

信用等级公告

联合〔2020〕1590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 2020 年住房租赁专项公司债券（第二期）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 2020 年住房租赁专项公司债券（第二期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  李 恩

二〇二〇年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

上海宝龙实业发展（集团）有限公司

2020 年公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

本期债券期限：3 年期，附第 2 年末公司调整

票面利率选择权和投资者回售选择权

增信方：宝龙地产控股有限公司

增信方式：不可撤销的全额收购承诺

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 6 月 17 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	856.63	1,179.07	1,520.41	1,527.02
所有者权益（亿元）	342.73	377.09	441.34	446.18
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
净利润（亿元）	49.40	38.43	67.21	6.05
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（%）	16.10	10.68	16.42	--
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（倍）	1.34	1.31	1.24	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.20	0.28	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.60	3.34	4.12	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	6.79	6.08	9.67	--

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 2020 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”）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；近年来，公司开发规模和协议销售金额保持快速增长，毛利率较高，短期偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司三四线城市商业项目存在一定去化压力、在建项目增多加大项目及资金管理难度、资产受限比例较高、债务规模增长较快以及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司近年发展较快，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，公司将保持良好竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产对本期债券作出不可撤销的全额收购承诺。宝龙地产作为香港上市公司，融资渠道较为多元化，其承诺对本期债券还本付息具有一定的积极作用。

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. 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，并连续 9 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。近三年，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. 毛利率较高，短期偿债能力较强。2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 38.96%、40.21%和 38.37%，现金短期债务比分别为 2.42 倍、2.13 倍和 2.05 倍，毛利率和现金短期债务比均保持较高水平。

关注

1. 行业政策、区域布局、新冠疫情影响项目去化。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，新冠疫情对商业物业租售产生较大影响，公司部分商业项目位于三四线城市，未来可能存在一定去化压力。

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 年末，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。

分析师

卢 瑞 登记编号（R0040219010003）

王 彦 登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

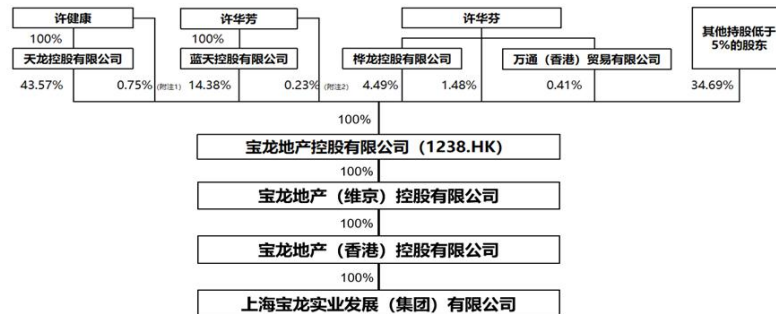


一、主体概况

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2020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2020年3月末公司股权结构图



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%。

资料来源：公司提供

公司经营范围为：受母公司¹委托，为母公司及其所投资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2020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）；纳入合并范围主要子公司140家；拥有在职员工10,210人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,520.41亿元，负债合计1,079.07亿元，所有者权益441.34亿元，其中归属于母公司所有者权益351.09亿元。2019年，公司实现营业收入248.46亿元，净利润67.21亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润33.63亿元；经营活动产生的现金流量净额54.45亿元，现金及现金等价物净增加额18.85亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,527.02亿元，负债合计1,080.84亿元，所有者权益446.18亿元，其中归属于母公司所有者权益353.48亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入38.13亿元，净利润6.05亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.60亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.20亿元，现金及现金等价物净增加额-10.28亿元。

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。

¹ 此处母公司指股东。

二、本次（期）债券概况及募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

经中国证监会“证监许可〔2018〕613号”文件核准，公司可在中国境内公开发行不超过30亿元（含30亿元）公司债券。本次债券名称为“上海宝龙实业发展（集团）有限公司2018年公开发行住房租赁专项公司债券”。本次债券规模为不超过人民币30亿元（含30亿元），采用分期发行方式。本期债券名称为“上海宝龙实业发展（集团）有限公司2020年公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过10.00亿元（含10.00亿元）。本期债券期限为3年期，附第2年末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在中国证券登记结算有限责任公司开立合格证券账户的合格机构投资者（法律、法规禁止的购买者除外）。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，宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）就本期债券兑付作出不可撤销的全额收购承诺。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除承销费外，其中70%拟用于公司住房租赁项目建设（包含置换前期的建安投入以及相关借款），剩余部分拟用于补充公司营运资金。

本期债券募集资金拟用于的住房租赁项目情况如下。

表1 本期债券募集资金用途（单位：亿元）

项目名称	拟用于住房租赁部分投资规模	住房租赁项目部分拟使用募集资金
上海青浦项目	13.55	2.50
厦门国际中心项目	8.30	1.00
上海宝杨路项目	9.03	3.50
合计	30.88	7.00

