

信用等级公告

联合〔2019〕1930 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上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA+，
评级展望为“稳定”**

上海宝龙实业发展（集团）有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  丁子明

二〇一九年七月二十五日

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

公开发行 2019 年公司债券（第一期）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
本次债券发行规模：不超过 50.00 亿元（含）
本期债券发行规模：不超过 12.00 亿元（含）
本期债券期限：品种一为 5 年期，在债券存续期第 2 年末、第 4 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，在债券存续期第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 7 月 25 日
主要财务数据：

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
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	--
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/本次发债额度（倍）	0.86	1.36	1.22	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.59	5.66	5.07	--

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 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

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（集团）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”，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、品牌知名度等方面具备一定优势；公司 2018 年开发规模和协议销售金额大幅增长，货币资金较充裕，现金类资产对短期债务的保障程度较高。同时，联合评级也关注到房地产行业调控未完全放松、在建项目增多使得项目及资金管理难度加大、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。

2016 年，公司控股股东以股权作价增资，以及 2018 年公司同一控制下合并置入资产，公司资本实力和项目体量得到增强。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；随着公司项目陆续开发和销售，公司有望保持良好竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，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. 公司股东增资事项和同一控制下合并置入资产的完成，有效补充了公司运营项目体量，增强了公司资本实力。
3. 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，公司开发规模和协议售金额大幅增长；公司自持物业所在城市较好，租金收入稳定增长。

4. 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. 公司债务规模增长较快，债务负担有所增加；所有者权益稳定性偏弱；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）

网址：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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



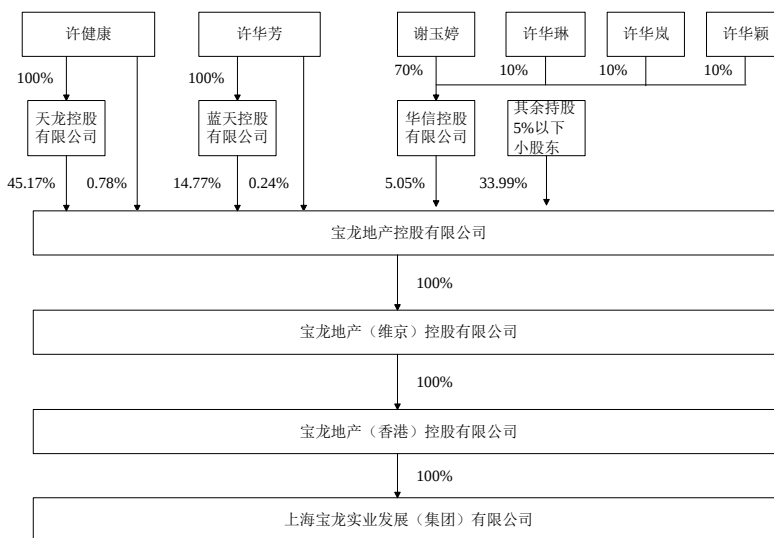
联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“宝龙实业”或“公司”）原名上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“上海宝龙实业”），系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）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，均由宝龙地产香港出资。

历经宝龙地产香港多次注资，截至2017年末，上海宝龙实业注册资本41.84亿元，2018年3月9日，上海宝龙实业更为现名。截至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

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）。

截至2019年3月末，公司内设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心和上海/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）；纳入合并范围内子公司174家；拥有在职员工7,861人。

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

一3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、本次（期）债券概况及募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

本次债券名称为“上海宝龙实业发展（集团）有限公司公开发行 2019 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券发行规模不超过人民币 50.00 亿元（含 50.00 亿元），采用分期发行方式。本期债券为首期债券，债券名称为“上海宝龙实业发展（集团）有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 12.00 亿元（含 12.00 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期，在债券存续期第 2 年末、第 4 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，在债券存续期第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》、《证券期货投资者适当性管理办法（2017 年修订）》和《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》规定并拥有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司 A 股证券账户的合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）。本期债券为固定利率债券，票面利率将由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

本期债券设置了交叉违约条款：公司或公司的合并范围内子公司发生未能清偿到期债务的违约情况；债务种类包括但不限于超短期融资券、短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、可转换债券、可分离债券等公开发行债务，和银行贷款、承兑汇票等非公开发行债务及其他债务；且单独或累计的总金额达到或超过：（1）各货币折人民币 3,000 万元；或（2）公司最近一年或最近一个季度合并财务报表净资产的 1%，以较低者为准且在触发以上情形之日起二十个工作日内仍未足额偿付逾期本金或利息。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除承销费外，拟用于偿还股东拨付的款项，以偿还股东于上交所发行的熊猫债“16 宝龙 03”。

三、行业分析

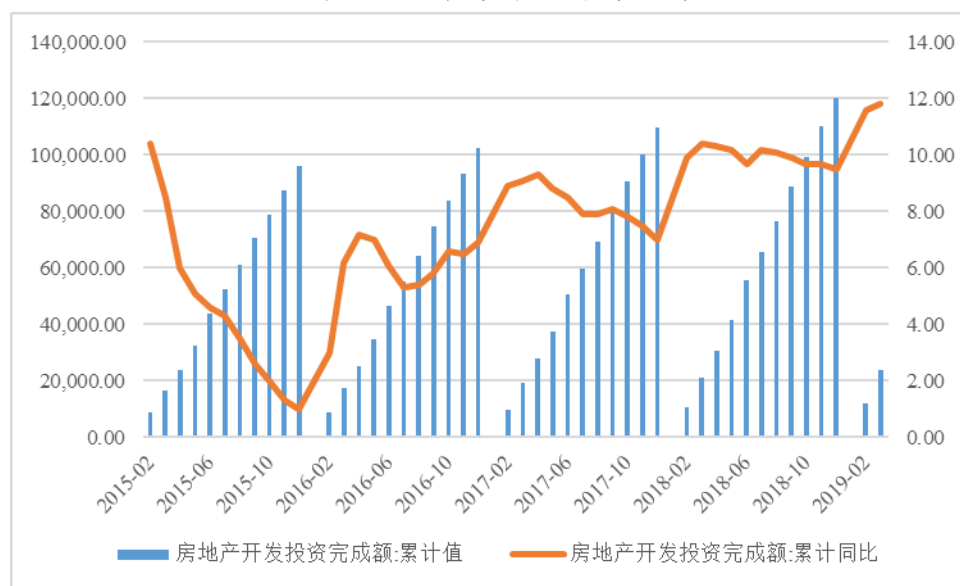
公司主营业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，属于房地产行业。

1. 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、品牌化和规范化运作，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。

从近年房地产行业发展趋势来看,受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施,2016年全国房地产开发投资102,581.00亿元,同比增长6.88%,增速较上年上升5.9个百分点;2017年,我国房地产开发投资109,799.00亿元,同比增长7.04%,受密集调控影响,增速较上年微增0.16个百分点,整体投资热情仍旧较高。2018年,全国房地产开发投资120,263.51亿元,同比增长9.50%,增速较前11月回落0.2个百分点,但仍高于2017年水平,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。2019年1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。

图2 2015-2019年3月全国房地产市场发展情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind

总体看,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。受国家政策导向的影响,房地产投资增速2016年后有所回升,2018年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源,土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大,同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。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行为,加之需求端限购等政策,导致部分房企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。

