

# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]983 号

---

上海宝龙实业发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**上海宝龙实业发展有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA+，  
评级展望为“稳定”**

**上海宝龙实业发展有限公司发行的“16 宝龙债”和“16 宝龙 02”  
债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 七月二十七日



---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 上海宝龙实业发展有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 宝龙债	27 亿元	5 年	AA	AA+	2015/9/22
16 宝龙 02	5 亿元	5 年	AA	AA+	2015/9/22

跟踪评级时间: 2016 年 7 月 27 日

主要财务数据:

项 目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	422.73	426.81
所有者权益 (亿元)	149.16	159.64
长期债务 (亿元)	50.46	79.75
全部债务 (亿元)	76.33	100.74
营业收入 (亿元)	53.60	67.76
净利润 (亿元)	7.49	21.24
EBITDA (亿元)	12.34	31.25
经营性净现金流 (亿元)	8.57	12.95
营业利润率 (%)	20.53	31.23
净资产收益率 (%)	--	13.76
资产负债率 (%)	64.71	62.60
全部债务资本化比率 (%)	33.85	38.69
流动比率 (倍)	1.14	1.24
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.90	5.12
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.39	0.98

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。3、公司 2015 年审计报告对 2014 年度财务报表进行了追溯调整, 因此 2014 年度财务数据取自 2015 年度审计报告的期初数据。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

上海宝龙实业发展有限公司 (以下简称“公司”或“宝龙实业”) 作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司 (以下简称“宝龙地产控股”) 在国内最大的房地产经营实体, 在区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备一定优势。2015 年, 随着房地产市场的回暖, 公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长。但公司也面临着房地产市场波动、公司债务集中到期、关联担保规模较大、所有者权益结构稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司自持用于出租的商业物业地理位置优越, 能够带来稳定现金流; 且随着公司在建项目的陆续销售及投入运营, 公司盈利能力较有保证。

宝龙地产控股对“16 宝龙债”和“16 宝龙 02”债券出具了收购承诺函。宝龙地产控股资产规模较大, 整体盈利能力较强, 其承诺对“16 宝龙债”和“16 宝龙 02”债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综上, 联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”, 评级展望维持“稳定”; 同时上调“16 宝龙债”和“16 宝龙 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2015 年, 随着房地产市场回暖, 公司房地产销售规模大幅增长。

2. 公司在建项目规模较大, 未来可售和结转的货值较大, 资金回笼速度较快, 经营现金流状况较好。

3. 公司自持用于出租的物业地理位置优越, 出租率处于较好水平, 能够为公司带来稳定的现金流。

4. 截至 2015 年底, 公司货币资金较为充

裕，对公司短期债务的覆盖程度较高。

#### 关注

1. 房地产行业告别高速发展阶段，行业竞争日趋激烈，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大，部分地区商业地产市场面临饱和，竞争压力较大。

2. 公司目前持有大量商业物业资产以及在在建的商业、住宅等项目，虽然公司的商业物业资产的地理位置较为优越，价值增值潜力很大，但其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，存在较大的不确定性。

3. 截至 2015 年底，公司剩余土地储备主要位于常州、烟台等城市，尽管拿地成本较低，但该等地区经济发展水平相对一线城市较为落后，公司位于该等地区的地产项目可能面临一定的经营风险。

4. 公司面临一定的债务集中偿付压力；所有者权益中，未分配利润占比较大，权益结构稳定性仍偏弱；关联方担保金额较大，公司面临一定的或有负债风险。

#### 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

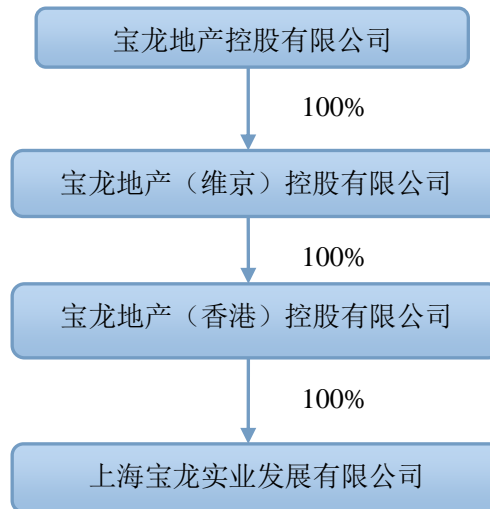


## 一、主体概况

上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“宝龙实业”或“公司”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产（香港）控股”）出资组建的外商独资企业，经上海市商务委员会沪商外资批[2010]296号文件批准设立，由上海市人民政府于2010年2月颁发商外资沪独资字[2010]334号《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，于2010年3月取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》。

公司初始注册资本为人民币1,500万元，后经数次增资，截至2015年底，公司注册资本1.15亿元，由宝龙地产（香港）控股持有公司100%股权。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2015年底，公司下设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心、上海/外省区域中心和宝龙置地七大管理模块，在几大管理模块下分设了相应的管理部门，共计29个职能部门（见附件1），拥有子公司51家。

截至2015年底，公司合并资产总额426.81亿元，负债合计267.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计159.64亿元，其中归属于母公司的所有者权益143.74亿元。2015年，公司实现合并营业收入67.76亿元，净利润（含少数股东损益）21.24亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为21.90亿元；经营活动产生的现金流量净额12.95亿元，现金及现金等价物净增加额为9.54亿元。

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

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]2884号文核准批复，公司获准面向合格投资者公开发行面值不

超过40亿元（含40亿元）的公司债券，公司于2016年1月17日和3月6日分别发行了“上海宝龙实业发展有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券”和“上海宝龙实业发展有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，分别募集资金27.00亿元和5.00亿元，期限均为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；票面利率分别为6.20%和6.00%；已分别于2016年3月23日和4月14日在深交所上市，债券简称分别为“16宝龙债”和“16宝龙02”，债券代码分别为112315和112341。

“16宝龙债”和“16宝龙02”债券无担保，但为依法维护债券持有人的合法权益，保证及时、足额兑付“16宝龙债”和“16宝龙02”债券利息和本金，宝龙地产控股于2015年7月3日出具承诺函，对收购“16宝龙债”和“16宝龙02”债券的相关事宜做出不可撤销的承诺。

截至本报告出具日，“16宝龙债”和“16宝龙02”债券募集资金已经全部用于补充营运资金及偿还公司债务。上述债券目前尚未到达第一个付息日。

### 三、行业分析

公司主要从事房地产开发经营业务，属于房地产行业。

#### 1. 行业概况

2015年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，较上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米，较上年下降31.7%。整体看，房地产行业波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2015年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少14%；土地面积113,235万平方米，同比减少18%；出让金总额为21,793亿元，同比减少10%。土地溢价率方面，2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。整体看，土地供求量均出现较大下滑；但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市则相对较为疲软。

