

信用等级公告

联合[2016]1053 号

上海宝龙实业发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海宝龙实业发展有限公司主体长期信用状况和拟发行的“上海宝龙实业发展有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”进行综合分析和评估，确定：

上海宝龙实业发展有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

上海宝龙实业发展有限公司拟发行的“上海宝龙实业发展有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年八月十八日

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>

上海宝龙实业发展有限公司

2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：基础发行规模为 4 亿元，可超额配售不超过 4 亿元（含 4 亿元）

债券期限：5 年期，附第 2 年末和第 4 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利随本清

评级时间：2016 年 8 月 18 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	348.17	422.73	426.81	454.22
所有者权益（亿元）	105.27	136.16	146.64	148.23
长期债务（亿元）	43.00	63.46	92.75	115.80
全部债务（亿元）	55.55	89.33	113.74	143.88
营业收入（亿元）	45.81	53.60	67.76	10.59
净利润（亿元）	11.25	7.49	21.24	1.60
EBITDA（亿元）	15.36	12.34	31.25	--
经营性净现金流（亿元）	8.44	8.57	12.95	-3.80
营业利润率（%）	24.53	20.53	31.23	36.59
净资产收益率（%）	11.29	6.20	15.02	--
资产负债率（%）	69.77	67.79	65.64	67.37
全部债务资本化比率（%）	34.54	39.62	43.68	49.26
流动比率（倍）	1.11	1.14	1.24	1.33
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.14	0.27	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	1.90	5.12	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.92	1.54	3.91	--

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、公司 2015 年审计报告对 2014 年度财务报表进行了追溯调整，因此 2014 年度财务数据取自 2015 年度审计报告的期初数据。4、2016 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化。5、上表将永续债从所有者权益中剔除并计入长期债务，相关指标计算均在此调整基础之上进行。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“公司”或“宝龙实业”）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“宝龙地产控股”）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、行业竞争力等方面所具备的优势。近两年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长，经营现金流状况良好。同时，联合评级也关注到房地产市场波动、公司债务规模增长较快且存在集中偿付压力、所有者权益结构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，能够带来稳定现金流；且随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产控股对本期债券作出收购承诺。宝龙地产控股资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对本期债券还本付息具有一定的积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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. 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. 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. 近几年，随着房地产市场的回暖，公

司房地产销售规模和利润水平均大幅增长，经营现金流状况良好。

5. 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. 房地产行业告别高速发展阶段，行业竞争日趋激烈，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大；且商业地产行业竞争激烈，公司面临一定的政策风险和市场风险。

2. 公司目前持有大量商业物业资产以及在在建的商业、住宅等项目，虽然公司的商业物业资产的地理位置较为优越，价值增值潜力很大，但其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，存在较大的不确定性。

3. 目前公司剩余土地储备主要位于常州、烟台等城市，尽管拿地成本较低，但该等地区经济发展水平相对一线城市仍有较大差距，公司位于该等地区的地产项目可能面临一定的经营风险。

4. 公司债务规模增长较快，且面临一定的债务集中偿付压力；所有者权益中，未分配利润占比较大，权益结构稳定性偏弱。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



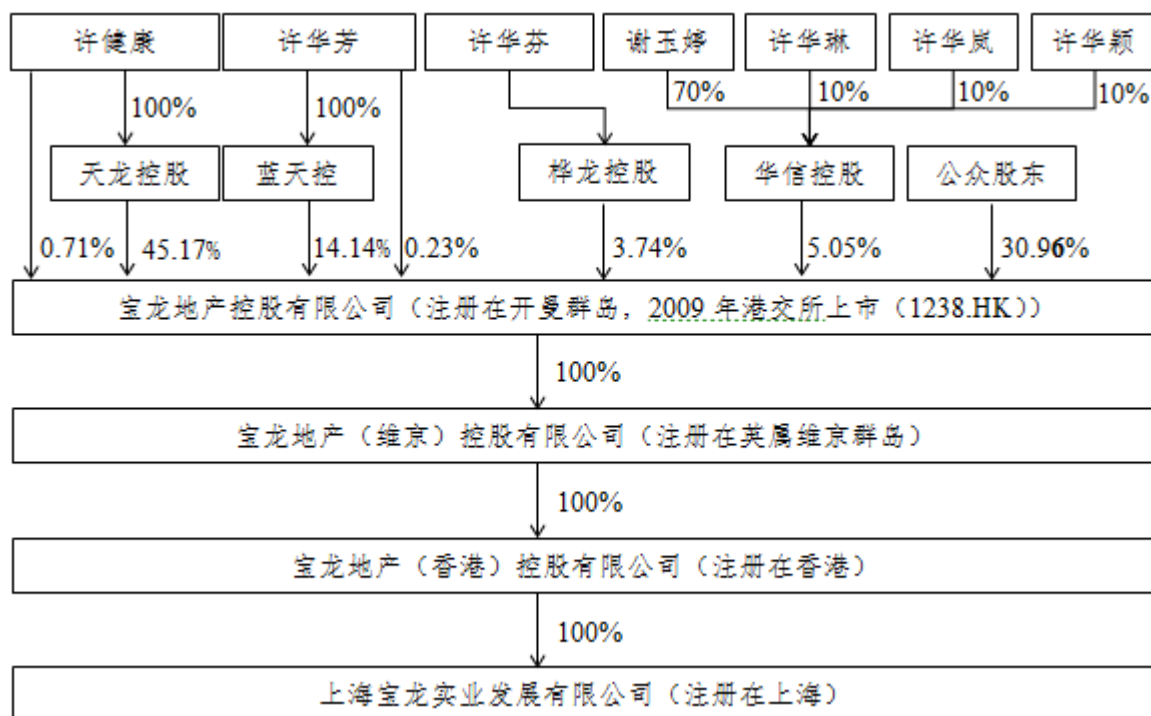
联合信用评级有限公司

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）控股”）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1,500万元，后经数次增资，截至2016年3月底，公司注册资本1.15亿元，由宝龙地产（香港）控股持有公司100%股权，公司实际控制人为许健康。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：受母公司委托，为母公司及其子企业或关联企业提供投资经营决策、市场营销服务、资金运作与财务管理、技术支持和研究开发、信息技术服务、员工培训和管理、承接母公司集团内部的共享服务及境外公司的服务外包；建筑材料、装修材料、机械设备、五金交电、电子产品的进出口、批发、佣金代理（拍卖除外）（以上商品不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）。

公司采用集团化管理模式，截至2016年3月底，公司下设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心和上海/外省区域中心六大管理模块，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（见附件1）；拥有子公司51家；拥有在职员工6,207人。

截至2015年底，公司合并资产总额426.81亿元，负债合计267.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计159.64亿元，其中归属于母公司的所有者权益143.74亿元。2015年，公司实现合并营业收入67.76亿元，净利润（含少数股东损益）21.24亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为21.90

亿元；经营活动产生的现金流量净额12.95亿元，现金及现金等价物净增加额为9.54亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额454.22亿元，负债合计292.98亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计161.23亿元，其中归属于母公司的所有者权益145.38亿元。2016年1~3月，公司实现合并营业收入10.59亿元，净利润（含少数股东损益）1.60亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.64亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.80亿元，现金及现金等价物净增加额为1.55亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“上海宝龙实业发展有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第三期）”，债券简称“16 宝龙 03”。本期债券基础发行规模为 4 亿元，可超额配售不超过 4 亿元（含 4 亿元）。本期债券期限为 5 年期，附第 2 年末和第 4 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商及联席主承销商按照国家有关规定协商确定。本期债券票面利率在存续期内前 2 年固定不变，在存续期的第 2 年末，公司可选择上调票面利率，存续期第 3 年和第 4 年票面利率为本期债券存续期前 2 年票面利率加公司提升的基点，在存续期第 3 年和第 4 年固定不变。在存续期的第 4 年末，公司可再次选择上调票面利率，存续期第 5 年票面利率为本期债券存续期第 3 年和第 4 年票面利率加公司提升的基点，在存续期后第 5 年固定不变。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券面向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定且在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司开立合格 A 股证券账户的合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）公开发行，不安排向公司股东优先配售。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。

本期债券为无担保债券，宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产控股”）就本期债券兑付作出全额收购承诺。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于补充公司营运资金与偿还公司债务。

3. 本期债券股东承诺

为了依法维护本期债券持有人的合法权益，保证及时、足额兑付本期债券每期利息和本金，宝龙地产控股于 2015 年 7 月 3 日出具承诺函，对收购本期债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，其主要内容如下：

1、发生以下任一情形时，债券持有人有权要求宝龙地产控股收购本期债券：

（1）根据本期债券募集说明书的规定，在兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券；

（2）在本期债券存续期内，如债券持有人会议根据本期债券募集说明书的规定通过关于提前兑付债券的议案，而在债券持有人大会通过的提前兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券。

2、如果债券持有人按照上述约定要求宝龙地产控股收购本期债券，在符合中华人民共和国（仅

为本承诺函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区，下同）相关法律法规及适用于宝龙地产控股的相关法律法规规定的前提下，宝龙地产控股承诺将自行或指定宝龙地产控股实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购本期债券，收购价格为计算至收购日（如果收购日早于兑付日/提前兑付日，则应计算至兑付日/提前兑付日）本期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。

3、经有关主管部门、发行人和债券持有人会议批准，本期债券的期限、还本付息方式等发生变更时，无需另行经宝龙地产控股同意，宝龙地产控股继续承担本承诺函项下的义务。

4、本期债券如因转让、赠与、遗赠、出质、法院强制执行或其他任何合法方式导致债券持有人变更的，无需另行经宝龙地产控股同意，不影响宝龙地产控股在本承诺函项下的义务。

5、本承诺函适用中华人民共和国法律。

6、凡与本承诺函有关或因履行本承诺函而发生的一切争议，首先应由宝龙地产控股及债券持有人等相关各方友好协商解决，协商不成时，提交发行人所在地法院诉讼管辖。

7、本承诺函于本期债券发行获得上海/深圳证券交易所或其他公司债券审批机构无异议函并成功发行之日起生效，至本期债券本息清偿完毕之日终止。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，属于房地产行业。

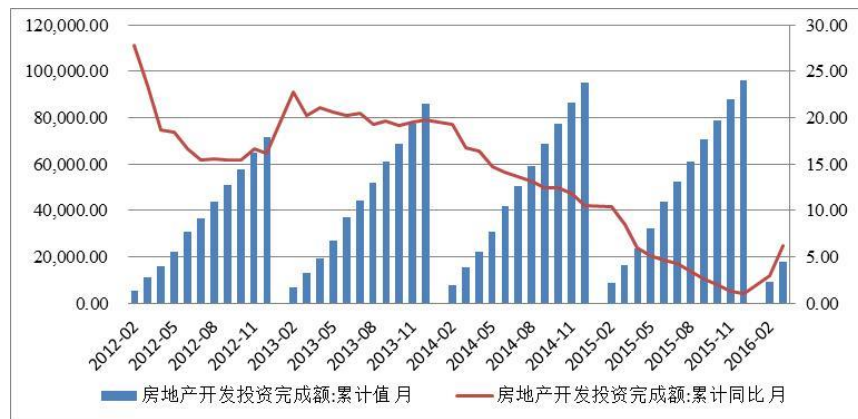
1. 房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，行业景气度出现明显波动。2011年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，我国房地产市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。2016年1~3月，全国房地产开发投资17,677亿元，同比名义增长6.2%（扣除价格因素实际增长9.1%）。其中，住宅投资11,670亿元，增长4.6%，提高2.8个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为66.0%。

图2 2012~2016年3月全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，但2016年一季度出现程度的反弹。

