信用等级公告

联合[2018] 2035 号

联合资信评估有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“17 宝龙 MTN001”的信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十六日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

上海宝龙实业发展（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 宝龙 MTN001	10 亿元	2020/08/30	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.22	83.12	80.44	77.72
资产总额(亿元)	426.81	601.90	694.20	709.66
所有者权益(亿元)	159.64	254.71	303.20	302.73
短期债务(亿元)	20.99	33.38	35.44	29.76
长期债务(亿元)	79.75	126.71	146.68	169.25
全部债务(亿元)	100.74	160.10	182.12	199.01
营业收入(亿元)	67.76	114.61	94.78	20.59
利润总额(亿元)	29.82	38.33	43.38	4.00
EBITDA(亿元)	31.01	40.40	47.06	--
经营性净现金流(亿元)	12.95	24.49	20.09	-0.36
营业利润率(%)	31.23	30.46	31.06	31.60
净资产收益率(%)	13.31	11.21	10.42	--
资产负债率(%)	62.60	57.68	56.32	57.34
全部债务资本化比率(%)	38.69	38.60	37.53	39.66
流动比率(%)	124.44	141.82	138.17	152.92
经营现金流动负债比(%)	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 1~3 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 3 月底含有本金为 13.48 亿元的永续中票。

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

评级观点

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”）主要从事商业地产项目开发业务，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”）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。跟踪期内，公司资产和所有者权益规模均稳步增长，资产质量较好，债务规模快速增长但债务负担仍较轻。同时联合资信评估有限公司（以下简称“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。

未来，随着公司在建项目的逐步开发和销售、出租物业和酒店板块的稳步发展，公司综合实力有望保持增长。

跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流对“17 宝龙 MTN001”的保障能力较强。

综合评估，联合资信确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“17 宝龙 MTN001”的信用等级为 AA^+。

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、跟踪期内，公司资产和所有者权益规模稳步增长，资产质量较好，债务负担仍较轻。

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

上海宝龙实业发展（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于上海宝龙实业发展（集团）有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本概况

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 3 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 45.88%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 2018 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/外省区城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。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 709.66 亿元，所有者权益合计为 302.73 亿元（其中少数股东权益 24.91 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.59 亿元，利润总额 4.00 亿元。

公司注册地址：上海市闵行区七莘路1855号第1幢4层02室；法定代表人：许健康。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2017年8月发行10亿元“17宝龙MTN001”，期限为3年，未偿余额为10亿元，截至目前，募集资金中5亿元用于偿还借款，5亿元用于补充流动资金,资金已全部使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，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；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高

1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

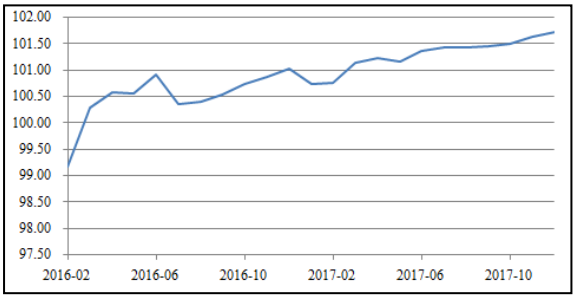
五、行业及区域经济环境

1.房地产行业分析

（1）房地产开发行业

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，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（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。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。

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。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。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）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。

分城市来看，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。

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。住建部和国土资源部在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%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，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，房地产融资继续收紧。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。

（3）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。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，在目前土地价格增长、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。

（4）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。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。

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，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。

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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 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 45.88%的股权，为公司实际控制人。

2. 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 66 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 40 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 2018 年 3 月底，公司员工 6472 人。从岗位结构来看，管理人员占 7.89%；工程人员占 12.66%；销售人员占 19.64%；技术人员占 5.86%；财务人员占 9.45%；营运人员占 26.37%；成本人员占 6.76%；其他辅助人员占 11.37%。从学历水平来看，大学本科及以上学历占 55.73%；大学专科学历占 22.16%；大专以下学历占 22.11%。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司组织架构及管理体制未发生显著变化。

