

# 信用评级公告

联合〔2022〕6893号

联合资信评估股份有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海宝龙实业发展（集团）有限公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“21宝龙02”“21宝龙01”“20宝龙04”“20宝龙02”“20宝龙MTN001”和“19宝龙MTN002”信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年七月二十七日

# 上海宝龙实业发展（集团）有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海宝龙实业发展（集团）有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
21 宝龙 02	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
21 宝龙 01	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 宝龙 04	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 宝龙 02	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
20 宝龙 MTN001	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定
19 宝龙 MTN002	AA <sup>+</sup>	稳定	AA <sup>+</sup>	稳定

### 跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
21 宝龙 02	15.00	15.00	2023/04/16
21 宝龙 01	10.00	10.00	2023/01/11
20 宝龙 04	10.00	10.00	2022/08/08
20 宝龙 02	15.00	0.0021	2023/03/20
20 宝龙 MTN001	10.00	10.00	2022/08/29
19 宝龙 MTN002	5.00	5.00	2025/06/26

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；除“20 宝龙 02”外，上表所列债券到期兑付日均为回售日；“19 宝龙 MTN002”为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回行权日

评级时间：2022 年 7 月 27 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">房地产企业信用评级方法</a>	V3.1.202205
<a href="#">房地产企业主体信用评级模型（打分表）</a>	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

### 评级观点

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内最大的房地产经营实体，其土地储备较充足，商业物业租金收入和酒店收入带来较稳定的现金流。2021 年公司销售规模仍有所增长，但 2021 年下半年以来，房地产下行压力加大，宝龙地产 2022 年上半年销售规模大幅下降，未来销售仍存在下降可能；随着 2021 年经营活动支出提升和融资环境恶化，公司现金类资产快速消耗，流动性压力凸显，截至 2022 年 7 月 18 日，公司正与投资人商议“19 宝龙 02”展期事宜，且年内仍有较大规模的债券进入回售，公司债券兑付风险较大。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司综合体拿地模式下商业项目的租售压力和建设支出压力较大以及资金沉淀风险、部分项目存在较大的去化压力、实际可动用货币资金不足、短期偿债压力大以及受限资产比例高、资产流动性较差等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司仍有较大规模的债务进入回售或到期，若“19 宝龙 02”展期，融资环境进一步恶化，而房地产行业销售目前未见明显好转，公司销售规模仍可能继续下滑，内生现金不足，加之公司资产处置的不确定性，公司未来的偿债压力大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，维持“21 宝龙 02”“21 宝龙 01”“20 宝龙 04”“20 宝龙 02”“20 宝龙 MTN001”和“19 宝龙 MTN002”的信用等级为 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

### 优势

1. 2021 年销售规模仍有所增长，土地储备较充足。2021 年公司全口径销售规模仍有所增长。截至 2021 年底，公司权益口径土地储备建筑面积 1828.84 万平方米，土地储备较充足，其中 77.44%位于长三角区域。
2. 商业物业租金收入和酒店业务收入带来较稳定的现金流。2021 年公司商业物业出租率回升，酒店业务收入有所提高，能为公司带来较稳定的现金流。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：张超 张文韬

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

关注

1. 商业项目租售压力和建设支出压力较大以及资金沉淀风险。公司“住宅+商业”综合体的拿地模式使得公司商业项目区位较弱，且近年来公司通过销售住宅回笼资金后快速扩张，导致商业项目面临的租售压力及建设压力较大。且公司自持部分商业用于运营，资金沉淀风险加大。

2. 行业下行压力加大，部分项目面临较大的去化风险，2022 年上半年销售大幅下滑。自 2021 年下半年开始，房地产行业下行压力加大，目前尚未明显改善。截至 2021 年底，公司存货中完工开发产品占 23.15%，且部分商业项目位于三四线城市，在行业下行背景下，公司部分项目面临较大的去化压力。2022 年 1-6 月，宝龙地产销售金额大幅下降，公司经营获现能力大幅下降，未来公司销售仍存在下降可能。

3. 公司货币资金大幅减少，短期偿债压力大；商议债券展期事宜反映出公司面临的流动性问题。公司 2021 年末货币资金大幅减少，同时较大的合作开发以及较严格的预售资金监管使得公司实际可动用货币资金将大幅减少，且 2022 年内公司仍有较大规模的债券进入回售期，偿债压力大。截至 2022 年 7 月 18 日，公司正与投资人商议“19 宝龙 02”展期事宜。

4. 资产受限比例高，流动性较差。截至 2021 年底，公司受限资产 902.64 亿元，占总资产 44.00%，受限比例高，且公司业态中商业占比较高，资产流动性较差。

主要财务数据：

项目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	170.48	197.51	153.70	139.94
资产总额（亿元）	1520.41	1751.21	2051.43	2054.76
所有者权益（亿元）	441.34	526.69	618.55	623.69
短期债务（亿元）	83.35	117.57	111.57	117.75
长期债务（亿元）	267.78	290.49	308.30	287.24
全部债务（亿元）	351.12	408.05	419.87	404.99
营业总收入（亿元）	248.46	338.50	347.91	51.73
利润总额（亿元）	90.06	111.58	98.12	6.96
EBITDA（亿元）	96.74	119.46	108.38	--
经营性净现金流（亿元）	54.45	23.32	-12.73	7.85
营业利润率（%）	31.97	32.12	25.70	28.67
净资产收益率（%）	15.23	16.16	11.63	--
资产负债率（%）	70.97	69.92	69.85	69.65
全部债务资本化比率（%）	44.31	43.65	40.43	39.37
流动比率（%）	123.91	124.41	120.42	117.88
经营现金流动负债比（%）	7.26	2.68	-1.21	--
现金短期债务比（倍）	2.05	1.68	1.38	1.19

EBITDA 利息倍数 (倍)	4.12	3.85	3.49	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.63	3.42	3.87	--
公司本部 (母公司)				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额 (亿元)	347.40	420.92	478.79	449.66
所有者权益 (亿元)	199.49	197.19	206.41	206.22
全部债务 (亿元)	116.18	145.30	115.81	81.68
营业总收入 (亿元)	5.59	4.13	15.59	2.78
利润总额 (亿元)	0.22	21.13	10.83	-0.19
资产负债率 (%)	42.58	53.15	56.89	54.14
全部债务资本化比率 (%)	36.80	42.42	35.94	28.37
流动比率 (%)	197.26	154.13	121.83	118.95
经营现金流动负债比 (%)	1.74	15.96	-1.32	--

