

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司

公开发行 2019 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(2019)010035】

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 2019 年公司债券(第一期)

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 01 月 17 日

计划发行: 不超过 50 亿元

本期发行: 不超过 35 亿元(含 35 亿元)

发行目的: 偿还银行借款

存续期限: 品种一为 3+2 年

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

品种二为 5 年

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	9.37	12.65	6.33	27.40
刚性债务	149.94	229.45	221.78	240.21
所有者权益	105.13	105.95	109.52	106.78
经营性现金净流入量	19.79	-16.46	-15.19	26.92
总资产	524.49	798.26	811.80	788.85
总负债	362.09	595.39	609.76	575.66
刚性债务	173.36	290.24	287.68	297.68
所有者权益	162.40	202.87	202.04	213.20
营业收入	56.31	128.07	93.25	85.74
净利润	21.22	32.69	36.75	27.94
经营性现金净流入量	33.03	-12.55	-53.58	32.22
EBITDA	34.24	49.37	63.31	-
资产负债率[%]	69.04	74.59	75.11	72.97
权益资本与刚性债务 比率[%]	93.68	69.90	70.23	71.62
流动比率[%]	46.07	78.88	98.05	107.60
现金比率[%]	7.32	25.31	17.59	26.56
利息保障倍数[倍]	2.92	优化市	4.44	-
净资产收益率[%]	13.48	17.90	18.15	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	0.15	-0.04	-0.14	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.47	-18.29	0.11	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.60	5.82	4.52	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.21	0.22	-

注:根据陆家嘴股份经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 liuyun@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

优势:

- **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。
- **核心业务盈利能力强。** 陆家嘴股份在陆家嘴金融贸易区内持有大规模的办公物业和商业物业, 区位较好, 出租率稳定, 公司主业盈利能力强。
- **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。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。

风险:

- **行业政策变化风险。** 陆家嘴股份的经营状况易受房地产行业政策环境的影响, 尤其是房产销售项目的去化情况易受外部政策环境变化的影响。
- **资产流动性较弱, 面临一定的债务偿付压力。** 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。公司刚性债务规模较大, 面临一定的债务偿付压力。
- **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 年以来, 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。

➤ 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主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性极强，并给予本次债券信用等级 AAA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

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”、“发行人”“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”）和中国证券金融股份有限公司发起，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 2018 年 9 月末，公司股本 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。2017 年以来，公司初步实现“地产+金融”双轮驱动的战略构建，“以房地产为核心，以金融和商业零售为两翼，以陆家嘴、天津、苏州为三城”的“一核两翼三城”发展格局正在逐步形成。截至 2018 年 9 月末，公司纳入合并报表范围共 49 家子公司，其中全资子公司为 33 家，控股子公司 16 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

该公司申请发行的总规模不超过人民币 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，且本次债券于 2017 年 5 月 19 日经中国证监会“证监许可【2017】743 号”文核准公开发行，核准规模为不超过 50 亿元。本次债券发行总规模不超过人民币 50 亿元，采取分期发行方式，本期债券为第三期发行，本期发行不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券申购情况，在总发行规模内，由发行人及主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权后最终决定。本期债券分为两个品种。品种一债券期限为 3+2 年，附第三年末发行

人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资人回售选择权；品种二债券期限为 5 年。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

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 2019 年公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过人民币 50 亿元（含）
本期发行规模:	不超过人民币 35 亿元（含 35 亿元）
本期债券期限:	品种一：3+2 年，附第三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人回售选择权；品种二：5 年
债券利率:	本次债券为固定利率。本次债券票面利率由发行人和主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。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 2018 年 11 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 65 亿元，公司存续债券均按期付息。

图表 2. 公司 2014 年以来注册发行债务融资工具概况

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
18 陆债 01	5.00	3+2	5.08	2018 年 3 月	--	未到期
18 陆债 02	10.00	3+2	4.15	2018 年 10 月	--	未到期

资料来源：陆家嘴股份

(2) 募集资金用途

本期债券发行规模不超过 35 亿元（含 35 亿元），拟全部用于偿还银行借款。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，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。我国宏观经济运行总体平

稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动

性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币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稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和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性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

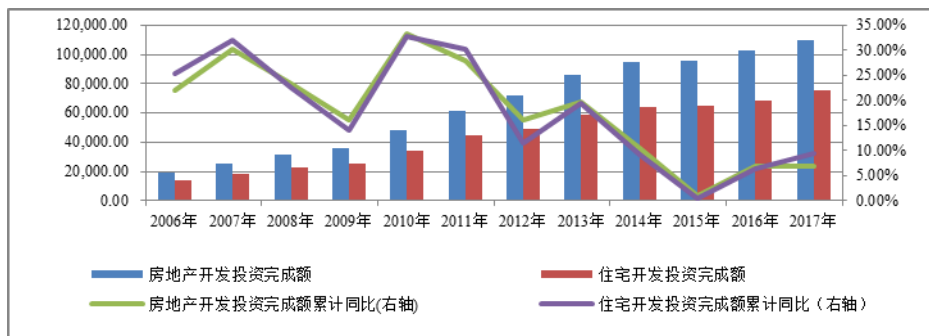
房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。展望2018年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。

我国商业地产整体呈现供给过剩，市场分化明显。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。该公司所持有的商业物业资产主要位于浦东陆家嘴的核心区域，其房产租赁业务的区域竞争力很强。

A. 房地产行业

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 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

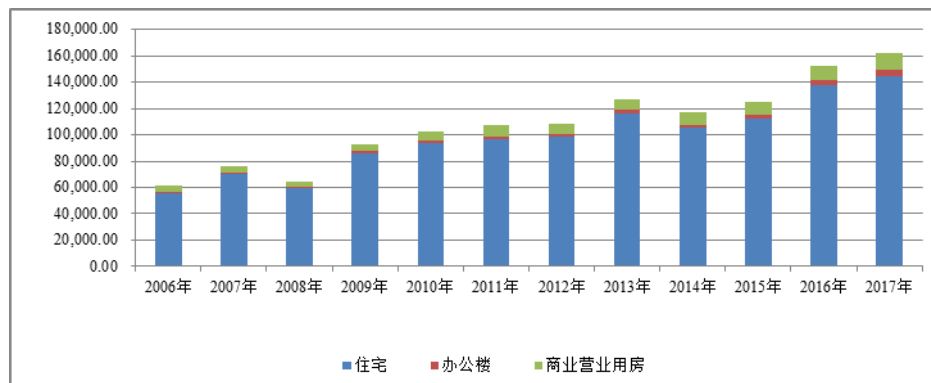
图表 3. 2006-2017 年度房地产投资情况（亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年收窄 17.10 个百分点。2018 年 1-10 月，我国商品房销售面积累计 13.31 亿平方米，累计同比增长 2.20%，其中住宅为 11.54 亿平方米，累计同比增长 2.80%；同期，商品房销售额累计 11.59 万亿元，累计同比增长 12.50%，其中住宅销售额累计 9.84 万亿元，累计同比增长 15%。

图表 4. 2006 年以来我国主要类型商品房的销售面积（万平方米）



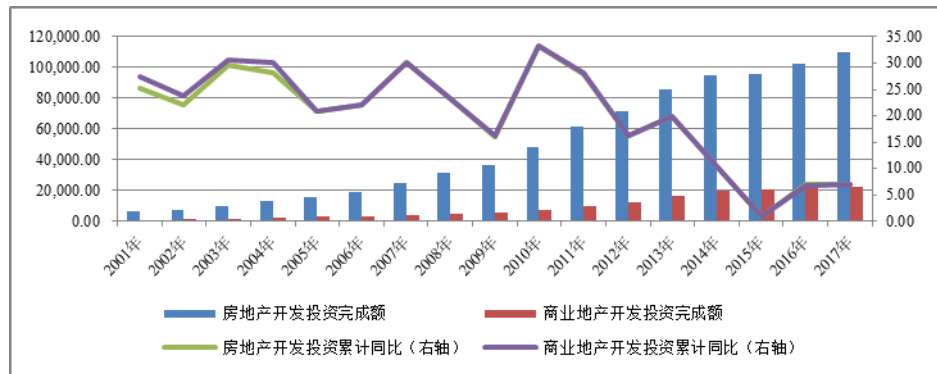
资料来源：Wind 资讯

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。

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。2001-2017年，我国商业地产投资复合增长率为21.15%，高出同期全国房地产投资增速1.53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。2017年，我国商业地产投资额为2.24万亿元，同比增长0.14%，增速较上年大幅下降7.32个百分点；同期全国新开工商业地产面积26,623.58万平方米，同比下降7.34%。2018年1-10月，我国房地产开投资完成额为9.93万亿元，累计同比增长9.70%。

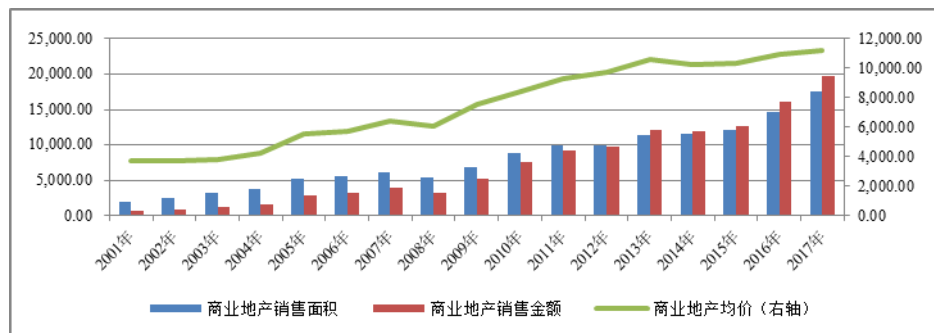
图表 5. 2001-2017 年度商业地产投资情况（亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

