信用等级公告

联合〔2019〕1228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^+，并维持“17宝龙MTN001”和“19宝龙MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十一日

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

评级结果：

本次主体长期信用等级：	AA+
上次主体长期信用等级：	AA+

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+
19 宝龙 MTN001	10 亿元	2021/03/07	AA+	AA+

本次评级展望：	稳定
上次评级展望：	稳定

评级时间：2019 年 6 月 11 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	83.84	96.78	151.88	158.99
资产总额(亿元)	627.08	856.63	1179.07	1212.26
所有者权益合计(亿元)	270.94	342.73	377.09	373.03
短期债务(亿元)	33.68	40.02	71.20	91.60
长期债务(亿元)	133.78	172.41	234.90	248.27
全部债务(亿元)	167.47	212.43	306.10	339.87
营业收入(亿元)	122.65	145.70	170.17	40.11
利润总额(亿元)	39.87	63.68	54.89	8.16
EBITDA(亿元)	43.12	67.90	60.78	--
经营性净现金流(亿元)	25.60	24.32	25.62	4.37
营业利润率(%)	28.54	31.34	30.84	30.74
净资产收益率(%)	10.96	14.41	10.19	--
资产负债率(%)	56.79	59.99	68.02	69.23
全部债务资本化比率(%)	38.20	38.26	44.80	47.67
流动比率(%)	152.56	134.22	130.93	130.61
经营现金流动负债比(%)	13.68	8.20	5.04	0.82
全部债务/EBITDA(倍)	2.16	3.88	3.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	5.60	3.34	--

注：1.2019 年 1—3 月财务数据未经审计；2.本报告 2016 及 2017 年财务数据采用 2017 及 2018 年期初数据，公司所有者权益中含有永续中票，2016—2018 年底金额分别为 17 亿元、16.90 亿元和 12.46 亿元，2019 年 3 月底金额为 2.46 亿元

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

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、所有者权益稳定性弱等因素给公司经营发展带来一定不利影响。

跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“17 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN001”的保障能力强。

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。公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，未来租金收入有望稳定增长；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。

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+，并维持“17 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1、跟踪期内，公司完成股权置换，并入子公司资产，有效补充了公司运营项目体量，增强了公司资本实力。
2、跟踪期内，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。
3、公司经营活动现金流入量对“17 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN001”的保障能力强。

关注

1. 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；部分地区商业地产市场趋于饱和，竞争日趋激烈。
2. 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。
3. 公司在建的商业、住宅等项目规模较大，面临一定的资金支出压力；此外，公司所在三四线城市的房地产项目可能面临一定去化压力。

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，公司注册资本增加至 1.15 亿元；后经宝龙地产（香港）多次注资，截至 2019 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 45.95%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 2019 年 3 月底，公司内设行政人事中心、财务管理中心、成本控制中心、投资发展中心、各事业部门和技术研发中心，在几大管理模块下分设了共计 25 个职能部门。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 1179.07 亿元，所有者权益合计为 377.09 亿元（含少数股东权益 51.00 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 170.17 亿元，利润总额 54.89 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 1212.26 亿元，所有者权益合计为 373.03 亿元（其中少数股东权益 52.43 亿元）；2019 年 1–3 月，公司实现营业收入 40.11 亿元，利润总额 8.16 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。2018年8月30日，公司按期足额支付“17宝龙MTN002”的利息6800.00万元。

公司于2019年3月发行10亿元“19宝龙MTN001”，期限为2年，未偿余额为10亿元，截至目前，募集资金中7亿元用于偿还借款，3亿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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，

居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的

比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

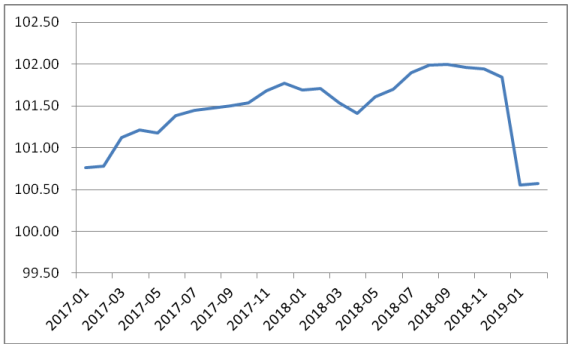
房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。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。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：调整土地供应结构，热

点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年1—9月，全国300城市共推出各类用地16.6亿平方米，同比增长29.9%，其中住宅用地共推出7.9亿平方米，同比增长31.4%；土地成交量13.6亿平方米，同比增长23.8%，其中住宅用地成交6.4亿平方米，同比增长21.5%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年1—9月，全国土地成交价款10002.20亿元，同比增长22.74%，较2017年同期增速减少23.56个百分点；300个城市成交楼面均价为2220元/平方米，同比下跌8.2%；平均溢价率为18.3%，较2017年同期下降21.1个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，成交价款增速大幅回落，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷

款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

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。

此后，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》，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 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 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。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 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 45.95%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（股票代码“1238.HK”）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产是中国首家在港上市的商业地产企业，专注于开发及经营高质量、大规模、多业态的综合性商业地产项目。宝龙地产以宝龙品牌开发的物业项目分布于天津、上海、重庆、福建、江苏、山东、河南、安徽、浙江、海南等经济增长迅速的省市，项目主要布局于长三角区域。宝龙地产连续多年获国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所、中国指数研究院颁发的中国房地产百强企业、中国商业地产五强企业、中国商业项目品牌价值五强等荣誉。

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

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

总的来看，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，1952 年生，毕业于福建省晋江市侨声中学。许健康先生于 1992 年创办宝龙集团发展有限公司，一直担任该集团主席。2006 年至今，连续多年被中国房地产 TOP10 研究组评为中国房地产品牌贡献人物。许健康先生是全国政协委员及澳门特别行政区推委会委员，同时担任中华全国工商业联合会副主席。

