



上海宝龙实业发展（集团）有限公司

主动评级报告

信用等级：A+_{pi} 信用展望：稳定
评级时间：2021年10月15日

主要经营指标	2017	2018	2019	2020
合同销售额(亿元)	36.89	389.84	602.53	772.82
合同销售面积(万平方米)	79.23	258.00	376.75	508.11
主要财务指标	2018	2019	2020	2021Q1
现金类资产(亿元)	151.88	170.48	197.51	158.45
资产总额(亿元)	1,179.07	1,520.41	1,751.21	1,799.71
所有者权益(亿元)	377.09	441.34	526.69	536.58
短期债务(亿元)	71.20	83.35	117.57	117.95
全部债务(亿元)	306.10	351.12	408.05	398.24
营业总收入(亿元)	170.17	248.46	338.50	64.18
利润总额(亿元)	54.89	90.06	111.58	11.85
EBITDA(亿元)	60.78	96.74	119.46	-
经营净现金流(亿元)	25.62	54.45	23.32	-10.05
营业毛利率(%)	40.21	38.37	37.51	37.56
调整后的 EBIT 利润率(%)	20.93	23.31	25.57	-
总资产报酬率(%)	5.76	6.99	7.11	-
调整后的资产负债率(%)	62.25	65.73	65.47	65.35
全部债务资本化比率(%)	44.80	44.31	43.65	42.60
流动比率(倍)	1.31	1.24	1.24	1.22
现金类资产/短期债务(倍)	2.13	2.05	1.68	1.34
全部债务/EBITDA(倍)	5.04	3.63	3.42	-
EBITDA 利息保障倍数(倍)	3.34	4.12	3.85	-

资料来源：公开资料，公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表。

市场服务

电话：010-88090123

免责声明：1、本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；2、本报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议等；3、本报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；4、未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

评级结论

上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“公司”或“宝龙实业”）成立于 2010 年 2 月，截至 2021 年 6 月末，公司全资控股股东为宝龙地产（香港）控股有限公司（以下简称“宝龙地产”，港股上市公司，代码：1238.HK），实际控制人为自然人许健康。公司主营业务包括房地产开发与销售、商业物业出租、酒店运营等，中短期内业务结构将保持稳定。公司房地产业务聚焦长三角等地区，区域分布较好，在区域内具有一定规模和品牌优势，项目周转能力尚可，土地储备充足，商业物业运营情况较好，整体看公司经营风险较低。财务方面，公司资产质量一般，盈利能力较好，有一定对外筹资需求，短期偿债指标表现尚可，核心资产对债务覆盖程度较好，整体财务风险较低。外部支持无明显增信作用。综合上述因素，中债资信对公司主体信用等级评定为 A+_{pi}，信用展望为稳定。

评级要素

■ 经营风险要素

● **行业风险：**在持续调控、信贷环境趋紧等多重因素影响下行业销售承压，叠加融资监管加码房企资金充裕度下降，土地购置更趋谨慎，行业投资增速回落，景气度进一步弱化。销售及融资端双重压力下，行业分化进一步加剧，去化趋弱且前期扩张激进、已存在较大资金缺口且面临债务集中到期的房企信用风险将大幅增加，自身经营能力较弱且信用资质较差的尾部房企加速淘汰。

● **规模与市场地位：**公司为宝龙地产在国内最大的房地产经营实体，宝龙地产在 2020 年克而瑞中国房企销售金额排名 55 位，公司专注于商业及住宅地产开发，在长三角等区域内形成了一定的规模和品牌优势。

● **区域分布：**公司核心开发区域主要集中在以上海、杭州为主的长三角地区和福建、河南、海南等地区，近三年长三角销售金额占比 70% 以上，整体区位分布较好。

● **运营能力和项目质量：**公司房地产开发以住宅+商业地产模式为主，进行城市综合体的建设运营，其中住宅、公寓、商铺等予以销售，酒店自持运营。截至 2021 年 3 月末，公司存货/预收款项为 2.29 倍，个别在售项目因商业物业占比高去化较慢，总体项目周转能力尚可。项目质量方面，以主要在建项目总投资额和总建筑面积测算其平均投资成本约 1.10 万元/平方米，根据公司 2020 年销售均价 1.52 万元/平方米来看，在手项目安全边际较低（1.38 倍），未来盈利空间或有所下滑。

