

信用等级公告

联合[2019] 278 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拟发行的 2019 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⁺，2019 年度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
二零一九年一月三十日



上海宝龙实业发展（集团）有限公司

2019 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⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：基础发行额度 5 亿元，
发行额度上限为 10 亿元

本期中期票据期限：2 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：50%用于归还金融机构借款，50%
用于补充营运资金

评级时间：2019 年 1 月 30 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
现金类资产(亿元)	57.22	83.12	80.44	69.31
资产总额(亿元)	426.81	601.90	694.20	978.30
所有者权益(亿元)	159.64	254.71	303.20	363.36
短期债务(亿元)	20.99	33.38	35.44	69.49
长期债务(亿元)	79.75	126.71	146.68	207.74
全部债务(亿元)	100.74	160.10	182.12	277.22
营业收入(亿元)	67.76	114.61	94.78	137.68
利润总额(亿元)	29.82	38.33	43.38	36.99
EBITDA(亿元)	31.01	40.40	47.06	--
经营性净现金流(亿元)	12.95	24.49	20.09	-82.70
营业利润率(%)	31.23	30.46	31.06	30.52
净资产收益率(%)	13.31	11.21	10.42	--
资产负债率(%)	62.60	57.68	56.32	62.86
全部债务资本化比率(%)	38.69	38.60	37.53	43.28
流动比率(%)	124.44	141.82	138.17	138.81
经营现金流流动负债比(%)	7.93	13.19	9.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.25	3.96	3.87	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.30	5.48	6.33	--

注：1.2018 年 1~9 月财务数据未经审计；

2.公司所有者权益 2015 年底含有本金为 13 亿元的永续中票，2016 年底含有本金为 17 亿元的永续中票，2017 年底含有本金为 16.90 亿元的永续中票，2018 年 9 月底含有本金为 10.00 亿元的永续中票。

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、商业地产市场面临饱和、公司公允价值变动对利润贡献大、未分配利润占比高等因素给公司经营发展带来一定不利影响。

2016 年，控股股东以股权作价增资，以及 2018 年公司股权置换并入子公司资产，公司项目体量得以补充，有效增强了公司资本实力。随着在建项目的陆续销售及出租面积的增加，公司未来收入有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。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. 公司坚持深耕上海，聚焦长三角、福建等经济快速发展区域的战略布局，有利于商业物业的稳步发展。
2. 公司具有多年商业地产开发经验，宝龙系列品牌在业内具有一定知名度。
3. 股东增资事项和公司股权置换并入子公司资产的完成，有效补充了公司运营项目体量，增强了公司资本实力。

分析师

杨 栋 韩家麒

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

4. 近年来, 公司收入规模大幅增长, 物业出租和酒店业务板块快速发展。

关注

1. 房地产行业受政策影响较大, 部分地区商业地产市场趋于饱和, 竞争日趋激烈。
2. 公司目前持有大量商业物业资产以及在建商业、住宅等项目, 其价值受宏观经济、行业景气度、商业物业繁荣度等因素影响, 存在较大的不确定性。
3. 公司所持上海地区商住项目受到限购政策影响, 存在较大去化压力。
4. 公司公允价值变动损益对利润贡献程度大, 所有者权益中未分配利润占比较大, 所有者权益稳定性较弱。
5. 公司有息债务快速增长, 存货规模大, 资产流动性弱。

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。

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、本次信用评级结果的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

2019 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，根据公司股东会决议，公司注册资本增加至 1.15 亿元；2015 年，宝龙地产（香港）以股权作价对公司增资至 10.49 亿元；2016 年 10 月，宝龙地产（香港）以股权作价对公司再次增资；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决定，以其直接持有的 15 家子公司股权进行出资。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产（香港）持有 100% 的股权，宝龙地产（香港）是宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）的全资子公司，许健康先生合计持有宝龙地产 45.95% 的股权，为公司实际控制人。

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 2018 年 9 月底，公司下设行政人事中心、财务管理中心、成本控制中心、投资发展中心、上海/外省区域中心和技术研发中心，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。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 694.20 亿元，所有者权益合计为 303.20 亿元（含少数股东权益 24.71 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 94.78 亿元，利润总额 43.38 亿元。

2018 年 6 月，公司子公司骏通发展有限公司向宝龙地产（维京）控股有限公司转让 39% 的股权收购宝龙（维京）IV 有限公司 82% 股权，宝龙（维京）IV 有限公司和宝龙实业同受宝龙地产（香港）控股有限公司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。公

司在编制合并 2018 年度报表时，视同参与合并各方在最终控制方开始实施控制时即以目前的状态存在。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额为 978.30 亿元，所有者权益合计为 363.36 亿元（其中少数股东权益 54.32 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 137.68 亿元，利润总额 36.99 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

公司于 2017 年注册中期票据 30 亿元，已于 2017 年 8 月 30 日发行“17 宝龙 MTN001”。本期计划发行的 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）基础发行额度为 5 亿元，发行额度上限为 10 亿元，募集资金中 50% 用于归还金融机构借款，50% 用于补充营运资金，发行期限 2 年。本期中期票据采用单利按年付息，不计复利。本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金。本期中期票据无担保。

三、宏观经济与政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山

西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部

门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业分析

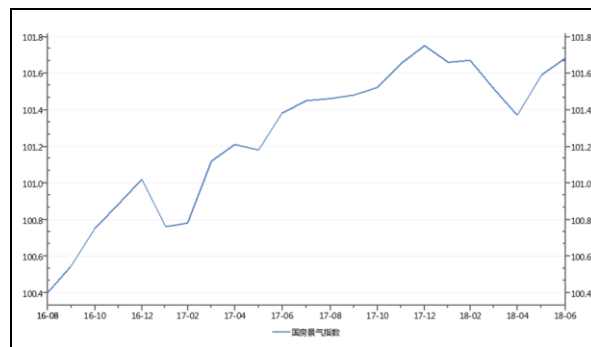
1. 房地产行业分析

（1）行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分

化，行业景气度上升速度有所放缓。2018年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图1 2016年下半年以来全国景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面, 2017年在房地产严控政策的影响下, 销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米, 同比增长7.70%, 增速较上年下降14.80个百分点; 共实现销售额13.37万亿元, 同比增长13.70%, 增速较上年下降21.20个百分点。价格方面, 根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示, 2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%, 较2016年增速下降11.57个百分点, 价格增速明显回落。进入2018年以来, 房地产销售增速进一步放缓, 2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米, 同比增长3.30%, 较去年同期增速下降12.80个百分点; 共实现销售金额为6.69万亿元, 同比增长13.20%, 较去年同期下降8.30个百分点。整体看, 2017年以来, 在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下, 商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势; 进入2018年以来, 随着各地调控政策的持续推进, 销售增速继续放缓。

房地产供求与信贷环境

2016年, 在全国去库存政策的指导下, 地方政府继续减少土地推出量, 全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米, 同比下降9.0%, 整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑, 共成交8.59亿平方米, 同比下降3%。虽然成交量下滑, 土地价格却快速攀升, 各类土地成交出让金2.90万亿元, 同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米, 同比上涨40%, 平均溢价率为43.13%, 较2015年提高26.91个百分点, 热点一二线城市地王频出。2017年, 全国300个城市土地供应小幅回升, 热点城市增供稳定市场预期, 拉动成交量及出让金上涨, 楼面均价涨幅较去年有所收窄, 平均溢价率同比下降。2017年, 全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米, 同比增长8%; 土地成交量9.50亿平方米, 同比增长8%; 土地成交出让金4.06万亿元, 同比增长38%。2017年全国300个城市各类用

地成交楼面均价为2374元/平方米, 同比增长26%, 增速有所放缓; 平均溢价率为29%, 较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年, 全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米, 同比增长30%; 土地成交量5.02亿平方米, 同比增长27%。价格方面, 2018年上半年全国300个城市土地成交出让金1.96万亿元, 同比增长28%; 成交楼面均价为2172元/平方米, 同比下降1%; 平均溢价率为20%, 同比下降16个百分点。进入2018年以来, 全国300个城市土地供应量和成交量均快速增长, 但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

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, 但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑; 二线城市调控深化, 土地供求降至低位, 土地市场总体趋稳; 三四线城市内部热度分化, 部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求, 拉动整体土地供求升温。进入2018年以来, 各类城市溢价率水平均呈现不同程度的下滑, 一线城市的供地节奏有所放缓, 成交方面量涨价跌; 二线城市的土地供应同比止跌回升, 在“分类调控、因城施策”精神的指导下, 结合市场特点制定的土拍政策持续完善; 三四线城市面对热点城市的需求外溢, 加快土地供应, 出让金规模大幅上涨。总体看, 随着房地产市场政策趋紧, 房企拿地普遍持谨慎态度, 未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策, 为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》(以下简称“《通知》”), 要求合理安排住宅用地供应, 对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模, 去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示, 各地要建立购地资金审查制度, 确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国

