

# 信用等级公告

联合[2017]658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“平安宝龙荣耀一期资产支持专项计划”项下的优先级资产支持证券进行跟踪评级，确定：

**优先级资产支持证券宝龙 02 信用等级为 AA+**

**优先级资产支持证券宝龙 03 信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一七年六月十四日

---

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>

## 平安宝龙荣耀一期

# 资产支持专项计划 2017 年定期跟踪评级报告

评级结果:

资产支持 证券	发行 金额 (亿元)	期限 (年)	上次评 级结果	本次评 级结果	
优 先 级	宝龙 01	1.40	1	AA+	已兑付
	宝龙 02	1.80	2	AA+	AA+
	宝龙 03	2.30	3	AA+	AA+
次级		0.50	--	NR	NR
合计		6.00	--	--	--

NR——未予评级

首次评级报告日：2016年03月15日

本次跟踪评级报告日：2017年06月14日

专项计划基准日：2015年12月01日  
 专项计划成立日期：2016年04月08日  
 基础资产跟踪基准日：2017年03月31日  
 本次跟踪期间：2016年03月15日至2017年03月31日  
 计划管理人：深圳平安大华汇通财富管理有限公司  
 原始权益人/差额支付承诺人/宝龙实业：上海宝龙实业发展有限公司  
 信托受托人：大业信托有限责任公司  
 信托借款人：原始权益人旗下19家宝龙物业公司  
 信托贷款担保人/宝龙控股：宝龙地产控股有限公司  
 基础资产：原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的大业-宝龙物业信托贷款单一资金信托的信托受益权

分析师

高鑫磊 gaoxl@unitedratings.com.cn

朱琳 zhul@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层(100022)

http://www.unitedratings.com.cn

评级观点：

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对“平安宝龙荣耀一期资产支持专项计划”进行了持续的跟踪,对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构的稳健性以及参与机构的信用状况和尽职情况进行了持续的关注,根据跟踪期内的年度资产管理报告、托管机构报告等信息,经过分析与测算,联合评级认为本期交易基础资产信用状况良好,参与机构履职情况稳定,联合评级认为本专项计划优先级证券宝龙02~03 预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强,违约风险很低。

优势：

1. 截至本次基础资产跟踪基准日,质押财产涉及的19处商业物业运营较为稳定,实际现金流情况较好,2015年10月1日~2016年9月30期间产生的实际现金流较初始评估基准日所做的现金流预测高39.04%,对优先级资产支持证券的本息覆盖情况良好。

2. 2016年,原始权益人宝龙实业资产规模进一步增加,经营情况良好,盈利能力、偿债能力较强,其提供的差额支付承诺为优先级资产支持证券的兑付起到了重要的保障作用。

3. 2016年,担保人宝龙控股业收入增长快速,盈利能力进一步提高,经营活动净现金流状况有所改善,其提供的连带责任保证担保对提升优先级资产支持证券的信用水平具有重要作用。

关注：

1. 2016年,质押财产涉及的19处商业物业总体出租率有所下降,如未来持续下降,对专项计划的本息兑付可能产生不利影响。

2. 2016年,宝龙实业收入实现质量一般,投资支出较大,未来融资需求较大。

3. 2016年, 宝龙控股投资物业的公允价值变动收益对除所得税前利润的贡献较大, 其价值受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响, 存在一定的不确定性。

原始权益人/差额支付承诺人主要财务指标:

项目	2015年	2016年
资产总额(亿元)	529.40	601.90
所有者权益(亿元)	209.96	237.71
营业收入(亿元)	87.87	114.61
经营性净现金流(亿元)	15.27	24.49
资产负债率(%)	60.34	60.51

担保方主要财务指标:

项目	2015年	2016年
资产总额(亿元)	666.62	791.28
所有者权益(亿元)	214.53	242.10
长期债务(亿元)	179.41	242.20
全部债务(亿元)	239.51	317.56
营业收入(亿元)	119.07	142.96
净利润(亿元)	23.35	27.49
EBITDA(亿元)	41.03	51.34
经营性净现金流(亿元)	4.92	13.70
净资产收益率(%)	11.10	12.04
资产负债率(%)	67.82	69.40
全部债务资本化比率(%)	52.75	56.74
流动比率(倍)	1.38	1.38
EBITDA全部债务比(倍)	0.17	0.16
EBITDA利息倍数(倍)	2.56	3.16

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 数据单位均指人民币。3、财务指标表中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。4、担保方财务数据均使用香港会计准则下财务报告数据。

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次资产支持证券到期兑付日有效；本次资产支持证券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



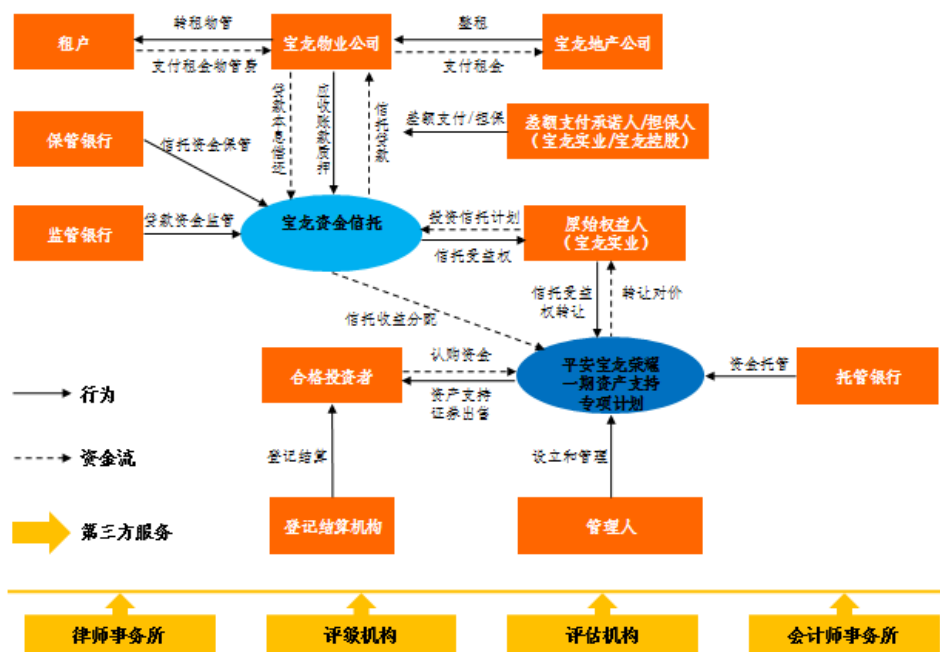
联合信用评级有限公司

## 一、专项计划概要

平安宝龙荣耀一期资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”）资产支持证券（以下简称“本次资产支持证券”）由深圳平安大华汇通财富管理有限公司（以下简称“平安汇通”或“计划管理人”）发行，所募资金用于向原始权益人上海宝龙实业发展有限公司（以下简称“宝龙实业”）购买基础资产—原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的，原始权益人根据法律规定享有的大业-宝龙物业信托贷款单一资金信托（以下简称“宝龙资金信托”）的信托受益权；并以基础资产形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向本次资产支持证券持有人还本付息。

宝龙资金信托由大业信托有限责任公司（以下简称“大业信托”或“信托受托人”）设立。大业信托与19家宝龙物业公司签订《大业-宝龙物业信托贷款合同》（以下简称“信托贷款合同”），向19家宝龙物业公司分别发放信托贷款。该信托贷款的贷款总额为6亿元，年利率为9%，采用一次性放款，按年计算分年支付的方式。宝龙实业旗下19家宝龙物业公司（信托贷款借款人）与大业信托签署了《应收账款质押合同》，以其19个已开业的“宝龙城市广场”自本专项计划设立日起3年内的短期租赁收入<sup>1</sup>和全部物业管理费收入应收账款（以下简称“质押财产”）质押给宝龙资金信托，并承诺以短期租赁收入和全部物业管理费收入作为信托贷款的还款来源，应收账款质押登记已于2016年4月6日办理。同时，宝龙地产控股有限公司（以下简称“宝龙控股”）为19家借款人的信托贷款偿付提供不可撤销的连带责任保证担保。

图 1 交易结构



资料来源：平安证券

本次资产支持证券分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券，是以基础资产所产生的现金流作为直接还款来源，以质押财产现金流作为实际还款来源，以优先/次级分层机制、宝龙实业对信托贷款提供的无条件不可撤销的差额支付承诺、宝龙控股对信托贷款提供的不可撤销的连带责任保

