

# 跟踪评级公告

联合〔2020〕1591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（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）有限公司公开发行的“16 宝龙债”“16 宝龙 02”“16 宝龙 03”“19 宝龙 01”“19 宝龙 G1”“20 宝龙 01”和“20 宝龙 02”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李学

二〇二〇年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

# 上海宝龙实业发展（集团）有限公司

## 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	25.56亿元	5年(3+2)	AA+	AA+	2019年6月21日
16宝龙02	4.72亿元	5年(3+2)	AA+	AA+	2019年6月21日
16宝龙03	0.32亿元	5年(2+2+1)	AA+	AA+	2019年6月21日
19宝龙01	3.00亿元	2年	AA+	AA+	2019年6月21日
19宝龙G1	10.70亿元	5年(2+2+1)	AA+	AA+	2019年7月25日
20宝龙01	9.30亿元	5年(2+2+1)	AA+	AA+	2020年1月10日
20宝龙02	15.00亿元	3年(2+1)	AA+	AA+	2020年3月10日

增信方式：宝龙地产控股有限公司对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券兑付作出不可撤销的全额收购承诺

跟踪评级时间：2020年6月17日

分析师

卢瑞 登记编号（R0040219010003）

赵兮 登记编号（R0040220040005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

评级观点

2019年，上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）继续加大长三角区域土地投资，其住宅项目区域分布良好，销售规模大幅提升，自持物业租金收入稳步增长；公司毛利率较高，短期偿债能力较强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司三四线城市商业项目存在一定去化压力、在建项目面临一定资金支出压力、资产受限比例较高、债务规模增长较快及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券出具了收购承诺函。宝龙地产作为香港上市公司，融资渠道较为多元化，其承诺对16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券还本付息仍具有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

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

2. 住宅项目区域分布较好。截至2020年3月末，公司全口径土地储备中超过七成分布

于长三角区域，住宅项目区域分布相对较好。

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

#### 关注

1. **行业政策、区域布局、新冠疫情影响项目去化。**房地产行业受政策影响较大，目前调控未完全放松；且商业地产竞争激烈，新冠疫情对商业物业租售产生较大影响，同时公司部分商业项目位于三四线城市，未来可能存在一定去化压力。

2. **在建项目面临一定资金支出压力。**公司近年扩张较快，在建项目规模大幅增加，项目及资金管理难度加大，且面临一定资金支出压力。

3. **资产受限比例较高，债务规模增长较快。**截至 2019 年末，公司受限资产占比为 35.92%，资产受限比例较高；同时公司近年债务规模增长较快。

4. **自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大，且其评估值存在不确定性。**2019 年，公司自持物业公允价值变动收益占营业利润比重为 26.92%，对营业利润仍有较大影响；且自持物业评估值易受市场波动影响，存在一定不确定性。

#### 主要财务数据：

##### 发行人

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	856.63	1,179.07	1,520.41	1,527.02
所有者权益（亿元）	342.73	377.09	441.34	446.18
长期债务（亿元）	172.41	234.90	267.78	290.80
全部债务（亿元）	212.43	306.10	351.12	387.50
营业收入（亿元）	145.70	170.17	248.46	38.13
净利润（亿元）	49.40	38.43	67.21	6.05
EBITDA（亿元）	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流（亿元）	24.32	25.62	54.45	-18.20
营业利润率（%）	31.34	30.84	31.97	34.66
净资产收益率（%）	16.10	10.68	16.42	--
资产负债率（%）	59.99	68.02	70.97	70.78
全部债务资本化比率（%）	38.26	44.80	44.31	46.48
流动比率（倍）	1.34	1.31	1.24	1.28
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.20	0.28	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.60	3.34	4.12	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.99	0.89	1.41	--

##### 增信方

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	954.91	1,320.55	1,624.97
总权益（亿元）	294.74	328.05	389.07
营业收入（亿元）	156.00	195.94	260.42
年度利润（亿元）	38.68	36.48	60.18
资产负债率（%）	69.13	75.16	76.06

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 2020 年 1-3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

