

信用等级公告

联合[2017] 795 号

联合资信评估有限公司通过对上海宝龙实业发展有限公司及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

上海宝龙实业发展有限公司
主体长期信用等级为

AA⁺

上海宝龙实业发展有限公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月十四日



上海宝龙实业发展有限公司

2017 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: 10 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

发行目的: 补充营运资金, 偿还金融机构借款

评级时间: 2017 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.79	57.22	83.12	71.88
资产总额(亿元)	422.73	426.81	601.90	609.27
所有者权益(亿元)	149.16	159.64	254.71	250.27
短期债务(亿元)	25.87	20.99	33.38	39.16
长期债务(亿元)	50.46	79.75	126.71	136.92
全部债务(亿元)	76.33	100.74	160.10	176.09
营业收入(亿元)	53.60	67.76	114.61	26.22
利润总额(亿元)	11.35	29.82	38.33	3.42
EBITDA(亿元)	12.92	31.01	40.40	--
经营性净现金流(亿元)	8.57	12.95	24.49	4.34
营业利润率(%)	20.53	31.23	30.46	23.58
净资产收益率(%)	5.50	13.31	12.01	--
资产负债率(%)	64.71	62.60	57.68	58.92
全部债务资本化比率(%)	33.85	38.69	38.60	41.30
流动比率(%)	114.11	124.44	141.82	141.54
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	3.67	2.86	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	5.30	5.48	--

注: 1.2017 年 1~3 月财务数据未经审计;

2.2014 年数据为 2015 年期初数;

3.未将计入所有者权益中永续中票计入长期债务

4.在计算净资产收益率时, 已将永续债调整出所有者权益;

5.计算全部债务/EBITDA 时, 已将永续债计入全部债务。

分析师

韩家麒 孙鑫

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

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、行业竞争力等方面具备的优势。同时, 联合资信也关注到房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大、商业地产市场面临饱和、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, 公司项目量大幅提升, 随着在建项目的陆续销售及出租面积的增加, 未来收入有望继续保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

宝龙地产对本期中期票据出具了收购承诺函。宝龙地产资产规模大, 财务杠杆水平合理, 整体盈利能力较强, 其承诺对本次债券还本付息有一定的积极影响。

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、福建区域的方针进行战略布局, 公司商业物业的发展将直接受益于区域经济快速发展。
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. 公司在建项目规模较大, 未来可供销售和结转的货值较大。

4. 得益于前期开发项目的逐步结转，公司收入快速提升，盈利能力得到提升。
5. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障程度较好。

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面临一定饱和，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. 公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性较弱。
4. 公允价值变动损益对利润贡献程度大。
5. 公司有息债务大幅增长，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。

上海宝龙实业发展有限公司

2017 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股东决定,以其直接持有的 15 家子公司股权进行出资。截至 2017 年 3 月底,公司注册资本 41.84 亿元,由宝龙地产(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 45.88%的股权,为公司实际控制人。

公司经营范围为:受母公司委托,为母公司及其子企业或关联企业提供投资经营决策、市场营销服务、资金运作与财务管理、技术支持和研究开发、信息技术服务、员工培训和管理、承接母公司集团内部的共享服务及境外公司的服务外包;建筑材料、装修材料、机械设备、五金交电、电子产品的进出口、批发、佣金代理(拍卖除外)(以上商品不涉及国营贸易管理商品,涉及配额、许可证管理商品的,按国家有关规定办理申请)。

公司采用集团化管理模式,截至 2017 年 3 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 2016 年底,公司(合并)资产总额 601.90 亿元,所有者权益 254.71 亿元(含少数股东权益 22.62 亿元);2016 年,公司合并口径实现营业收入 114.61 亿元,利润总额 38.33 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司(合并)资产总额 609.27 亿元,所有者权益 250.27 亿元(含少数股东权益 22.75 亿元);2017 年 1~3 月,公司合并口径实现营业收入 26.22 亿元,利润总额 3.42 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

公司拟于 2017 年注册中期票据 30 亿元,本期计划发行的 2017 年度第一期中期票据额度为 10 亿元(以下简称“本期中期票据”),募集资金中 5 亿元用于补充营运资金、5 亿元用于偿还金融机构借款,发行期限 3 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。

宝龙地产针对本期中期票据的还本付息事宜出具《承诺函》,对收购本期中期票据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)前全额收购本期中期票据,收购价格为计算至收购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。

三、宏观经济与政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长

8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进

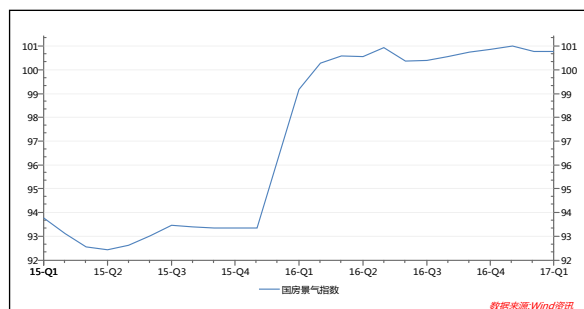
程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年,我国货币政策将保持稳健中性,财政政策将更加积极有效,促进经济增长预期目标的实现。具体来看,固定资产投资增速将有所放缓,其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段,制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加,但房地产调控将使房地产投资增速有所回落,拉低我国固定资产投资增速水平;消费将保持稳定增长,随着居民收入水平的不断提高,服务性消费需求将不断释放,从而进一步提升消费对经济的支撑作用;进出口或将有所改善,主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看,2017 年,我国将继续推进供给侧结构性改革,促进新旧动能的转换,在着力稳增长的同时注重风险防范,全年 GDP 增速或有所下降,但预计仍将保持在 6.5%以上,通胀水平将略有回升,就业情况基本稳定。

四、行业分析

1. 房地产行业分析

2015 年末以来,在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下,房地产市场持续升温,2016 年 9 月底开始,各地政府密集出台楼市调控政策,中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”,房地产市场景气度进入调整期,各地房地产市场呈分化状态。

图 1 2015 年以来国房景气指数



资料来源: Wind资讯

2016 年,房地产开发投资增速大幅增长,全年房地产开发投资 10.26 万亿元,同比增长 6.90%;其中住宅投资 6.46 万亿元,同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米,同比增长 8.38%,其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米,同比增长 8.32%。

房地产销售方面,2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年,在利好政策的刺激下,全国房地产销售规模快速增长,2016 年 10 月以来,在政策从紧的影响下,销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米,同比增长 22.41%,共实现销售额 11.76 万亿元,同比增长 34.80%。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,2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%,较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点,创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台,市场运行环境趋紧,10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

