

# 信用等级公告

联合[2018]1204 号

---

上海宝龙实业发展（集团）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：

**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：

二〇一八年六月二十二日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（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 2018 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+	已兑付
	宝龙 03	2.30	3	AA+	AA+
次级		0.50	--	NR	NR
合计		6.00	--	--	--

NR——未予评级

上次评级报告日：2017年6月14日

本次跟踪评级报告日：2018年6月22日

证券跟踪基准日	2018年04月08日
专项计划成立日	2016年4月08日
基础资产跟踪基准日	2018年3月31日
跟踪期间	2017年04月01日~ 2018年04月08日
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,联合评级确定维持宝龙 03 的信用评级为 AA+。

#### 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,2016年10月1日~2017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1.06%,对优先级资产支持证券的本息覆盖情况良好。

2. 2017年,原始权益人宝龙实业在建项目规模较大,对未来销售和收入状况提供一定支撑,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. 2017年,担保人宝龙控股收入增长快速,盈利能力进一步提高,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. 2017年,宝龙实业债务规模增长较快;所有者权益结构稳定性偏弱;资产受限比例较高,营业利润对公允价值变动收益依赖较大。

2. 2017年,19个宝龙广场短期租赁收入同比有较大幅度下降。

**原始权益人/差额支付承诺人主要财务指标：**

项目	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	601.90	694.20
所有者权益(亿元)	237.71	303.20
营业收入(亿元)	114.61	94.78
经营性净现金流(亿元)	24.49	20.09
资产负债率(%)	60.51	56.32

**担保方主要财务指标：**

项目	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	791.28	954.91
所有者权益(亿元)	242.10	294.74
长期债务(亿元)	242.20	257.80
全部债务(亿元)	317.56	355.36
营业收入(亿元)	142.96	155.93
净利润(亿元)	27.49	38.68
EBITDA(亿元)	51.34	72.65
经营性净现金流(亿元)	13.70	13.20
净资产收益率(%)	12.04	13.96
资产负债率(%)	69.40	69.13
全部债务资本化比率(%)	56.74	54.66
流动比率(倍)	1.38	1.28
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.20
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.59

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

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。

除因本次评级事项联合评级与委托方构成委托关系外，联合评级、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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。本跟踪评级报告所依据的评级方法在联合评级网站公开披露。

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相关资料主要由委托方或发行人提供，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委托方、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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本专项计划项下受评对象到期兑付日有效；在受评对象存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内受评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

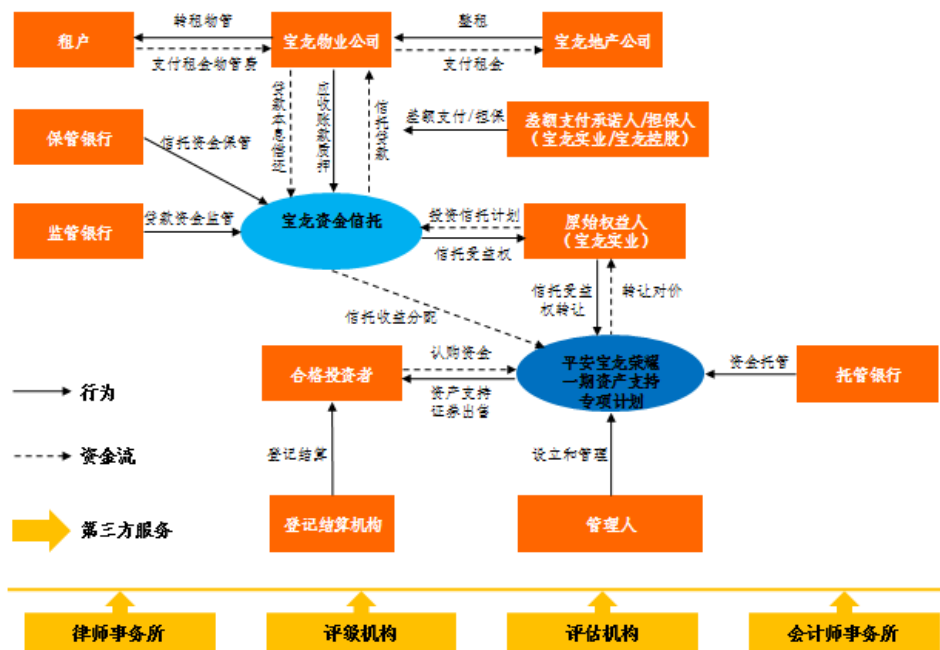


## 一、专项计划概要

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）。2018年4月9日（预期兑付日为2018年4月8日，因遇法定节假日顺延至4月9日）为本专项计划的第二个兑付日，资金已按照约定划转频率和约定金额足额划转至相应账户。本次优先级资产支持证券共分配资金2.07亿元，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02、宝龙03当期利息支付完毕，宝龙02本金兑付完毕。

表1 资产支持证券概要（单位：亿元，年，%）

证券简称	兑付日	发行金额	期限	发行利率	偿还方式
宝龙 01	2017 年 4 月 8 日	1.40	1	5.30	按年付息，到期还本
宝龙 02	2018 年 4 月 8 日	1.80	2	6.20	
宝龙 03	2019 年 4 月 8 日	2.30	3	7.00	
次级	2019 年 4 月 8 日	0.50	--	--	--
合计	--	6.00	--	--	--

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，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 41.84 亿元，实收资本 28.63 亿元，宝龙地产（香港）持有公司 100% 股权，公司实际控制人为许健康。

截至2017年末，宝龙实业合并资产总额694.20亿元，负债合计391.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计303.20亿元，其中归属于母公司的所有者权益278.48亿元。2017年，宝龙实业实现合并营业收入94.78亿元，净利润（含少数股东损益）31.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为29.50亿元；经营活动产生的现金流量净额20.09亿元，现金及现金等价物净增加额为2.28亿元。

### 2. 房地产行业分析

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投

资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

#### （1）土地供给

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8% 外，一线城市和三线城市同比分别减少 20% 和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3% 和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28% 和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30% 和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

#### （2）开发资金来源

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

#### （3）市场供需

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

#### （4）行业政策

2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多

渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017年12月18日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018年3月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

#### （5）行业关注

##### 行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

##### 房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

##### 中小房企面临被整合风险

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，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

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。

2017年，上海市实现生产总值（GDP）30,133.86亿元，比上年增长6.9%。全年完成全社会固定资产投资总额7,246.60亿元，比上年增长7.3%。全市居民人均可支配收入58,988元，比上年增长8.6%，扣除价格因素，实际增长6.8%。其中，城镇常住居民人均可支配收入62,596元，增长8.5%，扣除价格因素，实际增长6.7%；全市居民人均消费支出27,825元，增长9.0%。其中，城镇常住居民人均消费支出42,304元，增长6.1%。