土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中，国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

2017年，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出

“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、

租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提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。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加

政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

五、公司基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年9月底，公司实收资本41.84亿元，宝龙地产（香港）持有100%的股权，宝龙地产（香港）是宝龙地产的全资子公司，许健康先生合计持有宝龙地产45.95%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司是宝龙地产（HK.1238）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产是中国首家在港上市的商业地产企业，专注于开发及经营高质量、大规模、多业态的综合性商业地产项目。宝龙地产以宝龙品牌开发的物业项目分布于天津、上海、重庆、福建、江苏、山东、河南、安徽、浙江等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颁发的中国房地产百强企业、中国商业地产五强企业、中国商业项目品牌价值五强等荣誉。

公司主打产品“宝龙城市广场”是集大型购物、品牌商店、美食、娱乐、文化、休闲、住宅和酒店于一体的城市综合体，分为三大系列，即面向一线城市的社区级邻里购物中心、面向二线城市的区域级购物中心以及面向三四线城市的城市商业中心。根据项目地点及当地市场需求，还设置由国际著名酒店管理公司管理的优质星级酒店及大型室内游乐场，是所在城市的最大型综合商业地产项目之一，满足了当地居民商业及娱乐的需求，提升了物业所在城市的生活环境品质。

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

总的来看，宝龙地产位列中国商业地产五强；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。

3. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共11名，其中总经理1人、副总经理6人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长许健康先生，现年66岁，毕业于福建省晋江市侨声中学，初中学历。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，现年40岁，毕业

于厦门大学工商管理学院，获长江商学院 EMBA 学位，毕业后于 1999 年进入宝龙集团基层工作，历任副总经理、总经理、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 2018 年 9 月底，公司员工 6537 人。从岗位结构来看，管理人员占 8.92%；工程人员占 13.55%；销售人员占 21.22%；技术人员占 6.54%；财务人员占 9.74%；营运人员占 27.32%；成本管理人员占 7.84%；其他辅助人员占 4.87%。从学历水平来看，大学本科及以上学历占 61.54%；大学专科学历占 24.45%；大专以下学历占 14.01%。

总体来看，公司管理团队稳定性较好，具有丰富的从业经验；公司员工素质能够满足目前经营需要。

六、公司管理

1. 法人治理结构

公司不设股东会，股东是公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，董事会成员 3 人，由股东委派。董事任期 3 年，任期届满，经股东继续委派可连任。首届董事长由股东委派，任期 3 年。任期届满，经股东继续委派可连任。董事会负责向股东报告工作，执行股东的决定，决定公司的经营计划和投资方案等。公司设总经理 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。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，任期三年，由股东任命产生。

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。

总体看，公司各项内部控制制度得到了有效执行，整体治理运行情况良好。

2. 管理水平

公司本部下设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心、上海/外省区域中心，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。

公司在项目拓展和成本管理方面较为严格，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。一是重视财务管理，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财务部是融资活动的具体实施部门。公司财务部根据公司战略和业务发展的需要，提出具体的融资方案，并报股东会批准。公司财务部负责融资风险的评价，并且以加权平均资本成本最小的融资组合评价公司的资金成本，以确认合理的资本结构。

成本及采购控制方面，公司制定了相关管理规定，以规范大宗材料和设备的请购、审批、采购、验收、付款等采购活动中各个环节的工作，提高采购活动的透明度和效率，着力加大项目采购计划及执行情况的管理力度，保证大宗采购及时交付。公司邀请有实力的材料供应商参与投标，通过对技术标和经济标的严格评审，择优选择供应商，保证采购成本的合理性。在与供应商的合作过程中，公司与评价最优的供应商结成战略伙伴，形成长期稳定的合作关系，实现采购效率的最大化。在付款环节，公司加强了付款各环节相关凭证的审核力度，并

对供应商履约情况进行定期评价，保证付款的合理性及准确性。

对外担保方面，为规范公司的对外担保行为，有效控制公司对外担保风险，维护广大股东的合法权益，公司制定了对外担保制度。公司对外担保由公司统一管理，公司做出的对外担保行为，须按程序由公司董事会讨论通过后报控股股东批准后方可执行。对外担保制度明确了对外担保的决策机制、部门分工、相互监督的机制，形成了较为完善的对外担保控制体系。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

七、重大事项

股东增资

2016年12月20日，公司股东宝龙地产（香港）做出增加注册资本及调整投资总额的书面决定：公司注册资本由18110.44万元增加至418356.22万元。

宝龙地产（香港）以其直接持有的15家公司股权进行增资，其中包括烟台宝龙体育置业有限公司、常州宝龙置业发展有限公司、重庆宝龙长润置业发展有限公司、盐城宝龙置业发展有限公司等。股权增资所涉及的股权价值评估由上海立信资产评估有限公司出具资产评估报告。

宝龙地产（香港）出资额为418356.22万元，其中货币出资11500万元，股权出资406856.22万元。出资期限为2021年12月31日前。截至目前，实收资本已全部到位，相关手续已办理完成。本次股东增资的完成，补充了公司运营的项目体量，有效增强了公司资本实力。

股权置换

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。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 and 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

公司业务为开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等，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。

分业务板块来看，物业销售收入是公司营业收入的主要来源，近三年出售物业收入占比保持在 80% 以上，主业突出。2015 年和 2016 年，随着房地产项目结转规模持续增加，公司出售物业收入快速增长，分别为 62.23 亿元和 106.03 亿元；2017 年，受上海地区住宅项目调控政策影响，公司出售物业收入大幅下降至 80.81 亿元，同比下降 23.79%。出租物业方面，近三年公司自持物业稳步发展，租金收入持续增长，年均复合增长 71.46%。2017 年，由于新开商场的增加和租金水平按合同按期增长，公司出租物业实现收入 8.29 亿元，同比增长

45.95%。酒店经营方面，得益于 2017 年公司运营酒店的增加，酒店房价调升，业绩增长，该板块 2017 年实现收入大幅增长至 4.35 亿元，同比增长 69.26%。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，2017 年其他收入 1.33 亿元，占公司营业收入的比重仅为 1.40%，对营业收入的影响小。

从盈利情况来看，近三年，公司综合毛利率分别为 42.87%、40.44% 和 37.89%，总体盈利能力呈下降趋势。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。受 2017 年所结转项目差异以及限购政策的影响，公司出售物业板块毛利率下降至 34.68%，较上年下降 5.02 个百分点。出租物业方面，公司物业所收取租金分为两部分，一部分为固定租金收入；另一部分为租户营业收入的提成。近三年，公司物业出租毛利率呈波动下降的趋势，主要由于近年新开业商场较多，前期费用较大所致。2017 年物业出租毛利率为 85.45%，仍维持在高水平。酒店业务方面，2016 年，酒店业务毛利率为 -8.71%，主要由于当年 3 家酒店新开业，前期折旧摊销额较大。2017 年以来，随着 2016 年新开业的酒店运营逐步成熟，毛利率由负转正，当年酒店业务毛利率为 0.76%。其他业务方面，公司咨询业务毛利率较高，由于钢材与咨询业务结构有所调整，导致其他业务毛利率近三年存在较大波动，2017 年其他收入毛利率为 58.12%，由于其他业务收入规模较小，对公司整体毛利率影响不大。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 137.68 亿元，其中物业销售收入 122.76 亿元，收入规模大幅增长主要系资产置入所致，该板块占营业收入的比例为 89.16%，仍为公司收入和利润的主要来源；租金收入 7.22 亿元，占比为 5.24%；酒店收入和其他收入占比均较小。从毛利率水平来看，2018 年 1~9 月，公司综合毛利率 38.50%，较 2017 年毛利率小幅上升，其中物业销售毛利率为 38.23%，较 2017 年上升 3.55

个百分点，基本保持稳定；租赁业务毛利率为 61.30%，受支付结算周期波动影响，较 2017 年大幅下降；得益于运营酒店的良好业绩表现，

2018 年前三季度公司酒店业务毛利率为 4.77%，较 2017 年增长 4.01 个百分点；其他业务毛利率为 49.17%。

表1 2015~2018年9月公司营业收入及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~9 月		
	收入	比例	毛利率	收入	收入	收入	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
出售物业收入	62.23	91.84	42.31	122.76	122.76	122.76	80.81	85.27	34.68	122.76	89.16	38.23
出租物业收入	2.82	4.16	87.45	7.22	7.22	7.22	8.29	8.74	85.45	7.22	5.24	61.30
酒店收入	2.08	3.06	4.19	4.80	4.80	4.80	4.35	4.59	0.76	4.80	3.49	4.77
其他收入	0.64	0.94	26.09	2.91	2.91	2.91	1.33	1.40	58.12	2.91	2.11	49.17
合计	67.76	100.00	42.87	137.68	137.68	137.68	94.78	100.00	37.89	137.68	100.00	38.50

