

信用等级公告

联合〔2020〕3083号

联合资信评估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及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据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⁺，上海宝龙实业发展（集团）有限公司 2020 年第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年八月七日



上海宝龙实业发展（集团）有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还到期的“17 宝龙 MTN001”

评级时间：2020 年 8 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.2001907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.2001907

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	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构	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

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）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”）在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度和股东支持等方面具备一定优势。同时，联合资信也关注到房地产行业受宏观经济增速和房地产调控政策影响较大，三、四线商业地产市场面临饱和，公司在建项目面临一定资金支出压力，资产受限比例较高，债务规模增长较快及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素给公司经营发展带来一定不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

随着项目陆续开发和销售，以及自持物业逐步开业和运营成熟，公司销售规模和租金收入有望保持增长。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 商业地产开发经验丰富，具有一定品牌知名度。

宝龙地产自 2003 年起专注开发运营综合性商业地产项目，具有多年商业地产开发经验。

2. 住宅项目区域分布良好，销售金额和租金收入均实现增长。

公司土地储备主要分布于长三角区域，住宅项目区域分布相对较好。近年来，公司开发规模和协议销售金额均大幅增长，公司自持物业租金收入稳定增长。

3. 公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

分析师：韩家麒 杨 栋

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

关注

1. **行业政策、区域布局影响项目去化，新冠疫情对商业物业影响较大。**房地产行业受政策影响较大，且三、四线城市商业地产面临饱和，存在一定去化压力；新冠疫情对商业物业的影响较大。
2. **在建项目面临一定资金支出压力。**2018 年以来，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. **资产受限比例较高，债务负担有所增加。**截至 2019 年底，公司受限资产占比为 35.92%，资产受限比例较高。近年来，公司债务规模增长较快，债务负担有所增加。
4. **自持物业公允价值存在不确定性且其变动收益对利润影响较大。**2017—2019 年，公司自持物业公允价值变动收益占营业利润比重分别为 45.29%、42.83%和 26.92%，对营业利润影响较大，同时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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	96.78	151.88	170.48	155.84
资产总额(亿元)	856.63	1179.07	1520.41	1527.02
所有者权益合计(亿元)	342.73	377.09	441.34	446.18
短期债务(亿元)	40.02	71.20	83.35	96.69
长期债务(亿元)	172.41	234.90	267.78	290.80
全部债务(亿元)	212.43	306.10	351.12	387.50
营业收入(亿元)	145.70	170.17	248.46	38.13
利润总额(亿元)	63.68	54.89	90.06	8.07
EBITDA(亿元)	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流(亿元)	24.32	25.62	54.45	-18.20
营业利润率(%)	31.34	30.84	31.97	34.66
净资产收益率(%)	14.41	10.19	15.23	--
资产负债率(%)	59.99	68.02	70.97	70.78
全部债务资本化比率(%)	38.26	44.80	44.31	46.48
流动比率(%)	134.22	130.93	123.91	128.19
经营现金流动负债比(%)	8.20	5.04	7.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	3.34	4.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	3.13	5.04	--

公司本部（母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	354.60	329.22	347.40
所有者权益（亿元）	180.27	194.98	199.49
全部债务(亿元)	76.62	72.51	116.18
营业收入(亿元)	4.10	6.39	5.59
利润总额(亿元)	-0.14	14.71	0.22
资产负债率（%）	49.42	40.78	42.58
全部债务资本化比率(%)	29.83	27.11	36.80
流动比率（%）	132.92	177.27	197.26
经营现金流动负债比(%)	7.01	-26.79	1.74

注：2020 年 1-3 月财务数据未经审计；公司未提供母公司 2020 年 1-3 月财务数据

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2017/06/14	韩家麒 孙鑫	房地产企业信用分析要点（2015）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2020/06/30	韩家麒 杨栋 程真	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法（V3.0.2001907） 联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（V3.0.2001907）	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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项,有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“宝龙实业”或“公司”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产（香港）”）出资组建的外商独资企业，公司初始注册资本为人民币 1500 万元。2011 年 5

月 25 日，公司注册资本增加至 1.15 亿元；后经宝龙地产（香港）多次注资，截至 2020 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。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司主要从事商业物业开发及运营。公司采用集团化管理模式，截至 2020 年 3 月底，公司内设行政人事中心、财务管理中心、成本控制中心、投资发展中心、各事业部门和技术研发中心，在几大管理模块下分设了共计 25 个职能部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 1520.41 亿元，所有者权益合计 441.34 亿元（含少数股东权益 90.25 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，利润总额 90.06 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1527.02 亿元，所有者权益合计 446.18 亿元（包含少数股东权益 92.71 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，利润总额 8.07 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、本期中期票据概况

公司已于 2019 年注册额度为 20 亿元的中期票据，拟在注册额度内发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行额度为 10 亿元，用于偿还到期的“17 宝龙 MTN001”。本期中期票据期限为 2+1 年，同时附存续期第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，按年付息，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济与政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一 季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增 速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增 速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增 速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

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，GDP 为不变价规模

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

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低

6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的

核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方

面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中

小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积

极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

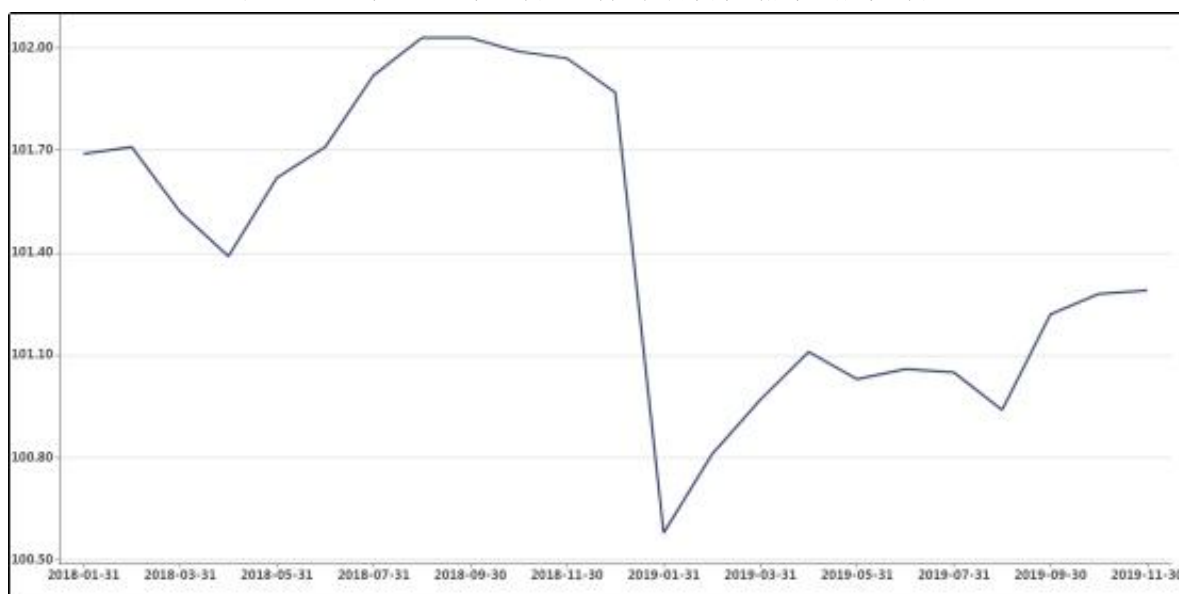
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融