公司总经理许华芳先生，1978 年生，毕业于厦门大学工商管理学院，获长江商学院 EMBA 学位，毕业后于 1999 年进入宝龙地产基层工作，历任宝龙地产副总经理、总经理、副总裁、常务副总裁、执行总裁等职务。许华芳先生是中华全国归国华侨联合会委员、中华海外联谊会理事、上海市政协委员、厦门市政协委员、全国工商联房地产商会副会长。

截至 2019 年 3 月底，公司员工 7861 人。从岗位结构来看，管理人员占 6.69%，工程人

员占 13.79%，销售人员占 21.33%，技术人员占 6.47%，财务人员占 10.31%，营运人员占 24.89%，成本管理人员占 6.29%，其他辅助人员占 10.23%。从学历水平来看，大学本科及以上学历占 60.79%，大学专科学历占 25.17%，大专以下学历占 14.04%。

总体来看，公司管理团队稳定性较好，具有丰富的从业经验；公司员工岗位构成合理，文化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。

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

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

九、经营分析

1. 经营概况

公司主营商业物业及大规模综合性物业开发等，采取“开发+持有”并存的经营模式，开发物业主要为商业物业和住宅物业；持有物业为大型商业综合体，能够为公司带来稳定的现金流入。

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 85%以上，主业突出。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%；2018 年，由于宝龙置地资产的注入，出售物业收入大幅增长至 142.00 亿元。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 31.27%。2017 年，由于新开商场的增加和租金水平依照合同按期增长，公司出租物业实现收入 8.29 亿元，同比增长 45.95%；2018 年该板块收入为 9.77 亿元，同比增长 17.85%。酒店经营方面，随着新增酒店不断开业，公司近年来板块收入快速提升，年均复合增长 42.65%。2017 年，得益于公司运营酒店的增加，该板块 2017 年实现收入大幅增长至 4.35 亿元，同比增长 69.26%；2018 年，酒店业务收入 5.23 亿元，同比增长 20.23%。2018 年，公司土地一级开发业务结转收入 9.19 亿元，主要由于奉化项目存在土地一级开发所致。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，2018 年其他收入 3.98 亿元，占公司营业收入的比重仅为 2.34%，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 40.44%、37.89%和 40.21%，受出售物业板块影响，波动下降。2017 年，受所结转

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；2018 年毛利率为 37.88%，较上年回升 3.20 个百分点。出租物业方面，公司物业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波动上升，由于近年新开业商场较多，前期费用较大，导致物业出租板块毛利率存在波动。2018 年，物业出租毛利率为 82.70%，保持较高水平。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%；2018 年，酒店业务毛利率 6.67%，未来随着酒店运营逐步进入成熟期，毛利率水平或将进一步提升。土地一级开发业务 2018 年实现毛利率 30.47%；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，2018 年其他收入毛利率为 85.71%，由于其他业务收入规模较小，对公司整体毛利率影响不大。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.11 亿元，其中物业销售收入 35.65 亿元，占营业收入的比例为 88.88%，仍为公司收入和利润的主要来源；租金收入 2.52 亿元，占比为 6.28%；酒店收入和其他收入占比均较小。从毛利率水平来看，2019 年 1—3 月，公司综合毛利率 38.92%，较 2018 年毛利率小幅回落。其中出售物业毛利率为 35.94%，出租物业毛利率为 82.96%，均与 2018 年基本持平；得益于运营酒店的良好业绩表现，2019 年一季度公司酒店业务毛利率为 10.78%，较 2018 年增长 4.11 个百分点；其他业务毛利率为 86.30%，较 2018 年变动不大。

表1　2016—2019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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	106.03	92.52	39.70	80.81	85.27	34.68	142.00	83.45	37.88	35.65	88.88	35.94
出租物业收入	5.67	4.95	82.59	8.29	8.74	85.45	9.77	5.74	82.70	2.52	6.28	82.96
酒店收入	2.57	2.25	-8.71	4.35	4.59	0.76	5.23	3.07	6.67	1.28	3.19	10.78
土地一级开发	--	--	--	--	--	--	9.19	5.40	30.47	--	--	--
其他收入	0.32	0.28	-63.52	1.33	1.40	58.12	3.98	2.34	85.71	0.66	1.65	86.30
合计	**114.61**	**100.00**	**40.44**	**94.78**	**100.00**	**37.89**	**170.17**	**100.00**	**40.21**	**40.11**	**100.00**	**38.92**

注：1. 公司其他收入为钢材销售收入、咨询服务收入等；2. 经营板块分析数据未经追溯调整，财务数据 2016 及 2017 年采用 2017 及 2018 年期初数据，造成口径差异；3. 尾差主要系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2．房地产开发

项目开发情况

公司业务以住宅和商业地产开发为主，在项目建设开发过程中，主要涉及主体建安工程、项目可行性研究、勘察设计、造价、监理、铝合金、外墙涂料、园林绿化、智能化等工程的招标以及门窗、电梯、空调、配电等设备以及精装修材料的采购等。采购结算方式一般为现金结算、银票结算等。

公司按照工程进度支付工程款，一般在建筑物封顶验收时支付约 95%的工程款，剩余款项在质保期内（通常为 5 年）支付。公司项目开发主要资金来源为销售回款、租金和银行借款等。

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

的平均时间约为 30 个月。

表2　2016—2019年3月公司主要开发数据情况

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
房地产开发完成投资（亿元）	67.54	72.33	212.23	45.75
新开工面积（万平方米）	91.95	66.23	586.51	101.45
期末在建面积（万平方米）	121.00	101.73	587.68	671.40
房屋竣工面积（万平方米）	125.40	85.50	100.56	17.73

