

上海陆家嘴（集团）有限公司

2019 年度第二期中期票据

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)011173】

评级对象: 上海陆家嘴(集团)有限公司 2019 年度第二期中期票据

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2019 年 9 月 12 日

注册额度: 70 亿元

本期发行: 10 亿元

发行目的: 归还债务融资工具

存续期限: 3 年

偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	15.53	15.74	11.34	20.50
刚性债务	130.27	128.86	165.01	169.83
所有者权益	133.84	157.07	152.28	160.58
经营性现金净流入量	39.30	-38.70	-33.26	-11.34
合并口径数据及指标:				
总资产	1,333.41	1,400.29	1,433.78	1,536.19
总负债	991.70	1,037.38	1,033.91	1,117.51
刚性债务	501.92	522.83	573.26	640.38
所有者权益	341.71	362.91	399.87	418.68
营业总收入	174.51	114.45	280.33	90.68
净利润	31.52	37.14	49.00	26.54
经营性现金净流入量	-21.73	-137.59	-16.74	-15.37
EBITDA	57.98	69.71	92.22	—
资产负债率[%]	74.37	74.08	72.11	72.75
权益资本与刚性债务 比率[%]	68.08	69.41	69.75	65.38
流动比率[%]	100.14	111.67	101.08	100.35
现金比率[%]	19.50	13.99	16.99	18.02
利息保障倍数[倍]	3.35	3.03	3.75	—
净资产收益率[%]	9.61	10.54	12.85	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-3.40	-16.22	-2.66	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-5.23	0.06	-2.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.42	3.14	4.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.17	—

注:根据陆家嘴集团经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算

分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com

胡颖 huying@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **股东支持。**陆家嘴集团是浦东陆家嘴及前滩区域的开发与运营主体,在股东体系内具有重要地位,能在业务运营、项目建设等方面持续获得股东支持。
- **项目经验丰富。**陆家嘴集团拥有丰富的区域开发及商业地产运营管理经验,尤其陆家嘴金融贸易区的成功开发为公司赢得了良好声誉,为后续业务的发展打下良好基础。
- **盈利能力强。**陆家嘴集团凭借房地产开发较低的土地成本以及持有优质的商业物业等优势,综合毛利率保持在 40% 以上,核心业务盈利能力强。
- **财务弹性好。**陆家嘴集团融资渠道畅通,尚未使用的授信余额充足,且拥有大量区位优势的商业物业,不仅贡献了较稳定的租赁和物业管理现金收入,而且可作为优质的融资抵押资产,在一定程度上增强了公司的财务弹性。

主要风险:

- **房地产市场波动风险。**陆家嘴集团的房地产开发销售、商业物业经营等业务受国家政策调整和经济周期波动影响大。
- **债务增长较快,偿债压力有所加大。**陆家嘴集团刚性债务规模随房地产开发及金融业务扩张而较快增长,未来前滩、临港、御桥等地商业开发仍需投入大量资金,债务规模预计将进一步增长,偿债压力有所加大。
- **金融业务运营风险。**随着陆家嘴集团金融业务的发展,金融产品投资规模较大,金融市场大幅波动易对公司资产规模及资产质量带来不利影响,并影响整体盈利的稳定性。

➤ 未来展望

通过对陆家嘴集团及其发行的本期中期票据主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期中期票据还本付息安全性极强,并给予本期中期票据 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海陆家嘴（集团）有限公司 2019 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海陆家嘴（集团）有限公司（简称“该公司”、“公司”或“陆家嘴集团”）的前身系上海市陆家嘴金融贸易区开发公司，成立于 1990 年，注册资本为 1 亿元，为全民所有制企业。1992 年，公司注册资本增至 7 亿元，其中上海市投资信托公司出资 0.30 亿元，上海市财政局出资 6.70 亿元。1997 年，经上海市经济体制改革委员会作出的《关于上海市陆家嘴金融贸易区开发公司改建为有限责任公司并组建陆家嘴集团的审核情况的函》及上海市人民政府市府专题会议纪要 1997-40 批准，公司更为现名，由上海市浦东新区国有资产管理委员会（简称“浦东新区国资委”）出资 17.43 亿元作为注册资本，企业性质由全民所有制变更为国有独资的有限责任公司。2011 年，公司以资本公积 6.14 亿元转增注册资本，注册资本增至 23.57 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司实收资本 23.57 亿元，浦东新区国资委持有公司 100% 股权。

该公司是浦东新区最早挂牌成立的三家开发公司之一，最初主要负责陆家嘴金融贸易区内土地的开发、市政基础设施建设、综合经营和协调管理工作。随着一级开发任务的完成，公司业务重心逐步转向区域内办公楼、商场、研发楼、住宅等二级开发。凭借开发陆家嘴的成功经验，近年来公司又承担了前滩区域的综合开发任务。目前，公司业务分为土地批租、房产销售、房产租赁、金融服务等板块，其中核心业务主要由旗下上市公司上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（简称“陆家嘴股份”，A 股股票简称“陆家嘴”，股票代码 600663；B 股股票简称“陆家 B 股”，股票代码 900932）负责经营。截至 2019 年 6 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共 20 家，其中全资子公司 18 家，控股子公司 2 家（相关实体主要数据概览见附录三）。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司最新于 2019 年 5 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了发行额度为 70 亿元的中期票据（中市协注[2019]MTN248 号），有效期至 2021 年 5 月 14 日。公司于 2019 年 7 月额度内发行了上海陆家嘴（集团）有限公司 2019 年度第一期中期票据，发行规模为 10 亿元。本期中期票据拟发行规模为

10 亿元（主要条款如图表 1 所示）。

图表 1. 拟发行的本期中期票据概况

债券名称:	上海陆家嘴（集团）有限公司 2019 年度第二期中期票据
总发行规模:	70 亿元人民币
本期发行规模:	10 亿元人民币
本次债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年单利计息，每年付息一次
增级安排:	无

资料来源：陆家嘴集团

截至 2019 年 8 月末，该公司合并口径存续期内债券待偿还本金余额为 169.60 亿元，其中陆家嘴集团发行的“19 陆家嘴 SCP001”超短期融资券将于 2019 年内到期，待偿还本金余额为 10.00 亿元。公司存续期内债券付息情况（若有）均正常。

图表 2. 截至 2019 年 8 月末公司存续期内的债务融资工具概况

发行人	债项名称	发行金额 (亿元)	待偿还本 金余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
陆家嘴集团	16 陆嘴 01	50.00	49.60	3+2 年	3.01	2016-07-04	50 亿元/2016 年 04 月	正常付息
	19 陆家嘴 SCP001	10.00	10.00	180 天	2.90	2019-04-01	30 亿元/2019 年 05 月	未到兑付日
	19 陆家嘴 MTN001	10.00	10.00	3 年	3.67	2019-07-25	70 亿元/2019 年 05 月	未到付息日
陆家嘴股份	14 陆金开 MTN002	40.00	40.00	10 年	6.00	2014-09-02	50 亿元/2013 年 12 月	正常付息
	18 陆债 01	5.00	5.00	3+2 年	5.08	2018-03-26	50 亿元/2017 年 05 月	正常付息
	18 陆债 02	10.00	10.00	3+2 年	4.15	2018-10-26		未到付息日
	19 陆债 01	28.00	28.00	3+2 年	3.95	2019-03-04		未到付息日
	19 陆债 03	7.00	7.00	3+2 年	3.88	2019-05-17		未到付息日
	19 陆金开 SCP001	10.00	10.00	270 天	3.20	2019-07-22	70 亿元/2019 年 05 月	未到兑付日
合计		170.00	169.60	-	-	-	-	-

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期中期票据所募资金全额用于偿还债务融资工具。

图表 3. 公司拟以募集资金偿还的债务融资工具安排

债券简称	债券类型	发行日期	到期日期	债券期限	发行规模
19 陆家嘴 SCP001	超短融	2019-03-28	2019-09-28	180 天	10 亿元

资料来源：陆家嘴集团

(3) 信用增进安排

本期中票未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在

经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未

结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型企业信用风险值得关注。

A. 房地产行业

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年增长13.00%，增速高于房地产增速。2019年上半年，我国房地产开发投资完成额为6.16万亿元，同比增长10.95%，其中住宅投资额为4.52万亿元，同比增长15.84%。

图表4. 2008-2018年及2019年上半年房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

2018年我国商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.3%，增幅较上年收窄6.4个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为14.79亿平方米，同比增长2.2%，增幅较上年收窄3.1个百分点。从40个大城市¹的房地产销售情况来看，2018年40个大城市商品房销售面积为6.07亿平方米，同比微增0.4%，同2017年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为5.01亿平方米，同比增长1%，与2017年5.30%的降幅相比有所好转，主要是因为2017年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018年销售面积虽有增长但仍低于2016年的情况。分城市来看，40个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018年40个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄20.40个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至0.59%；三线城市商品房

¹ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共4个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共23个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共13个。

住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。2019 年 1-6 月，全国商品房销售面积 7.58 亿平方米，同比下降 1.8%。其中，住宅销售面积下降 1.0%。随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67% 和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

图表 5. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米、%）



资料来源：Wind 资讯

根据使用用途，商业地产业态可分为写字楼、零售物业、酒店物业和工业物业，不同业态对应的供需结构及变化趋势呈显著差异。商业地产行业中零售物业、写字楼的需求主要受居民收入、人口构成、经济结构等长期因素影响，行业呈现弱周期变化。

2006 年以来，我国商业地产投资规模保持增长，但从 2009 年开始增速低于全行业和住宅地产的投资增速。国内商业地产在经历了多年高速增长后，供需矛盾已经显现，投资增速放缓，市场整体面临去化压力加大。2018 年，我国商业地产投资额为 1.42 万亿元，同比下降 9.40%，增速较上年下降 8.20 个百分点；同期全国新开工商业地产面积 20,065.69 万平方米，同比下降 2.04%。

图表 6. 2006-2018 年度商业地产投资情况（单位：亿元、%[右轴]）



资料来源：Wind 资讯

近年来我国商业物业销售规模和销售均价也呈现上升趋势。2006-2018 年，我国商业物业销售面积由 2006 年的 4,337.79 万平方米增至 2018 年的 11,971.33 万平方米，销售均价由 2006 年的 5,127.77 元/平方米上涨至 11,150.49 元/平方米，但增速有所放缓。2018 年，因受到政策调控深化及供需变化影响，商业物业销售额及销售均价增速进一步放缓，当年全国商业物业销售额同比增长 0.72%，增速较上年减少 24.53 个百分点；销售均价同比增长 8.02%，增速较上年下降 2.53 个百分点。

图表 7. 2006-2018 年度我国商业地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米[右轴]）



资料来源：Wind 资讯

国内商业物业在经历了近年来的高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，市场整体面临去化压力加大。对于经济相对欠发达的二、三线城市而言，去化压力尤为显著。而一线城市和经济较发达的二线城市，由于存在聚集效应，对商业物业需求相对较为集中，因此核心区段的商业物业项目受到的市场影响相对较小。在市场压力增大的背景下，商业地产类企业对估值修饰财务报表的依赖度加深，整体风险显著加大。尤其是近年新建的非热点区域项目，后续投资回报情况面临较大的不确定性。

写字楼方面，自 2010 年以来，一线城市及主要二线城市甲级写字楼总存

量呈上升趋势；一线城市优质写字楼空置率维持在低位，二线城市优质写字楼空置率分化，南京、宁波、杭州空置率逐渐降低，而天津、沈阳、重庆逐渐走高，目前均已超过 30%。近年来，上述城市优质写字楼租金水平基本保持平稳。

