



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪162号

上海实业发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“上海实业发展股份有限公司2014年公司债券（第一期）”、“上海实业发展股份有限公司2014年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年五月二十五日

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	上海实业发展股份有限公司		
债券简称	第一期：14 上实 01	第二期：14 上实 02	
债券代码	第一期：122362	第二期：136214	
发行年限	5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权		
发行日期	第一期：2015/3/23、第二期：2016/3/11		
发行规模	第一期：10 亿元，于 2018 年 3 月 23 日完成回售金额 1.98 亿元；第二期：10 亿元		
上次评级时间	2017/05/25		
上次评级结果	债项级别 AA ⁺	主体级别 AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺	主体级别 AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

上实发展	2015	2016	2017	2018.3
所有者权益（亿元）	55.13	102.11	115.33	116.33
总资产（亿元）	272.75	349.54	390.50	395.87
总债务（亿元）	130.37	138.94	150.65	159.46
营业总收入（亿元）	66.19	64.90	72.34	13.18
营业毛利率（%）	34.87	32.77	32.10	37.00
EBITDA（亿元）	14.43	13.49	18.03	-
所有者权益收益率（%）	10.97	7.31	7.94	5.68
资产负债率（%）	79.79	70.79	70.47	70.61
总债务/EBITDA（X）	9.03	10.30	8.36	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.36	2.16	2.83	-
净负债率（%）	137.48	37.76	50.20	66.22

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016 年财务数据为公司 2017 年审计报告重述数；
3、2018 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2017 年，上海实业发展股份有限公司（以下简称“上实发展”或“公司”）仍拥有较为充足的待结算资源，可为未来经营业绩的保持与增长提供支撑。同时，当年上实发展商业物业面积进一步增长，租金收入明显上升。近年来，上实发展始终保持稳健的经营策略，杠杆比例处于稳定水平，盈利能力可对债务本息形成保障。不过，中诚信证评评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到 2017 年公司签约销售规模出现下滑，且土地储备规模有待提升等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持上实发展主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”信用等级为 AA⁺。

正面

- 较为充足的待结算资源。截至 2017 年末，公司预收账款金额为 83.12 亿元，同比增长 31.58%，占其 2017 年营业收入的比例为 114.90%，较为充足的已售未结算资源为公司未来业绩的增长提供了支撑。
- 商业物业面积进一步增长。目前公司商业物业主要位于上海、青岛等地，2017 年随着上海长宁八八项目及青岛上实中心投入运营，公司可租商业物业面积上升至 37 万平方米，当年实现租金收入 2.90 亿元，同比增长 40.07%。
- 杠杆比例较为稳定。受稳健经营策略的影响，近年来公司债务规模较为稳定，财务杠杆保持在较低水平，且债务期限结构合理。同时，公司盈利能力表现较好，可对债务本息的偿还形成保障。

关注

- 签约销售规模有所下滑。受房地产市场调控政

分析师

应治亚 zying@ccxr.com.cn

冯 翀 cfeng@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月25日

策的影响，2017 年公司销售出现下滑，全年公司房地产签约销售金额 53.04 亿元，签约销售面积 26.38 万平方米，分别同比下降 51.38% 和 64.83%。

- 新项目获取节奏较慢。近年来，公司土地获取节奏较慢，截至 2017 年末，公司仅有 2 个拟建项目，分别位于上海市青浦区和苏州市吴中区，计容建筑面积为 26.77 万平米。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）（简称为“14 上实 01”，债券代码为“122362”）于 2015 年 3 月 24 日完成发行，实际发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金已于 2015 年 3 月 25 日到位，第一期债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕，并于 2018 年 3 月 23 日完成回售金额 1.98 亿元。

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）（简称为“14 上实 02”，债券代码为“136214”）于 2016 年 3 月 14 日完成发行，实际发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金已于 2016 年 3 月 14 日到位。第二期债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

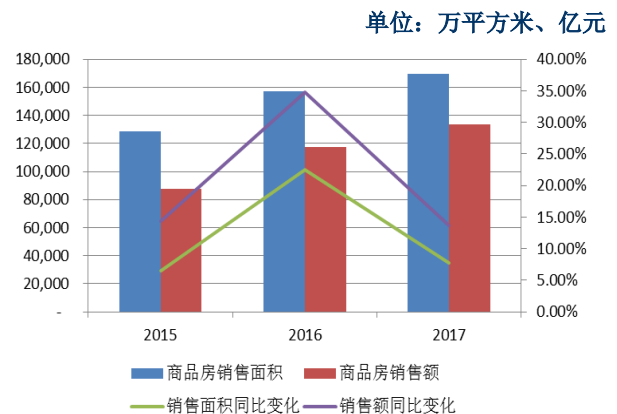
行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202

