信用评级公告

联合〔2021〕3427 号

联合资信评估股份有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 宝龙 MTN002”和“20 宝龙 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年五月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

上海宝龙实业发展（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	AA^+	稳定	AA^+	稳定
19 宝龙 MTN002	AA^+	稳定	AA^+	稳定
20 宝龙 MTN001	AA^+	稳定	AA^+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 宝龙 MTN002	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/06/26
20 宝龙 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/08/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；19 宝龙 MTN002 为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回行权日

评级时间：2021 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内最大的房地产经营实体，经营商业地产时间较长，商业运营经验丰富。跟踪期内，公司继续深耕长三角，住宅项目区域分布较好，公司 2020 年销售规模及自持物业租金收入均保持增长，整体经营情况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司三四线城市商业资产流动性偏弱、在建项目增多加大了项目及资金管理难度、合作开发增加较快以及资产受限比例较高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在手项目资源较丰富，随着公司项目陆续开发和销售，以及自持物业逐步开业和运营成熟，销售规模和租金收入有望保持增长态势，公司将保持良好竞争力。

综上，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 宝龙 MTN002”和“20 宝龙 MTN001”的债项信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. **商业地产开发经验丰富，具有一定品牌知名度。**宝龙地产具有多年商业地产开发经验，并连续多年获得“中国商业地产公司品牌价值 TOP10”荣誉，“宝龙”系列品牌在业内具有一定的知名度。
2. **住宅项目区域分布较好。**截至 2020 年底，公司全口径土地储备中超过七成分布于长三角区域，住宅项目区域分布相对较好。
3. **销售规模和租金收入保持增长。**2020 年，公司物业销售规模和租金收入规模进一步扩大，协议销售面积和销售金额分别同比增长 34.87%和 28.26%，租金收入同比增长 26.23%。

关注

1. **商业资产流动性偏弱。**公司业态中商业占比较高且部分位于三四线城市，整体去化较慢；而且公司持有部分商业用于运营，资金回收较慢。

分析师： 卢瑞　王彦
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

2. **在建项目面临一定资金支出压力。**公司近年扩张较快，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；同时公司资产相对偏重，需关注业务扩张带来的风险。
3. **合作开发增加较快，资产受限比例较高。**公司近年来合作开发增加较快，带动少数股东权益快速增长，较多的联合营项目对资金存在一定占用；截至 2020 年底，公司受限资产占 36.84%，资产受限比例较高；公司投资性房地产公允价值变动收益对利润仍有一定影响，但其评估值易受市场波动影响，存在一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	151.88	170.48	197.51	158.45
资产总额（亿元）	1,179.07	1,520.41	1,751.21	1,799.71
所有者权益（亿元）	377.09	441.34	526.69	536.58
短期债务（亿元）	71.20	83.35	117.57	110.55
长期债务（亿元）	234.90	267.78	290.49	280.28
全部债务（亿元）	306.10	351.12	408.05	390.84
营业收入（亿元）	170.17	248.46	338.50	64.18
利润总额（亿元）	54.89	90.06	111.58	11.85
EBITDA（亿元）	60.78	96.74	119.46	--
经营性净现金流（亿元）	25.62	54.45	23.32	-10.05
营业利润率（%）	30.84	31.97	32.12	31.59
净资产收益率（%）	10.19	15.23	16.16	--
资产负债率（%）	68.02	70.97	69.92	70.19
全部债务资本化比率（%）	44.80	44.31	43.65	42.14
流动比率（%）	130.93	123.91	124.41	122.37
经营现金流动负债比（%）	5.04	7.26	2.68	--
现金短期债务比（倍）	2.13	2.05	1.68	1.43
EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	4.12	3.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.04	3.63	3.42	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	329.22	347.40	420.92	402.14
所有者权益（亿元）	194.98	199.49	197.19	195.26
全部债务（亿元）	72.51	116.18	137.30	103.74
营业收入（亿元）	6.39	5.59	4.13	0.66
利润总额（亿元）	14.71	0.22	21.13	-1.93
资产负债率（%）	40.78	42.58	53.15	51.44
全部债务资本化比率（%）	27.11	36.80	41.05	34.70
流动比率（%）	177.27	197.26	154.13	144.22
经营现金流动负债比（%）	-26.79	1.74	15.96	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司及母公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 宝龙 02	AA+	AA+	稳定	2021/02/26	卢瑞 韩家麒	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
21 宝龙 01	AA+	AA+	稳定	2020/12/21	卢瑞 王彦	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 宝龙 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/08/07	韩家麒 杨栋	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 宝龙 MTN002	AA+	AA+	稳定	2020/06/30	韩家麒 杨栋 程真	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 宝龙 04	AA+	AA+	稳定	2020/06/17	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
16 宝龙 03 19 宝龙 G1 20 宝龙 01 20 宝龙 02	AA+	AA+	稳定	2020/06/17	卢瑞 赵兮	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
20 宝龙 02	AA+	AA+	稳定	2020/03/10	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
20 宝龙 01	AA+	AA+	稳定	2020/01/10	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 宝龙 G1	AA+	AA+	稳定	2019/07/25	冯磊 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 宝龙 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019/06/11	杨栋 韩家麒	房地产行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
16 宝龙 03	AA+	AA+	稳定	2016/08/18	冯磊 王进取	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

上海宝龙实业发展（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝龙实业）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“宝龙实业”或“公司”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）出资组建的外商独资企业，公司初始注册资本为人民币 1,500.00 万元，均由宝龙地产香港出资。

