信用等级公告

联合〔2020〕1948 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”“19 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN002”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

二〇二〇年六月三十日

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
2020 年度跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
17 宝龙 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 宝龙 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
*19 宝龙 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 宝龙 MTN001	10 亿元	10 亿元	2020/08/30
19 宝龙 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/03/07
*19 宝龙 MTN002	5 亿元	5 亿元	2022/06/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2020 年 6 月 30 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

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；跟踪期内，公司继续加大长三角区域土地投资，销售规模大幅提升，自持物业租金收入稳步增长。同时，联合资信也关注到三、四线商业地产市场面临饱和、公司在建项目面临一定资金支出压力、资产受限比例较高、债务规模增长较快及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

跟踪期内，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“17 宝龙 MTN001”“19 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN002”的保障能力强。

随着项目陆续开发和销售，以及自持物业逐步开业和运营成熟，公司销售规模和租金收入有望保持增长。

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”“19 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN002”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1、**销售规模和租金收入保持增长。**2019 年，公司销售规模进一步扩大，协议销售面积和销售金额分别同比增长 40.58%和 54.56%，租金收入同比增长 16.27%。

分析师：韩家麒 杨 栋 程 真
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

2、**住宅项目区域分布较好。**截至 2020 年 3 月底，公司全口径土地储备中超过七成分布于长三角区域。

3、**毛利率较高，短期偿债能力较强。**公司 2019 年综合毛利率为 38.37%，2019 年底现金短期债务比为 2.05 倍，均处于较高水平。

关注

1. **行业政策、区域布局影响项目去化，新冠疫情商业物业影响较大。**房地产行业受政策影响较大，目前调控未完全放松，且三、四线城市商业地产面临饱和，存在一定去化压力；新冠疫情对商业物业的影响较大。
2. **在建项目面临一定资金支出压力。**跟踪期内，公司仍保持较快扩张，在建项目规模较大，项目及资金管理难度加大，且面临一定资金支出压力。
3. **跟踪期内，资产受限比例较高，债务规模有所增加。**截至 2019 年底，公司受限资产占比为 35.92%，资产受限比例较高；债务规模有所增加，全部债务金额为 351.12 亿元，较 2018 年增长 14.71%。
4. **自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大，且其评估值存在不确定性。**2019 年，公司自持物业公允价值变动收益占营业利润比重为 26.92%，对营业利润仍有较大影响；且自持物业评估值易受市场波动影响，存在一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	96.78	151.88	170.48	155.84
资产总额(亿元)	856.63	1179.07	1520.41	1527.02
所有者权益(亿元)	342.73	377.09	441.34	446.18
短期债务(亿元)	40.02	71.20	83.35	96.69
长期债务(亿元)	172.41	234.90	267.78	290.80
全部债务(亿元)	212.43	306.10	351.12	387.50
营业收入(亿元)	145.70	170.17	248.46	38.13
利润总额(亿元)	63.68	54.89	90.06	8.07
EBITDA(亿元)	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流(亿元)	24.32	25.62	54.45	-18.20
营业利润率(%)	31.34	30.84	31.97	34.66
净资产收益率(%)	14.41	10.19	15.23	--
资产负债率(%)	59.99	68.02	70.97	70.78
全部债务资本化比率(%)	38.26	44.80	44.31	46.48
流动比率(%)	134.22	130.93	123.91	128.19
经营现金流动负债比(%)	8.20	5.04	7.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	3.34	4.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	3.13	5.04	--

公司本部（母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	354.60	329.22	347.40
所有者权益（亿元）	180.27	194.98	199.49
全部债务(亿元)	76.62	72.51	116.18
营业收入(亿元)	4.10	6.39	5.59
利润总额(亿元)	-0.14	14.71	0.22
资产负债率（%）	49.42	40.78	42.58
全部债务资本化比率(%)	29.83	27.11	36.80
流动比率（%）	132.92	177.27	197.26
经营现金流动负债比(%)	7.01	-26.79	1.74

注：2020 年 1－3 月财务数据未经审计；公司未提供母公司 2020 年 1－3 月财务数据

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 宝龙 MTN002	AA+	AA+	稳定	2019/6/11	杨栋 韩家麒	房地产行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
17 宝龙 MTN001 19 宝龙 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/6/11	杨栋 韩家麒	房地产行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
19 宝龙 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/1/30	杨栋 韩家麒	房地产行业企业信用评级方法（2018）	阅读全文
17 宝龙 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/6/14	韩家麒 孙鑫	房地产企业信用分析要点（2015）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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
2020 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

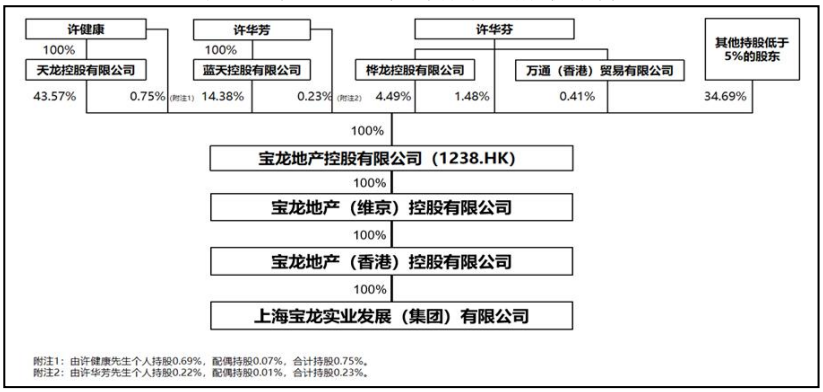
根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于上海宝龙实业发展（集团）有限公司及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“宝龙实业”或“公司”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）出资组建的外商独资企业，公司初始注册资本为人民币 1500.00 万元，均由宝龙地产香港出资。

