

跟踪评级公告

联合[2017]875 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为 AA+，评级展望为“稳定”

上海宝龙实业发展有限公司公开发行的“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”、“16 宝龙 03” 的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月 二十三日

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>

上海宝龙实业发展有限公司

公司债券 2017 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 (3+2)	AA+	AA+	2016 年 7 月 27 日
16 宝龙 02	5 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2016 年 7 月 27 日
16 宝龙 03	8 亿元	5 年 (2+2+1)	AA+	AA+	2016 年 8 月 18 日

增信方: 宝龙地产控股有限公司

增信方式: 不可撤销的全额收购承诺

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 23 日

主要财务数据:

发行人

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	529.40	601.90	609.27
所有者权益 (亿元)	222.96	254.71	250.27
长期债务 (亿元)	93.62	126.71	136.92
全部债务 (亿元)	116.28	160.10	176.09
营业收入 (亿元)	87.87	114.61	26.22
净利润 (亿元)	21.71	28.54	2.56
EBITDA (亿元)	31.54	40.15	--
经营性净现金流 (亿元)	15.27	24.49	4.34
营业利润率 (%)	27.90	30.46	23.58
净资产收益率 (%)	11.67	11.95	--
资产负债率 (%)	57.88	57.68	58.92
全部债务资本化比率 (%)	34.28	38.60	41.30
流动比率 (倍)	1.42	1.42	1.42
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.27	0.25	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.17	5.63	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.79	1.00	--

增信方

项目	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	666.62	791.28
所有者权益 (亿元)	227.59	259.40
营业收入 (亿元)	119.07	142.96
净利润 (亿元)	23.35	27.49
资产负债率 (%)	65.86	67.22

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、公司 2015 年度财务数据取自 2016 年度审计报告的期初数据, 公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

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”, 股票代码: 1238.HK) 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。2016 年, 公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长, 经营现金流状况良好。联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到房地产行业调控政策趋紧、公司自持商业物业公允价值存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大、债务规模增长较快、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, 未来租金收入有望稳定增长; 随着公司在建项目的陆续销售及投入运营, 能够带来稳定的现金流。

宝龙地产对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券出具了收购承诺函。宝龙地产资产规模较大, 整体盈利能力较强, 其承诺对“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司具有多年商业地产开发经验, 宝龙系列品牌在业内具有一定的知名度。
2. 公司在建项目规模较大, 可对未来公司销售和收入状况提供一定支撑。
3. 2016 年, 公司协议销售金额有较大增

长；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 2016 年底，公司货币资金较为充裕，经营活动现金保持持续净流入状态；公司整体债务负担尚处于合理水平。

关注

1. 房地产政策面临调整，调控政策趋紧；且商业地产行业竞争激烈，公司面临一定的政策风险和市场风险。

2. 公司目前持有大量以公允价值计量的商业物业资产，其公允价值易受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，存在不确定性。

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。

4. 公司债务规模增长较快；所有者权益结构稳定性偏弱；公司营业利润较为依赖公允价值变动收益。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

丁娜

支亚梅

联合信用评级有限公司

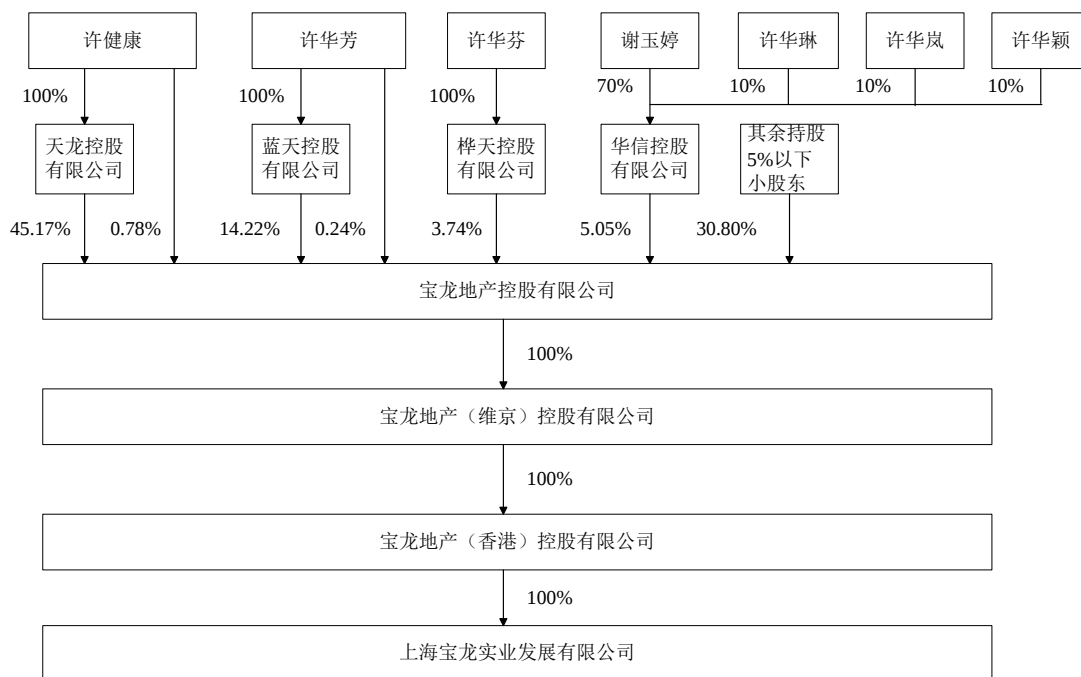


一、主体概况

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 11,500 万元，后经多次增资，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，由宝龙地产（香港）控股持有公司 100% 股权，公司是香港上市公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：1238.HK）在国内的主要运营实体；公司实际控制人为许健康。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016 年，公司经营范围未发生变化。