● **土地储备：**截至 2020 年末，公司土地储备总建筑面积 3,177.06 万平方米，根据公司 2020 年销售面积 508.11 万平方米估算，土地储备充足。从分布区

域看，公司土地储备集中分布在长三角，土地储备区位较好。

●商业物业出租：公司商业物业以购物中心、商业街为主，主要分布在长三角、福建、山东、河南等地，2020年实现租金收入14.34亿元，租金收入逐年增加。公司物业出租收入包括固定租金收入和租户营业收入提成两部分，平均租金水平受物业区位影响差异较大。除郑州宝龙广场、蚌埠宝龙广场出租率较低（68%~75%左右）外，其他主要商业物业出租率在90%左右，整体运营情况较好。

●酒店运营：公司酒店运营业务以委托管理为主，自主经营为辅。截至2020年末，公司共经营8家国际品牌和10家自创品牌连锁酒店。近年公司酒店平均客房单价小幅增长，入住率保持在80%左右水平，但2020年受疫情影响下滑明显。

●战略与投资：截至2020年末，公司房地产开发在建项目总投资1,336.02亿元，尚需投资483.91亿元，投资规模较大，根据公司经营活动现金流入和签约销售情况看，公司资金支出压力可控。

■ 财务风险要素

●资产质量：公司资产主要由存货、投资性房地产、货币资金和其他应收款组成。存货主要为在建开发产品和已完工开发产品（比例约为3:1），未计提减值，需关注部分三四线项目的去化压力；投资性房地产以公允价值计量，近年来快速增加主要系在建自持商业投入增加以及评估增值所致，2020年公司投资性房地产公允价值/租金收入约30.89倍，评估价值相对租金收入偏高；其他应收款增长较快，主要为合作开发往来款，需关注回收情况。截至2020年末，公司受限资产账面价值合计645.09亿元，占同期资产总额比重为36.84%，主要为被抵质押的存货和投资性房地产等，受限比例较高。整体看公司资产质量一般，流动性较弱。

●盈利能力和现金流：公司近年营业收入逐步增加，2020年末调整后的EBIT利润率为25.57%，盈利能力较强。从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润和公允价值变动收益构成，近三年公司公允价值变动收益占利润总额的28%，对盈利起到一定补充作用，但需关注其持续性。现金流方面，近年公司经营性现金流持续净流入，但未能覆盖投资净流出，有一定对外筹资需求。

●资本结构和偿债指标：随着合作开发项目增多公司少数股东权益增长较快，所有者权益中未分配利润占比亦较高，权益结构稳定性较弱。公司债务规模呈上升趋势，债务结构以长期债务为主，2021年3月末全部债务398.24亿元，调整后的资产负债率为65.35%，处于行业一般水平。偿债指标方面，截至2021年3月末，公司现金类资产/短期债务为1.34倍，短期偿债指标表现尚可；（现金类资产+存货+投资性房地产-预收账款）/全部债务为2.60倍，核心资产对债务覆盖程度较好。但考虑到投资性房地产估值偏高及合作开发存在一定表



外债务，偿债指标弱于账面表现。截至 2020 年末，公司共获银行授信 937 亿元，尚未使用额度 674 亿元，备用流动性较充足。

■ **外部支持**

公司实际控制人为自然人许健康，外部支持无明显增信作用。

附件一：

信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}、D_{pi}，其中 AAA_{pi} 至 B_{pi} 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{pi}	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB _{pi}	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B _{pi}	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 _{pi}	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC _{pi}	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C _{pi}	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D _{pi}	主体已经违约。

信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对上海宝龙实业发展（集团）有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。