2016 年 10 月，宝龙地产香港以股权作价对公司增资；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 2020 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产香港持有公司 100%股权，公司实际控制人为许健康。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织结构无重大变化；截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围主要子公司 140 家，在职员工 10210 人。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 1520.41 亿元，所有者权益 441.34 亿元（含少数股东权益 90.25 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，利润总额 90.06 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1527.02 亿元，所有者权益 446.18 亿元（包含少数股东权益 92.71 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，利润总额 8.07 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、存续债券情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。跟踪期内，公司按期足额支付利息。

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。跟踪期内，公司按期足额支付利息。

公司于2019年6月发行5亿元“19宝龙

MTN002”，期限为3+N年，未偿余额为5亿元，截至目前，募集资金中4.995亿元用于偿还金融机构借款，50万元用于支付承销费，资金已全部使用完毕。跟踪期内，公司按期足额支付利息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润

分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困

难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业与区域环境分析

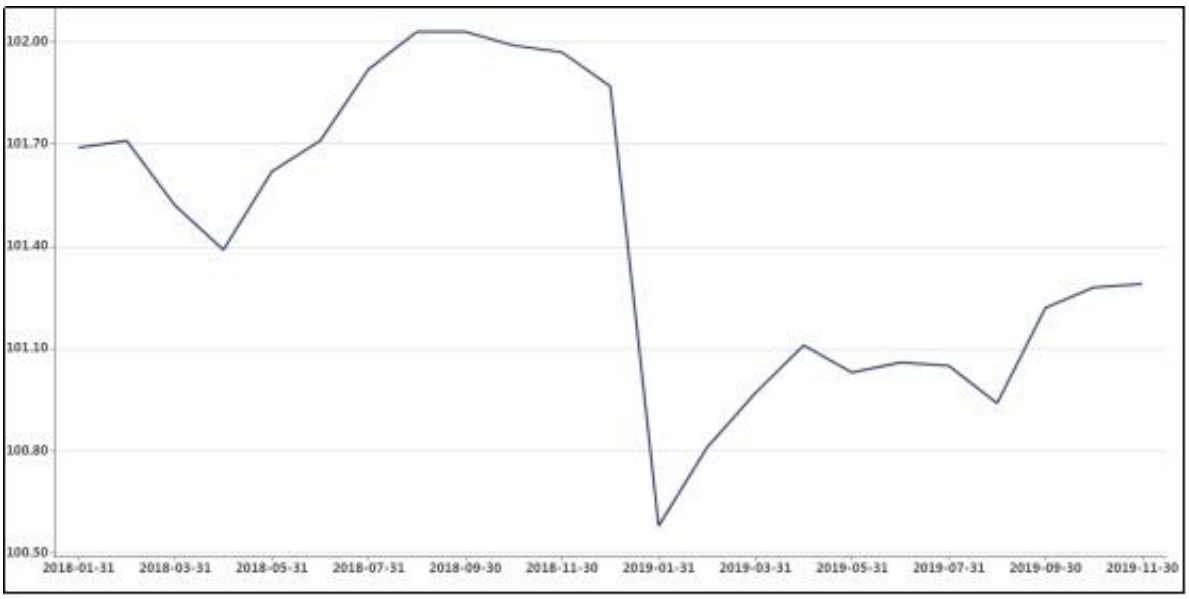
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增

长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3.　政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 3）

表 3　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 4）

表 4　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到

		位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产香港持有公司 100%股权，公司实际控制人为许健康。

2. 人员素质

跟踪期内，公司核心管理团队未发生重大变化，在职员工 10210 人。

七、管理分析

跟踪期内，公司组织结构未发生重大变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司收入和利润快速增长，毛利率小幅下降但仍处于较高水平；2020 年 1—3 月，受疫情影响，公司收入小幅下滑。

2019 年，公司营业收入 248.46 亿元，同比增长 46.01%，主要系随着前期销售项目逐步竣工交付，房地产结转规模增加所致。从公司营业收入构成看，出售物业收入仍是公司重要收入来源，近两年收入占比保持在 83%以上。2019 年，公司出售物业收入同比增长 49.06%；公司出租物业收入同比增长 16.27%，主要系 2018 年新开业的厦门宝龙一城和上海青浦广场确认全年收入所致；公司酒店收入同比下降 12.43%，主要系部分酒店不再纳入公司合并范围所致；公司土地一级开发收入同比增长 54.41%，主要系随着开发进度推进，根据开发进度确认收入所致。公司其他收入主要为物业管理收入、结余材料销售收入、咨询服务收入等，占公司营业收入比重较小，影响不大。

表 5 2017－2019 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出售物业收入	131.49	90.25	36.89	142.00	83.45	37.88	211.67	85.19	37.12
出租物业收入	8.56	5.87	85.47	9.77	5.74	82.70	11.36	4.57	81.41
酒店收入	4.41	3.03	0.99	5.23	3.07	6.67	4.58	1.84	8.32
土地一级开发	--	--	--	9.19	5.40	30.47	14.19	5.71	39.03

其他收入	1.24	0.85	72.58	3.98	2.34	85.71	6.66	2.68	23.67
合计	**145.70**	**100.00**	**38.96**	**170.17**	**100.00**	**40.21**	**248.46**	**100.00**	**38.37**