资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房

地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2 2018 年—2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百

分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速

跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致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。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍将下行。同时，本次疫情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的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交

分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房

地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 3）

表 3 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，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
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

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，房地产信托资金受限；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。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 4）

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。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 4）

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③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
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业

		务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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。

2. 企业规模与竞争力

公司作为宝龙地产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。

公司是宝龙地产（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、海南等经济增长迅速的省市，项目主要布局于长三角区域。宝龙地产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。

3. 人员素质

公司管理团队稳定性较好，具有丰富的从业经验；公司员工岗位构成合理，文化素质能够满足目前经营需要。

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经验多年，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。许健康先生于 1992 年创办宝龙集团发展有限公司，一直担任该集团主席；2006 年至今，连续多年被中国房地产 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常务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 年进入宝龙地产基层工作，历任宝龙地产副总经理、总经理、副总裁、常务副总裁、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、厦门市政协委员、全国工商联房地产商会副会长。

截至 2020 年 3 月底，公司员工 10210 人。从岗位结构来看，其中管理类人员占 5.65%，工程类人员占 15.05%，销售类人员占 10.61%，财务类人员占 8.98%，其他人员占 59.71%。从学历水平看，大学本科及以上学历占 63.75%，大学专科学历占 24.21%，大专及以下学历占 12.04%。

六、公司管理

1. 法人治理结构

公司治理结构基本健全，整体治理运行情况良好。

公司不设股东会，股东享有公司的最高权力，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。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。公司设总经理 1 名，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。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。董事长为公司法定代表人。

公司已经建立起从公司治理层面到各业务流程层面的内部控制制度。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。

2. 管理水平

公司内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

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。公司本部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。

在项目拓展和成本管理方面，公司从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程均引入成熟的成本核算和控制机制。项目决策前期需执行完整的市场定位、项目成本分析、价格和利润预测等管理流程。项目确立后的采购和施工过程则严格执行招投标制度，并对中标方提供的产品和服务进行严格的质量管理。

资金管理方面，公司从三方面重点解决资金问题：一是加大“节流”力度；二是在项目

建设过程中，细化落实资金把控，在动态中寻求公司资金总收支和各项目资金需求的平衡；三是多方面拓宽融资渠道，除银行借款外，还探寻并采用信托融资、发行债券等方式获取资金，保证了公司资金面的稳定，确保了公司在建项目的顺利进行。

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资金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，通过对技术标准和经济标准的严格评审，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。

七、重大事项

股权置换有效提升了公司的项目储备规模，增强了公司资本实力。

2018年6月，宝龙实业以股权置换的方式将宝龙置地发展有限公司（以下简称“宝龙置地”）纳入合并报表范围。宝龙实业的全资子公司骏通发展有限公司向宝龙地产（维京）控股有限公司发行321655股新股，用于置换宝龙地产（维京）控股有限公司所持有的宝龙（维京）IV有限公司82%的股权。本次子公司资产置换前，宝龙实业持有骏通发展有限公司100%的股权，宝龙地产（维京）控股有限公司持有宝龙（维京）IV有限公司82%的股权；本次子公司资产置换完成后，宝龙实业持有骏通发展有限公司61%的股权，宝龙地产（维京）控股有限公司持有骏通发展有限公司39%的股权；同时，骏通发展有限公司持有宝龙（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发展有限公司并入骏通发展有限公司合并报表范围。

宝龙置地坚持区域深耕，主要布局浙江、江苏、福建、海南等。获取项目40余个，土地储备货值超千亿。2017年共实现签约销售116亿元，累计竣工交付面积超150万平方米。

本次股权置换并入子公司资产，有效提升了公司的项目储备规模，增强了公司资本实力，公司未来收入有望增长；本次资产并入不涉及管理层变动，在布局和业态方面没有影响，仍主要围绕长三角地区（包括浙江、上海等地区），项目业态以商业地产为主。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于物业出售和出租；2017—2019年，公司收入快速增长，毛利率波动下降但总体处于较高水平；2020年1—3月，

受疫情影响，公司收入小幅下滑。

公司主营商业物业及大规模综合性物业开发等，采取“开发+持有”并存的经营模式，开发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。2017—2019年，公司营业收入分别为145.70亿元、170.17亿元和248.46亿元，年均复合增长30.59%，主要系随着前期销售逐步竣工交付，房地产结转规模增加所致。分业务板块来看，出售物业收入是公司营业收入的主要来源，近三年该板块占比保持在83%以上，主业突出。2017—2019年，公司出售物业收入逐年增长，年均复合增长26.88%；随着公司自持物业开业数量增加及运营逐步成熟，租金收入稳步增长，年均复合增长15.20%；酒店收入波动增长，其中2018年增长主要系纳入酒店数量的增加，整体业绩增长所致，2019年下降主要系部分酒店不再纳入公司合并范围所致。2018年，公司新增土地一级开发业务，主要为宁波奉化土地一级开发业务；2019年公司土地一级开发收入同比增长54.41%，主要系随着开发进度推进，根据开发进度确认收入所致。公司土地一级开发属于机遇型业务，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物业管理收入、结余材料销售收入、

咨询服务收入等，占公司营业收入比重较小，影响不大。

从盈利情况来看，由于公司出售物业收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对公司整体毛利率水平影响较大。2017—2019年，公司出售物业业务毛利率保持在37%左右，较为稳定。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，公司出租物业毛利率逐年小幅下降，主要系近年新开业商场较多，前期费用较大，且存在一定减、免租期所致。2017年以来，随着新开业的酒店运营逐步成熟，毛利率稳步提升。2019年，土地一级开发毛利率同比增长8.56个百分点，主要系当年新增项目处置收益所致。公司其他收入毛利率波动较大，其中2019年下降较大主要系当年收入构成中毛利率较低的结余材料销售收入占比增加所致。综上，2017—2019年，公司整体毛利率波动下降，但仍处于较高水平。

2020年1—3月，公司实现营业收入38.13亿元，同比下降4.95%，主要系受新冠疫情影响，公司地产销售结转收入及酒店收入下降所致。其中出售物业收入34.30亿元，同比下降3.79%。从毛利率水平来看，2020年1—3月，公司综合毛利率40.58%，较2019年毛利率小幅提升。