<sup>1</sup> 来源于短租合同的租金收入。短租合同是指广告位、通信站、ATM等固定位置的租赁合同。短租合同租赁期限多在0.5年到1.5年之间，期限短。

证担保和补充出质安排等机制提供综合信用提升的固定收益产品。

## 二、证券兑付情况

本专项计划于2016年4月8日正式成立，于2016年7月12日在上海证券交易所正式挂牌转让。本专项计划实际收到认购金6.00亿元（包括次级资产支持证券0.50亿元）。2017年4月8日为本专项计划的第一个兑付日，本次优先级资产支持证券共分配资金1.75亿元，托管户余额分配给次级。跟踪期内，优先级资产支持证券宝龙01、宝龙02、宝龙03当期利息支付完毕，宝龙01本金兑付完毕。

表1 资产支持证券概要

证券简称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	偿还方式
宝龙 01	1.40	1	5.30	按年付息，到期还本
宝龙 02	1.80	2	6.20	
宝龙 03	2.30	3	7.00	
次级	0.50	--	--	--
<b>合计</b>	<b>6.00</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：计划管理人提供，联合评级整理。

跟踪期内，未触发差额支付和担保事件。

## 三、原始权益人/差额支付承诺人信用风险分析

本次资产支持证券涉及的原始权益人/差额支付承诺人为宝龙实业。

### 1. 宝龙实业概况

宝龙实业系由宝龙控股出资组建的外商独资企业，本次跟踪期内，宝龙实业两次增资，截至2016年底，宝龙实业注册资本28.63亿元，均由宝龙控股出资。

截至2016年末，宝龙实业合并资产总额601.90亿元，负债合计347.19亿元，股东权益（含少数股东权益）254.71亿元。2016年，宝龙实业实现营业收入114.61亿元，净利润（含少数股东损益）28.54亿元，经营活动现金流量净额24.49亿元，现金及现金等价物净增加额25.70亿元。

### 2. 房地产行业分析

宝龙实业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。宝龙实业业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域规划紧密相关。

2016年全国房地产开发投资102,581亿元，同比名义增长6.90%（扣除价格因素实际增长7.5%），增速较上年同期增长5.90个百分点。分产品来看，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，占比高达67%，仍居各类房产之首；办公楼投资6,533亿元，同比增长5.2%，增速下滑较快；商业营业用房投资15,838亿元，同比增长8.4%。自2016年开始，一二三四线城市投资增速开始趋同，具体来看，一线城市房地产开发投资增速为8%，二线城市开发投资增速为8.2%，三四线城市增速为7.6%；住宅新开工面积一线城市增速为-4%，二线城市为16%，三四线城市为8%，整体看开发经营指标的增长主要来源于二、三线城市。



### (1) 土地供给

受 2015 年“去库存”政策的影响，2016 年前三季度地方政府继续减少土地推出量，但四季度以来热点一二线城市开始加大土地供应量以满足刚性需求：2016 年，全国 300 个城市共推出各类用地 18.2 亿平方米，同比下降 10.9%，降幅较 2015 年收窄 7.9 个百分点，整体仍处于较低水平；其中，住宅用地推出 8 亿平方米，同比下降 13.1%；商办用地推出 2.8 亿平方米，同比下降 16.2%。2016 年，房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，同比下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。

2015 年下半年以来，宽松的货币信贷环境下房地产企业融资便利且成本较低，进一步推动土地市场持续高热，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，土地成交溢价率在“十一”前后达到顶峰，后受调控政策的影响，成交土地溢价率有所下降。2016 年，全国 300 个城市各类用地平均溢价率为 42.77%，同比提高了 26.55 个百分点；其中，住宅用地平均溢价率为 54.65%，同比提高了 33.79 个百分点；商办用地平均溢价率为 14.35%，同比提高了 7.01 个百分点。

### (2) 开发资金来源

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2016 年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高，个人房贷在新增贷款的占比达到 45% 左右。但 2017 年以来，为防范系统性金融风险，房地产行业的去杠杆势在必行，个人按揭贷款占比预计有所下降。

### (3) 商品房市场供需

去化方面，截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%；而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。2015 年前 11 个月，中国新开工房屋 140,569 万平方米，新房还在不断涌入市场，基于上述数据测算，中国商品住房总库存达 39.96 亿平方米，现房库存去化周期 23 个月，期房库存需 4.5 年来消化。

销售方面，从统计局数据来看，2016 年，全国商品房销售面积 15.7 亿平方米，同比增长 22.5%，其中，商品住宅销售面积为 13.8 亿平方米，同比增长 22.4%；办公楼销售面积同比增长 31.4%；商业营业用房销售面积同比增长 16.8%。2016 年，全国商品房销售额 117,627 亿元，同比增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点；其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。

销售价格方面，受宽松货币政策环境、阶段性供求紧张及地价上涨影响，热点城市房价快速攀升，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.72%，较 2015 年扩大 14.57 个百分点，但在 2016 年四季度多城调控政策密集出台后，热点城市的新房及二手房价格涨幅出现一定回落。其中，一线城市房价累计涨幅高达 23.50%；二线城市房价累计涨幅达 13.93%；三四线城市房价整体变化较为稳定。

#### (4) 行业竞争

2016年，房地产行业集中度进一步提升。房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.05%和23.06%，分别较上年上升0.13和0.27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11.41%和14.75%，分别较上年提升0.90和1.01个百分点。

#### (5) 行业政策

2016年的房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程。2016年上半年，在“稳增长”和“去库存”政策框架下，中央政策对于房地产市场的支持力度不断加大：一方面，央行不断释放流动性激发了住宅需求的进一步释放，信贷、税收政策持续改善，另一方面，地方政府亦陆续出台房地产去库存的相关政策。

随着热点城市房价地价快速上涨，政府从三月份开始针对热点城市进行政策调控，并在十月份开始扩大政策调控的城市范围，限购限贷集中出台，遏制投资投机性需求，防范市场风险，三四线城市则仍坚持去库存政策；此轮政策继续坚持了分类调控、精准施策的原则，在注重抑制投资投机性需求的同时仍然保持了对合理消费需求的支持，有利于市场回归平稳。但2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，升级的调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

总体看，2016年我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

#### (6) 行业关注

##### **行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业公司债违约风险。

##### **房地产调控政策再度趋严**

2016年10月及2017年3月，我国房地产调控政策再度趋严，全国各个热点城市陆续出台限购、限价和限贷政策来促使当地房地产市场降温；政策环境已较为趋紧，但后续降温效果仍有待观察，未来不排除多轮调控后仍有政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度进入行业紧缩期。

##### **中小房企面临被整合风险**

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

综上所述，目前，中国经济发展进入结构调整和动力转换的关键时期，趋势性、阶段性、周期性矛盾相互叠加，经济中长期发展趋势不明显。房地产市场的走势短期会受政策影响而出现政策市，但中长期更多地还是依赖自身供求关系等基本要素；各城市市场因城市经济发展、人口流动和供求关系的差异，出现了明显的分化。



### 3. 区域经济概况

目前，宝龙实业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宝龙实业的经营影响较大。

2016年，上海市实现生产总值（GDP）27,466.15亿元，比上年增长6.8%。全年完成全社会固定资产投资总额6,755.88亿元，比上年增长6.3%。全市居民人均可支配收入54,305元，比上年增长8.9%，扣除价格因素，实际增长5.5%。其中，城镇常住居民人均可支配收入57,692元，增长8.9%，扣除价格因素，实际增长5.5%；全市居民人均消费支出37,458元，比上年增长7.7%。其中，城镇常住居民人均消费支出39,857元，增长7.9%。

受国家楼市宏观调控政策影响，上海房地产开发投资增速略有减缓，截至2016年底，上海房地产开发投资为3,709.03亿元，同比增长约6.9%。2016年上海市供应地块192宗，同比减少超过15%，土地供应紧张；土地出让金合计约1,639.60亿元，同比减少3%。2015年开始至2016年年中，由于宏观政策较为宽松，市场持续升温，2016年第四季度政府连续出台控制政策限制交易，截至2016年底商品房销售面积为2,705.69万平方米，同比增长11.3%。

总体看，2016年上海市经济保持增长，居民消费水平提高；受宏观调控政策影响，全年房地产业增速有所放缓。

### 4. 经营分析

#### （1）经营概况

宝龙实业主营业务为开发和经营商业物业及大规模的综合性物业等。2016年实现营业收入114.61亿元，同比增长30.43%，其中物业销售收入占比92.52%，同比变化不大。2016年，宝龙实业实现物业销售收入106.03亿元，同比增长30.16%；实现物业出租收入5.68亿元，同比增长38.54%；实现酒店收入，同比增长23.56%。

表2 宝龙实业营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
出售物业收入	81.46	92.70	38.09	106.03	92.52	39.70
出租物业收入	4.10	4.67	87.15	5.68	4.95	82.59
酒店收入	2.08	2.36	-0.76	2.57	2.25	-8.71
其他收入	0.24	0.27	-137.78	0.32	0.28	-63.52
<b>合计</b>	<b>87.87</b>	<b>100.00</b>	<b>38.99</b>	<b>114.61</b>	<b>100.00</b>	<b>40.44</b>