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。2016—2018 年，公司房地产开发完成投资额快速增长，新开工面积、竣工面积和期末在建面积均变动较大，数据详见表 2。2018 年，主要受宝龙置地资产并入的影响，公司项目量大幅提升，开发项目规模明显增长，导致当年开发完成投资及施工规模大幅增加。

2019 年 1—3 月，公司共完成房地产开发投资 45.75 亿元，新开工面积 101.45 万平方米，竣工面积 17.73 万平方米；截至 2019 年 3 月底，公司房屋在建面积 671.40 万平方米，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，由于宝龙置地项目的注入，公司在建规模大幅增长，项目储备量充裕。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目总计 41 个，在建项目合计建筑面积 1595.34 万平方米，已累计完成投资 585.02 亿元，尚需投资额 340.98 亿元，未来投资规模较大，存在较大融资需求。

表3　截至2019年3月底公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	地区	占地面积	总建筑面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
上海宝杨路项目	上海	5.68	27.04	27.53	25.37	2.1
上海吴泾闵行新城项目	上海	3.2	8.29	8.04	4.76	3.28
宁波宝龙世家	宁波	7.78	4.97	12.07	8.48	1.52
舟山定海宝龙广场	舟山	3.33	8.5	6.5	2.67	3.83
杭州城西宝龙广场	杭州	6.44	34.41	28.13	9.13	19.00
绍兴宝龙世家	绍兴	19.83	42.92	45.00	26.52	18.48
温州空港项目	温州	19.13	46.60	30.81	14.06	22.50
南通项目	南通	15.00	47.00	36.00	18.22	16.75
天津宝龙城	宁德	44.45	77.84	37.37	34.22	3.15
厦门宝龙一城	厦门	7.28	38.33	37.00	26.04	10.96

资料来源：公司提供

房地产销售情况

公司所开发的房地产项目应在达到规定的预售条件并取得《预售许可证》后方可组织销售。公司在制定统一的销售推广策略和计划的基础上，采用自主销售和委托代理相结合的模式对外销售。

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

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，主要集中在长三角地区。目前，公司项目主要分布于江苏省、浙江省、上海市、海南省等。现公司上海地区剩余货值以商住类项目为主，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。

2016—2018 年，公司签约销售规模波动上升的，2017 年受房地产市场政策影响，签约销售面积由 2016 年的 87.68 万平方米下降至 79.23 万平方米，同比下降 9.64%；2018 年，随着宝龙置地资产注入，公司运营项目体量大幅增长，当年实现销售面积为 268 万平方米。从房地产销售均价上看，公司房屋销售平均价格波动上升，主要系公司房地产所处区域及项目类型不同所致。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，由于宝龙置地并入项目中住宅占比相对较高，同时受销售项目区位差异影响，当期销售均价大幅增长至 1.45 万元/平方米。受销售面积和均价变化的影响，近三年公司签约销售金额分为 105.88 亿元、86.89 亿元和 389.84 亿元。

表4　2016—2018年公司项目销售情况

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积（万平方米）	87.68	79.23	268.00
协议销售金额（亿元）	105.88	86.89	389.84
协议销售均价（元/平方米）	12075.73	10966.81	14546.27

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 家子公司股权对公司进行增资，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。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 2019 年 3 月底，公司在售项目总可售面积 1431.15 万平方米，已销售面积累计 1015.98 万平方米，剩余可售面积 415.17 万平方米，按照 2018 年推盘节奏，目前可售货值规模预计可满足公司 1~2 年的销售需求。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司主要项目销售情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	业态	建筑面积	总可售面积	累计已售面积	销售结转收入		
					2017年	2018年	2019年1—3月
镇江宝龙广场	商业+住宅	62.23	52.08	27.23	73038.72	73494.00	18382.10
新乡宝龙广场	商业+住宅	129.57	107.19	73.35	7826.64	59699.50	14937.87
厦门宝龙御湖官邸	商业+住宅	7.77	7.77	7.77	109.26	70014.44	17515.01
厦门宝龙一城	商业	38.30	8.16	7.69	6995.44	81113.63	20290.21
晋江宝龙广场	商业+住宅	81.80	52.29	46.44	26196.32	65051.79	16287.15
上海七宝宝龙城	商业	38.10	15.47	14.14	94437.76	65200.21	16313.25
上海青浦宝龙广场	商业	34.71	20.42	7.74	60047.76	66033.80	35737.65

杭州大江东宝龙广场	商业+住宅	45.10	30.36	16.20	98762.54	183699.14	40941.78
宁波江北宝龙世家	住宅	8.49	8.45	5.63	97439.21	84886.64	22024.07
环球 100 宝龙城	住宅	140.68	140.68	22.54	97387.45	197227.68	29324.92

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。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。

随着宝龙置地资产注入，公司项目储备规模大幅提升。截至 2019 年 3 月底，公司尚有 72 个地产项目拥有未开发土地储备，项目总建筑面积 2708.62 万平方米。其中，已竣工面积 690.72 万平方米，剩余土地储备规划建筑面积 2017.90 万平方米，主要分布在上海市、浙江省、江苏省、福建省、天津市和山东省等地区。