2016年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降16%外,二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和18个百分点到887元/平方米和26%。整体看,一线市场的高房价使较多房企转战

二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年，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%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；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。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年 1—3 月，土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标均不同程度下降；其中一线城市供求双涨，但高溢价率现象明显减少；二线城市成交量价均降，溢价率较去年同期变化不大；三四线城市供求、成交均价和溢价率均出现较大程度下滑。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。

表 1 2016—2019 年 3 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
推出面积	103,212	111,907	128,440	25,204
同比	-9	8	20	-7
成交面积	85,885	95,036	105,492	20,686
同比	-3	8	14	-14
出让金	29,047	40,623	41,773	8,281
同比	31	38	2	-16
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,176
同比	40	26	-11	-3
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 6 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年至 2019 年一季度房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资

金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降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，上升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%。

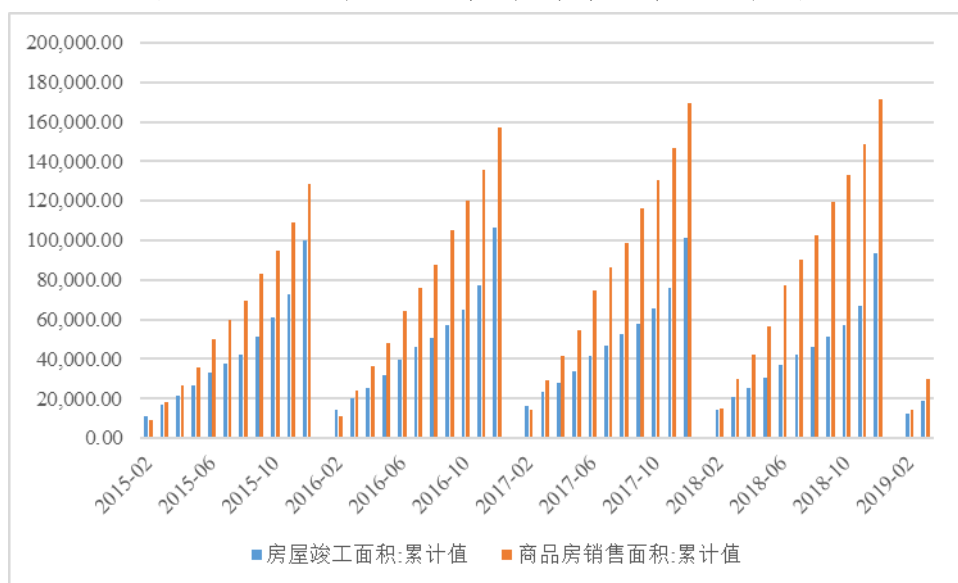
2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。2019年1—3月，房地产开发企业到位资金38,948.00亿元，同比增长5.90%，增速较前两月回升3.8个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率2019年以来连续三月下降，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。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所改善。

（3）市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 3 2015 - 2019 年 3 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）

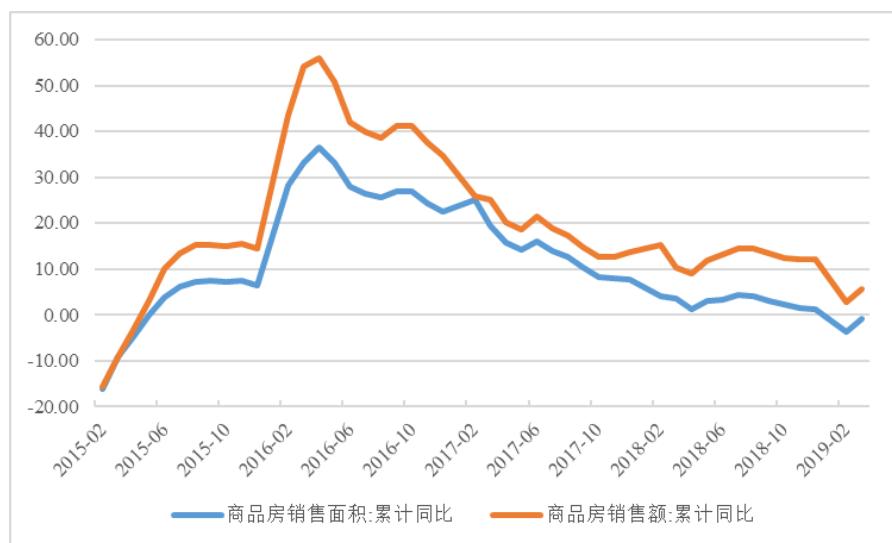


资料来源：Wind

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%，

一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 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 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%。

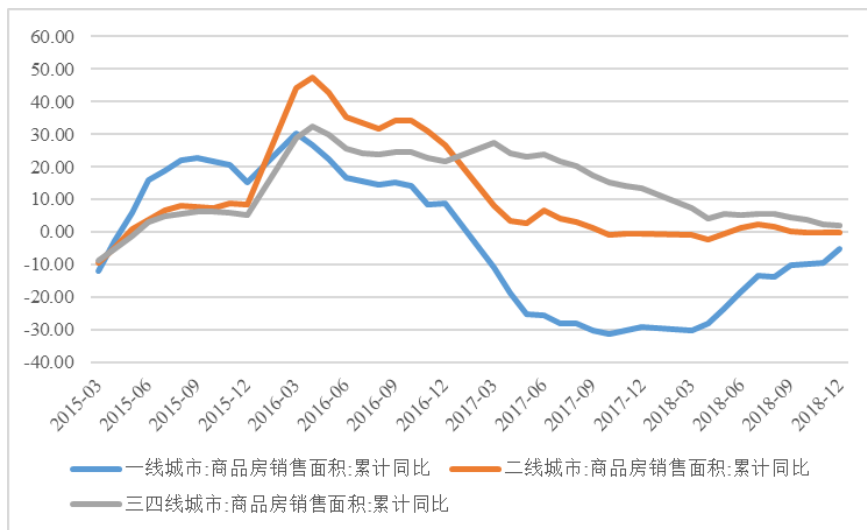
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1—11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

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。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019 年一季度，销售面积增速下滑，但在因城施策的结构性宽松下，一二线城市景气度回升。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

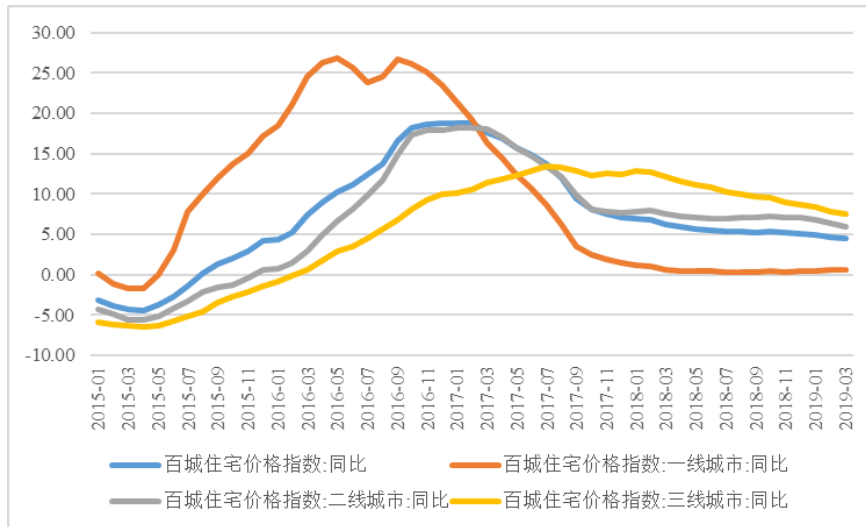
2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年末，百城住宅平均价格为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