零售物业方面，一线城市和主要二线城市优质零售物业空置率呈整体下降趋势，但天津空置率近年来有所增加。受经济下行、电商冲击等因素影响，多数城市优质零售物业首层租金水平呈下降态势。

从财务角度看，商业物业运营企业的盈利及现金流相对稳定，行业财务杠杆水平较住宅开发企业低。商业地产企业持有的商业物业通常计入投资性房地产，部分商业物业以公允价值计量，可产生一定的资产增值收益。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（单位：2018 年/末、亿元、%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,970.83	37.04	15,286.63	84.59	492.72	336.18
绿地控股集团有限公司	3,484.26	6.31	10,365.45	89.49	160.23	421.72
华夏幸福基业股份有限公司	837.99	19.20	4,097.12	86.65	118.03	-74.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	1,115.98	21.28	4,647.29	67.50	213.90	44.57
北京首都开发股份有限公司	397.36	10.78	2,914.11	81.58	39.84	116.43
阳光城集团股份有限公司	564.70	11.28	2,633.97	84.42	39.06	218.31
金地(集团)股份有限公司	503.12	21.11	2,783.55	76.12	121.05	-18.28
泰禾集团股份有限公司	309.85	13.78	2,431.36	86.88	39.11	139.31
新城控股集团股份有限公司	541.33	19.52	3,303.18	84.57	122.09	38.17
金科地产集团股份有限公司	412.34	13.06	2,306.99	83.63	40.21	13.29
光明房地产集团股份有限公司	204.94	10.99	744.26	82.38	13.71	-87.34
上海陆家嘴(集团)有限公司	265.30	62.56	1,433.78	72.11	49.00	-16.74
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	126.39	53.97	781.13	70.82	41.05	43.17
新华联文化旅游发展股份有限公司	140.01	8.90	536.02	81.38	12.50	38.42
重庆市迪马实业股份有限公司	132.46	10.90	588.62	80.44	10.54	68.29
华远地产股份有限公司	68.31	14.51	496.65	82.74	7.35	-31.02
中交地产股份有限公司	89.48	15.48	402.30	89.48	11.52	57.96
格力地产股份有限公司	30.78	21.35	296.69	72.34	5.12	-12.17
广州珠江实业开发股份有限公司	34.05	19.06	167.47	75.92	2.76	4.67
卧龙地产集团股份有限公司	28.30	23.14	61.14	62.06	6.74	2.74
上海长峰(集团)有限公司*	40.06	33.50	694.98	49.06	17.77	24.21
上海申迪(集团)有限公司*	79.01	-16.58	576.84	54.30	-11.68	2.32
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	35.94	49.36	268.78	56.00	10.42	13.07
上海帝泰发展有限公司*	9.15	39.56	149.45	39.10	7.99	2.35
阳光新业地产股份有限公司*	2.89	-40.83	65.83	43.31	0.85	-0.09

资料来源：新世纪评级整理

注：带*号为商业地产企业

在区域市场方面，2017 年以来受房地产市场调控深化影响，上海市商业

地产投资额涨幅明显放缓，2018 年上海市办公楼和商业营业用房完成投资 1,154.13 亿元，同比仅上涨 0.45%。其中写字楼物业是商业地产类产品中运营操作较为简单、回报较为稳定，且市场抗风险能力较强的物业类型。尤其一线城市写字楼投资风险小、预期回报高，近年来吸引了大量资本持续涌入。2012-2018 年上海市办公楼投资增速较快，投资额年复合增长率达 11.52%，高于同期上海市房地产投资增速。

图表 9. 上海市优质写字楼空置率及租金情况（单位：%、元/平方米/天[右轴]）



资料来源：Wind

在供应方面，根据 Wind 数据显示，2016-2018 年和 2019 年上半年上海市优质写字楼新增供应量分别为 74.22 万平方米、160.67 万平方米、123.70 万平方米和 55.46 万平方米；同期净吸纳量分别为 11.20 万平方米、79.07 万平方米、42.12 万平方米和 0 万平方米。2017 年上海市优质写字楼供应量明显增加，2018 年增量仍较大，整体消纳压力加大，空置率持续上升，2018 年第四季度空置率为 15.10%，同比上升 2.50 个百分点，截至 2019 年第二季度空置率已升至 18.00%。租金水平方面，2016-2018 年和 2019 年上半年上海市优质写字楼租金分别为 305.63 元/平方米/月、304.05 元/平方米/月、300.28 元/平方米/月和 297.85 元/平方米/月，租金水平大体维持。分区域看，在大量新增供应的影响下，上海市各区的写字楼面临不同程度的竞争压力。中央商务区供给有限、需求弹性较小，将依然保持稳定租金和较低空置率。随着自贸区细则的逐步落地，2015 年起浦东写字楼租金上涨，外溢效应带动全市优质写字楼租金提升。但浦东的上海中心、陆家嘴金融广场、上海世贸大厦等入市，导致区域内新增供应量较大，短期内空置率有所上升。但长期来看，受“自贸区+科创中心”双驱动利好影响，未来浦东办公需求增长潜力大。

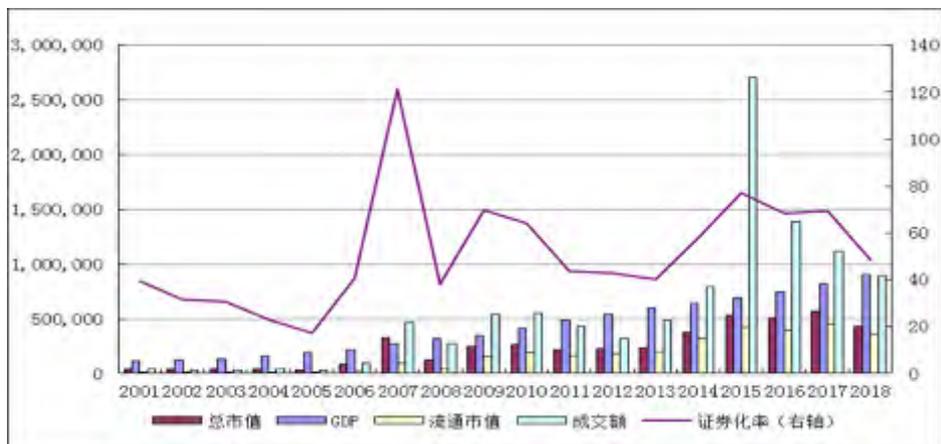
B. 证券行业

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，

这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业市场同质化竞争较严重，加之随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。根据沪深交易所统计数据，截至 2018 年末，沪深两市境内上市公司共有 3,584 家，市价总值 43.49 万亿元。

图表 10. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元、%）

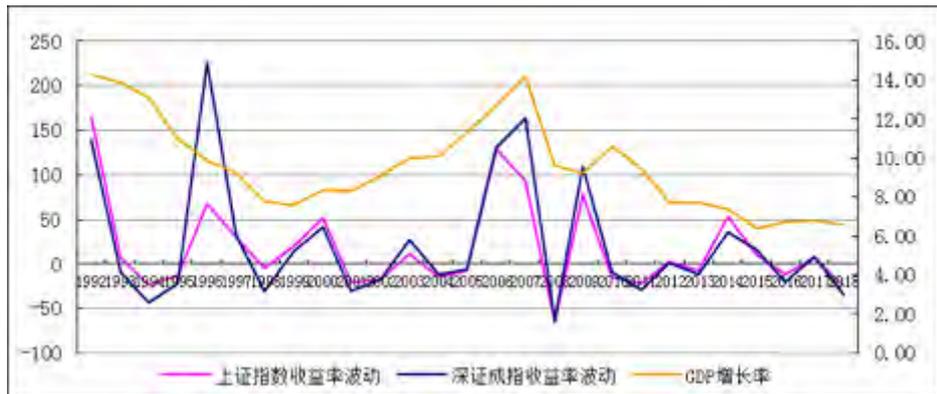


资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有较大改善空间。近年来，证券行业持续推进改革创新，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变，创新脚步有所放缓，但中长期改革转型的思路不变。

图表 11. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）



资料来源：Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。同期，我国证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

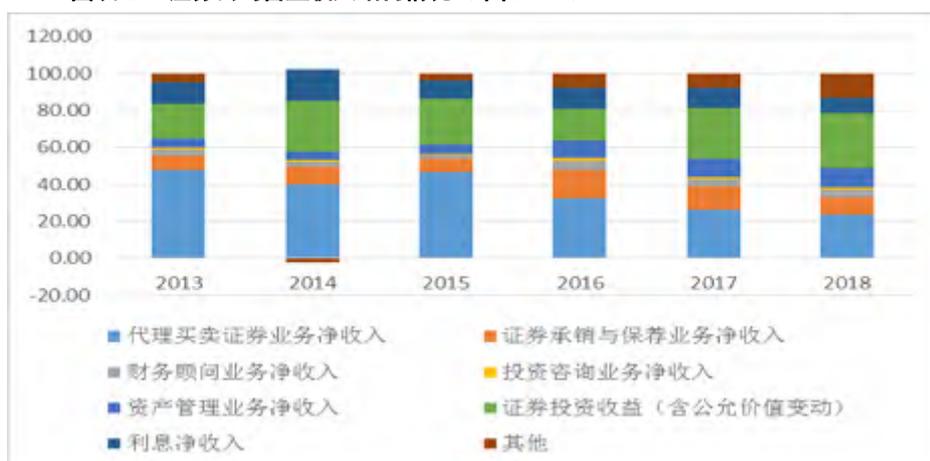
图表 12. 证券业集中度变化情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

图表 13. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。2016年，投行业务借助政策推动，业务收入确认加快，在证券公司收入结构中占比增速较快，项目储备充足和承销能力较强的证券公司将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。2017年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较上年有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。

图表 14. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新

业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

2. 业务运营

该公司成立之初主要承担陆家嘴金融贸易区土地开发和基础设施建设任务，经多年发展，现已形成以房地产开发销售、经营性物业运营等房地产相关业务为主，金融业务为辅的发展格局。公司持有的投资性房产规模较大，且位置优越，近年来租赁收入稳步提升；房产销售业务收入因交付结转规模的变化产生大幅波动，但由于开发用地获取时间较早，成本较低，盈利空间大，另外公司土地储备较为充足，可为房产开发业务开展提供良好保障。公司后续项目待投资规模仍较大，建设投入与现金回笼之间的平衡仍值得关注。公司金融业务初步形成了“证券+信托+保险+基金”的基本业务架构，为进一步发展成为金融控股企业奠定了基础，但风险管控有待提高。

该公司作为上海市浦东新区的大型国有独资企业集团，是陆家嘴金融贸易区重点工程和重大项目市场化运作的投资、建设和管理主体，以及浦东新区国有资产的重要经营管理单位。公司自成立以来，先后承担了陆家嘴金融区大量成片土地及商业地产项目的开发，及世博前滩地区 2.83 平方公里土地的开发，在陆家嘴金融区、世博前滩地区开发中起着重要的作用。

该公司的主营业务包括房产销售、房产租赁和金融业务等，核心业务经营主体包括陆家嘴股份、公司本部和上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司（简称“前滩集团”）等。公司采取区域开发模式，凭借很强的区域整体规划与设计实力，同时依靠开发陆家嘴形成的良好商誉，积极谋求跨区域发展，先后进入天津、苏州等地，有利于公司房产销售和房产租赁业务持续稳健发展。公司持有优质的办公及商业物业资产，持续贡献相对稳定的租金收入。公司实行“地产+金融”融合发展战略，目前处于探索期。公司金融业务初步形成了“证券+信托+保险+基金”的基本业务架构，但竞争力方面较为薄弱。