2016 年 10 月，宝龙地产香港以股权作价对公司增资；2016 年 12 月，宝龙地产香港作出增加注册资本及调整投资总额的股东决定，以其直接持有的 15 家子公司股权进行出资。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产香港持有公司 100%股权，公司实际控制人为许健康。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。截至 2020 年底，公司纳入合并报表范围的主要子公司共 299 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1,751.21 亿元，所有者权益 526.69 亿元（含少数股东权益 153.84 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 338.50 亿元，利润总额 111.58 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1,799.71 亿元，所有者权益 536.58 亿元（含少数股东权益 158.76 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 64.18 亿元，利润总额 11.85 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按照指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
16 宝龙 03	8.00	0.11	2016-08-24	5（2+2+1）
19 宝龙 G1	10.70	10.70	2019-11-20	5（2+2+1）
20 宝龙 01	9.30	9.30	2020-01-20	5（2+2+1）
20 宝龙 02	15.00	15.00	2020-03-20	3（2+1）
20 宝龙 04	10.00	10.00	2020-08-07	3（2+1）
21 宝龙 01	10.00	10.00	2021-01-11	5（2+2+1）
21 宝龙 02	15.00	15.00	2021-04-16	5（2+2+1）
19 宝龙 MTN002	5.00	5.00	2019-06-26	3（3+N）
20 宝龙 MTN001	10.00	10.00	2020-08-27	3（2+1）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%

和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格

指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷

款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年我国GDP增速将达到8.50%左右。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，同比下降1.10%；

土地成交价款 1.73 万亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合 计	**165,962.89**	**100.00**	**178,608.59**	**100.00**	**193,114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

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

高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表5。

表5　2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，宝龙地产香港仍为公司唯一股东，许健康仍为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司地产开发经验丰富，产品业态及产品线多样，具有较强的行业竞争力。

公司具备房地产开发一级资质，是宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产自成立之初就专注开发运营综合性商业地产项目，是中国首家在港上市的商业地产企业，商业地产开发运营经验丰富。公司产品系列包括住宅、商场、办公楼、酒店等多种业态，商业广场主要涵盖宝龙一城、宝龙城、宝龙广场三大产品系列，住宅项目涵盖刚需、改善、别墅等产品线。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2019－2021年发布的“中国房地产开发企业500强”名单中均位居第38名，在“商业地产综合实力50强”中均位居第6名。宝龙地产连续10年获国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院颁发的“中国商业地产公司品牌价值TOP10”荣誉。截至2020年底，宝龙地产在全国布局193个项目，主要分布在长三角区域（141个），经营及管理商业广场54家。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：91310000550074354L），截至2021年4月8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3,500万元，该笔款项于2011年3月4日正常结清，形成关注主要系借款银行系统对公司报表进行评级所致。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司整体管理层变动不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司监事和财务总监发生变更，

主要管理制度连续，管理运作正常。2021年1月，公司监事由施思妮变更为廖明舜，廖明舜不再担任公司副总经理、财务总监，贺旭光任公司副总经理、财务总监。

贺旭光，1975年生，博士学位，CFA、CPA、CTA、造价工程师。贺旭光先生曾在雨润控股集团有限公司担任地产财务，2010年加入公司，于2021年1月任公司副总经理、财务总监。

.

八、经营分析

1. 经营概况

公司 2020 年收入和利润保持较快增长，综合毛利率较稳定。

受益于公司前期销售项目交付规模增加，公司 2020 年营业收入同比增长 36.24%，利润总额 111.58 亿元，同比增长 23.90%。

2020 年，公司业务构成较上年变化不大，出售物业收入仍为公司最重要的收入来源，且占比有所提升。2020 年，公司出售物业收入同比增长 45.11%，主要系交付楼盘增加所致；出租物业收入同比增长 26.23%，主要系新开业商场及在营业商场经营提升所致；酒店收入同比下降 26.86%，主要系受疫情影响所致；土地一级开发收入同比下降 48.13%，主要系本年返还给政府的土地面积下降所致。

受房地产市场及政策影响，公司 2020 年出售物业毛利率同比小幅下降；出租物业毛利率同比变化不大；酒店业务因疫情影响出现亏损；土地一级开发业务毛利率同比提升 13.04 个百分点，主要系返还的土地价格上升所致；其他业务毛利率同比大幅提升主要系毛利率较高的管理咨询收入占比提升所致。综上，公司 2020 年综合毛利率同比小幅下滑 0.86 个百分点，较为稳定。

2021 年 1－3 月，公司营业收入 64.18 亿元，同比增长 68.32%；利润总额 11.85 亿元，同比增长 46.86%；综合毛利率 37.56%，变化不大。

表 6 2018－2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	142.00	83.45	37.88	211.67	85.19	37.12	307.16	90.74	34.71
出租物业收入	9.77	5.74	82.70	11.36	4.57	81.41	14.34	4.24	82.43
酒店收入	5.23	3.07	6.67	4.58	1.84	8.32	3.35	0.99	-24.08
土地一级开发	9.19	5.40	30.47	14.19	5.71	39.03	7.36	2.17	52.07
其他收入	3.98	2.34	85.71	6.66	2.68	23.67	6.29	1.86	87.51
合计	**170.17**	**100.00**	**40.21**	**248.46**	**100.00**	**38.37**	**338.50**	**100.00**	**37.51**

注：尾数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务情况

（1）土地储备

2020 年，公司继续加大在长三角区域土地投资，整体土地储备规模尚可，住宅项目区域分布相对较好；但三四线城市的商业项目租售情况需关注。

2020 年，公司加强在长三角及大湾区土地布局，并新进入武汉、南昌等中部省会城市，新增项目地上计容总建筑面积同比增长 24.85%；新增项目权益比例为 78.27%，地块性质多数为商业/住宅和住宅，个别为商业。公司 2020 年拿地成本较上年有所提升，主要系南京、无锡、厦门等城市拿地价格较高所致。从区域分布看，公司新增土地计容总建筑面积中，长三角区域（南京、上海、宁波、无锡、扬州、台州、温州、绍兴、金华、徐州、湖州）占 64.02%，中西部区域（南昌、武汉和景德镇）占 17.90%，海西经济区（厦门、福州、漳州、南平）占 13.28%，大湾区（珠海）占 4.80%，整体区域分布较好。

表 7　2018－2020 年公司土地购置情况

（单位：万平方米、元/平方米）

年份	新增面积	权益建筑面积	楼面均价
2018 年	573.67	366.42	4,340
2019 年	648.23	353.79	5,173
2020 年	809.32	633.46	5,302

