跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1532 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：

二〇一九年六月二十一日

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 2019 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	债券余额	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	25.56 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2018 年 6 月 26 日
16 宝龙 02	4.72 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2018 年 6 月 26 日
16 宝龙 03	0.32 亿元	5 年（2+2+1）	AA+	AA+	2018 年 6 月 26 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： 2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	627.08	856.63	1,179.07	1,212.26
所有者权益（亿元）	270.94	342.73	377.09	373.03
长期债务（亿元）	133.78	172.41	234.90	248.27
全部债务（亿元）	167.47	212.43	306.10	339.87
营业收入（亿元）	122.65	145.70	170.17	40.11
净利润（亿元）	29.70	49.40	38.43	5.94
EBITDA（亿元）	43.12	67.90	60.78	--
经营性净现金流（亿元）	25.60	24.32	25.62	4.37
营业利润率（%）	28.54	31.34	30.84	30.74
净资产收益率（%）	12.03	16.10	10.68	1.58
资产负债率（%）	56.79	59.99	68.02	69.23
全部债务资本化比率（%）	38.20	38.26	44.80	47.67
流动比率（倍）	1.53	1.34	1.31	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.32	0.20	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.64	5.60	3.34	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.41	2.22	1.99	--

增信方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	791.28	954.91	1,320.55
所有者权益（亿元）	259.40	294.74	328.05
营业收入（亿元）	142.96	155.93	195.94
净利润（亿元）	27.49	38.68	36.48
资产负债率（%）	67.22	69.13	75.16

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 2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

跟踪期内，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，于 2018 年完成同一控制下合并置入资产，项目体量和资本实力得到增强；公司继续布局长三角区域，销售规模大幅提升，自持物业租金收入稳步增长，货币资金较充裕。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建项目增多使得项目及资金管理难度加大、债务负担有所加重、投资物业公允价值变动收益对利润贡献较大以及受限资产规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的陆续销售及出租面积的增加，公司业绩有望得到增长。

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+”，评级展望维持“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

1．2018 年，公司同一控制下合并置入资产完成，有效补充了公司运营项目体量，增强了公司资本实力。

2．公司土地储备主要分布于长三角区域，区域分布相对较好；2018 年，公司销售规模大幅增长，对未来收入结转形成支撑；公司投资物业租金收入稳步增长。

3．公司经营活动现金流持续净流入；截至 2018 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。

关注

1．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，公司部分在建拟建项目位于三四线城市，未来可能存在一定去化压力。

2．2018 年，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．公司投资物业公允价值变动收益对营业利润的影响较大，其评估值易受市场波动影响，存在一定不确定性；部分自持物业出租率相对较低。

4．跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担有所增加；所有者权益结构稳定性偏弱；公司资产受限比例较高。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

卢　瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@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：

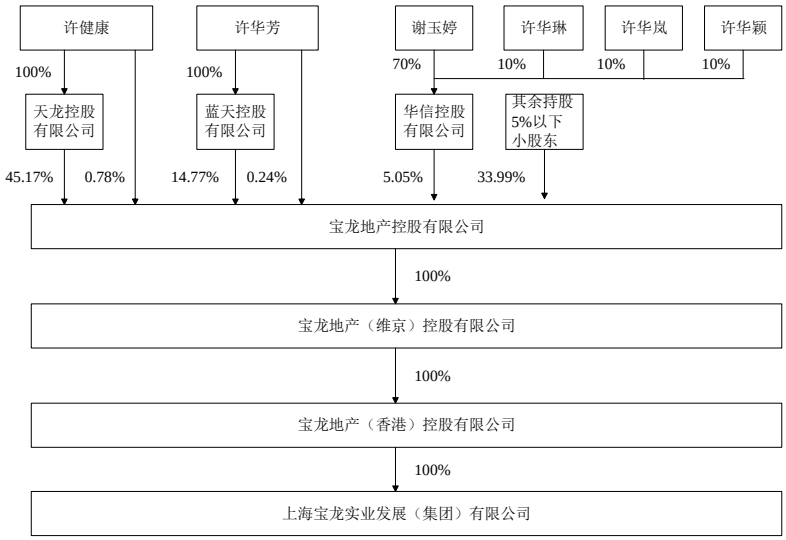
联合信用评级有限公司

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，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 2019 年 3 月末，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。

图 1　截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）系港股上市公司（证券代码：1238.HK），2017~2019 年连续三年位列中国房地产业协会、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 50 强”，公司是宝龙地产在国内最主要的运营实体。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构无重大变化；纳入合并范围内子公司 174 家。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,179.07 亿元，负债合计 801.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 377.09 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 326.09 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 170.17 亿元，净利润（含少数股东损益）38.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 29.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 25.62 亿元，现金及现金等价物净增加额为 47.10 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 1,212.26 亿元，负债合计 839.23 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 373.03 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 320.60 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 40.11 亿元，净利润（含少数股东损益）5.94 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.37 亿元，现金及现金等价物净增加额为 7.11 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

