跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1303 号

上海宝龙实业发展（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，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+，评级展望为“稳定”

上海宝龙实业发展（集团）有限公司发行的“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 八 月 二 六 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

上海宝龙实业发展（集团）有限公司
公司债券 2018 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	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 宝龙债	27 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2017 年 6 月 23 日
16 宝龙 02	5 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2017 年 6 月 23 日
16 宝龙 03	8 亿元	5 年（2+2+1）	AA+	AA+	2017 年 6 月 23 日

增信方：宝龙地产控股有限公司

增信方式：不可撤销的全额收购承诺

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	627.08	694.20	709.66
所有者权益（亿元）	270.94	303.20	302.73
长期债务（亿元）	133.78	146.68	169.25
全部债务（亿元）	167.47	182.12	199.01
营业收入（亿元）	122.65	94.78	20.59
净利润（亿元）	29.70	31.59	2.96
EBITDA（亿元）	43.12	47.06	--
经营性净现金流（亿元）	25.60	20.09	-0.36
营业利润率（%）	28.54	31.06	31.60
净资产收益率（%）	12.03	11.00	--
资产负债率（%）	56.79	56.32	57.34
全部债务资本化比率（%）	38.20	37.53	39.66
流动比率（倍）	1.53	1.38	1.53
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.26	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.64	6.33	---
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.08	1.18	--

增信方

项目	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	791.28	954.91
所有者权益(亿元)	259.40	294.74
营业收入(亿元)	142.96	155.93
净利润(亿元)	27.49	38.68
资产负债率(%)	67.22	69.13

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/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

2017 年，上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝龙实业”）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：1238.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、行业竞争力等方面具备一定优势；公司利润水平有所增长，经营现金流状况良好。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业调控政策较严格、公司自持商业物业公允价值存在不确定性、债务规模增长较快、所有者权益稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，未来租金收入有望稳定增长；随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，能够带来稳定的现金流。

宝龙地产对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券出具了收购承诺函。宝龙地产资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司具有多年商业地产开发经验，“宝龙”系列品牌在业内具有一定的知名度。

2．截至 2017 年底，公司在建项目规模较大，对未来公司销售和收入状况提供一定支撑。

3．2017 年，公司自持用于出租的物业地

理位置优越，能够为公司带来稳定的现金流。

4．截至 2017 年底，公司货币资金较为充裕，对公司短期债务的覆盖程度较高；经营活动现金保持持续净流入状态。

关注

1．目前房地产政策调控较严格；且商业地产行业竞争激烈，公司面临一定的政策波动风险和市场风险。

2．公司持有大量以公允价值计量的商业物业资产，其公允价值易受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，存在不确定性；部分自持物业出租率相对较低。

3．截至 2017 年底，公司在建的商业、住宅等项目规模较大，面临一定的资金支出压力；此外，公司所在三、四线城市的房地产项目可能面临一定去化压力。

4．2017 年，公司债务规模增长较快；所有者权益结构稳定性偏弱；公司资产受限比例较高，营业利润对公允价值变动收益依赖较大。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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它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：

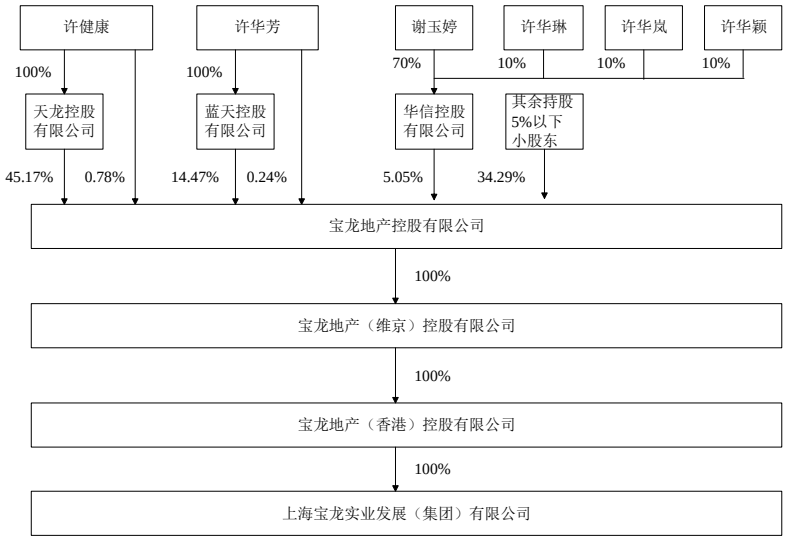
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产（香港）”）出资组建的外商独资企业，经上海市商务委员会沪商外资批[2010]296 号文件批准设立，由上海市人民政府于 2010 年 2 月颁发商外资沪独资字[2010]334 号《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，于 2010 年 3 月取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》。公司初始注册资本为人民币 1,500.00 万元，均由宝龙地产（香港）有限公司出资。

2016 年 10 月，宝龙地产（香港）以股权作价对公司增资；2016 年 12 月，宝龙地产（香港）作出增加注册资本及调整投资总额的股东决定，以其直接持有的 15 家子公司股权进行出资。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 41.84 亿元，实收资本 28.63 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。

图 1　截至 2018 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司经营范围和组织结构无变化；纳入合并范围内子公司 19 家。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 694.20 亿元，负债合计 391.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 303.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 278.48 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 94.78 亿元，净利润（含少数股东损益）31.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 29.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.09 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司实业合并资产总额 709.66 亿元，负债合计 406.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 302.73 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 277.82 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 20.59 亿元，净利润（含少数股东损益）2.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.47 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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2884号文核准批复，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过40亿元（含40亿元）的公司债券。2016年1月18日，公司完成了2016年面向合格投资者公开发行公司债券的发行，发行规模27亿元，简称“16宝龙债”，债券代码“112315.SZ”；2016年3月7日公司完成了2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）的发行，发行规模5亿元，简称“16宝龙02”，债券代码“112341.SZ”；2016年8月24日，公司完成了2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）的发行，发行规模8亿元，简称“16宝龙03”，债券代码“112430.SZ”。截至2017年底，“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”募集资金已全部使用，用于补充公司营运资金与偿还公司债务，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”无担保，但为依法维护债券持有人的合法权益，保证及时、足额兑付“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”利息和本金，宝龙地产于2015年7月3日出具承诺函，对收购“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”的相关事宜做出不可撤销的收购承诺。