在开发资金来源方面，2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资持续活跃，房企银行间市场中中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。整体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015年全年商品房累计销

售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，截至 2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点。整体看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

在销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。整体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争态势日趋固化，龙头企业的先发优势明显，行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87% 和 22.82%，较上年变化不大；相应的销售面积占比分别达到 11.31% 和 14.62%，较上年增加 0.87 和 0.97 个百分点。整体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

## 2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行五次降息降准，经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求方面进行调整。2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业未来仍将受政策影响进而出现比较明显的行业波动。

## 3. 行业关注

### （1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015 年底，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

### （2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015 年，按 Wind 资讯数据，房地产板块资产负债率为 76.41%，较

2014 年底提高了 1.83 个百分点，房地产板块整体债务率较高。

### （3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

### （4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

## 4. 行业发展

### （1）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

### （2）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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。

## 四、管理分析

2015 年，公司核心管理团队以及管理制度均未发生变化。目前公司核心管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

## 五、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，收入规模较大；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。2015 年，公司营业收入由上年的 53.60 亿元增长 26.41%至 67.76 亿元，主要系物业结转收入大幅增长所致；由于投资性房地产公允价值变动收益大幅增长，公司净利润由上年的 7.49 亿元大幅增长 183.70%至 21.24 亿元。

从营业收入构成看，2015 年公司出售物业收入同比大幅增长 31.64%至 62.23 亿元，主要系房地产项目结转规模增加所致，出售物业收入占营业收入的比重也上升 3.65 个百分点至 91.84%；出租物业收入同比减少 10.52%至 2.82 亿元，占营业收入的比重为 4.16%，主要系 2015 年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场根据经营情况调整了商户，进而冲回部分按直线法确认的租金收入导致上述项目租金收入下降所致；得益于 2015 年公司纳入合并范围的酒店数量增加，酒店收入同比大幅增



长 193.79%至 2.08 亿元，占营业收入的比重为 3.06%；公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，2015 年其他收入大幅下降 74.30%至 0.64 亿元，占公司营业收入的比重仅为 0.94%，对营业收入的影响较小。

表 1 2014~2015 年公司营业收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2014 年			2015 年			2015 年收入同比变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
出售物业收入	472,728.98	88.19	27.90	622,304.71	91.84	42.31	31.64
出租物业收入	31,477.72	5.87	89.00	28,166.01	4.16	87.45	-10.52
酒店收入	7,063.79	1.32	-55.90	20,752.67	3.06	4.19	193.79
其他收入	24,763.41	4.62	8.03	6,365.34	0.94	26.09	-74.30
<b>合计</b>	<b>536,033.90</b>	<b>100.00</b>	<b>29.46</b>	<b>677,588.72</b>	<b>100.00</b>	<b>42.87</b>	<b>26.41</b>

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况看，由于公司物业销售收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对公司整体毛利率水平影响较大，2015 年，物业销售毛利率为 42.31%，同比上升 14.41 个百分点，主要系 2015 年结转项目中毛利率水平较高的商业物业占比较高所致；物业出租毛利率为 87.45%，基本与上年持平，仍维持在较高水平；酒店业务毛利率为 4.19%，扭转了上年的亏损状态，2014 年公司酒店业务亏损主要系公司将酒店折旧费用计入营业成本所致；2015 年，得益于纳入合并范围的酒店增加，公司酒店业务毛利率转正。得益于物业销售业务毛利率水平大幅上升，公司整体毛利率水平上升 13.41 个百分点至 42.87%。

总体看，房地产销售收入仍然是公司营业收入的主要来源，2015 年，得益于物业结转规模的增加，公司房地产销售收入大幅增长；随着房地产市场的回暖，物业销售毛利率上升带动公司整体盈利水平上升。

## 2. 业务运营

### （1）房地产开发

#### 土地储备情况

公司项目聚焦上海，将二、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。根据公司的开发策略与开发节奏，土地招拍挂成功且缴清土地款获得土地证后，立即办理开工手续。一般在拿地后 3~6 月获得施工许可证进场施工。2014 年，公司获得多个地块储备，且全部处于开工阶段，因此 2015 年公司拿地速度放缓，以消化存量为主。

2015 年，公司新获取土地储备 2 块，为上海吴泾宝龙广场项目和上海宝山宝杨路项目，全部为商业用地。截至 2015 年底，公司储备土地总建筑面积合计 810.66 万平方米，已竣工面积 290.12 万平方米，在建面积 302.33 万平方米，剩余储备面积 218.21 万平方米。公司剩余土地储备中面积较大的项目主要是烟台海阳宝龙城、常州宝龙广场和上海宝山宝杨路地块。其中烟台海阳宝龙城和常州宝龙广场地块由于拿地时间较早，因此土地获取成本较低，楼面地价分别为 212.00 元/平方米和 291.00 元/平方米；上海宝山宝杨路地块是公司 2015 年所拿地块，楼面地价为 4,561.00 元/平方米。根据公司过往开发数据来看，公司剩余土地储备大致可以满足未来 2~3 年的开发需求，且公司土地获取成本整体相对较低，未来利润率较有保证，公司已确定以上海为中心，南京，苏州，杭州，厦门，福州为五大核心城市，持续深耕。公司位于烟台海阳的项目由于拿地较早，拿地成本比较低，土地剩余储备面积较大，目前销售状况一般，根据公司最新的战略调整，该项目

