

# 信用等级公告

联合[2015]523号

---

上海宝龙实业发展有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海宝龙实业发展有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

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

**上海宝龙实业发展有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：



二零一五年九月二十二日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 上海宝龙实业发展有限公司

## 2015年公开发行公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级: AA

公司主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 40 亿元 (含 40 亿元)

本次债券期限: 不超过 7 年 (含 7 年)

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2015 年 9 月 22 日

财务数据:

项目	2012年	2013年	2014年	2015.6
资产总额(亿元)	293.27	348.17	400.74	392.13
所有者权益(亿元)	94.15	105.27	125.10	132.32
长期债务(亿元)	29.34	43.00	59.42	80.98
全部债务(亿元)	44.53	55.98	83.38	94.95
营业收入(亿元)	24.61	45.81	52.38	24.07
净利润(亿元)	10.34	11.25	7.07	7.12
EBITDA(亿元)	12.54	15.36	12.32	--
经营性净现金流(亿元)	5.85	8.44	25.56	3.21
营业利润率(%)	29.08	24.53	27.93	31.55
净资产收益率(%)	--	11.29	6.50	6.16
资产负债率(%)	67.89	69.77	72.03	69.60
全部债务资本化比率(%)	32.11	34.72	42.66	44.33
流动比率	1.04	1.11	1.01	1.11
EBITDA全部债务比	0.28	0.27	0.15	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.72	2.13	1.95	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.31	0.38	0.31	--

注: 1、公司 2015 年半年度财务报告未经审计。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、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。

4、上表将永续债从所有者权益中剔除并计入长期债务, 相关指标计算均在此调整基础之上进行。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对上海宝龙实业发展有限公司(以下简称“公司”或“上海宝龙实业”)的评级反映了公司作为香港上市公司宝龙地产控股有限公司(以下简称“宝龙地产控股”)在国内最大的房地产经营实体,在区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备的优势。同时,联合评级也关注到房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及商业地产市场面临饱和等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好,未来随着项目的陆续销售,公司的盈利较有保证,联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产控股对本次债券出具了收购承诺函。宝龙地产控股资产规模较大,财务杠杆水平合理,整体盈利能力较强,其承诺对本次债券还本付息有一定的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司坚持深耕上海,聚焦长三角、福建区域的方针进行战略布局,公司商业物业的发展将直接受益于区域经济快速发展。

2. 公司具有多年商业地产开发经验,宝龙系列品牌在业内具有一定的知名度。

3. 公司在建项目规模较大,未来可售和结转的货值较大,且商业项目建设周期相对较短,资金回笼速度较快,经营现金流状况较好。

4. 公司重点开发的杭州滨江宝龙城市广场项目、上海七宝宝龙城市广场项目和厦门宝龙一城项目等三大标杆项目预期效益较高,能为公司带来稳定的现金流。

## 关注

1. 房地产行业告别高速发展阶段，行业竞争日趋激烈，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大，部分地区商业地产市场面临一定饱和，竞争压力较大。

2. 公司目前持有大量商业物业资产以及在建的商业、住宅等项目，虽然公司的前述资产的地理位置较为优越，价值增值潜力很大，但其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，价值波动存在较大的不确定性。

3. 公司土地储备有限，政府对土地供应政策的调整，可能使公司面临土地储备不足的局面，影响公司后续项目的持续开发。

4. 公司通过协议控制方式合并16家子公司，导致所有者权益中少数股东权益占比较大，权益稳定性较弱。

## 分析师

李晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

张雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与上海宝龙实业发展有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与上海宝龙实业发展有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上海宝龙实业发展有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由上海宝龙实业发展有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

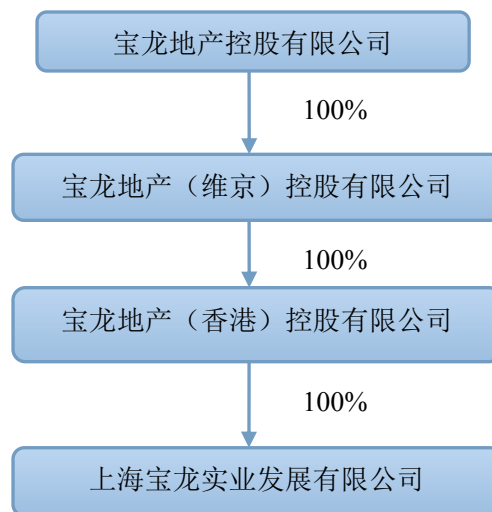
## 一、主体概况

上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“上海宝龙实业”或“公司”）系由宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产（香港）控股”）出资组建的外商独资企业，经上海市商务委员会沪商外资批[2010]296号文件批准设立，由上海市人民政府于2010年2月颁发商外资沪独资字[2010]334号《中华人民共和国外商投资企业批准证书》，于2010年3月取得上海市工商行政管理局核发的《企业法人营业执照》。

公司初始注册资本为人民币1,500万元。2011年5月25日，根据上海宝龙实业发展有限公司股东会决议，公司注册资本增加至11,500万元。公司2011年7月8日取得上海市商务委员会沪商外资批[2011]2091号《市商务委关于同意上海宝龙实业发展有限公司增资的批复》，公司股东会决议和修改后的章程规定，公司变更后的注册资本为人民币11,500万元。增资部分由宝龙地产（香港）控股有限公司认缴。

截至2015年6月末，公司注册资本1.15亿元，实收资本1.15亿元，由宝龙地产（香港）控股有限公司持有100%的股权，公司股权结构如下图所示：

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：受母公司委托，为母公司及其子企业或关联企业提供投资经营决策、市场营销服务、资金运作与财务管理、技术支持和研究开发、信息技术服务、员工培训和管管理、承接母公司集团内部的共享服务及境外公司的服务外包；建筑材料、装修材料、机械设备、五金交电、电子产品的进出口、批发、佣金代理（拍卖除外）（以上商品不涉及国营贸易管理商品，涉及配额、许可证管理商品的，按国家有关规定办理申请）。

公司采用集团化管理模式，截至2015年6月末，公司下设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心、上海/外省区域中心和宝龙置地，在几大管理模块下分设了相应的管理部门，共计29个职能部门（见附件1-1），拥有子公司41家。截至2015年6月底，公司员工6,207人。

截至2014年末，公司合并资产总额400.74亿元，负债合计275.64亿元，股东权益（含少数股东权益）125.10亿元。2014年公司实现营业收入52.38亿元，净利润（含少数股东损

益) 7.07 亿元, 经营活动现金流量净额 25.56 亿元, 现金及现金等价物净增加额 4.33 亿元。

截至 2015 年 6 月末, 公司合并资产总额 392.13 亿元, 负债合计 259.82 亿元, 股东权益(含少数股东权益) 132.32 亿元。2015 年上半年, 公司实现营业收入 24.07 亿元, 净利润(含少数股东损益) 7.12 亿元, 经营活动现金流量净额 3.21 亿元, 现金及现金等价物净增加额 8.24 亿元。

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

## 二、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“上海宝龙实业发展有限公司 2015 年公开发行公司债券”, 本次债券发行规模为不超过人民币 40 亿元(含 40 亿元), 期限不超过 7 年(含 7 年), 票面金额为 100 元, 按面值平价发行。本次债券发行将向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者公开发行。本次债券采用单利按年计息, 不计复利, 逾期不另计息, 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于补充公司营运资金与偿还公司债务。

### 3. 本次债券股东承诺

为了依法维护本次债券持有人的合法权益, 保证及时、足额兑付本次债券每期利息和本金, 宝龙地产控股有限公司(以下简称“宝龙地产控股”)于 2015 年 7 月 3 日出具承诺函, 对收购本次债券的相关事宜做出不可撤销的承诺, 其主要内容如下:

一、发生以下任一情形时, 债券持有人有权要求宝龙地产控股收购本次债券:

1、本次债券在兑付日(T 日)前的第 3 个工作日(T-3 个工作日之日), 上海宝龙实业在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券;

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

二、如果债券持有人按照上述约定要求宝龙地产控股收购本次债券, 在符合中华人民共和国相关法律法规及适用于宝龙地产控股的相关法律法规规定的前提下, 宝龙地产控股承诺将自行或指定宝龙地产控股实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日(T 日)前全额收购本次债券, 收购价格为计算至收购日本次债券的未偿还本息以及罚息(如有)、违约金(如有)、损害赔偿金(如有)的总和。

三、如果债券持有人按照上述约定要求宝龙地产控股收购本次债券, 宝龙地产控股合并范围内其他经营实体将利用经营活动产生的现金流量及自有货币资金、应收款项等流动资产, 为宝龙地产控股收购本次债券提供资金安排。收购方式如下:

1、宝龙地产控股指定其实际控制的其他境内子公司收购;

2、宝龙地产控股指定其实际控制的其他境外子公司收购;

四、经有关主管部门、上海宝龙实业和债券持有人会议批准, 本次债券的期限、还本付息方式等发生变更时, 无需另行经宝龙地产控股同意, 宝龙地产控股继续承担本承诺函项下

的义务。

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

### 三、行业分析

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

#### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

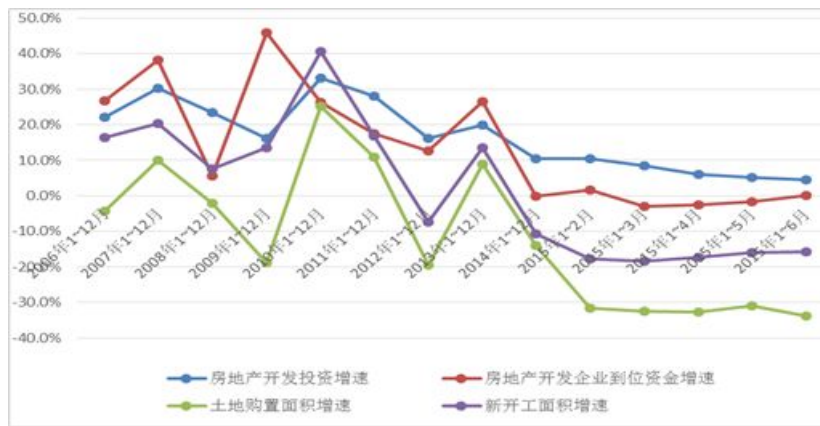
第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况 单位：%



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

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

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞拍建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
推出面积(万平方米)	158,084	177,964	135,659	47,372
同比	-8%	13%	-24%	-29%
成交面积(万平方米)	119,595	143,569	104,032	33,362
同比	-15%	20%	-28%	-40%
出让金(亿元)	19,504	31,305	23,412	7,835
同比	-13%	61%	-25%	-38%
楼面均价(元/平方米)	942	1,174	1,234	1,269
同比	-1%	25%	5%	4%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	10%
同比	下降4个百分点	上升8个百分点	下降6个百分点	下降2个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，