图表 15. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
房地产销售与租赁	上海、天津、苏州	资源/政策/规模/资本/管理/品牌等
金融业务	全国	政策/资本/规模/管理等

资料来源：陆家嘴集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 16. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
营业总收入合计（亿元）	174.51	114.45	280.33	90.68

主导产品或服务	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年
其中：核心业务收入（亿元）	144.17	96.55	259.62	82.07
在营业总收入中所占比重（%）	82.61	84.35	92.61	90.51
其中：（1）房产销售（亿元）	95.09	42.67	204.06	51.19
在核心业务收入中所占比重（%）	65.96	44.20	78.60	62.37
（2）房产租赁（亿元）	26.67	32.73	35.47	17.84
在核心业务收入中所占比重（%）	18.50	33.90	13.66	21.74
（3）金融业务（亿元）	22.41	21.15	20.09	13.04
在核心业务收入中所占比重（%）	15.55	21.90	7.74	15.89
综合毛利率²（%）	50.44	48.73	63.21	54.72
其中：房产销售（%）	53.67	44.31	68.10	59.78
房产租赁（%）	82.33	77.65	73.94	71.89
金融业务（%）	46.45	33.65	44.25	48.35

资料来源：陆家嘴集团

注：金融业务收入统计口径包括利息收入、手续费、佣金收入及其他金融业务收入

该公司房产销售收入规模波动较大，“地产+金融”的业务多元化发展举措一定程度能降低单一行业依赖度偏高的风险。2016-2018年及2019年上半年，公司分别实现营业总收入174.51亿元、114.45亿元、280.33亿元和90.68亿元。2017年，由于房地产业务结转销售收入减少以及受市场等因素影响证券及信托业务收入规模收缩，公司核心业务收入同比下滑33.03%。2018年公司梧桐公寓等多个项目确认收入，核心业务收入较上年大幅提升168.90%至259.62亿元。此外，公司还有部分其他业务收入主要来源于物业管理、酒店收入及工程收入等，2016-2018年及2019年上半年分别为30.34亿元、17.90亿元、20.71亿元和8.61亿元。其中，2016年其他业务收入规模偏大主要系全资子公司上海佳二实业投资有限公司以转让项目公司股权的形式转让其所持有的Z4-2商业地块获取收益16.16亿元所致。

2016-2018年及2019年上半年，该公司综合毛利率分别为50.44%、48.73%、63.21%和54.72%。受益于之前运营发展过程中积蓄了部分成本较低的土地储备，公司的房产销售项目具备较强的盈利能力，板块毛利率虽受结转项目所在区域影响有一定的波动，但总体处于较高水平。近三年一期，公司金融业务毛利率分别为46.45%、33.65%、44.25%和48.35%，盈利空间较厚。

A. 房产销售业务

该公司房产销售业务主要由本部、陆家嘴股份及前滩集团等负责运营，包括住宅销售、办公楼销售和动迁房销售，销售区域主要在上海、天津和苏州。

2016-2018年，该公司房地产业务新开工量保持相对稳定，分别为69.78万平方米、61.00万平方米和69.68万平方米。同期，签约销售面积分别为17.14万平方米、0.77万平方米和9.30万平方米，签约销售金额分别为80.09亿元、

² (营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出)*100%/营业总收入

4.75 亿元和 62.43 亿元，呈现较大波动，其中 2018 年公司主要销售项目为晶耀名邸三期、天津海上花苑（东西标段）和天津河庭花苑二期等，资金回笼情况较好。2019 年上半年，公司新开工面积为 45.76 万平方米，签约销售面积为 7.20 万平方米，签约销售金额 44.47 亿元。

图表 17. 公司房地产开发情况（单位：万平方米、亿元）

年份	新开工面积	竣工面积	签约销售额	签约销售面积
2016 年	69.78	13.10	80.09	17.14
2017 年	61.00	47.30	4.75	0.77
2018 年	69.68	45.38	62.43	9.30
2019 年上半年	45.76	0.48	44.47	7.20

资料来源：陆家嘴集团

2016-2018 年及 2019 年上半年，该公司分别结转房地产销售收入 95.09 亿元、42.67 亿元、204.06 亿元和 51.19 亿元。主要因住宅项目在 2016 年的结转较为集中，2017 年销售结转量下降，以致当年收入同比大幅减少；2018 年，房地产结转收入主要来自本部的梧桐公寓（87 亿元）、前滩集团项目（合计 57 亿元）和陆家嘴股份办公楼 SN1 泰康办公项目（约 38 亿元），带动房地产销售收入大幅增长。整体上，公司住宅销售受项目建设周期长、跨年结转收入的影响，近年来收入呈现一定的波动性，但其收入规模大，仍为公司营业总收入的首要来源；办公楼销售收入因开发项目较小且开发周期长，稳定性差；动迁房销售规模小，对收入盈利贡献度低。

图表 18. 公司房产销售收入盈利构成情况（单位：亿元、%）

产品类别	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年上半年		
	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
住宅销售	75.51	40.04	53.03	39.54	20.88	52.80	150.79	111.77	74.13	28.20	18.55	65.78
办公楼销售	18.58	9.01	48.50	-	-0.23	-	52.71	27.07	51.36	22.40	11.50	51.33
保障房销售	1.00	1.98	197.53	3.13	-1.74	-35.80	0.55	0.13	23.13	0.59	0.56	94.01
合计	95.09	51.03	53.66	42.67	18.91	44.31	204.06	138.97	68.10	51.19	30.61	59.78

资料来源：陆家嘴集团

2016-2018 年及 2019 年上半年，该公司住宅销售结转收入分别为 75.51 亿元、39.54 亿元、150.79 亿元和 28.20 亿元，其中 2017 年收入同比大幅下降，主要系天津河庭花苑（一期）和梧桐公寓一期等项目在 2016 年度的结转较为集中，而 2017 年结转的房产面积减少所致；2018 年，梧桐公寓确认收入 87.74 亿元、前滩集团确认晶耀收入 41.34 亿，带动住宅销售收入大幅增长。

图表 19. 公司主要在售商品房住宅项目结转情况（单位：套、万平方米、亿元）

项目	所在地	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年上半年		
		套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额
陆家嘴公馆	上海	21	0.60	3.02	-	-	-	-	-	-	-	-	-
乳山新村	上海	-	-	-	-	-	-	2	0.01	0.05	56	0.26	1.50
陆家嘴红醍半岛	上海	113	2.32	8.00	165	3.87	14.45	-	-	-	-	-	-
天津河庭花苑（一期）	天津	1,063	12.26	25.38	518	5.97	13.07	-	-	-	-	-	-

项目	所在地	2016年			2017年			2018年			2019年上半年		
		套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额
天津河庭花苑（二期）	天津	-	-	-	-	-	-	604	6.96	22.26	-	-	-
天津河滨花苑	天津	13	0.30	0.71	-	-	-	5	0.10	0.37	-	-	-
天津海上花苑（东西标段）	天津	12	0.28	0.62	-	-	-	-	-	-	-	-	-
梧桐公寓	上海	364	4.65	23.93	202	2.15	11.15	1,160	13.91	87.74	3	0.04	0.29
东方逸品	上海	-	-	-	-	-	-	-	-	-	311	2.83	21.81
锦华苑	上海	350	0.37	13.91	-	-	-	18	0.21	0.50	-	-	-
合计	-	1,936	24.08	75.58	885	11.99	38.67	1,787	21.19	110.92	370	3.13	23.60

资料来源：陆家嘴集团

2016年以来，该公司办公楼销售收入主要来源于东方汇、陆家嘴金融广场（SN1）等。2016-2018年及2019年上半年，公司办公楼销售收入分别为18.58亿元、0亿元、52.71亿元和22.40亿元，波动较大，其中2018年结转收入主要来自于陆家嘴金融广场（SN1）（38.36亿元）和前滩公司24#办公楼（14.35亿元）；2019年上半年结转收入主要来自陆家嘴金融广场（SN1）（22.40亿元）。

图表 20. 公司主要办公物业销售情况（单位：套、万平方米、亿元）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年上半年		
	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额	套数	面积	结转金额
东方汇（原“世纪大都”）	66	8.43	18.58	-	-	-	-	-	-	-	-	-
陆家嘴金融广场（SN1）	-	-	-	-	-	-	1	8.77	38.36	1	4.75	22.40
下南路商铺	5	0.06	0.30	10	0.18	0.66	-	-	-	-	-	-
零星商铺	3	0.07	0.25	8	0.15	0.90	-	-	-	-	-	-
合计	74	8.56	19.13	18	0.33	1.56	1	8.77	38.26	1	4.75	22.40

资料来源：陆家嘴集团

该公司房地产业务还包括动迁安置房的开发及销售。近年来，公司新开工动迁房项目很少，在售动迁房项目主要包括爱法新城、华高一村、锦绣华城和金杨新村等，主要为世纪大道和陆家嘴中心区域、塘东地块等未开发土地配套的动迁房源和闵行区浦江镇201-A1地块动迁配套商品住宅项目，销售对象多为地铁12号线沿线的动迁户居民。2016-2018年及2019年上半年公司分别实现动迁房销售收入1.00亿元、3.13亿元、0.55亿元和0.59亿元。

截至2019年6月末，该公司在售商品房项目总可售面积共计69.22万平方米，剩余待售面积13.92万平方米，在售项目主要集中于天津和上海，具体为东方逸品、天津海上花苑和梧桐公寓等。

B. 房产租赁业务

陆家嘴股份是该公司房产租赁板块的核心运营主体。凭借多年房地产项目开发及运营积累，陆家嘴股份持有较大规模的优质办公、商业物业以及少量的住宅物业资源。截至2019年6月末，陆家嘴股份自持物业总建筑面积为263.53万平方米，按照业态可划分为办公物业（甲级写字楼、高品质研发楼）、商业

物业、会展物业和住宅物业等。随着业务运营不断成熟，公司房产租赁业务收入平稳增长，2016-2018年及2019年上半年，分别为26.67亿元、32.73亿元、35.47亿元和17.84亿元，其中陆家嘴股份租赁收入占比90%以上。

图表 21. 陆家嘴股份各业态物业租赁收入情况（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
办公物业	23.87	27.35	29.50	15.98
商业物业	2.11	2.09	2.39	1.99
住宅物业	1.64	1.63	1.60	0.79
会展物业	6.49	6.51	7.06	3.64

资料来源：陆家嘴集团

注：上表会展物业收入未纳入合并范围核算。

该公司的办公物业主要包括甲级写字楼和高品质研发楼等。截至2019年6月末，陆家嘴股份在营甲级写字楼20幢，总建筑面积超过163万平方米，主要位于陆家嘴核心地段以及天津红桥区。2019年6月末，上海地区的成熟甲级写字楼（运营一年以上）的平均出租率约为89%，平均租金为8.57元/平方米/天。天津成熟甲级写字楼（运营一年及以上）的平均出租率约为57%，平均租金3.45元/平方米/天。同期，陆家嘴股份运营的以陆家嘴软件园为主的高品质研发楼及其他租赁物业总建筑面积超过32万平方米，平均出租率达到83.00%，平均租金为6.21元/平方米/天。整体而言，公司在营办公物业出租情况良好。