注：上表中“拟用于住房租赁部分投资规模”包含地价款和建安成本，本期债券中拟使用募集资金已剔除地价款，仅用于住房租赁项目的建安费用

资料来源：公司提供

3. 本次债券股东承诺

为了依法维护本次债券持有人的合法权益，保证及时、足额兑付本次债券每期利息和本金，宝龙地产于2017年7月4日出具承诺函，对收购本次债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，其主要内容如下：

（1）发生以下任一情形时，债券持有人有权要求宝龙地产收购本次债券：

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

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

（2）如果债券持有人按照上述约定要求宝龙地产收购本次债券，在符合中华人民共和国（仅

为本承诺函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区，下同）相关法律法规及适用于宝龙地产的相关法律法规规定的前提下，宝龙地产承诺将自行或指定宝龙地产实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购本次债券，收购价格为计算至收购日（如果收购日早于兑付日/提前兑付日，则应计算至兑付日/提前兑付日）本次债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。

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

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

（5）本承诺函适用中华人民共和国法律。

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

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

三、行业分析

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

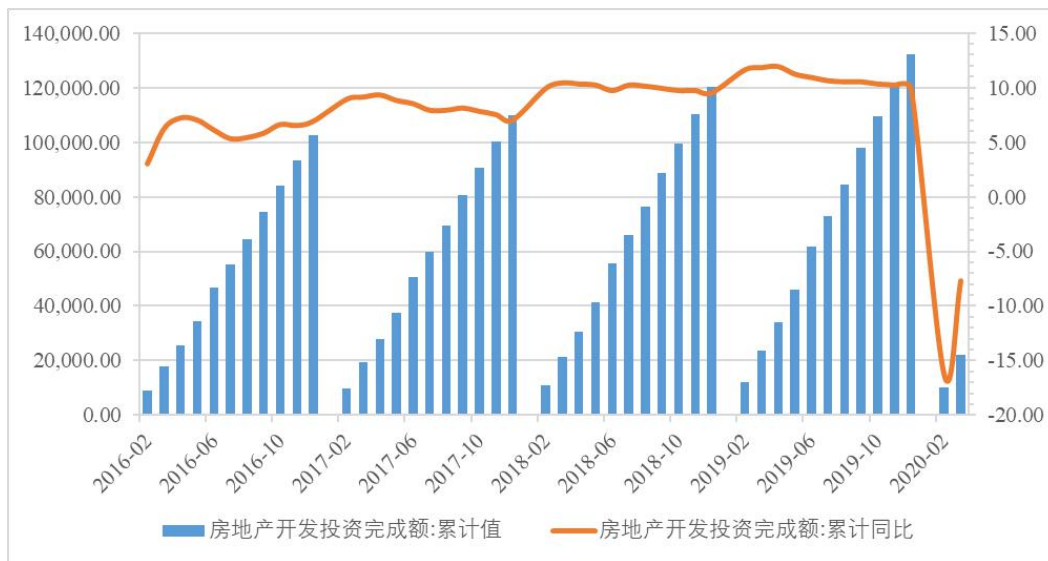
1. 行业概况

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，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。受新冠疫情影响，2020 年 1—3 月房地产投资增速下滑明显，但在复工基础上下降幅度有所收窄，其中商业地产投资和销售下滑更为严重。

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。经过二十几年的发展，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 102,580.61 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.88 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，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 个月回落 0.20 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，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1—3 月，全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，受新冠疫情影响，出现近 20 年的首次负增长；但下降幅度较前两月收窄 8.60 个百分点，在复工基础上有所回升。随着在建项目施工复工及新开工逐步发力，预计后续开发投资规模将持续复苏。

图2 2016—2019年及2020年1—3月全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

商业地产行业是房地产行业的一个子行业，一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的规划设计要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITS的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

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

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

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营

模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。2019年，随着我国经济增长面临下行压力以及商业地产投资过剩，商业地产市场面临较大挑战。其中2019年商业营业用房和办公楼投资增速分别为-6.70%和2.80%，增速明显回落；办公楼销售面积同比下降14.68%，商业营业用房销售面积同比下降15.02%，需求端下降明显。2020年1—3月，新冠疫情爆发，各地出台措施限制人们出行，商业地产开发投资和销售面积均出现大幅下跌，市场环境短期内出现紧缩。其中商业地产开发投资（含商业营业用房及办公楼）同比下降13.53%，商业地产销售面积同比下降38.89%。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017年，受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年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发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、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国300城市土地市场数据，2017年，全国300个城市土地成交面积95,036万平方米，同比增长8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增长38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增长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，楼面均价及溢价率均有所下滑；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，房地产开发企业拿地趋于理性。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，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长28%和18%，溢价率较上年同期增加1个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

