增长241.01%，主要系合作项目增加，往来款增加所致。公司其他应收款主要为合作方和关联方之间的往来款，未计提减值准备，前五名欠款方合计占比为29.97%，集中度一般。

2017—2019年末，公司存货规模逐年增长，年均复合增长47.64%。截至2019年底，公司存货454.31亿元，较年初增长9.12%，主要系公司在建项目陆续投资所致。公司存货中在建开发产品占75.36%、已完工开发产品占24.64%，已完工开发产品占比较高，主要为待售的车库、办公楼和商铺等。截至2019年底，公司受限存货账面价值264.26亿元，占比为58.17%，受限规模较大。公司开发项目所处区域经济实力较强，存货质量较好，未计提存货跌价准备，但仍需关注部分三四线城市项目对存货去化产生的影响。

(2) 非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产在投资性房地产增长带动下逐年增加，年均复合增长13.53%。截至2019年底，公司非流动资产合计591.06亿元，较年初增长15.09%，以长期股权投资（占6.75%）、投资性房地产（占83.19%）和固定资产（占6.06%）为主。

公司长期股权投资主要由对合营、联营企业投资构成，2017—2019年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长43.15%。截至2019年底，公司长期股权投资账面价值39.88亿元，较年初大幅增长98.37%，主要系新增合营、联营项目所致。2019年，公司长期股权投资权益法下确认投资收益3.86亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2017—2019年末，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长14.84%。截至2019

年底,公司投资性房地产账面价值 491.72 亿元,较年初增长 12.50%,主要系在建自持物业投入增加以及评估增值所致。截至 2019 年底,公司投资性房地产成本 287.25 亿元,评估增值 204.48 亿元,整体增值率 71.18%,增值率较高;公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为 246.10 亿元,占比 50.05%,受限比例较高。

截至 2020 年 9 月底,公司受限资产 563.37 亿元,占资产总额 34.99%,主要为存货和投资性房地产,资产受限比例较高。

表 14 截至 2020 年 9 月底公司受限资产明细情况
(单位:亿元、%)

项目	金额	占资产总额比重
货币资金	8.42	0.52
存货	242.82	15.08
投资性房地产	295.70	18.36
固定资产	7.10	0.44
在建工程	3.66	0.23
土地使用权	5.67	0.35
合计	563.37	34.99

资料来源:公司提供

截至 2020 年 9 月底,公司资产总额 1610.25 亿元,较年初增长 5.91%,主要系其他应收款和存货增加所致,公司资产结构较年初变化不大。截至 2020 年 9 月底,公司货币资金 133.12 亿元,较年初下降 21.73%,主要系对联合营项目投资增加所致;其他应收款 251.16 亿元,较年初增长 22.71%,主要系联合营项目往来款增加所致;存货 505.18 亿元,较年初增长 11.20%,主要系新增土地及在建项目投入所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益逐年增长,但未分配利润占比较高,权益结构稳定性偏弱。

2017—2019 年末,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长 13.48%,主要系利润滚存和合作开发项目增加带来的少数股东权益增加所致。截至 2019 年底,公司所有者权益合计 441.34 亿元,较年初增长 17.04%,其中归属于母公司

的所有者权益 351.09 亿元(占 79.55%)。归属于母公司所有者权益中,实收资本占 11.92%,资本公积占 5.42%,其他权益工具(永续债)占 1.42%,盈余公积占 0.60%,未分配利润占 80.64%。公司所有者权益中未分配利润占比较大,所有者权益稳定性偏弱。