一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

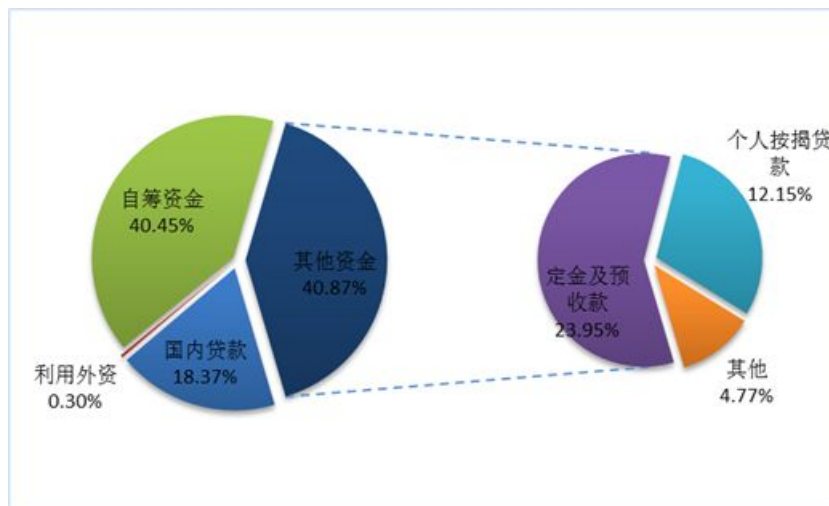
2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

## （2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。整体看，2014年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

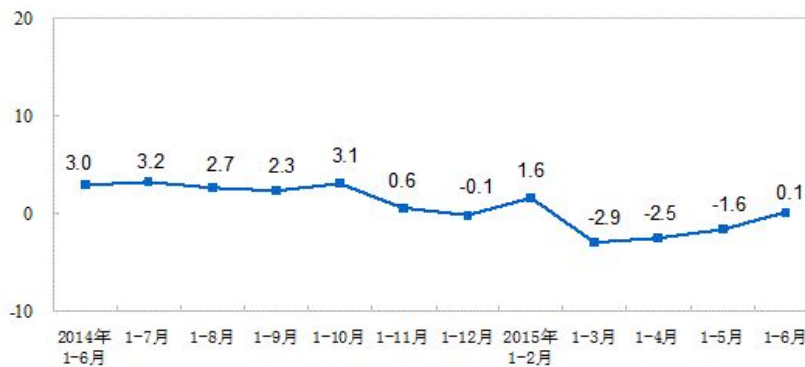
图3 2015年6月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，房地产开发企业到位资金增速较2014年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015年前6个月，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，降幅比1~5月份收窄1.7个百分点。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，下降2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

### (3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积9.94亿平方米，较2011年增长7.3%；商品房销售面积11.13亿平方米，较2011年增长1.8%。2013年房地产市场稳中有升，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成

交易普遍大幅上涨。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致2013年房屋竣工面积增速回落5.3个百分点；但商品房销售面积同比增长17.3%，也显示了2013年房地产市场需求依然旺盛。

图5 2006~2015年6月全国商品住宅供求情况

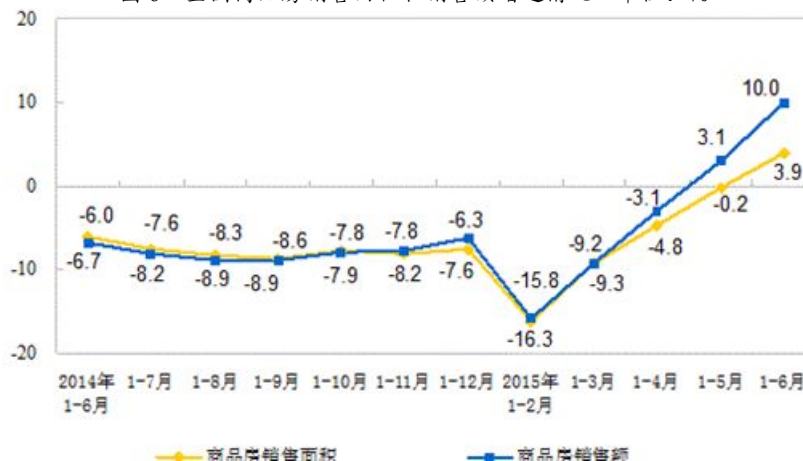


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2014年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积12.06亿平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额7.63亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积10.75亿平方米，其中住宅竣工面积8.09亿平方米，同比增长2.7%。

图6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%



资料来源：国家统计局

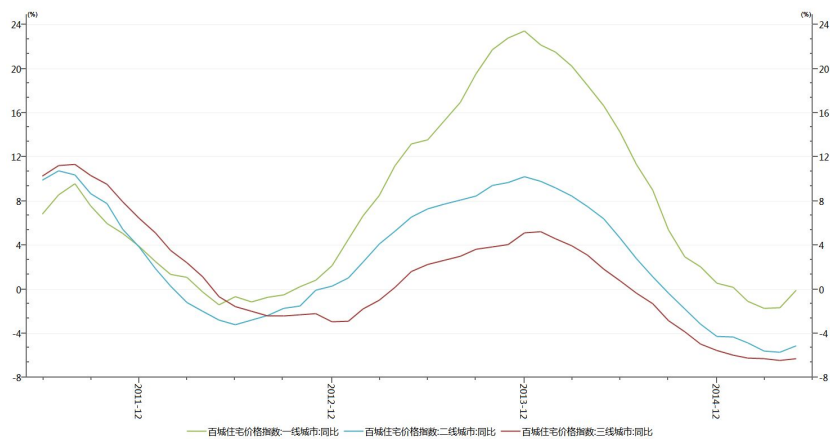
2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积5.03亿平方米，同比增长3.9%，增速有负转正，环比提高4.1个百分点。商品房销售额34,259亿元，比1~5月增长10.0%，增速环比提高6.9个百分点。从供给方面看，2015年上半年房地产竣工面积2.66亿平方米，同比下降13.3%，其中住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

#### (4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源：Wind 资讯

2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年一季度百城住宅价格为10,523元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，累计小幅下跌0.18%，各月份涨跌幅均在0.25%以内，表现较为平稳。

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，预计2015年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

### 3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到17.49%和23.49%，较上年分别提高了4.22个和5.24个百分点；前

10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.26%和13.51%，较上年分别提高了1.89和2.39个百分点（详见下表）。

表2 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级政府地方在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表4 2013年~2015年6月主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月三次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至5.4%，公积金贷款利率降至3.5%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

## 5. 行业关注

### 资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

### 商业地产市场已接近饱和

近几年来随着一线城市商业地产的饱和，二三线城市成为了商业地产新生力量，但是定位雷同、消费水平有限、缺乏先进经验等制约因素为这些涌现出来的商业地产项目埋下了烂

尾隐患。商业体量在二三线城市的持续暴增，使得商业地产空置率过高现象成为普遍。

### 资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

### 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

### 房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

## 6. 行业发展

### 调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

### 参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

### 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是宝龙地产控股（HK.1238）在国内最大的房地产经营实体。宝龙地产控股是中国首家在港上市的商业地产企业，专注于开发及经营高质量、大规模、多业态的综合性商业地产项目。宝龙地产控股以宝龙品牌开发的 55 个物业项目分布于天津、上海、重庆、福建、江苏、山东、河南、安徽、浙江等省（市）经济增长迅速的城市，其中 24 个项目布局于长三角区域。宝龙地产控股连续多年获国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所、中国指数研究院颁发颁发的中国房地产百强企业、中国商业地产五强企业、中国商业项目品牌价值五强等荣誉。

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

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

总的来看，宝龙地产控股位列中国商业地产五强；公司作为宝龙地产控股国内最大的经营实体，专注于商业地产的开发，经过长期经营公司积累了独特的商业地产运营经验，建立了良好的合作伙伴关系。

##### 2. 人员素质

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

许健康先生，现年 63 岁，现任公司董事长，毕业于福建省晋江市侨声中学，初中学历。许健康先生于 1992 年创办宝龙集团发展有限公司，一直担任该集团主席。自宝龙集团成立起，其一直从事房地产开发业务，并完成开发多项住宅项目。许健康先生于 2006 年至今，连续多年获中国房地产 TOP10 研究组评为中国房地产品牌贡献人物。许健康先生是全国政协委员及澳门特别行政区推委会委员，同时担任中华全国工商业联合会副主席。

许华芳先生，现年 37 岁，现任公司总经理。许华芳先生毕业于厦门大学工商管理学院，获长江商学院 EMBA 学位，毕业后于 1999 年进入宝龙集团基层工作，历任副总经理、总经理、副总裁、常务副总裁、执行总裁等职务。许华芳先生是中华全国归国华侨联合会委员、

中华海外联谊会理事、上海市政协委员、厦门市政协委员、全国工商联房地产商会副会长。

廖明舜先生，现年 51 岁，现任公司副总经理兼财务总监，负责公司整体资本运作及综合财务管控。其毕业于中国社会科学院，获得硕士研究生学历，取得高级会计师、高级经济师、IPA（国际注册高级会计师）、CTA（国际注册高级税务师）、财务管理师等。其于 2009 年 8 月加盟公司，加入公司前担任福建大世界企业集团有限公司董事、财务总监、财务公司总经理、福建东百集团股份有限公司独立董事、福建省会计学会民营分会副秘书长、福建省纳税人俱乐部房地产分部秘书长。

截至 2015 年 6 月底，公司员工 6,207 人。其中管理人员 401 人，占员工总数的 6.46%；工程人员 622 人，占员工总数的 10.02%；销售人员 836 人，占员工总数的 13.47%；技术人员 166 人，占员工总数的 2.67%；财务人员 418 人，占员工总数的 6.73%；营运人员 1,503 人，占员工总数的 24.21%；成本人员 153 人，占员工总数的 2.46%；其他辅助人员 2,108 人，占员工总数的 33.96%。大学本科及以上学历 1,560 人，占员工总数的 25.13%；大学专科学历 1,774 人，占员工总数的 28.58%；大专及以下学历 2,873 人，占员工总数的 46.29%。

总体来看，公司管理团队稳定性较好，具有丰富的从业经验；公司员工素质能够满足目前经营需要。

### 3. 区域经济及房地产发展概况

目前，公司主要开发项目大部分位于上海，因此上海市的经济发展状况及房地产市场发展状况对公司的经营影响较大。

#### 区域经济概况

上海市是中华人民共和国直辖市之一，是中国国家中心城市，是中国的经济、交通、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心，GDP 总量居中国城市之首。上海港货物吞吐量和集装箱吞吐量均居世界第一，是一个良好的滨江滨海国际性港口。

近年来上海市经济持续平稳增长，结构调整步伐加快，城乡一体协调发展，民生质量持续改善。2014 年末全市常住人口 1,429.26 万人。2014 年，全市实现地区生产总值 23,560.94 亿元，比上年增长 7.0%。人均地区生产总值（按常住人口计算）9.73 万元。全年城市居民家庭人均可支配收入 47,710 元，比上年增长 8.8%；人均消费性支出 30,520 元，增长 8.4%。