八、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。

九、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，跟踪期内，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，跟踪期内，公司自持物业稳步发展，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，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1~3月，公司实现营业收入20.59亿元，其中物业销售收入17.00亿元，租金收入2.01亿元，从盈利来看，2018年1~3月，公司综合毛利率38.78%，其中物业销售毛利率为37.85%，较2017年底上升3.17个百分点，主要由于所结转项目差异所致；租赁业务毛利率为62.21%，受周期波动影响，较2017年底大幅下降；得益于运营酒店的良好业绩表现，2018年一季度公司酒店业务毛利率为4.63%，较2017年增长3.87个百分点；其他业务毛利率为59.64%。

表1　2015~2018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	2015年			2016年			2017年			2018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	62.23	91.84	42.31	106.03	92.52	39.70	80.81	85.27	34.68	17.00	82.57	37.85

出租物业收入	2.82	4.16	87.45	5.67	4.95	82.59	8.29	8.74	85.45	2.01	9.76	62.21
酒店收入	2.08	3.06	4.19	2.57	2.25	-8.71	4.35	4.59	0.76	1.17	5.67	4.63
其他收入	0.64	0.94	26.09	0.32	0.28	-63.52	1.33	1.40	58.12	0.41	2.00	59.64
合计	**67.76**	**100.00**	**42.87**	**114.61**	**100.00**	**40.44**	**94.78**	**100.00**	**37.89**	**20.59**	**100.00**	**38.78**

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

跟踪期内，公司房地产开发仍以商业地产为主。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。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2017 年，公司房地产开发完成投资为 72.33 亿元，同比增长 7.09%；新开工面积为 66.23 万平方米，同比下降 27.97%；同期年底在建面积为 101.43 万平方米，同比下降 15.93%；竣工面积为 85.50 万平方米，同比下降 31.82%。总体看，跟踪期内，公司新开工面积和年底在建面积均持续减少，施工进度有所减缓，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有所增长，受此影响，公司开发投资规模有所增长。

2018 年 1~3 月，公司共完成房地产开发投资 11.89 亿元，新开工面积 15.30 万平方米，竣工面积 19.40 万平方米；2018 年 3 月底房屋在建面积 97.63 万平方米。

表2　2015~2018年3月公司主要开发数据情况

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房地产开发完成投资（亿元）	44.35	67.54	72.33	11.89
新开工面积（万平方米）	115.42	91.95	66.23	15.30
期末在建面积（万平方米）	154.45	121.00	101.73	97.63
房屋竣工面积（万平方米）	100.09	125.40	85.50	19.40

资料来源：公司提供

从在建房地产项目来看，跟踪期内，公司新开工项目共 3 个。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 3 月底，公司在建项目总计 20 个，公司在建项目累计完成投资 338.25 亿元，尚需投资额 107.05 亿元；所开发项目总建筑面积 980.59 万平方米。

表3　截至2018年3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
上海青浦宝龙广场	商业	6.36	34.71	29.00	26.23	2.77
上海吴泾宝龙广场	商业	4.11	9.13	10.00	8.90	1.10

上海吴泾宝龙广场二期	商业	3.2	8.29	9.40	4.10	5.30
上海宝山宝龙城	商业	5.68	27.01	21.08	15.53	5.55
杭州滨江宝龙城	商业	7.69	40.18	34.10	31.04	3.06
天津滨海宝龙城	住宅	44.45	75.89	25.00	19.57	5.43
洛阳宝龙广场	商住	35.56	136.63	45.00	42.04	2.96
厦门宝龙一城	商业	7.4	38.30	25.80	17.73	8.07
晋江宝龙广场	商住	13.54	81.93	47.00	34.61	12.39
新乡宝龙广场	商住	26.71	129.57	35.00	26.03	8.97
重庆宝龙广场	商住	17.18	62.20	17.86	16.62	1.24
镇江宝龙广场	商住	21.13	62.23	17.29	14.48	2.81
淮安宝龙广场	商住	10.71	15.26	8.35	3.85	4.50
宁波宝龙广场	商业	4.49	14.19	11.00	7.49	3.51
烟台蓬莱宝龙广场	商住	16.3	34.94	18.22	16.79	1.43
常州宝龙广场	商住	27.01	105.37	40.30	26.11	14.19
徐州宝龙观邸	住宅	19.47	16.67	8.34	3.70	4.64
无锡宝龙湖畔花城	住宅	15.66	35.07	11.00	10.25	0.76
烟台莱山宝龙广场	商住	3.34	17.15	8.00	2.79	5.21
宁波高新区宝龙广场	商办	7.2	36.00	24.00	10.39	13.61
合计	--	**297.19**	**980.72**	**445.74**	**338.25**	**107.50**