资料来源：宝龙实业审计报告

毛利率方面，2016年宝龙实业主营业务毛利率为40.44%，同比增长1.45个百分点，毛利率保持在较高水平。其中物业销售板块毛利率39.70%，较上年增长1.61个百分点；物业出租毛利率82.59%，较上年下降4.46个百分点。酒店业务和其他业务毛利率为负值，由于收入占比小，对宝龙实业整体毛利率影响较小。

总体看，2016年宝龙实业营业收入大幅增加，收入构成基本保持稳定，盈利能力有所提高。

## (2) 业务运营

### 房地产开发

宝龙实业业务运营主要集中于房地产开发板块。宝龙实业开发项目聚焦上海，将二、三线城市作为补充，并减少三、四线城市的项目。宝龙实业房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。

土地储备方面，截至2016年底，宝龙实业土地储备建筑面积194.02万平方米，其中2016年新增土地储备3块，分别为上海吴泾新项目、杭州未来科技城项目和徐州宝龙观邸，合计建筑面积49.08万平方米。

项目开发方面，2016年，宝龙实业房地产开发完成投资额同比增加23.19亿元至67.54亿元；新开工面积91.95万平方米，同比下降23.47万平方米；房屋竣工面积同比增加25.31万平方米至125.4万平方米。

从在建房地产项目来看，截至2016年末，宝龙地产在建项目总计14个，在建项目累计完成投资262.93亿元，尚需投资额81.77亿元；在开发项目总建筑面积762.17万平方米。

从房地产销售均价上看，2016年，宝龙实业房地产销售均价为1.21万元/平方米，与2015年基本保持一致；从协议销售面积和金额来看，2016年，宝龙实业协议销售面积同比增加14.78万平方米至87.68万平方米，主要系销售状况及市场环境良好所致；协议销售金额同比增加16.25亿元至105.88亿元，主要系价格上涨及销量增长所致。

从销售面积来看，截至2016年底，宝龙实业总可售面积556.3万平方米，已销售面积314.2万平方米，待售面积242.1万平方米。根据过往销售情况，待售物业面积可满足宝龙实业未来3年的销售需求。

总体看，近年来宝龙实业物业开发规模较大，项目投资额有所增长。随着房地产项目逐步实现销售，房地产销售收入平稳增长。截至2016年底，宝龙实业土地储备较为充足，预期满足未来几年的房地产开发需求；待售面积较大，未来的销售回款有望为宝龙实业的经营提供有力支撑。

### 物业出租

宝龙实业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。2016年，宝龙实业实现租金收入5.68亿元，同比增长38.54%，一方面由于用于出租的物业面积增加带动租金收入增长，另一方面是由于租金单价上涨引起。

从物业可出租面积来看，截至2016年底，宝龙实业可出租物业面积合计215.39万平方米。从出租率来看，2016年，宝龙实业出租物业平均出租率87.70%，较2015年的84.18%增长3.52个百分点；从平均租金来看，2016年，宝龙实业出租物业平均租金55.77元/平方米/月，较2015年的51.82元/平方米/月增长7.62%。

总体看，宝龙实业物业出租板块收入快速增长，为其经营提供一定的支撑，在一定程度上降低了物业销售业务单一性所带来的经营风险。

### 酒店运营

截至2016年底，宝龙实业纳入合并范围共10家酒店，分别是太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、泰安宝龙福朋酒店、蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店、上海宝龙丽笙酒店、上海国展宝龙丽筠酒店、上海宝龙艾美酒店、重庆宝龙戴斯酒店。2016年，宝龙实业酒店平均客房单价462元/天/间，与2015年的460元/天/间相比保持稳定；酒店平均入住率为87.4%。2016年，宝龙实业酒店运营收入2.57亿元，较2015年增长23.56%，主要系新开业酒店和业务增长所致。

总体看，物业出售收入为宝龙实业收入的主要来源，2016年，宝龙实业物业出售收入大幅增

长带动主营业务收入大幅增长。同时，宝龙实业通过出租物业和酒店经营能够获得持续稳定的收益及现金流，降低物业出售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，提升其经营能力。

## 5. 财务分析

### (1) 财务概况

宝龙实业 2015 年度、2016 年度合并财务报表分别经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）和上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。

2016 年，宝龙实业新纳入合并范围内子公司 17 家，注销合并范围内子公司 1 家，移出合并范围 1 家。新纳入合并范围内子公司主要系房地产开发项目公司，其中新设立子公司 2 家，新合并子公司 15 家。上述合并范围的变化对宝龙实业整体影响较小，财务数据可比性较强。

### (2) 资产质量

截至 2016 年底，宝龙实业合并总资产 601.90 亿元，较年初增长 13.69%。资产中流动资产占比 43.75%，非流动资产占比 56.26%。宝龙实业非流动资产占比略高，相对于其他房地产开发企业，流动资产占比比较低，主要系自持物业比例较高所致。资产结构较年初变化不大。

流动资产方面，截至 2016 年末，宝龙实业流动资产合计 263.36 亿元，较年初增长 3.35%。流动资产以存货（占比 55.63%）和货币资金（占比 31.55%）为主。截至 2016 年末，宝龙实业存货账面价值 146.50 亿元，较年初减少 13.01%。存货中在建开发产品占比 45.12%，已完工开发产品占比 54.88%。宝龙实业在开发项目主要分布于上海、天津、杭州等地，所处区域经济实力较强，存货质量较好。各项工程预期均能收回投入成本，尚未计提跌价准备。截至 2016 年底，宝龙实业货币资金总额 83.09 亿元，较年初增加 35.94%，主要系 2016 年宝龙实业发行面值总额 61.50 亿元的公募债所致。货币资金中银行存款占比 84.80%，其他货币资金占比 15.20%。货币资金中其他货币资金 12.63 亿元，全部为使用受限货币资金。

非流动资产方面，截至 2016 年底，宝龙实业非流动资产合计 338.54 亿元，较年初增长 23.29%。非流动资产以投资性房地产（占比 86.32%）为主。截至 2016 年底，宝龙实业投资性房地产账面价值 292.23 亿元，较年初增加 24.79%，其中投资性房地产公允价值变动 126.32 亿元。

受限资产方面，截至 2016 年底，受限货币资金共计 12.63 亿元，受限存货账面价值合计 45.49 亿元，受限投资性房地产账面价值合计 99.42 亿元，受限固定资产账面价值合计 5.61 亿元，受限无形资产账面价值合计 6.57 亿元，受限在建工程账面价值合计 1.46 亿元，受限资产共计 171.18 亿元，占资产总额的 28.44%。

总体看，2016 年，宝龙实业资产规模有所增长，受益于公募债的发行，货币资金大幅增长；存货集中在一、二线城市，存货质量较好。但联合评级也关注到，宝龙实业投资性房地产规模较大，其公允价值的变动值得关注，且存在一定比例的受限资产。整体看，宝龙实业资产质量尚可。

### (3) 负债及所有者权益

负债方面，截至 2016 年底，宝龙实业负债合计 347.19 亿元，较年初增长 13.30%。负债中流动负债占比 53.49%，非流动负债占比 46.51%，以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

流动负债方面，截至 2016 年底，宝龙实业流动负债 185.71 亿元，较年初增长 3.28%。流动负债

以其他应付款（占比 23.58%）、应交税费（占比 18.96%）、预收款项（占比 17.53%）和应付账款（占比 16.60%）为主。其中，其他应付款总额 43.80 亿元，较年初减少 20.08%，主要系应付关联方往来款项减少所致。其他应付款中应付关联方款项 25.82 亿元，占其他应付款余额的 58.94%。应交税费总额 35.21 亿元，较年初增长 47.94%，主要系“营改增”全面实施导致应交增值税大幅增加所致。预收款项 32.55 亿元，较年初减少 11.78%。其中，账龄超过 1 年的预收账款 29.37 亿元，占预收账款的 90.23%，主要系项目尚未办理交房手续所致。应付账款 30.83 亿元，较年初减少 3.79%。

非流动负债方面，截至 2016 年底，宝龙实业非流动负债合计 161.48 亿元，较年初增长 27.52%。非流动负债以长期借款（占比 40.33%）和应付债券（占比 38.13%）为主。其中，长期借款余额 65.13 亿元，较年初减少 26.56%。从期限结构来看，2018 年到期 19.66 亿元；2019 年到期 33.31 亿元；2020 年及以后到期 12.16 亿元。应付债券余额 61.58 亿元，较年初增长 1,146.33%，主要系 2016 年新发行公募债 61.5 亿元所致，其中新发 1 年期债券总面值 4.4 亿元，2 年期债券总面值 7.3 亿元，3 年期债券总面值 9.8 亿元，5 年期债券总面值 40.0 亿元。