随着经济快速发展，上海市地方财政收入保持了高基数下的持续增长。2014 年，全年一般公共预算收入 4,585.55 亿元，比上年增长 11.6%。

总体来看，上海市区域经济情况较好，人均消费能力较强，为当地房地产市场发展提供了较好的外部环境。

#### 区域房地产市场概况

在经历了 2013 年楼市交易繁荣、房价较快上涨后，2014 年前三季度上海市房地产市场经历了一轮调整，主要表现为开发投资增速回落和楼市销售量减少。但在四季度限贷放松、普通商品住房标准调整及贷款利率下降等多重因素影响下，楼市出现回暖走势。

从投资规模来看，2014 年，上海市房地产开发投资 3,206.48 亿元，比上年增长 13.7%，增速较上年回落 4.7 个百分点。从全年走势看，投资增速呈现前三季度个位数增长，四季度达到 13.8%。全年房地产开发投资占全社会固定资产投资比重上升，达 53.3%，分别比 2013 年和 2012 年高出 3.4 个和 8.0 个百分点。上海居全国 31 个省市区的第 14 位，与上年持平，投资额占全国及东部地区的比重分别为 3.4% 和 6.1%，比上年分别提高 0.1 个和 0.2 个百分

点：上海房地产开发投资增速居全国 31 个省市区第 17 位，比上年增长 13.7%，分别比全国（10.5%）和东部地区（10.4%）高 3.2 和 3.3 个百分点。

从开发情况来看，2014 年上海市房地产开发投资增速较上年明显回落，且投资增长更多依赖土地购置费的快速增长。受此影响，上海市房屋施工面积仅个位数增长。2014 年，上海市房屋施工面积 14,690.18 万平方米，比上年增长 8.7%。其中，住宅 8,525.85 万平方米，增长 4.9%。

从成交情况来看，2014 年，上海市严格贯彻落实国家和市级各项房地产调控政策措施，采取差别化住房信贷、税收、住房限购、增加土地供应等综合措施，抑制投资和投机性购房需求。由于房价上涨预期有所分歧，前三季度买卖双方持续观望，导致市场交易出现萎缩。一方面由于 2013 年本市楼市交易繁荣，成交面积明显高于正常年份，导致基数较高；另一方面由于 2014 年前三季度市场经历了一轮调整，观望情绪浓厚，导致全年本市新建房屋销售面积减少，降幅超一成。2014 年，上海市新建房屋销售面积 2,084.66 万平方米，比上年下降 12.5%。其中，住宅 1,780.91 万平方米，下降 11.7%。

从价格情况来看，2014 年，上海市新建住宅平均销售价格 16,415 元/平方米，较上年微增 1.38%。从区域分布看，全市新建住宅中，内环线以内区域销售 54.28 万平方米，占全市新建住宅的 3%；内外环线之间区域销售 304.81 万平方米，占 17.1%；外环线以外区域销售 1,421.82 万平方米，占 79.9%。全年各环线区域新建住宅平均销售价格分别为：内环线以内 53,629 元/平方米，较上年增长 9.65%；内外环线之间 23,681 元/平方米，较上年下降 9.17%；外环线以外 13,437 元/平方米，较上年增长 6.13%。

总的来看，2014 年上海房地产市场投资规模维持增长，但增速有所下滑；成交情况明显回落，平均销售价格小幅增长。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

公司不设股东会，股东是公司的最高权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，董事会成员 3 人，由股东委派。董事任期 3 年，任期届满，经股东继续委派可连任。首届董事长由股东委派，任期 3 年。任期届满，经股东继续委派可连任。董事会负责向股东报告工作，执行股东的决定，决定公司的经营计划和投资方案等。公司设经理 1 名，首届由公司股东委派，经理对股东负责。经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案。公司不设监事会，设监事 1 人，由公司股东委派产生。监事对股东负责，监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人，任期三年，由股东任命产生。

公司已经建立起从公司治理层面到各业务流程层面的系统的内部控制制度。董事会负责内部控制的建立、健全及有效实施，监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

总体看，公司各项内部控制制度得到了有效执行，整体治理运行情况良好。

### 2. 管理体制

公司本部下设行政人事中心、财务管理中心、投资发展中心、成本控制中心、技术研发中心、上海/外省区域中心和宝龙置地，在几大管理模块下分设了相应的管理部门，共计 29

个职能部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

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

对子公司的管理方面，公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

公司在项目拓展和成本管理方面较为严格，从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程均引入成熟的成本核算和控制机制。项目决策前期需执行完整的市场定位、项目成本分析、价格和利润预测等管理流程。项目确立后的采购和施工过程则严格执行招投标制度，并对中标方提供的产品和服务进行严格的质量管理。

资金管理方面，公司从三方面重点解决资金问题。一是重视财务管理，加大“节流”力度。二是在项目建设过程中，细化落实资金把控，在动态中寻求公司资金总收支和各项目资金需求的平衡。三是多方面拓宽融资渠道。除银行借款外，还探寻并采用信托融资、发行债券等方式获取资金，保证了公司资金面的稳定，确保了公司在建项目的顺利进行。

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

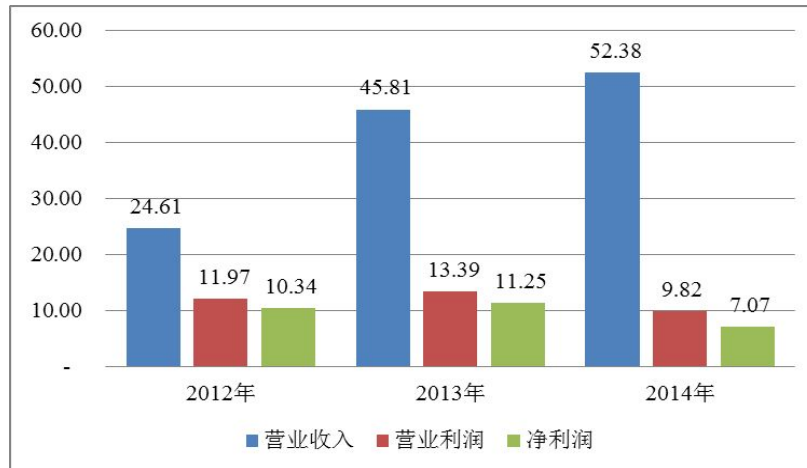
总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司业务为开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等，属于房地产开发企业。公司目前为“开发+持有”并存的经营模式。开发物业主要为商业物业和住宅物业，收入规模较大；持有物业为大型商业综合体，能够为公司带来稳定的现金流入。近三年公司营业收入分别为 24.61 亿元、45.81 亿元、52.38 亿元；受公司期间费用高企的影响以及建安成本的增加，公司盈利规模波动下降，2014 年公司实现营业利润 9.82 亿元，实现净利润 7.07 亿元，如下图所示：

图8 近三年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

公司主营业务突出，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在98%以上。分业务板块来看，物业销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近三年出售物业收入占主营业务的76%以上。2013年，上海虹桥宝龙城与晋江宝龙城市广场结转收入19.01亿元，带动公司物业销售收入同比增加21.95亿元，2013年实现物业销售收入40.80亿元。2014年，受益于上海虹桥宝龙城、厦门宝龙城市广场、晋江宝龙城市广场以及上海曹路宝龙城市广场的收入结转，物业销售实现收入46.06亿元，同比增长12.90%；近三年公司租金收入平稳增加，2014年为5.99亿元；2013年，酒店运营受三公消费政策影响较大，单价有所下调，2014年，随着客房单价的回调，酒店收入有所回升，2014年为0.71亿元。公司其他收入主要为钢材销售收入、咨询服务收入等。

表5 近三年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
出售物业收入	18.85	76.59	38.76	40.80	89.06	28.77	46.06	87.93	27.24
租金收入	2.56	10.41	89.28	2.73	5.97	92.46	3.14	5.99	89.00
酒店收入	0.70	2.84	-21.92	0.59	1.29	6.91	0.71	1.35	-44.89
其他收入	2.50	10.16	17.44	1.69	3.68	34.04	2.48	4.73	8.03
合计	24.61	100.00	40.13	45.81	100.00	32.49	52.38	100.00	29.06

资料来源：公司审计报告

从盈利情况来看，近三年，公司主营业务毛利率分别为40.13%、32.49%和29.06%。分业务板块来看，物业销售方面，由于物业销售毛利额在公司主营业务毛利额中的占比较高，因此物业销售的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。2012年，物业销售中商业板块占比较高，且项目土地成本相对较低，物业销售板块毛利率较高；近两年受建安成本增加以及不同地区项目收入占比变化的影响，物业销售板块毛利率有所下降，2014年公司物业销售毛利率为27.24%。租金方面，公司物业所收取租金分为两部分，一部分为固定租金收入；另一部分为租户营业收入的提成。近三年，公司物业出租毛利率呈先升后降的趋势，但基本维持在90%左右。酒店业务方面，公司毛利率波动较大，主要系2013年公司将酒店运营费用计入管理费用，2014年公司将酒店运营费用计入营业成本，导致酒店业务毛利率同比下降至-44.89%。其他业务方面，公司咨询业务毛利率较高，由于钢材与咨询业务结构有所调整，

导致其他业务毛利率近三年有所波动。

2015年上半年，公司实现营业收入24.07亿元，其中物业销售收入21.28亿元，租金收入1.33亿元。从盈利来看，2015年上半年，公司毛利润共计10.23亿元，毛利率达到42.62%，其中物业销售实现毛利额8.70亿元，毛利率为40.89%，毛利率较以前年度有所提高，主要系公司在2015年上半年结转收入项目中，洛阳宝龙城市广场与上海奉贤宝龙城市广场占比较大，洛阳宝龙城市广场土地成本较低，整体拉高了物业销售的毛利率；租金业务实现毛利额1.21亿元，毛利率90.99%。

总体看，近三年，随着开发项目的结转，公司营业收入有所增加。物业出售和出租是公司收入与利润的主要来源。但受期间费用高企以及建安成本增加的影响，公司盈利规模有所下降，相对于其他房地产开发企业，公司销售物业盈利能力一般。未来，随着公司上海地区开发物业逐步实现销售，公司盈利能力有望得到提升。

## 2. 业务运营

公司业务运营包括房地产开发、物业出租以及酒店运营三个板块。

### 房地产开发

#### (1) 项目开发情况

在项目建设开发过程中，主要涉及主体建安工程、项目可行性研究、勘察设计、造价、监理、铝合金、外墙涂料、园林绿化、智能化等工程的招标以及门窗、电梯、空调、配电等设备以及精装修材料的采购等。采购结算方式一般为现金结算、银票结算等。2014年，公司前五名供应商采购额占总采购额的比重分别为44.18%，采购集中度尚可。