公司已于2018年1月18日支付了“16宝龙债”2017年1月18日至2018年1月17日期间的利息；公司已于2018年3月7日支付了“16宝龙02”2017年3月7日至2018年3月6日期间的利息；公司已于2017年8月24日支付了“16宝龙03”2016年8月24日至2017年8月23日期间的利息。

表 1　本报告所跟踪公司债券相关情况

名称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	发行规模（亿元）	期限（年）	发行利率（%）
16 宝龙债	112315.SZ	2016-03-23	2016-01-18	2021-01-18	27.00	5（3+2）	6.20
16 宝龙 02	112341.SZ	2016-04-14	2016-03-07	2021-03-07	5.00	5（3+2）	6.00
16 宝龙 03	112430.SZ	2016-11-21	2016-08-24	2021-08-24	8.00	5（2+2+1）	5.25

资料来源：Wind 资讯

三、行业分析

公司主要从事房地产开发经营业务，属于房地产行业。

1. 行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除

二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产

市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

2017年10月18日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

3. 行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

总体看，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。

四、管理分析

2017 年，公司核心管理团队以及管理制度均未发生变化。目前公司核心管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司业务仍为开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等，属于房地产开发企业。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，收入规模较大；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 年，公司营业收入下降至 94.78 亿元，主要系房地产结转规模下降所致。2017 年，公司实现净利润 31.59 亿元，同比增长 6.37%，主要系合并范围增加以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致。

表 2　2016~2017 年公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出售物业收入	106.03	92.52	39.70	80.81	85.27	34.68
出租物业收入	5.68	4.95	82.59	8.29	8.74	85.45
酒店收入	2.57	2.25	-8.71	4.35	4.59	0.76
其他收入	0.32	0.28	-63.52	1.33	1.40	58.12
合计	**114.61**	**100.00**	**40.44**	**94.78**	**100.00**	**37.89**

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2017 年，出售物业收入是公司主营业务收入的主要来源，出售物业收入占主营业务收入的比重为 85.27%。2017 年，公司出售物业收入有所下降，主要系上海物业受类住宅调控政策影响未销售和交房所致。2017 年，公司出租物业收入增长，主要系出租物业面积和商场租金增加所致。2017 年，酒店收入有所增长，主要系纳入合并范围酒店数量的增加，新开业酒店表现良好，整体业绩增长所致。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，占公司主营业收入比重较小，对主营业务收入影响很小。

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 年，公司出售物业毛利率下降，主要系当年结转项目中毛利率水平较低的住宅项目占比较高所致。2017 年，公司出租物业毛利率上升，维持在较高水平，主要系出租物业面积和商场租金增加，费用摊销所致。2017 年随着公司新开业酒店数增加、客房数增加，固定资产折旧摊销使酒店业务毛利率由负转正。其他业务方面，由于钢材与咨询业务结构有所调整，2017 年其他业务毛利率为 58.12%。公司主营业务整体毛利率水平 37.89%，其变动基本与出售物业毛利率变动保持一致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.59 亿元，实现净利润 2.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.76 亿元。

总体看，物业出售和出租是公司收入与利润的主要来源；2017 年，受开发项目结转规模不同的影响，公司收入有所下滑；毛利率水平小幅上升；未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司收入水平有望进一步增长。

2. 业务运营

（1）房地产开发

土地储备情况

2017 年，公司拿地 2 块，分别为商业用地和住宅、商办用地，主要通过招拍挂和收购方式取得。2017 年，公司购置土地规划建筑面积 68.35 万平方米，购置土地集中于长三角区域，楼面地价处于较低水平。具体拿地情况如下表所示。

表 3　2017 年公司土地储备获取情况（单位：元/平方米，万平方米）

项目名称	项目类型	获取方式	获取时间	楼面地价	规划建筑面积
宁波高新区宝龙广场	商业	收购	2017 年	2,500.00	36.00
无锡新吴宝龙项目	住宅/商办	竞拍	2017 年	3,931.00	32.35

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月末，公司尚有 14 个地产项目拥有未开发土地储备，项目总建筑面积 684.68 万平方米，剩余土地储备规划建筑面积 220.73 万平方米，土储规模适中。从土地储备建筑面积看，公司在一线城市上海的剩余土地储备建筑面积 27.12 万平方米，占比 12.29%；公司在二线城市杭州、苏州、宁波、重庆剩余土地储备建筑面积合计 73.97 万平方米，占比 33.51%；公司在三四线城市徐州、淮安、常州、无锡、洛阳、新乡剩余土地储备面积合计 119.64 万平方米，占比 54.20%，占比较高；公司土地储备主要分布在三四线城市及二线城市，但三四线城市房地产市场景气度波动较大，面临一定经营风险。公司剩余土地储备中面积较大的项目主要为宁波高新区宝龙广场、无锡新吴项目、常州宝龙广场和杭州未来科技城项目。其中常州宝龙广场项目尚有较大部分土地未开发主要系政府原因未拆迁地块所致，宁波高新区宝龙广场系 2017 年取得的商业类项目，目前尚未开发。从土地储备成本来看，公司位于上述 14 个城市的项目楼面地价均处于较低水平，主要系公司地块主要为商业用地所致。根据公司过往开发数据来看，公司剩余土地储备可以满足未来几年的开发需求，且土地获取成本整体相对较低，未来利润率较有保证。