（2）市场供需

土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。

2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

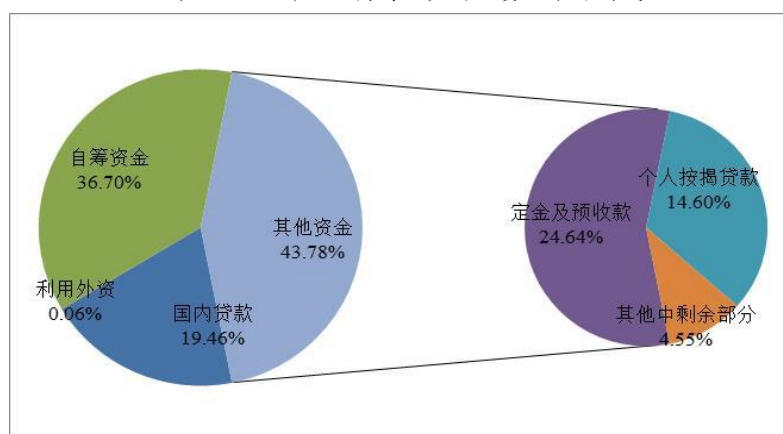
资料来源: Wind 资讯

总体看, 在去库存压力下, 房企拿地速度有明显放缓趋势, 土地供求量均出现较大下滑, 但土地溢价率出现上涨。

开发资金来源状况

2015 年, 我国经济增速放缓, 存在一定下行压力, 但政府持续实行适度宽松的货币政策, 央行多次降准降息, A 股再融资活跃延续, 房企银行间市场中期票据发行开闸, 证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人, 大大降低发行债券门槛, 且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债, 房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年, 房地产开发企业到位资金 125,203 亿元, 比上年增长 2.6%。其中, 国内贷款 20,214 亿元, 下降 4.8%; 利用外资 297 亿元, 下降 53.6%; 自筹资金 49,038 亿元, 下降 2.7%; 其他资金 55,655 亿元, 增长 12.0%。在其他资金中, 定金及预收款 32,520 亿元, 增长 7.5%; 个人按揭贷款 16,662 亿元, 增长 21.9%。

图 3 2016 年 1~3 月房地产行业资金来源构成



数据来源: Wind 资讯

2016 年 1~3 月, 房地产开发企业到位资金 31,992 亿元, 同比增长 14.7%。其中, 国内贷款 6,226 亿元, 增长 6.5%; 利用外资 18 亿元, 下降 80.6%; 自筹资金 11,740 亿元, 增长 4.7%; 其他资金 14,007 亿元, 增长 30.4%。在其他资金中, 定金及预收款 7,882 亿元, 增长 25.9%; 个人按揭贷款 4,670 亿元, 增长 46.2%。

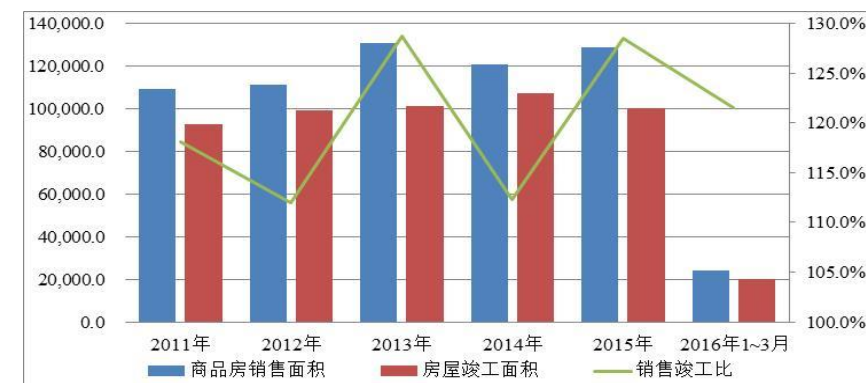
总体看, 对房地产业偏紧的信贷支持, 使房地产业的资金较为紧张; 但 2015 年以来, 房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点, 资金压力获得一定缓解。

市场供需情况

从商品房市场供求情况看, 2008 年以来房地产市场需求持续释放, 成交量逐年走高, 反观竣工面积增幅小于销售面积, 形成了供不应求的态势, 尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米, 增长 2.02%; 其中, 住宅竣工面积 7.87 亿平方米, 同比下降 0.38%。2013

年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。房地产市场呈明显的波动态势。

图 4 2011~2016 年 1~3 月全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）

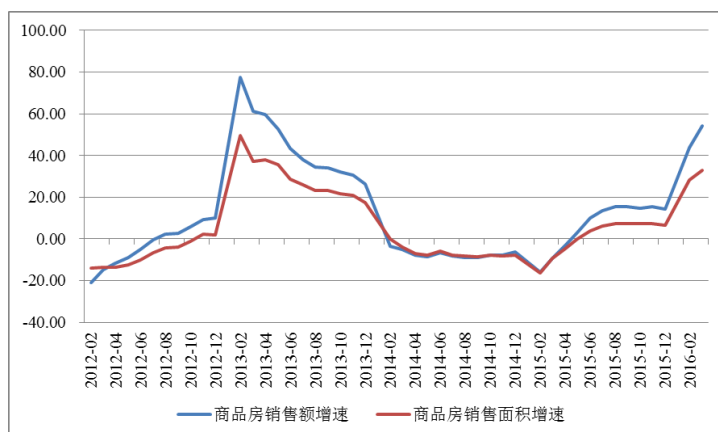


数据来源：Wind 资讯

受 2014 年市场低迷影响，2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。

2016 年一季度，受政策回归正常，以及去库存、压产能、减首付、减利率的影响，深沪京在限购政策环境下领涨并影响全国，2016 年 1~3 月，商品房销售面积 24,299 万平方米，同比增长 33.1%，增速比 1~2 月提高 4.9 个百分点。其中，住宅销售面积增长 35.6%，办公楼销售面积增长 34.4%，商业营业用房销售面积增长 8.5%。商品房销售额 18,524 亿元，增长 54.1%，增速提高 10.5 个百分点。其中，住宅销售额增长 60.3%，办公楼销售额增长 69.4%，商业营业用房销售额增长 8.2%。

图 5 2012~2016 年 1~3 月全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



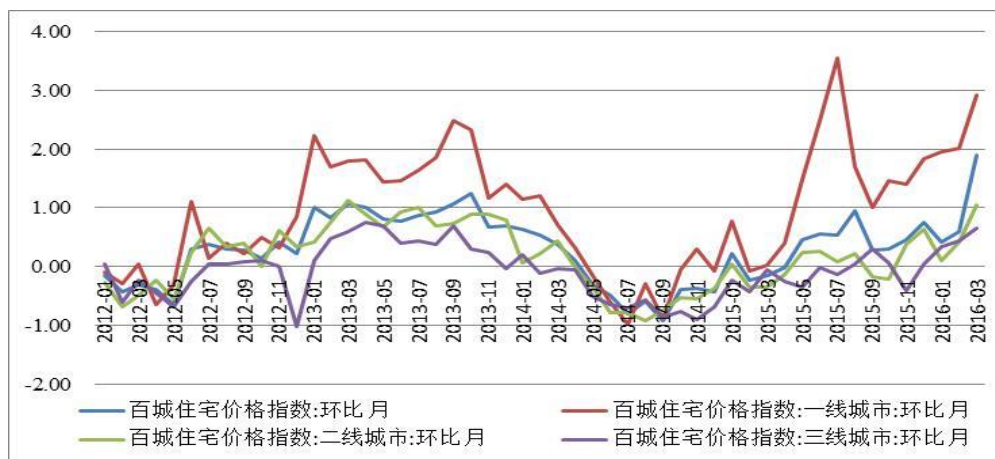
数据来源：Wind 资讯

整体来看，2015 年以来，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，同比下跌 2.69%，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，环比跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 6 2012~2016 年 3 月全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。2016 年 3 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 11,303 元/平方米，环比上涨 1.90%，涨幅较上月扩大 1.30 个百分点。从涨跌城市个数看，60 个城市环比上涨，38 个城市环比下跌，2 个城市持平。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。2016 年 3 月，百城价格指数环比、同比涨幅均明显扩大，楼市呈“小阳春”态势。

（3）竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产

行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2014年，20家典型房企销售业绩同比增长18%，增速相比去年同比下降了7个百分点；房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.19%和23.15%，分别较上年提高了3.47和4.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.51%和13.74%，分别较上年提高了1.89和2.28个百分点，前10名和前20名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.87%和22.82%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.31%和14.62%。

表2 前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年
前10大企业销售额占比	12.76	13.72	17.19	16.87
前20大企业销售额占比	17.98	18.88	23.15	22.82
前10大企业销售面积占比	7.72	8.62	10.51	11.31
前20大企业销售面积占比	10.38	11.46	13.74	14.62

资料来源：CRIC，中国地产评测中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2016年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团有限公司	7	融创中国控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至

年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 9 月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015 年 9 月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015 年 10 月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015 年 10 月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015 年 11 月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016 年 2 月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点
2016 年 2 月	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016 年 2 月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至 4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016 年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自 2016 年 2 月 22 日起执行。2016 年 2 月 2 日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点，同时，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于 30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014 年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从 2015 年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

（5）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为74.623%，较2014年底持平，房地产板块整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的土地成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的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，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

¹Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转经营方式渐成主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

2. 商业地产行业

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。由于受房地产调控政策影响相对较小，近年来我国商业地产发展速度较快。

2015年，我国商业营业用房完成投资额1.46万亿元，同比增长1.80%，占当年全国房地产行业投资完成总额的15.22%；办公楼开发投资完成额0.62亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的6.47%。

2008年以来，随着“四万亿”经济刺激政策导致的流动性宽松，商业地产投资增速保持较高的投资增速，2010年我国商业地产投资额增速达到35.10%的峰值，其后随着我国经济增速逐步回落以及货币政策逐渐趋向稳健方向，我国商业地产投资增速明显回落，2015年我国商业营业用房和办公楼开发投资额增速分别为1.80%和10.10%，同比分别下降18.3和11.2个百分点，继续延续下降态势。

商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITS的新兴融资

渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动，近年来保持了较高增速，但增速也在逐年放缓。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是宝龙地产控股（HK.1238）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产控股是中国首家在港上市的商业地产企业，专注于开发及经营高质量、大规模、多业态的综合性商业地产项目。宝龙地产控股以宝龙品牌开发的 55 个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）经济增长迅速的城市，其中 24 个项目布局于长三角区域。宝龙地产控股连续多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、中国指数研究院颁发颁发的中国房地产百强企业、中国商业地产五强企业、中国商业项目品牌价值五强等荣誉。

公司主打产品“宝龙城市广场”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，是所在城市的最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。

公司致力优化租户组合，积极引进沃尔玛、家乐福、乐购、大润发、华润、永辉、苏宁、国美、星美、金逸、中影、横店、喜达屋、洲际、百盛、星巴克、必胜客、肯德基、麦当劳等世界 500 强企业和国内众多的著名品牌商，达成长期战略合作商家关系，借助多业态的互动经营和规模经济效应，维持物业质量及价值，聚集巨大的人流、物流、资金流和信息流。

截至 2016 年 3 月底，公司累计开发物业项目 22 个，累计开发物业面积 518.21 万平方米。公司目前尚有 15 个在建地产项目，多数位于上海等地理位置较好的城市，未来具有较好的发展前景。

总的来看，宝龙地产控股位列中国商业地产五强；公司作为宝龙地产控股国内最大的经营实体，专注于商业地产的开发，经过长期经营公司积累了独特的商业地产运营经验，建立了良好的

合作伙伴关系。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共 11 名，其中总经理 1 人、副总经理 6 人，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，毕业于福建省晋江市侨声中学，初中学历。自宝龙成立起，其一直从事房地产开发业务，并完成开发多项住宅项目。许健康先生于 2006 年至今，连续多年获中国房地产 TOP10 研究组评为中国房地产品牌贡献人物。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，同时担任中华全国工商业联合会副主席。