注：上表中 2017 年数据采用追溯调整数据
资料来源：公司财务报告

从毛利率看，由于公司出售物业收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对公司整体毛利率水平影响较大；公司出售物业毛利率近两年变化不大，保持在 37%左右。2019 年，公司出租物业毛利率小幅下降，主要系新开业商场前期费用较大，且部分处于免租期所致；酒店业务毛利率有所提升，主要系公司加强对酒店的成本管控，提升经营效率所致。公司土地一级开发模式主要为整理和平整土地后达到土地市场出让挂牌条件，最终以土地成交价的收益进行分配，毛利率同比增长 8.56 个百分点，主要系新增出售项目股权收益所致。其他收入毛利率下降较大主要系 2019 年收入构成中毛利率较低的结余材料销售收入占比增加所致。综上，2019 年，公司综合毛利率 38.37%，同比下降 1.84 个百分点，但仍处于较高水平。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，同比下降 4.95%，主要系受新冠疫情影响，公司地产销售结转收入及酒店收入下降所致。其中出售物业收入 34.30 亿元，同比下降 3.79%。从毛利率水平来看，2020 年 1－3 月，公司综合毛利率 40.58%，较 2019 年毛利率小幅提升。

2. *房地产开发*

土地储备情况

2019 年，公司继续保持较大的土地投资，期末土地储备规模尚可，公司土地储备约七成位于长三角地区，住宅项目区域分布相对较好，但公司位于三、四线城市地区的商业物业项目面临一定去化风险。

2019 年，公司继续保持较大的土地投资力度，新增土地建筑面积 648.23 万平方米（权益建筑面积 353.79 万平方米），同比增长 13.00%。公司获取土地主要位于长三角区域，楼面均价随着区域不同及土拍市场热度有所上升，但相较于公司近年销售均价，土地成本较合理。2020 年 1－3 月，公司新增加土地建筑面积 110.63 万平方米，总地价 48.66 亿元。

表 6　2018－2019 年及 2020 年 1－3 月公司土地购置情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

年份	规划建筑面积	总地价	楼面价
2018 年	573.67	248.98	4340
2019 年	648.23	335.36	5173
2020 年 1－3 月	110.63	48.66	4398

注：1. 楼面价为购地支出/总建筑面积；2. 上表中规划建筑面积不包括地下及停车位；3. 上表新增土地储备为全口径
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司全口径土地储备规划建筑面积[1]2833.07 万平方米（权益建筑面积 1732.83 万平方米），土地储备规模尚可。从土地储备区域分布看，78.51%位于长三角地区；从城市能级看，公司在一线城市（上海）土地储备建筑面积占 1.91%，在二线城市土地储备建筑面积占 54.08%；在三、四线城市土地储备建筑面积占 44.21%。公司土地储备部分分布在三、四线城市，部分为商业业态，需关注未来商业项目去化情况。

表 7　截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况

（单位：万平方米）

城市	类别	全口径土地储备建筑面积	权益口径土地储备建筑面积
宁波	二线	372.94	277.27
杭州	二线	314.07	195.78
绍兴	三四线	239.63	124.06
金华	三四线	228.62	111.49
海口	二线	217.30	47.96
泉州	三四线	123.34	51.80
南京	二线	121.60	82.82
无锡	二线	119.10	82.42
温州	二线	103.19	61.05

[1] 土地储备规划建筑面积为未结转收入口径。

台州	三四线	99.83	74.27
天津	二线	83.41	37.57
舟山	三四线	78.73	42.71
苏州	二线	75.95	47.15
常州	二线	74.75	58.70
徐州	三四线	74.71	66.32
上海	一线	54.00	38.31
盐城	三四线	49.48	32.16
湖州	三四线	48.59	39.25
南通	三四线	46.92	23.46
新乡	三四线	45.60	45.60
青岛	二线	41.58	18.99
淮安	三四线	39.63	39.63
宁德	三四线	37.76	25.30
泰州	三四线	28.02	16.81
镇江	三四线	23.59	8.02
漳州	三四线	22.72	18.18
东营	三四线	19.19	19.19
扬州	三四线	19.10	19.10
嘉兴	三四线	11.74	11.74
巴中	三四线	9.12	6.84
厦门	二线	8.20	8.20
洛阳	三四线	0.68	0.68
合计		**2833.07**	**1732.83**

资料来源：公司提供

项目开发情况

公司经营扩张较快，开发规模大幅增加，在建项目和尚需投资规模较大，公司项目和资金管理难度加大，面临一定资金支出压力。

从项目开发数据看，2019 年，随着公司获取土地储备增加及快周转的开发需求，公司新开工面积同比增长 17.13%；竣工面积同比大幅增长 171.48%，主要系 2018 年合并范围扩大，开工面积大幅增加，前期施工项目逐步竣工所致。2020 年 1－3 月，公司继续保持较大的开工力度，期末在建面积 1068.73 万平方米，在建规模较大，加大了公司项目管理难度。

表 8　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司房地产开发数据（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
新开工面积	66.23	586.51	687.00	121.62
房屋竣工面积	85.50	100.56	273.00	54.57
期末在建面积	101.73	587.68	1001.68	1068.73

注：上表 2017 年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

从公司在建项目看，截至 2020 年 3 月底，公司全口径在建项目预计总投资 2215.03 亿元，已累计完成投资 1329.61 亿元，尚需投资额 899.88 亿元，尚需投资规模较大；同时考虑到公司每年新增的土地投资，公司面临一定的资金支出压力。

物业销售情况

公司销售规模快速增长，待售面积规模较大，待售项目部分分布在三、四线城市，未来销售存在一定不确定性；公司在海口项目受当地调控措施影响较大，后续去化情况有待关注。

2019 年，公司继续执行“369”快周转模式，加速开发和销售；受开工和推盘面积增加及公司积极营销影响，当年销售面积进一步扩大，同比增长 40.58%。2019 年，公司销售均价同比增长 9.95%，主要系位于上海的商业物业实现销售及长三角区域物业销售占比提升所致；综上，公司实现销售金额同比增长 54.56%。2019 年，公司销售回款率为 85%，回款情况较好。结转方面，随着当年竣工面积大幅增长，公司结转规模随之增加，结转面积和收入同比分别增长 40.69%和 47.42%。

