

信用等级公告

联合[2019]220号

上海宝龙实业发展（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年住房租赁专项公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA+，
评级展望为“稳定”**

上海宝龙实业发展（集团）有限公司拟公开发行的 2019 年住房租赁专项公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告



二零一九年三月五日

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（集团）有限公司

2019年公开发行住房租赁专项公司债券（第一期）

信用评级报告

本期债券信用等级：AA+
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 债券发行规模：本次不超过人民币 30 亿元（含），本期不超过人民币 10 亿元（含）
 本期债券期限：2 年
 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
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本
 评级时间：2019 年 3 月 5 日
 主要财务数据：
 发行人

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元） | 529.40 | 601.90 | 694.20 | 978.30 |
| 所有者权益（亿元） | 222.96 | 254.71 | 303.20 | 363.36 |
| 长期债务（亿元） | 93.62 | 126.71 | 146.68 | 207.74 |
| 全部债务（亿元） | 116.28 | 160.10 | 182.12 | 277.22 |
| 营业收入（亿元） | 87.87 | 114.61 | 94.78 | 137.68 |
| 净利润（亿元） | 21.71 | 28.54 | 31.59 | 27.40 |
| EBITDA（亿元） | 32.61 | 42.38 | 47.06 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 15.27 | 24.49 | 20.09 | -82.70 |
| 营业利润率（%） | 27.90 | 30.46 | 31.06 | 30.52 |
| 净资产收益率（%） | 12.47 | 11.95 | 11.32 | 8.22 |
| 资产负债率（%） | 57.88 | 57.68 | 56.32 | 62.86 |
| 全部债务资本化比率（%） | 34.28 | 38.60 | 37.53 | 43.28 |
| 流动比率（倍） | 1.42 | 1.42 | 1.38 | 1.39 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.28 | 0.26 | 0.26 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.35 | 3.60 | 6.33 | -- |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 1.09 | 1.41 | 1.57 | -- |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 3.26 | 4.24 | 4.71 | -- |

增信方

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 6 月 |
|----------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元） | 666.62 | 791.28 | 954.91 | 1,134.25 |
| 总权益（亿元） | 227.59 | 259.40 | 294.74 | 304.71 |
| 营业收入（亿元） | 119.07 | 142.96 | 156.00 | 92.84 |
| 年度利润（亿元） | 23.35 | 27.49 | 38.68 | 17.84 |
| 资产负债率（%） | 65.86 | 67.22 | 69.13 | 73.14 |

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 2018 年 1-9 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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”）的评级反映了其作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，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；公司货币资金较充裕，现金类资产对短期债务的保障程度较高。同时，联合评级也关注到房地产行业调控政策较严格、公司自持商业物业公允价值存在不确定性、债务规模增长较快、存在集中偿付压力、所有者权益稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016 年，公司控股股东以股权作价增资，以及 2018 年公司股权置换并入子公司资产，公司项目体量得以补充，有效增强了公司资本实力。公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，未来租金收入有望稳定增长；随着公司项目陆续开发和销售，公司有望保持良好竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产对本次债券作出不可撤销的全额收购承诺。宝龙地产资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对本期债券还本付息具有一定的积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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. 股东增资事项和公司股权置换并入子

公司资产的完成，有效补充了公司运营项目体量，增强了公司资本实力。

3. 2018年，公司签约销售金额大幅增长；自持物业所在城市较好，租金收入稳定增长。

4. 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. 目前房地产政策调控较严格；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，存在集中偿付压力；所有者权益结构稳定性偏弱；公司营业利润对公允价值变动收益依赖较大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

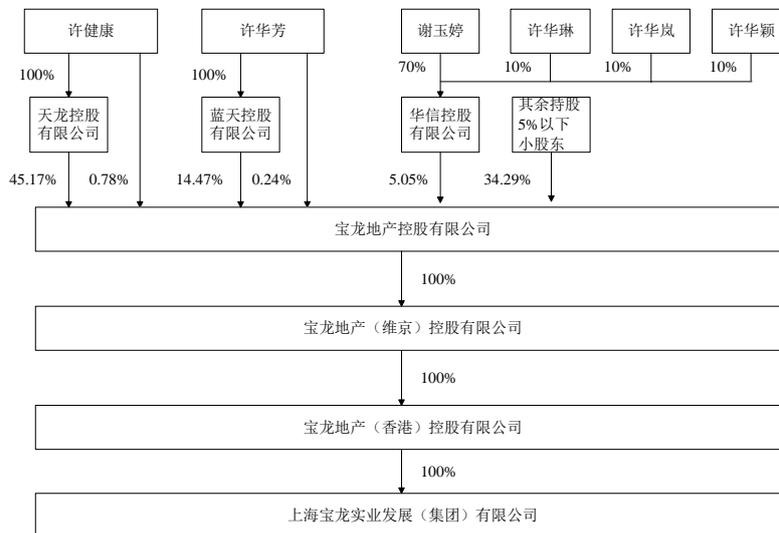


一、主体概况

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”）原名上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“上海宝龙实业”），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，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1,500.00万元，均由宝龙地产（香港）出资。

历经宝龙地产（香港）多次注资，截至2017年末，上海宝龙实业注册资本41.84亿元，2018年3月9日，上海宝龙实业更为现名。截至2018年9月末，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2018年9月末公司股权结构图



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2018年9月末，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、技术研发中心和上海/外省区域中心六大管理模块，在几大管理模块下分设了相应的管理部门，共计25个职能部门（见附件1）；纳入合并范围内子公司127家；拥有在职员工6,537人。

截至2017年末，公司合并资产总额694.20亿元，负债合计391.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计303.20亿元，其中归属于母公司的所有者权益278.48亿元。2017年，公司实现合并营业收入94.78亿元，净利润（含少数股东损益）31.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为29.50亿元；经营活动产生的现金流量净额20.09亿元，现金及现金等价物净增加额为2.28亿元。

截至2018年9月末，公司合并资产总额978.30亿元，负债合计614.94亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计 363.36 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 309.04 亿元。2018 年 1~9 月,公司实现合并营业收入 137.68 亿元,净利润(含少数股东损益)27.40 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 17.52 亿元;经营活动产生的现金流量净额-82.70 亿元,现金及现金等价物净增加额为-30.44 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、本次(期)债券概况及募集资金用途

1. 本次(期)债券概况

经中国证监会“证监许可[2018]613 号”文件核准,公司将在中国境内公开发行不超过 30 亿元(含 30 亿元)公司债券。本次债券规模为不超过人民币 30 亿元(含 30 亿元),采用分期发行方式。本期债券名称“上海宝龙实业发展(集团)有限公司 2019 年公开发行住房租赁专项公司债券(第一期)”,本期发行规模不超过人民币 10 亿元(含 10 亿元)。本期债券期限为 2 年。本期债券票面金额为 100 元,按面值平价发行。本期债券面向在中国证券登记结算有限责任公司开立合格证券账户的合格投资者(法律、法规禁止购买者除外)公开发行,不安排向公司股东优先配售。本期债券为固定利率债券,票面利率将由公司与簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定。本期债券采用单利按年计息,不计复利,每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券,宝龙地产控股有限公司(以下简称“宝龙地产”)就本期债券兑付作出不可撤销的全额收购承诺。

2. 本次(期)债券募集资金用途

本次债券募集资金用于住房租赁项目建设及补充公司营运资金,其中 21 亿元拟用于公司住房租赁项目建设。本期债券发行规模不超过人民币 10 亿元(含 10 亿元),其中 7 亿元拟用于公司住房租赁项目建设,3 亿元拟用于补充公司营运资金;其中,拟用于的住房租赁项目情况如下。

表 1 本期住房租赁专项公司债券募集资金用途(单位:亿元)

| 项目名称 | 拟用于住房租赁部分投资规模 | 住房租赁项目部分拟使用募集资金 |
|-----------|---------------|-----------------|
| 上海青浦项目 | 13.55 | 4.00 |
| 上海吴泾项目 | 3.99 | 0.00 |
| 厦门国际中心项目 | 3.97 | 3.00 |
| 合计 | 21.51 | 7.00 |

资料来源:公司提供

注:上表中“拟用于住房租赁部分投资规模”包含地价款和建安成本,本期债券中拟使用募集资金已剔除地价款,仅用于住房租赁项目的建安费用。

3. 本次债券股东承诺

为了依法维护本次债券持有人的合法权益,保证及时、足额兑付本次债券每期利息和本金,宝龙地产于 2017 年 7 月 4 日出具承诺函,对收购本次债券的相关事宜做出不可撤销的承诺,其主要内容如下:

(1) 发生以下任一情形时,债券持有人有权要求宝龙地产收购本次债券:

①根据本次债券募集说明书的规定，在兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券；

②在本次债券存续期内，如债券持有人会议根据本次债券募集说明书的规定通过关于提前兑付债券的议案，而在债券持有人大会通过的提前兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券。

（2）如果债券持有人按照上述约定要求宝龙地产收购本次债券，在符合中华人民共和国（仅为本承诺函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区，下同）相关法律法规及适用于宝龙地产的相关法律法规规定的前提下，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）前全额收购本次债券，收购价格为计算至收购日（如果收购日早于兑付日/提前兑付日，则应计算至兑付日/提前兑付日）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。

（3）经有关主管部门、发行人和债券持有人会议批准，本次债券的期限、还本付息方式等发生变更时，无需另行经宝龙地产同意，宝龙地产继续承担本承诺函项下的义务。

（4）本次债券如因转让、赠与、遗赠、出质、法院强制执行或其他任何合法方式导致债券持有人变更的，无需另行经宝龙地产同意，不影响宝龙地产在本承诺函项下的义务。

（5）本承诺函适用中华人民共和国法律。

（6）凡与本承诺函有关或因履行本承诺函而发生的一切争议，首先应由宝龙地产及债券持有人等相关各方友好协商解决，协商不成时，提交发行人所在地法院诉讼管辖。

（7）本承诺函于本次债券发行获得上海/深圳证券交易所或其他公司债券审批机构无异议函并成功发行之日起生效，至本次债券本息清偿完毕之日终止。

4. 本次债券加速清偿及措施

如果《债券受托管理协议》第（九）条第2款下的发行人违约事件中第（1）或第（2）项情形发生，或发行人违约事件中第（3）至第（9）项情形发生且一直持续30个连续工作日仍未得到纠正，单独和/或合计代表50%以上有表决权的未偿还的各期债券张数的债券持有人可通过债券持有人会议形成决议，并以书面方式通知发行人，宣布该期债券本金和相应利息，立即到期应付。

在宣布加速清偿后，如果公司在不违反适用法律规定的前提下采取了以下救济措施：向受托管理人提供保证金，且保证金数额足以支付以下（i）至（iv）各项金额的总和：（i）受托管理人的合理赔偿、费用和开支；（ii）所有迟付的利息；（iii）所有到期应付的本金；（iv）适用法律允许范围内就延迟支付的债券本金计算的复利；或相关的发行人违约事件已得到救济；或债券持有人会议同意的其他措施，受托管理人经债券持有人会议决议后可以书面方式通知公司，宣布取消加速清偿的决定。

《债券受托管理协议》第（九）条第2款内容如下：

以下事件亦构成《债券受托管理协议》项下的发行人违约事件：

（1）发行人未能或预计不能根据法律、法规和规则及本募集说明书的约定，按期足额支付各期债券的利息和本金；

（2）发行人或发行人合并报表范围内的子公司在任何其他债务项下出现或可能出现违约或被宣布提前到期；

（3）发行人在其资产、财产或股权上设定抵押或质押权利以致对发行人对各期债券的还本付息能力产生实质不利影响，或出售其重大资产以致对发行人对各期债券的还本付息能力产生实质

不利影响：

(4) 在债券存续期间内，发行人发生解散、注销、停业、清算、丧失清偿能力、被法院指定接管人或已开始相关的诉讼程序；

(5) 各期债券存续期内，发行人未能根据法律、法规和规则的规定，履行信息披露义务；

(6) 各期债券存续期内，发行人未能根据法律、法规、规则和《债券受托管理协议》的规定，履行通知义务；

(7) 违反《债券受托管理协议》项下的陈述与保证；

(8) 违反《债券受托管理协议》约定的信用风险管理职责；

(9) 发行人未能履行《债券受托管理协议》、本募集说明书及法律、法规和规则规定的其他义务。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资10,2581.00亿元，同比增长6.88%，增速较上年上升5.9个百分点；2017年，我国房地产开发投资109,799.00亿元，同比增长7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增0.16个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

图2 2015~2018年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016年以来房地产投资增速有所回升，2018年虽保持较高增速，但下滑趋势显

现。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降16%外，二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和18个百分点到887元/平方米和26%。整体看，一线城市的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表2 2015~2018年全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米，%，亿元，元/平方米）

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|---------|---------|----------|----------|----------|
| 推出面积 | 113,235 | 103,212 | 111,907 | 128,440 |
| 同比 | -18 | -9 | 8 | 20 |
| 成交面积 | 85,671 | 85,885 | 95,036 | 105,492 |
| 同比 | -21 | -3 | 8 | 14 |
| 出让金 | 21,793 | 29,047 | 40,623 | 41,773 |
| 同比 | -10 | 31 | 38 | 2 |
| 楼面均价 | 1,384 | 1,904 | 2,374 | 2,159 |
| 同比 | 14 | 40 | 26 | -11 |
| 土地平均溢价率 | 16 | 43 | 29 | 13 |
| 同比 | 上升6个百分点 | 上升27个百分点 | 下降14个百分点 | 下降16个百分点 |