公司总经理许华芳先生，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，毕业后于 1999 年进入宝龙集团基层工作，历任副总经理、总经理等职务。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、厦门市政协委员、全国工商联房地产商会副会长。

截至 2016 年 3 月底，公司员工 6,207 人。其中管理人员占员工总数的 6.46%；工程人员占员工总数的 10.02%；销售人员占员工总数的 13.47%；技术人员占员工总数的 2.67%；财务人员占员工总数的 6.73%；营运人员占员工总数的 24.21%；成本管理人员占员工总数的 2.46%；其他辅助人员占员工总数的 33.96%。按学历划分，大学本科及以上学历人员占员工总数的 25.13%；大学专科学历人员占员工总数的 28.58%；大专及以下学历人员占员工总数的 46.29%。

总体来看，公司管理团队稳定性较好，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。

五、公司管理

1. 公司治理

公司不设股东会，股东是公司的最高权力机构，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。公司设经理 1 名，首届由公司股东委派，经理对股东负责。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。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，监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。公司已经建立起从公司治理层面到各业务流程层面的系统的内部控制制度。董事会负责内部控制的建立、健全及有效实施，监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

总体看，公司各项内部控制制度得到了有效执行，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部下设行政人事中心、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的需要，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。

总体来看，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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务为开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等，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。2013~2015 年，得益于物业结转规模的增长，公司主营业务收入分别为 45.81 亿元、53.60 亿元和 67.76 亿元。同期，公司净利润水平有所波动，分别为 11.25 亿元、7.49 亿元和 21.24 亿元，其中 2014 年净利润大幅下降，主要系公司期间费用高的影响以及建安成本的增加所致；2015 年，得益于房地产市场回暖，公司自持投资性房地产公允价值变动收益大幅增长，公司净利润同比大幅增长 183.70%至 21.24 亿元。

表 5 2013~2015 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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	407,959.72	89.06	28.77	472,728.98	88.19	27.90	622,304.71	91.84	42.31
出租物业收入	27,346.56	5.97	92.46	31,477.72	5.87	89.00	28,166.01	4.16	87.45
酒店收入	5,922.44	1.29	6.91	7,063.79	1.32	-55.90	20,752.67	3.06	4.19
其他收入	16,851.18	3.68	34.07	24,763.41	4.62	8.03	6,365.34	0.94	26.09
合计	458,079.90	100.00	32.49	536,033.90	100.00	29.46	677,588.72	100.00	42.87

资料来源：公司审计报告

注：2013 年公司其他业务收入 65,299.13 元；2014~2015 年，公司主营业务收入即为营业收入。

从收入构成看，物业销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近三年出售物业收入占主营业务收入的比重均在 90%左右；2013~2015 年，由于物业结转规模的增长，公司出售物业收入逐年增长，2015 年得益于上海奉贤宝龙广场、上海七宝宝龙广场、常州宝龙广场和洛阳宝龙广场等项目结转金额较大，公司出售物业收入大幅增长 31.64%至 62.23 亿元。出租物业收入占主营业务收入的比重在 5%左右，近三年出租物业收入分别为 2.73 亿元、3.15 亿元和 2.82 亿元，有所波动，其中，2015 年出租物业收入有所下降，主要系郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场根据经营情况调整了商户，进而冲回部分按直线法确认的租金收入导致上述项目租金收入下降所致。酒店收入近三年分别为 0.59 亿元、0.71 亿元和 2.08 亿元，占主营业务收入比重分别为 1.29%、1.32%和 3.06%，其中 2015 年酒店收入同比大幅增长 193.79%，主要系 2015 年公司纳入合并范围的酒店数量增加所致。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，近三年分别为 1.69 亿元、2.48 亿元和 0.64 亿元，有所波动。

从毛利率看，由于公司物业销售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。近三年，公司物业销售业务毛利率分别为 28.77%、27.90%和 42.31%，其中 2015 年大幅上升，主要系 2015 年结转项目中毛利率水平较高的商业物业占比较高所致。物业出租业务毛利率近三年分别为 92.46%、89.00%和 87.45%，有所波动，但整体维持较高水平。酒店业务毛利率近三年分别为 6.91%、-55.90%和 4.19%，其中 2014 年呈亏损状态，主要系 2014 年公司将酒店折旧费用计入营业成本所致；2015 年，公司仍将酒店折旧费用计入营业成本，但得益于纳入合并范围的酒店增加，公司酒店业务毛利率转正。近三年，公司主营业务整体毛利率水平分别为 32.49%、29.46%和 42.87%，其变动基本与物业销售业务毛利率变动保持一致。

表 6 2016 年一季度公司主营业务收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率
出售物业收入	71,871.98	67.85	26.49
出租物业收入	20,315.19	19.18	96.47
酒店收入	4,702.17	4.44	18.82
其他收入	9,037.26	8.53	78.88
合计	105,926.60	100.00	44.04

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司主营业务收入 10.59 亿元，其中出售物业收入 7.19 亿元，占比 67.85%；出租物业收入 2.03 亿元，占比 19.18%，2016 年一季度出租物业收入已占 2015 年全年出租物业收入的 72.13%，占比较高，主要系已开业的多家商场培育期已过，租金上涨导致 2016 年一季度物

业出租收入大幅增长。酒店收入 0.47 亿元，占比 4.44%；其他收入 0.90 亿元，占比 8.53%。从毛利率来看，2016 年一季度，物业销售毛利率为 26.49%，较上年有所下降，主要系一季度结转的多为住宅物业，毛利率较商业物业略低所致；物业出租业务毛利率为 96.47%，维持较高水平；酒店业务和其他业务毛利率分别为 18.82%和 78.88%。

总体看，物业出售和出租是公司收入与利润的主要来源，近三年，随着开发项目的结转，公司收入逐年增长。得益于公司毛利率水平较高的商业物业的结转，公司毛利率水平整体呈上升态势，未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司收入水平有望增长。

2. 业务运营

(1) 房地产开发

土地储备情况

公司项目聚焦上海，以二、三线城市作为补充，并减少三、四线城市的项目。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。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 月获得施工许可证进场施工。

2013~2015 年，公司分别拿地 4 块、3 块和 2 块，多为商业用地。公司拿地速度逐渐放缓，主要以消化存量为主。近三年公司拿地情况如下表所示。

表 7 2013~2015 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	获取时间	楼面地价	规划建筑面积
上海七宝宝龙城	商业	2013	4,907.00	38.10
漳州宝龙将军一号	商业/住宅	2013	865.00	11.13
杭州滨江宝龙城	商业	2013	4,701.00	39.70
厦门宝龙一城	商业	2013	1,841.00	38.30
上海嘉定宝龙广场	商业	2014	1,447.00	19.29
上海宝山宝龙广场	商业	2014	3,571.00	3.59
上海青浦宝龙广场	商业	2014	3,172.00	34.71
上海吴泾宝龙广场	商业	2015	4,935.00	9.27
上海宝山宝杨路地块	商业	2015	4,561.00	26.79

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司尚有 9 个地产项目拥有未开发土地储备，项目总建筑面积 624.22 万平方米，已竣工面积 259.42 万平方米，剩余土地储备规划建筑面积 203.99 万平方米。公司剩余土地储备中面积较大的项目主要是烟台海阳宝龙城、常州宝龙广场和上海宝山宝杨路地块。其中烟台海阳宝龙城和常州宝龙广场地块由于拿地时间较早，因此土地获取成本较低，楼面地价分别为 212.00 元/平方米和 291.00 元/平方米；上海宝山宝杨路地块是公司 2015 年所拿地块，楼面地价为 4,561.00 元/平方米。其中洛阳宝龙广场项目建筑面积规模较大，开发周期较长；常州宝龙广场项目尚有部分土地未开发主要系政府原因未拆迁地块所致；烟台海阳宝龙城项目由于销售情况欠佳，目前处于暂停开发状态。根据公司过往开发数据来看，公司剩余土地储备大致可以满足未来 2~3 年的开发需求，且公司土地获取成本整体相对较低，未来利润率较有保证，公司已确定以上海为中心，南京，苏州，杭州，厦门，福州为五大核心城市，持续深耕。公司位于烟台海阳的项目由于拿地较早，拿地成本比较低，土地剩余储备面积较大，目前销售状况一般，根据公司最新

的战略调整，该项目已不符合公司的发展方向，因此拟在 2016 年转让该项目。

表 8 截至 2016 年 3 月底公司土地储备情况（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	剩余土地储备规划建筑面积
上海宝山宝杨路地块	商业	2015	4,561.00	26.79	0.00	5.14	21.65
常州宝龙广场	商业/住宅	2008	291.00	105.37	41.88	26.51	36.98
无锡宝龙湖畔花城	商业/住宅	2009	369.00	35.07	22.39	7.99	4.69
苏州太仓宝龙广场	商业/住宅	2006	183.00	28.85	26.64	0.00	2.21
杭州滨江宝龙城	商业	2013	4,701.00	39.70	0.00	25.62	14.08
天津滨海宝龙城	商业/住宅	2010	401.00	75.87	0.00	66.44	9.44
烟台海阳宝龙城	商业/住宅	2009	212.00	93.46	13.88	0.00	79.58
洛阳宝龙广场	商业/住宅	2006	223.00	137.07	106.70	16.28	14.09
泉州晋江宝龙广场	商业/住宅	2012	1,276.00	82.04	47.93	12.84	21.27
合计	--	--	--	624.22	259.42	160.82	203.99

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司主要以在建项目为主，拿地速度有所放缓，根据公司过往开发情况，公司尚未开发土地储备大致能满足未来 2~3 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

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。

公司采用独立开发的开发模式。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。公司房地产开发的主要资金来源为销售、租金回款和银行借款等。

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。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。从项目开发数据看，2013~2015 年，公司新开工项目分别为 3 个、5 个和 4 个；新开工面积分别为 11.19 万平方米、73.72 万平方米和 115.42 万平方米，其中 2014 年随着上海七宝宝龙广场、杭州滨江宝龙广场和厦门宝龙一城项目的开工，公司新开工面积大幅增长 558.80%；2015 年随着上海青浦宝龙广场和上海宝山宝龙广场项目的开工，公司新开工面积大幅增长 56.57%。2016 年一季度，公司未进行新项目的开发，新开工面积为 27.05 万平方米。2013~2015 年，公司竣工面积分别为 127.77 万平方米、132.88 万平方米和 100.09 万平方米，有所波动。截至 2016 年 3 月底，公司在建面积 162.64 万平方米，较年初有所增长，其中商业物业 84.73 万平方米（占比 52.10%），住宅物业 77.91 万平方米（占比 47.90%）。近三年，随着新开工规模的增长，公司房地产开发完成投资整体呈增长态势，三年分别为 20.93 亿元、46.55 亿元和 44.35 亿元，2016 年一季度，公司房地产开发完成投资 11.58 亿元，占上年开发完成投资额的 26.11%。

表 9 2013~2016 年一季度公司房地产开发数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
房地产开发完成投资（亿元）	20.93	46.55	44.35	11.58
新开工项目数（个）	3	5	4	0
新开工面积（万平方米）	11.19	73.72	115.42	27.05
房屋竣工面积（万平方米）	127.77	132.88	100.09	18.86
期末在建面积（万平方米）	198.28	139.12	154.45	162.64

资料来源：公司提供

从在建项目看，截至 2016 年 3 月底，公司在建项目总计 15 个，总投资额 340.54 亿元，已累计完成投资 269.74 亿元，尚需投资额 70.80 亿元；所开发项目总建筑面积 594.16 万平方米。具体在建项目见下表。