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2017年底，上海房地



产开发投资为 3,856.53 亿元，比上年增长 4.0%。由于 2016 年第四季度起政府连续出台控制政策限制交易，截至 2017 年底商品房销售面积 1691.60 万平方米，下降 37.5%。其中，住宅销售面积 1341.62 万平方米，下降 33.6%。全年商品房销售额 4026.67 亿元，下降 39.9%。其中，住宅销售额 3336.09 亿元，下降 36.3%。全年存量房买卖登记面积 1563.53 万平方米，下降 54.0%。

总体看，2017 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

2017 年，宝龙实业业务仍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。宝龙实业目前为“开发+持有”并存的经营模式，开发的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，能够为宝龙实业带来稳定的现金流入。2017 年，宝龙实业营业收入下降至 94.78 亿元，主要系房地产结转规模波动所致。2017 年，宝龙实业实现净利润 31.59 亿元，同比增长 6.37%，主要系合并范围增加、主营业务毛利率水平提升以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致。

表2 宝龙实业营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 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	113.96	92.91	36.99	80.81	85.27	34.68
出租物业收入	5.72	4.66	82.55	8.29	8.74	85.45
酒店收入	2.57	2.10	-8.71	4.35	4.59	0.76
其他收入	0.40	0.33	-31.82	1.33	1.40	58.12
合计	122.65	100.00	37.93	94.78	100.00	41.34

资料来源：宝龙实业审计报告

从毛利率看，由于宝龙实业出售物业收入占营业收入比重较大，因此其毛利率水平对宝龙实业整体毛利率水平影响较大。2017 年，宝龙实业出售物业毛利率下降，主要系当年结转项目中毛利率水平较低的住宅项目占比较高所致。2017 年，宝龙实业出租物业毛利率上升，主要系出租物业面积和商场租金增加，费用摊销所致，维持在较高水平。2017 年随着宝龙实业新开业酒店数增加、客房数增加，固定资产折旧摊销比较大，酒店业务毛利率由负转正。其他业务方面，由于钢材与咨询业务结构有所调整，2017 年其他业务毛利率为 58.12%。宝龙实业主营业务整体毛利率水平 41.34%，同比上升 3.41 个百分点。

总体看，物业出售和出租是公司收入与利润的主要来源；2017 年，受开发项目结转规模不同的影响，公司收入有所下滑；毛利率水平小幅上升；未来随着公司在建项目逐步实现销售，公司收入水平有望进一步增长。

##### (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。

2017 年，宝龙实业拿地 2 块，分别为商业用地和住宅、商办用地，主要通过招拍挂和收购方式取得。2017 年，宝龙实业购置土地规划建筑面积 68.35 万平方米，购置土地集中于长三角区域，楼面地价处于较低水平。项目开发方面，2017 年，宝龙实业房地产开发完成投资额同比增加 4.79 亿元至 72.33 亿元；新开工面积 66.23 万平方米，同比下降 25.72 万平方米；房屋竣工面积同比下降 39.90 万平方米至 85.50 万平方米。

从在建房地产项目来看，截至 2018 年年 3 月底，宝龙地产在建项目总计 20 个，在建项目预计总投资额 445.74 亿元，已累计完成投资 338.25 亿元，尚需投资额 107.50 亿元；在开发项目总建筑面积 980.59 万平方米。

从房地产销售均价上看，2017 年，宝龙实业房地产销售均价为 1.34 万元/平方米，较 2016 年上升 0.13 万元；从协议销售面积和金额来看，2017 年，宝龙实业协议销售面积同比下降 8.45 万平方米至 79.23 万平方米，主要系受上海类住宅政策影响部分商业物业不能销售所致；受上述因素影响，协议销售金额同比下降 18.99 亿元至 86.89 亿元。

从销售面积来看，截至 2018 年 3 月底，宝龙实业总可售面积 666.67 万平方米，已销售面积 453.47 万平方米，待售面积 213.20 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，2017 年，公司房地产协议销售均价上升，受上海类住宅政策的影响，2017 年协议销售面积有所下降。考虑到目前房地产政策有所收紧以及三四线城市房地产市场景气度波动较大，公司待售面积主要分布在三四线城市，未来销售存在一定不确定性；上海市商办类新规对公司上海部分项目的去化产生一定影响。

#### 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。2017 年，宝龙实业实现租金收入 8.29 亿元，同比增长 46.20%，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 2017 年底，宝龙实业可出租物业面积合计 218.29 万平方米。从出租率来看，2017 年，宝龙实业出租物业平均出租率 87.39%，较 2016 年的 87.70% 下降 0.31 个百分点；从平均租金来看，2017 年，宝龙实业出租物业平均租金 55.77 元/平方米/月，较 2015 年的 55.77 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

2017 年宝龙实业新增酒店淮安艺悦酒店、盐城雅乐轩酒店。宝龙实业酒店运营业务主要以委托管理为主，自主经营为辅，其中太仓宝龙福朋酒店、青岛宝龙福朋酒店、泰安宝龙福朋酒店、海阳雅乐轩酒店、上海宝龙丽笙酒店等采用委托管理模式；蓬莱宝龙客栈、安溪宝龙艺筑酒店等采用自主经营模式。2017 年，宝龙实业酒店收入增长至 4.35 亿元，主要系纳入合并范围酒店数量的增加，新开业酒店表现良好，使收入规模进一步扩大所致。

2017 年，宝龙实业酒店平均客房单价小幅下降至 427 元/间/天，主要系新开业商务型酒店价格较低所致；由于宝龙实业酒店地理位置较好，宝龙实业酒店平均入住率相对较为稳定且较高，两年均保持在 83% 以上。

总体看，2017 年，得益于纳入合并范围的酒店数量的增加，宝龙实业酒店收入持续增长；由于宝龙实业酒店地理位置较好，酒店入住率处于较高水平。

## 5. 财务分析

### （1）财务概况

宝龙实业提供的 2016 和 2017 年度合并财务报表经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见的审计报告。宝龙实业财务报表根据《企业会计准则》及其他相关规定编制。宝龙实业 2017 年审计报告对 2016 年财务数据进行了追溯调整，年初数较 2016 年审计报告年末数有所不同，本报告 2016 年末财务数据取自 2017 年审计报告期初数据。