图表 22. 陆家嘴股份主要在营甲级写字楼概况（单位：万平方米、元/平方米/天、%）

项目	地理位置	地上建筑面积	总建筑面积	竣工年份	2017年度		2018年度		2019年上半年度	
					平均租金	年末出租率	平均租金	期末出租率	平均租金	期末出租率
星展银行大厦	小陆家嘴	4.69	6.81	2009	11.79	100.00	11.67	96.98	11.80	90.84
陆家嘴金融信息楼	小陆家嘴	0.50	0.91	2010	21.27	100.00	21.27	100.00	21.27	100.00
钻石大厦	竹园商贸区	4.00	4.84	2009	8.34	98.05	6.50	95.12	7.80	95.43
陆家嘴商务广场	竹园商贸区	6.75	9.85	2000	8.20	95.17	8.30	97.50	8.35	93.63
陆家嘴基金大厦	竹园商贸区	3.26	4.23	2011	7.63	96.63	8.40	98.52	8.40	94.26
陆家嘴投资大厦	竹园商贸区	3.38	4.35	2011	7.82	100.00	7.73	95.20	7.73	98.63
陆家嘴世纪金融广场2号楼	竹园商贸区	32.40	43.56	2014	7.13	98.96	7.81	80.23	7.69	86.30
陆家嘴世纪金融广场5号楼	竹园商贸区				7.22	100.00	7.42	93.37	7.07	88.34
陆家嘴世纪金融广场7号楼	竹园商贸区				3.63	100.00	4.33	100.00	4.33	100.00
陆家嘴世纪金融广场3号楼	竹园商贸区				7.25	100.00	8.01	84.94	7.92	77.87
陆家嘴世纪金融广场6号楼	竹园商贸区				6.25	100.00	7.08	91.51	7.11	93.26
陆家嘴世纪金融广场1号楼	竹园商贸区				7.76	100.00	8.34	85.65	7.90	81.78
天津陆家嘴金融广场	天津市红桥区大丰路	18.95	26.86	2017	2.21	40.00	2.20	48.80	2.23	51.92
上海纽约大学大厦	竹园商贸区	4.87	5.77	2014	5.95	100.00	5.95	100.00	5.95	100.00
东方汇1号楼	竹园商贸区	12.51	19.46	2015	9.39	97.63	9.30	98.00	9.39	100.00
东方汇2号楼	竹园商贸区				9.23	93.49	9.49	93.01	9.24	91.81
东方汇3号楼	竹园商贸区				9.00	100.00	9.00	100.00	9.00	100.00
东方汇4号楼	竹园商贸区				8.96	100.00	9.07	100.00	8.96	96.00
陆家嘴金融广场	小陆家嘴	4.78	13.68	2017	-	-	10.34	66.55	9.10	79.96
陆家嘴金控广场	竹园商贸区	6.18	9.04	2018	-	-	10.58	67.80	10.45	78.79
陆家嘴富汇大厦A栋	世纪大道北	4.33	6.56	2017	-	-	-	-	10.00	100.00
陆家嘴富汇大厦B栋	侧浦东南路				-	-	10.00	100.00	10.00	100.00

项目	地理位置	地上建筑 面积	总建筑 面积	竣工 年份	2017 年度		2018 年度		2019 年上半年度	
					平均 租金	年末出 租率	平均 租金	期末出 租率	平均 租金	期末出 租率
陆家嘴富汇大厦 C 栋	东侧				9.60	100.00	9.60	100.00	9.60	100.00

资料来源：陆家嘴集团

图表 23. 陆家嘴股份主要在营研发楼情况（单位：万平方米、元/平方米/天、%）

项目	总建筑 面积	竣工 年份	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年	
			平均 租金	年末出 租率	平均 租金	年末出 租率	平均 租金	年末出 租率	平均 租金	期末出 租率
软件园 1 号楼	1.43	1994	4.35	100.00	4.36	100.00	4.38	100.00	4.38	100.00
软件园 2 号楼	2.38	2011	4.73	98.95	4.85	100.00	5.26	94.65	5.26	92.10
软件园 4 号楼	1.02	1996	4.47	100.00	4.47	100.00	4.82	100.00	4.82	73.47
软件园 5 号楼	0.14	1996	4.00	100.00	4.00	100.00	4.52	100.00	4.52	100.00
软件园 7 号楼	1.78	2007	6.60	100.00	6.60	100.00	7.80	85.16	7.80	84.17
软件园 8 号楼	3.27	2007	5.48	100.00	5.48	100.00	5.45	97.75	5.45	85.69
软件园 9 号楼	4.79	2008	4.92	86.46	5.45	93.71	5.40	93.70	5.40	85.28
软件园 10 号楼	2.81	2009	5.40	100.00	5.80	100.00	5.88	87.37	6.10	77.23
陆家嘴金融服务广场主楼	8.93	2012	6.70	100.00	6.86	82.43	6.86	86.32	6.86	72.80
陆家嘴金融服务广场裙楼		2012	11.22	100.00	11.22	100.00	11.22	100.00	12.00	69.68
陆家嘴金融服务广场二期	2.84	2016	-	-	7.41	97.60	7.41	93.72	7.41	96.11
软件园 12 号楼	1.16	2012	5.51	100.00	5.66	100.00	5.89	100.00	5.89	100.00
软件园 E 栋	0.98	2010	6.16	100.00	7.75	100.00	7.14	100.00	7.14	100.00
陆家嘴金融航运大楼	1.21	2010	4.41	100.00	5.20	91.36	4.88	70.68	5.12	63.81

资料来源：陆家嘴集团

商铺物业方面，截至 2019 年 6 月末陆家嘴股份自持商铺物业总建筑面积超过 46 万平方米，主要分布在陆家嘴区域内和天津地区，包括上海 L+MALL、天津 L+MALL、陆家嘴 96 广场、陆家嘴 1885 文化中心、陆家嘴金融城配套商业设施、天津惠灵顿小街及天津虹桥新天地等；其中，上海 L+MALL 和天津 L+MALL 建筑面积分别为 18.75 万平方米和 15.17 万平方米，上述二者分别于 2018 年 12 月和 9 月开业，随着二者运营趋于成熟，将有望带动租金收入增长。截至 2019 年 6 月末，陆家嘴 96 广场和陆家嘴 1885 文化中心出租率分别为 91% 和 93%，运营成熟的商铺物业出租率维持在较高水平，2018 年新投入运营的上海 L+MALL 和天津 L+MALL 出租率已分别达到 95% 和 90%。

该公司长期持有在住的住宅物业主要包括东和公寓和陆家嘴人才公寓等。其中，东和公寓于 2009 年竣工，共有 412 套住宅（建筑面积约为 9 万平方米），截至 2019 年 6 月末出租率为 98%，平均租金为 2.56 万元/套/月。陆家嘴金融城人才公寓于 2012 年竣工，建筑面积 8.10 万平方米，平均租金约 2.50 元/平方米/天，出租率超 93%。

会展物业方面，该公司下属陆家嘴股份之子公司上海陆家嘴展览发展有限公司与德国展览公司合资成立的上海新国际博览中心有限公司（简称“新国际博览公司”，合作双方各持股 50%）投资建设并负责上海新国际博览中心的运营。上海新国际博览中心共有 17 个室内展厅，室内展览面积和室外展览面积分别为 20 万平方米和 10 万平方米。2016-2018 年会展收入分别为 6.49 亿元、

6.51 亿元和 7.06 亿元；其中，2018 年博览中心场馆总利用率较上年提升 5.60 个百分点至 70.19%，带动会展物业收入提升。2019 年上半年，在单位租金收入增长带动下，当期实现收入 3.64 亿元，同比增加 39%。

图表 24. 公司在营会展物业情况（单位：万平方米、元/平方米/天、亿元）

新国际博览中心	地上建筑面积	总建筑面积	场地利用率	单位租金收入	租金收入
2016 年	38.68	38.68	64.85%	16.68	6.49
2017 年	38.68	38.68	64.59%	16.85	6.51
2018 年	38.68	38.68	70.19%	16.79	7.06
2019 年上半年	38.68	38.68	68.21%	17.73	3.64

资料来源：陆家嘴集团

➤ 重大在建拟建项目及土地储备

近年来，该公司通过购买或出售项目子公司控股权的方式实现房地产业务的拓展或项目结构的调整。2016 年，陆家嘴股份之全资孙公司上海纯景实业发展有限公司通过收购绿地金融投资控股集团有限公司持有的上海申万置业有限公司（简称“申万置业”）全部股权以及债权（总价款为 34.14 亿元，其中股权转让款 15.75 亿元、债权转让款为 18.39 亿元），获得了滨江绿地项目（黄浦江沿岸 E16-2 地块）；当年支付交易对价 32.43 亿元，2017 年支付余款 1.71 亿元。另外，2016 年陆家嘴股份下属上海佳湾资产管理有限公司（简称“佳湾公司”）及上海佳二实业投资有限公司作为劣后的华宝信托-安心投资 20 号集合资金信托计划（简称“信托计划”）联合竞得江苏苏钢集团有限公司（简称“苏钢集团”）下属苏州绿岸房地产开发有限公司（简称“苏州绿岸”）95% 股权及相关债权（交易总金额为 85.25 亿元，其中股权成交价格为 68.40 亿元、债权金额为 16.85 亿元）。本次交易完成后，苏钢集团持有苏州绿岸 5% 的股权，华宝信托有限责任公司（简称“华宝信托”）代信托计划持有苏州绿岸 72.4375% 的股权，佳湾公司持有苏州绿岸 22.5625% 的股权。2017 年 5 月，公司已完成上述苏州绿岸股权及债权全部交易对价的支付。2016-2018 年，公司出售的子公司主要包括上海佳质资产管理有限公司、上海佳寿房地产开发有限公司（简称“佳寿房地产”）和上海前绣实业有限公司（简称“前绣实业”）。

目前，该公司房地产在建项目主要分布在上海浦东新区的前滩、临港及苏州等区域，重点在建项目如图表 24 所示，总投资金额为 245.83 亿元，截至 2019 年 6 月末已投入 118.57 亿元，2019 年 7-12 月至 2021 年分别计划投入 19.78 亿元、39.78 亿元和 31.43 亿元，后续项目开发建设投资规模仍较大。

图表 25. 截至 2019 年 6 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	开发主体	区域	项目性质	总投资金额	已投资金额	计划投资额			预计竣工时间
						2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年	
前滩 29-03 地块	前滩集团	上海	商办	10.60	6.35	0.50	1.50	-	2019
前滩 33-01 地块办公、商业及住宅项目	前滩集团	上海	办公/商业/住宅	12.00	5.39	1.40	2.00	0.91	2019
前滩 46-01 地块办公、商业及住宅项目	前滩集团	上海	办公/商业/住宅	9.53	8.45	0.50	-	-	2019

项目名称	开发主体	区域	项目性质	总投资金额	已投资金额	计划投资额			预计竣工时间
						2019年7-12月	2020年	2021年	
前滩“四方城”项目	前滩集团	上海	商办	41.77	2.51	3.26	12.00	12.00	2021
企荣 16-02 项目	企荣公司	上海	商办	15.09	1.37	0.94	2.70	2.70	2022
“九宫格”长租房	集团本部	上海	住宅	27.03	10.01	1.32	7.01	3.98	2021
前滩中心 34#地块	前滩实业	上海	住宅	21.79	21.37	0.41	-	-	2019
天津海上花苑	陆津房产	天津	住宅	28.99	19.38	1.83	2.80	1.50	2024
苏州绿岸 15 号地块建设项目二期	苏州绿岸	苏州	住宅	2.71	1.52	0.46	0.47	0.26	2021
苏州绿岸 14 号地块建设项目	苏州绿岸	苏州	住宅	13.21	3.56	0.84	4.80	3.17	2023
前滩中心 25-02 办公	前滩实业	上海	办公	34.81	24.31	6.75	1.69	1.10	2026
花木 04-15 地块	集团本部	上海	商业	4.81	4.60	0.21	-	-	2019
苏州绿岸 9 号地块建设项目	苏州绿岸	苏州	商业	3.23	0.32	0.88	0.77	0.77	2023
前滩中心 25-02 酒店	前滩实业	上海	酒店	20.26	9.43	0.48	4.04	5.04	2022
合计	-	-	-	245.83	118.57	19.78	39.78	31.43	-