随着商业地产投资规模大幅增长，商业物业销售规模和销售均价也呈现上升趋势。2001-2017年，我国商业物业销售面积由2001年的2,042.05万平方米上升到2017年的17,594.34万平方米，销售均价由2001年的3,699.62元/平方米上升至11,193.41元/平方米。2017年，受到政策调控深化影响，商业物业销售面积及销售均价增幅双双收窄。当年全国商业物业销售面积同比增长20.19%，增速较上年减少0.15个百分点；商业物业销售金额为19,694.07亿元，同比增长22.59%，增速较上年下降4.84个百分点。2018年1-10月，我国商业营业用房销售面积累计同比减少2.80%至0.90亿平方米，办公楼销售面积累计同比下滑10.50%至0.33亿平方米。

图表 6. 2001-2017 年度我国商业地产销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

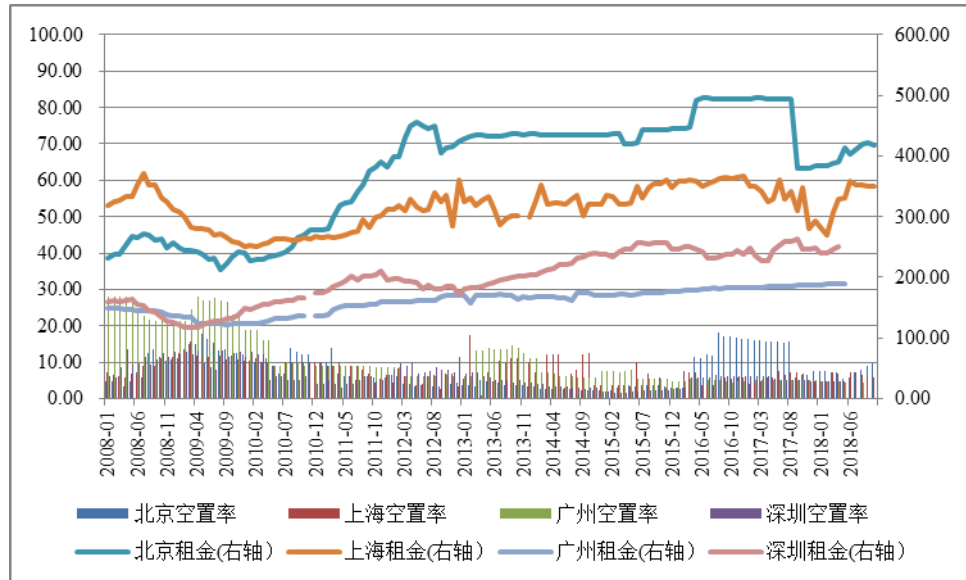


资料来源：Wind 资讯

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。

图表 7. 我国重点城市甲级写字楼空置率及租金水平变化（%，元/平米/月）



资料来源：Wind 资讯

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、电商冲击等影响，多数城市优质零售物业首层租金水平大幅降低，目前市场租金水平趋于平缓。

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或是固定资产，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（2017 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	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	36.14	-204.53
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	93.25	49.80	479.57	75.11	36.75	-53.27

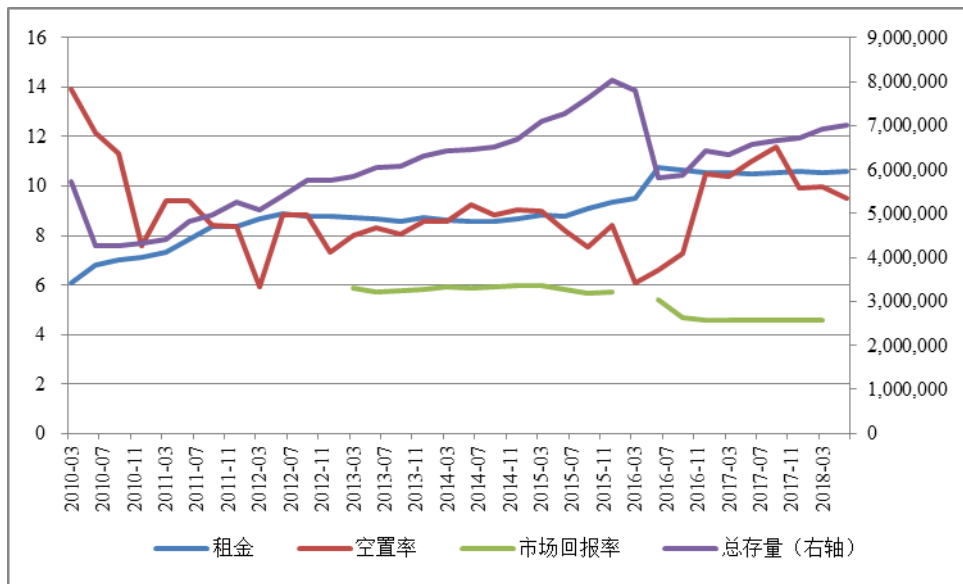
核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	5.26	7.76
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.56	14.52
上海长峰(集团)有限公司*	42.43	67.39	646.08	48.74	17.77	28.43
上海申迪(集团)有限公司*	78.91	41.16	561.92	51.07	-2.95	34.73
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	100.17	32.56	238.61	51.61	14.09	2.74
上海帝泰发展有限公司*	9.45	91.31	143.15	41.52	8.37	7.22
阳光新业地产股份有限公司*	5.34	51.96	72.15	49.01	1.90	1.48

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年受房地产市场调控深化影响，上海市商业地产投资额在多年连续上涨后首次出现回落，当年上海市办公楼和商业营业用房完成投资1,148.91亿元，同比减少5.47%；商业地产投资额占上海市房地产投资额的29.79%，与上年持平。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。2012-2017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. 上海市甲级写字楼运行变化（%、元/平方米/天，平方米）



资料来源：Wind 资讯

在供应方面，上海市甲级写字楼存量规模较大，根据 Wind 资讯，2018 年 6 月末上海甲级写字楼总存量达 700.82 万平方米，较年初增长 10.4%。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。2017 年以来上海市甲级写字楼空置率较 2015-2016 年明显上升，到 2018 年第二季度空置率为 9.5%，但租金水平反而有所上升，其中 2018 年二季度租金为 10.59 元/平米/天。可见，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。但在大量新增供应的竞争影响下，全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，浦东未来办公需求增长潜力大。

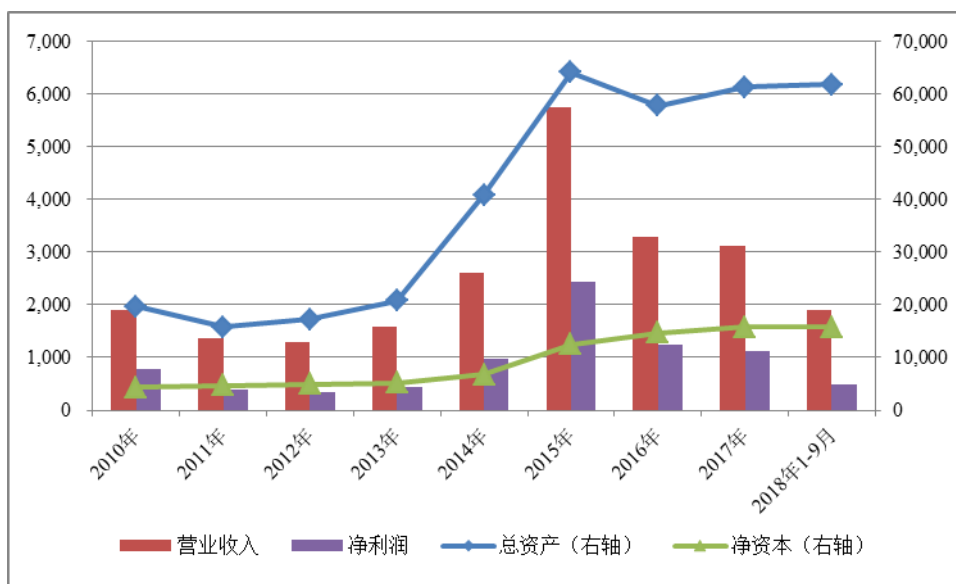
B. 证券行业

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 2017 年末，沪深两市境内上市公司共有 3485 家，市价总值 56.71 万亿元。2017 年，沪深两市股基累计成交额为 242.82 万亿元。