注: 1. 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; 2. 公司及母公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计; 3. 已将其其他流动负债中的有息债务调整为短期债务; 4. "--" 表示数据无意义

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

### 评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 宝龙 MTN001 19 宝龙 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/05/31	卢瑞 王彦	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) 房地产企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
21 宝龙 02 21 宝龙 01 20 宝龙 04 20 宝龙 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/05/31	卢瑞 王彦	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) 房地产企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
21 宝龙 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2021/02/26	卢瑞 韩家麒	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) 房地产企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
21 宝龙 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/12/21	卢瑞 王彦	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) 房地产企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 宝龙 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/08/07	韩家麒 杨栋	房地产企业信用评级方法 (V3.0.201907) 房地产企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	<a href="#">阅读全文</a>
20 宝龙 04	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/06/17	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级方法 (2018 年)	<a href="#">阅读全文</a>
20 宝龙 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2020/03/10	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级方法 (2018 年)	<a href="#">阅读全文</a>
19 宝龙 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	稳定	2019/06/11	杨栋 韩家麒	房地产行业企业信用评级方法 (2018)	<a href="#">阅读全文</a>

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

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 上海宝龙实业发展（集团）有限公司

## 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

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。截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，宝龙地产香港持有公司 100% 股权，公司实际控制人为许健康。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，组织结构发生变化，原广东事业部和安徽事业部撤销（详见附件 1-2）。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 2051.43 亿元，所有者权益 618.55 亿元（含少数股东权益 229.60 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 347.91 亿元，利润总额 98.12 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 2054.76 亿元，所有者权益 623.69 亿元（含少数股东权益 232.12 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 51.73 亿元，利润总额 6.96 亿元。

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

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途

使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2022 年 6 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
21 宝龙 02	15.00	15.00	2021/04/16	5 (2+2+1)
21 宝龙 01	10.00	10.00	2021/01/11	5 (2+2+1)
20 宝龙 04	10.00	10.00	2020/08/07	3 (2+1)
20 宝龙 02	15.00	0.0021	2020/03/20	3 (2+1)
20 宝龙 MTN001	10.00	10.00	2020/08/27	3 (2+1)
19 宝龙 MTN002	5.00	5.00	2019/06/26	3 (3+N)

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济和政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

#### 三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的

几何平均增长率，下同。

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民

币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

### 1. 房地产行业概况

**2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。**

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计

新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

## 2. 土地市场与信贷环境

**2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。**

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及

地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
<b>合计</b>	<b>178608.59</b>	<b>100.00</b>	<b>193114.90</b>	<b>100.00</b>	<b>201132.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：Wind、联合资信整理

### 3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表4。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时

为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部 and 央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制

2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，宝龙地产香港仍为公司唯一股东，许健康仍为公司实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司地产开发经验丰富，产品业态及产品**  
**线多样。**

公司具备房地产开发一级资质，是宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，股票代码：01238.HK）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产自成立之初就专注开发运营综合性商业地产项目，是中国首家在港上市的商业地产企业，商业地产开发运营经验丰富。公司产品系列包括住宅、商场、办公楼、酒店等多种业态，商业广场主要涵盖宝龙一城、宝龙城、宝龙广场三大产品系列，住宅项目涵盖刚需、改善、别墅等产品线。宝龙地产在克而瑞2021年房地产企业全口径销售榜单中排第43名，权益销售排第40名。截至2021年底，宝龙地产在全国布局220个项目，经营及管理商业广场总建筑面积达728.65万平方米。

### 3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（统一社会信用代码：91310000550074354L），截至2022年6月8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3500万元，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进行评级所致。

截至2022年7月18日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

**跟踪期内，公司管理层未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。**

跟踪期内，公司管理层以及主要管理制度未发生变化。

## 八、重大事项

**“19宝龙02”计划展期，宝龙地产美元债发起交换要约及同意征求。**

公司发行的“19宝龙02”于2022年7月15日到期，截至2022年7月18日，公司正与“19宝龙02”投资人商量展期事宜<sup>2</sup>。

此外，宝龙地产2022年7月4日公告称，对2022年到期的两笔美元债，连同第四批2022年票据进行交换要约，同时发起同意征求对四期美元债契约条款作出修订。截至2022年7月18日，上述交换要约和同意征求均已获得通过。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

**2021年，公司营业收入略有增长，但由于房地产项目结转毛利率的下降，公司综合毛利率下降较大。2022年1—3月，公司营业收入同比下降，但毛利率有所回升。**

<sup>2</sup> “19宝龙02”于2022年7月15日到期，根据持有人会议，增

加“19宝龙02”30天宽限期。

跟踪期内，公司业务未发生重大变化。2021年，在出售物业收入增加的带动下，公司营业收入同比增长2.78%，但毛利率下滑导致公司利润总额同比下降12.06%。

从收入构成看，2021年，出售物业仍为公司营业收入主要来源，其收入同比增长3.73%，出租物业收入同比下降10.88%，主要系公司当期对部分商业业态进行调整并重新招商，有空档期所致；公司其他业务板块收入规模不大，

对营业收入影响较小。

毛利率方面，受结转项目拿地成本上升影响，公司出售物业毛利率同比下降5.77个百分点，受此影响，公司综合毛利率同比下降6.14个百分点。

2022年1-3月，公司营业收入同比下降19.40%，主要系出售物业结转收入下降所致；利润总额6.96亿元，同比下降41.26%；综合毛利率有所回升。

表6 2019-2021年及2022年1-3月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
出售物业	211.67	85.19	37.12	307.16	90.74	34.71	318.62	91.58	28.94	45.77	88.49	31.14
出租物业	11.36	4.57	81.41	14.34	4.24	82.43	12.78	3.67	79.73	4.07	7.87	86.25
酒店	4.58	1.84	8.32	3.35	0.99	-24.08	4.12	1.18	0.05	0.86	1.66	25.23
土地一级开发	14.19	5.71	39.03	7.36	2.17	52.07	0.62	0.18	73.23	--	--	--
其他	6.66	2.68	23.67	6.29	1.86	87.51	11.77	3.38	53.59	1.02	1.98	34.15
合计	248.46	100.00	38.37	338.50	100.00	37.51	347.91	100.00	31.37	51.73	100.00	35.44