已不符合公司的发展方向，因此拟在 2016 年转让该项目。

表 2 截至 2015 年底公司土地储备情况（单位：元/平方米，万平方米）

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	剩余储备面积
上海七宝宝龙城	商业	2013	4,907.00	38.10	23.25	14.85	0.00
上海虹桥宝龙天地	商业/住宅	2012	3,358.00	32.04	12.45	19.59	0.00
上海嘉定宝龙广场	商业	2014	1,447.00	19.29	0.00	19.29	0.00
上海宝山宝龙广场	商业	2014	3,571.00	3.59	0.00	3.59	0.00
上海青浦宝龙广场	商业	2014	3,172.00	34.71	0.00	34.71	0.00
上海吴泾宝龙广场	商业	2015	4,935.00	9.27	0.00	9.27	0.00
上海宝山宝杨路地块	商业	2015	4,561.00	26.79	0.00	0.00	26.79
常州宝龙广场	商业/住宅	2008	291.00	105.37	36.88	26.51	41.98
无锡宝龙湖畔花城	商业/住宅	2009	369.00	35.07	22.39	7.99	4.69
苏州太仓宝龙广场	商业/住宅	2006	183.00	28.85	26.64	0.00	2.21
杭州滨江宝龙城	商业	2013	4,701.00	39.70	0.00	25.62	14.08
天津滨海宝龙城	商业/住宅	2010	401.00	75.87	0.00	66.44	9.43
烟台海阳宝龙城	商业/住宅	2009	212.00	93.46	13.88	0.00	79.58
洛阳宝龙广场	商业/住宅	2006	223.00	137.07	106.70	12.22	18.15
厦门宝龙一城	商业	2013	1,841.00	38.30	0.00	38.30	0.00
泉州晋江宝龙广场	商业/住宅	2012	1,276.00	82.04	47.93	12.84	21.27
漳州宝龙将军一号	商业/住宅	2013	865.00	11.13	0.00	11.13	0.00
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>810.66</b>	<b>290.12</b>	<b>302.33</b>	<b>218.21</b>

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司主要以在建项目为主，拿地速度有所放缓，根据公司过往开发情况，公司尚未开发土地储备大致能满足未来 2~3 年的开发需求，公司整体拿地成本较低，但公司位于三四线城市地区的商业物业项目面临一定经营风险。

### 项目开发情况

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。2015 年，公司采购结算方式未发生变化。

2015 年，公司仍然采用独立开发的开发模式。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。

从项目开发数据看，2015 年，公司新开工项目 4 个；新开工面积 115.42 万平方米，同比大幅增长 56.57%，主要系房地产市场回暖，公司加大了开发力度所致。截至 2015 年底，公司在建面积 154.45 万平方米，较上年末有所增长。2015 年，公司房地产开发完成投资 44.35 亿元，基本与上年持平。

表 3 2014~2015 年公司房地产开发数据

项目	2014 年	2015 年
房地产开发完成投资（亿元）	46.55	44.35
新开工项目数（个）	5	4
新开工面积（万平方米）	73.72	115.42
房屋竣工面积（万平方米）	132.88	100.09
期末在建面积（万平方米）	139.12	154.45

资料来源：公司提供

从在建项目看，截至 2015 年底，公司在建项目总计 15 个，总投资额 340.54 亿元，已累计完成投资 268.68 亿元，尚需投资额 71.86 亿元；所开发项目总建筑面积 594.16 万平方米。具体在建项目见下表。

表 4 截至 2015 年底公司在建项目情况（单位：万平方米，万元）

项目	占地面积	总建筑面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
上海七宝宝龙城	8.37	39.09	350,000.00	326,618.20	23,381.80
上海青浦宝龙广场	6.36	34.74	290,000.00	229,630.20	60,369.80
上海嘉定宝龙广场	4.09	19.53	121,658.15	69,918.10	51,740.05
上海曹路宝龙广场	7.12	17.02	154,000.00	154,000.00	0.00
上海虹桥宝龙城	14.74	30.00	244,000.00	238,120.15	5,879.85
上海奉贤宝龙广场	4.07	17.91	143,700.00	126,948.80	16,751.20
杭州滨江宝龙广场	7.69	27.73	341,046.00	260,726.02	80,319.98
天津滨海宝龙城	44.45	68.30	250,000.00	155,742.35	94,257.65
厦门宝龙一城	7.40	38.27	258,000.00	149,158.40	108,841.60
晋江宝龙广场	13.54	81.80	470,000.00	324,425.45	145,574.55
无锡宝龙湖畔花城	15.66	35.01	110,000.00	93,256.35	16,743.65
漳州宝龙将军一号	2.57	11.06	68,400.00	38,739.51	29,660.49
安溪宝龙广场	8.69	33.20	129,612.00	129,612.00	0.00
洛阳宝龙广场	35.56	136.90	450,000.00	366,243.10	83,756.90
上海宝山宝龙广场	1.40	3.60	25,000.00	23,676.90	1,323.10
<b>合计</b>	<b>181.71</b>	<b>594.16</b>	<b>3,405,416.15</b>	<b>2,686,815.53</b>	<b>718,600.62</b>

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司加大了开工力度，公司期末在建面积较大，需要相应的投资规模，公司面临较大的资金支出压力。

#### 物业销售情况

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。2015 年，公司的销售方式没有发生变化。

从房地产销售数据看，2015 年公司协议销售面积同比大幅增长 54.35%至 72.90 万平方米，主要系房地产市场回暖以及公司达到预售条件的项目增加所致；合同销售均价同比上升 19.05%至 12,256.00 元/平方米，主要系 2015 年房地产市场回暖，部分达预售项目的均价较高所致；得益于合同销售面积和合同销售均价双重上涨影响，公司房地产协议销售金额同比大幅上升 83.79%至 89.36 亿元。

从结转情况看，2015 年公司房地产结转面积同比增长 66.80%至 61.35 万平方米，主要系达结

转条件的项目增加所致；结转收入同比大幅增长 31.64%至 62.23 亿元。

表 5 2014~2015 年公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年	2015 年同比增长 (%)
协议销售面积 (万平方米)	47.23	72.90	54.35
协议销售均价 (元/平方米)	10,295.02	12,256.00	19.05
协议销售金额 (亿元)	48.62	89.36	83.79
结转面积 (万平方米)	36.78	61.35	66.80
结转收入 (亿元)	47.27	62.23	31.64

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在建项目总建筑面积 594.16 万平方米，已完工面积 426.20 万平方米，总可售面积 339.70 万平方米，已销售面积 268.95 万平方米，待售面积 70.75 万平方米。根据公司过往销售情况，公司待售物业面积可满足公司 1~2 年的销售需求。

表 6 截至 2015 年底公司在建项目销售情况 (单位：万平方米)