注：新增面积为地上计容总建筑面积

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司全口径土地储备总建筑面积（未结转收入口径）为 3,177.01 万平方米（权益占比 61.71%），土地储备规模尚可。从区域分布看，公司土地储备主要分布于长三角（占 71.09%）及其他区域经济较为发达的二三线城市，整体住宅项目区域分布相对较好，但部分城市商业环境一般，公司商业项目存在一定租售不达预期风险。根据公司“1+1+N”发展战略，土地拓展将重点布局长三角与粤港澳大湾区，同时兼顾其他机会型优质地区。

表 8　截至 2020 年底公司土地储备情况

（单位：万平方米、%）

区域	省/直辖市	城市	土地储备	占比
长三角	浙江省	杭州	246.13	7.75
		湖州	38.45	1.21
		嘉兴	7.96	0.25
		金华	238.11	7.49
		宁波	374.15	11.78
		绍兴	191.11	6.02
		台州	146.90	4.62
		温州	152.30	4.79
		舟山	79.11	2.49
	江苏省	常州	77.43	2.44
		淮安	9.45	0.30
		南京	183.97	5.79
		南通	20.09	0.63
		苏州	53.94	1.70
		泰安	29.62	0.93
		无锡	121.68	3.83
		徐州	166.33	5.24
		盐城	43.66	1.37
		镇江	23.60	0.74
	上海市	上海	54.64	1.72
海南	海南省	海口	196.55	6.19
环渤海	山东省	青岛	67.97	2.14
		东营	19.19	0.60
	天津市	天津	65.86	2.07
海西	福建省	福州	31.50	0.99
		宁德	20.59	0.65
		厦门	73.85	2.32
		漳州	37.98	1.20
大湾区	广东省	珠海	52.58	1.66
中西部	河南省		19.16	0.60
	湖北省		38.80	1.22
	江西省		186.53	5.87
	四川省		107.51	3.38
	重庆市		0.31	0.01
总计			3,177.01	100.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）项目开发

2020 年，公司保持较快的开发节奏，开竣工面积均有所增加，但在建项目和尚需投资规模较大，面临一定资金支出压力。

项目开发方面，2020 年，公司新开工面积同比增长 13.25%，竣工面积同比增长 39.93%；受益于公司新获取项目增多及前期在建项目逐步施工，开竣工节奏在 2020 年度有所加快。截至 2020 年底，公司在建面积较上年底增长 67.32%，在建规模仍保持较快增速且处于较大体量，加大了公司项目管理和资金运作能力。

表 9　2018－2020 年公司房地产开发数据

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	586.51	687.00	778.00
房屋竣工面积	100.56	273.00	382.00
期末在建面积	587.68	1,001.68	1,676.00

注：1. 上表为全口径数据，2. 因为公司统计口径原因，2020 年在建、竣工和新开工不满足勾稽关系

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建项目预计总投资 1,336.02 亿元，已累计完成投资 852.11 亿元，尚需投资额 483.91 亿元，尚需投资规模较大；同时考虑到公司每年新增的土地投资，公司面临一定的资金支出压力。

（3）物业销售情况

2020 年，公司销售规模保持较快增长，但需关注三四线城市商业项目销售及竣工未售物

业后续去化情况。

受新开工和推盘面积增加影响，公司 2020 年销售面积保持快速增长，同比增长 34.87%，但销售均价较上年略有下降；综上，公司销售金额同比增长 28.26%。结转方面，随着当年竣工面积大幅增长，公司结转规模随之增加，结转面积和收入同比分别增长 55.87%和 45.11%。

表 10　2018－2020 年公司房地产销售数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年
协议销售面积（万平方米）	268.00	376.75	508.11
协议销售均价（元/平方米）	14,546.27	15,993.36	15,209.70
协议销售金额（亿元）	389.84	602.55	772.82
结转面积（万平方米）	126.85	178.47	278.19
结转收入（亿元）	142.00	211.67	307.16

注：上表销售数据为全口径
资料来源：公司提供

从公司在建项目待售项目情况来看，截至2020年底，公司在建项目可售面积1,215.82万平方米，已销售面积594.10万平方米，剩余可售面积621.72万平方米；公司待售面积中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，且公司在建项目中部分为商业业态，销售存在不确定性；同时公司2020年底存货中已完工开发产品134.38亿元，主要为待售的车库、办公楼和商铺等，去化相对较慢。

3.　物业出租和酒店经营

公司出租物业收入和酒店收入为公司带来一定收入补充；2020 年，公司主要商场出租率有所提升，但酒店业务因疫情影响入住率下滑较多。

截至 2020 年底，公司自持商场总可租面积 327 万平方米，平均出租率为 89.9%，较上年 91.1%略有下降。具体按品牌划分的商业广场出租率见下表，2020 年公司三大产品线商场平均出租率较上年有一定提升，且保持较高水平，其中宝龙城和宝龙一城近三年出租率保持在 90%以上。2021 年，公司计划新开业宝龙广场 13 家，位于长三角和大湾区，管理面积 120.72 万平方米，自持商场规模将进一步上升。

表 11　截至 2020 年底公司主要商业物业平均出租率
（单位：%）

品牌	平均出租率		
	2018 年底	2019 年底	2020 年底
宝龙一城	97.90	95.20	96.50
宝龙城	91.30	91.30	91.60
宝龙广场	83.30	89.00	89.90

资料来源：宝龙商业管理控股有限公司 2020 年报

截至 2020 年底，公司共运营 18 家酒店，其中五星标准 5 家、四星标准 3 家；公司酒店共有客房 2,998 间。2020 年，公司运营酒店平均客房单价维持稳定，但受疫情影响，酒店入住率大幅下滑至 67%，酒店收入同比下降 26.86%。

表 12　2018－2020 年宝龙实业酒店运营情况

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年
平均客房单价（元/天/间）	423	450	450
入住率（%）	80	81	67
酒店收入（亿元）	5.23	4.58	3.35

资料来源：公司提供

4.　未来发展

跟踪期内，公司战略未发生重大调整，现行战略与目前公司发展情况相符合，可行性较强。

2021 年，公司将坚持租售双轮驱动，保持高周转，提高商业运营能力，增加经常性收入，同时坚守品质提升发展。财务及资本规划方面，公司将主动地管理负债水平，优化债务结构，降低融资成本。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。拿地方面，公司将坚持“1+1+N”发展战略，重点布局