本报告跟踪债券如下表所示。截至2019年3月底，“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”募集资金已全部使用，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券兑付相关事宜做出不可撤销的收购承诺。

“16宝龙债”于2019年1月18日完成回售1.44亿元，公司已于2019年1月18日支付了“16宝龙债”2018年1月18日至2019年1月17日期间的利息；“16宝龙02”于2019年3月7日完成回售0.28亿元，公司已于2019年3月7日支付了“16宝龙02”2018年3月7日至2019年3月6日期间的利息；“16宝龙03”于2018年8月24日完成回售7.68亿元，公司已于2018年8月24日支付了“16宝龙03”2017年8月24日至2018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）	债券余额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	当期利率（%）
16 宝龙债	112315.SZ	2016-03-23	2016-01-18	2021-01-18	27.00	25.56	5（3+2）	6.20	7.50
16 宝龙 02	112341.SZ	2016-04-14	2016-03-07	2021-03-07	5.00	4.72	5（3+2）	6.00	7.00
16 宝龙 03	112430.SZ	2016-11-21	2016-08-24	2021-08-24	8.00	0.32	5（2+2+1）	5.25	5.25

资料来源：Wind

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

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速（2017 年增速分别为 7.70%和 13.70%）均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。价格方面，一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。2019 年 1~3 月，全国房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月（1~3 月）下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 1~3 月，全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百

分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，但 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

集中度方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

政策方面，2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

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

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从 2019 年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及 2019 年 3 月 23 日住建部副部长在中国发展高层论坛 2019 年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

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

3．行业发展

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

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

跟踪期内，公司核心管理团队以及管理制度未发生重大变化，主要管理制度连续，管理运作

正常。

五、经营分析

1．经营概况

2018 年，公司营业收入 170.17 亿元，同比增长 16.80%，主要系房地产结转收入增加以及新增加土地一级开发业务收入所致；公司实现净利润 38.43 亿元，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。

从公司营业收入构成看，出售物业收入仍是公司重要收入来源，2018 年出售物业收入占比虽有下降但保持在 80%以上；出租物业收入和酒店收入稳步增长；公司于 2018 年新增加土地一级开发业务收入，主要为宁波奉化项目存在土地一级开发；其他收入大幅增长主要系物业管理费收入和营销、管理策划咨询费收入增加所致。

表 2　2016~2018 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出售物业收入	113.96	92.91	36.99	131.49	90.25	36.89	142.00	83.45	37.88
出租物业收入	5.72	4.66	82.55	8.56	5.87	85.47	9.77	5.74	82.70
酒店收入	2.57	2.10	-8.71	4.41	3.03	0.99	5.23	3.07	6.67
土地一级开发	--	--	--	--	--	--	9.19	5.40	30.47
其他收入	0.40	0.33	-31.82	1.24	0.85	72.58	3.98	2.34	85.71
合计	**122.65**	**100.00**	**37.93**	**145.70**	**100.00**	**38.96**	**170.17**	**100.00**	**40.21**

注：上表中 2016 年和 2017 年数据均采用追溯调整后数据
资料来源：公司审计报告

从毛利率看，2018 年，公司出售物业毛利率小幅增长；出租物业毛利率小幅下降，主要系新开业青浦宝龙城和厦门宝龙一城，部分处于免租期所致；酒店业务毛利率大幅提高，主要系酒店营业成本相对稳定情况下，入住率提升所致。目前公司只有奉化一处土地一级开发业务，属于机遇型业务；公司土地一级开发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。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 40.11 亿元，同比增长 94.80%；实现净利润 5.94 亿元，同比增长 100.68%，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.51 亿元；公司综合毛利率 38.92%，较 2018 年毛利率小幅回落。

总体看，出售物业仍是公司重要收入和利润来源，2018 年，公司营业收入和毛利率有所增长，未来随着公司项目逐步实现销售结转以及在营业商业规模增加，公司收入水平有望进一步增长。2019 年 1~3 月，公司收入和利润同比均有所增长。

2．业务运营

（1）房地产开发

土地储备情况

2018 年，公司继续推进“以上海为中心，深耕长三角”战略，大幅增加土地储备拓展，新购置 29 块土地，主要通过招拍挂和收并购方式取得；公司新增地块均位于长三角区域（浙江省和江苏省）和福建省；公司 2018 年购地楼面均价 4,339.98 元/平方米，均价较 2017 年（楼面均价约 3,200