元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边

三四线城市，受此影响，环北京周边县市中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务经营

近年来公司通过对外收并购、战略合作等方式扩大业务规模，其房地产销售、工程项目、房地产租赁以及物业管理服务业务收入均保持增长。2017 年公司实现营业收入 72.34 亿元，同比增长 11.46%。其中，房地产销售收入 52.47 亿元，同比增长 5.38%；工程项目收入 11.35 亿元，同比增长 34.63%；物业管理服务收入 5.33 亿元，同比增长 26.89%；房地产租赁收入 2.90 亿元，同比增长 40.07%。

2017 年公司合同销售面积和合同销售金额出现下滑，同时，公司土地获取进度较慢，土地储备规模略显不足。不过，公司仍具有较为充足的已售未结算资源，且“产业 X+地产”模式成效有所显现，可为未来业绩提供一定保障。

房地产销售方面，2017 年公司积极应对严厉的行业调控，加快推盘节奏，加大营销力度，但受各地房地产市场限购限贷政策影响，公司销售出现下滑，全年公司房地产签约销售金额 53.04 亿元，签约销售面积 26.38 万平方米，分别同比下降 51.38% 和 64.83%。区域分布方面，公司房地产项目销售区域主要分布于杭州、上海、泉州、重庆、成都、青岛、苏州等地，2017 年，公司在上述地区的签约销售面积分别占当年总签约销售面积的 29.91%、23.68%、21.31%、10.50%、5.44%、5.51% 和 2.47%。

不过，截至 2017 年末，公司预收款项余额为 83.12 亿元，同比增长 31.58%，可为未来业绩的增长提供一定保障。2018 年 1~3 月，公司房地产签约销售金额 15.44 亿元，签约销售面积 7.35 万平方米。

表 1：2015~2018.Q1 公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2015	2016	2017	2018.Q1
竣工面积	48.62	62.00	51.00	-
开复工面积	212.78	213.00	275.98	-
签约销售面积	25.83	75.00	26.38	7.35
签约销售金额	39.34	109.90	53.04	15.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2017 年公司聚焦重点项目，当年开复工面积 275.98 万平方米，同比增加 29.57%；竣工面积 51.00 万平方米，同比下降 17.74%。2017 年公司通过收并购扩大业务规模，以增强公司后续发展能力。2017 年 12 月，公司以 1.87 亿元收回浙江绍兴 E1B 地块不动产权利及相关权益（即绍兴国际华城项目，目前已竣工），以 0.19 亿元收购泉州市上实投资发展有限公司（以下简称“泉州上实”，系负责泉州海上海项目公司）2% 股权，并最终持有其 51% 股权。

在建项目方面，截至 2017 年末，公司在建项目共计 9 个，主要包括泉州“上实 海上海”、青岛“国际啤酒城”、上海“青浦上实 海上湾”、杭州“上实 海上海”、上海“静安泰府名邸”、上海“虹口北外滩项目”等，规划总建筑面积合计 332.56 万平方米，计划投资总额 363.07 亿元，其中在建面积 275.98 万平方米。

表 2：2015~2017 年公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元

项目	2015	2016	2017
新增项目个数	4	0	1
新增土地规划计容建筑面积	50.69	-	8.97
新增土地金额	40.96	-	21.97

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新增土地储备方面，2017 年公司新增土地储备 1 宗。2017 年 6 月，公司以成交价 21.97 亿元竞得位于苏州市吴中区木渎地块，土地面积 4.08 万平方米，土地楼面价 24,462 元/平方米，溢价率 52.40%。截至 2017 年末，公司拟建项目土地面积 39.00 万

平方米，计容建筑面积为 26.77 万平方米（权益前），公司新增项目节奏较慢。

表 3：2017 年末公司拟建项目情况

单位：万平方米、%

地块	土地面积	计容建筑面积	权益占比
苏州吴中区木渎地块	4.08	8.97	100
上海青浦朱家角 D2 地块	34.92	17.80	51
总计	39.00	26.77	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司加快推动“产业 X+地产”的开发运营模式，以产业为依托，地产为载体，实现多元布局。其中，青岛国际啤酒城项目的“地产+金融+文化”生态价值体系已日臻完善，2017 年青岛国际啤酒城项目签约钓鱼台美高梅酒店管理公司，项目三期成功引进高端、商务双酒店服务品牌。同时，公司与倪德伦环球文化娱乐公司成立的合资文化公司引入百老汇音乐剧《金牌制作人》，巡演全国 7 个城市共计 53 场，累计观众 6 万人次，为公司文化地产项目的后续开发及运营提供一定支持。