分类来看,与 2015 年全年相比,2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平,但价格涨幅持续扩大,代表城市 1-11 月房价累计涨幅达 22.95%;二线城市销售规模显著增长,价格方面增幅较大,二线代表城市 1-11 月房价累计涨幅 13.34%,四季度随调控政策出台,增幅有所回落;三线城市成交规模差异显著,核心城市周边区域成交大幅增长,普通三线城市成交量呈稳定增长态势,代表城市 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%,价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

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,2016 年全国 300 个城市共推出各类用地 18.2 亿平方米,同比下降 11.0%,降幅较 2015 年收窄 7.8 个百分点,整体仍处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比持续下滑,共成交 15.0 亿平方米,同比下降 5.7%。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 2.9 万亿元,同

比增长 30.3%。2016 年全国 300 个城市 2016 年各类用地成交楼面均价为 1904 元/平方米，同比上涨 38.7%，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。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；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 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中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

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，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。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。要落

实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。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月以来，已经有18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，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。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，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、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。

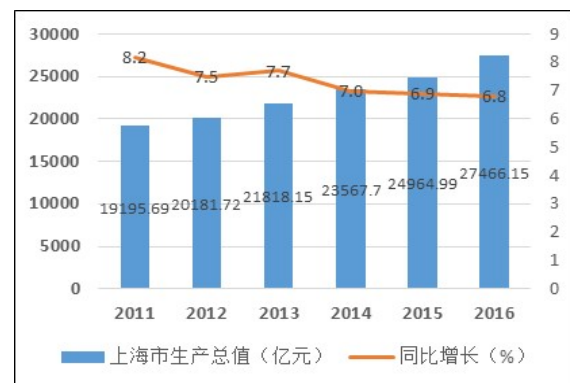
总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未

来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。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，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。

2. 区域经济环境

2016年，上海市实现生产总值（GDP）生产总值完成27466.15亿元，按可比价格计算，比上年增长6.8%，增速比上年回落0.1个百分点。其中，第一产业增加值109.47亿元，下降6.6%；第二产业增加值7994.34亿元，增长1.2%；第三产业增加值19362.34亿元，增长9.5%。第三产业增加值占全市生产总值的比重达到70.5%，比上年提高2.7个百分点。2016年，工业增加值7145.02亿元，比上年增长1.0%。全年规模以上工业总产值31082.72亿元，比上年增长0.8%，扭转了上年下降的态势。上海市2016年经济运行保持在合理区间。

图2 2011~2016年上海市生产总值及增长率



资料来源：2016年上海市国民经济和社会发展统计公报

伴随着上海市经济持续发展，其财政实力稳步增强。2016年，全市地方一般公共预算收入6406.13亿元，比上年增长16.1%。全市地方一般公共预算支出6918.94亿元，增长11.7%。

总体看，上海市经济保持稳步增长，产业结构不断优化，财政收入持续快速增长，公司外部发展环境良好。

五、公司基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司实收资本 28.63 亿元，由宝龙地产（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 45.88% 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 69 个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，其中 32 个项目布局于长三角区域。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。

许健康先生，现年 65 岁，现任公司董事长，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。许健康先生于 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。

许华芳先生，现年 39 岁，现任公司总经理。许华芳先生毕业于厦门大学工商管理学院，获长江商学院 EMBA 学位，毕业后于 1999 年进入宝龙集团基层工作，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 2017 年 3 月底，公司员工 6287 人。从岗位结构来看，管理人员占 7.17%；工程人员占 10.75%；销售人员占 16.25%；技术人员占 3.25%；财务人员占 7.93%；营运人员占 24.65%；成本人员占 3.04%；其他辅助人员占 26.96%。从学历水平来看，大学本科及以上学历占

29.52%；大学专科学历占 33.55%；大专以下学历占 36.93%。

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。

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、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，属于房地产开发企业。公司目前为“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 90%左右，2016 年公司出售物业收入增至 106.03 亿元，主要系房地产项目结转规模增加所致；近三年公司租金收入波动增长，2016 年为 5.67 亿元，2015 年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场根据经营情况调整了商户，进而冲回部分按直线法确认的租金收入导致当年租金收入下降；酒店收入方面，得益于 2015 年公司纳入合并范围的酒店数量增加，该板块收入当年大幅增长至 2.08 亿元，此后保持稳步增长的发展态势，2016 年实现收入 2.57 亿元；公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，2016 年其他收入降至 0.32 亿元，主要系采购平台业务逐步转移其他配套公司所致，占公司营业收入的比重仅为 0.28%，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 29.46%、42.87%和 40.44%。由于公司物业销售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。2014 年，受建安成本增加以及不同地区项目收入占比变化的影响，物业销售板块毛利率较低；2015 年物业销售毛利率同比上升 14.41 个百分点至 42.31%，主要系结转项目中毛利率水平较高的商业物业占比较高所致；2016 年，物业销售毛利率为 39.70%，由于结转项目中天津和洛阳地区的住宅项目占比上升，所结转项目毛利率相对较低，导致 2016 年销售板块毛利率同比下降 2.61 个百分点。租金方面，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逐年下降趋势，主要由于近年新开业商场较多，前期费用较大所致。2016年物业出租毛利率为82.59%，仍维持在较高水平。酒店业务方面，公司毛利率波动较大，主要系2014年公司将酒店运营费用计入营业成本，导致酒店业务毛利率下降至-55.90%；2015年，得益于纳入合并范围的酒店增加，公司酒店业务毛利率转正，为4.19%。2016年，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。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，2016年其他收入毛利率为-63.52%。

2017年1~3月，公司实现营业收入26.22亿元，其中物业销售收入23.80亿元，租金收入1.48亿元。从盈利来看，2017年1~3月，公司综合毛利率下降至29.48%，其中物业销售毛利率下降至27.49%，较2016年底下降12.21个百分点，主要系住宅结转收入占比较高，毛利率不及商业物业所致；租金业务毛利率为77.00%；酒店业务毛利率为7.53%，主要由于一季度酒店经营状况良好，且尚未计入摊销费用；其他业务毛利率为-23.00%，毛利率变动主要由于钢材与咨询业务结构有所调整所致。

表1 2014~2017年3月公司营业收入及毛利率变化情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014年			2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率	收入	比例	毛利率
出售物业收入	47.27	88.19	27.90	62.23	91.84	42.31	106.03	92.52	39.70	23.80	90.79	27.49
出租物业收入	3.15	5.87	89.00	2.82	4.16	87.45	5.67	4.95	82.59	1.48	5.64	77.00
酒店收入	0.71	1.32	-55.90	2.08	3.06	4.19	2.57	2.25	-8.71	0.86	3.29	7.53
其他收入	2.48	4.62	8.03	0.64	0.94	26.09	0.32	0.28	-63.52	0.08	0.29	-23.00
合计	53.60	100.00	29.46	67.76	100.00	42.87	114.61	100.00	40.44	26.22	100.00	29.48