表5 2017—2019年公司营业收入及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019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	131.49	90.25	36.89	142.00	83.45	37.88	211.67	85.19	37.12
出租物业收入	8.56	5.87	85.47	9.77	5.74	82.70	11.36	4.57	81.41
酒店收入	4.41	3.03	0.99	5.23	3.07	6.67	4.58	1.84	8.32
土地一级开发	--	--	--	9.19	5.40	30.47	14.19	5.71	39.03
其他收入	1.24	0.85	72.58	3.98	2.34	85.71	6.66	2.68	23.67
合计	145.70	100.00	38.96	170.17	100.00	40.21	248.46	100.00	38.37

注：上表中2017年数据采用追溯调整数据
资料来源：公司审计报告

2. 房地产开发

项目开发情况

公司近年扩张较快，开发规模大幅增加，在建项目和尚需投资规模较大，公司项目和资金管理难度加大，面临一定资金支出压力。

公司业务以住宅和商业地产开发为主，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。公司项目开发主要资金来源为销售回款、租金和银行借款等。

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。

表6 2017-2020年3月公司主要开发数据情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
新开工面积	66.23	586.51	687.00	121.62
房屋竣工面积	85.50	100.56	273.00	54.57
期末在建面积	101.73	587.68	1001.68	1068.73

注：上表 2017 年数据未追溯调整

资料来源：公司提供

从并表项目开发数据看，2017—2019 年，公司新开工面积逐年快速增长，其中 2018 年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；随着前期开工项目逐步施工，公司竣工面积逐年增长。综上，公司 2019 年底在建面积 1001.68 万平方米，保持较大在建规模。

2020 年 1—3 月，公司新开工面积 121.62 万平方米，保持较大的开工力度；竣工面积 54.57 万平方米，约占上年竣工面积的 20.00%，期末在建面积仍保持较大规模。

从公司在建项目看，截至 2020 年 3 月底，公司全口径在建项目预计总投资 2215.03 亿元，已累计完成投资 1329.61 亿元，尚需投资额 899.88 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。

房地产销售情况

2017—2019 年，公司销售规模快速增长，待售面积规模较大，待售项目部分分布在三、四线城市，未来销售存在一定不确定性；公司在海口项目受当地调控措施影响较大，需关注后续去化情况。

公司所开发的房地产项目应在达到规定的预售条件并取得《预售许可证》后方可组织销售。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对外销售。

从收入确认模式来看，公司在签订销售合同、房屋竣工交付且业主按销售合同首付达到相应比例三个条件同时满足时，可确认物业销售收入。

2017—2019 年，公司协议销售面积快速增长，其中 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，当年销售面积同比增长 2.38 倍；2019 年，公司销售面积进一步扩大，同比增长 40.58%。公司销售均价受销售项目区位差异及市场景气度影响逐年上升，2018 年由于并入宝龙置地的项目中部分售价相对较高，当期销售均价大幅增长至 1.45 万元/平方米。综上，近三年公司协议销售金额逐年大幅增长。2019 年，公司销售回款率为 85%，回款情况较好。

从结转情况看，2017—2019 年，随着公司

前期销售项目逐步进入交付阶段，公司房地产结转面积和收入均较快增长，其中 2018 年公司结转面积和结转收入显著增长，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。

2020 年 1—3 月，公司实现销售面积和销售金额分别为 52.10 万平方米和 80.16 亿元，同比分别下降 22.65%和 20.96%，主要系受新冠疫情影响所致。

表7 2017—2019年及2020年1—3月公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
协议销售面积（万平方米）	79.23	268.00	376.75	52.10
协议销售均价（元/平方米）	10966.81	14546.27	15993.36	15385.80
协议销售金额（亿元）	86.89	389.84	602.55	80.16
结转面积（万平方米）	83.89	126.85	178.47	29.00
结转收入（亿元）	80.81	142.00	211.67	34.30

注：1. 2017 年数据未追溯调整；2. 上表销售数据为全口径
资料来源：公司提供

从公司待售项目情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司全口径在建项目规划可售面积 2147.17 万平方米，已销售面积 826.98 万平方米，剩余规划可售面积 1320.19 万平方米，其中 2020 年总可售面积为 774.80 万平方米，2020 年计划推盘面积为 491.45 万平方米。公司待售面积中约 54%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，且部分为商业业态，销售存在不确定性；同时公司 2019 年末存货中已完工开发产品 111.92 亿元，主要为待售的车库、办公楼和商铺等，去化相对较慢。此外，公司在海口储备项目剩余可售面积 165.11 万平方米，规模较大，受当地调控措施影响较大，需关注后续去化情况。

表8 截至 2020 年 3 月底公司主要项目销售情况（单位：万平方米）

地区	可售面积	累计已售面积
杭州	219.18	80.32
宁波	190.76	99.62
金华	158.88	69.79
绍兴	177.40	64.38
台州	58.19	3.98
温州	83.75	29.70
舟山	52.98	14.52
湖州	17.95	0.00
嘉兴	11.86	3.67
无锡	81.58	24.58

常州	27.45	5.12
徐州	74.71	7.58
南京	58.07	17.09
苏州	73.74	55.04
盐城	51.32	8.18
南通	32.83	24.03
淮安	40.55	22.34
泰州	26.05	0.56
上海	21.53	3.28
青岛	51.34	12.43
天津	158.99	96.20
泉州	141.03	45.52
厦门	8.69	8.04
漳州	18.74	6.40
新乡	105.40	85.52
海口	204.20	39.09
合计	2147.17	826.98

资料来源：公司提供

土地储备

公司于 2018 年开始大幅扩大土地投资，土地储备规模尚可；公司土地储备主要位于长三角地区，住宅项目区域分布相对较好，但公司位于三、四线城市地区的商业物业项目面临一定去化风险。

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。

2017 年，公司获取土地规模较小。2018，公司大幅增加土地储备拓展，同时同一控制下并入宝龙置地，新增加土地建筑面积 573.67 万平方米（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。2019 年，公司继续保持较大的土地投资力度，新增土地建筑面积 648.23 万平方米（权益建筑面积 353.79 万平方米），同比增长 13.00%。2017—2019

年，公司获取土地主要位于长三角区域，楼面均价随着区域不同及土拍市场热度逐年上升，但相较于公司近年销售均价，土地成本较合理。

2020 年 1—3 月，公司新增加土地建筑面积 110.63 万平方米，总地价 48.66 亿元。

表 9 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司土地购置情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

年份	规划建筑面积	总地价	楼面价
2017 年	68.35	21.72	3178
2018 年	573.67	248.98	4340
2019 年	648.23	335.36	5173
2020 年 1—3 月	110.63	48.66	4398

注：1. 楼面价为购地支出/总建筑面积；2. 上表中规划建筑面积不包括地下及停车位。3. 上表新增土地储备为全口径

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司全口径土地储备规划建筑面积¹2833.07 万平方米（权益建筑面积 1732.83 万平方米），土地储备规模尚可。从土地储备区域分布看，78.51%位于长三角地区；从城市能级看，公司在一线城市（上海）