资料来源：公司提供

注：公司其他收入为钢材销售收入、咨询服务收入等。

2. 房地产开发

项目开发情况

公司以商业地产开发为主。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。

公司从事房地产开发业务的主要模式为独

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

从项目的开工计划来看，公司项目开工计划均在年初制定，根据公司提供的已开发完成项目统计，公司从获得土地到实现预售平均时间约为 6~9 个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为 30 个月。

表2 2015~2018年9月公司主要开发数据情况

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
房地产开发完成投资（亿元）	44.35	67.54	72.33	132.53
新开工面积（万平方米）	115.42	91.95	66.23	436.16
期末在建面积（万平方米）	154.45	121.00	101.73	399.11
房屋竣工面积（万平方米）	100.09	125.40	85.50	138.78

资料来源：公司提供

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2015~2017 年，公司房地产开发完成投资分别为 44.35 亿元、67.54 亿元和 72.33 亿元，年均复合增长 27.71%；新开工面积持续下降，分别为 115.42 万平方米、91.95 万平方米和 66.23 万平方米，年均复合下降 24.25%；同期年底在建面积为 154.45 万平方米、121.00 万平方米和 101.43 万平方米，年均复合下降

18.96%；竣工面积为 100.09 万平方米和 125.40 万平方米和 85.50 万平方米，年均复合下降 7.58%。总体看，近年来公司新开工面积和年底在建面积均持续减少，但由于公司目前开发区域多集中在上海、杭州等高地价区域，加之近年开发项目定位为精品工程，施工成本较以前年度持续增长，受此影响，公司开发投资规模逐年增长。

2018年1~9月,公司共完成房地产开发投资132.53亿元,新开工面积436.16万平方米,竣工面积138.78万平方米;2018年9月底房屋在建面积399.11万平方米。受资产置入的影响,合并范围显著扩大,公司现有在开发的项目规模大幅增长。

从在建房地产项目来看,2015年公司新开

工项目4个,2016年公司新开工项目2个,2017年新开工3个。近三年,房地产新开工面积持续减少,但投资规模持续增长且保持较大规模,截至2018年9月底,公司在建项目总计32个,在建项目合计建筑面积1165.56万平方米,已累计完成投资434.53亿元,尚需投资额284.60亿元;所开发项目总建筑面积980.59万平方米。

表3 截至2018年9月底公司在建项目情况(单位:万平方米、亿元)

项目名称	物业类型	占地面积	总建筑面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
杭州宝龙大江东项目	商业+住宅	11.95	45.10	30.00	15.55	14.45
绍兴袍江项目	商业+住宅	19.82	57.15	55.00	21.50	33.50
江苏南通项目	商业+住宅	15.01	47.72	36.00	15.84	20.16
无锡宝龙湖畔花城	住宅	14.76	34.59	11.00	10.00	1.00
天津滨海宝龙城	商业+住宅	44.45	71.33	35.71	31.09	4.62
洛阳宝龙广场	商业+住宅	35.56	136.35	41.62	39.17	2.45
泉州晋江宝龙广场	商业+住宅	13.54	77.10	37.79	35.84	1.95
烟台蓬莱项目	商业+住宅	16.45	34.79	18.22	16.34	1.89
新乡宝龙广场	商业+住宅	29.99	126.59	60.00	36.00	24.00
徐州宝龙广场	住宅	19.48	16.55	9.50	5.39	4.11
无锡新吴项目	商业+住宅	24.89	44.02	33.20	15.39	17.81

资料来源:公司提供

房地产销售情况

2015~2017年,公司房地产开发分别实现收入81.46亿元、106.03亿元和86.89亿元,2017年收入主要来源于上海、天津和镇江等地区。

从地域分布看,公司房地产项目立足上海,同时在其他二、三线城市也开展了部分项目,目前分布在杭州、厦门、苏州、天津等地。从收入情况看,2016年上海地区确认的收入占房地产销售收入38.14%,是收入主要的来源城市。现公司主要开发项目位于上海,进入2017年以来,受限购政策影响,市场需求回落显著,商住项目销售受到抑制。在此背景下,公司积极调整营销策略,部分项目通过大单销售的方式,保证整体去化率,并考虑采用以租代售的方式减少货值积压。但从签约销售和结转收入的口径来看,公司出售物业板块仍受到政策限

制的较大影响,上海地区商住项目总体来看仍存在较大去化压力。

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进行对外销售。

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。

从房地产销售均价上看,公司房屋销售平均价格持续下降,主要系公司房地产所处区域及项目类型不同所致,近年来住宅比例逐步提升,且远郊卫星城区域布局增多。2016年,公司房地产协议销售均价为1.21万元/平方米,较

2015 年小幅下降；2017 年，由于上海地区去化占比大幅降低，公司协议销售均价降至 1.10 万元/平方米，同比下降 9.18%。2018 年 1~9 月，房地产协议销售均价为 1.51 万元/平方米，较 2017 年有所提高。从协议销售面积与金额来看，近三年公司协议销售面积波动增长，2016 年以来销售均价虽略有所下降，但公司整体销售金额仍在销售面积的带动下快速增长，2016 年公司实现协议销售金额 105.88 亿元，同比增长

18.49%；2017 年受上海地区住宅类项目政策调控影响，公司商办类房源无法销售，导致协议销售面积有所下降，受此影响，当年协议销售金额减少至 86.89 亿元。2018 年 1~9 月，受资产并入的影响，公司旗下操盘项目规模大幅增加，实现协议销售面积 190.45 万平方米，协议销售金额 288.20 亿元；协议销售均价为 15132.58 元/平方米，较 2017 年增长 37.99%。

表4 2015~2018年9月公司项目销售情况

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
协议销售面积（万平方米）	72.90	87.68	79.23	190.45
协议销售金额（亿元）	89.36	105.88	86.89	288.20
结转收入面积（万平方米）	61.35	91.68	83.89	196.40
竣工未售面积（万平方米）	27.19	28.30	23.80	43.20
结转收入（亿元）	81.46	106.03	80.81	122.76
协议销售均价（元/平方米）	12257.89	12075.73	10966.81	15132.58

资料来源：公司提供

随着宝龙地产（香港）2016 年 12 月以其直接持有的 15 家子公司股权进行增资，公司项目量大幅提升，新增项目主要集中在山东、江苏、重庆和河南等地。从公司各个物业出售情况来看，公司目前在售项目主要集中在上海地区，在新增母公司并入项目的带动下，山东和江苏地区的项目量和销售占比均大幅提升。2018 年 6 月，随着宝龙置地并入宝龙实业的合

并范围，公司旗下操盘项目显著增多，新增项目主要集中在杭州、宁波、徐州等长三角地区。2018 年以来，公司签约销售项目主要布局在杭州、宁波、海口、上海和绍兴等地。截至 2018 年 9 月底，公司在售项目总可售面积 1446.65 万平方米，已销售面积累计 1028.79 万平方米，剩余可售面积 417.86 万平方米，可售楼盘规模预计可满足公司 2 年的销售需求。

表5 截至 2018 年 9 月底公司主要项目销售情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	建筑 面积	总可售 面积	累计已 售面积	销售结转收入			
				2015年	2016年	2017年	2018年(预计)
上海青浦宝龙广场	34.73	20.42	6.79	--	81792.56	60047.76	33681.49
天津滨海宝龙城	76.67	68.3	52.85	85102.00	75646.96	262787.63	10017.77
杭州滨江宝龙城	40.18	18.83	4.44	51851.20	70746.47	11930.40	28121.45
上海七宝宝龙城	38.1	15.47	16.44	91104.90	176090.36	94437.76	65515.85
洛阳宝龙广场	136.9	110.56	87.9	94673.40	30730.41	39001.70	18326.90
新乡宝龙广场	129.57	107.19	72.42	--	69101.71	7826.64	54537.28
常州宝龙广场	105.36	52.65	37.69	61624.60	29522.76	25201.74	18568.76
重庆宝龙广场	62.2	48.35	44.58	--	1944.64	20684.33	23752.08
晋江宝龙广场	81.8	52.29	38.2	10152.10	36956.60	26196.32	21952.06