此外，公司继续推进绿色建筑“全星计划”，提高产品的市场竞争力和吸引力。截至 2017 年末，公司累计已有 14 个项目共计 356 万平方米建筑获绿色建筑认证或按照绿色建筑标准设计，4 个项目共计 48 万平方米建筑获 LEED 认证，9 个项目共计 93 万平方米建筑应用 BIM 技术。

公司拥有优质的商业物业，当年商业租赁和物业管理业务收入增长较快，为公司收入来源的重要补充。

公司持有型物业主要集中在上海市，2017 年公司主要新增持有型物业包括上海长宁八八写字楼和商铺，以及青岛达利广场商铺。截至 2017 年末，其持有型物业可出租面积约 37 万平方米，主要包括高阳宾馆及高阳商务中心、上海实业大厦、金钟广场、海上海新城（商业用房及文化设施）、黄浦新苑（商业用房）等，持有型物业以写字楼和商铺为主。2017 年，公司持有型物业出租情况良好，整体出租率约 98%。2017 年公司实现租赁业务收入 2.90 亿元，同比增长 40.07%，主要系当年新增的上海长宁八八项目租金收入较高，以及青岛上实中心项目租金收入增长较快所致。公司持有优质的商业

物业，可为公司提供稳定的收入来源和现金流以及低成本长期贷款的融资保障；此外，公司可根据其资金需求和市场情况出售持有型物业，实现资产升值收益。

此外，公司下属上海上实物业管理有限公司（以下简称“上实物业”）系提供住宅及商业地产物业管理服务的企业，旗下“上实物业”品牌已具备较高的市场知名度，主要在管项目包括上海环球金融中心、中国航海博物馆、上海金钟广场、华为上海研发中心、芜湖市政务文化中心等标志性建筑。2017 年公司将物业管理服务定位从单一住宅为主调整为都市服务供应商，联合上实龙创、WE+酷窝等参加首届国际物业管理产业博览会，并推出“上实服务+”品牌。其中，2017 年 WE+酷窝完成海内外 19 个城市、51 个项目的布局，成为行业规模较大的联合办公企业，并成为国内第一家布局海外的联合办公企业。同时，公司 2017 年新承接洋山深水港四期、上海大剧院等项目。

2017 年 11 月，公司子公司上实物业与上海城开（集团）有限公司（以下简称“上海城开”）签订股权转让协议，收购上海申大物业有限公司 100% 股权，交易金额 7,000 万元。另外，公司全资子公司上海新世纪房产服务有限公司与上海城开签订股权转让协议，收购上海城开商用物业发展有限公司 100% 股权，交易金额 1,700 万元，公司完成收购上海城开旗下两家物业管理公司后，其在管物业规模有所扩大。截至 2017 年末，公司物业管理面积约 2,100 万平方米，同比增长 23.53%。2017 年公司实现物业管理收入 5.33 亿元，同比增长 26.89%。

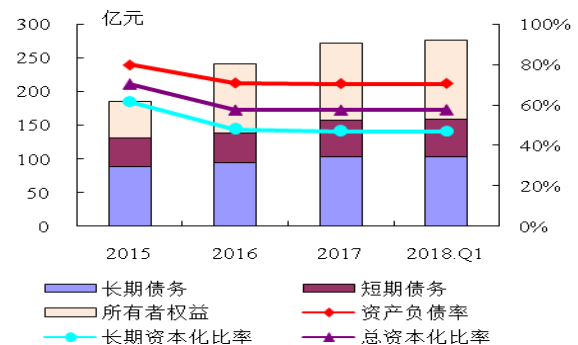
财务分析

下列财务分析主要基于公司提供的经上会会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度合并财务报表。其中，2017 年 12 月公司收购上海上投资本管理有限公司所持有的上海上投商业资产管理有限公司 80% 股权（同一控制下新增子公司），2016 年公司财务数据为追溯后调整数。