图表 10. 我国证券业主要运行数据的变化趋势（亿元）



资料来源：WIND 资讯

我国证券业受到高度监管。证券公司在市场准入、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。

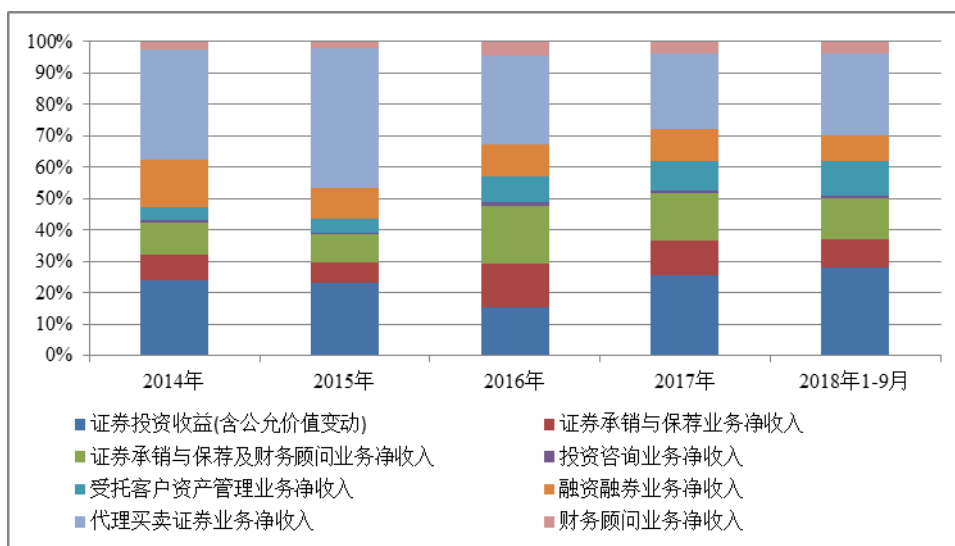
证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

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。

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。受益于证券市场的阶段性回暖以及客户准入门槛降低，2014年至2015年上半年，两融业务发展迅速，并已成为部分证券公司的重要盈利贡献点。但两融业务规模受市场行情的影响波动较大，在补充证券公司盈利的同时，也对证券公司杠杆经营水平管理、融资能力和流动性管理能力提出了更高的要求。资产管理业务方面，受监管层面调整资管产品风险准备计提政策的影响，短期内也面临通道类业务向主动管理型业务转型的压力。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，全年股票市场指数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。

图表 11. 我国证券业营业收入结构变化



资料来源：WIND 资讯

2017年，我国股票市场维持慢牛走势，沪深两市主要指数均表现为上涨，股基交易量同比仍有一定下降。债券市场震荡走熊，受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了3次收益率的快速上行。在此背景下，根据证券业协会行业数据统计，2017年证券行业营业收入3113.28亿元，较上年下降5.08%。其中，受股基交易量减少影响，代理买卖证券净收入为820.92亿元，较上年下降22.04%；虽IPO募集资金较上年同期增长，但激烈的市场竞争加之再融资及债券发行金额的减少使得上市证券公司证券承销与保荐业务净收入出现下滑；随着《证券公司风险控制指标管理办法》及《基金管理公司子公司管理规定》的出台，上市证券公司资产管理业务仍处于转型阶段，业务净收入较去年小幅上升；投资收益方面，2017年股票市场整体估值维持稳定，蓝筹股的结构性情使得证券公司投资收益有一定提升，而市场慢牛的走势亦使得证券公司的投资标的公允价值有所增长；利息净收入方面，两融规模的企稳回升加之证券公司加大对股票质押业务的资金投入使得其较

上年同期增长 4.64%。

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 适用对象和额度逐步拓宽和提高，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持有型商业地产开发、运营为主的业务发展模式。近年来，公司地产类业务不断向上海区域外拓展，面临一定的跨区运营风险；2016 年以来，公司基本完成了“地产+金融”的业务布局，业务多元化及协同发展将整体上增强公司抗风险能力。公司目前有较大规模的土地储备，后续地产项目的资金投入与现金回笼之间的平衡亦值得关注。

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，业务构成重心已逐渐转至房地产租赁和销售，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。

该公司作为上海浦东新区陆家嘴区域的重要商业地产开发公司，在陆家嘴金融区的商业开发过程中起着重要的作用。截至 2018 年 9 月末，公司在营物业总建筑面积超过 260 万平方米。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，获得爱建证券有限责任公司、陆家嘴国际信托有限公司及陆家嘴国泰人寿保险有限责任公司（分别简称“爱建证券”、“陆家嘴信托”及“陆家嘴国泰人寿”）三家持牌金融机构，并于 2017 年底完成陆金发剩余 11.8% 股权的收购。目前公司已初步完成“地产+金融”双轮驱动的战略构建，“以房地产为核心，以金融和商业零售为两翼，以陆家嘴、天津、苏州为三城”的“一核两翼三城”发展格局逐步形成。公司正加大中短期产品的运营，通过项目公司获取房产开发项目(含商业及办公等类房地产)，项目开发成功后再转售资产或股权，将成为公司经常性的业务。同时，公司高度关注金融板块的发展，以三个持牌金融机构为抓手，抓紧产融结合战略研究及投资项目的投后管理，积极开展地产与金融协同发展。

图表 12. 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：陆家嘴股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 13. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度
营业收入合计	56.31	128.07	93.25	85.74
其中：核心业务收入 (亿元)	52.81	109.96	89.50	85.47
在营业收入中所占比重 (%)	93.78	85.86	95.98	99.69
其中：(1) 房地产销售 (亿元)	21.93	56.16	29.93	41.52
在核心业务收入中所占比重 (%)	41.53	51.07	33.44	48.58
(2) 房地产租赁 (亿元)	21.05	25.37	30.76	21.88
在核心业务收入中所占比重 (%)	39.86	23.07	34.37	25.60
(3) 酒店业务 (亿元)	1.21	1.25	1.27	1.14
在核心业务收入中所占比重 (%)	2.29	1.14	1.42	1.33
(4) 物业管理 (亿元)	8.63	8.98	10.64	10.24
在核心业务收入中所占比重 (%)	16.34	8.17	11.89	11.98
(5) 金融业 (亿元)	-	18.20	16.91	9.45
在核心业务收入中所占比重 (%)	0.00	16.55	18.89	11.06
毛利率 (%)	54.57	47.20	49.80	49.76
其中：房地产销售 (%)	42.13	43.44	31.79	46.27
房地产租赁 (%)	83.69	83.28	79.90	80.32
酒店业务 (%)	56.77	65.78	55.26	47.73
物业管理 (%)	6.26	5.26	12.83	13.54
金融业 (%)	-	57.41	43.65	46.61

资料来源：陆家嘴股份

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 56.31 亿元、128.07 亿元和 93.25 亿元。2016 年，公司通过收购陆金发 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，核心业务收入大幅增长。2017 年，由于房地产项目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，公司核心业务收入下滑。此外，公司还有少量其他业务收入，近三年分别为 2.62 亿元、17.69 亿元和 3.71 亿元。其中，2016 年其他业务收入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 商业地块获取的收益 16.16 亿元。2018 年前三季度，公司结转了办公楼 SN1 泰康项目销售收入，实现房地产销售收入 41.52 亿元，实现营业收入 85.74 亿元。

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司综合毛利率分别为 54.57%、47.20%、49.80% 和 49.76%。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，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。近两年及一期，金融业务毛利率分别为 57.41%、43.65% 和 46.61%，一定程度提升了公司整体盈利能力。

A. 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住宅项目和少量的办公楼项目，其中住宅项目销售收入占比维持在 65% 以上。截至 2018 年 9 月末，公司在售商品房住宅项目总建筑面积为 87.17 万平方米，累计合同销售面积及累计合同销售金额分别为 55.69 万平方米和 150.79 亿元，整体去化速度良好。

图表 14. 2018 年 9 月末在售商品房住宅项目（万平方米、亿元、万元/平方米）

在售项目	总投资额	总建筑面积	累计合同销售面积	累计合同销售金额	销售面积			销售金额			备案价格区间	竣工年份
					2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月		
陆家嘴红醍半岛	24.93	16.17	9.10	31.92	2.40	-	-	9.52	-	-	3.08-4.74	2014
天津河庭花苑（一期）	23.96	24.48	18.22	38.49	0.71	-	-	1.63	-	-	1.95-2.73	2016
天津河庭花苑（二期）	10.48	10.50	6.95	23.17	6.90	0.05	-	22.93	0.21	0.02	2.83-4.20	2018
天津河滨花苑	10.06	10.92	8.03	16.80	0.72	-	0.1	0.21	-	0.39	2.00-2.49	2011
天津海上花苑西标段	10.35	10.68	8.28	15.62	0.02	-	-	0.05	-	-	1.97-3.20	2013
天津海上花苑东标段	20.00	14.18	2.95	13.35	-	-	2.94	-	-	13.35	4.21-4.75	2020
吉云公寓	-	0.24	0.24	1.19	-	0.24	-	-	1.19	-	-	-
东方逸品	-	-	1.92	10.25	-	-	1.92	-	-	10.25	7.70-8.90	2019
合计	99.78	87.17	55.69	150.79	10.75	0.29	4.96	34.34	1.40	24.01	-	-

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。2015-2017 年，公司期末在施工面积分别为 223.86 万平方米、130.43 万平方米和 110.97 万平方米，预售面积分别为 24.16 万平方米、12.50 万平方米和 0.05 万平方米。2017 年，由于公司主要在售项目已经入尾盘销售阶段，预售面积及预售收入均大幅下滑。当年销售收入主要来自于天津河庭花苑二期尾盘销售以及其他零星存量房。2018 年前三季度，东方逸品项目及天津海上花苑东标段项目实现销售，当期销售面积及销售金额分别为 4.96 万平方米及 24.01 亿元。