注：尾差系数据四舍五入所致  
资料来源：公司年报

## 2. 房地产开发业务情况

### (1) 土地储备

公司“住宅+商业”综合体模式拿地使得商业项目区位较弱，商业项目面临的租售风险较大，且快速扩张后商业项目的资金沉淀风险加大。2021年，受行业下行及融资环境收紧影响，公司拿地力度大幅下降，但对长三角区域保持较大的投资力度，期末公司土地储备规模较充足；公司住宅项目区域分布相对较好，但部分商业项目分布在三四线城市，叠加当前房地产行业下行以及公司计划对债券展期的负面影响影响，需对公司项目去化情况予以关注。

公司土地储备多以“住宅+商业”的综合体形式拿地，有利于控制土地成本，但由于城市核心区域的商业成熟度较高且竞争激烈，公司此种拿地方式在高等级城市郊（新）区或三四线城市较为有优势，由此带来商业区位偏弱的问题，在将去化较快的住宅销售完后，剩下的商业面临的租售风险较大。近年来，公司扩张较快，通过去化较快的住宅回流的现金大力

获取综合体，但商业租售现金回流周期偏长，资金沉淀风险加大。

受行业下行及融资收紧影响，2021年公司拿地力度大幅下降，新增土地储备地上计容建筑面积同比下降33.97%，但当年公司继续对长三角区域保持较大的投资力度，长三角区域新增土地储备地上计容建筑面积占61.66%。拿地权益比例为63.00%，较2020年拿地权益比例（78.27%）有所下降。从拿地成本看，2021年公司新获取土地储备楼面均价有所下降。

表7 2019-2021年公司拿地情况

(单位：万平方米、元/平方米)

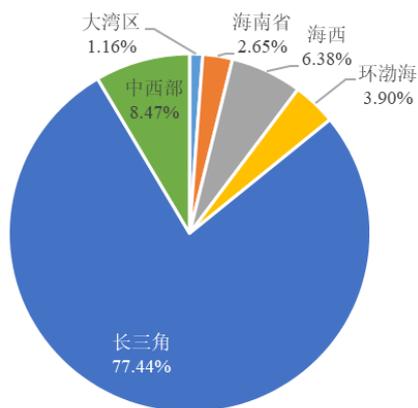
年份	新增面积	权益建筑面积	楼面均价
2019年	648.23	353.79	5173
2020年	809.32	633.46	5302
2021年	534.40	336.67	5132

注：新增面积为地上计容总建筑面积  
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年底，公司全口径土地储备3213.01万平方米（未结转收入口径，详见附件

件 1-4)，权益土地储备 1828.84 万平方米，权益比例约为 56.92%，土地储备规模较充足。从权益口径土地储备区域分布来看，公司土地储备主要分布于长三角区域（占 77.44%），其他主要分布在经济较为发达的二三线城市。但当前房地产行业下行压力加大以及公司计划对债券展期的负面舆情影响，公司项目去化预计将受到一定影响

图 1 截至 2021 年底公司权益土地储备分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

## （2）项目开发

2021 年公司仍保持一定的开发节奏，但快速扩张导致公司商业项目建设支出压力较大，期末在建面积大幅增长且规模较大，相应也面临较大的保交付和资金支出压力。

2021 年公司仍保持一定的开发节奏，新开工面积小幅回落，竣工面积同比增长 53.14%，主要系前期获取的大量项目进入竣工期所致。期末在建面积较上年底大幅增长 40.38%。2022 年 1—3 月，公司新开工面积和竣工面积分别为 2021 年全年的 11.71%和 26.67%，新开工力度有所下降。

近年来，公司处于快速扩张期，以综合体中的住宅销售回流现金大力获取新的综合体项目，使得公司商业项目的建设支出压力较大，此外较大规模的期末在建面积加大了公司管理和资金管理难度，同时也面临较大的保交付和资金支出压力。

表 8 2019—2021 年公司房地产开发数据

（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新开工面积	687.00	778.00	726.00	85.00
房屋竣工面积	273.00	382.00	585.00	156.00
期末在建面积	1001.68	1676.00	2352.70	2281.71

注：1. 上表为全口径数据；2. 因合作开发较多，公司部分年份在建、竣工和新开工不满足勾稽关系

资料来源：公司提供

## （3）物业销售情况

2021 年，公司销售面积和销售金额均有所增长，但 2022 年 1—6 月，宝龙地产销售面积和销售金额同比均大幅下降，目前房地产行业销售状况未见明显好转，未来公司销售仍存在下降可能。

2021 年，虽然房地产行业下行，但公司全口径签约销售面积仍同比增长 15.00%，增速较 2020 年（34.87%）有所回落。签约销售均价略有增长；销售金额同比增长 18.37%。但 2022 年 1—6 月，宝龙地产合约销售面积和合约销售额分别为 153.21 万平方米和 232.41 亿元，同比分别下降约 54.75%和 56.18%，目前房地产行业销售未见明显好转，未来公司销售仍存在下降可能。结转方面，随着公司当期竣工面积的增加，2021 年公司结转面积和收入亦有所增长，同比分别增长 1.01%和 3.73%。

表 9 2019—2021 年公司房地产销售数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积（万平方米）	376.75	508.11	584.32
签约销售均价（元/平方米）	15993.36	15209.70	15656.15
签约销售金额（亿元）	602.55	772.82	914.82
结转面积（万平方米）	178.47	278.19	281.00
结转收入（亿元）	211.67	307.16	318.62

注：上表销售数据为全口径

资料来源：公司提供

## 3. 物业出租和酒店经营

公司出租物业收入和酒店收入为公司带来较稳定的现金流。2021 年得益于疫情得到逐步控制，主要商业出租率回升，酒店收入同比有所增长。

截至2021年底，公司自持商场总可租面积613万平方米，平均出租率为95.3%，较2020年（89.9%）有所提升，公司三大产品线商场平均出租率较上年均有所提升，但由于当期公司对部分商业业态进行调整并重新招商，存在空档期，使得公司出租物业收入同比有所下降。