资本结构

跟踪期内，随着在建项目的推进，公司总资产规模有所上升。截至 2017 年末，公司总资产合计 390.50 亿元，同比增长 11.72%。得益于利润留存和少数股东权益的增加，同期末公司所有者权益为 115.33 亿元，同比增长 12.95%。负债方面，受预收账款增加的影响，公司负债总额增至 275.17 亿元，同比上升 11.21%。综上影响，2017 年末公司资产负债率和总资本化比率分别小幅降至 70.47% 和 56.64%，受债务规模上升影响，净负债率从上年的 37.76% 升至 50.20%。此外，截至 2018 年 3 月末，公司资产总额上升至 395.87 亿元，负债规模升至 279.54 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 70.61% 和 57.82%。

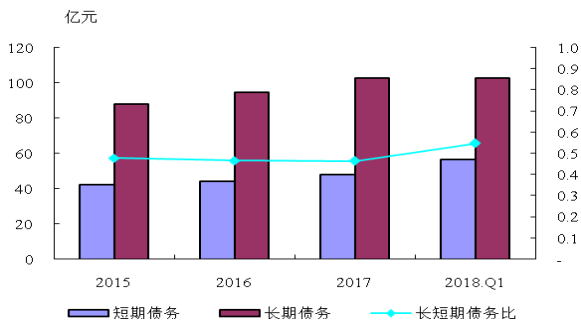
图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，随着在建项目的持续推进，公司对外融资需求加大，债务规模有所增长。截至 2017 年末，公司债务规模为 150.65 亿元，同比增长 8.43%，其中短期债务 47.81 亿元，同比增长 8.00%；长期债务 102.84 亿元，同比增长 8.63%。年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.46 倍，与上年末的 0.47 倍基本持平。另截至 2018 年 3 月末，公司债务规模增至 159.46 亿元，长短期债务比为 0.55 倍，债务结构较为合理。整体来看，公司以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配。

图 3: 2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2017 年公司总资产规模和负债规模均有所上升, 财务杠杆比率小幅下降, 保持在较低水平。此外, 公司债务期限结构较为合理, 财务稳健性较强。

流动性

截至 2017 年末, 公司流动资产合计 338.48 亿元, 同比上升 10.24%, 占总资产的比重为 86.68%。从流动资产的构成来看, 公司流动资产主要由存货和货币资金构成, 2017 年末两项合计占流动资产的比重为 86.12%, 较上年末下降 1.02 个百分点。

表 4: 2015~2018.Q1 公司流动资产分析

指标	2015	2016	2017	2018.3
流动资产/总资产	90.47%	87.84%	86.68%	86.91%
存货/流动资产	63.83%	54.45%	58.72%	57.79%
货币资金/流动资产	22.12%	32.69%	27.40%	23.96%
(存货+货币资金)/流动资产	85.95%	87.14%	86.12%	81.75%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

存货方面, 2017 年公司存货规模保持增长, 年末存货净额为 198.76 亿元, 同比增长 18.89%。其中, 房地产开发成本 152.30 亿元, 同比增加 67.44%, 主要系 2017 年 6 月公司获得苏州 10 号地块及泉州海上海项目持续开发所致; 房地产开发产品 35.04 亿元, 同比减少 49.10%, 主要包括泉州海上海 C8-2 地块项目、长沙丰盛时代大厦、青岛国际啤酒城二期、成都海上海等项目, 去化情况仍有待观察。

表 5: 2015~2017 年末公司存货明细

指标	单位: 亿元、%		
	2015	2016	2017
存货	157.50	167.17	198.76
开发成本	109.10	90.96	152.30
开发产品	48.39	68.84	35.04
开发成本/存货	69.27	54.41	76.63
开发产品/存货	30.72	41.18	17.63

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产周转效率方面, 2017 年公司存货周转速度较上年略有下降。2017 年公司存货周转率为 0.25 次, 同期总资产周转率为 0.19 次, 资产周转效率相对稳定。

表 6: 2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率 (次/年)	0.28	0.26	0.25
总资产周转率 (次/年)	0.24	0.19	0.19

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 受 2017 年政府出台一系列房地产市场调控政策影响, 公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 22.73%, 公司当年经营性现金流净流入 6.17 亿元, 同比大幅下降 89.08%, 主要系支付当年新增土地款所致。同期, 公司投资性现金流有所好转, 当年投资性现金净额为 1.15 亿元。

货币资金方面, 截至 2017 年末, 公司的货币资金余额为 92.75 亿元, 同比下降 7.61%。同期末, 公司货币资金/短期债务由 2016 年的 2.27 倍下降至 1.94 倍, 尽管公司货币资金对短期债务的覆盖程度有所下降, 但仍可对其短期债务形成较好覆盖。