2020 年 1－3 月，公司实现销售面积和销售金额分别为 52.10 万平方米和 80.16 亿元，同比分别下降 22.65%和 20.96%，主要系受新冠疫情影响所致。

表 9　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
协议销售面积（万平方米）	79.23	268.00	376.75	52.10
协议销售均价（元/平方米）	10966.81	14546.27	15993.36	15385.80

协议销售金额（亿元）	86.89	389.84	602.55	80.16
结转面积（万平方米）	83.89	126.85	178.47	29.00
结转收入（亿元）	80.81	142.00	211.67	34.30

注：1. 2017 年数据未追溯调整；2. 上表销售数据为全口径
资料来源：公司提供

从公司待售项目情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司全口径在建项目规划可售面积 2147.17 万平方米，已销售面积 826.98 万平方米，剩余规划可售面积 1320.19 万平方米，其中 2020 年总可售面积为 774.80 万平方米，2020 年计划推盘面积为 491.45 万平方米。公司待售面积中约 54%位于三、四线城市，由于三、四线城市房地产市场景气度波动性较大，且部分为商业业态，销售存在不确定性；同时公司 2019 年末存货中已完工开发产品 111.92 亿元，主要为待售的车库、办公楼和商铺等，去化相对较慢。此外，公司在海口储备项目剩余可售面积 165.11 万平方米，规模较大，受当地调控措施影响较大，后续去化情况有待关注。

表 10 截至 2020 年 3 月底公司在建项目销售情况
（单位：万平方米）

地区	可售面积	累计已售面积
杭州	219.18	80.32
宁波	190.76	99.62
金华	158.88	69.79
绍兴	177.40	64.38
台州	58.19	3.98
温州	83.75	29.70
舟山	52.98	14.52
湖州	17.95	0.00
嘉兴	11.86	3.67
无锡	81.58	24.58
常州	27.45	5.12
徐州	74.71	7.58
南京	58.07	17.09
苏州	73.74	55.04
盐城	51.32	8.18
南通	32.83	24.03
淮安	40.55	22.34
泰州	26.05	0.56
上海	21.53	3.28
青岛	51.34	12.43
天津	158.99	96.20
泉州	141.03	45.52
厦门	8.69	8.04
漳州	18.74	6.40
新乡	105.40	85.52
海口	204.20	39.09
合计	**2147.17**	**826.98**

资料来源：公司提供

3. 物业出租和酒店经营

公司出租物业收入和酒店收入为公司带来一定收入补充，自持物业和酒店经营状况良好，但自持物业增值率较高，公允价值存在波动性，同时 2020 年初爆发的新冠疫情对公司自持物业和酒店经营产生一定影响，需关注后续经营状况。

公司自持物业以购物中心、商业街为主，主要包括宝龙一城、宝龙城和宝龙广场三个品牌系列，主要分布于长三角区域、福建省、山东省、河南省、天津市等经济较发达省市。截至 2019 年底，公司投资性房地产增值率 71.18%，增值率较高。2019 年，公司自持物业可出租面积、出租率及平均租费均稳步增长，其中出租率提升主要系公司对出租率较低商场进行装修改造、商户调整以提升出租率，以及 2019 年新开业商场主要位于长三角区域，开业出租率较高所致；平均租费上升主要系上海及长三角区域其他城市商场陆续开业所致。2020 年 1－3 月，公司自持物业租金收入同比下降 5.95%，主要系受新冠疫情影响所致。新冠疫情期间，公司对商户 2020 年 1 月 25 日至 2020 年 3 月 31 日租金进行减半征收；3 月复工以来，商场客流逐步恢复，但部分业态如影院、KTV 等暂未开业。

表 11 公司物业出租情况明细
（单位：万平方米、%、元/平方米·月）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总可出租面积	233.33	249.74	283.94

出租率	82.00	85.00	91.10
平均租费	56.00	68.00	75.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司已运营酒店中有 8 家国际品牌酒店及 7 家自创品牌连锁酒店，可以满足不同档次的市场需求。2019 年，公司酒店平均客房单价同比增长 6.38%，主要系酒店经营逐步稳定，正常增长所致。受新开业酒店培育期影响，入住率有所下降，但仍保持在 80%以上。2020 年 1－3 月，公司酒店收入同比下降 62.50%，入住率大幅下滑至 36%，主要系受新冠疫情影响所致。

表 12　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司酒店运营情况

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

资料来源：公司提供

4. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 10.95 次、0.35 次和 0.18 次，与同业类似企业相比，公司资产经营效率较低。

表 13　2019 年公司主要经营效率指标同业对比

公司名称	存货周转次数	总资产周转次数
中华企业股份有限公司	0.27	0.24
天津广宇发展股份有限公司	0.25	0.32
公司	0.35	0.18

资料来源：联合资信根据公开资料整理

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留的审计意见；2020 年 1－3 月财务报表未经审计。合并范围变化方面，2019 年，公司增加子公司 43 家，减少子公司 10 家；截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司较 2019 年底无变化。总体看，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 1520.41 亿元，所有者权益 441.34 亿元（含少数股东权益 90.25 亿元）；2019 年公司实现营业收入 248.46 亿元，利润总额 90.06 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1527.02 亿元，所有者权益 446.18 亿元（包含少数股东权益 92.71 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，利润总额 8.07 亿元。