2020年1—3月受新冠疫情影响，全国300个城市土地供求均出现下滑，整体土地出让金减少约一成，土地溢价率小幅下降，但楼面均价在一线城市成交带动下有所上涨。其中一线城市供

求量走低，但土地出让金和楼面均价同比增长 42%和 31%，主要来自于北京昌平区、海淀区、大兴区及上海徐汇区等优质地块的出让。根据中指研究院统计，20 家品牌房企在一季度拿地结构中向一线城市转移趋势明显，代表企业在一线城市拿地金额占比为 31.3%，较 2019 年提高了 16.1 个百分点，为近 5 年来的最高值。

表 2 2017—2019 年及 2020 年 1—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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
推出面积	111,907	128,440	129,816	22,133
同比	8	20	1	-14
成交面积	95,036	105,492	106,568	17,151
同比	8	14	-1	-23
出让金	40,623	41,773	50,294	7,707
同比	38	2	19	-10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,325
同比	26	-11	17	11
土地平均溢价率	29	13	13	12
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点	下降 1 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。2020 年 1—3 月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力较大。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 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 25,241.76 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 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 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%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；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 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70% 和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

2020年3月3日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4月17日的中央政治局会议也重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。预计2020年房企融资环境很难出现大幅松动。2020年1—3月，房地产开发企业到位资金47,004.00亿元，同比下降13.80%，主要资金来源渠道均同比下滑，在融资环境不放松及受疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力。

（3）市场供需情况

2017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，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。2020年1—3月，房地产销售受新冠疫情影响降幅较大。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场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781,483.73万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486.41万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923.00万平方米，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%。

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，房地产销售面积及销售金额同比增速处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。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年末减少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年末增速为-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3 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）

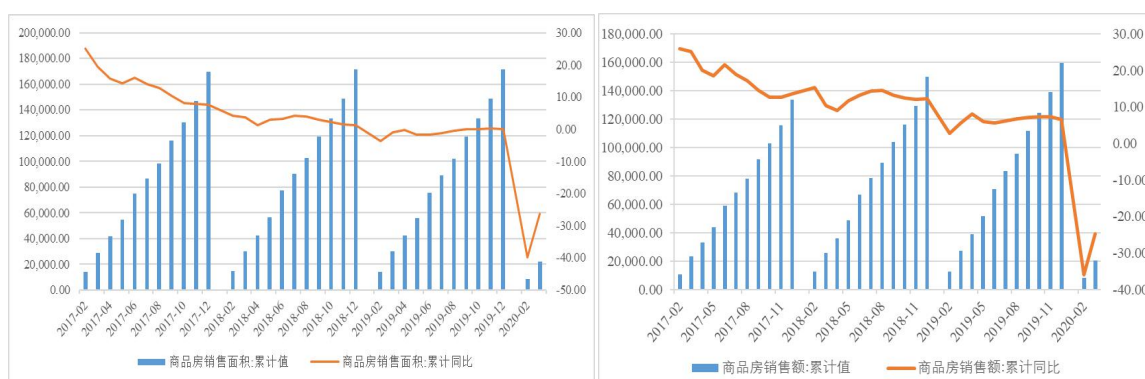


注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

2020 年 1—3 月，在疫情影响下，全国房地产销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%，但下降幅度较前两月有明显收窄。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind，联合评级整理

（4）销售价格情况

2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速放缓；2019 年，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，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。2020 年 1—3 月，一线城市价格相对平稳，二线及三线城市价格小幅调整。

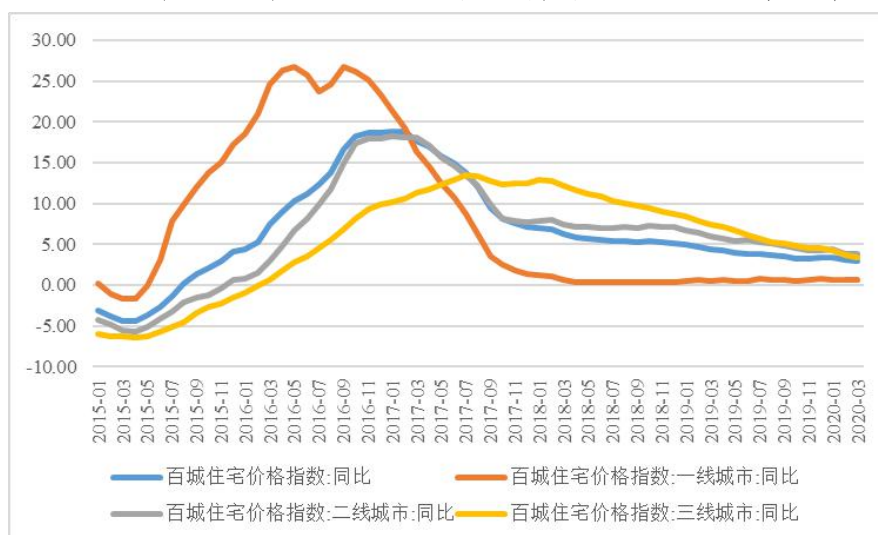
2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