¹ 土地储备规划建筑面积为未结转收入口径。

土地储备建筑面积占 1.91%，在二线城市土地储备建筑面积占 54.08%；在三、四线城市土地储备建筑面积占 44.21%。公司土地储备部分分布在三、四线城市，需关注未来商业项目去化情况。

表 10 截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况
(单位: 万平方米)

城市	类别	全口径土地储备建筑面积	权益口径土地储备建筑面积
宁波	二线	372.94	277.27
杭州	二线	314.07	195.78
绍兴	三四线	239.63	124.06
金华	三四线	228.62	111.49
海口	二线	217.30	47.96
泉州	三四线	123.34	51.80
南京	二线	121.60	82.82
无锡	二线	119.10	82.42
温州	二线	103.19	61.05
台州	三四线	99.83	74.27
天津	二线	83.41	37.57
舟山	三四线	78.73	42.71
苏州	二线	75.95	47.15
常州	二线	74.75	58.70
徐州	三四线	74.71	66.32
上海	一线	54.00	38.31
盐城	三四线	49.48	32.16
湖州	三四线	48.59	39.25
南通	三四线	46.92	23.46
新乡	三四线	45.60	45.60
青岛	二线	41.58	18.99
淮安	三四线	39.63	39.63
宁德	三四线	37.76	25.30
泰州	三四线	28.02	16.81
镇江	三四线	23.59	8.02
漳州	三四线	22.72	18.18
东营	三四线	19.19	19.19
扬州	三四线	19.10	19.10
嘉兴	三四线	11.74	11.74
巴中	三四线	9.12	6.84
厦门	二线	8.20	8.20

洛阳	三四线	0.68	0.68
合计		2833.07	1732.83

注：上表中一线、二线和三四线采用企业划分标准
资料来源：公司提供

3. 物业出租及酒店经营

公司出租物业收入和酒店收入为公司带来一定收入补充，自持物业和酒店经营状况良好，但自持物业增值率较高，公允价值存在波动性，同时 2020 年初爆发的新冠疫情对公司自持物业和酒店经营产生一定影响，需关注后续经营状况。

在房地产开发的过程中，对于部分地理位置优越、未来增值潜力大的商业物业，公司作为投资性物业而长期持有。公司自持物业以购物中心、商业街为主，主要包括宝龙一城、宝龙城和宝龙广场三个品牌系列，主要分布于长三角区域、福建省、山东省、河南省、天津市等经济较发达省市。截至 2019 年底，公司投资性房地产增值率 71.18%，增值率较高。2017—2019 年，公司自持物业可出租面积、出租率及平均租费均稳步增长，其中出租率近年提升较快主要系公司对出租率较低商场进行装修改造、商户调整以提升出租率，以及近年新开业商场主要位于长三角区域，开业出租率较高所致；平均租费上升较快主要系上海及长三角区域其他城市商场陆续开业所致。2020 年 1—3 月，公司自持物业租金收入同比下降 5.95%，主要系受新冠疫情影响所致。新冠疫情期间，公司对旗下商场商户 2020 年 1 月 25 日至 2020 年 3 月 31 日租金进行减半征收，3 月复工以来，商场客流逐步恢复，但部分业态如影院、KTV 等暂未开业；新冠疫情对公司自持物业租金收入产生一定影响。

表 11 公司物业出租情况明细
(单位: 万平方米、%、元/平方米·月)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总可出租面积	233.33	249.74	283.94
出租率	82.00	85.00	91.10
平均租费	56.00	68.00	75.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司已运营酒店中有 8 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。2017—2019 年，公司酒店平均客房单价波动增长，其中 2019 年同比增长 6.38%，主要系酒店经营逐步稳定，正常增长所致。公司酒店地理位置较好，平均入住率相对较高；受近年新开业酒店培育期影响，入住率有所下降，但近三年均保持在 80% 以上。2020 年 1—3 月，公司酒店收入 0.48 亿元，同比下降 62.50%，入住率大幅下滑至 36%，主要系受新冠疫情影响所致。

表 12 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司酒店运营情况（单位：元/天/间、%、亿元）

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
客房均价	427	423	450	385
入住率	83	80	81	36
酒店收入	4.41	5.23	4.58	0.48

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 10.95 次、0.35 次和 0.18 次，与同业类似企业相比，公司经营效率较低。

表 13 2019 年公司主要经营效率指标同业对比

公司名称	存货周转次数	总资产周转次数
中华企业股份有限公司	0.27	0.24
天津广宇发展股份有限公司	0.25	0.32
公司	0.35	0.18

资料来源：联合资信根据公开资料整理

5. 未来发展

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。

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，继续坚定推进“以上海为中心，深耕长三角”战略；精准布局，及时掌握政策走向，严格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。

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 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。公司 2020 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，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，公司增加子公司 43 家，减少子公司 10 家。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司较 2019 年底无变化。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 1520.41 亿元，所有者权益合计 441.34 亿元（含少数股东权益 90.25 亿元）；2019 年公司实现营业收入 248.46 亿元，利润总额 90.06 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1527.02 亿元，所有者权益合计 446.18 亿元

(包含少数股东权益 92.71 亿元)；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，利润总额 8.07 亿元。

2. 资产质量

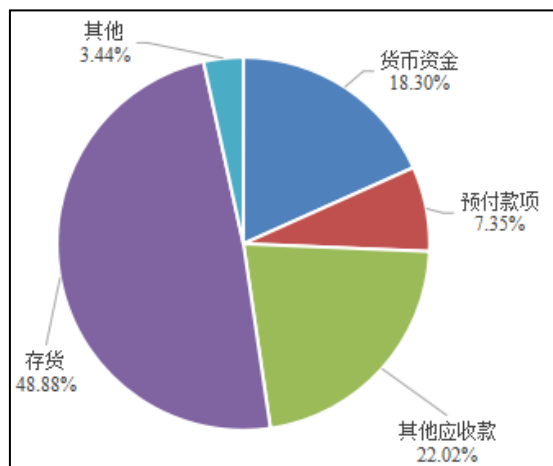
受合并范围增加及开发规模扩大影响，近三年，公司资产规模增长较快，以存货和投资性房地产为主；存货中已完工开发产品占比较高，且三、四线城市项目可能存在一定去化压力，投资性房地产整体增值率较高。公司资产受限比例较高，资产质量一般。

2017—2019 年，受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，年均复合增长 33.22%。截至 2019 年底，公司资产总额 1520.41 亿元，其中流动资产占 61.12%，非流动资产占 38.88%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2017—2019 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 52.80%。截至 2019 年底，公司流动资产 929.34 亿元，较 2018 年底增长 39.64%，主要系其他应收款和预付款项增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 18.30%）、预付款项（占 7.35%）、其他应收款（占 22.02%）和存货（占 48.88%）构成。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 32.57%。截至 2019 年底，公司货