2. 资产质量

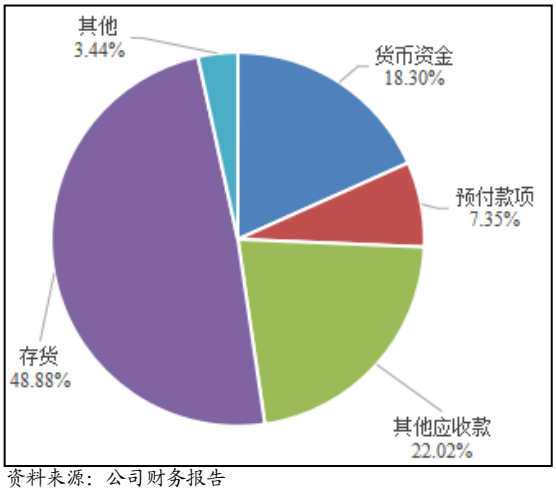
公司资产规模保持增长，资产构成中存货和投资性房地产占比较高，符合行业特点；存货中已完工开发产品占比较高，且三、四线城市商业项目可能存在一定去化压力，投资性房地产整体增值率较高。公司资产受限比例较高，资产质量一般。

截至 2019 年底，公司资产总额 1520.41 亿元，较 2018 年底增长 28.95%，主要系公司投资拿地及合作开发增加所致。其中流动资产占 61.12%，非流动资产占 38.88%。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产929.34亿元，较2018年底增长39.64%，主要系其他应收款和预付款项增长所致。截至2019年底，公司流动资产主要由货币资金（占18.30%）、预付款项（占7.35%）、其他应收款（占22.02%）和存货（占48.88%）构成。

图 3　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 170.09 亿元，较 2018 年底增长 11.99%，主要系销售回款及融资净额增加所致。截至 2019 年底，公司货币资金中银行存款占 90.62%，其中受限货币资金 15.96 亿元，占比为 9.38%，主要为内保外贷信用证保证金、贷款保证金、预售物业建筑款保证金等，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司预付款项 68.34 亿元，较 2018 年底增长 5.03 倍，主要系预付土地款及预付建筑费用款大幅增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应收款 204.67 亿元，较 2018 年底增长 241.01%，主要系合作项目增加，往来款增加所致。公司其他应收款主要为合作方和关联方之间的往来款，未计提减值准备，前五名欠款方合计占比为 29.97%，集中度一般。

截至 2019 年底，公司存货 454.31 亿元，较 2018 年底增长 9.12%，主要系公司在建项目陆续投资所致。公司存货中在建开发产品占 75.36%、已完工开发产品占 24.64%，已完工开发产品占比较高，主要为待售的车库、办公楼和商铺等。

截至 2019 年底，公司受限存货账面价值 264.26 亿元，占比为 58.17%，受限规模较大。公司开发项目所处区域经济实力较强，存货质量较好，未计提存货跌价准备，但仍需关注部分三、四线城市项目对存货去化产生的影响。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 591.06 亿元，较 2018 年底增长 15.09%，主要由长期股权投资（占 6.75%）、投资性房地产（占 83.19%）和固定资产（占 6.06%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资账面价值 39.88 亿元，较 2018 年底大幅增长 98.37%，主要系新增合营、联营项目所致。2019 年，公司长期股权投资权益法下确认投资收益 3.86 亿元。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 491.72 亿元，较 2018 年底增长 12.50%，主要系在建自持物业投入增加以及评估增值所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产成本 287.25 亿元，评估增值 204.48 亿元，整体增值率 71.18%，增值率较高；公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为 246.10 亿元，占比 50.05%，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司受限资产 546.20 亿元，占资产总额 35.92%，主要为存货和投资性房地产，受限资产占比较高。

表14　截至2019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	15.96	1.05
存货	264.26	17.38
投资性房地产	246.10	16.19
固定资产	16.66	1.10
在建工程	3.23	0.21
合计	**546.20**	**35.92**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1527.02 亿元，较 2019 年底增长 0.44%，资产结构变化不大。

3.　负债及所有者权益

所有者权益

2019 年，公司所有者权益有所增长，权益构成中未分配利润占比较高，权益结构稳

定性弱。

截至2019年底，公司所有者权益合计441.34亿元，较2018年底增长17.04%，主要系利润滚存和合作开发项目增加带来的少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益351.09亿元（占79.55%）。归属于母公司所有者权益中，实收资本占11.92%，资本公积占5.42%，其他权益工具（永续债）占1.42%，盈余公积占0.60%，未分配利润占80.64%。公司所有者权益中未分配利润占比大，所有者权益稳定性弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 446.18 亿元，较 2019 年底增长 1.10%，所有者权益构成变化不大。

负债

随着公司经营规模逐步扩张，公司债务规模快速增长，债务负担尚可，但 2020－2021 年存在一定债务偿付压力。

截至 2019 年底，公司负债合计 1079.07 亿元，较 2018 年底增长 34.55%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占 69.50%，非流动负债占 30.50%。

截至 2019 年底，公司流动负债 749.99 亿元，较 2018 年底增长 47.54%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 17.19%）、预收款项（占 31.02%）、应交税费（占 11.58%）、其他应付款（占 29.01%）和一年内到期的非流动负债（占 8.65%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款账面价值 128.89 亿元，较 2018 年底增长 28.66%，主要系在建项目规模扩大所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 232.68 亿元，较 2018 年底增长 29.24%，主要系协议销售金额增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 217.58 亿元，较 2018 年底大幅增长 144.95%，主要系随着合作项目增加，公司与合作方往来款增加所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 64.87 亿元，较 2018 年底增长 14.85%，主要系于一年内到期的公司债券增加所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的应付债券 30.25 亿元。