## 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他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：



赵伟

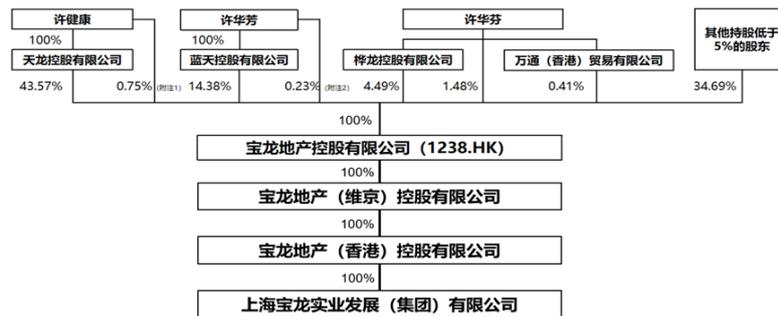
联合信用评级有限公司

## 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”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）出资组建的外商独资企业，公司初始注册资本为人民币 1,500.00 万元，均由宝龙地产香港出资。

2016 年 10 月，宝龙地产香港以股权作价对公司增资；2016 年 12 月，宝龙地产香港作出增加注册资本及调整投资总额的股东决定，以其直接持有的 15 家子公司股权进行出资。截至 2020 年 3 月末，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 2020 年 3 月末公司股权结构图



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

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织结构无重大变化；截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围主要子公司 140 家，在职员工 10,210 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,520.41 亿元，负债合计 1,079.07 亿元，所有者权益 441.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 351.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，净利润 67.21 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 33.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 54.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.85 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,527.02 亿元，负债合计 1,080.84 亿元，所有者权益 446.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 353.48 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，净利润 6.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -18.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 -10.28 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

本报告跟踪债券如下表所示。截至 2020 年 4 月底，“16 宝龙债”“16 宝龙 02”“16 宝龙 03”“19 宝龙 01”“19 宝龙 G1”和“20 宝龙 01”债券募集资金已全部使用，使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致；“20 宝龙 02”募集资金剩余 1.45 亿元尚未使用，已使用部分按照募集说明书约定用于住房租赁项目投资和补充公司营运资金。

宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）对“16 宝龙债”“16 宝龙 02”“16 宝龙 03”“19 宝龙 01”和“20 宝龙 02”债券兑付相关事宜做出不可撤销的收购承诺。

公司已按时足额支付“16 宝龙债”“16 宝龙 02”“16 宝龙 03”和“19 宝龙 01”利息，“19 宝龙

G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”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(单位:亿元、%)

名称	证券代码	起息日	上市日期	到期日	发行规模	债券余额	期限	发行利率	当期利率
16宝龙债	112315.SZ	2016-01-18	2016-03-23	2021-01-18	27.00	25.56	5年 (3+2)	6.20	7.50
16宝龙02	112341.SZ	2016-03-07	2016-04-14	2021-03-07	5.00	4.72	5年 (3+2)	6.00	7.00
16宝龙03	112430.SZ	2016-08-24	2016-11-21	2021-08-24	8.00	0.32	5年 (2+2+1)	5.25	5.25
19宝龙01	112884.SZ	2019-04-01	2019-04-10	2021-04-01	3.00	3.00	2年	7.20	7.20
19宝龙G1	163008.SH	2019-11-20	2019-11-28	2024-11-20	10.70	10.70	5年 (2+2+1)	7.20	7.20
20宝龙01	163138.SH	2020-01-20	2020-02-06	2025-01-20	9.30	9.30	5年 (2+2+1)	6.67	6.67
20宝龙02	149066.SZ	2020-03-20	2020-03-31	2023-03-20	15.00	15.00	3年 (2+1)	6.00	6.00
合计	--	--	--	--	78.00	68.60	--	--	--

资料来源: Wind

### 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

2019年,房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势,土地市场趋于理性,销售面积出现负增长,行业集中度继续提升;2020年一季度受新冠疫情影响,国内房地产市场下降明显,尤其商业地产投资和销售影响较大。政策上仍然以“房住不炒”为基调,确保房地产市场平稳健康发展。