长三角与粤港澳大湾区，同时兼顾其他机会型优质地区；精准布局，及时掌握政策走向，遵守价值投资的原则；坚持低成本拿地，通过多渠道拿地方式降低风险，保持公司竞争力。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，并持续推进轻资产品牌输出。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度合并财务报表经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上会会计师事务所（特殊普通合伙）出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司2021年1－3月财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的《企业会计准则》及其他相关规定编制。合并范围变化方面，2020年，公司增加子公司67家，减少子公司6家。公司增加和减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1,751.21亿元，所有者权益526.69亿元（含少数股东权益153.84亿元）；2020年，公司实现营业收入338.50亿元，利润总额111.58亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1,799.71亿元，所有者权益536.58亿元（含少数股东权益158.76亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入64.18亿元，利润总额11.85亿元。

2. 资产质量

公司资产规模保持增长，资产结构较上年底变化不大。随着公司合作开发增加，与合作方之间的往来款规模增长较快；公司存货整体质量较好，但已完工开发产品及三四线城市商业项目可能存在一定去化压力；投资性房地产占资产比重较高，但流动性弱于住宅，且其评估值存在波动性。公司资产受限比例较高，资产质量尚可。

在其他应收款、存货和投资性房地产增加带动下，公司2020年末资产规模保持增长。截至2020年底，公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货和投资性房地产构成，仍以流动资产为主。

表13 2018－2020年末及2021年3月末公司主要资产情况

科目	金额（亿元）				占比（%）				增长速度（%）	
	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末	三年年均复合增长	2020年底较上年底变化
货币资金	151.88	170.09	197.47	158.40	12.88	11.19	11.28	8.80	14.02	16.10
其他应收款	60.02	204.67	294.60	303.60	5.09	13.46	16.82	16.87	121.55	43.94
存货	416.35	454.31	495.85	574.65	35.31	29.88	28.31	31.93	9.13	9.14
流动资产	**665.52**	**929.34**	**1,081.79**	**1,123.81**	**56.44**	**61.12**	**61.77**	**62.44**	**27.49**	**16.40**
投资性房地产	437.08	491.72	546.47	554.88	37.07	32.34	31.21	30.83	11.82	11.13
非流动资产	**513.55**	**591.06**	**669.42**	**675.90**	**43.56**	**38.88**	**38.23**	**37.56**	**14.17**	**13.26**
资产总额	**1,179.07**	**1,520.41**	**1,751.21**	**1,799.71**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**21.87**	**15.18**

注：各资产占比为占资产总额比重
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

公司2020年末货币资金增长主要系融资净额增加所致，货币资金以银行存款（占92.79%）为主，其中受限货币资金14.07亿元，主要为预售物业建筑款保证金、内保外贷信用证保证金、贷款保证金等，受限规模较小。随着公司开发规模增加以及加大与合作方之间的往来，公司2020年末其他应收款较上年底大幅增长；公司其他应收款中应收关联方往来款项213.01亿元，主要为与联合营企业和同一控制下关联企业的往来，应收第三方往来款项74.08亿元，主要为与少数股东方之间的往来。公司其他应收款未计提减值准备，前五名欠款方合计占比为

24.58%，集中度一般。公司其他应收款增长较快且规模较大，对资金形成一定占用。公司 2020 年末存货规模稳步增长，增幅和上年底基本持平，公司存货主要分布在长三角区域，住宅项目去化较有保证，但部分商业项目位于经济不发达的三四线城市，以及存货中已完工开发产品占比较高（占 27.10%，主要为待售的车库、办公楼和商铺等），需关注去化情况。公司投资性房地产增长主要系在建自持物业投入增加以及评估增值所致，截至 2020 年底，公司完工的投资性房地产账面价值 498.69 亿元，带来的出租收入为 14.34 亿元，评估值较高，且其评估值易受市场波动影响。公司投资性房地产占资产比重较高，但流动性弱于住宅。

截至 2020 年底，公司资产受限情况如下表所示，受限资产主要为存货和投资性房地产，资产受限比例较高。

表 14　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比重	受限原因
货币资金	14.07	0.80	保证金等
存货	290.86	16.61	抵押
投资性房地产	317.50	18.13	抵押
固定资产	13.39	0.76	抵押
在建工程	4.32	0.25	抵押
土地使用权	4.95	0.28	抵押
合计	**645.08**	**36.84**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 2.77%，资产规模和结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司 2020 年末所有者权益的增长主要来自于少数股东权益，权益中实收资本和资本公积占比较低，权益结构稳定性偏弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 526.69 亿元，较上年底增长 19.34%，主要系合作开发项目增加带来的少数股东权益增加以及少数股东增资所致，2018－2020 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 73.69%；截至 2020 年底，公司少数股东权益叫上年底增长 70.45%。其中归属于母公司的所有者权益 372.85 亿元（占 70.79%）。公司所有者权益中，实收资本占 7.94%，资本公积占 2.96%，其他权益工具（永续债）占 0.95%，盈余公积占 0.82%，未分配利润占 57.94%。公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较低，所有者权益稳定性偏弱。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 536.58 亿元，较上年底增长 1.88%，所有者权益构成较上年底变化不大。

（2）负债

公司负债规模持续增长，以流动负债为主；公司2020年末和2021年3月末债务规模较2019年末有所增长，但债务期限结构和债务负担保持在合理水平。

公司 2020 年末负债规模随着其他应付款和有息债务增加而增长，公司负债构成如下表所示，仍以流动负债为主。截至 2021 年 3 月底，公司负债较上年底增长 3.15%，负债结构较上年底变化不大。

