



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

上海宝龙实业发展（集团）有限公司 主体与相关债项2023年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
外部支持
评级结论



信用等级公告

DGZX-R【2023】00630

大公国际资信评估有限公司通过对上海宝龙实业发展（集团）有限公司及“21 宝龙 03”、“21 宝龙 MTN001”的信用状况进行跟踪评级，确定上海宝龙实业发展（集团）有限公司的主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“21 宝龙 03”、“21 宝龙 MTN001”的信用等级维持 AAA。

特此公告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：

二〇二三年六月二十六日



评定等级

主体信用					
跟踪评级结果		AAA	评级展望		稳定
上次评级结果		AAA	评级展望		稳定
债项信用					
债券简称	发行额 (亿元)	年限 (年)	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果	上次 评级 时间
21 宝龙 03	4.70	5(2+2+1)	AAA	AAA	2022.07
21 宝龙 MTN001	10.00	3 (2+1)	AAA	AAA	2022.07

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)					
项目	2023.3	2022	2021	2020	
总资产	1,983.16	1,990.70	2,051.43	1,750.72	
所有者权益	628.46	623.16	618.55	525.83	
总有息债务	350.28	352.29	424.87	413.43	
营业收入	45.09	203.66	347.91	338.50	
净利润	5.38	13.38	71.97	85.10	
经营性净现金流	10.76	24.30	-12.73	23.32	
毛利率	33.48	34.13	31.37	37.51	
总资产报酬率	0.45	1.43	5.12	6.65	
资产负债率	68.31	68.70	69.85	69.96	
债务资本比率	35.79	36.12	40.72	44.02	
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.36	3.49	3.85	
经营性净现金流/总负债	0.79	1.74	-0.96	2.02	

注：公司提供了 2022 年及 2023 年 1~3 月财务报表，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了带有强调事项的无保留意见的审计报告，强调公司于 2022 年 7 月、8 月、9 月以及 2023 年 1 月分别对合计 43.75 亿元的有息债务成功展期，并披露了后续拟采取改善流动性的措施，但可能导致对持续经营能力产生重大疑虑的事项或情况仍然存在重大不确定性；公司 2023 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：肖尧

评级小组成员：贾月华

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“上海宝龙实业”或“公司”）主要从事物业销售及投资物业租赁等业务，为股东宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙地产”）境内主要房地产运营平台。跟踪期内，房地产行业供需两侧政策支持力度持续加大，陆续出台多项政策保障行业平稳发展，公司土地储备仍较为充足，主要分布在长三角地区 and 一二线城市，投资性物业租金收入仍能够提供部分稳定的现金流；但 2022 年公司销售业绩同比大幅下滑，仍面临一定存货跌价风险，净利润同比大幅减少，其他应收款中关联方往来款规模仍较大，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资形成不利影响，公司 2023 年到期或行权的债券规模较大，仍面临很大偿债压力，对外担保存在一定或有风险，此外，公司已有债券展期，流动性状况较差，再融资能力受到较大影响。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 2022 年下半年以来，房地产行业供需两侧政策支持力度持续加大，陆续出台多项政策保障行业平稳发展；
- 截至 2022 年末，公司土地储备仍较为充足，主要分布在长三角地区 and 一二线城市；
- 2022 年以来，公司投资性物业出租率整体仍处于较高水平，租金收入仍能够为公司提供部分稳定的现金流。

主要风险/挑战：

- 2022 年公司销售业绩同比大幅下滑，2023 年 1~5 月宝龙地产销售指标仍为下滑趋势，预计 2023 年以来公司销售及回款亦承压；
- 公司存货中已完工开发产品规模较大，仍面临一定存货跌价风险，仍需关注后续销售去化情况；
- 2022 年，因营业收入下降、公允价值变



动收益和投资收益减少，加之计提存货跌价准备，公司净利润同比大幅减少，盈利能力继续下滑；

- 2022 年以来，公司其他应收款中关联方往来款规模仍较大，对资金形成一定占用，受限资产规模仍较大，部分子公司股权存在质押情况，对资产流动性和再融资形成不利影响；
- 截至 2023 年 3 月末，公司期末现金及现金等价物无法有效覆盖短期有息债务，2023 年到期或行权的债券规模较大，仍面临很大偿债压力；
- 2022 年末，公司对外担保规模较大，且部分被担保企业发生票据逾期，公司对外担保存在一定或有风险；
- 宝龙地产部分境外到期票据展期，同时公司已有债券展期，流动性状况较差，再融资能力受到较大影响。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《房地产企业信用评级方法》，版本号为 PF-FDC-2022-V. 5. 0，该方法已在大公官网公开披露。本次评级所使用模型及结果如下表所示：

评级要素	分数
要素一：财富创造能力	5.85
（一）市场竞争力	5.83
（二）运营能力	5.59
（三）可持续发展能力	6.00
要素二：偿债来源与负债平衡	5.58
（一）偿债来源	5.53
（二）债务与资本结构	6.52
（三）保障能力分析	4.04
（四）现金流量分析	6.09
调整项	0.30
基础信用等级	aaa
外部支持	无
模型结果	AAA

调整项说明：行业政策上调 0.50，理由为 2022 年下半年以来，房地产行业供需两侧政策支持力度持续加大，陆续出台多项政策保障行业平稳发展；财务政策下调 0.05，理由为其他应收款中关联方往来款规模较大，对资金形成一定占用；流动性下调 0.15，理由为公司已有债券展期，同时股东宝龙地产部分境外到期票据展期，2023 年公司到期或行权的债券规模较大，面临很大的偿债压力。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公开及公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 宝龙 03	AAA	2022/07/29	肖尧、马映雪	房地产企业信用评级方法（V. 4. 1）	点击阅读全文
	21 宝龙 MTN001	AAA				
AAA/稳定	21 宝龙 03	AAA	2021/05/24	肖尧、马映雪	房地产企业信用评级方法（V. 4）	点击阅读全文
AAA/稳定	21 宝龙 MTN001	AAA	2021/05/24	肖尧、马映雪	房地产企业信用评级方法（V. 4）	点击阅读全文
AAA/稳定	—	—	2021/05/14	肖尧、马映雪	房地产企业信用评级方法（V. 4）	点击阅读全文



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、本报告中所载的主体信用等级仅作为大公对上海宝龙实业发展（集团）有限公司及相关债项跟踪评级使用，未经大公书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

二、评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，不存在影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

三、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

四、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

五、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

六、本报告系大公基于评级对象及其他主体提供材料、介绍情况作出的预测性分析，不具有鉴证及证明功能，不构成相关决策参考及任何买入、持有或卖出等投资建议。该预测性分析受到材料真实性、完整性等影响，可能与实际经营情



况、实际兑付结果不一致。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

七、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，债券信用等级有效期至被跟踪债券到期日。在有效期限内，大公将根据需要对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

八、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的上海宝龙实业存续债券信用评级的跟踪评级安排,大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析,并结合其外部经营环境变化等因素,得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示:

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况(单位:亿元)					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
21 宝龙03	4.70	4.70	2021.06.10~ 2026.06.10	偿还“16 宝龙 02”	已按照募集资金用途使用完毕
21 宝龙MTN001	10.00	9.50	2021.06.07~ 2024.06.07	置换公司偿还中期票据“19 宝龙 MTN001”的自有资金	已按照募集资金用途使用完毕

数据来源:根据公司提供资料整理

2023 年 5 月 29 日,公司公布《关于召开上海宝龙实业发展(集团)有限公司公开发行 2021 年公司债券(第三期)2023 年第一次债券持有人会议结果的公告》,“21 宝龙 03”兑付方案的调整及利息兑付相关安排为:2023 年 6 月 10 日兑付全部本金的 2022 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日期间利息;2024 年 3 月 10 日兑付 5%本金 2,350 万元以及全部本金的 2023 年 6 月 10 日至 2024 年 3 月 9 日期间利息;2024 年 9 月 10 日兑付 10%本金 4,700 万元以及剩余全部本金 2024 年 3 月 10 日至 2024 年 9 月 9 日期间利息;2025 年 6 月 10 日兑付 85%本金 39,950 万元以及剩余全部本金 2024 年 9 月 10 日至 2025 年 6 月 9 日期间利息。