表 10 截至 2016 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万平方米，万元）

项目	物业类型	占地面积	总建筑面积	完工进度	已完工面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
上海七宝宝龙城	商业	8.37	39.09	59.35%	23.20	350,000.00	327,629.48	22,370.52
上海青浦宝龙广场	商业	6.36	34.74	63.45%	22.04	290,000.00	230,437.00	59,563.00
上海嘉定宝龙广场	商业	4.09	19.53	57.47%	11.22	121,658.15	70,421.18	51,236.97
上海曹路宝龙广场	商业	7.12	17.02	98.71%	16.80	154,000.00	154,000.00	0.00
上海虹桥宝龙城市广场	商住	14.74	30.00	97.59%	29.28	244,000.00	239,274.17	4,725.83
上海奉贤宝龙广场	商业	4.07	17.91	100.00%	17.91	143,700.00	127,291.49	16,408.51
杭州滨江宝龙城市广场	商业	7.69	27.73	76.45%	21.20	341,046.00	261,284.19	79,761.81
天津滨海宝龙城市广场	住宅	44.45	68.30	62.30%	42.55	250,000.00	156,781.50	93,218.50
厦门宝龙一城	商业	7.40	38.27	57.81%	22.13	258,000.00	150,921.93	107,078.07
晋江宝龙城市广场	商住	13.54	81.80	58.56%	47.90	470,000.00	325,034.50	144,965.50
无锡宝龙湖畔花城	住宅	15.66	35.01	63.98%	22.40	110,000.00	94,122.91	15,877.09
漳州宝龙将军一号	住宅	2.57	11.06	56.64%	6.26	68,400.00	39,212.27	29,187.73
安溪宝龙城市广场	商住	8.69	33.20	100.00%	33.20	129,612.00	129,612.00	0.00
洛阳宝龙城市广场	商住	35.56	136.90	77.94%	106.70	450,000.00	367,306.03	82,693.97
上海宝山宝龙城市广场	商业	1.40	3.60	94.71%	3.41	25,000.00	24,081.72	918.28
合计	--	181.71	594.16	--	426.20	3,405,416.15	2,697,410.37	708,005.78

资料来源：公司提供

公司将杭州滨江宝龙城市广场、上海七宝宝龙城市广场项目和厦门宝龙一城项目作为三大标杆项目进行重点开发，项目情况如下：

①杭州滨江宝龙城市广场

杭州滨江宝龙城市广场依托宝龙艺术馆、IMAX 院线、艺术氛围酒吧，未来将打造成杭州人文艺术新地标。广场汇集全球知名时尚品牌、知名美食、各地风味小吃。项目总建筑面积 27.73 万平方米，停车位达 3,500 个，建成后将成为杭州滨江区域内中高端时尚商业标杆。

②上海七宝宝龙城市广场项目

根据上海市七宝地区十二五规划，七宝镇将紧紧围绕闵行区“全面调结构，深度城市化”的发展思路，紧抓“大虹桥”建设的历史机遇，坚持“产业、形态、功能”的三元合一，坚持文化引领，坚持低碳发展，力争到 2015 年将七宝镇建设成为大虹桥南翼商旅文融合发展的体验区、闵行区深度城市化的示范区。公司七宝宝龙城市广场项目总建筑面积 39.09 万平米，由 9 栋写字楼、

1 个奢华酒店艾美酒店以及 1 个购物公园组成。

③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 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。

总体看，近三年公司加大了开工力度，期末在建面积较大，需要相应的投资规模，公司面临较大的资金支出压力。

物业销售情况

公司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。

从房地产销售均价看，近三年公司协议销售均价有所波动，主要系公司可供出售房地产所处区域不同，项目销售面积不同所致；2014 年公司协议销售均价为 10,295.02 元/平方米，较 2013 年出现小幅下滑；2015 年协议销售均价 12,256.00 元/平方米，较 2014 年有所回升。近三年，公司房地产协议销售面积呈大幅增长态势，三年分别为 45.65 万平方米、47.23 万平方米和 72.90 万平方米，2015 年公司协议销售面积同比大幅增长 54.35%，主要系房地产市场回暖以及公司达到预售条件的项目增加所致。近三年，公司协议销售金额波动中大幅增长，三年分别为 51.29 亿元、48.62 亿元和 89.36 亿元，其中 2015 年得益于协议销售均价以及销售面积的增长，公司销售金额增幅较大。2016 年一季度，公司协议销售面积 14.03 万平方米，协议销售金额达 17.48 亿元，协议销售均价为 12,459.93 元/平方米，较 2015 年协议销售均价变动不大。

从结转情况看，近三年公司房地产结转面积波动较大，三年分别为 52.35 万平方米、36.78 万平方米和 61.35 万平方米，其中 2015 年结转面积同比大幅增长 66.80%，主要系上海奉贤宝龙广场、上海七宝宝龙城、常州宝龙广场和洛阳宝龙广场等项目结转面积增加所致。近三年，公司房地产结转收入逐年增长，三年分别为 40.80 亿元、47.27 亿元和 62.23 亿元。2016 年一季度，公司结转面积 6.21 万平方米，结转的物业项目主要是上海虹桥宝龙项目、奉贤项目和杭州滨江宝龙城项目；结转收入为 7.19 亿元。

表 11 2013~2016 年一季度公司房地产销售数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	45.65	47.23	72.90	14.03
协议销售均价（元/平方米）	11,236.39	10,295.02	12,256.00	12,459.93
协议销售金额（亿元）	51.29	48.62	89.36	17.48
结转面积（万平方米）	52.35	36.78	61.35	6.21
结转收入（亿元）	40.80	47.27	62.23	7.19

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目总建筑面积 594.16 万平方米，已完工面积 426.20 万平方米，自持面积 254.46 万平方米（占总建筑面积比重为 42.83%），总可售面积 339.70 万平方米（占总建筑面积比重为 57.17%），已销售面积 282.97 万平方米，待售面积 56.72 万平方米。根据公司过往销售情况，公司待售物业面积可满足公司 1 年左右的销售需求。

表 12 截至 2016 年 3 月底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	权益比例	可售面积	已销售面积	待售面积
上海七宝宝龙城	100%	15.14	13.16	1.98
上海青浦宝龙广场	100%	11.14	8.23	2.91
上海嘉定宝龙广场	100%	6.38	3.31	3.07
上海曹路宝龙广场	100%	7.58	7.10	0.48
上海虹桥宝龙城	100%	22.22	18.92	3.30
上海奉贤宝龙广场	100%	11.06	7.15	3.91
杭州滨江宝龙广场	100%	4.59	3.24	1.35
天津滨海宝龙城	100%	48.41	39.12	9.29
厦门宝龙一城	100%	6.90	3.91	2.99
晋江宝龙广场	100%	40.26	32.13	8.13
无锡宝龙湖畔花城	100%	25.02	21.45	3.57
漳州宝龙将军一号	100%	8.06	5.80	2.26
安溪宝龙广场	100%	26.93	25.73	1.20
洛阳宝龙广场	100%	104.60	93.27	11.33
上海宝山宝龙广场	100%	1.40	0.45	0.95
合计	--	339.70	282.97	56.72

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司房地产合同销售面积及销售金额大幅增长；结转方面，得益于达结转条件项目的增加，公司结转收入大幅增长。公司目前在建项目的待售面积仅可满足公司未来 1 年左右的销售，公司需加大开工力度来满足未来的销售需求。

（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 2015 年底，公司主要的投资性房地产物业项目如下表所示。

表 13 截至 2015 年底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	成本价值	公允价值变动	账面价值	占比
城阳宝龙广场	完工	85,972.00	105,191.70	191,163.69	10.53
杭州滨江宝龙广场	在建	119,255.28	55,244.72	174,500.00	9.61
福州宝龙广场	完工	45,117.29	121,482.71	166,600.00	9.18
蚌埠宝龙广场	完工	61,926.43	89,490.26	151,416.69	8.34
晋江宝龙广场	完工	67,627.36	75,032.94	142,660.30	7.86
郑州宝龙广场	完工	42,430.79	98,062.63	140,493.41	7.74
上海七宝宝龙城	在建	80,273.85	39,462.92	119,736.77	6.59
宿迁宝龙广场	完工	59,951.67	50,572.34	110,524.01	6.09
洛阳宝龙广场	完工	53,934.01	50,465.99	104,400.00	5.75
上海奉贤宝龙广场	完工	62,067.91	26,732.09	88,800.00	4.89
合计	--	678,556.59	711,738.29	1,390,294.88	76.57

资料来源：公司提供

从公司商业物业的布局来看，近年来，通过对消费市场的分析和对经济形势的判断，公司调整了原有的业态布局，形成了餐饮、娱乐、商业零售各占三分之一的业态配比新比例，从“购物休闲”的传统模式向“休闲购物”的新模式转变，以应对电商对实体商业带来的冲击和达到吸引

核心消费人群的目的。从公司商业物业的招商来看，在保证业态布局比例的前提下，公司根据不同项目的城市区位特点、居民消费能力和经济发展情况，进行有针对性的、分等级的品牌招商。在与各品牌长期的合作中，公司筛选并形成了自己的品牌资源库，与多家世界五百强公司和千余家国内知名企业达成了战略合作，提高了公司商业物业的竞争力和公司投资物业租赁的盈利能力。

2013年，公司共有7个出租物业项目，2014年晋江宝龙广场和曹路宝龙广场项目开业，2015年上海奉贤宝龙广场和上海宝山宝龙广场开业出租。公司物业出租率整体处于较高水平，其中福州宝龙广场三年均为满租状态；宿迁宝龙广场出租率逐年上升，2015年达到满租状态；安溪宝龙广场近三年出租率均在90%以上，洛阳宝龙广场出租率在90%左右。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，2015年出租率分别为63.00%、49.00%和52.00%，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。

近三年，公司实现租金收入分别为2.73亿元、3.15亿元和2.82亿元。2014年租金收入同比小幅增长，主要系晋江宝龙广场和曹路宝龙广场项目开业带动出租面积增加所致；2015年公司实现租金收入较上年减少10.28%，主要系2015年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场租金收入减少所致，上述项目租金减少的原因是公司目前租金收入采用直线法确认收入，即按照签约年限租金总额分摊至每年来确认租金收入，而实际收取租金是按照逐年递增的比例来收取，2015年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场项目因经营情况对商户进行了调整，因此冲回部分之前按直线法确认的租金收入。

表 14 2013~2015 年公司各物业出租情况明细（单位：万平方米，元/平方米/月）

项目名称	建筑面积	物业概况	出租率			平均租金		
			2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
福州宝龙广场	22.14	商业	100.00%	100.00%	100.00%	66.00	72.00	75.00
郑州宝龙广场	25.16	商业	49.00%	52.00%	63.00%	34.00	37.00	40.00
蚌埠宝龙广场	49.86	商业	48.00%	45.00%	49.00%	36.00	40.00	40.00
洛阳宝龙广场	136.95	商业	88.00%	90.00%	92.00%	45.00	50.00	50.00
城阳宝龙广场	70.71	商业	53.00%	50.00%	52.00%	37.00	42.00	42.00
宿迁宝龙广场	48.61	商业	95.00%	97.00%	100.00%	42.00	46.00	46.00
安溪宝龙广场	33.20	商业	90.00%	91.00%	99.00%	41.00	46.00	46.00
晋江宝龙广场	81.85	商业	未开业	81.00%	85.00%	未开业	48.00	48.00
曹路宝龙广场	17.02	商业	未开业	100.00%	100.00%	未开业	60.00	60.00
上海奉贤宝龙广场	17.91	商业	未开业	未开业	91.00%	未开业	未开业	68.00
上海宝山宝龙广场	3.60	商业	未开业	未开业	95.00%	未开业	未开业	55.00
苏州宝龙商业街	23.48	商业	--	--	--	--	36.00	40.00
无锡宝龙湖畔花城商业街	35.01	商业	--	--	--	--	32.00	34.00
泰安宝龙商业街	28.35	商业	--	--	--	--	36.00	39.00
合计	593.85	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司通过经营和出租物业能够获得持续稳定收益及现金流，降低房地产销售单一业务模式带来的经营风险；但公司位于郑州、蚌埠以及城阳的项目出租率较低，需持续关注其后续经营风险。