图表 15. 2015-2017 年及 2018 年前三季度公司项目开发情况（亿元、万平方米）

年份	新开工面积	期末在施工面积	竣工面积	预售收入	预售面积
2015 年	49.88	223.86	34.79	60.05	24.16
2016 年	-	130.43	51.92	41.62	12.50
2017 年	14.14	110.97	106.51	2.66	0.05
2018 年前三季度	14.02	133.89	24.45	38.92	8.78

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 2018 年 9 月末，公司主要在建房地产项目总投资规模 63.57 亿元，已完成投资 48.62 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。

图表 16. 截至 2018 年 9 月末公司主要在建房地产项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	地域	总投资	已完成投资	总建筑面积	项目性质	建设期
前滩中心 25-02 超高层办公楼项目	上海	34.81	21.90	19.54	办公物业	2015-2019
滨江绿地项目	上海	28.76	26.72	13.28	办公物业	2016-2019
总计	-	63.57	48.62	32.82	-	-

资料来源：陆家嘴股份

近年来，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。2016 年 10 月 17 日，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，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。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。苏州绿岸原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，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。2017 年 5 月，公司已完成股权交割，目前已启动对该地块的功能定位、景观设计、开发建设等工作。

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。公司于 2017 年 5 月完成对申万置业的股权收购，开始对 E16-2 地块的建设工作，累计投资 26.72 亿元，截至 2018 年 9 月末，该项目已基本建设完成。

截至 2018 年 9 月末，该公司拥有土地储备（土地面积）合计 76.43 万平方米，集中于上海和苏州。其中上海地区土地储备为 24.48 万平方米，主要为公司在陆家嘴及前滩地区的住宅及商业用地；苏州地区土地储备为 51.95 万平方米，主要系苏州绿岸持有的苏地 2008-G-6 号地块。苏州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，为公司的后续发展提供了新的可开发资源。

目前，在浦东新区政府的指导下，上海陆家嘴（集团）有限公司（简称“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，以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 2018 年 9 月末，前滩中心 25-2 地块处于在建状态，项目累计投资达 34.81 亿元，预计于 2019 年竣工。

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。2015-2017 年公司分别实现动迁房销售收入 0.88 亿元、0.08 亿元和 0 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。

B. 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 2017 年末，公司在营物业总建筑面积超过 165 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。2017 年，公司实现房地产租赁收入 30.76 亿元。2018 年前三季度，公司房地产租赁收入为 21.88 亿元。

该公司的办公物业重要包括甲级写字楼和高品质研发楼等。截至 2018 年 9 月末，公司在营甲级写字楼 19 幢，总建筑面积超过 140 万平方米，主要位于陆家嘴核心地段。2018 年 9 月末成熟甲级写字楼（运营一年以上）的平均出租率约为 92.87%，平均租金为 8.51 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 32 万平方米，平均出租率达到 93.10%，平均租金为 6.35 元/平方米/天。

图表 17. 公司主要在营写字楼情况（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 日期	2017 年度		2018 年前三季度	
					平均 租金	年末出租 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	11.80	96.98
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
钻石大厦	竹园商贸区	4.00	4.84	2009	8.34	98.05	8.36	95.12
陆家嘴商务广场	竹园商贸区	6.75	9.85	2000	8.20	95.17	8.30	97.90
陆家嘴基金大厦	竹园商贸区	3.26	4.23	2011	7.63	96.63	7.87	97.03

项目	地理位置	地上建筑 面积	总建筑 面积	竣工 日期	2017 年度		2018 年前三季度	
					平均 租金	年末出租 率	平均 租金	期末出租 率
陆家嘴投资大厦	竹园商贸区	3.38	4.35	2011	7.82	100.00	8.10	98.02
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	7.47	84.04
陆家嘴世纪金融广场 5 号楼	竹园商贸区				7.22	100.00	7.27	91.62
陆家嘴世纪金融广场 7 号楼	竹园商贸区				3.63	100.00	3.89	100.00
陆家嘴世纪金融广场 3 号楼	竹园商贸区				7.25	100.00	7.80	85.36
陆家嘴世纪金融广场 6 号楼	竹园商贸区				6.25	100.00	6.94	91.63
陆家嘴世纪金融广场 1 号楼	竹园商贸区				7.76	100.00	7.78	88.26
天津陆家嘴金融广场	天津市红桥区 大丰路	18.86	35.77	2017	2.21	40.00	2.20	48.00
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
东方汇 1 号楼	竹园商贸区	12.48	21.11	2015	9.39	97.63	9.54	100.00
东方汇 2 号楼	竹园商贸区				9.23	93.49	9.49	90.51
东方汇 3 号楼	竹园商贸区				9.00	100.00	9.00	100.00
东方汇 4 号楼	竹园商贸区				8.96	100.00	9.08	100.00
陆家嘴金融广场	小陆家嘴	46.84	30.67	2017	-	-	9.93	30.86
陆家嘴金控广场	竹园商贸圈	9.01	6.16	2018	-	-	10.58	52.17
陆家嘴富江大厦 A 栋	世纪大道北 侧浦东南路 东侧	4.33	6.55	2017	-	-	-	-
陆家嘴富江大厦 B 栋					-	-	-	-
陆家嘴富江大厦 C 栋					9.60	100.00	9.60	100.00

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超过 44 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。2018 年 9 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 文化中心出租率分别达到 98.48% 和 100%，平均租金分别为 10.04 元/平方米/天和 8.57 元/平方米/天。2017 年，公司位于上海及天津的两个 L+Mall 陆续竣工，总建筑面积分别为 18.75 万平方米和 15.17 万平方米，于 2018 年年内开业。

酒店物业方面，该公司拥有东怡大酒店、明城大酒店和天津陆家嘴万怡酒店三家商务型酒店。其中天津陆家嘴万怡酒店于 2017 年 10 月开业，共配备 258 间房间，2018 年 9 月末入住率为 63.91%。2018 年前三季度，东怡大酒店入住率为 77.48%，平均房费为 623 元/套/晚。同期，明城大酒店入住率为 60.73%，平均房费为 537.36 元/套/晚。

住宅物业方面，该公司长期持有东和公寓 412 套住宅，2017 年末及 2018 年 9 月末出租率分别为 93.20% 和 95.63%，平均租金为 4.87 元/平方米/套。

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，2017 年共承接 134 场不同规模的展览会，全年场馆总利用率为 64.59%。2018 年前三季度，博览中心场馆总利用率小幅上升至

68.82%。

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，2017 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 18. 公司自持物业租金收入构成（亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
办公物业	17.37	23.87	27.35	22.22
商铺物业	2.40	2.11	2.09	1.80
酒店物业	1.21	1.22	1.27	1.14
会展物业	5.61	6.88	6.51	5.05
住宅物业	1.28	1.64	1.63	1.28

资料来源：陆家嘴股份

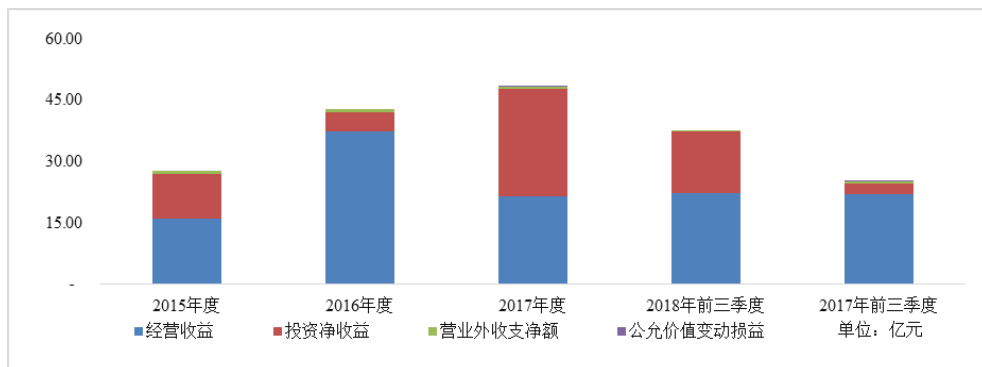
C. 金融业务

2016 年，该公司现金收购了陆家嘴集团、前滩国际合计持有的陆金发 88.20% 股权，交易价格为 94.89 亿元。2017 年，公司完成陆金发剩余 11.80% 股权的收购，收购价款为 13.14 亿元。陆金发通过控股爱建证券、陆家嘴信托、参股陆家嘴国泰人寿、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，已经初步形成了“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 年以来，金融业务为公司经营业绩作出了较大贡献。

2017 年，该公司金融业务运营稳定，当年获得利息收入、手续费及佣金收入合计 11.83 亿元，主要来自爱建证券与陆家嘴信托。当年爱建证券营业收入 4.22 亿元，净利润 0.27 亿元；陆家嘴信托营业收入 12.16 亿元，净利润 4.96 亿元。2018 年前三季度，爱建证券营业收入 2.29 亿元，净利润-0.67 亿元；陆家嘴信托营业收入 7.34 亿元，净利润 3.65 亿元。

