

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司

公开发行 2018 年公司债券(第一期)

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(2017)010954】

评级对象: 上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)(本次债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2017 年 10 月 18 日

计划发行: 不超过 50 亿元

本期发行: 不超过 20 亿元

存续期限: 不超过 5 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还银行贷款

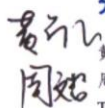
偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 上半年度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	9.94	9.37	12.65	10.74
刚性债务	145.96	149.94	229.45	130.70
所有者权益	98.55	105.13	105.95	100.83
经营性现金净流入量	-12.35	19.79	-16.46	-3.13
合并数据及指标:				
总资产	456.21	524.49	798.26	799.44
总负债	303.77	362.09	595.39	595.23
刚性债务	164.93	173.36	290.24	264.02
所有者权益	152.44	162.40	202.87	204.21
营业收入	51.17	56.31	128.07	56.23
净利润	17.48	21.22	32.69	14.66
经营性现金净流入量	-9.95	33.03	-12.55	-12.64
EBITDA	29.98	37.45	52.00	-
资产负债率[%]	66.59	69.04	74.59	74.46
权益资本与刚性债务比率[%]	92.43	93.68	69.90	77.35
流动比率[%]	84.06	46.07	78.88	102.00
现金比率[%]	15.77	7.32	25.31	24.95
利息保障倍数[倍]	2.69	2.92	4.62	-
净资产收益率[%]	11.49	13.48	17.90	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.71	9.92	-2.62	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.84	5.47	-18.29	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	2.94	4.68	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.22	0.22	-

注: 根据陆家嘴股份经审计的 2014~2016 年及未经审计的 2017 年上半年度财务数据整理、计算。

分析师



黄蔚飞 hwf@shxsj.com

周文哲 zwz@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/机遇:

- **主业定位明确, 股东支持力度大。** 陆家嘴股份是负责陆家嘴金融贸易区商业地产项目开发的国有控股企业, 主要承担区域开发任务, 定位较明确, 能够得到股东的有力支持。
- **项目经验丰富。** 陆家嘴股份拥有丰富的商业地产项目开发经验, 有助于降低市场波动对公司经营产生的不良影响。
- **物业质量较好。** 陆家嘴股份拥有大量区位较好的商业物业, 能提供稳定的租赁和物业管理现金收入。并且公司持有性物业均以成本入账, 估值优势明显, 能作为较好的融资抵押资产。
- **融资渠道畅通。** 陆家嘴股份不仅能获得股东在资金方面的支持, 同时能获得银行、债券市场和股票市场等多个渠道的融资, 能有效保障项目资金平衡。

主要风险/关注:

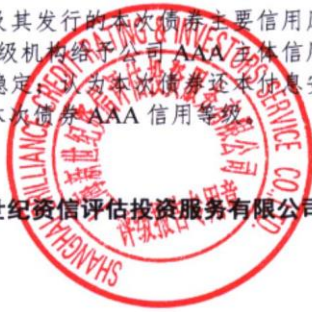
- **行业政策变化风险。** 陆家嘴股份对房地产行业政策环境的变化具有一定的敏感性, 房产销售项目易受到外部政策环境变化的影响。
- **资产流动性较弱, 即期偿付压力加大。** 陆家嘴股份的资产以地产开发及自营物业项目为主, 流动性较弱。近年公司短期刚性债务规模呈快速增长态势, 即期偿付压力进一步加大。
- **投资收益波动风险。** 陆家嘴股份近年来金融产品的投资规模快速扩大, 投资收益易受市场波动影响。
- **金融市场风险。** 2016 年, 陆家嘴股份通过收购陆金发向金融领域拓展, 在推动收入及利润增加的同时, 也面临了一定的金融市场波动风险。

- **业务拓展风险。**陆家嘴股份在向天津高端商务核心区段发展的过程中，将面临一定的跨区域发展市场风险。目前公司在建的天津陆家嘴金融广场项目投资规模大，后续或存在一定的招租压力。

➤ 未来展望

通过对陆家嘴股份及其发行的本次债券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，认为本次债券还本付息安全性极高，并给予本次债券AAA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《房地产开发行业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司

公开发行 2018 年公司债券（第一期）

信用评级报告

一、公司概况

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”、“该公司”或“公司”）于 1992 年由上海陆家嘴（集团）有限公司（简称“陆家嘴集团”）和上海国际信托投资公司（简称“上国投”）发起，经上海市人民政府以沪建经（92）第 366 号文件批准设立，注册资本为 7.15 亿元。1993 年和 1994 年公司分别发行 A 股和 B 股，证券代码分别为 600663.SH 和 900932.SH。后经多次股权变更，截至 2017 年 6 月末，公司注册资本 33.62 亿元，陆家嘴集团持股 56.42%。

该公司成立初期主要从事陆家嘴地区的土地一级开发和商业地产项目的投资建设。近年来随着自身持有物业规模的扩大，公司逐步形成了以商业地产开发、租赁为主的经营发展模式。公司作为陆家嘴地区主要的商业地产开发公司，在陆家嘴金融区的商业开发过程中起着重要的作用。

二、债项概况

（一）本次债券概况

该公司申请发行的总规模不超过 50 亿元公司债券事项已于 2016 年 3 月 20 日经上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司七届董事会第九次会议审议通过，且于 2016 年 5 月 27 日经上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司 2015 年度股东大会审议通过。本期债券募集资金规模不超过人民币 20 亿元，期限不超过 5 年，募集资金拟全部用于偿还银行贷款。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 50 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 20 亿元人民币

本期债券期限:	5 年期, 附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率:	本期债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变, 在存续期的第 3 年末, 公司可选择上调票面利率, 存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期内前 3 年票面利率加公司提升的基点, 在存续期后 2 年固定不变。本期债券票面利率采取单利按年计息, 不计复利。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。
增级安排:	无

资料来源: 陆家嘴股份

截至 2017 年 9 月末, 该公司过往债券发行情况如下表所示, 待偿还债券本金 50 亿元, 公司存续债券均按期付息。

图表 2. 截至 2017 年 9 月末公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 陆家嘴 SCP001	20.00	0.74	2.75	2016 年 7 月	20 亿元/2016 年 7 月	已到期
15 陆金开 CP001	12.00	1	3.68	2015 年 6 月	12 亿元/2015 年 6 月	已到期
14 陆金开 MTN002	40.00	10	6.00	2014 年 9 月	40 亿元/2014 年 9 月	未到期
14 陆金开 MTN001	10.00	5	5.90	2014 年 5 月	10 亿元/2014 年 5 月	未到期

资料来源: 陆家嘴股份

(二) 本次债券募集资金用途

■ 偿还银行借款

本期债券发行规模 20 亿元, 拟全部用于偿还银行贷款。

图表 3. 公司拟以募集资金偿还的银行借款安排 (单位: 万元)

银行	借款金额	期限	起息日	到期日
浦发银行	10,000	1 年	2016/11/16	2017/11/15
浦发银行	10,000	1 年	2017/5/15	2018/5/14
浦发银行	30,000	1 年	2017/6/9	2018/6/8
中国银行	2,500	3 年	2015/6/30	2018/6/30
中国银行	30,000	3 年	2015/7/24	2018/7/24
中国银行	30,000	1 年	2017/5/12	2018/5/12
中国银行	10,000	1 年	2017/5/15	2018/5/12
中国银行	49,000	1 年	2017/7/4	2018/7/3
招商银行	30,000	1 年	2017/7/5	2018/7/4
建设银行	20,000	1 年	2016/11/30	2017/11/29
建设银行	10,000	1 年	2017/6/19	2018/6/18
建设银行	10,000	1 年	2017/7/7	2018/7/6
上海工商银行	20,000	5 年	2016/6/23	2018/12/10
上海工商银行	20,000	5 年	2016/6/23	2019/6/10
上海工商银行	25,000	5 年	2016/6/23	2019/12/10

银行	借款金额	期限	起息日	到期日
上海工商银行	25,000	5年	2016/6/23	2020/6/10
上海工商银行	55,000	5年	2016/6/23	2020/12/10
上海工商银行	5,000	5年	2016/6/23	2021/6/5
农商银行	20,000	1年	2016/11/30	2017/11/28
进出口银行	2,500	5年	2015/6/12	2017/11/30
进出口银行	3,000	5年	2015/6/12	2018/4/30
进出口银行	3,000	5年	2015/6/12	2018/11/30
进出口银行	3,500	5年	2015/6/12	2019/4/30
进出口银行	3,500	5年	2015/6/12	2019/11/30
进出口银行	30,000	5年	2015/6/12	2020/4/30
进出口银行	600	5年	2015/6/12	2017/11/15
进出口银行	1,000	5年	2015/6/12	2018/5/15
进出口银行	1,000	5年	2015/6/12	2018/11/15
进出口银行	535	5年	2015/6/12	2019/5/15
进出口银行	1,199	5年	2015/10/22	2019/5/15
进出口银行	638	5年	2015/12/15	2019/5/15
进出口银行	994	5年	2016/3/30	2019/5/15
进出口银行	1,247	5年	2016/7/26	2019/5/15
进出口银行	1,237	5年	2016/10/31	2019/5/15
进出口银行	662	5年	2016/10/31	2019/11/15
进出口银行	621	5年	2017/2/10	2019/11/15
陆家嘴集团	200,000	1年	2016/12/22	2017/12/21
陆家嘴集团	70,000	1年	2016/10/31	2017/10/30

资料来源：陆家嘴股份

三、宏观经济和政策环境

2017年上半年，在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，全球经济亦持续复苏，同时伴随全球流动性紧缩预期及地缘政治对全球经济增长的重大不确定性影响。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大和区域协调发展，因此我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长态势。

2017年上半年，全球经济持续复苏，但各经济体表现不一，全球流动性紧缩预期及地缘政治仍是影响全球经济增长的重大不确定性因素。在发达经济体中，美国经济在持续回升中存在放缓迹象，需关注美联储6月再次加息及即将开启缩表对美国快速复苏势头的影响；欧盟经济复苏势头进一步增强，其中德国经济表现强劲，法国大选尘埃落定为欧洲大选开启良好序幕；日本经济转向缓慢增长中通胀水平仍较低迷。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长，巴西经济亦在朝复苏迈进；俄罗斯经济正在逐步摆脱经济负增长状态，南非经济仍低速增长。

2017 年上半年，我国在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，物价水平呈温和上涨，就业规模扩大，经济整体表现出稳中向好态势。居民收入稳步增长，为消费增长提供支撑；制造业投资和民间投资回暖，基建对总体投资形成支撑；进出口贸易表现强劲，净出口对 GDP 增长贡献率回稳向好。在以“三去一降一补”为主要内容的供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润持续改善，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用明显，工业生产稳步向好。房地产调控“因城施策”，从供给侧及需求侧两方面同时出发，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略和自贸区建设等持续推进，区域协同发展效应逐步显现。

2017 年上半年，我国继续实施积极的财政政策。在全年财政赤字率维持 3% 的预算安排下，上半年我国财政赤字规模近万亿元，达到历史同期最高值，财政支出投放力度整体较去年有所加大；财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，有序推进地方政府债务置换，加强地方政府债务管理，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务风险总体可控。

2017 年上半年我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了良好的货币金融环境。随着上半年宏观经济稳中向好及资本外流压力有所下降，同时，人民币兑美元中间价报价模型中引入逆周期因子，人民币兑美元汇率稳中有升，中长期内亦将在合理区间运行。