资料来源：陆家嘴集团

注：前滩实业全称为上海前滩实业发展有限公司；陆津房产全称为天津陆津房地产开发有限公司。

具体项目方面，（1）前滩地块，公司开发的前滩地块是浦东开发“四老三新”格局中重要的组成部分，前滩项目总建筑面积达到 350 万平方米以上，以办公、酒店为主，住宅建筑面积占比仅为 23%。项目定位为发展总部商务、文化传媒、运动休闲三大核心功能，包括企业天地、北美中心、媒体城、亚太中心、国际社区、高端商务区等。为减轻自身资金压力，公司采取合资共建模式。截至目前，前滩地区基础道路基建、小黄浦河道改造工程及以三个公园为主题的前滩景观绿化工程均已完工，商业物业开发建设正全面推进，住宅项目东方逸品（前滩中心 34#地块）去化情况良好。（2）临港地块，2014 年公司以 23.92 亿元竞得临港南汇新城九宗地块，土地面积为 7.66 万平方米。该项目为总建筑面积 45 万平方米的创新城市功能中心，包括“中国（上海）自由贸易试验区金融创新广场”、“上海滴水湖国际会议中心”、“中新合作莱佛士国际医学检测中心”三大主力项目，其中上海滴水湖国际会议中心已开工。临港项目计划投资总额约 70 亿元，其中临港酒店/会议中心项目的总投资 35.77 亿元，截至 2018 年末已完成投资 13.21 亿元。（3）苏地 2008-G-6 号地块（苏州绿岸），该项目是公司继天津之后，第二个“走出上海”的大型成片开发项目。该项目地块位于浒墅关镇西北角，距苏州市区 13 公里，分为 17 个地块，规划总建筑面积 108.41 万平方米，土地使用权面积为 65.96 万平方米，土地性质为住宅、商办、工业（研发）等，目前 9 号、14 号和 15 号地块已开工建设。

该公司拟建项目主要为苏州绿岸 1-17 号地块除在建项目外的剩余地块和御桥软件园。苏州绿岸项目具体包括 1-8、10-13、16-17 号地块，拟建商业、住宅综合体，其中 10-12 号为住宅地块。公司御桥地区土地由公司本部负责开发，系 1993 年作为动迁配套用地划入，已完成土地平整。为配合上海建设全球科技创新中心，公司计划在御桥地块筹建占地 42 公顷、建筑面积近 120 万

平方米的御桥“双创”基地，总投资预计为 150 亿元。

截至 2019 年 6 月末，该公司土地储备（含拟建项目对应地块）面积合计 100.62 万平方米，主要位于上海和苏州。土地储备中用于商业开发的土地占比较高，公司将针对行业调控和市场变化动态调整开发计划。

图表 26. 公司主要土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

地块	所属公司	土地面积	土地出让金总额	拟建项目业态	获得年份	土地情况
SB1-SB5	陆家嘴股份	17.58	4.24	商办、文化娱乐	2002	生地、未动迁
荣成地块	上海陆家嘴荣成房地产开发有限公司	1.50	0.52	住宅、商业	2004	正在动迁
昌邑地块	上海陆家嘴昌邑房地产开发有限公司	3.50	1.12	住宅、综合	2004	正在动迁
苏州绿岸 1-13、16、17 号地块	苏州绿岸	57.95	14.73	商业、住宅综合体	2015(4 号地块 2014 年取得)	待开发, 10-12 号地块为住宅用地, 12 号地块预计 2019 年竣工。

资料来源：陆家嘴集团

总体而言，该公司房地产业务多数集中在上海陆家嘴地区，公司自持物业规模较大，具有很强的竞争力。随着公司向上海前滩、临港、天津及苏州地区进行业务拓展，公司的区域分散度将有所改善，但同时也将面临跨区域发展的市场风险。开发项目分期销售及租赁物业投入运营实现的现金回笼，可为公司后续项目开发提供一定支撑。

C. 金融业务

该公司金融板块以上海陆家嘴金融发展有限公司（简称“陆金发”）为主要运营主体。陆金发通过收购爱建证券有限责任公司（简称“爱建证券”）、陆家嘴国际信托有限公司（简称“陆家嘴信托”）、参股陆家嘴国泰人寿保险有限责任公司（简称“陆家嘴国泰人寿”）、发起设立中银消费金融有限公司和上海国和现代服务产业基金管理公司等，初步形成了“证券+信托+保险+基金”的基本业务架构，为进一步发展成为金融控股企业奠定了基础。2016 年，为推动金融资本、产业资本、商业地产资本的有序融合，陆家嘴股份以 94.89 亿元现金收购了公司本部、前滩集团合计持有的陆金发 88.20% 股权。2017 年，陆家嘴股份完成陆金发剩余 11.80% 股权的收购，收购价款为 13.14 亿元。

2018 年，该公司金融业务收入为 20.09 亿元，其中利息收入、手续费及佣金收入合计 15.03 亿元，主要来自爱建证券与陆家嘴信托。当年，陆家嘴信托实现营业收入 11.35 亿元，净利润 4.41 亿元；爱建证券营业收入 2.50 亿元，净利润-1.00 亿元，由于市场环境不佳，其业绩下滑。2018 年 10 月，爱建证券由于债券交易纠纷，以新光控股集团有限公司（以下简称“新光集团”）为被告，于 2018 年 10 月 12 日向上海金融法院提起诉讼，后由上海金融法院移送至浙江省金华市中级人民法院审理。爱建证券要求新光集团兑付“15 新光 01”、“15 新光 02”和“11 新光债”的本金、利息、逾期违约金及因诉讼发生的费用，涉案金额共计 3.37 亿元。另外，2018 年，富贵鸟股份有限公司非公开发行债

券“16 富贵 01”共 13 亿元债券出现违约；当年 8 月，爱建证券收到仲裁申请书，作为“16 富贵 01”主承销商及受托管理人，爱建证券作为第二申请人，被要求承担连带责任。目前该事项对陆家嘴集团日常经营、偿债能力等尚未造成重大影响。2019 年上半年，公司利息收入、手续费及佣金收入合计 10.23 亿元，同比增长 40.35%。

(2) 盈利性

图表 27. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业盈利能力强，且对联营、合营企业及金融资产的投资规模大。目前公司已形成了以营业毛利为主，投资净收益为辅的盈利结构，营业外净收入和公允价值变动收益规模相对较小。近年来，受房地产项目结转周期影响，公司营业毛利波动较大，2016-2018 年度及 2019 年上半年度分别为 88.02 亿元、55.77 亿元、177.20 亿元和 49.62 亿元。2018 年，公司在售房产项目结转规模增加，带动当年营业总收入及营业毛利大幅增加。

图表 28. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
营业总收入合计（亿元）	174.51	114.45	280.33	90.68
营业毛利（亿元）	88.02	55.77	177.20	49.62
期间费用率（%）	10.29	20.73	8.45	13.88
其中：财务费用率（%）	6.93	15.01	5.69	10.40
全年利息支出总额（亿元）	16.96	22.21	21.99	-
其中：资本化利息数额（亿元）	4.34	4.54	5.08	-

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

注：期间费用率=（销售费用+管理费用+财务费用）/营业总收入*100%

该公司期间费用以财务费用为主，管理费用及销售费用占比较小。2016-2018 年度及 2019 年上半年度，公司期间费用率分别为 10.29%、20.73%、8.45%和 13.88%，同期财务费用率分别为 6.93%、15.01%、5.69%和 10.40%。2017 年由于费用化利息支出金额大幅增加，财务费用同比增长 42.08%，同时营业收入减少，财务费用率同比上升 8.08 个百分点。2018 年公司财务费用同

比下降 7.15% 至 15.95 亿元，主要系资本化利息支出增加，相应导致费用化利息支出有所减少；加之营业总收入规模大幅增加，当年财务费用率为 5.69%，同比下降 9.32 个百分点至 5.69%。另外，2016-2018 年度及 2019 年上半年度公司税金及附加分别为 25.05 亿元、11.00 亿元、56.80 亿元和 11.07 亿元，主要包括土地增值税、房产税和营业税等，2018 年税金及附加随着营业收入的增长而同比大幅增加。

图表 29. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年上半年度
投资净收益	0.26	29.07	12.75	5.74
营业外收支净额	1.67	1.35	0.67	0.32
资产处置收益	-	-	0.01	0.05
其他收益	-	0.87	0.41	0.73
公允价值变动损益	-	-	-	0.93

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

该公司投资收益对盈利来源结构产生较大的影响，但考虑处置长期股权具有偶发性，加之其他投资收益来源稳定性一般，公司盈利来源更多依赖于主业盈利贡献。2016-2018 年及 2019 年上半年度公司投资净收益分别为 0.26 亿元、29.07 亿元、12.75 亿元和 5.74 亿元。其中，2017 年公司投资净收益大幅增长，一方面由于处置子公司上海佳寿股权获得收益 23.15 亿元，另一方面由于长期股权投资收益同比增加 7.66 亿元；2018 年公司投资收益 12.75 亿元，主要为出售子公司前绣实业 50% 股权而产生股权转让收益，其剩余股权按照公允价值计量。公司对外投资企业中，除新国际博览公司、上海浦东嘉里城房地产有限公司及上海富都世界发展有限公司经营业绩较好外，其他企业多数盈利能力较弱，部分被投资企业出现亏损，使得公司权益法核算的长期股权投资收益呈现波动态势；出售子公司股权虽能获得的高额投资收益，但难以持续，且在金融市场频繁波动的情况下，公司持有和处置可供出售金融资产投资收益规模面临较大不确定性。

该公司营业外收入规模较小，主要由政府补助、罚款及赔偿金收入构成，2016-2018 年度及 2019 年上半年度分别为 1.75 亿元、1.48 亿元、1.04 亿元和 0.34 亿元。同期公司资产减值损失分别为 2.82 亿元、2.61 亿元、44.94 亿元和 -0.20 亿元，其中 2016-2017 年资产减值损失主要来自于陆金发持有的应收款项类投资的坏账损失及可供出售金融资产的减值损失，2018 年大幅增加，一系当年下属上海财居投资管理合伙企业（有限合伙）对其持有的可供出售金融资产计提了大额减值损失（21.22 亿元），二系公司对不能产生经济效益的市政资产计提了 21.39 亿元的减值损失。

2016-2018 年度及 2019 年上半年度，该公司净利润分别为 31.52 亿元、37.14 亿元、49.00 亿元和 26.54 亿元。近三年净资产收益率分别为 9.61%、10.54% 和 12.85%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司确定了将集团本部打造成国内领先的综合性股权投资经营公司，将股份公司打造成中国高端商业地产领头羊，将陆金发打造成浦东新区重要的金融控股公司三大战略目标。“十三五”期间是公司进入战略转型的关键期，公司将抓住自贸区“扩区”、上海科创中心建设、新一轮国资国企改革等重大机遇，积极应对国内经济增速放缓、房地产调整等挑战，围绕“整合、协同、转型”三大关键词，推动公司各业务的整合、产业链的协同和业务转型的全面深化。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司系浦东新区国资委全资子公司。公司法人治理结构、组织结构健全，公司根据自身业务转型和外部环境变化适时调整、健全管理制度，以确保公司稳步发展。