表 7: 2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.3
货币资金 (亿元)	54.58	100.38	92.75	82.42
经营活动现金流净额 (亿元)	-13.50	56.55	6.17	-11.56
经营净现金流/短期债务 (X)	-0.32	1.28	0.13	-0.82
货币资金/短期债务 (X)	1.29	2.27	1.94	1.46

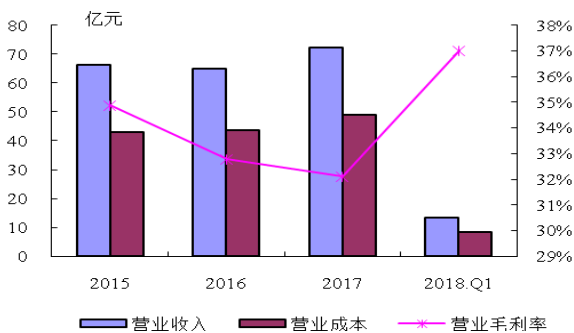
资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产以流动资产为主, 周转效率尚可, 且公司货币资金充足, 对短期债务能够形成较好的覆盖。

盈利能力

2017 年公司房地产销售、工程项目、房地产租赁以及物业管理服务收入均实现增长，其中房地产销售实现收入 52.47 亿元，同比增长 5.36%。公司全年实现营业收入 72.34 亿元，同比增长 11.46%。此外，2017 年末公司预收账款金额为 83.12 亿元，较大规模的预收账款为其未来经营业绩的增长提供了较强的保障。

图 4：2015~2018.Q1 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2017 年公司营业毛利率为 32.10%，较上年下降 0.67 个百分点，主要系毛利率较低的建筑施工业务收入增长所致。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 13.18 亿元，营业毛利率为 37.00%。

期间费用方面，2017 年公司期间费用有所上升。其中，销售费用 2.19 亿元，同比增长 5.80%，主要系项目代理佣金费增加所致。此外，由于人员薪酬类费用和研发费用增加，2017 年公司管理费用 3.17 亿元，同比增长 27.22%。财务费用方面，受 2017 年综合融资成本上升以及利息收入下降的影响，公司财务费用 2.31 亿元，同比增长 21.08%。综上，2017 年公司期间费用合计 7.67 亿元，占营业收入的比重为 10.61%，公司期间费用控制能力有所下降。2018 年 1~3 月，公司期间费用为 1.64 亿元，三费收入占比为 12.47%。

表 8：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2015	2016	2016	2018.Q1
销售费用	1.64	2.07	2.19	0.28
管理费用	2.75	2.49	3.17	0.94
财务费用	2.83	1.90	2.31	0.42
三费合计	7.22	6.47	7.67	1.64
营业总收入	66.19	64.90	72.34	13.18
三费收入占比	10.91	9.97	10.61	12.47

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，2017 年公司利润总额为 12.01 亿元，同比上升 33.40%，主要系公司 2017 年投资收益大幅增长所致。具体来看，2017 年公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，其中经营性业务利润 9.36 亿元，同比增长 17.19%；投资收益 3.66 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益¹，以及取得控制权后，原持有股权按照公允价值重新计量产生的利得²。综上，2017 年公司取得净利润 9.15 亿元，同比增长 22.69%，所有者权益收益率为 7.94%，同比增长 0.63 个百分点。

总体来看，2017 年公司毛利率略有下滑，期间费用管控能力有所下降，但公司各业务板块收入均实现增长，且投资收益为公司利润起到较好补充，2017 年公司净利润规模保持增长，盈利能力有所增强。

偿债能力

债务规模方面，随着房地产业务的发展，公司外部融资规模持续增长。截至 2017 年末，公司总债务规模为 150.65 亿元，其中短期债务 47.81 亿元，长期债务 102.84 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司总债务规模上升至 159.46 亿元，较 2017 年末增长 5.85%，其中短期债务和长期债务分别为 56.44 亿元和 103.01 亿元。

从主要偿债指标来看，受益于利润总额的增长，2017 年公司 EBITDA 为 18.03 亿元，同比增长 33.41%。尽管债务规模有所上升，但当年公司主要

¹ 主要为公司合营企业泉州市上实投资发展有限公司宣告发放现金股利或利润 1.67 亿元。

² 公司 2017 年度收购泉州市上实投资发展有限公司 2% 的股权，持股比例达 51% 对其形成控制。

偿债能力指标有所增强，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.36 倍和 2.83 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖较上年有所增强。此外，2017 年公司经营性净现金流/总债务为 0.04 倍，经营性净现金流利息倍数为 0.97 倍，经营性净现金流对公司债务本息偿还形成的保障不足。