从合并范围变化上看，2017 年宝龙实业合并范围内新增子公司 19 家，其中新设子公司 16 家，同一控制下合并子公司 1 家，非同一控制下的合并子公司 3 家；合并范围内减少子公司 5 家。宝龙实业合并范围变化较大，考虑到宝龙实业主营业务未发生变化，且对 2016 年末数进行了追溯调整，财务数据仍具有可比性。

### （2）资产质量

截至2017年末，宝龙实业合并资产总额694.20亿元，较年初增加10.71%，主要系非流动资产中投资性房地产增加所致。宝龙实业资产中流动资产占比40.37%，非流动资产占比59.63%，资产构成中非流动资产占比仍较高。

流动资产方面，截至2017年末，宝龙实业流动资产280.22亿元，较年初减少1.86%，主要系其他应收款减少所致。截至2017年末，宝龙实业流动资产以货币资金（占28.71%）和存货（占59.00%）为主。截至2017末，宝龙实业货币资金80.44亿元，较年初减少4.03%，主要系预收房款减少所致。截至2017年末，宝龙实业货币资金中银行存款占比91.17%、其他货币资金占比8.83%；其中其他货币资金均为受限资金，主要为银行贷款保证金、客户按揭贷款保证金、内保外贷保证金等，宝龙实业受限货币资金占比较低。截至2017年末，宝龙实业存货165.33亿元，较年初增长3.83%，宝龙实业存货中在建开发产品占比48.36%、已完工开发产品占比51.64%。存货中用于债务担保的账面价值50.01亿元，占比30.25%，受限规模较大。由于各项工程预期均能收回投入成本，期末不存在减值迹象，因此宝龙实业未计提存货跌价准备；开发项目所处区域经济实力较强，宝龙实业存货质量较好，但仍需关注部分三四线城市项目对宝龙实业存货去化产生的影响。

非流动资产方面，截至2017年末，非流动资产合计413.98亿元，较年初增长21.21%，主要以投资性房地产（占84.27%）和固定资产（占6.01%）为主。截至2017年末，宝龙实业投资性房地产账面价值348.84亿元，较年初增长18.16%，主要系合并范围增加以及上海七宝宝龙城、上海嘉定宝龙广场、常州宝龙广场等物业建成由存货转入所致。宝龙实业投资性房地产中用于抵押担保的金额为99.42亿元，占比28.50%。截至2017年末，宝龙实业投资性房地产成本198.58亿元，公允价值变动150.27亿元，整体增值率75.67%，增值率较高。截至2017年末，宝龙实业固定资产账面价值24.89亿元，较年初增长9.42%，主要系在建工程转入所致。宝龙实业固定资产主要由房屋及建筑物（占比89.68%）构成。截至2017年末，宝龙实业固定资产账面原值31.59亿元，累计折旧6.70亿元，成新率79.85%，成新率较高。从受限情况看，受限的固定资产合计为14.50亿元，受限比例为58.26%，受限比例较高。

受限资产方面，截至2017年底，受限货币资金共计7.10亿元，受限存货账面价值合计55.30亿元，受限投资性房地产账面价值合计214.71亿元，受限固定资产账面价值合计14.50亿元，受限无形资产账面价值合计5.87亿元，受限在建工程账面价值合计0.91亿元，受限资产共计298.39亿元，占资产总额的42.98%。

总体看, 2017 年, 宝龙实业资产规模有所增长, 存货中三四线城市项目可能存在一定去化压力; 宝龙实业非流动资产中, 投资性房地产规模较大, 整体增值率较高; 宝龙实业受限资产占比较高, 整体看, 宝龙实业资产质量一般。

### (3) 负债及所有者权益

负债方面, 截至 2017 年末, 宝龙实业负债合计 391.01 亿元, 较年初增长 9.79%, 主要系应付账款和长期借款增加所致。负债构成中, 流动负债占比 51.87%, 非流动负债占比 48.13%, 流动负债占比较高。

截至 2017 年末, 流动负债 202.81 亿元, 较年初增长 8.37%, 主要系应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。

截至 2017 年末, 宝龙实业应付账款账面价值 54.23 亿元, 较年初增长 74.33%, 主要系随着项目逐步推进, 应付建筑工程款增加所致。截至 2017 年末, 宝龙实业预收款项 24.14 亿元, 较年初下降 26.13%, 主要系协议销售金额下降所致, 主要为预收售楼款 (占比 99.26%)。截至 2017 年底, 宝龙实业应交税费小幅增长至 39.35 亿元, 主要系计提的土地增值税和企业所得税增加所致。截至 2017 年末, 其他应付款账面价值 39.20 亿元, 较年初下降 9.78%, 主要系应付关联方往来款大幅减少所致。其他应付款中, 应付关联方往来款项占比 65.15%, 应付第三方往来款项占比 20.23%, 押金及保证金占比 14.62%; 其中, 应付母公司宝龙地产 25.12 亿元, 占其他应付款总额的 64.08%。截至 2017 年末, 宝龙实业一年内到期的非流动负债 32.76 亿元, 较年初增长 66.70%, 主要系部分宝龙实业之前发行的宝龙实业债券于 2018 年回售或者到期所致。其中, 一年内到期的长期借款占比 30.51%, 应付债券及利息占比 69.49%。

截至 2017 年末, 宝龙实业非流动负债合计 188.20 亿元, 较年初增长 11.37%, 主要系长期借款大幅增长所致。宝龙实业非流动负债主要由长期借款 (占比 50.53%)、应付债券 (占比 27.41%) 和递延所得税负债 (占 22.06%) 构成。

截至 2017 年末, 宝龙实业长期借款合计 95.10 亿元, 较年初增长 31.72%, 主要系宝龙实业业务发展需要, 借款增加所致; 长期借款到期期限比较分散。随着宝龙实业发行的债券于 2018 年到期或回售, 截至 2017 年底, 宝龙实业应付债券规模下降至 51.58 亿元。

截至 2017 年末, 全部债务合计 182.12 亿元, 较年初增长 8.75%, 其中短期债务占比 19.46%、长期债务占比 80.54%, 以长期债务为主。2017 年, 宝龙实业资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化比率均小幅下降, 分别为 56.32%、37.53%和 32.61%。总体看, 宝龙实业债务水平较稳定, 整体尚在合理范围内。

宝龙实业子公司重庆宝龙长润置业发展有限公司 2017 年发行永续债 49,250.00 万元, 无固定偿还期限, 截至 2017 年底, 该笔借款余额为 34,340 万元; 宝龙实业子公司上海康睿房地产发展有限公司 2016 年度发行永续债本金 10.00 亿元, 到期日为 2026 年 10 月 31 日; 宝龙实业子公司上海宝龙富闽房地产开发有限公司 2017 年发行永续债 34,700 万元, 无固定偿还期限, 截至 2017 年底, 该笔永续债余额为 34,700 万元。上述三笔永续债合计 16.90 亿元均计入“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进行偿债指标测算。根据测算结果, 截至 2017 年末, 宝龙实业的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 58.76%、41.01%和 36.36%, 宝龙实业债务负担明显提升, 但整体仍处于合理水平。