表 15　2018－2020 年末及 2021 年 3 月末公司主要负债情况

科目	金额（亿元）				占比（%）				增长速度（%）	
	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021年3月末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021年3月末	三年年均复合增长	2020 年底较上年底变化
应付账款	100.18	128.89	124.79	133.27	12.49	11.94	10.19	10.55	11.61	-3.18
预收款项	180.04	232.68	226.03	251.37	22.45	21.56	18.46	19.90	12.05	-2.86
应交税费	67.51	86.87	107.90	109.77	8.42	8.05	8.81	8.69	26.42	24.21
其他应付款	88.82	217.58	292.61	305.81	11.08	20.16	23.90	24.21	81.50	34.49
一年内到期的非流动负债	56.48	64.87	101.70	97.96	7.04	6.01	8.31	7.76	34.19	56.78
流动负债	**508.32**	**749.99**	**869.57**	**918.38**	**63.38**	**69.50**	**71.01**	**72.71**	**30.79**	**15.94**

长期借款	184.38	199.05	205.07	206.66	22.99	18.45	16.75	16.36	5.46	3.02
应付债券	50.52	68.73	85.41	73.63	6.30	6.37	6.98	5.83	30.03	24.28
递延所得税负债	58.75	61.30	64.47	64.47	7.33	5.68	5.26	5.10	4.75	5.18
非流动负债	**293.66**	**329.07**	**354.96**	**344.75**	**36.62**	**30.50**	**28.99**	**27.29**	**9.94**	**7.86**
负债总额	**801.98**	**1,079.07**	**1,224.52**	**1,263.14**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**23.57**	**13.48**

注：1. 负债占比为占负债总额比重；2. 2019 年末的一年内到期的非流动负债包含公司发行的超短期融资债券
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

公司应付账款主要为应付工程款，2020 年末较上年底变化不大。公司 2020 年度销售额增幅较大，但预收款项较上年底小幅下降，主要系结转规模增加以及随着合作开发比例增加，并表口径销售增幅不显著所致。由于公司不并表的合作开发项目增加，公司从合作方拆入的资金规模随之增长，反映在报表上即为 2020 年末其他应付款的增长。

债务方面，公司债务主要由一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。随着公司业务规模扩大，公司融资需求逐年增加，截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券较上年底均有所增长，其中一年内到期的非流动负债增长较快主要系于一年内到期的公司债券规模增加所致，应付债券增长较快主要系为置换一年内到期的债券公司新发行债券所致。截至 2020 年底，公司于一年内到期的债券如下表所示，其中“16 宝龙债”“20 宝龙 SCP001”“19 宝龙 MTN001”“16 宝龙 02”“19 宝龙 01”已完成兑付，公司 2021 年内债券偿付压力不大。

表16　截至2020年底公司将于一年内到期的债券情况

（单位：亿元）

债券简称	到期日期	债券余额
16 宝龙债	2021-01-18	27.00
20 宝龙 SCP001	2021-01-31	5.00
19 宝龙 MTN001	2021-03-07	10.00
16 宝龙 02	2021-03-07	5.00
19 宝龙 01	2021-04-01	3.00
20 宝龙 SCP002	2021-06-07	3.00
16 宝龙 03	2021-08-24	0.11
18 宝龙 01	2021-12-13	10.00
19 宝龙 G1	2021-11-20	10.70
合计	--	**73.81**

注：1. 19 宝龙 G1 到期日期为回售日期；2. 上表包含超短期融资债券，公司将超短期融资债券计入其他流动负债；两笔需分期偿还的资产支持证券在 2021 年底余额 0.84 亿元未计入上表
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2020 年底，公司债务规模保持一定增长，其中短期债务增长较快主要系将于一年内到期的债券增加所致；债务结构中短期债务占比上升至 28.81%，但仍以长期债务为主。截至 2020 年底，公司债务比率（详见下表）较上年底均有所下降。截至 2021 年 3 月底，公司债务较上年底下降 4.22%，债务结构较上年底变化不大，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率继续小幅下降。公司 2020 年末和 2021 年 3 月末永续债余额均为 5.00 亿元，规模不大。公司 2020 年末和 2021 年 3 月末债务规模较 2019 年末有所增长，但债务比率整体下降，债务负担合理。

表 17　公司债务及债务比率情况

科目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末	年均复合增长率（%）	2020 年末较上年底增长率（%）
短期债务（亿元）	71.20	83.35	117.57	110.55	28.50	41.06
长期债务（亿元）	234.90	267.78	290.49	280.28	11.20	8.48
全部债务（亿元）	306.10	351.12	408.05	390.84	15.46	16.21
资产负债率（%）	68.02	70.97	69.92	70.19	--	下降 1.05 个百分点
全部债务资本化比率（%）	44.80	44.31	43.65	42.14	--	下降 0.65 个百分点
长期债务资本化比率（%）	38.38	37.76	35.55	34.31	--	下降 2.21 个百分点

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司剔除预收款后的资产负债率、净负债率和现金短债比[1]分别为65.47%、39.98%和1.56倍。

从公司2020年末债务分布期限看，公司2021年和2022年到期债务规模相对较大，但就公司近年货币资金余额看，实际偿付压力不大。

截至2021年3月底，根据Wind数据显示，宝龙地产2021年到期美元债券5.50亿美元（其中3.50亿美元已到期偿还）、到回售期公司债券5.90亿元，2022年到期债券10亿港元和5.00亿美元。

表18　截至2020年底公司债务到期分布情况

（单位：亿元）

项目	1年以内	1~2年	2~5年	5年以上	合计
短期借款	5.23	--	--	--	**5.23**
一年内到期的非流动负债	101.70	--	--	--	**101.70**
其他流动负债	8.00	--	--	--	**8.00**
长期借款	--	45.92	75.70	83.45	**205.07**
应付债券	--	48.70	18.20	18.51	**85.41**
合计	**114.93**	**94.62**	**93.90**	**101.96**	**405.41**

注：上表债务未包含应付票据
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020年，公司收入、利润及主要盈利指标均有所提升，毛利率处于较高水平，整体盈利能力较强。

受益于公司前期销售项目交付规模增加，公司2020年营业收入保持较快增长，营业成本变动趋势和营业收入一致，但由于公允价值变动收益及投资收益的下降，公司利润总额增幅小于营业收入增幅。

2020年，公司费用总额较上年变化不大，其中销售费用增长明显，主要系销售规模增加带动营销支出增加所致，财务费用同比大幅下降，主要系利息支出增长不大的同时，利息收入大幅增加所致。公司费用中销售费用占48.17%，管理费用占46.99%，财务费用占4.84%，以销售费用和管理费用为主。