截至 2020 年 9 月底,公司所有者权益合计 474.13 亿元,较年初增长 7.43%,主要系少数股东权益增加所致;公司所有者权益构成较年初变化不大。

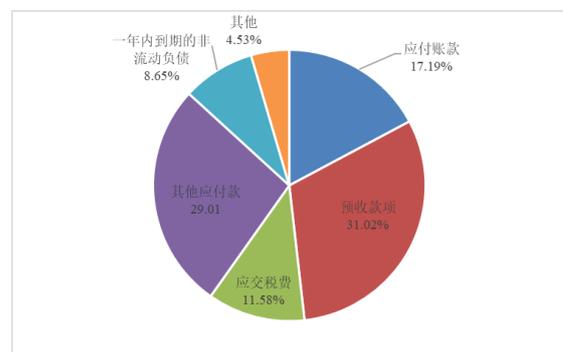
(2) 负债

随着公司规模逐步扩张,公司债务规模快速增长,债务负担尚可,但未来两年存在一定债务偿付压力。

2017—2019 年末,公司负债总额持续增长,年均复合增长 44.91%。截至 2019 年底,公司负债合计 1079.07 亿元,较年初增长 34.55%,主要系流动负债增加所致。其中流动负债占 69.50%,非流动负债占 30.50%,以流动负债为主。

2017—2019 年末,公司流动负债逐年快速增长,年均复合增长 59.03%。截至 2019 年底,公司流动负债 749.99 亿元,较年初增长 47.54%,主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 3 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源:公司审计报告

公司应付账款主要为应付建筑工程款。2017—2019 年末,公司应付账款逐年增长,年均复合增长 30.70%。截至 2019 年底,公司应付账款账面价值 128.89 亿元,较年初增长 28.66%,主要系在建项目规模扩大所致。

2017—2019 年末，公司预收款项逐年快速增长，年均复合增长 145.48%。截至 2019 年底，公司预收款项 232.68 亿元，较年初增长 29.24%，主要系协议销售金额增加所致。

2017—2019 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 54.78%。截至 2019 年底，公司其他应付款 217.58 亿元，较年初大幅增长 144.95%，主要系随着合作项目增加，公司与合作方往来款增加所致。

2017—2019 年末，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 31.91%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 64.87 亿元，较年初增长 14.85%，主要系于一年内到期的公司债券增加所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的应付债券 30.25 亿元。

2017—2019 年末，公司非流动负债规模逐年增加，年均复合增长 23.05%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 329.07 亿元，较年初增长 12.06%，主要系长期借款及应付债券均增长所致。公司非流动负债由长期借款（占 60.49%）、应付债券（占 20.88%）和递延所得税负债（占 18.63%）构成。

2017—2019 年末，随着公司项目开发规模增长，融资需求逐步增加，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 28.35%。截至 2019 年底，公司长期借款 199.05 亿元，较年初增长 7.96%。

2017—2019 年末，公司应付债券规模有所波动，近三年分别为 51.58 亿元、50.52 亿元和 68.73 亿元，其中 2019 年末较年初增长 36.04%，主要系公司新发行中期票据及公司债所致。

2017—2019 年末，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 28.56%，主要系长期借款和公司债券增加所致。截至 2019 年底，公司全部债务合计 351.12 亿元，较年初增长 14.71%，其中短期债务占 23.74%、长期债务占 76.26%，以长期债务为主。近三年，随着公司规模扩张较快，对融资需求增加，公司资产负债率逐年增长，债务比率波动增长，其中资产负债率分别为 59.99%、68.02%和 70.97%，全部债务资本化率分别为 38.26%、44.80%和 44.31%，长期债务资

本化比率分别为 33.47%、38.38%和 37.76%。总体看，公司债务规模随着整体开发规模扩大而增加，但债务比率水平仍在合理范围内。截至 2019 年底，公司永续债余额 5.00 亿元，规模不大。

截至 2020 年 9 月底，公司负债合计 1136.12 亿元，较年初增长 5.29%，主要系应付账款增加所致；公司负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 9 月底，公司短期借款 11.68 亿元，较年初下降 36.79%；应付账款 168.93 亿元，较年初增长 31.07%，主要系施工规模加大，应付工程款增加所致；预收款项 196.29 亿元，较年初下降 15.64%，主要系竣工结转较多所致。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务合计 399.44 亿元，较年初增长 13.76%，主要系业务规模扩大，金融机构借款增加以及新发行债券所致。公司全部债务中，短期债务占 23.91%、长期债务占 76.09%，仍以长期债务为主。截至 2020 年 9 月底，公司资产负债率 70.56%，较年初下降 0.41 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.73%和 39.06%，分别较年初上升 1.42 个百分点和上升 1.30 个百分点，债务负担仍在合理范围内。截至 2020 年 9 月底，公司永续债余额仍为 5.00 亿元，规模不大。从公司债务期限分布情况看，公司未来两年存在一定债务偿付压力。