截至 2017 年 3 月底，公司下设行政人事中心、财务管理中心、成本控制中心、投资发展中心、上海/外省区域中心和技术研发中心六大管理模块，在管理模块下分设相应的管理部门，共计 25 个职能部门；2016 年公司组织结构略有调整，取消了宝龙置地管理模块及下设的管理部门。截至 2016 年底，公司拥有子公司 66 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 601.90 亿元，负债合计 347.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 254.71 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 232.09 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 114.61 亿元，净利润（含少数股东损益）28.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 26.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.49 亿元，现金及现金等价物净增加额为 25.70 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 609.27 亿元，负债合计 359.00 亿元，所有者权益（含

少数股东权益) 合计 250.27 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 227.53 亿元。2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 26.22 亿元, 净利润 (含少数股东损益) 2.56 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 2.44 亿元; 经营活动现金流量净额 4.34 亿元, 现金及现金等价物净增加额-6.84 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。2016年1月18日, 公司完成了2016年面向合格投资者公开发行公司债券的发行, 发行规模27亿元, 简称“16宝龙债”, 债券代码“112315.SZ”; 2016年3月7日公司完成了2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)的发行, 发行规模5亿元, 简称“16宝龙02”, 债券代码“112341.SZ”; 2016年8月24日, 公司完成了2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)的发行, 发行规模8亿元, 简称“16宝龙03”, 债券代码“112430.SZ”。截至2016年底, “16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”募集资金已全部使用, 用于补充公司营运资金与偿还公司债务, 与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”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”、“16宝龙02”和“16宝龙03”利息和本金, 宝龙地产于2015年7月3日出具承诺函, 对收购“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”的相关事宜做出不可撤销的收购承诺。

公司已于2017年1月18日支付了“16宝龙债”2016年1月18日至2017年1月17日期间的利息; 公司已于2017年3月7日支付了“16宝龙02”2016年3月7日至2017年3月6日期间的利息; 截至本报告出具日, “16宝龙03”尚未到第一个付息日。

表 1 本报告所跟踪公司债券相关情况

名称	证券代码	上市日期	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)
16 宝龙债	112315.SZ	2016-03-23	2016-01-18	2021-01-18	27.00	5 (3+2)	6.20
16 宝龙 02	112341.SZ	2016-04-14	2016-03-07	2021-03-07	5.00	5 (3+2)	6.00
16 宝龙 03	112430.SZ	2016-11-21	2016-08-24	2021-08-24	8.00	5 (2+2+1)	5.25

资料来源: Wind 资讯

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

2016年全国房地产开发投资102,581亿元, 同比名义增长6.90%(扣除价格因素实际增长7.5%), 增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看, 住宅投资68,704亿元, 同比增长6.4%, 增速提高0.4个百分点, 占比高达67%, 仍居各类房产之首; 办公楼投资6,533亿元, 同比增长5.2%, 增速下滑较快; 商业营业用房投资15,838亿元, 同比增长8.4%。自2016年开始, 一二三四线城市投资增速开始趋同, 具体来看, 一线城市房地产开发投资增速为8%, 二线城市开发投资增速为8.2%, 三

四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。

（1）土地供给

受2015年“去库存”政策的指影响，2016年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求：2016年，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降10.9%，降幅较2015年收窄7.9个百分点，整体仍处于较低水平；其中，住宅用地推出8亿平方米，同比下降13.1%；商办用地推出2.8亿平方米，同比下降16.2%。2016年，房地产开发企业土地购置面积22,025万平方米，同比下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。

2016年，全国300个城市各类用地平均溢价率为42.77%，同比提高了26.55个百分点：其中，住宅用地平均溢价率为54.65%，同比提高了33.79个百分点；商办用地平均溢价率为14.35%，同比提高了7.01个百分点。

（2）开发资金来源

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016年，房地产开发企业到位资金144,214.00亿元，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512.00亿元，同比增长6.42%；利用外资140.00亿元，同比下降52.79%；自筹资金49,133.00亿元，同比增长0.19%；其他资金73,428.00亿元，同比增长31.93%。在其他资金中，定金及预收款41,952亿元，增长29.0%；个人按揭贷款24,403亿元，增长46.5%。

2016年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高，个人房贷在新增贷款的占比达到45%左右。但2017年以来，为防范系统性金融风险，房地产行业的去杠杆势在必行，个人按揭贷款占比预计有所下降。

（3）商品房市场供需

销售方面，从统计局数据来看，2016年，全国商品房销售面积15.7亿平方米，同比增长22.5%，其中，商品住宅销售面积为13.8亿平方米，同比增长22.4%；办公楼销售面积同比增长31.4%；商业营业用房销售面积同比增长16.8%。2016年，全国商品房销售额117,627亿元，同比增长34.8%，增速回落2.7个百分点；其中，住宅销售额增长36.1%，办公楼销售额增长45.8%，商业营业用房销售额增长19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016年百城住宅价格累计上涨18.72%，较2015年扩大14.57个百分点，但在2016年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达23.50%；二线城市房价累计涨幅达13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

（4）行业竞争

2016年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13个百分点和0.27个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90个百分点和1.01个百分点。

2. 行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释

放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，通过限购、限贷、限价、限售等政策工具降低房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

3. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，信用风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关监管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金等多个方面对房地产行业开发资金来源加强监管，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产企业的再融资压力和现金流压力，从而不利于房地产企业控制信用风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月及2017年3月，我国房地产调控政策再度趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价、限贷和限售等政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

（3）中小房企面临被整合风险

在融资受限、政策趋紧及房地产行业去杠杆的大环境下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

4. 行业发展

（1）地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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。近年来，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。

（3）房企拓展第二主业意愿加强

受毛利率逐渐下滑等因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业包括金融、医疗、能源、军工、材料、TMT等。

目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相

互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现明显的分化；房地产企业也将依托不同的城市布局、战略定位等呈现出明显的分化。