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

公司房地产开发以商业地产为主。在项目开发建设过程中，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。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2014~2016年，公司房地产开发完成投资分别为46.55亿元、44.35亿元和67.54亿元，年均复合增长20.45%；近三年新开工面积波动增长，分别为73.72万平方米、115.42万平方米和91.95万平方米，年均复合增长11.68%；同期施工面积为139.12万平方米、154.45万平方米和121.00万平方米，年均复合下降6.74%；竣工面积为132.88万平方米、100.09万平方米和125.40万平方米，年均复合

下降 2.86%。总体看，近年来公司施工面积有所减少，但受公司目前开发区域多集中在上海、杭州和宁波等高地价区域的影响，开发投资规模波动增长。

2017 年 1~3 月，公司共完成房地产开发投资 13.15 亿元，新开工面积 21.50 万平方米，竣工面积 24.30 万平方米；2017 年 3 月底房屋施工面积 118.20 万平方米。

表2 2014~2017年3月公司主要开发数据情况

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
房地产开发完成投资（亿元）	46.55	44.35	67.54	13.15
新开工面积（万平方米）	73.72	115.42	91.95	21.50
房屋施工面积（万平方米）	139.12	154.45	121.00	118.20
房屋竣工面积（万平方米）	132.88	100.09	125.40	24.30

资料来源：公司提供

从在建房地产项目来看，2014 年公司新开工项目 5 个，2015 年公司新开工项目 4 个，2016 年公司新开工项目 2 个。近三年房地产开工面积与投资规模较大，截至 2017 年 3 月底，公司

在建项目总计 18 个，公司在建项目累计完成投资 297.97 亿元，尚需投资额 114.37 亿元；所开发项目总建筑面积 936.43 万平方米。

表3 截至2017年3月底公司在建项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	物业类型	占地面积	总建筑面积	完工进度	已完工面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
上海青浦宝龙广场	商业	6.36	34.71	6.34%	2.20	290000.00	239763.03	50236.97
上海吴泾宝龙广场	商业	4.11	9.13	18.84%	1.72	100000.00	72801.00	27199.00
上海宝山宝龙城	商业	5.68	27.01	0.00%	0	210800.00	138904.35	71895.65
杭州滨江宝龙城	商业	7.69	40.18	41.24%	16.57	341046.00	315165.57	25880.43
天津滨海宝龙城	住宅	44.45	75.89	42.97%	32.61	250000.00	174563.25	75436.75
洛阳宝龙广场	商住	35.56	136.63	82.22%	112.34	450000.00	385674.20	64325.80
厦门宝龙一城	商业	7.40	38.30	16.89%	6.47	258000.00	153821.72	104178.28
晋江宝龙广场	商住	13.54	81.93	63.98%	52.42	470000.00	326753.85	143246.15
新乡宝龙广场	商住	26.71	129.57	60.25%	78.06	350000.00	249398.49	100601.51
重庆宝龙广场	商住	17.18	62.20	93.17%	57.95	178600.00	176408.42	2191.58
镇江宝龙广场	商住	21.13	62.23	50.27%	31.28	172868.00	146994.00	25874.00
淮安宝龙广场	商住	10.71	15.26	13.37%	2.04	83500.00	32422.45	51077.55
宁波宝龙广场	商业	4.49	14.19	0.00%	0	110000.00	63200.00	46800.00
烟台蓬莱宝龙广场	商住	16.30	34.94	90.27%	31.54	182209.00	153442.00	28767.00
常州宝龙广场	商住	27.01	105.37	51.33%	54.09	403000.00	205389.07	197610.93
徐州宝龙观邸	住宅	19.47	16.67	0.00%	0	83350.00	28339.00	55011.00
无锡宝龙湖畔花城	住宅	15.66	35.07	86.60%	30.37	110000.00	94743.25	15256.75
烟台莱山宝龙广场	商住	3.34	17.15	27.38%	4.70	80000.00	21900.85	58099.15
合计	--	286.8	936.43	--	514.36	4123373.00	2979684.50	1143688.50

资料来源：公司提供

房地产销售情况

2014~2016 年，公司房地产开发分别实现收入 47.27 亿元、62.23 亿元和 106.03 亿元。2016 年收入主要来源于上海地区、长三角地区、天津环渤海地区和福建地区项目销售收入。

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。

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波动增长，主要系公司房地产所处区域及项目类型不同所致。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 1~3 月，房地产协议销售均价 1.13 万元/平方米。从协议销售面积与金额来看，近三年公司协议销售面积持续增长，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，2015 年公司实现协议销售金额 105.88 亿元，同比增长 18.49%；2017 年 1~3 月，受限购政策影响，公司实现协议销售面积 18.87 万平方米，仅为 2016 年全年的 21.52%，实现协议销售金额 21.28 亿元，为 2016 年全年的 20.10%。

表4 2014~2017年3月公司项目销售情况

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	47.23	72.90	87.68	18.87
协议销售金额（亿元）	48.62	89.36	105.88	21.28
结转收入面积（万平方米）	36.78	61.35	91.68	28.72
竣工未售面积（万平方米）	85.65	27.19	28.30	31.50
结转收入（亿元）	47.27	62.23	106.03	23.80
协议销售均价（元/平方米）	10294.30	12257.89	12075.73	11277.16

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。总体看，目前公司在售项目总可售面积 1059.21 万平方米，已销售面积累计 681.32 万平方米，，剩余可售面积 377.89 万平方米，可售楼盘充裕。

表 5 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					
				2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月	2017年 4~12月 (预计)	2018年 (预计)
上海青浦宝龙广场	34.73	20.05	7.45	--	--	81792.56	0.00	156408.71	115000.00
天津滨海宝龙城	76.67	76.46	52.80	--	85102.00	75646.96	167722.15	223006.27	124000.00
杭州滨江宝龙城	40.18	18.36	4.32	--	51851.20	70746.47	13517.78	100882.22	142000.00
上海七宝宝龙城	38.10	15.47	10.56	--	91104.90	176090.36	1995.91	76832.78	123500.00
洛阳宝龙广场	136.63	109.78	87.47	26802.32	94673.40	30730.41	2267.19	55793.82	44356.00
新乡宝龙广场	129.57	107.20	57.51	--	--	69101.71	561.02	54950.97	55000.00
常州宝龙广场	105.73	89.05	35.42	--	61624.60	29522.76	3482.25	41274.27	35630.00
重庆宝龙广场	62.20	48.35	33.22	--	--	1944.64	384.75	47185.94	36750.00
晋江宝龙广场	77.51	53.52	37.56	54897.72	10152.10	36956.60	17622.79	21305.78	23000.00
镇江宝龙广场	62.23	51.80	16.66	--	--	23517.08	4922.15	8418.46	32000.00
烟台蓬莱宝龙广场	34.94	23.19	7.53	--	--	24025.05	0.00	13442.40	35320.00
上海嘉定宝龙广场	19.29	6.38	3.65	--	--	80228.75	759.76	48410.81	52000.00
厦门宝龙一城	38.30	8.17	6.01	79711.64	--	168415.64	4894.06	41250.00	74500.00
烟台莱山宝龙广场	16.99	11.76	7.87	--	--	20943.55	0.00	25600.00	39000.00
上海吴泾宝龙广场	9.13	6.44	3.48	--	--	29301.38	1419.56	29035.68	35000.00