元/平方米）高，主要系公司新购土地主要集中于长三角地区，尤其是新增的南京住宅地块和温州翡翠天地住宅地块地价较高所致。

表 3　2018 年公司土地购置情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

年份	总建筑面积	权益建筑面积	用途	购地支出	楼面均价
2018 年	573.67	366.42	住宅、商住	248.97	4,339.98

资料来源：公司提供

2018 年，公司完成同一控制下并购宝龙置地发展有限公司（以下简称“宝龙置地”）及新增地块较多，土地储备规模大幅增长。截至 2019 年 3 月末，公司剩余土地储备规划建筑面积[1]2,017.91 万平方米。从土地储备区域分布看，71.91%位于长三角区域；从城市能级看，公司在一线城市（上海）土地储备建筑面积占 6.84%，在二线城市（杭州、苏州、宁波、无锡、厦门、南京、天津、重庆、青岛和烟台）土地储备建筑面积占比 38.48%；在三、四线城市土地储备建筑面积占比 54.68%；公司土地储备部分分布在三、四线城市，需关注未来项目去化情况。从土地储备成本来看，公司土地储备楼面均价较合理，主要系公司地块主要为商业和住宅结合用地所致。

表 4　截至 2019 年 3 月末公司部分土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

地块名称	取得时间	剩余土地储备规划建筑面积	楼面均价	股权比例
上海国展宝龙城	2016.8	40.65	4,619.93	100
上海宝山宝龙广场	2015.12	27.04	4,519.23	100
宁波奉甬新城	2018.8	33.28	2,388.82	82
宁波宝龙城·天玺	2018.6	54.69	4,296.95	82
宁波高新宝龙广场	2017.4	35.09	2,419.49	90
宁波余姚姚北新城项目	2018.7	23.76	673.40	100
杭州大江东宝龙广场	2016.7	26.86	1,163.61	51
杭州东湖城	2016.12	27.91	1,594.41	50
杭州临安宝龙广场	2017.6	38.63	3,287.60	82
杭州临安宝龙旭辉城	2017.8	51.43	3,451.29	41
绍兴诸暨项目	2018.8	36.65	1,309.69	100
金华义乌陆港新区 34 号地块	2018.12	28.66	4,155.62	35
温州宝龙广场	2018.6	48.16	2,659.88	100
无锡宝龙世家	2017.8	43.18	3,177.40	67
南京栖霞区项目	2017.7	38.81	4,406.08	50
南京高淳龙华生活广场	2017.1	37.55	1,203.73	100
徐州丰县宝龙世家	2018.3	64.36	456.81	100
盐城城东宝龙广场	2018.5	47.60	1,425.59	80
常州宝龙广场	2008.7	41.99	40.67	100
泉州台投星河城	2018.3	66.89	2,206.61	27
烟台海阳宝龙城	2007.9	26.94	277.57	100
海口环球 100 宝龙城	2016.11	187.13	1,457.29	21
新乡宝龙广场	2008.1	45.60	204.59	100

注：楼面均价=出让金总额/总建筑面积
资料来源：公司提供、联合评级整理

[1] 剩余土地储备规划建筑面积为未结转收入面积。

总体看，2018 年，公司合并宝龙置地，同时加大土地获取，土地储备规模大幅增长；公司土地储备近七成位于长三角区域，整体拿地成本较合理，但需关注公司位于三、四线城市地区的物业项目去化情况。

项目开发情况

从项目开发数据看，2018 年，公司新开工面积大幅增加，主要系合并范围及 2018 年新获取土储均增加，公司加快开发所致；根据施工计划进度，竣工面积较上年有所下降。2019 年 1~3 月，公司新开工继续保持较大规模，但竣工面积规模较小，期末在建面积 671.40 万平方米，相比于 2018 年公司销售面积，公司在建规模较大，加大了公司项目管理难度。

表 5　2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	91.95	66.23	586.51	101.45
期末在建面积（万平方米）	121.00	101.73	587.68	671.40
房屋竣工面积（万平方米）	125.40	85.50	100.56	17.71

注：2016 年和 2017 年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

从在建项目看，截至 2019 年 3 月末，公司在建项目总建筑面积 1,595.34 万平方米，分布在长三角、福建省、山东省、天津市、海南省、河南省和四川省。截至 2019 年 3 月末，公司在建项目预计已累计完成投资 585.02 亿元，尚需投资额 340.98 亿元；尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

总体看，2018 年，公司开发规模大幅增加，在建项目规模和尚需投资规模较大，公司项目和资金管理难度加大。

物业销售情况

2018 年，公司根据当地市场情况灵活调整销售策略，住宅项目采取“369”开发模式（即“3 个月内动工、6 个月内开盘、9 个月内现金回笼”），加快去化。受并入宝龙置地及加快周转情况下，2018 年，公司合计实现协议销售面积 268.00 万平方米，同比增长 238.26%；销售均价方面，2018 年，公司协议销售均价同比增长 32.64%，主要系杭州、宁波、温州等地售价较高所致；综上，公司实现销售金额同比大幅增长 3.49 倍。2018 年，公司销售回款率为 88%，回款情况较好。结转情况来看，2018 年，公司结转面积和结转收入均有所增长，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。