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。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

2019 年一季度，百城住宅价格指数同比继续收窄，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年底触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下行。

图 6 2015 - 2019 年 3 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,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;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,三线城市价格增速降缓;2019 年一季度,一线城市价格增速触底回升,二三线城市价格增速继续下探。

3. 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了十多年的黄金时期,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。

2016 年,房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。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分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。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。

表 2 2015 - 2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源: CRIC

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,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 名的房企在

踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 名的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿元门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿元阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海地产
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

资料来源：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

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

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局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”
2017 年 8 月	《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》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	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
2017 年 12 月	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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税法立法

2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	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”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，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，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要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，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。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”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是

“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

中共中央政治局2019年4月19日召开会议，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。”房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，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，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年的两会和4月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项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

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿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。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，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。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面

性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 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年以来，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；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。

(4) 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，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是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。宝龙地产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。宝龙地产以“宝龙”品牌开发的物业项目分布于天津、上海、重庆、福建、江苏、山东、河南、安徽、浙江等省（市），项目主要布局于长三角区域。2017—2019年，宝龙地产在中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心发布的“中国房地产开发企业500强”名单中分别位居第36名、第38名和第38名。截至2018年末，宝龙地产在全国布局114个项目，经营及管理商业广场36家。公司具备房地产开发一级资质；截至2019年3月末，公司累计开发物业面积3,774.14万平方米。

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，是所在城市的大型商业地产项目之一，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强企业及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。

总体看，公司作为宝龙地产在国内最大的经营实体，地产开发运营经验丰富，竞争力较强。

2. 人员素质

公司现有董事3人、监事1人、高级管理人员7人（1人董事兼任），公司核心管理团队从

事相关业务和管理工作经验多年，行业经验丰富。

公司董事长许健康先生，1952年生，自创办宝龙集团发展有限公司，一直从事房地产开发业务，并完成开发多项住宅项目。许健康先生是全国政协委员及澳门特别行政区推委会委员；目前，许健康先生主要负责制定整体策略及投资决策。

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

截至2019年3月末，公司员工7,861人。从岗位结构来看，其中管理人员占6.69%，工程人员占13.79%，销售人员占21.33%，技术人员占6.47%，财务人员占10.31%，营运人员占24.89%，成本管理人员占6.29%，其他辅助人员占10.23%。从学历水平看，大学本科及以上学历占60.79%，大学专科学历占25.17%，大专及以下学历占14.04%。

总体看，公司核心管理团队具有丰富的从业经验，公司员工素质能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《中华人民共和国外资企业法》及有关法律、法令和条例制定了公司章程。公司不设股东会，股东负责决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，董事会成员3人，由股东委派。董事任期3年，任期届满，经股东继续委派可连任。首届董事长由股东委派，任期3年。任期届满，经股东继续委派可连任。董事会负责向股东报告工作，执行股东的决定，决定公司的经营计划和投资方案等。公司不设监事会，设监事1人，由公司股东委派产生。监事对股东负责，监事任期每届3年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人，任期3年，由股东任命产生。公司设总经理1名，首届由公司股东委派，总经理对股东负责，总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案。

总体看，公司治理结构较简单，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

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

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

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

大事项须事先经公司批准。

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

融资管理方面，为规范公司的融资行为、加强融资管理和财务监控，公司制定了融资管理制度。融资管理制度明确了财务部是融资活动的具体实施部门。公司财务部根据公司战略和业务发展的需要，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

公司主要业务为开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等。公司目前为“开发+持有”并存的经营模式，开发的物业主要为商业物业和住宅物业，持有物业为大型商业综合体，能够为公司带来稳定的现金流入。2016—2018年，公司营业收入分别为122.65亿元、145.70亿元和170.17亿元，逐年增长，主要系合并范围逐步扩大，房地产结转规模增加所致；近三年，公司营业利润呈波动增长态势，分别为40.11亿元、64.27亿元和57.24亿元，三年复合增长19.47%，其中2018年同比下降10.93%，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。2016—2018年，公司净利润分别为29.70亿元、49.40亿元和38.43亿元。

表5 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数据
 资料来源：公司审计报告

从收入构成看，出售物业收入是公司营业收入的主要来源，近三年出售物业收入占主营业务收入的比重均在 83%以上。2016—2018 年，受益于合并范围增加，公司出售物业收入逐年增长；公司自持物业稳步发展，租金收入持续增长，年均复合增长 30.69%；酒店收入持续增长，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。2018 年，公司新增土地一级开发收入 9.19 亿元，主要由于奉化项目存在土地一级开发所致；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。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，占公司营业收入比重较小，影响不大。

从毛利率看，由于公司出售物业收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对公司整体毛利率水平影响较大。2016—2018 年，公司出售物业毛利率有所波动，但保持在 37%左右。出租物业方面，公司物业所收取租金分为两部分，一部分为固定租金收入；另一部分为租户营业收入的提成。近三年，公司物业出租毛利率波动上升，由于近年新开业商场较多，前期费用较大、存在一定减、免租期，导致物业出租板块毛利率存在波动。2016 年，公司酒店业务毛利率为-8.71%，主要由于当年 3 家酒店新开业，处于培育期所致；2017 年以来，随着 2016 年新开业的酒店运营逐步成熟，毛利率由负转正，当年酒店业务毛利率为 0.99%；2018 年，酒店业务毛利率 6.67%，未来随着酒店运营逐步进入成熟期，毛利率水平将进一步提升。综上，2016—2018 年，公司整体毛利率水平分别为 37.93%、38.96%和 40.21%，逐年增长。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.11 亿元，其中出售物业收入 35.65 亿元，占营业收入的比例为 88.88%，仍为公司收入和利润的主要来源。从毛利率水平来看，2019 年 1—3 月，公司综合毛利率 38.92%，较 2018 年毛利率小幅回落。

总体看，公司收入主要来源于物业出售和出租；2016—2018 年，公司收入和毛利率逐年提升；2019 年 1—3 月，公司收入和利润同比均有所增长。公司整体盈利能力较好。

2. 业务运营

(1) 房地产开发

土地储备情况

近年来，公司新增项目聚焦长三角。公司在拿地前会做详细的考察、产品定位并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。公司土地一般通过政府招拍挂方式取得，在拿地过程中存在一定的品牌优势。根据公司的开发策略与开发节奏，土地招拍挂成功且缴清土地款获得土地证后，立即办理开工手续。一般在拿地后 3~6 月获得施工许可证进场施工。

2016—2017 年，公司获取土地较为稳健，新增地块数量和土地支出均不大。2018 年，公司继续推进“以上海为中心，深耕长三角”战略，同一控制下并入宝龙置地发展有限公司（以下简称“宝龙置地”）；同时大幅增加土地储备拓展，新购置 29 块土地（权益建筑面积 366.42 万平方米），主要通过招拍挂和收并购方式取得；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，其中温州翡翠天地项目因地理位置处于温州市核心区域，拿地价格较高，其他项目土地成本较合理；具体拿地情况如下表所示。