根据第五次全国金融工作会议，未来五年我国金融工作将围绕服务实体经济、防控金融风险和深化金融改革三大任务开展，持续促进直接融资发展、改善间接融资结构、降低实体经济融资成本、推动经济去杠杆、加强金融监管协调、补齐监管短板、扩大金融对外开放、坚决守住不发生系统性风险的底线，无疑对我国经济金融的稳定和健康发展具有重大的积极意义。

在开放、包容、共享和合作原则下，我国对外开放水平继续提高。“一带一路”建设深入推进，我国与沿线国家经济往来明显提升，有利于发挥我国对全球经济发展的促进作用。在人民币纳入 SDR 货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产配置需求不断提升，国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

2017 年是实施“十三五”规划的重要一年，随着我国对外开放水平

的不断提高、供给侧改革的深入推进、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和保持中高速稳定增长态势。同时，在国际经济、金融仍面临较大不确定性因素的外部环境下，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性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司所处房地产行业与宏观经济关联度较高，受宏观经济影响变化明显。

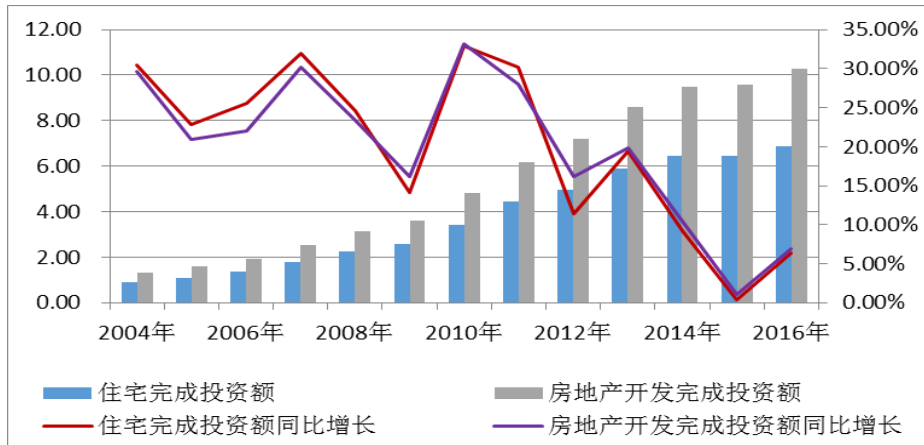
四、公司所处行业及区域经济环境

（一）房地产行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地市场景气度存在一定波动。2017年上半年，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现同比下滑幅度加深的现象，但全国房地产市场整体仍呈供销两旺。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000年以来行业整体发展速度快。2004-2016年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元升至10.26万亿元；住宅年完成投资额从0.88万亿元升至6.87万亿元。2017年上半年我国房地产行业完成投资额为5.06万亿元，较上年同期增长8.53%；住宅年完成投资额为3.43万亿元，较上年同期增长10.17%，增速总体处于适宜水平。根据国家统计局数据显示，2016年度我国人口城镇化率为57.35%，较上年提升了1.25个百分点，未来仍有较大的发展空间。

图表 4. 2004-2016 年房地产投资情况 (单位: 万亿元)

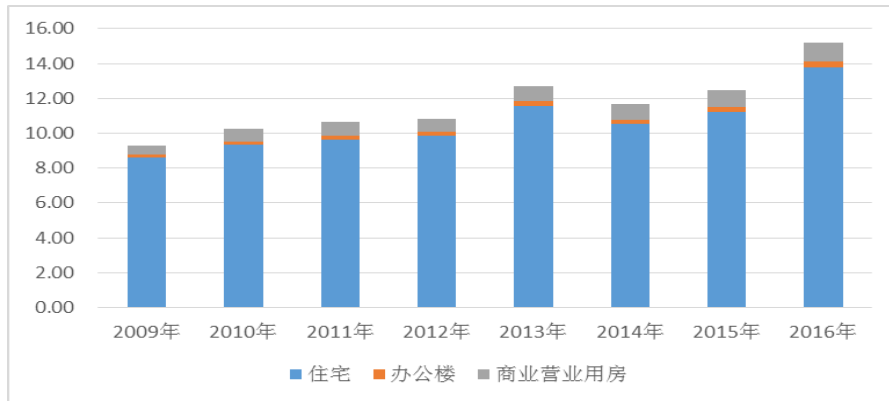


资料来源: Wind 资讯及国家统计局

近十余年内我国房地产市场发展迅速,但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷,我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013年,我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2013年,国务院出台“新国五条”严厉调控房价,由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。需求集中释放后,2014年全国房地产成交量下滑明显。为提振楼市,自2014年7月起,各地方政府相继取消或放松限购等调控政策,转而出台救市政策,包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。而央行数次下调贷款基准利率,亦对楼市整体形成了有效支撑。

2016年,我国商品房新房销售面积为15.73亿平方米,同比增长22.46%;其中住宅销售面积为9.31亿平方米,同比增长22.36%。2017年上半年我国楼市整体需求仍较旺盛,商品房新房销售面积为7.47亿平方米,同比增长16.11%;其中住宅销售面积为6.48亿平方米,同比增长13.48%。但需关注的是,2016年9月开始,我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热,政策调控效果已开始显现。根据CREIS中指数据资料显示,2017年上半年我国50个代表城市商品住宅市场月均成交面积约2895万平方米,同比下降18.9%,降幅较一季度扩大了4个百分点。

图表 5. 2009-2016 年我国主要类型商品房的销售面积 (单位: 亿平方米)

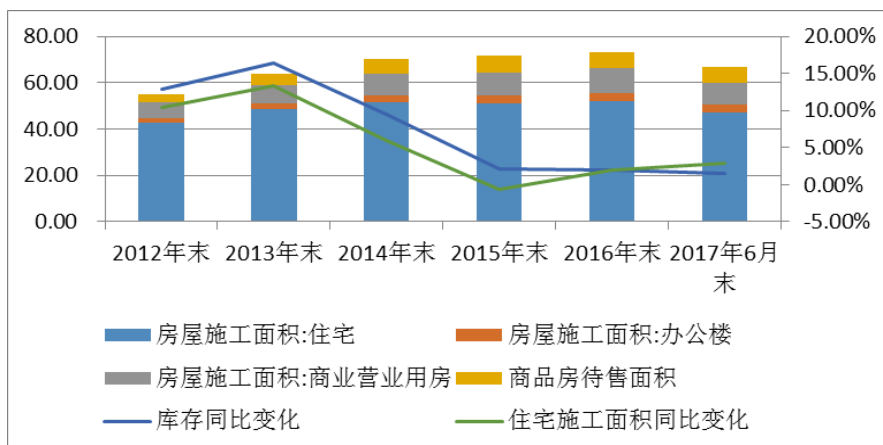


资料来源: Wind 资讯

我国房地产行业整体库存去化压力仍不小, 供需矛盾主要集中在三、四线城市。2017 年上半年, 我国房地产市场调控延续了以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策方针。

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道, 但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素, 国内房地产市场库存¹持续上行。2015 年开始, 在行业投资增速放缓、商品房销售面积增速加快的作用下, 库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年 6 月末, 我国房地产市场库存达到 66.57 亿平方米, 较上年同期增长 1.59%; 其中待售面积为 6.46 亿平方米, 较上年末减少 9.52%。虽然 2016 年我国住宅销量大幅增长, 但行业整体库存去化压力仍不小, 供需矛盾主要集中在三、四线城市。

图表 6. 近年我国房地产库存变化情况 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind 资讯

为化解房地产市场库存压力, 中央政府自 2014 年下半年陆续出台多

¹包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

项政策。资金成本方面，央行多次降息降准，其中一年期贷款基准利率自年初的 5.60% 降至 4.35%，金融机构人民币存款准备金率合计下调 2.5 个百分点，符合标准的金融机构额外下调 0.5 个百分点。公积金贷款方面，国管公积金中心将贷款额度上调至 120 万元，首套房首付降至 20%，并调整了二套房政策和缴存政策。限购政策方面，46 个限购城市一度仅剩北京、上海、广州、深圳四城坚持限购，且六部委联合发文取消境外机构和个人的购房限制。税收方面，财政部、国家税务总局将免征营业税的个人房源持有期限由 5 年下调至 2 年。2015 年政策延续上年的宽松态势，在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下，我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。2016 年第一季度，政府先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25% 降至 20%、二套房契税从 3% 降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”等政策，推动了我国房地产市场景气度进一步回暖，我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016 年 3 月末，上海、深圳先后提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下，二线城市房价显著上涨，南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016 年 8 月起，二线城市房价调控政策趋紧，南京提高二套房首付比例，苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。随着相关政策执行力度的加大（以北京“930 新政”为标志），主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果明显。

2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。鉴于目前我国步入存量房阶段的仅为个别超大和特大城市，预计相关政策对我国整体房地产市场的影响程度有限。

近年来我国商业地产²投资规模呈快速增长态势，但受宏观经济增速

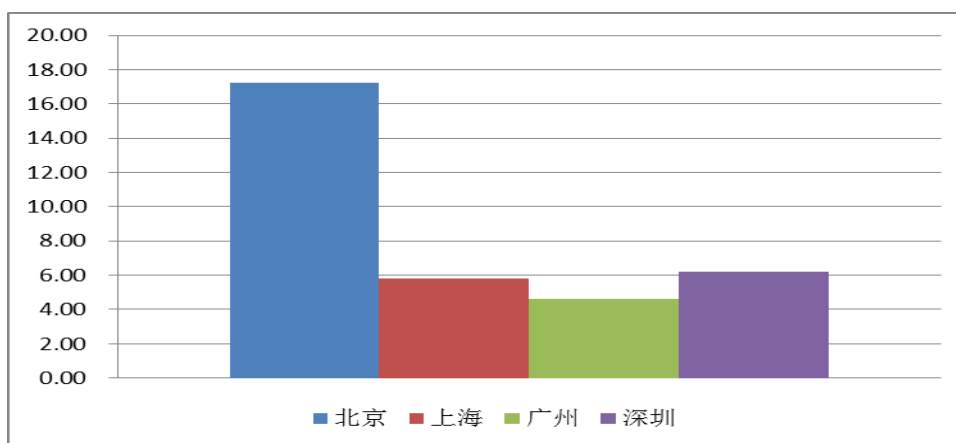
² 商业地产包括办公楼和商业营业用房。

放缓和城市发展不均衡的影响，我国商业地产市场分化明显，部分二三线城市已出现投资过剩，去化压力较大。此外，在众多房企均进入商业地产市场的情况下，商业地产市场竞争逐步加剧，企业分化明显。

2001年以来，我国商业地产投资规模保持较快增长，从2009年开始增速大幅高于全行业和住宅地产的投资增速。2001-2016年，我国商业地产投资复合增长率为45.88%，高出同期全国房地产投资增速2.46个百分点。但是国内商业地产在经历了多年高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，投资增速放缓，市场整体面临去化压力加大。2016年，我国商业地产投资额为22370.13亿元，同比增长7.46%，增速较上年小幅增加3.31个百分点；同期全国新开工商业地产面积28731.92万平方米，同比下降1.26%。