镇江宝龙广场	62.22	52.08	27.23	--	23517.08	73038.71	18484.95
烟台蓬莱宝龙广场	34.94	23.19	23.74	--	24025.05	27092.80	33178.14
上海嘉定宝龙广场	19.53	6.38	3.54	--	80228.75	8883.51	39415.59
厦门宝龙一城	38.27	8.16	5.34	--	168415.64	6995.44	6375.36
上海吴泾宝龙广场	9.13	6.34	3.86	--	29301.38	43382.08	1375.02
杭州大江东宝龙广场	45.1	30.36	16.2	--	--	--	89146.19
徐州宝龙观邸	15.84	12.94	12.6	--	--	--	126668.18
宁波江北宝龙世家	8.49	8.45	5.63	--	--	--	43604.66
海口环球 100 宝龙城	140.68	140.68	22.54	--	--	--	45111.37
杭州临安白湖畈项目	38.64	19.69	3.99	--	--	--	34397.02

资料来源：公司提供

土地储备

近年来，公司项目聚焦上海，以二、三线城市作为补充，并减少三、四线城市的项目。重点聚焦上海、南京、苏州、杭州、宁波、福州、厦门 7 个城市，提出“1+6+N”模式。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。

2015~2017 年，公司分别拿地 2 块、5 块和 2 块，新增土地建筑面积 36.06 万平方米、68.09 万平方米和 68.35 万平方米；土地价款分别为 16.66 亿元、23.20 亿元和 19.97 亿元，上述土地多为商业用地，除杭州未来科技城和无锡新吴项目外，均已处于开工阶段。2018 年 1~9 月，公司新增土地 14 块，新增土地面积 311.98 万平方米，土地投资额 81.12 亿元，主要以招拍挂方式取得，主要布局于南京、徐州、镇江、宁波、温州等长三角地区，土地多为商住或住宅用地。

截至 2018 年 9 月底，公司尚有 66 个地产项目拥有未开发土地储备，项目总建筑面积 2551.93 万平方米，已竣工面积 751.73 万平方米，剩余土地储备规划建筑面积 1045.45 万平方米。

总体看，相较公司近年项目施工进度，现有土地储备量合理。

3. 物业出租

在房地产开发的过程中，对于部分地理位置优越、未来增值潜力大的商业物业，公司作为投资性物业而长期持有。公司商业物业以购物中心、商业街为主，主要分布于上海、长三角、福建省、山东省、河南省等经济发达的省市。近三年，公司实现租金收入分别为 4.10 亿元、5.67 亿元和 8.29 亿元。2015 年，公司实现租金收入较少，主要系当年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场租金收入减少所致，上述项目租金减少的原因是公司目前租金收入采用直线法确认收入，即按照签约年限租金总额分摊至每年确认租金收入，而实际收取租金是按照逐年递增的比例收取，2015 年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场项目因经营情况对商户进行了调整，因此冲回部分之前按直线法确认的租金收入。2016 年，公司新增 13 个商业物业。2017 年，随着上年新增物业逐步进入成熟期，租金收入大幅增长。单位租金方面，根据各物业所处位置的不同，各项目租金水平存在差异，基本保持在 1.00 元/平方米/天~2.80 元/平方米/天之间。出租率方面，公司大部分商业物业均经营良好，出租率持续保持在 75%以上，郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场和青岛城阳宝龙广场项目经营状况一般，出租率较低，目前公司正在

积极进行商户调整。2018 年 1~9 月，公司在以前年度出租率较低的郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场和青岛城阳宝龙广场项目均有明显好转，

租金收入大幅上升。2018 年前三季度，共实现物业出租收入 7.22 亿元。

表 6 公司主要物业出租情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	建筑 面积	可出租 面积	2017 年 出租率	租金收入		
				2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
福州宝龙广场	21.80	9.47	100%	5929.19	5726.23	4627.17
郑州宝龙广场	25.16	10.82	68%	2566.14	2441.36	2134.15
蚌埠宝龙广场	49.86	19.53	63%	3739.65	3136.40	2616.33
洛阳宝龙广场	136.90	13.28	92%	4725.30	4282.58	4227.13
青岛城阳宝龙广场	70.71	21.54	59%	631.16	2431.59	2311.87
晋江宝龙广场	81.80	9.98	89%	2119.21	2622.14	2815.63
新乡宝龙广场	129.60	9.03	100%	3228.03	3735.59	2952.13
盐城宝龙广场	49.50	13.51	86%	3963.71	5353.99	4296.43
上海奉贤宝龙广场	17.91	4.02	97%	2789.17	2983.27	2460.72
上海七宝宝龙城	38.10	7.35	92%	2059.54	5091.54	4128.76
安溪宝龙广场	33.20	6.00	96%	2342.04	2959.87	2669.22
上海吴泾宝龙城市广场	9.13	2.47	92%	--	495.02	977.64
泰安宝龙广场	28.30	4.95	82%	520.66	655.50	582.09
无锡宝龙广场	35.01	10.63	89%	2825.22	3367.01	2849.25
宿迁宝龙广场	48.61	12.06	100%	6180.66	6096.50	5291.05
杭州滨江宝龙城	40.18	8.66	100%	201.71	10211.28	9689.31
常州宝龙广场	105.36	6.34	95%	1391.42	3194.55	2695.12
青岛即墨宝龙广场	61.80	12.19	80%	1551.91	2287.11	2097.86
重庆宝龙广场	62.10	7.4	95%	1713.26	1687.94	1439.74
上海曹路宝龙广场	17.02	3.19	100%	1247.26	1534.37	1268.90
上海虹桥宝龙城	31.91	2.44	84%	896.21	976.02	365.54
镇江宝龙广场	35.70	6.94	93%	1797.00	1951.40	1715.20
烟台蓬莱宝龙广场	35.40	2.75	92%	222.87	1296.65	1068.66
上海嘉定宝龙广场	19.53	6.75	96%	1094.07	3920.82	3305.28
上海宝山宝龙广场	3.60	1.45	98%	1480.92	1323.66	1017.14

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司物业出租业务较为平稳，随着新增商业物业的逐步开业，租金收入稳步增长。

4. 酒店运营

酒店运营业务是公司长期经常性收入来源之一。截至 2017 年底，公司共经营 6 家星级酒

店（即上海宝龙丽笙酒店、青岛宝龙福朋喜来登酒店、泰安宝龙福朋喜来登酒店、太仓宝龙福朋喜来登酒店、上海宝龙艾美酒店和上海宝龙国展丽筠酒店）及 6 家中端酒店（即海阳雅乐轩酒店、青岛宝龙戴斯酒店及盐城雅乐轩酒店、重庆宝龙戴斯酒店、淮安艺悦酒店和盐城

雅乐轩酒店)。2018 年 1~9 月无新增开业的酒店。

公司酒店运营业务以委托管理为主,如太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店、泰安宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店和上海宝龙丽笙酒店等,均采用委托管理模式;对于宝龙自有

品牌的酒店,则以自主管理的经营模式,蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店等均采用自主经营模式。近三年公司酒店收入分别为 2.07 亿元、2.57 亿元和 4.35 亿元。2018 年 1~9 月,共实现酒店收入 4.80 亿元。

表 7 2015~2017 年 9 月公司酒店运营情况

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
酒店收入(万元)	20752.67	25742.03	43487.70
平均客房单价(元)	460	465	427
入住率(%)	87	86	83

资料来源:公司提供

2015~2017 年,公司酒店平均客房单价波动下降,三年分别为 460 元/天/间、465 元/天/间和 427 元/天/间,由于 2016 年新开业的酒店在 2017 年实现完整年度的经营,2017 年酒店收入大幅增长至 4.35 亿元。

5. 经营效率

2015~2017 年,公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均呈波动增长趋势,三年平均值分别为 8.77 次、0.40 次和 0.17 次,2017 年分别为 8.47 次、0.38 次和 0.15 次。总体看,公司资产运营效率一般。

6. 未来发展

公司经过不断发展,已经成为覆盖全国、具有较强规模和品牌优势、成长性良好的大型商业房地产开发企业。

在物业开发方面,公司将继续坚持以商业地产为核心,坚持销售物业快速周转与优质物业自持升值的经营策略,通过标准化的运营模式扩大收入规模、保持盈利能力。并通过不断提升专业能力,及时准确地分析行业环境及宏观经济政策,有效降低各种不利因素的影响,确保公司稳定健康发展。

在商业运营方面,公司将坚持打造商业运营为公司第一竞争力,突破经营效益,提升资

产价值。未来公司将结合项目特色,打造三大商业产品线,分别为高端产品线宝龙一城,中高端产品线宝龙城,中端主流产品宝龙广场,以更好地服务消费者。2018 年 9 月 30 日开业的位于厦门的宝龙一城项目为岛内首创和厦门唯一的六位一体商业综合体,宝龙一城以购物中心为核心,融汇五星级酒店、超五 A 甲级写字楼、服务式公寓、SOHO 与艺术中心,国际知名酒店管理商——W 酒店落户宝龙一城,该项目将成为厦门新地标。