2019年,全国房地产开发投资132,194.26亿元,同比增长9.90%,增速较上年上升0.40个百分点,总体仍维持高位,但从2019年4月开始已连续8个月下降,主要系土地购置费进一步降速所致。2019年,全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降,但受益于二线城市土地市场交易活跃,土地成交楼面均价和出让金总额增长明显,整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下,全国房地产销售面积171,557.87万平方米,同比下降0.1%,较上年下降1.4个百分点,全国房地产销售金额159,725.12亿元,同比增长6.50%,增速较上年同期回落5.70个百分点。2019年,百城住宅价格指数上涨3.34%,涨幅较上年同期收窄1.75个百分点,其中一线城市住宅价格指数增速自2018年末触底回升,二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020年1-3月,受新冠疫情冲击影响,国内房地产市场出现较大幅度下行,但就2020年3月数据看,在全国逐步复工复产后,房地产市场主要指标同比降幅明显收窄,市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资21,962.61亿元,同比下降7.70%,降幅较前两月收窄8.60个百分点;房地产销售面积21,978.32万平方米,同比下降26.30%,降幅较前两月收窄13.60个百分点;房地产销售金额20,364.86亿元,同比下降24.70%,降幅较前两月收窄11.20个百分点。

2019年,随着我国经济增长面临下行压力以及商业地产投资过剩,商业地产市场面临较大挑战。其中2019年商业营业用房和办公楼投资增速分别为-6.70%和2.80%,增速明显回落;办公楼销售面积同比下降14.68%,商业营业用房销售面积同比下降15.02%,需求端下降明显。2020年1-3月,新冠疫情爆发,各地出台措施限制人们出行,商业地产开发投资和销售面积均出现大幅下跌,市场环境短期内出现紧缩。其中商业地产开发投资(含商业营业用房及办公楼)同比下降13.53%,

商业地产销售面积同比下降38.89%。

2019年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

## 2. 行业关注

### 行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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。

### 房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

### 中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

### 新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售、商业地产出租等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

## 3. 未来发展

**未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。**

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、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队未发生重大变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

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

2019年，公司营业收入248.46亿元，同比增长46.01%，主要系随着前期销售逐步竣工交付，房地产结转规模增加所致；实现净利润67.21亿元，同比增长74.88%，主要系收入增长带动及投资收益增加所致。2019年，公司收入和利润保持较快增长。

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

表2 2017-2019年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出售物业收入	131.49	90.25	36.89	142.00	83.45	37.88	211.67	85.19	37.12
出租物业收入	8.56	5.87	85.47	9.77	5.74	82.70	11.36	4.57	81.41
酒店收入	4.41	3.03	0.99	5.23	3.07	6.67	4.58	1.84	8.32
土地一级开发	--	--	--	9.19	5.40	30.47	14.19	5.71	39.03
其他收入	1.24	0.85	72.58	3.98	2.34	85.71	6.66	2.68	23.67
合计	145.70	100.00	38.96	170.17	100.00	40.21	248.46	100.00	38.37

注：上表中2017年数据采用追溯调整数据  
资料来源：公司审计报告

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

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

## 2. 业务运营

### (1) 房地产开发

#### 土地储备情况

2019年，公司继续保持较大的土地投资，期末土地储备规模尚可，公司土地储备约七成位于长三角地区，住宅项目区域分布相对较好，但公司位于三四线城市地区的商业物业项目面临一定去化风险。

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

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

年份	规划建筑面积	总地价	楼面价
2018年	573.67	248.98	4,340
2019年	648.23	335.36	5,173
2020年1-3月	110.63	48.66	4,398

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

资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司全口径土地储备规划建筑面积<sup>1</sup>2,833.07万平方米（权益建筑面积1,732.83万平方米），土地储备规模尚可。从土地储备区域分布看，78.51%位于长三角地区；从城市能级看，公司在一线城市（上海）土地储备建筑面积占1.91%，在二线城市土地储备建筑面积占54.08%；在三四线城市土地储备建筑面积占44.21%。公司土地储备部分分布在三四线城市，部分为商业业态，需关注未来商业项目去化情况。