表19　公司营业收入和费用情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	年均复合增长率（%）	2020年同比增长率（%）
营业收入（亿元）	170.17	248.46	338.50	64.18	41.04	36.24
营业成本（亿元）	101.74	153.14	211.54	40.07	44.19	38.14
费用总额（亿元）	20.58	25.64	25.96	7.10	12.31	1.23
其中：销售费用	8.27	11.06	12.50	3.08	22.97	13.05
管理费用	9.87	11.80	12.20	3.13	11.15	3.40
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
财务费用	2.44	2.78	1.26	0.89	-28.21	-54.88
利润总额（亿元）	54.89	90.06	111.58	11.85	42.58	23.90

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

[1] 剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收款项）/（总资产-预收款项）*%
净负债率=（全部债务-货币资金）/总权益*%
现金短债比=期末现金及现金等价物余额/短期债务

非经常性损益方面，2020 年，公司公允价值变动收益 22.06 亿元，同比下降 10.06%，占营业利润比重由上年的 26.92%下降至 19.64%，投资性房地产的评估增值对营业利润仍有一定影响。2020 年，公司投资收益 7.35 亿元，同比下降 37.75%，主要系上年因处置长期股权投资产生投资收益 7.94 亿元导致基数较大，而 2020 年未发生处置长期股权投资事项所致；公司 2020 年投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，形成原因为联合营公司实现盈利。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率较上年变化不大，较为稳定；总资本收益率和净资产收益率在利润增长带动下均有所增长。

表 20 公司盈利能力指标（单位：%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业利润率	30.84	31.97	32.12
总资本收益率	6.17	9.03	9.61
净资产收益率	10.19	15.23	16.16

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与同行业公司比较，公司毛利率处于较高水平，净资产收益率和总资产报酬率处于中等水平。

表 21 2020 年公司与同行业企业盈利指标对比

（单位：%）

公司简称	毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
世茂股份	35.35	6.02	3.33
龙湖集团	29.28	19.77	6.56
华润置地	30.86	15.81	7.51
宝龙实业	**37.51**	**13.37**	**6.89**

注：上述指标均源自 Wind

资料来源：Wind

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 64.18 亿元，同比增长 68.32%；利润总额 11.85 亿元，同比增长 46.86%。

5. 现金流

2020年，公司经营活动净现金流保持净流入，但因当年拿地支出较大，净流入规模有所下降；投资活动净现金流继续净流出，对筹资活动有一定依赖。

表 22 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	327.87	424.97	427.50	117.91
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	321.18	330.90	354.87	94.51
经营活动现金流出小计	302.26	370.52	404.18	127.96
经营现金流量净额	**25.62**	**54.45**	**23.32**	**-10.05**
投资活动现金流入小计	27.19	27.54	31.77	6.39
投资活动现金流出小计	73.71	83.64	65.48	10.33
投资活动现金流量净额	**-46.53**	**-56.10**	**-33.71**	**-3.94**
筹资活动前现金流量净额	**-20.91**	**-1.65**	**-10.39**	**-13.98**
筹资活动现金流入小计	170.39	231.66	268.87	51.59
筹资活动现金流出小计	102.38	211.13	229.60	72.35
筹资活动现金流量净额	**68.02**	**20.53**	**39.26**	**-20.76**

资料来源：公司财务报告

公司全口径销售金额增长较快，但由于公司加大合作开发力度，并表层面的项目销售回款增幅不大，2020 年销售商品提供劳务收到的现金同比增长 7.24%，同时收到其他与经营活动有关的现金同比下降 25.40%，主要系公司与控股子公司股东间、合联营企业发生的往来款减少所致，整体上公司 2020 年经营活动现金流入同比变化不大；由于公司 2020 年拿地支出较多，经营活动现金流出同比增长 9.08%。综上，公司 2020 年经营现金流量净额保持净流入，但净流入规模同比下降 57.17%。

从投资活动来看，公司 2020 年投资活动现金流入同比增长 15.37%，主要系从联合营公司收回往来款增长所致；投资活动现金流出同比下降 21.71%，主要系投向联合营公司的款项下降所致。2020 年，公司投资活动现金流量净额保持净流出。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额-10.39 亿元，对融资有一定需求。

从筹资活动来看，2020 年公司筹资活动现金流入同比增长 16.06%，主要系公司发行债券及子公司吸收少数股东投资增加所致；筹资活动现金流出主要为债务的还本付息，同比增长 8.75%。受益于公司发行债券募集资金规模较多，公司 2020 年筹资活动现金净流入同比增长 91.24%。

2021 年 1—3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流均净流出，期末债务规模及货币资金相应减少。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，融资渠道较畅通，同时考虑到公司销售规模持续增长，盈利能力较强，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所提升，流动资产对流动负债的覆盖程度尚可；公司现金短期债务比较上年底有所下降，但现金类资产对短期债务覆盖倍数仍较高。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，受益于结转收入及利润的增长，公司 EBITDA 同比增长 23.48%；公司 EBITDA 主要以利润总额（占 93.41%）为主。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数及全部债务/EBITDA 均较上年有所下降；EBITDA 对利息和全部债务的覆盖能力尚可。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2020 年底，公司对外担保余额为 40.18 亿元，均为对关联方的担保，公司或有负债风险可控。

截至 2020 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年底，公司获得银行授信额度 973.00 亿元，尚未使用 674.49 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

表 23 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	130.93	123.91	124.41	122.37
	速动比率（%）	49.02	63.34	67.38	59.80
	经营现金流动负债比（%）	5.04	7.26	2.68	--
	现金类资产/短期债务（倍）	2.13	2.05	1.68	1.43
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	60.78	96.74	119.46	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.04	3.63	3.42	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	4.12	3.85	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