2023 年 6 月 5 日,公司公布《上海宝龙实业发展(集团)有限公司 2021 年度第一期中期票据本息分期兑付公告》,持有人会议审议通过“关于变更‘21 宝龙 MTN001’债券本息兑付安排及增加增信保障措施的议案”,全部本金 10 亿元将在 2023 年 6 月 7 日起的 24 个月内分期兑付本金且利随本清,分期兑付期间票面利率保持不变。分期兑付方案为:2023 年 6 月 7 日兑付 5%本金 5,000 万元以及全部本金(10 亿元)的 2022 年 6 月 7 日至 2023 年 6 月 6 日期间利息;2023 年 9 月 7 日兑付 5%本金 5,000 万元以及该部分本金自 2023 年 6 月 7 日至 2023 年 9 月 6 日期间对应利息;2024 年 6 月 7 日兑付 10%本金 10,000 万元以及剩余本金(9 亿元)自 2023 年 6 月 7 日至 2024 年 6 月 6 日期间利息;2024 年 12 月



7 日兑付 10%本金 10,000 万元以及该部分本金自 2024 年 6 月 7 日至 2024 年 12 月 6 日期间对应利息；2025 年 6 月 7 日兑付 70%本金 70,000 万元以及该部分本金自 2024 年 6 月 7 日至 2025 年 6 月 6 日期间对应利息。

主体概况

上海宝龙实业成立于 2010 年 2 月 22 日，初始名称为上海宝龙实业发展有限公司，初始注册资本为 1,500 万元，注册地为中国上海市，由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产香港”）设立，持股比例为 100%，公司后于 2018 年 3 月 9 日变更为现名。经过多次增资，截至 2022 年末，公司注册资本为 418,356 万元，宝龙地产香港持有公司 100%股权¹，宝龙地产香港为宝龙地产（HK. 1238）全资子公司，自然人许健康通过间接及直接的方式持有宝龙地产 44.36%的股份，因此许健康为公司实际控制人。

公司按照《公司法》和《公司章程》，建立了较为规范的法人治理结构，公司不设股东会，设董事会，董事会成员为 3 人，由股东委派，不设监事会，设监事 1 名，设经理一名，经理对股东负责，并设置与公司生产经营相适应的组织职能机构。公司通过制定一系列制度规定等，使法人治理的框架更趋合理和完善，决策机制更加公开、透明、高效，保障公司的日常运营。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2023 年 4 月 26 日，公司本部存在 1 笔未结清关注类银行保函，余额 1,267 万元，存在关注类其他借贷交易 11.14 亿元，根据公司出具的说明，上述均因公司主体展期或项目展期而将其业务调为关注；存在 1 笔已结清关注类短期借款，涉及金额 0.35 亿元，已于 2011 年 3 月 4 日正常还款，系交通银行股份有限公司上海长宁支行系统对公司报表评级原因造成公司在人民银行企业信用信息基础数据库中归为关注类。

关于公司 2022 年审计报告，会计师事务所出具了带有强调事项的无保留意见审计报告，需关注强调事项对公司后续经营的影响。

关于公司 2022 年审计报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）出具了带有强调事项的无保留意见审计报告，强调公司于 2022 年 7 月、8 月、9 月以及 2023 年 1 月分别对合计 43.75 亿元的有息债务成功展期，并披露了后续拟采取改善流动性的措施，但可能导致对持续经营能力产生重大疑虑的事项或情况仍然存在重大不确定性。

¹ 不存在被质押、冻结和权属纠纷的情况。



宝龙地产部分境外到期票据展期，同时公司已有债券展期，公司流动性状况较差，再融资能力受到较大影响。

2022 年 7 月 4 日，宝龙地产发布公告称，对其尚未偿还的 2022 年 7 月到期的 4.0% 优先票据（第四批 2022 年票据）及尚未偿还的 2022 年 11 月到期的 7.125% 优先票据（第二批 2022 年票据）进行交换要约，上述交换要约已于 2022 年 7 月 15 日完成。根据交换要约有效提交作交换并获接纳的分别为 1.79 亿美元（第四批 2022 年票据）及 2.63 亿美元（第二批 2022 年票据），根据交换要约有效提交作交换并获接纳部分已注销，并均已发行新票据，分别于 2023 年 7 月到期及 2024 年 1 月到期。公司股东宝龙地产境外到期票据的展期凸显其流动性压力加大。此外，截至本报告出具日，公司已有多只债券展期（详见附件 2-2），过往存在票据逾期²，公司流动性状况较差，再融资能力受到较大影响。

偿债环境

（一）宏观环境

2022 年我国宏观经济大盘总体稳定，2023 年一季度我国经济运行开局良好，随着稳增长政策效应的不断显现，我国经济发展质量将稳步提升。

2022 年，我国经济增长面临一定阻力，政府加大宏观调控的力度，有效应对超预期因素的冲击，宏观经济大盘总体稳定，全年 GDP 比上年增长 3.0%。面对经济下行压力，政府出台实施稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济企稳回升。积极的财政政策前置发力，加快地方债券特别是专项债券发行使用，实施大规模留抵退税助企纾困，大力优化支出结构。稳健的货币政策灵活适度，充分发挥总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕。我国经济总量再上新台阶，经济高质量发展取得新成效。

2023 年，我国经济运行开局良好，市场预期明显改善，但国内经济回升基础尚不牢固，宏观政策将主要围绕扩内需、稳就业、防风险和促增长等方面加码发力。一季度我国 GDP 同比增长 4.5%，其中消费增长明显回升，基建投资保持稳健，制造业投资保持较强韧性，房地产拖累效应减弱，外贸进出口明显回稳；积极的财政政策加力提效，财政支出持续增加、专项债前置发力以及税费优惠政策优化延续等举措有效支持经济高质量发展；稳健的货币政策精准有力，通过降准等手段保持流动性合理充裕，继续加大结构性货币政策工具对重点经济领域和薄弱环节的支持力度。整体来看，2023 年在市场信心逐渐回升，以及国内扩内需、促消费等政策相互配合作用下，我国经济将整体回升。

² 根据上海票据交易所票据信息披露平台显示，截至 2023 年 5 月末，公司累计逾期 0.10 亿元，逾期余额 0.00 亿元。



（二）行业环境

房地产业是国民经济的支柱产业，2022 年下半年以来，行业供需两侧政策支持力度持续加大，陆续出台多项政策保障行业平稳发展。2023 年稳地产对稳经济重要性突出，预计中央和监管部门对房地产政策的支持力度有望不断强化，各地配套措施也将进一步落实推进。

随着房企不断“暴雷”以及房地产市场交易冷淡，急剧收紧的融资给市场带来显著流动性压力，2022 年以来，房地产行业政策开始纠偏，各地政府逐渐松绑房市。宏观层面，2022 年 4 月 29 日，政治局会议强调，要坚持房住不炒定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展；国务院副总理刘鹤在 2022 年 12 月 15 日的讲话中提到，房地产是国民经济的支柱产业，针对当前出现的下行风险，我们已出台一些政策，正在考虑新的举措，努力改善行业的资产负债状况，引导市场预期和信心回暖；并在 2023 年 1 月重提，房地产业是中国国民经济的支柱产业，房地产领域风险如果处置不当，很容易引发系统性风险，必须及时干预，但要注意处理好系统性风险和道德风险的关系；特别是 2023 年 2 月 15 日《求是》杂志发表了习近平总书记《当前经济工作的几个重大问题》，其中明确提到防范房地产业引发系统性风险，房地产对经济增长、就业、财税收入、居民财富、金融稳定都具有重大影响。随后，2023 年 3 月 5 日，第十四届全国人民代表大会第一次会议李克强总理作政府工作报告，其中对房地产行业重点提及防风险和支持住房需求两方面：有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展；加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。