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

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%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

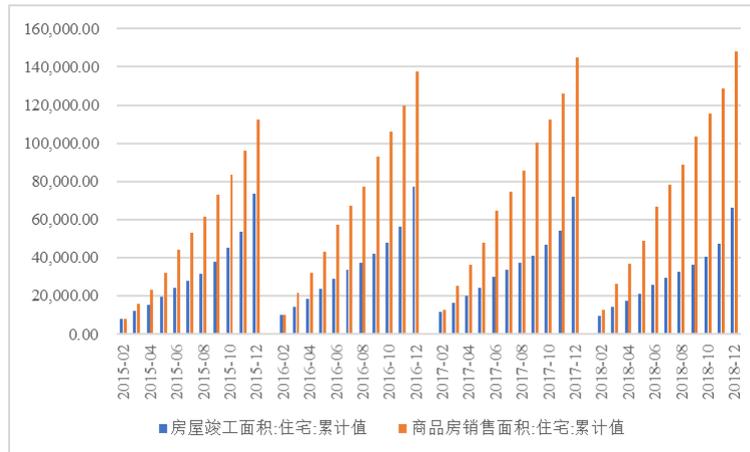
2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

（3）市场供需情况

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

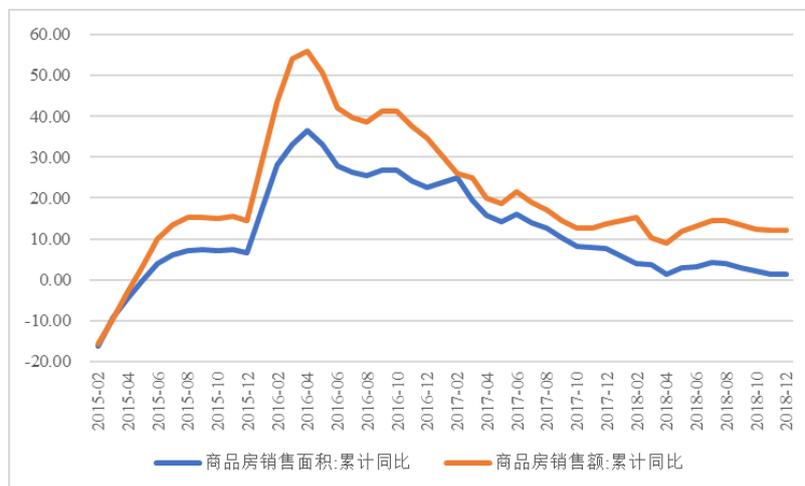
图3 2015~2018年全国商品房供求情况(单位:万平方米)



资料来源: Wind 资讯

2017年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积169,408万平方米,同比增长7.70%,一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移,二线城市亦呈现明显回落态势,三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中,住宅销售面积增长5.30%,办公楼销售面积增长24.30%,商业营业用房销售面积增长18.70%;住宅销售额增长11.30%,办公楼销售额增长17.50%,商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看,2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米,同比增长3.00%;房屋竣工面积101,486万平方米,同比减少4.40%;商品房待售面积58,923万平方米,同比减少15.30%,其中住宅待售面积同比减25.10%,办公楼待售面积同比增加0.90%,商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况(单位:%)

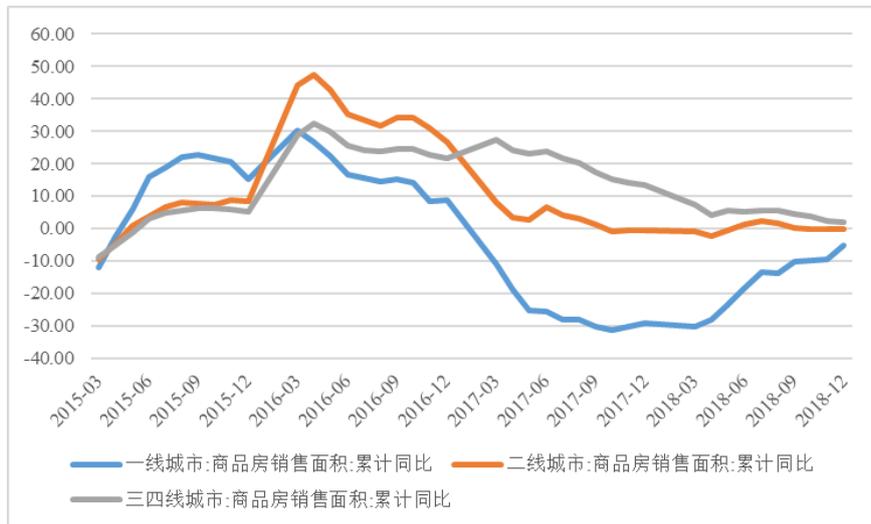


资料来源: Wind 资讯

2018年,在调控政策持续深化背景下,商品房销售增速继续下滑,全国房地产销售面积171,654.36万平方米,同比增长1.30%,增速自8月之后开始收窄;全国房地产销售金额149,972.74亿元,同比增长12.20%,增速较1~11月上漲0.10个百分点;房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓,处于2015年6月以来的相对较低位。2018年,房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米,同比增长5.20%;房屋竣工面积93,550.11万平方米,同比减少7.80%;商品房待售面积52,414万平方米,较2017年底减少11.05%。分城市来看,一线城市商品房销售成

交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理

注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

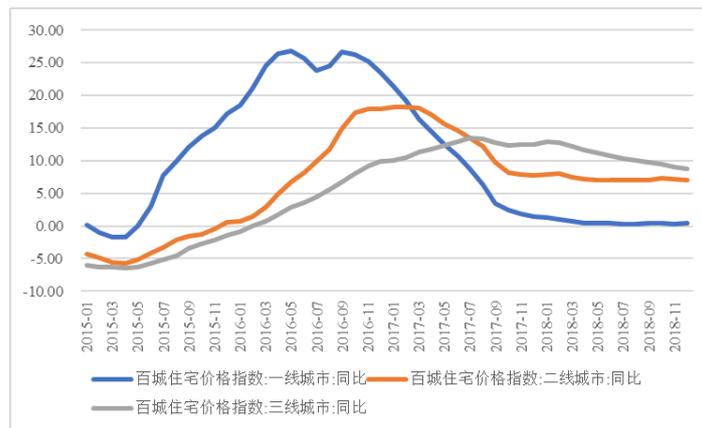
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 6 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

表 3 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比 | 16.87 | 18.81 | 24.10 | 26.89 |
| 前 20 大企业销售额占比 | 22.82 | 25.33 | 32.50 | 38.32 |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 11.31 | 12.19 | 15.38 | 19.08 |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 14.62 | 15.94 | 20.03 | 25.74 |

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒

大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 4 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业简称 | 排名 | 企业简称 |
|----|------|----|------|
| 1 | 恒大集团 | 6 | 绿地控股 |
| 2 | 碧桂园 | 7 | 中海地产 |
| 3 | 万科企业 | 8 | 龙湖地产 |
| 4 | 保利地产 | 9 | 华夏幸福 |
| 5 | 融创中国 | 10 | 广州富力 |

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，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。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 5 近年来主要房地产调控政策

| 年份 | 调控政策 |
|--------------|--|
| 2016 年“十一假期” | 2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整 |
| 2016 年 11 月 | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷 |
| 2017 年 3 月 | 2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大 |
| 2017 年 4 月 | 住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期 |
| 2017 年 7 月 | 中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制” |
| 2017 年 8 月 | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见 |
| 2017 年 10 月 | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居 |
| 2017 年 12 月 | 发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控 |
| 2018 年 3 月 | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税法 |
| 2018 年 7 月 | 中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。” |

| | |
|----------|---|
| 2018年12月 | 山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制 |
| 2018年12月 | 2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系” |
| 2019年1月 | 习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案” |

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

5. 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，违约风险加大

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月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，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行业债券违约风险。

(2) 房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

(3) 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期拉长、去化周期拉长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 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年以来，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，地产金融化迎来发展良机。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。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

(4) 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，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是宝龙地产（股票代码：1238.HK）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产是中国首家在港上市的商业地产企业，专注于开发及经营高质量、大规模、多业态的综合性商业地产项目。宝龙地产以宝龙品牌开发的物业项目分布于天津、上海、重庆、福建、江苏、山东、河南、安徽、浙江等省（市）经济增长迅速的城市，项目主要布局于长三角区域。2015~2017年，宝龙地产连续3年获国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所、中国指数研究院颁发的“中国房地产百强企业”和中国房地产研究会、中国房地产协会、中国房地产测评中心颁发的“中国房地产开发企业商业地产十强企业”等荣誉。公司具备房地产开发一级资质。截至2018年9月末，公司累计开发物业项目49个，累计开发完成物业面积1,532.10万平方米。

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

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

总体看，宝龙地产位列中国商业地产十强；公司作为宝龙地产国内最大的经营实体，专注于商业地产的开发，经过长期经营公司积累了独特的商业地产运营经验，建立了良好的合作伙伴关系。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员共11名，其中总经理1人、副总经理6人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长许健康先生，1952年生，毕业于福建省晋江市侨声中学，初中学历。许健康先生自创办宝龙集团发展有限公司，一直从事房地产开发业务，并完成开发多项住宅项目。许健康先生于2006年至今，连续多年获中国房地产TOP10研究组评为中国房地产品牌贡献人物。许健康先生是全国政协委员及澳门特别行政区推委会委员，同时担任中华全国工商业联合会副主席。目前，许健康先生主要负责制定整体策略及投资决策。

公司总经理许华芳先生，1978年生，毕业于厦门大学工商管理学院，获长江商学院EMBA学位，毕许华芳先生于2003年进入宝龙地产工作，历任副总经理、总经理、副总裁、执行总裁等职务。许华芳先生是中华全国归国华侨联合会委员、中华海外联谊会理事、上海市政协委员、厦

门市政协委员、全国工商联房地产商会副会长。

截至 2018 年 9 月末，公司员工 6,537 人。从岗位结构来看，其中管理人员占 8.92%，工程人员占 13.55%，销售人员占 21.22%，技术人员占 6.54%，财务人员占 9.74%，营运人员占 27.32%，成本管理人员占 7.84%，其他辅助人员占 4.87%。从学历水平看，大学本科及以上学历占 61.54%，大学专科学历占 24.45%，大专及以下学历占 14.01%。

总体看，公司核心管理团队具有丰富的从业经验；公司员工素质能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司不设股东会，股东负责决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，董事会成员 3 人，由股东委派。董事任期 3 年，任期届满，经股东继续委派可连任。首届董事长由股东委派，任期 3 年。任期届满，经股东继续委派可连任。董事会负责向股东报告工作，执行股东的决定，决定公司的经营计划和投资方案等。公司不设监事会，设监事 1 人，由公司股东委派产生。监事对股东负责，监事任期每届 3 年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人，任期 3 年，由股东任命产生。公司设总经理 1 名，首届由公司股东委派，总经理对股东负责，总经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案。

总体看，公司治理结构较简单，整体治理运行情况良好。

2. 管理体制

公司本部下设行政人事中心、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/外省区域中心等管理模块，在几大管理模块下分设了相应的管理部门，共计 25 个职能部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

财务管理方面，公司设立了独立的财务部门，有关岗位的职责和权限符合内部权利制衡原则。公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程以及财务收支审批、预算管理、固定资产管理、成本核算、财务专用章使用审批制度以及多项财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

对子公司的管理方面，公司根据内部控制指引建立了一系列的管理规定，加强对子公司的生产经营活动的监督、控制和指导，并通过向子公司委派董事、监事及高级管理人员，定期获取子公司的财务报表和经营情况。子公司所有的对外贷款、对外投资、对外担保、重大资产处置等重大事项须事先经公司批准。

工程管理方面，为规范工程招标管理、严格过程控制、加强合同管理和安全监督，公司制定了工程管理制度。工程管理制度明确了工程管理的具体内容，规定了在项目开展的项目建议、可行性研究和项目决策阶段的操作流程。工程管理制度还确认了公司招投标的具体流程。

融资管理方面，为规范公司的融资行为、加强融资管理和财务监控，公司制定了融资管理制度。融资管理制度明确了财务部是融资活动的具体实施部门。公司财务部根据公司战略和业务发展的需要，提出具体的融资方案，并报股东会批准。公司财务部负责融资风险的评价，并且以加权平均资本成本最小的融资组合评价公司的资金成本，以确认合理的资本结构。

成本及采购控制方面，公司制定了相关管理规定，以规范大宗材料和设备的请购、审批、采购、验收、付款等采购活动中各个环节的工作，提高采购活动的透明度和效率，着力加大项目采购计划及执行情况的管理力度，保证大宗采购及时交付。公司邀请有实力的材料供应商参与投标，通过对技术标和经济标的严格评审，择优选择供应商，保证采购成本的合理性。在与供应商的合作过程中，公司与评价最优的供应商结成战略伙伴，形成长期稳定的合作关系，实现采购效率的最大化。在付款环节，公司加强了付款各环节相关凭证的审核力度，并对供应商履约情况进行定期评价，保证付款的合理性及准确性。