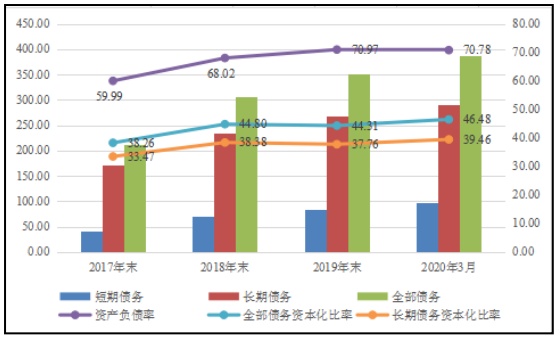
截至 2019 年底，公司非流动负债合计 329.07 亿元，较 2018 年底增长 12.06%，主要系长期借款及应付债券均增长所致。公司非流动负债由长期借款（占 60.49%）、应付债券（占 20.88%）和递延所得税负债（占 18.63%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 199.05 亿元，较 2018 年底增长 7.96%，主要系随着公司地产开发项目规模增加，融资需求增加所致。

截至 2019 年底，公司应付债券 68.73 亿元，较 2018 年底增长 36.04%，主要系公司新发行中期票据及公司债所致。

截至 2019 年底，公司全部债务合计 351.12 亿元，其中短期债务占 23.74%、长期债务占 76.26%，债务结构合理。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 70.97%、44.31%和 37.76%。截至 2019 年底，公司永续债余额 5.00 亿元，规模不大。公司债务规模逐步增加，但整体债务负担尚在合理范围内。

图 4　公司 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月债务指标情况



资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 1080.84 亿元，较 2019 年底增长 0.16%，负债结构变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全

部债务合计 387.50 亿元，较 2019 年底增长 10.36%，债务结构仍以长期债务（占 75.05%）为主。截至 2020 年 3 月底，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 70.78%、46.48%和 39.46%，债务负担仍在合理范围内。截至 2020 年 3 月底，公司永续债余额仍为 5.00 亿元，规模不大。从公司债务期限分布情况看，公司 2020 年和 2021 年存在一定债务集中偿付压力。

表 15　截至 2020 年 3 月底公司债务期限分布情况

（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~5 年	5 年以上	合计
短期借款	19.48	--	--	--	**19.48**
应付票据	0.42	--	--	--	**0.42**
一年内到期的非流动负债	76.80	--	--	--	**76.80**
长期借款	--	79.20	76.40	52.08	**207.68**
应付债券	--	33.23	16.65	33.24	**83.12**
合计	**96.70**	**112.43**	**93.05**	**85.32**	**387.50**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019 年，公司收入、利润及盈利指标均有所提升，但公允价值变动收益对利润仍有一定影响，投资收益具有一定不确定性。

2019 年，公司营业收入 248.46 亿元，同比增长 46.01%，主要系房地产结转收入增加所致；营业成本变动趋势和营业收入一致，同比增长 50.52%。2019 年，公司实现利润总额 90.06 亿元，同比增长 64.09%。

从期间费用来看，2019 年，公司费用总额 25.64 亿元，同比增长 24.60%，主要系销售费用和管理费用增加所致。其中销售费用占 43.14%，管理费用占 46.00%，财务费用占 10.86%。2019 年，公司销售费用同比增长 33.76%、管理费用同比增长 19.49%，主要系当年销售大幅增加，营销支出增加，以及规模扩大带来的管理人员薪酬增加所致；财务费用同比增长 14.24%，主要系债务增加，利息支出增加所致。

非经常性损益方面，2019 年，公司公允价值变动收益 24.53 亿元，同比变化不大，占营业利润比重为 26.92%，营业利润对投资性房地产的评估增值仍有较大依赖。2019 年，公司投资收益 11.81 亿元，同比增加 11.46 亿元，主要系当年处置长期股权投资（投资收益为 7.94 亿元）及联营、合营企业实现盈利所致；投资收益对利润有一定贡献，但具有不确定性。

从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率为31.97%，同比小幅增长1.13个百分点；公司总资本收益率和净资产收益率分别为9.03%和15.23%，分别同比增长2.86个百分点和5.04个百分点，在利润增长带动下均有所增长。2019年，公司盈利指标有所提升。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，同比下降 4.95%；利润总额 8.07 亿元，营业利润率为 34.66%。

5. 现金流分析

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入，但投资活动现金流持续净流出，筹资活动前现金流仍为净流出，同时考虑在建项目所需投资规模，公司仍面临一定的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入和流出分别同比增长 29.62%和 22.59%，主要系关联方之间往来款增加所致。2019 年，公司签约销售金额及购地总地价均增加较快，但销售商品、提供劳务收到的现金及购买商品、接受劳务支付的现金分别同比小幅增长 3.03%和 0.15%，主要系合作开发项目逐步增加所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额 54.45 亿元，同比增长 112.56%。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 27.54 亿元，同比增长 1.29%，变化不大；投资活动现金流出 83.64 亿元，同比增长 13.47%，主要系公司对合作项目投入增加所致。2019 年，公司收到/支付其他与投资活动有关的现金主要为公司与联营、合营项目之间的往来款。2019 年，公司投资活动产

生的现金流量净额为-56.10 亿元，净流出规模同比增长 20.58%。2019 年，公司筹资前现金净流出 1.65 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 231.66 亿元，同比增长 35.95%，主要系借款及发行债券增加所致；筹资活动现金流出 211.13 亿元，同比增长 106.23%，主要系偿还债务增加所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 20.53 亿元，净流入规模同比下降 69.82%。

表 16　2017—2019 年公司现金流情况

（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019
经营活动现金流量净额	24.32	25.62	54.45
投资活动现金流量净额	-12.18	-46.53	-56.10
筹资活动现金流量净额	3.50	68.02	20.53