总体看，相较公司近年项目施工进度及销售的进度，现有土地储备量充裕。

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 5.67 亿元、8.29 亿元和 9.77 亿元。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。2019 年一季度，公司共实现物业出租收入 2.52 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	2018 年出租率	租金收入		
				2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
福州宝龙广场	21.80	9.47	100	5726.23	5023.49	1255.87
郑州宝龙广场	25.16	10.82	68	2125.17	1411.61	352.90
蚌埠宝龙广场	45.37	19.53	63	2980.27	2923.45	730.86
洛阳宝龙广场	136.63	13.28	92	4282.58	5444.67	1361.17
青岛城阳宝龙广场	49.51	21.54	59	2431.59	2268.86	567.22
盐城宝龙广场	49.49	13.51	86	5353.99	5719.27	1429.82
宿迁宝龙广场	48.61	12.06	100	6096.50	6979.77	1744.94
上海七宝宝龙城	38.10	6.50	92	5091.54	4717.47	1179.37
杭州滨江宝龙城	40.18	8.66	100	10211.28	10955.95	2738.99
上海临港宝龙广场	8.60	2.10	98	--	528.81	132.20
上海青浦宝龙广场	35.02	6.10	96	--	3501.87	1372.34
厦门宝龙一城	38.33	12.54	98	--	659.09	321.51

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 2018 年底，公司共经营 6 家五星级酒店（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 10 家中端酒店（即海阳雅乐轩酒店、青岛宝龙戴斯酒店、盐城雅乐轩酒店和重庆宝龙戴斯酒店等）。2018 年新开业的酒店共 4 家，全部为三星级酒店，分别为杭州滨江艺珺酒店、瑞胜艺玥酒店（临港艺悦）、上海吴泾艺玥酒店和富阳艺玥酒店。

公司酒店运营模式包括委托管理和自主管理，其中，委托运营共 9 家，委托管理的收入主要包括管理费收入和奖励性加成，基础委托管理费约 2%，根据业绩情况增加奖励性加成，综合收益 5%~6%。对于宝龙自有品牌的酒店，则以自主管理的模式经营，目前自营酒店共 8 家。

表 7　2016—2019 年 3 月公司酒店运营情况

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
酒店收入（万元）	25742.03	43487.70	52284.01	12787.08
平均客房单价（元）	465	427	423	465.80
入住率（%）	86	83	80	80

资料来源：公司提供

近年来，由于公司新增开业酒店，酒店收入快速增长，但平均客房单价和入住率呈逐年下降趋势。2016—2018 年，公司实现酒店收入分别为 2.57 亿元、4.35 亿元和 5.23 亿元；酒店平均客房单价持续下降，三年分别为 465 元/间*天、427 元/间*天和 423 元/间*天；入住率分别为 86%、83%和 80%。未来随着新增酒店逐步进入平稳运营期，客房单价和入住率或将进一步提高。

5．经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数持续增长，存货周转次数由于 2018 年大量项目资产置入而波动下降，总资产周转次数持续下降；以上指标三年平均值分别为 10.55 次、0.40 次和 0.18 次，2018 年分别为 11.19 次、0.33 次和 0.17 次，公司资产运营效率一般。

6．未来发展

经过不断发展，公司已经成为覆盖全国、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。同时，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。公司现有在建项目储备量充裕，随着在售项目的陆续推盘，公司未来收入有望增长。

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

总体看，公司不断加大在住宅地产方面的

布局，并同时保持商业地产开发和运营的规模。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. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年财务报告经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2016 年，公司纳入合并报表范围的子公司增加 17 家，减少 2 家；2017 年，公司纳入合并报表范围的子公司较 2016 年增加 20 家，减少 5 家；2018 年，公司非同一控制下合并增加子公司 14 家，同一控制下合并增加子公司 1 家，新设立子公司 39 家，减少子公司 1 家；2019 年 1—3 月，公司纳入合并范围子公司较年初无变化。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，公司合并范围变化较大，为保证数据的可比性，本报告 2016 年和 2017 年财务数据分别采用 2017 年和 2018 年审计报告年初数据。公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 1179.07 亿元，所有者权益合计为 377.09 亿元（含少数股东权益 51.00 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 170.17 亿元，利润总额 54.89 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 1212.26 亿元，所有者权益合计为 373.03 亿元（其中少数股东权益 52.43 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.11 亿元，利润总额 8.16 亿元。

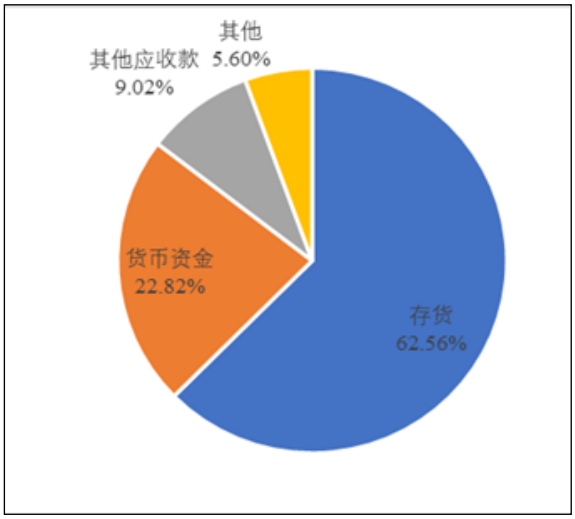
2. 资产质量

2016—2018 年，受公司合并同一控制下企业以及开发规模扩大影响，资产规模逐年大幅增长，年均复合增长 37.12%。截至 2018 年底，公司资产总额 1179.07 亿元，较年初增长 37.64%，主要系存货规模大幅增加所致，公司资产中流动资产占 56.44%，非流动资产占 43.56%。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年快速增长，年均复合增长 52.67%。截至 2018 年底，公司流动资产 665.52 亿元，较年初增长 67.20%，主要系存货和货币资金增长所致。从构成来看，主要包括货币资金（占 22.82%）、其他应收款（占 9.02%）和存货（占 62.56%）。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 34.61%。截至 2018 年底，公司货币资金为 151.88 亿元，较年初增长 56.94%，主要系销售回款及融资净额增加所致。构成以银行存款为主（占 89.07%），受限货币资金 16.58 亿元，占比为 10.93%，主要为内保外贷信用证保证金、贷款保证金、预售物业建筑款保证金等，公司受限货币资金占比不高。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年快速上升，年均复合增长 99.46%。截至 2018 年底，公司其他应收款 60.02 亿元，较年初增长 69.32%，主要系公司合作开发项目增加及联合营和同一控制下关联方往来款增加所致，前五大欠款方合计金额占比为 39.70%。