公司从事房地产开发业务的主要模式为：独立开发。公司按照工程进度支付工程款，一般在建筑物封顶验收时支付约95%的工程款，剩余款项在质保期内（通常为5年）支付。公司房地产开发的主要资金来源为销售、租金回款和银行借款等。

从项目的开工计划来看，公司项目开工计划均在年初制定，根据公司提供的已开发完成项目统计，公司从获得土地到实现预售平均时间约为6~9个月；开发项目从开始建设到竣工的平均时间约为30个月。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。如下表所示，从近三年公司开发数据来看，2014年随着上海七宝宝龙城市广场项目、上海崧泽华城宝龙商业广场项目、上海嘉定宝龙城市广场项目、厦门宝龙一城项目的开工，公司房地产开发完成投资额同比大幅增加25.62亿元至46.55亿元；新开工面积同比大幅增加至73.72万平方米；施工面积同比大幅增加至139.12万平方米。近三年房地产竣工面积分别为55.86万平方米、127.77万平方米、132.88万平方米。

表6 2012~2015年6月公司主要开发数据情况

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
房地产开发完成投资（亿元）	18.31	20.93	46.55	16.79
新开工面积（万平方米）	20.54	11.19	73.72	49.42
房屋施工面积（万平方米）	42.51	66.03	139.12	86.52
房屋竣工面积（万平方米）	55.86	127.77	132.88	79.73

资料来源：公司提供

从在建房地产项目来看，2012年公司新开工项目共5个，2013年公司新开工项目3个；2014年公司新开工项目5个。近三年房地产开工面积与投资规模较大，截至2015年6月末，

公司在建项目总计 15 个，公司在建项目累计完成投资 231.52 亿元，尚需投资额 91.02 亿元；所开发项目总建筑面积 594.16 万平方米。具体在建项目开发情况详见下表：

表7 截至2015年6月末公司在建项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	占地面积	总建筑面积	预计总投资额	已投资额	预计签约销售金额		
					2015年	2016年	2017年
上海七宝宝龙城市广场	8.37	39.09	350,000.00	275,779.05	125,233.05	125,233.05	166,977.40
上海崧泽华城宝龙商业广场	6.36	34.74	290,000.00	159,886.31	105,000.00	155,000.00	150,000.00
上海嘉定宝龙城市广场	4.09	19.53	121,658.15	52,845.27	49,394.22	49,394.22	24,697.11
上海曹路宝龙城市广场	7.12	17.02	154,000.00	154,998.77	17,317.30	-	-
上海虹桥宝龙城	14.74	30.00	244,000.00	234,329.03	108,604.44	72,402.96	-
上海奉贤宝龙城市广场	4.07	17.91	143,700.00	96,082.62	48,190.75	60,238.44	12,047.69
杭州滨江宝龙城市广场	7.69	27.73	341,046.00	227,172.45	87,477.68	131,216.52	218,694.20
天津滨海旅游区项目	44.45	68.30	250,000.00	135,727.78	61,510.38	92,265.57	153,775.95
厦门宝龙一城	7.40	38.27	258,000.00	140,695.84	126,000.00	126,000.00	168,000.00
晋江宝龙城市广场	13.54	81.80	470,000.00	309,408.02	26,759.58	26,759.58	13,379.79
无锡宝龙湖畔花城	15.66	35.01	110,000.00	92,741.56	20,088.40	20,088.40	10,044.20
漳州宝龙将军一号	2.57	11.06	68,400.00	38,739.51	8,831.60	8,831.60	4,415.80
安溪宝龙城市广场	8.69	33.20	129,612.00	107,612.67	12,840.52	12,840.52	6,420.26
洛阳宝龙城市广场	35.56	136.90	270,000.00	272,607.86	72,449.01	72,449.01	36,224.51
上海宝山宝龙广场	1.40	3.60	25,000.00	16,610.00	30,000.00	12,700.00	-
<b>总计</b>	<b>181.71</b>	<b>594.16</b>	<b>3,225,416.15</b>	<b>2,315,236.73</b>	<b>899,696.93</b>	<b>965,419.87</b>	<b>964,676.91</b>

资料来源：公司提供

公司将杭州滨江宝龙城市广场、上海七宝宝龙城市广场项目和厦门宝龙一城项目作为三大标杆项目进行重点开发，项目情况如下：

#### ① 杭州滨江宝龙城市广场

杭州滨江宝龙城市广场依托宝龙艺术馆、IMAX 院线、艺术氛围酒吧，未来将打造成杭州人文艺术新地标。广场汇集全球知名时尚品牌、知名美食、各地风味小吃。项目总建筑面积 27.73 万平方米，停车位达 3,500 个，建成后将成为杭州滨江区域内中高端时尚商业标杆。

#### ② 上海七宝宝龙城市广场项目

根据上海市七宝地区十二五规划，七宝镇将紧紧围绕闵行区“全面调结构，深度城市化”的发展思路，紧抓“大虹桥”建设的历史机遇，坚持“产业、形态、功能”的三元合一，坚持文化引领，坚持低碳发展，力争到 2015 年将七宝镇建设成为大虹桥南翼商旅文融合发展的体验区、闵行区深度城市化的示范区。公司七宝宝龙城市广场项目总建筑面积 39.09 万平米，由 9 栋写字楼、1 个奢华酒店艾美酒店以及 1 个购物公园组成。

#### ③ 厦门宝龙一城项目

厦门宝龙一城项目总建筑面积约 38.27 万平方米，商业体量约 12 万平方米，停车位 2,500 个。项目所在的厦门岛东部将打造成以金融为特色的新城，是国内首个、也是唯一冠以两岸区域金融中心，未来其将成为功能齐备、特色鲜明、配套完善的两岸金融集聚区、实验区及示范区。

#### (2) 房地产销售情况

2012~2014 年，公司房地产开发分别实现收入 18.85 亿元、40.80 亿元和 46.06 亿元。2014 年收入主要来源于上海地区和厦门地区项目销售收入。

从地域分布看，公司房地产项目立足上海，同时在其他二、三线城市也开展了部分项目，目前分布在厦门、苏州、郑州、晋江等地。从收入情况看，2014 年上海地区确认的收入占房地产销售收入 47.18%，收入来源为上海虹桥宝龙城项目与曹路宝龙城市广场项目。厦门

地区为厦门宝龙城市广场项目确认的房地产开发收入，占房地产销售收入的 25.43%。现公司主要开发项目位于上海，目前受限购政策影响需求受到抑制，但潜在需求旺盛，价格仍保持坚挺，公司未来去库存风险较小。

公司所开发的房地产项目应在达到规定的预售条件并取得《预售许可证》后方可组织销售。公司在制定统一的销售推广策略和计划的基础上，采用自主销售和委托代理相结合的模式进行对外销售。

从收入确认模式来看，公司在签订销售合同、房屋竣工交付且业主按销售合同首付达到相应比例三个条件同时满足时，可确认物业销售收入。

从房地产销售均价上看，公司房屋销售平均价格有所波动，主要系公司可供出售房地产所处区域不同，项目销售面积不同所致。2014 年，公司房地产销售均价为 1.03 万元/平方米，较 2013 年出现小幅下滑；2015 年上半年，房地产销售均价反弹至 1.30 万元/平方米。从协议销售面积与金额来看，2014 年，公司协议销售面积有所增长，但受协议销售均价下跌影响，公司协议销售金额有所下降。2015 年上半年，公司实现协议销售面积 28.12 万平方米，实现协议销售金额 36.59 亿元。近年来公司房地产销售情况如下表所示：

表8 2012~2015年上半年公司项目销售情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
协议销售面积（万平方米）	37.04	45.65	47.23	28.12
协议销售金额（亿元）	27.83	51.29	48.62	36.59
结转收入面积（万平方米）	33.36	52.35	36.78	24.15
结转收入（亿元）	18.85	40.80	46.06	21.28
协议销售均价（元/平方米）	7,513.49	11,236.39	10,295.02	13,012.09

资料来源：公司提供

从公司各个物业出售情况来看，公司在售项目中洛阳宝龙城市广场、无锡宝龙湖畔花城、上海虹桥宝龙城、晋江宝龙城市广场与上海曹路宝龙城市广场项目仍存在一定的可售楼盘，其余项目均已大多进入尾盘销售的阶段，如下表所示：

表9 2012~2015年上半年公司各个项目销售情况明细（单位：万平方米、万元）

项目名称	占地 面积	总建筑 面积	销售结转收入			
			2012年度	2013年度	2014年度	2015年 1~6月
苏州宝龙城市广场	11.71	28.80	2.31	22,672.65	661.54	27.76
郑州宝龙城市广场	11.63	25.16	42.37	49.29	-	66.97
泰安宝龙城市广场	10.96	28.30	743.32	2,465.59	-	197.37
蚌埠宝龙城市广场	21.89	49.86	-115.63	345.75	370.10	143.21
洛阳宝龙城市广场	35.56	136.90	89,242.84	71,730.40	26,802.32	91,798.01
城阳宝龙城市广场	55.85	70.71	1,955.77	-29.83	0.37	-
无锡宝龙湖畔花城	15.66	35.01	12,742.35	5,177.83	489.92	1.24
宿迁宝龙城市广场	22.02	48.61	4,382.13	46,167.04	-137.79	206.34
安溪宝龙城市广场	8.69	33.20	76,878.26	13,902.00	1,331.50	19,075.75
上海虹桥宝龙城	14.74	30.00	-	60,146.11	162,416.41	19,032.39
厦门宝龙城市广场	2.98	7.77	2,491.70	55,361.26	117,111.08	2,942.87
晋江宝龙城市广场	13.54	81.80	-	129,971.64	79,711.64	6,028.51
上海曹路宝龙城市广场	7.12	17.02	-	-	54,897.72	14,615.89
上海奉贤宝龙城市广场	4.07	17.91	-	-	-	52,985.49
漳州宝龙将军一号	2.57	11.06	-	-	16,942.23	5,652.56
<b>总计</b>	<b>234.92</b>	<b>622.11</b>	<b>188,365.42</b>	<b>407,959.72</b>	<b>460,597.03</b>	<b>212,774.34</b>

资料来源：公司提供

注：宿迁宝龙城市广场项目2013年结转收入为-137.79万元，主要系该项目已于2013年已进入尾盘销售阶段，由于购房者认购面积与房屋预售面积存在一定差异，根据会计准则，公司对认购面积小于预售面积所确认收入予以冲销，导致2013年该项目营业收入为负数。上表中总建筑面积包含地上建筑面积、地下建筑面积（地下可经营面积、地下车库、人防面积）。