币资金 170.09 亿元，较 2018 年底增长 11.99%，主要系销售回款及融资净额增加所致。截至 2019 年底，公司货币资金中银行存款占 90.62%，其中受限货币资金 15.96 亿元，占比为 9.38%，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，受限比例较低。

2017—2019 年，公司预付款项波动增长，年复合增长 34.99%。截至 2019 年底，公司预付款项 68.34 亿元，较 2018 年底增长 5.03 倍，主要系预付土地款及预付建筑费用款大幅增加所致。

2017—2019 年，公司其他应收款快速增长，年复合增长 140.29%。截至 2019 年底，公司其他应收款 204.67 亿元，较 2018 年底增长 241.01%，主要系合作项目增加，往来款增加所致。公司其他应收款主要为合作方和关联方之间的往来款，未计提减值准备，前五名欠款方合计占比为 29.97%，集中度一般。

2017—2019 年，公司存货规模持续增长，年均复合增长 47.64%。截至 2019 年底，公司存货 454.31 亿元，较 2018 年底增长 9.12%，主要系公司在建项目陆续投资所致。公司存货中在建开发产品占 75.36%、已完工开发产品占 24.64%，已完工开发产品占比较高，主要为待售的车库、办公楼和商铺等。

截至 2019 年底，公司受限存货账面价值 264.26 亿元，占比为 58.17%，受限规模较大。公司开发项目所处区域经济实力较强，存货质量较好，未计提存货跌价准备，但仍需关注部分三、四线城市项目对存货去化产生的影响。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产在投资性房地产增长带动下逐年增加，年均复合增长 13.53%。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 591.06 亿元，较 2018 年底增长 15.09%，主要由长期股权投资（占 6.75%）、投资性房地产（占 83.19%）和固定资产（占 6.06%）构成。

公司长期股权投资主要由对合营、联营企业投资构成，2017—2019 年，公司长期股权投资

资逐年增长，年均复合增长43.15%。截至2019年底，公司长期股权投资账面价值39.88亿元，较2018年底大幅增长98.37%，主要系新增合营、联营项目所致。2019年，公司长期股权投资权益法下确认投资收益3.86亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2017—2019年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长14.84%。截至2019年底，公司投资性房地产账面价值491.72亿元，较2018年底增长12.50%，主要系在建自持物业投入增加以及评估增值所致。截至2019年底，公司投资性房地产成本287.25亿元，评估增值204.48亿元，整体增值率71.18%，增值率较高；公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为246.10亿元，占比50.05%，受限比例较高。

截至2019年底，公司受限资产546.20亿元，占资产总额35.92%，主要为存货和投资性房地产，受限资产占比较高。

表14 截至2019年底公司受限资产明细情况

(单位：亿元、%)

项目	金额	占资产总额比重
货币资金	15.96	1.05
存货	264.26	17.38
投资性房地产	246.10	16.19
固定资产	16.66	1.10
在建工程	3.23	0.21
合计	546.20	35.92

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司资产总额1527.02亿元，较2019年底增长0.44%，资产结构变化不大。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

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。

2017—2019年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长13.48%，主要系利润滚存和合作开发项目增加带来的少数股东权益增加所致。

截至2019年底，公司所有者权益合计441.34亿元，较2018年底增长17.04%，主要系利润滚存和合作开发项目增加带来的少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益351.09亿元（占79.55%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占11.92%，资本公积占5.42%，其他权益工具（永续债）占1.42%，盈余公积占0.60%，未分配利润占80.64%。公司所有者权益中未分配利润占比大，所有者权益稳定性弱。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计446.18亿元，较2019年底增长1.10%，所有者权益构成变化不大。

负债

随着公司规模逐步扩张，公司债务规模快速增长，债务负担尚可，但2020—2021年存在一定债务偿付压力。

2017—2019年，公司负债总额持续增长，年均复合增长44.91%。截至2019年底，公司负债合计1079.07亿元，较2018年底增长34.55%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占69.50%，非流动负债占30.50%。

2017—2019年，公司流动负债逐年快速增长，年均复合增长59.03%。截至2019年底，公司流动负债749.99亿元，较2018年底增长47.54%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占17.19%）、预收款项（占31.02%）、应交税费（占11.58%）、其他应付款（占29.01%）和一年内到期的非流动负债（占8.65%）构成。

公司应付账款主要为应付建筑工程款。2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长30.70%。截至2019年底，公司应付账款账面价值128.89亿元，较2018年底增长28.66%，主要系在建项目规模扩大所致。

2017—2019年，公司预收款项逐年快速增长，年均复合增长145.48%。截至2019年底，公司预收款项232.68亿元，较2018年底增长29.24%，主要系协议销售金额增加所致。

2017—2019年,公司其他应付款波动增长,年均复合增长 54.78%。截至 2019 年底,公司其他应付款 217.58 亿元,较 2018 年底大幅增长 144.95%,主要系随着合作项目增加,公司与合作方往来款增加所致。

2017—2019 年,公司一年内到期的非流动负债逐年增长,年均复合增长 31.91%。截至 2019 年底,公司一年内到期的非流动负债 64.87 亿元,较 2018 年底增长 14.85%,主要系于一 年内到期的公司债券增加所致。截至 2019 年底,公司一年内到期的应付债券 30.25 亿元。

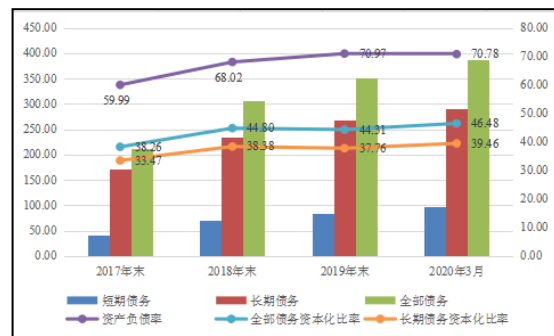
2017—2019 年,公司非流动负债规模逐年增加,年均复合增长 23.05%。截至 2019 年底,公司非流动负债合计 329.07 亿元,较 2018 年底增长 12.06%,主要系长期借款及应付债券均增长所致。公司非流动负债由长期借款(占 60.49%)、应付债券(占 20.88%)和递延所得税负债(占 18.63%)构成。

2017—2019 年,随着公司项目开发规模增长,融资需求逐步增加,公司长期借款逐年增长,年均复合增长 28.35%。截至 2019 年底,公司长期借款 199.05 亿元,较 2018 年底增长 7.96%。

2017—2019 年,公司应付债券规模有所波动,近三年分别为 51.58 亿元、50.52 亿元和 68.73 亿元,2019 年公司新发行中期票据及公司债,导致应付债券规模大幅增加。