表 15 截至 2020 年 9 月末公司债务期限分布情况
(单位：亿元)

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	5 年以上	合计
短期借款	11.68	--	--	--	11.68
应付票据	1.99	--	--	--	1.99
一年内到期的非流动负债	81.82	--	--	--	81.82
长期借款	--	91.47	70.04	60.15	221.65
应付债券	--	18.80	55.00	8.50	82.29
合计	95.49	110.27	125.04	68.64	399.44

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，利润规模波动增长；公允价值变动收益对公司利润影响较大，处置长期股权投资产生的收益具

有一定偶然性。2020年1—9月，公司收入和利润保持较快增长，随着公司预收款项的逐步结转，公司盈利水平将有所提高。

2017—2019年，公司营业收入分别为145.70亿元、170.17亿元和248.46亿元，年均复合增长30.59%，主要系房地产业务结转规模扩大所致。同期，公司营业成本与营业收入增长趋势一致，年均复合增长31.22%。2017—2019年，公司营业利润波动增长，分别为64.27亿元、57.24亿元和91.10亿元，其中2018年营业利润同比下降10.93%，主要系合并范围扩大费用上升和公允价值变动收益减少所致。近三年，公司净利润分别为49.40亿元、38.43亿元和67.21亿元。

从期间费用来看，2017—2019年，公司费用总额持续增长，年均复合增长45.91%。2019年，公司费用总额25.64亿元，同比增长24.60%，主要系销售费用和管理费用增加所致。其中销售费用占43.14%，管理费用占46.00%，财务费用占10.86%。2017—2019年，公司销售费用和管理费用均逐年增长，年均复合增长分别为45.82%和32.78%，主要系随着公司规模扩大，营销支出和管理人员薪酬增加所致；公司财务费用分别为0.15亿元、2.44亿元和2.78亿元，其中，2018年同比大幅增长15.19倍，主要系合并范围扩大，债务规模增加较多，利息支出增加，同时当年产生汇兑损失所致，2019年财务费用同比增长14.24%，主要系债务增加，利息支出增加所致。

从利润构成来看，2017—2019年，公司公允价值变动收益分别为29.11亿元、24.52亿元和24.53亿元，占当年营业利润比重分别为45.29%、42.83%和26.92%，占比持续下降，但营业利润对投资性房地产的评估增值仍有较大依赖。2017—2019年，公司投资收益分别为0.62亿元、0.35亿元和11.81亿元，其中2019年大幅增长主要系处置长期股权投资（投资收益为7.94亿元）及联营、合营企业实现盈利所致；公司2019年投资收益对利润有一定贡献，但处置长期股权投资部分具有一定偶然性。

从盈利指标来看，2017—2019年，公司营业利润率分别为31.34%、30.84%和31.97%，和营业利润变化趋势一致；总资本收益率分别为9.36%、6.17%和9.03%，净资产收益率分别为14.41%、10.19%和15.23%，均有所波动，主要系公司利润规模有所波动所致。

与同行业公司比较，公司销售毛利率和总资产报酬率处于较高水平，净资产收益率处于较低水平。

表16 2019年公司与同行业公司盈利能力指标对比

公司名称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
上海世茂股份有限公司	35.01	4.66	9.90
大悦城控股集团股份有限公司	41.20	5.47	17.44
禹洲地产股份有限公司	26.21	5.19	17.01
宝龙实业	38.37	6.83	9.93

注：上述指标均源自Wind，与联合资信在上述指标计算上存在公式差异
资料来源：Wind

2020年1—9月，公司实现营业收入262.96亿元，同比增长57.13%，主要系地产销售结转规模增加所致；净利润56.21亿元，同比增长67.55%；公司收入和利润在2020年1—9月增长较快。