(2) 盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构



资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据绘制。

该公司主业突出，利润主要来自经营收益，投资收益为公司盈利的有力补

充。近年来，受房地产项目结转周期影响，公司营业毛利有所波动，2015-2017年分别为 30.73 亿元、60.44 亿元和 46.44 亿元。2017 年，公司在售房产项目多进入尾盘销售阶段，销售结转规模有所下滑，营业毛利同比下降 23.16%。2018 年前三季度，公司结转办公楼 SN1 项目销售收入，当期实现营业毛利 32.57 亿元，同比增长 18.92%。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计 (亿元)	56.31	128.07	93.25	85.74	73.18
营业毛利 (亿元)	30.73	60.44	46.44	42.66	38.54
期间费用率 (%)	17.05	7.62	19.00	15.21	14.45
其中：财务费用率 (%)	10.51	4.37	13.74	11.92	11.76
全年利息支出总额 (亿元)	12.73	8.48	14.00	-	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	3.32	2.64	1.06	-	-

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

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。2015-2017 年，公司期间费用率分别为 17.05%、7.62% 和 19.00 %。2016 年受益于营业收入大幅增加，期间费用率同比下降 9.43 个百分点。同期，公司财务费用率分别为 10.51%、4.37% 和 13.74%。2017 年由于费用化利息支出金额大幅上升，财务费用率同比增加 9.37 个百分点。2018 年前三季度，期间费用率及财务费用率分别同比上涨 0.76 个百分点和 0.16 个百分点，主要系管理费用、财务费用较上年同期分别增加 63.34%、18.79% 所致。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益 (亿元)	10.98	4.75	26.33	15.11	2.60
营业外收入 (亿元)	0.94	0.89	0.74	0.24	0.58
资产处置收益 (亿元)	-	0.15	0.20	0.01	0.15
其他收益 (亿元)	-	-	0.81	0.22	0.09

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

注：2017 年，公司将原在“营业外收入”和“营业外支出”的部分非流动资产处置损益，改为在“资产处置收益”中列报并相应追溯重述了比较利润表。

该公司每年获得的投资收益是其利润的重要组成部分。2015-2017 年公司投资净收益分别为 10.98 亿元、4.75 亿元和 26.33 亿元。2017 年投资净收益大幅增长，主要系处置子公司股权所致，即处置上海佳寿房地产开发有限公司（简称“上海佳寿”）股权形成的投资收益 23.15 亿元。2018 年前三季度，公司实现投资收益 15.11 亿元，较上年同期增加 12.51 亿元，主要系出售子公司上海前绣实业发展有限公司 50% 股权而产生股权转让收益以及剩余股权按照公允价值计量所致。

图表 22. 公司近三年投资收益构成情况（万元、%）

科目	2015 年度		2016 年度		2017 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	-	-	425.76	0.90	386.73	0.15
权益法核算的长期股权投资收益	16,432.38	14.96	4,499.12	9.47	19,686.31	7.48
可供出售金融资产等在持有期间取得的收益	1,739.30	1.58	2,925.27	6.16	876.77	0.33
理财产品投资收益	24,736.68	22.53	23,828.46	50.16	9,703.05	3.69
持有至到期投资在持有期间取得的收益	21.44	0.02	-	-		
委托贷款利息收入	1,709.39	1.56	1,038.34	2.19	1,026.90	0.39
处置长期股权投资产生的投资收益	65,172.34	59.35	14,979.29	31.53	231,539.06	87.95
其他	-	-	-192.58	-0.41	33.74	0.01
合计	109,811.53	100.00	47,503.67	100.00	263,252.56	100.00

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

该公司营业外收入规模较小，主要由赔偿金收入及罚款收入构成，近三年及一期分别为 0.94 亿元、0.89 亿元、0.74 亿元和 0.35 亿元。同期，公司资产减值损失分别为-0.02 亿元、2.71 亿元、1.44 亿元和 0.14 亿元，近两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。

2015-2017 年，该公司净利润分别为 21.22 亿元、32.69 亿元和 36.75 亿元。总资产报酬率分别为 7.58%、7.37%和 7.72%；净资产收益率分别为 13.48%、17.90%和 18.15%。总体而言，2017 年，公司主营业务收入有所减少，但受益于投资收益的大幅提升，公司利润规模持续扩大。2018 年前三季度，公司实现净利润 27.94 亿元，同比增长 46.67%，主要系公司以 13.48 亿元处置了子公司前绣实业 50%的股权，投资收益大幅增加所致。

（3）运营规划/经营战略

该公司目前正处深化实施“地产+金融”双轮驱动战略，推动跨越发展的关键期。公司将继续以“地产+金融”协同运作为抓手，以成为商业地产投资开发领头羊为目标，同步推进上海、天津和苏州三城的开发建设。公司将统一部署、完成金融业务“1+3”发展战略，推进陆金发中长期发展规划的编制，确立陆金发作为普通新区国资金控平台的战略定位。

管理

该公司股权结构清晰，陆家嘴集团为公司控股股东，浦东新区国资委为公司的实际控制人。公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，内部管理规范。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

截至 2018 年 9 月末，陆家嘴集团、上海国际集团资产管理有限公司和中国证券金融股份有限公司分别持有该公司 56.42%、3.05% 和 2.99% 的股份。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，为公司的实际控制人（公司产权状况详见附录一）。

控股股东陆家嘴集团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，陆家嘴集团注册资本增至 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，陆家嘴集团更为现名，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，陆家嘴集团以资本公积 6.14 亿元转增注册资本，注册资本增至 23.57 亿元。截至 2018 年 9 月末，陆家嘴集团注册资本 23.57 亿元，浦东新区国资委持有公司 100% 股权。陆家嘴集团的业务分为土地批租、房产销售、房产租赁、金融服务等板块，上述业务主要由陆家嘴股份负责经营。公司在陆家嘴集团的业务体系中处于核心地位，在战略规划制定、陆家嘴区域开发等方面持续获得陆家嘴集团的有力支持。

(2) 主要关联方及关联交易

图表 23. 公司与关联方重大资金往来款余额变化（亿元，%）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 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	1.24	79.09	-	0.07	0.27	4.53
其他非流动资产	2.00	30.53	2.00	6.78	2.00	3.96
短期借款	1.64	3.61	27.00	27.91	49.41	43.82

注：根据陆家嘴股份财务数据整理、计算

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。2017 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 5.23% 及 5.50%。同期末，公司接受陆家嘴集团借款余额 49.41 亿元，记入短期借款科目，年利率为 3.92%-4.35%。

(3) 公司治理

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。董事会是股东大会的常设执行机构，由 9 人组成，对股东大会负责。监事会主要负有监督职责，由 5 人组成。公司设总经理 1 名，实行董事会授权委托下的总经理负责制，负责公司日常经营管理工作。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。李晋昭为现任董事长及总经理。

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。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

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。

(2) 经营决策机制与风险控制

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問題，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。

(3) 投融资及日常资金管理

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。

(4) 不良行为记录

该公司孙子公司爱建证券在浙江步森服饰股份有限公司（以下简称“步森股份”）重组广西康华农业股份有限公司重大资产重组项目中，由于步森股份公告的《重大资产重组报告书（草案）》中的主要财务数据存在虚假记载（以下简称“步森股份案件”），爱建证券作为步森股份重大资产重组的独立财务顾问，于 2016 年 1 月 8 日收到中国证监会调查通知书（桂证调查字 2016002-2 号）。该调查通知书指出，因爱建证券涉嫌违反证券法律法规，根据《证券法》的有关规定，中国证监会对爱建证券进行立案调查。2017 年 1 月 9 日，中国证监会对爱建证券作出《中国证监会行政处罚决定书》（〔2017〕3 号），责令爱建证券改正违法行为，并处以 30 万元罚款。

根据该公司 2018 年 11 月 13 日查询的《企业信用报告》所载，公司无信贷违约记录。于 2019 年 01 月 16 日查询“国家企业信用信息公示系统”显示，公司无重大失信违法处罚信息。

财务

该公司自身资本实力较强，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. 数据与调整

安永华明会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计,并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》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。2017 年,公司针对《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30 号)、《企业会计准则第 16 号——政府补助》(财会[2017]15 号)和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》(财会[2017]13 号)的相关规定进行了会计政策变更。

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。2017 年,公司完成分次出让上海佳寿 100% 股权并构成一揽子交易,实现投资收益合计 23.15 亿元,截至 2017 年末,上海佳寿不再纳入合并范围。同时,公司通过控股合并新增申万置业和苏州绿岸,新设上海陆投资产管理有限公司,清算上海东丹置业有限公司。上述变动对当期财务数据造成一定影响。截至 2018 年 9 月末,公司股权转让上海前绣实业发展有限公司,注销智叁投资有限公司。

图表 24. 2017 年公司主要合并范围变动情况 (万元)

公司名称	变动	购买日/新设日至 12 月 31 日净利润	2017 年末净资产
上海申万置业有限公司	新增	-67.19	888.41
苏州绿岸房地产开发有限公司	新增	-1,493.96	2,849.74
上海陆投资产管理有限公司	新增	1,702.01	7,702.01
上海东丹置业有限公司	清算	-0.01	-0.05