表 4　截至 2018 年 3 月末公司土地储备情况（单位：元/平方米，万平方米）

项目名称	项目类型	获取时间	楼面地价	总建筑面积	已竣工面积	在建面积	剩余土地建筑面积
无锡新吴项目	商办/住宅	2017	3,941	32.35	0.00	0.00	32.35
宁波高新区宝龙广场	商业	2017	2,500	36.00	0.00	0.00	36.00
上海吴泾新项目	商办	2016	5,638	8.16	0.00	2.24	5.92
杭州未来科技城项目	商办	2016	2,260	24.73	0.00	0.00	24.73
上海宝山宝杨路项目	商办	2015	4,561	27.01	0.00	5.81	21.20
杭州滨江宝龙城	商办	2013	4,701	26.93	17.13	0.00	9.80
徐州宝龙观邸	住宅	2016	1,640	16.19	0.00	5.40	10.79
淮安宝龙广场	商业/住宅	2014	1,440	15.26	2.04	0.67	12.55
常州宝龙广场	商业/住宅	2008	291	105.73	63.74	11.49	30.50
无锡宝龙湖畔花城	商业/住宅	2009	369	35.07	30.37	0.00	4.70
苏州太仓宝龙广场	商业/住宅	2006	183	28.85	26.64	0.00	2.21
洛阳宝龙广场	商业/住宅	2006	223	136.63	112.34	6.14	18.15

新乡宝龙广场	商业/住宅	2008	196	129.57	78.06	40.91	10.60
重庆宝龙广场	商业/住宅	2010	397	62.20	57.95	3.02	1.23
合计	--	--	--	**684.68**	**388.27**	**75.68**	**220.73**

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模适中，根据公司过往开发情况，公司尚未开发土地储备能满足未来几年的开发需求；公司整体拿地成本较低，但公司位于三四线城市地区的商业物业项目面临一定经营风险。

项目开发情况

2017 年，公司房地产开发完成投资整体持续增长，主要系公司开发投资区域集中在上海、杭州等高地价区域以及合并其他公司所致。从项目开发数据看，2017 年，公司新开工面积有所下降，竣工面积下降至 85.50 万平方米，主要系建设进度不同所致。2018 年 1~3 月，公司房地产开发完成投资 11.89 亿元，占上年开发完成投资额的 16.44%；截至 2018 年 3 月末，公司在建面积 97.63 万平方米，较上年末有所下降。

表 5　2016~2018 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房地产开发完成投资（亿元）	67.54	72.33	11.89
新开工项目数（个）	2	3	0
新开工面积（万平方米）	91.95	66.23	15.30
房屋竣工面积（万平方米）	125.40	85.50	19.40
期末在建面积（万平方米）	121.00	101.73	97.63

资料来源：公司提供

从在建项目看，截至 2018 年 3 月末，公司在建项目总计 20 个，主要分布在上海、杭州、宁波、洛阳、天津等城市；公司在建项目分布较为分散。截至 2018 年 3 月末，公司在建项目预计总投资额 445.74 亿元，已累计完成投资 338.25 亿元，尚需投资额 107.50 亿元；尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

表 6　截至 2018 年 3 月末公司在建项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	物业类型	占地面积	总建筑面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
上海青浦宝龙广场	商业	6.36	34.71	29.00	26.23	2.77
上海吴泾宝龙广场	商业	4.11	9.13	10.00	8.90	1.10
上海吴泾宝龙广场二期	商业	3.2	8.29	9.40	4.10	5.30
上海宝山宝龙城	商业	5.68	27.01	21.08	15.53	5.55
杭州滨江宝龙城	商业	7.69	40.18	34.10	31.04	3.06
天津滨海宝龙城	住宅	44.45	75.89	25.00	19.57	5.43
洛阳宝龙广场	商住	35.56	136.63	45.00	42.04	2.96
厦门宝龙一城	商业	7.4	38.30	25.80	17.73	8.07
晋江宝龙广场	商住	13.54	81.93	47.00	34.61	12.39
新乡宝龙广场	商住	26.71	129.57	35.00	26.03	8.97
重庆宝龙广场	商住	17.18	62.20	17.86	16.62	1.24
镇江宝龙广场	商住	21.13	62.23	17.29	14.48	2.81
淮安宝龙广场	商住	10.71	15.26	8.35	3.85	4.50
宁波宝龙广场	商业	4.49	14.19	11.00	7.49	3.51
烟台蓬莱宝龙广场	商住	16.3	34.94	18.22	16.79	1.43

常州宝龙广场	商住	27.01	105.37	40.30	26.11	14.19
徐州宝龙观邸	住宅	19.47	16.67	8.34	3.70	4.64
无锡宝龙湖畔花城	住宅	15.66	35.07	11.00	10.25	0.76
烟台莱山宝龙广场	商住	3.34	17.15	8.00	2.79	5.21
宁波高新区宝龙广场	商办	7.2	36.00	24.00	10.39	13.61
合计	--	**297.19**	**980.72**	**445.74**	**338.25**	**107.50**

资料来源：公司提供

公司将杭州滨江宝龙城和厦门宝龙一城项目作为公司标杆项目进行重点开发，项目情况如下。

①杭州滨江宝龙城

杭州滨江宝龙城项目总建筑面积 40 万平方米，包括 2 万平方米 4 层的商业街、4 万平方米写字楼、14 万平方米购物中心及 8 万平方米 46 层超高层建筑，停车位多达 3,500 个，将成为杭州滨江区域内首席中高端时尚商业标杆。杭州滨江宝龙城已于 2016 年 12 月 24 日正式开业，目前进驻品牌已经超过 150 家，包括 80 余家风味餐饮名品，50 余个轻奢、个性潮牌服饰品牌以及 20 余家个性教育、童玩天地品牌。至此，滨江宝龙城聚集国内外上百家时尚大牌，高端名品，超大的规模和体量，再次刷新滨江时尚风向标。截至 2018 年 3 月底，杭州滨江宝龙城项目商业部分已经建成营业，宝龙艺术酒店已开业，超高层部分处于拟建状态。

②厦门宝龙一城项目

厦门宝龙一城项目总建筑面积约 38.27 万平方米，商业体量约 12.00 万平方米，停车位 2,500 个。项目所在的厦门岛东部将打造成以金融为特色的新城，是国内首个、也是唯一冠以两岸区域金融中心，未来其将成为功能齐备、特色鲜明、配套完善的两岸金融集聚区、实验区及示范区。截至 2018 年 3 月底，厦门宝龙一城项目商场部分拟于 2018 年 7 月开业，酒店和写字楼尚在建设中。

总体看，2017 年，公司房地产投资增长，在建面积规模一般；公司在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