总体看, 2017 年, 宝龙实业债务规模增长较快, 债务负担尚可; 债务结构以长期债务为主, 债



务结构较为合理，但面临一定集中偿付压力。

所有者权益方面，截至 2017 年末，宝龙实业所有者权益合计 303.20 亿元，较年初增长 11.90%，其中归属于母公司的所有者权益 278.48 亿元（占比 91.85%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本 41.84 亿元（占比 15.02%），资本公积 8.67 亿元（占比 3.11%），其他权益工具（永续债）16.90 亿元（占比 6.07%），盈余公积 0.64 亿元（占比 0.23%），未分配利润 210.43 亿元（占比 75.56%）。宝龙实业所有者权益中，未分配利润占比较大，所有者权益的稳定性偏弱。

截至 2017 年末，宝龙实业实收资本较年初大幅增加 13.21 亿元，主要系控股股东宝龙地产（香港）以股权作价对宝龙实业进行增资所致；宝龙实业资本公积 8.67 亿元，较年初下降 56.54%，主要系 2017 年同一控制下合并杭州宝龙房地产开发有限宝龙实业收购日的增发股份对价转入实收资本所致。

总体看，2017 年，宝龙实业所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

#### （4）盈利能力

2017 年，宝龙实业营业收入下降至 94.78 亿元，主要系上海物业受类住宅调控政策影响交房，房地产结转规模下降所致。2017 年，宝龙实业营业利润增长至 43.94 亿元，主要系合并范围增加、主营业务毛利率水平提升以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长所致。2017 年，宝龙实业实现净利润 31.59 亿元，同比增长 6.37%。

从期间费用来看，2017 年，宝龙实业费用总额 10.39 亿元，同比增长 23.45%，其中销售费用占比 41.56%，管理费用占比 48.22%，财务费用占比 10.22%。2017 年，宝龙实业销售费用增长主要系随着项目增多，营销力度加大所致；管理费用增长主要系人工成本增加所致；财务费用增长主要系借款规模增加，利息支出增加所致。

从利润构成来看，2017 年，宝龙实业公允价值变动收益上升至 23.94 亿元，主要系合并范围增加及房地产行业景气度较高，投资性房地产公允价值变动较大所致；2017 年，宝龙实业公允价值变动收益占当年营业利润比重为 54.49%，投资性房地产的增值对利润贡献大。2017 年，宝龙实业营业外收入占利润总额比重为 0.58%，营业外收入对利润总额影响不大。

从盈利指标来看，2017 年，宝龙实业营业利润率增长至 31.06%，总资产报酬率下降至 6.87%，总资本收益率下降至 7.28%，净资产收益率下降至 11.00%。

总体看，2017 年，由于上海物业受类住宅调控政策影响未销售和交房，房地产结转规模下降，宝龙实业营业收入下降；得益于合并范围增加以及投资性房地产公允价值变动收益大幅增长，宝龙实业净利润大幅增长。整体看，宝龙实业公允价值变动收益对利润影响较大，宝龙实业盈利能力较强。

#### （5）现金流

从经营活动来看，2017 年，宝龙实业经营活动现金流入小幅下降至 116.36 亿元，主要系宝龙实业售楼款下降所致。2017 年，宝龙实业收到其他与经营活动有关的现金 26.52 亿元，同比增长 30.09 倍，主要系往来款大幅增加所致。2017 年，宝龙实业经营活动现金流出小幅增长至 96.27 亿元；2017 年，支付其他与经营活动有关的现金 36.30 亿元，同比增长 5.36 倍，主要系宝龙实业支付的保证金和往来款增加所致。2017 年，宝龙实业经营活动产生的现金流量净额下降至 20.09 亿元，维持净流入状态。

从投资活动来看，2017 年，宝龙实业投资活动现金流入下降至 14.93 亿元，其中收到其他与投

资活动有关的现金下降至 13.78 亿元，主要系从关联方收回的资金。2017 年，宝龙实业投资活动现金流出下降至 18.18 亿元，主要系宝龙实业购建固定资产、无形资产等支付的现金下降所致。2017 年，宝龙实业支付其他与投资活动有关的现金为 7.57 亿元，主要系为关联方支付的现金，较上年变动不大。2017 年，宝龙实业投资活动产生的现金流量净额为-3.24 亿元，呈净流出状态。

从筹资活动来看，2017 年，宝龙实业筹资活动现金流入下降至 122.14 亿元，主要系宝龙实业长期借款增加与发行债券所致；筹资活动现金流出下降至 136.72 亿元，主要系宝龙实业偿还债务与利息所支付的现金增长所致。2017 年，宝龙实业筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-14.57 亿元。2017 年由于发行债券规模缩小，筹资活动现金流量净额大幅下降。

总体看，2017 年，宝龙实业经营活动现金流呈净流入状态，经营活动现金流状况佳；投资活动现金流呈持续净流出状态，考虑目前宝龙实业在建规模，仍面临一定的融资需求。

#### （6）偿债能力

从短期偿债指标来看，2017 年底，宝龙实业流动比率 1.38 倍，速动比率 0.57 倍，较上年变动不大；2017 年底，宝龙实业现金短期债务比为 2.27 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。2017 年，宝龙实业经营现金流动负债比下降至 9.91%。整体看，宝龙实业短期偿债能力指标较强。

从长期偿债指标来看，2017 年，宝龙实业 EBITDA 增长至 47.06 亿元，主要来自利润总额的增加。2017 年，宝龙实业 EBITDA 主要由利润总额（占比 92.18%）构成。2017 年，宝龙实业 EBITDA 利息倍数由 3.64 倍上升至 6.33 倍，对利息的覆盖程度较好；宝龙实业 EBITDA 全部债务比为 0.26 倍，保持不变，对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，宝龙实业长期偿债能力指标尚可。

截至 2017 年末，宝龙实业对外担保余额 28.44 亿元，占 2017 年末宝龙实业净资产的 10.35%，被担保企业主要是宝龙实业的关联企业，目前经营正常，宝龙实业或有负债风险可控。