### (3) 土地储备情况

近两年，公司项目聚焦上海，将二、三线城市作为补充，并减少三、四线城市的项目。公司在拿地前会做详细的考察、产品定位并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。公司土地一般通过政府招拍挂方式取得，在拿地过程中存在一定的品牌优势。根据公司的开发策略与开发节奏，土地招拍挂成功且缴清土地款获得土地证后，立即办理开工手续。一般在拿地后3~6月获得施工许可证进场施工。2014年，公司获得多个地块储备，且全部处于开工阶段，因此2015年上半年公司以在建项目为主，拿地速度放缓，以消化存量为主。

截至本报告出具之日，公司土地储备仅为下属子公司上海宝龙精骏房地产开发有限公司在2015年4月获得的位于上海闵行吴泾的土地，总建筑面积7.4万平方米，土地面积4.11万平方米。

总体看，近年来公司物业开发规模较大，项目投资额有所增长。随着上海、厦门等地房地产项目逐步实现销售，公司房地产销售收入平稳增长。2014年，公司以开发存量土地为主，拿地规模有所放缓，土地储备或不能满足公司未来房地产开发需求。未来随着公司三大标杆项目逐步实现现金回流，公司房地产销售盈利能力有望得到提升。

### 物业出租

在房地产开发的过程中，对于部分地理位置优越、未来增值潜力巨大的商业物业，公司作为投资性物业而长期持有。公司商业物业以购物中心、商业街为主，主要分布于上海、长三角、福建省、山东省、河南省等经济发达的城市。公司出租物业类型主要为购物商场，物业分别位于上海，江苏省的无锡市、宿迁市、盐城市，福建省的福州市、晋江市及安溪县，山东省的泰安市、青岛市城阳区、即墨市和李沧区，河南省的郑州市、洛阳市和新乡市以及安徽省的蚌埠市。2014年，公司实现租金收入3.14亿元，同比增长14.82%，一方面由于新的物业面积用于租赁带动租金收入增加，另一方面是由于租金增长引起。公司主要物业项目租金收入情况如下表所示：

表10 2012~2015年上半年公司各物业出租情况明细（单位：万平方米、万元）

项目名称	土地面积	建筑面积	租金收入			
			2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
福州宝龙城市广场	7.19	21.80	4,734.87	4,803.38	4,859.83	2,795.29
苏州宝龙城市广场	11.71	28.80	122.79	78.91	115.73	73.45
郑州宝龙城市广场	11.63	25.16	2,856.82	2,727.36	2,504.64	-24.47
泰安宝龙城市广场	10.96	28.30	515.57	463.37	1,023.03	478.61
蚌埠宝龙城市广场	21.89	49.86	3,643.63	4,800.20	4,009.16	-730.38
洛阳宝龙城市广场	35.56	136.90	4,841.22	5,025.21	5,010.59	2,761.30
城阳宝龙城市广场	55.85	70.71	3,999.28	4,361.26	4,088.58	2,043.83
宝龙湖畔花城	15.66	35.01	-	-	4.20	-
宿迁宝龙城市广场	22.02	48.61	3,321.13	3,515.10	3,496.75	2,693.47
晋江宝龙城市广场	13.54	81.80	-	-	2,883.16	1,432.87
曹路宝龙城市广场	7.12	17.02	-	-	1,443.44	745.93
安溪宝龙城市广场	8.69	33.20	-	1,571.77	1,960.82	1,054.44
<b>合计</b>	<b>221.82</b>	<b>577.17</b>	<b>24,035.31</b>	<b>27,346.56</b>	<b>31,399.93</b>	<b>13,324.35</b>

资料来源：公司提供

注：2015年上半年郑州宝龙城市广场租金收入为-815.02万元，主要系原店面退铺导致冲回从开始至今的直线法确认租金金额较大，导致当期租金为负数。

总体看，公司通过经营和出租物业能够获得持续稳定的收益及现金流，降低售房业务单

一性所带来的经营风险，在一定程度上能够抵御宏观调控对房地产行业的冲击，提升公司可持续发展能力及持续的盈利能力。

### 酒店运营

截至 2014 年末，公司共经营三家星级酒店（即青岛宝龙福朋喜来登酒店、泰安宝龙福朋喜来登酒店及太仓宝龙福朋喜来登酒店）及三家中端酒店（即海阳雅乐轩酒店、青岛宝龙戴斯酒店及盐城雅乐轩酒店）。其中纳入合并范围的酒店为太仓宝龙福朋喜来登酒店，近三年公司酒店收入分别为 0.70 亿元、0.59 亿元和 0.71 亿元，酒店收入在 2013 年有所下降，主要受国家限制三公消费政策的冲击，酒店单价有所下调。公司酒店收入主要来源于太仓宝龙福朋喜来登酒店，该酒店客房数共 446 间，其近年来的经营情况如下表所示：

表 11 2012~2015 年上半年太仓宝龙福朋喜来登酒店运营情况

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
酒店收入（万元）	7,000.20	5,922.44	7,063.79	3,658.90
平均客房单价（元）	440	383	425	430
入住率（%）	84	85	86	86

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店运营收入主要来自太仓宝龙福朋喜来登酒店。近年来，客房单价上涨带动酒店营业收入平稳增长。

### 3. 经营效率

2014 年，公司应收账款增长较上年年末增长 18.04%，营业收入同比增长 14.35%，导致应收账款周转次数由上年的 5.20 次下降至 4.93 次，相对于其他房地产开发企业，公司应收账款周转率处于较低水平；存货周转次数与总资产周转次数与上年基本持平，2014 年二者分别为 0.35 次和 0.14 次。

表 12 2014 年房地产开发类公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	58.87	0.32	0.30
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.29	0.32
世茂股份	14.02	0.34	0.23
<b>公司</b>	<b>4.93</b>	<b>0.35</b>	<b>0.14</b>

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

从同行业上市公司情况来看（见上表），公司存货周转率处于行业正常水平；由于公司应收账款占营业收入比例很大，应收账款周转率和总资产周转率都处于行业偏下水平。整体看，公司经营效率一般。

### 4. 经营风险与关注

#### 子公司管理风险

目前，公司通过协议控制方式合并福州宝龙及其旗下房地产开发项目公司。随着公司资

产规模和经营规模的扩张，如果公司在未来的实际执行中不能对子公司实施有效的管理，将对公司生产经营带来一定的风险。同时，协议合并事项如果在未来因政策变化或其他不可预见的原因导致控制关系发生重大变化或导致解除协议控制关系的，将会给公司造成重大不利影响。

#### 持有物业市场风险

公司目前持有大量商业物业资产以及在建的商业、住宅等项目，虽然公司的前述资产的地理位置较为优越，价值增值潜力很大，但其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，价值波动存在较大的不确定性。同时，受政府宏观调控及商业物业发展成熟等因素影响，近年来房地产价格增长缓慢，对公司未来收益造成不利影响。

#### 土地储备风险

公司的持续发展以不断获得新的土地资源为基础，而公司在取得土地资源的过程中可能面临土地政策和土地市场变化的风险。目前，公司土地储备有限，且政府对土地供应政策的调整，可能使公司面临土地储备不足的局面，影响公司后续项目的持续开发。

#### 房地产价格波动风险

房地产开发是公司核心业务，也是公司的主要利润来源。目前，国内宏观经济仍有较强的不确定性，经济周期波动与信贷政策的变化直接影响市场对房地产价格的预期，影响居民对房产的购置意向，从而导致房地产市场价格进入上下波动的状态。尽管现阶段房屋购置政策及房地产业信贷政策呈现出宽松回调的态势，但作为宏观经济调控的重点，房地产价格未来仍可能产生较大波动，进而从销售、回款等方面影响房地产开发业务的收益，对公司业绩造成不利影响。

### 5. 未来发展

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

在物业发开方面，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，更好的服务消费者。

在财务规划方面，公司目标为进一步优化债务结构，降低融资成本。拓宽融资渠道，整合宝龙地产控股的资源，实现财务目标与多元化投资。

总体看，公司未来仍以商业地产开发作为主业。公司未来发展规划明确，随着公司在建项目实现销售，公司整体盈利能力将有所提升。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表经中兴财光华会计师事务所(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 2015 年半年度财务报告未经审计。

公司根据财政部 2014 年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，于 2014 年 7 月 1 日开始执行除金融工具列报准则以外的新颁布或修订的企业会计准则，并在编制 2014 年年度财务报告时开始执行金融工具列报准则，并根据各准则衔接要求进行了调整。公司近三年合并范围变化如下表所示，截至 2014 年末，公司纳入合并范围的子公司共 40 家（包括三级、四级子公司），其中以协议控制方式（持股比例为 0）取得的子公司共计 16 家。

表 13 2013~2014 年公司合并范围变化情况（单位：万元）

时间	变动情况	公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权比例
2013年	投资设立	上海宝龙康骏房地产开发有限公司	10,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	厦门宝龙地产开发有限公司	30,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	杭州华展房地产开发有限公司	50,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	上海宝龙展飞房地产开发有限公司	36,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	上海皓商投资管理有限公司	500	投资管理	100%	100%
	投资设立	上海宝龙艺境酒店管理有限公司	100	酒店管理	100%	100%
	当期分设	蚌埠宝龙资产经营管理有限公司	950	自持房地产管理	0%	85%
2014年	投资设立	上海康睿房地产发展有限公司	1,000	房地产开发	100%	100%
	投资设立	上海宝龙富嘉房地产开发有限公司	5,000	房地产开发	100%	100%
	当期分设	郑州宝龙房屋租赁有限公司	41,100	房屋租赁及管理	0%	70%
	当期分设	山东泰安宝龙房屋租赁有限公司	1,000	房屋租赁及管理	0%	70%
	注销	安徽天成百货有限公司	--	百货	--	--
	注销	郑州嘉耀轩百货有限公司	--	百货	--	--

资料来源：公司审计报告

注：蚌埠宝龙资产经营管理有限公司、郑州宝龙房屋租赁有限公司、山东泰安宝龙房屋租赁有限公司均为福州宝龙房地产发展有限公司下属子公司；公司于 2010 年 12 月 26 日与宝龙地产（香港）控股有限公司签订《委托经营管理合同》，根据该合同约定，宝龙地产（香港）控股有限公司将其持有的福州宝龙房地产发展有限公司 100% 股权的表决权及日常经营管理权力全部授权给公司，同时，公司享有福州宝龙房地产开发公司每年利润的 51% 作为回报。根据上述协议，公司拥有实际控制福州宝龙房地产发展有限公司的相关权力并享有与该权力相关的可变回报，故公司将福州宝龙房地产发展有限公司及其控制的子公司纳入合并报表范围。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 400.74 亿元，负债合计 275.64 亿元，股东权益（含少数股东权益）125.10 亿元。2014 年公司实现营业收入 52.38 亿元，净利润（含少数股东损益）7.07 亿元，经营活动现金流量净额 25.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.33 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 392.13 亿元，负债合计 259.82 亿元，股东权益（含少数股东权益）132.32 亿元。2015 年上半年，公司实现营业收入 24.07 亿元，净利润（含少数股东损益）7.12 亿元，经营活动现金流量净额 3.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 8.24 亿元。