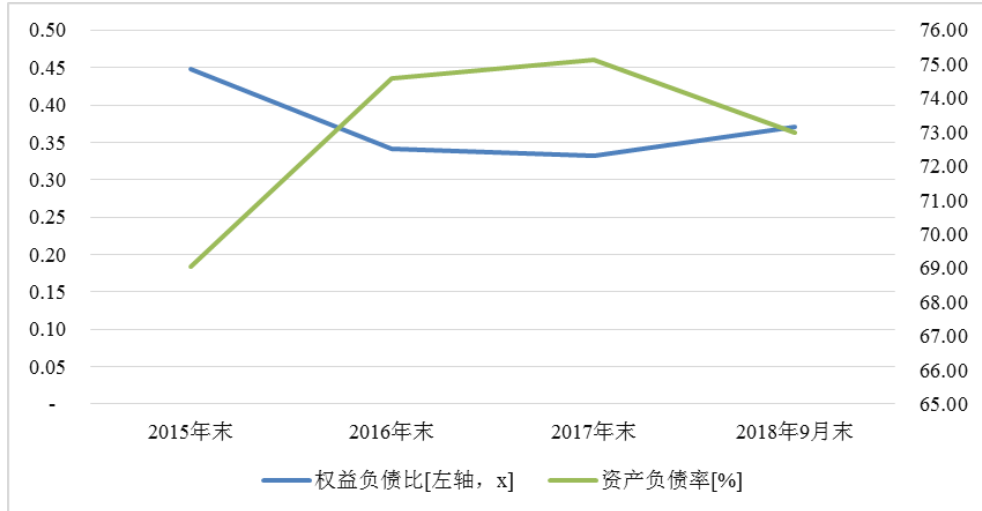
资料来源:根据陆家嘴股份所提供数据整理

注:上海东丹置业有限公司于 2017 年 11 月 20 日完成清算,所列数据为至终止合并日净利润。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据绘制。

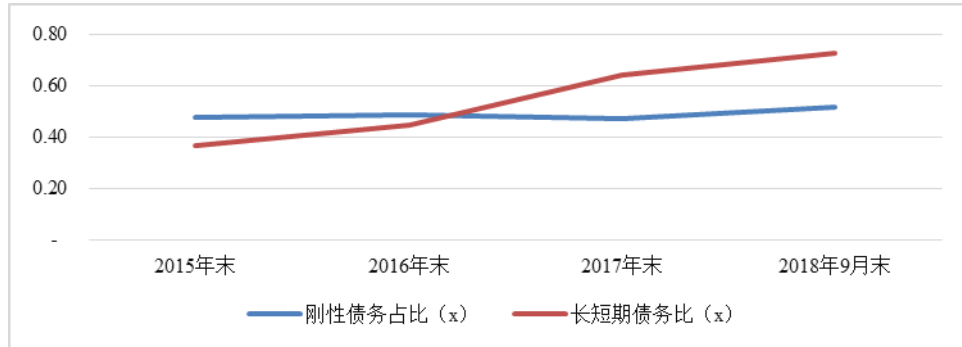
近年来该公司投资项目较集中，主要通过债务融资渠道筹措资金，负债规模不断增长。2015-2017 年末，公司负债总额分别为 362.09 亿元、595.39 亿元和 609.76 亿元。同期末，资产负债率分别为 69.04%、74.59% 和 75.11%，负债经营程度呈上升趋势。

该公司近年来由于经营积累增加，权益资本实力较强。2015-2017 年末，所有者权益合计分别为 162.40 亿元、202.87 亿元和 202.04 亿元。但由于有息负债的大幅增长，权益资本对刚性债务的覆盖比率由 2015 年的 93.68% 下滑至 2017 年的 70.23%。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，当年末总股本增至 3,361,831,200 股，实收资本达到 33.62 亿元。

2018 年 9 月末，该公司负债总额较年初下降至 575.66 亿元，资产负债率为 72.97%，较年初小幅减少 2.14 个百分点。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	81.36	164.93	173.36	290.24	287.68	297.68
应付账款 (亿元)	12.23	13.91	19.55	26.18	29.21	21.71
预收账款 (亿元)	20.40	11.57	46.70	51.73	26.85	47.63
其他应付款 (亿元)	107.38	99.97	109.76	111.24	102.81	93.47 ¹
刚性债务占比 (%)	34.84	54.29	47.88	48.75	47.18	51.71
应付账款占比 (%)	5.24	4.58	5.40	4.40	4.79	3.77
预收账款占比 (%)	8.73	3.81	12.90	8.69	4.40	8.27
其他应付款占比 (%)	45.98	32.91	30.31	18.68	16.86	16.24

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据绘制。

该公司负债结构以短期为主。2015-2017 年以及 2018 年 9 月末，公司长短期债务比分别为 0.37、0.45、0.64 和 0.72，呈逐年上升趋势，债务结构有所优化。

从债务构成来看，该公司负债集中于刚性债务、预收账款、其他应付款、其他流动负债和其他非流动负债。2017 年末，预收账款余额为 26.85 亿元，较上年末减少 48.09%，主要系天津河庭花苑等项目预收房款减少所致。其他应付款余额较上年末减少 7.58% 至 102.81 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购房意向金。其他流动负债余额大幅减少 86.37% 至 3.58 亿元，主要系子公司爱建证券处置稳盈资管计划所致。同期末，公司其他非流动负债余额为 66.33 亿元，较上年末大幅增长 521.15%，主要是由于（1）公司为收购苏州绿岸而部分参与了华宝信托的信托计划，从而增加债务 44.76 亿元；（2）子公司陆家嘴信托待支付的底层项目的收益增加而导致其他非流动负债增加。此外，2017 年末公司卖出回购金融资产款较年初增长 109.81% 至 38.33 亿元，代理买卖证券款较年初减少 28.80% 至 20.94 亿元。

2018 年 9 月末，该公司天津陆津和前滩实业地产项目房屋预售，预收款项

¹ 为了与往期数据统一口径，该数据未根据财政部颁布《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）进行调整，故该报告中其他应付款项目不包含应付利息与应付股利。

增至 47.63 亿元，较年初增长 77.39%。其他应付款（不含应付利息、应付股利）较年初下降 9.09% 至 93.47 亿元，主要为与土地开发业务相关的预提支出及相关税费共计 36.47 亿元，暂收售房款共计 20.16 亿元，该等暂收款项系根据与客户签署的相关框架协议而收到的购房意向金，此类项目尚未完工交付。其余负债科目较年初无显著变化。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司主要刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	45.23	40.28	78.87	119.90	120.87	125.34
其中：短期借款	26.34	32.99	45.39	96.75	112.76	118.32
一年内到期非流动负债	18.50	5.92	32.03	21.34	6.47	5.98
其他短期刚性债务	0.39	1.37	1.45	1.81	1.65	1.04
中长期刚性债务合计	36.14	124.65	94.49	170.34	166.80	172.34
其中：长期借款	36.14	74.65	44.49	120.34	115.80	116.34
应付债券	-	50.00	50.00	50.00	51.00	56.00
综合融资成本（年化，%）	5.63	5.90	5.56	3.66	4.84	-

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理，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%

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 173.36 亿元、290.24 亿元和 287.68 亿元，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。2017 年末，上述科目余额分别为 112.76 亿元、6.47 亿元、115.80 亿元和 51.00 亿元。

2017 年末，该公司短期借款余额同比增长 16.54% 至 112.76 亿元，其中信用借款 50.35 亿元，关联方借款 49.41 亿元，同业借款 11.00 亿元，收益凭证 2.00 亿元。短期借款利率区间为 3.92%-6.90%。其中向中国信托保障基金有限责任公司的同业借款资金成本较高，年利率为 5.70%-6.90%。一年内到期的非流动负债余额较上年末减少 69.68%，主要系公司贷款结构变化所致。长期借款余额为 115.80 亿元，主要为质押借款、抵押借款和保证借款，其中保证借款由股东陆家嘴集团提供担保。长期借款年利率区间为 3.80%-4.41%。同期末，公司应付债券余额为 51.00 亿元，主要包括 2014 年发行的两期合计 50 亿元中期票据以及“陆家嘴金融城 2 号”收益凭证。该收益凭证于 2017 年 11 月发行，发行规模为 1 亿元，期限为 2 年期。2018 年 9 月末，公司刚性债务小幅上升至 297.68 亿元，主要系公司本部两次发行规模为 5 亿元的公司债券以及子公司陆金发发行 4 亿元短期融资券所致。

刚性债务期限方面，截至 2017 年末，该公司 3-5 年及 1 年以内到期的刚性债务占比较大，金额分别为 123.37 亿元及 105.52 亿元，公司面临一定的即期偿付压力。公司整体资金成本较低，2017 年末刚性债务利率区间集中于

4%-5%，综合融资成本为 4.84%。

图表 28. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%~4%（不含 4%）	27.15	-	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	78.37	11.03	21.90	78.61	1.71
5%~6%（不含 6%）	-	10.00	-	44.76	-
6%~7%（不含 7%）	-	-	-	-	40.00
合计	105.52	21.03	21.9	123.37	41.71

资料来源：陆家嘴股份

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业周期（天）	4,084.50	2,977.37	1,572.15	520.68	1,203.23	-	-
营业收入现金率（%）	120.00	107.47	165.72	65.63	54.39	107.56	55.62
业务现金收支净额（亿元）	6.24	-11.15	23.37	-16.64	-83.08	31.39	-8.89
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.50	1.19	9.67	4.09	29.50	0.83	-6.30
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.74	-9.95	33.03	-12.55	-53.58	32.22	-15.20
EBITDA（亿元）	23.00	26.23	34.24	49.37	63.32	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.28	0.21	0.20	0.21	0.22	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.12	3.60	3.60	5.82	4.52	-	-