表10 截至2021年底公司主要商业物业平均出租率

品牌	平均出租率(%)		
	2019年底	2020年底	2021年底
宝龙一城	95.20	96.50	99.10
宝龙城	91.30	91.60	100.00
宝龙广场	89.00	89.90	95.00

资料来源：宝龙商业管理控股有限公司年报

截至2021年底，公司共有17家酒店，共有客房3321间。2021年，由于疫情逐步得到控制，公司酒店入住率较2020年有所回升，酒店收入同比增长22.99%。

表11 2019-2021年宝龙实业酒店运营情况

项目名称	2019年	2020年	2021年
入住率(%)	81	67	78
酒店收入(亿元)	4.58	3.35	4.12

资料来源：公司提供

#### 4. 经营效率

**2021年公司经营效率指标有所下降。**

2021年，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数分别为0.40次、0.30次和0.18次，同比均有所下降。

#### 5. 未来发展

**在目前房地产行业下行的环境下，公司发展策略较为谨慎。**

面对市场压力，公司将减少拿地支出，坚持低成本拿地，确保现金为王。同时，公司将坚持1+1+N发展战略，重点布局长三角与粤港

澳大湾区，精准布局，及时掌握政策走向，严格遵守价值投资。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。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司2021年年度财务报告延迟至2022年6月30日出具，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1-3月财务数据未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额2051.43亿元，所有者权益618.55亿元（含少数股东权益229.60亿元）；2021年，公司实现营业总收入347.91亿元，利润总额98.12亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额2054.76亿元，所有者权益623.69亿元（含少数股东权益232.12亿元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入51.73亿元，利润总额6.96亿元。

### 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，货币资金有所下降，实际可动用资金不足；公司存货中部分商业项目位于经济不发达的三四线城市以及完工开发产品占比较高，面临较大的去化压力，有一定的跌价风险；其他应收款规模较大且面临一定的回收风险；投资性房地产评估值较高，面临一定的公允价值波动风险，公司资产受限比例高。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长17.14%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表12 2019-2021年末及2022年3月末公司资产主要构成

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年3月末		2021年末较上年末增长率(%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
流动资产	929.34	61.12	1081.79	61.77	1262.27	61.53	1256.87	61.17	16.68
货币资金	170.09	11.19	197.47	11.28	153.60	7.49	139.66	6.80	-22.22

其他应收款	204.67	13.46	294.60	16.82	325.01	15.84	319.98	15.57	10.32
存货	454.31	29.88	495.85	28.31	689.55	33.61	717.20	34.90	39.06
<b>非流动资产</b>	<b>591.06</b>	<b>38.88</b>	<b>669.42</b>	<b>38.23</b>	<b>789.15</b>	<b>38.47</b>	<b>797.88</b>	<b>38.83</b>	<b>17.89</b>
投资性房地产	491.72	32.34	546.47	31.21	633.13	30.86	636.75	30.99	15.86
<b>资产总额</b>	<b>1520.41</b>	<b>100.00</b>	<b>1751.21</b>	<b>100.00</b>	<b>2051.43</b>	<b>100.00</b>	<b>2054.76</b>	<b>100.00</b>	<b>17.14</b>

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

### (1) 流动资产

截至2021年底，受公司大量支付2020年拿地土地款以及偿还债务增加影响，公司货币资金有所下降，其中受限货币资金51.88亿元，主要为保证金和三个月以上的定期存款，受限比例为33.78%，此外宝龙地产194.07亿元的货币资金中，商品房销售监管资金余额为161.06亿元，考虑到销售监管资金规模较大以及较大规模的合作开发，货币资金难以自由调用，公司实际可动用的货币资金大幅下降，且公司计划对部分债券展期，反映出公司流动性紧张。随着公司合作开发规模增加以及加大与合作方之间的往来，公司其他应收款较上年底有所增长，其中应收款中应收关联方款项204.00亿元，主要为与联合营企业和同一控制下关联企业的往来；应收第三方款项116.89亿元，主要为与少数股东方之间的往来，其他应收款累计计提坏账准备1.78亿元，公司其他应收款规模较大，合作方中有部分风险房企，其他应收款有一定的回收风险。截至2021年底，公司存货增幅较大主要系2020年拿地较多且在2021年获得土地使用权证所致，公司存货主要由在建开发产品（占76.85%）和已完工开发产品（占23.15%，主要为待售的车库、办公类和商铺等）构成，公司未对存货计提跌价准备。考虑到目前房地产行业景气度下行，且公司部分商业项目位于商业环境一般的三四线城市以及完工开发产品占比较高，对资金有一定占用，未来面临较大的去化压力，存货有一定的跌价风险。

### (2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产主要为投资性房地产，公司投资性房地产采用公允价值计量模式，增长主要系在建投资性房地产投入、合并增加以及公允价值变动所致，其中完工的投资性房地产为507.22亿元，带来的出租收入

为12.78亿元，评估值较高，面临一定的公允价值变动风险。截至2021年底，公司投资性房地产已有494.51亿元用于抵押担保，受限比例为78.11%。

截至2021年底，公司所有权受到限制的资产902.64亿元，占总资产44.00%，资产受限比例高。

表 13 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	受限原因
货币资金	51.88	保证金及定期存款
存货	335.72	抵押
固定资产	15.42	抵押
在建工程	1.49	抵押
投资性房地产	494.51	抵押
土地使用权	3.62	抵押
<b>合计</b>	<b>902.64</b>	<b>--</b>

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2022年3月底，公司资产总额较上年底增长0.16%，资产结构变化不大，其中货币资金较上年底下降9.07%，主要系公司偿还债务所致。

## 3. 资本结构

### (1) 所有者权益

**跟踪期内，公司所有者权益继续增长，但所有者权益稳定性较弱。**

截至2021年底，公司所有者权益618.55亿元，较上年底增长17.44%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为62.88%，少数股东权益占比为37.12%。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占6.76%、0.51%和53.95%。权益结构稳定性较弱。

截至2022年3月底，公司所有者权益和结构较上年底变动不大。

(2) 负债

截至2021年底，公司负债规模继续增长，债务总额略有增长，但债务指标有所下降，公司2022年和2023年到期债务规模较大，目前对部分债券计划进行展期，公司债券兑付不确定