需求端，央行连续降准降息，房贷利率下降，地方“一城一策”灵活运用信贷等政策工具箱，需求端政策不断落位，2022 年 9 月 29 日，人民银行、银保监会发布通知明确，对于 2022 年 6~8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。2023 年 6 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1 年期贷款市场报价利率（LPR）和 5 年期以上 LPR 均较上月下调 10 个基点，由 3.65%和 4.30%分别降至 3.55%和 4.20%，此次下降预计可以有效降低居民的购房成本，提振居民住房消费意愿，改善房地产市场销售情况。具体到部分省份及城市来看，2023 年以来，多个省市或省市下属区县出台具体的房地产调控政策，内容主要围绕降低购房门槛、减少购房成本等展开，在首套房贷利率动态调整机制下，已有近 30 城将首套房贷款利率降低至 4%以下；公积金政策也不断优化，主要涵盖降低公积金贷款首付比例、提高公积金贷款最高额度、支持租房提取公



积金、推行住房公积金贷款“带押过户”等相关举措；另有部分城市对购房者提供相应补贴。

供给端，从“三道红线”、房地产贷款集中度管理、预售资金监管适度放松，到支持民企发债、支持开发贷款信托贷款等存量融资合理展期、恢复上市房企和涉房上市公司再融资，供给侧相关政策不断出台，房企融资松绑，有利于修复市场信心，缓解民营企业信用收缩问题，助力房企融资改善及房地产市场企稳。此外，2023 年 2 月 24 日发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。2023 年 3 月 24 日，证监会出台 12 条举措推进基础设施 REITS 常态化发行，其中提到研究支持消费基础设施发行基础设施 REITS，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等项目，以及保障基本民生的社区商业项目，该政策有利于持有大量商业综合体等消费类商业项目的房企进一步改善现金流状况。

2022 年房地产销售指标处于深度、持续下降趋势，土地成交面积“腰斩”，开发投资、新开工面积及竣工面积降幅扩大。预计 2023 年，房地产竣工面积有望边际改善；房地产销售指标将筑底后略有回升；因销售企稳尚需时日且房企资金压力仍较大，房地产开发投资及新开工方面仍面临一定压力。

2022 年以来各月，房地产销售面积与销售金额累计同比均处于下降趋势，且大部分时间下降幅度都在 20%以上。同期 70 个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比从 4 月开始为负，直至 12 月为-2.3%。随着房贷利率下降、房企融资松绑等政策传导，预计 2023 年房地产销售指标将筑底后略有回升。土地成交方面，2022 年以来，一二三线城市土地成交面积均同比下降，2022 年全年较 2021 年成交面积“腰斩”，土地拍卖热度下降。

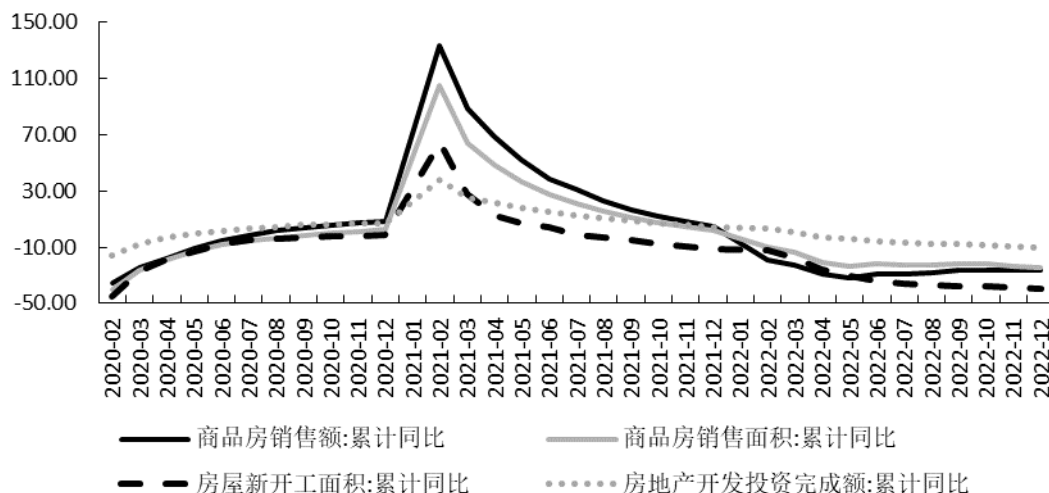


图1 2020 年 1 月至 2022 年 12 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况（单位：%）

数据来源：Wind



2022 年全年，全国房地产开发投资 132,895 亿元，同比下降 10.0%，房屋新开工面积 120,587 万平方米，同比下降 39.4%。随着政策出台落地，行业融资环境改善，但销售企稳尚需时日，且房企资金压力仍较大，房企新开工及投资意愿暂不会迅速提升，预计 2023 年，房地产开发投资及新开工方面仍将面临一定压力。2022 年全年，房屋竣工面积 86,222 万平方米，同比下降 15.0%，预计 2023 年在政策传导后竣工面积有望边际改善。

截至 2022 年末，房地产行业信用债存续规模约为 17,659 亿元。按期限分布来看，房地产行业存续债券未来 3 年内每年到期规模均在 3,000 亿元以上，债务偿还压力以及债务置换需求均较大，需关注到期债务较为集中、流动性紧张的房企新发债券置换及兑付情况。

2023 年 1~5 月，全国房地产开发投资 45,701 亿元，同比下降 7.2%；商品房销售面积 46,440 万平方米，同比下降 0.9%，其中住宅销售面积增长 2.3%；商品房销售额 49,787 亿元，同比增长 8.4%，其中住宅销售额增长 11.9%。

财富创造能力

公司仍主要从事物业销售及投资物业租赁等业务，物业销售是收入及毛利润的主要来源，2022 年，因项目结转确认收入规模减少，公司营业收入同比减少，毛利率有所提升。

公司仍主要从事物业销售、投资物业租赁、酒店运营和其他业务，物业销售是收入及毛利润的主要来源，投资物业租赁是收入及毛利润的重要补充，其他业务主要为材料销售、管理咨询服务和土地一级开发。2022 年，因物业销售项目结转确认收入规模减少，公司营业收入同比减少 41.46%，因物业销售和投资物业租赁板块毛利率上升，带动公司毛利率同比提升 2.76 个百分点。

分板块来看，2022 年，因物业交付结转规模下降，公司物业销售营业收入和毛利润同比分别下降 44.08%和 41.06%，毛利率略有增加，主要是结转的部分住宅项目成本较低所致。投资物业租赁收入和毛利润均有所增加，主要是总可出租面积增加所致，毛利率同比提升 6.80 个百分点，主要是平均租金增加所致，该板块毛利率仍处于较高水平。酒店运营业务收入有所增加，主要是 2022 年下半年旅游出行逐步恢复，对酒店等住宿服务需求增加所致，毛利率为负。其他业务收入和毛利润同比大幅下降，主要是土地一级开发收入和咨询服务费收入减少所致，公司参与联合开发宁奉城际铁路金海路站综合配套项目，随着项目结转，土地一级开发收入不断下降，2022 年无此项收入，公司不将土地一级开发作为经常性收入来源。