有息债务方面，截至 2016 年底，宝龙实业全部债务总额 160.10 亿元，较年初增长 37.68%，主要系应付债券增加所致。全部债务占负债总额的 46.11%，有一定刚性兑付压力。债务中短期债务占比 20.85%，长期债务占比 79.15%，短期债务占比有所下降。截至 2016 年底，宝龙实业资产负债率 57.68%，与年初相比变化不大；全部债务资本化率、长期债务资本化比率分别为 38.60% 和 33.20%，较年初有所增长。

宝龙实业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，截至 2016 年底，该笔永续债期末余额 7 亿元；子公司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，截至 2016 年底，该笔永续债已归还，期末余额为 0；子公司上海康睿房地产发展有限公司于 2016 年度发行永续债本金 10 亿元，债权人为华融融德资产管理有限公司，到期日为 2026 年 10 月 31 日，截至 2016 年底，该笔永续债余额 10 亿元。截至 2016 年底，上述永续债合计 17 亿元，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作为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除永续债对所有者权益的影响并将其调整至长期债务，截至 2016 年末，宝龙实业全部债务合计 177.10 亿元，较年初增长 36.99%，其中短期债务占比 18.85%、长期债务占比 81.15%；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 60.51%、42.69% 和 37.68%。

总体看，2016 年，宝龙实业负债规模有所增长，以流动负债为主。流动负债中其他应付款和预收账款等占比较高；非流动负债中仍以借款为主，但债券占比大幅提高，2016 年继续发行永续债，拓宽了融资渠道；全部债务以长期债务为主，债务结构较为合理。

所有者权益方面，截至 2016 年底，宝龙实业所有者权益合计 254.71 亿元，较年初增长 14.24%，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 91.12%，少数股东权益占比 8.88%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 12.34%，其他权益工具占比 7.32%，未分配利润占比 77.16%。截至 2016 年底，实收资本合计 28.63 亿元，较年初增长 172.81%，主要系 2016 年增资所致。

总体看，2016 年，受益于增资和未分配利润的累积，宝龙实业所有者权益有所增长。所有者权益中，未分配利润占比较大，稳定性较弱。

#### （4）盈利能力

2016 年，宝龙实业实现营业收入 114.61 亿元，同比增长 30.42%，主要系物业销售规模扩大，销



售收入结转增加所致。2016年，宝龙实业实现营业利润 38.57 亿元，同比增长 29.35%；2016 年，宝龙实业实现净利润 28.54 亿元，同比增长 31.48%，其中归属于母公司的净利润 26.69 亿元，同比增长 20.60%。

从期间费用来看，2016 年，宝龙实业期间费用总额 8.13 亿元，同比增长 2.93%，主要系管理人员工资及利息支出增长所致。2016 年，宝龙实业费用收入比为 7.10%，同比减少 1.90 个百分点，费用控制能力有所加强。

从盈利指标来看，2016 年，宝龙实业营业利润率 30.46%，同比增长 2.56 个百分点；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.57%、6.78%和 12.75%，同比变化不大。总体看，随着开发项目的逐步结转，宝龙实业 2016 年营业收入和净利润有所增长，费用控制能力有所提高，整体盈利能力较强。

#### （5）现金流

从经营活动来看，2016年，宝龙实业经营活动现金流入总额110.47亿元，同比增长20.60%，主要系收到房地产销售款增加所致；经营活动现金流出总额85.97亿元，同比增长12.63%，主要系支付的往来款大幅增加所致。以上因素综合导致，2016年宝龙实业经营活动现金净流入总额24.49亿元，同比增长60.45%。从收入实现质量来看，2016年，宝龙实业现金收入比分别为95.64%，同比下降6.39个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2016年，宝龙实业投资活动现金流入总额15.94亿元，同比增长3.05%；投资活动现金流出总额44.22亿元，同比增长109.63%，主要系购买固定资产支付的现金大幅增加所致。以上因素综合导致，2016年宝龙实业投资活动现金净流出28.27亿元，同比增长402.96%。

从筹资活动来看，2016 年，宝龙实业筹资活动现金流入总额 172.55 亿元，同比增长 45.89%；筹资活动现金流出总额 143.07 亿元，同比增长 5.12%。以上因素综合导致，2016 年宝龙实业筹资活动现金净流量 29.47 亿元，同比增长 265.21%。

总体看，2016 年，宝龙实业经营活动现金流呈净流入态势，收入实现质量一般；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，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，2016 年底，宝龙实业流动比率与速动比率分别为 1.42 倍和 0.63 倍，较 2015 年底变动不大；现金短期债务比分别为 2.49 倍，较 2015 年底略有下降。整体看，宝龙实业短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2016 年，宝龙实业 EBITDA 为 39.72 亿元，同比增长 25.94%；EBITDA 全部债务比 0.22 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力尚可；EBITDA 利息倍数为 5.93 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力强。

截至 2016 年底，宝龙实业对外担保余额 27.51 亿元，被担保企业分别是杭州萧山宝龙置业有限公司、阜阳宝龙展耀置业有限公司、上海兴万置业有限公司、富阳宝龙房地产开发有限公司、杭州宝龙房地产开发有限公司。2015~2016 年，被担保企业的经营情况良好，无代偿风险。

截至 2016 年底，宝龙实业已银行授信总额 239.30 亿元，已使用 66.95 亿元，尚未使用 172.35 亿元。

截至 2016 年底，宝龙实业不存在重大未决诉讼。

整体看，宝龙实业偿债能力较强。未来随着开发项目逐步实现销售，实现现金流回笼，宝龙实



业偿债能力有望提升。

#### 6. 差额支付能力分析

以2016年底的相关财务数据为基础，宝龙实业经营活动现金流入量为110.47亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金（4.10亿元）的保护倍数为26.94倍；EBITDA为39.72亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金的保护倍数为9.69倍。宝龙实业经营活动现金流入量和EBITDA对本次优先级资产支持证券未偿本金的保护程度较高。

综合上述分析，宝龙实业资产规模较大，资产以非流动资产为主，资产结构保持稳定。2016年，宝龙实业收入规模和毛利率均有所提升，其所提供的差额补足对本次专项计划尚未偿付的优先级资产支持证券的保障能力有所提高。

### 四、质押资产分析

信托贷款借款人以其19个已开业的宝龙城市广场的短期租赁收入和全部物业管理（简称“物管”）费收入应收账款质押给宝龙资金信托，并承诺以短期租赁收入和全部物管费收入作为信托贷款的还款来源。

#### 1. 宝龙城市广场概况

19个宝龙城市广场产权均为宝龙实业下属的地产公司。19个宝龙城市广场分布在9个省级行政区共18个市，区域分散度良好，主要分布在山东省、江苏省、上海市、浙江省、重庆市等经济发达省市。

从定位及经营业态来看，跟踪期内，19个宝龙城市广场定位及主要经营业态未发生重大变化。

总体看，19个宝龙城市广场均为综合性商场，区域分散度良好。

#### 2. 市场环境

商场收入与商场租户经营状况密切相关，而租户经营状况与经济环境及居民购买力及消费水平有关。

从居民购买力来看，2016年，我国国内生产总值744,127亿元，比上年增长6.7%，同比下降0.2个百分点。全国居民人均可支配收入23,821元，比上年增长8.4%，扣除价格因素，实际增长6.3%，同比下降1.1个百分点。从居民消费水平来看，全国居民人均消费支出17,111元，比上年增长8.9%，扣除价格因素，实际增长6.8%。

总体看，我国居民购买力逐步增强，但受经济下行的影响，增速有所放缓；人均年消费支出增速处于较高水平，为商业广场的良好运行提供了一定条件。

#### 3. 宝龙城市广场运营情况

2016年，19家宝龙城市广场实现物管费收入27,217.80万元，同比增加3.27%；实现短期租赁收入8,600.28万元，同比减少34.20%，主要系部分城市广场出租市场好转，整体出租率有所上升，广场进行业态调整，减少短租业务所致。全部租赁收入方面，19个宝龙城市广场2016年租赁收入总计44,574.60万元，同比减少14.94%，主要系平均出租率有所下降所致。

2016年，19个宝龙城市广场平均出租率78.26%，较年初下降2.06个百分点，主要系青岛即墨宝龙城市广场和天津宝龙城市广场出租率大幅下降所致。其中，青岛即墨宝龙城市广场处于开业届满5年调整期，主动调整了部分品质差的商户，导致2016年出租率大幅下滑，随着调整的逐步到位，2017年一季度出租率较高幅度回升。天津宝龙城市广场2014年开业，开业初期为吸引商户，提高出租率，给予商户一定的免费期或者优惠期。但由于周边配套工程严重滞后，周边3公里内常住人口少，商家经营压力大，2016年，随着部分租赁合同已到期，产生严重的掉铺现象，导致出租率下滑明显。