对外担保方面，为规范公司的对外担保行为，有效控制公司对外担保风险，维护广大股东的合法权益，公司制定了对外担保制度。公司对外担保由公司统一管理，公司做出的对外担保行为，须按程序由公司董事会讨论通过后报控股股东批准后方可执行。对外担保制度明确了对外担保的决策机制、部门分工、相互监督的机制，形成了较为完善的对外担保控制体系。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、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，开发的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。2015~2017年，公司营业收入分别为87.87亿元、114.61亿元和94.78亿元，波动增长，主要系房地产结转规模波动所致；近三年，公司营业利润呈逐年增长态势，分别为29.82亿元、38.57亿元和43.94亿元，三年复合增长21.40%，2016年和2017年公司营业利润均同比大幅增长，主要系合并范围增加以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致。2017年，公司实现净利润31.59亿元，同比增长10.68%。

表6 2015~2017年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2015年 | | | 2016年 | | | 2017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 | 81.46 | 92.70 | 38.09 | 106.03 | 92.52 | 39.70 | 80.81 | 85.27 | 34.68 |
| 出租物业收入 | 4.10 | 4.67 | 87.15 | 5.68 | 4.95 | 82.59 | 8.29 | 8.74 | 85.45 |
| 酒店收入 | 2.08 | 2.36 | -0.76 | 2.57 | 2.25 | -8.71 | 4.35 | 4.59 | 0.76 |
| 其他收入 | 0.24 | 0.27 | -137.78 | 0.32 | 0.28 | -63.52 | 1.33 | 1.40 | 58.12 |
| 合计 | 87.87 | 100.00 | 38.99 | 114.61 | 100.00 | 40.44 | 94.78 | 100.00 | 37.89 |

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，出售物业收入是公司主营业务收入的主要来源，近三年出售物业收入占主营业务收入的比重均在85%以上。2015~2017年，公司出售物业收入波动下降，2016年得益于合并范围增加，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，公司出售物业收入增长至106.03亿元；2017年有所下降主要系上海物业受类住宅调控政策影响未销售和交房所致。近三年出租物业收入逐年增长，主要系出租物业面积和商场租金增加所致。近三年酒店收入持续增长，主要系纳入合并范围酒店数量的增加，新开业酒店表现良好，整体业绩增长所致。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等，占公司主营业务收入比重较小，对主营业务收入影响很小。

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。2015~2017年，公司出售物业毛利率波动下降，2017年有所下降主要系当年结转项目中毛利率水平较低的住宅项目占比较高所致。2015~2017年，公司出租物业毛利率波动下降，2016年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。公司酒店业务2015~2016年处于亏损状态，主要系公司将酒店折旧费用计入营业成本所致，2017年随着公司新开业酒店数增加、客房数增加，酒店业务毛利率由负转正。其他业务方面，由于钢材与咨询业务结构有所调整，其他业务近三年毛利率波动较大，2017年其他业务毛利率为58.12%。由于上述原因，近三年，公司主营业务整体毛利率水平分别为38.99%、40.44%和37.89%。

2018年1~9月，公司实现营业收入137.68亿元，已超过2017年全年水平，主要系同一控制下并入宝龙置地发展有限公司（以下简称“宝龙置地”）所致，其中出售物业收入122.76亿元；综合毛利率38.50%，较2017年变化不大。

总体看，公司收入主要来源于物业出售和出租，2015~2017年，受开发项目结转规模不同影响，公司收入波动增长，随着2018年资产置入，公司收入大幅增加，近几年公司毛利率有所波动但仍处于较高水平。

2. 业务运营

(1) 房地产开发

土地储备情况

近年来，公司项目聚焦上海，以二、三线城市作为补充，并减少四线城市的项目。公司在拿地前会做详细的考察、产品定位并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。公司土地一般通过政府招拍挂方式取得，在拿地过程中存在一定的品牌优势。根据公司的开发策略与开发节奏，土地招拍挂成功且缴清土地款获得土地证后，立即办理开工手续。一般在拿地后3~6月获得施工许可证进场施工。

2015~2017年，公司分别拿地2块、5块和2块，多为商业用地，主要通过招拍挂和收购方式取得。2015~2017年，公司购置土地规划建筑面积分别为36.06万平方米、87.57万平方米和68.35万平方米，购置土地主要集中于长三角区域，楼面地价处于较低水平。2018年1~9月，公司新拓展土地14块，主要以招拍挂方式取得，多为商住用地，新增建筑面积331.99万平方米，权益建筑面积232.62万平方米，地块主要布局于南京、徐州、镇江、宁波、温州等长三角地区，其中温州翡翠天地项目因地理位置处于温州市核心区域，拿地价格较高，其他项目土地成本较合理；具体拿地情况如下表所示。

表7 2015~2017年及2018年1~9月公司土地储备获取情况（单位：元/平方米，万平方米）

| 时间 | 项目名称 | 项目类型 | 获取方式 | 楼面地价 | 总建筑面积 |
|-------|-----------|------|------|-------|--------------|
| 2015年 | 上海吴泾宝龙广场 | 商业 | 招拍挂 | 4,935 | 9.27 |
| | 上海宝山宝杨路地块 | 商业 | 招拍挂 | 4,561 | 26.79 |
| | 小计 | -- | -- | -- | 36.06 |
| 2016年 | 杭州未来科技城 | 商业 | 司法拍卖 | 2,260 | 24.73 |
| | 徐州宝龙观邸 | 住宅 | 收购 | 1,640 | 16.19 |
| | 宁波宝龙广场 | 商业 | 收购 | 4,756 | 14.19 |
| | 上海吴泾新项目 | 商业 | 招拍挂 | 5,638 | 8.16 |
| | 镇江宝龙新项目 | 商住 | 招拍挂 | 1,028 | 24.3 |
| | 小计 | -- | -- | -- | 87.57 |

| | | | | | |
|-----------|------------|-------|-----|--------|---------------|
| 2017年 | 宁波高新区宝龙广场 | 商业 | 收购 | 2,500 | 36.00 |
| | 无锡新吴宝龙项目 | 住宅/商办 | 招拍挂 | 3,931 | 32.35 |
| 小计 | | -- | -- | -- | 68.35 |
| 2018年1~9月 | 南京江宁G71项目 | 住宅 | 招拍挂 | 13,991 | 21.65 |
| | 南京高淳二期项目 | 商住 | 招拍挂 | 1,883 | 11.79 |
| | 徐州丰县项目 | 商住 | 收购 | 599 | 49.07 |
| | 镇江润州檀山路项目 | 商住 | 招拍挂 | 6,351 | 18.03 |
| | 义乌佛堂江滨项目 | 商住 | 招拍挂 | 5,933 | 18.54 |
| | 宁波宁奉城际铁路项目 | 商住 | 招拍挂 | 1,973 | 18.90 |
| | 盐城开发区项目 | 商住 | 招拍挂 | 2,042 | 33.49 |
| | 金华永康市解放街项目 | 商住 | 招拍挂 | 5,873 | 21.85 |
| | 淮安清江浦项目 | 商住 | 招拍挂 | 1,154 | 21.67 |
| | 宁波鄞州首南地块 | 商住 | 招拍挂 | 6,511 | 36.10 |
| | 舟山盐仓地块 | 商住 | 招拍挂 | 3,749 | 6.30 |
| | 温州空港新区项目 | 商住 | 招拍挂 | 3,721 | 34.43 |
| | 温州翡翠天地 | 住宅 | 招拍挂 | 16,766 | 22.36 |
| | 漳州龙文蓝田项目 | 商住 | 招拍挂 | 3,604 | 17.81 |
| 小计 | | -- | -- | -- | 331.99 |

资料来源：公司提供

注：上表为可售部分建筑面积和楼面均价。

截至2018年9月末，公司项目剩余土地储备规划建筑面积1,045.45万平方米，剩余土地储备权益规划建筑面积709.60万平方米，土储规模较大。从土地储备建筑面积看，公司在一线城市上海的剩余土地储备权益建筑面积24.29万平方米，占比3.42%；公司在二线城市杭州、南京、宁波、苏州、天津剩余土地储备权益建筑面积合计187.44万平方米，占比26.41%；公司在三四线城市海口、烟台、徐州、常州、温州等剩余土地储备权益建筑面积合计497.87万平方米，占比70.17%，占比较高；公司土地储备主要分布在三四线城市，但三四线城市房地产市场景气度波动较大，且在棚改货币化收紧情况下，面临一定经营风险。从土地储备成本来看，公司位于上述城市的项目楼面地价均处于较低水平，主要系公司地块主要为商业用地所致。根据公司过往开发数据来看，公司剩余土地储备可以满足未来几年的开发需求，且土地获取成本整体相对较低。

表8 截至2018年9月末公司土地储备情况（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 | 剩余土地储备规划建筑面积 | 股权比例 |
|------------|-------|---------|-----------|--------|-------|-------|--------------|------|
| 上海国展宝龙城 | 商办 | 2016.8 | 4,620.35 | 40.65 | 0.00 | 17.27 | 23.38 | 50 |
| 上海九亭中心 | 商办 | 2015.12 | 3,172.19 | 38.96 | 0.00 | 38.96 | 0.00 | 33 |
| 上海临港宝龙世家 | 住宅 | 2015.6 | 3,473.57 | 8.61 | 5.54 | 3.07 | 0.00 | 82 |
| 上海青浦宝龙广场 | 商业/住宅 | 2014.6 | 2,371.36 | 34.54 | 14.87 | 19.67 | 0.00 | 100 |
| 上海杨浦外滩项目 | 商办 | 2017.6 | 17,197.90 | 17.33 | 0.00 | 8.71 | 8.62 | 50 |
| 上海闵行马桥项目 | 商业/住宅 | 2016.8 | 4,019.42 | 13.76 | 0.00 | 13.76 | 0.00 | 50 |
| 上海吴淞闵行新城项目 | 商业 | 2016.08 | 3,919.15 | 8.29 | 0.00 | 0.00 | 8.29 | 100 |
| 上海宝山宝龙城 | 商业 | 2015.12 | 4,525.91 | 27.00 | 0.00 | 27.00 | 0.00 | 100 |
| 常州宝龙广场 | 商业/住宅 | 2008.07 | 40.67 | 105.73 | 63.74 | 0.00 | 41.99 | 100 |
| 淮安宝龙天地 | 商业/住宅 | 2013.07 | 1,415.77 | 15.26 | 3.16 | 0.00 | 12.09 | 100 |