项目名称	权益比例	完工进度	总建筑面积	已完工面积	可售面积	已销售面积	待售面积
上海七宝宝龙城	100%	59.35%	39.09	23.20	15.14	12.45	2.69
上海青浦宝龙广场	100%	63.45%	34.74	22.04	11.14	6.73	4.41
上海嘉定宝龙广场	100%	57.47%	19.53	11.22	6.38	2.94	3.45
上海曹路宝龙广场	100%	98.71%	17.02	16.80	7.58	7.10	0.49
上海虹桥宝龙城	100%	97.59%	30.00	29.28	22.22	15.46	6.76
上海奉贤宝龙广场	100%	100.00%	17.91	17.91	11.06	5.66	5.40
杭州滨江宝龙广场	100%	76.45%	27.73	21.20	4.59	2.79	1.80
天津滨海宝龙城	100%	62.30%	68.30	42.55	48.41	35.56	12.86
厦门宝龙一城	100%	57.81%	38.27	22.13	6.90	3.78	3.12
晋江宝龙广场	100%	58.56%	81.80	47.90	40.26	31.79	8.46
无锡宝龙湖畔花城	100%	63.98%	35.01	22.40	25.02	20.77	4.25
漳州宝龙将军一号	100%	56.64%	11.06	6.26	8.06	5.18	2.88
安溪宝龙广场	100%	100.00%	33.20	33.20	26.93	25.41	1.52
洛阳宝龙广场	100%	77.94%	136.90	106.70	104.60	92.90	11.71
上海宝山宝龙广场	100%	94.71%	3.60	3.41	1.40	0.45	0.95
<b>合计</b>	--	--	<b>594.16</b>	<b>426.20</b>	<b>339.70</b>	<b>268.95</b>	<b>70.75</b>

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司房地产合同销售面积及销售金额大幅增长；结转方面，得益于达结转条件项目的增加，公司结转收入大幅增长。公司目前在建项目的待售面积可满足公司未来 1~2 年的销售。

## (2) 物业出租

在房地产开发的过程中，对于部分地理位置优越、未来增值潜力巨大的商业物业，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。公司出租物业类型主要为购物商场，物业分别位于上海，江苏省的无锡市、宿迁市、盐城市，福建省的福州市、晋江市及安溪县，山东省的泰安市、青岛市城阳区、即墨市和李沧区，河南省的郑州市、洛阳市和新乡市以及安徽省的蚌埠市。2015 年，公司自持物业除已满租物业外，出租率同比均有所上升，2015 年公司实现租金收入 2.82 亿元，较上年减少 10.28%，主要系 2015 年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场租金收入减少所致。上述项目



租金减少的原因是公司目前租金收入采用直线法确认收入，即按照签约年限租金总额分摊至每年来确认租金收入，而实际收取租金是按照逐年递增的比例来收取，2015 年郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场项目因经营情况对商户进行了调整，因此冲回部分之前按直线法确认的租金收入。

表 7 2014~2015 年公司各物业出租情况明细（单位：万平方米，元/平方米/月）

项目名称	建筑面积	物业概况	出租率		平均租金	
			2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
福州宝龙广场	22.14	商业	100.00%	100.00%	72.00	75.00
郑州宝龙广场	25.16	商业	52.00%	63.00%	37.00	40.00
蚌埠宝龙广场	49.86	商业	45.00%	49.00%	40.00	40.00
洛阳宝龙广场	136.95	商业	90.00%	92.00%	50.00	50.00
城阳宝龙广场	70.71	商业	50.00%	52.00%	42.00	42.00
宿迁宝龙广场	48.61	商业	97.00%	100.00%	46.00	46.00
晋江宝龙广场	81.85	商业	81.00%	85.00%	48.00	48.00
曹路宝龙广场	17.02	商业	100.00%	100.00%	60.00	60.00
安溪宝龙广场	33.20	商业	91.00%	99.00%	46.00	46.00
上海奉贤宝龙广场	17.91	商业	未开业	91.00%	未开业	68.00
上海宝山宝龙广场	3.60	商业	未开业	95.00%	未开业	55.00
苏州宝龙商业街	23.48	商业	--	--	36.00	40.00
无锡宝龙湖畔花城商业街	35.01	商业	--	--	32.00	34.00
泰安宝龙商业街	28.35	商业	--	--	36.00	39.00
<b>合计</b>	<b>593.85</b>	<b>--</b>			<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司通过经营和出租物业能够获得持续稳定收益及现金流，降低房地产销售单一业务模式带来的经营风险，2015 年，由于郑州宝龙广场和蚌埠宝龙广场租金收入的调整，公司物业出租收入有所下降。

### （3）酒店经营

截至 2015 年底，公司纳入合并范围共 7 家酒店，分别是太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、泰安宝龙福朋酒店、蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店和上海宝龙丽笙酒店，2015 年得益于青岛宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、泰安宝龙福朋酒店、蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店和上海宝龙丽笙酒店 6 家酒店新纳入合并范围，公司酒店收入同比大幅增长 193.79%至 2.07 亿元。2015 年，公司酒店平均客房单价 460 元/天/间，较上年的 425 元/天/间有所上升；酒店平均入住率为 87%，与上年的 86%基本持平。

总体看，2015 年，得益于纳入合并范围的酒店数量的增加，公司酒店收入大幅增长。

## 3. 经营关注

（1）公司目前持有大量商业物业资产以及在建的商业、住宅等项目，虽然公司的前述资产的地理位置较为优越，价值增值潜力大，但其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，价值波动存在较大的不确定性。同时，受政府宏观调控及商业物业发展成熟等因素影响，近年来房地产价格增长缓慢，对公司未来收益造成不利影响。

（2）截至 2015 年底，公司剩余土地储备主要位于常州、烟台等城市，尽管拿地成本较低，但该等地区经济发展水平相对一线城市较为落后，公司位于该等地区的商业物业项目可能面临一定的经营风险。

(3) 截至2015年底，公司在建项目仍需较大规模投资，公司面临较大的资金需求压力。

#### 4. 未来发展

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

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

在商业运营方面，公司将坚持打造商业运营为公司第一竞争力，突破经营效益，提升资产价值。未来公司将结合项目特色，打造三大商业产品线，分别为高端产品线宝龙一城，中高端产品线宝龙城，中端主流产品宝龙广场，以更好地服务消费者。

在财务规划方面，公司目标为进一步优化债务结构，降低融资成本。拓宽融资渠道，整合宝龙地产控股的资源，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。

## 六、财务分析

公司2015年财务报表已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年公司合并范围内新增子公司7家，其中新设子公司5家，同一控制下合并子公司2家；合并范围内减少子公司1家（详见下表）。截至2015年底，公司合并范围内共有子公司51家。公司2015年审计报告对2014年财务数据进行了追溯调整，年初数较2014年审计报告年末数有所不同。公司合并范围内新增和减少的子公司资产和权益规模较小，公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