2019 年 1~3 月，公司仍保持较高的去化速度，实现销售面积 67.36 万平方米，销售金额 101.41 亿元。2019 年 1~3 月，公司结转收入 35.65 亿元。

表 6　2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产销售数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	87.68	79.23	268.00	67.36
协议销售均价（元/平方米）	12,075.73	10,966.81	14,546.27	15,056.42
协议销售金额（亿元）	105.88	86.89	389.84	101.41
结转面积（万平方米）	91.68	83.89	126.85	23.70
结转收入（亿元）	106.03	80.81	142.00	35.65

注：2016 和 2017 年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

从公司待售项目情况来看，截至 2019 年 3 月末，公司在售项目总可售面积 1,304.36 万平方米，已销售面积 889.19 万平方米，剩余可售面积 415.17 万平方米，按照 2018 年推盘节奏，目前可售规模预计可满足公司 1~2 年的销售需求。从项目去化率来看，公司住宅项目大部分去化情况较好，但公司海口环球 100 宝龙城项目剩余未售面积较大，且海南限购等调控措施较严格，公司在海口项目存在较大去化压力；同时公司部分商业项目销售较慢。公司待售面积部分位于三四线城市，由于三四线城市房地产市场景气度波动性较大，公司该部分项目销售存在不确定性。同时，公司在上海存在一定规模的商办公寓，上海市商办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 7　截至 2019 年 3 月末公司在售项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	类型	建筑面积	总可售面积	累计已售面积
盐城宝龙广场	商业	34.41	15.24	12.50
	住宅	15.08	15.08	15.08
镇江宝龙广场	商业	34.35	24.21	11.87
	住宅	27.88	27.87	15.36
常州宝龙广场	商业	73.44	24.74	13.50
	住宅	31.92	27.91	27.15
无锡宝龙湖畔花城	商业	13.41	10.57	9.90
	住宅	21.66	21.04	21.04
淮安宝龙广场	商业	15.26	15.00	2.35
无锡宝龙广场	商业	28.37	13.06	12.60
新乡宝龙广场	商业	67.98	45.60	12.94
	住宅	61.59	61.59	60.41
洛阳宝龙广场	商业	40.33	40.33	36.22
	住宅	96.30	69.96	65.93
重庆宝龙广场	商业	30.76	16.91	6.60
	住宅	31.44	31.44	30.81
杭州滨江宝龙城	商业	40.18	18.83	4.57
天津滨海宝龙城	商业	15.70	8.75	2.99
	住宅	60.19	59.55	55.25
烟台海阳宝龙城	商业	11.39	3.65	3.64
	住宅	29.42	29.19	29.19
烟台蓬莱宝龙广场	商业	29.55	14.81	7.13
	住宅	5.39	5.39	5.32
青岛即墨宝龙广场	商业	33.52	16.83	15.54
	住宅	28.24	28.24	28.24
烟台莱山宝龙广场	商业	13.67	5.29	4.49
	住宅	3.48	3.27	3.27
青岛城阳宝龙广场	商业	49.51	19.30	16.53
安溪宝龙广场	商业	21.01	12.33	8.93
	住宅	12.19	12.19	12.19
漳州宝龙将军一号	商业	3.74	3.74	1.43
	住宅	7.33	7.33	7.33
厦门宝龙一城	商业	38.30	8.16	7.69
晋江宝龙广场	商业	59.57	24.06	18.30