2020 年 3 月，百城住宅价格指数上涨 2.95%，增幅较上年同期下降 1.48 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较去年底基本持平，二线及三线城市住宅价格指数小幅向下调整。

图 5 2015 - 2019 年及 2020 年 1 - 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，联合评级整理

3. 行业竞争

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。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16% 和 32.46%，分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表3 2017-2019年前10名与前20名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况(单位:%)

项目	2017年	2018年	2019年
前10大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前20大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前10大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前20大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源: Wind, 联合评级整理

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开发企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势。据CRIC统计的2019年房地产开发企业销售额情况,碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入5,000亿元,其中碧桂园销售额超过7,000亿元;保利发展、绿地控股、中海地产迈入3,000亿元门槛;新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入2,000亿元阵营,另有19家房地产开发企业销售额过千亿,再次呈现强者恒强局面。

表4 2020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	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	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

4. 行业政策

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年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路,继续推进房地产长效调控机制,确保房地产市场平稳发展。2020年一季度,国家坚持“房住不炒”定位,地方因城施策较灵活。

2016年下半年,全国房地产市场继续升温,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。一方面,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5 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
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”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“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8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年

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”。2017年12月，中央经济工作会议指出“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”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

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权证满2年后方可再次转让”。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”。临近2018年末,部分城市调控政策微调,但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

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”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头,中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”,并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件,对房地产融资进行控制;2019年12月,中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。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。

2020年一季度,受新冠疫情影响,经济面临较大挑战,但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日,财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称,坚持“房住不炒”的定位,落实房地产长效管理机制,深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作,推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日,人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议,会议提出: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。同时,为了解决用地问题,国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》,将土地审批权下放,赋予省级地方政府更多的自主权,使其能够因地制宜,自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑,仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面,济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策,包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策;但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回,体现了国家保持房地产调控的定力。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高,房地产开发企业融资渠道整体趋严,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,房地产开发企业融资环境明显改善,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行业开发资金来源监管趋严,对房地产开发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开发企业存续债务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。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策,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。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产销售及到位资金均出现较大下滑，销售资金回笼受阻及融资环境未放松双重影响下，或加大行业资金压力。

6. 未来发展

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。

房地产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。

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，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、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，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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。

公司具备房地产开发一级资质，是宝龙地产（股票代码：1238.HK）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产自2003年起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，商业地产经验丰富。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。2018—2020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”名单中均位居第38名，在“商业地产综合实力50强”中分别位居第7名、第6名和第6名。宝龙地产连续9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2019年末，宝龙地产在全国布局155个项目，经营及管理商业广场42家。

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。

2. 人员素质

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。

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2020年3月末，公司员工10,210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%。

五、公司管理

1. 公司治理

公司治理结构较简单，整体治理运行情况良好。

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。

2. 管理体制

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。

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。

六、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；近三年，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。

公司主要业务为房地产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。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；公司净利润分别为49.40亿元、38.43亿元和67.21亿元，其中2018年同比下降22.20%，主要系业务规模扩大，费用支出增加以及2018年公允价值变动收益规模同比减少所致。

从收入构成看，出售物业收入是公司营业收入的主要来源，近三年占主营业务收入的比重均在83%以上。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。

表6 2017—2019年公司营业收入构成情况（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

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。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。

2. 业务运营

(1) 房地产开发

土地储备情况

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发展有限公司（以下简称“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 7 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	3,178
2018 年	573.67	248.98	4,340
2019 年	648.23	335.36	5,173
2020 年 1—3 月	110.63	48.66	4,398

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 月末，公司全口径土地储备规划建筑面积²2,833.07 万平方米（权益建筑面积 1,732.83 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）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 8 截至 2020 年 3 月末公司土地储备情况（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

² 土地储备规划建筑面积为未结转收入口径。

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		2,833.07	1,732.83

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

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 年开始，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 年末在建面积 1,001.68 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。

表9 2017—2019年及2020年1—3月公司房地产开发数据（单位：万平方米）

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	1,001.68	1,068.73

注：上表2017年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

从公司在建项目看，截至2020年3月末，公司全口径在建项目预计总投资2,215.03亿元，已累计完成投资1,329.61亿元，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。

物业销售情况

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，关注后续去化情况。

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。

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10 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）	10,966.81	14,546.27	15,993.36	15,385.80
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：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2020年3月末，公司全口径在建项目规划可售面积2,147.17万平方米，已销售面积826.98万平方米，剩余规划可售面积1,320.19万平方米，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，关注后续去化情况。

表 11 截至 2020 年 3 月末公司在建项目销售情况（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	2,147.17	826.98