5. 现金流

近年来，公司经营现金流持续净流入，但投资现金流持续净流出，同时考虑公司目前在建规模，面临一定融资需求。

表17 公司现金流量情况

(单位：亿元、%)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—9月
经营活动现金流入小计	183.89	327.87	424.97	277.81
经营活动现金流出小计	159.57	302.26	370.52	269.35
经营现金流量净额	24.32	25.62	54.45	8.46
投资活动现金流入小计	14.94	27.19	27.54	3.51
投资活动现金流出小计	27.12	73.71	83.64	42.97
投资活动现金流量净额	-12.18	-46.53	-56.10	-39.46
筹资活动前现金流量净额	12.13	-20.91	-1.65	-31.00
筹资活动现金流入小计	108.29	170.39	231.66	211.09
筹资活动现金流出小计	104.79	102.38	211.13	209.52
筹资活动现金流量净额	3.50	68.02	20.53	1.57

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看, 2017—2019年, 公司经营现金流入量年均复合增长 52.02%, 主要系公司签约销售金额及往来款增加所致; 经营活动现金流出量年均复合增长 52.38%, 主要系购地支出、工程建设支出和往来款增加所致; 公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与控股子公司股东间、合营企业发生的往来款。2017—2019年, 经营活动净现金流持续净流入, 且净流入规模持续增长。

从投资活动来看, 2017—2019年, 公司投资活动现金流入逐年增长, 年均复合增长 35.77%, 主要系从联合营企业收回资金及处置子公司收到现金增加所致; 其中收到其他与投资活动有关的现金分别为 13.78 亿元、23.61 亿元和 18.33 亿元, 主要为联营、合营企业往来款。2017—2019年, 公司投资活动现金流出逐年增长, 年均复合增长 75.61%, 主要系自持物业拿地及投入增加、对联营、合营企业投资增加所致。2017—2019年, 公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 7.57 亿元、27.18 亿元和 36.56 亿元, 主要系联营、合营企业往来款增加所致。2017—2019年, 投资活动现金净流出规模持续扩大。

2017—2019年, 公司筹资前净现金流分别为 12.13 亿元、-20.91 亿元和 -1.65 亿元, 有一定筹资需求。

从筹资活动来看, 2017—2019年, 公司筹资活动现金流随着公司借款和发行债券规模增加持续增长; 筹资活动现金流出量波动增长, 主要系偿还债务规模变动所致。2017—2019年, 公司筹资活动产生的现金流量净额均为净流入状态。

2020年 1—9月, 公司经营活动产生的现

现金流量净额 8.46 亿元, 投资活动产生的现金流量净额 -39.46 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 1.57 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强, 长期偿债能力尚可, 间接融资渠道畅通。随着公司在建项目逐步实现销售, 以及公司自持商业物业能带来较为稳定现金流, 公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看, 2017—2019年末, 公司流动比率分别为 134.22%、130.93% 和 123.91%, 逐年下降, 主要系预收款项增加所致; 速动比率分别为 63.94%、49.02% 和 63.34%, 其中 2019 年末较年初提升较多, 主要系其他应收款大幅增加所致。2017—2019年末, 公司经营现金流动负债比率分别为 8.20%、5.04% 和 7.26%, 波动下降。2017—2019年末, 公司现金短期债务比分别为 2.42 倍、2.13 倍和 2.05 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至 2020 年 9 月底, 公司流动比率和速动比率分别为 128.10% 和 62.31%, 较年初变化不大; 现金短期债务比下降至 1.39 倍, 现金类资产对短期债务的保障程度仍较高。整体看, 公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看, 2017—2019年, 公司 EBITDA 分别为 67.90 亿元、60.78 亿元和 96.74 亿元, 主要来自利润总额的变动。2019年, 公司 EBITDA 主要由利润总额 (占 93.10%) 构成。2017—2019年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.60 倍、3.34 倍和 4.12 倍, 对利息的覆盖程度较高; 全部债务/EBITDA 分别为 3.13 倍、5.04 倍和 3.63 倍, 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看, 公司长期偿债能力尚可。

表 18 公司偿债能力指标

项目	项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	134.22	130.93	123.91	128.10
	速动比率 (%)	63.94	49.02	63.34	62.31
	经营现金流动负债比 (%)	8.20	5.04	7.26	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	2.42	2.13	2.05	1.39
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	67.90	60.78	96.74	--
	全部债务/EBITDA (倍)	3.13	5.04	3.63	--