2023 年 1~3 月，因物业结转规模下降，公司营业收入同比下降 12.82%；因物业销售毛利率下降，公司毛利率同比下降 1.96 个百分点。同期，因旅游市场



回暖，酒店运营板块毛利率为正；其他业务因低毛利的材料销售占比很小，毛利率有所提升。

表2 2020~2022年及2023年1~3月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1~3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	45.09	100.00	203.66	100.00	347.91	100.00	338.50	100.00
物业销售	39.04	86.57	178.16	87.48	318.62	91.58	307.16	90.74
投资物业租赁	4.59	10.17	14.55	7.14	12.78	3.67	14.34	4.24
酒店运营	1.21	2.69	6.21	3.05	4.12	1.18	3.35	0.99
其他业务	0.26	0.57	4.75	2.33	12.39	3.56	13.65	4.03
毛利润	15.10	100.00	69.52	100.00	109.16	100.00	126.96	100.00
物业销售	10.66	70.58	54.34	78.16	92.20	84.47	106.61	83.97
投资物业租赁	4.04	26.74	12.59	18.11	10.19	9.34	11.82	9.31
酒店运营 ³	0.18	1.18	-0.04	-0.06	-	-	-0.81	-0.63
其他业务	0.23	1.52	2.64	3.79	6.76	6.19	9.34	7.35
毛利率	33.48		34.13		31.37		37.51	
物业销售	27.30		30.50		28.94		34.71	
投资物业租赁	88.00		86.53		79.73		82.43	
酒店运营	14.65		-0.71		0.05		-24.08	
其他业务	87.95		55.58		54.57		68.40	

数据来源：根据公司提供资料整理

宝龙地产业态及地产开发经验丰富，公司作为宝龙地产境内主要房地产运营平台，品牌价值及竞争优势仍较为突出。

宝龙地产自 2003 年起开发运营综合性商业地产项目，2009 年 10 月在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）成功上市，2009 年 12 月，宝龙地产子公司宝龙商业管理控股有限公司（9909.HK）在联交所上市，成为国内首家在联交所上市的轻资产模式的商业管理运营服务商。宝龙地产已在长三角、粤港澳大湾区、海西经济区等区域开发及运营多个物业项目，商业项目涵盖宝龙一城、宝龙城、宝龙广场等系列，住宅项目涵盖从中高档商品房到别墅等各类业态，另有办公楼、酒店及公寓项目，宝龙地产连续多年获得“中国房地产百强企业”奖项，根据克而瑞研究中心发布的《2022 年中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》，宝龙地产操盘金额、全口径销售金额均排名第 48 名，权益口径销售金额排名第 57 位。宝龙地产业态及地产开发经验丰富，能够满足国内不断增长的复合型房地产需求，公司作为宝龙地产境内主要房地产运营平台，能够依托宝龙地产在地产开发及运营方面的丰富经验，实现规模扩张，公司的品牌价值及竞争优势仍较为突出。2022 年公司期末总资产、营业收入和净利润占宝龙地产合并口径比重

³ 2021 年公司酒店运营业务毛利润为 22.59 万元。



分别为 85.16%、64.91%和 82.90%。

（一）物业销售

2022 年公司销售业绩同比大幅下滑，2023 年 1~5 月宝龙地产销售指标仍为下滑趋势，预计 2023 年以来公司销售及回款亦承压。

公司采取持有和销售双轮驱动的运营模式，销售所有住宅物业及部分商业物业以快速实现资金回流，满足房地产开发对资金的需求，并自留部分商业物业作投资物业以产生经常性租金收入及实现潜在的资本增值。

表 3 2020~2022 年公司房地产开发及销售情况

项目	2022 年	2021 年	2020 年
全口径签约金额（亿元）	409.50	914.83	772.82
全口径签约面积（万平方米）	272.42	584.32	508.11
全口径签约销售均价（元/平方米）	15,032	15,656	15,210
并表结算金额（亿元）	178.16	318.62	307.16

数据来源：根据公司提供资料整理

开发投资方面⁴，2022 年，公司全口径累计签约销售金额和签约销售面积分别为 409.50 亿元⁵和 272.42 万平方米，同比分别下降 55.24%和 53.38%，主要受行业下行影响，全年销售业绩同比大幅下滑，平均售价 15,032 元/平方米，同比变动不大；同期，结算金额同比下降 44.08%。根据宝龙地产 2023 年 5 月未经审核营运数据，2023 年 1~5 月，宝龙地产合约销售总额及销售面积分别为 150.14 亿元和 96.63 万平方米，同比分别下降 21.07%和 22.22%，公司作为宝龙地产在境内的主要房地产运营平台，预计 2023 年以来公司销售及回款亦承压。

表 4 2020~2022 年公司签约销售地区构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长三角	302.93	73.98	748.14	81.78	679.82	87.97
海西	29.82	7.28	74.38	8.13	45.30	5.86
海南	24.94	6.09	58.02	6.34	20.73	2.68
中西部	22.15	5.41	13.00	1.42	5.45	0.71
环渤海	12.85	3.14	21.27	2.32	21.51	2.78
大湾区	16.80	4.10	-	-	-	-
合计	409.50	100.00	914.83	100.00	772.82	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司整体销售区域布局较好，长三角地区仍是对公司整体销售业绩贡献最高的区域，前五大签约销售金额城市分别为杭州、宁波、南京、海口和台州，分别占签约销售金额的比重为 13.72%、11.99%、8.57%、6.09%和 5.82%，一线、新一

⁴ 公司未提供 2022 年以来新开工、竣工数据。

⁵ 权益占比 57.6%。



线和二线城市销售金额占比合计 82.08%。总体来看，公司销售区域重点布局在长三角地区，以一二线城市为主，区域销售环境较好，但同时也存在一定销售区域集中度风险。

2022 年以来，公司无新增拿地，截至 2022 年末，公司土地储备仍较为充足，主要分布在长三角地区一二线城市。

土地储备方面，公司主要通过交易市场招标、拍卖或挂牌的模式（即“招拍挂”）获得土地使用权，并进行房地产后续开发。公司坚持“1+1+N”的拿地策略，重点布局长三角与粤港澳大湾区，同时兼顾其他机会型优质地区。从拿地方式来看，公司主要通过“住宅+商业”的方式获取土地，2022 年以来，因行业趋势下行、市场预期较差以及流动性压力较大，公司无新增拿地。截至 2022 年末，公司土地储备全口径总建筑面积 2,740 万平方米⁶，其中正在开发建设中的约为 2,201 万平方米，后续自持的约为 539 万平方米。全口径土地储备中约 68.47% 分布于长三角地区，住宅占比 63.74%，其余为车位、商铺、公寓等。从土地储备所属城市层级来看，位于一线、新一线、二线城市的土地储备已占公司土地储备的 77.88%。从货值来看，公司土地储备可售货值 2,827.64 亿元，按照 2022 年签约销售金额来看，预计可供公司 6 年左右的开发，按照 2021 年签约销售金额来看，预计可供 3 年左右的开发，项目储备较为充足。

（二）投资性物业租赁

2022 年以来，公司投资性物业出租率整体仍处于较高水平，租金收入仍能够为公司提供部分稳定的现金流。

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、宝龙广场、宝龙天地和星汇五个品牌，主要分布于上海市、浙江省、江苏省、广东省等经济较发达省市，其中以长三角地区为主。截至 2023 年 3 月末，公司累计开业商业广场 51 个，投资性物业总可出租面积为 655.00 万平方米，其中 2022 年新增开业商业广场 4 个，公司商业物业在项目定位与产品设计阶段，就已经与目标客户进行接触并谈判，提前签订商业物业租赁协议，并在协议中对价格、付款方式、交付时间、物业面积、物业结构（层高、进深、荷载、出入口通道等）、市政（水、电、燃气、道路）等方面做出明确约定。凭借优质、稳定的产品质量及广泛的区域布局，公司商业物业建立了较高市场知名度，在商业物业开发与运营领域具有一定影响力。

2022 年，公司总可出租面积和投资性物业租金收入有所增加，出租率整体仍处于较高水平，平均租金亦略有增加。公司投资性物业租赁仍能够为公司带来部分稳定的现金流，但需关注部分商业广场的后续经营状况，同时，公司每年有