	住宅	22.36	28.23	28.14
上海虹桥宝龙城	商业	18.79	12.37	6.44
	住宅	13.12	13.12	13.12
上海奉贤宝龙广场	商业	17.91	8.57	6.12
上海七宝宝龙城	商业	38.10	15.47	14.14
上海宝山宝龙城	商业	27.01	12.34	0.75
上海嘉定宝龙广场	商业	19.53	6.38	4.52
上海青浦宝龙广场	商业	34.71	20.42	7.74
上海吴泾宝龙广场	商业	9.13	6.34	3.69
杭州下沙宝龙广场	商业	22.74	17.80	15.10
	住宅	7.26	7.26	7.26
青岛胶州宝龙广场	商业	11.85	9.90	9.00
	住宅	21.60	10.50	9.00
泉州永春项目	商业	10.10	5.48	3.38
	住宅	28.12	27.93	25.83
山东东营宝龙广场	商业	6.04	4.95	4.32
	住宅	13.27	13.27	13.27
阜阳宝龙广场	商业	33.17	33.17	10.94
	住宅	41.75	41.75	38.43
上海宝山宝龙城	商业	27.02	27.02	0.40
杭州大江东宝龙广场	商业	17.53	11.76	2.31
	住宅	27.57	18.60	13.89
上海临港宝龙世家	商业	1.25	1.58	0.80
	住宅	4.81	4.57	4.55
徐州宝龙观邸	住宅	15.84	12.94	12.60
宁波江北宝龙世家	住宅	8.49	8.45	5.63
环球 100 宝龙城	住宅	140.68	140.68	22.54
杭州临安白湖畈项目	住宅	38.64	19.69	3.99
巴中宝龙名邸	住宅	5.44	5.36	3.27
绍兴袍江新区项目	住宅	27.12	17.00	11.73
合计	--	**2,028.64**	**1,431.15**	**1,015.98**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司销售规模大幅增长，回款率较好；但考虑到目前房地产调控政策未完全放松以及三四线城市房地产市场景气度波动较大，公司待售面积部分分布在三四线城市，未来销售存在一定不确定性；公司在海口项目受当地调控措施影响较大，关注后续去化情况；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

2018 年，公司新开业上海青浦宝龙广场和厦门宝龙一城。截至 2019 年 3 月底，公司持有的投资物业总可租赁面积为 253.95 万平方米，主要分布在东部沿海省市；公司投资物业租赁业务的整体出租率较高，郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场和青岛城阳宝龙广场项目经营状况一般，出租率较低，目前公司正在积极进行商户调整。2018 年，福州宝龙广场租金收入较上年有所下降，主要系因商场定位与部分商家解约，重新邀请商家入驻，免租期导致收入下降所致。截至 2018 年末，公司投资性房地产整体增值率为 69.99%，增值率较高。

表 8　公司部分物业出租情况明细（单位：万平方米、%、万元）

项目名称	可租面积	2018 年出租率	租金收入		
			2017 年度	2018 年度	2019 年 1~3 月
福州宝龙广场	9.47	100.00	5,726.23	5,023.49	1,255.87
郑州宝龙广场	10.82	68.00	2,125.17	1,411.61	352.90
蚌埠宝龙广场	19.53	63.00	2,980.27	2,923.45	730.86
洛阳宝龙广场	13.28	92.00	4,282.58	5,444.67	1,361.17
青岛城阳宝龙广场	21.54	59.00	2,431.59	2,268.86	567.22
宿迁宝龙广场	12.06	100.00	6,096.50	6,979.77	1,744.94
上海曹路宝龙广场	3.19	100.00	1,534.37	1,455.87	363.97
烟台蓬莱宝龙广场	2.75	92.00	1,296.65	1,485.39	371.35
上海奉贤宝龙广场	4.02	97.00	2,983.27	3,491.64	872.91
上海嘉定宝龙广场	6.39	96.00	3,920.82	3,822.97	955.74
杭州滨江宝龙城	8.66	100.00	10,211.28	10,955.95	2,738.99
上海七宝宝龙城	6.50	92.00	5,091.54	4,717.47	1,179.37
上海宝山宝龙广场	1.45	98.00	1,323.66	1,309.38	327.35
杭州下沙宝龙广场	1.80	87.00	2,526.61	2,747.01	686.75
上海临港宝龙广场	2.10	98.00	--	528.81	132.20
安徽阜阳宝龙广场	10.10	96.00	174.25	3,232.16	808.04
上海青浦宝龙广场	6.10	96.00	--	1,290.37	425.16
厦门宝龙一城	12.54	98.00	--	3,501.87	1,372.34

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司物业出租率水平普遍较高，租金收入规模较大，可为公司提供稳定现金流补充；但公司投资性房地产增值率较高，存在波动风险；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．重大事项

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，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。

总体看，公司同一控制下合并置入资产，增强了公司的资本实力和项目储备。

4．经营关注

（1）公司土地储备和待售面积部分分布在三四线城市，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；公司在海口项目受当地调控政策影响较大，关注后续去化情况；同时，公司部分商业项目去化率较低。

（2）截至 2019 年 3 月底，公司在建项目规模大幅增加，规模较大，加大了公司项目管理难

度；同时在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资本支出压力，对公司资金运作能力要求提升。

（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。

5．未来发展

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，公司将坚持“1+6+N”的模式，重点聚焦上海、南京、苏州、杭州、宁波、福州、厦门7个城市，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，优化债务结构，降低融资成本。

总体看，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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018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，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司财务报表根据财政部颁布的《企业会计准则》及其他相关规定编制。公司2018年审计报告对2017年财务数据进行了追溯调整，年初数较2017年审计报告年末数有所不同，本报告2017年末财务数据取自2018年审计报告年初数据。