在商业地产面临去化压力的同时，城市之间的商业地产运营分化也不断加剧。从商业地产完成投资额和完工面积等指标来看，一线城市的商业地产供应量维持在相对稳定的水平，商业地产完成投资额和新开工面积的增长速度放缓；而部分二线城市由于新型中央商务区的兴起，新增商业地产供应呈现快速增长，在商业地产需求尚未出现明显增加的情况下，商业物业的运营压力将不断加大。目前，一线城市商业物业市场仍然保持较低的空置率和租金增长；二三线城市在高速增长的同时，市场空置率不断攀升，经营压力不断加大。2016年，上海、广州和深圳的写字楼空置率仍处在全国较低水平，而南京、天津和大连等地的写字楼空置率较高，其中天津超过20%。从目前市场租金水平来看，大部分一线城市的优质零售物业租金呈现涨幅放缓趋势，个别二三线城市租金跌幅加速下滑。优质写字楼租金方面，除北京、上海的优质写字楼租金保持相对较快增速外，全国各个重点城市写字楼租金增幅均趋于平缓。

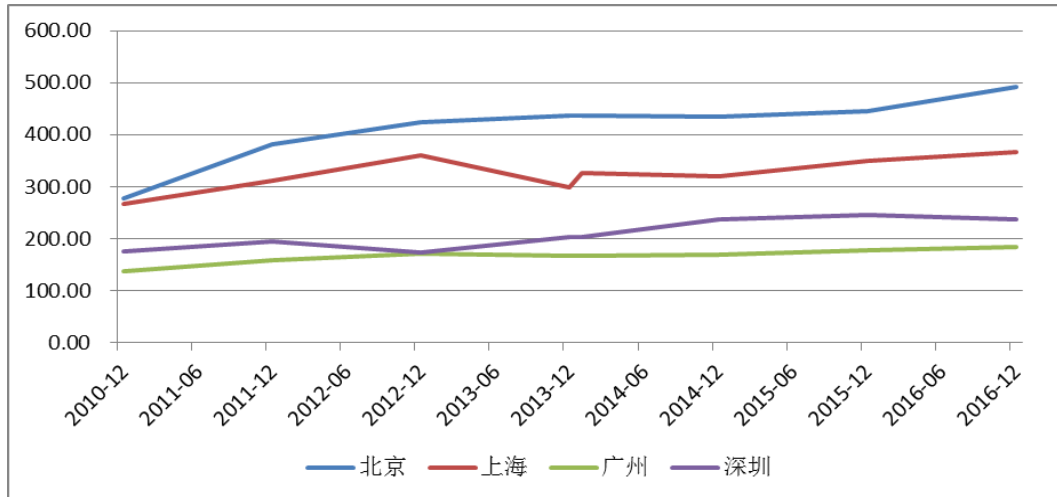
图表 7. 2016 年末重点城市甲级写字楼空置率情况 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体而言，由于我国经济基本面支撑弱化，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很大的不确定性。

图表 8. 2016 年末重点城市甲级写字楼租金情况（单位：元/平方米/月）



资料来源：Wind 资讯

（二）区域环境

近年来上海写字楼投资增速快、供应量较大，同时需求也较快增长，核心地段写字楼整体空置率仍维持在较低水平，租金收入仍呈增长趋势。

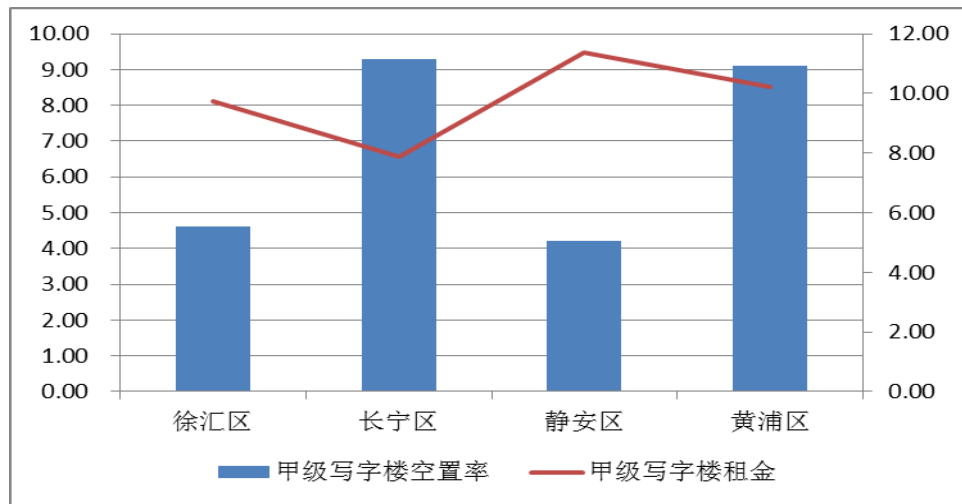
该公司的租赁收入主要来自于上海浦东区域的甲级写字楼。写字楼是商业地产类产品中运营操作较为简单、回报较为稳定，且市场抗风险能力较强的物业类型。尤其一线城市写字楼投资风险小、预期回报高，近年来吸引了大量资本持续涌入。2013-2015 年上海市办公楼投资增速较快，投资额年复合增长率达 31.73%，远高于全国 15.53% 的平均水平。

在供应方面，上海市甲级写字楼新增供应规模较大，根据戴德梁行的统计数据显示，2015 年末甲级写字楼存量规模达 802 万平方米，较 2013 年末增长 27%，其中 2015 年新增供应量达 156.25 万平方米，外滩 SOHO、香港兴业太古汇、上海中心等多个项目入市。需求方面，在现代服务业持续发展的支撑下，上海写字楼市场依旧保持需求强劲的势头。但在大量新增供应的竞争影响下，全市各区的写字楼均会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。但浦东的上海中心入市，导致区域内新增供应量较大，短期内空置率有所上升。长期来看，受“自贸区

+“科创中心”双驱动利好影响，浦东未来办公需求增长潜力大。

上海市商业地产投资增速较快，2016年上海市办公楼和商业营业用房完成投资1215.36亿元，同比增长8.30%，增速较上年下降4.75个百分点；商业地产投资额占上海市房地产投资额的32.80%，与上年持平。上海市核心地段写字楼空置率总体保持在较低水平，核心商务区写字楼供不应求，租金持续上涨。

图表 9. 上海市部分区域甲级写字楼情况 (单位: %、元/平方米/天)



资料来源: Wind 资讯(截至 2016 年末)

2016年随着楼市回暖，天津市房地产市场活跃，后期随着“津七条”的推出，楼市降温明显。近年来天津市写字楼新增供应量大，空置率快速上升，整体招租压力显著提升。

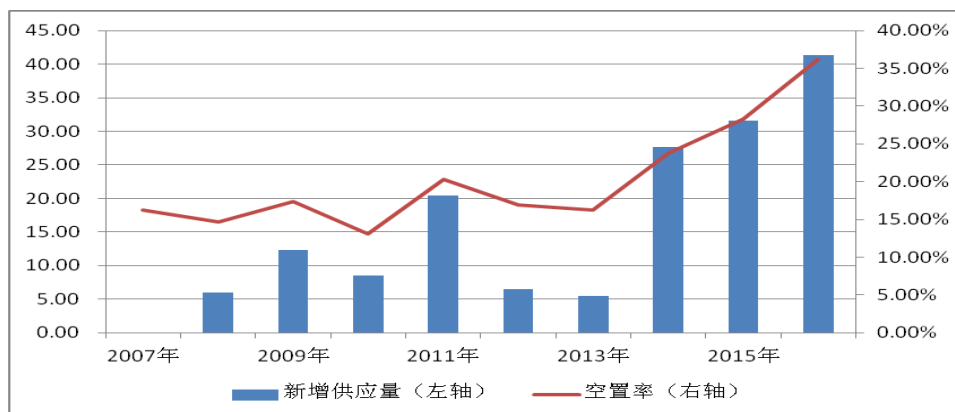
2016年天津市房地产开发投资2,300.01亿元，同比增长22.9%，占全社会固定资产投资的比重为15.7%。全市房地产开发投资中住宅投资1,598.27亿元，增长27.7%；办公楼投资124.64亿元，增长15.7%；商业营业用房投资252.44亿元，增长1.4%；其他开发投资324.66元，增长23.3%。

2016年全年天津市商品房销售面积2,711.08万平方米，同比增长53.10%；商品房销售额为3,478.22亿元，同比增长94.30%。为控制房价过快增长，天津市于2016年9月30日推出“津七条”，施行区域性住房限购和差别化住房信贷政策，楼市政策的加码使得投资投机型置业得到抑制，天津房地产市场降温明显。

近年来天津市写字楼新增供应量大，空置率快速上升。据戴德梁行预计，2017年，陆家嘴金融广场、融侨中心、仁恒国际中心等多个项目

入市，将为天津甲级写字楼市场带来约 42.8 万平方米的新增供应面积，届时租赁压力将继续加大。

图表 10. 天津市优质写字楼情况 (单位: 万平方米)



资料来源: Wind 资讯

总的来看，作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。伴随着房地产行业信贷环境的变动和房地产销售的下滑，房地产企业在库存去化、现金回笼方面将再次面临较大的压力。房地产企业融资能力分化加剧，资金实力雄厚、经营稳健的大型房地产企业仍能够进行多元化融资，而实力较弱的中小型房地产企业受信贷紧缩的影响相对较大，部分地方性中小房地产企业出现了资金紧张甚至资金链断裂的情况。

五、公司自身素质

(一) 公司产权状况

该公司股权结构清晰，陆家嘴集团为公司控股股东，上海市国资委和浦东新区国资委为公司最终控制人。

截至 2017 年 6 月末，该公司注册资本 33.62 亿元，公司发起人陆家嘴集团和上国投分别持股 56.42% 和 3.05%。由于上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海国资委”）和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”）全资控股陆家嘴集团，因此上海国资委和浦东国资委是公司的最终控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司是负责陆家嘴金融贸易区商业地产项目开发的国有控股企业，主要承担区域开发任务，功能定位较明确，能够得到股东的有力支持。

（二）公司法人治理结构

该公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，工作管理规范，并制定了较为全面的内部管理制度。公司高层管理团队成员在商业地产的投融资建设、项目管理方面拥有丰富的经验，较好满足了公司业务发展的需要。

该公司根据相关法律法规的要求和自身经营管理需要设立了股东大会、董事会及监事会等决策和监督机构。股东大会是公司的最高权力机构，股东大会下设董事会和监事会，董事会和监事会向股东大会负责。公司董事会聘任公司管理层，公司管理层在董事会领导下全面负责公司日常经营管理事务。在业务管理上，公司总部负责决策和调控的职能，下属的子公司分别负责相应的业务运营。

该公司高层管理人员均在行业内从业多年，对公司历年经营发展情况较为了解，且有多年的商业地产开发的经营管理经验，有利于公司保持长期平稳的经营运作。

该公司与控股股东之间在业务、资产、财务、机构及人员方面保持了一定的独立性，拥有独立管理体系，对所属资产具有独立的控制支配权，并形成了完整的财务核算体系。

该公司与关联方存在一定规模的持续性关联交易和资金往来，相应的关联方包括陆家嘴集团及同一最终控制方企业。具体表现在销售商品、提供及接受劳务、房产租赁、转让资产及接受陆家嘴集团借款等方面。2016年末，公司向上海陆家嘴新辰投资股份有限公司及上海陆家嘴新辰临壹投资有限公司提供委托贷款余额分别为 0.96 亿元和 1.04 亿元，记入其他非流动资产科目，贷款利率分别为 5.225%及 5.5%。同期末，公司接受陆家嘴集团借款余额 27 亿元，记入短期借款科目，利率为 3.915%。

图表 11. 陆家嘴股份主要关联方应收应付款项余额情况 (单位: 万元、%)