| | | | | | | | | |
|-------------|----------|----------|-----------|--------|--------|-------|-------|-----|
| 淮安清江浦项目 | 商业/住宅 | 2018.5 | 2,284.38 | 15.76 | 0.00 | 0.00 | 15.76 | 100 |
| 苏州太仓宝龙广场 | 商业/住宅 | 2006.1 | 174.87 | 28.59 | 26.64 | 0.00 | 1.95 | 100 |
| 苏州苏州湾天铂 | 住宅 | 2016.2 | 6,984.86 | 36.72 | 0.00 | 36.72 | 0.00 | 50 |
| 无锡玉祁宝龙湖畔花城 | 商业/住宅 | 2006.12 | 373.01 | 34.58 | 30.37 | 4.21 | 0.00 | 100 |
| 无锡宝龙世家 | 商办/商业/住宅 | 2017.8 | 3,192.83 | 42.97 | 0.00 | 14.38 | 28.59 | 67 |
| 徐州宝龙观邸 | 住宅 | 2010.12 | 1,601.56 | 16.55 | 0.00 | 16.55 | 0.00 | 100 |
| 徐州丰县项目 | 商业/住宅 | 2018.3.6 | 476.94 | 61.64 | 0.00 | 0.00 | 61.64 | 100 |
| 盐城新区项目 | 商业/住宅 | 2018.5.4 | 1,481.08 | 46.18 | 0.00 | 0.00 | 46.18 | 80 |
| 镇江宝龙广场 | 商业/住宅 | 2014 | 984.41 | 36.57 | 31.28 | 5.29 | 0.00 | 100 |
| 镇江宝龙国际花园 | 住宅 | 2016 | 952.48 | 26.25 | 11.89 | 14.36 | 0.00 | 100 |
| 镇江润州檀山路项目 | 商业/住宅 | 2018.3 | 4,812.69 | 23.77 | 0.00 | 0.00 | 23.77 | 34 |
| 南京栖霞项目 | 商业/住宅 | 2017.7 | 4,412.35 | 38.75 | 0.00 | 38.75 | 0.00 | 50 |
| 南京 G71 项目 | 住宅 | 2018.1 | 10,385.85 | 29.17 | 0.00 | 0.00 | 29.17 | 30 |
| 南京高淳宝龙广场 | 商业/住宅 | 2017.1 | 1,763.10 | 25.64 | 0.00 | 13.85 | 11.79 | 100 |
| 南通天铂花园 | 商办/住宅 | 2017.1 | 3,103.85 | 46.39 | 0.00 | 32.68 | 13.71 | 41 |
| 杭州滨江宝龙城 | 商业 | 2013.1 | 4,442.73 | 40.18 | 19.23 | 20.95 | 0.00 | 100 |
| 杭州大江东宝龙广场 | 商业/住宅 | 2016.7 | 1,162.23 | 45.34 | 3.99 | 0.00 | 41.36 | 51 |
| 杭州余杭未来科技城项目 | 商业 | 2016.01 | 2,430.70 | 24.73 | 0.00 | 0.00 | 24.73 | 100 |
| 杭州临安白湖畈项目 | 商住 | 2017.6 | 3,319.37 | 38.26 | 0.00 | 38.26 | 0.00 | 82 |
| 杭州宝龙旭辉东湖城 | 住宅 | 2016.12 | 1,928.67 | 23.07 | 0.00 | 23.07 | 0.00 | 50 |
| 杭州临安青山湖项目 | 商业/住宅 | 2017.8 | 3,451.31 | 51.43 | 0.00 | 0.00 | 51.43 | 41 |
| 宁波宝龙世家 | 住宅 | 2016.12 | 3,305.90 | 12.07 | 0.00 | 12.07 | 0.00 | 82 |
| 宁波宝龙天地 | 商办 | 2017.5.4 | 1,463.80 | 6.29 | 0.00 | 0.00 | 6.29 | 82 |
| 宁波三江观邸 | 住宅 | 2017.1 | 7,274.25 | 14.37 | 0.00 | 14.37 | 0.00 | 41 |
| 宁波鄞州宝龙广场 | 商办 | 2016.1 | 5,045.82 | 13.38 | 0.00 | 13.38 | 0.00 | 90 |
| 宁波新长岛花园 | 住宅 | 2017.1 | 8,296.46 | 22.25 | 0.00 | 22.25 | 0.00 | 41 |
| 宁波高新宝龙广场 | 商业 | 2017.4 | 2,415.74 | 35.14 | 0.00 | 35.14 | 0.00 | 90 |
| 宁波奉化宝龙广场 | 商业/住宅 | 2018.5 | 1,126.46 | 33.11 | 0.00 | 0.00 | 33.11 | 82 |
| 宁波鄞州首南项目 | 商业/住宅 | 2018.6.4 | 4,700.00 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 50.00 | 82 |
| 绍兴袍江新区项目 | 商业/住宅 | 2017.1 | 3,009.49 | 57.15 | 0.00 | 57.15 | 0.00 | 42 |
| 浙江舟山半升洞项目 | 商业/住宅 | 2017.1 | 5,019.27 | 23.35 | 0.00 | 0.00 | 23.35 | 50 |
| 浙江舟山综合体地块 | 商业/住宅 | 2017.11 | 2,745.64 | 32.42 | 0.00 | 0.00 | 32.42 | 41 |
| 舟山定海盐仓项目 | 商业/住宅 | 2018.6 | 2,809.52 | 8.40 | 0.00 | 0.00 | 8.40 | 82 |
| 义乌佛堂江滨一期项目 | 商业/住宅 | 2018.3 | 3,855.64 | 28.53 | 0.00 | 0.00 | 28.53 | 50 |
| 永康解放街项目 | 商业/住宅 | 2018.3 | 6,743.53 | 19.03 | 0.00 | 0.00 | 19.03 | 29 |
| 温州空港项目 | 商业/住宅 | 2018.6 | 3,720.98 | 34.43 | 0.00 | 0.00 | 34.43 | 100 |
| 温州翡翠天地 | 住宅 | 2018.6 | 11,665.76 | 32.14 | 0.00 | 0.00 | 32.14 | 13 |
| 阜阳宝龙广场 | 商业/住宅 | 2014.8 | 800.76 | 74.93 | 63.61 | 11.32 | 0.00 | 51 |
| 洛阳宝龙广场 | 商业/住宅 | 2006.08 | 223.67 | 136.36 | 118.41 | 17.27 | 0.68 | 100 |
| 新乡宝龙广场 | 商业/住宅 | 2008.01 | 199.86 | 126.59 | 78.06 | 48.53 | 0.00 | 100 |
| 重庆合川宝龙广场 | 商业/住宅 | 2010.12 | 397.13 | 61.94 | 61.16 | 0.78 | 0.00 | 100 |
| 巴中宝龙名邸 | 住宅 | 2017.7 | 1,468.02 | 8.17 | 0.00 | 8.17 | 0.00 | 42 |

| | | | | | | | | |
|--------------|-------|---------|-----------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----|
| 泉州晋江宝龙广场 | 商业/住宅 | 2013.1 | 1,357.92 | 77.10 | 60.70 | 16.40 | 0.00 | 100 |
| 泉州晋江宝龙世家 | 商业/住宅 | 2017.6 | 1,986.22 | 15.86 | 0.00 | 15.86 | 0.00 | 23 |
| 厦门宝龙一城 | 商业 | 2015.4 | 1,725.20 | 39.82 | 8.29 | 31.53 | 0.00 | 100 |
| 漳州蓝田项目 | 商业/住宅 | 2018.6 | 2,665.73 | 24.08 | 0.00 | 0.00 | 24.08 | 82 |
| 天津滨海宝龙城 | 商业/住宅 | 2013.5 | 702.69 | 77.84 | 66.31 | 4.78 | 6.75 | 100 |
| 天津北绿地地块 | 商业 | 2011.5 | 1,281.82 | 11.00 | 0.00 | 0.00 | 11.00 | 100 |
| 天津北塘项目 | 住宅 | 2017.7 | 12,099.67 | 21.16 | 0.00 | 0.00 | 21.16 | 33 |
| 天津愉景城 | 商业/住宅 | 2017.9 | 2,902.16 | 27.91 | 0.00 | 27.91 | 0.00 | 13 |
| 东营宝龙广场 | 商业/住宅 | 2014.5 | 720.81 | 45.50 | 26.32 | 0.00 | 19.19 | 100 |
| 胶州大沽河艺术村 | 商业/住宅 | 2016.12 | 1,506.33 | 26.09 | 12.80 | 13.29 | 0.00 | 100 |
| 烟台海阳宝龙城 | 商业/住宅 | 2007.9 | 276.86 | 40.81 | 13.88 | 0.00 | 26.94 | 100 |
| 烟台蓬莱宝龙广场 | 商业/住宅 | 2015.4 | 1,555.26 | 34.79 | 31.48 | 3.30 | 0.00 | 100 |
| 烟台金骏项目 | 住宅 | 2007.7 | 129.16 | 52.65 | 0.00 | 0.00 | 52.65 | 100 |
| 海口环球 100 宝龙城 | 商业/住宅 | 2016.11 | 1,610.05 | 184.59 | 0.00 | 13.73 | 170.86 | 51 |
| 合计 | | -- | -- | 2,551.93 | 751.73 | 754.75 | 1,045.45 | -- |

资料来源：公司提供

注：1、上表为总建筑面积和按照总建筑面积计算的楼面均价；2、上表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。

总体看，公司土地储备规模较大，根据公司过往开发情况，公司尚未开发土地储备能满足未来几年的开发需求；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

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

公司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，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。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。近三年，公司房地产开发完成投资整体呈持续增长的态势，主要系公司开发投资区域集中在上海、杭州等高地价区域加之近年开发项目定位为精品工程，施工成本较以前年度持续增长所致。从项目开发数据看，2015~2017 年，公司新开工面积持续下降，2015 年新开工面积较大主要系当年上海青浦宝龙广场项目的开工，公司加大开发进度所致；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；2017 年公司新开工项目 3 个。2015~2017 年，公司竣工面积波动下降，由 100.09 万平方米降至 85.50 万平方米，主要系建设进度不同所致。

2018 年 1~9 月，公司房地产开发完成投资 132.53 亿元，超过 2017 年全年，主要系 2018 年 1~9 月，公司拿地规模增加及因合并宝龙置地所致，新开工项目增多所致；新开工项目面积 436.16 万平方米；截至 2018 年 9 月末，公司在建面积 399.11 万平方米，较上年末有大幅增长。

表 9 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司房地产开发数据

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 1~9 月 |
|---------------|--------|--------|--------|--------------|
| 房地产开发完成投资（亿元） | 44.35 | 67.54 | 72.33 | 132.53 |
| 新开工面积（万平方米） | 115.42 | 91.95 | 66.23 | 436.16 |
| 房屋竣工面积（万平方米） | 100.09 | 125.40 | 85.50 | 138.78 |
| 期末在建面积（万平方米） | 154.45 | 121.00 | 101.73 | 399.11 |

资料来源：公司提供

从在建项目看，截至 2018 年 9 月末，公司在建项目总计 32 个，主要分布在上海、杭州、宁波、无锡等城市；公司在建项目分布较为分散。截至 2018 年 9 月末，公司在建项目预计总投资额 719.12 亿元，已累计完成投资 434.53 亿元，尚需投资额 284.60 亿元；尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

表 10 截至 2018 年 9 月末公司在建项目情况（单位：万平方米，亿元）

| 项目 | 物业类型 | 占地面积 | 建筑面积 | 预计总投资额 | 已投资额 | 尚需投资额 |
|--------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 杭州宝龙大江东项目 | 商业，住宅 | 11.95 | 45.10 | 30.00 | 15.55 | 14.45 |
| 南京高淳项目 | 商业，住宅 | 8.37 | 17.00 | 16.00 | 7.00 | 9.00 |
| 杭州临安白湖畈项目 | 商业，住宅 | 9.50 | 38.63 | 30.00 | 17.31 | 12.69 |
| 宁波天水 1 号地块项目 | 商业，住宅 | 2.47 | 6.26 | 6.28 | 1.37 | 4.92 |
| 宁波天水 2 号地块项目 | 住宅 | 5.16 | 14.36 | 22.59 | 13.50 | 9.09 |
| 四川巴中项目 | 住宅 | 3.21 | 8.41 | 2.48 | 1.99 | 0.49 |
| 绍兴袍江项目 | 商业，住宅 | 19.82 | 57.15 | 55.00 | 21.50 | 33.50 |
| 宁波奉化项目 | 商业，住宅 | 6.40 | 23.00 | 18.97 | 4.23 | 14.75 |
| 江苏南通项目 | 商业，住宅 | 15.01 | 47.72 | 36.00 | 15.84 | 20.16 |
| 海口项目 Z06 地块 | 住宅 | 3.88 | 13.34 | 10.27 | 7.16 | 3.11 |
| 海口项目 Z08 地块 | 住宅 | 6.07 | 13.63 | 10.32 | 7.19 | 3.13 |
| 晋江池店项目 | 住宅 | 4.21 | 15.86 | 9.13 | 5.15 | 3.98 |
| 淮安清江浦项目 | 住宅 | 9.37 | 27.59 | 12.40 | 1.60 | 10.80 |
| 上海青浦新城项目 | 商业综合 | 6.36 | 35.25 | 30.35 | 29.89 | 0.46 |
| 上海宝山宝杨路项目 | 商业综合 | 5.68 | 27.02 | 27.53 | 2.10 | 25.43 |
| 无锡宝龙湖畔花城 | 住宅 | 14.76 | 34.59 | 11.00 | 10.00 | 1.00 |
| 天津滨海宝龙城 | 商业，住宅 | 44.45 | 71.33 | 35.71 | 31.09 | 4.62 |
| 洛阳宝龙广场 | 商业，住宅 | 35.56 | 136.35 | 41.62 | 39.17 | 2.45 |
| 厦门宝龙一城 | 商业综合 | 7.87 | 39.82 | 34.00 | 22.91 | 11.09 |
| 泉州晋江宝龙广场 | 商业，住宅 | 13.54 | 77.10 | 37.79 | 35.84 | 1.95 |
| 重庆合川宝龙广场 | 商业，住宅 | 18.00 | 61.37 | 20.71 | 20.14 | 0.56 |
| 烟台蓬莱项目 | 商业，住宅 | 16.45 | 34.79 | 18.22 | 16.34 | 1.89 |
| 镇江丹徒项目 | 住宅 | 9.73 | 20.83 | 9.48 | 7.43 | 2.05 |
| 新乡宝龙广场 | 商业，住宅 | 29.99 | 126.59 | 60.00 | 36.00 | 24.00 |
| 宁波宝龙广场 | 商业，住宅 | 4.50 | 13.38 | 14.00 | 8.54 | 5.46 |
| 徐州宝龙广场 | 住宅 | 19.48 | 16.55 | 9.50 | 5.39 | 4.11 |
| 宁波高新区宝龙广场 | 商业，住宅 | 7.21 | 35.14 | 22.80 | 10.32 | 12.48 |

| | | | | | | |
|-------------|--------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| 无锡新吴项目 | 商业, 住宅 | 24.89 | 44.02 | 33.20 | 15.39 | 17.81 |
| 杭州余杭未来科技城项目 | 商业综合 | 8.86 | 34.41 | 28.00 | 7.00 | 21.00 |
| 上海闵行吴泾北项目 | 商业综合 | 3.20 | 8.29 | 8.04 | 4.20 | 3.84 |
| 宁波江北项目 | 住宅 | 4.97 | 12.07 | 10.00 | 7.03 | 2.97 |
| 上海芦潮港 | 住宅 | 3.11 | 8.61 | 7.73 | 6.36 | 1.36 |
| 合计 | | 384.03 | 1,165.56 | 719.12 | 434.53 | 284.60 |