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。

2014~2016 年，公司分别拿地 3 块、2 块和 5 块，新增土地建筑面积 57.82 万平方米、36.06 万平方米和 68.09 万平方米；土地投资分别为 11.98 亿元、16.66 亿元和 23.20 亿元，上述土地多为商业用地，且全部处于开工阶段。2017 年 1~3 月，公司未新增土地储备。

截至 2017 年 3 月底，公司尚有 12 个地产项目拥有未开发土地储备，项目总建筑面积 679.87 万平方米，已竣工面积 417.63 万平方米，剩余土地储备规划建筑面积 194.02 万平方米。公司剩余土地储备中面积较大的项目主要是常州宝龙广场、烟台海阳宝龙城、新乡宝龙广场和杭州未来科技城项目。其中常州宝龙广场地块、烟台海阳宝龙城和新乡宝龙广场项目由于拿地时间较早，土地获取成本较低，楼面地价分别为 291.00 元/平方米、212.00 元/平方米和 196.00 元/平方米；杭州未来科技城项目系 2016 年新取得的商办类项目，楼面地价为 2260 元/平方米。其中常州宝龙广场项目尚有部分土地未开发主要系政府原因未拆迁地块所致。根据公司过往开发数据估计，剩余土地储备大致可以满足未来 3 年左右的开发需求；公司土地获取成本整体相对较低，未来利润率较有保证。烟台海阳宝龙城项目由于拿地较早，拿地成本

比较低，土地剩余储备面积较大，目前公司已将该项目转让。

总体看，相较公司近年项目施工进度，现有土地储备量合理。

表 6 截至 2017 年 3 月底土地储备情况（单位：元/平方米、万平方米、万元）

项目名称	项目类型	获取时间	楼面地价	总建筑面积	已竣工面积	在建面积	剩余土地 建筑面积
上海吴泾新项目	商办	2016	5638	8.16	0	0	8.16
杭州未来科技城项目	商办	2016	2260	24.73	0	0	24.73
徐州宝龙观邸	住宅	2016	1640	16.19	0	0	16.19
淮安宝龙广场	商业/住宅	2014	1440	15.26	2.04	0.67	12.55
常州宝龙广场	商业/住宅	2008	291	105.73	63.74	0	41.99
无锡宝龙湖畔花城	商业/住宅	2009	369	35.07	30.37	0	4.7
苏州太仓宝龙广场	商业/住宅	2006	183	28.85	26.64	0	2.21
天津滨海宝龙城	商业/住宅	2010	401	76.67	32.61	33.71	10.35
烟台海阳宝龙城	商业/住宅	2009	212	40.81	13.88	0	26.94
洛阳宝龙广场	商业/住宅	2006	223	136.63	112.34	6.14	18.15
新乡宝龙广场	商业/住宅	2008	196	129.57	78.06	24.69	26.82
重庆宝龙广场	商业/住宅	2010	397	62.2	57.95	3.03	1.23
合计	--	--	--	679.87	417.63	68.24	194.02

资料来源：公司提供

总体看，公司近年来公司施工面积有所减少，但开发投资规模波动增长；收入规模快速增长，公司项目集中于上海、山东等一二线城市，未来收入有望保持增长；随着宝龙地产（香港）2016 年以其直接持有的 15 家子公司股权进行增资，公司项目量大幅提升。

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 3.15 亿元、2.82 亿元和 5.67 亿元。2015 年，公司实现租金收入较上年下降 10.19%，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来确认租金收入，而实际收取租金是按照逐年递增的比例来收取，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。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。

表 7 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	2016 年 出租率	租金收入		
				2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
福州宝龙广场	21.80	9.47	100%	5528.95	5929.19	1471.30
郑州宝龙广场	25.16	10.82	68%	1349.91	2566.14	523.07
蚌埠宝龙广场	49.86	19.53	63%	2422.98	3739.65	835.92
洛阳宝龙广场	136.9	13.28	92%	5290.62	4725.30	531.60
青岛城阳宝龙广场	70.71	21.54	59%	2995.31	631.16	562.22
晋江宝龙广场	81.80	9.98	89%	2678.21	2119.21	649.82
新乡宝龙广场	129.6	9.03	100%	--	3228.03	903.53
盐城宝龙广场	49.5	13.51	86%	--	3963.71	1081.82
上海奉贤宝龙广场	17.91	4.02	97%	281.09	2789.17	661.66
上海七宝宝龙城	38.10	7.35	78%	--	2059.54	691.84
安溪宝龙广场	33.20	6.00	96%	2075.56	2342.04	793.23

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司物业出租较为平稳，2015 年，由于郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场租金收入的调整，公司物业出租收入有所下降，此后各物业出租率及租金水平保持稳定或稳中有升。

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 2016 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 4 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和重庆宝龙戴斯酒店）。

公司酒店运营业务主要以委托管理为主，

自主经营为辅，其中太仓宝龙福朋酒店、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采用委托管理模式；蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店采用自主经营模式。近三年公司酒店收入分别为 0.71 亿元、2.08 亿元和 2.57 亿元，2015 年以前，公司酒店收入主要来源于太仓宝龙福朋喜来登酒店，2015 年得益于青岛宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、泰安宝龙福朋酒店、蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店和上海宝龙丽笙酒店 6 家酒店新纳入合并范围，公司客房数增至 1690 间，酒店收入同比大幅增长 193.79%。2016 年，公司新增委托管理重庆宝龙戴斯酒店、上海宝龙国展丽筠酒店和上海宝龙艾美酒店项目，收入规模进一步扩大，同比增长 24.04%。

表 8 2014~2017 年 3 月公司酒店运营情况

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
酒店收入（万元）	7063.79	20752.67	25742.03	8626.82
平均客房单价（元）	425	460	465	470
入住率（%）	86	87	86	84

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司酒店平均客房单价逐年上升，三年分别为 425 元/间/天、460 元/间/天和 465 元/间/天，主要系太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店和泰安宝龙福朋酒店是同喜达屋酒店合作的五星级品牌酒店，经过几年的积累，品牌优势逐年增强所致；酒店平均入住率相对较为稳定，均保持在 84%以上。