表4 截至2020年3月末公司土地储备情况（单位：万平方米）

城市	类别	全口径土地储备建筑面积	权益口径土地储备建筑面积
宁波	二线	372.94	277.27
杭州	二线	314.07	195.78
绍兴	三四线	239.63	124.06
金华	三四线	228.62	111.49
海口	二线	217.30	47.96
泉州	三四线	123.34	51.80
南京	二线	121.60	82.82
无锡	二线	119.10	82.42
温州	二线	103.19	61.05
台州	三四线	99.83	74.27
天津	二线	83.41	37.57
舟山	三四线	78.73	42.71
苏州	二线	75.95	47.15
常州	二线	74.75	58.70
徐州	三四线	74.71	66.32

<sup>1</sup> 土地储备规划建筑面积为未结转收入口径。

上海	一线	54.00	38.31
盐城	三四线	49.48	32.16
湖州	三四线	48.59	39.25
南通	三四线	46.92	23.46
新乡	三四线	45.60	45.60
青岛	二线	41.58	18.99
淮安	三四线	39.63	39.63
宁德	三四线	37.76	25.30
泰州	三四线	28.02	16.81
镇江	三四线	23.59	8.02
漳州	三四线	22.72	18.18
东营	三四线	19.19	19.19
扬州	三四线	19.10	19.10
嘉兴	三四线	11.74	11.74
巴中	三四线	9.12	6.84
厦门	二线	8.20	8.20
洛阳	三四线	0.68	0.68
合计		2,833.07	1,732.83

资料来源：公司提供

### 项目开发情况

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

从项目开发数据看，2019年，随着公司获取土地储备增加及快周转的开发需求，公司新开工面积同比增长17.13%；竣工面积同比大幅增长171.48%，主要系2018年合并范围扩大，开工面积大幅增加，前期施工项目逐步竣工所致。2020年1-3月，公司继续保持较大的开工力度，期末在建面积1,068.73万平方米，在建规模较大，加大了公司项目管理难度。

表5 2017—2019年及2020年1—3月公司房地产开发数据（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
新开工面积	66.23	586.51	687.00	121.62
房屋竣工面积	85.50	100.56	273.00	54.57
期末在建面积	101.73	587.68	1,001.68	1,068.73

注：上表2017年数据未追溯调整

资料来源：公司提供

从公司在建项目看，截至2020年3月末，公司全口径在建项目预计总投资2,215.03亿元，已累计完成投资1,329.61亿元，尚需投资额899.88亿元，尚需投资规模较大；同时考虑到公司每年新增的土地投资，公司面临一定的资金支出压力。

### 物业销售情况

公司销售规模快速增长，待售面积规模较大，待售项目部分分布在三四线城市，未来销售存在一定不确定性；公司在海口项目受当地调控措施影响较大，关注后续去化情况。

2019年，公司继续执行“369”快周转模式，加速开发和销售；受开工和推盘面积增加及公司积极营销影响，当年销售面积进一步扩大，同比增长40.58%。2019年，公司销售均价同比增长9.95%，主要系位于上海的商业物业实现销售及长三角区域物业销售占比提升所致；综上，公司实

现销售金额同比增长 54.56%。2019 年，公司销售回款率为 85%，回款情况较好。结转方面，随着当年竣工面积大幅增长，公司结转规模随之增加，结转面积和收入同比分别增长 40.69%和 47.42%。

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

表 6 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
协议销售面积（万平方米）	79.23	268.00	376.75	52.10
协议销售均价（元/平方米）	10,966.81	14,546.27	15,993.36	15,385.80
协议销售金额（亿元）	86.89	389.84	602.55	80.16
结转面积（万平方米）	83.89	126.85	178.47	29.00
结转收入（亿元）	80.81	142.00	211.67	34.30