资料来源: 公司提供

总体看, 2015~2017年, 公司房地产开发项目规模波动下降, 但开发投资逐年上升, 2018年1~9月, 受资产置入, 合并范围扩大影响, 公司开发规模大幅增长; 但公司在建项目尚需投资规模较大, 公司面临较大的资金支出压力。

物业销售情况

公司销售方式为在制定统一的销售推广策略和计划的基础上, 采用自主销售和委托代理相结合的模式进行对外销售。

从协议销售均价看, 2015~2017年, 公司协议销售均价持续下降, 主要系所售的房地产项目所处区域及类型不同, 近年来住宅比例逐步提升, 且远郊卫星城区域布局增多所致; 公司房地产协议销售面积波动增长, 2016年有所增长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, 2017年有所下降主要系受上海类住宅政策影响, 公司部分商住项目不能销售所致; 公司在上海地区商住项目受到政策影响较大, 存在较大去化压力。2015~2017年, 公司协议销售金额分别为89.36亿元、105.88亿元和86.89亿元, 呈波动下降态势。

2018年1~9月, 受资产并入影响, 公司旗下操盘项目规模大幅增加, 实现协议销售面积190.45万平方米, 为2017年全年的240.38%, 协议销售金额288.20亿元; 协议销售均价为15,132.58元/平方米, 较2017年协议销售均价增长37.99%, 主要系公司宁波、上海和杭州项目销售均价上涨所致。

从结转情况看, 2015~2017年公司房地产结转面积波动增长, 2016年结转面积同比增长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; 2017年结转面积有所下降, 主要系受上海类住宅政策影响, 公司部分商业物业不能交房结转所致。2017年, 上海市政府出台政策叫停了“类住宅”项目网签, 对商办项目改变房屋使用性质进行清理, 清理对象包括擅自改变房屋单元空间分割、私自接通燃气管道等, 对已售但未交付的商住房影响较大。2015~2017年, 公司房地产结转收入波动增长, 分别为62.23亿元、106.03亿元和80.81亿元。随着公司将宝龙置地纳入合并范围, 2018年1~9月, 公司结转面积196.40万平方米, 实现结转收入122.75亿元, 均大幅超过2017年全年水平。

表 11 2015~2017年及2018年1~9月公司房地产销售数据

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年1~9月 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 协议销售面积(万平方米) | 72.90 | 87.68 | 79.23 | 190.45 |
| 协议销售均价(元/平方米) | 12,256.00 | 12,075.73 | 10,966.81 | 15,132.58 |
| 协议销售金额(亿元) | 89.36 | 105.88 | 86.89 | 288.20 |
| 结转面积(万平方米) | 61.35 | 91.68 | 83.89 | 196.40 |
| 结转收入(亿元) | 62.23 | 106.03 | 80.81 | 122.75 |

资料来源: 公司提供

随着宝龙置地并入公司合并范围, 公司可售项目有所增加。截至2018年9月底, 公司在售项

目总可售面积 1,446.65 万平方米，已销售面积累计 1,028.79 万平方米，剩余可售面积 417.86 万平方米，整体去化水平为 71.12%，去化水平一般；可售楼盘规模预计可满足公司 2 年左右的销售需求。从公司主要项目销售情况来看，截至 2018 年 9 月末，公司主要项目总可售面积 802.33 万平方米，待售面积 316.35 万平方米。公司主要项目待售面积中三四线城市分布较多，由于三四线城市房地产市场景气度波动性较大，公司部分项目销售存在不确定性。2017 年 4 月和 5 月，上海市出台了商办类项目新规，办公用地不得建设公寓式办公项目以及已售未交付商业办公项目将取消其居住功能，新规对公司上海部分项目的去化产生一定影响，公司计划将类住宅的未售部分转为自持或改为办公物业出售。

表 12 截至 2018 年 9 月末公司主要项目销售情况（单位：万平方米）

| 项目名称 | 建筑面积 | 总可售面积 | 累计已售面积 |
|--------------|-----------------|---------------|---------------|
| 上海青浦宝龙广场 | 34.73 | 20.42 | 6.79 |
| 天津滨海宝龙城 | 76.67 | 68.30 | 52.85 |
| 杭州滨江宝龙城 | 40.18 | 18.83 | 4.44 |
| 上海七宝宝龙城 | 38.10 | 15.47 | 16.44 |
| 洛阳宝龙广场 | 136.90 | 110.56 | 87.90 |
| 新乡宝龙广场 | 129.57 | 107.19 | 72.42 |
| 常州宝龙广场 | 105.36 | 52.65 | 37.69 |
| 重庆宝龙广场 | 62.20 | 48.35 | 44.58 |
| 晋江宝龙广场 | 81.80 | 52.29 | 38.20 |
| 镇江宝龙广场 | 62.22 | 52.08 | 27.23 |
| 烟台蓬莱宝龙广场 | 34.94 | 23.19 | 23.74 |
| 上海嘉定宝龙广场 | 19.53 | 6.38 | 3.54 |
| 厦门宝龙一城 | 38.27 | 8.16 | 5.34 |
| 上海吴泾宝龙广场 | 9.13 | 6.34 | 3.86 |
| 杭州大江东宝龙广场 | 45.10 | 30.36 | 16.20 |
| 徐州宝龙观邸 | 15.84 | 12.94 | 12.60 |
| 宁波江北宝龙世家 | 8.49 | 8.45 | 5.63 |
| 海口环球 100 宝龙城 | 140.68 | 140.68 | 22.54 |
| 杭州临安白湖畈项目 | 38.64 | 19.69 | 3.99 |
| 合计 | 1,118.35 | 802.33 | 485.98 |

资料来源：公司提供

总体看，2015~2017 年，公司房地产协议销售面积波动增长，受上海类住宅政策的影响，2017 年协议销售面积有所下降；受并入宝龙置地影响，2018 年前三季度协议销售面积和协议销售均价均大幅增长。目前三四线城市房地产市场景气度波动较大，公司待售面积主要分布在三四线城市，未来销售存在一定不确定性；同时上海市商办类新规对公司上海部分项目的去化产生一定影响。

（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。截至 2018 年 9 月末，公司主要的投资性房地产物业项目如下表所示。

表 13 截至 2018 年 9 月末公司前十大投资性房地产业务项目情况 (单位: 万元)

| 项目 | 状态 | 账面价值 |
|----------|----|--------------|
| 杭州滨江宝龙城 | 在建 | 278,927.65 |
| 青岛城阳宝龙广场 | 完工 | 266,909.51 |
| 福州宝龙广场 | 完工 | 193,623.88 |
| 上海七宝宝龙城 | 完工 | 180,071.03 |
| 蚌埠宝龙广场 | 完工 | 178,605.42 |
| 晋江宝龙广场 | 在建 | 164,591.64 |
| 郑州宝龙广场 | 完工 | 155,900.00 |
| 厦门宝龙一城 | 在建 | 153,831.56 |
| 盐城宝龙广场 | 完工 | 144,078.80 |
| 宿迁宝龙广场 | 完工 | 126,728.62 |
| 合计 | -- | 1,843,268.11 |

资料来源: 公司提供

从公司商业物业的布局来看, 近年来, 通过对消费市场的分析和对经济形势的判断, 公司调整了原有的业态布局, 形成了餐饮、娱乐、商业零售各占三分之一的业态配比新比例, 从“购物休闲”的传统模式向“休闲购物”的新模式转变, 以应对电商对实体商业带来的冲击和达到吸引核心消费人群的目的。从公司商业物业的招商来看, 在保证业态布局比例的前提下, 公司根据不同项目的城市区位特点、居民消费能力和经济发展情况, 进行有针对性的、分等级的品牌招商。在与各品牌长期的合作中, 公司筛选并形成了自己的品牌资源库, 与多家世界五百强公司和千余家国内知名企业达成了战略合作, 提高了公司商业物业的竞争力和公司投资物业租赁的盈利能力。

租金方面, 公司物业所收取租金分为两部分, 一部分为固定租金收入; 另一部分为租户营业收入的提成。2015 年上海奉贤宝龙广场和上海宝山宝龙广场开业出租; 2016 年, 公司新增加 13 个商业物业; 2017 年新增 1 个项目。公司物业出租率整体处于较高水平, 其中福州宝龙广场和上海曹路宝龙广场近三年均为满租状态; 宿迁宝龙广场出租率逐年上升, 2015 年达到满租状态; 但郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场和青岛城阳宝龙广场出租率相对较低, 2017 年出租率分别为 68.00%、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。整体看, 公司物业出租率水平较高, 大部分物业出租率维持在 80% 以上水平。近三年, 公司租金收入呈逐年增长态势, 主要系出租面积和租金水平上涨所致。2018 年 1~9 月, 公司租金收入 7.22 亿元。

表 14 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司各物业出租情况明细 (单位: 万平方米, %, 万元)

| 项目名称 | 占地面积 | 总建筑面积 | 可租面积 | 2017 年出租率 | 租金收入 | | | |
|----------|-------|--------|-------|-----------|----------|----------|----------|--------------|
| | | | | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 1~9 月 |
| 福州宝龙广场 | 7.19 | 21.80 | 9.47 | 100.00 | 5,528.95 | 5,929.19 | 5,726.23 | 4,627.17 |
| 苏州太仓宝龙广场 | 6.65 | 16.35 | 2.33 | 75.00 | 151.08 | 152.23 | 86.92 | 67.88 |
| 郑州宝龙广场 | 11.63 | 25.16 | 10.82 | 68.00 | 1,349.91 | 2,566.14 | 2,441.36 | 2,134.15 |
| 泰安宝龙广场 | 8.27 | 21.39 | 4.95 | 82.00 | 945.1 | 520.66 | 655.50 | 582.09 |
| 蚌埠宝龙广场 | 19.92 | 45.37 | 19.53 | 63.00 | 2,422.98 | 3,739.65 | 3,136.40 | 2,616.33 |
| 洛阳宝龙广场 | 35.56 | 136.35 | 13.28 | 92.00 | 5,290.62 | 4,725.30 | 4,282.58 | 4,227.13 |
| 青岛城阳宝龙广场 | 39.11 | 49.51 | 21.54 | 59.00 | 2,995.31 | 631.16 | 2,431.59 | 2,311.87 |
| 无锡宝龙广场 | 7.70 | 28.37 | 10.63 | 89.00 | -- | 2,825.22 | 3,367.01 | 2,849.25 |

| | | | | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 宿迁宝龙广场 | 22.02 | 48.61 | 12.06 | 100.00 | 3031.22 | 6,180.66 | 6,096.50 | 5,291.05 |
| 烟台海阳宝龙城 | 33.41 | 32.84 | 2.60 | 51.00 | -- | 23.83 | 52.43 | 19.83 |
| 新乡宝龙广场 | 29.99 | 126.59 | 9.03 | 100.00 | -- | 3,228.03 | 3,735.59 | 2,952.13 |
| 盐城宝龙广场 | 22.13 | 49.49 | 13.51 | 86.00 | -- | 3,963.71 | 5,353.99 | 4,296.43 |
| 常州宝龙广场 | 27.01 | 105.37 | 10.70 | 95.00 | -- | 1,391.42 | 3,194.55 | 2,695.12 |
| 青岛即墨宝龙广场 | 15.22 | 61.76 | 12.19 | 80.00 | -- | 1,551.91 | 2,287.11 | 2,097.86 |
| 重庆宝龙广场 | 17.18 | 62.20 | 7.40 | 95.00 | -- | 1,713.26 | 1,687.94 | 1,439.74 |
| 晋江宝龙广场 | 13.54 | 77.10 | 9.98 | 89.00 | 2,678.21 | 2,119.21 | 2,622.14 | 2,815.63 |
| 上海曹路宝龙广场 | 7.12 | 16.75 | 3.19 | 100.00 | 1,359.77 | 1,247.26 | 1,534.37 | 1,268.90 |
| 上海虹桥宝龙城 | 14.74 | 31.91 | 2.44 | 84.00 | -- | 896.21 | 976.02 | 365.54 |
| 镇江宝龙广场 | 21.13 | 62.23 | 6.94 | 93.00 | -- | 1,797.00 | 1,951.40 | 1,715.20 |
| 蓬莱宝龙广场 | 16.45 | 35.40 | 2.75 | 92.00 | - | 222.87 | 1,296.65 | 1,068.66 |
| 上海奉贤宝龙广场 | 4.07 | 17.91 | 4.02 | 97.00 | 281.09 | 2,789.17 | 2,983.27 | 2,460.72 |
| 上海嘉定宝龙广场 | 4.09 | 19.53 | 6.75 | 96.00 | -- | 1,094.07 | 3,920.82 | 3,305.28 |
| 烟台莱山宝龙广场 | 3.34 | 17.20 | 3.21 | 95.00 | -- | 21.86 | 745.11 | 475.99 |
| 杭州滨江宝龙城 | 7.69 | 40.18 | 8.66 | 100.00 | -- | 201.71 | 10,211.28 | 9,689.31 |
| 上海七宝宝龙城 | 8.37 | 38.10 | 7.35 | 92.00 | -- | 2,059.54 | 5,091.54 | 4,128.76 |
| 上海宝山宝龙广场 | 5.68 | 27.01 | 1.45 | 98.00 | 61.69 | 1,480.92 | 1,323.66 | 1,017.14 |
| 安溪宝龙广场 | 8.69 | 33.20 | 6.00 | 96.00 | 2,075.56 | 2,342.04 | 2,959.87 | 2,669.22 |
| 上海吴淞宝龙广场 | 3.20 | 8.29 | 2.47 | 92.00 | -- | -- | 495.02 | 977.64 |
| 其他 | -- | -- | -- | -- | -- | 1,342.14 | 2,229.18 | 2,037.95 |
| 合计 | -- | -- | -- | -- | 28,171.49 | 56,756.37 | 82,876.03 | 72,203.96 |