5. 经营效率

2014~2016 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增长趋势，三年平均值分别为 8.40 次、0.41 次和 0.19 次，2016 年分别为 10.68 次、0.50 次和 0.22 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。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2015 年财务报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 年财务报表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 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2014 年公司纳入合并报表范围的子公司共 40 家（包括三级、四级子公司）。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，统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。公司 2015 年发现以前年度对部分股权投资核算方法和后续计量有误，在编制 2015 年的比较财务报表时采用追溯重述法对该项差错进行了更正，因此 2014 年底财务数据采用 2015 年审计报告期初数据，且公司合并范围内新增和减少的子公司数量较多，公司主营业务未发生变化，财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 601.90 亿元，所有者权益 254.71 亿元（含少数股东权益 22.62 亿元）；2016 年，公司合并口径实现营业收入 114.61 亿元，利润总额 38.33 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 609.27 亿元，所有者权益 250.27 亿元（含少数股东权益 22.75 亿元）；2017 年 1~3 月，公司合并口径实现营业收入 26.22 亿元，利润总额 3.42 亿元。

2. 资产质量

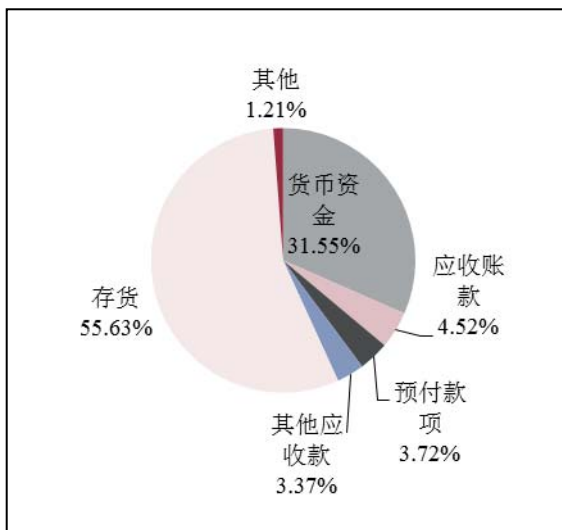
2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 19.33%。截至 2016 年底，公司资产总额 601.90 亿元，其中流动资产占

43.75%，非流动资产占 56.25%，近三年公司非流动资产占比有所增长。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

2014~2016 年，公司流动资产有所波动，年均复合增长 6.26%。截至 2016 年底，公司流动资产为 263.36 亿元，构成以货币资金（占 31.55%）和存货（占 55.63%）为主。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 29.19%，主要系下属子公司发行永续债等直接债务融资工具募集资金到位所致。截至 2016 年底，公司货币资金为 83.09 亿元，构成以银行存款为主（占 84.80%），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 12.63 亿元，受限资金规模占比一般。

2014~2016 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 5.03%。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 12.11 亿元，计提坏账准备 0.21 亿元，计提比例 1.73%，账面价值 11.90 亿元，同比增长 24.85%。其中应收售楼款 7.49 亿元，计提坏账准备 0.15 亿元，计提比例 2.00%；账龄主要集中在 1 年以内（余额占比 95.62%），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 0.53 亿元，计提坏账准备 0.06 亿元，计提比例 11.32%；直线法下的第三方应收租金、关联方及其他款项 4.09 亿元，其中应收租金 2.62 亿元，应收关联方款项 1.26 亿元，其他 0.02 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 2.24 亿元，占比 18.80%，集中度一般。

表 8 截至 2016 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	0.86	1~2 年
江门市联鸿投资顾问有限公司	非关联方	0.49	1 年以内
上海煦新贸易有限公司	关联方	0.38	1 年以内
天津滨海旅游区公用事业发展有限公司	非关联方	0.28	1 年以内
天津滨海旅游区热电发展有限公司	非关联方	0.22	1 年以内
合计	--	2.24	--

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 57.41%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 8.88 亿元，未计提坏账准备，同比大幅增长 104.03%，主要系关联方之间的资金拆借增加所致；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，因此存货规模较高。2014~2016 年，公司存货年均复合增长 9.77%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 146.50 亿元，同比增长 17.33%；公司存货中在建开发产品占 45.12%，已完工开发产品占 54.88%；公司存货中用于债务担保的账面价值 45.49 亿元，占比 31.05%。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。截至 2016 年底，开发项目前五名为上海七宝、上海青浦、上海嘉定、天津滨海、山东烟台，所处区域经济实力较强，公司存货质量较好。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 33.66%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 338.54 亿元，主要包括投资性房地产（占 86.32%）、长期股权投资（占 2.42%）和固定资产（占 6.72%）。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。2014~2016 年，长期股权投资快速下降，年均复合下降 29.26%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 8.20 亿元，同比下降 0.50%。从被投资单位来看，公司对天津宝龙金骏房地产开发有限公司、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 -0.21 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。2014~2016 年，公司投资性房地产年均复合增长 38.39%。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值 292.23 亿元，同比增长 60.94%。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 12.63 亿元。截至 2016 年底，公司投资性房地产成本 165.90 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 34.02%。

2014~2016 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 62.28%。截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 28.08 亿元，主要包含房屋及建筑物（占 89.63%）和电子及其他设备（占 8.48%）；累计折旧 5.33 亿元，账面价值 22.75 亿元。用于借款抵押的固定资产为 3.61 亿元，占固定资产账面价值的 15.87%。

2014~2016 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 23.45%。截至 2016 年底，公司无形资产账面原值 10.61 亿元，全部为土地使用权，累计摊销 0.74 亿元，账面价值 9.87 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 609.27 亿元，较 2016 年底增长 1.22%，主要来自应收账款的增加；从资产构成来看，截至 2017 年 3 月底，公司流动资产占 43.50%，非流动资产占 56.50%，较 2016 年底变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，随着开发项目的加快及自持物业建成投运，公司资产规模持续增长。受益于永续债的发行，公司货币资金大幅增长；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。整体看，公司资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 32.13%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 254.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 91.12%，少数股东权益占 8.88%。2016 年底，归属于母公司权益为 232.09 亿元，构成以实收资本（占 12.34%）、资本公积（占 2.90%）、未分配利润（占 77.16%）和其他权益工具（占 7.32%）为主。

截至 2016 年底，公司实收资本较上年底增加 18.14 亿元，系由于宝龙地产以股权作价对公司进行增资。实施后公司实收资本增至 28.63 亿元。

2016 年，公司新增其他权益工具 10.00 亿元，为公司与子公司上海康睿房地产发展有限公司发行永续债（本金 10.00 亿元），同期，上海康睿房地产发展有限公司归还 2014 年度发行的 6.00 亿元永续债本金。截至 2016 年底，公司其他权益工具较上年净增加 4 亿元至 17.00 亿元。