从合同份数来看，截至2017年3月31日，已有物管合同共4,204份，较质押资产评估基准日（2015年8月10日）的2,133份增长97.01%。其中前三分别为福州宝龙城市广场（占比14.99%）、泰安宝龙城市广场（占比11.51%）和郑州宝龙城市广场（占比9.42%），合计占比35.92%。短租合同共1,176份，较质押资产评估基准日（2015年8月10日）的1,422份有所减少。其中前三分别为泉州安溪宝龙城市广场（占比9.86%）、福州宝龙城市广场（占比9.52%）和无锡旺庄宝龙城市广场（占比9.27%），合计占比28.65%。总体看，跟踪期内物管合同份数大幅增加，短租合同份数有所减少，物管合同和短租合同集中度仍较高。

表3 19个宝龙城市广场概况（单位：万平方米、份、年）

商业广场名称	开业时间	所在省份或直辖市	所在城市	楼面建筑面积	物管合同收费面积	已有物管费合同数	短租合同数
蚌埠宝龙城市广场	2010年9月	安徽省	蚌埠市	29.84	14.48	369	38
宿迁宝龙城市广场	2011年9月	江苏省	宿迁市	15.07	8.37	197	54
盐城宝龙城市广场	2011年9月	江苏省	盐城市	17.17	7.73	184	69
上海曹路宝龙城市广场	2013年12月	上海市	上海市	7.88	4.91	121	55
无锡旺庄宝龙城市广场	2010年10月	江苏省	无锡市	18.94	12.60	283	109
洛阳宝龙城市广场	2011年12月	河南省	洛阳市	6.80	3.79	108	79
青岛李沧宝龙城市广场	2011年12月	山东省	青岛市	17.29	4.63	124	57
重庆宝龙城市广场	2015年1月	重庆市	重庆市	11.30	5.62	234	32
杭州下沙宝龙城市广场	2014年11月	浙江省	杭州市	6.60	2.46	72	62
青岛城阳宝龙城市广场	2008年2月	山东省	青岛市	40.64	13.75	282	31
青岛即墨宝龙城市广场	2011年12月	山东省	即墨市	13.05	5.27	174	86
泰安宝龙城市广场	2010年9月	山东省	泰安市	22.65	8.48	484	58
胶州宝龙城市广场	2015年2月	山东省	胶州市	7.52	5.00	130	30
天津宝龙城市广场	2014年12月	天津市	天津市	15.90	1.91	70	18
福州宝龙城市广场	2007年4月	福建省	福州市	15.35	15.17	630	112
泉州安溪宝龙城市广场	2011年12月	福建省	泉州市	5.55	5.59	76	116
泉州晋江宝龙城市广场	2013年12月	福建省	晋江市	9.92	5.95	92	65
郑州宝龙城市广场	2007年11月	河南省	郑州市	22.90	10.58	396	50
新乡宝龙城市广场	2012年10月	河南省	新乡市	11.62	7.52	178	55
<b>合计</b>	--	--	--	<b>295.99</b>	<b>143.81</b>	<b>4,204</b>	<b>1,176</b>

资料来源：宝龙实业提供。

注：楼面建筑面积包括包含地上楼面建筑面积和地下车库面积。

从收费面积来看，19个宝龙城市广场楼面总建筑面积为295.99万平方米，截至2017年3月31日，已有物管合同收费面积共143.81万平方米，占建筑面积的48.59%。已有物管合同收费面积较质

押资产评估基准日（2015年8月10日）的73.59万平方米增长95.40%。已有物管合同收费面积中前三分别为福州宝龙城市广场（占比10.55%）、蚌埠宝龙城市广场（占比10.07%）和无锡旺庄宝龙城市广场（占比8.76%），合计占比29.38%。总体看，物管合同收费面积大幅增加，但集中度仍较高。

总体看，2016年，19家宝龙城市广场平均出租率略有下降，租赁收入有所下降，短租收入大幅下降；物管费收入有所增长；整体运营情况较为稳定。

## 五、现金流情景模拟分析及压力测试分析

本专项计划现金流主要来源于19家宝龙城市广场2015年9月30日至2022年9月30日的短期租赁租金收入和物管费收入。

### 1. 质押财产现金流分析

质押财产2015年10月1日~2016年9月30日实际现金流情况如下：

表4 质押财产现金流预测与实际情况对比（单位：万元）

指标	统计期间	物业管理费	短期租赁租金	合计
预测值	2015.10.01~2016.9.30	13,861	9,036	22,897
实际值	2015.10.01~2016.9.30	22,301	9,536	31,837

资料来源：宝龙实业提供

质押财产实际现金流31,837万元，较预测值22,897万元高39.04%，主要系专项计划成立时，对于物业公司短租收入与物管费收入预测的基础是已收集的短租合同及物管合同，而实际收款数是商场所有的短租收入及物管费收入，因此实际值大于预测值。

综上所述，本专项计划实际现金流优于预测值，但考虑预测数据是依据已收集的短租合同及物管合同做出的，联合评级使用2015.10.01~2016.9.30期间的实际现金流作为未来两年的预测现金流进行测算。

根据本专项计划实际发行情况，联合评级计算覆盖比率衡量本专项计划调整后的预测现金流对剩余优先级资产支持证券各期预期收益支出的覆盖水平：

表5 本专项计划存续期间质押财产调整后的预测现金流对剩余优先级资产支持证券预期支出的覆盖情况

	预期现金流（万元）	预期支出（万元）	覆盖倍数（倍）
第2年	31,837	20,726	1.54
第3年	31,837	24,610	1.29

资料来源：联合评级整理

注：其中覆盖比率=当期质押财产调整后的预测现金流/优先级资产支持证券当期预期支出

专项计划未来现金流对优先级资产支持证券预期支出的覆盖倍数最低为1.29倍，这表示质押财产的预期现金流能够足额覆盖预期支出，各期优先级资产支持证券的偿付都有保障。

### 2. 压力测试

跟踪期内，本专项计划产生的实际现金流高于预测值，但考虑到未来宏观经济的不确定性及电

商的冲击可能影响本专项计划实现现金流水平，联合评级对调整后的预测现金流进行了多重情景模拟，以综合判断本专项计划现金流入状况以及优先级资产支持证券在各兑付期间的偿还风险。

由于宏观环境及19个城市广场的运营环境尚未发生重大变化，联合评级在本次压力测试中，维持首评的压力范围。在风险调整变量压力区间内，同时结合本专项计划实际发行情况，联合评级进行了十万次压力情景模拟，测试优先级资产支持证券存续期内各偿还时点专项计划预测现金流对当期优先级资产支持证券预期收益支出的覆盖比率，据此对优先级资产支持证券利息偿付的保障程度进行判断，结果如下：

各期优先级资产支持证券压力测试结果如下：

表6 各期压力测试覆盖率情景

名称	平均覆盖倍数（倍）	标准差	覆盖比率大于1倍的概率
宝龙02	1.3391	0.0719	100.00%
宝龙03	1.1278	0.0607	99.38%

资料来源：联合评级整理

联合评级认为优先级资产支持证券宝龙02~03本息获得及时足额偿付的能力较强。

## 六、担保人分析

依据《保证协议》的约定，宝龙控股为借款人的信托贷款的偿付提供不可撤销的连带责任保证担保，进而为本专项计划取得信托受益权的收益提供保障。

### 1. 基本概况

截至2016年底，宝龙控股法定股本为3亿港元，已发行及缴足股本为3,997.30万港元。其中，天龙控股直接持有公司45.17%的股权，为宝龙控股的控股股东。截至2016年底，许健康持有天龙控股100%股权，同时直接持有宝龙控股0.78%的股权，合计持有宝龙控股45.95%股权，为宝龙控股的实际控制人。

截至2016年底，宝龙控股合并资产总额791.28亿元，负债合计531.87亿元，总权益（含永续资本工具持有人权益17.30亿元、非控制权益15.92亿元）259.40亿元。2016年宝龙控股实现营业收入142.96亿元，经营利润50.72亿元，年度利润（含永续资本工具及非控制权益所有人损益）27.49亿元，其中，归属永续资本工具持有人利润1.46亿元、非控制性权益持有人1.39亿元。2016年宝龙控股经营活动产生的现金流量净额13.70亿元，现金及现金等价物净增加额33.23亿元。

### 2. 经营状况分析

#### （1）经营概况

宝龙控股经营业务涵盖物业开发、物业投资、物业管理服务以及其他物业开发相关服务，属于商业地产投资与经营行业。

随着出售物业的不断结转和自持物业规模的扩大，2016年宝龙控股实现营业收入142.96亿元，同比增长了20.06%。同期，宝龙控股综合毛利率为33.42%，同比提高了0.49个百分点。

从收入构成来看，2016年，宝龙控股出售物业收入125.30亿元，同比增长了19.56%，主要系结转项目较多所致；随着自持物业面积的增加和商场租金的提高，2016年，宝龙控股实现出租物业收入

6.00亿元，同比增长8.61%；2016年，宝龙控股实现物业管理收入7.91亿元，同比增长了44.10%，主要系2016年宝龙控股管理的商业和住宅面积不断增加所致。