表8 2015年公司合并范围变化情况（单位：万元）

时间	变动情况	公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权比例
2015年	投资设立	上海宝龙精骏房地产开发有限公司	5,000	地产开发	100%	100%
	投资设立	上海豪祥餐饮管理有限公司	1,000	餐饮管理	100%	100%
	投资设立	上海宝龙富闽房地产开发有限公司	10,000	地产开发	100%	100%
	投资设立	上海崇旭投资管理有限公司	1,000	投资管理	100%	100%
	投资设立	上海樽昶投资管理有限公司	1,000	投资管理	100%	100%
	同一控制下企业合并	常州宝龙置业发展有限公司	57,214.12	地产开发	100%	100%
	同一控制下企业合并	烟台宝龙体育置业有限公司	37,083.57	地产开发	100%	100%
	处置子公司	镇江宝镇投资有限公司	--	--	--	--

资料来源：公司审计报告

注：公司于2010年12月26日与宝龙地产（香港）控股签订《委托经营管理合同》，根据该合同协议约定，宝龙地产（香港）控股将其持有的福州宝龙房地产发展有限公司100%股权的表决权及日常经营管理权力全部授权给公司，同时，公司享有福州宝龙房地产开发公司每年利润的51%作为回报。根据上述协议，公司拥有实际控制福州宝龙房地产发展有限公司的相关权力并享有与该权力相关的可变回报，故公司将福州宝龙房地产发展有限公司及其控制的子公司纳入合并报表范围。公司于2015年11月11日与宝龙地产（香港）控股签订《股权转让协议》，宝龙地产（香港）控股以其持有的福州宝龙房地产发展有限公司100%股权作价800万美元对公司进行增资。截止2015年12月末，福州宝龙房地产发展有限公司已取得福州市台江区商务局台商务(2015)87号《关于同意福州宝龙房地产发展有限公司股权转让有关事项的批复》，并办理了相关登记手续。故公司在2015年12月对福州宝龙房地产发展有限公司由协议控制变为实际持有其100%股权。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 426.81 亿元，负债合计 267.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 159.64 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 143.74 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 67.76 亿元，净利润（含少数股东损益）21.24 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 21.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.95 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.54 亿元。

#### 1. 资产及负债结构

##### 资产

截至2015年底，公司资产总额426.81亿元，较年初微幅增长0.97%；公司资产构成中，流动资产占比47.61%，非流动资产占比52.39%，流动资产占比较年初下降7.56个百分点，公司资产构成转为以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产203.21亿元，较年初大幅减少12.87%，主要系其他应收款大幅减少所致。截至2015年底，公司流动资产主要由货币资金（占比28.16%）、应收账款（占比4.69%）和存货（占比61.45%）构成。

截至2015年底，公司货币资金57.22亿元，较年初增长14.93%，主要系金融机构借款增加所致。其中预售物业建筑款保证金、银行贷款保证金等各类保证金构成的受限资金14.44亿元，占比25.24%，公司受限货币资金占比一般。

截至2015年底，公司应收账款账面余额9.63亿元，计提坏账准备0.10亿元，计提比例1.04%，账面价值9.53亿元，较年初小幅减少。其中应收售楼款5.00亿元，计提坏账准备0.08亿元，计提比例1.60%，账龄主要集中在1年以内（余额占比96.09%），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0.12亿元，计提坏账准备0.02亿元，计提比例16.68%；直线法下的第三方应收租金、关联方及其他款项4.51亿元，其中应收租金3.12亿元，应收关联方款项1.34亿元，其他0.06亿元，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2.45亿元，占比25.39%，集中度一般。

截至2015年底，公司其他应收款账面价值4.35亿元，未计提坏账准备，较年初大幅减少91.11%，主要系与关联方之间的资金拆借大幅减少所致。截至2015年底，公司其他应收款主要是拍地保证金、项目用电用水保证金等各类保证金款项，账龄主要集中在一年以内。

截至2015年底，公司存货账面价值124.86亿元，公司认为存货不存在明显减值迹象，故未计提跌价准备，公司存货账面价值较年初变动不大。公司存货中，在建开发产品79.56亿元，占比63.72%；已完工开发产品45.30亿元，占比36.28%。公司存货中用于债务担保的账面价值39.44亿元，占比31.58%。

截至2015年底，公司非流动资产总额223.60亿元，较年初增长18.00%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比7.08%）和投资性房地产（占比81.21%）构成。

截至2015年底，公司长期股权投资账面余额15.82亿元，较年初减少0.55亿元，主要为对合营企业和联营企业的投资，按权益法核算，因未发现存在明显减值迹象，未计提减值准备。从被投资单位看，2015年，公司对天津宝龙金骏房地产开发有限公司、盐城宝龙置业发展有限公司、重庆宝龙长润置业发展有限公司、新乡宝龙置业发展有限公司和青岛宝龙置业发展有限公司等单位权益法下确认的投资收益合计0.11亿元，本年发放现金股利或利润合计0.66亿元。

截至2015年底，公司投资性房地产账面价值181.57亿元，较年初增长19.01%，主要系上海吴

泾宝龙广场、上海奉贤宝龙广场、上海宝山宝龙广场和洛阳宝龙广场项目部分物业转入所致，新转入项目成本15.35亿元。2015年，得益于房地产市场回暖，公司投资性房地产公允价值较年初增长13.65亿元。截至2015年底，公司投资性房地产成本93.10亿元，公允价值变动88.47亿元。公司投资性房地产中用于担保的金额为92.19亿元，占比50.77%。

截至2015年底，公司所有权或使用权受限资产情况如下表所示，受限资产金额合计159.59亿元，占资产总额的比重为37.39%，受限资产占比一般。

表9 截至2015年底公司受限资产明细情况（单位：万元，%）

项 目	金 额	占资产总额比重
货币资金	144,434.06	3.38
存货	394,371.84	9.24
投资性房地产	921,892.80	21.60
固定资产	33,170.19	0.78
无形资产	61,039.94	1.43
在建工程	40,978.10	0.96
<b>合 计</b>	<b>1,595,886.93</b>	<b>37.39</b>

资料来源：公司提供

总体看，2015年公司资产规模变动不大，资产结构比较均衡；流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征；公司回收大量关联方借款，其他应收款规模大幅下降；非流动资产中投资性房地产占比较大，易受投资性房地产公允价值变动影响；公司受限资产占比一般；整体看，公司资产质量一般。

#### 负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计267.17亿元，较年初减少2.34%，变动较小。公司负债构成中，流动负债占比61.12%，非流动负债占比38.88%，公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债163.30亿元，较年初大幅减少20.10%，主要系其他应付款的大幅减少所致。公司流动负债主要以应付账款（占比17.86%）、预收款项（占比18.94%）、应交税费（占比11.62%）、应付股利（占比5.71%）、其他应付款（占比32.86%）和一年内到期的非流动负债（占比7.87%）为主。