7. 母公司分析

母公司资产和负债构成较上年底变化不大，利润主要来源于对子公司的股权投资。

截至 2020 年底，母公司（公司本部）资产总额 420.92 亿元，较上年底增长 21.16%，主要系其他应收款增加所致。母公司资产构成较上年底变化不大，仍主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 43.90 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 223.73 亿元，较上年底增长 51.26%，主要系其他应付款及一年内到期的债券增加所致。母公司负债仍主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债及应付债券构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 53.15%，较上年底提高 10.58 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 137.30 亿元，其中短期债务占 47.30%、长期债务占 52.70%。母公司短期债务主要为将于一年内到期的债券，根据前文分析，大部分债券已兑付。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 41.05%，母公司债务负担尚可。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 197.19 亿元，较上年底下降 1.15%，规模和结构较上年底变化不大。

2020 年，母公司营业收入为 4.13 亿元，利润总额为 21.13 亿元。同期，母公司投资收益为 24.27 亿元。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 24.16 亿元，投资活动现金流净额 5.35 亿元，筹资活动现金流净额 7.26 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年3月底，公司存续债券的短期偿债压力较小。

截至 2021 年 3 月底，公司存续债券余额 134.11 亿元，其中一年内到期或回售的债券余额 55.51 亿元；截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为 158.45 亿元，为一年内到期或回售的债券余额的 2.85 倍。公司按年计算的存续债券未来待偿本金峰值为 2022 年的 68.90 亿元，2020 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 427.50 亿元、23.32 亿元和 119.46 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 6.20 倍、0.34 倍和 1.73 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 24　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2021 年 3 月末
一年内到期债券余额	55.51
现金类资产/一年内到期债券余额	2.85
项目	**2020 年**
未来待偿债券本金峰值	68.90
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	6.20
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.34
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.73

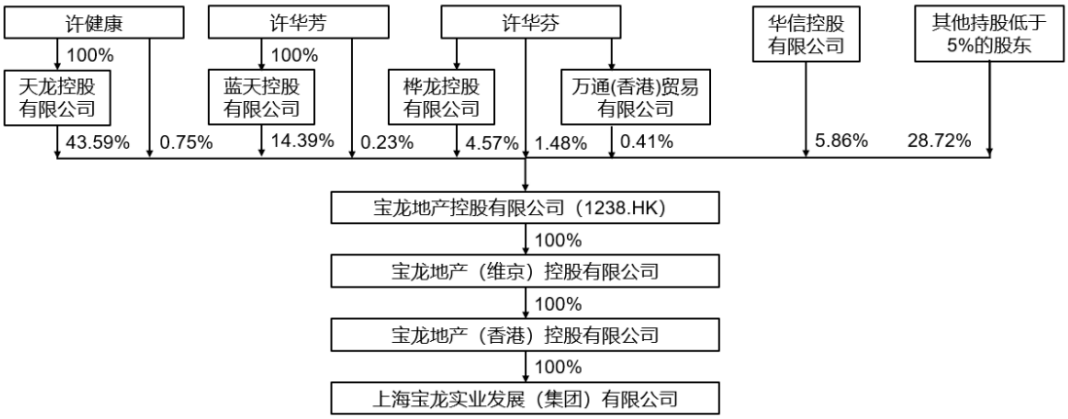
注：计算上述存续债券到期分布时 ABS 按照产品到期日计算
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强；经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力较强，经营活动现金流净额对待偿债券本金峰值保障能力弱。

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，维持“19 宝龙 MTN002”和“20 宝龙 MTN001”的债项信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

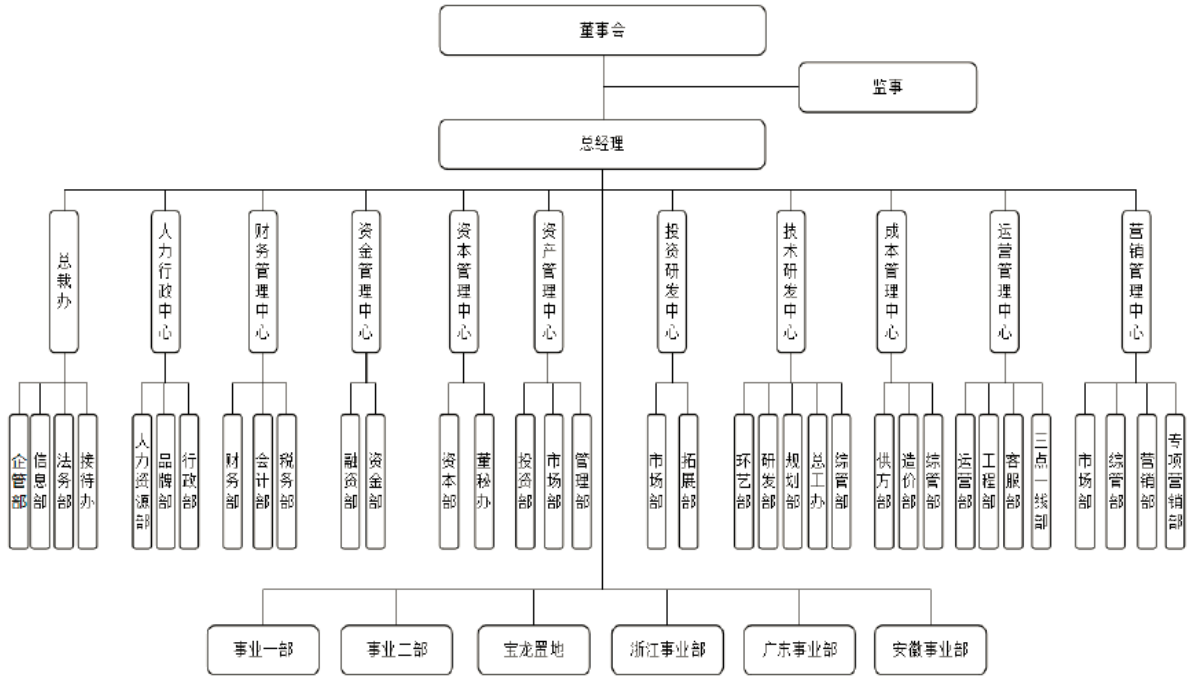
附件 1-1　截至 2020 年底上海宝龙实业发展（集团）有限公司股权结构图



注：许健康对公司持股的 0.75%包含许健康个人持股 0.69%，配偶持股 0.07%，合计 0.75%；许华芳对公司持股的 0.23%包含许华芳个人持股 0.22%，配偶持股 0.01%，合计持股 0.23%