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。2016—2018 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 61.70%。截至 2018 年底，公司存货 416.35 亿元，较年初增长 99.77%，主要系当年拿地较多以及项目投资增加所致；存货中在建开发产品占比为 77.41%，已完工开发产品占比为 22.59%。公司受限存货账面价值 216.65 亿元，受限规模较大；公司开发项目所处区域经济实力较强，存货质量较好，未计提存货减值准备，但仍需关注部分三四线城市项目对公司存货去化产生的影响。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产年均复合增长 22.62%，主要系投资性房地产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 513.55 亿元，较年初增长 11.98%，主要包括投资性房地产（占 85.11%）和固定资产（占 6.51%）。

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。2016—2018 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 21.67%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 437.08 亿元，较年初增长 17.22%，主要系在建自持商业投入增加以及评估增值所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为 300.29 亿元，占比 68.70%，受限比例高；公司投资性房地产成本 257.12 亿元，公允价值变动 179.95 亿元，整体增值率 69.99%，增值率较高。

2016—2018 年，公司固定资产稳步增长，年均复合增长 21.25%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 33.44 亿元，较年初增长 3.00%，变动不大。从构成来看，主要由房屋及建筑物（占 89.72%）构成，固定资产累计计提折旧 8.88 亿元，成新率 79.02%，成新率较高。从受限情况看，受限固定资产账面价值合计为 17.58 亿元，受限比例为 52.55%，受限比例较高，受限原因均为作为借款的抵押物。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限资产情况详见表 9 列示，共计 559.56 亿元，受限资产占资产总额的比重为 47.46%，受限资产规模较大。

表8　截至2018年底公司受限资产明细情况

（单位：亿元、%）

项目	金额	占资产总额比重
货币资金	16.58	1.41
存货	216.65	18.37
投资性房地产	300.29	25.47
固定资产	17.58	1.49
无形资产	6.76	0.57
在建工程	1.68	0.14
合计	**559.56**	**47.46**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1212.26 亿元，较 2018 年底增长 2.82%，资产结构较 2018 年变化不大。

总体看，受合并范围、及开发规模扩大影响，公司近三年资产规模增长较快，资产结构中存货和投资性房地产占比高，存货中三四线城市项目或将存在一定去化压力；投资性房地产整体增值率较高，其公允价值的变动值得关注；公司受限资产占比较高，整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长17.97%，主要系实收资本、未分配利润和少数股东权益增加所致。截至2018年底，所有者权益合计377.09亿元，较年初增长10.02%，其中归属于母公司所有者权益326.09亿元（占86.48%）。2018年底，归属于母公司权益中，实收资本占12.83%，资本公积占5.83%，其他权益工具（永续债）占3.82%，盈余公积占0.65%，未分配利润占76.87%。公

司所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益的稳定性偏弱。

截至2017年底，公司实收资本较年初大幅增加13.21亿元，主要系控股股东对公司进行增资所致。截至2018年底，公司少数股东权益51.00亿元，较年初增长20.62%，主要系合作开发项目增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 373.03 亿元，较 2018 年底下降 1.08%，主要系偿还 10.00 亿元永续资本工具所致，所有者权益构成及占比较年初变化不大。

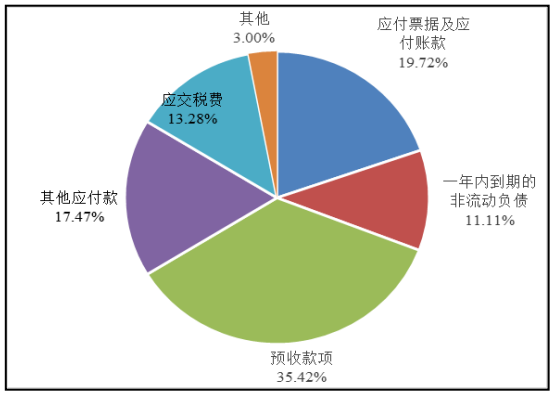
总体看，公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2016—2018 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 50.06%。截至 2018 年底，公司负债合计 801.98 亿元，较年初增长 56.06%，主要系预收款项和长期借款增加所致。负债构成中，流动负债占 63.38%，非流动负债占 36.62%，流动负债占比较高。

流动负债方面，2016—2018 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 64.81%。截至 2018 年底，公司流动负债为 508.32 亿元，较年初增长 71.41%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 19.71%）、预收款项（占 35.42%）、应交税费（占 13.28%）、其他应付款（占 17.47%）和一年内到期的非流动负债（占 11.11%）构成。

图 3　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

公司应付账款主要为应付建筑工程款，2016—2018 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 79.45%。截至 2018 年底，公司应付账款账面价值 100.18 亿元，较年初增长 32.77%，主要系随着项目逐步推进，应付建筑工程款增加所致。

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。2016—2018 年，公司预收款项规模快速增长，年均复合增长 134.71%。截至 2018 年底，公司预收款项 180.04 亿元，较年初大幅增长 3.66 倍，主要系公司 2018 年加快存货周转，签约销售额大幅增加所致。

2016—2018 年，公司应交税费快速增长，年均复合增长 36.40%。截至 2018 年底，公司应交税费 67.51 亿元，较年初增长 31.61%，主要系计提的土地增值税和企业所得税增加所致。