物业销售情况

从协议销售均价看，2017 年公司协议销售均价下降至 10,966.81 元/平方米，主要系所售的房地产项目所处区域及类型不同所致。2017 年，公司房地产协议销售面积有所下降，主要系受上海类住宅政策影响，公司部分商业物业不能销售所致。受上述因素影响，2017 年，公司协议销售金额下降至 86.89 亿元。2018 年 1~3 月，公司协议销售面积 18.44 万平方米，为 2017 年全年的 23.27%，协议销售均价为 10,151.84 元/平方米，较 2017 年协议销售均价略有下降。

从结转情况看，2017 年，公司房地产结转面积有所下降，主要系受上海类住宅政策影响，公司部分商业物业不能交房结转所致。2017 年，公司房地产结转收入下降至 80.81 亿元，主要系上海物业受类住宅调控政策影响未销售和交房所致。2017 年，上海市政府出台政策叫停了“类住宅”项目网签，对商办项目改变房屋使用性质进行清理，清理对象包括擅自改变房屋单元空间分割、私自接通燃气管道等，对已售但未交付的商住房影响较大。2018 年 1~3 月，公司结转面积 17.20 万平方米，实现结转收入 17.00 亿元。

表 7　2016~2018 年 3 月公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	87.68	79.23	18.44
协议销售均价（元/平方米）	12,075.73	10,966.81	10,151.84

协议销售金额（亿元）	105.88	86.89	18.72
结转面积（万平方米）	91.68	83.89	17.20
结转收入（亿元）	106.03	80.81	17.00

资料来源：公司提供

从公司待售项目情况来看，截至 2018 年 3 月末，公司待售面积 213.20 万平方米，整体去化水平为 68.02%，其中宁波高新区宝龙广场、上海宝山宝龙城暂未开盘。从项目去化率来看，大部分项目去化情况较好，其中，上海青浦宝龙广场去化率为 33.25%，主要系待售部分主要为商业写字楼，销售较慢所致；淮安和宁波宝龙广场去化率较低，主要系项目尚未大面积开盘所致。公司待售面积主要分布在三四线城市，由于三四线城市房地产市场景气度波动性较大，公司部分项目销售存在不确定性。2017 年 4 月和 5 月，上海市出台了商办类项目新规，办公用地不得建设公寓式办公项目以及已售未交付商业办公项目将取消其居住功能，新规对公司上海部分项目的去化产生一定影响，公司计划将类住宅的未售部分转为自持或改为办公物业出售。

表 8　截至 2018 年 3 月末公司在建项目销售情况（单位：%，万平方米）

项目名称	权益比例	建筑面积	总可售面积	累计已售面积
上海青浦宝龙广场	100	34.73	20.42	6.79
天津滨海宝龙城	100	76.67	68.30	52.85
杭州滨江宝龙城	100	40.18	18.83	4.44
洛阳宝龙广场	100	136.90	110.56	87.90
新乡宝龙广场	100	129.57	107.19	72.42
常州宝龙广场	100	105.36	52.65	37.69
重庆宝龙广场	100	62.20	48.35	44.58
晋江宝龙广场	100	81.80	52.29	38.20
镇江宝龙广场	100	62.22	52.08	27.23
烟台蓬莱宝龙广场	100	34.94	23.19	23.74
厦门宝龙一城	100	38.27	8.16	5.34
上海吴泾宝龙广场	100	9.13	6.34	3.86
上海宝山宝龙城	100	27.01	12.34	0.00
淮安宝龙广场	100	15.26	15.00	2.35
宁波宝龙广场	90	14.19	3.25	0.27
徐州宝龙观邸	80	16.67	12.94	12.17
无锡宝龙湖畔花城	100	35.07	27.53	25.70
烟台莱山宝龙广场	100	17.15	8.56	7.94
宁波高新区宝龙广场	90	36.00	18.69	0.00
合计	--	**973.32**	**666.67**	**453.47**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司房地产协议销售均价下降，且受上海类住宅政策的影响，2017 年协议销售面积有所下降。考虑到目前房地产政策有所收紧以及三四线城市房地产市场景气度波动较大，公司待售面积主要分布在三四线城市，未来销售存在一定不确定性；上海市商办类新规对公司上海部分项目的去化产生一定影响。

（2）物业出租

在房地产开发的过程中，对于部分地理位置优越、未来增值潜力巨大的商业物业，公司作为

投资性物业而长期持有。公司商业物业以购物中心、商业街为主，主要分布于上海、长三角、福建省、山东省、河南省等经济发达的省市。截至 2018 年 3 月末，公司主要的投资性房地产物业项目如下表所示。

表 9　截至 2018 年 3 月末公司前十大投资性房地产物业项目情况（单位：万元，%）

项目	状态	账面价值	占投资性房地产账面价值比
杭州滨江宝龙城	在建	278,927.65	8.00
青岛城阳宝龙广场	完工	266,909.51	7.65
福州宝龙广场	完工	193,623.88	5.55
上海七宝宝龙城	完工	180,071.03	5.16
蚌埠宝龙广场	完工	178,605.42	5.12
晋江宝龙广场	在建	164,591.64	4.72
郑州宝龙广场	完工	155,900.00	4.47
厦门宝龙一城	在建	153,831.56	4.41
盐城宝龙广场	完工	144,078.80	4.13
宿迁宝龙广场	完工	126,728.62	3.63
合计	--	**1,843,268.11**	**52.84**

资料来源：公司提供

物业出租方面，2017 年公司新增 1 个出租物业；公司物业出租率整体处于较高水平，其中福州宝龙广场和上海曹路宝龙广场均为满租状态；但郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场和城阳宝龙广场出租率相对较低，2017 年出租率分别为 68.00%、63.00%和 59.00%，主要原因是上述三个项目均为公司早期开发的项目，部分商铺已销售，散售的商铺业主自主经营权较大，给公司对于整个商场的统一经营管理造成影响，同时也给招商造成一定难度，公司已对这三个项目进行了多次业态调整。整体看，公司物业出租率水平较高，大部分物业出租率维持在 80%以上水平。2017 年，公司租金收入有所增长，主要系出租面积和租金水平上涨所致。