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

总体看,公司未来仍以商业地产开发作为主业。公司未来发展规划明确,随着公司在建项目实现销售,公司整体盈利能力将有所提升。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年财务报告经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计,2016~2017 年财务报告经上会会计师事务所(特殊普通合伙)审计,各审计机构均出具了标准无保留意

见的审计报告。公司 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2015 年公司较 2014 年合并范围内新增子公司 7 家，其中新设子公司 5 家，同一控制下合并子公司 2 家；合并范围内减少子公司 1 家；2016 年，公司纳入合并报表范围的子公司较 2015 年增加 17 家子公司，减少 2 家子公司；2017 年，公司纳入合并报表范围的子公司较 2016 年增加 20 家子公司，减少 5 家子公司。公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

2018 年 1~9 月，公司合并范围内新增子公司 22 家，其中新设子公司 9 家，同一控制下合并子公司 1 家，非同一控制下的合并增加子公司 12 家¹。2018 年 6 月，宝龙实业以股权置换的方式将宝龙置地纳入合并报表范围。公司在编制合并 2018 年度报表时，视同参与合并各方在最终控制方开始实施控制时即以目前的状态存在，因此 2018 年度合并报表期初数据与 2017 年审计报告相比变化较大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 694.20 亿元，所有者权益合计为 303.20 亿元（含少数股东权益 24.71 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 94.78 亿元，利润总额 43.38 亿元。

合并调整后，截至 2018 年初，公司合并资产总额为 855.01 亿元，所有者权益合计为 342.73 亿元（含少数股东权益 44.44 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 145.70 亿元，利润总额 58.52 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额为 978.30 亿元，所有者权益合计为 363.36 亿元（其中少数股东权益 54.32 亿元）。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 137.68 亿元，利润总额 36.99 亿元。

截至 2017 年底，母公司资产总额为 355.51 亿元，所有者权益合计为 180.27 亿元。2017 年，母公司实现营业收入 4.10 亿元，利润总额-0.14 亿元。

¹ 合并范围内一级子公司见附件 1

截至 2018 年 9 月底，母公司资产总额为 270.63 亿元，所有者权益合计为 195.16 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 4.24 亿元，利润总额 14.90 亿元。

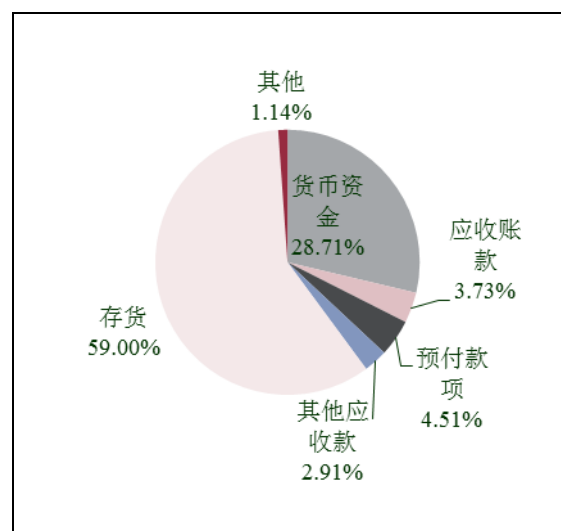
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 27.53%。截至 2017 年底，公司资产总额 694.20 亿元，其中流动资产占 40.37%，非流动资产占 59.63%，近三年公司非流动资产占比有所增长。合并调整后，截至 2018 年初，公司合并资产总额为 855.01 亿元，其中流动资产占 46.36%，非流动资产占 53.64%。相对于其他房地产开发企业，公司流动资产占比较低，主要系公司自持物业比例较高所致。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 17.43%。截至 2017 年底，公司流动资产为 280.22 亿元，构成以货币资金（占 28.71%）和存货（占 59.00%）为主。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 18.56%，主要系公司销售规模扩大和新增借款所致。截至 2017 年底，公司货币资金为 80.44 亿元，构成以银行存款为主（占 91.17%），其他货币资金主要为银行贷款保证金

及内保外贷信用证保证金等。货币资金中使用受限货币资金 7.00 亿元，受限资金规模占比一般。

2015~2017 年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长 4.78%。截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 10.71 亿元，计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例 2.30%，账面价值 10.46 亿元，同比下降 12.07%。其中应收售楼款账面余额 5.77 亿元，计提坏账准备 0.13 亿元，计提比例 2.11%；账龄主要集中在 1 年以内（余额占比 97.08%），公司应收售楼款主要是商业物业已签约并达到交房条件客户的购房尾款；现金法下第三方应收租金 0.50 亿元，计提坏账准备 0.12 亿元，计提比例 23.07%；直线法下的第三方应收租金、关联方及其他款项 4.43 亿元，其中应收租金 3.10 亿元，应收关联方款项 1.13 亿元，其他 0.20 亿元，均未计提坏账准备。从集中度看，公司应收账款余额前五名合计 2.73 亿元，占比 25.50%，集中度一般。

表 8 截至 2017 年底公司应收账款前 5 名单位情况
(单位：亿元)

单位名称	与公司关系	金额	账龄
厦门联商物流有限公司	关联方	0.99	1~2 年
洛阳春之堂商贸有限公司	非关联方	0.91	1 年以内
大商百货	非关联方	0.40	1 年以内
浙江横店影视娱乐有限公司	非关联方	0.25	1 年以内
大商集团河南超市连锁发展有限公司	非关联方	0.17	1 年以内
合计	--	2.73	--

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 36.94%。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 8.16 亿元，未计提坏账准备，同比下降 8.09%，构成以往来款为主。

由于公司为房地产开发企业，房屋建设周期较长、投资规模较大，因此存货规模较大。2015~2017 年，公司存货年均复合增长 15.07%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 165.33 亿元，同比增长 12.86%；公司存货中在建开发产品占 48.36%，已完工开发产品占 51.64%；公司存货中用于债务担保的账面价值 50.01 亿元，占比 30.25%。各项工程预期均能收回投入成本，期末不存在减值迹象，因此公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 36.07%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 413.98 亿元，主要包括投资性房地产（占 84.27%）、长期股权投资（占 2.66%）和固定资产（占 6.01%）。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。2015~2017 年，长期股权投资波动下降，年均复合下降 16.57%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 8.20 亿元，同比下降 48.17%，较 2015 年 15.82 亿元降幅较大，主要系公司合并范围变化所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 11.02 亿元，同比增长 34.40%，主要是本期新增对合营企业和联营企业的投资，主要包括晋江市春龙置业发展有限公司、天津顺集置业有限公司、上海辛杰企业管理有限公司和上海湖康企业管理有限公司。从被投资单位来看，公司对天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司、青岛宝龙资产管理有限公司、上海兴万置业有限公司和上海泉商投资股份有限公司等 8 家公司全部采用权益法核算，权益法核算的长期股权投资所产生的投资收益-0.13 亿元，对公司利润影响不大。

公司投资性房地产按照成本进行初始计量，采用公允价值模式进行后续计量，主要为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产。2015~2017 年，公司投资性房地产年均复合增长 38.61%。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 348.84 亿元，同比增长 19.37%。2016 年，得益于房地产市场回暖，公司投资性房地产公允价值变动为 23.94 亿元。截至 2017 年底，公司投资性房地产成本 198.58

亿元。公司投资性房地产中用于担保的金额为 99.42 亿元，占比 28.50%。

2015~2017 年，公司固定资产快速增长，年均复合增长 52.30%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 22.75 亿元，同比增长 111.98%，主要是在建工程转入和投资性房地产重分类转入所致。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 31.59 亿元，主要包含房屋及建筑物（占 89.69%）和电子及其他设备（占 8.46%）；累计折旧 6.70 亿元，账面价值 24.89 亿元。用于借款抵押的固定资产为 14.50 亿元，占固定资产账面价值的 58.25%。

2015~2017 年，公司无形资产波动中有所增长，年均复合增长 9.82%。截至 2017 年底，公司无形资产账面原值 10.65 亿元，全部为土地使用权，累计摊销 1.01 亿元，账面价值 9.64 亿元。

合并调整后，截至 2018 年初，公司合并资产总额为 855.01 亿元，较合并前增长 23.16%，主要来自存货、其他应收款、预付款项和投资性房地产的增长。资产结构中，流动资产占比较 2017 年初略有提高。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 978.30 亿元，较 2018 年初增长 23.16%，主要来自存货和投资性房地产的增加；从资产构成来看，截至 2018 年 9 月底，公司流动资产占 50.02%，非流动资产占 49.98%，流动资产比重较 2018 年初有所提高。截至 2018 年 9 月底，公司存货 325.83 亿元，较合并调整后 2018 年初增长 56.34%，主要系新购土地和在建项目投入所致。截至 2018 年 9 月底，公司投资性房地产 397.86 亿元，较合并调整后 2018 年初增长 24.98 亿元，主要是厦门宝龙一城和上海青浦宝龙广场新开业转入投资性房地产所致。