2014~2016 年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 38.49%。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 2014 年底,公司资本公积 9558.60 元。公司 2015 年对上年财务报表进行了追溯调整,资本公积 2015 年期初数由 9558.60 元调整为 15.28 亿元,主要系公司从母公司宝龙地产(香港)取得常州宝龙置业发展有限公司 90%股权、烟台宝龙体育置业有限公司 95%股权、福州宝龙房地产发展有限公司(原协议控制)100%股权,构成同一控制下企业合并,在编制合并当期的比较报表时,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,对比较报表进行调整,增加资本公积(资本溢价)15.28 亿元。截至 2015 年底,公司资本公积 5.93 亿元,较 2014 年底下降 61.19%;截至 2016 年底,公司资本公积为 6.74 亿元,较 2015 年底增长 13.59%。

截至 2017 年 3 月底,公司所有者权益合计 250.27 亿元,较 2016 年底下降 1.74%,其中归属于母公司所有者权益占 90.91%,少数股东权益占 9.09%。截至 2017 年 3 月底,归属于母公司权益为 227.53 亿元,构成以实收资本(占 12.58%)、资本公积(占 2.96%)、未分配利润(占 78.78%)和其他权益工具(占 4.40%)为主。

总体看,公司所有者权益中未分配利润占比较大,所有者权益稳定性较弱。

负债

2014~2016 年,公司负债总额波动增长,年均复合增长 12.66%。截至 2016 年底,公司负债合计 347.19 亿元,其中流动负债及非流动负债占比分别为 53.49%和 46.51%。公司负债结构以流动负债为主。

流动负债方面,2014~2016 年,公司流动负债年均复合下降 4.68%。截至 2016 年底,公司流动负债为 185.71 亿元,构成以短期借款(占 6.98%)、应付账款(占 16.60%)、预收款项(占 17.53%)、其他应付款(占 23.58%)和应交税费(占 18.96%)为主。

2014~2016 年,为满足公司日常流动资金和项目开发运营资金需求,公司短期借款波动

增长,年均复合增长 53.80%。截至 2016 年底,公司短期借款 12.96 亿元,同比大幅增长。截至 2016 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材料款,2014~2016 年,公司应付账款年均复合增长 22.55%。截至 2016 年底,公司应付账款为 30.83 亿元,同比增长 5.70%,主要系公司新开工项目较多,应付工程及材料款增加所致;从账龄看,1 年以上的占 38.53%,主要为应付材料款。

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。2014~2016 年,随着项目的逐步销售,公司预收款项逐年增加,年均复合增长 13.14%。截至 2016 年底,公司预收款项 32.55 亿元,同比增长 5.23%,主要系随着房地产市场回暖,公司项目的预售规模大幅增长所致。从账龄结构来看,预收款项中账龄在 1 年以上的占比 90.22%。

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。2014~2016 年,公司其他应付款快速下降,年均复合下降 39.52%。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 2016 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 44.02%)。

2014~2016 年,一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势,年均复合增长 5.86%。截至 2016 年底,公司一年内到期的非流动负债账面价值 19.35 亿元,同比增长 50.53%,主要系部分债券将在一年内到期所致。构成以一年内到期的长期借款(占 65.12%)为主。

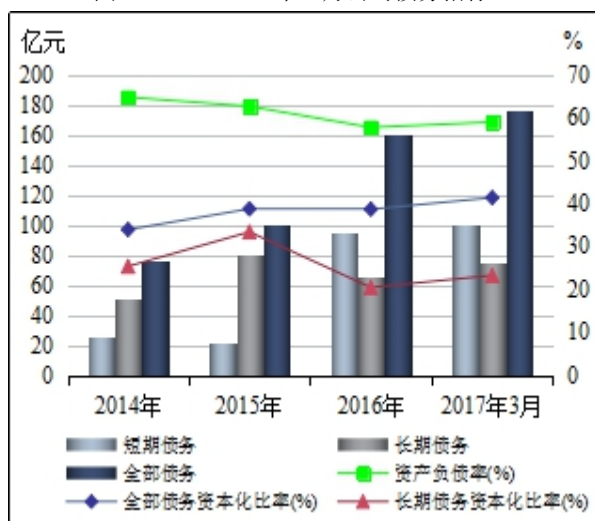
非流动负债方面,2014~2016 年,公司非流动负债年均复合增长 52.79%。截至 2016 年底,公司非流动负债为 161.48 亿元,构成以长期借款(占 40.33%)和应付债券(占 38.13%)为主。

2014~2016 年，公司长期借款年均复合增长 13.61%，主要为满足公司日益扩张的经营规模所需资金。截至 2016 年底，公司长期借款为 65.13 亿元，同比下降 12.93%。长期借款全部为抵押借款。

截至 2016 年，公司应付债券 61.58 亿元，主要为公司 2016 年发行的多笔公募债券，合计金额 61.50 亿元，期限以 5 年为主。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 359.00 亿元，较 2016 年底增长 3.40%，其中流动负债占比为 52.16%，非流动负债占比为 47.84%，非流动负债占比较 2016 年底增加 1.33 个百分点。截至 2017 年 3 月底，预收款项为 36.46 亿元，较 2016 年底增长 12.00%，主要由于公司项目的预售规模大幅增长所致；其他应付款为 37.58 亿元，较 2016 年底下降 14.19%，主要由于应付关联方往来款大幅减少所致；长期借款为 75.44 亿元，较 2016 年底增长 15.82%。

图 4 2014~2017 年 3 月公司债务指标



资料来源：公司财务报表

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务快速增长，三年分别为 76.33 亿元、100.74 亿元和 160.09 亿元。截至 2016 年底，公司全部债务中短期债务占 20.85%、长期债务占 79.15%，债务结构以长期债务为主。

负债指标方面，近三年公司资产负债率有所持续下降，分别为 64.71%、62.60%和 57.68%；

全部债务资本化比率波动上升，分别为 33.85%、38.69%和 38.60%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 25.28%、33.31%和 33.22%。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 176.08 亿元，较 2016 年底增长 9.99%，主要系长期借款的增加；其中短期债务占 22.24%，长期债务占 77.76%，债务结构较 2016 年底变化不大。公司资产负债率为 58.92%，较 2016 年底相比增长 1.24 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 41.30%和 35.36%，较 2016 年底相比分别增加 2.70 个百分点和 2.14 个百分点。

2014 年公司下属两家子公司上海宝龙康晟房地产发展有限公司和上海康睿房地产发展有限公司发行永续债募集资金 13 亿元（其中上海康睿房地产发展有限公司发行永续债本金 6.00 亿元已于 2016 年 8 月 17 日到期兑付），上述永续中期票据已计入公司财务报表所有者权益科目。考虑到上述永续债具有发行人可赎回权、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。考虑上述永续债待偿还本金后，截至 2016 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 60.51%、32.70%和 25.68%；2017 年 3 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 60.56%、43.65%和 37.95%。