表 10　2016~2018 年 3 月公司各物业出租情况明细（单位：万平方米，%，万元）

项目名称	占地面积	总建筑面积	可租面积	出租率	租金收入		
					2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
福州宝龙广场	7.19	21.8	9.47	100	5,929.19	5,726.23	1,541.38
苏州太仓宝龙广场	11.71	28.8	2.33	75	152.23	86.92	--
郑州宝龙广场	11.63	25.16	10.82	68	2,566.14	2,441.36	607.61
泰安宝龙广场	10.96	28.3	4.95	82	520.66	655.50	171.42
蚌埠宝龙广场	21.89	49.86	19.53	63	3,739.65	3,136.40	814.98
洛阳宝龙广场	35.56	136.9	13.28	92	4,725.30	4,282.58	652.33
青岛城阳宝龙广场	55.85	70.71	21.54	59	631.16	2,431.59	765.93
无锡宝龙广场	15.66	35.01	10.63	89	2,825.22	3,367.01	--
宿迁宝龙广场	22.02	48.61	12.06	100	6,180.66	6,096.50	1,619.03
烟台海阳宝龙城	33.41	40.81	0	51	23.83	52.43	--
新乡宝龙广场	30	129.6	9.03	100	3,228.03	3,735.59	1,014.38
盐城宝龙广场	22.12	49.5	13.51	86	3,963.71	5,353.99	1,425.43

常州宝龙广场	27.01	105.36	6.34	95	1,391.42	3,194.55	877.93
青岛即墨宝龙广场	15.22	61.8	12.19	80	1,551.91	2,287.11	641.52
重庆宝龙广场	18.02	62.1	7.4	95	1,713.26	1,687.94	413.91
晋江宝龙广场	13.54	81.8	9.98	89	2,119.21	2,622.14	679.04
上海曹路宝龙广场	7.12	17.02	3.19	100	1,247.26	1,534.37	370.08
上海虹桥宝龙城	14.74	31.91	2.44	84	896.21	976.02	--
镇江宝龙广场	11.41	35.7	6.94	93	1,797.00	1,951.40	587.85
蓬莱宝龙广场	16.45	35.4	2.75	92	222.87	1,296.65	284.14
上海奉贤宝龙广场	4.07	17.91	4.02	97	2,789.17	2,983.27	807.34
上海嘉定宝龙广场	4.09	19.53	6.75	96	1,094.07	3,920.82	1,084.81
烟台莱山宝龙广场	3.34	17.2	3.21	95	21.86	745.11	192.34
杭州滨江宝龙城	7.69	40.18	8.66	100	201.71	10,211.28	3,053.07
上海七宝宝龙城	8.37	38.1	7.35	80	2,059.54	5,091.54	1,352.97
上海宝山宝龙广场	1.4	3.6	1.45	98	1,480.92	1,323.66	318.79
安溪宝龙广场	8.69	33.2	6	96	2,342.04	2,959.87	821.42
上海吴泾宝龙广场	4.11	9.13	2.47	92	--	495.02	--
其他	--	--	--	--	1,342.14	2,229.18	--
合计	**443.27**	**1,275.00**	**218.29**	**--**	**56,756.37**	**82,876.03**	**20,097.70**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司物业出租率水平普遍较高，但公司位于郑州、蚌埠以及城阳的项目出租率相对较低，需持续关注其后续经营风险。

（3）酒店经营

2017 年公司新增酒店淮安艺悦酒店、盐城雅乐轩酒店。公司酒店运营业务主要以委托管理为主，自主经营为辅，其中太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店、泰安宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、上海宝龙丽笙酒店等采用委托管理模式；蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店等采用自主经营模式。2017 年，公司酒店收入增长至 4.35 亿元，主要系纳入合并范围酒店数量的增加，新开业酒店表现良好，使收入规模进一步扩大所致。

表 11　2016~2017 年公司酒店运营业务明细情况（单位：万元，套）

序号	酒店名称	星级	2016 年收入	2017 年收入	开业日期	客房数量
1	太仓宝龙福朋酒店	五星标准	7,214.63	8,417.06	2010/7/1	446.00
2	青岛宝龙福朋酒店	五星标准	6,624.48	6,734.08	2011/2/1	303.00
3	海阳雅乐轩酒店	四星标准	205.97	208.38	2011/7/1	145.00
4	泰安宝龙福朋酒店	五星标准	5,041.87	4,889.15	2010/12/1	300.00
5	蓬莱宝龙客栈	快捷酒店	374.33	494.76	2015/5/1	202.00
6	安溪宝龙艺筑酒店	三星标准	536.76	659.92	2015/9/1	98.00
7	上海宝龙丽笙酒店	五星标准	2,196.59	4,235.86	2015/12/1	196.00
8	上海宝龙丽筠酒店	五星标准	1,445.67	3,339.53	2016/5/1	226.00

9	上海宝龙艾美酒店	五星标准	734.15	9,608.30	2016/10/1	241.00
10	重庆宝龙戴斯酒店	四星标准	1,367.57	1,778.19	2015/12/1	253.00
11	淮安艺悦酒店	三星标准	--	118.41	2017/8/18	92.00
12	盐城雅乐轩酒店	四星标准	--	3,004.06	2017/12/28	299.00
13	其他	--	--	--	--	--
合计	--	--	**25,742.03**	**43,487.70**	--	**2,801.00**

资料来源：公司提供
注：公司酒店一般不挂星，但是以星级标准建造。

2017 年，公司酒店平均客房单价小幅下降至 427 元/间/天，主要系新开业商务型酒店价格较低所致；由于公司酒店地理位置较好，公司酒店平均入住率相对较为稳定且较高，两年均保持在83%以上。2018 年 1~3 月，公司实现酒店收入 1.17 亿元，平均客房单价 438 元/天/间，较上年有所增长，入住率为 84%，较上年略有提升。

表 12　2016~2018 年 3 月公司酒店运营情况

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
酒店收入（万元）	25,742.03	43,487.70	11,680.99
平均客房单价（元/天/间）	462	427	438
入住率（%）	86	83	84

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，得益于纳入合并范围的酒店数量的增加，公司酒店收入持续增长；由于公司酒店地理位置较好，酒店入住率处于较高水平。