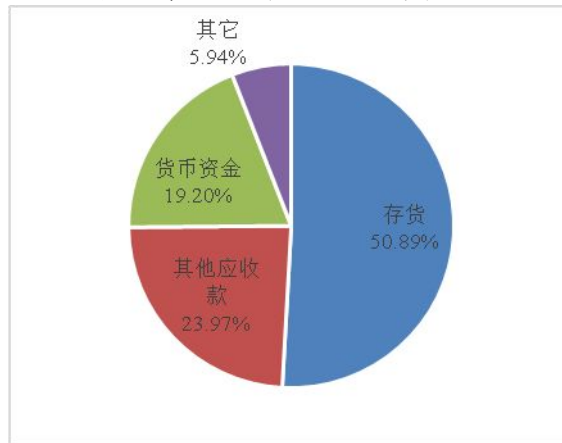
## 2. 资产质量

随着公司开发规模的扩张，公司资产规模随之增长。截至 2014 年末，公司合并总资产 400.74 亿元，较上年年末增加 15.10%。资产中流动资产占比 53.08%，非流动资产占比 46.92%。流动资产占比略高，相对于其他房地产开发企业，公司流动资产占比较低，主要系公司自持物业比例较高所致。

### 流动资产

截至 2014 年末，公司流动资产合计 212.70 亿元，三年复合增长 15.54%。流动资产以货币资金、存货和其他应收款为主。

图9 截至2014年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金逐年增长，三年复合增长80.84%，主要系永续债等资金到位所致。截至2014年末，公司货币资金40.83亿元，较上年年末大幅增加46.25%，主要系子公司上海宝龙康晟房地产发展有限公司于2014年6月募集永续债7亿元，上海康睿房地产发展有限公司于2014年12月募集永续债6亿元所致。货币资金中现金占比14.72%、银行存款占比57.29%、其他货币资金占比27.99%。其他货币资金主要为客户按揭贷款保证金、内保外贷保证金等。货币资金中使用受限货币资金17.01亿元，受限资金规模较大。

公司其他应收款全部为暂借款，2012~2014年，公司其他应收款波动下降，三年复合下降3.36%。截至2014年末，公司其他应收款50.98亿元，较上年年末减少14.30%，主要系与关联企业间的资金拆借减少所致。从账龄结构来看，1年以内的其他应收款占比74.08%、1~2年的占比18.59%、2年以上的占比7.33%<sup>1</sup>。年末前五名其他应收款余额占其他应收款总额的39.14%，主要为盐城宝龙置业发展有限公司、上海台盈建设工程有限公司等关联方暂借款。截至2014年末，其他应收款计提坏账准备0.28亿元，坏账准备计提比例尚可。

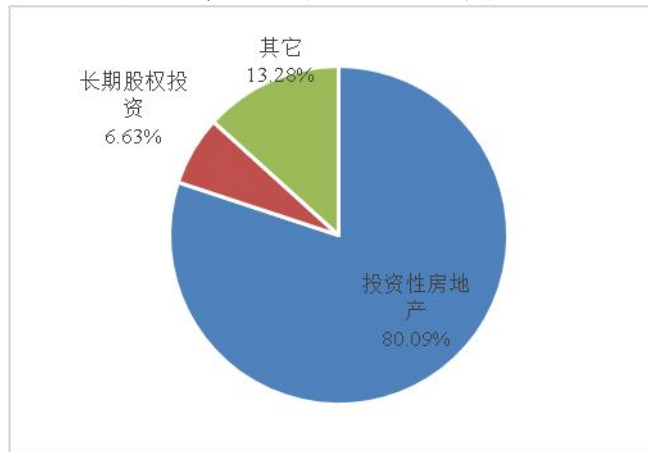
由于公司为房地产开发企业，房屋建设周期较长、投资规模较大，因而存货规模通常较高。2012~2014年，公司存货规模逐年增长，三年复合增长15.29%。截至2014年末，公司存货账面价值108.25亿元，较上年年末增加5.67%。存货中开发产品占比24.63%、开发成本占比75.37%，各项工程预期均能收回投入成本，期末不存在减值迹象。开发项目前五名为上海七宝宝龙城市广场项目、上海华新宝龙城市广场项目、杭州滨江宝龙城市广场项目、天津滨海宝龙城市广场项目和晋江宝龙城市广场项目，所处区域经济实力较强，公司存货质量较好。

### 非流动资产

公司对部分物业采取自持方式经营，导致投资性房地产规模较大。截至2014年末，公司非流动资产合计188.04亿元，三年复合增长18.49%，主要系物业评估增值所致。非流动资产以投资性房地产和长期股权投资为主。

<sup>1</sup> 上述比例计算基础为其他应收款余额，非账面价值。

图 10 截至 2014 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

公司投资性房地产按照成本进行初始计量，采用公允价值模式进行后续计量，主要为赚取租金或资本增值，或两者兼有而持有的房地产。2012~2014 年底，公司投资性房地产三年复合增长 18.42%。截至 2014 年末，公司投资性房地产账面价值 150.60 亿元，较上年年末增加 28.48%，其中投资性房地产公允价值变动损益 4.80 亿元。根据广州第一太平戴维斯房地产与土地评估有限公司出具的房地产估价报告，公司房地产的评估面积与评估市场价值均有所增加。公司主要的投资性房地产业务为泉州市晋江宝龙城市广场 MALL 商业（地块二）、福州市台江区宁化街道工业路 193 号宝龙城市广场、安徽省蚌埠市兴业街 555 号 1-4 层商业、洛阳市洛龙区牡丹大道 148 号 0 幢 3 层及开元大道 219 号 2 幢 101 商业用房、青岛市城阳区崇阳路 510 号宝龙城市广场负一层 002 等（部分）及文阳路 273 号 2 号楼（部分）商业用房和郑东新区农业东路 33 号 1 号楼 B1-4F、2 号楼 B1-3F、3 号楼 1F 商业用房等。

公司长期股权投资主要为对联营企业的投资。2012~2014 年，长期股权投资相对稳定，三年复合增长 1.18%。截至 2014 年末，公司长期股权投资 12.47 亿元，较上年年末增加 6.91%。从被投资单位来看，公司对盐城宝龙置业发展有限公司、上海泉商投资股份有限公司、天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司、重庆宝龙长润置业发展有限公司和上海宝龙展耀企业发展有限公司采用权益法核算，占长期股权投资账面价值的 99.91%，权益法核算的长期股权投资所产生的投资收益 0.35 亿元，对公司利润影响不大。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 392.13 亿元，较年初小幅下降 2.15%，主要系其他应收款大幅下降 90.35%所致，公司在 2015 年上半年逐步清理关联方往来款项，导致其他应收款有所减少；资产中流动资产占比为 49.12%，较年初下降 3.96 个百分点，资产结构较年初变化不大。

总体看，近三年随着开发项目的加快，公司资产规模快速增长。受益于永续债的发行，公司货币资金大幅增长；存货集中在一、二线城市，资产质量较好。但联合评级也关注到，公司非流动资产中，投资性房地产规模较大，其公允价值的变动值得关注。整体看，公司资产质量尚可。

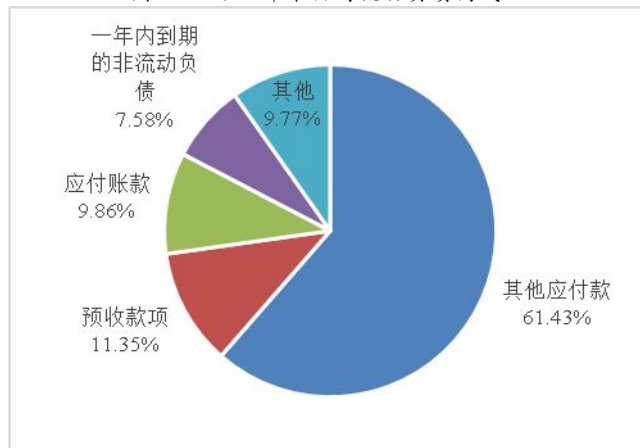
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2014 年末，公司负债合计 275.64 亿元，三年复合增长 17.18%，主要系公司往来款增加所致。负债中流动负债占比 76.37%，非流动负债占比 23.63%，负债结构以流动负债

为主。

图 11 2014 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

为满足公司日常流动资金和项目开发运营资金需求，公司短期借款有所增加，近三年复合增长 49.08%。截至 2014 年末，公司短期借款 4.88 亿元，全部为抵押借款。

公司应付账款主要为应付建筑工程款，2012~2014 年，公司应付账款三年复合增长 12.97%。截至 2014 年末，公司应付账款账面价值 20.76 亿元，较上年年末增加 36.53%，主要系公司新开工项目较多，应付工程款增加所致。从账龄结构来看，应付账款中 1 年以内的占比 55.23%、1~2 年的占比 16.23%、2~3 年的占比 3.64%、3 年以上的占比 24.90%，主要系 3 年以上仍未办理结算的项目。应付账款中前五名应付账款余额 1.93 亿元，占应付账款总额的 9.29%，主要为应付关联方施工款等。

公司预收款项主要为预收售房款，款项系购房客户已签订商品房销售合同并支付，但未达到商品房销售收入确认条件的款项。2012~2014 年，随着项目的逐步销售，公司预收款项逐年增加，三年复合增长 11.81%。截至 2014 年末，公司预收款项 23.89 亿元，较上年年末增加 5.91%。从账龄结构来看，预收款项中 1 年以内的占比 82.97%、1~2 年的占比 14.26%、2~3 年的占比 2.77%。预收款超过 1 年仍未收回的原因主要系项目尚未办理交房手续。

公司其他应付款主要为关联企业之间的资金往来，对公司造成的实质债务压力相对较小。2012~2014 年，公司其他应付款逐年增加，三年复合增长 18.46%。截至 2014 年末，公司其他应付款账面价值 129.32 亿元，较上年年末增加 8.30%。从账龄结构来看，其他应付款中 1 年以内的占比 87.35%、1~2 年的占比 6.26%、2~3 年的占比 0.63%、3 年以上的占比 5.76%。应付母公司宝龙地产(香港)控股有限公司 5.11 亿元，占其他应付款总额的 3.95%。截至 2014 年末，其他应付款中欠款金额前五名的公司分别为上海台盈建设工程有限公司、天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司、厦门宝龙地产管理有限公司、厦门联商物流有限公司和上海盈捷贸易有限公司，占其他应付款总额的 30.71%，均为公司关联方。

公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2012~2014 年，一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势，三年复合增长 26.49%。截至 2014 年末，公司一年内到期的非流动负债账面价值 15.97 亿元，较上年年末增加 79.97%，主要系长期借款结转所致。