总体看，随着开发项目的增加及自持物业建成投运，公司资产规模持续增长。公司存货集中在一、二线城市及热点区域，跌价风险较低；投资性房地产规模较大，其公允价值的变动值得关注。2018 年，受资产置入影响，公司

资产规模增幅较大。整体看，公司资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 37.81%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 303.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 91.85%，少数股东权益占 8.15%。2017 年底，归属于母公司权益为 278.48 亿元，构成以实收资本（占 15.02%）、资本公积（占 3.11%）、未分配利润（占 75.56%）和其他权益工具（占 6.07%）为主。

截至 2017 年底，公司实收资本较上年底增加 13.21 亿元，系宝龙地产以股权作价对公司进行增资所致。

2015~2017 年，公司其他权益工具波动中有所增长，年均复合增长 14.03%。截至 2017 年底，公司其他权益工具共计 16.90 亿元。主要包括子公司上海康睿房地产发展有限公司 2016 年发行的永续债（本金余额 10.00 亿元），子公司重庆宝龙长润置业发展有限公司 2017 年发行的永续债（本金余额 4.93 亿元），子公司上海宝龙富闽房地产开发有限公司 2017 年发行的永续债（本金余额 3.47 亿元）。

2015~2017 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 36.06%。截至 2016 年底，公司未分配利润为 179.08 亿元，较 2015 年底增长 57.54%，主要系同一控制下企业合并调增期初未分配利润 40.17 亿元所致。截至 2017 年底，公司未分配利润为 210.43 亿元，较 2016 年底增长 17.51%，主要系未分配利润转入所致。

截至 2017 年底，公司资本公积为 8.67 亿元，较 2016 年底增长 28.63%，主要系合并范围内子公司资本公积变动及合并报表按权益法确认资本公积增加所致。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 363.36 亿元，较 2018 年初增长 6.02%，其中归属于母公司所有者权益占 85.05%，少数股东权

益占 14.95%。截至 2018 年 9 月底，归属于母公司所有者权益为 309.04 亿元，构成以实收资本（占 13.54%）、资本公积（占 4.91%）、未分配利润（占 78.11%）和其他权益工具（占 3.24%）为主。

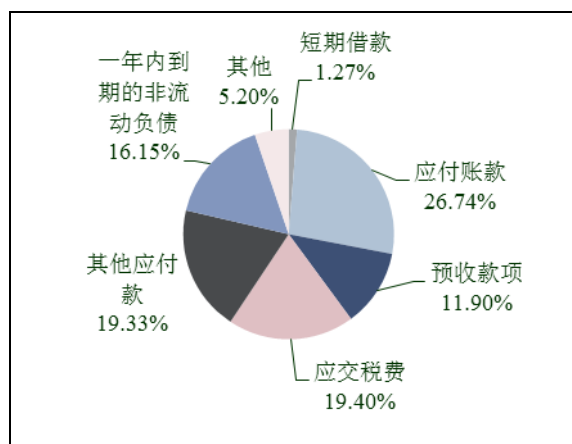
总体看，公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 20.98%。截至 2017 年底，公司负债合计 391.01 亿元，其中流动负债及非流动负债占比分别为 51.87%和 48.13%。合并调整后，截至 2018 年初，公司负债合计 512.28 亿元，其中流动负债及非流动负债占比分别为 57.50%和 42.50%；公司负债较 2017 年底增长 31.02%，主要系应付账款、预收款项、其他应付款和长期借款增加所致。公司负债结构中，流动负债占比略高。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 11.44%。截至 2017 年底，公司流动负债为 202.81 亿元，构成以短期借款（占 1.27%）、应付账款（占 26.74%）、预收款项（占 11.90%）、其他应付款（占 19.33%）、一年内到期的非流动负债（占 16.15%）和应交税费（占 19.40%）为主。

图 4 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 21.65%。截至 2017 年底，公司

短期借款 2.58 亿元，同比大幅下降，主要是抵押借款减少所致。截至 2017 年底，公司短期借款全部为抵押借款。

公司应付账款主要为应付工程款及地价款，2015~2017 年，公司应付账款年均复合增长 36.36%。截至 2017 年底，公司应付账款为 54.23 亿元，同比增长 75.92%，主要系公司新开工项目较多，应付工程款增加所致；从账龄看，1 年以上的占 26.63%，主要为应付工程款。

公司预收款项主要为预收售房款，款项系购房客户已签订商品房销售合同并支付，但未达到商品房销售收入确认条件的款项。2015~2017 年，随着项目的逐步销售，公司预收款项波动中有所下降，年均复合下降 11.66%。截至 2017 年底，公司预收款项 24.14 亿元，同比下降 25.84%，主要系项目交付确认收入所致。从账龄结构来看，预收款项中账龄在 1 年以上的占比 90.11%。

公司其他应付款主要为关联企业之间的资金往来，对公司造成的实质债务压力相对较小。2015~2017 年，公司其他应付款年均复合下降 14.52%。截至 2016 年底，公司其他应付款账面价值 43.80 亿元，同比下降 18.37%，主要系应付关联方往来款大幅减少所致。截至 2017 年底，公司其他应付款账面价值 39.20 亿元，同比下降 10.49%，主要系应付第三方往来款减少所致。截至 2017 年底，其他应付款中欠款金额较大的为宝龙地产控股有限公司（占 64.08%）。

2015~2017 年，一年内到期的非流动负债呈快速增长趋势，年均复合增长 59.63%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面价值 32.76 亿元，同比增长 69.28%，主要系部分债券将在一年内到期所致。构成以应付债券（占 69.49%）为主。

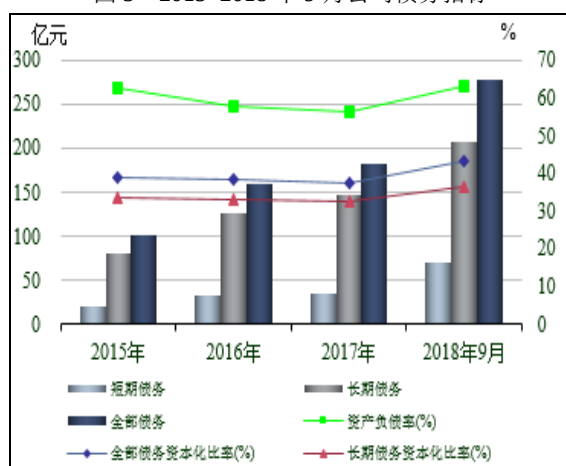
非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债年均复合增长 34.61%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 188.20 亿元，构成以长期借款（占 50.53%）和应付债券（占 27.41%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款年均复合增长 12.75%，主要为满足公司日益扩张的经营规模所借入的抵押借款。截至 2017 年底，公司长期借款为 95.10 亿元，同比增长 46.02%。

截至 2017 年，公司应付债券 51.58 亿元，主要为公司 2016 年发行的多笔公募债券和 2017 年发行的中期票据，同比下降 16.54%，主要是转入一年内到期的非流动负债 22.76 亿元和偿还债券 4.59 亿元所致。公司 2016 年发行的本金 6.00 亿元和本金 17.00 亿元的资产支持证券，2017 年分期偿还本金共 4.59 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 614.94 亿元，较 2018 年初增长 20.04%，其中流动负债占比为 57.32%，非流动负债占比为 42.68%，较 2018 年初变化不大。截至 2018 年 9 月底，公司短期借款 8.13 亿元，较 2018 年初增长 5.54 亿元；预收款项为 68.48 亿元，较 2018 年初增长 77.35%，主要系销售增长所致；一年内到期的非流动负债 61.36 亿元，较 2018 年初增长 64.59%，主要系一年内到期的债券增加所致；长期借款为 200.95 亿元，较 2018 年初增长 66.30%，主要系新增土地开发贷所致。

图 5 2015~2018 年 9 月公司债务指标



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务快速增长，三年分别为 100.74 亿元、160.10 亿元和 182.12 亿元。截至 2017 年底，公司全部债务中短期债务占 19.46%、长期债务占 80.54%，债务结构以长期债务为主。

负债指标方面，受所有者权益规模快速增长的影响，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.32%、37.53%和 32.61%。

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务为 277.22 亿元，较 2018 年初增长 30.50%，主要系长期借款增加所致；其中短期债务占 25.06%，长期债务占 74.94%，短期债务占比较 2018 年初有所提高。公司资产负债率为 62.86%，较 2018 年初相比提高 2.94 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 43.28%和 36.38%，较 2018 年初相比分别上升 5.02 个百分点和 2.91 个百分点。