3. 经营关注

（1）公司土地储备和待售面积主要分布在三四线城市，但三四线城市房地产市场景气度波动性较大，项目去化存在一定不确定性；上海市出台了严厉的限购政策以及商办类项目新规，将对公司上海项目的去化产生一定影响。

（2）截至2018年3月末，公司在建项目预计总投资额445.74亿元，已累计完成投资338.25亿元，尚需投资额107.50亿元；公司面临一定的资金支出压力。

（3）公司投资性房地产增值率较高，存在一定的波动性；部分自持商业物业出租率相对较低。

4. 未来发展

公司经过不断发展，已经成为覆盖全国、具有较强规模和品牌优势、成长性良好的大型商业房地产开发企业。

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。

拿地策略方面，公司将新增宁波作为战略城市，重点聚焦上海、南京、苏州、杭州、宁波、福州、厦门7个城市，形成“1+6+N”的拿地策略，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，公司将积极主动管理负债水平，进一步优化债务结构，降低融资成本。同时加强市值管理，保持稳定的派息水平，创造股东的长期价值。

总体看，公司未来仍以商业地产开发作为主业。公司未来发展规划明确，符合公司目前发展特点。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 和 2017 年度合并财务报表经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司财务报表根据《企业会计准则》及其他相关规定编制。公司 2017 年审计报告对 2016 年财务数据进行了追溯调整，年初数较 2016 年审计报告年末数有所不同，本报告 2016 年末财务数据取自 2017 年审计报告期初数据。

从合并范围变化上看，2017 年公司合并范围内新增子公司 19 家，其中新设子公司 16 家，同一控制下合并子公司 1 家，非同一控制下的合并子公司 3 家；合并范围内减少子公司 5 家。公司合并范围变化较大，考虑到公司主营业务未发生变化，且对 2016 年末数进行了追溯调整，财务数据仍具有可比性。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 694.20 亿元，负债合计 391.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 303.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 278.48 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 94.78 亿元，净利润（含少数股东损益）31.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 29.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.09 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.28 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 709.66 亿元，负债合计 406.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 302.73 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 277.82 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 20.59 亿元，净利润（含少数股东损益）2.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.47 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额 694.20 亿元，较年初增加 10.71%，主要系非流动资产中投资性房地产增加所致。公司资产中流动资产占比 40.37%，非流动资产占比 59.63%，资产构成中非流动资产占比仍较高。

流动资产

截至2017年末，公司流动资产280.22亿元，较年初减少1.86%，主要系其他应收款减少所致。截至2017年末，公司流动资产以货币资金（占28.71%）和存货（占59.00%）为主。

截至2017末，公司货币资金80.44亿元，较年初减少4.03%，主要系预收房款减少所致。截至2017年末，公司货币资金中银行存款占比91.17%、其他货币资金占比8.83%；其中其他货币资金均为受限资金，主要为银行贷款保证金、客户按揭贷款保证金、内保外贷保证金等，公司受限货币资金占比较低。截至2017年末，公司存货165.33亿元，较年初增长3.83%，公司存货中在建开发产品占比48.36%、已完工开发产品占比51.64%。存货中用于债务担保的账面价值50.01亿元，占比30.25%，受限规模较大。由于各项工程预期均能收回投入成本，期末不存在减值迹象，因此公司

未计提存货跌价准备；开发项目所处区域经济实力较强，公司存货质量较好，但仍需关注部分三四线城市项目对公司存货去化产生的影响。

非流动资产

截至 2017 年末，非流动资产合计 413.98 亿元，较年初增长 21.21%，主要以投资性房地产（占 84.27%）和固定资产（占 6.01%）为主。

截至 2017 年末，公司投资性房地产账面价值 348.84 亿元，较年初增长 18.16%，主要系合并范围增加以及上海七宝宝龙城、上海嘉定宝龙广场、常州宝龙广场等物业建成由存货转入所致。公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为 99.42 亿元，占比 28.50%。截至 2017 年末，公司投资性房地产成本 198.58 亿元，公允价值变动 150.27 亿元，整体增值率 75.67%，增值率较高。截至 2017 年末，公司固定资产账面价值 24.89 亿元，较年初增长 9.42%，主要系在建工程转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 89.68%）构成。截至 2017 年末，公司固定资产账面原值 31.59 亿元，累计折旧 6.70 亿元，成新率 79.85%，成新率较高。从受限情况看，受限的固定资产合计为 14.50 亿元，受限比例为 58.26%，受限比例较高。

截至 2017 年末，所有权或使用权受限资产情况如下表所示，受限资产金额合计 298.39 亿元，占资产总额的比重为 42.98%，受限资产占比较大。

表13　截至2017年末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	7.10	1.02
存货	55.30	7.97
投资性房地产	214.71	30.93
固定资产	14.50	2.09
无形资产	5.87	0.85
在建工程	0.91	0.13
合计	**298.39**	**42.98**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 709.66 亿元，较年初增长 2.23%，其中流动资产占 41.31%，非流动资产占 58.69%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产规模有所增长，存货中三四线城市项目可能存在一定去化压力；公司非流动资产中，投资性房地产规模较大，整体增值率较高；公司受限资产占比较高，整体看，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债合计 391.01 亿元，较年初增长 9.79%，主要系应付账款和长期借款增加所致。负债构成中，流动负债占比 51.87%，非流动负债占比 48.13%，流动负债占比较高。

截至 2017 年末，流动负债 202.81 亿元，较年初增长 8.37%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要构成如下图所示。

截至 2017 年末，公司应付账款账面价值 54.23 亿元，较年初增长 74.33%，主要系随着项目逐步推进，应付建筑工程款增加所致。截至 2017 年末，公司预收款项 24.14 亿元，较年初下降 26.13%，主要系协议销售金额下降所致，主要为预收售楼款（占比 99.26%）。截至 2017 年底，公司应交