较大。

截至2021年底，公司负债总额较上年底增长17.02%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表14 公司负债主要构成

科目	2019年末		2020年末		2021年末		2022年3月末		2021年末较上年末增长率(%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	
<b>流动负债</b>	<b>749.99</b>	<b>69.50</b>	<b>869.57</b>	<b>71.01</b>	<b>1048.21</b>	<b>73.15</b>	<b>1066.24</b>	<b>74.51</b>	<b>20.54</b>
应付账款	128.89	11.94	124.79	10.19	123.42	8.61	111.24	7.77	-1.10
应交税费	86.87	8.05	107.90	8.81	133.78	9.34	131.48	9.19	23.98
其他应付款	202.69	18.78	265.60	21.69	347.58	24.26	351.68	24.57	30.87
一年内到期的非流动负债	64.87	6.01	101.70	8.31	96.07	6.70	100.44	7.02	-5.54
合同负债	0.00	0.00	0.00	0.00	288.23	20.12	310.99	21.73	--
<b>非流动负债</b>	<b>329.07</b>	<b>30.50</b>	<b>354.96</b>	<b>28.99</b>	<b>384.67</b>	<b>26.85</b>	<b>364.83</b>	<b>25.49</b>	<b>8.37</b>
长期借款	199.05	18.45	205.07	16.75	237.43	16.57	226.38	15.82	15.78
应付债券	68.73	6.37	85.41	6.98	53.65	3.74	43.65	3.05	-37.19
<b>负债总额</b>	<b>1079.07</b>	<b>100.00</b>	<b>1224.52</b>	<b>100.00</b>	<b>1432.87</b>	<b>100.00</b>	<b>1431.07</b>	<b>100.00</b>	<b>17.02</b>

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

公司应付账款主要为应付工程款，2021年末较上年底变化不大。随着公司2021年并表项目销售规模的扩大，预收售房款增加，合同负债（预收款项）较上年底增长27.52%。由于2020年获取的土地储备较多且在2021年进入开发阶段，公司合作开发规模扩大，与少数股东的往来款增加，其他应付款较上年底增幅较大。截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款（23.55亿元）和一年内到期的应付债券（72.33亿元）。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券，长期借款较上年底有所增长主要系新获取项目抵押借款增加所致。应付债券较上年底大幅下降，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司于2022年1—6月，已兑付到期或回售的债券本金合计约35.50亿元，截至2022年6月底，公司于2022年7—12月到期的或回售的债券本金为26.00亿元，目前公司间接控股股东宝龙地产部分美元债已发起交换要约和同意征求，同时公司计划对“19宝龙02”展期，公司债券兑付的不确定性较大。

表15 截至2022年6月底公司存续债券情况

证券简称	发行日期	当前余额(亿元)	到期日期	回售日
19宝龙02	2019/07/12	6.00	2022/07/15	--
20宝龙02	2020/03/18	0.0021	2023/03/20	--
20宝龙04	2020/08/05	10.00	2023/08/07	2022/08/08
20宝龙MTN001	2020/08/26	10.00	2023/08/27	2022/08/29
21宝龙MTN001	2021/06/04	10.00	2024/06/07	2023/06/07
19宝龙MTN002	2019/06/25	5.00	2025/06/26	--
21宝龙01	2021/01/07	10.00	2026/01/11	2023/01/11
21宝龙02	2021/04/14	15.00	2026/04/16	2023/04/16
21宝龙03	2021/06/08	4.70	2026/06/10	2023/06/10

注：上表不包含结构化产品，19宝龙MTN002为永续中票，所列到期日为下一赎回日

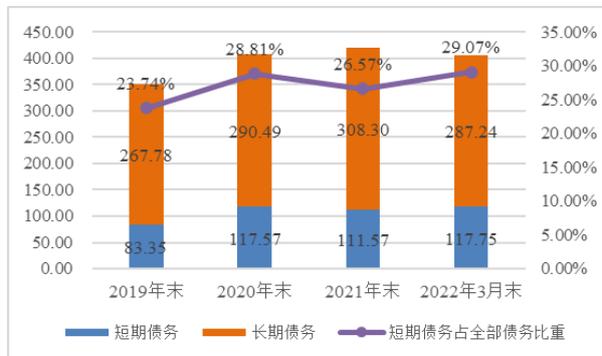
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

截至2021年底，公司全部债务较上年底增长2.90%，但各债务指标较上年底均有所下降，主要系所有者权益增长所致。

截至2022年3月底，公司负债总额较上年底下降0.13%，其中应付债券较上年底下降18.64%。截至2022年3月底，公司全部债务404.99亿元，较上年底下降3.54%，其中短期债务117.75亿元（占29.07%），长期债务287.24亿元（占70.93%）。从债务指标看，截至2022年3月底，受债务净偿还影响，公司各债务指

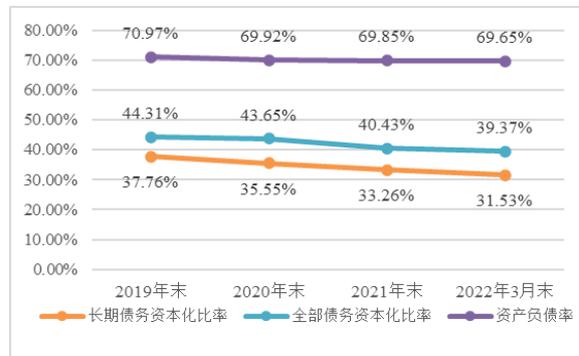
标均有所下降。若将永续中票（19宝龙MTN002）计入长期债务，公司全部债务增至409.99亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.89%、39.86%和32.08%，公司表内债务负担尚可，但公司为宝龙地产在境内最主要的经营主体，是宝龙地产主要偿债来源，截至2021年底宝龙地产全部债务729.58亿元，全部债务资本化比率为53.90%，考虑到宝龙地产的债务，公司实际债务负担或将加重。

图2 2019-2021年末及2022年3月末公司债务结构  
(单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图3 2019-2021年末及2022年3月末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至2022年3月底，公司有息债务中1年内和1~2年的到期的债务规模较大，面临较大的集中偿付压力。为应对较大的短期偿债压力，公司推出了一系列资产处置计划，但资产处置的不确定较大，或将影响到期债务偿付。