	2014 年末		2015 年末		2016 年末	
	款项余额	占科目比重	款项余额	占科目比重	款项余额	占科目比重
其他应收款	136.76	6.45	12,423.43	79.09	74.47	0.07
应收股利	2,690.97	100.00	2,690.97	100.00	2,690.97	52.65
应收利息	—	—	37.45	4.68	32.80	0.51
其他非流动资产	24,000.00	100.00	20,000.00	30.53	20,000.00	6.78
应付账款	27.15	0.02	27.15	0.01	27.48	0.01
其他应付款	460.34	0.05	499.89	0.05	9.00	0.0008
应付利息	—	—	2.90	0.02	301.24	1.67
预收账款	1349.20	1.17	1,349.20	0.29	1,349.20	0.26
短期借款	20,000.00	6.06	16,400.00	3.61	270,000.00	27.91

根据陆家嘴股份财务数据整理、计算

(三) 公司管理水平

该公司经营管理规范，相关职能部门设置能满足公司日常管理的需要。此外公司内控制度完善，严格的管理制度，保证了公司的稳定经营。

该公司根据自身管理和工作需要，设置了相关职能部门，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。

该公司结合自身工作管理的需要，根据五部委颁布的《公司内部控制基本规范》和相关配套指引，从财务管理、资金管理、租金收款、采购付款和内部审计等方面规定了公司的内部控制制度。上述管理制度的建立满足了公司各职能部门有序地开展相关工作的需要。

在财务管理方面，该公司严格执行国家统一的企业会计准则，加强会计基础工作，明确会计凭证、会计账簿和财务会计报告的处理程序，保证会计资料真实完整。公司财务部每月编制管理报表，并报送公司管理层以及董、监事成员，管理报表不仅能将公司的经营情况及时地反馈给管理层，还在各项经营活动中起到控制监督作用。

在资金管理方面，该公司利用资金池对各银行账户与各子公司资金进行集中管理，实现资金快速归集、统一调度，保证在股份公司范围内迅速而有效地控制资金，并使资金的高效使用及风险管理达到最优化。

在租赁和收款管理方面，该公司通过《项目洽谈制度》、《项目报价制度》、《中介业务管理办法》等制度的执行使得营销管理对业务流程进行全面控制和记录，细化了高风险环节的控制流程，加强了对营销管理的控制力度。

在采购和付款管理方面，该公司由材料设备中心按照公司制定的《建设项目采购管理办法》，全面负责公司的采购活动。公司的采购活动推行招投标方式并且坚持采购与验收岗位相分离；坚持采购和付款岗位相分离，对采购预算、合同、审批程序等相关内容经审核无误后付款。在供应商管理方面，材料设备中心根据以往产品使用和服务情况制定下一年度合格供应商名单，作为未来采购工作指导。

在内部审计方面，该公司设立审计室对公司实施日常审计和专项审计，帮助督促公司检查公司内部控制中出现的问题，规避经营风险，提高管理效益。

此外，该公司在营销策划、工程质量监督、信息与沟通等方面均制定了较为严格的管理制度，公司整体的内部管理体系较好地适应了企业当前阶段的发展需要，一定程度上保证了公司的稳定经营。

（四） 公司经营状况

该公司作为陆家嘴地区主要的商业地产开发的国有控股企业，在多年的开发过程中逐渐形成以商业地产开发、经营性物业持有为主的业务发展模式。近年来，公司业务不断向上海前滩和天津拓展，面临一定的市场风险。

该公司成立初期主要从事一级土地开发业务。自 2010 起，公司逐渐退出土地开发业务，并形成了以持有型商业地产开发、运营为主的经营模式。目前公司业务构成重心已逐渐转至房地产租赁和销售，两类业务收入合计占营业收入比重稳定在 70% 左右。

2014-2015 年，该公司分别实现营业收入 51.17 亿元和 56.31 亿元。得益于物业租赁业务收入的增加，2015 年公司营业收入同比增长 10.04%。2016 年，公司通过现金支付方式收购了上海陆家嘴金融发展有限公司（简称“陆金发”）88.20% 股权，增加了金融板块收入，同时受益于天津地区项目集中结转，公司主营业务收入同比大幅增长 105.57% 至 110.39 亿元。同年，公司其他业务收入增至 17.69 亿元，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。2017 年上半年度，公司实现营业收入 56.23 亿元，较上年同期增长 48.43%。

图表 12. 2014-2017 年上半年度陆家嘴股份收入构成 (单位: 亿元、%)

科目	2014 年度		2015 年度		2016 年		2017 年上半年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	46.39	90.66	53.70	95.35	110.39	86.19	54.92	97.67
房地产	22.05	43.09	21.93	38.93	56.16	43.85	29.06	51.68
其中: 办公	0.36	0.70	5.40	9.59	18.58	14.5	-	0.00
住宅	21.69	42.39	16.53	29.35	37.59	29.35	29.06	51.68
动迁保障房	0.40	0.78	0.88	1.57	0.08	0.06	-	0.00
房地产租赁	16.78	32.79	21.05	37.38	25.37	19.81	14.36	25.54
酒店业	1.2	2.35	1.21	2.15	1.25	0.97	0.59	1.05
物业管理	5.96	11.65	8.63	15.33	8.98	7.01	4.43	7.88
金融业务	-	-	-	-	18.20	14.21	6.48	11.52
其他业务	-	-	-	-	0.34	0.27	-	0.00
其他业务收入	4.78	9.34	2.62	4.65	17.69	13.81	1.31	2.33
合计	51.17	100.00	56.31	100.00	128.07	100.00	56.23	100.00

资料来源: 陆家嘴股份

1. 房地产销售业务

该公司作为陆家嘴地区最主要的商业地产开发企业, 自成立以来先后承担了陆家嘴金融区大量商业地产和高端商品房项目的开发。

该公司房地产销售业务主要包括商品房项目和少量的办公楼项目, 2014-2017 年上半年度商品房项目分别实现销售收入 22.05 亿元、21.93 亿元、56.16 亿元和 29.06 亿元。2016 年, 由于前期预售的天津项目集中结转, 公司房产销售收入较上年上升 156.09%, 其中商品房销售收入占比 66.93%。公司动迁房项目不多, 当年实现动迁房销售收入 0.08 亿元。

图表 13. 2017 年 6 月末在售项目 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

在售项目	总建筑 面积	累计 合同销售 面积	累计 合同销售 金额	备案价格区间	竣工年代
陆家嘴红醍半岛	16.17	9.10	31.92	3.08-4.74	2014
陆家嘴公馆	4.80	3.45	21.00	6.05-7.67	2009
天津河庭花苑 (一期)	24.48	18.22	38.49	1.95~2.73	2016
天津河庭花苑 (二期)	10.50	6.95	23.14	2.83~4.20	2018
天津河滨花苑	10.92	7.94	16.41	2.00~2.49	2011
天津海上花苑西标段	10.68	8.28	15.62	1.97~3.20	2013
合计	77.55	53.94	146.58	—	—

资料来源: 陆家嘴股份

该公司根据市场景气度和房产销售情况控制项目的建设进度。2015 年, 公司新开工的房产项目大幅增加, 全年新开工项目面积为 49.88 万平方米, 竣工面积 34.79 万平方米, 全年实现预售收入 60.05 亿元, 主要来自住宅物业的预售收入。2016 年公司无新开工的房产项目, 竣工面积 51.92 万平方米。当年实现预售面积 12.50 万平方米, 实现预售收入 41.62

亿元，较上年分别减少 48.26% 及 37.94%。

图表 14. 2014-2017 年上半年度公司项目开发情况 (单位: 亿元、万平方米)

	新开工面积	期末在施面积	竣工面积	预售收入	预售面积	结转销售收入
2014 年	14.48	208.95	23.66	20.50	6.2	22.45
2015 年	49.88	223.86	34.79	60.05	24.16	27.36
2016 年	-	130.43	51.92	41.62	12.50	37.74
2017 年上半年度	14.06	201.30	2.90	3.04	0.04	14.45

资料来源: 陆家嘴股份

从产品分散度来看, 近年来该公司开发项目由商品房逐渐转向商业地产。截至 2017 年 6 月末, 公司主要在建房地产项目总投资规模 265.34 亿元, 已完成投资 170.80 亿元。公司在建的住宅项目均位于上海和天津的核心地段, 总投资规模相对不大, 但公司住宅项目均为中高端住宅, 较易受房地产信贷政策调整等因素影响。公司商业地产项目集中于上海的核心优质地段, 仍具较显著的区位优势。公司位于天津的陆家嘴金融广场地处天津西站。作为新兴商圈, 天津西站区域的商业氛围有待培育, 该项目后续或存在一定的招租压力。

图表 15. 截至 2017 年 6 月末陆家嘴股份主要在建房地产项目情况

项目名称	地域	总投资规模 (亿元)	已完成投资规模 (亿元)	总建筑面积 (万平方米)	项目性质	开竣工时间
浦东金融广场 (SN1)	上海	70.62	57.92	47.22	办公、商业物业	2012-2017
2-16-2 地块证券大厦	上海	13.09	10.76	9.04	办公物业	2013-2017
天津陆家嘴金融广场	天津	55.56	34.91	44.55	办公、商业物业	2012-2017
天津陆家嘴万怡酒店	天津	6.58	3.54	4.66	酒店物业	2013-2017
世纪大道 SB1-1 项目	上海	7.54	3.67	6.56	办公物业	2014-2018
前滩中心 25-1 地块商业中心	上海	32.09	18.24	20.78	商业物业	2015-2019
前滩中心 25-02 超高层办公楼项目	上海	34.81	17.81	19.54	办公物业	2015-2019
前滩中心 34 地块项目	上海	21.79	13.38	14.38	商办、住宅物业	2015-2018
河庭花苑 (二期)	天津	10.48	6.29	10.50	住宅物业	2015-2018
天津海上花苑东标段	天津	12.78	4.28	14.07	住宅物业	2013-2019
总计	—	265.34	170.80	186.64	—	—

资料来源: 陆家嘴股份

从土地储备来看, 截至 2017 年 6 月末公司拥有土地储备 (土地面积) 约为 25.58 万平方米, 主要为公司在上海陆家嘴及前滩地区的住宅及商业用地。此外, 2016 年, 公司通过现金支付的方式购买苏州绿岸房地产开发有限公司 (简称“苏州绿岸”) 95% 股权, 进一步补充土地储备实现跨区域扩张。

目前, 在浦东新区政府的指导下, 陆家嘴集团主导开发浦东世博前滩地区 2.83 平方公里的开发建设, 上海前滩国际商务区投资 (集团) 有限公

司（简称“前滩国际”）为开发主体。近年来，陆家嘴股份在陆家嘴集团的支持下，已经成功参与前滩国际商务区建设。公司通过与前滩国际签订了股权转让协议，以人民币 45.15 亿元购买了上海前滩实业发展有限公司（简称“前滩实业”）60%的股权，成功启动了前滩地区标志性建筑前滩中心的建设。截至 2017 年 6 月末，前滩中心 25-1 北区、南区，前滩中心 25-2 地块和前滩中心 34 号均处于在建状态，项目累计投资达 49.43 亿元，预计于 2018-2020 年陆续竣工。

该公司动迁房项目主要为动拆迁世纪大道和陆家嘴中心城区、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 号线沿线公司动迁户居民。2014-2016 年及 2017 年上半年度公司分别实现动迁房销售收入 0.40 亿元、0.88 亿元、0.08 亿元和 0 亿元。近年公司新开工动迁房项目很少，业务收入规模随着已有项目的结转而逐年缩减。