资料来源：公司提供

房地产销售情况

跟踪期内，主要受上海地区限购政策影响，公司协议销售情况及结转收入情况均存在一定回落，2017 年，公司房地产开发实现收入 86.89 亿元，同比下降 17.94%，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1~3月，房地产协议销售均价为1.02万元/平方米，较2017年基本持平。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1~3月，受限购政策的持续影响，公司实现协议销售面积18.44万平方米，为2017年全年销售面积的23.27%，实现协议销售金额18.72亿元，为2017年全年销售金额的21.54%。

表4　2015~2018年3月公司项目销售情况

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	72.90	87.68	79.23	18.44
协议销售金额（亿元）	89.36	105.88	86.89	18.72
结转收入面积（万平方米）	61.35	91.68	83.89	17.20
竣工未售面积（万平方米）	27.19	28.30	23.80	21.70
结转收入（亿元）	81.46	106.03	80.81	17.00
协议销售均价（元/平方米）	12257.89	12075.73	10966.81	10151.84

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590.21万平方米，已销售面积累计432.14万平方米，剩余可售面积158.07万平方米，可售楼盘规模预计可满足公司2年的销售需求。

表 5　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1~3月
上海青浦宝龙广场	34.73	20.42	7.74	--	81792.56	60047.76	12081.61
天津滨海宝龙城	76.67	68.30	58.24	85102.00	75646.96	262787.63	52872.87
杭州滨江宝龙城	40.18	18.83	4.57	51851.20	70746.47	11930.40	2400.40
上海七宝宝龙城	38.10	15.47	14.14	91104.90	176090.36	94437.76	17874.62
洛阳宝龙广场	136.90	110.56	95.77	94673.40	30730.41	39001.70	9341.68
新乡宝龙广场	129.57	107.19	72.42	--	69101.71	7826.64	1934.91
常州宝龙广场	105.36	52.65	40.65	61624.60	29522.76	25201.74	6214.75
重庆宝龙广场	62.20	48.35	36.58	--	1944.64	20684.33	4161.69
晋江宝龙广场	81.80	52.29	46.44	10152.10	36956.60	26196.32	5270.70
镇江宝龙广场	62.22	52.08	27.23	--	23517.08	73038.71	15650.94
烟台蓬莱宝龙广场	34.94	23.19	12.46	--	24025.05	27092.80	6451.07
上海嘉定宝龙广场	19.53	6.38	4.52	--	80228.75	8883.51	1787.36
厦门宝龙一城	38.27	8.16	7.69	--	168415.64	6995.44	1407.48
上海吴泾宝龙广场	9.13	6.34	3.69	--	29301.38	43382.08	8728.48
合计	**869.60**	**590.21**	**432.14**	**394508.20**	**898020.40**	**707506.83**	**146178.56**

资料来源：公司提供

土地储备

跟踪期内，公司项目仍聚焦上海辐射周边地区，以二、三线城市作为补充，并减少三、四线城市的项目。重点深耕城市包括上海、南京、苏州、杭州、宁波、福州、厦门等，提出“1+6+N”模式。

2017 年，公司取得土地 2 块，新增土地建筑面积68.35万平方米；土地投资为19.97亿元，多为商业用地性质。目前，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1~3月，公司未取得新增土地。

截至2018年3月底，公司尚有14个地产项目拥有未开发土地储备，项目总建筑面积684.68万平方米，已竣工面积388.27万平方米，剩余土地储备规划建筑面积220.73万平方米。