EBITDA 利息倍数 (倍)	5.60	3.34	4.12	--
-----------------	------	------	------	----

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 9 月底，公司对外担保余额 58.14 亿元，占期末公司净资产的 12.26%，被担保企业主要是公司的关联企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2020 年 9 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 9 月底，公司共获得商业银行授信总额 764.00 亿元，尚未使用的授信额度为 441.67 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为应收子公司往来款及持有子公司股权，利润主要来源于对子公司的股权投资。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 347.40 亿元，较年初增长 5.52%，其中流动资产占比为 44.96%，非流动资产占比为 55.04%。从构成来看，主要包括其他应收款（占 41.20%）和长期股权投资（占 54.87%）。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 147.91 亿元，较年初增长 10.18%，主要系应付债券增加所致，其中流动负债占比为 53.54%，非流动负债占比为 46.46%。从构成来看，主要包括其他应付款（占 20.51%）、一年内到期的非流动负债（占 24.17%）和应付债券（占 46.46%）。截至 2019 年底，母公司全部债务 116.18 亿元，较年初增长 60.22%。其中短期债务 47.45 亿元，长期债务 68.73 亿元。截至 2019 年底，母公司全部债务资本化比率为 36.80%，母公司债务负担较轻，但短期债务规模较大。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 199.49 亿元，较年初增长 2.31%。从构成来看，实收资本占 20.97%、资本公积占 66.76%、盈余公积占 1.06%、未分配利润占 8.71%。

损益方面，2019 年，母公司收入为 5.59 亿元，利润总额为 0.22 亿元。同期，投资收益为 0.92 亿元，主要为持有子公司股权产生的投资收益；投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 1.38 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -69.65 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 47.95 亿元。

截至 2020 年 9 月底，母公司资产总额 369.55 亿元，所有者权益为 199.80 亿元，负债总额 169.75 亿元；母公司资产负债率 45.93%；全部债务 147.73 亿元，全部债务资本化比率 42.51%。2020 年 1—9 月，母公司营业收入 2.53 亿元，利润总额 22.16 亿元，投资收益 24.51 亿元。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 399.44 亿元，本期拟发行债券规模不超过 25.00 亿元，对公司债务规模影响不大。

以 2020 年 9 月底财务数据为基础，假设本期债券募集资金为 25.00 亿元，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.01%、47.24% 和 40.96%，较发行前分别提高 0.45 个百分点、1.51 个百分点和 1.90 个百分点。考虑到募集资金将用于偿还公司债券，公司实际债务负担可能小于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金流入、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券覆盖倍数均处于较高水平，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券保障能力很强。

表 19 本期债券保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量 (亿元)	183.89	327.87	424.97

经营活动现金流入量保障倍数(倍)	7.36	13.11	17.00
经营活动现金流量净额(亿元)	24.32	25.62	54.45
经营活动现金流量净额保障倍数(倍)	0.97	1.02	2.18
EBITDA(亿元)	67.90	60.78	96.74
EBITDA保障倍数(倍)	2.72	2.43	3.87

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

公司作为宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势。近年来，公司销售规模及自持物业租金收入均保持增长态势，综合毛利率处于较高水平，整体经营情况良好。同时，联合资信也关注到公司三四线城市商业项目存在一定去化压力、在建项目增多加大了项目及资金管理难度、资产受限比例较高、债务规模增长较快以及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

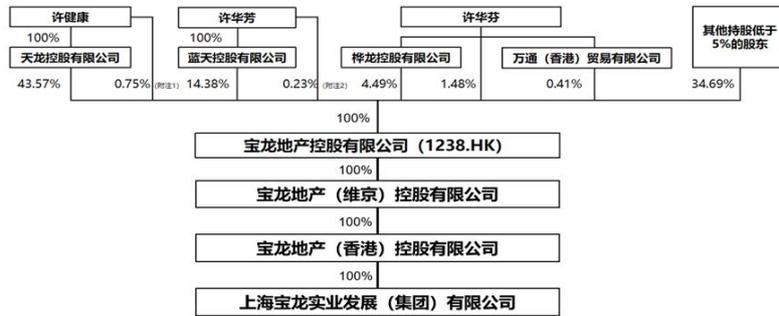
公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期债券保障能力很强。