表16 截至2022年3月底公司有息债务期限分布情况  
(单位: 亿元)

项目	1年内	1~2年	2~5年	5年以上	合计
金额	104.04	148.24	79.94	41.85	374.07
占比	27.81%	39.63%	21.37%	11.19%	100.00%

注: 上表中的有息债务不含租赁负债和应付票据, 联合资信计算的全部债务包含租赁负债和应付票据, 故有所差异

资料来源: 公司提供

#### 4. 盈利能力

2021年, 公司营业总收入保持增长, 但受毛利率下降影响, 利润总额和盈利指标均有不

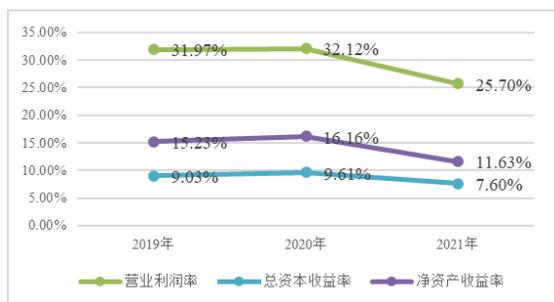
同程度下滑, 此外, 非经常性损益对营业利润有一定影响。

公司营业收入和利润总额分析详见经营概况部分。

2021年, 公司费用总额24.17亿元, 同比下降6.87%, 其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为40.12%、41.13%和18.76%。财务费用同比增长260.93%, 主要系当期利息支出增加所致。销售费用和管理费用均有所下降。

非经常性损益方面, 2021年, 公司投资性房地产公允价值变动收益16.44亿元, 占营业利润的17.04%, 对营业利润有一定影响。公司投资收益15.85亿元, 同比增长115.59%, 主要系业务收购产生的投资收益大幅增长以及处置子公司及联合营产生的投资收益增加所致。

图4 公司盈利指标情况



资料来源：公司财务报告、联合资信整理

盈利指标方面，2021年，受毛利率下降影响，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降。

与所选公司比较，公司销售毛利率尚可，净资产收益率和总资产报酬率处于一般水平。

表 17 2021 年同行业公司盈利情况对比

公司名称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
新城控股集团股份有限公司	20.45	3.67	14.17
上海世茂股份有限公司	36.61	2.38	4.36
金科地产集团股份有限公司	17.22	2.61	8.60
重庆龙湖企业拓展有限公司	25.88	5.20	13.37
公司	31.37	5.12	11.63

注：为方便比较，上表数据均来自wind

资料来源：Wind

## 5. 现金流

2021年，受公司2020年较大规模的拿地支出在2021年支付影响，公司经营活动现金由净流入转为净流出，同时，公司投资性房地产土地及工程款支出较大，投资活动净流出规模有所扩大，2021年下半年以来，公司面临的融资环境恶化，筹资活动由净流入转为净流出。2022年一季度，公司降低拿地支出，经营活动现金转为净流入，但融资环境仍未明显好转，筹资活动持续净流出，目前公司计划对部分债券进行展期，经营和融资环境预计将进一步恶化，流动性风险加大。

表 18 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
经营活动现金流入小计	424.97	427.50	516.75	108.89
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	330.90	354.87	434.83	90.53
经营活动现金流出小计	370.52	404.18	529.48	101.05
<b>经营现金流量净额</b>	<b>54.45</b>	<b>23.32</b>	<b>-12.73</b>	<b>7.85</b>
投资活动现金流入小计	27.54	31.77	35.40	7.67
投资活动现金流出小计	83.64	65.48	93.81	8.19
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-56.10</b>	<b>-33.71</b>	<b>-58.41</b>	<b>-0.52</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-1.65</b>	<b>-10.39</b>	<b>-71.14</b>	<b>7.33</b>
筹资活动现金流入小计	231.66	268.87	257.04	40.79
筹资活动现金流出小计	211.13	229.60	268.22	64.48
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>20.53</b>	<b>39.26</b>	<b>-11.18</b>	<b>-23.69</b>

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，因销售回款增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长22.53%，经营活动现金流入规模同比增长20.88%；由于公司2020年拿地规模较大，且2020年拿地资金在2021年实际支出，公司经营活动现金流出同比增长31.00%。综上，公司经营活动现金净额由净流入转为净流出。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比增长11.44%，主要系从联合营公司收到往来款所致；公司投资活动现金流出同比增长43.26%，主要系投资性房地产土地及工程款支出较大所致。综上，公司投资活动现金仍为净流出且规模有所扩大。

从筹资活动看，2021年，公司筹资活动现金流入略有下降，但当期偿还债务支付的现金同比增长26.30%，使得公司筹资活动现金流出同比增长16.82%。公司筹资活动现金净额由净流入转为净流出。

2022年1-3月，受行业下行影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降4.22%，同时公司降低拿地支出以及对投资性房地产的支出，公司经营活动现金转为净流入，投资活动现金小幅净流出，但房地产行业融资环境仍未恢复，公司筹资活动仍为净流出。

## 6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现较好，但债券计划展期对公司融资影响较大，短期偿债风险和压力大。

表 19 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	123.91	124.41	120.42	117.88
	速动比率 (%)	63.34	67.38	54.64	50.61
	经营现金/流动负债 (%)	7.26	2.68	-1.21	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.65	0.20	-0.11	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	2.05	1.68	1.38	1.19
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	96.74	119.46	108.38	--
	全部债务/EBITDA (倍)	3.63	3.42	3.87	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.16	0.06	-0.03	0.02
	EBITDA/利息支出 (倍)	4.12	3.85	3.49	--
	经营现金/利息 (倍)	2.32	0.75	-0.41	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，经营活动现金流量净额对流动负债和短期债务覆盖程度弱，现金短期债务比下降，考虑到受限资金以及预售监管资金规模较大，公司实际现金短期债务比将更低。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比下降 9.28%，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度虽有所下降但依然处于较高水平。