总体看，相较公司近年项目施工进度，现有土地储备量合理。

表6 截至2018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
无锡新吴项目	商办/住宅	2017	3941	32.35	0.00	0.00	32.35
宁波高新区宝龙广场	商业	2017	2500	36.00	0.00	0.00	36.00
上海吴泾新项目	商办	2016	5638	8.16	0.00	2.24	5.92
杭州未来科技城项目	商办	2016	2260	24.73	0.00	0.00	24.73
上海宝山宝杨路项目	商办	2015	4561	27.01	0.00	5.81	21.20
杭州滨江宝龙城	商办	2013	4701	26.93	17.13	0.00	9.80
徐州宝龙观邸	住宅	2016	1640	16.19	0.00	5.40	10.79
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	11.49	30.50
无锡宝龙湖畔花城	商业/住宅	2009	369	35.07	30.37	0.00	4.70
苏州太仓宝龙广场	商业/住宅	2006	183	28.85	26.64	0.00	2.21
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	40.91	10.60
重庆宝龙广场	商业/住宅	2010	397	62.20	57.95	3.02	1.23
合计	--	--	--	**684.68**	**388.27**	**75.68**	**220.73**

资料来源：公司提供

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。2017年，公司实现租金收入8.29亿元，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。

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	2017年出租率	租金收入		
				2016年	2017年	2018年1~3月
福州宝龙广场	21.80	9.47	100%	5929.19	5726.23	1541.38
郑州宝龙广场	25.16	10.82	68%	2566.14	2441.36	607.61
蚌埠宝龙广场	49.86	19.53	63%	3739.65	3136.40	814.98
洛阳宝龙广场	136.90	13.28	92%	4725.30	4282.58	652.33
青岛城阳宝龙广场	70.71	21.54	59%	631.16	2431.59	765.93-
晋江宝龙广场	81.80	9.98	89%	2119.21	2622.14	679.04
新乡宝龙广场	129.60	9.03	100%	3228.03	3735.59	1014.38
盐城宝龙广场	49.50	13.51	86%	3963.71	5353.99	1425.43
上海奉贤宝龙广场	17.91	4.02	97%	2789.17	2983.27	807.34
上海七宝宝龙城	38.10	7.35	92%	2059.54	5091.54	1352.97
安溪宝龙广场	33.20	6.00	96%	2342.04	2959.87	821.42
苏州宝龙广场	28.80	2.33	75%	152.23	86.92	-

泰安宝龙广场	28.30	4.95	82%	520.66	655.50	171.42
无锡宝龙广场	35.01	10.63	89%	2825.22	3367.01	-
宿迁宝龙广场	48.61	12.06	100%	6180.66	6096.50	1619.03
杭州滨江宝龙城	40.18	8.66	100%	201.71	10211.28	3053.07
常州宝龙广场	105.36	6.34	95%	1391.42	3194.55	877.93
青岛即墨宝龙广场	61.80	12.19	80%	1551.91	2287.11	641.52
重庆宝龙广场	62.10	7.4	95%	1713.26	1687.94	413.91
上海曹路宝龙广场	17.02	3.19	100%	1247.26	1534.37	370.08
上海虹桥宝龙城	31.91	2.44	84%	896.21	976.02	-
镇江宝龙广场	35.70	6.94	93%	1797.00	1951.40	587.85
烟台蓬莱宝龙广场	35.40	2.75	92%	222.87	1296.65	284.14
上海嘉定宝龙广场	19.53	6.75	96%	1094.07	3920.82	1084.81
上海宝山宝龙广场	3.60	1.45	98%	1480.92	1323.66	318.79
上海吴泾宝龙城市广场	9.13	2.47	92%	--	495.02	--

资料来源：公司提供

总体看，公司物业出租较为平稳，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）。

公司酒店运营业务主要以委托管理为主，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，如蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店等均采用自主经营模式。2017 年，公司酒店实现收入 4.35 亿元。

表 8　2015~2018 年 3 月公司酒店运营情况

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
酒店收入（万元）	20752.67	25742.03	43487.70	11680.99
平均客房单价（元）	460	465	427	438
入住率（%）	87	86	83	84

资料来源：公司提供

2017 年，公司酒店平均客房单价为 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

跟踪期内，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所增加，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。即将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。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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 1~3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，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。

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。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 709.66 亿元，所有者权益合计为 302.73 亿元（其中少数股东权益 24.91 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.59 亿元，利润总额 4.00 亿元。