从毛利率情况来看，2016年，出售物业毛利率为32.65%，同比变化不大，主要系结转的项目中商业物业占比提高，商业地产物业价格波动较小导致。2016年，宝龙控股出租物业毛利率为78.26%，同比上升了13.26个百分点，主要系物业租金水平上升导致。2016年，宝龙控股物业管理业务毛利率32.45%，同比下降了2.80个百分点。宝龙控股其他业务主要是酒店业务，2016年，毛利率由正转负，为-10.34%，主要系受营改增和新开业酒店影响所致；宝龙控股其他业务占营业收入比重低，影响不大。综上，2016年宝龙控股综合毛利率为33.42%。

表7 2015~2016年宝龙控股收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出售物业	104.81	88.02	31.76	125.30	87.65	32.65
出租物业	5.52	4.64	65.00	6.00	4.20	78.26
物业管理	5.49	4.61	35.25	7.91	5.53	32.45
其他	3.26	2.73	12.56	3.75	2.62	-10.34
<b>合计</b>	<b>119.07</b>	<b>100.00</b>	<b>32.94</b>	<b>142.96</b>	<b>100.00</b>	<b>33.42</b>

资料来源：宝龙控股提供，联合评级整理。

总体看，物业销售是宝龙控股收入与利润的主要来源。2016年，随着开发项目的结转，宝龙控股营业收入有所增加，毛利率较为稳定。

## （2）运营情况

宝龙控股业务运营主要包括房地产开发及销售、投资物业租赁及物业管理和酒店运营三个板块。

### 房地产开发运营

从土地储备购置的进度来看，2016年，宝龙控股新购置土地面积181.13万平方米，对应建筑面积396万平方米，较2015年均均有大幅增长，主要系增加对长三角区域的项目布局所致。土地购置均价方面，宝龙控股2016年购地楼面均价为3,139.18元/平方米，较2015年的4,380.68元/平方米下降28.34%，主要系2015年购置的土地部分位于上海，由于上海地价较高，因而拉升了整体的楼面均价，而2016年购置土地主要位于浙江和江苏等地，楼面均价相对有所降低所致。

从土地储备情况来看，截至2016年底，宝龙控股总土地储备计容建筑面积为1,069.77万平方米，其中18.70%分布于环渤海经济区，50.00%分布于长三角，6.60%分布于福建省及周边地区，7.50%分布于中西部地区，17.30%分布于海南。从土地储备的城市等级分布来看，一线城市土地储备占22.10%，二线城市占31.70%，三四线城市占46.20%。

从开发项目的投资情况来看，宝龙控股在建项目预计总投资额为454.94亿元，截至2016年底，已完成投资合计303.36亿元，占预计总投资比66.68%，其中，上海地区项目预计总投资额为118.33亿元，占比26.01%，投资资金集中度较大；2017年至2019年，宝龙控股在建项目预计投资额分别为68.38亿元、50.84亿元和21.87亿元。

从项目开发的区域分布来看，截至2016年底，宝龙控股已竣工项目主要集中在二线和三四线城市，竣工项目的面积分别为627.56万平方米和592.45万平方米，占比分别为44.70%和42.20%。在建项目和拟建项目主要分布在二线城市和三四线城市，其中三四线城市拟建面积为281.77万平方米，占拟建面积比为52.23%，占比较高，随着未来在建项目的竣工和拟建项目的开发，公司在三四线城市



市的项目未来可能面临更大的销售压力。

从签约销售面积来看，2016年，宝龙控股商业物业签约销售面积68.87万平方米，同比增长31.75%，主要系位于天津和上海的项目市场反应较好，签约销售面积增加所致；住宅签约销售面积77.97万平方米，较上年下降22.96万平方米，主要系宝龙控股于2016年新开盘住宅项目较上一年减少所致。销售均价方面，2016年宝龙控股商业物业和住宅销售均价有所上升，分别为16,927元/平方米和7,676元/平方米，主要系受益于2016年房地产销售市场上行所致。从结转面积和结转收入来看，2016年商业物业结转面积大幅增长至57.51万平方米，主要系2016年新开业商场增加所致；住宅的结转面积和结转收入均有所下降。

表8 宝龙控股2015~2016年销售概况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

项目	2015年		2016年	
	商业	住宅	商业	住宅
签约销售面积	52.27	100.93	68.87	77.97
签约销售均价	15,793.13	5,993.72	16,927.00	7,676.00
结转面积	26.95	96.90	57.51	60.39
结转收入	481,014.00	567,037.00	911,568.00	341,432.00

资料来源：宝龙控股提供

从地域情况来看，宝龙控股2016年度出售物业的收入主要集中在上海市、福建省和杭州市，与2015年出售物业收入的地域分布有所变化，主要与具体项目的开发和销售进度相关。截至2016年底，宝龙控股可供出售的房地产建筑面积合计368.8万平方米，主要位于长三角区域。

总体看，近年来宝龙控股物业开发规模大，开发项目多，对资金需求量较大；随着项目的不断完工和实现销售，房地产销售收入平稳增长。2016年，宝龙控股商业物业销售面积和均价均有所提升，受项目开盘影响，住宅销售面积有所下降但销售均价有所上升，整体销售金额有所提升；结转收入大幅提高，销售形势良好；但三四线城市项目存在一定的去库存压力。

### 物业租赁

截至2016年底，宝龙控股持有的投资物业租赁项目总建筑面积386.60万平方米，较上年增长28.26%，主要系当年新开业酒店所致。宝龙控股物业租赁主要为购物商场，主要分布在东部沿海省市，其中可租面积为248.10万平方米。2016年，宝龙控股新开业购物商场为上海七宝宝龙城、上海嘉定宝龙广场、常州宝龙广场、烟台莱山宝龙广场、烟台蓬莱宝龙广场、杭州滨江宝龙城。宝龙控股投资物业租赁业务的整体出租率较高，2016年平均出租率为84.77%，但部分位于二三线城市的商场受地理位置及当地经济状况影响，出租率不高。

从物业租赁的商户情况来看，2016年前十大商户物业租赁租金合计0.79亿元，占物业租赁总收入13.10%。

总体看，2016年宝龙控股自持物业的面积有所增长，出租率保持较高，但部分位于二三线城市的商场受地理位置及当地经济状况影响，出租率不高。

### 物业管理和酒店运营

2016年，宝龙控股物业管理收入为7.91亿元，同比增长44.10%，主要系上海七宝宝龙城、上海嘉定宝龙广场、常州宝龙广场等广场于2016年新开业，物业管理面积增加所致。

2016年宝龙控股新开业上海艾美酒店和上海宝龙丽筠酒店2家国际品牌酒店；截至2016年底，宝龙控股自持的已运营酒店中，拥有9家国际品牌酒店及3家自创品牌连锁酒店，满足了不同档次的市场需求。2016年，宝龙控股酒店运营收入为3.25亿元，同比增长33.70%，主要系上海宝龙丽

筌酒店和重庆宝龙戴斯大酒店于 2015 年 12 月开业当年收入较少以及 2016 年新开业 2 家酒店所致。

总体看，宝龙控股的物业管理业务经营状况良好，随着 2016 年新广场开业，物业管理收入规模有所增加，提升了其营业收入。同时，随着新酒店项目的投入运营，宝龙控股酒店运营的营业收入亦有所增长。

### 3. 财务状况分析

宝龙控股 2016 年度合并财务报表已经罗兵咸永道会计师事务所 (PricewaterhouseCoopers) 审计，并出具了标准无保留意见的审计意见。宝龙控股财务报告遵照香港会计师公会颁布的香港财务报告准则及《香港公司条例》编制。截至 2016 年底，宝龙控股纳入合并范围子公司 236 家，较 2015 年增加 20 家，但主营业务一直为房地产开发经营，并未发生重大变化，财务数据可比性尚可。

#### (1) 资产质量

截至 2016 年底，宝龙控股资产总额为 791.28 亿元，较年初增长了 18.70%。其中流动资产占 46.54%，非流动资产占 53.46%，以非流动资产为主，与宝龙控股商业地产开发运营的业务类型相匹配。

#### 流动资产

截至 2016 年底，宝龙控股流动资产合计 368.22 亿元，以持作销售竣工物业（占比 30.70%）、现金及现金等价物（占比 24.37%）和开发中物业（占比 24.28%）为主。

截至 2016 年底，宝龙控股开发中物业账面价值为 89.40 亿元，较年初大幅下降 31.28%，主要系项目完工结转所致。截至 2016 年底，宝龙控股 35.23 亿元的开发中物业用作借贷质押的抵押品，占开发中物业比 39.40%，受限制比例较高。

截至 2016 年底，宝龙控股现金及现金等价物总额 89.74 亿元，较年初大幅增长 59.11%，主要系 2016 年商业类房产预售大幅增加以及借贷规模增长所致；从货币种类来看，宝龙控股现金及现金等价物中以人民币为主，占比 99.88%。