(3) 酒店经营

酒店运营业务是公司长期经常性收入来源之一。2013~2014 年，公司仅经营太仓宝龙福朋酒店一家酒店。2015 年，公司新纳入合并范围 6 家酒店，分别是青岛宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、泰安宝龙福朋酒店、蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店和上海宝龙丽笙酒店；新纳入一家餐饮公司—宝龙豪祥餐饮。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、海阳雅乐轩酒店和上海宝龙丽笙酒店采用委托管理模式；蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店采用自主经营模式。2013~2014 年，公司酒店收入分别为 0.59 亿元和 0.71 亿元；2015 年得益于纳入合并范围酒店数量的增加，公司酒店收入同比大幅增长 193.79%至 2.07 亿元。

表 15 2013~2015 年公司酒店运营业务明细情况（单位：万元，套）

序号	酒店名称	2013 年收入	2014 年收入	2015 年收入	开业日期	客房数量
1	太仓宝龙福朋酒店	5,922.44	7,063.79	7,487.02	2010 年 7 月	446
2	青岛宝龙福朋酒店	--	--	6,055.90	2011 年 2 月	303
3	海阳雅乐轩酒店	--	--	571.79	2011 年 7 月	145
4	泰安宝龙福朋酒店	--	--	6,185.15	2010 年 12 月	300
5	蓬莱宝龙客栈	--	--	266.52	2015 年 5 月	202
6	安溪宝龙艺筑酒店	--	--	132.16	2015 年 9 月	98
7	上海宝龙丽笙酒店	--	--	14.01	2015 年 12 月	196
8	宝龙豪祥餐饮	--	--	40.12	--	--
合计	--	5,922.44	7,063.79	20,752.67	--	--

注：蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店和上海宝龙丽笙酒店为公司于 2015 年新开业酒店；宝龙豪祥餐饮为公司 2015 年新开业的餐饮公司；青岛宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店和泰安宝龙福朋酒店为母公司宝龙地产控股 2015 年划转给公司的酒店。

2013~2015 年，公司酒店平均客房单价逐年上升，三年分别为 383 元/间/天、425 元/间/天和 460 元/天/间，主要系太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店和泰安宝龙福朋酒店是同喜达屋酒店合作的五星级品牌酒店，经过几年的积累，品牌优势逐年增强所致；酒店平均入住率相对较为稳定，分别为 85%、86%和 87%。

表 16 2013~2016 年一季度公司酒店运营情况

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
酒店收入（万元）	5,922.44	7,063.79	20,752.67	4,702.17
平均客房单价（元/天/间）	383	425	460	465
入住率（%）	85	86	87	87

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司酒店收入 4,702.17 万元，平均客房单价 464 元/天/间，平均入住率 87%。总体看，近三年，得益于纳入合并范围的酒店数量的增加，公司酒店收入大幅增长。

3. 经营效率

2013~2015 年，公司流动资产周转次数分别为 0.54 次、0.25 次和 0.31 次，流动资产周转效率波动中有所下降；公司存货周转次数分别为 0.34 次、0.34 次和 0.31 次，总资产周转次数分别为 0.14 次、0.14 次和 0.16 次，存货周转率和总资产周转率整体较为稳定。

表17 2015年房地产开发类公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	总资产周转率
华润置地	0.40	0.29
万达商业	0.47	0.21
长实地产	0.29	0.21
陆家嘴	0.23	0.10
公司	0.31	0.16

资料来源：Wind 资讯

同行业对比来看，公司存货周转率处于行业正常水平，总资产周转率处于行业偏下水平。整体看，公司经营效率一般。

4. 经营关注

（1）公司目前持有大量商业物业资产以及在建的商业、住宅等项目，虽然公司的前述资产的地理位置较为优越，价值增值潜力大，但其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，价值波动存在较大的不确定性。同时，受政府宏观调控及商业物业发展成熟等因素影响，近年来房地产价格增长缓慢，对公司未来收益造成不利影响。

（2）截至 2015 年底，公司剩余土地储备主要位于常州、烟台等城市，尽管拿地成本较低，但该等地区经济发展水平相对一线城市有较大差距，公司位于该等地区的自持商业物业项目可能面临一定的经营风险。

（3）截至2015年底，公司在建项目仍需较大规模投资，公司面临较大的资金需求压力。

5. 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。

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

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2013年、2014年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015年度合并报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计

意见的审计报告，公司2016年一季度财务报表未经审计。公司根据财政部2014年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，于2014年7月1日开始执行除金融工具列报准则以外的新颁布或修订的企业会计准则，根据各准则衔接要求进行了调整，公司2015年审计报告对2014年财务数据进行了追溯调整，因此2014年末财务数据取自2015年审计报告期初数据。

公司近三年合并范围变化如下表所示，截至2014年末，公司纳入合并范围的子公司共40家（包括三级、四级子公司），其中以协议控制方式（持股比例为0）取得的子公司共计16家。2015年公司合并范围内新增子公司7家，其中新设子公司5家，同一控制下合并子公司2家；合并范围内减少子公司1家（详见下表）。截至2015年底，公司合并范围内共有子公司51家。公司合并范围内新增和减少的子公司资产和权益规模较小，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

表18 2013~2015年公司合并范围变化情况（单位：万元）

时间	变动情况	公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权比例
2013年	投资设立	上海宝龙康骏房地产开发有限公司	10,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	厦门宝龙地产开发有限公司	30,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	杭州华展房地产开发有限公司	50,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	上海宝龙展飞房地产开发有限公司	36,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	上海皓商投资管理有限公司	500	投资管理	100%	100%
	投资设立	上海宝龙艺境酒店管理有限公司	100	酒店管理	100%	100%
	当期分设	蚌埠宝龙资产经营管理有限公司	950	自持房地产管理	0%	85%
2014年	投资设立	上海康睿房地产发展有限公司	1,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	上海宝龙富嘉房地产开发有限公司	5,000	房地产开发	100%	100%
	当期分设	郑州宝龙房屋租赁有限公司	41,100	房屋租赁及管理	0%	70%
	当期分设	山东泰安宝龙房屋租赁有限公司	1,000	房屋租赁及管理	0%	70%
	注销	安徽天成百货有限公司	--	百货	--	--
	注销	郑州嘉耀轩百货有限公司	--	百货	--	--
2015年	投资设立	上海宝龙精骏房地产开发有限公司	5,000	地产开发	100%	100%
	投资设立	上海豪祥餐饮管理有限公司	1,000	餐饮管理	100%	100%
	投资设立	上海宝龙富闽房地产开发有限公司	10,000	地产开发	100%	100%
	投资设立	上海崇旭投资管理有限公司	1,000	投资管理	100%	100%
	投资设立	上海樽昶投资管理有限公司	1,000	投资管理	100%	100%
	同一控制下企业合并	常州宝龙置业发展有限公司	57,214.12	地产开发	100%	100%
	同一控制下企业合并	烟台宝龙体育置业有限公司	37,083.57	地产开发	100%	100%

资料来源：公司审计报告

注：公司于2010年12月26日与宝龙地产（香港）控股签订《委托经营管理合同》，根据该合同约定，宝龙地产（香港）控股将其持有的福州宝龙房地产发展有限公司100%股权的表决权及日常经营管理权力全部授权给公司，同时，公司享有福州宝龙房地产开发有限公司每年利润的51%作为回报。根据上述协议，公司拥有实际控制福州宝龙房地产发展有限公司的相关权力并享有与该权力相关的可变回报，故公司将福州宝龙房产发展有限公司及其控制的子公司纳入合并报表范围。公司于2015年11月11日与宝龙地产（香港）控股签订《股权转让协议》，宝龙地产（香港）控股以其持有的福州宝龙房地产发展有限公司100%股权作价800万美元对公司进行增资。截止2015年12月末，福州宝龙房地产发展有限公司已取得福州市台江区商务局台商务(2015)87号《关于同意福州宝龙房地产发展有限公司股权转让有关事项的批复》，并办理了相关登记手续。故公司在2015年12月对福州宝龙房地产发展有限公司由协议控制变为实际持有其100%股权。

截至2015年末，公司合并资产总额426.81亿元，负债合计267.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计159.64亿元，其中归属于母公司所有者权益143.74亿元。2015年公司实现营业收入67.76亿元，净利润（含少数股东损益）21.24亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.90

亿元；经营活动现金流量净额 12.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.54 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 454.22 亿元，负债合计 292.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 161.23 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.59 亿元，净利润（含少数股东损益）1.60 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.64 亿元；经营活动现金流量净额-3.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.55 亿元。

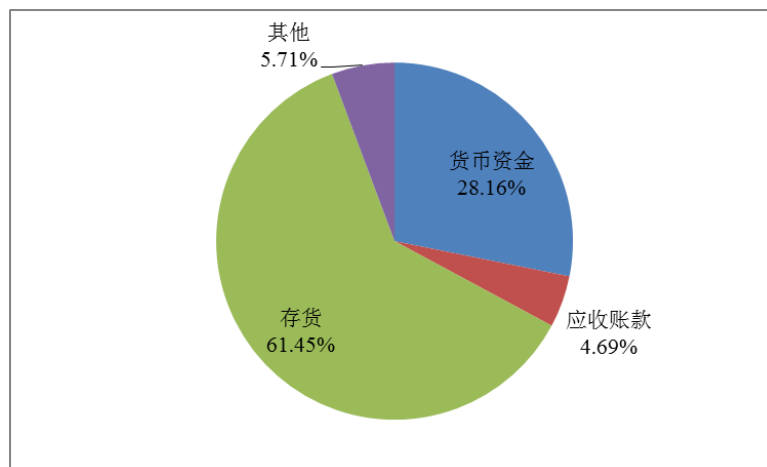
2. 资产质量

随着公司开发规模的扩张，公司资产规模随之增长。2013~2015 年，公司资产总额年均复合增长 10.72%。截至 2015 年末，公司合并总资产 426.81 亿元，较上年年末增加 0.97%。资产中流动资产占比 47.61%，非流动资产占比 52.39%。流动资产占比较年初下降 7.56 个百分点，公司资产构成转为以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动中微幅增长，三年分别为 202.51 亿元、233.23 亿元和 203.21 亿元。截至 2014 年末，公司流动资产较上年大幅增长 15.17%，主要系新开工项目规模大幅增长带动存货增长以及子公司发行两笔合计 13 亿元永续债所致；截至 2015 年末，公司流动资产较年初大幅减少，主要系与关联方之间的资金拆借大幅减少导致其他应收款大幅减少所致。截至 2015 年末，公司流动资产以货币资金（占 28.16%）、应收账款（占比 4.69%）和存货（占 61.45%）为主。

图 7 截至 2015 年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金逐年增长，三年复合增长 43.16%。截至 2014 年末，公司货币资金 49.79 亿元，较年初大幅增加 78.32%，主要系子公司上海宝龙康晟房地产发展有限公司于 2014 年 6 月募集永续债 7 亿元，上海康睿房地产发展有限公司于 2014 年 12 月募集永续债 6 亿元所致。截至 2015 年末，公司货币资金 57.22 亿元，较年初增长 14.93%，主要系金融机构借款增加所致。截至 2015 年末，货币库存现金占比 0.02%、银行存款占比 74.74%、其他货币资金占比 25.24%。其他货币资金主要为客户按揭贷款保证金、内保外贷保证金等。其中预售物业建筑款保证金、银行贷款保证金等各类保证金构成的受限资金 14.44 亿元，占比 25.24%，公司受限货币资金占比一般。