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。2016—2018 年，公司其他应付款波动上升，年均复合增长 42.97%。截至 2017 年底，公司其他应付款账面价值 90.81 亿元，较年初增长 108.98%，主要系合并范围变化所致。截至 2018 年底，公司其他应付款账面价值 88.82 亿元，较年初减少 2.19%，主要系应付第三方往来款减少所致。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 69.54%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 56.48 亿元，较年初大幅增长 51.50%主要系长期借款于一年内到期转入所致。其中，一年内到期的长期借款占 74.52%。

非流动负债方面，2016—2018 年，公司非流动负债规模逐年增加，年均复合增长 31.82%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 293.66 亿元，较年初增长 35.12%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债由长期借

款（占 62.79%）、应付债券（占 17.20%）和递延所得税负债（占 20.01%）构成。

2016—2018 年，随着公司项目开发规模增长，公司融资需求逐步增加，长期借款快速增长，年均复合增长 59.80%。截至 2018 年底，公司长期借款 184.38 亿元，较年初增长 52.59%。

2016—2018 年，公司应付债券逐年下降，近三年分别为 61.58 亿元、51.58 亿元和 50.52 亿元，主要系部分债券于一年内到期或回售转入一年内到期非流动负债所致。截至 2019 年 5 月 23 日，公司存续债券余额 75.80 亿元，其中将于 2019 年到期 8.20 亿元，2020 年回售和到期合计 24.32 亿元，2021 年到期 43.28 亿元，2021 年债券到期规模较大，存在一定集中兑付压力。

2016—2018 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 29.19%，主要为投资性房地产公允价值变动收益产生的暂时性差异和存货中土地使用权账面价值超出计税基础部分。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 58.75 亿元，较年初增长 30.80%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 839.23 亿元，较 2018 年底增长 4.65%，负债结构较 2018 年底变化不大。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 35.20%，三年分别为 167.47 亿元、212.43 亿元和 306.10 亿元。截至 2018 年底，公司全部债务中短期债务占 23.26%、长期债务占 76.74%，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、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续上升，截至 2018 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 68.02%、44.80%和 38.38%。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 339.87 亿元，较 2018 年底增长 11.03%，主要系短期借款、应付债券增加所致，债务结构仍以长期债务（占 73.05%）为主。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 69.23%、47.67%和 39.96%，分别较 2018 年底增长 1.21 个百分点、2.87 个百分点和 1.58 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，认为公司永续债在清偿顺序、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。截至 2018 年底，公司存续永续债券合计 12.46 亿元，考虑永续债待偿还本金后，截至 2018 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 69.07%、46.63%和 40.42%；截至 2019 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 69.23%、47.85%和 40.20%，指标较 2018 年底变动不大。

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。公司全部债务以长期债务为主，债务结构合理，债务水平随着公司规模扩大而增加，但债务负担仍在合理范围内。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入分别为 122.65 亿元、145.70 亿元和 170.17 亿元，年均复合增长 17.79%。同期，公司营业成本与营业收入增长趋势一致，年均复合增长 15.61%。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 56.40%，主要系合并范围扩大，公司旗下管理的地产开发项目增多所致。2018 年，公司费用总额 20.58 亿元，同比增长 70.87%，其中销售费用占 40.18%，管理费用占 47.97%，财务费用占 11.85%。2016—2018 年，公司销售费用和管理费用均逐年增长，年均复合增长率分别为 52.33%和 54.01%，主要系随着公司旗下项目增多，营销支出和人力支出均增加所致；公司财务费用波动较大，2017 年同比下降 78.09%，主要系产生汇兑收益所致；2018 年同比大幅

增长 15.19 倍，主要系利息支出增加的同时，产生汇兑损失所致。2016—2018 年，公司期间费用率分别为 6.86%、8.27%和 12.09%，呈快速上升态势，期间费用的控制能力有待加强。

2016—2018 年，公司公允价值变动收益分别为 13.74 亿元、29.11 亿元和 24.52 亿元，占当年营业利润比重分别为 34.26%、45.29%和 42.83%，占比波动上升，处于较高水平，投资性房地产的增值对利润贡献较大。

从盈利指标看，近三年，公司营业利润率分别为 28.54%、31.34%和 30.84%。2016—2018 年，公司总资本收益率波动下降，分别为 7.20%、9.36%和 6.17%；同期，净资产收益率波动下降，分别为 10.96%、14.41%和 10.19%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.11 亿元，实现利润总额 8.16 亿元，营业利润率为 30.74%，较 2018 年同期基本持平。

总体看，2016—2018 年，随着开发项目的逐步结转，公司营业收入稳步增长，但 2018 年度利润规模和盈利指标有所下滑；公允价值变动收益对公司利润影响较大，未来随着公司预收款项的逐步结转，公司盈利水平或将有所提高。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，宝龙实业经营活动现金流入分别为 118.52 亿元、183.89 亿元和 327.87 亿元，年均复合增长 66.33%，主要系公司售楼款增加所致；公司经营活动现金流出分别为 92.92 亿元、159.57 亿元和 302.26 亿元，年均复合增长 80.36%，主要系购地支出、工程建设支出和往来款支出综合增加所致；公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与下属子公司合作方股东间、联营企业发生的经营性资金往来。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 25.60 亿元、24.32 亿元和 25.62 亿元，净流入规模较稳定。2016—2018 年，公司现金收入比持续增长，分别为 95.93%、107.13%和 188.74%，2018 年由于合并范围的扩大，收回前期项目的现金回流导致现金收入比大幅提升，公司整体收入实现质量良好。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 16.42 亿元、14.94 亿元和 27.19 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 28.69%；其中收到其他与投资活动有关的现金分别为 16.21 亿元、13.78 亿元和 23.61 亿元。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 44.22 亿元、27.12 亿元和 73.71 亿元，年均复合增长 29.12%，主要系酒店、自持物业投资波动增加所致。2016—2018 年，宝龙实业支付其他与投资活动有关的现金分别为 7.50 亿元、7.57 亿元和 27.18 亿元，主要系为关联方支付的现金。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.80 亿元、-12.18 亿元和-46.53 亿元，呈净流出状态且波动扩大。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 172.90 亿元、108.29 亿元和 170.39 亿元，随公司借款和发行债券规模变化有所波动；筹资活动现金流出分别为 144.41 亿元、104.79 亿元和 102.38 亿元，主要系偿还债务和关联方借款综合变动所致。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 28.49 亿元、3.50 亿元和 68.02 亿元，均为净流入状态。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 4.37 亿元；投资活动现金流量净额-14.69 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 17.43 亿元。