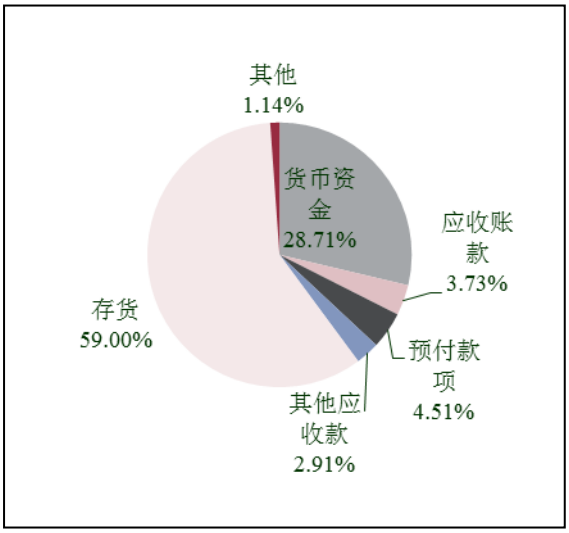
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 694.20 亿元，同比增长 15.34%，主要是存货和投资性房地产的增加所致。截至 2017 年底，流动资产占 40.37%，非流动资产占 59.63%。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

截至 2017 年底，公司流动资产为 280.22 亿元，同比增长 6.40%，构成以货币资金（占 28.71%）和存货（占 59.00%）为主。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 80.44 亿元，同比下降 3.19%，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。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额 10.71 亿元，同比下降 12.07%，主要系销售和银行贷款放款周期波动影响；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 9　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

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额 8.16 亿元，同比下降 8.09%，未计提坏账准备，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。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，占比为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

非流动资产方面，截至2017年底，截至2017年底，公司非流动资产为413.98亿元，同比增长22.29%，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。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，主要包括晋江市睿龙置业发展有限公司、天津顺集置业有限公司、上海芈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 14 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。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%。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，占比为 28.50%。

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，同比增长 9.42%。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%。

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，同比下降 2.32%。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 709.66 亿元，较 2017 年底增长 2.23%，主要来自存货和固定资产的增加；从资产构成来看，截至 2018 年 3 月底，公司流动资产占 41.31%，非流动资产占 58.69%，较 2017 年底变化不大，非流动资产的占比相对较高。

总体看，跟踪期内随着公司开发项目的持续推进及自持物业建成投运，公司资产规模大

幅增长。开发项目集中在一、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，公司资产质量尚可。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

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。

截至 2017 年底，公司其他权益工具共计 16.90 亿元。主要有：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）。

截至 2017 年底，公司未分配利润为 210.43 亿元，同比增长 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，同比增长 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 3 月底，公司所有者权益合计 302.73 亿元，较 2017 年底下降 0.15%，其中归属于母公司所有者权益占 91.77%，少数股东权益占 8.23%。截至 2018 年 3 月底，归属于母公司权益为 277.82 亿元，构成以实收资本（占 15.06%）、资本公积（占 3.12%）、未分配利润（占 76.74%）和其他权益工具（占 4.85%）为主。

总体看，跟踪期内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

截至 2017 年底，公司负债合计 391.01 亿元，同比增长 12.62%。从负债结构看，流动负债及非流动负债占比分别为 51.87%和 48.13%。

流动负债方面，截至 2017 年底，公司流动负债为 202.81 亿元，同比增长 9.21%，主要系经营性负债的增加。从构成来看，公司流动负债主要以短期借款（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。

截至 2017 年底，公司短期借款 2.58 亿元，同比大幅下降 80.09%，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，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。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。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%）。

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。

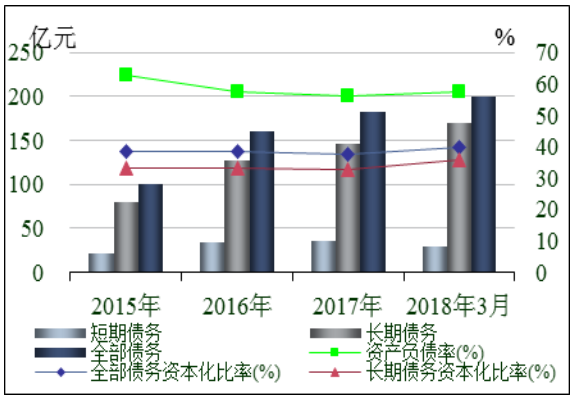
非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债为 188.20 亿元，构成以长期借款（占 50.53%）和应付债券（占 27.41%）为主。