2. 房地产租赁业务

凭借多年开发积累，该公司已积累了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 2016 年末，公司在营物业总建筑面积超过 164 万平方米。随着业务运营不断成熟，公司房地产租赁业务收入平稳增长。2016 年，公司实现房地产租赁收入 25.37 亿元，同比增长 20.52%。2017 年上半年度，公司房地产租赁收入为 14.36 亿元。

该公司核心的办公物业包括甲级写字楼和高品质研发楼。截至 2016 年末，公司在营甲级写字楼 16 幢，总建筑面积超过 115 万平方米，均位于陆家嘴地区。成熟甲级写字楼（运营一年以上）的平均出租率为 97.50%，平均租金为 7.64 元/平方米/天。同期，公司运营的以陆家嘴软件园为主的高品质研发楼总建筑面积超过 21 万平方米，平均出租率达到 97.40%，平均租金为 5.11 元/平方米/天。2017 年上半年度，公司出租率及租金水平仍保持较高水平，其中写字楼的期末出租率达 99%，期末平均租金达 8.27 元/平方米/天；高品质研发楼期末出租率达 99%，平均租金达 5.32 元/平方米/天。

图表 16. 公司主要在营写字楼情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目	地理位置	地上建筑 面积	总建 筑面 积	竣工 日期	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年上半年度	
					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
渣打银行大厦	小陆家嘴	4.53	4.81	2007	7.80	100.00	8.76	100.00	9.12	96.98	9.02	100
星辰银行大厦	小陆家嘴	4.38	6.81	2009	9.80	100.00	9.96	100.00	12.14	88.90	11.33	99.31
陆家嘴信息中心	小陆家嘴	0.50	0.91	2010	10.85	100.00	10.85	100.00	21.27	100.00	21.27	100

钻石大厦	竹园商贸区	3.92	4.92	2009	5.33	100.00	5.94	99.61	5.73	98.95	6.31	99.61
陆家嘴金融航运大厦	竹园商贸区	1.12	1.21	2010	4.41	100.00	4.41	100.00	4.41	100.00	4.78	91.36
陆家嘴商务广场	竹园商贸区	6.97	9.85	2000	6.75	98.49	6.91	100.00	7.20	97.66	7.82	96.78
陆家嘴基金大厦	竹园商贸区	3.21	4.23	2011	6.63	100.00	6.63	100.00	7.43	100.00	7.41	95.15
陆家嘴投资大厦	竹园商贸区	3.38	4.35	2011	6.64	100.00	6.64	100.00	7.64	100.00	7.68	100
陆家嘴金融主楼	竹园商贸区	7.10	9.26	2012	5.88	98.98	6.31	100.00	6.70	100.00	6.86	100
陆家嘴金融裙楼	竹园商贸区		0.69	2012	10.49	100.00	10.49	100.00	11.22	100.00	11.22	100
陆家嘴世纪金融广场2号楼	竹园商贸区	32.40	43.56	2014	6.65	69.63	6.61	94.60	6.73	100.00	6.83	100
陆家嘴世纪金融广场5号楼	竹园商贸区				6.20	94.65	6.22	94.80	6.39	100.00	6.72	100
陆家嘴世纪金融广场7号楼	竹园商贸区				3.00	43.79	3.00	79.32	2.94	100.00	3.11	100
陆家嘴世纪金融广场3号楼	竹园商贸区				-	-	7.04	89.20	7.25	100.00	7.21	97.62
陆家嘴世纪金融广场6号楼	竹园商贸区				6.30	43.79	6.10	100.00	6.19	100.00	6.25	100
陆家嘴世纪金融广场1号楼	竹园商贸区				-	-	7.68	84.04	7.74	92.00	7.74	97.91
上海纽约大学大厦	竹园商贸区	6.00	5.77	2014	4.42	100.00	5.95	100.00	5.95	100.00	5.95	100
东方汇1号楼	竹园商贸区	3.30	13.99	2015	-	-	-	-	9.26	88.31	9.42	97.63
东方汇2号楼	竹园商贸区	3.31		2015	-	-	-	-	9.40	53.36	9.43	91.09
东方汇3号楼	竹园商贸区	3.60		2015	-	-	-	-	9.00	100.00	9	100
东方汇4号楼	竹园商贸区	2.32		2015	-	-	-	-	8.83	78.23	9.07	100
陆家嘴金融二期	竹园商贸区	2.47	2.84	2016	-	-	-	-	-	-	7.41	97.6

资料来源：陆家嘴股份

商铺物业方面,该公司在营的商铺物业总建筑面积约为 10.16 万平方米, 主要分布在陆家嘴区域内和天津地区, 包括陆家嘴 96 广场、陆家嘴 1885 文化中心、陆家嘴滨江配套商业、天津惠灵顿小街及天津虹桥新天地等。2017 年 6 月末, 上述商铺物业出租率总体保持在较高水平, 其中陆家嘴 96 广场和陆家嘴 1885 文化中心出租率达到 96.00% 和 100.00%。此外公司还拥有东怡大酒店和明城大酒店两家四星级酒店。2017 年 6 月末, 平均房费分别为 632.00 元/套/晚和 539.35 元/套/晚, 平均入住率分别为 78.60% 和 69.43%。

住宅物业方面, 该公司长期持有东和公寓 412 套住宅, 2016 年末出租率为 99.51%, 平均租金为 2.47 万元/套/月; 2017 年 6 月末出租率达到

93.45%，平均租金为 2.55 万元/套/月。会展物业方面，公司持有上海新国际博览中心（简称“博览中心”）50%的权益。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 年共承接 114 场不同规模的展览会，全年场馆总利用率为 64.85%。

从租金收入构成来看，办公物业和会展物业是该公司最主要的租金收入来源，2016 年上述两类物业租金收入占公司租金收入的 80% 以上。随着相关物业后续建成入市，公司未来的租赁收入有望继续保持稳定增长。

图表 17. 公司自持物业租金收入构成（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年度
办公物业	13.20	17.37	23.87	14.09
商铺物业	2.35	2.4	2.11	1.07
酒店物业	1.20	1.21	1.22	0.59
会展物业	7.55	5.61	6.88	3.27
住宅物业	1.23	1.28	1.64	0.81

资料来源：陆家嘴股份

3. 重大资产收购

2016 年，该公司通过购买或出售项目子公司控股权的方式来扩张或调整自身后续项目储备结构。公司现金收购了上海陆家嘴（集团）有限公司、前滩国际合计持有的上海陆家嘴金融发展有限公司 88.20% 股权，交易价格为 94.89 亿元。陆金发通过控股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及共同控制陆家嘴国泰人寿保险有限责任公司初步形成了“证券+信托+保险”的基本业务架构。作为同一控制下的企业合并，金融业务为公司经营业绩作出了较大贡献，当年实现营业收入 18.20 亿元，占营业收入总额的 14.21%。

2016 年 10 月 17 日，该公司下属全资子公司上海佳湾资产管理有限公司（简称“佳湾公司”）及以公司全资子公司上海佳二实业投资有限公司作为劣后的信托计划联合竞得苏州绿岸 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，佳湾公司和信托计划代苏州绿岸向江苏苏钢集团有限公司（简称“苏钢集团”）偿还债务 16.85 亿元，并获得相应债权。苏州绿岸系苏钢集团下属从事房地产开发业务的子公司，主要负责苏地 2008-G-6 号地块的拆迁平整工作。苏地 2008-G-6 号地块位于浒墅关镇西北角，距苏州市区 13 公里，规划总建筑面积 108 万平方米，分为 17 个地块。目前苏州绿岸已开展 3 幅地块的前期工作。

截至 2017 年 5 月末，公司已完成对苏州绿岸的股权收购。

2016 年 12 月 16 日，该公司签订框架协议拟收购绿地金融投资控股集团有限公司（简称“绿地金融”）持有的上海申万置业有限公司（简称“申万置业”）100% 股权以及全部债权，产权交易对价为 34.13 亿元，其中股权转让款为 15.75 亿元，债权转让款为 18.39 亿元。同时，公司委托绿地金融指定的关联方绿地控股集团有限公司对申万置业所有的黄浦江沿岸 E16-2 地块进行开发代建，代建总投资限额为 10.50 亿元，代建管理费 0.45 亿元。综上，本次交易总金额为 45.08 亿元。申万置业主要资产为位于黄浦江沿岸 E16-2 地块的新建商业办公楼项目，项目土地使用权面积 2.38 万平方米，地上计容面积总计 8.24 万平方米，目前桩基工程已完工，预计竣工时间为 2019 年年中。截至 2017 年 5 月末，公司已完成对申万置业的股权收购。

总体而言，该公司现阶段业务集中在上海陆家嘴地区，持有的商业物业规模较大，区位较好，具有很强的竞争优势。随着公司向天津等地区进行业务拓展，未来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。

（五）公司财务质量

上海安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2014-2016 年财务报告进行了审计，并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》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

近年来，该公司产业整合力度较大，公司及下属子公司对外股权投资和股权转让事项较多，合并报表范围变动较大。2014 年，公司合并范围新增上海佳章资产管理有限公司、上海佳纪资产管理有限公司、上海佳项资产管理有限公司和上海智依投资有限公司。2015 年公司合并范围减少上海纯一实业发展有限公司、上海佳浦资产管理有限公司、上海浦杨置业有限公司和上海德勤投资发展有限公司，新增上海前绣实业有限公司、天津陆津商业管理有限公司、上海商聘商业经营管理有限公司、上海纯景实业发展有限公司、上海智俩投资有限公司和上海佳湾实业投资有限公司。2016 年公司通过控股合并增加上海陆家嘴贝思特物业管理有限公司、上海陆家嘴金融发展有限公司，新设上海佳精置业有限公司、天津陆家嘴置业有限公司、上海陆川建设发展有限公司、上海智叁投资有限公司、天津陆家嘴酒店管理有限公司，同时转让上海佳质资产管理

有限公司 100% 股权。上述变动对当期财务数据造成一定影响。

截至 2016 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 798.26 亿元，所有者权益为 202.87 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 136.58 亿元）；全年实现营业收入 128.07 亿元，净利润 32.69 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 26.49 亿元）。当期经营活动产生的现金流量净额为-12.55 亿元。

截至 2017 年 6 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 799.44 亿元，所有者权益为 204.21 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 135.01 亿元）；上半年度实现营业收入 56.23 亿元，净利润 14.66 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 11.46 亿元）。当期经营活动产生的现金流量净额为-12.64 亿元。

随着经营规模的扩大，该公司负债规模不断增加，资产负债率呈上升趋势。但目前公司运营总体稳定，主业现金回笼情况较好。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

该公司盈利能力较强，在之前运营发展中积累的部分成本较低的土地储备，使公司主营业务的毛利率相对较高。

该公司房地产租赁业务毛利率较高，且较为稳定。受益于之前的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高的盈利能力。2014-2016 年，综合毛利率分别为 60.76%、54.57%、和 47.20%。虽然受公司结转项目所在区域影响有一定的波动，但总体处于较好水平。