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

从公司待售项目情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司全口径在建项目规划可售面积 2,147.17 万平方米，已销售面积 826.98 万平方米，剩余规划可售面积 1,320.19 万平方米，其中 2020 年总可售面积为 774.80 万平方米，2020 年计划推盘面积为 491.45 万平方米。公司待售面积中约 54% 位于三四线城市，由于三四线城市房地产市场景气度波动性较大，且部分为商业业态，销售存在不确定性；同时公司 2019 年末存货中已完工开发产品 111.92 亿元，主要为待售的车库、办公楼和商铺等，去化相对较慢。此外，公司在海口储备项目剩余可售面积 165.11 万平方米，规模较大，受当地调控措施影响较大，关注后续去化情况。

表 7 截至 2020 年 3 月末公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

地区	可售面积	累计已售面积
杭州	219.18	80.32
宁波	190.76	99.62
金华	158.88	69.79
绍兴	177.40	64.38
台州	58.19	3.98
温州	83.75	29.70
舟山	52.98	14.52
湖州	17.95	0.00
嘉兴	11.86	3.67
无锡	81.58	24.58
常州	27.45	5.12
徐州	74.71	7.58
南京	58.07	17.09
苏州	73.74	55.04
盐城	51.32	8.18
南通	32.83	24.03
淮安	40.55	22.34
泰州	26.05	0.56
上海	21.53	3.28

青岛	51.34	12.43
天津	158.99	96.20
泉州	141.03	45.52
厦门	8.69	8.04
漳州	18.74	6.40
新乡	105.40	85.52
海口	204.20	39.09
合计	2,147.17	826.98

资料来源：公司提供

## (2) 物业出租和酒店经营

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

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

表 8 公司物业出租情况明细 (单位: 万平方米、%、元/平方米·月)

项目	2017 年	2018 年	2019 年
总可出租面积	233.33	249.74	283.94
出租率	82.00	85.00	91.10
平均租费	56.00	68.00	75.00

资料来源：公司提供

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

表 9 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司酒店运营情况

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

资料来源：公司提供

### 3. 经营关注

#### 部分项目受区域、业态等影响存在去化压力

公司储备项目部分分布在三四线城市，并存在一定规模商业业态，但三四线城市房地产市场景气度波动性较大，三线及以下城市商业氛围一般，且目前经济下行压力较大，对于商业地产影响较大，公司项目去化存在一定不确定性。公司在海口项目土地储备较大，易受当地调控政策影响，关注后续去化情况。

#### 已完工开发产品去化相对较慢

截至 2019 年末，公司存货中已完工开发产品 111.92 亿元，主要为待售的车库、办公楼和商铺等，去化相对较慢。

#### 公司扩张较快，项目及资金管理难度加大

公司近年规模扩张较快，在建项目大幅增加且保持较大规模，加大了公司项目管理难度；同时公司存在一定规模的在建项目投资及土地投资，对公司资金运作能力要求提升，面临一定资金支出压力。

#### 自持物业增值率较高，同时新冠疫情对公司商业物业经营产生一定影响

截至 2019 年末，公司投资性房地产增值率 71.18%，增值率较高，公允价值存在一定波动性；公司自持物业和酒店经营情况受新冠疫情影响较大，关注后续经营情况。

### 4. 未来发展

**公司在物业开发、商业运营、拿地、财务规划等方面均制定了相应发展方向，未来发展规划明确，可实施性较强。**

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。将推动“客户导向计划”，持续推进轻资产品牌输出。

拿地策略方面，继续坚定推进“以上海为中心，深耕长三角”战略；精准布局，及时掌握政策走向，严格遵守价值投资的原则；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。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2019 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审计意见的审计报告。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的《企业会计准则》及其他相关规定编制。合并范围变化方面，2019 年，公司增加子公司 43 家，减少子公司 10 家；截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司较年初无变化。公司增

加和减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,520.41 亿元，负债合计 1,079.07 亿元，所有者权益 441.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 351.09 亿元。2019 年，公司实现营业收入 248.46 亿元，净利润 67.21 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 33.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额 54.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.85 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,527.02 亿元，负债合计 1,080.84 亿元，所有者权益 446.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 353.48 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，净利润 6.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-18.20 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.28 亿元。