⁶ 权益口径总建筑面积 1,605 万平方米。



新开业广场，由于商业广场存在一定的培育期，根据商业广场所处区域位置、商业环境的不同，培育期存在差异，因此给公司的经营和管理带来一定挑战。

表 5 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司自持商业广场投资物业租赁情况

项目	2023 年 1~3 月	2022 年	2021 年	2020 年
期末总可出租面积（万平方米）	655.00	655.00	613.00	327.00
平均出租率（%）	91	93	95	90
租金收入（亿元）	4.59	14.55	12.78	14.34
平均租金（元/平方米/月）	23.36	18.51	17.37	36.54

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源与负债平衡

（一）偿债来源

1、盈利能力

2022 年，因营业收入下降、公允价值变动收益和投资收益减少，加之计提存货跌价准备，公司净利润同比大幅减少，盈利指标下降，盈利能力继续下滑。

2022 年，因项目结转确认收入规模减少，公司营业收入同比下降 41.46%，毛利率同比提升 2.76 个百分点。公司继续减少费用支出，财务费用、销售费用及管理费用均有所下降，其中财务费用同比下降 38.72%，主要是利息支出减少所致。同期，因营业收入减少，期间费用率同比增加 3.57 个百分点。

表 6 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年 1~3 月	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	45.09	203.66	347.91	338.50
毛利率	33.48	34.13	31.37	37.51
期间费用	6.35	21.42	24.17	25.96
其中：销售费用	2.64	9.19	9.70	12.50
管理费用	1.98	9.45	9.94	12.20
财务费用	1.73	2.78	4.53	1.26
期间费用率	14.07	10.52	6.95	7.67
公允价值变动收益	-0.26	-0.77	16.44	22.06
投资收益	0.75	3.41	15.85	7.35
资产减值损失	-	15.06	-	0.48
营业利润	6.87	24.10	96.49	112.34
利润总额	7.18	23.52	98.12	111.58
净利润	5.38	13.38	71.97	85.10
归属于母公司所有者的净利润	4.86	2.52	44.10	48.40
总资产报酬率	0.45	1.43	5.12	6.65
净资产收益率	0.86	2.15	11.63	16.18

数据来源：根据公司提供资料整理



2022 年，公司公允价值变动收益同比由正转负，主要是以公允价值计量的投资性房地产评估变动所致，公允价值变动收益易受市场类似物业成交价格及租金水平影响而存在一定波动风险，对利润的稳定性影响较大。投资收益同比减少 12.43 亿元，一方面因为 2021 年业务收购产生投资收益 5.58 亿元，本年无此类收益，另一方面因为权益法核算的合联营企业收益减少 2.60 亿元。同期，公司资产减值损失 15.06 亿元，全部为存货跌价准备。

2022 年，因营业收入下降、公允价值变动收益和投资收益减少，加之计提存货跌价准备，公司营业利润和净利润同比大幅减少，盈利指标也有所下降，公司整体盈利能力继续下滑。

2023 年 1~3 月，公司营业收入同比下降 12.82%，毛利率同比下降 1.96 个百分点，因营业外收支净额转正，公司净利润同比略有增加。

2、筹资能力及资产可变现性

公司融资方式主要为银行借款、发行债券及信托借款，受公司债券及控股股东境外美元债展期事项的影响，公司短期内融资能力仍较为受限。

公司融资方式主要为银行借款、发行债券及信托借款，截至 2022 年末⁷，公司合并口径银行授信额度合计为 942.50 亿元，其中已使用授信额度为 253.67 亿元，尚余授信额度为 688.83 亿元。公司长短期借款中以抵押借款为主，2022 年末无信用借款。应付债券⁸88.17 亿元，其中于 2021 年 8 月发行的“21 宝龙 SCP002”，期限 180 天，票面利率 5.0%。同期，公司信托借款 17.68 亿元。同时，受公司债券及控股股东境外美元债展期事项的影响，公司短期内融资能力仍较为受限。

2022 年以来，公司资产规模下降，流动资产占比下降；其他应收款中关联方往来款规模仍较大，对资金形成一定占用，存货中已完工开发产品规模较大，仍面临一定存货跌价风险，仍需关注后续销售去化情况；受限资产规模仍较大，部分子公司股权存在质押情况，对资产流动性和再融资形成不利影响。

2022 年以来，公司资产规模不断下降，仍以流动资产为主，但流动资产占比不断下降。

公司流动资产仍主要由存货、其他应收款和货币资金构成。2022 年末，公司存货同比略有增长，其中在建开发产品 519.67 亿元，已完工开发产品 182.27 亿元，新增存货跌价准备 15.06 亿元。考虑到 2022 年以来行业普遍面临的销售下行压力且存货中已完工开发产品规模较大，公司仍面临一定存货跌价风险，仍需关注后续销售去化情况。其他应收款小幅下降，其中应收关联方往来款项和应

⁷ 公司未提供截至 2023 年 3 月末银行授信数据。截至 2022 年 6 月末，公司银行授信总额合计 1,074.55 亿元，已使用银行授信 389.16 亿元，剩余可使用授信 685.39 亿元。

⁸ 含一年内到期的应付债券。



收第三方往来款项分别为 149.90 亿元和 164.60 亿元，累计计提坏账准备 4.59 亿元，同比增加 2.81 亿元，期末余额前五名金额合计占比 35.58%，其中公司对宝龙地产形成的往来款主要为偿还宝龙地产在境外发行债券融资借款，规模较大，公司其他应收款中关联方往来款规模仍较大，存在一定资金占用。

表 7 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2023 年 3 月末		2022 年末		2021 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	1,164.49	58.72	1,174.51	59.00	1,262.27	61.53	1,080.93	61.74
存货	690.11	34.80	701.96	35.26	689.55	33.61	495.85	28.32
其他应收款	318.15	16.04	313.58	15.75	325.01	15.84	293.74	16.78
货币资金	62.55	3.15	60.20	3.02	153.60	7.49	197.47	11.28
非流动资产合计	818.67	41.28	816.19	41.00	789.15	38.47	669.79	38.26
长期股权投资	90.61	4.57	89.86	4.51	85.85	4.18	59.97	3.43
投资性房地产	654.32	32.99	652.45	32.77	633.13	30.86	546.47	31.21
资产总计	1,983.16	100.00	1,990.70	100.00	2,051.43	100.00	1,750.72	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年末，由于偿还借款及投资活动净现金流出，公司货币资金同比下降 60.81%，其中受限货币资金包括房款监控户以及预售物业建筑款保证金 12.86 亿元、建筑工人工资保证金 0.14 亿元、银行贷款保证金 0.74 亿元、客户按揭贷款保证金 0.81 亿元、应付建筑款保证金 0.73 亿元、三个月以上的定期存单 0.15 亿元及冻结资金 4.65 亿元合计 20.08 亿元，占比 33.36%。2023 年 3 月末，公司流动资产主要科目较 2022 年末变动均不大。

表 8 截至 2022 年末公司前五大其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	与公司关系	款项性质	期末余额	账龄	占比
宝龙地产	关联方	往来款	34.61	1 年以内	11.04
长影集团有限责任公司	非关联方	往来款	30.53	1 年以内	9.74
上海煦新贸易有限公司	关联方	往来款	20.13	1 年以内	6.42
上海夏锋企业管理有限公司	关联方	往来款	14.04	1 年以内	4.48
南京宝敬置业发展有限公司	关联方	往来款	12.25	1 年以内	3.91
合计	-	-	111.56	-	35.58

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。2022 年末，投资性房地产同比略有增加，主要是自持投资性物业，占总资产的比例维持在 30% 以上，占比较高，公司采用公允价值进行后续计量。长期股权投资同比有所增加，主要是与第三方公司合作开发模式成立的合联营企业投资。2023 年 3 月末，公司非流动资产主要科目较 2022 年末变动均不大。