2012~2014 年，公司非流动负债逐年增长，三年复合增长 19.25%。截至 2014 年末，公司非流动负债合计 65.12 亿元，较上年年末增加 7.50%。非流动负债为长期借款（占比 71.28%）和递延所得税负债（占比 28.72%）。

2012~2014年，公司长期借款逐年增长，三年复合增长25.78%，主要为满足公司日益扩张的经营规模所需资金。截至2014年末，公司长期借款合计46.42亿元，较上年年末增加7.94%。长期借款全部为抵押借款，从长期借款期限分布来看，到期日集中在2016年的借款合计17.99亿元、集中在2017年的借款合计6.53亿元、集中在2018~2020年的借款合计9.52亿元，公司在2016年的债务偿还压力较大。从借款利率来看，公司借款利率较多分布在人民币贷款基准利率上浮20%左右。

2012~2014年，公司递延所得税负债逐年小幅增长，三年复合增长6.61%。公司递延所得税负债全部由投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异引起。截至2014年末，公司递延所得税负债合计18.71亿元，较上年年末增加6.42%。

2012~2014年，公司全部债务三年复合增长25.94%。截至2014年末，公司全部债务合计70.82亿元，较上年年末增加26.70%，主要系银行借款增加所致。全部债务占负债总额的25.53%，公司刚性兑付压力较小。债务中短期债务占比34.05%、长期债务占比65.95%，短期债务占比有所提升。全部债务中借款占比较高，公司存在一定的刚性偿债压力。随着债务的增加，近三年，公司资产负债率、全部债务资本化率、长期债务资本化比率整体呈上升趋势，截至2014年末，三者分别为68.78%、36.01%和27.06%。

公司下属子公司上海宝龙康晟房地产发展有限公司于2014年6月募集永续债7亿元，上海康睿房地产发展有限公司于2014年12月募集永续债6亿元。上述两笔永续债均无固定还款期限，计入“所有者权益-其他权益工具”中。考虑到永续债券的性质及特点，分别将其从所有者权益中剔除并将其做为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，截至2014年末，公司全部债务合计83.38亿元，较上年年末增加50.10%，其中短期债务占比28.74%、长期债务占比71.26%；公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为72.03%、42.66%和34.64%。

截至2015年6月底，公司负债合计259.82亿元，较年初下降5.74%，主要系其他应付款较年初大幅下降33.05%所致，公司在2015年上半年逐步清理关联方往来款项，导致其他应付款有所减少；公司负债中，流动负债占比为66.59%，较年初下降9.78个百分点，负债结构仍以流动负债为主。

总体看，近三年随着公司项目开发进度的加快，公司负债规模有所增长，流动负债占比较高。流动负债中其他应付款等往来款占比较高，但随着上海七宝宝龙城市广场等项目逐步实现销售，公司预收款规模将有所增长，流动负债结构将有所改善；非流动负债中仍以借款为主，融资结构仍以债务融资为主，但2014年公司发行永续债，拓宽了融资渠道；公司全部债务以长期债务为主，债务结构较为合理。

### 所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长15.27%。截至2014年末，公司所有者权益合计125.10亿元，较上年年末增加18.84%，主要系发行永续债以及未分配利润增加所致。所有者权益中归属于母公司的所有者权益占比38.42%，少数股东权益占比61.58%，主要系公司通过协议控制方式，合并了17家子公司。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比2.39%；其他权益工具占比27.05%；未分配利润占比69.36%。近两年，公司实收资本未发生变化。2014年，公司下属两家子公司发行永续债共募集资金13亿元，

该债券无固定偿还期限，且借款人拥有递延付息权利<sup>2</sup>（若借款人和其实际控制人宝龙地产在某一结算日之前的 12 个月内均未宣布过分红，则借款人有权选择将该结算期应付利息递延至下一个结算期）。2014 年，公司未分配利润 33.33 亿元，较上年年末增加 13.70%，主要系利润结转所致。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益合计 132.32 亿元，较年初增长 5.77%；其中归属于母公司的所有者权益合计 56.00 亿元，较年初大幅增长 16.54%，主要系利润结转所致。

总体看，2014 年，受益于永续债的发行成功，公司所有者权益有所增长。所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性较弱。

#### 4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入分别为 24.61 亿元、45.81 亿元和 52.38 亿元，三年复合增长 45.89%，主要系公司物业销售规模扩大，销售收入结转增加所致。2014 年，公司营业收入同比增长 14.35%至 52.38 亿元，主要系 2014 年度公司上海地区与厦门地区的销售结转收入大幅增长，其中比较有代表性的上海虹桥宝龙城确认收入 16.24 亿元，同比增加 14.82 亿元；厦门宝龙城市广场确认收入 11.71 亿元，同比增加 11.23 亿元。近三年，公司营业利润呈波动下降态势，分别为 11.97 亿元、13.39 亿元和 9.82 亿元，三年复合下降 9.43%；2014 年，公司实现营业利润 9.82 亿元，同比减少 26.64%，主要系建安成本及期间费用增长所致；2014 年，公司实现净利润 7.07 亿元，三年复合下降 17.34%，其中归属于母公司的净利润 4.39 亿元，三年复合下降 37.79%。

从利润构成来看，2014 年公司利润中公允价值变动收益 4.80 亿元，占利润总额的 43.63%；营业外收入 1.45 亿元，占利润总额的 13.19%。2012~2014 年公司实现投资收益分别为 5.03 亿元、1.48 亿元和 0.35 亿元，三年复合下降 73.74%，主要系重庆宝龙长润置业发展有限公司、天津宝龙金骏房地产开发有限责任公司、盐城宝龙置业发展有限公司按权益法核算投资收益减少所致。总体来看，公司主营业务盈利能力有待加强。

从期间费用来看，近三年，公司期间费用总额分别为 3.25 亿元、4.28 亿元和 5.90 亿元，复合增长率为 34.66%，主要系公司加大营销力度、增加管理人员工资所致。从三费构成来看，销售费用 2.35 亿元，同比增长 48.82%，主要系加大营销力度所致；管理费用 2.96 亿元，同比增长 26.39%，主要系公司管理员工工资增长所致；财务费用 0.59 亿元，同比增长 65.27%，主要系借款增加所致。2014 年，公司费用收入比为 11.27%，同比增加 1.93 个百分点，公司费用控制能力有待加强。

从盈利指标来看，近三年，公司营业利润率分别为 29.08%、24.53%和 27.93%，呈波动下降的态势，主要系建安成本增加所致。2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.16%、3.03%和 6.14%，同比均有大幅下滑，一方面由于公司净利润有所减少；另一方面公司发行永续债增加了净资产。从同行业中上市公司的情况来看，公司盈利能力处于中等偏下水平，如下表所示：

<sup>2</sup> 上海宝龙康晟房地产发展有限公司的永续债，第一年利率为 10%/年、第二年利率为 12%/年、第三年和第四年为 15%/年、第五年及以后为 20%/年；上海康睿房地产发展有限公司的永续债，第一年和第二年为 12.20%/年、第三年和第四年为 13.50%/年、第五年及以后为 20%/年。

表 14 2014 年主要房地产公司盈利指标情况

指标名称	万科 A	招商地产	保利地产	世茂股份	公司
净资产收益率(%)	19.08	14.75	21.56	12.50	<b>6.50</b>
总资产报酬率(%)	5.24	6.38	5.93	6.50	<b>3.03</b>

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015年上半年，公司实现营业收入24.07亿元，实现营业利润9.58亿元，净利润7.12亿元，其中归属于母公司的净利润7.85亿元。

总体看，近两年随着开发项目的逐步结转，公司营业收入有所增长。未来随着上海七宝宝龙城市广场项目、上海崧泽华城宝龙商业广场项目逐步实现销售，公司营业收入有望继续提升。但受建安成本及期间费用增长影响，公司盈利能力有所下滑，主营业务盈利水平有待提升。

### 5. 现金流

从经营活动来看，近三年，公司经营活动现金流入总额分别为263.78亿元、537.65亿元和713.86亿元，复合增长率达64.51%，主要系收到的往来款大幅增加以及房地产销售增加所致；经营活动现金流出总额分别为257.93亿元、529.21亿元和688.29亿元，三年复合增长63.36%，主要系支付的往来款大幅增加所致。2012~2014年，公司经营活动现金净流入总额分别为5.85亿元、8.44亿元和25.56亿元，三年复合增长109.04%。从收入实现质量来看，2012~2014年，公司现金收入比分别为158.35%、103.04%和100.41%，近三年公司收入实现质量有所下降，但仍处于较好水平。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流出总额分别为6.07亿元、7.59亿元和38.71亿元，三年复合增长152.54%。2014年，公司投资活动现金流出38.71亿元，流出同比增加31.13亿元，主要系公司增持投资性物业所致。受此影响2014年公司投资活动现金净流出37.46亿元，同比多流出31.56亿元。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流入总额分别为36.59亿元、43.93亿元和65.00亿元，三年复合增长33.29%。2014年公司筹资活动现金流入同比增加47.97%至65.00亿元，主要系借款增加与发行永续募集资金所致；筹资活动现金流出同比增加35.40%至48.78亿元，主要系公司偿还债务与利息所支付的现金增加。近三年，公司筹资活动现金流入净额分别为2.61亿元、7.91亿元和16.23亿元，三年复合增长149.23%。

2015年上半年，公司经营活动现金净流入3.21亿元；投资活动现金净流出2.03亿元；筹资活动现金净流入7.06亿元。

总体看，近三年公司经营活动现金流呈净流入态势，收入实现质量较好。但公司现金流中关联方往来规模较大，影响现金流水平；投资支出较大，仍面临一定的融资需求。未来随着在建项目逐步实现销售，公司现金流水平有望得到改善。

### 6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2012~2014年底，公司流动比率与速动比率分别变动不大，截至2014年末，公司流动比率、速动比率分别为1.01倍、0.50倍，较上年年末均有小幅下滑，主要系公司借款增加较快所致；近三年，公司现金短期债务比分别为0.82倍、2.16倍和1.70倍，2014年底较上年明显下降，主要系短期债务增加所致。整体看，公司短期偿债能力一

般。

从长期偿债指标来看，近三年，公司 EBITDA 分别为 12.54 亿元、15.36 亿元和 12.32 亿元，呈波动趋势，2014 年，公司 EBITDA 同比下降 19.76% 至 12.32 亿元，主要系公司建安成本增加，期间费用高企，导致盈利规模减少；2012 年~2014 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.28 倍、0.27 倍和 0.15 倍<sup>3</sup>，2014 年公司刚性债务规模增长较快，导致 EBITDA 全部债务比大幅下降，EBITDA 对全部债务的覆盖能力一般；2012 年~2014 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.72 倍、2.13 倍和 1.95 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力一般。