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；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相对较低，需持续关注其后续经营风险。

（3）酒店经营

酒店经营业务是公司长期经常性收入来源之一。2015年，公司新纳入合并范围6家酒店，分别是青岛宝龙福朋酒店、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；2016年公司新纳入上海宝龙丽筠酒店、上海宝龙艾美酒店和重庆宝龙戴斯酒店；2017年公司新增酒店淮安艺悦酒店、盐城雅乐轩酒店，2018年未新增酒店开业。公司酒店运营业务主要以委托管理为主，自主经营为辅，其中太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店、泰安宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、上海宝龙丽笙酒店等采用委托管理模式；蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店等采用自主经营模式。2015~2017年，公司酒店收入分别为2.08亿元、2.57亿元和4.35亿元，呈逐年增长趋势，主要系纳入合并范围酒店数量的增加，新开业酒店表现良好，使收入规模进一步扩大所致。

表 15 2015~2017 年公司酒店运营业务明细情况（单位：万元，套）

| 序号 | 酒店名称 | 星级 | 2015 年 收入 | 2016 年收 入 | 2017 年收 入 | 开业日期 | 客房数量 |
|----|----------|------|--------------|--------------|--------------|-----------|--------|
| 1 | 太仓宝龙福朋酒店 | 五星标准 | 7,487.02 | 7,214.63 | 8,417.06 | 2010/7/1 | 446.00 |
| 2 | 青岛宝龙福朋酒店 | 五星标准 | 6,055.90 | 6,624.48 | 6,734.08 | 2011/2/1 | 303.00 |
| 3 | 海阳雅乐轩酒店 | 四星标准 | 571.79 | 205.97 | 208.38 | 2011/7/1 | 145.00 |
| 4 | 泰安宝龙福朋酒店 | 五星标准 | 6,185.15 | 5,041.87 | 4,889.15 | 2010/12/1 | 300.00 |

| | | | | | | | |
|-----------|-----------|-----------|------------------|------------------|------------------|------------|-----------------|
| 5 | 蓬莱宝龙客栈 | 快捷酒店 | 266.52 | 374.33 | 494.76 | 2015/5/1 | 202.00 |
| 6 | 安溪宝龙艺筑酒店 | 三星标准 | 132.16 | 536.76 | 659.92 | 2015/9/1 | 98.00 |
| 7 | 上海宝龙丽笙酒店 | 五星标准 | 14.01 | 2,196.59 | 4,235.86 | 2015/12/1 | 196.00 |
| 8 | 上海宝龙丽筠酒店 | 五星标准 | -- | 1,445.67 | 3,339.53 | 2016/5/1 | 226.00 |
| 9 | 上海宝龙艾美酒店 | 五星标准 | -- | 734.15 | 9,608.30 | 2016/10/1 | 241.00 |
| 10 | 重庆宝龙戴斯酒店 | 四星标准 | -- | 1,367.57 | 1,778.19 | 2015/12/1 | 253.00 |
| 11 | 淮安艺悦酒店 | 三星标准 | -- | -- | 118.41 | 2017/8/18 | 92.00 |
| 12 | 盐城雅乐轩酒店 | 四星标准 | -- | -- | 3,004.06 | 2017/12/28 | 299.00 |
| 13 | 其他 | -- | 40.12 | -- | -- | -- | -- |
| 合计 | -- | -- | 20,752.67 | 25,742.03 | 43,487.70 | -- | 2,801.00 |

资料来源：公司提供

注：公司酒店一般不挂星，但是以星级标准建造。

2015~2017年，公司酒店平均客房单价波动下降，三年分别为460元/天/间、462元/间/天和427元/间/天，2016年有所增长主要系太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店和泰安宝龙福朋酒店是同喜达屋酒店合作的五星级品牌酒店，经过几年的积累，品牌优势逐年增强所致，2017年有所下降主要系新开业商务型酒店价格较低所致；由于公司酒店地理位置较好，公司酒店平均入住率相对较为稳定且较高，三年均保持在83%以上。2018年1~9月，公司实现酒店收入4.80亿元，平均客房单价452元/天/间，较上年有所增长，入住率为81%，较上年变化不大。

表16 2015~2017年及2018年1~9月公司酒店运营情况

| 项目名称 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年1~9月 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 酒店收入（万元） | 20,752.67 | 25,742.03 | 43,487.70 | 47,988.89 |
| 平均客房单价（元/天/间） | 460 | 462 | 427 | 452 |
| 入住率（%） | 87 | 87 | 83 | 81 |

资料来源：公司提供

总体看，得益于纳入合并范围的酒店数量的增加，公司酒店收入持续增长；由于公司酒店地理位置较好，酒店入住率处于较高水平。

3. 经营效率

2015~2017年，随着公司项目结转收入波动增长，公司营业收入波动增长，公司流动资产周转率分别为0.38次、0.44次和0.35次，总资产周转率分别为0.19次、0.20次和0.15次，存货周转率分别为0.39次、0.43次和0.38次，均呈逐年增长态势。

从同行业上市公司比较情况看，公司流动资产周转率和存货周转率处于行业中等偏上水平，总资产周转率处于一般水平。具体数据如下表所示。

表17 2017年房地产开发类公司经营效率指标（单位：次）

| 公司简称 | 存货周转率 | 流动资产周转率 | 总资产周转率 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 阳光城 | 0.25 | 0.21 | 0.20 |
| 新城控股 | 0.45 | 0.37 | 0.28 |
| 招商蛇口 | 0.34 | 0.30 | 0.26 |
| 世茂股份 | 0.34 | 0.36 | 0.22 |
| 宝龙实业 | 0.38 | 0.35 | 0.15 |

资料来源：Wind 资讯

注：上述指标均源自 Wind，与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

整体看，公司经营效率一般。

4. 重大事项

股东增资

2016年12月20日，公司股东宝龙地产（香港）做出增加注册资本及调整投资总额的书面决定：公司注册资本由18.11亿元增加至41.84亿元。宝龙地产（香港）以其直接持有的15家公司股权进行增资，其中包括烟台宝龙体育置业有限公司、常州宝龙置业发展有限公司、重庆宝龙长润置业发展有限公司、盐城宝龙置业发展有限公司等。截至目前，实收资本已全部到位，相关手续已办理完成。

股权置换

2018年6月，公司全资子公司骏通发展有限公司（以下简称“骏通发展”）向公司间接控股股东宝龙地产（维京）控股有限公司（以下简称“宝龙地产维京”）发行32.17万股新股，用于置换宝龙地产维京所持有的宝龙（维京）IV有限公司82%的股权。本次子公司资产置换前，公司持有骏通发展100%的股权，宝龙地产维京持有宝龙（维京）IV有限公司82%的股权；本次子公司资产置换完成后，公司持有骏通发展61%的股权，仍为公司并表子公司，宝龙地产维京持有骏通发展39%的股权；同时，骏通发展持有宝龙（维京）IV有限公司82%的股权，宝龙（维京）IV有限公司连同其全资子公司宝龙置地纳入骏通发展合并报表范围，进而并入公司合并报表范围。

宝龙（维京）IV有限公司和公司同受宝龙地产（香港）最终控制且该项控制非暂时的，构成同一控制下的企业合并。

总体看，股东增资和股权置换增强了公司的资本实力和项目储备。

5. 经营关注

（1）公司土地储备和待售面积主要分布在三四线城市，但三四线城市房地产市场景气度波动性较大，随着棚改货币化收紧，项目去化存在一定不确定性；上海市出台了严厉的限购政策以及商办类项目新规，将对公司上海项目的去化产生一定影响。

（2）截至2018年9月末，公司在建项目预计总投资额719.12亿元，已累计完成投资434.53亿元，尚需投资额284.60亿元；尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

（3）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；部分自持商业物业出租率相对较低。

6. 未来发展

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

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

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

拿地策略方面，公司重点聚焦上海、南京、苏州、杭州、宁波、福州、厦门7个城市，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，公司目标为进一步优化债务结构，降低融资成本。拓宽融资渠道，整合宝

龙地产的资源，实现财务目标与多元化投资。

总体看，公司未来仍以商业地产开发作为主业。公司未来发展规划明确，符合公司目前发展特点。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并报表经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016 和 2017 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，均出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司 2018 年 1~9 月财务数据未经审计。公司财务报表根据《企业会计准则》及其他相关规定编制。从合并范围变化上看，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。2017 年公司合并范围内新增子公司 19 家，其中新设子公司 16 家，同一控制下合并子公司 1 家，非同一控制下的合并子公司 3 家；合并范围内减少子公司 5 家。2018 年 1~9 月，公司新增子公司 22 家，其中新设子公司 9 家，同一控制下合并子公司 1 家，非同一控制下合并增加子公司 12 家。公司主营业务未发生变化，考虑到公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 694.20 亿元，负债合计 391.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 303.20 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 278.48 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 94.78 亿元，净利润（含少数股东损益）31.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 29.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.09 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.28 亿元。

截至 2018 年 9 月末，公司合并资产总额 978.30 亿元，负债合计 614.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 363.36 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 309.04 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 137.68 亿元，净利润（含少数股东损益）27.40 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 17.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额-82.70 亿元，现金及现金等价物净增加额为-30.44 亿元。

2. 资产质量

随着开发规模的扩张，公司资产规模随之增长，2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长 14.51%。截至 2017 年末，公司合并资产总额 694.20 亿元，较上年末增长 15.34%，主要系非流动资产中投资性房地产增加所致。公司资产中流动资产占比 40.37%，非流动资产占比 59.63%，资产构成中非流动资产占较高。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 4.87%。截至 2017 年末，公司流动资产 280.22 亿元，较上年末增长 6.40%，主要系存货增加所致。截至 2017 年末，公司流动资产以货币资金（占 28.71%）和存货（占 59.00%）为主。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，三年复合增长 14.72%。截至 2016 年末，公司货币资金 83.09 亿元，较年初增长 35.94%，主要系预收房款增加和新发行债券所致；截至 2017 末，公司货币资金 80.44 亿元，较上年末减少 3.19%。截至 2017 年末，公司货币资金中银行存款占比 91.17%、其他货币资金占比 8.83%；其中其他货币资金均为受限资金，主要为银行贷款保证金、客户按揭贷款保证金、内保外贷保证金等，公司受限货币资金占比一般。

2015~2017年，公司存货规模波动下降，三年复合下降0.92%。截至2016年末，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；截至2017年末，公司存货165.33亿元，较上年末增长12.86%，主要系合并范围增加所致。公司存货中在建开发产品占比48.36%、已完工开发产品占比51.64%。存货中用于债务担保的账面价值50.01亿元，占比30.25%，受限规模较大。由于各项工程预期均能收回投入成本，期末不存在减值迹象，因此公司未计提存货跌价准备。公司存货中已完工项目占比较高，且上海出台的商办新规以及一二线较严格的调控政策对公司部分存货去化产生影响，同时仍需关注部分三四线城市项目的去化情况。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产年均复合增长22.79%，主要系投资性房地产增长所致。截至2017年末，非流动资产合计413.98亿元，较上年末增长22.29%，主要以投资性房地产（占84.27%）和固定资产（占6.01%）为主。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2015~2017年，投资性房地产逐年增长，年均复合增长22.05%。截至2017年末，公司投资性房地产账面价值348.84亿元，较上年末增长19.37%，主要系合并范围增加以及厦门宝龙一城，重庆宝龙广场，上海奉贤宝龙广场等物业竣工所致。截至2017年末，公司投资性房地产成本198.58亿元，公允价值变动150.27亿元，整体增值率75.67%，增值率较高，存在公允价值变动风险。

2015~2017年，公司固定资产大幅增长，年均复合增长35.87%。截至2016年末，公司固定资产账面价值22.75亿元，较年初大幅增长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6.20亿元、投资性房地产重分类增加4.02亿元所致；截至2017年末，公司固定资产账面价值24.89亿元，较上年末增长9.42%，主要系在建工程转入所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比89.68%）构成。截至2017年末，公司固定资产账面原值31.59亿元，累计折旧6.70亿元，成新率78.79%，成新率较高。从受限情况看，受限的固定资产合计为14.50亿元，受限比例为58.26%，受限比例较高。

截至2017年末，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298.39亿元，占资产总额的比重为42.98%，受限资产占比大。

表18 截至2017年末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 | 7.10 | 1.02 |
| 存货 | 55.30 | 7.97 |
| 投资性房地产 | 214.71 | 30.93 |
| 固定资产 | 14.50 | 2.09 |
| 无形资产 | 5.87 | 0.85 |
| 在建工程 | 0.91 | 0.13 |
| 合计 | 298.39 | 42.98 |