四、管理分析

2016 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。2016 年，公司营业收入由上年的 87.87 亿元增长 30.42%至 114.61 亿元，主要系物业结转收入大幅增长所致；同期，公司净利润由上年的 21.71 亿元大幅增长 31.48%至 28.54 亿元。

从营业收入构成看，物业销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近两年出售物业收入占主营业务收入的比重均在 90%以上。2016 年得益于上海奉贤宝龙广场、上海七宝宝龙城、常州宝龙广场和洛阳宝龙广场等项目结转金额较大，公司出售物业收入大幅增长 30.16%至 106.03 亿元；2016 年出租物业收入 5.68 亿元，同比增长 38.44%，主要系出租物业面积和商场租金增加所致；得益于 2016 年公司纳入合并范围的酒店数量增加，酒店收入同比增长 23.56%至 2.57 亿元；公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，2016 年其他收入增长 33.33%至 0.32 亿元，占公司营业收入的比重仅为 0.28%，对营业收入的影响较小。

表 2 2015~2017 年 3 月公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业收入	81.46	92.70	38.09	106.03	92.52	39.70	23.80	90.79	27.49
出租物业收入	4.10	4.67	87.15	5.68	4.95	82.59	1.48	5.64	77.00
酒店收入	2.08	2.36	-0.76	2.57	2.25	-8.71	0.86	3.29	7.53
其他收入	0.24	0.27	-137.78	0.32	0.28	-63.52	0.08	0.29	-23.00
合计	87.87	100.00	38.99	114.61	100.00	40.44	26.22	100.00	29.48

资料来源：公司审计报告

注：上表中 2015 年营业收入构成来源于公司 2016 年审计报告的年初数

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，2016 年，物业销售毛利率为 39.70%，同比上升 1.61 个百分点，主要系结转项目中毛利率水平较高的商业物业占比较高所致；物业出租毛利率为 82.59%，有所下降，主要系新开业商场较多，前期费用较大所致，但仍维持在较高水平；2016 年，由于公司新开业 3 家酒店，前期固定资产折旧摊销比较大，酒店业务毛利率仍处于亏损状态，毛利率为-8.71%。得益于物业销售业务毛利率水平上升，公司整体毛利率水平上升 1.45 个百分点至 40.44%。

2017 年 1~3 月，公司主营业务收入 26.22 亿元，其中出售物业收入 23.80 亿元，占比 90.79%；

出租物业收入 1.48 亿元，占比 5.64%；酒店收入 0.86 亿元，占比 3.29%；其他收入 0.08 亿元，占比 0.29%。从毛利率来看，2017 年 1~3 月，公司物业销售毛利率为 27.49%，较年初有所下降，主要系公司 1~3 月主要结转的是住宅销售收入，而住宅的毛利率低于商业所致；物业出租业务毛利率为 77.00%，维持较高水平；酒店业务毛利率由负转正，为 7.53%，主要系一季度是酒店业务旺季，酒店经营状况良好所致；其他业务毛利率-23.00%，毛利率变动主要系钢材与咨询业务结构有所调整所致。

总体看，房地产销售收入仍然是公司营业收入的主要来源，2016 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；得益于公司毛利率水平较高的商业物业的结转，公司毛利率水平整体有所上升。

2. 业务运营

(1) 房地产开发

土地储备情况

2016 年，公司通过招拍挂获取土地 2 块，收购方式获取土地 3 块，新增项目规划建筑面积 87.57 万平方米，较上年增加 51.51 万平方米。截至 2016 年底，公司土地储备总建筑面积 679.87 万平方米，已竣工面积 417.63 万平方米，剩余土地储备规划建筑面积 194.02 万平方米。公司剩余土地储备中面积较大的项目主要是常州宝龙广场、烟台海阳宝龙城、新乡宝龙广场和杭州未来科技城项目地块，其中常州宝龙广场项目尚有部分土地未开发主要系政府原因未拆迁地块所致。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。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一到两年的开发需求，但公司土地获取成本整体相对较低，未来利润率较有保证。

表 3 截至 2016 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	剩余储备建筑面积
上海吴泾新项目	商办	2016	5,638	8.16	0.00	0.00	8.16
杭州未来科技城项目	商办	2016	2,260	24.73	0.00	0.00	24.73
徐州宝龙观邸	住宅	2016	1,640	16.19	0.00	0.00	16.19
淮安宝龙广场	商业/住宅	2014	1,440	15.26	2.04	0.67	12.55
常州宝龙广场	商业/住宅	2008	291	105.73	63.74	0.00	41.99
无锡宝龙湖畔花城	商业/住宅	2009	369	35.07	30.37	0.00	4.70
苏州太仓宝龙广场	商业/住宅	2006	183	28.85	26.64	0.00	2.21
天津滨海宝龙城	商业/住宅	2010	401	76.67	32.61	33.71	10.35
烟台海阳宝龙城	商业/住宅	2009	212	40.81	13.88	0.00	26.94
洛阳宝龙广场	商业/住宅	2006	223	136.63	112.34	6.14	18.15
新乡宝龙广场	商业/住宅	2008	196	129.57	78.06	24.69	26.82
重庆宝龙广场	商业/住宅	2010	397	62.20	57.95	3.03	1.23
合计	--	--	--	679.87	417.63	68.24	194.02

资料来源：公司提供

总体看，截至 2016 年底，公司土地储备规模适中，公司整体拿地成本较低，但公司位于洛阳、新乡等三四线城市的商业物业项目可能面临一定去化压力。

项目开发情况

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 10 个月；开

发项目从开始建设到竣工的平均时间约为 36 个月。

2016 年，公司房地产开发完成投资 67.54 亿元，同比增长 52.29%，主要系公司开发投资区域集中在上海、杭州等高地价区域以及合并其他公司所致。从项目开发数据看，2016 年，公司新开工项目 2 个，主要为上海宝山宝杨路和宁波宝龙广场项目；新开工面积 91.95 万平方米，同比下降 20.33%，公司开发力度有所减弱。截至 2016 年底，公司在建面积 121.00 万平方米，较上年底有所下降；房屋竣工面积 125.40 万平方米，较上年增长 25.29%。