随着公司项目陆续开发和销售，以及自持物业逐步开业和运营成熟，销售规模和租金收入有望保持增长态势，公司将保持良好竞争力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月底上海宝龙实业发展（集团）有限公司

股权结构图

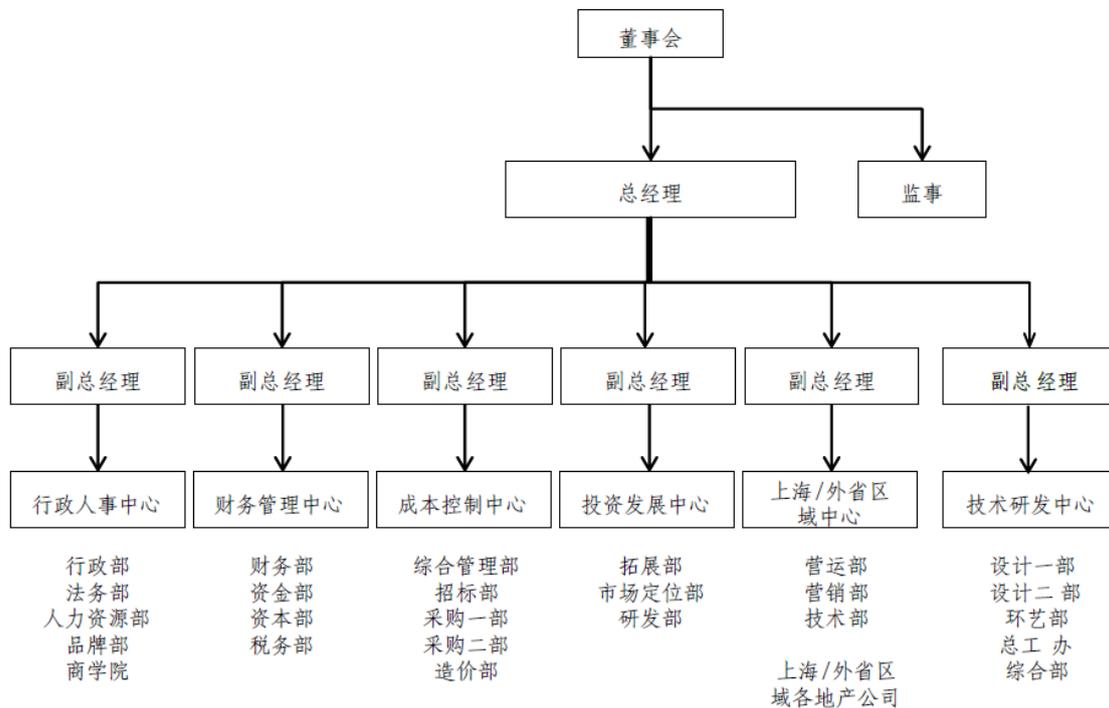


附注 1：由许健康先生个人持股 0.69%，配偶持股 0.07%，合计持股 0.75%。
附注 2：由许华芳先生个人持股 0.22%，配偶持股 0.01%，合计持股 0.23%。