## 2. 资产质量

公司资产规模保持增长，资产构成仍以存货和和投资性房地产为主；存货中已完工开发产品占比较高，且三四线城市商业项目可能存在一定去化压力，投资性房地产整体增值率较高。公司资产受限比例较高，资产质量一般。

截至 2019 年末，公司资产总额 1,520.41 亿元，较年初增长 28.95%，主要系公司投资拿地及合作开发增加所致。其中流动资产占 61.12%，非流动资产占 38.88%，资产结构仍以流动资产为主。

### 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 929.34 亿元，较年初增长 39.64%，主要系其他应收款和预付款项增长所致。截至 2019 年末，公司流动资产以货币资金（占 18.30%）、预付款项（占 7.35%）、其他应收款（占 22.02%）和存货（占 48.88%）为主。

截至 2019 年末，公司货币资金 170.09 亿元，较年初增长 11.99%，主要系销售回款及融资净额增加所致。截至 2019 年末，公司货币资金中银行存款占 90.62%，其中受限货币资金 15.96 亿元，占比为 9.38%，主要为内保外贷信用证保证金、贷款保证金、预售物业建筑款保证金等，受限比例较低。截至 2019 年末，公司预付款项 68.34 亿元，较年初增长 5.03 倍，主要系预付土地款及预付建筑费用款大幅增加所致。截至 2019 年末，公司其他应收款 204.67 亿元，较年初增长 241.01%，主要系合作项目增加，往来款增加所致。公司其他应收款主要为合作方和关联方之间的往来款，未计提减值准备，前五名欠款方合计占比为 29.97%，集中度一般。截至 2019 年末，公司存货 454.31 亿元，较年初增长 9.12%，主要系公司在建项目陆续投资所致。公司存货中在建开发产品占 75.36%、已完工开发产品占 24.64%，已完工开发产品占比较高，主要为待售的车库、办公楼和商铺等。截至 2019 年末，公司受限存货账面价值 264.26 亿元，占比为 58.17%，受限规模较大。公司开发项目所处区域经济实力较强，存货质量较好，未计提存货跌价准备，但仍需关注部分三四线城市项目对存货去化产生的影响。

### 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产合计 591.06 亿元，较年初增长 15.09%，主要以长期股权投资（占 6.75%）、投资性房地产（占 83.19%）和固定资产（占 6.06%）为主。

截至 2019 年末，公司长期股权投资账面价值 39.88 亿元，较年初大幅增长 98.37%，主要系新增合营、联营项目所致。2019 年，公司长期股权投资权益法下确认投资收益 3.86 亿元。截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值 491.72 亿元，较年初增长 12.50%，主要系在建自持物业投入增加以及评估增值所致。截至 2019 年末，公司投资性房地产成本 287.25 亿元，评估增值 204.48 亿

元，整体增值率 71.18%，增值率较高；公司投资性房地产中用于抵押担保的金额为 246.10 亿元，占比 50.05%，受限比例较高。

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

表10 截至2019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	15.96	1.05
存货	264.26	17.38
投资性房地产	246.10	16.19
固定资产	16.66	1.10
在建工程	3.23	0.21
<b>合计</b>	<b>546.20</b>	<b>35.92</b>

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司资产总额 1,527.02 亿元，较年初增长 0.44%，资产结构较年初变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

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

截至 2019 年末，公司负债合计 1,079.07 亿元，较年初增长 34.55%，主要系流动负债增加所致。其中流动负债占 69.50%，非流动负债占 30.50%，以流动负债为主。

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

截至 2019 年末，公司应付账款账面价值 128.89 亿元，较年初增长 28.66%，主要系在建项目规模扩大所致。截至 2019 年末，公司预收款项 232.68 亿元，较年初增长 29.24%，主要系协议销售金额增加所致。截至 2019 年末，公司其他应付款 217.58 亿元，较年初大幅增长 144.95%，主要系随着合作项目增加，公司与合作方往来款增加所致。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 64.87 亿元，较年初增长 14.85%，主要系于一年内到期的公司债券增加所致。截至 2019 年末，公司一年内到期的应付债券 30.25 亿元。