表 6 2016—2018 年公司土地储备获取情况（单位：元/平方米、万平方米）

时间	项目名称	项目类型	楼面地价	总建筑面积
2016 年	杭州未来科技城	商业	2,260	24.73
	徐州宝龙观邸	住宅	1,640	16.19

	宁波宝龙广场	商业	4,756	14.19
	上海吴泾新项目	商业	5,638	8.16
	镇江宝龙新项目	商住	1,028	24.3
小计		--	--	87.57
2017 年	宁波高新区宝龙广场	商业	2,500	36.00
	无锡新吴宝龙项目	住宅/商办	3,931	32.35
小计		--	--	68.35
2018 年	南京 G71 项目	住宅	13,990.86	21.66
	南京高淳二期	商住	1,883.11	11.79
	徐州丰县北环路项目	商住	599.09	49.07
	镇江润州檀山路项目	商住	6,350.62	18.03
	金华义乌佛堂江滨一期项目	商住	5,933.14	18.54
	宁波宁奉城际铁路金海路站 客运中心项目	商住	2,089.95	18.90
	盐城开发项目	商住	2,041.80	33.49
	金华永康市解放街商住项目	商住	5,872.55	21.85
	淮安清江浦项目	商住	1,153.84	21.67
	宁波鄞州新城区首南项目	商住	6,510.60	36.10
	舟山盐仓项目	商住	3,748.89	6.30
	温州空港新区项目	商住	3,720.62	34.43
	温州翡翠天地	住宅	16,766.36	22.36
	常熟辛庄项目	住宅	5,584.48	13.83
	常熟古里镇项目	住宅	5,528.20	13.32
	宁波余姚北 A-1 地块项目	商住	999.37	7.66
	宁波余姚北 A-2 地块项目	商住	1,030.69	8.31
	宁波宁奉城际铁路金海路站 03-08 地块项目	住宅	4,370.06	5.55
	宁波宁奉城际铁路金海路站 1-18/21 地块项目	住宅	4,504.77	3.42
	嘉兴海宁尖山新区项目	住宅	3,043.54	9.20
	绍兴诸暨城西商务区项目	商住	1,878.97	25.55
	金华义乌国际陆港物流园 1-27 地块项目	商住	3,974.67	14.70
	金华义乌国际陆港物流园 1-34 地块项目	商住	5,629.91	21.15
	漳州龙文蓝田项目	商住	3,603.97	17.81
	宁德福鼎南湾片区 905A 地 块项目	商住	3,028.57	13.64
	宁德福鼎南湾片区 905B 地 块项目	商住	3,325.97	15.21
	泉州晋江新塘园区 P2017-22 地块项目	商住	3,190.24	26.86
	泉州晋江新塘园 2018-20 地 块项目	商住	2,540.96	15.03
	泉州台商投资区项目	商住	3,059.63	48.24
小计		--	--	573.67

注：楼面均价为购地支出/建筑面积
 资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月末，公司剩余土地储备规划建筑面积¹2,017.91 万平方米，从土地储备区域分布看，61.26%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 7 截至 2019 年 3 月末公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

地块名称	剩余土地储备 规划建筑面积	楼面均价	股权比例
上海九亭中心	30.57	4,043.18	33
上海吴泾闵行新城项目	8.29	3,920.39	100
上海杨浦环创中心	17.45	17,077.36	50
上海国展宝龙城	40.65	4,619.93	100
上海宝山宝龙广场	27.04	4,519.23	100
上海龙湖天琅	13.93	1,866.48	50
宁波三江观邸	14.37	7,272.09	41
宁波奉化宝龙世家	11.99	3,110.93	78
宁波奉甬新城	33.28	2,388.82	82
宁波宝龙天地	6.26	1,469.65	82
宁波宝龙世家	12.07	3,305.72	82
宁波宝龙城·天玺	54.69	4,296.95	82
宁波高新宝龙广场	35.09	2,419.49	90
宁波新长岛花园	22.25	8,296.63	41
宁波鄞州宝龙广场	13.38	5,044.84	90
宁波余姚姚北新城项目	23.76	673.40	100
舟山定海宝龙广场	9.13	2,584.88	82
舟山海港城	32.41	2,746.07	41
舟山普陀项目	22.12	5,298.37	50
杭州大江东宝龙广场	26.86	1,163.61	51
杭州东湖城	27.91	1,594.41	50
杭州临安宝龙广场	38.63	3,287.60	82
杭州临安宝龙旭辉城	51.43	3,451.29	41
杭州城西宝龙广场	34.41	1,746.59	100
杭州滨江宝龙城	20.68	4,492.83	100
绍兴宝龙世家	56.76	3,030.30	42
绍兴诸暨项目	36.65	1,309.69	100
金华永康宝龙广场	34.83	3,683.61	29
金华义乌美的宝龙世家	28.53	3,855.59	50
金华义乌陆港新区 27 号地块	20.73	2,817.17	65
金华义乌陆港新区 34 号地块	28.66	4,155.62	35
温州宝龙广场	48.16	2,659.88	100
温州翡翠天地	31.67	4,044.84	13
嘉兴海宁尖山宝龙世家	11.83	2,366.86	100
无锡宝龙世家	43.18	3,177.40	67

¹ 剩余土地储备规划建筑面积为未结转收入面积。

南京江宁金茂悦	29.13	10,401.65	30
南京栖霞区项目	38.81	4,406.08	50
南京高淳龙华生活广场	37.55	1,203.73	100
南通天铂花园	46.92	3,069.05	41
徐州凤凰源著	12.53	3,798.88	33
徐州宝龙观邸	15.48	1,711.89	100
徐州丰县宝龙世家	64.36	456.81	100
盐城城东宝龙广场	47.60	1,425.59	80
苏州太仓宝龙广场	2.21	173.31	100
苏州苏州湾天铂	36.72	6,985.29	50
苏州常熟古里项目	17.40	4,235.63	100
苏州常熟辛庄项目	19.09	4,044.00	50
常州宝龙广场	41.99	40.67	100
淮安宝龙天地	12.09	1,415.47	100
淮安清江浦宝龙世家	27.68	1,300.58	100
镇江宝龙广场	5.29	1,465.80	100
镇江樾府	23.59	4,849.51	34
阜阳宝龙广场	3.02	800.32	51
宁德福鼎宝龙世家	37.82	2,429.93	52
泉州台投星河城	66.89	2,206.61	27
泉州晋江宝龙世家	15.86	1,986.13	23
泉州晋江新塘城南项目	19.33	5,416.45	100
厦门宝龙一城	8.20	1,792.33	100
漳州云景里及宝龙广场	22.73	2,824.46	82
天津北绿地地块	11.00	1,281.82	100
天津北塘九里晴川	26.24	9,756.10	33
天津宝龙城	6.75	702.72	100
天津愉景城	28.85	2,807.63	13
东营宝龙广场	19.19	720.88	100
青岛胶州宝龙大沽河艺术村	13.29	1,524.44	100
烟台海阳宝龙城	26.94	277.57	100
烟台蓬莱宝龙广场	3.30	1,555.04	100
海口环球 100 宝龙城	187.13	1,457.29	21
洛阳宝龙广场	17.95	223.69	100
新乡宝龙广场	45.60	204.59	100
巴中宝龙名邸	8.98	698.08	42
重庆合川宝龙广场	0.75	396.26	100
合计	2,017.91	--	--