2017—2019 年,公司全部债务规模快速增长,年均复合增长 28.56%,主要系长期借款和公司债券增加所致。截至 2019 年底,公司全部债务合计 351.12 亿元,其中短期债务占 23.74%、长期债务占 76.26%,债务结构合理。截至 2019 年底,公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 70.97%、44.31%和 37.76%。截至 2019 年底,公司永续债余额 5.00 亿元,规模不大。公司债务规模逐步增加,但整体债务负担尚在合理范围内。

图 4 公司 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月债务指标情况



资料来源:联合资信整理

截至 2020 年 3 月底,公司负债合计 1080.84 亿元,较 2019 年底增长 0.16%,负债结构变化不大。截至 2020 年 3 月底,公司全部债务合计 387.50 亿元,较 2019 年底增长 10.36%,债务结构仍以长期债务(占 75.05%)为主。截至 2020 年 3 月底,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 70.78%、46.48%和 39.46%,债务负担仍在合理范围内。截至 2020 年 3 月底,公司永续债余额仍为 5.00 亿元,规模不大。从公司债务期限分布情况看,公司 2020 年和 2021 年存在一定债务集中偿付压力。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司债务期限分布情况

(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	19.48	--	--	--	19.48
应付票据	0.42	--	--	--	0.42
一年内到期的非流动负债	76.80	--	--	--	76.80
长期借款	--	79.20	76.40	52.08	207.68
应付债券	--	33.23	16.65	33.24	83.12
合计	96.70	112.43	93.05	85.32	387.50

资料来源:公司提供

4. 盈利能力

2017—2019 年,公司营业收入快速增长,利润规模波动增长;公允价值变动收益对公司利润影响较大,处置长期股权投资产生的收益

具有一定偶然性。随着公司预收款项的逐步结转，公司盈利水平有所提高。

2017—2019 年，公司营业收入分别为 145.70 亿元、170.17 亿元和 248.46 亿元，年均复合增长 30.59%，主要系房地产业务结转规模扩大所致。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 31.22%。2019 年，公司实现利润总额 90.06 亿元，同比增长 64.09%。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 45.91%。2019 年，公司费用总额 25.64 亿元，同比增长 24.60%，主要系销售费用和管理费用增加所致。其中销售费用占 43.14%，管理费用占 46.00%，财务费用占 10.86%。2019 年，公司销售费用同比增长 33.76%、管理费用同比增长 19.49%，主要系当年销售大幅增加，营销支出增加，以及规模扩大带来的管理人员薪酬增加所致；财务费用同比增长 14.24%，主要系债务增加，利息支出增加所致。

非经常性损益方面，2017—2019 年，公司公允价值变动收益分别为 29.11 亿元、24.52 亿元和 24.53 亿元，占当年营业利润比重分别为 45.29%、42.83%和 26.92%，占比持续下降，但营业利润对投资性房地产的评估增值仍有较大依赖。2017—2019 年，公司投资收益分别为 0.62 亿元、0.35 亿元和 11.81 亿元，其中 2019 年大幅增长主要系处置长期股权投资（投资收益为 7.94 亿元）及联营、合营企业实现盈利所致；公司 2019 年投资收益对利润有一定贡献，但处置长期股权投资部分具有一定不确定性。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 31.34%、30.84%和 31.97%；总资产收益率分别为 9.36%、6.17%和 9.03%；净资产收益率分别为 14.41%、10.19%和 15.23%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，同比下降 4.95%；利润总额 8.07 亿元，营业利润率为 34.66%。

5. 现金流

2017—2019 年，公司经营活动现金流持续净流入，但投资活动现金流持续净流出，同时考虑公司目前在建规模，仍面临一定融资需求。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 183.89 亿元、327.87 亿元和 424.97 亿元，年均复合增长 52.02%，主要系公司签约销售金额及往来款增加所致；经营活动现金流出分别为 159.57 亿元、302.26 亿元和 370.52 亿元，年均复合增长 52.38%，主要系购地支出、工程建设支出和往来款增加所致；公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与控股子公司股东间、合联营企业发生的往来款。2017—2019 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 24.32 亿元、25.62 亿元和 54.45 亿元，净流入规模持续增长。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 14.94 亿元、27.19 亿元和 27.54 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 35.77%，主要系从联合营企业收回资金及处置子公司收到现金增加所致；其中收到其他与投资活动有关的现金分别为 13.78 亿元、23.61 亿元和 18.33 亿元，主要为联营、合营企业往来款。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 27.12 亿元、73.71 亿元和 83.64 亿元，年均复合增长 75.61%，主要系自持物业拿地及投入增加、对联营、合营企业投资增加所致。2017—2019 年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 7.57 亿元、27.18 亿元和 36.56 亿元，主要系联营、合营企业往来款增加所致。2017—2019 年，投资活动产生的现金流量净额分别为-12.18 亿元、-46.53 亿元和-56.10 亿元，净流出规模持续扩大。

2017—2019 年，公司筹资前净现金流分别为 12.14 亿元、-20.91 亿元和-1.65 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 108.29 亿元、170.39 亿元和 231.66 亿元，随着公司借款和发行债券规模增加持续增长；筹资活动现金流出分别为

104.79 亿元、102.38 亿元和 211.13 亿元，波动增长，主要系偿还债务规模变动所致。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 3.50 亿元、68.02 亿元和 20.53 亿元，均为净流入状态。

表 16 2017—2019 年公司现金流情况

(单位: 亿元)

项目	2017	2018	2019
经营活动现金流量净额	24.32	25.62	54.45
投资活动现金流量净额	-12.18	-46.53	-56.10
筹资活动现金流量净额	3.50	68.02	20.53

资料来源: 公司提供

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-18.20 亿元，由上年同期净流入转为净流出，主要系物业销售资金回笼减少所致；投资活动产生的现金流量净额-1.89 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 9.80 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，融资渠道畅通。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。

从短期偿债指标来看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 134.22%、130.93% 和 123.91%；速动比率分别为 63.94%、49.02% 和 63.34%；公司现金短期债务比为 2.42 倍、2.13 倍和 2.05 倍，现金类资产对短期债务保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 67.90 亿元、60.78 亿元和 96.74 亿元，主要系利润总额增加所致。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.60 倍、3.34 倍和 4.12 倍；全部债务/EBITDA 分别为 5.60 倍、3.13 倍和 5.04 倍。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2019 年底，公司共获得商业银行授信总额 656.50 亿元，尚未使用的授信额度为

398.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 25.12 亿元，占当期公司净资产的 5.63%，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 2020 年 3 月底，公司无重大诉讼情况。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有子公司的股权，母公司债务负担较轻，投资收益为其主要收益来源。