资料来源：公司提供

（2）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，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。

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 年末，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12 2017—2019年公司自持物业主要经营指标（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	82.0	85.0	91.1
平均租费	56	68	75

资料来源：公司提供

截至2020年3月末，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13 2017—2019年及2020年1—3月公司酒店运营情况

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
平均客房单价（元/天/间）	427	423	450	385
入住率（%）	83	80	81	36
酒店收入（亿元）	4.41	5.23	4.58	0.48

资料来源：公司提供

3. 经营效率

公司经营效率尚可

2017—2019年，公司流动资产周转率分别为0.43次、0.32次和0.31次，逐年下降，主要系近年新增土地储备增加所致；总资产周转率分别为0.20次、0.17次和0.18次，存货周转率分别为0.48次、0.33次和0.35次，均波动下降，其中2018年下降幅度较大主要系合并范围扩大及拿地规模增加，但收入及成本尚未结转所致。

与同行业公司比较，公司流动资产周转率和存货周转率处于行业偏上水平，总资产周转率处于一般水平。具体数据如下表所示。

表14 2019年房地产开发类公司经营效率指标（单位：次）

公司名称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
广东海伦堡地产集团有限公司	0.23	0.25	0.20
大悦城控股集团股份有限公司	0.34	0.32	0.25
禹洲地产股份有限公司	0.36	0.22	0.18
宝龙实业	0.35	0.31	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

4. 重大事项

公司同一控制下合并置入资产，增强了公司的项目储备。

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。

5. 经营关注

部分项目受区域、业态等影响存在去化压力

公司储备项目部分分布在三四线城市，并存在一定规模商业业态，但三四线城市房地产市场景气度波动性较大，三线及以下城市商业氛围一般，且目前经济下行压力较大，对于商业地产影响较大，公司项目去化存在一定不确定性。公司在海口项目土地储备较大，易受当地调控政策影响，关注后续去化情况。

已完工开发产品去化相对较慢

截至2019年末，公司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。

公司扩张较快，项目及资金管理难度加大

公司近年规模扩张较快，在建项目规模大幅增加且保持较大规模，加大了公司项目管理难度；同时公司存在一定规模的在建项目投资及土地投资，对公司资金运作能力要求提升。

自持物业增值率较高，同时新冠疫情对公司商业物业经营产生一定影响

截至2019年末，公司投资性房地产增值率71.18%，增值率较高，公允价值存在一定波动性；公司自持物业和酒店经营情况受新冠疫情影响较大，关注后续经营情况。

6. 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。

七、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的审计结论。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。公司合并范围变化较大，为保证可比性，本报告 2017 年末财务数据采用 2018 年审计报告年初数据。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,520.41 亿元，负债合计 1,079.07 亿元，所有者权益 441.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 351.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，净利润 67.21 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 33.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 54.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.85 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,527.02 亿元，负债合计 1,080.84 亿元，所有者权益 446.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 353.48 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，净利润 6.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.28 亿元。

2. 资产质量

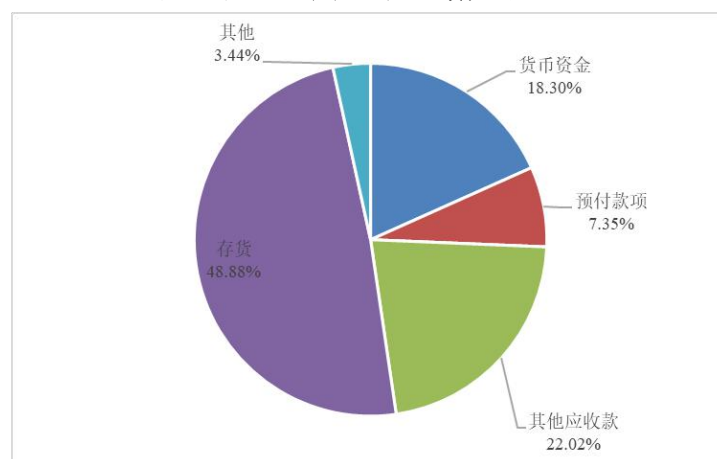
受合并范围增加及开发规模扩大影响，公司近三年资产规模增长较快，以存货和投资性房地产为主；存货中已完工开发产品占比较高，且三四线城市项目可能存在一定去化压力，投资性房地产整体增值率较高。公司资产受限比例较高，资产质量一般。

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 年末，公司资产总额 1,520.41 亿元，较年初增长 28.95%，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，公司流动资产逐年快速增长，年均复合增长 52.80%。截至 2019 年末，公司流动资产 929.34 亿元，较年初增长 39.64%，主要系其他应收款和预付款项增长所致。截至 2019 年末，公司流动资产构成如下图所示。