2017 年 1~3 月，公司新开工徐州宝龙观邸项目，新开工面积共 21.50 万平方米；房地产开发完成投资 13.15 亿元，占上年开发完成投资额的 19.47%。

表 4 2015~2017 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
房地产开发完成投资（亿元）	44.35	67.54	13.15
新开工项目数（个）	4	2	1
新开工面积（万平方米）	115.42	91.95	21.50
房屋竣工面积（万平方米）	100.09	125.40	24.30
期末在建面积（万平方米）	154.45	121.00	118.20

资料来源：公司提供

从在建项目看，截至 2016 年底，公司在建项目总计 18 个，预计总投资额 412.34 亿元，已累计完成投资 297.97 亿元，尚需投资额 114.37 亿元；尚需投资规模较大，具体在建项目见下表。

表 5 截至 2016 年底公司在建项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目	物业类型	占地面积	总建筑面积	完工进度	已完工面积	预计总投资额	已投资额	尚需投资额
上海青浦宝龙广场	商业	6.36	34.71	6.34%	2.20	29.00	23.98	5.02
上海吴泾宝龙广场	商业	4.11	9.13	18.84%	1.72	10.00	7.28	2.72
上海宝山宝龙城	商业	5.68	27.01	0.00%	--	21.08	13.89	7.19
杭州滨江宝龙城	商业	7.69	40.18	41.24%	16.57	34.10	31.52	2.59
天津滨海宝龙城	住宅	44.45	75.89	42.97%	32.61	25.00	17.46	7.54
洛阳宝龙广场	商住	35.56	136.63	82.22%	112.34	45.00	38.57	6.43
厦门宝龙一城	商业	7.40	38.30	16.89%	6.47	25.80	15.38	10.42
晋江宝龙广场	商住	13.54	81.93	63.98%	52.42	47.00	32.68	14.32
新乡宝龙广场	商住	26.71	129.57	60.25%	78.06	35.00	24.94	10.06
重庆宝龙广场	商住	17.18	62.20	93.17%	57.95	17.86	17.64	0.22
镇江宝龙广场	商住	21.13	62.23	50.27%	31.28	17.29	14.70	2.59
淮安宝龙广场	商住	10.71	15.26	13.37%	2.04	8.35	3.24	5.11
宁波宝龙广场	商业	4.49	14.19	0.00%	--	11.00	6.32	4.68
烟台蓬莱宝龙广场	商住	16.30	34.94	90.27%	31.54	18.22	15.34	2.88
常州宝龙广场	商住	27.01	105.37	51.33%	54.09	40.30	20.54	19.76
徐州宝龙观邸	住宅	19.47	16.67	0.00%	--	8.34	2.83	5.50
无锡宝龙湖畔花城	住宅	15.66	35.07	86.60%	30.37	11.00	9.47	1.53
烟台莱山宝龙广场	商住	3.34	17.15	27.38%	4.70	8.00	2.19	5.81
合计	--	286.79	936.43	--	514.36	412.34	297.97	114.37

资料来源：公司提供

总体看，截至 2016 年底，公司在建面积较大；公司在建项目尚需较大规模的投资，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。2016 年，公司的销售方式没有发生明显变化。

从房地产销售数据看，2016 年公司协议销售面积同比增长 20.27%至 87.68 万平方米，主要系公司达到预售条件的项目增加所致；2016 年协议销售均价 12,075.00 元/平方米，较 2015 年略有下降，主要系房地产所处区域及项目类型不同所致；得益于合同销售面积增长影响，公司房地产协议销售金额同比上升 18.49%至 105.88 亿元。

从结转情况看，2016 年公司结转面积同比增长 49.44%至 91.68 万平方米，主要系上海七宝宝龙城、杭州滨江宝龙城和天津滨海宝龙城等项目结转所致；结转收入同比大幅增长 70.38%至 106.03 亿元。

2017 年 1~3 月，公司协议销售面积 18.87 万平方米，协议销售金额 21.28 亿元，协议销售均价为 11,300.00 元/平方米，较 2016 年协议销售均价有所下降，主要系协议销售项目中住宅比例增加所致。2017 年 1~3 月，公司结转面积 28.72 万平方米，结转收入 23.80 亿元。

表 6 2015~2017 年 3 月公司房地产销售数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	72.90	87.68	18.87
协议销售均价（元/平方米）	12,256.00	12,075.00	11,300.00
协议销售金额（亿元）	89.36	105.88	21.28
结转面积（万平方米）	61.35	91.68	28.72
结转收入（亿元）	62.23	106.03	23.80

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在建项目总建筑面积 936.43 万平方米，已完工面积 514.36 万平方米，自持面积 300.58 万平方米（占总建筑面积比重为 32.10%），总可售面积 667.28 万平方米（占总建筑面积比重为 71.26%），已销售面积 380.74 万平方米，待售面积 286.54 万平方米。公司待售面积规模较大，可满足公司未来 3 年左右的销售，但部分三四线城市项目存在一定去化压力。

表 7 截至 2016 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	可售面积	已销售面积	待售面积
上海青浦宝龙广场	100.00%	20.05	8.23	11.82
上海吴泾宝龙广场	100.00%	6.44	2.58	3.86
上海宝山宝龙城	100.00%	16.02	0.00	16.02
杭州滨江宝龙城	100.00%	18.36	4.31	14.05
天津滨海宝龙城	100.00%	76.46	52.80	23.66
洛阳宝龙广场	100.00%	109.78	87.47	22.31
厦门宝龙一城	100.00%	8.17	6.01	2.16
晋江宝龙广场	100.00%	53.52	37.56	15.96
新乡宝龙广场	100.00%	107.20	57.51	49.69
重庆宝龙广场	100.00%	48.35	33.22	15.13
镇江宝龙广场	100.00%	51.80	16.66	35.14
淮安宝龙广场	100.00%	12.18	0.32	11.86
宁波宝龙广场	90.00%	4.78	0.00	4.78