2013~2015 年，公司应收账款呈现波动增加趋势，三年复合增长 1.34%。其中，截至 2014 年，公司应收账款账面价值 10.79 亿元，较年初增长 16.25%，主要系物业销售签约额和租金收入增长所致。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 9.63 亿元，计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例 1.04%，

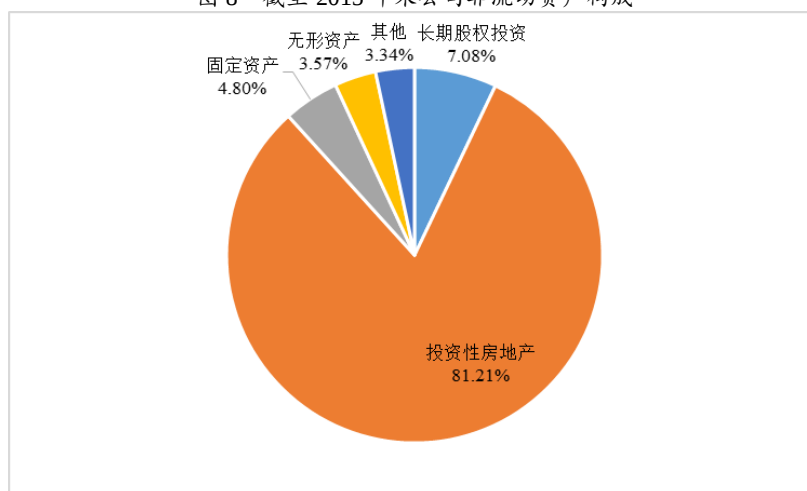
账面价值9.53亿元，较年初减少11.65%。其中应收售楼款5.00亿元，计提坏账准备0.08亿元，计提比例1.60%，账龄主要集中在1年以内（余额占比95.16%），公司应收售楼款主要是商业物业已签约并达到交房条件客户的购房尾款；现金法下第三方应收租金0.12亿元，计提坏账准备0.02亿元，计提比例16.68%；直线法下的第三方应收租金、关联方及其他款项4.51亿元，其中应收租金3.12亿元，应收关联方款项1.34亿元，其他0.06亿元，均未计提坏账准备。从集中度看，公司应收账款余额前五名合计2.45亿元，占比25.39%，集中度一般。

由于公司为房地产开发企业，房屋建设周期较长、投资规模较大，因而存货规模通常较高。2013~2015年，公司存货规模逐年增长，三年复合增长10.41%。截至2015年末，公司存货账面价值124.86亿元，较年初增长2.70%。存货中在建开发产品占比63.72%、已完工开发产品占比36.28%。公司存货中用于债务担保的账面价值39.44亿元，占比31.58%。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。截至2015年末，开发项目前五名为上海青浦宝龙城市广场项目、杭州滨江宝龙城市广场项目、上海七宝宝龙城市广场项目、天津滨海宝龙城市广场项目和晋江宝龙城市广场项目，所处区域经济实力较强，公司存货质量较好。

非流动资产

公司对部分物业采取自持方式经营，导致投资性房地产规模较大。2013~2015年，公司非流动资产年均复合增长23.90%，主要系物业评估增值所致。截至2015年末，公司非流动资产合计223.60亿元，以长期股权投资为主（占7.08%）、投资性房地产（占81.21%）、固定资产（占比4.80%）和无形资产（占比3.57%）构成。

图8 截至2015年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

公司投资性房地产按照成本进行初始计量，采用公允价值模式进行后续计量，主要为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产。2013~2015年，公司投资性房地产三年复合增长24.46%。截至2015年末，公司投资性房地产账面价值181.57亿元，较年初增长19.01%，主要系上海吴泾宝龙广场、上海奉贤宝龙广场、上海宝山宝龙广场和洛阳宝龙广场项目部分物业转入所致。其中投资性房地产公允价值变动损益88.47亿元。公司投资性房地产中用于担保的金额为92.19亿元，占比50.77%。根据广州第一太平戴维斯房地产与土地评估有限公司出具的房地产估价报告，公司房地产的评估面积与评估市场价值均有所增加。公司主要的投资性房地产物业为泉州市晋江宝龙城市广场 MALL 商业（地块二）、福州市台江区宁化街道工业路193号宝龙城市广场、安徽省

蚌埠市兴业街555号1-4层商业、洛阳市洛龙区牡丹大道148号0幢3层及开元大道219号2幢101商业用房、青岛市城阳区崇阳路510号宝龙城市广场负一层002等（部分）及文阳路273号2号楼（部分）商业用房和郑东新区农业东路33号1号楼 B1-4F、2号楼 B1-3F、3号楼1F 商业用房等。

2013~2015 年，长期股权投资波动增长，三年复合增长 16.47%。截至 2014 年末，公司长期股权投资 16.38 亿元，较年初增长 40.41%，主要系 2014 年新增对新乡宝龙置业发展有限公司和青岛宝龙置业发展有限公司的投资所致。截至 2015 年末，公司长期股权投资账面余额 15.82 亿元，较年初下降 3.38%，主要为对合营企业和联营企业的投资，按权益法核算，因未发现存在明显减值迹象，未计提减值准备。从被投资单位来看，公司对天津宝龙金骏房地产开发有限公司、重庆宝龙长润置业发展有限公司、新乡宝龙置业发展有限公司、盐城宝龙置业发展有限公司和青岛宝龙置业发展有限公司采用权益法核算，占长期股权投资账面价值的 90.96%，权益法核算的长期股权投资所产生的投资收益 0.11 亿元，对公司利润影响不大。

2013~2015 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 8.28%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 10.73 亿元，较年初大幅增长 24.23%，主要系在建工程上海曹路项目商务酒店转固 2.06 亿元所致，固定资产主要由房屋及建筑物（占比 92.17%）构成。截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 14.75 亿元，累计折旧 4.02 亿元，成新率 72.74%，成新率较高。从受限情况看，公司受限的固定资产合计为 3.32 亿元，受限比例为 0.78%，受限情况不明显。

2013~2015年，公司无形资产规模逐年增加，年均复合增长44.41%，主要系公司拿地获得新的土地使用权所致。截至2015年底，公司无形资产为7.99亿元，较年初大幅增长23.43%，主要系2015年购入上海宝山宝杨路项目地块所致。公司无形资产全部为土地使用权。截至2015年末，公司受限的无形资产共计6.10亿元，占资产总额的1.43%。

截至2015年底，公司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159.59亿元，占资产总额的比重为37.39%，受限资产占比较高。

表19 截至2015年底公司受限资产明细情况（单位：万元，%）

项 目	金 额	占资产总额比重
货币资金	144,434.06	3.38
存货	394,371.84	9.24
投资性房地产	921,892.80	21.60
固定资产	33,170.19	0.78
无形资产	61,039.94	1.43
在建工程	40,978.10	0.96
合计	1,595,886.93	37.39

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 454.22 亿元，较年初小幅增长 6.42%，主要系存货增加所致。公司资产中流动资产占比为 48.44%，非流动资产占比为 51.56%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近三年随着开发项目的加快，公司资产规模快速增长。受益于永续债的发行，公司货币资金大幅增长；存货集中在一、二线城市，存货质量较好。但联合评级也关注到，公司非流动资产中，投资性房地产规模较大，其公允价值的变动值得关注。整体看，公司资产质量一般。

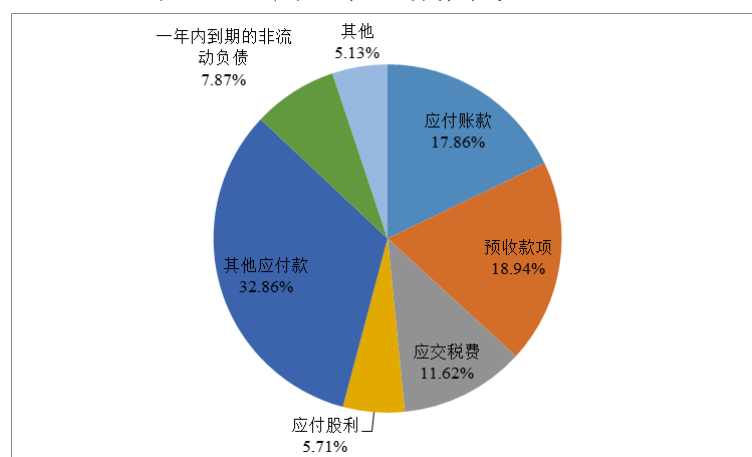
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债总额呈波动增长态势，年均复合增长4.88%。截至2014年末，公司负债总额273.57亿元，较上年底增长12.62%，主要系流动负债增长所致；截至2015年末，公司负债合计267.17亿元，较年初减少2.34%，变动较小。公司负债构成中，流动负债占比61.12%，非流动负债占比38.88%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债有所波动，三年分别为182.32亿元、204.40亿元和163.30亿元。截至2014年底，流动负债较上年底减少的原因是公司新开工规模较大，应付建筑工程款增长所致；截至2015年底，流动负债较年初大幅减少，主要系应付关联方往来款大幅减少所致。截至2015年底，流动负债合计163.30亿元，主要由应付账款（占比17.86%）、预收账款（占比18.94%）、应交税费（占比11.62%）、应付股利（占比5.71%）、其他应付款（占比32.86%）和一年内到期的非流动负债（占比7.87%）构成，具体情况如下图所示。

图9 2015年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

公司应付账款主要为应付建筑工程款，2013~2015年，公司应付账款三年复合增长38.49%。截至2015年末，公司应付账款账面价值29.17亿元，较年初增长42.10%，主要系随着公司新开工面积的大幅增长，导致应付建筑工程款增加所致。从账龄结构来看，应付账款中1年以内的占比82.38%、1~2年的占比17.62%，主要组成为洛阳项目、晋江项目、天津滨海项目、上海曹路项目、上海虹桥宝龙城项目的应付建筑工程款项。应付账款中前五名应付账款余额1.93亿元，占应付账款总额的7.32%，主要为应付关联方施工款等。

公司预收款项主要为预收售房款，款项系购房客户已签订商品房销售合同并支付，但未达到商品房销售收入确认条件的款项。2013~2015年，随着项目的逐步销售，公司预收款项逐年增加，三年复合增长17.10%。截至2015年末，公司预收款项30.94亿元，较年初增长21.64%。从账龄结构来看，预收款项中1年以内的占比82.21%。

2013~2015年，公司应交税费呈逐年增长趋势，三年复合增长24.04%。截至2015年底，公司应交税费18.98亿元，较年初大幅增长51.82%，主要系随着收入规模的扩大应交的企业所得税和土地增值税大幅增长所致。

2013~2015年，公司应付股利逐年大幅增长，年均复合增长1,301.65%。截至2015年底，公司应付股利9.33亿元，较年初大幅增长8,093.89%，主要系2015年子公司福州宝龙房地产发展有限公

公司向宝龙地产（香港）控股分红9.23亿元所致。根据公司于2010年12月与宝龙地产（香港）控股签订的《委托经营管理合同》，宝龙地产（香港）控股将其持有的福州宝龙房地产发展有限公司100%股权的表决权及日常经营管理权力全部授权给公司，同时，公司享有福州宝龙房地产开发有限公司每年利润的51%作为回报。