截至 2021 年底，公司对外担保合计 73.81 亿元，均为对合联营企业和同一控制下的关联方担保，有一定的或有负债风险。

未决诉讼方面，截至 2022 年 6 月底，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2022 年 6 月底，公司共计获得银行授信额度 1074.55 亿元，已使用授信 389.16 亿元，尚未使用授信 685.39 亿元，尚未使用授信规模较大，但考虑到公司债券计划展期以及新获取项目减少，公司融资将受到限制。

## 7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司资产主要为子公司股权和与子公司的往来款，投资收益为母公司利润主要来源，母公司货币资金对短期债务覆盖不足，短期偿债压力大。

截至 2021 年底，母公司资产总额 478.79 亿元，较上年底增长 13.75%，主要由货币资金（占 8.67%）、其他应收款（占 49.53%）和长期股权投资（占 41.00%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 39.14 亿元，母公司全部债务 115.81 亿元，其中短期债务为 75.19 亿元，货币资金对短期债务覆盖不足，短期偿债压力大。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 206.41 亿元，较上年底增长 4.67%，主要系未分配利润增长所致。

2021 年，母公司营业总收入为 15.59 亿元，利润总额为 10.83 亿元。同期，母公司投资收益为 6.18 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 -3.06 亿元，投资活动现金流净额 -4.17 亿元，筹资活动现金流净额 -33.03 亿元。

## 十一、债券偿还能力分析

### 1. 普通优先债券

截至 2021 年底，公司存续期普通优先债券 125.98 亿元。

### 2. 永续债

截至 2021 年底，公司存续期永续债 5 亿元（19 宝龙 MTN002），公司 2021 年经营活动现金流入对考虑永续债后的长期债务保障程度尚可，但经营活动现金流量净额和 EBITDA 对考虑永续债后的长期债务保障程度较弱。

表 20 公司永续债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务* (亿元)	313.30
经营现金流入/长期债务 (倍)	1.65
经营现金/长期债务 (倍)	-0.04
长期债务/EBITDA (倍)	2.89

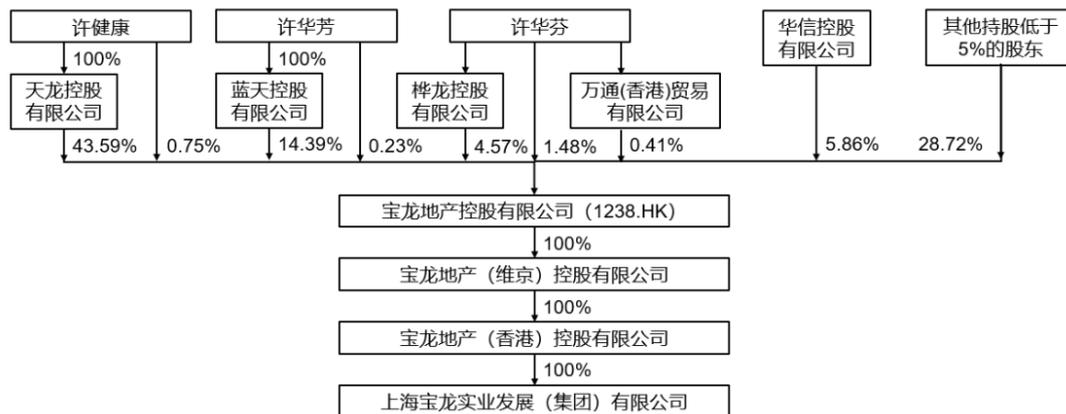
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用 2021 年数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

## 十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，维持“21宝龙02”“21宝龙01”“20宝龙04”“20宝龙02”“20宝龙MTN001”和“19宝龙MTN002”的信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

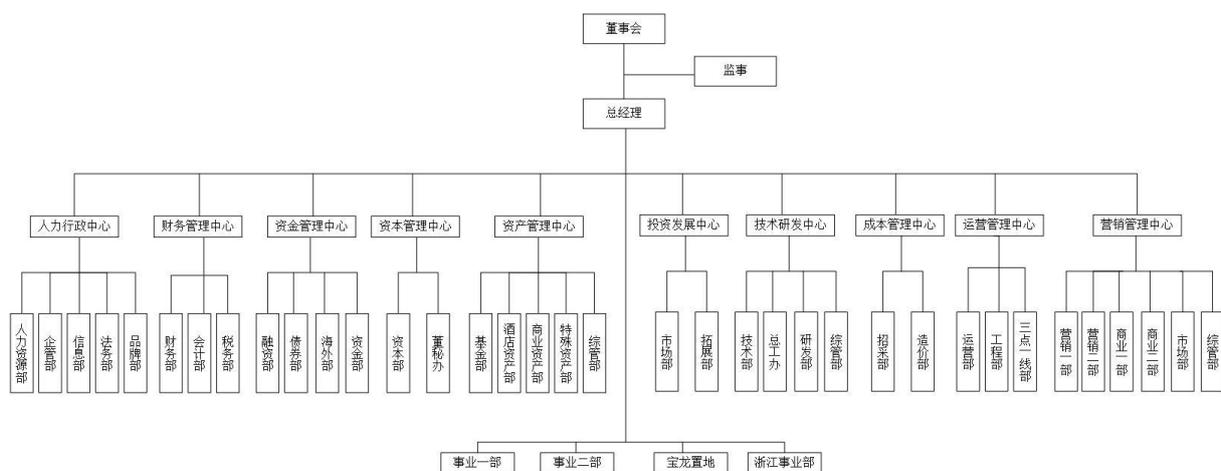
附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



注：许健康对公司持股的 0.75% 包含许健康个人持股 0.69%，配偶持股 0.07%，合计 0.75%；许华芳对公司持股的 0.23% 包含许华芳个人持股 0.22%，配偶持股 0.01%，合计持股 0.23%