考虑到公司永续债具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑永续债待偿还本金后，截至 2017 年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.76%、41.01%和 36.36%；考虑合并调整后，2018 年初资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.89%、41.31%和 36.75%；2018 年 9 月底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.88%、44.84%和 38.13%。

总体看，随着公司项目开发进度的加快，公司负债规模快速增长。流动负债中其他应付款等往来款占比较高；公司发行永续债，拓宽了融资渠道；公司全部债务以长期债务为主，债务负担一般。

4. 盈利能力

2015~2017 年，受物业销售收入变化的影响，公司营业收入波动增长，年均复合增长 18.27%，分别为 67.76 亿元、114.61 亿元和 94.78

亿元,其中 2017 年收入下降主要是受限购政策影响,物业销售收入大幅下降所致;同期,公司营业成本增幅高于营业收入,年均复合增长 23.31%,2017 年为 58.86 亿元。

从期间费用来看,2015~2017 年,公司期间费用快速增长,总额分别为 5.62 亿元、8.13 亿元和 10.39 亿元,其中 2017 年公司期间费用较上年增长 27.67%,主要是在房地产宏观调整环境影响下,公司加大促销力度,细化管理结构所致。2017 年,公司管理费用 5.01 亿元,较上年增长 20.83%,财务费用 1.06 亿元,较上年增长 57.21%,主要系借款规模扩大所致。近三年,期间费用占营业收入的比重分别为 8.30%、7.10%和 10.96%,公司费用控制能力有待加强。

2015~2017 年,公司公允价值变动收益年均复合增长 32.45%。2017 年公司公允价值变动收益 23.94 亿元,同比增长 99.26%,占营业利润的 54.49%。2015~2017 年,公司实现投资收益分别为 0.17 亿元、-0.21 亿元和 0.76 亿元,主要是权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益。总体来看,公允价值变动损益对利润贡献程度较高。

从盈利指标看,2015~2017 年,公司营业利润率分别为 31.23%、30.46%和 31.06%。2015~2017 年,公司总资本收益率²持续下降,分别为 8.20%、7.04%和 6.93%;同期,净资产收益率持续下降,分别为 14.48%、12.01%和 11.03%。

2018 年 1~9 月,公司实现营业收入 137.68 亿元,实现利润总额 36.99 亿元,营业利润率为 30.52%,较 2017 年合并调整后有所上升。

总体看,随着开发项目的逐步结转,近年来公司收益水平波动提升。未来随着公司在建项目逐步实现销售,公司营业收入有望得到提升。得益于公司投资性房地产公允价值变动收益的增长,公司利润快速增长;公司费用控制

能力有待加强。总体看,公允价值变动损益对利润贡献大。公司实际盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看,2015~2017 年,公司经营活动现金流入快速增长,年均复合增长 26.06%,其中,2016 年,得益于公司房地产物业销售情况较好,公司经营活动现金流入同比增长 50.86%至 110.47 亿元,2017 年经营活动现金流入为 116.35 亿元,同比增长 5.34%,其中由于销售规模下降,销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 18.24%到 89.62 亿元。2015~2017 年,受在建项目开工的进展影响,公司经营活动现金流出波动增长,分别为 60.27 亿元、85.97 亿元和 96.27 亿元;公司经营活动现金流量净额分别为 12.95 亿元、24.49 亿元和 20.09 亿元。2017 年,公司现金收入比为 94.56%,较 2016 年下降 1.08 个百分点,收入实现质量有所下降。

从投资活动来看,2015~2017 年,公司投资活动现金流入有所下降,分别为 17.46 亿元、15.94 亿元和 14.94 亿元;公司投资活动现金流出波动幅度较大,分别为 18.72 亿元、44.22 亿元和 18.18 亿元,其中 2016 年度较上年增幅较大,主要是因为投资拿地项目增多所致,2017 年较 2016 年下降 58.89%,主要系投资拿地节奏下降,购建固定资产、无形资产和其他长期支持支付的现金减少所致。总体看,受公司对外投资活动以及子公司分红等因素影响,投资活动规模波动较大,投资活动产生的现金流量净额分别为-1.25 亿元、-28.27 亿元和-3.24 亿元。

从筹资活动来看,2015~2017 年,公司筹资活动现金流入波动中有所增长,分别为 92.88 亿元、172.54 亿元和 122.14 亿元,主要为取得借款和发行债券收到的现金增长所致。2017 年,公司筹资活动现金流入同比下降 29.21%,主要是发行债券收到的现金减少所致;同期,公司筹资活动现金流出分别为 95.05 亿元、143.07 亿元和 136.72 亿元,其中 2016 年同比增长

² 在计算总资本收益率和净资产收益率时,已将永续债调整出所有者权益。

50.53%，主要系 2016 年偿还了大量债务所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-2.17 亿元、29.47 亿元和-14.57 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动现金流入 209.31 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 169.85 亿元；公司经营活动现金流出 292.01 亿元，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 224.25 亿元，主要是在建项目投入和新购土地增加所致；公司经营活动产生的现金流量净额为-82.70 亿元，现金收入比为 123.36%，收入实现质量较 2017 年有所上升。2018 年 1~9 月，公司投资活动现金流入 8.19 亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金 8.12 亿元，主要系从关联方收回的资金。2018 年 1~9 月，公司投资活动现金流出 32.89 亿元，其中，购固定资产、无形资产等支付的现金 19.27 亿元，取得子公司等支付的现金净额 4.92 亿元，支付其他与投资活动有关的现金 8.70 亿元（主要是为关联方提供资金）；公司投资活动产生的现金流量净额为-24.69 亿元。2018 年 1~9 月，公司筹资活动产生的现金流入 147.45 亿元，其中取得借款收到的现金 86.20 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金 55.79 亿元（主要是接受关联方的现金）；公司筹资活动现金流出 70.50 亿元，其中偿还债务支付的现金 38.66 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 21.24 亿元（主要是归还关联方的现金）；筹资活动产生的现金流量净额为 76.95 亿元。

总体看，2015~2017 年，公司经营活动现金流呈净流入态势，但公司现金流中关联方往来规模较大，对公司现金流影响较大；未来投资支出规模较大，仍面临一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司的流动比率和速动比率均波动增长，三年平均值分别为 136.52%和 56.80%，截至 2017 年底，两项指标分别为 138.17%和 56.65%；截至 2018 年 9 月底，上述指标分别为 138.81%和

46.38%，较 2017 年底分别增长 0.64 个百分点和下降 10.27 个百分点。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 7.93%、13.19%和 9.91%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 快速上涨，三年分别为 31.01 亿元、40.40 亿元和 47.06 亿元，年均复合增长率为 23.19%；全部债务/EBITDA³分别为 3.67 倍、4.38 倍和 4.23 倍；EBITDA 利息倍数分别为 5.30 倍、5.48 倍和 6.33 倍。综合看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保总额为 28.45 亿元，担保比率为 7.83%。被担保企业为公司业务往来单位，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

表 9 截至 2018 年 9 月底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保公司	担保额度	担保到期日
上海宝展房地产开发有限公司	236461.00	2018/10/23
杭州茂辉商务咨询有限公司	24000.00	2019/7/2
青岛宝龙商业物业管理有限公司	24000.00	2024/4/28
合计	284461.00	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 9 月底，金融机构共给予公司及所有子公司的授信总额度全部折合人民币约 506.20 亿元，其中已使用额度 204.00 亿元，尚未使用的授信额度 302.20 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2019 年 1 月 21 日，公司无未结清的关注类与不良类信贷信息记录；已结清的信贷信息中，存在一笔关注类信贷信息记录，涉及金额 3500 万元，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结

³ 计算全部债务/EBITDA 时，已将永续债从所有者权益中剔除并计入全部债务。

清，形成关注非公司方面原因造成，公司过往履约情况良好。

8. 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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行额度为 5 亿元，发行额度上限为 10 亿元，以最大发行额度 10 亿元测算，占公司 2018 年 9 月底全部债务 277.22 亿元的 3.61%，占同期长期债务 207.74 亿元的 4.81%；分别占调整永续债后全部债务和长期债务的 3.48%和 4.59%。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 2018 年 9 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 62.86%、43.28%和 36.38%，以公司 2018 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，以最大发行额度 10 亿元测算，上述指标将分别上升至 63.23%、44.15%和 37.47%。将永续债从所有者权益中剔除，并计入全部债务后，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 63.88%、44.84%和 38.13%，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 64.25%、45.69%和 39.19%。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，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