(1) 产权关系

该公司为上海市大型国有企业集团，由浦东新区国资委全资控股。公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司联营及合营企业较多，每年均会发生一定金额的关联交易和资金往来。近三年，公司因接受及提供劳务、房产出租及委托贷款产生的关联交易金额均较小。2018年末，公司应收及应付关联方款项金额分别为16.26亿元和24.64亿元，前者主要包括对上海仁远投资合伙企业（有限合伙）的其他应收款余额为12.95亿元（占该科目总余额的比重为45.30%）；后者主要包括对上海浦东土地控股（集团）有限公司的其他应付款为8.89亿元（占该科目的比重为4.88%），应付上海悦耀置业发展有限公司和上海港城开发（集团）有限公司借款11.00亿元和4.00亿元。整体看，关联方交易规模相对于公司经营规模而言相对较小，风险可控。

(3) 公司治理

该公司未设立股东会，由浦东新区国资委行使股东会职权。公司不设董事会，设监事会，监事成员为5名，由浦东新区国资委委派（职工代表除外），监事每届任期3年。公司设1名执行董事及1名总经理。除职工监事外，公司监事、执行董事、总经理、副总经理等高级管理人员均由浦东新区国资委委派。

该公司高级管理人员均具有多年的从业经历，企业管理和业务经验丰富，高管人员的素质及经验能满足公司经营管理需要。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司设有总经理办公室、党委办公室（人事部）、计划财务部、社会公共责任综合管理部、审计与风险控制部、战略投资部、区域经济促进部共 7 个部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常管理的需要。公司组织架构详见附录二。

在子公司管理方面，该公司对投资规模较大的全资、控股子公司和部分联营企业采取委派财务总监方式进行管理，对投资规模较小的全资和控股子公司委托本部进行会计核算，企业只设出纳人员负责日常报销、收付款的制证工作。公司对子公司的管理，除了设立收入、利润等财务考核目标外，还在项目进度、质量等多个方面进行考核。随业务的发展，公司规模扩大，子公司数量增加，导致管理层级增多、管理链条加长，运营管理、风险控制等难度将增加。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司在风险控制、资金管理、投资管理、对外担保等方面已建立了相关的管理制度。风险控制方面，公司设立了专门的审计与风险控制部，建立了较为全面的风险管理体系，对企业经营、管理机制进行监督，建立健全自我约束机制，提高经济效益。就决策程序而言，公司的重大决策部分由集团党委会讨论决定、部分由集团总经理办公会讨论同意后，按章程要求决定是否上报浦东新区国资委审批。涉及上市公司的，则按照规定由股份公司董事会和股东大会决定。

(3) 投融资及日常资金管理

资金管理方面，该公司制定了《上海陆家嘴（集团）有限公司资金管理办法》，内容主要包括资金计划、资金使用、存款管理、融资管理、委托贷款及统借统还、担保管理、资金管理协调机制等。公司成立了资金领导小组，由总经理、副总经理构成，并下设资金工作小组，配备若干专职人员进行日常工作，每年 11 月底根据全面预算编制完成下年资金收支计划，每月 25 日前完成下月资金收支计划，并每月对公司资金收支计划执行情况进行财务分析，以提高资金使用效率。资金工作小组统一管理除上市子公司及金融类子公司外的对外融资工作。公司本部已设立资金池，留足 2 个月的运营资金后，对全资子公司超额资金进行定期归集。

对外融资方面，该公司需在年度预算融资额度内按照资金收支计划合理

安排融资计划，每月月末编制下月融资计划及融资方案，报公司领导审定，实施过程有变化时需及时调整并重新上报。对于委托借款，需充分评估及论证项目的收益性及安全性，原则上只向集团内企业提供，严格禁止向新区国企系统外的企业提供（区政府决定的除外）；对股权多元化的企业提供委托贷款时，原则上按照股权比例进行委贷。另外，集团向纳入资金池管理的下属公司提供委贷时，原则上只采用统借统还方式，借款利率不高于集团的银行借款利率或债券票面利率，对应的手续费等各类费用由借入资金的下属公司承担。

投资管理方面，根据《上海陆家嘴（集团）有限公司对外投资管理办法》，该公司对外投资项目的确定必须经过项目调研预审、专家论证、项目决策和实施、项目管理若干阶段，由公司战略投资部负责组织和报批公司领导。对外投资超过净资产 50% 的、总投资超过规定标准的还需报有关部门备案、审批。

(4) 不良行为记录

依据该公司 2019 年 8 月 22 日查询的《企业信用报告》所示，2016 年以来公司本部无不良信贷记录。经查询国家企业信用信息公示系统《企业信用信息公示报告》，截至 2019 年 7 月末公司本部有 1 条行政处罚信息（浦市监处字[2015]第 150201510771 号），其他无经营异常信息和严重违约信息，抽查检查信息中未发现违法违规情况。

财务

该公司房地产开发项目资金需求较大，刚性负债规模持续扩张，非筹资性现金流平衡能力弱，整体债务压力有所上升。考虑到公司所持经营性物业区位优势显著，以成本法计量，资产潜在增值空间大，且房地产开发及租赁业务现金回笼能力强，可为债务偿付提供重要保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2017 年财务报表进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及其补充规定。公司于 2018 年起执行《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），为保持数据可比性，本评级报告中财务数据按照财会[2018]15 号执行前的口径列示。

2018 年，该公司合并范围内增加 1 家子公司，为上海建乡市政工程有限公司，系收购获得；减少 7 家子公司，其中无偿划拨 1 家子公司（上海锦安集贤

市场经营管理有限公司)、转让 1 家子公司控股权 (前绣实业)、注销清算 5 家子公司。截至当年末, 公司纳入合并范围的二级子公司共 20 家, 其中全资子公司 18 家, 控股子公司 2 家。2019 年 6 月末, 公司合并范围内清算两家子公司 (东顺 (香港) 投资有限公司和上海前滩慧中教育投资有限公司)。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 30. 公司财务杠杆水平变动趋势

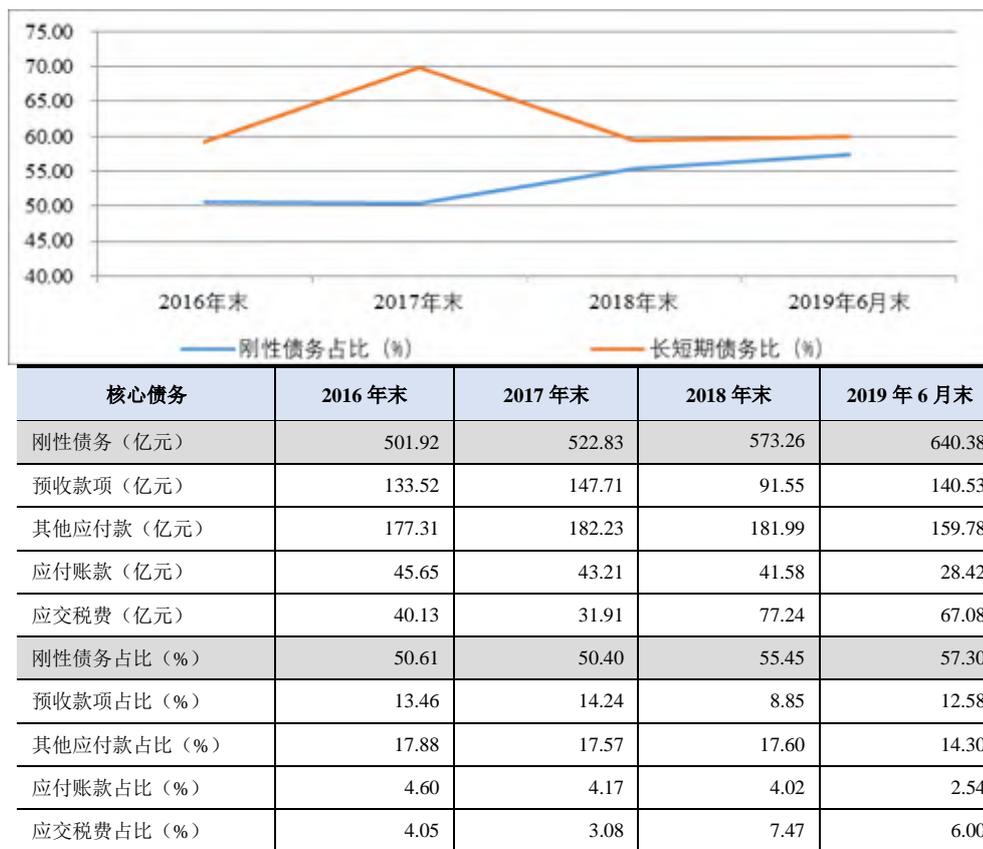


资料来源: 根据陆家嘴集团所提供数据绘制

近年来, 该公司先后对前滩区域进行一级土地开发和二级商业开发, 项目建设投入较大, 加之金融业务的扩张及对联合营企业投资增加, 公司负债总额总体呈增长趋势。2016-2018 年末及 2019 年 6 月末, 公司负债总额分别为 991.70 亿元、1,037.38 亿元、1,033.91 亿元和 1,117.51 亿元, 其中 2019 年 6 月末负债总额较年初增长 8.09%, 主要系刚性债务和预收款项大幅增长所致。2016-2018 年末及 2019 年 6 月末, 公司所有者权益合计分别为 341.71 亿元、362.91 亿元、399.87 亿元和 418.68 亿元, 主要得益于经营积累, 公司权益资本实力继续增强, 另外 2017 年浦东新区国资委以现金向公司增资 15 亿元, 对公司所有者权益形成补充。同期末, 公司资产负债率分别为 74.37%、74.08%、72.11%和 73.29%, 呈现小幅波动; 权益资本对刚性债务比率分别为 0.68、0.69、0.70 和 0.65, 2016-2018 年权益资本和刚性债务大体保持同比例增长, 权益资本对债务覆盖程度维持相对稳定, 2019 年 6 月末因刚性债务增量更大, 覆盖能力有所下降。

(2) 债务结构

图表 31. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据绘制

注：表中占比表示占负债总额的比重。

该公司负债期限结构偏向于短期。2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，公司长短期债务比分别为 59.14%、69.93%、59.47% 和 59.92%。

从负债构成来看，近年来该公司刚性债务占负债总额的比重超过 50%，除刚性债务外，负债主要集中于预收款项、其他应付款和应付账款等科目。2018 年末，公司预收款项为 91.55 亿元，较上年末减少 38.02%，主要系房地产项目收入结转金额超过新增预收款金额所致；当年梧桐公寓减少预收款项 87.74 亿元，晶耀名邸减少 41.34 亿元，新增晶耀名邸三期预收款项 37.8 亿元，新增前滩实业东方逸品预收账款款项 41.50 亿元。同期末，公司其他应付款金额与上年末基本持平，为 181.99 亿元，主要由前滩地区市政预提公共及基础设施建设费 53.61 亿元、工程项目预提费用 57.04 亿元、应付往来款 36.98 亿元、应付上海市浦东新区财政局预付款 11.52 亿元和保证金以及押金 14.60 亿元（主要包括陆家嘴股份对外收齐项目保证金 12.60 亿元）组成。应付账款主要为应付施工单位和设备采购商款项，近年来规模保持相对稳定，2018 年末金额为 41.58 亿元。应交税费为 77.24 亿元，较上年末增加 45.32 亿元，主要系房地产销售结转增加应交土地增值税和企业所得税增加所致。2019 年 6 月末，公司刚性债务增加，占负债总额比重升至 57.21%；预收款项较年初增长 53.50% 至

140.53 亿元，主要系收到 34#东方逸品、33#东方悦耀和临港滴水涟岸等项目预售款增加所致；应付账款较年初减少 13.15%至 28.42 亿元，主要系工程款结算支付所致；另外，因当期缴纳税款，应交税费较年初减少 31.65%至 67.08 亿元。