图6 截至2019年末公司流动资产构成



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年末，公司货币资金170.09亿元，较年初增长11.99%，主要系销售回款及融资净额增加所致。截至2019年末，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年末，公司预付款项68.34亿元，较年初增长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，公司其他应收款逐年快速增长，年复合增长140.29%。截至2019年末，公司其他应收款204.67亿元，较年初增长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，公司存货规模逐年增长，年均复合增长47.64%。截至2019年末，公司存货454.31亿元，较年初增长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年末，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年末，公司非流动资产合计591.06亿元，较年初增长15.09%，主要以长期股权投资（占6.75%）、投资性房地产（占83.19%）和固定资产（占6.06%）为主。

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，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长43.15%。截至2019年末，公司长期股权投资账面价值39.88亿元，较年初大幅增长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年末，公司投资性房地产账面价值491.72亿元，较年初增长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年末，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 年末，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15 截至2019年末公司受限资产明细情况（单位：亿元、%）

项目	金额	占资产总额比重
货币资金	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 月末，公司资产总额 1,527.02 亿元，较年初增长 0.44%，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

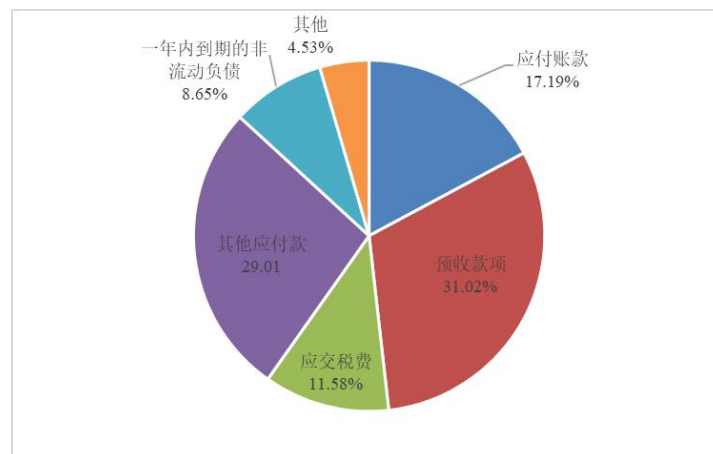
负债

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 年末，公司负债合计 1,079.07 亿元，较年初增长 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%，以流动负债为主。

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 年末，公司流动负债 749.99 亿元，较年初增长 47.54%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 7 截至 2019 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。2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 30.70%。截至 2019 年末，公司应付账款账面价值 128.89 亿元，较年初增长 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 年末，公司预收款项 232.68 亿元，较年初增长 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 年末，公司其他应付款 217.58 亿元，较年初大幅增长 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 年末，公司一年内到期的非流动负债 64.87 亿元，较年初增长 14.85%，主要系于一周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 年末，公司非流动负债合计 329.07 亿元，较年初增长 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 年末，公司长期借款 199.05 亿元，较年初增长 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，其中 2019 年末较年初增长 36.04%，主要系公司新发行中期票据及公司债所致。

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 年末，公司全部债务合计 351.12 亿元，较年初增长 14.71%，其中短期债务占 23.74%、长期债务占 76.26%，以长期债务为主。近三年，随着公司规模扩张较快，对融资需求增加，公司资产负债率逐年增长，债务比率波动增长，其中资产负债率分别为 59.99%、68.02%和 70.97%，全部债务资本化率分别为 38.26%、44.80%和 44.31%，长期债务资本化比率分别为 33.47%、38.38%和 37.76%。总体看，公司债务规模随着整体开发规模扩大而增加，但债务比率水平仍在合理范围内。截至 2019 年末，公司永续债余额 5.00 亿元，规模不大。

截至 2020 年 3 月末，公司负债合计 1,080.84 亿元，较年初增长 0.16%，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务合计 387.50 亿元，较年初增长 10.36%，债务结构仍以长期债务（占 75.05%）为主。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率 70.78%，较年初下降 0.19 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.48%和 39.46%，分别较年初上升 2.17 个百分点和上升 1.70 个百分点，债务负担仍在合理范围内。截至 2020 年 3 月末，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 年存在一定债务偿付压力。

表 16 截至 2020 年 3 月末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

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年末，公司所有者权益合计441.34亿元，较年初增长17.04%，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较大，所有者权益稳定性偏弱。

截至2020年3月末，公司所有者权益合计446.18亿元，较年初增长1.10%，所有者权益构成较年初变化不大。

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，公司盈利水平将有所提高。

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%。2017—2019年，公司营业利润波动增长，分别为64.27亿元、57.24亿元和91.10亿元，其中2018年营业利润同比下降10.93%，主要系合并范围扩大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49.40亿元、38.43亿元和67.21亿元。