税费小幅增长至 39.35 亿元，主要系计提的土地增值税和企业所得税增加所致。截至 2017 年末，其他应付款账面价值 39.20 亿元，较年初下降 9.78%，主要系应付关联方往来款大幅减少所致。其他应付款中，应付关联方往来款项占比 65.15%，应付第三方往来款项占比 20.23%，押金及保证金占比 14.62%；其中，应付母公司宝龙地产 25.12 亿元，占其他应付款总额的 64.08%。截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 32.76 亿元，较年初增长 66.70%，主要系部分公司之前发行的公司债券于 2018 年回售或者到期所致。其中，一年内到期的长期借款占比 30.51%，应付债券及利息占比 69.49%。

截至 2017 年末，公司非流动负债合计 188.20 亿元，较年初增长 11.37%，主要系长期借款大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 50.53%）、应付债券（占比 27.41%）和递延所得税负债（占 22.06%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款合计 95.10 亿元，较年初增长 31.72%，主要系公司业务发展需要，借款增加所致；长期借款到期期限比较分散。随着公司发行的债券于 2018 年到期或回售，截至 2017 年底，公司应付债券规模下降至 51.58 亿元。

截至 2017 年末，全部债务合计 182.12 亿元，较年初增长 8.75%，其中短期债务占比 19.46%、长期债务占比 80.54%，以长期债务为主。2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率均小幅下降，分别为 56.32%、37.53%和 32.61%。总体看，公司债务水平较稳定，整体尚在合理范围内。

公司子公司重庆宝龙长润置业发展有限公司 2017 年发行永续债 49,250.00 万元，无固定偿还期限，截至 2017 年底，该笔借款余额为 34,340 万元；公司子公司上海康睿房地产发展有限公司 2016 年度发行永续债本金 10.00 亿元，到期日为 2026 年 10 月 31 日；公司子公司上海宝龙富闽房地产开发有限公司 2017 年发行永续债 34,700 万元，无固定偿还期限，截至 2017 年底，该笔永续债余额为 34,700 万元。上述三笔永续债合计 16.90 亿元均计入“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点，分别将其从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行偿债指标测算。根据测算结果，截至 2017 年末，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.76%、41.01%和 36.36%，公司债务负担明显提升，但整体仍处于合理水平。

截至 2018 年 3 月末，公司负债合计 406.93 亿元，较年初增长 4.07%，其中流动负债占 47.12%，非流动负债占 52.88%，流动负债占比较年初有所下降。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 199.01 亿元，较年初增长 9.28%，主要系长期借款增加所致；其中短期债务占 14.95%，长期债务占 85.05%，以长期债务为主。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 57.34%、39.66%和 35.86%，分别较年初增长 1.02 个百分点、2.14 个百分点和 3.25 个百分点，公司债务在合理范围内。截至 2018 年 3 月末，公司存在永续债 13.48 亿元，考虑将永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行指标测算；根据测算结果，截至 2018 年 3 月末，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 59.24%、42.35%和 38.72%，整体债务负担尚可。

总体看，2017 年，公司债务规模增长较快，债务负担尚可；债务结构以长期债务为主，债务结构较为合理，但面临一定集中偿付压力。

所有者权益

截至2017年末，公司所有者权益合计303.20亿元，较年初增长11.90%，其中归属于母公司的所有者权益278.48亿元（占比91.85%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本41.84亿元（占比15.02%），资本公积8.67亿元（占比3.11%），其他权益工具（永续债）16.90亿元（占比6.07%），

盈余公积0.64亿元（占比0.23%），未分配利润210.43亿元（占比75.56%）。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益的稳定性偏弱。

截至2017年末，公司实收资本较年初大幅增加13.21亿元，主要系控股股东宝龙地产（香港）以股权作价对公司进行增资所致；公司资本公积8.67亿元，较年初下降56.54%，主要系2017年同一控制下合并杭州宝龙房地产开发有限公司收购日的增发股份对价转入实收资本所致。

截至2018年3月末，公司所有者权益合计302.73亿元，较年初下降0.15%；其中归属于母公司的所有者权益合计277.82亿元（占比91.77%），其中其他权益工具（永续债）13.48亿元，较年初有所下降，主要系提前归还了部分永续债所致；归属于母公司的所有者权益构成及占比较上年末变化不大。

总体看，2017 年，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

4. 盈利能力

2017 年，公司营业收入下降至 94.78 亿元，主要系上海物业受类住宅调控政策影响交房，房地产结转规模下降所致。2017 年，公司营业利润增长至 43.94 亿元，主要系合并范围增加、主营业务毛利率水平提升以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致。2017 年，公司实现净利润 31.59 亿元，同比增长 6.37%。

从期间费用来看，2017 年，公司费用总额 10.39 亿元，同比增长 23.45%，其中销售费用占比 41.56%，管理费用占比 48.22%，财务费用占比 10.22%。2017 年，公司销售费用增长主要系随着项目增多，营销力度加大所致；管理费用增长主要系人工成本增加所致；财务费用增长主要系借款规模增加，利息支出增加所致。

从利润构成来看，2017 年，公司公允价值变动收益上升至 23.94 亿元，主要系合并范围增加及房地产行业景气度较高，投资性房地产公允价值变动较大所致；2017 年，公司公允价值变动收益占当年营业利润比重为 54.49%，投资性房地产的增值对利润贡献大。2017 年，公司营业外收入占利润总额比重为 0.58%，营业外收入对利润总额影响不大。

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率增长至31.06%，总资产报酬率下降至6.87%，总资本收益率下降至7.28%，净资产收益率下降至11.00%。

2018年1~3月，公司实现营业收入20.59亿元，实现净利润2.96亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.76亿元。

总体看，2017 年，由于上海物业受类住宅调控政策影响未销售和交房，房地产结转规模下降，公司营业收入下降；得益于合并范围增加以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长，公司净利润大幅增长。整体看，公司公允价值变动收益对利润影响较大，公司盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入小幅下降至 116.36 亿元，主要系公司售楼款下降所致。2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金 26.52 亿元，同比增长 30.09 倍，主要系往来款大幅增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出小幅增长至 96.27 亿元；2017 年，支付其他与经营活动有关的现金 36.30 亿元，同比增长 5.36 倍，主要系公司支付的保证金和往来款增加所致。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额下降至 20.09 亿元，维持净流入状态。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动现金流入下降至 14.93 亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金下降至 13.78 亿元，主要系从关联方收回的资金。2017 年，公司投资活动现金流出下降至 18.18 亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金下降所致。2017 年，公