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

总体看，公司于 2018 年大幅扩大项目布局，土地储备规模尚可；公司土地储备近六成位于长三角区域，整体拿地成本较合理，但公司位于三、四线城市地区的物业项目面临一定去化风险。

项目开发情况

公司在项目建设开发过程中，主要涉及主体建安工程、项目可行性研究、勘察设计、造价、监理、铝合金、外墙涂料、园林绿化、智能化等工程的招标以及门窗、电梯、空调、配电等设备以及精装修材料的采购等。采购结算方式一般为现金结算、银票结算等。

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

2018 年，公司住宅项目采取“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”。

从项目开发数据看，2016—2018 年，公司新开工面积波动增长，其中 2018 年开发规模大幅增加主要系受宝龙置地纳入合并范围，及 2018 年获取土储增加，公司加快开发所致；公司竣工面积逐年下降，系前期新开工规模下降所致。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；公司期末在建面积 671.40 万平方米，在建规模较大且增长较快，加大了公司项目管理难度。

表 8 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
房屋竣工面积（万平方米）	125.40	85.50	100.56	17.73
期末在建面积（万平方米）	121.00	101.73	587.68	671.40

注：上表 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，公司在建项目已累计完成投资 928.31 亿元，尚需投资额 343.29 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，公司加快扩张，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

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

2016—2018 年，公司协议销售规模呈波动上升的态势，2017 年受上海类住宅销售新规政策影响，协议销售面积由 2016 年的 87.68 万平方米下降至 79.23 万平方米，同比下降 9.64%；2018 年，随着宝龙置地资产注入，在合并范围扩大及公司加快周转力度因素驱动下，当年实现销售面积 268.00 万平方米。从房地产销售均价上看，公司销售均价波动上升，主要系公司房地产所处区域及项目类型不同所致。2017 年，由于售价较高的上海地区项目占比大幅降低，公司协议销售均价降至 1.10 万元/平方米，同比下降 9.18%。2018 年，由于并入宝龙置地的项目中部分售价相对较高，同时受销售项目区位差异影响，当期销售均价大幅增长至 1.45 万元/平方米。受销售面积和均价的影响，近三年公司协议销售金额分为 105.88 亿元、86.89 亿元和 389.84 亿元。

从结转情况看，2016—2018 年公司房地产结转面积和收入波动增长，2017 年结转面积有所下降，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；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，公司实现销售面积 67.36 万平方米，销售金额 101.41 亿元，结转收入 35.65 亿元。

表 9 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：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 10 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	—	1,797.51	1,304.36	889.19

资料来源：公司提供

总体看，2016—2018 年，公司房地产协议销售规模波动增长，2018 年销售增幅明显；公司待售项目部分分布在三线城市，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

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 年末，公司前十大投资性房地产如下表所示，增值率 94.16%，增值率较高。

表 11 截至 2018 年末公司前十大投资性房地产项目情况（单位：万元、%）

项目	成本价值	账面价值	占投资性房地产账面价值比
杭州滨江宝龙广场	22.55	31.62	7.23
厦门宝龙一城	15.83	26.71	6.11
青岛宝龙广场	11.51	24.96	5.71
福州宝龙广场	4.56	19.42	4.44
上海七宝宝龙城	11.94	19.32	4.42
泉州晋江项目	11.26	17.81	4.07
蚌埠宝龙广场	6.57	17.04	3.90
上海宝杨路项目	9.32	15.75	3.60
郑州宝龙广场	4.80	15.59	3.57
盐城宝龙广场	6.01	14.41	3.30
合计	104.36	202.63	46.36

资料来源：公司提供

近三年，公司实现租金收入分别为 5.72 亿元、8.56 亿元和 9.77 亿元，随着新增物业逐步进入成熟期，租金收入逐步增长。单位租金方面，根据各物业所处位置的不同，各项目租金水平存在差异，基本保持在 1.00 元/平方米/天~2.80 元/平方米/天之间。出租率方面，公司大部分商业物业经营良好，出租率持续保持在 75%以上，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，存在免租期导致收入下降所致；2018 年，郑州宝龙广场、烟台莱山宝龙广场租金收入有所下降，主要系当年出租率小幅下降所致。2019 年一季度，公司共实现物业出租收入 2.52 亿元。

表 12 公司物业出租情况明细（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
泰安宝龙广场	4.95	82.00	490.10	429.87	107.47
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
无锡宝龙广场	10.63	89.00	2,805.48	3,172.61	793.15
宿迁宝龙广场	12.06	100.00	6,096.50	6,979.77	1,744.94
新乡宝龙广场	9.03	100.00	3,735.59	4,134.35	1,033.59
盐城宝龙广场	13.51	86.00	5,353.99	5,719.27	1,429.82
常州宝龙广场	6.34	95.00	3,194.55	3,485.07	871.27
青岛即墨宝龙广场	12.19	80.00	2,287.11	2,342.42	585.61

重庆宝龙广场	7.40	95.00	1,687.94	1,621.20	405.30
晋江宝龙广场	9.98	89.00	2,622.14	3,584.25	896.06
上海曹路宝龙广场	3.19	100.00	1,534.37	1,455.87	363.97
镇江宝龙广场	6.94	93.00	1,951.40	2,239.19	559.80
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
烟台莱山宝龙广场	3.21	95.00	745.11	331.01	82.75
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
福建安溪宝龙广场	6.00	96.00	2,959.87	3,493.30	873.33
上海吴泾宝龙广场	2.47	92.00	495.02	1,162.17	290.54
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
杭州富阳宝龙广场	2.20	93.00	361.93	561.43	140.36
青岛胶州宝龙广场	6.80	92.00	1,670.98	2,187.25	546.81
上海青浦宝龙广场	6.10	98.00	--	1,290.37	425.16
厦门宝龙一城	12.54	99.00	--	3,501.87	1,372.34
其他	--	--	2,529.04	659.09	321.51
合计	253.95	--	85,595.04	97,713.22	25,184.48

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，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；同时部分自持物业租金收入有所下降，自持物业评估增值较高。

（3）酒店经营

截至 2018 年底，公司已运营酒店中有 9 家国际品牌酒店及 7 家自创品牌连锁酒店，可以满足不同档次的市场需求。2018 年，公司酒店营业收入 5.34 亿元，同比增长 18.93%，主要系公司 2017 年下半年开业酒店 2018 年全年计算收入以及增加 2018 年 5 月新开业酒店收入所致。2018 年公司酒店运营情况如下表所示。

表13 2018年公司酒店运营业务明细情况（单位：万元、间）

酒店名称	星级	开业日期	客房数量	2018 年收入
上海宝龙艾美酒店	国际品牌	2016/10/1	241	12,069.74
太仓宝龙福朋酒店	国际品牌	2010/7/1	446	8,895.13
泰安宝龙福朋酒店	国际品牌	2010/12/1	300	4,975.26
青岛宝龙福朋酒店	国际品牌	2011/2/1	303	7,058.40
海阳雅乐轩酒店	国际品牌	2011/7/1	145	149.87
上海宝龙丽笙酒店	国际品牌	2015/12/1	196	4,562.58
重庆宝龙戴斯酒店	国际品牌	2015/12/1	253	2,041.42
上海宝龙丽筠酒店	国际品牌	2016/5/1	226	3,916.61
盐城雅乐轩酒店	国际品牌	2013/12/28	299	3,238.44
蓬莱宝龙客栈	自主品牌	2015/5/1	202	3.38
安溪宝龙艺筑酒店	自主品牌	2015/9/1	98	760.88