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据最大发行额度的 7.32 倍、11.05 倍和 11.64 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 1.30 倍、2.45 倍和 2.01 倍。公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 3.10 倍、4.04 倍和 4.71 倍。总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较高。

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

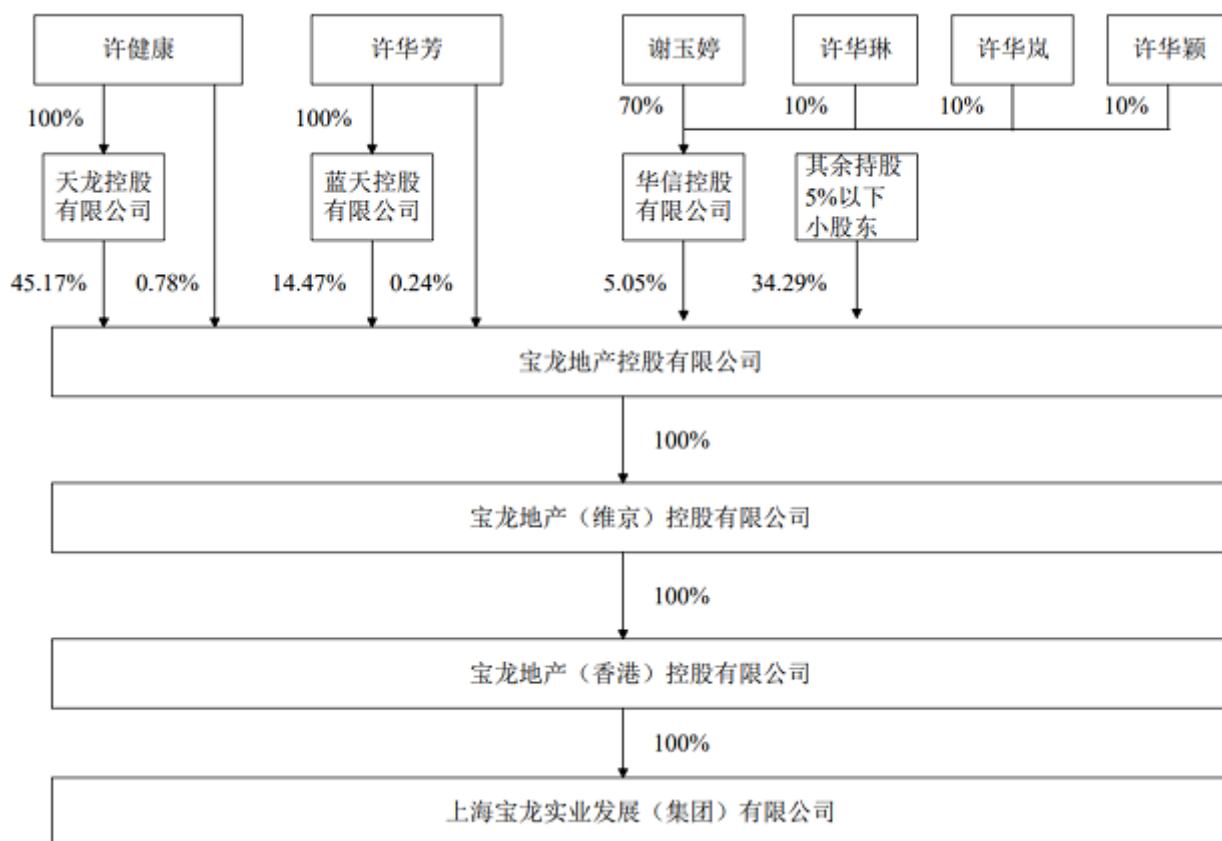
公司作为香港上市公司宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度和股东支持等方面具备一定优势。但同时，公司也面临着房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大等带来的行业风险，投资性房地产公允价值增幅大，所有者权益结构稳定性弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司自持用于出租的商业物业能够带来稳定现金流入；未来随着公司自持物业的运营逐步进入成熟期，公司利润规模将得到有效的补充。

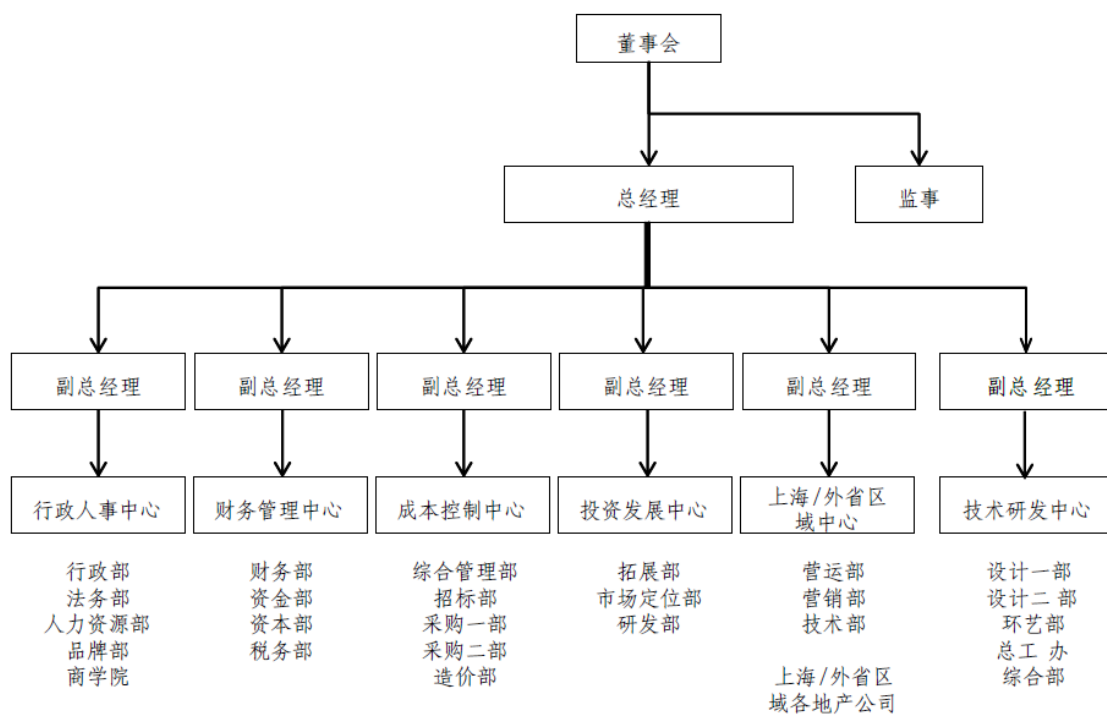
目前公司资产总额保持增长，现金类资产较为充足，资产质量尚可；负债总额快速增长，构成以流动负债为主；公司所有者权益稳定性弱；有息债务规模增长迅速，构成中长期债务占比较高，总体债务水平尚可。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度很好。

综合分析，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 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 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 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
现金类资产(亿元)	57.22	83.12	80.44	69.31
资产总额(亿元)	426.81	601.90	694.20	978.30
所有者权益(亿元)	159.64	254.71	303.20	363.36
短期债务(亿元)	20.99	33.38	35.44	69.49
长期债务(亿元)	79.75	126.71	146.68	207.74
全部债务(亿元)	100.74	160.09	182.12	277.22
营业收入(亿元)	67.76	114.61	94.78	137.68
利润总额(亿元)	29.82	38.33	43.38	36.99
EBITDA(亿元)	31.01	40.40	47.06	--
经营性净现金流(亿元)	12.95	24.49	20.09	-82.70
销售债权周转次数(次)	6.67	10.68	8.47	--
存货周转次数(次)	0.31	0.50	0.38	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.22	0.15	--
现金收入比(%)	105.70	95.64	94.56	123.36
营业利润率(%)	31.23	30.46	31.06	30.52
总资本收益率(%)	8.20	7.04	6.65	--
净资产收益率(%)	13.31	11.21	10.42	--
长期债务资本化比率(%)	33.31	33.22	32.61	36.38
全部债务资本化比率(%)	38.69	38.60	37.53	43.28
资产负债率(%)	62.60	57.68	56.32	62.86
流动比率(%)	124.44	141.82	138.17	138.81
速动比率(%)	47.98	62.93	56.65	46.38
经营现金流动负债比(%)	7.93	13.19	9.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.30	5.48	6.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.25	3.96	3.87	--

注：1.2018 年 1~9 月财务数据未经审计；

2.公司所有者权益 2015 年底含有本金为 13 亿元的永续中票，2016 年底含有本金为 17 亿元的永续中票，2017 年底含有本金为 16.90 亿元的永续中票，2018 年 9 月底含有本金为 10.00 亿元的永续中票。

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-营业税金及附加) / 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/短期投资+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 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

附件 4-3 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。

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 2019 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。