从合并范围变化上看，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。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2017年末数进行了追溯调整，财务数据仍具有可比性。

截至2018年末，公司合并资产总额1,179.07亿元，负债合计801.98亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计377.09亿元，其中归属于母公司的所有者权益326.09亿元。2018年，公司实现合并营业收入170.17亿元，净利润（含少数股东损益）38.43亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为29.71亿元；经营活动产生的现金流量净额25.62亿元，现金及现金等价物净增加额为47.10亿元。

截至2019年3月末，公司合并资产总额1,212.26亿元，负债合计839.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计373.03亿元，其中归属于母公司的所有者权益320.60亿元。2019年1~3月，公司实现合并营业收入40.11亿元，净利润（含少数股东损益）5.94亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.51亿元；经营活动产生的现金流量净额4.37亿元，现金及现金等价物净增加额为7.11亿元。

2．资产质量

截至2018年末，公司合并资产总额1,179.07亿元，较年初增长37.64%，主要系存货规模大

幅增加所致。公司资产中流动资产占 56.44%，资产结构转变为以流动资产为主。

流动资产

截至2018年末，公司流动资产665.52亿元，较年初增长67.20%，主要系货币资金和存货规模增加所致。截至2018年末，公司流动资产以货币资金（占22.82%）、其他应收款（占9.02%）和存货（占62.56%）为主。

截至2018末，公司货币资金151.88亿元，较年初增长56.94%，主要系销售回款及融资净额增加所致。截至2018年末，公司货币资金主要以银行存款（占89.07%）为主，受限货币资金16.60亿元，占比为10.93%，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，公司受限货币资金占比一般。截至2018年末，公司其他应收款60.02亿元，较年初增长69.32%，主要系联、合营企业和同一控制下关联方往来款增加所致，前五大合计占39.70%，对公司资金形成一定占用。截至2018年末，公司存货416.35亿元，较年初增长99.77%，主要系公司当年拿地较多以及项目陆续投资所致；公司存货中在建开发产品占77.41%、已完工开发产品占22.59%。公司受限存货账面价值216.65亿元，受限规模较大。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 2018 年末，非流动资产合计 513.55 亿元，较年初增长 11.98%，主要以投资性房地产（占 85.11%）和固定资产（占 6.51%）为主。

截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值 437.08 亿元，较年初增长 17.22%，主要系在建投入增加以及评估增值所致。公司受限投资性房地产账面价值 300.29 亿元，占 68.70%，受限比例较高。截至 2018 年末，公司投资性房地产成本 257.12 亿元，公允价值变动 179.95 亿元，整体增值率 69.99%，增值率较高。截至 2018 年末，公司固定资产账面价值 33.44 亿元，较年初变动不大。

截至 2018 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 559.56 亿元，占资产总额的比重为 47.46%，受限资产占比较大。

表9　截至2018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	16.60	1.41
存货	216.65	18.37
投资性房地产	300.29	25.47
固定资产	17.58	1.49
无形资产	6.76	0.57
在建工程	1.68	0.14
合计	**559.56**	**47.46**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1,212.26 亿元，较年初增长 2.82%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司资产规模增长较快，以存货和投资性房地产为主；存货中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；公司受限资产占比较高，公司资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债合计 801.98 亿元，较年初增长 56.06%，主要系预收款项和长期借款增加所致。负债构成中，流动负债占 63.38%，非流动负债占 36.62%，流动负债占比较高。

截至 2018 年末，流动负债 508.32 亿元，较年初大幅增长 71.41%，主要系应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 19.72%）、预收款项（占 35.42%）、应交税费（占 13.28%）、其他应付款（占 17.47%）和一年内到期的非流动负债（占 11.11%）构成。

截至 2018 年末，公司应付账款合计 100.18 亿元，较年初增长 32.77%，主要系随着项目逐步推进，应付建筑工程款增加所致。截至 2018 年末，公司预收款项 180.04 亿元，较年初大幅增长 3.66 倍，主要系公司 2018 年加快现金回正速度，签约销售额大幅增加所致。截至 2018 年末，公司应交税费 67.51 亿元，较年初增长 31.61%，主要系计提的土地增值税和企业所得税增加所致。截至 2018 年末，其他应付款合计 88.82 亿元，较年初变化不大。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 56.48 亿元，较年初增长 51.50%，主要系长期借款于一年内到期转入所致。其中，一年内到期的长期借款占 74.52%，一年内到期的应付债券占 25.48%。