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

截至 2019 年末，公司长期借款 199.05 亿元，较年初增长 7.96%，主要系随着公司地产开发项目规模增加，融资需求增加所致。截至 2019 年末，公司应付债券 68.73 亿元，较年初增长 36.04%，主要系公司新发行中期票据及公司债所致。

截至 2019 年末，公司全部债务合计 351.12 亿元，较年初增长 14.71%，其中短期债务占 23.74%、长期债务占 76.26%，以长期债务为主。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率分别为 70.97%、44.31%和 37.76%，较年初分别上升 2.95 个百分点、下降 0.50

个百分点和 0.62 个百分点。截至 2019 年末，公司永续债余额 5.00 亿元，规模不大。总体看，公司债务规模逐步增加，但整体债务负担尚在合理范围内。

截至 2020 年 3 月末，公司负债合计 1,080.84 亿元，较年初增长 0.16%，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务合计 387.50 亿元，较年初增长 10.36%，债务结构仍以长期债务（占 75.05%）为主。截至 2020 年 3 月末，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 70.78%、46.48%和 39.46%，分别较年初下降 0.19 个百分点、上升 2.17 个百分点和上升 1.70 个百分点，债务负担仍在合理范围内。截至 2020 年 3 月末，公司永续债余额仍为 5.00 亿元，规模不大。从公司债务期限分布情况看，公司 2020 年和 2021 年存在一定债务偿付压力。

表 11 截至 2020 年 3 月末公司债务期限分布情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

### 所有者权益

**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。**

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

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 446.18 亿元，较年初增长 1.10%，所有者权益构成较年初变化不大。

### 4. 盈利能力

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

2019 年，公司营业收入 248.46 亿元，同比增长 46.01%，主要系房地产结转收入增加所致；营业成本变动趋势和营业收入一致，同比增长 50.52%。2019 年，公司实现营业利润和净利润分别为 91.10 亿元和 67.21 亿元，在收入及投资收益增加带动下分别同比增长 59.15%和 74.88%。

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

从利润构成来看，2019 年，公司公允价值变动收益 24.53 亿元，同比变化不大，占营业利润

比重为 26.92%，营业利润对投资性房地产的评估增值仍有较大依赖。2019 年，公司投资收益 11.81 亿元，同比增加 11.46 亿元，主要系当年处置长期股权投资（投资收益为 7.94 亿元）及联营、合营企业实现盈利所致；投资收益对利润有一定贡献，但具有不确定性。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 31.97%，同比小幅增长 1.13 个百分点；公司总资产报酬率、总资本收益率和净资产收益率分别为 6.99%、9.69% 和 16.42%，分别同比增长 1.24 个百分点、2.89 个百分点和 5.75 个百分点，在利润增长带动下均有所增长。2019 年，公司盈利指标有所提升。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 38.13 亿元，同比下降 4.95%；净利润 6.05 亿元，同比增长 1.84%。

#### 5. 现金流

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

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

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 27.54 亿元，同比增长 1.29%，变化不大；投资活动现金流出 83.64 亿元，同比增长 13.47%，主要系公司对合作项目投入增加所致。2019 年，公司收到/支付其他与投资活动有关的现金主要为公司与联营、合营项目之间的往来款。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -56.10 亿元，净流出规模同比增长 20.58%。

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

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

#### 6. 偿债能力

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

从短期偿债指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率为 1.24 倍，较上年 1.31 倍小幅下降，主要系预收款项增加所致；速动比率为 0.63 倍，较上年 0.49 倍有所增加，主要系其他应收款大幅增加所致；公司现金短期债务比为 2.05 倍，现金类资产对短期债务保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 96.74 亿元，同比增长 59.16%，主要系利润总额增加所致，其中利润总额占 93.10%。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年 3.34 倍上升至 4.12 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比为由上年 0.20 倍上升至 0.28 倍，EBITDA 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 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 25.12 亿元，占期末公司净资产的 5.63%，被担保企业主要是公司的关联企业，目前经营正常，公司或有负债风险可控。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