跟踪期内，为满足公司日益扩张的经营规模所需资金，长期借款规模快速增长，截至 2017 年底，公司长期借款为 95.10 亿元，同比增长 46.02%。长期借款全部为抵押借款。

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 3 月底，公司负债合计 406.93 亿元，较 2017 年底增长 4.07%，其中流动负债占比为 47.12%，非流动负债占比为 52.88%，非流动负债占比较 2017 年底增加 4.75 个百分点。截至 2018 年 3 月底，预收款项为 23.04 亿元，较 2017 年底下降 4.57%；其他应付款为 36.39 亿元，较 2017 年底下降 7.18%；长期借款为 117.05 亿元，较 2017 年底增长 23.08%。

图 3　2015~2018 年 3 月公司债务指标



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，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。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 199.01 亿元，较 2017 年底增长 9.28%，主要系长期借款的增加；其中短期债务占 14.95%，长期债务占 85.05%，短期债务占比有所下降。跟踪期内，公司债务规模大幅增长，以长期债务为主。

债务指标方面，截至 2017 年底，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 56.32%、37.53%和 32.61%。截至 2018 年 3 月底，上述三项指标分别为 57.34%、39.66%和 35.86%，跟踪期内公司债务规模明显增大，但整体债务负担仍较轻。

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%；2018 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 59.24%、42.35%和 38.72%。

总体看，跟踪期内，随着公司项目开发进度的加快，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；公司全部债务以长期债务为主，债务负担尚可。

4. 盈利能力

公司营业收入主要来自房地产开发业务，2017 年，公司实现营业收入 94.78 亿元，同比下降 17.30%，主要是受限购政策影响，物业销售收入大幅下降所致。同期，营业成本为 58.86 亿元，同比下降 13.76%。公司营业利润率由 2016 年的 30.46%小幅上升至 31.06%。

2017 年，公司期间费用共计 10.39 亿元，同比增长 27.67%，主要是在房地产宏观环境影响下，公司加大促销力度，细化管理结构所致。从构成来看，以管理费用和销售费用为主。

2017年，公司管理费用和销售费用分别为5.01亿元和4.32亿元，分别同比增长20.83%和20.21%；当年财务费用1.06亿元，同比增长57.21%，主要系借款规模扩大所致。受管理费用和销售费用增加的影响，跟踪期内，期间费用占营业收入的比例上升至10.96%，公司成本费用控制能力有待加强。

非经营性损益方面，2017年，公允价值变动收益为23.94亿元，同比增长99.26%，占营业利润的54.49%；共实现投资收益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，跟踪期内公允价值变动损益对利润贡献程度较高。

2017年，公司实现利润总额43.38亿元，同比增长13.18%。从盈利指标来看，2017年公司总资本收益率[1]和净资产收益率分别6.93%和11.03%，较2016年分别下降0.11个百分点和0.98个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入20.59亿元，实现利润总额4.00亿元，营业利润率为31.60%，较2017年小幅回升。

总体看，跟踪期内受限购政策影响，公司收入规模大幅下降，期间费用控制能力有所减弱，得益于公司投资性房地产公允价值变动收益的增长，公司利润保持快速增长。

5. 现金流及保障

从经营活动来看，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，但仍是公司经营活动现金流入的主要方式。受在建项目投资规模增大影响，公司2017年经营活动现金流出金额有所增加，同比增长11.98%至96.27亿元；当年公司经营活动现金流量净额为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，主要受销售现金回流和项目收入结转时点波动影响。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入有所下降，同比下降6.30%至14.94亿元；2017年，公司投资活动现金流出大幅减少，同比下降58.89%至18.18亿元，主要系公司计入投资活动的综合用地拿地支出有所减少所致，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。2017年，公司投资活动现金流量净额为-3.24亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入金额为122.14亿元，主要为取得借款和发行债券收到的现金。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金额为136.72亿元，同比下降4.44%。2017年，公司筹资活动现金流量净额为-14.57亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.36亿元；现金收入比为97.07%，收入实现质量有所上升；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.28亿元和3.11亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流净额有所减少呈，收入实现质量较好，但现金流中关联方往来规模较大，投资支出规模波动较大，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，2017年底，公司的流动比率和速动比率分别为138.17%和56.65%，较上年均有所下降。由于公司存货所占比重大，速动比率与流动比率相差较大。截至2018年3月底，公司流动比率及速动比率分别为152.92%和60.27%，较2017年底分别增长14.75个百分点和3.62个百分点，流动性较2017年底有所提升。2017年，经营现金流动负债比为9.91%，较2016年下降3.28个百分点。