资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-18.20 亿元，由上年同期净流入转为净流出，主要系物业销售资金回笼减少所致；投资活动产生的现金流量净额-1.89 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 9.80 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，融资渠道畅通。随着公司在建项目逐步实现销售，以及公司自持商业物业能带来较为稳定现金流，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 123.91%和 63.34%，流动比率较 2018 年小幅下降，速动比率较 2018 年增加 14.32 个百分点；公司现金短期债务比为 2.05 倍，现金类资产对短期债务保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 96.74 亿元，同比增长 59.16%，主要系利润总额增加所致，其中利润总额占 93.10%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年 3.34 倍上升至 4.12 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年 3.13 倍上升至 5.04 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所减弱。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2019 年底，公司共获得商业银行授信总额 656.50 亿元，尚未使用的授信额度为 398.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 25.12 亿元，占当期公司净资产的 5.63%，被担保企业主要是公司的关联企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大诉讼情况。

7. 过往债务履约情况

截至 2020 年 6 月 5 日，根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G1031010510625880U），公司未结清业务中无不良类和关注类信贷记录；已结清业务中，有 1 笔关注类记录，涉及金额 3500 万远，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日正常结清，形成关注主要系借款银行系统对公司报表评级的原因造成。

8. 抗风险能力

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

9. 母公司报表分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有子公司的股权，母公司债务负担较轻，投资收益为其主要收益来源。

截至 2019 年底，母公司资产总额 347.40 亿元，较 2018 年底增长 5.52%。其中，流动资产 156.21 亿元(占比 44.96%），非流动资产

191.19 亿元(占比 55.04%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 91.64%）构成，非流动资产主要为长期股权投资（占 99.71%）。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 199.49 亿元，较 2018 年底增长 2.31%。其中，实收资本为 41.84 亿元（占 20.97%）、资本公积 133.17 亿元（占 66.76%）、未分配利润 17.37 亿元（占 8.71%）、盈余公积 2.11 亿元（占 1.06%），权益稳定性较强。

截至 2019 年底，母公司负债总额 147.91 亿元，较 2018 年底增长 10.18%。其中，流动负债 79.19 亿元（占比 53.54%），非流动负债 68.73 亿元（占比 46.46%）。从构成看，流动负债主要包括短期借款（占 14.78%）、其他应付款（占 38.31%）和一年内到期的非流动负债（占 45.15%），非流动负债全部为应付债券（占 100.00%）。母公司 2019 年资产负债率为 42.58%，较 2018 年增长 1.80 个百分点；2019 年全部债务资本化比率为 36.80%，较 2018 年增长 9.69 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 5.59 亿元，利润总额为 0.22 亿元。同期，母公司实现投资收益 0.92 亿元。

2019 年，母公司经营活动净现金流为 1.38 亿元；投资活动净现金流为-69.65 亿元，主要系公司对合作项目投入增加导致现金净流出增加；筹资活动净现金流为 47.95 亿元。

十、存续债券偿债能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

截至目前，公司存续期内由联合资信评定的中期票据“17宝龙MTN001”余额为10亿元；中期票据“19宝龙MTN001”余额为10亿元；中期票据“19宝龙MTN002”余额为5亿元。

2019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96.74亿元、424.97亿元和54.45亿元，分别为“17宝龙MTN001”“19宝龙MTN001”和“19宝龙MTN002”合计金额25亿元的3.87倍、17.00倍和2.18倍。

表 17　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
17 宝龙 MTN001	2017/08/30	2020/08/30	10
19 宝龙 SCP005	2019/12/19	2020/09/14	3
小计			**13**
16 宝龙债	2016/01/18	2021/01/18	25.56
20 宝龙 SCP001	2020/05/06	2021/01/31	5
19 宝龙 MTN001	2019/03/07	2021/03/07	10
16 宝龙 02	2016/03/07	2021/03/07	4.72
19 宝龙 01	2019/04/01	2021/04/01	3
16 宝龙 03	2016/08/24	2021/08/24	0.32
18 宝龙 01	2018/12/13	2021/12/13	10
小计			**58.60**
19 宝龙 MTN002	2019/06/26	2022/06/26	5
19 宝龙 02	2019/07/15	2022/07/15	6
小计			**11**
20 宝龙 02	2020/03/20	2023/03/20	15
19 宝龙 G1	2019/11/20	2024/11/20	10.70
20 宝龙 01	2020/01/20	2025/01/20	9.30
19 宝龙 A	2019/09/06	2037/09/06	6.50
19 宝龙次	2019/09/06	2037/09/06	0.50
19 宝龙 B	2019/09/06	2037/09/06	2
合计			**130.60**

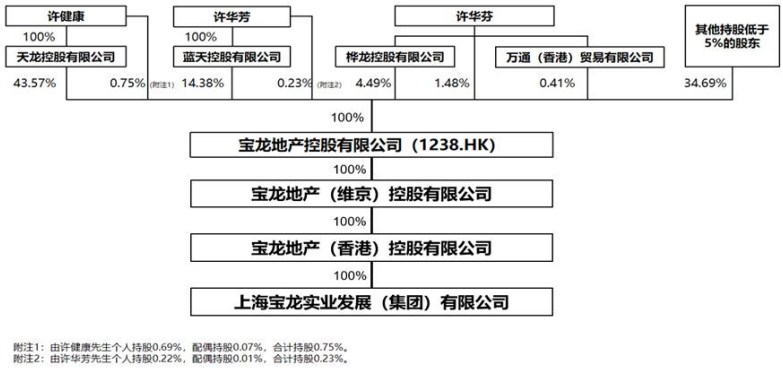
注：表中公司债期限未考虑回售；wind 统计的公司存续债存在错误，故与本表存在偏差
资料来源：企业提供

考虑到公司全部存续债券，以单年最高偿还额58.60亿元进行测算，2019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58.60亿元的1.65倍、7.25倍和0.93倍。