资产周转效率方面，2022 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 1,867.18 天和 49.93 天，2023 年 1~3 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 2,088.23 天和 53.57 天，周转效率均不断下降⁹。

表 9 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	金额	受限原因
货币资金	20.08	保证金、定期存款及冻结资金
在建工程	0.37	抵押
土地使用权	5.10	抵押
固定资产	12.91	抵押
存货	390.81	抵押
投资性房地产	345.83	抵押
合计	775.10	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年末，公司受限资产总额为 775.10 亿元，同比有所下降¹⁰，受限资产占总资产的比重为 38.94%，是净资产的 1.24 倍。截至 2023 年 3 月末，公司受限资产 708.05 亿元，占总资产的比重为 35.70%，是净资产的 1.13 倍，占比较高。此外，公司存续的“19 宝龙 02”、“PR 宝龙 A”、“PR 宝龙 B”、“20 宝龙 04”、“20 宝龙 MTN001”、“19 宝龙 B”、“21 宝龙 MTN001”已进行展期，上述债券均增加了股权质押担保。公司子公司上海绥廖企业管理有限公司以其持有的无锡嘉御置业有限公司 100%股权及上述股权对应的全部收益，为“19 宝龙 02”提供质押增信；公司以其持有的淮安宝龙建设发展有限公司 75%的股权和宝龙地产香港持有的淮安宝龙建设发展有限公司 25%的股权及上述股权对应的全部收益，为“PR 宝龙 B”提供质押增信；公司以其子公司浙江宝龙星汇企业管理有限公司持有的杭州聚嵘企业管理有限公司 45%股权及上述股权对应的全部收益，为“20 宝龙 04”提供质押增信；公司以宁波宝龙华隅置业发展有限公司 100%股权及上述股权对应的全部收益，为“20 宝龙 MTN001”提供质押增信；公司子公司上海瑞龙投资管理有限公司以其持股 100%的无锡誉恒资产经营管理有限公司和重庆宝龙长润置业发展有限公司作为出质人为“PR 宝龙 A、19 宝龙 B”提供股权质押担保；公司以天津宝龙城房地产开发有限公司 100%股权及上述股权对应的全部收益，为“21 宝龙 MTN001”提供质押增信。总体来看，公司受限资产规模仍较大，部分子公司股权存在质押情况，对资产流动性和再融资形成不利影响。

⁹ 2021 年，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 893.68 天和 23.44 天。

¹⁰ 2021 年末，公司受限资产总额 902.64 亿元。



（二）债务及资本结构

2022 年以来，公司负债总额不断减少，仍以流动负债为主且其占比不断提高，公司资产负债率和债务资本比率不断降低。

2022 年以来，公司负债总额不断减少，负债结构仍以流动负债为主，且流动负债占比不断提高。同期，公司资产负债率和债务资本比率不断降低。

公司流动负债主要由其他应付款、合同负债、应交税费、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。2022 年末，其他应付款同比有所下降，其中应付关联方往来款项及应付第三方往来款项分别为 125.77 亿元和 163.42 亿元，期末余额前五名金额合计为 27.67 亿元，占比 8.59%；合同负债有所增加，主要是物业销售款；应交税费有所增加，主要是企业所得税和土地增值税等；应付账款有所增加，主要是应付工程款和地价款；一年内到期的非流动负债变动不大。2023 年 3 月末，短期借款较 2022 年末增加 8.20 亿元至 13.13 亿元；流动负债其他主要科目较 2022 年末变化不大。

表 10 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年 3 月末		2022 年末		2021 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	128.84	9.51	134.10	9.81	123.42	8.61	124.79	10.19
应交税费	155.63	11.49	153.01	11.19	133.78	9.34	107.90	8.81
合同负债	316.45	23.36	316.92	23.17	288.23	20.12	208.39	17.01
其他应付款	310.22	22.90	322.11	23.55	373.21	26.05	292.61	23.89
一年内到期的非流动负债	100.97	7.45	96.41	7.05	96.07	6.70	101.78	8.31
流动负债合计	1,052.23	77.67	1,052.54	76.97	1,048.21	73.15	869.64	71.00
长期借款	196.36	14.49	201.33	14.72	237.43	16.57	205.07	16.74
应付债券	13.69	1.01	22.19	1.62	53.65	3.74	85.41	6.97
递延所得税负债	74.47	5.50	73.76	5.39	76.36	5.33	64.47	5.26
非流动负债合计	302.47	22.33	315.00	23.03	384.67	26.85	355.25	29.00
负债总额	1,354.70	100.00	1,367.54	100.00	1,432.87	100.00	1,224.89	100.00
资产负债率	68.31		68.70		69.85		69.96	
债务资本比率	35.79		36.12		40.72		44.02	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。2022 年末，公司长期借款同比下降 15.20%，其中抵押借款为 194.40 亿元、保证借款为 6.93 亿元；应付债券同比下降 58.64%，主要为部分债券转出至一年内到期的非流动负债所致；递延所得税负债略有减少，主要来自投资性房地产公允价值变



动产生的应纳税暂时性差异。2023 年 3 月末，公司应付债券较 2022 年末下降 38.30%，非流动负债其他主要科目较 2022 年末变动不大。

截至 2023 年 3 月末，公司期末现金及现金等价物无法有效覆盖短期有息债务；2023 年到期或行权的债券规模较大，仍面临很大的偿债压力；公司已有部分债券发生展期，其他存续债券兑付存在一定困难，可能继续通过寻求展期来缓解债务压力。

2022 年以来，公司总有息债务不断减少，以长期有息债务为主，但短期有息债务占比不断提高。截至 2023 年 3 月末，公司短期有息债务 117.27 亿元，占比 33.48%，规模及占比均较 2022 年末略有增加，期末现金及现金等价物对短期有息债务覆盖倍数为 0.35 倍，无法实现有效覆盖。

表 11 2020~2022 年末及 2023 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）¹¹

项目	2023 年 3 月末	2022 年末	2021 年末	2020 年末
短期有息债务	117.27	106.05	111.57	117.65
长期有息债务	233.00	246.24	313.30	295.78
总有息债务	350.28	352.29	424.87	413.43
短期有息债务占比	33.48	30.10	26.26	28.46
长期有息债务占比	66.52	69.90	73.74	71.54
总有息债务占总负债比重	25.86	25.76	29.65	33.75

数据来源：根据公司提供的资料整理

存续债方面（详见附件 2-2），截至本报告出具日，公司存续债余额合计 74.30 亿元，将于 2023 年到期或行权的债券余额规模较大，仍面临很大偿债压力。公司已有部分债券发生展期，其他存续债券兑付存在一定困难，可能继续通过寻求展期来缓解债务压力。

2022 年末，公司对外担保规模较大，且部分被担保企业发生票据逾期，公司对外担保仍存在一定或有风险。

2022 年末¹²，公司及子公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保余额为 229.16 亿元，对企业提供的担保余额为 73.43 亿元（详见附件 2-1），担保比率为 11.78%¹³，部分被担保企业发生票据逾期。公司对外担保规模较大，仍存在一定或有风险。截至 2022 年末，公司无重大未决诉讼。