[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。

整体看，公司短期偿债能力一般，跟踪期内有所减弱。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为47.06亿元，EBITDA利息倍数为6.33倍，全部债务/EBITDA[2]为4.23倍。从指标来看，公司长期偿债能力一般，跟踪期内有所提升。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保总额为 32.24 亿元，担保比率为 10.63%。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 10　截至 2018 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
宁波宝龙华展置业发展有限公司	32000.00	2020/9/25
上海宝展房地产开发有限公司	118231.00	2018/10/23
杭州萧山宝龙置业有限公司	42000.00	2026/10/26
青岛宝龙商业物业管理有限公司	15600.00	2024/4/28
新乡宝龙置业发展有限公司	5000.00	2019/11/20
厦门联商物流有限公司	4500.00	2018/4/26
	25000.00	2018/4/27
	20000.00	2018/5/31
	6500.00	2018/9/27
宝龙地产控股有限公司	21300.00	2018/10/9
	32300.00	2019/7/15
合计	**322431.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 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 293.30 亿元，其中已使用额度 120.00 亿元，尚未使用的授信额度 173.30 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 2018 年 7 月 19 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

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。

十一、存续债券偿还能力分析

2017年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为47.06亿元、116.35亿元和20.09亿元，分别为“17宝龙MTN001”待偿还本金合计10亿元的4.71倍、11.64倍和2.01倍。