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%。2017—2019年，公司销售费用和管理费用均逐年增长，年均复合增长分别为45.82%和32.78%，主要系随着公司规模扩大，营销支出和管理人员薪酬增加所致；公司财务费用分别为0.15亿元、2.44亿元和2.78亿元，其中，2018年同比大幅增长15.19倍，主要系合并范围扩大，债务规模增加较多，利息支出增加，同时当年产生汇兑损失所致，2019年财务费用同比增长14.24%，主要系债务增加，利息支出增加所致。

从利润构成来看，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偶然性。

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%，和营业利润变化趋势一致；总资产报酬率分别为8.93%、5.76%和6.99%，总资本收益率分别为10.46%、6.81%和9.69%，净资产收益率分别为16.10%、10.68%和16.42%，均有所波动，主要系公司规模有所波动所致。与同行业公司比较，公司销售毛利率和总资产报酬率处于较高水平，净资产收益率处于较低水平。

表17 2019年公司与同行业公司盈利能力指标对比（单位：%）

公司名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
广东海伦堡地产集团有限公司	29.46	3.65	15.56
大悦城控股集团股份有限公司	41.20	5.47	17.44
禹洲地产股份有限公司	26.21	5.19	17.01
宝龙实业	38.37	6.83	9.93

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

2020年1—3月，公司实现营业收入38.13亿元，同比下降4.95%；净利润6.05亿元，同比增长1.84%；收入和利润同比较为稳定。

5. 现金流

近三年，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。

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。

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1.34倍、1.31倍和1.24倍，逐年下降，主要系预收款项增加所致；速动比率分别为0.64倍、0.49倍和0.63倍，其中2019年末

较年初提升较多，主要系其他应收款大幅增加所致。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 2.42 倍、2.13 倍和 2.05 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率和速动比率分别为 1.28 倍和 0.60 倍，较年初变化不大；现金短期债务比下降至 1.61 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，主要来自利润总额的变动。2019 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 93.10%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.60 倍、3.34 倍和 4.12 倍，对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.32 倍、0.20 倍和 0.28 倍，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 25.12 亿元，占期末公司净资产的 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 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年末，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。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2020 年 6 月 3 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。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为应收子公司往来款及持有子公司股权，利润主要来源对子公司的股权投资。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 347.40 亿元，较年初增长 5.52%，其中流动资产占比为 44.96%，非流动资产占比为 55.04%。从构成来看，主要包括其他应收款（占 41.20%）和长期股权投资（占 54.87%）。

截至 2019 年末，母公司负债总额为 147.91 亿元，较年初增长 10.18%，主要系应付债券增加所致，其中流动负债占比为 53.54%，非流动负债占比为 46.46%。从构成来看，主要包括其他应付款（占 20.51%）、一年内到期的非流动负债（占 24.17%）和应付债券（占 46.46%）。截至 2019 年末，母公司全部债务 116.18 亿元，较年初增长 60.22%。其中短期债务 47.45 亿元，长期债务 68.73 亿元。截至 2019 年末，母公司全部债务资本化比率为 36.80%，母公司债务负担较低，但短期债务规模较高。

截至 2019 年末，母公司所有者权益合计 199.49 亿元，较年初增长 2.31%。从构成来看，实收资本占 20.97%、资本公积占 66.76%、盈余公积占 1.06%、未分配利润占 8.71%。

损益方面，2019 年，母公司收入为 5.59 亿元，利润总额为 0.22 亿元。同期，投资收益为 0.92 亿元，主要为持有子公司股权产生的投资收益；投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 1.38 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -69.65 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 47.95 亿元。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2020年3月末，公司全部债务为387.50亿元，将永续债券（5.00亿元）认定为长期债务后的全部债务总额392.50亿元，本期拟发行债券规模为不超过10.00亿元（含10.00亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度对公司债务水平影响不大。

以2020年3月末的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为10.00亿元，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70.97%、47.11%和40.27%，较发行前分别上升了0.19个百分点、0.63个百分点和0.81个百分点。

2. 本期债券偿还能力分析

以2019年的相关财务数据为基础，公司2019年EBITDA为96.74亿元，为本期债券发行规模10.00亿元的9.67倍；2019年，公司经营活动产生的现金流入和经营活动现金流量净额分别为424.97亿元和54.45亿元，分别为本期债券发行规模10.00亿元的42.50倍和5.45倍。公司EBITDA和经营活动现金流对本期债券覆盖程度较高。

考虑到公司在综合实力、区域布局、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。

3. 本期债券交易条款分析

宝龙地产针对本期债券的还本付息事宜出具《承诺函》，对收购本期债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，从其承诺函的条款内容来看，如遇条款中列明的公司本息偿付障碍的情况，宝龙地产承诺将自行或指定宝龙地产实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购本次（期）债券，收购价格为计算至收购日本次（期）债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。由此看来，宝龙地产的资本实力、经营情况对其承诺效力有直接影响。