资料来源：公司提供

截至2018年9月末，公司资产总额978.30亿元，较上年末增长40.92%，主要系存货增加所致；其中流动资产占50.02%，非流动资产占49.98%，流动资产占比较上年末大幅提升9.65个百分点。截至2018年9月末，公司预付款项41.87亿元，较年初增长231.29%，主要系合并宝龙置地所致；其他应收款34.63亿元，较年初增长324.11%，主要系合作项目增多，往来款增加所致，前五大占68.37%，占比很高，对公司资金占用较大；存货325.83亿元，较年初增长97.08%，主

要系公司同一控制下合并宝龙置地所致，新增存货主要位于江苏、浙江、海南等地区；长期股权投资 21.64 亿元，较年初增长 96.43%，主要系合并宝龙维京，对合营企业投资增加所致；在建工程 10.75 亿元，较年初增长 79.50%，主要系酒店在建项目增加所致。

总体看，2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，存货质量较好，但一二线城市由于调控政策较严格存在一定去化压力；公司投资性房地产规模较大，整体增值率较高，存在公允价值变动风险；公司受限资产占比高。截至 2018 年 9 月底，公司因同一控制下合并宝龙置地，资产规模大幅增加，相应的存货也大幅增加，同时公司预付款项和其他应收款大幅提高，对公司形成一定占用；整体看，公司资产质量一般。

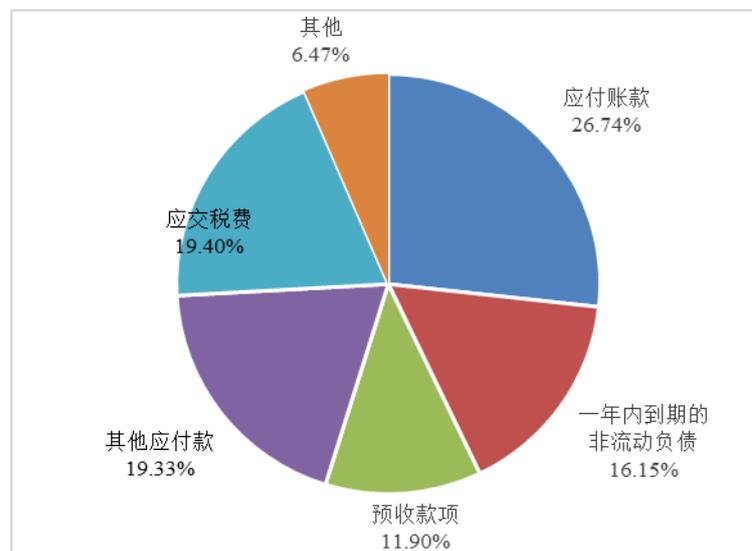
3. 负债及所有者权益

负债

2015~2017 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 12.96%。截至 2017 年末，公司负债合计 391.01 亿元，较上年末增长 12.62%，流动负债和非流动负债均有所增加。负债构成中，流动负债占比 51.87%，非流动负债占比 48.13%，流动负债占比较高。

2015~2017 年，公司流动负债稳定增长，年均复合增长 6.21%。截至 2017 年末，流动负债 202.81 亿元，较上年末增长 9.21%，主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 26.74%）、预收款项（占 11.90%）、应交税费（占 19.40%）、其他应付款（占 19.33%）和一年内到期的非流动负债（16.15%）构成。

图 7 截至 2017 年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

公司应付账款主要为应付建筑工程款及应付地价款。2015~2017 年，应付账款波动增长，年均复合增长 30.10%。截至 2017 年末，公司应付账款 54.23 亿元，较上年末增长 75.92%，主要系随着项目逐步推进，应付建筑工程款增加所致。

2015~2017 年，公司预收款项持续下降，年均复合下降 19.11%，主要系物业竣工结转收入所致。截至 2017 年末，公司预收款项 24.14 亿元，较上年末下降 25.84%，主要为预收售楼款（占比 99.26%）。

2015~2017年，公司应交税费逐年增长，分别为23.80亿元、35.21亿元和39.35亿元，年均复合增长28.58%，主要系计提的土地增值税和企业所得税增加所致。

公司其他应付款主要为关联企业之间的资金往来。2015~2017年，公司其他应付款逐年下降，三年复合下降15.42%。截至2017年末，其他应付款账面价值39.20亿元，较上年末下降10.49%，主要系应付关联方往来款大幅减少所致。其他应付款中，应付关联方往来款项占比65.15%，应付第三方往来款项占比20.23%，押金及保证金占比14.62%；其中，应付母公司宝龙地产25.12亿元，占其他应付款总额的64.08%。

2015~2017年，一年内到期的非流动负债呈逐年增长趋势，三年复合增长52.23%。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债32.76亿元，较上年末增长69.28%，主要系部分公司之前发行的公司债券于2018年回售或到期所致。其中，一年内到期的长期借款占30.51%，一年内到期的应付债券及利息占69.49%。

2015~2017年，公司非流动负债规模逐年增加，三年复合增长21.91%。截至2017年末，公司非流动负债合计188.20亿元，较上年末增长16.54%，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50.53%）、应付债券（占比27.41%）和递延所得税负债（占22.06%）构成。

2015~2017年，公司长期借款波动增加，三年复合增长3.56%。截至2016年末，公司长期借款65.13亿元，较年初下降26.56%，主要系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至2017年末，公司长期借款合计95.10亿元，较上年末增长46.02%，主要系公司业务发展的需要，借款增加所致。从长期借款分布期限看，2019~2022年到期金额均在19~25亿元之间，2023年及以后年到期在10亿元以下，公司长期借款期限分布较均匀。

2015~2017年，公司应付债券规模波动增长，近三年分别为4.94亿元、61.58亿元和51.58亿元，年均复合增长223.10%，其中2016年末大幅增长主要系当年公司发行债券规模较大所致，2017年末小幅下降主要系部分债券于2018年到期或回售转入一年内到期非流动负债所致。若假设投资者行使回售选择权，公司应付债券于2019年到期43.30亿元、2020年到期10.00亿元，考虑到长期借款到期期限，公司2019年偿付压力较大。

2015~2017年，公司全部债务规模呈逐年快速增长趋势，三年复合增长25.15%，主要系长期债务的增长所致。截至2017年末，全部债务合计182.12亿元，较上年末增长13.76%，其中短期债务占比19.46%、长期债务占比80.54%，以长期债务为主。近三年，公司资产负债率呈逐年下降趋势，全部债务资本化率和长期债务资本化比率呈小幅波动增长态势。其中，公司资产负债率分别为57.88%、57.68%和56.32%；全部债务资本化率分别为34.28%、38.60%和37.53%；长期债务资本化比率分别为29.57%和33.22%和32.61%。总体看，公司债务水平较稳定，整体尚在合理范围内。

公司子公司重庆宝龙长润置业发展有限公司2017年发行永续债4.93亿元，无固定偿还期限，截至2017年末，该笔借款余额为3.43亿元；公司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；公司子公司上海宝龙富润房地产开发有限公司2017年发行永续债3.47亿元，无固定偿还期限，截至2017年末，该笔借款余额为34,700万元。上述三笔永续债合计16.90亿元均计入“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进行偿债指标测算。根据测算结果，截至2017年末，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58.76%、41.01%和36.36%，公司债务负担明显提升，但整体仍处于合理水平。

截至 2018 年 9 月末，公司负债合计 614.94 亿元，较上年末增长 57.27%，主要系流动负债大幅增加所致，其中流动负债占 57.32%，非流动负债占 42.68%，流动负债占比较上年末有所上升。截至 2018 年 9 月末，公司短期借款 8.13 亿元，较上年末增长 214.79%，主要系新增抵押借款所致；预收款项 68.48 亿元，较上年末增长 183.65%，主要系预收售房款增加所致；其他应付款 79.99 亿元，较上年末增长 104.02%，主要系与宝龙地产往来款增加所致；一年内到期的非流动负债 61.36 亿元，较上年末增长 87.32%，主要系公司发行的 16 宝龙债（发行规模 27.00 亿元，实际已于 2019 年 1 月 18 日回售 1.44 亿元）、16 宝龙 02（发行规模 5.00 亿元，实际回售 0.28 亿元）等公司债券于一年内回售/到期转入所致；长期借款 200.95 亿元，较上年末增长 111.30%，主要系新增开发贷所致；应付债券 6.79 亿元，较上年末下降 86.84%，主要系部分债券于一年内回售/到期转出所致。截至 2018 年 9 月底，公司全部债务合计 277.22 亿元，较上年末增长 52.22%，主要系长期借款增加所致；其中短期债务占 25.06%，长期债务占 74.94%，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 62.86%、43.28% 和 36.38%，分别较上年末增长 6.53 个百分点、5.75 个百分点和 3.77 个百分点，公司债务在合理范围内。截至 2018 年 9 月末，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 2018 年 9 月末，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 63.88%、44.84% 和 38.13%，整体债务负担尚可。

总体看，公司债务规模增长较快，债务负担尚可；债务结构以长期债务为主，债务结构较为合理，但 2019 年存在较大偿付压力。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长 16.61%，主要系未分配利润增长所致。截至 2017 年末，公司所有者权益合计 303.20 亿元，较上年末增长 19.04%，其中归属于母公司的所有者权益 278.48 亿元（占比 91.85%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本 41.84 亿元（占比 15.02%），资本公积 8.67 亿元（占比 3.11%），其他权益工具（永续债）16.90 亿元（占比 6.07%），盈余公积 0.64 亿元（占比 0.23%），未分配利润 210.43 亿元（占比 75.56%）。公司所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益的稳定性偏弱。

2015~2017 年，公司实收资本分别为 10.49 亿元、28.63 亿元和 41.84 亿元。截至 2016 年末，公司实收资本较年初大幅增加 18.13 亿元，主要系控股股东宝龙地产（香港）以其他公司股权作价进行增资 18.13 亿元所致。截至 2017 年末，公司实收资本较上年末大幅增加 13.21 亿元，主要系控股股东对公司进行增资所致。截至 2017 年末公司资本公积 8.67 亿元，较上年末增长 28.63%，主要系同一控制下企业合并所致。

截至 2018 年 9 月末，公司所有者权益合计 363.36 亿元，较上年末增长 19.84%；其中归属于母公司的所有者权益合计 309.04 亿元（占 85.05%），其中其他权益工具（永续债）10.00 亿元，较上年末有所下降，主要系提前归还了部分永续债所致；归属于母公司的所有者权益构成及占比较上年末变化不大。

总体看，公司所有者权益中，未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别为 87.87 亿元、114.61 亿元和 94.78 亿元，波动增长，主要系房地产结转规模波动所致。近三年，公司营业利润呈逐年增长态势，分别为 29.82 亿元、38.57 亿元和 43.94 亿元，三年复合增长 21.40%；2016 年和 2017 年公司营业利润均同比有大幅增长，

主要系合并范围增加、主营业务毛利率水平提升以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致。2015~2017年，公司净利润分别为21.71亿元、28.54亿元和31.59亿元，年均复合增长20.64%，与营业收入变动不一致主要系公允价值变动收益变化所致。

从期间费用来看，2015~2017年，公司费用总额稳定增长，年均复合增长14.64%，主要系公司规模扩大所致。2017年，公司费用总额10.39亿元，较上年增长27.67%，其中销售费用占比41.56%，管理费用占比48.22%，财务费用占比10.22%。2015~2017年，公司销售费用波动增长，年均复合增长6.63%；其中2017年较上年增长30.21%，主要系营销力度加大所致；管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长18.42%，主要系人工成本增加所致；财务费用呈逐年增长态势，年均复合增长40.78%，主要系借款规模增加，利息支出增加所致。

从利润构成来看，2015~2017年，公司公允价值变动收益分别为12.47亿元、12.02亿元和23.94亿元，规模较大主要系合并范围增加，以及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；近三年，公司公允价值变动收益分别占当年营业利润比重为41.83%、31.16%和54.49%，公司投资性房地产的增值对利润贡献较大。

从盈利指标来看，近三年，公司营业利润率分别为27.90%、30.46%和31.06%，总资产报酬率分别为6.78%、7.25%和7.01%，呈波动增长的态势；总资本收益率分别为8.65%、8.28%和7.47%，净资产收益率分别为12.47%、11.95%和11.32%，均呈逐年下降态势，主要系所有者权益规模增加所致。从同行业上市公司的情况来看，公司盈利能力处于中等水平，如下表所示。

表 19 2017 年公司与房地产行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

| 证券名称 | 销售毛利率 | 总资产报酬率 | 净资产收益率 |
|-------------|--------------|-------------|--------------|
| 阳光城 | 25.08 | 2.30 | 12.75 |
| 新城控股 | 35.56 | 6.07 | 33.99 |
| 招商蛇口 | 37.66 | 7.53 | 19.58 |
| 世茂股份 | 44.91 | 6.27 | 10.71 |
| 宝龙实业 | 37.89 | 6.86 | 11.56 |