图表 18. 陆家嘴股份主业毛利率情况（单位：%）

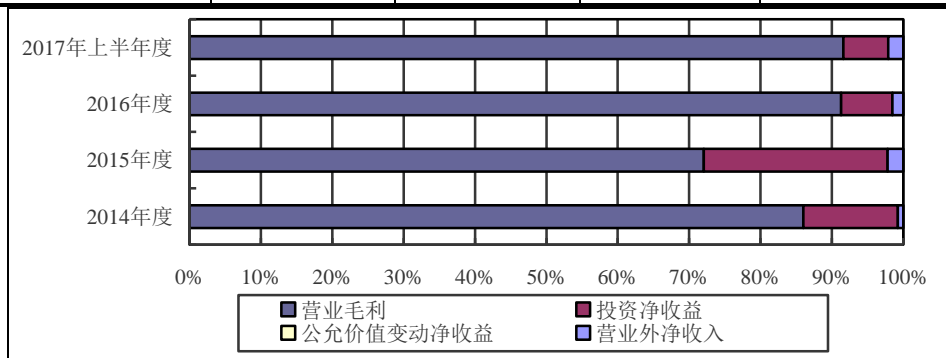
科目	2014 年度	2015 年度	2016 年	2017 年上半年度
房产销售	60.71	42.13	43.44	35.58
其中：办公销售	69.44	44.71	48.50	
住宅销售	60.57	41.29	40.95	35.58
动迁保障房	85.83	81.76	85.00	
房地产租赁	84.30	83.69	83.28	83.84
酒店业	48.54	56.77	65.78	54.24
物业管理	7.35	6.26	5.26	5.19

金融业务	-	-	57.41	49.23
综合	60.76	54.57	47.20	48.69

资料来源：陆家嘴股份

图表 19. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 万元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 上半年度
营业毛利	310,897.93	307,303.37	604,439.14	273,871.31
投资净收益	47,965.72	109,811.53	47,503.67	18,723.78
公允价值变动净收益	—	—	—	—
营业外净收入	2,727.28	9,395.15	10,008.55	6,303.43
合计:	361,590.93	426,510.05	661,951.36	298,898.52



注：根据陆家嘴股份所提供资料整理、绘制

该公司 2014-2016 年期间费用率分别为 12.66%、17.05% 和 7.62%。2016 年该公司期间费用率较上年下降 9.43 个百分点，主要是由于当年营业收入同比大幅增加所致。2014-2016 年，公司资产减值损失分别为 -0.003 亿元、-0.02 亿元及 2.71 亿元，2016 年资产减值损失较上年增加 2.73 亿元，主要系陆金发持有的应收款项类投资减值损失。

该公司每年获得的投资收益是其利润的重要组成部分。2014-2016 年公司投资净收益分别为 4.80 亿元、10.98 亿元和 4.75 亿元。2015 年投资收益大幅增长，主要为出售子公司股权及购入大量银行理财产品所获收益。当年投资收益的主要构成分别为：对上海新国际博览中心有限公司、上海浦东嘉里城房地产有限公司、上海富都世界发展有限公司的长期股权投资收益 1.64 亿元、可供出售金融资产等取得的投资收益 0.17 亿元、理财产品投资收益 2.47 亿元、持有至到期投资在持有期间取得的收益 0.0022 亿元、收到的对上海陆家嘴新辰投资股份有限公司和上海陆家嘴新辰临壹投资有限公司的委托贷款利息收入 0.17 亿元及处置长期股权投资产生的投资收益 6.52 亿元。

2016 年该公司投资净收益为 4.75 亿元，主要由四部分构成：对合营联营企业的投资收益——上海新国际博览中心有限公司 1.30 亿元、上海

浦东嘉里城房地产有限公司 0.60 亿元、上海富都世界发展有限公司 0.50 亿元及上海中心大厦建设发展有限公司(简称“上海中心大厦”)亏损 2.01 亿元³；收到对上海陆家嘴新辰投资股份有限公司和上海陆家嘴新辰临壹投资有限公司的委托贷款利息收入 0.10 亿元；处置上海纯一实业发展有限公司股权收益 1.50 亿元以及理财产品的投资收益 2.38 亿元。2016 年投资收益同比下降 56.74%，主要系出售子公司股权收益大幅减少所致。

图表 20. 陆家嘴股份近三年投资收益构成情况 (单位: 万元、%)

科目	2014 年度		2015 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	16,778.60	34.98%	-	-	425.76	0.90%
权益法核算的长期股权投资收益	22,524.08	46.96%	16,432.38	14.96%	4,499.12	9.47%
可供出售金融资产等在持有期间取得的收益	2,381.17	4.96%	1,739.30	1.58%	2,925.27	6.16%
理财产品投资收益	5,786.20	12.06%	24,736.68	22.53%	23,828.46	50.16%
持有至到期投资在持有期间取得的收益	60.00	0.13%	21.44	0.02%	-	-
委托贷款利息收入	173.65	0.36%	1,709.39	1.56%	1,038.34	2.19%
处置长期股权投资产生的投资收益	249.99	0.52%	65,172.34	59.35%	14,979.29	31.53%
其他	12.04	0.03%	-	-	-192.58	-0.41%
合计	47,965.72	100.00%	109,811.53	100.00%	47,503.67	100.00%

资料来源：陆家嘴股份

2014-2016 年，该公司净利润分别为 17.48 亿元、21.22 亿元和 32.69 亿元；总资产报酬率分别为 7.06%、7.58%和 7.77%；净资产收益率分别为 11.49%、13.48% 和 17.90%。

2017 年上半年度，该公司实现营业毛利 27.39 亿元，毛利率为 48.69%。当期实现净利润 14.66 亿元，同比增长 25.09%。总体而言，公司利润规模持续扩大，盈利能力不断提升。

图表 21. 陆家嘴股份主要盈利指标 (单位: %)

	2014 年度	2015 年度	2016 年度
营业利润率	43.31	47.61	32.71
总资产报酬率	7.06	7.58	7.77
净资产收益率	11.49	13.48	17.90

注：根据陆家嘴股份提供的财务数据整理、计算。

³ 该公司持有联营企业上海中心大厦 45%的股份。2016 年，由于上海中心大厦出租情况未及预期，当年实现营业收入 3.87 亿元，净亏损 4.59 亿元。2017 年 1-6 月，上海中心大厦实现营业收入 3.50 亿元，净利润-2.17 万元。

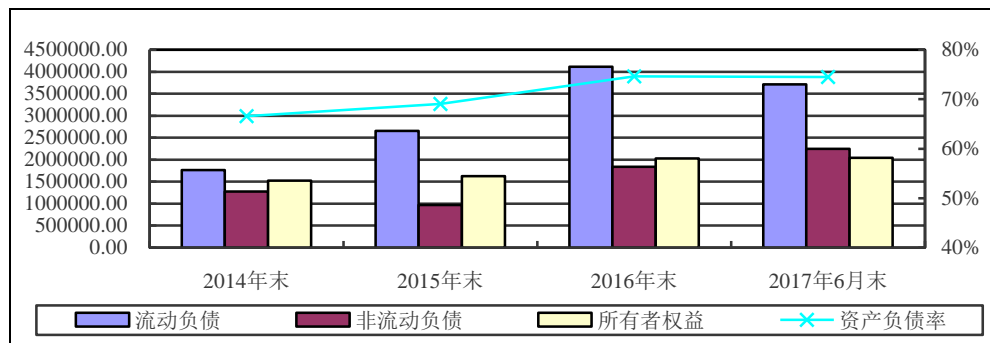
（二）公司偿债能力

该公司自身资本实力较强，现金回笼稳定，且在陆家嘴地区拥有较多资产质量较好的高端商业物业。随着公司项目投资进程的推进，公司负债水平有所提高，但租赁业务较强的现金回笼能力保证了公司整体经营的稳定。

1. 债务分析

近年来该公司投资项目较集中，主要通过债务融资渠道筹措资金，负债规模不断增长。2014-2016 年末以及 2017 年 6 月末，公司负债总额分别为 303.77 亿元、362.09 亿元、595.39 亿元及 595.23 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 66.59%、69.04%、74.59% 和 74.46%，负债经营程度呈上升趋势。

图表 22. 公司近年来资金来源及资产负债率变化趋势（单位：万元）



资金来源构成	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 6 月末
流动负债 (万元)	1,764,478.42	2,652,343.27	4,115,983.30	3,709,481.69
非流动负债 (万元)	1,273,231.06	968,565.73	1,837,931.48	2,242,835.71
所有者权益 (万元)	1,524,365.18	1,623,981.27	2,028,660.70	2,042,054.69
资产负债率	66.59%	69.04%	74.59%	74.46%

注：根据陆家嘴股份所提供资料整理、绘制

该公司负债结构以短期为主。2014-2016 年以及 2017 年 6 月末，公司流动负债占总负债比重分别为 58.09%、73.25%、69.13% 和 62.32%。

2016 年末，公司流动负债总额为 411.60 亿元，主要由短期借款、预收账款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和其他流动负债构成。其中，预收账款年末余额为 51.73 亿元，主要为预收购房款；其他应付款余额为 111.24 亿元，主要为预提土地开发业务相关支出及税费和暂收浦东金融广场和东方汇拟出售部分的款项；公司短期借款余额同比增长 113.15% 至 96.75 亿元，其中信用借款 60.75 亿元，关联方借款 27.00 亿元，

同业借款49.00 亿元。2016 年，公司短期借款平均年利率为 4.31%，与上年基本持平；同期末，一年内到期的非流动负债较上年末减少 33.37%，主要系公司当期归还 12 亿元的短期融资券。其他流动负债大幅增至 26.24 亿元，主要系陆金发主营业务中应付信托受益人款项及资管计划根据到期时间重分类所致。此外，由于 2016 年公司新增证券业务，期末新增代理买卖证券款 29.41 亿元。

2017 年 6 月末，该公司流动负债余额 370.95 亿元，其中预收账款为 30.00 亿元，较年初下降 16.14%，主要系天津河庭西项目销售结转所致。卖出回购金融资产较年初增长 122.13%，主要系子公司爱建证券增加卖出回购金融资产。同期末，一年内到期的非流动负债较年初下降 94.47%，主要系公司归还 20 亿元短期融资券所致。

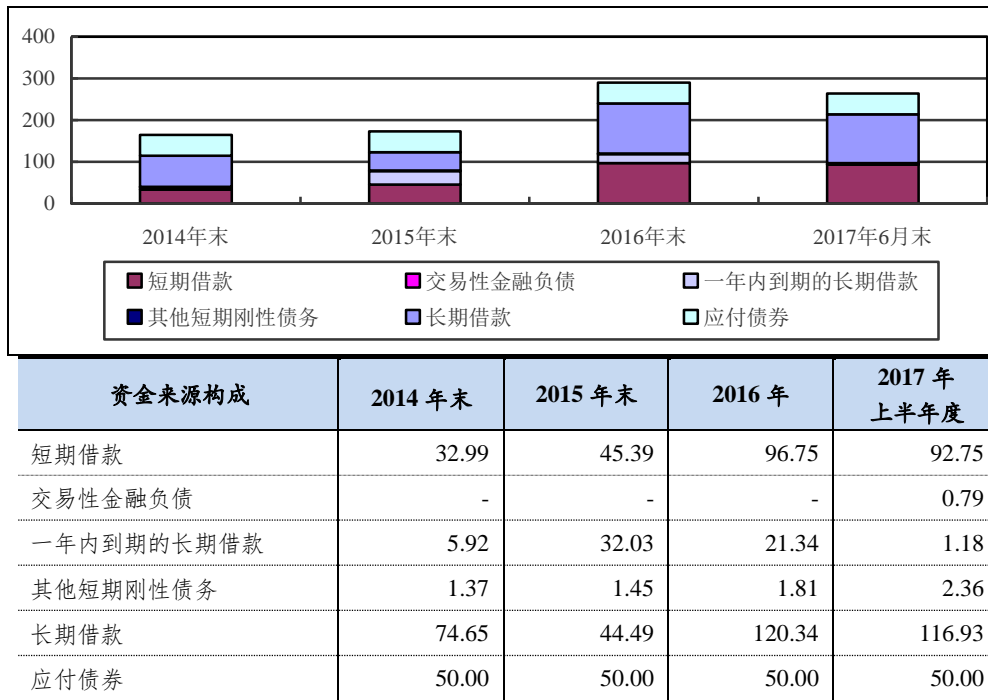
2016 年末，该公司非流动负债为 183.79 亿元，其中长期借款年末余额为 120.34 亿元，主要为信用借款和抵押借款，平均年利率较上年减少 0.45 个百分点至 4.05%。应付债券余额为 50 亿元，系公司 2014 年发行的两期中期票据。同期末，其他非流动负债增至 10.68 亿元，主要系陆金发主营业务中应付信托受益人款项及资管计划根据到期时间重分类所致。虽然公司有息债务规模不断增长，但债务结构不断优化。公司短期刚性债务占比由 2013 年末的 55.37% 下降至 2016 年末的 41.31%。2017 年 6 月末，公司非流动负债为 224.28 亿元，其中长期借款为 116.93 亿元，较年初小幅下降 2.83%。其他非流动负债余额较年初大幅增加 43.67 亿元至 54.35 亿元，主要系收购苏州项目采用信托融资方式并入相应产品。