烟台蓬莱宝龙广场	100.00%	23.19	7.53	15.66
常州宝龙广场	96.67%	52.65	35.43	17.22
徐州宝龙观邸	96.67%	16.19	0.00	16.19
无锡宝龙湖畔花城	96.67%	30.37	23.24	7.13
烟台莱山宝龙广场	96.67%	11.77	7.87	3.90
合计	--	667.28	380.74	286.54

资料来源：公司提供

总体看，2016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3年左右的销售；考虑到目前房地产政策有所收紧，公司存在一定的去化压力。

（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。截至2016年底，公司投资性房地产公允价值292.23亿元，成本165.90亿元，公允价值变动126.32亿元，增值率为76.14%，增值率较高，存在一定的波动性。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。2016年，公司新增加13个商业物业。公司物业出租率整体处于较高水平，其中福州宝龙广场、上海曹路宝龙广场和宿迁宝龙广场近两年均为满租状态；安溪宝龙广场和洛阳宝龙广场近两年出租率均在90%及以上。但郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场和城阳宝龙广场出租率相对较低，2016年出租率分别为66.00%、63.00%和59.00%，主要原因是上述三个项目均为公司早期开发的项目，部分商铺已销售，散售的商铺业主自主经营权较大，给公司对于整个商场的统一经营管理造成影响，同时也给招商造成一定难度，公司已对这三个项目进行了多次业态调整。公司2016年新开业的物业项目中，物业出租率均在80%以上。整体看，公司大部分物业出租率维持在80%的较高水平。

2016年，公司实现租金收入5.68亿元，同比增长38.54%，主要系出租面积和租金水平上涨所致。从平均租金来看，公司2016年整体租金水平较2015年有所上涨；其中上海奉贤宝龙广场和上海宝山宝龙广场平均租金水平最高，2016年分别为98元/平方米/月和93元/平方米/月。

表8 2015~2017年3月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	可出租面积	出租率			平均租金		
		2015年	2016年	17年1~3月	2015年	2016年	17年1~3月
福州宝龙广场	9.47	100.00	100.00	100.00	75.00	82.00	85.00
郑州宝龙广场	10.82	63.00	66.00	68.00	40.00	44.00	50.00
蚌埠宝龙广场	19.53	49.00	63.00	63.00	40.00	44.00	46.00
洛阳宝龙广场	13.28	92.00	92.00	92.00	50.00	54.00	56.00
城阳宝龙广场	21.54	52.00	59.00	59.00	42.00	45.00	47.00
宿迁宝龙广场	12.06	100.00	100.00	100.00	46.00	50.00	52.00
安溪宝龙广场	5.55	99.00	96.00	96.00	46.00	50.00	51.00
晋江宝龙广场	9.98	85.00	89.00	89.00	48.00	60.00	60.00
上海曹路宝龙广场	3.19	100.00	100.00	100.00	60.00	74.00	91.00
上海奉贤宝龙广场	4.02	91.00	97.00	97.00	68.00	98.00	120.00
上海宝山宝龙广场	1.45	95.00	98.00	98.00	55.00	93.00	104.00
无锡宝龙广场	10.63	--	89.00	89.00	--	55.00	56.00
新乡宝龙广场	9.03	--	100.00	100.00	--	58.00	59.00
盐城宝龙广场	13.51	--	86.00	86.00	--	53.00	53.00

常州宝龙广场	6.34	--	95.00	95.00	--	62.00	62.00
青岛即墨宝龙广场	12.19	--	80.00	80.00	--	53.00	54.00
重庆宝龙广场	7.40	--	95.00	95.00	--	56.00	56.00
上海虹桥宝龙城	2.44	--	84.00	84.00	--	--	44.00
镇江宝龙广场	6.94	--	93.00	93.00	--	50.00	50.00
蓬莱宝龙广场	2.75	--	92.00	92.00	--	42.00	42.00
上海嘉定宝龙广场	6.75	--	96.00	96.00	--	68.00	63.00
烟台莱山宝龙广场	3.21	--	95.00	95.00	--	45.00	45.00
杭州滨江宝龙城	8.66	--	100.00	100.00	--	85.00	87.00
上海七宝宝龙城	7.35	--	95.00	95.00	--	78.00	103.00
合计	208.09	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

2017 年一季度，公司自持物业出租率整体变化不大，平均租金整体较上年有所上升，公司出租物业收入 1.48 亿元，占上年全年出租物业收入的 26.06%。

总体看，公司通过经营和出租物业能够获得持续稳定收益，降低房地产销售单一业务模式带来的经营风险；公司物业出租率水平普遍较高，但公司位于郑州、蚌埠以及城阳的项目出租率较低，需持续关注其后续经营风险。

（3）酒店经营

截至 2016 年底，公司纳入合并范围共 10 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、上海国展宝龙丽筠酒店、上海宝龙艾美酒店和重庆宝龙戴斯酒店。得益于新纳入上海国展宝龙丽筠酒店、上海宝龙艾美酒店和重庆宝龙戴斯酒店，公司酒店收入同比大幅增长 24.15%至 2.57 亿元。2016 年，公司酒店平均客房单价 462 元/天/间，酒店平均入住率为 87.4%，与上年基本持平。

2017 年 1~3 月，公司酒店收入 8,626.82 万元，平均客房单价 470 元/天/间，平均入住率 84%。总体看，2016 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）公司待售面积规模较大，可满足公司未来 3 年左右的销售，但部分三四线城市项目存在一定去化压力。

（2）截至2016年底，公司在建项目尚需投资额114.37亿元，规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