淮安艺悦酒店	自主品牌	2017/8/18	92	431.56
杭州滨江艺珺酒店	自主品牌	2017/5/4	175	1,211.55
瑞胜艺珺酒店（临港艺悦）	自主品牌	2017/11/28	184	1,099.30
上海吴泾艺悦酒店	自主品牌	2018/3/21	210	1,090.75
富阳艺悦酒店	自主品牌	2017/10/16	154	779.06
其他	--	--	--	0.07
合计	--	--	3,524	52,284.01

注：1. 公司酒店收入中包含部分来自酒店的餐饮收入；2. 公司酒店一般不挂星，但是以星级标准建造
 资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司酒店平均客房单价逐年下降，主要系新开业的自创品牌酒店客房均价相对较低所致；由于公司酒店地理位置较好，公司酒店平均入住率相对较高，受新开业酒店培育期影响，入住率有所下降，但 2016—2018 年均保持在 80%以上；2018 年酒店平均入住率约为 80%。2019 年 1—3 月，公司实现酒店收入 1.28 亿元，平均客房单价较上年有所增长，入住率与 2018 年持平。

表 14 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月公司酒店运营情况

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
平均客房单价（元/天/间）	462	427	423	465
入住率（%）	86	83	80	80

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店可满足不同档次需求，酒店运营情况良好，酒店业务对公司收入形成补充。

3. 经营效率

2016—2018 年，公司流动资产周转率分别为 0.45 次、0.43 次和 0.32 次，总资产周转率分别为 0.21 次、0.20 次和 0.17 次，存货周转率分别为 0.46 次、0.48 次和 0.33 次，均呈下降趋势，主要系合并范围扩大及拿地规模增加，但结转收入尚未释放所致。

从同行业上市公司比较情况看，公司流动资产周转率和存货周转率处于行业偏上水平，总资产周转率处于较低水平。具体数据如下表所示。

表15 2018年房地产开发类公司经营效率指标（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
阳光城	0.31	0.26	0.24
新城控股	0.31	0.27	0.21
招商蛇口	0.28	0.28	0.23
世茂股份	0.27	0.32	0.21
宝龙实业	0.35	0.36	0.18

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

整体看，公司经营效率尚可。

4. 重大事项

股东增资

2016 年 12 月 20 日，公司股东宝龙地产（香港）做出增加注册资本及调整投资总额的书面决

定：公司注册资本由 18.11 亿元增加至 41.84 亿元。宝龙地产（香港）以其直接持有的 15 家公司股权进行增资，其中包括烟台宝龙体育置业有限公司、常州宝龙置业发展有限公司、重庆宝龙长润置业发展有限公司、盐城宝龙置业发展有限公司等。截至 2018 年底，实收资本已全部到位，相关手续已办理完成。

股权置换

2018 年 6 月，公司全资子公司骏通发展有限公司（以下简称“骏通发展”）向公司间接控股股东宝龙地产（维京）控股有限公司（以下简称“宝龙地产维京”）发行 32.17 万股新股，用于置换宝龙地产维京所持有的宝龙（维京）IV 有限公司 82%的股权。本次子公司资产置换前，公司持有骏通发展 100%的股权，宝龙地产维京持有宝龙（维京）IV 有限公司 82%的股权；本次子公司资产置换完成后，公司持有骏通发展 61%的股权，仍为公司并表子公司，宝龙地产维京持有骏通发展 39%的股权；同时，骏通发展持有宝龙（维京）IV 有限公司 82%的股权，宝龙（维京）IV 有限公司连同其全资子公司宝龙置地纳入骏通发展合并报表范围，进而并入公司合并报表范围。

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

总体看，公司股东增资和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。

5. 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。

6. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并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结论。公司 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。公司财务报表根据《企业会计准则》及其他相关规定编制。从合并范围变化上看，2017 年公司新设子公司 16 家，同一控制下合并增加子公司 1 家，非同一控制下的合并增加子公司 3 家，减少子公司 5 家；2018 年，公司非同一控制下合并增加子公司 14 家，同一控制下合并增加子公司 1 家，新设立子公司 39 家，减少子公司 1 家；2019 年 1—3 月，公司纳入合并范围子公司较年初无变化。公司合并范围变化较大，为保证可比性，本报告 2016 年末和 2017 年末财务数据分别采用 2017 年和 2018 年审计报告年初数据。

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。

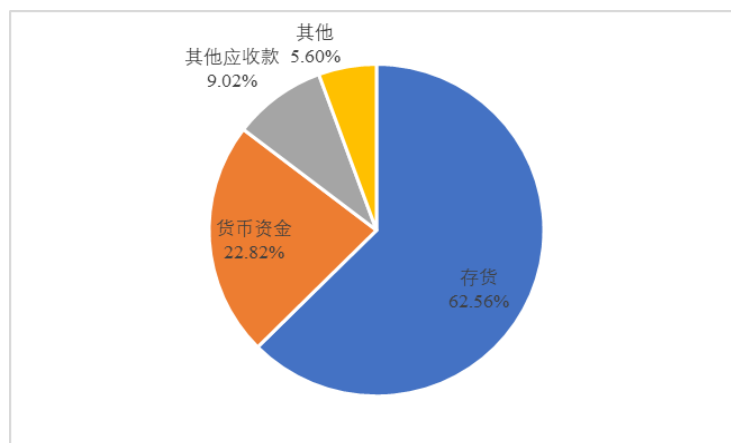
2. 资产质量

受公司同一控制下企业合并以及开发规模增加，公司资产规模逐年大幅增长，2016—2018 年，公司资产总额年均复合增长 37.12%。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%，非流动资产占 43.56%，公司资产结构转变为以流动资产为主。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年快速增长，年均复合增长 52.67%。截至 2018 年末，公司流动资产 665.52 亿元，较年初增长 67.20%，主要系存货和货币资金增长所致。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。

图7 截至2018年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司货币资金逐年增长，三年复合增长34.61%。截至2018年末，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。

2016—2018年，公司其他应收款逐年快速上升，年复合增长99.46%。截至2018年末，公司其他应收款60.02亿元，较年初增长69.32%，主要系公司合并范围增加，联合营和同一控制下关联方往来款增加所致，前五大合计占39.70%。

2016—2018年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长61.70%。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

2016—2018年，公司非流动资产年均复合增长22.62%，主要系投资性房地产增加所致。截至2018年末，公司非流动资产合计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。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2016—2018年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长21.67%。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%，主要系合并范围增加、在建自持商业投入增加以及评估增值所致。截至2018年末，公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为300.29亿元，占比68.70%，受限比例高；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。

公司固定资产主要由酒店资产构成为主，2016—2018年，公司固定资产稳步增长，年均复合增长21.25%。截至2018年末，公司固定资产账面价值33.44亿元，较年初增长3.00%，变动不大。截至2018年末，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占89.72%）构成，固定资产累计计提折旧8.88亿元，成新率79.02%，成新率较高。从受限情况看，受限固定资产账面价值合计为17.58亿元，受限比例为52.55%，受限比例较高，受限固定资产主要作为借款的抵押物。