2016 年末，该公司刚性债务较上年末增长 67.42% 至 290.24 亿元，主要系长期借款较上年增加所致。公司刚性债务主要由短期借款、一年内到期非流动负债、长期借款及应付债券构成，2016 年末分别为 96.75 亿元、21.34 亿元、120.34 亿元和 50.00 亿元。2017 年 3 月末，公司刚性债务小幅下降至 264.02 亿元，主要系部分一年内到期的长期借款到期偿还所致。

截至 2017 年 6 月末，该公司银行借款总额 210.86 亿元。从借款偿还期限来看，2017-2020 年公司贷款偿还金额分别为 5.32 亿元、75.72 亿元、16.53 亿元和 43.00 亿元，2018 年存在一定集中偿付压力。

⁴同业借款为向中国信托保障基金有限责任公司的借款，2016 年平均年利率为 5.70%。

图表 23. 公司主要刚性债务构成分析 (单位: 亿元)



资料来源: 天津住宅集团

公司过往债务履约情况

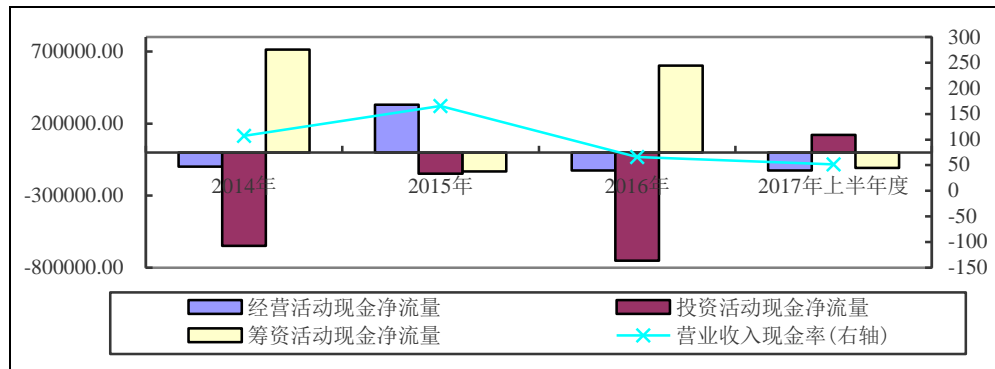
根据该公司提供的 2017 年 5 月 4 日《企业信用报告》，公司无信贷违约情况。

2. 现金流分析

该公司房地产销售资金回笼和收入结转具有非同步性, 营业收入现金率呈现出一定的波动, 2014-2016 年以及 2017 年上半年度分别为 107.47%、165.72%、65.63% 和 51.65%。

该公司 2014-2016 年以及 2017 年上半年度经营活动产生的现金流量净额分别为 -9.95 亿元、33.03 亿元、-12.55 亿元和 -12.64 亿元。其中 2014 年经营活动现金流大幅净流出主要是子公司支付了 10 亿元土地款所致。2015 年经营环节现金流大幅净流入主要系当年预收房款增加及土地购置费用较上年度减少约 7 亿元所致。2016 年, 公司天津河庭花苑项目销售情况良好, 带来了大量的现金流, 但当年购买商品及支付劳务的现金较多, 导致经营性现金净流出 12.55 亿元。

图表 24. 公司现金流量趋势 (单位: 万元、%)



项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年 上半年度
营业收入现金率 (%)	107.47	165.72	65.63	51.65
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	-99,543.20	330,345.20	-125,459.58	-126,447.66
投资活动产生的现金流量净额 (万元)	-648,452.32	-148,179.75	-750,379.79	120,295.51
筹资活动产生的现金流量净额 (万元)	712,119.98	-131,355.74	602,254.20	-108,230.20

注: 根据陆家嘴股份所提供资料整理、绘制

2014-2016 年以及 2017 年上半年度, 该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-64.85 亿元、-14.82 亿元、-75.04 亿元和 12.03 亿元。公司的投资活动主要是对联营、合营及参股公司等股权转让及收购。2014-2015 年, 公司投资性现金呈净流出状态, 主要系公司分期支付前滩实业股权转让款及购买理财产品。2016 年, 投资性现金净流出量较上年同期增加 60.22 亿元, 主要系支付陆金发、申万项目收购款及子公司陆金发加大投资性支出所致。

2014-2016 年以及 2017 年上半年度该公司筹资性现金流量净额分别为 71.21 亿元、-13.14 亿元、60.23 亿元及-10.82 亿元。2015 年筹资活动现金流呈净流出状态主要是取得借款收到的现金减少且对前滩实业减资支付现金 6.23 亿元所致。2016 年为弥补资金缺口, 公司通过银行借款扩大筹资规模, 当年筹资性现金净流入 60.23 亿元。

2014-2016 年该公司 EBITDA 分别为 29.98 亿元、37.45 亿元和 52.00 亿元, 对利息支出的保障度处于较好水平, 能对债务偿付提供有力保障。

图表 25. 陆家嘴股份现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.71	2.94	4.68
EBITDA/刚性负债(倍)	0.24	0.22	0.22
经营性现金流净额(亿元)	-9.95	33.03	-12.55
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-5.35%	14.96%	-3.71%

指标名称	2014年	2015年	2016年
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-3.71%	9.92%	-2.62%

注：根据陆家嘴股份所提供资料整理、绘制

3. 资产质量分析

该公司近年来由于经营积累增加，权益资本实力较强。2014-2016年末以及2017年6月末，所有者权益合计分别为152.44亿元、162.40亿元、202.87亿元和204.21亿元。同期末，公司资产总额分别为456.21亿元、524.49亿元、798.26亿元和799.44亿元。2016年上半年度，公司以2015年末总股本1,867,684,000股为基数，按每10股向全体股东送红股8股，共计送红股1,494,147,200股，期末总股本增至3,361,831,200股，实收资本达到33.62亿元。

2016年末，该公司流动资产合计324.65亿元，主要由货币资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、存货、应收账款、其他应收款及其他流动资产构成。其中，货币资金年末余额为51.45亿元，较上年末增加32.02亿元，增幅达164.45%，主要是由于重大资产重组后货币资金账面余额大幅增加。其中受限的货币资金规模仅为0.01亿元；公司以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产余额为52.74亿元，主要系陆金发及其下属持牌机构日常经营活动中进行的金融投资，主要由股票、基金、债券、资管计划以及权益工具投资构成；存货余额为91.73亿元，较上年末减少8.71%，主要系房产销售结转额大于开发投入额所致。公司当年开发新增存货约13亿元，天津河庭西项目、世纪大都会项目销售结转减少约21亿元；同期末，应收账款余额较上年末增加0.70亿元至1.05亿元，主要为商业地产东方汇项目尚需收取的销售尾款；公司其他应收款余额较上年末增加8.67亿元至10.20亿元，主要为苏州绿岸项目的股权收购保证金；2016年末，公司其他流动资产增至87.04亿元，主要构成为：1) 2016年度预交税金部分调至其他流动资产科目导致增加6亿元，2) 预付申万置业收购款32亿元，3) 陆金发业务增加可供出售金融资产及应收账款类投资一年以内部分。此外，由于金融业务加大投入债券及应收账款类投资，公司当年新增买入返售金融资产10.84亿元。

2017年6月末，该公司流动资产增至378.36亿元，其中买入返售金融资产较年初增长244.62%至36.10亿元，主要系子公司爱建证券及陆家嘴信托增加持有买入返售金融资产20亿元及对买入返售金融资产流动性重分类所致。存货较年初增加111.27亿元至203.00亿元，主要为收购申万置业项目增加存货约34亿元，收购苏州绿岸项目增加存货90亿元及河

庭西等项目实现销售结转减少存货 19 亿以及在建工程投入增加存货 6 亿元。其他应收款为 5.03 亿元，较年初下降 50.68%，主要为收回苏州绿岸股权收购保证金及子公司陆家嘴信托新增信托保障基金。其他流动资产较年初减少 74.70%至 22.02 亿元，主要系公司完成申万置业收购减少收购预付款及子公司陆金发流动性金融资产投资减少所致。

2016 年末，该公司非流动资产合计 473.61 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产构成。其中可供出售金融资产较上年末增长 16.15%至 96.22 亿元，主要系公司收购陆金发增加金融业务及陆金发及其下属持牌机构扩大投资力度所致；长期股权投资较上年末增加 8.58 亿元至 60.18 亿元，增幅 16.63%，主要系重大资产重组后公司长期股权投资账面余额增加所致；同期末，投资性房地产规模为 246.93 亿元，与上年末基本持平。公司投资性房地产计量均采用成本模式，其中 156.56 亿元的投资性房地产尚未取得权证。此外，在建工程年末新增至 4.85 亿元，主要为上年收购的古北御庭酒店项目转入在建项目及本年新增的工程投入。2017 年 6 月末，公司非流动资产小幅降至 421.08 亿元，其中可供出售金融资产较年初减少 54.18%至 44.09 亿元，主要是由于理财产品赎回。

图表 26. 公司近年来资产结构及变化情况 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年末		2015 年末		2016 年末		2017 年 6 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.82	6.10	19.42	3.70	51.45	6.44	37.23	4.66
结算备付金	-	-	-	-	9.58	1.20	7.27	0.91
拆出资金	-	-	-	-	9.24	1.16	9.77	1.22
其他流动资产	-	-	-	-	87.04	10.90	22.02	2.75
买入返售金融资产	-	-	-	-	10.48	1.31	36.10	4.52
交易性金融资产	-	-	-	-	52.74	6.61	55.33	6.92
其他应收款	0.21	0.05	1.57	0.30	10.20	1.28	5.03	0.63
存货	119.59	26.21	100.48	19.16	91.73	11.49	203.00	25.39
可供出售金融资产	46.82	10.26	82.84	15.79	96.22	12.05	44.09	5.52
长期股权投资	48.52	10.64	51.60	9.84	0.21	0.03	0.21	0.03
投资性房地产	191.23	41.92	242.51	46.24	246.93	30.93	250.42	31.32
固定资产	4.71	1.03	4.55	0.87	7.10	0.89	6.89	0.86
递延所得税资产	12.62	2.77	12.51	2.38	18.06	2.26	18.49	2.31
其他非流动资产	2.40	0.53	6.55	1.25	29.51	3.70	24.72	3.09
其他	2.28	0.50	2.46	0.47	17.81	2.23	18.31	2.29
合计	456.21	100	524.49	100	798.26	100	799.44	100