（3）公司投资性房地产增值率较高，存在一定的波动性；部分自持商业物业出租率较低。

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。

拿地策略方面，公司将新增宁波作为战略城市，形成“1+6+N”的拿地策略，坚持低成本拿地，通过多渠道拿地方式降低风险，保持公司竞争力。

在财务规划方面，公司将积极主动管理负债水平，进一步优化债务结构，降低融资成本。同时加强市值管理，保持稳定的派息水平，创造股东的长期价值。

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，符合公司目前发展特点。

六、财务分析

公司2016年度合并财务报表经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司2017年一季度财务数据未经审计。由于2016年公司发生同一控制下企业合并，公司2016年审计报告对2015年财务数据进行了追溯调整，年初数较2015年审计报告年末数有所不同，本报告2015年底财务数据取自2016年审计报告期初数据。2016年，公司合并范围内新增子公司17家，其中新设子公司2家，同一控制下合并子公司11家，非同一控制下合并子公司4家；合并范围内减少子公司2家。截至2016年底，公司合并范围内共有子公司66家。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。

截至2016年底，公司合并资产总额601.90亿元，负债合计347.19亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计254.71亿元，其中归属于母公司的所有者权益232.09亿元。2016年，公司实现合并营业收入114.61亿元，净利润（含少数股东损益）28.54亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为26.69亿元；经营活动产生的现金流量净额24.49亿元，现金及现金等价物净增加额为25.70亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额609.27亿元，负债合计359.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计250.27亿元，其中归属于母公司的所有者权益227.53亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入26.22亿元，净利润（含少数股东损益）2.56亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.44亿元；经营活动现金流量净额4.34亿元，现金及现金等价物净增加额-6.84亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至2016年底，公司资产总额601.90亿元，较年初增长13.69%，主要系非流动资产中投资性房地产增加所致；公司资产构成中，流动资产占比43.75%，非流动资产占比56.25%，流动资产占比较年初下降4.38个百分点，公司资产构成中非流动资产占比较高。

截至2016年底，公司流动资产263.36亿元，较年初增长3.35%，主要由货币资金（占比31.55%）和存货（占比55.63%）构成。

截至2016年底，公司货币资金83.09亿元，较年初增长35.94%，主要系预收房款和新增借款增加所致。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12.23亿元，占比14.72%，公司受限货币资金占比一般。

截至2016年底，公司存货账面价值146.50亿元，较年初下降13.01%，主要系存货结转所致。由于公司存货多位于上海、杭州等房地产市场较好城市以及部分项目取得时间较早、成本较低，

存货不存在明显减值迹象，故未计提跌价准备，但公司位于三四线城市的项目存在一定去化压力。公司存货中用于债务担保的账面价值45.49亿元，占比31.05%，受限规模较高。

截至2016年底，公司非流动资产总额338.54亿元，较年初增长23.29%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比86.32%）和固定资产（占比6.72%）构成。

截至2016年底，公司投资性房地产账面价值292.23亿元，较年初增长24.79%，主要系上海七宝宝龙城、上海嘉定宝龙广场、常州宝龙广场等物业建成由存货转入所致。截至2016年底，公司投资性房地产成本165.90亿元，公允价值变动126.32亿元。公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为99.42亿元，占比34.02%。

截至2016年底，公司固定资产账面价值22.75亿元，较年初增长68.70%，主要系上海华新项目精品酒店、七宝项目总部办公楼等在建工程转入固定资产6.20亿元、投资性房地产重分类增加4.02亿元所致。截至2016年底，公司固定资产原值28.08亿元，计提固定资产累计折旧5.33亿元，固定资产成新率81.02%，成新率较高。从受限情况看，公司受限的固定资产合计为4.01亿元，受限比例为17.63%，受限比例较低。

截至2016年底，公司所有权或使用权受限资产金额合计169.18亿元，占资产总额的比重为28.11%，受限资产占比一般。

截至2017年3月底，公司合并资产总额609.27亿元，较年初小幅增长1.22%。公司资产中流动资产占比为43.50%，非流动资产占比为56.50%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2016年公司资产规模增长，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；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；整体看，公司资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债合计347.19亿元，较年初增长13.30%，主要系应付债券增长所致。公司负债构成中，流动负债占比53.49%，非流动负债占比46.51%，流动负债占比较高。

截至2016年底，公司流动负债185.71亿元，较年初增长3.28%。公司流动负债主要以短期借款（占比6.98%）、应付账款（占比16.60%）、预收款项（占比17.53%）、应交税费（占比18.96%）、应付股利（占比5.16%）、其他应付款（占比23.58%）和一年内到期的非流动负债（占比10.42%）为主。

截至2016年底，公司短期借款12.96亿元，较年初大幅增长182.63%，主要系公司银行流动资金贷款增加所致；公司短期借款全部为抵押借款。

截至2016年底，公司应付账款30.83亿元，较年初下降3.79%。公司应付账款主要系应付地价款、应付工程款及材料款。

截至2016年底，公司预收款项32.55亿元，较年初下降11.78%，公司预收款项主要为预收售楼款（占比99.38%）。

截至2016年底，公司应交税费35.21亿元，较年初大幅增长47.94%，主要系随着收入增加而相应计提的应交税额增加所致。

截至2016年底，公司应付股利9.58亿元，较年初增长2.67%。截至2016年底，公司其他应付款43.80亿元，较年初下降20.08%，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，应付关联方往来款项占比58.94%，应付第三方往来款项占比35.00%，押金及保证金占比6.06%。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债19.35亿元，较年初增长36.90%，主要系长期借款逐步到期转入以及新增债券利息所致。其中，一年内到期的长期借款占比99.78%，应付债券及

利息占比34.87%。

截至2016年底，公司非流动负债合计161.48亿元，较年初增长27.52%，主要系应付债券大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比40.33%）、应付债券（占比38.13%）和递延所得税负债（占比21.53%）构成。