截至2019年末，宝龙实业资产、负债和所有者权益分别占宝龙地产综合资产负债表中总资产、总负债和总权益的93.57%、87.31%和113.43%；2019年，宝龙实业营业收入和净利润分别占宝龙地产综合全面收益表中收入和年度利润的95.41%和111.68%。宝龙地产资产、收入和利润主要来自于宝龙实业，但宝龙地产作为香港上市公司，融资渠道更加多元化。总体看，宝龙地产的收购承诺对本期债券还本付息有一定的积极作用。

九、综合评价

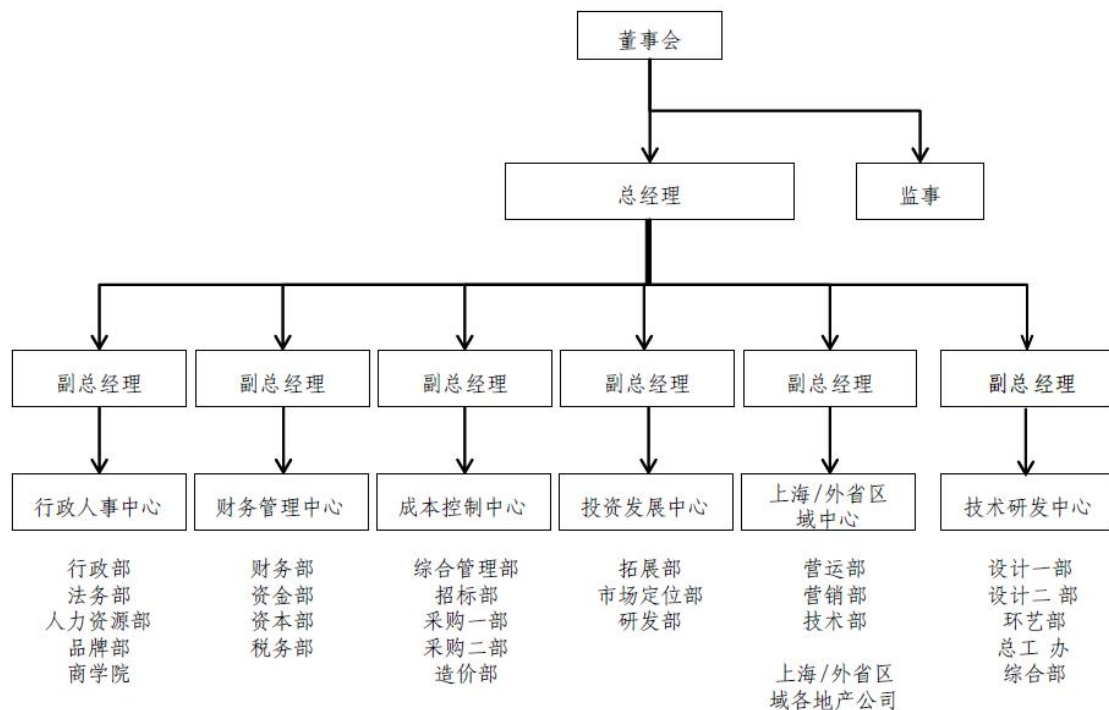
公司作为宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势；近年来，公司开发规模和协议销售金额保持快速增长，毛利率较高，短期偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司三四线城市商业项目存在一定去化压力、在建项目增多加大项目及资金管理难度、资产受限比例较高、债务规模增长较快以及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司近年发展较快，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，公司将保持良好竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产对本期债券作出不可撤销的全额收购承诺。宝龙地产作为香港上市公司，融资渠道较为多元化，其承诺对本期债券还本付息具有一定的积极作用。

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 截至 2020 年 3 月末上海宝龙实业发展（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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	856.63	1,179.07	1,520.41	1,527.02
所有者权益（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
净利润（亿元）	49.40	38.43	67.21	6.05
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
流动资产周转次数（次）	0.43	0.32	0.31	--
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	--
现金收入比率（%）	107.13	188.74	133.18	110.28
总资本收益率（%）	10.46	6.81	9.69	--
总资产报酬率（%）	8.93	5.76	6.99	--
净资产收益率（%）	16.10	10.68	16.42	--
营业利润率（%）	31.34	30.84	31.97	34.66
费用收入比（%）	8.27	12.09	10.32	10.39
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
长期债务资本化比率（%）	33.47	38.38	37.76	39.46
EBITDA 利息倍数（倍）	5.60	3.34	4.12	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.20	0.28	--
流动比率（倍）	1.34	1.31	1.24	1.28
速动比率（倍）	0.64	0.49	0.63	0.60
现金短期债务比（倍）	2.42	2.13	2.05	1.61
经营现金流流动负债比率（%）	8.20	5.04	7.26	-2.50
EBITDA/本期发债额度（倍）	6.79	6.08	9.67	--

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 2020 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 2020 年公开发行住房租赁专项公司债券（第二期） 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

二〇二〇年六月十七日