截至 2019 年底，母公司资产总额 347.40 亿元，较 2018 年底增长 5.52%。其中，流动资产 156.21 亿元(占比 44.96%)，非流动资产 191.19 亿元(占比 55.04%)。从构成看，流动资产主要由其他应收款(占 91.64%)构成，非流动资产主要为长期股权投资(占 99.71%)。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 199.49 亿元，较 2018 年底增长 2.31%。其中，实收资本为 41.84 亿元(占 20.97%)、资本公积 133.17 亿元(占 66.76%)、未分配利润 17.37 亿元(占 8.71%)、盈余公积 2.11 亿元(占 1.06%)，权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债总额 147.91 亿元，较 2018 年底增长 10.18%。其中，流动负债 79.19 亿元(占比 53.54%)，非流动负债 68.73 亿元(占比 46.46%)。从构成看，流动负债主要包括短期借款(占 14.78%)、其他应付款(占 38.31%)和一年内到期的非流动负债(占 45.15%)，非流动负债全部为应付债券(占 100.00%)。母公司 2019 年资产负债率为 42.58%，较 2018 年增长 1.80 个百分点；2019 年全部债务资本化比率为 36.80%，较 2018 年增长 9.69 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 5.59 亿元，利润总额为 0.22 亿元。同期，母公司实现投资收益 0.92 亿元。

2019 年，母公司经营活动净现金流为 1.38 亿元；投资活动净现金流为-69.65 亿元，主要

系公司对合作项目投入增加导致现金净流出增加；筹资活动净现金流为 47.95 亿元。

8. 过往债务履约情况

截至 2020 年 6 月 5 日，根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G1031010510625880U），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 3500 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评级的原因造成。

9. 抗风险能力

公司自持大量商业物业，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提升。基于对公司自身经营和财务风险，以及公司整体规模和股东支持的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行，对公司现有债务总额和债务结构影响较小；公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

公司本期中期票据发行额度为 10 亿元，占公司 2020 年 3 月底全部债务 387.50 亿元的 2.60%，为同期长期债务 290.80 亿元的 3.44%。本期中期票据的发行，对公司现有债务总额和债务结构影响较小。

截至 2020 年 3 月底，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 70.78%、46.48%和 39.46%，以公司 2020 年 3 月底报表财务数据为基础，同时考虑公司已发行的“20 宝龙 SCP001”5 亿元，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 71.07%、47.63%和 40.67%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还到期的“17 宝龙 MTN001”，实际债务负担可能小于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 18.39 倍、32.79 倍和 42.50 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 2.43 倍、2.56 倍和 5.44 倍。公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 6.79 倍、6.08 倍和 9.67 倍。总体看，公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

表 17 公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期兑付日	当前余额
17 宝龙 MTN001	2017/08/30	2020/08/30	10
19 宝龙 SCP005	2019/12/19	2020/09/14	3
小计			13
19 宝龙 01	2019/04/01	2021/04/01	3
19 宝龙 MTN001	2019/03/07	2021/03/07	10
18 宝龙 01	2018/12/13	2021/12/13	10
16 宝龙 03	2016/08/24	2021/08/24	0.32
16 宝龙 02	2016/03/07	2021/03/07	4.72
16 宝龙债	2016/01/18	2021/01/18	25.56
20 宝龙 SCP001	2020/05/06	2021/01/31	5
小计			58.60
19 宝龙 MTN002	2019/06/25	2022/06/25	5
19 宝龙 02	2019/07/12	2022/07/12	6
小计			11
20 宝龙 02	2020/03/20	2023/03/20	15
19 宝龙 G1	2019/11/20	2024/11/20	10.70
20 宝龙 01	2020/01/20	2025/01/20	9.30
19 宝龙 A	2019/09/06	2037/09/06	6.50
19 宝龙次	2019/09/06	2037/09/06	0.5
19 宝龙 B	2019/09/06	2037/09/06	2
小计			44
合计			126.60

注：表中公司债期限未考虑回售；wind 统计的公司存续债存在错误，故与本表存在偏差
资料来源：企业提供

本期中期票据将于 2023 年兑付（假定第二年末投资者未行使回售权），考虑到公司存在其他存续债券，以单年最高偿还额 58.60 亿元进行测算，2019 年，公司 EBITDA、经营活动

现金流入量和经营活动现金流净额分别为单年最高偿还额的 1.65 倍、7.25 倍和 0.93 倍。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

十一、结论

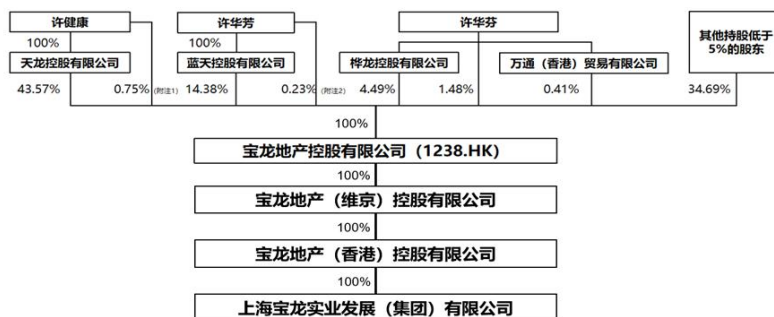
公司作为香港上市公司宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度和股东支持等方面具备一定优势。同时，联合资信也关注到房地产行业受宏观经济增速和房地产调控政策影响较大，三、四线商业地产市场面临饱和，公司在建项目面临一定资金支出压力、资产受限比例较高、债务规模增长较快及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素给公司经营发展带来一定不利影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

随着项目陆续开发和销售，以及自持物业逐步开业和运营成熟，公司销售规模和租金收入有望保持增长。

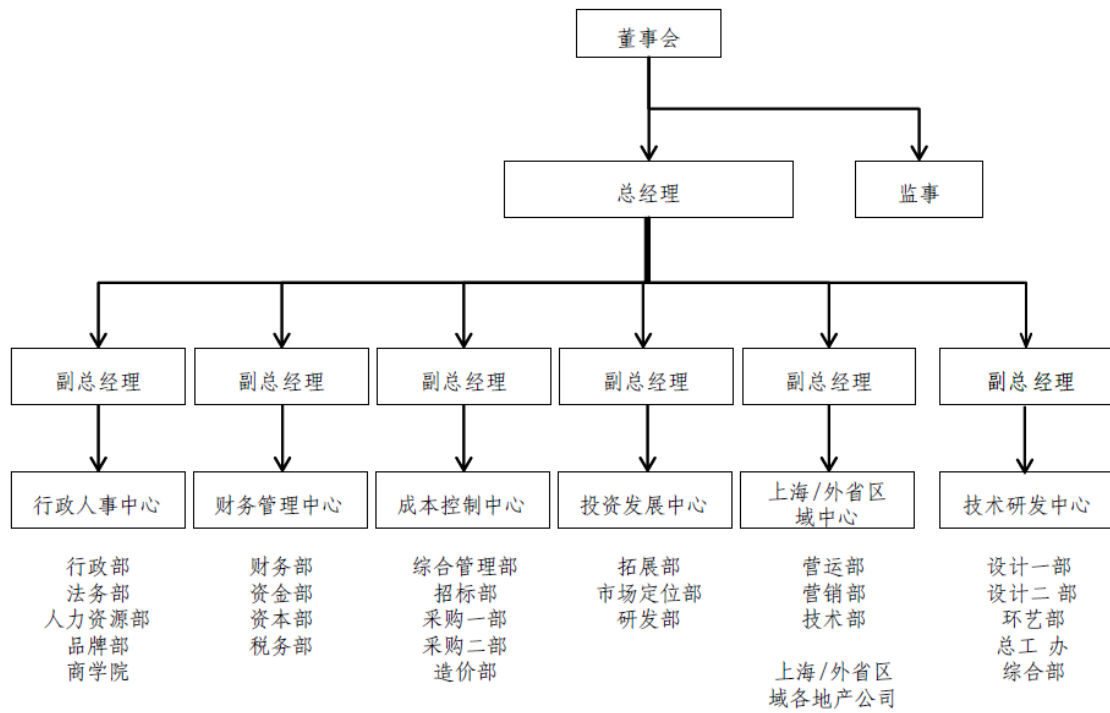
基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险很低，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附注1：由许健康先生个人持股0.69%，配偶持股0.07%，合计持股0.75%。
附注2：由许华芳先生个人持股0.22%，配偶持股0.01%，合计持股0.23%。