截至 2017 年末，宝龙实业共获得商业银行授信总额 272.30 亿元，尚未使用的授信额度为 166.80 亿元，宝龙实业间接融资渠道畅通。

根据宝龙实业提供的人民银行征信报告（机构信用代码 G1031010510625880U），截至 2018 年 5 月 11 日，宝龙实业未结清业务中无不良类和关注类信贷记录；已结清业务中，有 1 笔关注类记录，涉及金额 3,500 万，该笔款项于 2011 年 3 月 4 日已结清，形成关注主要系借款银行系统对宝龙实业报表评级的原因造成，宝龙实业过往履约情况良好。

总体看，2017 年，宝龙实业项目开发速度加快，债务有所增长，宝龙实业自持大量商业物业，其地理位置优越，且租赁能带来较为稳定现金流，宝龙实业整体偿债能力很强；未来随着宝龙实业在建项目的完工销售，整体偿债能力有望提升。

#### 6. 差额支付能力分析

以 2017 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 116.36 亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金（2.30 亿元）的保护倍数为 50.59 倍；EBITDA 为 47.06 亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金的保护倍数为 20.46 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。2017 年，宝龙实业 EBITDA 和毛利率均有所提升，随着未偿本金减少，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费（以下简称“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，2017年，我国国内生产总值872,122亿元，同比增长6.90%，增速较上年增长0.2个百分点。全国居民人均可支配收入25,974元，比上年增长8.3%，扣除价格因素，实际增长6.5%，较上年增长0.2个百分点。从居民消费水平来看，全国居民人均消费支出18,322元，比上年增长7.1%，扣除价格因素，实际增长4.1%。

总体看，我国居民购买力逐步增强；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

2017年，19家宝龙城市广场实现物管费收入28,824.15万元，同比增加5.90%，主要系部分城市广场出租市场好转，整体出租率有所上升所致；实现短期租赁收入3,197.05万元，同比减少62.83%，主要系广场进行业态调整，减少短租业务所致。全部租赁收入方面，19个宝龙城市广场2017年租赁收入总计50,656.02万元，同比上升13.64%，主要系平均出租率有所上升所致。

2017年，19个宝龙城市广场平均出租率84.39%，较年初上升6.13个百分点，主要系青岛即墨宝龙城市广场完成租户调整导致出租率较上年有大幅提高。

从合同份数来看，截至2018年3月31日，19家宝龙广场已有物管合同共4,115份，同比下降2.12%，较质押资产评估基准日（2015年8月10日）的2,133份增长92.92%。其中前三分别为福州宝龙城市广场（占比15.33%）、无锡宝龙城市广场（占比11.22%）和蚌埠宝龙城市广场（占比8.90%），合计占比35.43%。短租合同共1,550份，同比上升31.80%，较质押资产评估基准日（2015年8月10日）的1,422份增长9.00%。其中前三分别为青岛即墨宝龙城市广场（占比13.23%）、青岛李沧城市广场（占比9.87%）和上海曹路宝龙城市广场（占比8.19%），合计占比31.29%。总体看，跟踪期内物管合同份数较上年略有减少，但较评估基准日仍大幅增加，短租合同份数有所增加，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	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	
		2017年3 月31日	2018年3 月31日	2017年3 月31日	2018年3 月31日	2017年3月 31日	2018年3月 31日
蚌埠宝龙城市广场	29.84	14.48	14.34	369	365	38	51
宿迁宝龙城市广场	15.07	8.37	11.94	197	210	54	98
盐城宝龙城市广场	17.17	7.73	8.37	184	220	69	106
上海曹路宝龙城市广场	7.88	4.91	4.5	121	110	55	127
无锡旺庄宝龙城市广场	18.94	12.60	12.44	283	462	109	81
洛阳宝龙城市广场	6.80	3.79	4.18	108	98	79	78
青岛李沧宝龙城市广场	17.29	4.63	5.11	124	120	57	153
重庆宝龙城市广场	11.30	5.62	6.11	234	221	32	36
杭州下沙宝龙城市广场	6.60	2.46	4.24	72	222	62	58
青岛城阳宝龙城市广场	40.64	13.75	12.11	282	311	31	22
青岛即墨宝龙城市广场	13.05	5.27	5.10	174	120	86	205
泰安宝龙城市广场	22.65	8.48	8.48	484	263	58	49
胶州宝龙城市广场	7.52	5.00	5.27	130	152	30	50
天津宝龙城市广场	15.90	1.91	1.92	70	10	18	8
福州宝龙城市广场	15.35	15.17	15.17	630	631	112	109
泉州安溪宝龙城市广场	5.55	5.59	5.55	76	82	116	113
泉州晋江宝龙城市广场	9.92	5.95	6.23	92	123	65	119
郑州宝龙城市广场	22.90	10.58	9.78	396	221	50	44
新乡宝龙城市广场	11.62	7.52	8.53	178	174	55	43
合计	295.99	143.81	149.37	4,204	4,115	1,176	1,550

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2018年3月31日，已有物管合同收费面积共149.37万平方米，占建筑面积的50.46%。已有物管合同收费面积同比增长3.87%，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102.98%。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10.16%）、蚌埠宝龙城市广场（占比9.60%）和无锡旺庄宝龙城市广场（占比8.33%），合计占比28.08%。总体看，物管合同收费面积较质押资产评估基准日大幅增加，但集中度仍较高。

总体看，跟踪期内，受平均出租率上升影响，19家宝龙城市广场物管费收入大幅增长；业态调整导致短租收入下降；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2016年10月1日~2017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	2016.10.01~2017.9.30	15,888	10,881	26,769
实际值	2016.10.01~2017.9.30	22,299	4,755	27,054

资料来源：宝龙实业提供

质押财产实际现金流27,054万元，较预测值26,769万元高1.06%，受平均出租率上升影响，19家宝龙城市广场物管费收入有所上升，由于业态调整导致短租收入大幅下降，但整体看，实际值仍大于预测值。

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计算得出的，联合评级使用2016.10.01~2017.9.30期间的实际现金流作为未来一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3年	27,054	24,610	1.13

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为1.13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以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 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03	1.1278	0.0607	99.38%

资料来源：联合评级整理

测算结果表明，宝龙03可通过现金流压力测试；此外，考虑差额支付以及担保的因素，联合评级认为优先级资产支持证券宝龙03本息获得及时足额偿付的能力很强。

## 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2017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2017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。

## 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，2017年宝龙控股实现营业收入155.93亿元，同比增长9.07%。同期，宝龙控股综合毛利率为33.51%，同比提高了0.09个百分点。