总体看，随着公司项目开发进度的加快，公司负债规模有所增长。流动负债中其他应付款等往来款占比较高，但随着上海七宝宝龙城等项目逐步实现销售，公司预收款规模将持续增长；2014 年公司发行永续债，拓宽了融资渠道；公司全部债务以长期债务为主，债务负担尚可。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入年均复合增长 46.22%，分别为 53.60 亿元、67.76 亿元和 114.61 亿元；同期，公司营业成本增幅低于营业收入，年均复合增长 34.36%，2016 年为 68.26 亿元。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司期间费用总额分别为 6.55 亿元、5.62 亿元和 8.13 亿元，其中公司加大营销力度使得销售费用增长较快，年均复合增长 11.70%。近三年，期间费用占营业收入的比重分别为 12.22%、8.30% 和 7.10%，公司费用控制能力有所加强。

2014~2016 年，公司公允价值变动收益年均复合增长 58.27%。2016 年公司公允价值变动收益 12.02 亿元，同比下降 11.96%，主要系投资性房地产公允价值变动较大所致，占营业利润的 31.16%。2014~2016 年，公司实现投资收益分别为 0.97 亿元、0.17 亿元和 -0.21 亿元，主要系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按权益法核算投资收益减少所致。总体来看，公允价值变动损益对利润贡献大。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 20.53%、31.23% 和 30.46%。2014~2016 年，公司总资本收益率¹持续增长，分别为 3.58%、7.81% 和 8.27%；同期，净资产收益率波动增长，分别为 5.50%、13.31% 和 12.01%。2015 年，公司总资本收益率、净资产收益率均大幅上升，主要系利润总额和净利润均大幅增长所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.22 亿元，实现利润总额 3.42 亿元，营业利润率为 23.58%，较 2016 年有所下降。

总体看，随着开发项目的逐步结转，公司营业收入有所增长。未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司营业收入有望继续提升。得益于公司房地产结转收入和投资性房地产公允

价值变动收益大幅增长，公司利润和净利润大幅增长；公司费用控制能力较强。总体看，公允价值变动损益对利润贡献大，公司主营业务盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，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；同期由于在建项目开工力度的加大，公司经营活动现金流出也呈增长态势，同比增长 42.64% 至 85.97 亿元；公司经营活动现金流量净额为 24.49 亿元，同比大幅增长 89.09%。2016 年，公司现金收入比为 95.64%，较 2015 年下降 10.06 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入 15.94 亿元，同比下降 8.68%，主要为向项目关联方收回资金；公司投资活动现金流出 44.22 亿元，较上年增长 136.31%，主要系公司构建固定资产、无形资产等支付的现金大幅增加所致。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -16.35 亿元、-1.25 亿元和 -28.27 亿元，2016 年，公司投资活动现金流量净额仍呈净流出状态，且规模有所增长。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 172.55 亿元，同比增长 85.78%，构成主要为取得借款收到的现金（占 42.58%）和发行债券收到的现金（占 35.31%）和收到关联方借款等其他与筹资活动有关的现金（占 22.11%）；同期，公司筹资活动现金流出 143.07 亿元，同比增长 50.53%，主要系 2016 年偿还了大量债务所致。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额为 4.34 亿元；现金收入比为 114.13%，收入实现质量有所提升；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -9.47 亿元和 -1.71 亿元。

总体看，公司经营活动现金流呈净流入态势，收入实现质量较好。但公司现金流中关联

¹ 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。

方往来规模较大，影响现金流水平；投资支出较大，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，2014~2016 年，公司的流动比率持续增长，速动比率波动增长，三年平均值分别为 131.06%和 56.78%，截至 2016 年底，两项指标分别为 141.82%和 62.93%；截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 141.54%和 57.60%，较 2016 年底分别下降 0.28 个百分点和 5.33 个百分点。2014~2016 年，公司经营现金流动负债比分别为 4.19%、7.93%和 13.19%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 快速上涨，三年分别为 12.92 亿元、31.01 亿元和 40.40 亿元，年均复合增长 76.85%；全部债务/EBITDA²分别为 6.92 倍、3.67 倍和 2.86 倍；EBITDA 利息倍数分别为 1.83 倍、5.30 倍和 5.48 倍。综合看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保总额为 22.20 亿元，担保比率为 9.34%。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 2017 年 3 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
杭州萧山宝龙置业有限公司	56000.00	2017-9-22
阜阳宝龙展耀置业有限公司	23000.00	2018-6-24
上海兴万置业有限公司	128000.00	2018-12-27
杭州宝龙房地产开发有限公司	15000.00	2018-9-7
合计	222000.00	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，金融机构总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 243.80 亿元，其中已使用额度 85.57 亿元，

² 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

尚未使用的授信额度 158.23 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 2017 年 4 月 27 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，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结清，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

近三年公司项目开发速度加快，债务有所增长，公司整体偿债能力较强，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，其具备综合竞争优势。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。

九、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

公司本期中期票据发行额度为 10 亿元，占公司 2017 年 3 月底全部债务 176.08 亿元的 5.68%，占同期长期债务 136.92 亿元的 7.30%；分别占调整后全部债务和长期债务的 6.81%和 5.37%。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 2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.92%、41.30%和 35.36%，以公司 2017 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 59.59%、42.65%和 36.99%。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

60.56%、43.65%和 37.95%，预计本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 61.20%、44.94%和 39.51%。考虑到本期中期票据募集资金将有部分用于偿还金融机构借款，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

2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 5.73 倍、7.32 倍和 11.05 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 0.86 倍、1.30 倍和 2.45 倍。公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 1.29 倍、3.10 倍和 4.04 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好。

3. 本期中期票据交易条款分析

宝龙地产针对本期中期票据的还本付息事宜出具《承诺函》，对收购本期中期票据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）前全额收购本期中期票据，收购价格为计算至收购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。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。

宝龙地产专注于发展及经营优质、大规模、多业态的商业地产项目，宝龙地产控股于 2009 年 10 月在香港联交所主板上市。截至 2016 年 9 月底，宝龙地产拥有 56 个物业发展项目，主打产品“宝龙广场”是集大型购物、品牌商店、美食、娱乐、文化、休闲、住宅和酒店于一体的城市综合体。分为三大系列，即面向一线城市的社区级邻里购物中心、面向二线城市的区域级购物中心以及面向三四线城市的城市商业中心。根据项目地点及当地市场需求，还设置由国际著名酒店管理公司管理的优质星级酒店