截至2015年底，公司应付账款29.17亿元，较年初大幅增长42.10%，主要系随着在建项目开工力度的加大，公司应付工程款和材料款大幅增长所致。公司账龄超过一年的应付账款5.14亿元，占比17.62%，主要为质保金及部分材料质量问题有争议尚未结算的待支付款项。

截至2015年底，公司预收款项30.94亿元，较年初大幅增长21.64%，主要系随着房地产市场回暖，公司项目的预售规模大幅增长所致。公司预收款项主要为预收售楼款（占比99.83%）。

截至2015年底，公司应交税费18.98亿元，较年初大幅增长51.82%，主要系随着收入规模的扩大应交的企业所得税和土地增值税大幅增长所致。

截至2015年底，公司应付股利9.33亿元，较年初大幅增长8,093.89%，主要系2015年子公司福州宝龙房地产发展有限公司向宝龙地产（香港）控股分红9.23亿元所致。根据公司于2010年12月与宝龙地产（香港）控股签订的《委托经营管理合同》，宝龙地产（香港）控股将其持有的福州宝龙房地产发展有限公司100%股权的表决权及日常经营管理权力全部授权给公司，同时，公司享有福州宝龙房地产开发公司每年利润的51%作为回报。

截至2015年底，公司其他应付款53.66亿元，较年初大幅下降55.19%，主要系应付关联方往来



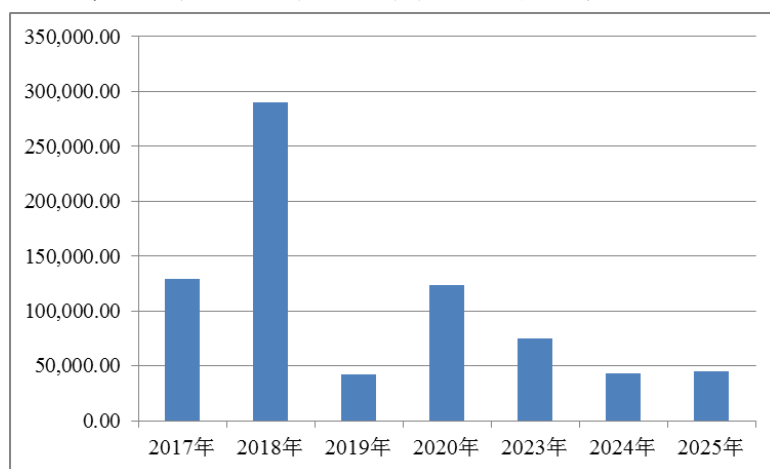
款大幅减少所致。公司其他应付款中，应付关联方往来款占比88.81%。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债12.85亿元，较年初大幅下降25.55%，主要系公司对到期债务进行了偿还所致。其中，一年内到期的长期借款占比99.78%，应付债券利息占比0.22%。

截至2015年底，公司非流动负债合计103.87亿元，较年初大幅增长50.17%，主要系长期借款大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比72.02%）和递延所得税负债（占比23.22%）构成。

截至2015年底，公司长期借款74.81亿元，较年初大幅增长48.24%，主要系公司获得针对上海七宝项目和厦门宝龙国际中心项目的银团贷款所致。截至2015年底，公司长期借款期限结构如下图所示，其中2018年公司长期借款到期规模较大，公司面临一定集中偿付压力。

图2 截至2015年底公司长期借款到期期限结构情况（单位：万元）



资料来源：联合评级根据公司提供资料整理

截至2015年底，公司新增应付债券4.94亿元，主要系公司2015年发行了规模为5亿元的“上海宝龙实业发展有限公司2015年非公开发行公司债券（第一期）”（债券简称：15沪宝01）所致。

截至2015年底，公司递延所得税负债24.12亿元，较年初增长28.96%，主要系本年公允价值变动收益大幅增长所致。

截至2015年底，公司全部债务合计100.74亿元，较年初大幅增长31.98%，主要系长期借款大幅增加所致。其中短期债务20.99亿元（占比20.84%），长期债务79.75亿元（占比79.16%），公司债务结构以长期债务为主，债务结构有待优化。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.60%、38.69%和33.31%，其中资产负债率较年初下降2.11个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初上升4.84和8.03个百分点。总体看，公司债务水平有所上升，但整体尚在合理范围。

公司下属子公司上海宝龙康晟房地产发展有限公司于2014年6月募集永续债7亿元，上海康睿房地产发展有限公司于2014年12月募集永续债6亿元。上述两笔永续债均无固定还款期限，计入“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点，分别将其从所有者权益中剔除并将其做为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，截至2015年末，公司全部债务合计113.74亿元，其中短期债务占比18.46%、长期债务占比81.54%；公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.64%、43.68%和38.74%，整体仍处于合理范围。

截至2015年底，公司所有者权益合计159.64亿元，较年初增长7.02%，主要系未分配利润的增长所致。其中归属于母公司的所有者权益143.74亿元（占比90.04%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本10.49亿元（占比7.30%），资本公积5.93亿元（占比4.13%），其他权益工具（永续债）13.00亿元（占比9.04%），盈余公积0.64亿元（占比0.45%），未分配利润113.67亿元（占比79.08%）。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益的结构稳定性偏弱。

截至2015年底，公司实收资本10.49亿元，较年初大幅增长9.34亿元，主要系公司控股股东宝龙地产（香港）控股以股权作价对公司进行增资9.34亿元所致。

截至2014年底，公司资本公积9,558.60元。公司2015年报表对上年报表进行了追溯调整，资本公积2015年期初数由9,558.60元调整为15.28亿元，主要系本期公司从母公司宝龙地产(香港)控股取得常州宝龙置业发展有限公司90%股权、烟台宝龙体育置业有限公司95%股权、福州宝龙房地产发展有限公司(原协议控制)100%股权，构成同一控制下企业合并，在编制合并当期的比较报表时，视同参与合并各方在最终控制方开始实施控制时即以目前的状态存在，对比较报表进行调整，增加资本公积(资本溢价) 1,527,781,506.40元。

截至2015年底，公司资本公积由年初的15.28亿元减少9.34亿元至5.93亿元，主要系公司本期因同一控制下企业合并取得常州宝龙置业发展有限公司、烟台宝龙体育置业有限公司和福州宝龙房地产发展有限公司股权所致。