从收入构成来看，2017年，宝龙控股出售物业收入133.02亿元，同比增长了6.16%，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，2017年，宝龙控股实现出租物业收入8.56亿元，同比增长42.67%；2017年，宝龙控股实现物业管理收入9.48亿元，同比增长了19.85%，主要系2017年公司管理的商业和住宅面积不断增加，以及随着商业运营能力不断提升，加盟的商家符合当地市场消费要求，市场渗透率提高所致。

从毛利率情况来看，2017年，出售物业毛利率为33.51%，同比变化不大；出租物业毛利率为79.65%，同比上升了1.39个百分点，主要系物业租金水平上升导致；物业管理业务毛利率19.74%，同比下降了12.71个百分点，主要系当年宝龙控股将职工薪酬从管理费用调整至营业成本核算所致。宝龙控股其他业务主要是酒店业务，占营业收入比重很低，影响不大。综上，2017年宝龙控股综合毛利率为33.51%，较上年小幅上升。

表7 2016~2017年宝龙控股收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
出售物业	125.30	87.65	32.65	133.02	85.31	32.65
出租物业	6.00	4.20	78.26	8.56	5.49	79.65
物业管理	7.91	5.53	32.45	9.48	6.08	19.74
其他	3.75	2.62	-10.34	4.87	3.12	2.70
合计	142.96	100.00	33.42	155.93	100.00	33.51

资料来源：宝龙控股提供，联合评级整理。

总体看，物业销售仍是宝龙控股收入与利润的主要来源。2017年，随着开发项目结转规模的增长，宝龙控股营业收入有所增长，毛利率较小幅上升。

### (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，2017 年，宝龙控股新购置土地总建筑面积 386.21 万平方米，较 2016 年变动不大，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 2017 年购地楼面均价为 2,841.57 元/平方米，较 2016 年有所下降，土地获取成本较低，主要系所购土地区位变动至。

从土地储备情况来看，截至 2017 年底，宝龙控股总土地储备计容建筑面积为 1,409.07 万平方米，其中 61.00% 分布于长三角，15.60% 分布于环渤海经济区，4.80% 分布于海西区，7.70% 分布于中西部地区，13.10% 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 19.10%，二线城市占 53.80%，三四线城市占 27.10%。

从宝龙控股开发项目的投资情况来看，宝龙控股在建项目合计 49 个，预计总投资额为 1,330.86 亿元，截至 2017 年底，已完成投资合计 701.63 亿元，占预计总投资比 52.72%；2018 年至 2020 年，宝龙控股在建项目预计投资额分别为 274.43 亿元、232.48 亿元和 117.01 亿元，宝龙控股在建项目对资金需求量较大。

从项目开发的区域分布来看，截至 2017 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 687.98 万平方米和 656.81 万平方米，占比分别为 44.63% 和 42.61%。宝龙控股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，宝龙控股在三四线城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，2017 年，宝龙控股商业物业签约销售面积 43.97 万平方米，同比下降 36.16%，主要系受到上海政策的影响，大量商办货量未能正常签约所致，宝龙控股计划将类住宅的未售部分转为自持或改为办公物业出售；住宅签约销售面积 112.23 万平方米，较上年增长 43.94%，主要系宝龙控股新开盘住宅项目增长、销售良好所致。销售均价方面，2017 年，宝龙控股商业物业和住宅销售均价有所上升，分别为 17,350 元/平方米和 11,810 元/平方米，主要系受益于房地产销售市场价格上行所致。从结转面积和结转收入来看，2017 年商业物业结转面积和结转收入分别下降至 44.80 万平方米和 58.69 亿元，住宅的结转面积和结转收入较上年均有所增长。

表8 宝龙控股2016~2017年销售概况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年		2017 年	
	商业	住宅	商业	住宅
签约销售面积	68.87	77.97	43.97	112.23
签约销售均价	16,927	7,676	17,350	11,810
签约销售金额	116.58	59.85	76.28	132.54
结转面积	57.51	60.39	44.80	99.90
结转收入	91.16	34.14	58.69	74.33

资料来源：宝龙控股提供

从地域情况来看，宝龙控股 2017 年度出售物业的收入主要集中于杭州、苏州、上海和河南，与 2016 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 2017 年底，宝龙控股可供出售出租的房地产建筑面积合计 118.89 万平方米，主要位于长三角区域。

总体看，2017 年，受政策影响，宝龙控股商业物业销售面积有所下降，但住宅销售面积有所增长；受房地产销售市场上行影响，宝龙控股地产销售均价均有所上升；宝龙控股可供出售出租的房

地产主要位于长三角区域，未来销售前景较好。

### 物业租赁

截至 2017 年底，宝龙控股持有的投资物业租赁项目总建筑面积 434.56 万平方米，较上年增长 12.40%，主要系当年新增开发项目所致；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 269.26 万平方米。2017 年，宝龙控股新开业购物商场为江苏扬州宝龙广场、上海吴泾宝龙广场、安徽阜阳宝龙广场、浙江义乌宝龙广场和重庆涪陵宝龙广场项目。2017 年，宝龙控股投资物业租赁业务的平均出租率为 85.00%，主要受到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，整体出租率不高。

从物业租赁的商户情况来看，2017 年前十大商户物业租赁租金合计 1.16 亿元，占物业租赁总收入 13.55%。

总体看，2017 年宝龙控股自持物业的面积有所增长，但受到自持物业地理位置及当地经济状况影响，整体出租率不高。

### 物业管理和酒店运营

2017 年，宝龙控股物业管理收入为 9.48 亿元，同比增长 19.85%，主要系江苏扬州宝龙广场、上海吴泾宝龙广场、安徽阜阳宝龙广场、浙江义乌宝龙广场、重庆涪陵宝龙广场于 2017 年新开业，物业管理面积增加所致。

2017 年宝龙控股新开业富阳宝龙艺酒店、临港艺悦精选酒店和淮安宝龙艺悦酒店 3 家连锁品牌酒店；截至 2017 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 6 家自创品牌连锁酒店，满足了不同档次的市场需求。2017 年，宝龙控股酒店运营收入为 4.49 亿元，同比增长 51.00%，主要系新开酒店数量增多以及酒店市场行情转暖所致。

总体看，宝龙控股的物业管理业务经营状况良好，随着 2017 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 2017 年度合并财务报表已经罗兵咸永道会计师事务所(Pricewaterhouse Coopers)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《香港宝龙控股条例》编制。截至 2017 年底，宝龙控股纳入合并范围子宝龙控股 294 家，较 2016 年增加 58 家，但宝龙控股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 2017 年底，宝龙控股资产总额为 954.91 亿元，较年初增长 20.68%。其中流动资产占 47.61%，非流动资产占 52.39%，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 2017 年底，宝龙控股流动资产合计 454.61 亿元，以现金及现金等价物（占比 20.65%）、贸易及其他应收款（占比 22.42%）、开发中物业（占比 22.76%）和持作销售竣工物业（占比 22.91%）为主。