及大型室内游乐场，是所在城市的大型综合商业地产项目之一，经过长年对商业地产的运营，宝龙地产已形成一种独特的商业地产模式。

近三年，宝龙地产合并资产规模逐年增长，年增长率为 17.66%，截至 2016 年底合并资产总额 791.28 亿元，负债合计 531.87 亿元，股东权益（含少数股东权益 33.22 亿元）259.40 亿元。近三年，宝龙地产资产负债率分别为 63.94%、65.85%和 67.22%，宝龙地产权益规模较大，财务杠杆处于合理水平。得益于近三年宝龙地产旗下项目的稳健运作，分别实现营业收入 96.63 亿元、119.07 亿元和 142.96 亿元，年均增长率为 9.57%；宝龙地产的净利润水平维持在较高水平，近三年净利润分别为 15.08 亿元、23.35 亿元和 27.49 亿元。宝龙地产资产规模较大，财务杠杆水平合理，整体盈利能力较强，其承诺对本期中期票据有一定的积极影响。

十、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、行业竞争力等方面具备一定优势。随着房地产市场的回暖，公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长。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，土地储备不足可能带来的后续开发减缓风险，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。

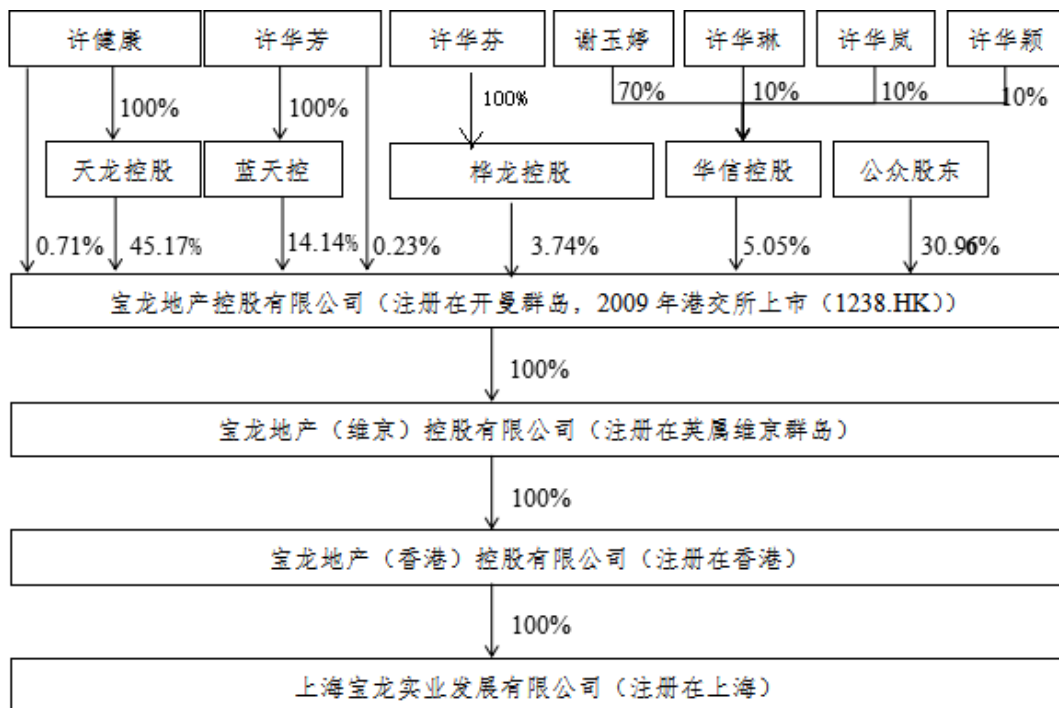
公司自持用于出租的商业物业能够带来稳定现金流入；未来随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，短期内公司盈利能力较有保证。

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；负债总额波动增长，构成以流动负债为主；公司所有者权益稳定性较弱；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。本期中期票

据的发行对现有债务影响较小，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较好。

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



```
graph TD; Board[董事会] --> GM[总经理]; Board --> Supervisor[监事]; GM --> VP1[副总经理]; GM --> VP2[副总经理]; GM --> VP3[副总经理]; GM --> VP4[副总经理]; GM --> VP5[副总经理]; GM --> VP6[副总经理]; VP1 --> Admin[行政人事中心]; VP2 --> Finance[财务管理中心]; VP3 --> Cost[成本控制中心]; VP4 --> Invest[投资发展中心]; VP5 --> Region[上海/外省区域中心]; VP6 --> RnD[技术研发中心]; Admin --> AdminList[行政部, 法务部, 人力资源部, 品牌部, 商学院]; Finance --> FinanceList[财务部, 资金部, 资本部, 税务部]; Cost --> CostList[综合管理部, 招标部, 采购一部, 采购二部, 造价部]; Invest --> InvestList[拓展部, 市场定位部, 研发部]; Region --> RegionList[营运部, 营销部, 技术部, 上海/外省区域各地产公司]; RnD --> RnDList[设计一部, 设计二部, 环艺部, 总工办, 综合部];
```

董事会

总经理

监事

副总经理

副总经理

副总经理

副总经理

副总经理

副总经理

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

技术研发中心

行政部
法务部
人力资源部
品牌部
商学院

财务部
资金部
资本部
税务部

综合管理部
招标部
采购一部
采购二部
造价部

拓展部
市场定位部
研发部

营运部
营销部
技术部

设计一部
设计二部
环艺部
总工办
综合部

上海/外省区域各地产公司

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.79	57.22	83.12	71.88
资产总额(亿元)	422.73	426.81	601.90	609.27
所有者权益(亿元)	149.16	159.64	254.71	250.27
短期债务(亿元)	25.87	20.99	33.38	39.16
长期债务(亿元)	50.46	79.75	126.71	136.92
全部债务(亿元)	76.33	100.74	160.09	176.08
营业收入(亿元)	53.60	67.76	114.61	26.22
利润总额(亿元)	11.35	29.82	38.33	3.42
EBITDA(亿元)	12.92	31.01	40.40	--
经营性净现金流(亿元)	8.57	12.95	24.49	4.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.30	6.67	10.68	--
存货周转次数(次)	0.34	0.31	0.50	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.16	0.22	--
现金收入比(%)	103.70	105.70	95.64	114.13
营业利润率(%)	20.53	31.23	30.46	23.58
总资本收益率(%)	3.58	7.81	8.27	--
净资产收益率(%)	5.50	13.31	12.01	--
长期债务资本化比率(%)	25.28	33.31	33.22	35.36
全部债务资本化比率(%)	33.85	38.69	38.60	41.30
资产负债率(%)	64.71	62.60	57.68	58.92
流动比率(%)	114.11	124.44	141.82	141.54
速动比率(%)	54.63	47.98	62.93	57.60
经营现金流动负债比(%)	4.19	7.93	13.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	5.30	5.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.92	3.67	2.86	--

注：1.2017 年 1~3 月财务数据未经审计；

2.2014 年数据为 2015 年期初数；

3.未将计入所有者权益中永续中票计入长期债务。

4.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；

5.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。

附件 3 主要计算指标的计算公式

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 上海宝龙实业发展有限公司 2017 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。