截至2016年底，公司长期借款65.13亿元，较年初下降26.56%，主要系部分转入一年内到期非流动负债所致。截至2016年底，从长期借款期限上看，1~2年内到期19.66亿元、2~5年内到期33.31亿元，5年以上到期12.16亿元，期限分布较为分散。

截至2016年底，公司应付债券余额61.58亿元，较年初增长1,146.33%，主要系公司2016年新发行多笔债券所致。截至2016年底，公司应付债券中2018年到期7.30亿元、2019年到期14.80亿元、2021年到期40.00亿元，公司在2021年偿付压力较大。

截至2016年底，公司递延所得税负债34.77亿元，较年初增长5.33%，主要系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异。

截至2016年底，公司全部债务合计160.10亿元，较年初大幅增长37.68%，主要系长期债务大幅增加所致。其中短期债务33.38亿元（占比20.85%），长期债务126.71亿元（占比79.15%），公司债务结构以长期债务为主。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57.68%、38.60%和33.22%，其中资产负债率较年初下降0.20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4.32和3.65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，无固定偿还期限；公司与子公司上海康睿房地产发展有限公司2016年度发行永续债本金10.00亿元，到期日为2026年10月31日。上述两笔永续债均计入“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作为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，截至2016年底，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60.51%、42.69%和37.68%，公司债务负担明显提升，但整体仍处于合理范围。

截至2017年3月底，公司全部债务合计176.09亿元，较年初增长9.99%，主要系短期借款和长期借款的增长所致。其中短期债务39.16亿元（占比22.24%），长期债务136.92亿元（占比77.76%），公司债务结构以长期债务为主。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58.92%、41.30%和35.36%，分别较年初上升1.24个百分点、2.70个百分点和2.14个百分点。公司债务负担有所上升，但整体仍然在合理范围。截至2017年3月底，公司存在永续债10.00亿元，考虑将永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行指标测算，根据测算结果，截至2017年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.56%、43.65%和37.95%，整体债务水平仍处于合理范围。

截至2016年底，公司所有者权益合计254.71亿元，较年初增长14.24%，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232.09亿元（占比91.12%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本28.63亿元（占比12.34%），资本公积6.74亿元（占比2.90%），其他权益工具（永续债¹）17.00亿元（占比7.32%），盈余公积0.64亿元（占比0.28%），未分配利润179.08亿元（占比77.16%）。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2016年底，公司实收资本28.63亿元，较年初大幅增长172.81%，主要系公司控股股东宝

¹ 公司子公司上海康睿房地产发展有限公司2014年度发行永续债本金6.00亿元；截至2016年底，该笔永续债已归还。

龙地产（香港）控股以股权作价对公司进行增资18.13亿元所致。

截至2016年底，公司资本公积由年初的24.21亿元减少至6.74亿元，主要系公司2016年因同一控制下合并无锡宝龙房地产发展有限公司、新乡宝龙置业发展有限公司、盐城宝龙置业发展有限公司等公司增发股份对价金额18.13亿元转入实收资本所致。

截至2017年3月末，公司所有者权益合计250.27亿元，较年初下降1.74%；其中归属于母公司的所有者权益合计227.53亿元（占比90.91%），较年初下降1.97%，其中其他权益工具（永续债）10.00亿元，较年初减少7.00亿元，主要系提前归还了永续债所致；归属于母公司的所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，2016年，公司非流动负债大幅增长，整体负债规模有所上升；从债务角度看，应付债券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，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

2016年，公司营业收入114.61亿元，同比大幅增长30.42%，主要系房地产结转收入大幅增长所致；营业成本68.26亿元，同比增长27.32%，增幅小于营业收入。受益于房地产销售状况较好，2016年，公司实现净利润28.54亿元，同比增长31.48%；归属于母公司所有者的净利润26.69亿元，同比增长20.60%。

期间费用方面，2016年，公司费用总额8.13亿元，同比增长2.93%。费用构成中，销售费用占40.75%，管理费用占50.95%，财务费用占8.30%。2016年，公司销售费用3.31亿元，同比下降12.69%，主要系公司进行成本控制减少营销费用所致；管理费用4.14亿元，同比增长16.06%，主要系管理人员薪酬增加所致；财务费用0.67亿元，同比增长26.07%，主要系借款增加所致。公司费用收入比为7.10%，同比下降1.89个百分点。

利润构成方面，公司公允价值变动收益12.02亿元（占营业利润比重为31.16%），同比下降3.64%，主要系投资性房地产公允价值变动。总体看，公司营业利润对公允价值变动收益存在一定依赖性。

从盈利指标来看，2016年，公司营业利润率由上年的27.90%小幅上升至30.46%，主营业务毛利率由上年的38.99%上升至40.44%，基本保持稳定。2016年，受利润总额和净利润增长影响，公司净资产收益率指标由11.67%上升至11.95%、总资产报酬率指标由6.40%上升至6.85%；总资产收益率指标由7.81%下降至7.68%。

2017年1~3月，公司实现营业收入26.22亿元，实现净利润2.56亿元，营业利润率23.58%，较2016年有所下降。

总体看，2016年，得益于公司房地产结转收入大幅增长，公司净利润大幅增长，但对公允价值变动收益存在一定依赖性。整体看，公司盈利能力较强。

3. 现金流

从经营活动看，得益于公司房地产物业销售情况较好，2016年，公司经营活动现金流入110.47亿元，同比增长20.60%；同期由于在建项目投入加大，公司经营活动现金流出85.97亿元，同比增长12.63%；公司经营活动现金流量净额为24.49亿元，同比大幅增长60.45%。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入15.94亿元，较上年变动不大，主要来自从关联方收回的资金；公司投资活动现金流出44.22亿元，较上年大幅增加109.63%，主要系公司购建固定资产、无形资产等支付的现金增加所致；2016年，公司投资活动现金流量净流出28.27