截至 2017 年底，宝龙现金及现金等价物总额 93.87 亿元，较年初增长 4.60%，主要系房产预售回款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 99.86%。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。截至 2017 年底，宝龙控股受限制现金为 5.76 亿元，较年初下降 51.00%，占流动资产比重为 1.27%，占比较低。

截止 2017 年底，宝龙控股贸易及其他应收款合计 101.93 亿元，较年初增长 123.14%，主要系意向竞地的保证金以及对新设立合营联营公司的运营投入所致。

截至 2017 年底，宝龙控股开发中物业账面价值为 103.45 亿元，较年初增长 15.71%，主要系新增开工项目所致。截至 2017 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 2017 年底，宝龙控股持作销售竣工物业账面价值 104.17 亿元，较年初下降 7.84%。截至 2017 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 2017 年底，宝龙控股非流动资产 500.30 亿元，较年初增长 18.26%，主要系投资物业增加所致。截至 2017 年底，宝龙控股非流动资产主要由物业及设备（占比 7.05%）、投资物业（占比 78.39%）和采用权益法核算之投资（占比 8.37%）构成。

截至 2017 年底，宝龙控股物业及设备 35.29 亿元，较年初增长 26.11%，主要系在建工程完工转入导致。宝龙控股投资物业是宝龙控股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 2017 年底，宝龙控股投资物业公允价值合计 392.18 亿元，较年初增长 14.16%，主要系新增加投资物业所致。截至 2017 年底，宝龙控股采用权益法核算之投资为 41.87 亿元，较年初大幅增长 60.73%，主要系宝龙控股当年新增加对合营企业以及联营企业的投资所致。

资产抵质押方面，宝龙控股受限资产包括土地使用权、物业、酒店和房屋及房屋所占范围内土地使用权，账面价值合计 329.57 亿元，占总资产比例为 34.51%，宝龙控股受限资产规模较大。

总体看，2017 年，宝龙控股资产构成以非流动资产为主，主要为投资物业。宝龙控股开发的住宅和商业地产物业主要分布于我国上海、长三角等地区，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；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 2017 年底，宝龙控股负债合计 660.17 亿元，较年初增长 24.12%，主要系流动负债增长所致。其中流动负债合计占比 53.78%，非流动负债合计占 46.22%。

截至 2017 年底，宝龙控股流动负债合计 355.03 亿元，较年初增长 33.19%，主要系贸易及其他应付款增加所致。宝龙控股流动负债以借贷（占比 27.48%）、贸易及其他应付款（占比 48.47%）、客户垫款（占比 10.76%）和即期所得税负债（占比 13.30%）为主。

截至 2017 年底，宝龙控股流动负债下的借贷合计 97.56 亿元，较年初增长 29.46%，主要系流动负债中的其他金融机构借贷增加所致。截至 2017 年底，宝龙控股贸易及其他应付款 172.08 亿元，较年初增长 53.17%，主要系宝龙控股应付工程款和往来款增长所致。截至 2017 年底，宝龙控股客户垫款 38.19 亿元，较年初下降 6.25%，主要系前期物业销售收入达到结转条件并结转所致。宝龙控股物业销售收入确认日之前已售物业收取之按金及分期款项列入客户垫款，该部分负债在发行人物业符合确认收入条件后即转化为收入。截至 2017 年底，宝龙控股即期所得税负债 47.20 亿元，较年初增长 27.52%，主要系应付企业所得税和应付中国土地增值税的增长所致。

### 非流动负债

截至 2017 年底，宝龙控股非流动负债合计 305.14 亿元，较年初增长 15.01%，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为非流动负债的借贷（占比 84.49%）和递延所得税负债（占比 15.51%）。

为了满足宝龙控股项目建设的资金需求，宝龙控股非流动负债中的借贷一直保持较大规模。截至 2017 年底，宝龙控股借贷合计 257.80 亿元，较年初增长 14.63%，主要系宝龙控股融资需求增长所致；从宝龙控股非流动负债的借贷还款分布看，宝龙控股借贷的还款分布主要集中在 5 年以内，1~2 年到期的占比 49.73%，2~5 年到期的占比 40.68%，5 年以上到期的占比 9.59%，分布较为分散。截至 2017 年底，递延所得税负债 47.34 亿元，较年初增长 17.13%，主要系投资物业公允价值变动使得账面价值与计税基础之差逐年增加所致。

有息债务方面，截至 2017 年底，全部债务合计 355.36 亿元；其中，短期债务共计 97.56 亿元，较年初增长 29.46%，占全部债务比 27.45%；宝龙控股长期债务共计 257.80 亿元，较年初增长 14.63%，占全部债务的 72.55%，宝龙控股债务结构以长期债务为主，结构较为合理。考虑到宝龙控股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，截至 2017 年底，宝龙控股全部债务合计 372.58 亿元，其中短期债务占比 26.18%，长期债务占比 73.82%。

从债务指标来看，截至 2017 年底，宝龙控股资产负债率为 69.13%，较年初提高了 1.92 个百分点；全部债务资本化比率为 54.66%，较年初提高了 1.01 个百分点；长期债务资本化比率为 46.66%，较年初提高了 0.22 个百分点；宝龙控股有息债务较上年有所提高但仍属可控。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 57.31%和 49.77%，较调整前有所提升。

总体看，随着宝龙控股业务规模的扩大，宝龙控股负债规模快速增长，但宝龙控股整体债务水平仍属可控，债务结构以长期债务为主。

### 所有者权益

截至 2017 年底，宝龙控股总权益 294.74 亿元，较年初增长 13.62%，主要系宝龙控股保留盈利增加所致。宝龙控股总权益中归属于宝龙控股拥有人的权益 253.37 亿元，占比为 85.96%。宝龙控股所有者权益中包含 17.22 亿元的永续资本工具。归属于宝龙控股拥有人的权益中，股本及溢价占比 8.15%，其他储备占比 2.59%，保留盈利占比 89.25%，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

伴随宝龙控股多个商业地产项目的结转，宝龙控股收入增长，2017年实现收入155.93亿元，同比增长9.07%。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；由于宝龙控股收入中物业销售收入及物业管理服务收入的增长，宝龙控股经营利润迅速上升，2017年为65.23亿元，同比增长28.60%。宝龙控股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，2017年宝龙控股除所得税前利润为61.48亿元，同比增长30.60%。2017年宝龙控股年度利润38.68亿元，同比增长40.69%。