(3) 刚性债务

图表 32. 公司主要刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期刚性债务合计	173.55	137.80	229.23	263.23
其中：短期借款	101.75	117.35	134.65	193.39
一年内到期的长期借款	21.34	13.47	15.05	11.87
应付短期融资券	20.00	-	40.00	20.00
其他短期刚性债务	30.46	6.98	39.53	37.97
中长期刚性债务合计	328.37	385.04	344.04	377.15
其中：长期借款	191.76	199.54	195.47	192.28
应付债券	125.93	119.17	104.99	140.00
其他中长期刚性债务	10.68	66.33	43.57	44.87
综合融资成本（年化，%）	3.52	4.33	4.01	-

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算；综合融资成本=当期利息支出总额/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]*100%。

注：其他短期刚性债务包括应付利息、一年内到期的非流动负债（扣除一年内到期的长期借款）和其他流动负债（扣除短期融资券）；其他中长期刚性债务包括其他非流动负债。

2016-2018 年，该公司刚性债务总额分别为 501.92 亿元、522.83 亿元和 573.26 亿元，在房地产开发业务资金需求带动下呈增长趋势；主要由短期借款、应付短期融资券、长期借款（含一年内到期的长期借款）、应付债券（含一年内到期的应付债券）与其他（非）流动负债（除应付短期融资券外，主要为应付资产管理计划优先级份额及应付信托受益人款项）等构成。

具体来看，2018 年末该公司短期借款余额较上年末增长 14.74%至 134.65 亿元，主要包括：信用借款 119.00 亿元；向中国信托保障基金有限责任公司的同业借款 14.00 亿元，年利率为 6.80%-7.50%，资金成本较高；向兴业银行股份有限公司借入的收益凭证 1.65 亿元，票面利率为 3.80-6.60%。同年末公司应付短期融资券为 40 亿元，均为本部发行的超短期融资券，分别为 18 陆家嘴 SCP002、18 陆家嘴 SCP003 和 18 陆家嘴 SCP004。长期借款（含一年内到期的长期借款）余额为 210.52 亿元，较上年末基本持平，主要为质押借款、信用借款及抵押借款，年利率为 3.80%-4.41%，其中保证借款均为公司对集团内子公司提供的连带责任保证借款；应付债券（含一年内到期的应付债券）余额为 126.40 亿元，较上年末减少 7.23 亿元，主要包括公司本部和陆家嘴股份发行的中长期债券，年末本金余额分别为 60.40 亿元和 65 亿元，另外还包括“陆

家嘴金融城 2 号”收益凭证 1 亿元。此外，公司刚性债务还包括 36.28 亿元应付资产管理计划优先级份额和 21.74 亿元应付信托受益人款项，为公司股权收购苏州绿岸地块应付款项，计入其他（非）流动负债科目。从承债主体来看，公司刚性债务主要集中于本部和陆家嘴股份，2018 年末分别为 165.01 亿元和 337.49 亿元，基本可与业务规模匹配。

2019 年 6 月末，该公司刚性债务较年初增加 67.12 亿元至 640.38 亿元，其中短期借款较上年末增加 58.74 亿元至 193.39 亿元；应付债券较年初增加 35.01 亿元至 140.00 亿元，主要系因 19 陆债 01 和 19 陆债 03 的发行。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 33. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
营业周期（天）	1,113.76	2,463.25	1,609.83	-
营业收入现金率（%）	92.83	111.12	65.87	135.96
业务现金收支净额（亿元）	-12.92	-133.14	19.56	-58.79
其他因素现金收支净额（亿元）	-8.81	33.06	-36.30	43.42
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-21.73	-100.08	-16.74	-15.37
EBITDA（亿元）	57.98	69.71	92.22	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.14	0.17	-
EBITDA/利息支出（倍）	3.42	3.14	4.19	-

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 1,113.76 天、2,463.25 天和 1,609.83 天。其中 2017 年营业周期较长，主要系公司通过收购苏州绿岸 95% 的股权和申万置业 100% 股权增加存货规模，存货周转率大幅下降，以致营业周期显著拉长。公司房地产销售资金回笼和收入结转存在非同步性，营业收入现金率波动较大。2016-2018 年及 2019 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -21.73 亿元、-100.08 亿元、-16.74 亿元和 -15.37 亿元。其中 2017 年公司房地产销售回笼资金规模有所缩减，同时收购苏州绿岸和申万置业绿地滨江项目支付的现金较多，导致经营性现金大幅净流出。2018 年公司房地产项目回款大幅增加，业务现金收支净额转正，但主要因支付苏州绿岸收购款，其他因素现金收支净流出 49.54 亿元，当年经营性现金流维持净流出态势，但净流出规模较上年明显减少。2019 年上半年，因开发投资支出大幅增加，公司业务现金收支净额为 -58.79 亿元，当期经营性现金净流量为 -15.37 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折

旧等组成。近年来公司 EBITDA 持续增加，一方面受益于盈利不断增长；另一方面随着刚性债务及投资性房地产规模的增加，费用化利息支出及固定资产折旧随之增长。公司 EBITDA 对刚性债务覆盖程度一般，对利息支出的保障度较好，2018 年覆盖倍数分别为 0.17 倍和 4.19 倍。

(2) 投资环节

图表 34. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
回收投资与投资支付净流入额	-46.40	115.59	4.19	-20.37
其中：理财产品投资回收与支付净额	-7.75	109.27	6.69	-13.39
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	6.42	-1.55	-11.61	-6.19
其他因素对投资环节现金流量影响净额	13.48	-13.37	-	7.19
投资环节产生的现金流量净额	-26.50	100.66	-7.42	-19.37

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

2016-2018 年以及 2019 年上半年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-26.50 亿元、100.66 亿元、-7.42 亿元和-19.37 亿元。公司的投资活动主要包括申购和赎回理财产品，以及转让及收购参股公司股权。2017 年，公司投资性现金转为大幅净流入状态，主要是由于理财产品赎回增加所致。2018 年公司购买财兢基金 10 亿元，同时购建长期资产投资增加，以致投资活动现金呈净流出。

(3) 筹资环节

图表 35. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
权益类净融资额	-9.54	1.85	-5.92	-9.70
债务类净融资额	11.81	-1.95	51.03	52.04
其中：现金利息支出	18.06	47.11	25.98	11.92
其他类净融资额	-0.04	-14.08	-0.38	-0.01
筹资环节产生的现金流量净额	2.23	-14.18	44.73	42.33

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

2016-2018 年以及 2019 年上半年，该公司筹资性现金流量净额分别为 2.23 亿元、-14.18 亿元、44.73 亿元和 42.33 亿元。公司融资渠道畅通，主要通过银行借款、发行债券等方式弥补资金缺口。2017 年，由于公司取得借款金额减少，现金利息支出增加以及陆家嘴股份收购陆金发剩余 11.80% 股权支付现金 13.14 亿元，当年筹资性现金由净流入转为净流出状态。2018 年及 2019 年上半年，主要因公司及子公司陆家嘴股份多次发行债券并净新增银行借款，筹资性现金呈大额净流入。

4. 资产质量

图表 36. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	624.02	681.71	655.32	701.24
	46.80%	48.68%	45.71%	45.65%
其中：货币资金（亿元）	68.76	55.29	77.62	81.10
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	52.74	30.10	32.56	44.83 ⁴
其他应收款 ⁵ （亿元）	18.96	15.34	28.01	23.90
存货（亿元）	270.17	459.91	413.12	437.41
其他流动资产（亿元）	184.43	74.00	74.38	70.38
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	709.39	718.57	778.47	834.95
	53.20%	51.32%	54.29%	54.35%
其中：投资性房地产（亿元）	262.88	293.67	377.81	409.19
长期股权投资（亿元）	165.76	192.26	201.00	206.43
可供出售金融资产（亿元）	140.77	67.48	76.09	53.38
递延所得税资产（亿元）	52.24	53.42	71.94	72.26
其他非流动资产（亿元）	27.51	48.57	9.47	1.02
期末全部受限资产余额（亿元）	94.56	117.45	204.03	187.67
受限资产余额/总资产（%）	7.09	8.39	15.41	12.22

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 1,333.41 亿元、1,400.29 亿元和 1,433.78 亿元，其中流动资产占总资产的比重维持在 45% 左右。

2018 年末，该公司流动资产合计 655.32 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、存货、其他应收款及其他流动资产等构成。其中，公司货币资金账面价值为 77.62 亿元（其中受限货币资金 269.45 万元），较上年末增长 40.40%，主要因当年房产开发项目签约销售金额大幅增加。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值为 32.56 亿元，主要包括指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 15.27 亿元、债券投资 5.92 亿元、基金 4.44 亿元、股票 0.57 亿元和资管计划 6.36 亿元；2018 年末账面价值较上年末增长 8.18%，主要系因公允价值变动所致。公司存货账面价值为 413.12 亿元，较上年末减少 10.17%，主要系公司梧桐公寓等房地产项目结转所致，其中开发成本 379.49 亿元，开发产品 33.67 亿元。公司其他应收款账面价值较上年末增长 82.57% 至 28.01 亿元，主要系公司新增预付周浦土地保证金 3.65 亿以及前滩集团新增应收关联方上海仁远投资合伙企业（有限合伙）（简称“仁远投资”）7.60 亿（预分红）所致。2018 年末，公司其他流动资产为 74.38 亿元，主要是由陆家嘴信托所持的集合资金信托计划构成。

2018 年末，该公司非流动资产合计 778.47 亿元，主要由可供出售金融资产

⁴ 交易性金融资产与以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产合计列示。

⁵ 此处其他应收款不包括应收股利。

产、长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产等构成。其中可供出售金融资产为 76.09 亿元，较上年末增长 12.75%，主要是由于可供出售权益工具增加所致。长期股权投资为 201.00 亿元，较上年末变动不大，主要是对陆家嘴国泰人寿、上海浦东嘉里城房地产有限公司、上海中心大厦、上海富都世界发展有限公司、新国际博览公司等联营、合营公司的投资。同期末，投资性房地产账面价值为 377.81 亿元，较上年末增长 28.65%，主要系公司对企业天地二期及星展银行大厦的投资所致，公司投资性房地产均采用成本模式计量，具有较大的增值空间。公司因内部交易未实现利得、资产减值准备、预提土地增值税及预售房等形成较大规模的递延所得税资产，账面价值为 71.94 亿元。此外，受子公司爱建证券调整业务结构买入返售业务规模缩减及投资流动性发生变化，2018 年末公司其他非流动资产较上年末减少 80.50% 至 9.47 亿元。

2019 年 6 月末，该公司总资产为 1,536.19 亿元，较年初增长 7.14%；其中流动资产较年初增长 7.01% 至 701.24 亿元，非流动资产增长 7.26% 至 834.95 亿元。具体看，货币资金为 81.10 亿元，较年初增加 3.48 亿元；存货账面价值为 437.41 亿元，较年初增加 24.29 亿元，主要因房地产项目开发投入所致；可供出售金融资产为 53.38 亿元，较年初减少 22.72 亿元，主要系金融资产会计科目列示规则调整所致；投资性房地产为 409.19 亿元，较年初增加 31.38 亿元，主要因自持物业持续投资所致。除上述科目外，其他资产科目较年初变化相对较小。

2018 年末，该公司受限资产账面价值合计 201.19 亿元，占总资产的比重为 14.03%；受限资产主要包括在建工程及存货合计 90.55 亿元，主要因作为银行借款抵质押物而受限。另外公司以子公司陆金发 88.20% 的股权及申万置业 100% 的股权作为质押获取银行借款，2018 年末上述公司质押股权账面价值为 110.64 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 37. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率 (%)	100.14	111.67	101.08	100.35
速动比率 (%)	55.74	35.61	36.93	37.09
现金比率 (%)	19.50	13.99	16.99	18.02