总体看，2016—2018 年，公司经营活动现金流持续净流入，但投资活动现金流净流出且呈扩大趋势，同时考虑公司目前在建规模，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，2016—2018 年，公司的流动比率和速动比率均持续下降，三年

平均值分别为 136.24%和 57.19%，截至 2018 年底，两项指标分别为 130.93%和 49.02%；截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 130.61%和 48.40%，较 2018 年底基本保持稳定。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 13.68%、8.20%和 5.04%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 波动增长，三年分别为 43.12 亿元、67.90 亿元和 60.78 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 2.16 倍、3.88 倍和 3.13 倍；EBITDA 利息倍数分别为 3.64 倍、5.60 倍和 3.34 倍。综合看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司为购房者按揭抵押提供担保金额为 140.90 亿元，该部分为阶段性担保，或有负债风险小；除此之外，公司对外担保总额为 26.20 亿元，担保比率为 7.02%。被担保企业主要是公司的关联企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2019 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 599.75 亿元，其中已使用额度 214.33 亿元，尚未使用的授信额度 385.42 亿元。公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 329.22 亿元，较年初下降 7.40%。其中，流动资产占比为 42.12%，非流动资产占比为 57.88%。从构成来看，主要包括其他应收款（占 33.18%）和长期股权投资（占 57.86%）。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 194.98 亿元，较年初增长 8.16%。从构成来看，实收资本 41.84 亿元（占 21.46%）、资本公积 133.17 亿元（占 68.30%）、盈余公积 2.11 亿元（占 1.08%）和未分配利润 17.86 亿元（占 9.16%）。

截至 2018 年底，母公司负债总额为 134.24 亿元，较年初下降 23.40%，主要系其他应付款大幅下降所致。其中，流动负债占比为 58.27%，非流动负债占比为 41.73%。从构成来看，主要包括其他应付款（占 44.33%）和应付债券（占 37.63%）。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 40.78%。

损益方面，2018 年，母公司收入为 6.39 亿元，利润总额为 14.71 亿元。同期，投资收益为 14.35 亿元，投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流净额为-20.96 亿元；投资活动净现金流为 14.27 亿元，筹资活动现金流量净额为-10.39 亿元。

总体来看，母公司收入规模较小，债务负担较轻，利润来源主要为投资收益，偿债需依靠下属子公司。

8. 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 4 月 2 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 日已结清，形成关注非公司方面原因造成，公司过往履约情况良好。

9. 抗风险能力

公司自持大量商业物业，租赁能带来较为稳定现金流；未来随着公司在建项目的完工销售，公司整体偿债能力有望提升。基于对公司自身经营和财务风险，以及公司整体规模和股东支持的分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内中期票据“17 宝龙MTN001”余额为10亿元；中期票据“19 宝龙MTN001”余额为10亿元。

2018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60.78亿元、327.87亿元和25.62亿元，分别为“17宝龙MTN001”的6.08倍、32.79倍和2.56倍，分别为“19宝龙MTN001”的6.08倍、32.79倍和2.56倍。

表9　公司存续期债券情况（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期兑付日	当前余额
19宝龙SCP002	2019/04/26	2019/12/22	3
19宝龙SCP001	2019/01/22	2019/10/19	3
小计			**6**
17宝龙MTN001	2017/08/30	2020/08/30	10
小计			**10**
19宝龙01	2019/04/01	2021/04/01	3
19宝龙MTN001	2019/03/07	2021/03/07	10
18宝龙01	2018/12/13	2021/12/13	10
16宝龙03	2016/08/24	2021/08/24	0.32
16宝龙02	2016/03/07	2021/03/07	4.72
16宝龙债	2016/01/18	2021/01/18	25.56
小计			**53.60**
合计			**69.60**

注：表中公司债期限未考虑回售
资料来源：Wind

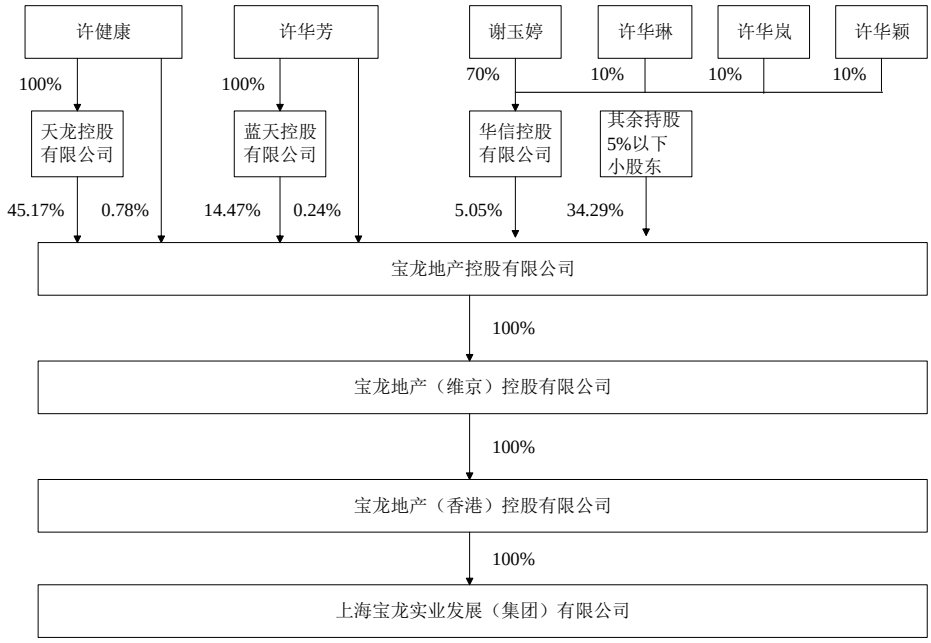
考虑到公司存在其他存续债券，以单年最高偿还额53.60亿元进行测算，2018年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为单年最高偿还额53.60亿元的1.13倍、6.12倍和0.48倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续债券的保障能力强。