附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底纳入公司合并范围一级子公司情况

序号	子公司名称	主营业务	注册资本	持股比例
1	福州宝龙房地产发展有限公司	在福州市台江区二环路与工业路交叉口东南侧规划部门划定的红线内建造、出售、出租“宝龙城市广场”及相应的物业管理	6610.44 万人民币	100%
2	无锡宝龙房地产发展有限公司	从事自建房屋的租售	775.00 万美元	80%
3	烟台宝龙体育置业有限公司	从事海阳市湿地公园西、滨海路南，土地面积 417978.11 平方米地块综合体育场馆开发经营及其物业管理；酒店经营管理、客房服务及咨询服务	37083.57 万人民币	100%
4	新乡宝龙置业发展有限公司	在新乡市金穗大道以南、友谊路以北、新中大道以西、新一街以东开发和经营“宝龙城市广场”项目	29383.33 万美元	100%
5	盐城宝龙置业发展有限公司	在盐城市青年路南、迎宾路东地块从事普通房地产开发经营；	6147.72 万人民币	100%
6	常州宝龙置业发展有限公司	房地产开发和经营	57214.12 万人民币	100%
7	青岛宝龙置业发展有限公司	房地产开发和经营。物业管理。	13983.29 万人民币	100%
8	重庆宝龙长润置业发展有限公司	合川区合阳办事处合化路与环城大道交叉口的 HC10-001-20 地块的宝龙商住楼项目的开发建设、经营以及对其配套商业设施开发、建设；自有房屋租赁	2159.70 万人民币	100%
9	镇江宝龙置业发展有限公司	地产、酒店开发建设	63511.22 万人民币	100%
10	烟台宝龙置业发展有限公司	从事蓬莱宝龙城市广场项目（北至海滨路、南至北关路、西至新兴路、东至军工街）及相关配套设施的商业地产开发、销售、经营及其物业管理	28160.62 万人民币	100%
11	淮安宝龙建设发展有限公司	房地产开发、经营；物业管理	4000.00 万美元	100%
12	烟台宝龙房地产开发有限公司	从事烟台宝龙城市广场项目（莱山区金滩东路以南、芳华园市场以北、迎春大街以东、大庄村规划路以西）房地产开发、销售、经营、房屋租赁及物业管理	24682.48 万人民币	100%
13	上海瑞龙投资管理有限公司	投资管理，实业投资，资产管理，企业管理，餐饮企业管理（不含食品生产经营），房地产开发、经营，	10500.00 万人民币	100%
14	厦门宝龙地产管理有限公司	从事企业管理、投资咨询服务	433.80 万人民币	100%
15	上海宝龙皓丰企业发展有限公司	实业投资，投资管理，资产管理，企业管理，	500 万人民币	100%
16	上海誉龙投资管理有限公司	投资管理，企业资产委托管理	1000 万人民币	100%

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	96.78	151.88	170.48	155.84
资产总额(亿元)	856.63	1179.07	1520.41	1527.02
所有者权益合计(亿元)	342.73	377.09	441.34	446.18
短期债务(亿元)	40.02	71.20	83.35	96.69
长期债务(亿元)	172.41	234.90	267.78	290.80
全部债务(亿元)	212.43	306.10	351.12	387.50
营业收入(亿元)	145.70	170.17	248.46	38.13
利润总额(亿元)	63.68	54.89	90.06	8.07
EBITDA(亿元)	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流(亿元)	24.32	25.62	54.45	-18.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.03	11.19	10.95	--
存货周转次数(次)	0.48	0.33	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.17	0.18	--
现金收入比(%)	107.13	188.74	133.18	110.28
营业利润率(%)	31.34	30.84	31.97	34.66
总资本收益率(%)	9.36	6.17	9.03	--
净资产收益率(%)	14.41	10.19	15.23	--
长期债务资本化比率(%)	33.47	38.38	37.76	39.46
全部债务资本化比率(%)	38.26	44.80	44.31	46.48
资产负债率(%)	59.99	68.02	70.97	70.78
流动比率(%)	134.22	130.93	123.91	128.19
速动比率(%)	63.94	49.02	63.34	60.21
经营现金流动负债比(%)	8.20	5.04	7.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	3.34	4.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	3.13	5.04	--

注：1.2020 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	43.97	26.89	7.12
资产总额(亿元)	354.60	329.22	347.40
所有者权益(亿元)	180.27	194.98	199.49
短期债务(亿元)	24.84	16.49	47.45
长期债务(亿元)	51.78	56.02	68.73
全部债务(亿元)	76.62	72.51	116.18
营业收入(亿元)	4.10	6.39	5.59
利润总额(亿元)	-0.14	14.71	0.22
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.65	-20.96	1.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.18	9.29	2.40
存货周转次数(次)	2.25	4.12	1.04
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.02
现金收入比(%)	102.08	110.83	58.42
营业利润率(%)	61.61	53.21	70.93
总资本收益率(%)	-0.06	5.61	0.14
净资产收益率(%)	-0.08	7.84	0.21
长期债务资本化比率(%)	22.31	22.32	25.62
全部债务资本化比率(%)	29.83	27.11	36.80
资产负债率(%)	49.42	40.78	42.58
流动比率(%)	132.92	177.27	197.26
速动比率(%)	132.17	176.62	193.99
经营现金流动负债比(%)	7.01	-26.79	1.74
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

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
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%

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

联合资信评估有限公司关于 上海宝龙实业发展（集团）有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海宝龙实业发展（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，上海宝龙实业发展（集团）有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海宝龙实业发展（集团）有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现上海宝龙实业发展（集团）有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海宝龙实业发展（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与上海宝龙实业发展（集团）有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。