2022 年以来，所有者权益略有增加，其中少数股东权益规模较大，未分配利润占比较高，公司未来若以现金方式进行大额利润分配，将对净资产稳定性产生一定影响。

2022 年末，公司所有者权益 623.16 亿元，同比略有增加。其中，实收资本

¹¹ 公司有息债务包含应付票据、其他权益工具及租赁负债。

¹² 公司未提供截至 2023 年 3 月末对外担保情况。

¹³ 不含为商品房承购人提供抵押贷款担保。



仍为 41.84 亿元，新增资本公积 5.05 亿元，系收购少数股东权益对价与少数股东净资产份额的差额；其他权益工具 5.00 亿元，为永续债“19 宝龙 MTN002”；未分配利润 335.95 亿元，同比略有增加，未分配利润占所有者权益的比重为 53.91%，处于较高水平，未来公司若以现金方式进行大额利润分配，将对净资产稳定性产生一定影响。同期，少数股东权益 226.81 亿元，规模仍较大。2023 年 3 月末，所有者权益为 628.46 亿元，较 2022 年末略有增长，主要是未分配利润增加所致。

2022 年，公司 EBITDA 对利息能实现覆盖但覆盖倍数下降；受限资产规模仍较大，部分子公司股权存在质押情况，对资产流动性和再融资形成不利影响；期末现金及现金等价物不能对短期有息债务实现覆盖，且 2023 年到期或行权债券规模较大，公司仍面临很大偿债压力。

2022 年，公司净利润大幅减少，EBITDA 利息保障倍数为 1.36 倍，仍能实现有效覆盖但覆盖倍数下降。总有息债务不断减少，总有息债务/EBITDA 为 11.20 倍。2022 年以来，公司资产规模下降，流动资产占比下降，其他应收款中关联方往来款规模仍较大，对资金形成一定占用，受限资产规模仍较大，部分子公司股权存在质押情况，对资产流动性和再融资形成不利影响；2022 年末及 2023 年 3 月末，公司流动比率分别为 1.12 倍和 1.11 倍，持续下降，速动比率均为 0.45 倍。2022 年末及 2023 年 3 月末，公司期末现金及现金等价物/短期有息债务分别为 0.38 倍和 0.35 倍，均不能实现有效覆盖，2023 年到期或行权的债券规模较大，仍面临很大偿债压力。

（三）现金流

2022 年以来，公司加速回款，经营性现金流为净流入；筹资性现金流为净流出；公司在建及拟建项目规模较大，面临较大的资金支出压力。

2022 年，公司经营性净现金流同比由负转正，对利息及负债的保障程度增强，主要系公司未拿地、适当控制在建工程项目进度以及加速回款所致；投资性现金流持续净流出，主要是对合联营项目的投资支出。同期，筹资性现金净流出额同比大幅增加，主要是筹资流入减少同时偿还债务较多所致。

表 12 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况

指标	2023 年 1~3 月	2022 年	2021 年	2020 年
经营性净现金流（亿元）	10.76	24.30	-12.73	23.32
投资性净现金流（亿元）	0.74	-38.62	-58.41	-33.71
筹资性净现金流（亿元）	-10.18	-47.28	-11.18	39.26
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	2.24	1.05	-0.41	0.75
经营性净现金流/流动负债（%）	1.02	2.31	-1.33	2.88
经营性净现金流/总负债（%）	0.79	1.74	-0.96	2.02

数据来源：根据公司提供资料整理



2023 年 1~3 月，公司经营性现金净流入规模同比增加 2.91 亿元，公司仍在加速回款；投资性净现金流同比由-0.52 亿元转为 0.74 亿元；筹资性净现金流仍为净流出，但净流出额同比减少 13.51 亿元。

截至 2022 年 9 月末¹⁴，公司在建项目预计总投资额 1,200.14 亿元，已投资 769.43 亿元，未来仍需投资 430.71 亿元，拟建项目计划总投资额 56.83 亿元，未来仍需投资 41.03 亿元，公司在建及拟建项目规模较大，面临较大的资金支出压力。

外部支持

公司获得的政府补助金额较小，对偿债来源贡献较低。

公司控股股东为宝龙地产，实际控制人为许健康先生，公司是控股股东及实际控制人下属主要从事物业销售、投资物业租赁、酒店运营等业务的经营主体。公司获得的其他外部支持主要为政府补助，2022 年，公司计入其他收益的政府补助为 0.26 万元，金额较小，对公司偿债来源贡献度较低。

评级结论

综合考虑，公司的抗风险能力极强，偿债能力极强。公司主要从事物业销售及投资物业租赁等业务，为股东宝龙地产境内主要房地产运营平台。跟踪期内，房地产行业供需两侧政策支持力度持续加大，陆续出台多项政策保障行业平稳发展，公司土地储备仍较为充足，主要分布在长三角地区 and 一二线城市，投资性物业租金收入仍能够提供部分稳定的现金流；但 2022 年公司销售业绩同比大幅下滑，仍面临一定存货跌价风险，净利润同比大幅减少，其他应收款中关联方往来款规模仍较大，受限资产规模仍较大，对资产流动性和再融资形成不利影响，公司 2023 年到期或行权的债券规模较大，仍面临很大偿债压力，对外担保存在一定或有风险，此外，公司已有债券展期，流动性状况较差，再融资能力受到较大影响。

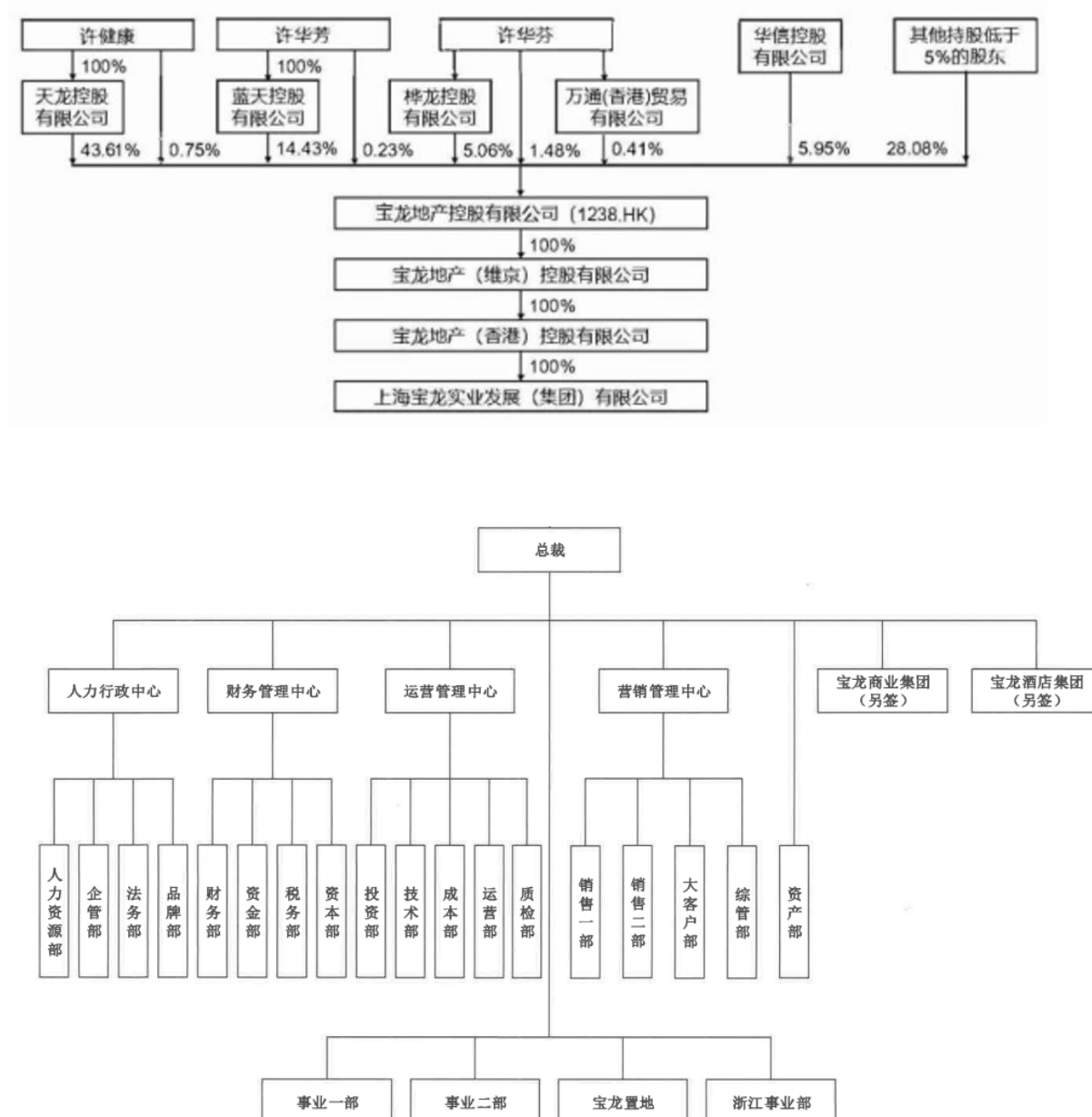
综合分析，大公维持上海宝龙实业信用等级为 AAA，评级展望维持稳定。维持“21 宝龙 03”、“21 宝龙 MTN001”信用等级为 AAA。