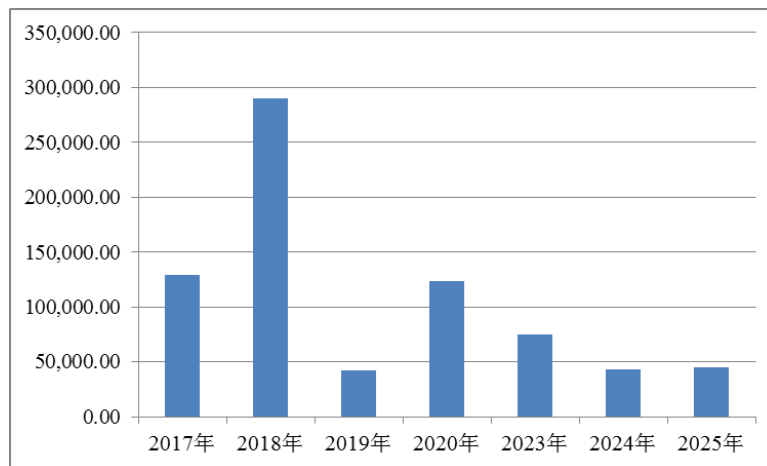
公司其他应付款主要为关联企业之间的资金往来，对公司造成的实质债务压力相对较小。2013~2015年，公司其他应付款呈波动下降的趋势，三年复合下降32.97%。截至2015年末，公司其他应付款账面价值53.66亿元，较年初下降55.19%，主要系应付关联方往来款大幅减少所致。从账龄结构来看，其他应付款中1年以内的占比89.13%、1~2年的占比6.36%、2~3年的占比2.13%、3年以上的占比2.38%。其中，应付母公司宝龙地产（香港）控股有限公司6.63亿元，占其他应付款总额的12.35%。截至2015年末，其他应付款中欠款金额前五名的公司分别为宝龙置地发展有限公司、宝龙地产控股有限公司、天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司、宝龙集团发展有限公司和盐城宝龙置业发展有限公司，占其他应付款总额的57.68%，均为公司关联方。

2013~2015年，一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势，三年复合增长20.37%。截至2015年末，公司一年内到期的非流动负债账面价值12.85亿元，较年初下降25.55%，主要系公司对到期债务进行了偿还所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款（占比99.78%）和应付债券利息（占比0.22%）构成。

2013~2015年，公司非流动负债规模逐年增加，三年复合增长30.94%。截至2015年末，公司非流动负债合计103.87亿元，较年初增长50.17%，主要系长期借款和递延所得税负债大幅增长所致。非流动负债主要由长期借款（占比72.02%）和递延所得税负债（占比23.22%）构成。

2013~2015年，公司长期借款逐年增加，三年复合增长31.89%，主要满足公司日益扩张的经营规模所需资金。截至2015年末，公司长期借款合计74.81亿元，较年初增长48.24%，主要系公司获得针对上海七宝项目和厦门宝龙国际中心项目的银团贷款所致。截至2015年底，公司长期借款期限结构如下图所示，其中2018年公司长期借款到期规模较大，公司面临一定集中偿付压力。

图10 截至2015年底公司长期借款到期期限结构情况（单位：万元）



资料来源：联合评级根据公司提供资料整理

公司2013年、2014年无应付债券，2015年新增应付债券4.94亿元，主要系公司2015年发行了规模为5亿元的“上海宝龙实业发展有限公司2015年非公开发行公司债券（第一期）”（债券简称：15沪宝01）所致。

2013~2015年，公司递延所得税负债逐年增长，三年复合增长17.15%。公司递延所得税负债

全部由投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异引起。截至 2015 年末，公司递延所得税负债合计 24.12 亿元，较年初增长 28.96%。

2013~2015 年，公司全部债务三年复合增长 25.94%，分别为 55.55 亿元、76.33 亿元和 100.74 亿元。截至 2015 年末，公司全部债务较年初增长 31.98%，主要系银行借款增加所致。全部债务占负债总额的 37.71%，公司刚性兑付压力较小。债务中短期债务占比 20.84%、长期债务占比 79.16%，公司全部债务以长期债务为主。近三年，公司资产负债率呈逐年下降趋势，全部债务资本化率、长期债务资本化比率呈波动增长趋势。其中，公司资产负债率分别为 69.77%、64.71%和 62.60%；全部债务资本化率分别为 34.54%、33.85%和 38.69%；长期债务资本化比率分别为 29.00%、25.28%和 33.31%。

公司下属子公司上海宝龙康晟房地产发展有限公司于 2014 年 6 月募集永续债 7 亿元，上海康睿房地产发展有限公司于 2014 年 12 月募集永续债 6 亿元。上述两笔永续债均无固定还款期限，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做为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，截至 2015 年末，公司全部债务合计 113.74 亿元，较上年年末增加 27.32%，其中短期债务占比 18.46%、长期债务占比 81.54%；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 65.64%、43.68%和 38.74%，整体仍处于合理范围。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 292.98 亿元，较年初增长 9.66%，主要系 2016 年公司分别发行了规模为 27 亿元的“16 宝龙债”和 5 亿元的“16 宝龙 02”债券所致；公司负债中，流动负债占比为 56.68%，非流动负债占比 43.32%，由于“16 宝龙债”和“16 宝龙 02”的发行，应付债券大幅增长带动非流动负债占比较年初有所提高。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 130.88 亿元，较年初增长 29.92%，主要系应付债券的增长所致。其中短期债务 28.08 亿元（占比 21.46%），长期债务 102.80 亿元（占比 78.54%），随着公司即将于一年内到期的非流动负债的增长，公司短期债务规模较年初增长 33.78%，“16 宝龙债”和“16 宝龙 02”的发行带动公司长期债务规模大幅增长 28.91%，公司债务结构以长期债务为主。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 64.50%、38.93%和 44.81%，其中资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别较年初上升 1.91 个、5.62 个和 6.12 个百分点。公司债务负担有所上升，但整体仍然在合理范围。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，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 143.88 亿元，其中短期债务 28.08 亿元（占比 19.52%），长期债务 115.80 亿元（占比 80.48%）；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 67.37%、49.26%和 43.86%，整体债务水平仍处于可控范围。

总体看，近三年随着公司项目开发进度的加快，公司负债规模有所增长，流动负债占比较高。随着上海七宝宝龙城市广场等项目逐步实现销售，公司预收款规模有所增长，流动负债结构有所改善；非流动负债中仍以借款为主，融资结构仍以债务融资为主，但 2014 年公司发行永续债，拓宽了融资渠道；公司全部债务以长期债务为主，债务结构较为合理，但面临一定集中偿付压力。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长 23.15%，主要系未分配利润的增长所致。截至 2015 年末，公司所有者权益合计 159.64 亿元，较年初增长 7.02%，主要系未分配利润的增长所致。其中归属于母公司的所有者权益 143.74 亿元（占比 90.04%）。归属于母公司的所有者

权益中，实收资本10.49亿元（占比7.30%），资本公积5.93亿元（占比4.13%），其他权益工具（永续债）13.00亿元（占比9.04%），盈余公积0.64亿元（占比0.45%），未分配利润113.67亿元（占比79.08%）。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益的结构稳定性偏弱。

2013~2015年，公司实收资本分别为1.15亿元、1.15亿元和10.49亿元。截至2015年底，公司实收资本较年初大幅增加9.34亿元，主要系公司控股股东宝龙地产（香港）控股以股权作价对公司进行增资9.34亿元所致。

截至2014年末，公司资本公积9,558.60元。公司2015年报表对上年报表进行了追溯调整，资本公积2015年期初数由9,558.60元调整为15.28亿元，主要系本期公司从母公司宝龙地产（香港）控股取得常州宝龙置业发展有限公司90%股权、烟台宝龙体育置业有限公司95%股权、福州宝龙房地产发展有限公司（原协议控制）100%股权，构成同一控制下企业合并，在编制合并当期的比较报表时，视同参与合并各方在最终控制方开始实施控制时即以目前的状态存在，对比较报表进行调整，增加资本公积（资本溢价）15.28亿元。截至2015年末，公司资本公积由年初的15.28亿元减少9.34亿元至5.93亿元，主要系公司本期因同一控制下企业合并取得常州宝龙置业发展有限公司、烟台宝龙体育置业有限公司和福州宝龙房地产发展有限公司股权所致。

截至2016年3月末，公司所有者权益合计161.23亿元，较年初增长1.00%；其中归属于母公司的所有者权益合计145.38亿元，较年初增长1.14%，归属于母公司的所有者权益构成较年初变化不大。

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

2013~2015年，公司营业收入分别为45.81亿元、53.60亿元、和67.76亿元，三年复合增长21.62%，主要系公司销售规模扩大，销售收入结转增加所致。其中，出售物业销售收入（占91.84%）增幅较大，同比增加31.64%。近三年，公司营业利润呈波动增长态势，分别为13.39亿元、10.17亿元、和30.05亿元，三年复合增长49.82%；2015年，公司实现营业利润30.05亿元，同比增长195.43%，主要系公司营业收入增幅大于营业成本增幅以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致；2015年，公司实现净利润21.24亿元，其中归属于母公司的净利润21.90亿元。

从利润构成来看，2015年公司利润中公允价值变动收益13.65亿元（占利润总额的45.77%），同比增长184.52%，主要系2015年房地产行业景气度较好，投资性房地产公允价值变动较大所致；营业外收入0.06亿元（占利润总额比重为0.20%），同比减少95.85%，主要系政府补助大幅减少所致。2013~2015年公司实现投资收益分别为1.48亿元、0.97亿元、和0.17亿元，三年复合下降66.07%，主要系对合营或联营企业的投资收益减少所致。

从期间费用来看，近三年，公司期间费用总额分别为4.28亿元、6.55亿元和5.62亿元，复合增长率为14.65%，主要系公司加大营销力度、增加管理人员工资所致。近三年，从三费构成来看，销售费用分别为1.58亿元、2.66亿元和2.74亿元，2015年同比增长3.32%，主要系加大营销力度所致；管理费用分别为2.34亿元、3.30亿元和2.78亿元。其中，2014年同比增长40.97%，主要系折旧费用增加、管理人员薪酬增加所致；2015年，同比下降15.83%；财务费用分别为0.36亿元、0.59亿元和0.10亿元。2014年同比增长64.84%，主要系借款增加所致；2015年同比下降82.93%，主要系利息收入增长、本年支付的保函手续费和借款产生的融资手续费下降以及2015年贷款基准利率下降导致公司贷款利息支出减少所致。2013~2015年，公司费用收入比分别为9.34%、12.22%和8.30%，呈波动下降趋势，公司费用控制能力有所增强，且处于较好水平。

从盈利指标来看，近三年，公司营业利润率分别为 24.53%、20.53%和 31.23%，呈波动上升的态势。2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所提高，主要系成本与期间费用变动较小，企业营业利润、利润总额及净利润有所上升所致。2013~2015 年，总资本收益率分别为 7.52%、3.88%和 8.89%；总资产报酬率分别为 4.55%、2.94%和 7.10%；净资产收益率²分别为 11.29%、6.20%和 15.02%。2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均大幅上升，主要系利润总额和净利润均大幅增长所致。从同行业中上市公司的情况来看，公司盈利能力处于中等水平，如下表所示：

表 20 2015 年主要房地产公司盈利指标情况

指标名称	华润置地	万达商业	长实地产	陆家嘴	公司
净资产收益率(%)	16.57	17.99	9.52	15.49	15.02
总资产报酬率(%)	9.37	9.38	8.92	6.84	7.10