截至 2014 年末，公司对外担保情况如下：

公司为宝龙地产（香港）控股有限公司（HK Holding）、宝龙地产控股有限公司（CI Holding）、良声有限公司（Kind Sonic）提供内保外贷业务以及在相应的国内银行因该业务开具银行保函而质押于银行的保证金合计 9.92 亿元；为其他关联方提供担保余额合计 37.13 亿元。公司对外担保金额占净资产比重为 37.61%，占母公司净资产的 97.90%，若被担保企业出现债务危机，对公司生产经营或产生一定影响。

截至 2014 年末，公司不存在重大未决诉讼。

根据中国人民银行信用报告（机构信用代码：G1031010510625880U），截至 2015 年 8 月 3 日，公司无未结清的关注类与不良类信贷信息记录；已结清的信贷信息中，存在一笔关注类信贷信息记录，涉及金额 3,500 万，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结清。

总体看，近两年公司项目开发速度加快，债务有所增长，偿债指标均有所下降，整体偿债能力尚可。未来随着公司上海七宝宝龙城市广场项目、上海崧泽华城宝龙商业广场项目逐步实现销售，实现现金流回笼，公司偿债能力有望提升。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司全部债务合 94.86 亿元<sup>4</sup>，本次拟发行债券规模为 40 亿元（含 40 亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定影响。

以 2015 年 6 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 40 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 50.37%、53.10% 和 72.41%<sup>5</sup>，债务负担有所增加；但考虑到本次债券募集资金部分资金用于偿还公司债务，上述测算的债务指标数值实际将会降低。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年末的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 12.32 亿元，为本次公司债券发行额度（40 亿元）的 0.31 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2014 年经营活动产生的现金流入 713.86 亿元，为本次公司债券发行额度（40 亿元）的 17.85 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高；经营活动现金净流入 25.56 亿元，为本次公司债券发行额度（40 亿元）的 0.64 倍，经营活动现金净流量对本次公司债券的覆盖程度较高。

<sup>3</sup> EBITDA 全部债务比中全部债务包含永续债。

<sup>4</sup> 截至 2015 年 6 月底的全部债务包含永续债。

<sup>5</sup> 长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率指标计算中，全部债务包含了永续债；所有者权益剔除了永续债。

综合以上分析，考虑到公司在综合实力、房地产项目所处地域、区域品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，且商业物业等投资性房地产拥有较强的变现能力。未来随着公司上海七宝宝龙城市广场项目、上海崧泽华城宝龙商业广场项目逐步实现销售，实现现金流回笼，公司盈利水平有望提高。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

### 3. 本次债券交易条款分析

宝龙地产控股针对本次债券的还本付息事宜出具《承诺函》，对收购本次债券的相关事宜做出不可撤销的承诺，从其承诺函的条款内容来看，如遇条款中列明的宝龙实业本息偿付障碍的情况，宝龙地产控股承诺将自行或指定宝龙地产控股实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购本次债券，收购价格为计算至收购日本次债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。由此看来，宝龙地产控股的资本实力、经营情况对其承诺效力有直接影响。

宝龙地产控股专注于发展及经营优质、大规模、多业态的商业地产项目，宝龙地产控股于2009年10月在香港联交所主板上市。截至2014年底，宝龙地产控股拥有49个物业发展项目，主打产品“宝龙广场”是集大型购物、品牌商店、美食、娱乐、文化、休闲、住宅和酒店于一体的城市综合体。分为三大系列，即面向一线城市的社区级邻里购物中心、面向二线城市的区域级购物中心以及面向三四线城市的城市商业中心。根据项目地点及当地市场需求，还设置由国际著名酒店管理公司管理的优质星级酒店及大型室内游乐场，是所在城市的大型综合商业地产项目之一，经过长年对商业地产的运营，宝龙地产控股已形成一种独特的商业地产模式。

近三年宝龙地产控股合并资产规模逐年增长，年增长率19.22%，2014年末合并资产总额已达到571.54亿元。2014年末负债合计365.44亿元，股东权益（含少数股东权益）186.10亿元。近三年宝龙地产控股资产负债率分别为58.96%、63.62%和63.94%，宝龙地产控股权益规模较大，财务杠杆处于合理水平。得益于近三年宝龙地产控股旗下项目的稳健运作，分别实现营业收入58.72亿元、72.57亿元和96.63亿元，年均增长率28.28%；受房地产市场系统性波动影响，宝龙地产控股的净利润水平有所波动，但整体利润规模维持在较高水平，近三年净利润分别为22.13亿元、14.00亿元和15.08亿元。宝龙地产控股资产规模较大，财务杠杆水平合理，整体盈利能力较强，其承诺对本次债券还本付息有一定的积极影响。

## 九、综合评价

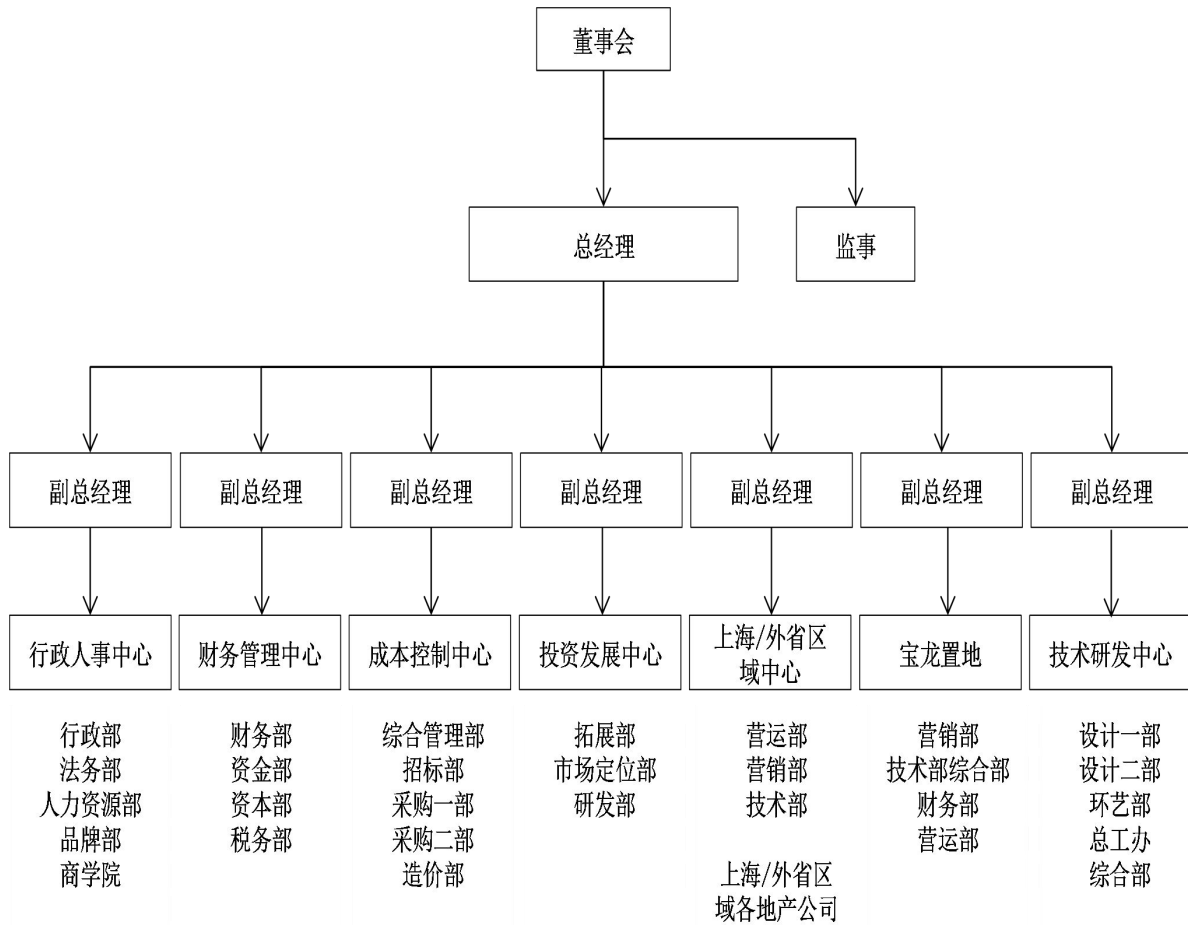
公司作为香港上市公司宝龙地产控股（HK.1238）在国内最大的房地产经营实体，在区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备的优势。同时，联合评级也关注到房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及商业地产市场面临饱和等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

宝龙地产控股对本次债券出具了收购承诺函。宝龙地产控股资产规模较大，财务杠杆水平合理，整体盈利能力较强，其承诺对本次债券还本付息有一定的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 上海宝龙实业发展有限公司组织结构图



## 附件 2 上海宝龙实业发展有限公司 主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	293.27	348.17	400.74	392.13
所有者权益(亿元)	94.15	105.27	125.10	132.32
短期债务(亿元)	-	-	-	-
长期债务(亿元)	29.34	43.00	59.42	80.98
全部债务(亿元)	44.53	55.98	83.38	94.95
营业收入(亿元)	24.61	45.81	52.38	24.07
净利润(亿元)	10.34	11.25	7.07	7.12
EBITDA(亿元)	12.54	15.36	12.32	--
经营性净现金流(亿元)	5.85	8.44	25.56	3.21
应收账款周转次数(次)	--	5.20	4.93	--
存货周转次数(次)	--	0.34	0.35	--
总资产周转次数(次)	--	0.14	0.14	0.06
现金收入比率(%)	158.35	103.04	100.41	115.15
总资本收益率(%)	--	7.51	4.16	3.48
总资产报酬率(%)	--	4.55	3.03	2.39
净资产收益率(%)	--	11.29	6.50	6.16
主营业务毛利率(%)	40.13	32.49	29.06	--
营业利润率(%)	29.08	24.53	27.93	31.55
费用收入比(%)	13.22	9.34	11.27	10.86
资产负债率(%)	67.89	69.77	72.03	69.60
全部债务资本化比率(%)	32.11	34.72	42.66	44.33
长期债务资本化比率(%)	23.76	29.00	34.64	40.45
EBITDA 利息倍数(倍)	1.72	2.13	1.95	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.28	0.27	0.15	--
流动比率(倍)	1.04	1.11	1.01	1.11
速动比率(倍)	0.51	0.55	0.50	0.39
现金短期债务比(倍)	0.82	2.16	1.70	3.51
经营现金流动负债比率(%)	3.82	4.63	12.14	1.85
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.31	0.38	0.31	--

注：2015 年上半年度指标未年化；上表所示指标的计算已将永续债从所有者权益中剔除，并计入长期债务；由于未获取可比较的 2011 年财务数据，因此 2012 年相关指标未经计算。

### 附件 3 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+营业费用+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/本次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/本次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

    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+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

    应收账款余额=应收账款净额+应收账款坏账准备

    存货余额=存货净值+存货跌价准备

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 上海宝龙实业发展有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年上海宝龙实业发展有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送上海宝龙实业发展有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月二十二日