截至2018年末，公司所有权或使用权受限资产情况如下表所示，受限资产占资产总额的比重为47.46%，受限资产占比较大。

表16 截至2018年末宝龙实业受限资产明细情况（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月末，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，受合并范围增加及开发规模扩大影响，公司近三年资产规模增长较快，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。

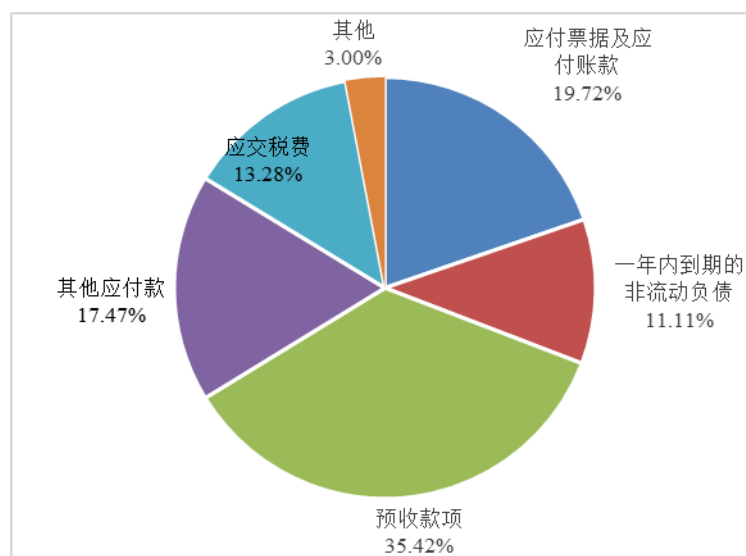
3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018年，公司负债总额持续增长，年均复合增长50.06%。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。

2016—2018年，公司流动负债逐年快速增长，年均复合增长64.81%。截至2018年末，公司流动负债508.32亿元，较年初增长71.41%，主要系预收款项增加所致。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。

图8 截至2018年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

公司应付账款主要为应付建筑工程款。2016—2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 79.45%。截至 2018 年末，公司应付账款账面价值 100.18 亿元，较年初增长 32.77%，主要系在建项目规模扩大所致。

2016—2018 年，公司预收款项呈上升趋势，年均复合增长 134.71%。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 年加快存货周转，协议销售额大幅增加所致。

2016—2018 年，公司应交税费呈逐年增长趋势，年均复合增长 36.40%。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。

公司其他应付款主要为关联企业之间的资金往来。2016—2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 42.97%。截至 2017 年末，公司其他应付款账面价值 90.81 亿元，较年初增长 108.98%，主要系合并范围变化所致。截至 2018 年末，公司其他应付款账面价值 88.82 亿元，较年初减少 2.19%，主要系应付第三方往来款减少所致。公司按款项性质列示的其他应付款 78.78 亿元，其中应付关联方款项 42.10 亿元、应付第三方往来款项 31.24 亿元（少数股东往来款 20.29 亿元）、押金及保证金 5.14 亿元。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 69.54%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 56.48 亿元，较年初大幅增长 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%，一年内到期应付债券占 25.48%。

2016—2018 年，公司非流动负债规模逐年增加，年均复合增长 31.82%。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。

2016—2018 年，随着公司项目开发规模增长，公司融资需求逐步增加，长期借款三年复合增长 59.80%。截至 2018 年末，公司长期借款 184.38 亿元，较年初增长 52.59%。从长期借款分布期限看，2021 年到期 102.39 亿元，存在一定集中性。

2016—2018 年，公司应付债券规模逐年下降，近三年分别为 61.58 亿元、51.58 亿元和 50.52 亿元，主要系部分债券于一年内到期或回售转入一年内到期非流动负债所致。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。

2016—2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 29.19%，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，公司递延所得税负债 58.75 亿元，较年初增长 30.80%。

2016—2018 年，公司全部债务规模呈逐年快速增长趋势，年均复合增长 35.20%，主要系长期借款增加所致。截至 2018 年末，公司全部债务合计 306.10 亿元，较年初增长 44.09%，其中短期债务占 23.26%、长期债务占 76.74%，以长期债务为主。近三年，随着公司规模扩大，对融资需求的增加，公司资产负债率和债务比率均呈上升趋势，公司资产负债率分别为 56.79%、59.99%和 68.02%，全部债务资本化率分别为 38.20%、38.26%和 44.80%，长期债务资本化比率分别为 33.06%和 33.47%和 38.38%。总体看，公司债务水平随着公司规模扩大而增加，但债务负担仍在合理范围内。

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 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，随着地产开发项目逐步增加，公司债务规模快速增长，债务负担尚可，但 2021 年存在较大偿付压力。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 17.97%，主要系利润滚存、增资扩股和合作开发项目增加带来的少数股东权益增加所致。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%，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，主要系控股股东对公司进行增资所致。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

2016—2018 年，公司营业收入分别为 122.65 亿元、145.70 亿元和 170.17 亿元，年均复合增长 17.79%，主要系房地产结转收入及合并范围增加综合所致。同期，公司营业成本与营业收入增长趋势一致，年均复合增长 15.61%。2016—2018 年，公司营业利润呈波动增长态势，分别为 40.11 亿元、64.27 亿元和 57.24 亿元，2017 年营业利润增长主要系合并范围增加所致；2018 年营业利润同比下降 10.93%，主要系费用上升和公允价值变动收益减少所致。近三年，公司净利润分别为 29.70 亿元、49.40 亿元和 38.43 亿元。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 56.40%，主要系经营规模扩大所致。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%。2016—2018 年，公司销售费用年均复合增长 52.33%，主要系签约销售规模大幅增长导致营销支出增加所致；管理费用年均复合增长 54.01%，主要系公司在建项目数量及规模扩大所致；公司财务费用波动较大，2017 年同比下降 78.09%，主要系产生汇兑收益所致，2018 年同比大幅增长 15.19 倍，主要系利息支出增加的同时，产生汇兑损失所致。

从利润构成来看，2016—2018 年，公司公允价值变动收益分别为 13.74 亿元、29.11 亿元和 24.52 亿元，占当年营业利润比重分别为 34.26%、45.29%和 42.83%，占比波动上升，处于较高水平，投资性房地产的增值对利润贡献较大。

从盈利指标来看，近三年，公司营业利润率分别为 28.54%、31.34%和 30.84%，和营业利润变化趋势一致；总资产报酬率分别为 7.22%、8.93%和 5.76%，总资本收益率分别为 8.62%、10.46%

和 6.81%，净资产收益率分别为 12.03%、16.10%和 10.68%，均呈波动下降态势，主要系公司资产、债务和所有者权益规模均增长，而利润规模有所波动所致。从同行业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 17 2018 年公司与房地产行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
阳光城	26.06	2.83	14.33
新城控股	36.69	6.26	41.05
招商蛇口	39.49	7.52	21.13
世茂股份	44.56	6.80	10.58
宝龙实业	40.21	6.02	9.83