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理

注：速动比率=[期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额]/期末流动负债合计]×100%

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，该公司流动比率分别为 100.14%、111.67%、101.08% 和 100.35%，指标处于一般水平。公司存货资产规模大，且土地资产占比较高，由于土地开发周期长，资金回流速度慢，公司实际资产流动性较弱。公司现金类资产储备波动较大，同期末现金比率分别为 19.50%、13.99%、16.99% 和 18.02%。

6. 表外事项

该公司认缴上海中保浦东城市发展基金合伙企业（有限合伙）（简称“中保基金”）出资额及承担远期份额差额补足义务。上海浦东发展集团股权投资基金管理有限公司与陆家嘴集团、上海浦东发展（集团）有限公司和中国保险投资基金（有限合伙）（简称“中国保险基金”）于 2016 年签订《合伙协议》成立了中保基金。按合伙协议相关规定，合伙企业的认缴出资总额为人民币 390.8 亿元，其中浦东发展基金作为普通合伙人认缴 0.80 亿元、中国保险基金作为优先级有限合伙人认缴出资为 300 亿元、公司及浦东发展集团作为劣后级有限合伙人各认缴 45 亿元。其中优先级有限合伙人中国保险基金出资的 300 亿元于 2016 年 5 月至 2018 年 1 月间逐步到位，公司针对该出资部分的 50%，即 150 亿元，按与中国保险基金签署的相关文件承担相应的差额补足及收购份额的义务，交易期限自中国保险基金每笔出资实际缴付之日起 5 年。截至 2019 年 6 月末，公司尚未实际出资。

或有事项方面，该公司子公司陆金发下属联营企业上海陆家嘴投资发展有限公司（简称“陆家嘴投资”）因管理层违规，2017 年 6 月以前其财务资料被检察院查封并基本停止经营活动，截至 2019 年 6 月末仍处于被查封状态，公司对陆家嘴投资的长期股权投资采用权益法核算，2018 年末账面余额为 1.48 亿元。公司认为，陆家嘴投资管理层违规系个人问题，不会对陆家嘴投资产生重大或有负债。

该公司孙公司爱建证券还涉及富贵鸟股份有限公司（简称“富贵鸟”）系列仲裁事项。富贵鸟于 2016 年 8 月发行 2016 年非公开发行公司债券（第一期）（债券简称：16 富贵 01，债券代码：118797），发行规模人民币 13 亿元，票面利率 6.50%。爱建证券为该债券主承销商和受托管理人。2018 年 5 月 8 日，因富贵鸟未能按期支付“14 富贵鸟”的到期本息，导致“16 富贵 01”提前到期。2018 年 7 月 26 日福建省泉州市中级人民法院受理了富贵鸟的破产重整申请。2018 年 10 月，“16 富贵 01”的 7 名机构投资人以富贵鸟为第一被申请人，爱建证券为第二被申请人，先后向上海国际经济贸易仲裁委员会提起仲裁申请，要求裁决爱建证券对其未获兑付的本息、违约金及律师费等合计人民币 47,676 万元承担连带赔偿责任。截至 2019 年 6 月末，该案仍在审理过程中。

2018 年 10 月，爱建证券由于债券交易纠纷，以新光控股集团有限公司（以下简称“新光集团”）为被告，于 2018 年 10 月 12 日向上海金融法院提起诉讼，后由上海金融法院移送至浙江省金华市中级人民法院审理。爱建证券要求新光集团兑付“15 新光 01”、“15 新光 02”和“11 新光债”的本金、利息、逾期违约金及因诉讼发生的费用，涉案金额共计 3.37 亿元。该案目前在审理过程中，浙江省金华市中级人民法院已经根据爱建证券的申请对新光集团的相应财产进行保全或补充保全。

目前爱建证券各项业务经营正常，上述未决诉讼、仲裁事项对其日常经营、偿债能力等无重大影响。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担融资职能及部分房地产销售及租赁业务。2018年末，集团本部资产总计 435.98 亿元，主要由其他应收款、存货、其他流动资产和长期股权投资等构成，年末账面价值分别为 106.74 亿元、36.41 亿元、61.14 亿元和 143.58 亿元，其中其他应收款主要系应收子公司统借统还款项。同期末，集团本部负债合计 283.70 亿元，其中刚性债务总额为 165.01 亿元，占合并口径比重为 28.78%。刚性债务主要包括短期借款 58.00 亿元、一年内到期的非流动负债 10.41 亿元、长期借款 5.00 亿元及应付债券 49.98 亿元。2018 年公司本部实现收入 88.82 亿元，净利润 0.92 亿元；经营性现金净流量为 -33.26 亿元。整体而言，集团本部能进行较有效的资金调配及周转，财务风险可控。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司是经上海市人民政府批准组建并重点扶持的六十二家大型企业集团之一，也是浦东新区最早挂牌成立的三家开发公司之一，成立目的是为了贯彻国务院“开发浦东、开放浦东”的重大决策和上海市人民政府关于加快浦东开发建设进程的指示，主要负责陆家嘴金融贸易区内土地开发、市政基础设施建设、综合经营和协调管理工作，同时承担一定的功能性设施项目投资建设。

总体上，该公司在股东体系内具有重要地位。自公司成立以来，公司在业务运营、项目资源等方面持续获得股东及浦东新区政府有力支持，各业务稳健发展。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家大型国有银行建立了紧密的合作关系，尚未使用的授信额度充裕。截至 2019 年 6 月末，公司共获得主要合作银行的综合授信额度 985.88 亿元，未使用的额度为 612.67 亿元，后续融资空间充足。

图表 38. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	985.88	373.21	抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	135.00	46.50	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	580.43	242.18	抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	72.57	77.35	-

资料来源：根据陆家嘴集团所提供数据整理（截至 2019 年 6 月末）

债项信用分析

1. 核心业务盈利保障

该公司拥有大量区位较好的办公及商业物业，为其提供了稳定的租赁和物业管理现金收入，2016 年新增了金融业务持续贡献较大的收入与盈利。2016-2018 年及 2019 年上半年，公司营业总收入分别为 174.51 亿元、114.45 亿元、280.33 亿元和 90.68 亿元；净利润分别为 31.52 亿元、37.14 亿元、49.00 亿元和 26.54 亿元。公司凭借主业良好的盈利性，可为本期中票的本息偿付提供基础保障。

2. 偿债资金来源保障分析

该公司货币资金存量较为充裕，全部为可自由动用的货币资金，截至 2019 年 6 月末为 81.10 亿元，现金比率为 18.02%。公司经营环节现金收入规模较大，2016-2018 年及 2019 年上半年销售商品、提供劳务收到的现金分别为 147.04 亿元、109.12 亿元、174.76 亿元和 109.38 亿元。公司拥有大量区位优势优越的物业资产，为其提供了稳定的租赁和物业管理现金收入，加之存货中较大规模的土地储备，均可作为较好的融资抵押资产来源，在一定程度上增强了公司的财务弹性，本期中票的偿债资金来源保障性很好。

评级结论

该公司成立之初主要承担陆家嘴金融贸易区土地开发和基础设施建设任务，经多年发展，现已形成以房地产开发销售、经营性物业运营等房地产相关业务为主，金融业务为辅的发展格局。公司持有的投资性房产规模较大，且位置优越，近年来租赁收入稳步提升；房产销售业务收入因交付结转规模的变化产生大幅波动，但由于开发用地获取时间较早，成本较低，盈利空间大，另外公司土地储备较为充足，可为房产开发业务开展提供良好保障。公司后续项目待投资规模仍较大，建设投入与现金回笼之间的平衡仍值得关注。公司金融业务初步形成了“证券+信托+保险+基金”的基本业务架构，为进一步发展成为金融控股企业奠定了基础，但风险管控有待提高。

该公司房地产开发项目资金需求较大，对外投资规模大，刚性负债规模持续扩张，非筹资性现金流平衡能力弱，整体偿债债务压力有所上升。考虑到公司所持经营性物业区位优势显著，以成本法计量，资产潜在增值空间大，且房地产开发及租赁业务现金回笼能力强，估值前景较好，整体资产质量好，可为公司债务的本息偿付提供重要保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期中期票据存续期（本期中期票据发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年报披露后 3 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

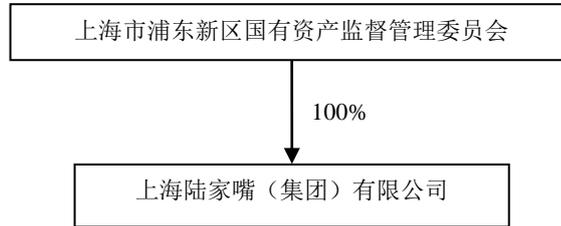
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

公司与实际控制人关系图



注：根据陆家嘴集团提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据陆家嘴集团提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				备注
				资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	
上海陆家嘴(集团)有限公司	陆家嘴集团	-	房地产开发经营、经营房屋租赁等	435.98	152.28	88.82	0.92	母公司口径
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴股份	56.42	房地产开发、经营房屋租赁等	781.13	227.90	126.39	41.05	
上海陆家嘴金融发展有限公司	陆金发	100.00	投资管理及咨询等	104.31	90.67	5.53	3.61	
上海前滩国际商务区投资(集团)有限公司	前滩集团	70.00	前滩区域开发	333.80	57.22	58.03	20.12	
上海陆家嘴城市建设开发投资有限公司	城开公司	100.00	御桥项目开发	16.32	5.26	1.43	0.61	

注：根据陆家嘴集团2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
资产总额 [亿元]	1,333.41	1,400.29	1,433.78	1,536.19
货币资金 [亿元]	68.76	55.29	77.62	81.10
刚性债务[亿元]	501.92	522.83	573.26	640.38
所有者权益[亿元]	341.71	362.91	399.87	418.68
营业总收入[亿元]	174.51	114.45	280.33	90.68
净利润[亿元]	31.52	37.14	49.00	26.54
EBITDA[亿元]	57.98	69.71	92.22	—
经营性现金净流入量[亿元]	-21.73	-137.59	-16.74	-15.37
投资性现金净流入量[亿元]	-26.50	100.66	-7.42	-19.37
资产负债率[%]	74.37	74.08	72.11	72.75
权益资本与刚性债务比率[%]	68.08	69.41	69.75	65.38
流动比率[%]	100.14	111.67	101.08	100.35
现金比率[%]	19.50	13.99	16.99	18.02
利息保障倍数[倍]	3.35	3.12	3.75	—
担保比率[%]	—	—	37.51	35.83
营业周期[天]	1,113.76	2,463.25	1,609.83	—
毛利率[%]	48.08	44.74	62.56	52.49
营业利润率[%]	26.80	49.27	24.48	41.77
总资产报酬率[%]	4.54	4.93	5.82	—
净资产收益率[%]	9.61	10.54	12.85	—
净资产收益率*[%]	6.83	8.49	8.75	—
营业收入现金率[%]	92.83	111.12	65.87	135.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.40	-16.22	-2.66	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.23	0.06	-2.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.42	3.14	4.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.17	—

注：表中数据依据陆家嘴集团经审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 年上半年度财务数据整理、计算

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	4
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	1
		流动性	9
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2000年03月30日	AAA	-	-	报告链接
	前次评级	2019年06月21日	AAA/稳定	胡颖、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 房地产开发行业评级模型(参见注册文件)	报告链接
	本次评级	2019年9月12日	AAA/稳定	杨亿、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020(2019.8)	-
债项评级	本次评级	2019年9月12日	AAA	杨亿、胡颖	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。