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年公司组织架构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 截至 2021 年公司主要子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例	享有表决权比例
杭州宝龙房地产开发有限公司	132069.10	100.00%	100.00%
杭州华展房地产开发有限公司	100000.00	100.00%	100.00%
上海宝龙展飞房地产开发有限公司	100000.00	100.00%	100.00%
佛山宝沥置业有限公司	350000.00	60.00%	60.00%
厦门展皓地产有限公司	150000.00	100.00%	100.00%
温州冠宝房地产开发有限公司	130000.00	50.77%	50.77%
珠海宝沥置业有限公司	350000.00	100.00%	100.00%
宁波茂沁企业管理咨询有限公司	109000.00	38.95%	38.95%
上海聚凯企业管理有限公司	100000.00	95.00%	95.00%
上海鹏烨企业管理有限公司	100000.00	77.90%	77.90%
上海洪诚实业发展（集团）有限公司	120000.00	95.00%	95.00%
浙江宝龙星汇企业管理有限公司	100000.00	77.90%	77.90%
珠海宝龙房地产开发经营有限公司	300000.00	82.00%	82.00%
上海龙愜实业发展有限公司	300000.00	51.00%	51.00%
厦门潜龙置业有限公司	150000.00	55.00%	55.00%
珠海宝龙岐江置业有限公司	100000.00	65.00%	65.00%
上海龙横企业管理有限公司	100000.00	51.00%	51.00%

注：上述重要子公司仅选取注册资本 10.00 亿元以上的公司  
资料来源：公司提供

### 附件 1-4 截至 2021 年底公司土地储备情况

区域	省/直辖市	城市	全口径土地储备 (万平方米)	权益口径土地储备 (万平方米)	权益口径土地储备占比 (%)
大湾区	广东省	珠海	50.79	21.24	1.16
海南	海南省	海口	105.19	48.39	2.65
海西	福建省	福州	57.67	26.18	1.43
		宁德	5.27	2.74	0.15
		泉州	104.72	28.34	1.55
		厦门	69.98	28.60	1.56
		漳州	46.98	30.82	1.69
环渤海	山东省	东营	19.19	15.73	0.86
		青岛	38.59	12.93	0.71
		烟台	26.94	26.94	1.47
	天津市	天津市	32.72	15.72	0.86
长三角	江苏省	亳州	47.10	36.69	2.01
		滁州	39.62	39.62	2.17
		宿州	24.26	24.26	1.33
		宣城	51.98	24.27	1.33
		常州	73.01	57.00	3.12
		淮安	8.98	8.98	0.49
		南京	297.10	188.23	10.29
		南通	20.00	8.20	0.45
		苏州	40.61	30.64	1.68
		泰州	29.62	13.85	0.76
		无锡	95.86	66.80	3.65
		徐州	153.92	149.33	8.17
		盐城	36.00	17.69	0.97
	镇江	15.40	5.24	0.29	
	上海市	上海市	47.50	33.94	1.86
	浙江省	杭州	219.75	106.76	5.84
		湖州	30.95	14.70	0.80
		嘉兴	14.79	4.91	0.27
		金华	109.32	79.12	4.33
		宁波	319.64	184.28	10.08
绍兴		161.46	67.91	3.71	
台州		180.93	103.33	5.65	
温州		265.96	132.80	7.26	
中西部	河南省	洛阳	29.34	29.34	1.60
		新乡	13.75	13.75	0.75
	湖北省	武汉	102.42	66.19	3.62
	江西省	南昌	181.57	45.35	2.48
	重庆市	重庆	0.31	0.31	0.02
<b>总计</b>	--	--	<b>3213.01</b>	<b>1828.84</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	170.48	197.51	153.70	139.94
资产总额 (亿元)	1520.41	1751.21	2051.43	2054.76
所有者权益 (亿元)	441.34	526.69	618.55	623.69
短期债务 (亿元)	83.35	117.57	111.57	117.75
长期债务 (亿元)	267.78	290.49	308.30	287.24
全部债务 (亿元)	351.12	408.05	419.87	404.99
营业总收入 (亿元)	248.46	338.50	347.91	51.73
利润总额 (亿元)	90.06	111.58	98.12	6.96
EBITDA (亿元)	96.74	119.46	108.38	--
经营性净现金流 (亿元)	54.45	23.32	-12.73	7.85
<b>财务指标</b>				
存货周转次数 (次)	0.35	0.45	0.40	--
总资产周转次数 (次)	0.18	0.21	0.18	--
营业利润率 (%)	31.97	32.12	25.70	28.67
总资本收益率 (%)	9.03	9.61	7.60	--
净资产收益率 (%)	15.23	16.16	11.63	--
长期债务资本化比率 (%)	37.76	35.55	33.26	31.53
全部债务资本化比率 (%)	44.31	43.65	40.43	39.37
资产负债率 (%)	70.97	69.92	69.85	69.65
流动比率 (%)	123.91	124.41	120.42	117.88
速动比率 (%)	63.34	67.38	54.64	50.61
经营现金流动负债比 (%)	7.26	2.68	-1.21	--
现金短期债务比 (倍)	2.05	1.68	1.38	1.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.12	3.85	3.49	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.63	3.42	3.87	--

注：1. 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；2. 公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. “--”表示数据无意义；4. 已将其他流动负债中的有息债务调整为短期债务  
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	7.12	43.92	39.14	35.32
资产总额 (亿元)	347.40	420.92	478.79	449.66
所有者权益 (亿元)	199.49	197.19	206.41	206.22
短期债务 (亿元)	47.45	72.95	75.19	51.12
长期债务 (亿元)	68.73	72.35	40.62	30.56
全部债务 (亿元)	116.18	145.30	115.81	81.68
营业总收入 (亿元)	5.59	4.13	15.59	2.78
利润总额 (亿元)	0.22	21.13	10.83	-0.19
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	1.38	24.16	-3.06	33.94
<b>财务指标</b>				
存货周转次数 (次)	1.04	0.17	2.44	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.01	0.03	--
营业利润率 (%)	70.93	89.05	56.78	58.99
总资本收益率 (%)	0.95	7.36	3.31	--
净资产收益率 (%)	0.21	11.08	4.65	--
长期债务资本化比率 (%)	25.62	26.84	16.44	12.91
全部债务资本化比率 (%)	36.80	42.42	35.94	28.37
资产负债率 (%)	42.58	53.15	56.89	54.14
流动比率 (%)	197.26	154.13	121.83	118.95
速动比率 (%)	193.99	152.38	120.60	117.53
经营现金流动负债比 (%)	1.74	15.96	-1.32	--
现金短期债务比 (倍)	0.15	0.60	0.52	0.69
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 公司本部 2022 年 1-3 月财务数据未经审计; 2. “/”表示未获取数据, “--”表示数据无意义

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持