注：根据陆家嘴股份所提供资料整理、绘制

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司作为陆家嘴地区主要的商业房地产开发国有控股企业，在项目用地、资金筹集等方面均能得到上海市浦东新区政府和陆家嘴集团的支持，在陆家嘴地区的商业房产经营中处于重要的位置。

1. 资产质量好

该公司拥有大量区位较好的商业物业，不仅为其提供了稳定的租赁和物业管理现金收入，还能作为较好的融资抵押资产，在一定程度上增强了公司的财务弹性。

2. 股东支持力度大

该公司作为陆家嘴地区主要的商业房地产开发国有控股企业，在项目用地、资金筹集等方面均能得到上海市浦东新区政府和陆家嘴集团的支持。

3. 房地产开发和经营业务经验丰富

该公司凭借其相对较长的经营历史以及丰富的行业经验，在陆家嘴地区的商业房产经营中处于重要的位置。

（二）外部支持

该公司与当地多家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 2017 年 6 月末，公司共获得主要合作银行的授信额度约 441.96 亿元，其中已使用授信 139.26 亿元，未使用的额度为 302.70 亿元。

八、本期债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

该公司营业收入主要来自房地产销售业务，近三年，公司实现营业收入分别为 51.17 亿元、128.07 亿元和 56.23 亿元，同期实现净利润分别为 17.48 亿元、21.22 亿元和 32.69 亿元。公司目前在售房地产项目较多，项目后续回笼资金可对有息债务的偿还起到一定程度的保障作用。

（二）偿债资金来源保障分析

近三年，该公司经营活动现金流量净额分别为-9.95 亿元、33.03 亿元和-12.55 亿元，公司经营性现金流年度间存在一定波动。但公司间接融资渠道畅通，仍有较大规模的授信尚未使用，能够保障公司运营资金的正常周转。此外，公司在项目用地、资金筹集、资产注入等方面均能得到上海市浦东新区政府和陆家嘴集团的支持。

九、结论

该公司作为上市公司，其法人治理结构较健全，组织结构较合理，工作管理规范，并制定了较为全面的内部管理制度。公司高层管理团队在商业地产的投融资建设、项目管理方面拥有丰富的经验，较好满足了公司业务发展的需要。

该公司主要从事陆家嘴金融贸易区的开发建设，包括房地产项目开发、商业地产的经营、销售、出租业务，同时公司还承担陆家嘴地区部分市政公用基础设施的开发和建设。商业地产的整体发展环境对公司经营有着较大的影响。

该公司自身净资本实力较强，在陆家嘴地区拥有较多高档的商业地产，盈利能力较强，现金回笼能力较稳定，资产质量较好。随着未来项目投资进程的推进，公司负债水平有所上升，其租赁业务的现金回笼的稳定性对公司具有重要意义。

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，在本次公司债存续期（本次公司债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度报告披露后 2 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。

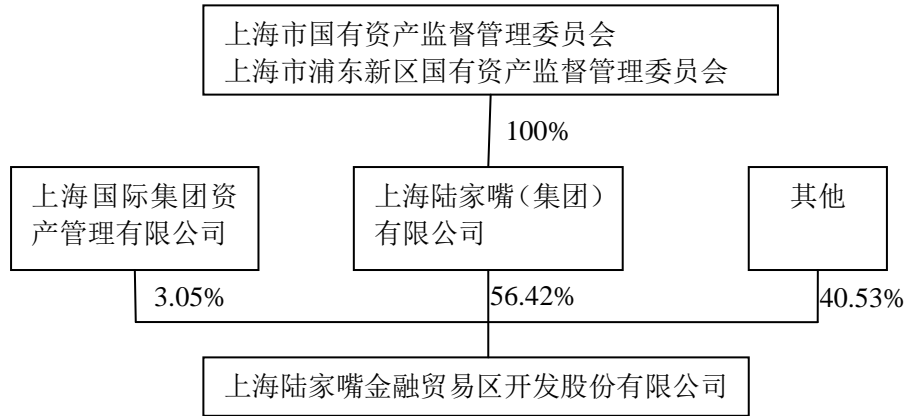
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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：

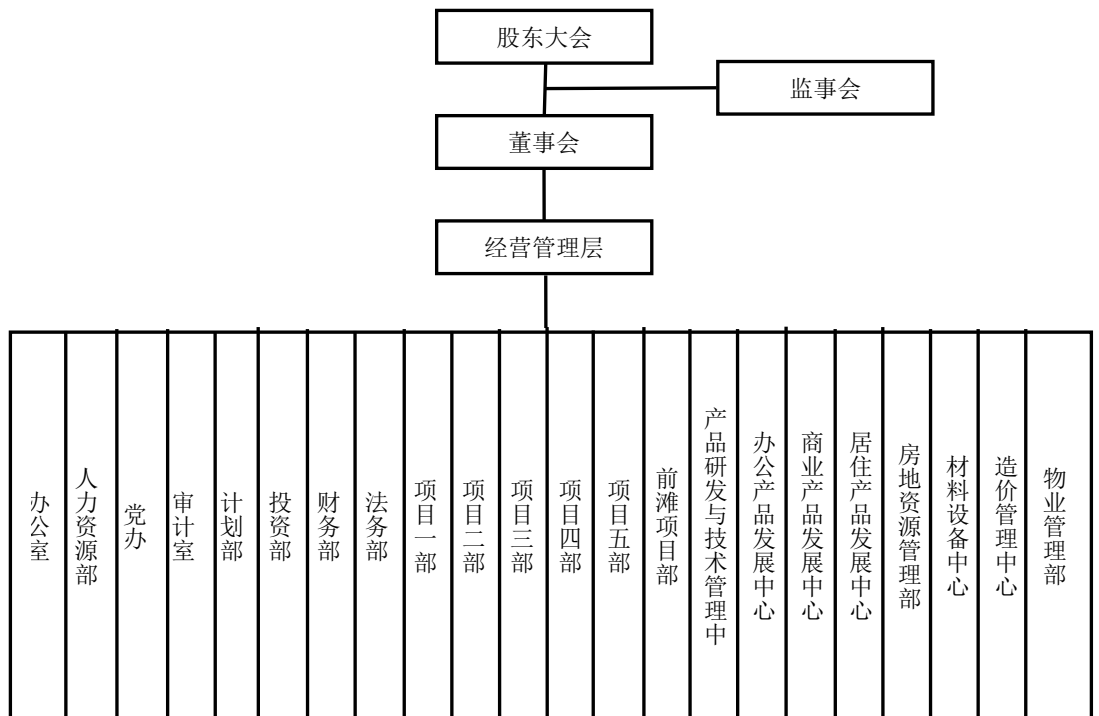
公司与实际控制人关系图



注：根据陆家嘴股份提供的资料绘制（截至 2017 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据陆家嘴股份提供的资料绘制（截至 2017 年 6 月）

附录三:

公司主业涉及的核心经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016 年 (末) 主要财务数据				
全称	简称			有息债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)
上海陆家嘴金融贸易区联合发展有限公司	联合发展	55%	成片土地开发、房地产开发经营	8.60	46.81	25.47	7.96	4.51
上海陆家嘴房产开发有限公司	房产开发	73%	房地产开发经营	-	0.50	-	-0.00	-0.00
上海陆家嘴城建开发有限责任公司	城建开发	70%	动拆迁、房地产咨询	-	0.34	0.06	0.02	0.62
天津陆津房地产开发有限公司	陆津房地产	100%	房地产开发经营	4.70	29.47	26.87	5.04	33.99
上海陆家嘴资产管理有限公司	资产管理	100%	资产管理、物业管理、受托房屋租赁等	-	0.03	0.05	0.00	0.00
上海陆家嘴开发大厦有限公司	开发大厦	100%	批租地块内商办综合楼开发经营	-	3.55	1.10	0.68	1.67
上海陆家嘴浦江置业有限公司	浦江置业	98%	房地产开发、经营房屋租赁、物业服务	-	6.88	8.00	0.53	3.41
上海陆家嘴东怡酒店管理有限公司	东怡酒店	100%	酒店管理、实业投资(除股权投资和股权管理投资)	-	3.62	0.60	0.08	0.08
上海佳二实业投资有限公司	佳二实业	100%	实业投资、企业管理、房地	-	6.41	-	4.23	-4.04

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2016年(末)主要财务数据				
全称	简称			有息债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)
			产开发、物业管理等-					
上海陆家嘴展览发展有限公司	展览发展	100%	会展业务、实业投资、建筑工程	-	13.62	-	1.30	-0.17
上海明城酒店管理有限公司	明城酒店	44%	酒店管理、餐饮管理、物业管理	-	0.03	0.66	-	0.03
上海陆家嘴软件产业发展有限公司	陆家嘴软件园	90%	软件管理、物业管理	-	0.11	0.06	0.00	-0.00
上海陆家嘴物业管理有限公司	陆家嘴物业	100%	自有、自建房产经营；综合管理；物业管理	-	0.27	8.15	0.19	0.24
上海陆家嘴商务广场有限公司	商务广场	77.5%	房地产综合开发经营、物业管理	-	7.04	2.33	1.07	0.68
上海前滩实业发展有限公司	前滩实业	60%	房地产开发经营等	11.08	40.08	-	0.04	-2.99

注：根据陆家嘴股份提供资料整理、绘制（2016年）

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 上半年度
资产总额 [亿元]	456.21	524.49	798.26	799.44
货币资金 [亿元]	27.82	19.42	51.45	37.23
刚性债务[亿元]	164.93	173.36	290.24	264.02
所有者权益 [亿元]	152.44	162.40	202.87	204.21
营业收入[亿元]	51.17	56.31	128.07	56.23
净利润 [亿元]	17.48	21.22	32.69	14.66
EBITDA[亿元]	29.98	37.45	52.00	—
经营性现金净流入量[亿元]	-9.95	33.03	-12.55	-12.64
投资性现金净流入量[亿元]	-64.85	-14.82	-75.04	12.03
资产负债率[%]	66.59	69.04	74.59	74.46
长期资本固定化比率[%]	110.06	155.17	122.49	98.27
权益资本与刚性债务比率[%]	92.43	93.68	69.90	77.35
流动比率[%]	84.06	46.07	78.88	102.00
速动比率 [%]	16.27	8.18	56.59	47.27
现金比率[%]	15.77	7.32	25.31	24.95
利息保障倍数[倍]	2.69	2.92	4.62	—
有形净值债务率[%]	201.24	225.09	309.58	307.29
营运资金与非流动负债比率[%]	-22.10	-147.68	-47.31	3.31
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	145.43	158.79	182.56	—
存货周转速度[次]	0.12	0.23	0.70	—
固定资产周转速度[次]	10.36	12.17	22.00	—
总资产周转速度[次]	0.12	0.11	0.19	—
毛利率[%]	60.76	54.57	47.20	48.70
营业利润率[%]	43.31	47.61	32.71	33.08
总资产报酬率[%]	7.06	7.58	7.77	—
净资产收益率[%]	11.49	13.48	17.90	—
净资产收益率*[%]	14.05	15.49	19.87	—
营业收入现金率[%]	107.47	165.72	65.63	51.65
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.35	14.96	-3.71	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.71	9.92	-2.62	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-40.20	8.25	-25.88	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-27.84	5.47	-18.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.71	2.94	4.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.22	0.22	—

注：表中数据依据陆家嘴股份经审计的2014~2016年度及未经审计的2017年上半年度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
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%
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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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

附录六：

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。