注：上述指标均源自 Wind，与联合评级在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

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，2016—2018 年，公司营业收入稳步增长，但 2018 年度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，2016—2018 年，宝龙实业经营活动现金流入分别为 118.52 亿元、183.89 亿元和 327.87 亿元，年均复合增长 66.33%，主要系公司签约销售金额增加所致；公司经营活动现金流出分别为 92.92 亿元、159.57 亿元和 302.26 亿元，年均复合增长 80.36%，主要系购地支出、工程建设支出和往来款支出增加所致；公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与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。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 25.60 亿元、24.32 亿元和 25.62 亿元，净流入规模较稳定。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 16.42 亿元、14.94 亿元和 27.19 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 28.69%，主要系从关联方收回资金变化所致；其中收到其他与投资活动有关的现金分别为 16.21 亿元、13.78 亿元和 23.61 亿元。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 44.22 亿元、27.12 亿元和 73.71 亿元，年均复合增长 29.12%，主要系酒店、自持物业投资波动增加以及对联、合营企业投资所致。2016—2018 年，宝龙实业支付其他与投资活动有关的现金分别为 7.50 亿元、7.57 亿元和 27.18 亿元，主要系合作项目增多，对合作项目的股东借款增加所致。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.80 亿元、-12.18 亿元和-46.53 亿元，呈净流出状态且规模波动扩大。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 172.90 亿元、108.29 亿元和 170.39 亿元，随着公司借款和发行债券规模有所波动；筹资活动现金流出分别为 144.41 亿元、104.79 亿元和 102.38 亿元，主要系偿还债务和关联方借款综合变动所致。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 28.49 亿元、3.50 亿元和 68.02 亿元，均为净流入状态。

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，2016—2018 年，公司经营活动现金流持续净流入，但投资活动现金流净流出且呈扩大趋势，同时考虑公司目前在建规模，仍面临一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.53 倍、1.34 倍和 1.31 倍，速动比率分别为 0.67 倍、0.64 倍和 0.49 倍，逐年下降主要系关联方其他应付款和预收款项增长所致；近三年，公司现金短期债务比分别为 2.49 倍、2.42 倍和 2.13 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率较年初变化不大，现金短期债务比 1.74 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍较高。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，近三年，公司 EBITDA 分别为 43.12 亿元、67.90 亿元和 60.78 亿元，主要来自利润总额的变动。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 90.30%）构成。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.64 倍、5.60 倍和 3.34 倍，对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.26 倍、0.32 倍和 0.20 倍，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 24.85 亿元，占期末公司净资产的 6.66%，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逐步实现销售，以及公司自持商业物业能带来较为稳定现金流，公司整体偿债能力很强。

八、本次（期）公司债券偿还能力分析

1. 本次（期）债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月末，公司全部债务为 339.87 亿元，将永续债券（2.46 亿元）认定为长期债务后的全部债务总额 342.33 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 50.00 亿元（含 50.00 亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度对公司债务水平有一定影响。

以 2019 年 3 月末的财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 50.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.45%、51.10%和 44.43%，分别较发行前上升了 1.22 个百分点、3.43 个百分点和 4.47 个百分点，债务负担有所增加，仍处于合理水平。假设本期债券募集资金净额为 12.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.53%、48.54%和 41.10%，较发行前分别上升了 0.30 个百分点、0.87 个百分点和 1.14 个百分点。

2. 本次（期）债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 60.78 亿元，为本次债券发行额度（50.00 亿元）的 1.22 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入 327.87 亿元，为本次债券发行额度（50.00 亿元）的 6.56 倍，公司经营活动现金流入量对本

次债券覆盖程度较好。

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 60.78 亿元，为本期债券发行额度（12.00 亿元）的 5.07 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2018 年经营活动产生的现金流入 327.87 亿元，为本期债券发行额度（12.00 亿元）的 27.32 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、房地产项目所处区域、品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，未来随着公司在建项目逐步销售，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很强。

九、综合评价

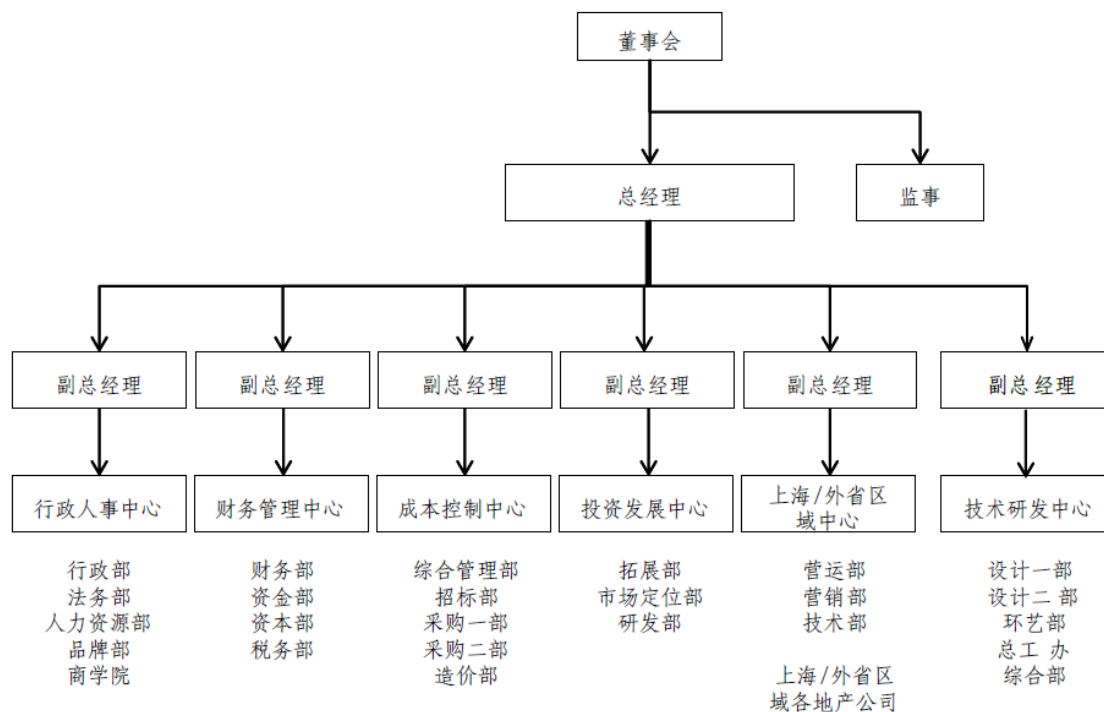
公司作为香港上市公司宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势；公司 2018 年开发规模和协议销售金额大幅增长，公司货币资金较充裕，现金类资产对短期债务的保障程度较高。同时，联合评级也关注到房地产行业调控未完全放松、在建项目增多使得项目及资金管理难度加大、投资物业公允价值变动收益对利润贡献较大以及受限资产规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016 年，公司控股股东以股权作价增资，以及 2018 年公司同一控制下合并置入资产，公司资本实力和项目体量得到增强。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；随着公司项目陆续开发和销售，公司有望保持良好竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，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（集团）有限公司

组织结构图



附件 2 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
经营现金流流动负债比率（%）	13.68	8.20	5.04	0.82
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.86	1.36	1.22	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.59	5.66	5.07	--

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 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

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 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 销售费用 + 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(期)公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次(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 / 本次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 / 本次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（集团）有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）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（集团）有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海宝龙实业发展（集团）有限公司应按联合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（集团）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（集团）有限公司的相关状况，如发现上海宝龙实业发展（集团）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（集团）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，可公布信用等级暂时失效，直至上海宝龙实业发展（集团）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（集团）有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年七月二十五日