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

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。

2015-2017 年，该公司营业周期分别为 1,572.15 天、520.68 天和 1,203.23 天。2017 年，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，推动营业周期显著拉长。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。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 33.03 亿元、-12.55 亿元、-53.58 亿元和 32.22 亿元。2017 年，公司预收房款有所减少，同时购买商品及支付劳务的现金较多，导致经营性现金大幅净流出。2018 年 9 月末，经营活动现金流转为净流入状态，主要系公司收到 SN1 泰康项目款 13.86 亿元以及子公司天津陆津房地产开发有限公司、上海前滩实业发展有限公司及苏州绿岸房地产开发有限公司收取售房款约 41 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出组成。受益于

较快的盈利增长，近年来公司 EBITDA 持续增加。EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障度处于较好水平，2017 年末分别为 0.22 倍和 4.52 倍。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-16.50	-63.18	-20.43	-82.40	82.19	28.14
其中：理财产品投资回收与支付净额	0.00	-41.95	-31.10	11.40	50.06	-6.85
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	0.70	-1.67	-7.87	-6.12	-14.48	-22.25
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-	13.48	-13.46	-
投资环节产生的现金流量净额	-15.80	-64.85	-14.82	-75.04	54.25	5.90

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

2015-2017 年以及 2018 年前三季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-14.82 亿元、-75.04 亿元、54.25 亿元和 5.90 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。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。2017 年，投资性现金转为大幅净流入状态，主要是由于减少理财产品投入，且子公司并购支出较去年同期减少所致。2018 年前三季度，投资活动现金流量净额较年初大幅下降，主要系公司以 13.48 亿元处置了子公司前绣实业 50% 股权，并赎回理财产品约 6 亿元。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
权益类净融资额	7.87	-5.08	-8.70	-12.80	-17.47	-16.59
其中：分配股利及利润	8.79	5.08	8.70	12.80	17.47	16.59
债务类净融资额	20.30	76.29	1.80	73.02	13.60	-3.28
其中：现金利息支出	-	6.28	9.33	8.29	39.15	13.65
筹资环节产生的现金流量净额	28.17	71.21	-13.14	60.23	-17.01	-19.87

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

2015-2017 年以及 2018 年前三季度该公司筹资性现金流量净额分别为 -13.14 亿元、60.23 亿元、-17.01 亿元和 -19.87 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，推动筹资性现金由净流出转为净流入。2017 年，公司取得借款金额减少，现

金利息支出增加并且收购陆金发剩余 11.80% 股权支付现金 13.14 亿元，当年筹资性现金净流量同比下滑 128.24% 至 -17.01 亿元。2018 年前三季度，公司为收购苏州绿岸房地产开发有限公司而与华宝信托产生的信托计划增加了 44.76 亿元，同时偿还银行借款 9 亿元。另外公司及子公司本年度银行贷款余额较上期末增加了额约 2.5 亿元并且发行债券 5 亿元，公司筹资环节现金流出增加。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	240.15	148.31	122.19	324.65	364.32	359.27
	62.32%	32.51%	23.30%	40.67%	44.88%	45.54%
其中：货币资金（亿元）	31.41	27.82	19.42	51.45	35.25	55.71
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	32.97
存货（亿元）	207.72	119.59	100.48	91.73	214.91	207.96
其他应收款（亿元）	0.38	0.21	1.57	10.20	6.06	7.77
其他流动资产（亿元）	-	-	-	87.04	25.85	30.96
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	145.23	307.89	402.30	473.61	447.48	429.58
	37.68%	67.49%	76.70%	59.33%	55.12%	54.46%
其中：固定资产（亿元）	5.17	4.71	4.55	7.10	13.14	12.77
可供出售金融资产（亿元）	2.69	46.82	82.84	96.22	38.07	42.82
投资性房地产（亿元）	73.33	191.23	242.51	246.93	247.69	239.94
长期股权投资（亿元）	54.42	48.52	51.60	60.18	66.02	77.84
其他非流动资产（亿元）	-	2.40	6.55	29.51	50.57	26.11
期末全部受限资产账面金额（亿元）	70.95	32.33	38.47	33.94	43.60	25.32
期末抵质押融资余额（亿元）	21.89	29.87	18.72	25.35	100.26	110.64
受限资产账面余额/总资产（%）	18.41	7.09	7.33	4.25	5.37	3.34

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

2017 年末，该公司流动资产合计 364.32 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，货币资金账面价值为 35.25 亿元，较上年末减少 31.48%，主要是由于公司收购了苏州绿岸、申万置业以及陆金发少数股权，货币资金相应减少。2017 年末，公司无受限货币资金。以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产账面价值为 30.10 亿元，较上年末减少 42.93%，主要系爱建证券处置稳盈一号资管计划份额 23.48 亿元所致。存货账面价值为 214.91 亿元，较上年末增长 134.29%，主要系公司收购苏州绿岸 95% 的股权和申万置业 100% 股权，合计增加存货 129.21 亿元。同期末，应收账款账

面价值较上年末增长 171.60%至 2.85 亿元，主要是由于近塘东、世纪大都会等新项目租赁合同增加，按权责发生制确认收入产生的影响。公司其他应收款账面价值较上年末减少 40.61%至 6.06 亿元，主要系公司收回上年度支付的苏州绿岸收购保证金 9.45 亿元，同时子公司陆家嘴信托垫支保障基金 4.26 亿元所致。2017 年末，公司其他流动资产较上年末减少 70.30%至 25.85 亿元，主要是由于（1）金融板块子公司陆金发收回 20.50 亿元的理财产品、爱建证券稳盈一号资管计划处置自有份额以及应收款项类投资减少 7.75 亿元；（2）2016 年度预付的申万置业股权交易款于当年转出。此外，由于子公司爱建证券买断式回购业务增加 29.88 亿元，公司买入返售金融资产账面价值较上年末大幅增长 216.22%至 33.13 亿元。

2018 年 9 月末，该公司流动资产合计 329.27 亿元，其中货币资金较年初增长 58.04%，主要系公司收到了 SN1 泰康项目办公楼销售款及子公司前绣实业 50%的股权出售款。其他应收款较年初增加 28.22%，主要系向中国信托业保障基金支付的代垫款增加。其他流动资产较年初增加 19.77%，主要系公司理财产品赎回及待抵扣进项税额增加所致。

2017 年末，该公司非流动资产合计 447.48 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减少 60.43%至 38.07 亿元，主要是由于理财产品投资额减少所致。长期股权投资为 66.02 亿元，主要是公司对陆家嘴国泰人寿、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、上海新国际博览中心等联营、合营公司的投资。同期末，投资性房地产账面价值为 247.69 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。此外，固定资产年末账面价值为 13.14 亿元，较上年末增长 85.23%，主要为自营项目天津陆家嘴酒店竣工开业及金色阳光养老院转入 5.85 亿元所致。2018 年 9 月末，公司非流动资产为 429.58 亿元，其中长期股权投资较年初增加 11.82 亿元，增幅 17.90%，主要系对全资子公司前绣实业处置 50%股权后变为合营企业，采用权益法核算。其余资产科目较年初无显著变化。

2018 年 9 月末，该公司受限资产包括土地使用权 19.27 亿元及投资性房地产 6.05 亿元，主要用于获取抵押银行借款，公司受限资产规模占总资产比重较小。此外，公司以子公司陆金发 88.20%的股权人民币 94.89 亿元质押取得借款 56.93 亿元，以子公司申万置业 100%的股权人民币 15.75 亿元质押取得借款 17.43 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	122.75	84.06	46.07	78.88	98.05	107.60
速动比率 (%)	16.57	16.27	8.18	56.59	40.21	45.32

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
现金比率 (%)	16.06	15.77	7.32	25.31	17.59	26.56

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

近年来，受益于流动资产的快速增长，流动比率逐年提升，近三年及一期期末分别为 46.07%、78.88%、98.05% 和 107.60%。公司现金类资产储备波动较大，2017 年末现金比率为 17.59%，较上年末减少 7.72 个百分点，主要系股权收购导致货币资金支出增多所致。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司不存在对外担保情况。或有事项方面，重要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知识基本停止经营活动，截至 2018 年 9 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，9 月末账面余额为 1.48 亿元。公司认为，陆家嘴投资管理层违规系个人问题，不会陆家嘴投资产生重大或有负债。

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。2017 年末，集团本部资产总计 479.57 亿元，主要由其他应收款、存货、长期股权投资及投资性房地产构成，年末账面价值分别为 69.84 亿元、47.46 亿元、203.48 亿元和 110.98 亿元，其中其他应收款主要系应收关联公司款项。同期末，集团本部债务合计 370.04 亿元，其中刚性债务总额为 223.04 亿元，占合并口径比重为 77.53%。刚性债务主要包括短期借款 87.40 亿元、一年内到期的非流动负债 6.47 亿元、长期借款 77.91 亿元及应付债券 51.00 亿元。2017 年公司本部实现收入 21.83 亿元，净利润 28.63 亿元；经营性现金净流量为 -15.19 亿元。整体来看，集团本部能进行较有效的资金调配及周转，财务风险适中。