总体看，2015年，公司流动负债大幅下降，非流动负债大幅增长，整体负债规模小幅下降；从债务角度看，长期借款大幅增长带动债务规模大幅攀升，公司债务以长期债务为主，面临一定集中偿付压力，公司债务水平尚处于合理范围；公司所有者权益结构稳定性仍偏弱。

## 2. 盈利能力

2015年，公司营业收入67.76亿元，同比大幅增长26.41%，主要系房地产结转收入大幅增长所致；营业成本38.71亿元，同比增长2.39%，增幅相对较小。由于营业收入增幅大于营业成本，公司营业利润率同比上升10.69个百分点至31.23%。

期间费用方面，2015年，公司费用总额5.62亿元，同比减少14.13%，主要系管理费用和财务费用的减少所致。费用构成中，销售费用占48.81%，管理费用占49.39%，财务费用占1.80%。公司销售费用同比小幅增长3.32%至2.74亿元；管理费用同比减少15.83%至2.78亿元，主要系公司控制成本，大幅减少办公费和其它杂费，以及公司上海奉贤宝龙广场和上海宝山宝龙广场等项目接近完工，人力成本下降所致；财务费用同比大幅减少82.93%至0.10亿元，主要系利息收入增长、本年支付的保函手续费和借款产生的融资手续费下降以及2015年贷款基准利率下降导致公司贷款利息支出减少所致。公司费用收入比为8.30%，同比下降3.92个百分点。公司费用控制能力有所增强，且处于较好水平。

利润构成方面，2015年，公司资产减值损失-0.69亿元，主要是前期计提的应收账款坏账准备于本期收回所致。公司公允价值变动收益13.65亿元（占利润总额比重为45.77%），同比大幅增长184.52%，主要系2015年房地产行业景气度较好，投资性房地产公允价值变动较大所致。公司投资收益0.17亿元（占利润总额比重为0.57%），同比大幅减少82.44%，主要系对合营或联营企业的投资收益减少所致。公司营业外收入0.06亿元（占利润总额比重为0.20%），同比减少95.85%，主要系政府补助大幅减少所致。2015年，得益于房地产市场回暖，公司房地产销售收入和投资性房地产公允价值变动收益大幅增长带动公司利润水平大幅增长，公司利润总额29.82亿元，同比大幅增长162.81%；净利润21.24亿元，同比大幅增长183.70%，其中归属于母公司所有者的净利

润为 21.90 亿元，占比 103.12%。

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.89%、7.10% 和 13.76%。

总体看，2015 年，得益于公司房地产结转收入和投资性房地产公允价值变动收益大幅增长，公司利润和净利润大幅增长；公司费用控制能力较强。整体看，公司盈利能力较强。

### 3. 现金流

从经营活动看，2015 年，得益于公司房地产物业销售情况较好，公司经营活动现金流入大幅增长 27.86% 至 73.23 亿元；同期由于在建项目开工力度的加大，公司经营活动现金流出也呈大幅增长态势，同比增长 23.76% 至 60.27 亿元；公司经营活动现金流量净额为 12.95 亿元，同比大幅增长 51.11%。2015 年，公司现金收入比为 105.70%，较上年变动不大，处于较好水平。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入 17.46 亿元，较上年变动不大，主要是从关联方收回资金；公司投资活动现金流出 18.71 亿元，较上年大幅减少 44.82%，主要系 2014 年公司购买土地支付的现金规模较大所致；2015 年，公司投资活动现金流量净额为 -1.25 亿元，仍呈净流出状态，但规模大幅下降。

从筹资活动看，2015 年，公司筹资活动现金流入 92.88 亿元，同比小幅增长 6.66%，构成主要是取得借款收到的现金（占比 70.72%）和收到关联方借款等其他与筹资活动有关的现金（占比 23.96%）；公司筹资活动现金流出 95.05 亿元，同比大幅增长 33.71%，主要系 2015 年偿还了大量债务所致；由于本年偿还了大量债务，公司筹资活动现金流量净额由上年的净流入状态转为净流出状态，净流出 2.17 亿元。

总体看，2015 年，得益于房地产销售规模的增长，公司经营活动产生的现金呈净流入状态，且流入规模大幅增长；投资活动产生的现金呈净流出状态，但规模大幅下降；由于筹资压力下降，公司 2015 年偿还了大量债务，筹资活动产生的现金转为净流出状态。

### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.24 倍和 0.48 倍，较上年均无较大变化；得益于长期借款增加带来的现金类资产的增长，公司现金短期债务比由上年的 1.93 倍上升至 2.73 倍；得益于经营活动现金流量净额的大幅增长，公司经营现金流动负债比率由上年的 4.19% 上升至 7.93%。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2015 年，得益于利润水平的大幅上升，公司 EBITDA 同比大幅增长 153.25% 至 31.25 亿元；公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 95.41%）构成。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.90 倍大幅上升至 5.12 倍；EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍上升至 0.31 倍。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较好，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司获得各银行综合授信额度 135.24 亿元，尚未使用额度 18.66 亿元，考虑到公司的在建规模，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年底，公司对外担保余额 36.99 亿元，占公司净资产的 23.17%，被担保企业全部为关联方，具体情况如下表所示。若被担保企业经营不善，公司面临一定的或有负债风险。

表 10 截至 2015 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	与公司关系	担保金额	担保到期日
富阳宝龙房地产开发有限公司	关联方	30,000.00	2017/04/20
天津骏龙商业管理有限公司	关联方	6,300.00	2018/04/22
厦门华龙商业地产管理有限公司	关联方	60,000.00	2017/10/27
郑州宝龙商业物业管理有限公司	关联方	500.00	2016/07/23
厦门联商物流有限公司	关联方	6,000.00	2016/03/03
拓邦企业管理(上海)有限公司	关联方	2,100.00	2016/06/24
天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司	关联方	100,000.00	2016/06/20
天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司	关联方	81,000.00	2016/06/20
杭州萧山宝龙置业有限公司	关联方	50,000.00	2017/09/22
阜阳宝龙展耀置业有限公司	关联方	34,000.00	2016/10/30
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>369,900.00</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2016 年 3 月 14 日，公司未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录；已结清业务中，有 1 笔关注类记录，无不良/违约类记录，公司过往履约情况正常。