宝龙控股受限制现金单独列示，不包含在现金及现金等价物科目之内。宝龙控股受限制现金主要由项目建设保证金、银行承兑票据保证金、银行借贷保证金等构成。截至 2016 年底，宝龙控股受限制现金为 11.74 亿元，较年初增长 8.16%，主要系房产项目建设保证金增加所致。从受限制现金的货币种类来看，人民币占比 99.99%，美元占比 0.01%。宝龙控股受限制货币资金规模一般，但在一定程度上降低了资产的流动性。

截至 2016 年底，宝龙控股持作销售竣工物业账面价值 113.03 亿元，较年初增长 24.40%。截至 2016 年底，宝龙控股 21.89 亿元的持作销售竣工物业用作公司借贷质押的抵押品，占持作销售竣工物业比为 19.37%。宝龙控股持作销售竣工物业未计提减值准备。

#### 非流动资产

截至 2016 年底，宝龙控股非流动资产主要由投资物业（占比 81.20%）构成。

宝龙控股投资物业是以收取租金或者获取资本增值而持有的物业、土地和在建投资物业，采用公允价值进行计量。截至 2016 年底，宝龙控股投资物业公允价值合计 343.53 亿元，较年初增长 21.09%。从分类来看，竣工投资物业公允价值合计 311.58 亿元、在建中投资物业公允价值合计 31.96 亿元，以已竣工的投资物业为主；其中，公允价值为 187.62 亿元的投资物业用于借贷的抵押品，占比 54.62%，占比较高。从公允价值前五大投资物业的情况来看，建筑面积合计 87.99 万平方米，公允计值合计 103.91 亿元，占总投资物业公允价值比 30.25%，占比尚可，无单个投资物业公允价值占比突出的情

况。

资产抵质押方面，宝龙控股受限资产包括现金、土地使用权、开发中物业、持作销售竣工物业、物业及设备和投资物业，账面价值合计 276.58 亿元，占总资产比例 34.95%，宝龙控股受限资产规模较大。

总体看，宝龙控股资产构成以非流动资产为主，主要以投资物业为主。宝龙控股开发的住宅和商业地产业务主要分布于我国沿海省市，保值能力较强，但其变现能力受区域房地产行业景气度及政策影响，存在去库存压力；宝龙控股资产受限制规模较大，整体资产质量尚可。

## （2）负债和权益

### 负债

截至 2016 年底，宝龙控股负债总额为 531.87 亿元，较年初增长了 21.15%，主要系非流动负债增长导致。其中流动负债合计占比 50.12%，非流动负债合计占 49.88%，以流动负债为主。

截至 2016 年底，宝龙控股流动负债合计 266.56 亿元，较年初增长了 13.86%。宝龙控股流动负债以借贷（占比 28.27%）和贸易及其他应付款（占比 42.15%）为主。

截至 2016 年底，宝龙控股流动负债下的借贷合计 75.36 亿元，较年初增长 25.37%，主要系流动负债中的其他金融机构借贷增加所致。宝龙控股流动负债中的借贷主要由银行借款、其他借款和长期借贷之即期部分组成，分别占比 21.70%、15.24%和 63.07%。

截至 2016 年底，宝龙控股贸易及其他应付款 112.34 亿元，较年初增长 12.90%，主要系应付工程款和往来款增长所致。从构成来看，宝龙控股贸易及其他应付款由贸易应付款（占比 49.06%）、其他应付款及应计费用（占比 41.38%）、留成金应付款（占比 4.50%）、收购土地使用权应付款（占比 1.58%）和其他应付税项（占比 3.49%）构成。从贸易应付款的账龄构成来看，90 日以内的占比 38.87%、90~180 日占比 28.15%、180~365 日占比 16.22%、1~3 年占比 16.77%。宝龙控股其他应付款主要系与关联方的资金往来构成。2016 年底，宝龙控股前五大贸易应付款均为工程款，金额合计 26.52 亿元，占期末应付款总额比 22.07%，占比一般，集中度不高。

### 非流动负债

截至 2016 年底，宝龙控股非流动负债合计 265.32 亿元，较年初增长 29.47%，主要系非流动负债的借贷增长所致。宝龙控股非流动负债主要以非流动负债的借贷（占比 84.77%）为主。

截至 2016 年底，借贷合计 224.90 亿元，较年初增长 35.19%，主要系当年发行了总本金额为 55.00 亿元的熊猫债券、子公司上海宝龙实业发展有限公司发行了总本金额为 23.00 亿元的资产支持证券和总本金额为 40.00 亿元的中国公司债券所致。从非流动负债的借贷还款分布看，借贷的还款分布主要集中在 5 年以内，1~2 年到期的占比 23.47%，2~5 年到期的占比 54.69%，存在一定偿付压力。

有息债务方面，截至 2016 年底，全部债务合计 300.26 亿元；其中，短期债务共计 75.36 亿元，较年初增长 25.37%，占全部债务比 25.10%；长期债务共计 224.90 亿元，较年初增长 35.19%，占全部债务比 74.90%，债务结构以长期债务为主，结构较为合理。从债务的币种来看，截至 2016 年底，全部债务中，外币债务为 38.37 亿元，占比 12.78%，其中，美元债务约合人民币 35.72 亿元，占全部债务比为 11.90%，港币债务约合人民币 2.66 亿元，占全部债务比为 0.89%。以外币计价的有息债务规模较大，面临一定的汇率风险。考虑到永续资本工具的性质及特点，将其从权益中剔除并将其作为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除永续资本工具对权益的影响并将其调整至长期债务，截至 2016 年底，宝龙控股全部债务合计 317.56 亿元，其中短期债务占比 23.73%，长期债务占比 76.27%。

从债务指标来看，截至 2016 年底，宝龙控股资产负债率为 67.22%，较年初提高了 1.36 个百分点；全部债务资本化比率为 53.65%，较年初提高了 3.77 个百分点；长期债务资本化比率为 46.44%，较年初提高了 4.21 个百分点；宝龙控股有息债务处于较高水平。剔除永续资本工具对权益的影响并将其调整至长期债务后，宝龙控股全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.74% 和 50.01%，较调整前有所提升。

总体看，随着业务规模的扩大，宝龙控股负债规模快速增长，但整体债务水平仍属可控，债务结构以长期债务为主；美元债务规模较大，面临一定的汇率风险。

### 所有者权益

截至 2016 年底，宝龙控股总权益 259.40 亿元，较年初增长了 13.98%，主要系保留盈利增加所致。总权益中归属于公司持有人的权益 226.18 亿元，占比为 87.19%。宝龙控股所有者权益中包含 17.30 亿元的永续资本工具。归属于公司持有人的权益中，股本及溢价占比 11.86%，其他储备占比 2.90%，保留盈利占比 85.24%，主要系商业和住宅物业销售和出租等形成的利得；由于保留盈利在归属于母公司的所有者权益中占比较大，宝龙控股权益结构的稳定性较弱。

总体看，宝龙控股所有者权益有所增长，权益结构的稳定性较弱。

### (3) 盈利能力

2016 年宝龙控股实现收入 142.96 亿元，同比增长 20.06%。宝龙控股经营利润由收入扣除销售成本、销售及营销成本、行政开支，并调回投资物业公允价值收益净额、其他收益（亏损）和汇兑收益（亏损）净额而成；由于收入中物业销售收入及物业管理服务收入的增长，经营利润呈现快速增长态势，2016 年为 50.72 亿元，同比增长 25.11%。除所得税前利润由经营利润扣除融资成本净额，调回采用权益法核算之投资收益（亏损）构成，2016 年为 47.08 亿元，同比增长 22.35%。2016 年宝龙控股年度利润 27.49 亿元，同比增长 17.73%。

宝龙控股作为商业地产开发和经营的公司，持有投资物业而产生的公允价值变动收益为利润水平带来的贡献较为明显。2016 年投资物业公允计值收益净额为 15.20 亿元，同比微增 1.08%，主要系位于一、二线城市投资物业公允价值增长所致。2016 年，公允价值收益净额占除所得税前利润的比率为 32.28%，投资物业的公允价值收益净额对除所得税前利润的贡献较大。

从各项费用来看，2016 年，宝龙控股销售及营销成本 4.80 亿元，同比下降 1.09%；2016 年，行政开支为 7.57 亿元，同比增长 2.95%；2016 年，融资成本净额为 6.79 亿元，同比增长 86.43%，主要系提前赎回债券所支付的溢价所致。2016 年，上述三项费用合计为 19.17 亿元，占收入比为 13.41%，同比提高 0.09 个百分点，费用控制能力待提高。

从盈利指标来看，2016 年，宝龙控股毛利率略有上升，为 33.42%，同比提高了 0.49 个百分点。2016 年，总资本收益率为 5.95%，同比提高了 0.21 个百分点；净资产收益率为 11.29%，同比提高了 0.52 个百分点，总资本收益率和净资产收益率较上年均有所上升。