截至 2018 年末，公司非流动负债合计 293.66 亿元，较年初增长 35.12%，主要系长期借款大幅增长所致。公司非流动负债由长期借款（占 62.79%）、应付债券（占 17.20%）和递延所得税负债（占 20.01%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款合计 184.38 亿元，较年初增长 52.59%，主要系随着公司地产开发项目规模增加，融资需求增加所致；公司长期借款于 2021 年到期 102.39 亿元，到期规模较大。截至 2018 年末，公司应付债券 50.52 亿元，较年初变化不大。截至 2019 年 6 月 20 日，公司存续债券将于 2021 年到期 43.28 亿元，2021 年债券到期规模较大。截至 2018 年末，公司递延所得税负债 58.75 亿元，较年初增长 30.80%，主要为投资性房地产公允价值变动收益产生的暂时性差异和存货中土地使用权账面价值超出计税基础部分。

截至 2018 年末，全部债务合计 306.10 亿元，较年初增长 44.09%，公司债务规模增加较快，主要系长期借款增加所致。其中短期债务占 23.26%、长期债务占 76.74%，以长期债务为主。截至 2018 年末，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有所增长，分别为 68.02%、44.80%和 38.38%，较年初分别增长 8.03、6.54 和 4.91 个百分点。总体看，公司债务水平有所增加，但整体尚在合理范围内。

截至 2018 年末，公司存续永续债合计 12.46 亿元，计入“所有者权益-其他权益工具”。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 2018 年末，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 69.07%、46.63%和 40.42%。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 839.23 亿元，较年初增长 4.65%，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月末，公司全部债务合计 339.87 亿元，较年初增长 11.03%，主要系短期借款、应付债券增加所致，债务结构仍以长期债务（占 73.05%）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 69.23%、47.67%和 39.96%，分别较年初增长 1.21 个百分点、2.87 个百分点和 1.58 个百分点，公司债务水平尚在合理范围内。截至 2019 年 3 月末，公司存续永续债 2.46 亿元，较年初减少 10.00 亿元，主要系偿还所致；剩余永续债规模不大。

总体看，公司债务规模增长较快，以长期债务为主，债务负担尚可，但 2021 年偿付压力较大。

所有者权益

截至2018年末，公司所有者权益合计377.09亿元，较年初增长10.02%，主要来自于利润滚存。其中，归属于母公司的所有者权益326.09亿元（占86.48%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占12.83%，资本公积占5.83%，其他权益工具（永续债）占3.82%，盈余公积占0.65%，未分配利润占76.87%。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2018年末，公司少数股东权益51.00亿元，较年初增长20.62%，主要系合作开发项目增加所致。

截至2019年3月末，公司所有者权益合计373.03亿元，较年初下降1.08%，主要系偿还10.00亿元永续债所致，所有者权益构成及占比较年初变化不大。

总体看，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

2018 年，公司营业收入 170.17 亿元，同比增长 16.80%，主要系房地产结转收入增加以及新增加土地一级开发业务收入所致；公司营业利润 57.24 亿元，同比下降 10.93%，主要系公司业务规模扩大，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；公司净利润 38.43 亿元，同比下降 22.20%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 20.58 亿元，同比增长 70.87%，其中销售费用占 40.18%，管理费用占 47.97%，财务费用占 11.85%。2018 年，公司销售费用同比增长 58.96%、管理费用同比增长 47.54%，主要系随着公司旗下项目增多，营销支出和人力支出均增加所致；财务费用同比增长 15.19 倍，主要系借款规模增加，利息支出增加以及汇兑损益由上年收益转为亏损所致。

从利润构成来看，2018 年，公司公允价值变动收益 24.52 亿元，同比下降 15.78%，占当年营业利润比重为 42.83%，投资性房地产的增值对利润贡献较大。

从盈利指标来看，2018年，公司营业利润率为30.84%，同比变化不大；公司总资产报酬率、总资本收益率和净资产收益率分别为5.76%、6.81%和10.68%，同比均有所下降，主要系公司资产、债务和所有者权益规模均增长，而利润规模有所下降所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入40.11亿元，实现净利润5.94亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.51亿元。

总体看，2018 年，公司营业收入稳步增长，但利润规模和盈利指标有所下滑；公允价值变动收益对公司利润影响较大，随着公司预收款项的逐步结转，公司盈利水平将有所提高。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入大幅增长 78.30%至 327.87 亿元，主要系公司加快住宅去化，销售回款大幅增加所致。2018 年，随着公司拿地规模和工程建设支出增加，公司经营活动现金流出同比增长 89.42%至 302.26 亿元；公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与下属子公司合作方股东间、联营企业发生的经营性资金往来。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额 25.62 亿元，保持净流入状态。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 27.19 亿元，同比增长 81.97%，主要系从关联方收回资金增加所致。2018 年，公司投资活动现金流出 73.71 亿元，同比增长 171.77%，主要系公司酒店、自持物业投资增加和支付其他与投资活动有关的现金增加所致。2018 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 27.18 亿元，同比增长 258.94%，主要为合作项目增加，支付关联方