¹⁴ 公司未提供截至 2022 年末在建和拟建项目投资情况。



附件 1 公司治理

1-1 截至 2022 年末上海宝龙实业发展（集团）有限公司股权结构及组织结构图



资料来源：根据公司提供资料整理。



附件 2 经营指标

2-1 截至 2022 年末上海宝龙实业发展（集团）有限公司对外担保情况

(单位：万元)

受保企业 ¹⁵	担保金额	担保类型	担保到期日
山东泰安瑞龙大酒店有限公司	8,850	保证担保	2026-7-25
盐城宝龙置业发展有限公司	28,394	保证担保	2029-6-10
安溪宝龙资产经营管理有限公司	30,800	保证担保	2032-11-25
宿迁宝龙置业发展有限公司	25,600	保证担保	2030-5-26
南京龙谦实业发展有限公司	32,225	保证担保	2025-11-18
南京润龙置业发展有限公司	143,300	保证担保	2026-3-21
无锡宝投置业发展有限公司	154,720	保证担保	2024-4-21
景德镇宝龙聚锐房地产开发有限公司	28,800	保证担保	2024-7-25
厦门联商物流有限公司	9,000	保证担保	2023-10-8
南京龙谦实业发展有限公司	20,000	保证担保	2023-6-28
珠海宝龙置业有限公司	22,200	保证担保	2023-6-23
珠海鹏湾置业有限公司	1,850	保证担保	2023-11-23
	50,000	保证担保	2024-7-24
扬州宝龙房地产有限公司	31,032	保证担保	2023-9-25
扬州广陵宝龙房地产开发有限公司	34,000	保证担保	2024-5-31
上海赫臻实业有限公司	940	保证担保	2023-1-15 ¹⁶
杭州龙耀实业有限公司	24,800	保证担保	2027-1-1
南京宝龙英聚置业有限公司	50,000	保证担保	2025-12-21
厦门联商物流有限公司	9,000	抵押担保	2023-10-8
	4,500	抵押担保	2023-3-19
	15,300	抵押担保	2023-12-19
	9,000	抵押担保	2023-10-8
合计	734,311	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

¹⁵ 根据上海票据交易所票据信息交易平台，截至 2023 年 5 月末，南京润龙置业发展有限公司存在票据逾期余额 4,197,665.19 元；景德镇宝龙聚锐房地产开发有限公司存在票据逾期余额 3,495,839.22 元；珠海宝龙置业有限公司存在票据逾期余额 506,685.00 元；杭州龙耀实业有限公司存在票据逾期余额 3,351,221.17 元；南京宝龙英聚置业有限公司存在票据逾期余额 146,200.00 元。

¹⁶ 已到期偿还。



2-2 截至本报告出具日上海宝龙实业发展（集团）有限公司存量债券情况

(单位：亿元)

债券简称	当前余额	到期日	行权日	债券状态
PR 宝龙 A	5.76	2037-09-06	2023-09-06	展期
19 宝龙 B	1.80	2037-09-06	2025-09-06	展期
19 宝龙次	0.50	2037-09-06	-	-
21 宝龙 03	4.70	2026-06-10	2024-03-10	展期
21 宝龙 02	14.96	2026-04-16	2025-04-16	-
21 宝龙 01	9.00	2026-01-11	2023-11-11	展期
19 宝龙 MTN002	5.00	2025-06-26	2023-06-26	-
21 宝龙 MTN001	9.50	2024-06-07	2023-09-07	展期
20 宝龙 MTN001	7.00	2023-08-27	2023-08-27	展期
20 宝龙 04	8.00	2023-08-07	2023-08-07	展期
PR 宝龙 B	2.48	2022-07-29	-	展期
20 宝龙次	0.80	2022-07-29	-	展期
19 宝龙 02	4.80	2022-07-15	2023-07-15	展期
合计	74.30	-	-	-

数据来源：根据 wind 及公司提供的资料整理



附件 3 上海宝龙实业发展（集团）有限公司主要财务指标

（单位：亿元）

项目	2023 年 1~3 月 (未经审计)	2022 年	2021 年	2020 年 (追溯调整)
货币资金	62.55	60.20	153.60	197.47
其他应收款	318.15	313.58	325.01	293.74
存货	690.11	701.96	689.55	495.85
长期股权投资	90.61	89.86	85.85	59.97
投资性房地产	654.32	652.45	633.13	546.47
总资产	1,983.16	1,990.70	2,051.43	1,750.72
短期有息债务	117.27	106.05	111.57	117.65
总有息债务	350.28	352.29	424.87	413.43
负债合计	1,354.70	1,367.54	1,432.87	1,224.89
所有者权益合计	628.46	623.16	618.55	525.83
营业收入	45.09	203.66	347.91	338.50
资产减值损失	-	15.06	-	0.48
投资收益	0.75	3.41	15.85	7.35
公允价值变动收益	-0.26	-0.77	16.44	22.06
净利润	5.38	13.38	71.97	85.10
经营活动产生的现金流量净额	10.76	24.30	-12.73	23.32
投资活动产生的现金流量净额	0.74	-38.62	-58.41	-33.71
筹资活动产生的现金流量净额	-10.18	-47.28	-11.18	39.26
毛利率（%）	33.48	34.13	31.37	37.51
营业利润率（%）	15.24	11.83	27.73	33.19
总资产报酬率（%）	0.45	1.43	5.12	6.65
净资产收益率（%）	0.86	2.15	11.63	16.18
资产负债率（%）	68.31	68.70	69.85	69.96
债务资本比率（%）	35.79	36.12	40.72	44.02
流动比率（倍）	1.11	1.12	1.20	1.24
速动比率（倍）	0.45	0.45	0.55	0.67
存货周转天数（天）	2,088.23	1,867.18	893.68	808.50
应收账款周转天数（天）	53.57	49.93	23.44	21.85
经营性净现金流/流动负债（%）	1.02	2.31	-1.33	2.88
经营性净现金流/总负债（%）	0.79	1.74	-0.96	2.02
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	2.24	1.05	-0.41	0.75
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.85	1.23	3.39	3.75
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.36	3.49	3.85
现金回笼率（%）	110.70	118.23	124.98	104.84
担保比率（%） ¹⁷	-	11.78	12.21	7.64

¹⁷ 不含为商品房承购人向银行提供的抵押贷款担保。



附件 4 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	$\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率 (%)	$\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
现金回笼率 (%)	$\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
债务资本比率 (%)	$\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
经营性净现金流/流动负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
经营性净现金流/总负债 (%)	$\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
存货周转天数 ¹⁸	$360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
应收账款周转天数 ¹⁹	$360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
现金比率 (%)	$(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	$\text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹⁸ 一季度取 90 天。¹⁹ 一季度取 90 天。



附件 5 信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		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		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		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		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		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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

注：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。

5-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		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		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		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		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		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。

注：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。