资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底上海宝龙实业发展（集团）有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底上海宝龙实业发展（集团）有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	合并比例（%）
1	杭州宝龙房地产开发有限公司	房地产业	132,069.10	100.00
2	杭州华展房地产开发有限公司	房地产业	100,000.00	100.00
3	上海宝龙展飞房地产开发有限公司	房地产业	100,000.00	100.00
4	上海聚凯企业管理有限公司	商务服务业	100,000.00	95.00
5	上海鹏烨企业管理有限公司	商务服务业	100,000.00	77.90
6	浙江宝龙星汇企业管理有限公司	零售业	100,000.00	77.90
7	诸暨润龙置业有限公司	房地产业	91,375.00	44.37
8	南通星龙房地产开发有限公司	房地产业	85,000.00	25.01
9	镇江宝龙置业发展有限公司	房地产业	63,511.23	100.00
10	常州宝龙置业发展有限公司	房地产业	57,214.12	100.00
11	宁波宝龙华隅置业发展有限公司	房地产业	50,000.00	50.02
12	郑州宝龙房屋租赁有限公司	房地产业	48,494.16	70.00
13	绍兴聚嵘置业有限公司	批发业	45,000.00	35.06
14	宁波汤仕玛置业有限公司	房地产业	39,891.89	100.00
15	泰州宝龙房地产有限公司	房地产业	37,000.00	46.74
16	宝龙集团(青岛)置业发展有限公司	房地产业	34,102.20	70.00
17	东营宝龙房地产开发有限公司	房地产业	33,800.00	50.02
18	上海宝龙睿承房地产开发有限公司	房地产业	33,500.00	50.02
19	厦门宝龙实业有限公司	房地产业	30,000.00	100.00
20	天津宝龙城房地产开发有限公司	房地产业	30,000.00	100.00
21	烟台宝龙体育置业有限公司	住宿和餐饮业	29,666.86	100.00
22	烟台宝龙置业发展有限公司	房地产业	28,160.62	100.00
23	淮安德百信置业有限公司	房地产业	28,160.00	43.69
24	无锡英聚房地产有限公司	房地产业	27,450.00	46.55
25	上海贵铂实业有限公司	批发业	25,000.00	100.00
26	烟台宝龙房地产开发有限公司	房地产业	24,682.48	100.00
27	杭州富阳翔龙房地产有限公司	房地产业	21,016.76	50.02
28	无锡嘉御置业有限公司	房地产业	20,000.00	67.00
29	宁波远大实业投资有限公司	商务服务业	20,000.00	90.00
30	宜兴宝明房地产开发有限公司	房地产业	20,000.00	48.45
31	上海龙愜实业发展有限公司	商务服务业	20,000.00	51.00
32	新乡宝龙置业发展有限公司	房地产业	29,383.33 万美元	100.00
33	宝龙星创实业（杭州）有限公司	批发业	15,000 万美元	25.51
34	杭州龙耀实业有限公司	房地产业	10,395 万美元	50.02
35	上海宝龙英聚企业发展有限公司	商务服务业	8,750 万美元	50.02

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	151.88	170.48	197.51	158.45
资产总额（亿元）	1,179.07	1,520.41	1,751.21	1,799.71
所有者权益（亿元）	377.09	441.34	526.69	536.58
短期债务（亿元）	71.20	83.35	117.57	110.55
长期债务（亿元）	234.90	267.78	290.49	280.28
全部债务（亿元）	306.10	351.12	408.05	390.84
营业收入（亿元）	170.17	248.46	338.50	64.18
利润总额（亿元）	54.89	90.06	111.58	11.85
EBITDA（亿元）	60.78	96.74	119.46	--
经营性净现金流（亿元）	25.62	54.45	23.32	-10.05
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.32	0.31	0.34	--
存货周转次数（次）	0.33	0.35	0.45	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.18	0.21	--
现金收入比（%）	188.74	133.18	104.84	147.27
营业利润率（%）	30.84	31.97	32.12	31.59
总资本收益率（%）	6.17	9.03	9.61	--
净资产收益率（%）	10.19	15.23	16.16	--
长期债务资本化比率（%）	38.38	37.76	35.55	34.31
全部债务资本化比率（%）	44.80	44.31	43.65	42.14
资产负债率（%）	68.02	70.97	69.92	70.19
流动比率（%）	130.93	123.91	124.41	122.37
速动比率（%）	49.02	63.34	67.38	59.80
经营现金流动负债比（%）	5.04	7.26	2.68	--
现金短期债务比（倍）	2.13	2.05	1.68	1.43
EBITDA 利息倍数（倍）	3.34	4.12	3.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.04	3.63	3.42	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	26.89	7.12	43.92	35.25
资产总额（亿元）	329.22	347.40	420.92	402.14
所有者权益（亿元）	194.98	199.49	197.19	195.26
短期债务（亿元）	16.49	47.45	64.95	45.62
长期债务（亿元）	56.02	68.73	72.35	58.12
全部债务（亿元）	72.51	116.18	137.30	103.74
营业收入（亿元）	6.39	5.59	4.13	0.66
利润总额（亿元）	14.71	0.22	21.13	-1.93
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-20.96	1.38	24.16	29.21
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.57	2.40	1.70	--
存货周转次数（次）	4.12	1.04	0.17	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	110.83	58.42	136.81	213.69
营业利润率（%）	53.21	70.93	89.05	44.34
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	7.54	0.21	11.08	--
长期债务资本化比率（%）	22.32	25.62	26.84	22.94
全部债务资本化比率（%）	27.11	36.80	41.05	34.70
资产负债率（%）	40.78	42.58	53.15	51.44
流动比率（%）	177.27	197.26	154.13	144.22
速动比率（%）	176.62	193.99	152.38	142.45
经营现金流动负债比（%）	-26.79	1.74	15.96	--
现金短期债务比（倍）	1.63	0.15	0.68	0.77
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2021 年 1—3 月财务数据未经审计

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“−”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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