资金增加所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-46.53 亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 170.39 亿元，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 102.38 亿元，同比变化不大，主要为还债付息支付的现金。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 68.02 亿元，净流入规模大幅增加。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 4.37 亿元；投资活动现金流量净额-14.69 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 17.43 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流保持净流入，但由于投资活动现金流净流出规模大幅扩大，筹资活动前现金流呈净流出态势，同时考虑在建项目所需投资规模，公司仍面临一定的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，2018 年底，公司流动比率为 1.31 倍，速动比率为 0.49 倍，均较上年变动不大；2018 年底和 2019 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 2.13 倍和 1.74 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 60.78 亿元，同比下降 10.48%，主要系利润总额下降所致，主要由利润总额（占 90.30%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由 5.60 倍下降至 3.34 倍，对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，较上年 0.32 倍有所下降，对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额 21.57 亿元，占期末公司净资产的 5.78%，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 2019 年 3 月末，公司共获得商业银行授信总额 599.75 亿元，尚未使用的授信额度为 385.42 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 2019 年 4 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 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 2019 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可。未来随着公司在建项目的完工销售，以及公司自持商业物业带来较为稳定现金流，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产达158.99亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券余额合计（30.60亿元）的5.20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373.03亿元，约为债券余额合计（30.60亿元）的12.19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，2018年，公司 EBITDA 为60.78亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券余额合计（30.60亿元）的1.99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2018年经营活动产生的现金流入327.87亿元，约为“16宝龙债”、

“16宝龙02”和“16宝龙03”债券余额合计（30.60亿元）的10.71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。宝龙地产通过股权架构实际持有公司 100%股权，公司为宝龙地产在中国境内最主要的经营实体，2018 年，公司总资产、收入占宝龙地产总资产和收入比重分别为 89.29%和 86.85%。

截至 2018 年底，宝龙地产合并资产总额 1,320.55 亿元，负债合计 992.50 亿元，总权益（含永续资本工具持有人权益 15.52 亿元、非控制性权益 39.65 亿元）328.05 亿元。2018 年，宝龙地产实现收入 195.94 亿元，年度利润（含永续资本工具及非控制性权益所有人损益）36.48 亿元，其中，归属永续资本工具持有人利润 1.23 亿元、非控制性权益持有人利润 6.88 亿元。2018 年宝龙地产经营活动产生的现金流量净额 10.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 54.45 亿元。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、项目布局、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

公司作为宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，于 2018 年完成同一控制下合并置入资产，项目体量和资本实力得到增强；公司继续布局长三角区域，销售规模大幅提升，自持物业租金收入稳步增长，货币资金较充裕。同时，联合评级也关注到公司在建项目增多使得项目及资金管理难度加大、债务负担有所加重、投资物业公允价值变动收益对利润贡献较大以及受限资产规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的陆续销售及出租面积的增加，公司业绩有望得到增长。

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+”，评级展望维持“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	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	627.08	856.63	1,179.07	1,212.26
所有者权益（亿元）	270.94	342.73	377.09	373.03
短期债务（亿元）	33.68	40.02	71.20	91.60
长期债务（亿元）	133.78	172.41	234.90	248.27
全部债务（亿元）	167.47	212.43	306.10	339.87
营业收入（亿元）	122.65	145.70	170.17	40.11
净利润（亿元）	29.70	49.40	38.43	5.94
EBITDA（亿元）	43.12	67.90	60.78	--
经营性净现金流（亿元）	25.60	24.32	25.62	4.37
流动资产周转次数（次）	0.45	0.43	0.32	--
存货周转次数（次）	0.46	0.48	0.33	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.20	0.17	--
现金收入比率（%）	95.93	107.13	188.74	167.99
总资本收益率（%）	8.62	10.46	6.81	--
总资产报酬率（%）	7.22	8.93	5.76	--
净资产收益率（%）	12.03	16.10	10.68	--
营业利润率（%）	28.54	31.34	30.84	30.74
费用收入比（%）	6.86	8.27	12.09	9.76
资产负债率（%）	56.79	59.99	68.02	69.23
全部债务资本化比率（%）	38.20	38.26	44.80	47.67
长期债务资本化比率（%）	33.06	33.47	38.38	39.96
EBITDA 利息倍数（倍）	3.64	5.60	3.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.32	0.20	--
流动比率（倍）	1.53	1.34	1.31	1.31
速动比率（倍）	0.67	0.64	0.49	0.48
现金短期债务比（倍）	2.49	2.42	2.13	1.74
经营现金流动负债比率（%）	13.68	8.20	5.04	0.82
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.41	2.22	1.99	--

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 2019 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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。