截至 2015 年底，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司整体偿债能力一般，但公司自持大量商业物业，其地理位置优越，且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。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产达57.22亿元，约为“16宝龙债”和“16宝龙02”债券本金合计（32亿元）的1.79倍，公司现金类资产对“16宝龙债”和“16宝龙02”本金的覆盖程度较高；净资产达159.64亿元，约为债券本金合计（32亿元）的4.99倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为31.25亿元，约为“16宝龙债”和“16宝龙02”债券本金合计（32亿元）的0.98倍，公司 EBITDA 对“16宝龙债”和“16宝龙02”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入73.23亿元，约为“16宝龙债”和“16宝龙02”债券本金合计（32亿元）的2.29倍，公司经营活动现金流入量对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券的覆盖程度较高。

从债券交易条款看，宝龙地产控股针对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券的还本付息事宜出具了《承诺函》，对收购“16宝龙债”和“16宝龙02”债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，从其承诺函的条款内容来看，如遇条款中列明的宝龙实业本息偿付障碍的情况，宝龙地产控股承诺将自行或指定宝龙地产控股实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T 日）前全额收购“16宝龙债”和“16宝龙02”债券，收购价格为计算至收购日本次债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。由此看来，宝龙地产控股的资本实力、经营情况对其承诺效力有直接影响。截至2015年底，宝龙地产控股拥有52个物业开发项目，主打产品“宝龙广场”是集大型购物、品牌商店、美食、娱乐、文化、休闲、住宅和酒店于一体的城市综合体。分为三大系列，即面向一线城市的社区级邻里购物中心、面向二线城市的区域级购物中心以及面向三四线城市的城市商业中心。根据项目地点及当地市场需求，还设置由国际著名酒



店管理公司管理的优质星级酒店及大型室内游乐场，是所在城市的大型综合商业地产项目之一，经过长年对商业地产的运营，宝龙地产控股已形成一种独特的商业地产模式。截至2015年底，宝龙地产控股资产总额666.62亿元，较上年底增长16.64%；负债合计439.04亿元，较上年底增长20.14%；所有者权益（含少数股东权益）227.59亿元，较上年底增长10.43%；2015年，宝龙地产控股实现收入119.07亿元，同比增长23.23%；实现年度利润23.35亿元，同比增长54.89%。宝龙地产控股资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、房地产项目所处地域、区域品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，商业物业等投资性房地产拥有较强的变现能力，且宝龙地产控股出具的《承诺函》对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券还本付息仍具有一定的积极影响，公司对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券的偿还能力很强。

## 八、综合评价

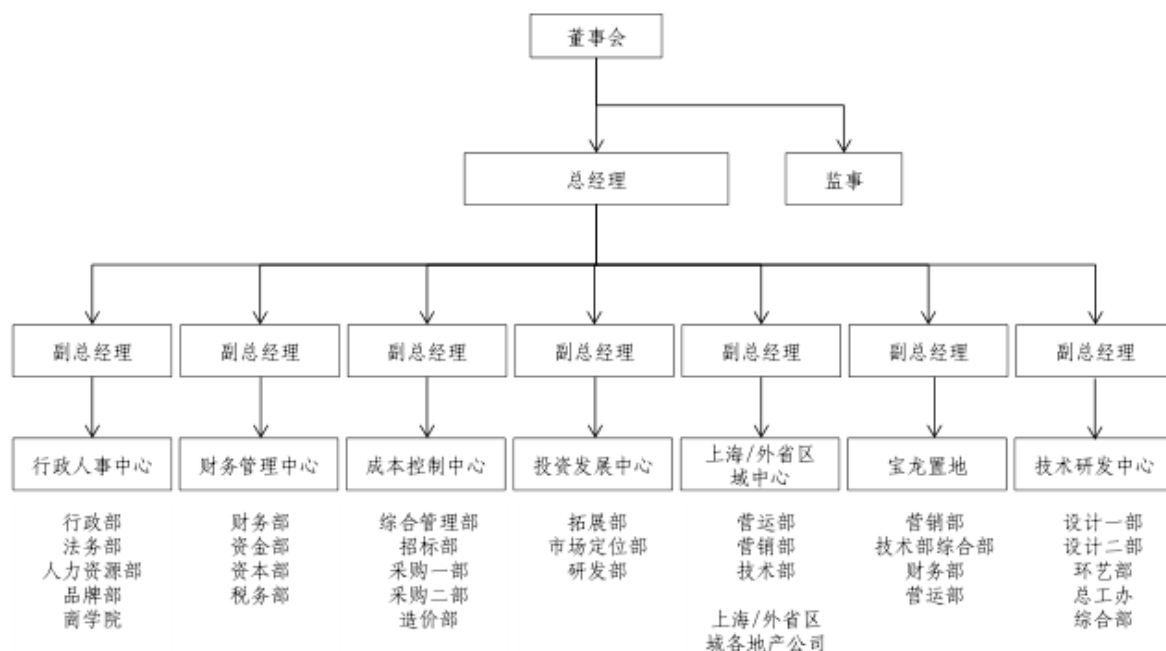
公司作为香港上市公司宝龙地产控股在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备一定优势。2015年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长。但公司也面临着房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大等带来的行业风险，土地储备稍显不足可能带来的后续开发风险，债务集中到期带来的偿付压力，关联担保规模较大，所有者权益结构稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，能够带来稳定现金流；且随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，公司盈利能力较有保证。

宝龙地产控股对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券出具了收购承诺函。宝龙地产控股资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对“16宝龙债”和“16宝龙02”债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时上调“16宝龙债”和“16宝龙02”的债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 上海宝龙实业发展有限公司 组织结构图



## 附件 2 上海宝龙实业发展有限公司

### 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	422.73	426.81
所有者权益（亿元）	149.16	159.64
短期债务（亿元）	25.87	20.99
长期债务（亿元）	50.46	79.75
全部债务（亿元）	76.33	100.74
营业收入（亿元）	53.60	67.76
净利润（亿元）	7.49	21.24
EBITDA（亿元）	12.34	31.25
经营性净现金流（亿元）	8.57	12.95
应收账款周转次数（次）	--	6.47
存货周转次数（次）	--	0.31
总资产周转次数（次）	--	0.16
现金收入比率（%）	103.70	105.70
总资本收益率（%）	--	8.89
总资产报酬率（%）	--	7.10
净资产收益率（%）	--	13.76
营业利润率（%）	20.53	31.23
费用收入比（%）	12.22	8.30
资产负债率（%）	64.71	62.60
全部债务资本化比率（%）	33.85	38.69
长期债务资本化比率（%）	25.28	33.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.90	5.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.31
流动比率（倍）	1.14	1.24
速动比率（倍）	0.55	0.48
现金短期债务比（倍）	1.93	2.73
经营现金流动负债比率（%）	4.19	7.93
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.39	0.98

注：EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。