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底上海宝龙实业发展（集团）有限公司

组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月底上海宝龙实业发展（集团）有限公司

主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	上海宝龙英聚企业发展有限公司	商务服务业	8750 万美元	50.02
2	南京宝龙康浚置业发展有限公司	房地产业	5000 万美元	50.02
3	淮安宝龙建设发展有限公司	房地产业	4000 万美元	85.71
4	新乡宝龙置业发展有限公司	房地产业	29383.33 万美元	100.00
5	宝龙星创实业（杭州）有限公司	批发业	15000 万美元	25.51
6	杭州龙耀实业有限公司	房地产业	10395 万美元	50.02
7	杭州宝龙房地产开发有限公司	房地产业	132069.10	100.00
8	上海洪诚实业发展（集团）有限公司	商务服务业	120000.00	95.00
9	杭州华展房地产开发有限公司	房地产业	100000.00	100.00
10	上海宝龙展飞房地产开发有限公司	房地产业	100000.00	100.00
11	浙江宝龙星汇企业管理有限公司	零售业	100000.00	77.90
12	诸暨润龙置业有限公司	房地产业	91375.00	100.00
13	镇江宝龙置业发展有限公司	房地产业	63511.23	100.00
14	常州宝龙置业发展有限公司	房地产业	57214.12	100.00
15	宁波宝龙华隅置业发展有限公司	房地产业	50000.00	50.02
16	郑州宝龙房屋租赁有限公司	房地产业	48494.16	59.33
17	宁波汤仕玛置业有限公司	房地产业	39891.89	100.00
18	厦门宝龙实业有限公司	房地产业	30000.00	100.00
19	天津宝龙城房地产开发有限公司	房地产业	30000.00	100.00
20	烟台宝龙置业发展有限公司	房地产业	28160.62	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	96.78	151.88	170.48	133.16
资产总额 (亿元)	856.63	1179.07	1520.41	1610.25
所有者权益 (亿元)	342.73	377.09	441.34	474.13
短期债务 (亿元)	40.02	71.20	83.35	95.49
长期债务 (亿元)	172.41	234.90	267.78	303.95
全部债务 (亿元)	212.43	306.10	351.12	399.44
营业收入 (亿元)	145.70	170.17	248.46	262.96
利润总额 (亿元)	63.68	54.89	90.06	75.13
EBITDA (亿元)	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流 (亿元)	24.32	25.62	54.45	8.46
财务指标				
流动资产周转次数 (次)	0.43	0.32	0.31	--
存货周转次数 (次)	0.48	0.33	0.35	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.17	0.18	--
现金收入比 (%)	107.13	188.74	133.18	96.12
营业利润率 (%)	31.34	30.84	31.97	30.92
总资本收益率 (%)	9.36	6.17	9.03	--
净资产收益率 (%)	14.41	10.19	15.23	--
长期债务资本化比率 (%)	33.47	38.38	37.76	39.06
全部债务资本化比率 (%)	38.26	44.80	44.31	45.73
资产负债率 (%)	59.99	68.02	70.97	70.56
流动比率 (%)	134.22	130.93	123.91	128.10
速动比率 (%)	63.94	49.02	63.34	62.31
经营现金流动负债比 (%)	8.20	5.04	7.26	--
现金短期债务比 (倍)	2.42	2.13	2.05	1.39
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.60	3.34	4.12	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.13	5.04	3.63	--

注: 1.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; 2.2020 年 1—9 月财务报表未经审计

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	43.97	26.89	7.12	13.28
资产总额 (亿元)	355.52	329.22	347.40	369.55
所有者权益 (亿元)	180.27	194.98	199.49	199.80
短期债务 (亿元)	24.84	16.49	47.45	64.40
长期债务 (亿元)	51.78	56.02	68.73	83.33
全部债务 (亿元)	76.62	72.51	116.18	147.73
营业收入 (亿元)	4.10	6.39	5.59	2.53
利润总额 (亿元)	-0.14	14.71	0.22	22.16
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	8.65	-20.96	1.38	7.86
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	4.27	5.57	2.40	--
存货周转次数 (次)	2.25	4.12	1.04	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	102.08	110.83	58.42	164.21
营业利润率 (%)	61.61	53.21	70.93	87.15
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	-0.08	7.54	0.21	--
长期债务资本化比率 (%)	22.31	22.32	25.62	29.43
全部债务资本化比率 (%)	29.83	27.11	36.80	42.51
资产负债率 (%)	49.29	40.78	42.58	45.93
流动比率 (%)	133.66	177.27	197.26	210.67
速动比率 (%)	132.91	176.62	193.99	207.70
经营现金流动负债比 (%)	7.01	-26.79	1.74	--
现金短期债务比 (倍)	1.77	1.63	0.15	0.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：公司本部 2020 年 1—9 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 上海宝龙实业发展（集团）有限公司 公开发行 2021 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年上海宝龙实业发展（集团）有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

上海宝龙实业发展（集团）有限公司应按联合资信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。上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，上海宝龙实业发展（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海宝龙实业发展（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现上海宝龙实业发展（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海宝龙实业发展（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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上海宝龙实业发展（集团）有限公司、监管部门等。