总体看，受益于一、二线城市房地产市场回暖，宝龙控股 2016 年营业收入规模和盈利水平稳步提升，抗风险能力增强，投资物业公允价值变动收益对公司盈利贡献度较高，宝龙控股盈利水平较好。

### (4) 现金流

从经营活动来看，宝龙控股经营活动净现金流由经营活动产生的现金、已付中国企业所得税、已付中国土地增值税和已付利息构成。2016 年，宝龙控股经营活动现金流量净额 13.70 亿元，同比



大幅增长 178.17%，主要系房地产销售收入大幅增加所致。

从投资活动来看，宝龙控股自持一定规模投资物业用以出租，由于物业投资规模大，资金回收周期长，投资活动仍呈大额净流出状态。2016 年，宝龙控股投资活动现金流量净额为-50.11 亿元，净流出规模较上年增长 125.97%，主要系投资物业的增加和对合营及联营企业投资增加所致。

从筹资活动来看，随着筹资活动前现金需求增加，2016 年宝龙控股筹资活动现金流量净额 69.64 亿元，同比增长 131.94%，主要系当年通过发行债券获得较多资金所致。

总体看，2016 年宝龙控股经营活动净现金流状况有所改善，但由于自持物业和固定资产投资规模较大，仍需通过筹资活动满足现金支出需求。

#### (5) 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，宝龙控股流动比率为 1.38 倍，与去年持平；流动比率较为稳定，水平尚可。2016 年，宝龙控股经营活动现金流量净额大幅增长，经营活动流动负债比率为 5.14%，同比提高了 3.04 个百分点；经营现金利息偿还倍数为 0.84 倍，同比提高了 0.53 倍，经营现金对流动负债和利息的覆盖能力有所改善，但仍处于较低水平。截至 2016 年底，宝龙控股现金短期债务比为 1.35 倍，覆盖倍数较高。总体看，宝龙控股短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016 年，宝龙控股 EBITDA 为 51.34 亿元，同比上升 25.13%，主要系除所得税前利润的增长所致；其中折旧占比 2.64%、摊销占比 0.50%、计入财务费用的利息支出占比 5.17%，除所得税前利润占比 91.70%，EBITDA 以除所得税前利润为主。2016 年 EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，较 2015 年比值 0.18 倍有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖能力仍一般；2016 年宝龙控股 EBITDA 利息倍数由上年的 2.56 倍上升至 3.16 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力较强。2016 年，宝龙控股经营现金债务保护倍数为 0.05 倍，较上年提高了 0.03 倍，经营活动产生的现金流量对全部债务的保障能力有所提升但仍处于较低水平。考虑到宝龙控股拥有较大规模的投资性房地产、上海等地区开发价值较高的土地储备及商业地产市场景气度回暖等因素，一定程度上提升了宝龙控股对全部债务的保障能力，宝龙控股长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，宝龙控股对外担保余额为 111.85 亿元，主要是为购房者向银行申请的个人住房抵押贷款而作出的担保及为共同控制实体所提供的担保。当向客户转移房屋产权且客户按银行要求办理个人住房抵押后，为购房者提供的担保将解除。按揭银行担保为阶段性担保，且有客户的房产作抵押，风险较小。目前宝龙控股提供担保的合营公司经营正常，且能够及时了解合营公司经营情况，对合营公司的担保风险不大。

截至 2016 年底，宝龙控股无重大未决诉讼。

宝龙控股为香港上市公司（证券代码：1238.HK），直接融资渠道畅通。截至 2016 年底，宝龙控股合并口径授信额度共 165.20 亿元左右，已使用 139.69 亿元左右，间接融资渠道有待拓宽。

#### 4. 担保能力分析

以 2016 年底的相关财务数据为基础，宝龙控股经营活动净现金流为 13.70 亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金（4.10 亿元）的保护倍数为 3.34 倍；EBITDA 为 51.4 亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金的保护倍数为 12.52 倍。宝龙控股经营活动净现金流和 EBITDA 对本次优先级资产支持证券未偿本金的保护程度较高。

综合上述分析，宝龙控股作为集房地产开发、商业物业租赁、酒店和物业管理为一体的香港上市公司，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，其资产规模较大，资



产以非流动资产为主，资产结构保持稳定。2016年，宝龙实业收入规模和毛利率均有所提升，其所提供差额补足担保，对本次专项计划尚未偿付的优先级资产支持证券的保障能力有所提高。

## 七、其他参与主体分析

### 1. 计划管理人-平安汇通

本专项计划管理人平安汇通成立于2012年12月15日，是首批获批成立的三家基金公司子公司之一。截至2016年底，平安汇通注册资本人民币2.0亿元，由平安大华基金管理有限公司全资控股。截至2016年底，平安汇通资产总额10.89亿元，净资产7.49亿元；2016年实现营业收入11.9亿元，同比增长57%；实现净利润4.57亿元。

截至2016年底，平安汇通已发行资产管理计划3,994只，管理资产规模超过14,095亿。其中2016年发行资产管理计划940只，新增管理资产规模超过3,565亿。

跟踪期内，未触发相关机构解任事件。

联合评级认为，平安汇通经营状况良好，履约和尽职能力情况稳定。

### 2. 托管人-大业信托

本专项计划的信托受托机构是大业信托。大业信托成立于1992年12月。截至2016年底，大业信托注册资本10亿元人民币。

截至2016年底，大业信托已成立的信托产品规模 3,772.20 亿元，存续信托资产余额 1,314.80 亿元。其中2016年新成立信托产品252只，信托规模1,014.08亿元。截至2016年底，大业信托资产总额21.05亿元，净资产14.96亿元；2016年实现营业收入6.15亿元，同比增长6.96%；实现净利润2.94亿元。

跟踪期内，未触发相关机构解任事件。

联合评级认为，大业信托经营状况良好，财务状况稳定，履约和尽职能力情况稳定。

### 3. 托管人-兴业银行

本专项计划的托管人是兴业银行股份有限公司（以下简称“兴业银行”）。

截至2016年底，兴业银行资产总额60,858.95亿元，较年初增长14.85%；资本净额达到4,569.58亿元，一级资本充足率和核心一级资本充足率分别达到9.23%和8.55%；资本充足率达到12.02%。2016年，兴业银行实现归属于母公司股东的净利润538.50亿元，同比增长7.26%；加权平均净资产收益率17.28%，同比下降1.61个百分点，总资产收益率0.95%，同比下降0.09个百分点；不良贷款比率1.65%，较年初上升0.19个百分点；拨备计提充足，期末拨贷比达3.48%，拨备覆盖率达210.51%。

截至2016年底，兴业银行在线托管产品21,457只，资产托管业务规模94,423.07亿元，较期初增加22,283.59亿元，增长30.89%；2016年实现资产托管中间业务收入43.45亿元，同比增长0.67%。

跟踪期内，未触发相关机构解任事件。

联合评级认为，兴业银行经营状况良好，财务状况稳定，履约和尽职能力情况稳定。

## 八、结论

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对“平安宝龙荣耀一期资产支持专项计划”进行了持续的跟踪，对基础资产的信用表现、证券兑付情况、交易结构的稳健性以及参与机构的信用状况和尽职情况进行了持续的关注，根据跟踪期内的年度资产管理报告、托管机构报告等信息，

经过分析与测算，联合评级确定维持本专项计划优先类资产支持证券宝龙 02~03 信用等级为 AA+，该评级结果反映了本专项计划优先级证券宝龙 02~03 预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

## 附件 1 宝龙地产控股有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	666.62	791.28
所有者权益（亿元）	214.53	242.10
短期债务（亿元）	60.11	75.36
长期债务（亿元）	179.41	242.20
全部债务（亿元）	239.51	317.56
营业收入（亿元）	119.07	142.96
净利润（亿元）	23.35	27.49
EBITDA（亿元）	41.03	51.34
经营性净现金流（亿元）	4.92	13.70
存货周转次数（次）	0.38	0.45
总资产周转次数（次）	0.19	0.20
现金收入比率（%）	23.12	24.34
总资本收益率（%）	5.74	5.95
净资产收益率（%）	11.10	12.04
资产负债率（%）	67.82	69.40
全部债务资本化比率（%）	52.75	56.74
长期债务资本化比率（%）	45.54	50.01
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	3.16
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.16
流动比率（倍）	1.38	1.38
现金短期债务比	1.12	1.35
经营现金流动负债比率（%）	2.10	5.14

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、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。

4、上表财务数据均使用香港会计准则下财务报告。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件3 资产支持专项计划资产支持证券信用等级的设置及含义

资产支持证券计划资产支持证券信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

优先级资产支持证券信用等级的设置及含义

等级	含义	
投资级	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。
投机级	BB级	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。
倒闭级	C级	不能偿还债务。

注：AA~CCC级可用“+”、“-”号微调，最高等级为AAA级。