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

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2020 年 6 月 5 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 日正常结清，形成关注主要系借款银行系统对公司报表评级的原因造成。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月底，公司现金类资产（货币资金、应收票据）为155.84亿元，约为“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙 G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”债券待偿本金合计（68.60亿元）的2.27倍，公司现金类资产对上述债券的覆盖程度较高；净资产为446.18亿元，约为上述债券待偿本金合计（68.60亿元）的6.50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”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙 G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为96.74亿元，约为上述债券待偿本金合计（68.60亿元）的1.41倍，公司 EBITDA 对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙 G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入424.97亿元，约为上述债券待偿本金合计（68.60亿元）的6.19倍，公司经营活动现金流入量对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙 G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”债券的覆盖程度高。

从债券交易条款看，宝龙地产针对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券的还本付息事宜出具了《承诺函》，对收购“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，从其承诺函的条款内容来看，如遇条款中列明的公司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”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券，收购价格为计算至收购日本次债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。

宝龙地产通过股权架构实际持有公司100%股权，公司为宝龙地产在中国境内最主要的经营实体，截至2019年底，宝龙实业资产、负债和所有者权益分别占宝龙地产综合资产负债表中总资产、总负债和总权益的93.57%、87.31%和113.43%；2019年，宝龙实业营业收入和净利润分别占宝龙地产综合全面收益表中收入和年度利润的95.41%和111.68%。宝龙地产资产、收入和利润主要来自于宝龙实业，但宝龙地产作为香港上市公司，融资渠道更加多元化。总体看，宝龙地产的收购承诺对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券还本付息有一定的积极影响。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、项目布局、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。公司对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙 G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”

债券的偿还能力很强。

## 八、综合评价

2019年，公司继续加大长三角区域土地投资，其住宅项目区域分布良好，销售规模大幅提升，自持物业租金收入稳步增长；公司综合毛利率较高，短期偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司三四线城市商业项目存在一定去化压力、在建项目面临一定资金支出压力、资产受限比例较高、债务规模增长较快及自持物业公允价值变动收益对利润贡献较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

宝龙地产对“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券出具了收购承诺函。宝龙地产作为香港上市公司，融资渠道较为多元化，其承诺对16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”和“20宝龙02”债券还本付息仍具有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16宝龙债”“16宝龙02”“16宝龙03”“19宝龙01”“19宝龙G1”“20宝龙01”和“20宝龙02”的债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 上海宝龙实业发展（集团）有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	856.63	1,179.07	1,520.41	1,527.02
所有者权益（亿元）	342.73	377.09	441.34	446.18
短期债务（亿元）	40.02	71.20	83.35	96.69
长期债务（亿元）	172.41	234.90	267.78	290.80
全部债务（亿元）	212.43	306.10	351.12	387.50
营业收入（亿元）	145.70	170.17	248.46	38.13
净利润（亿元）	49.40	38.43	67.21	6.05
EBITDA（亿元）	67.90	60.78	96.74	--
经营性净现金流（亿元）	24.32	25.62	54.45	-18.20
流动资产周转次数（次）	0.43	0.32	0.31	--
存货周转次数（次）	0.48	0.33	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.17	0.18	--
现金收入比率（%）	107.13	188.74	133.18	110.28
总资本收益率（%）	10.46	6.81	9.69	--
总资产报酬率（%）	8.93	5.76	6.99	--
净资产收益率（%）	16.10	10.68	16.42	--
营业利润率（%）	31.34	30.84	31.97	34.66
费用收入比（%）	8.27	12.09	10.32	10.39
资产负债率（%）	59.99	68.02	70.97	70.78
全部债务资本化比率（%）	38.26	44.80	44.31	46.48
长期债务资本化比率（%）	33.47	38.38	37.76	39.46
EBITDA 利息倍数（倍）	5.60	3.34	4.12	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.20	0.28	--
流动比率（倍）	1.34	1.31	1.24	1.28
速动比率（倍）	0.64	0.49	0.63	0.60
现金短期债务比（倍）	2.42	2.13	2.05	1.61
经营现金流动负债比率（%）	8.20	5.04	7.26	-2.50
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.99	0.89	1.41	--

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 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

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