司支付其他与投资活动有关的现金为 7.57 亿元，主要系为关联方支付的现金，较上年变动不大。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.24 亿元，呈净流出状态。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入下降至 122.14 亿元，主要系公司长期借款增加与发行债券所致；筹资活动现金流出下降至 136.72 亿元，主要系公司偿还债务与利息所支付的现金增长所致。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-14.57 亿元。2017 年由于发行债券规模缩小，筹资活动现金流量净额大幅下降。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-0.36 亿元；投资活动现金流量净额-2.28 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 3.11 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流呈净流入状态，经营活动现金流状况佳；投资活动现金呈持续净流出状态，考虑目前公司在建规模，仍面临一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2017 年底，公司流动比率 1.38 倍，速动比率 0.57 倍，较上年变动不大；2017 年底，公司现金短期债务比为 2.27 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。2017 年，公司经营现金流动负债比下降至 9.91%。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 增长至 47.06 亿元，主要来自利润总额的增加。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 92.18%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由 3.64 倍上升至 6.33 倍，对利息的覆盖程度较好；公司 EBITDA 全部债务比为 0.26 倍，保持不变，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2017 年末，公司对外担保余额 28.44 亿元，占 2017 年末公司净资产的 10.35%，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 2017 年末，公司共获得商业银行授信总额 272.30 亿元，尚未使用的授信额度为 166.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2018 年 5 月 11 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 3,500 万，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结清，形成关注主要系借款银行系统对公司报表评级的原因造成，公司过往履约情况良好。

截至 2018 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

总体看，2017 年，公司项目开发速度加快，债务有所增长，公司自持大量商业物业，其地理位置优越，且租赁能带来较为稳定现金流，公司整体偿债能力很强；未来随着公司在建项目的完工销售，整体偿债能力有望提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产达80.44亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券本金合计（40亿元）的2.01倍，公司现金类资产对上述债券本金的覆盖程度较高；净资产达303.20亿元，约为债券本金合计（40亿元）的7.58倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为47.06亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券本金合计（40亿元）的1.18倍，公司 EBITDA 对“16宝龙债”、“16宝龙02”

和“16宝龙03”债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入116.36亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券本金合计（40亿元）的2.91倍，公司经营活动现金流入量对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券的覆盖程度较高。

从债券交易条款看，宝龙地产针对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券的还本付息事宜出具了《承诺函》，对收购“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，从其承诺函的条款内容来看，如遇条款中列明的公司本息偿付障碍的情况，宝龙地产承诺将自行或指定宝龙地产实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T 日）前全额收购“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券，收购价格为计算至收购日本次债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。由此看来，宝龙地产的资本实力、经营情况对其承诺效力有直接影响。截至 2017 底，宝龙地产已竣工项目主要集中在二线和三、四线城市，竣工项目的面积分别为 687.98 万平方米和 656.81 万平方米，占比分别为 44.63%和 42.61%；宝龙地产在建项目和拟建项目主要分布在二线城市和三、四线城市，其中三、四线城市拟建面积为 281.77 万平方米，占拟建面积比为 52.23%；具体来看，主要分布于上海、江苏、浙江、福建、山东、河南、安徽、天津等省（市）内多个城市。宝龙地产主打产品“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。产品分为三大系列，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，宝龙广场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，经过长年对商业地产的运营，宝龙地产已形成一种独特的商业地产模式。

截至 2017 年底，宝龙地产合并资产总额 954.91 亿元，负债合计 660.17 亿元，总权益（含永续资本工具持有人权益 17.22 亿元、非控制权益 24.15 亿元）294.74 亿元。2017 年，宝龙地产实现收入 155.93 亿元，经营利润 65.23 亿元，年度利润（含永续资本工具及非控制权益所有人损益）38.68 亿元，其中，归属永续资本工具持有人利润 1.17 亿元、非控制性权益持有人 4.14 亿元。2017 年宝龙地产经营活动产生的现金流量净额 13.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.23 亿元。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、房地产项目所处地域、区域品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，且宝龙地产出具的《承诺函》对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券还本付息仍具有一定的积极影响，公司对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

2017 年，公司作为香港上市公司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、行业竞争力等方面具备一定优势；公司利润水平有所增长，经营现金流状况良好。联合评级也关注到房地产行业调控政策较严格、公司自持商业物业公允价值存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大、债务规模增长较快、所有者权益稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，未来租金收入有望稳定增长；随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，能够带来稳定的现金流。

宝龙地产对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券出具了收购承诺函。宝龙地产资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”

债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　上海宝龙实业发展（集团）有限公司
主要财务指标

项　目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	627.08	694.20	709.66
所有者权益（亿元）	270.94	303.20	302.73
短期债务（亿元）	33.68	35.44	29.76
长期债务（亿元）	133.78	146.68	169.25
全部债务（亿元）	167.47	182.12	199.01
营业收入（亿元）	122.65	94.78	20.59
净利润（亿元）	29.70	31.59	2.96
EBITDA（亿元）	43.12	47.06	--
经营性净现金流（亿元）	25.60	20.09	-0.36
流动资产周转次数（次）	0.45	0.34	--
存货周转次数（次）	0.46	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.14	--
现金收入比率（%）	95.93	94.56	97.07
总资本收益率（%）	8.12	7.28	--
总资产报酬率（%）	7.22	6.87	--
净资产收益率（%）	12.03	11.00	--
营业利润率（%）	28.54	31.06	31.60
费用收入比（%）	6.86	10.96	11.19
资产负债率（%）	56.79	56.32	57.34
全部债务资本化比率（%）	38.20	37.53	39.66
长期债务资本化比率（%）	33.06	32.61	35.86
EBITDA 利息倍数（倍）	3.64	6.33	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.26	--
流动比率（倍）	1.53	1.38	1.53
速动比率（倍）	0.67	0.57	0.60
现金短期债务比（倍）	2.49	2.27	2.61
经营现金流动负债比率（%）	13.68	9.91	-0.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.08	1.18	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　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+营业费用+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+拆入资金
全部债务=长期债务+短期债务
EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　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。