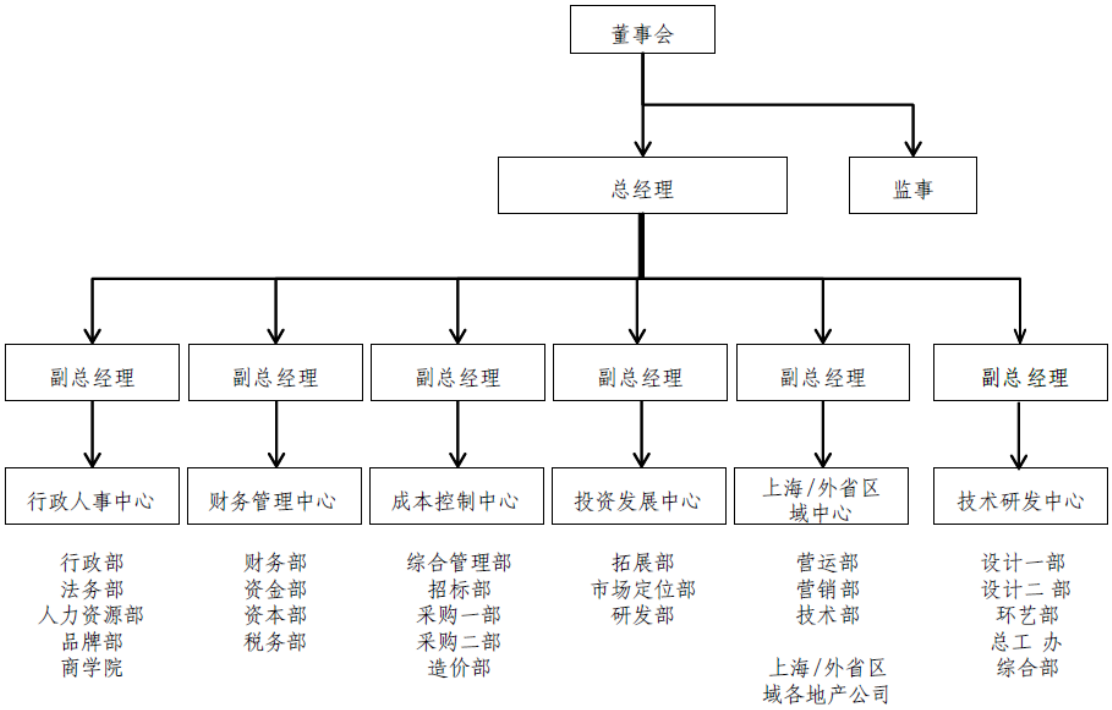
十二、结论

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^+，并维持“17宝龙MTN001”和“19宝龙MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年 3 月底纳入公司合并范围一级子公司情况

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

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
现金类资产(亿元)	83.84	96.78	151.88	158.99
资产总额(亿元)	627.08	856.63	1179.07	1212.26
所有者权益(亿元)	270.94	342.73	377.09	373.03
短期债务(亿元)	33.68	40.02	71.20	91.60
长期债务(亿元)	133.78	172.41	234.90	248.27
全部债务(亿元)	167.47	212.43	306.10	339.87
营业收入(亿元)	122.65	145.70	170.17	40.11
利润总额(亿元)	39.87	63.68	54.89	8.16
EBITDA(亿元)	43.12	67.90	60.78	--
经营性净现金流(亿元)	25.60	24.32	25.62	4.37
销售债权周转次数(次)	9.74	10.03	11.19	--
存货周转次数(次)	0.46	0.48	0.33	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.20	0.17	--
现金收入比(%)	95.93	107.13	188.74	167.99
营业利润率(%)	28.54	31.34	30.84	30.74
总资本收益率(%)	7.20	9.36	6.17	--
净资产收益率(%)	10.96	14.41	10.19	--
长期债务资本化比率(%)	33.06	33.47	38.38	39.96
全部债务资本化比率(%)	38.20	38.26	44.80	47.67
资产负债率(%)	56.79	59.99	68.02	69.23
流动比率(%)	152.56	134.22	130.93	130.61
速动比率(%)	67.48	63.94	49.02	48.40
经营现金流动负债比(%)	13.68	8.20	5.04	0.82
EBITDA 利息倍数(倍)	3.64	5.60	3.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.16	3.88	3.13	--

注：1.2019 年 1—3 月财务数据未经审计；

2. 本报告 2016 及 2017 年财务数据采用 2017 及 2018 年期初数据，公司所有者权益中含有永续中票，2016—2018 年底金额分别为 17 亿元、16.90 亿元和 12.46 亿元，2019 年 3 月底金额为 2.46 亿元

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变