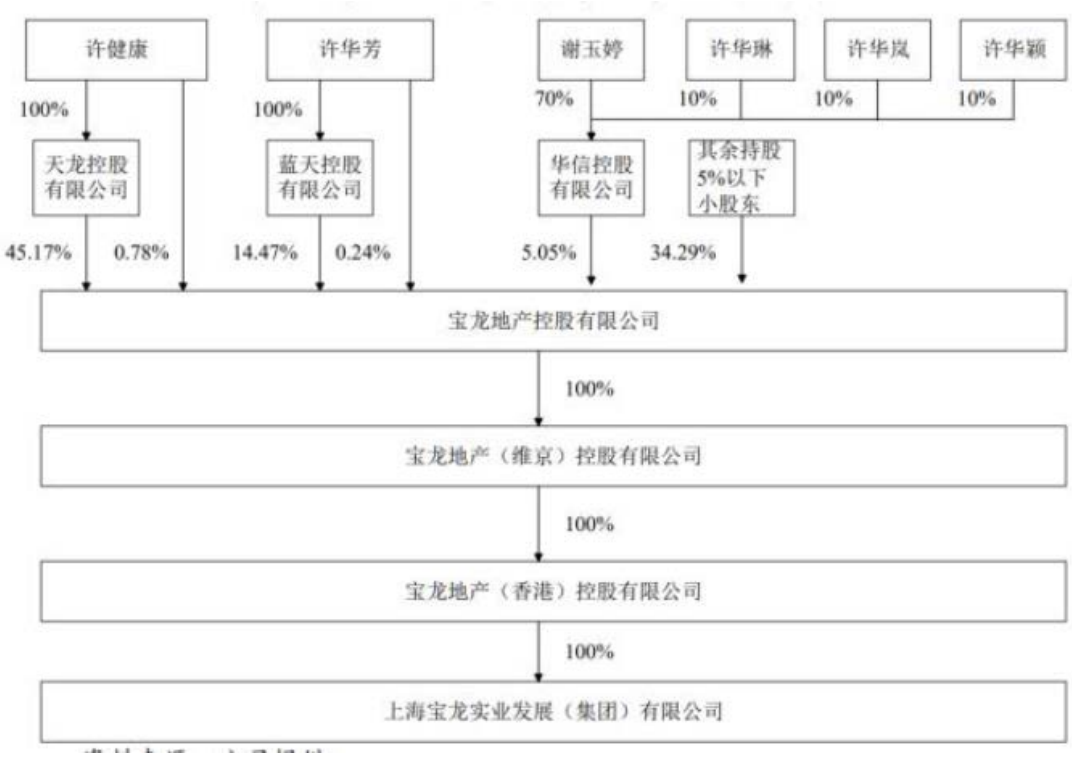
总体看，公司EBITDA和经营活动现金流对存续债券的保障能力较强。

十二、结论

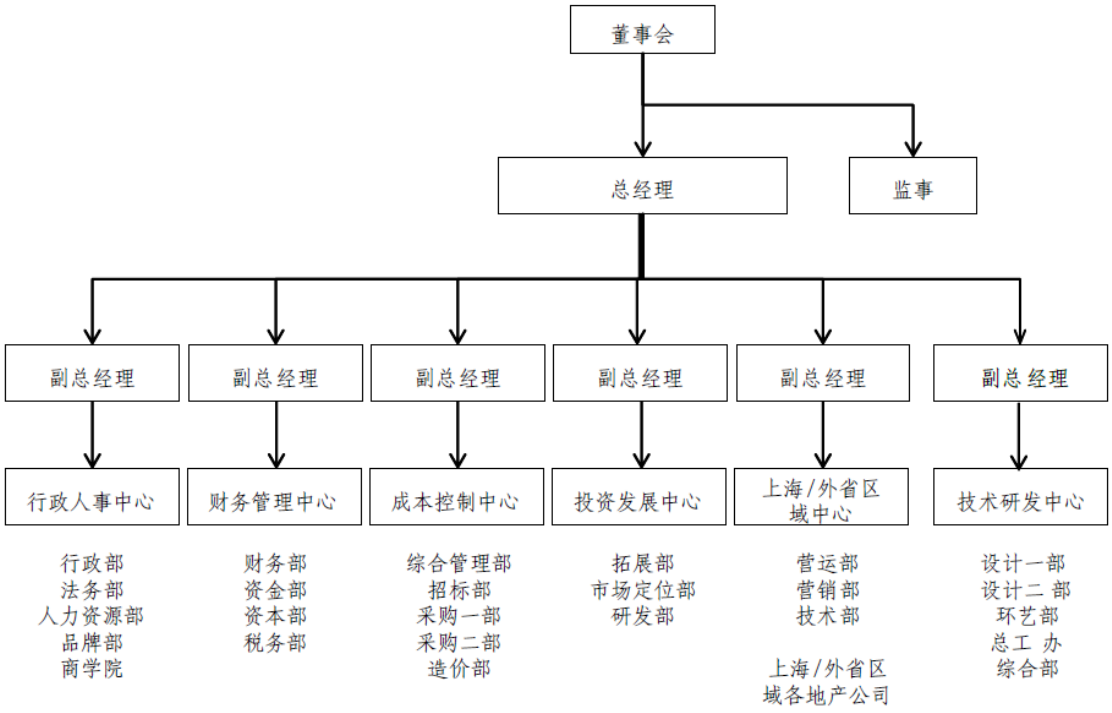
综合评估，联合资信评估有限公司确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“17宝龙MTN001”的信用等级为AA^+。

[2] 计算全部债务/EBITDA 时，已将永续债计入全部债务。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2076 年	2018 年 1~3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.22	83.12	80.44	77.72
资产总额(亿元)	426.81	601.90	694.20	709.66
所有者权益(亿元)	159.64	254.71	303.20	302.73
短期债务(亿元)	20.99	33.38	35.44	29.76
长期债务(亿元)	79.75	126.71	146.68	169.25
全部债务(亿元)	100.74	160.09	182.12	199.01
营业收入(亿元)	67.76	114.61	94.78	20.59
利润总额(亿元)	29.82	38.33	43.38	4.00
EBITDA(亿元)	31.01	40.40	47.06	--
经营性净现金流(亿元)	12.95	24.49	20.09	-0.36
财务指标				
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	97.07
营业利润率(%)	31.23	30.46	31.06	31.60
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	35.86
全部债务资本化比率(%)	38.69	38.60	37.53	39.66
资产负债率(%)	62.60	57.68	56.32	57.34
流动比率(%)	124.44	141.82	138.17	152.92
速动比率(%)	47.98	62.93	56.65	60.27
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 1~3 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 3 月底含有本金为 13.48 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+一年内到期的长期（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。