资料来源：Wind 资讯

2016年1~3月，公司实现营业收入10.59亿元，实现营业利润2.11亿元，净利润1.60亿元，其中归属于母公司的净利润1.64亿元。

总体看，近三年随着开发项目的逐步结转，公司营业收入有所增长。未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司营业收入有望继续提升；得益于公司房地产结转收入和投资性房地产公允价值变动收益大幅增长，公司利润和净利润大幅增长；公司费用控制能力较强。整体看，公司盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，近三年，公司经营活动现金流入总额分别为537.65亿元、57.27亿元和73.23亿元，波动较大，其中2014年同比降低89.35%，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大幅减少所致；2015年，同比增长27.86%，主要系公司房地产销售增加所致。近三年，公司经营活动现金流出额分别为529.21亿元、48.70亿元和60.27亿元，其中2013年规模较大，主要系当年与关联方之间资金拆借规模较大所致。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为8.44亿元、8.57亿元和12.95亿元，复合增长23.89%，主要系随着公司经营规模的扩大，签约回款规模同步上升所致。从收入实现质量来看，2013~2015年，公司现金收入比分别为103.04%、103.70%和105.70%，近三年公司收入实现质量变化不大，收入质量尚可。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 1.70 亿元、17.56 亿元和 17.46 亿元，三年复合增长 220.87%，主要系公司收回常州宝龙置业发展有限公司投资、收回上年的理财产品以及处置投资性房地产收回现金增加所致；公司投资活动现金流出分别为 7.59 亿元、33.91 亿元和 18.71 亿元，三年复合增长 57.03%。2014 年同比增长 346.89%，主要系公司增持投资性物业所致；2015 年同比降低 44.82%，主要系上年度购买土地支付的现金规模较大所致。2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.89 亿元、-16.35 亿元和-1.25 亿元，2015 年，公司投资活动现金流量净额仍呈净流出状态，但规模大幅下降。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流入分别为 43.93 亿元、87.08 亿元和 92.88 亿元，三年复合增长 45.41%，主要系公司借款增加与发行永续募集资金所致；筹资活动现金流出分别为 36.02 亿元、71.08 亿元和 95.05 亿元，复合增长 62.43%，主要系公司偿还债务与利息所支付的现

² 计算净资产收益率指标时，已将永续债从所有者权益中剔除，并计入全部债务

金增加所致。近三年，公司筹资活动现金流入净额分别为 7.91 亿元、15.99 亿元和-2.17 亿元。2015 年，由于公司偿还了大量债务，公司筹资活动现金流量净额由上年的净流入状态转为净流出状态。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-3.80 亿元，主要系春节前，公司支付了大额的工程款所致；同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.68 亿元，主要系公司支付土地款增加，导致投资支出现金流较大；公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.03 亿元，主要系一季度公司发行公司债和私募债所致。2016 年 1~3 月，公司的现金及现金等价物净增加额为 1.55 亿元。

总体看，近三年公司经营活动现金流呈净流入状态，且逐年增长，公司收入实现质量尚可；投资活动现金呈净流出状态，考虑目前在建规模，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，2013~2015 年，公司流动比率分别为 1.11 倍、1.14 倍和 1.24 倍；速动比率分别为 0.55 倍、0.55 倍和 0.48 倍，公司流动比率与速动比率分别变动不大；近三年，公司现金短期债务比分别为 2.24 倍、1.93 倍和 2.73 倍。其中，2014 年底较上年明显下降，主要系短期债务增加所致；2015 年较上年有所增长，主要系长期借款增加带来的现金类资产的增长所致。近三年，公司经营现金流流动负债比分别为 4.63%、4.19%和 7.93%。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，近三年，公司 EBITDA 分别为 15.36 亿元、12.34 亿元和 31.25 亿元，呈波动增长趋势，2014 年，公司 EBITDA 同比下降 19.63%，主要系公司建安成本增加，期间费用高，导致盈利规模减少所致。2015 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 95.41%）构成。2013~2015 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.28 倍、0.16 倍和 0.31 倍，2014 年公司刚性债务规模增长较快，导致 EBITDA 全部债务比大幅下降。2013~2015 年公司 EBITDA 利息倍数呈波动上升态势，分别为 2.13 倍、1.90 倍和 5.12 倍。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较好，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力较强。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，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.27 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍然较好，长期偿债能力仍然较强。

截至 2016 年 3 月末，公司获得各银行综合授信额度 110.15 亿元，尚未使用额度 31.55 亿元，考虑到公司的在建规模，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年 3 月末，公司合并层面对外担保余额 8.50 亿元，占公司净资产的 5.32%，具体情况如下表所示。若被担保企业经营不善，公司面临一定的或有负债风险。

表 21 截至 2016 年 3 月底公司合并层面对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	与公司关系	担保金额	担保到期日
杭州宝龙房地产开发有限公司	关联方	80,000.00	2016/07
重庆宝龙长润置业发展有限公司	关联方	5,000.00	2018/11
合计	--	85,000.00	--

资料来源：公司提供

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2016 年 8 月 1 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，形成关注非公司方面原因造成，公司过往履约情况良好。

截至 2016 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

总体看，近三年公司项目开发速度加快，债务有所增长，公司整体偿债能力较强，但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；未来随着公司在建项目的完工销售，公司整体偿债能力有望继续得以提升。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 3 月末，公司全部债务为 143.88 亿元³，本期拟发行债券规模为不超过 8 亿元（含 8 亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较小，对公司负债水平有一定影响。

以 2016 年 3 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 8.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 45.51%、50.61%和 67.93%⁴，债务负担有所增加，但考虑到本次债券部分募集资金用于偿还公司债务，上述测算的债务指标数值实际将会降低。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2015 年末的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 31.25 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 3.91 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2015 年经营活动产生的现金流入 73.23 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 9.15 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较好；经营活动现金净流入 12.95 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 1.61 倍，经营活动现金净流量对本期公司债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，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，且商业物业等投资性房地产拥有较强的变现能力。未来随着公司在建项目逐步实现销售，实现现金流回笼，公司盈利水平有望提高。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

3. 本期债券交易条款分析

宝龙地产控股针对本期债券的还本付息事宜出具《承诺函》，对收购本期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，如遇条款中列明的宝龙实业本息偿付障碍的情况，宝龙地产控股承诺将自行或指定宝龙地产控股实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T 日）前全额收购本期债券，收购价格为计算至收购日本期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，宝龙地产控股的资本实力、经营情况对其承诺效力有直接影响。

宝龙地产控股专注于发展及经营优质、大规模、多业态的商业地产项目，宝龙地产控股于 2009 年 10 月在香港联交所主板上市。截至 2015 年底，公司控股的物业项目分布于上海、江苏、浙江、福建、山东、河南、安徽、天津等省（市）内多个城市。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

³ 截至 2016 年 3 月底的全部债务包含永续债。

⁴ 长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率指标计算中，全部债务包含了永续债；所有者权益剔除了永续债。

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，宝龙地产控股已形成一种独特的商业地产模式。

近三年宝龙地产控股合并资产规模逐年增长，年增长率10.72%，2015年末合并资产总额已达到4,226.81亿元。2015年末负债合计267.17亿元，股东权益（含少数股东权益）159.64亿元。近三年宝龙地产控股资产负债率分别为69.77%、64.71%和62.60%，宝龙地产控股权益规模较大，财务杠杆处于合理水平。得益于近三年宝龙地产控股旗下项目的稳健运作，分别实现营业收入45.81亿元、53.60亿元和67.76亿元，年均增长率21.62%；受房地产市场系统性波动影响，宝龙地产控股的净利润水平有所波动，但整体利润规模维持在较高水平，近三年净利润分别为11.25亿元、7.49亿元和21.24亿元。宝龙地产控股资产规模较大，财务杠杆水平合理，整体盈利能力较强，其承诺对本期债券还本付息有一定的积极影响。

九、综合评价

公司作为香港上市公司宝龙地产控股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。近几年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长，经营现金流状况良好。同时，联合评级也关注到房地产市场波动、公司债务规模增长较快且存在集中偿付压力、所有者权益结构稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

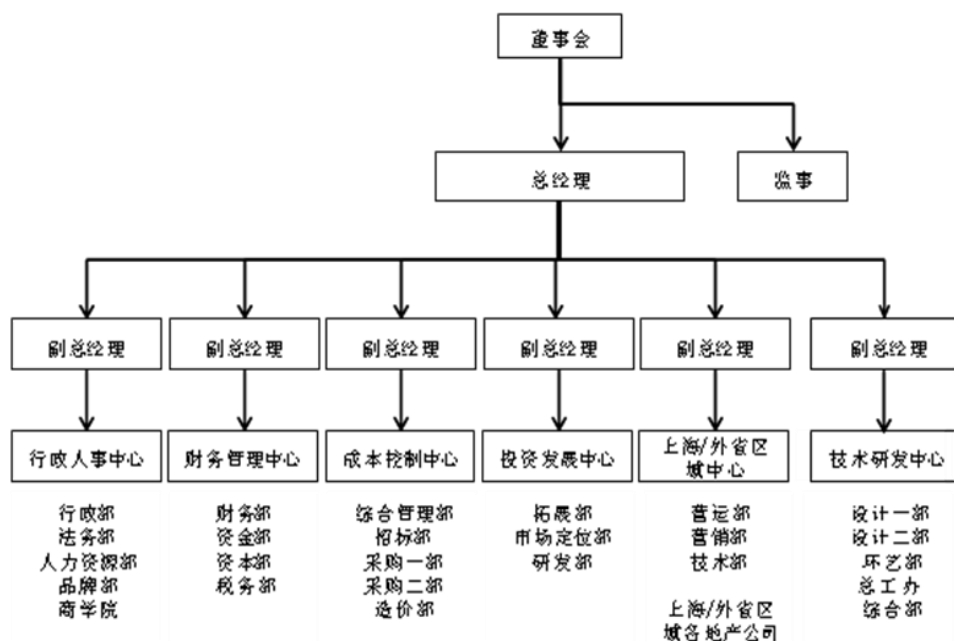
公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，能够带来稳定现金流；且随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产控股对本期债券作出收购承诺。宝龙地产控股资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对本期债券还本付息具有一定的积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 上海宝龙实业发展有限公司

组织结构图



附件 2 上海宝龙实业发展有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	348.17	422.73	426.81	454.22
所有者权益（亿元）	105.27	136.16	146.64	148.23
短期债务（亿元）	12.55	25.87	20.99	28.08
长期债务（亿元）	43.00	63.46	92.75	115.80
全部债务（亿元）	55.55	89.33	113.74	143.88
营业收入（亿元）	45.81	53.60	67.76	10.59
净利润（亿元）	11.25	7.49	21.24	1.60
EBITDA（亿元）	15.36	12.34	31.25	--
经营性净现金流（亿元）	8.44	8.57	12.95	-3.80
应收账款周转次数（次）	5.20	0.25	0.31	--
存货周转次数（次）	0.34	0.34	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.14	0.14	0.16	--
现金收入比率（%）	103.04	103.70	105.70	196.53
总资本收益率（%）	7.52	3.88	8.89	--
总资产报酬率（%）	4.55	2.94	7.10	--
净资产收益率（%）	11.29	6.20	15.02	--
营业利润率（%）	24.53	20.53	31.23	36.59
费用收入比（%）	9.34	12.22	8.30	16.61
资产负债率（%）	69.77	67.79	65.64	67.37
全部债务资本化比率（%）	34.54	39.62	43.68	49.26
长期债务资本化比率（%）	29.00	31.79	38.74	43.86
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	1.90	5.12	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.14	0.27	--
流动比率（倍）	1.11	1.14	1.24	1.33
速动比率（倍）	0.55	0.55	0.48	0.48
现金短期债务比（倍）	2.24	1.93	2.73	2.05
经营现金流动负债比率（%）	4.63	4.19	7.93	-2.29
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.92	1.54	3.91	--

注：2016 年一季度指标未年化；上表所示指标的计算已将永续债从所有者权益中剔除，并计入长期债务。

附件 3 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 上海宝龙实业发展有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第三期）的 跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年上海宝龙实业发展有限公司年度审计报告出具后的两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。

上海宝龙实业发展有限公司应按联合评级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。上海宝龙实业发展有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海宝龙实业发展有限公司的相关状况，如发现上海宝龙实业发展有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海宝龙实业发展有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至上海宝龙实业发展有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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有限公司、监管部门等。