亿元，净流出规模较上年大幅扩大。

从筹资活动看，2016 年，公司筹资活动现金流入 172.55 亿元，同比增长 45.89%，主要系公司于 2016 年发行债券规模较大所致，构成主要是发行债券收到的现金（占比 35.30%）、取得借款收到的现金（占比 42.58%）和收到关联方借款等其他与筹资活动有关的现金（占比 22.12%）；公司筹资活动现金流出 143.07 亿元，同比增长 5.12%。由于发行债券规模较大，2016 年，公司筹资活动现金流量净额由上年的净流出状态转为净流入状态，净流入为 29.47 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.34 亿元；投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-9.47 亿元和-1.71 亿元。

总体看，2016 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净流入规模大幅增长；投资活动产生的现金流呈净流出状态，净流出规模扩大；由于发行债券筹集了大量资金，筹资活动产生的现金转为净流入状态。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.42 倍和 0.63 倍，较年初变化不大；公司现金短期债务比由年初的 2.70 倍下降至 2.49 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍较高；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 8.49% 上升至 13.19%。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，得益于利润水平的大幅上升，公司 EBITDA 同比增长 25.94% 至 40.15 亿元；公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 95.45%）构成。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.17 倍上升至 5.63 倍；EBITDA 全部债务比由上年的 0.27 倍下降至 0.25 倍。公司 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期偿债能力指标较强。考虑将永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行指标测算，2016 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.23 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍属较好，长期偿债能力指标仍属较强。

截至 2017 年 3 月底，公司获得各银行综合授信额度 243.80 亿元，尚未使用额度 158.23 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司合并层面对关联方担保余额 22.20 亿元，占公司净资产的 8.87%，被担保企业是公司关联企业，公司可以及时了解到被担保方信息，且被担保企业经营状况良好，公司面临的或有负债风险可控。

截至 2017 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2017 年 4 月 27 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，涉及金额 3,500 万，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结清，形成关注非公司方面原因造成；公司过往履约情况正常。

总体看，公司整体偿债能力较强。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进一步提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产达 83.12 亿元，约为“16 宝龙债”、“16 宝龙 02”和“16 宝龙 03”债券本金合计（40 亿元）的 2.08 倍，公司现金类资产对上述债券本金的覆盖程度较高；净资产达 254.71 亿元，约为债券本金合计（40 亿元）的 6.37 倍，公司较大规模的现金

类资产和净资产能够对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为40.15亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券本金合计（40亿元）的1.00倍，公司EBITDA对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入110.47亿元，约为“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券本金合计（40亿元）的2.76倍，公司经营活动现金流入量对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券的覆盖程度较高。

从债券交易条款看，宝龙地产针对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券的还本付息事宜出具了《承诺函》，对收购“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”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，宝龙地产承诺将自行或指定宝龙地产实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”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，宝龙地产的资本实力、经营情况对其承诺效力有直接影响。截至2016年底，宝龙地产拥有66个物业开发项目，分布于上海、江苏、浙江、福建、山东、河南、安徽、天津等省（市）内多个城市。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。产品分为三大系列，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，宝龙广场还设置由国际著名酒店管理公司管理的优质星级酒店及大型室内游乐场，是所在城市的大型综合商业地产项目之一，经过长年对商业地产的运营，宝龙地产已形成一种独特的商业地产模式。

截至2016年底，宝龙地产资产总额791.28亿元，较上年底增长18.70%；负债合计531.87亿元，较上年底增长21.15%；所有者权益（含少数股东权益）259.40亿元，较上年底增长13.98%；2016年，宝龙地产实现收入142.96亿元，同比增长20.06%；实现年度利润27.49亿元，同比增长17.73%。宝龙地产资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”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，且宝龙地产出具的《承诺函》对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券还本付息仍具有一定的积极影响，公司对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”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。2016年，公司房地产销售规模和利润水平均大幅增长，经营现金流状况良好。同时，联合评级也关注到房地产行业调控政策趋紧、公司自持商业物业公允价值存在不确定性、在建项目尚需投资规模较大、债务规模增长较快、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，未来租金收入有望稳定增长；随着公司在建项目的陆续销售及投入运营，能够带来稳定的现金流。

宝龙地产对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券出具了收购承诺函。宝龙地产资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”债券还本付息仍具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“16宝龙债”、“16宝龙02”和“16宝龙03”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 上海宝龙实业发展有限公司

主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	529.40	601.90	609.27
所有者权益 (亿元)	222.96	254.71	250.27
短期债务 (亿元)	22.65	33.38	39.16
长期债务 (亿元)	93.62	126.71	136.92
全部债务 (亿元)	116.28	160.10	176.09
营业收入 (亿元)	87.87	114.61	26.22
净利润 (亿元)	21.71	28.54	2.56
EBITDA (亿元)	31.54	40.15	--
经营性净现金流 (亿元)	15.27	24.49	4.34
流动资产周转次数 (次)	0.36	0.44	--
存货周转次数 (次)	0.37	0.43	--
总资产周转次数 (次)	0.18	0.20	--
现金收入比率 (%)	102.03	95.64	114.13
总资本收益率 (%)	7.81	7.68	--
总资产报酬率 (%)	6.40	6.85	--
净资产收益率 (%)	11.67	11.95	--
营业利润率 (%)	27.90	30.46	23.58
费用收入比 (%)	8.99	7.10	10.70
资产负债率 (%)	57.88	57.68	58.92
全部债务资本化比率 (%)	34.28	38.60	41.30
长期债务资本化比率 (%)	29.57	33.22	35.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.17	5.63	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.27	0.25	--
流动比率 (倍)	1.42	1.42	1.42
速动比率 (倍)	0.48	0.63	0.58
现金短期债务比 (倍)	2.70	2.49	1.84
经营现金流负债比率 (%)	8.49	13.19	2.32
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.79	1.00	--

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 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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 / (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
短期偿债能力指标	
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)
本期公司债券偿债能力	
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 3 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。