资料来源：Wind 资讯

注：上述指标均源自 Wind 资讯，与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

2018年1~9月，公司实现营业收入137.68亿元，同比增长56.31%，主要系合并宝龙置地所致；实现净利润27.40亿元，同比增长49.40%，其中归属于母公司所有者的净利润为17.52亿元。

总体看，随着开发项目的逐步结转，近年来公司收入水平波动提升。未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司营业收入有望得到提升。得益于公司投资性房地产公允价值变动收益的增长，公司利润快速增长，但公司利润对公允价值变动损益较为依赖，公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入分别为91.60亿元、110.47亿元和116.36亿元，呈逐年增长趋势，主要系随着公司售楼款和往来款变化所致；公司经营活动现金流出分别为76.33亿元、85.97亿元和96.27亿元，年均复合增长12.30%，主要系购地支出、工程建设支出和往来款支出综合增加所致；公司收到/支付其他与经营活动有关的现金主要系公司与下属子公司合作方股东间、联营企业发生的经营性资金往来。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为15.27亿元、24.49亿元和20.09亿元，呈持续净流入状态。

从投资活动来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入分别为15.47亿元、15.94亿元和14.94亿元，呈波动下降态势，年均复合减少1.73%；其中收到其他与投资活动有关的现金分别为15.43

亿元、15.74 亿元和 13.78 亿元，主要系从关联方收回的资金。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 21.09 亿元、44.22 亿元和 18.18 亿元，呈波动下降态势，年均复合减少 7.17%，主要系公司计划自持项目拿地发生的现金支出波动变化所致。公司将计划自持的项目拿地产生的现金流出计入投资活动产生的现金流出。2015~2017 年，公司支付其他与投资活动有关的现金分别为 7.66 亿元、7.50 亿元和 7.57 亿元，主要系为关联方支付的现金。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.62 亿元、-28.27 亿元和-3.24 亿元，呈净流出状态且波动较大。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 118.27 亿元、172.55 亿元和 122.14 亿元，波动增长，主要系公司发行债券规模波动所致；筹资活动现金流出分别为 136.11 亿元、143.07 亿元和 136.72 亿元，小幅波动增长，主要系公司偿还债务与利息所支付的现金波动增长所致。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-17.84 亿元、29.47 亿元和-14.57 亿元。2016 年公司发行债券，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，2017 年由于发行债券规模缩小，筹资活动现金流量净额大幅下降。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额-82.70 亿元，由上年同期净流入（5.91 亿元）转为净流出主要系土地支出增加和在建设项目工程投入所致；投资活动现金流量净额-24.69 亿元，净流出规模较上年同期增长 62.76%，主要系合作开发项目增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为 76.95 亿元，较上年同期增加 75.34 亿元，主要系融资规模增加所致。公司加大对土地和工程款支出，对融资需求增加。

总体看，2015~2017 年，公司经营活动现金流呈净流入状态，但 2018 年 1~9 月转为大幅净流出，投资活动现金呈持续净流出状态，公司融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.42 倍、1.42 倍和 1.38 倍；速动比率分别为 0.48 倍、0.63 倍和 0.57 倍，有所波动主要系关联方往来款波动变化所致；近三年，公司现金短期债务比分别为 2.70 倍、2.49 倍和 2.27 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 8.49%、13.19%和 9.91%，呈波动增长态势。截至 2018 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.39 倍和 0.46 倍，现金短期债务比 1.00 倍，考虑到 16 宝龙债和 16 宝龙 02 实际回售金额不大，公司现金类资产对短期债务的保障程度仍较高。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，近三年，公司 EBITDA 分别为 32.61 亿元、42.38 亿元和 47.06 亿元，呈逐年增长趋势，主要来自利润总额的增加。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占比 92.18%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.35 倍、3.60 倍和 6.33 倍，对利息的覆盖程度较好；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.28 倍、0.26 倍和 0.26 倍，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2018 年 9 月末，公司对外担保中保证担保余额 28.45 亿元，抵押担保余额 9.30 亿元，合计对外担保 37.75 亿元，占 2018 年 9 月末公司净资产的 10.39%，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 2018 年 9 月末，公司共获得商业银行授信总额 506.20 亿元，尚未使用的授信额度为 302.19 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2019 年 1 月 21 日，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 3,500 万，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结清，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，公司过往履约情况良好。

截至 2018 年 9 月末，公司无重大未决诉讼。

总体看，公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可。考虑到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，公司整体偿债能力很强。

八、本次（期）债券偿债能力分析

1. 本次（期）债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 9 月末，公司全部债务为 277.22 亿元，将永续债券认定为长期债务后的全部债务总额 287.22 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 30 亿元（含 30 亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度对公司债务水平有一定影响；本期拟发行债券规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度对公司债务水平影响较小。

以 2018 年 9 月末的财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为 30.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 63.96%、45.81% 和 39.55%，分别上升了 1.11 个百分点、2.54 个百分点和 3.18 个百分点，债务负担有所增加，仍处于合理水平。若将永续债券认定为长期债务，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 64.95%、47.31% 和 41.21%，债务负担仍然合理。

以 2018 年 9 月末的财务数据为基础，假设本期债券募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 63.23%、44.15% 和 37.47%，分别上升了 0.38 个百分点、0.87 个百分点和 1.09 个百分点，债务负担有所增加。若将永续债券认定为长期债务，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 64.25%、45.69% 和 39.19%，债务负担仍然合理。

2. 本次（期）债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 47.06 亿元，为本次公司债券发行额度（30 亿元）的 1.57 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金流入 116.36 亿元，为本次公司债券发行额度（30 亿元）的 3.88 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较好。

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 47.06 亿元，为本期公司债券发行额度（10 亿元）的 4.71 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高；2017 年经营活动产生的现金流入 116.36 亿元，为本期公司债券发行额度（10 亿元）的 11.64 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度好。

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，未来随着公司在建项目逐步销售，实现现金流回笼，公司盈利水平有望提高。联合评级认为，公司对本次（期）债券的偿还能力很强。

3. 本次债券交易条款分析

宝龙地产针对本次债券的还本付息事宜出具《承诺函》，对收购本次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）前全额收购本次债券，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。

2015~2017年，宝龙地产合并资产规模逐年增长，年均复合增长19.69%。截至2017年末，宝龙地产合并资产总额954.91亿元，负债合计660.17亿元，总权益（含少数股东权益）294.74亿元。近三年宝龙地产资产负债率分别为65.86%、67.22%和69.13%，宝龙地产权益规模较大，财务杠杆处于可控水平。得益于近三年宝龙地产旗下项目的稳健运作，分别实现营业收入119.07亿元、142.96亿元和155.93亿元，年均复合增长14.44%；近三年，宝龙地产年度利润逐年增长，分别为23.35亿元、27.49亿元和38.68亿元。截至2018年6月末，宝龙地产总资产1,134.25亿元，总权益（含少数股东权益）304.71亿元，资产负债率73.14%，2018年1~6月，宝龙地产实现收入92.84亿元，期间利润17.84亿元。宝龙地产资产规模较大，财务杠杆水平可控，整体盈利能力较强，其承诺对本次债券还本付息有一定的积极影响。

九、综合评价

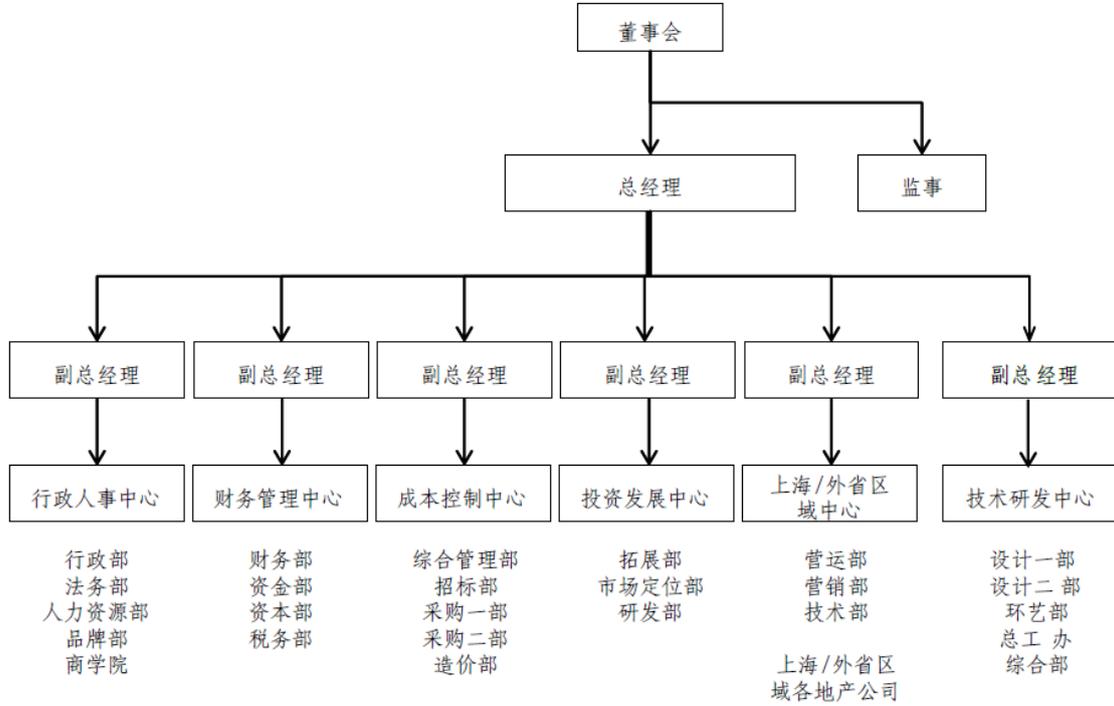
公司作为香港上市公司宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备一定优势；公司货币资金较充裕，现金类资产对短期债务的保障程度较高。同时，联合评级也关注到房地产行业调控政策较严格、公司自持商业物业公允价值存在不确定性、债务规模增长较快、存在集中偿付压力、所有者权益稳定性偏弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016年，公司控股股东以股权作价增资，以及2018年公司股权置换并入子公司资产，公司项目体量得以补充，有效增强了公司资本实力。公司自持用于出租的商业物业地理位置优越，未来租金收入有望稳定增长；随着公司项目陆续开发和销售，公司有望保持良好竞争力。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产对本次债券作出不可撤销的全额收购承诺。宝龙地产资产规模较大，整体盈利能力较强，其承诺对本期债券还本付息具有一定的积极影响。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 上海宝龙实业发展（集团）有限公司 组织结构图



附件 2 上海宝龙实业发展（集团）有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元） | 529.40 | 601.90 | 694.20 | 978.30 |
| 所有者权益（亿元） | 222.96 | 254.71 | 303.20 | 363.36 |
| 短期债务（亿元） | 22.65 | 33.38 | 35.44 | 69.49 |
| 长期债务（亿元） | 93.62 | 126.71 | 146.68 | 207.74 |
| 全部债务（亿元） | 116.28 | 160.10 | 182.12 | 277.22 |
| 营业收入（亿元） | 87.87 | 114.61 | 94.78 | 137.68 |
| 净利润（亿元） | 21.71 | 28.54 | 31.59 | 27.40 |
| EBITDA（亿元） | 32.61 | 42.38 | 47.06 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 15.27 | 24.49 | 20.09 | -82.70 |
| 流动资产周转次数（次） | 0.38 | 0.44 | 0.35 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.39 | 0.43 | 0.38 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.19 | 0.20 | 0.15 | -- |
| 现金收入比率（%） | 102.03 | 95.64 | 94.56 | 123.36 |
| 总资本收益率（%） | 8.65 | 8.28 | 7.47 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 6.78 | 7.25 | 7.01 | -- |
| 净资产收益率（%） | 12.47 | 11.95 | 11.32 | -- |
| 营业利润率（%） | 27.90 | 30.46 | 31.06 | 30.52 |
| 费用收入比（%） | 8.99 | 7.10 | 10.96 | 10.82 |
| 资产负债率（%） | 57.88 | 57.68 | 56.32 | 62.86 |
| 全部债务资本化比率（%） | 34.28 | 38.60 | 37.53 | 43.28 |
| 长期债务资本化比率（%） | 29.57 | 33.22 | 32.61 | 36.38 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.35 | 3.60 | 6.33 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.28 | 0.26 | 0.26 | -- |
| 流动比率（倍） | 1.42 | 1.42 | 1.38 | 1.39 |
| 速动比率（倍） | 0.48 | 0.63 | 0.57 | 0.46 |
| 现金短期债务比（倍） | 2.70 | 2.49 | 2.27 | 1.00 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 8.49 | 13.19 | 9.91 | -23.46 |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 1.09 | 1.41 | 1.57 | -- |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 3.26 | 4.24 | 4.71 | -- |

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 2018 年 1-9 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化。

附件 3 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 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。

联合信用评级有限公司关于 上海宝龙实业发展（集团）有限公司 2019 年公开发行 住房租赁专项公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年上海宝龙实业发展（集团）有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海宝龙实业发展（集团）有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海宝龙实业发展（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海宝龙实业发展（集团）有限公司的相关状况，如发现上海宝龙实业发展（集团）有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海宝龙实业发展（集团）有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海宝龙实业发展（集团）有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送上海宝龙实业发展（集团）有限公司、监管部门等。