十一、结论

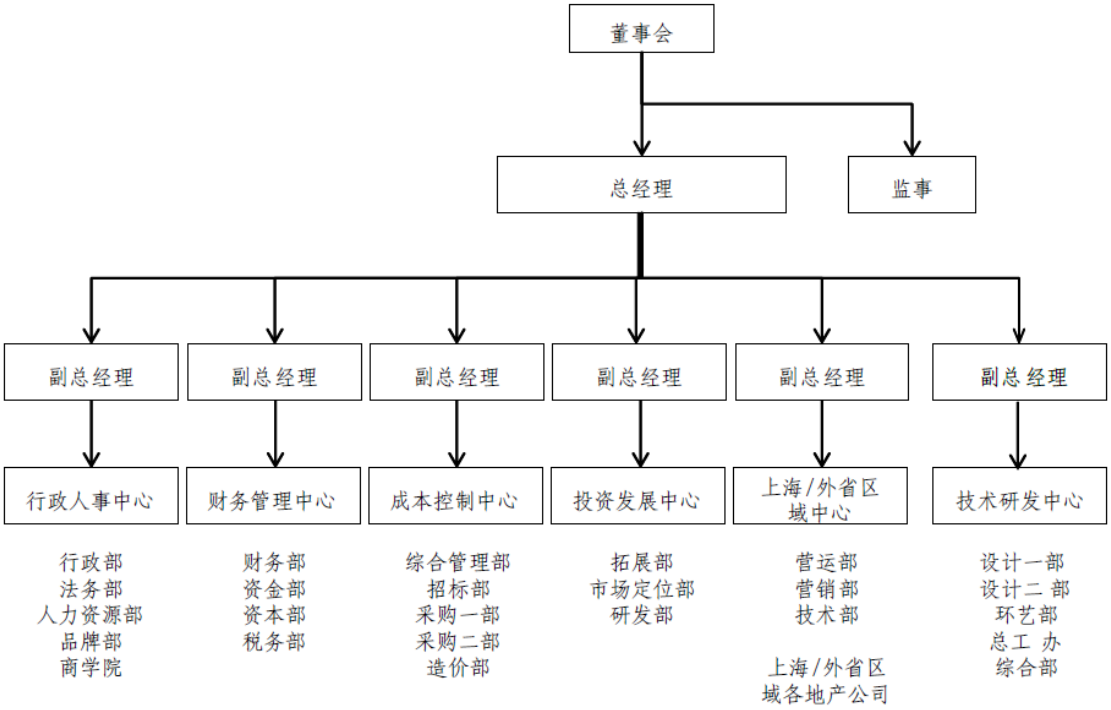
综合评估，联合资信评估有限公司确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司的主体长期信用等级为AA^+，并维持“17宝龙MTN001”“19宝龙MTN001”和“19宝龙MTN002”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附注1：由许健康先生个人持股0.69%，配偶持股0.07%，合计持股0.75%。
附注2：由许华芳先生个人持股0.22%，配偶持股0.01%，合计持股0.23%。

附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	96.78	151.88	170.48	155.84
资产总额(亿元)	856.63	1179.07	1520.41	1527.02
所有者权益(亿元)	342.73	377.09	441.34	446.18
短期债务(亿元)	40.02	71.20	83.35	96.69
长期债务(亿元)	172.41	234.90	267.78	290.80
全部债务(亿元)	212.43	306.10	351.12	387.50
营业收入(亿元)	145.70	170.17	248.46	38.13
利润总额(亿元)	63.68	54.89	90.06	8.07
EBITDA(亿元)	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流(亿元)	24.32	25.62	54.45	-18.20
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.03	11.19	10.95	--
存货周转次数(次)	0.48	0.33	0.35	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.17	0.18	--
现金收入比(%)	107.13	188.74	133.18	110.28
营业利润率(%)	31.34	30.84	31.97	34.66
总资本收益率(%)	9.36	6.17	9.03	--
净资产收益率(%)	14.41	10.19	15.23	--
长期债务资本化比率(%)	33.47	38.38	37.76	39.46
全部债务资本化比率(%)	38.26	44.80	44.31	46.48
资产负债率(%)	59.99	68.02	70.97	70.78
流动比率(%)	134.22	130.93	123.91	128.19
速动比率(%)	63.94	49.02	63.34	60.21
经营现金流动负债比(%)	8.20	5.04	7.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.60	3.34	4.12	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.88	3.13	5.04	--

注：1.2020 年 1－3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	43.97	26.89	7.12
资产总额(亿元)	354.60	329.22	347.40
所有者权益(亿元)	180.27	194.98	199.49
短期债务(亿元)	24.84	16.49	47.45
长期债务(亿元)	51.78	56.02	68.73
全部债务(亿元)	76.62	72.51	116.18
营业收入(亿元)	4.10	6.39	5.59
利润总额(亿元)	-0.14	14.71	0.22
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.65	-20.96	1.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.18	9.29	2.40
存货周转次数(次)	2.25	4.12	1.04
总资产周转次数(次)	0.01	0.02	0.02
现金收入比(%)	102.08	110.83	58.42
营业利润率(%)	61.61	53.21	70.93
总资本收益率(%)	-0.06	5.61	0.14
净资产收益率(%)	-0.08	7.84	0.21
长期债务资本化比率(%)	22.31	22.32	25.62
全部债务资本化比率(%)	29.83	27.11	36.80
资产负债率(%)	49.42	40.78	42.58
流动比率(%)	132.92	177.27	197.26
速动比率(%)	132.17	176.62	193.99
经营现金流动负债比(%)	7.01	-26.79	1.74
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

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/（应收账款净额+应收票据）
存货周转次数	营业成本/存货净额
总资产周转次数	营业收入/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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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+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

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 4-3　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。

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