外部支持因素

1. 集团/控股股东支持或干预

该公司系陆家嘴集团的重要子公司，在业务体系中居核心地位，近三年公司获得陆家嘴集团有力支持。在资金方面，2016-2017 年公司从陆家嘴取得借款发生额分别为 15.00 亿元和 7.15 亿元，偿还陆家嘴集团的借款发生额分别为 40.00 亿元和 17.00 亿元。业务多元化方面，公司从陆家嘴集团收购了陆金发，并于 2017 年对陆金发实现全资控股，使得公司初步实现“金融+地产”双轮发展。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与当地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 2018 年 9 月末，公司共获得主要合作银行的综合授信额度 503.25 亿元，未使用的额度为 253.17 亿元。

图表 34. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	授信额度	未使用额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	503.25	253.17	3.80%-4.5675%	信用、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	50.00	41.19	4.275%-4.5675%	信用、抵押、质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	343.82	151.98	3.80%-4.5675%	信用、抵押、质押

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）。

债项信用分析

1. 核心业务盈利保障性好

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，2016 年新增了金融业务持续贡献较大的收入与盈利。2015-2017 年，公司实现营业收入分别为 56.31 亿元、128.07 亿元和 93.24 亿元；净利润分别为 21.22 亿元、32.69 亿元和 36.75 亿元。公司凭借主业良好的盈利性，可为本次债券的本息偿付提供基础保障。

2. 资产质量好

该公司可自由动用的货币资金较为充裕，截至 2018 年 9 月末为 55.71 亿元。公司拥有大量区位较好的物业资产，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。

评级结论

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持有型商业地产开发、运营为主的业务发展模式。近年来，公司地产类业务不断向上海区域外拓展，面临一定的跨区运营风险；2016 年以来，公司基本完成了“地产+金融”的业务布局，业务多元化及协同发展将整体上增强公司抗风险能力。公司目前有较大规模的土地储备，后续地产项目的资金投入与现金回笼之间的平衡亦值得关注。

该公司股权结构清晰，陆家嘴集团为公司控股股东，浦东新区国资委为

公司的实际控制人。公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，内部管理规范。

该公司自身资本实力较强，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。

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，且不晚于每一会计年度结束之日起6个月内。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。

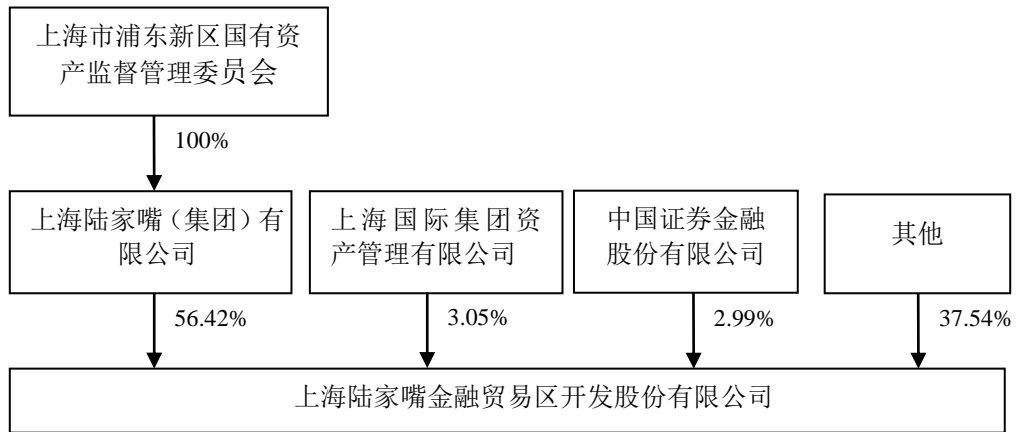
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

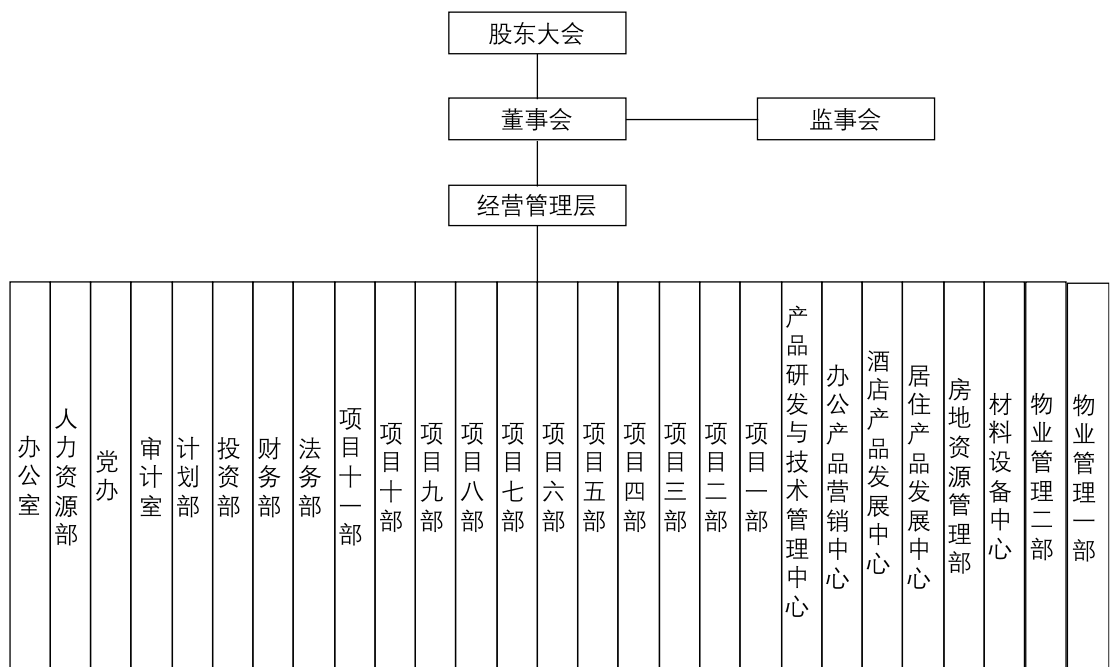
公司与实际控制人关系图



注：根据陆家嘴股份提供的资料绘制（截至 2018 年 9 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 2018 年 9 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	2017年(末)主要财务数据(亿元)				备注
				资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
上海陆家嘴(集团)有限公司	陆家嘴集团	-	成片土地开发、房地产开发经营、经营房屋租赁等	1400.29	362.91	114.45	37.14	营业总收入
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴股份	-	房地产开发、经营房屋租赁等	811.80	202.04	12.96	11.53	
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	69.62	52.76	12.43	7.75	
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	75.11	31.43	13.38	1.96	
上海陆家嘴浦江置业有限公司	浦江置业	100%	房地产开发、经营房屋租赁、物业服务	7.64	7.56	14.45	1.15	
上海陆家嘴展览有限公司	陆家嘴展览	100%	会展业务、实业投资、建筑工程	13.91	13.91	0.00	1.46	
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	8.36	7.31	2.41	1.16	
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	63.94	40.06	0.00	-0.02	
上海陆家嘴金融发展有限公司	陆金发	100%	投资管理及咨询等	100.97	85.98	7.42	7.15	
陆家嘴国际信托有限公司	陆家嘴信托	71.61%	资金信托; 动产信托; 不动产信托等	81.09	38.42	11.84	4.96	

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				备注
				资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
爱建证券有限责任公司	爱建证券	51.14%	证券投资咨询等	86.69	14.11	4.22	0.27	

注：根据陆家嘴股份 2017 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]	2015年	2016年	2017年	2018年 9月末
资产总额 [亿元]	524.49	798.26	811.80	788.85
货币资金 [亿元]	19.42	51.45	35.25	55.71
刚性债务[亿元]	173.36	290.24	287.68	297.68
所有者权益 [亿元]	162.40	202.87	202.04	213.20
营业收入[亿元]	56.31	128.07	93.25	85.74
净利润 [亿元]	21.22	32.69	36.75	27.94
EBITDA[亿元]	34.24	49.37	63.31	-
经营性现金净流入量[亿元]	33.03	-12.55	-53.58	32.22
投资性现金净流入量[亿元]	-14.82	-75.04	54.25	5.90
资产负债率[%]	69.04	74.59	75.11	72.97
权益资本与刚性债务比率[%]	93.68	69.90	70.23	71.62
流动比率[%]	46.07	78.88	98.05	107.60
现金比率[%]	7.32	25.31	17.59	26.56
利息保障倍数[倍]	3.57	5.75	4.44	-
担保比率[%]	—	—	—	-
营业周期[天]	1,572.15	520.68	1,203.23	-
毛利率[%]	54.57	47.20	49.80	49.76
营业利润率[%]	47.61	32.83	52.12	43.68
总资产报酬率[%]	7.58	7.37	7.72	-
净资产收益率[%]	13.48	17.90	18.15	-
净资产收益率*[%]	15.49	19.87	22.38	-
营业收入现金率[%]	165.72	65.63	54.39	107.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	14.96	-3.71	-13.68	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.47	-18.29	0.11	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.60	5.82	4.52	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.21	0.22	-

注：表中数据依据陆家嘴股份经审计的 2015~2017 年度及未经审计 2018 年第三季度财务数据整理、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 级、CCC 级（含）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（含）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。

评级声明

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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。