宝龙控股作为商业地产开发和经营的宝龙控股，持有投资物业而产生的公允价值变动收益为宝

龙控股利润水平带来的贡献较为明显。2017年宝龙控股投资物业公允价值收益净额为21.35亿元，同比增长40.49%，主要系宝龙控股位于一、二线城市投资物业公允价值增长所致。2017年，公允价值收益净额占除所得税前利润的比率为34.73%，投资物业的公允价值收益净额对除所得税前利润的影响较大。

从各项费用来看，2017年，宝龙控股销售及营销成本5.00亿元，同比增长4.00%；2017年，宝龙控股行政开支为8.95亿元，同比增长18.25%，主要系随着宝龙控股项目增长，项目配备人员和行政开支增长所致；2017年，宝龙控股融资成本净额为5.73亿元，同比下降15.66%。2017年，宝龙控股总资本收益率为7.94%，同比提高了1.99个百分点；净资产收益率为13.96%，同比提高了2.67个百分点，宝龙控股总资本收益率和净资产收益率较上年均有所上升。

总体看，伴随宝龙控股多个商业地产项目的结转，宝龙控股2017年营业收入规模和盈利水平稳步提升，但投资物业公允价值变动收益对除所得税前利润影响较大，宝龙控股盈利能力一般。

#### （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。2017年，宝龙控股经营活动现金流量净额13.20亿元，同比小幅下降3.65%，变化不大。

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，宝龙控股投资活动仍呈大额净流出状态。2017年，宝龙控股投资活动现金流量净额为-81.87亿元，净流出规模较上年增长63.38%，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，2017年宝龙控股筹资活动现金流量净额72.90亿元，同比增长4.68%，主要系宝龙控股融资需求增长所致。

总体看，2017年宝龙控股经营活动净现金流状况变化不大，但由于宝龙控股投资物业投资规模较大，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2017年底，宝龙控股流动比率为1.28倍，较上年下降0.1倍，宝龙控股流动比率较为稳定，水平尚可。2017年，宝龙控股经营活动现金流量小幅下降，经营活动流动负债比率为3.72%，同比下降了1.42个百分点；经营现金利息偿还倍数为0.65倍，同比下降了0.19倍，仍处于较低水平。截至2017年底，宝龙控股现金短期债务比为1.02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，2017年，宝龙控股EBITDA为72.65亿元，同比上升41.50%，主要系除所得税前利润的增长所致；其中折旧占比2.19%、摊销占比0.34%、计入财务费用的利息支出占比12.83%，除所得税前利润占比84.63%，宝龙控股EBITDA以除所得税前利润为主。2017年EBITDA全部债务比为0.20倍，较2016年比值0.17倍有所上升，EBITDA对全部债务的覆盖能力仍一般；2017年宝龙控股EBITDA利息倍数由上年的3.16倍上升至3.59倍，EBITDA对利息的覆盖能力较强。2017年，宝龙控股经营现金债务保护倍数为0.04倍，较上年有所下降，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2017年底，宝龙控股对外担保余额为15.19亿元，主要为共同控制实体的借贷担保。目前宝龙控股提供担保的合营宝龙控股经营正常，且宝龙控股能够及时了解合营宝龙控股经营情况，对



合营宝龙控股的担保风险可控。

截至 2017 年底，宝龙控股无重大未决诉讼。

宝龙控股为香港上市宝龙控股（证券代码：1238.HK），直接融资渠道畅通。截至 2017 年底，宝龙控股合并口径授信额度共 27.23 亿元左右，已使用 10.54 亿元左右，宝龙控股间接融资渠道有待拓宽。

总体看，近两年宝龙控股项目开发速度加快，债务有所增长，整体偿债能力尚可。未来随着宝龙控股在建项目的竣工和逐步实现销售，实现现金流回笼，宝龙控股偿债能力有望提升。

#### 4. 担保能力分析

以2017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13.20亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金（2.30亿元）的保护倍数为5.74倍；EBITDA为72.65亿元，对本次优先级资产支持证券未偿本金的保护倍数为31.59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。2017年，宝龙控股收入规模和净资产规模均有所提升，其所提供的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2017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2017年底，平安汇通资产总额13.90亿元，净资产11.01亿元。

截至2017年12月底，平安汇通管理已发行ABS产品共13只，规模共计96.70亿元。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2017年底，大业信托注册资本10亿元人民币。

截至2017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2017年新成立信托产品252只，信托规模1,014.08亿元。截至2017年底，大业信托资产总额21.05亿元，净资产14.96亿元；2017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2017年底，兴业银行资产总额64,168.42亿元，较年初增长5.44%；截至2017年末，兴业银行



负债总额59,940.90亿元，较年初增长4.58%。2017年，兴业银行实现营业收入1,399.75亿元，同比下降10.89%，其中，利息净收入884.51亿元，同比减少21.25%，主要系受资产重定价和银行业“营改增”影响，净息差同比下降所致；非利息净收入515.24亿元，占营业收入比重36.81%，同比增长15.09%。2017年，兴业银行实现净利润577.35亿元，同比增长6.27%。截至2017年末，兴业银行不良贷款率1.59%，拨备覆盖率211.78%；资本充足率12.19%，一级资本充足率为9.67%，核心一级资本充足率为9.07%。截至2017年底，兴业银行在线托管产品24,703只，资产托管业务规模112,327.29亿元，较期初增加17,904.22亿元，增长18.96%；期内实现资产托管中间业务收入40.63亿元。总体看，兴业银行作为全国性股份制商业银行之一，治理完善、内控严密、风险管理能力强，能够很好地履行本交易的托管和资金保管义务。

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 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 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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	791.28	954.91
所有者权益（亿元）	242.10	294.74
短期债务（亿元）	75.36	97.56
长期债务（亿元）	242.20	257.80
全部债务（亿元）	317.56	355.36
营业收入（亿元）	142.96	155.93
净利润（亿元）	27.49	38.68
EBITDA（亿元）	51.34	72.65
经营性净现金流（亿元）	13.70	13.20
存货周转次数（次）	0.45	0.51
总资产周转次数（次）	0.20	0.18
现金收入比率（%）	24.34	27.60
总资本收益率（%）	5.95	7.94
净资产收益率（%）	12.04	13.96
资产负债率（%）	69.40	69.13
全部债务资本化比率（%）	56.74	54.66
长期债务资本化比率（%）	50.01	46.66
EBITDA 利息倍数（倍）	3.16	3.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.20
流动比率（倍）	1.38	1.28
现金短期债务比	1.35	1.02
经营现金流动负债比率（%）	5.14	3.72

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。