表 9：2015~2018.3 公司部分偿债能力指标

财务指标	2015	2016	2017	2018.3
短期债务（亿元）	42.15	44.27	47.81	56.44
长期债务（亿元）	88.22	94.67	102.84	103.01
总债务（亿元）	130.37	138.94	150.65	159.46
经营净现金流利息倍数（X）	-2.21	9.06	0.97	-
经营净现金流/总债务（X）	-0.10	0.41	0.04	-0.29
EBITDA（亿元）	14.43	13.49	18.03	-
总债务/EBITDA（X）	9.03	10.30	8.36	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.36	2.16	2.83	-

注：1、2016 年财务数据为公司 2017 年审计报告重述数；

2、2018 年一季度经营净现金流/总债务指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行及金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年末，公司已获得银行授信总额度 158.10 亿元，其中未使用授信额度为 46.80 亿元，备用流动性尚可。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额 2.47 亿元，占同期末净资产的比重为 2.14%，被担保方为联营公司上海实业养老投资有限公司（以下简称“上实养老投资”）的子公司上海实业养老发展有限公司，此项担保由上实养老投资提供了反担保。

资产抵质押方面，截至 2017 年末，公司所有权或使用权受限资产账面价值为 47.89 亿元，占当期末总资产的比例为 12.28%。受限资产包括投资性房地产 26.09 亿元、长期股权投资 15.80 亿元和其他应收款 6.00 亿元，主要系公司对外融资提供抵押担保所形成。

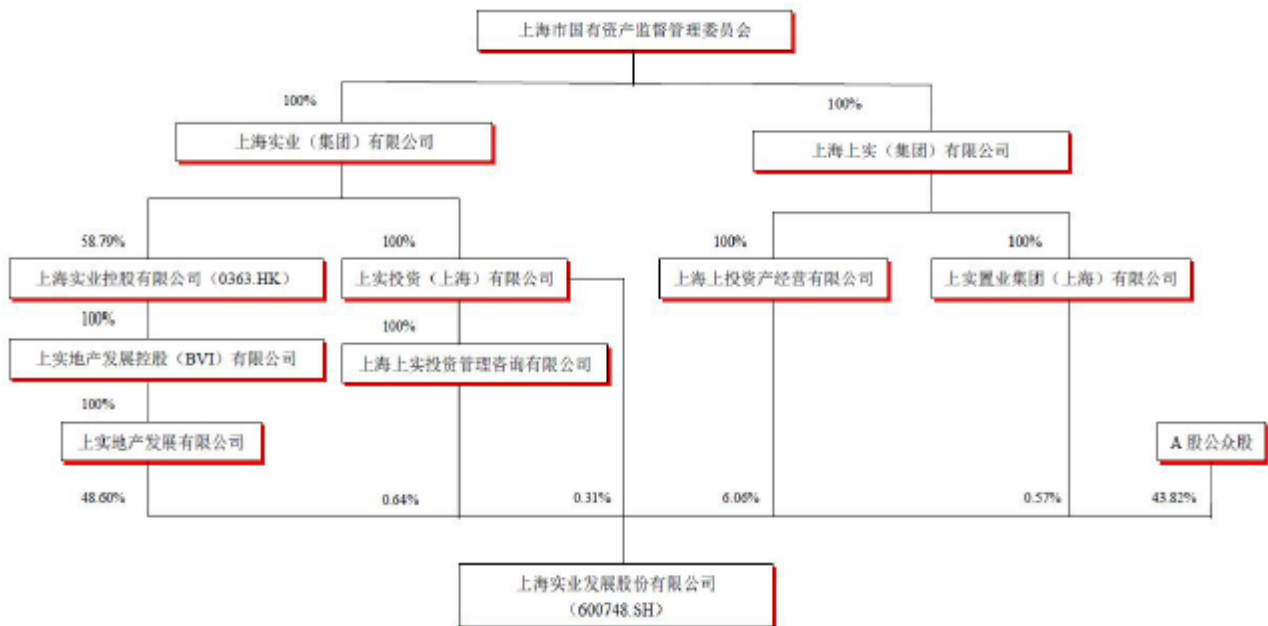
总体来看，公司房地产等各项业务稳步发展，收入规模有所上升，财务杠杆水平保持在较低水平，货币资金充裕，盈利能力有所增强，加之公司业务发展战略较为稳健，其仍具有很强的偿债能

力。

结 论

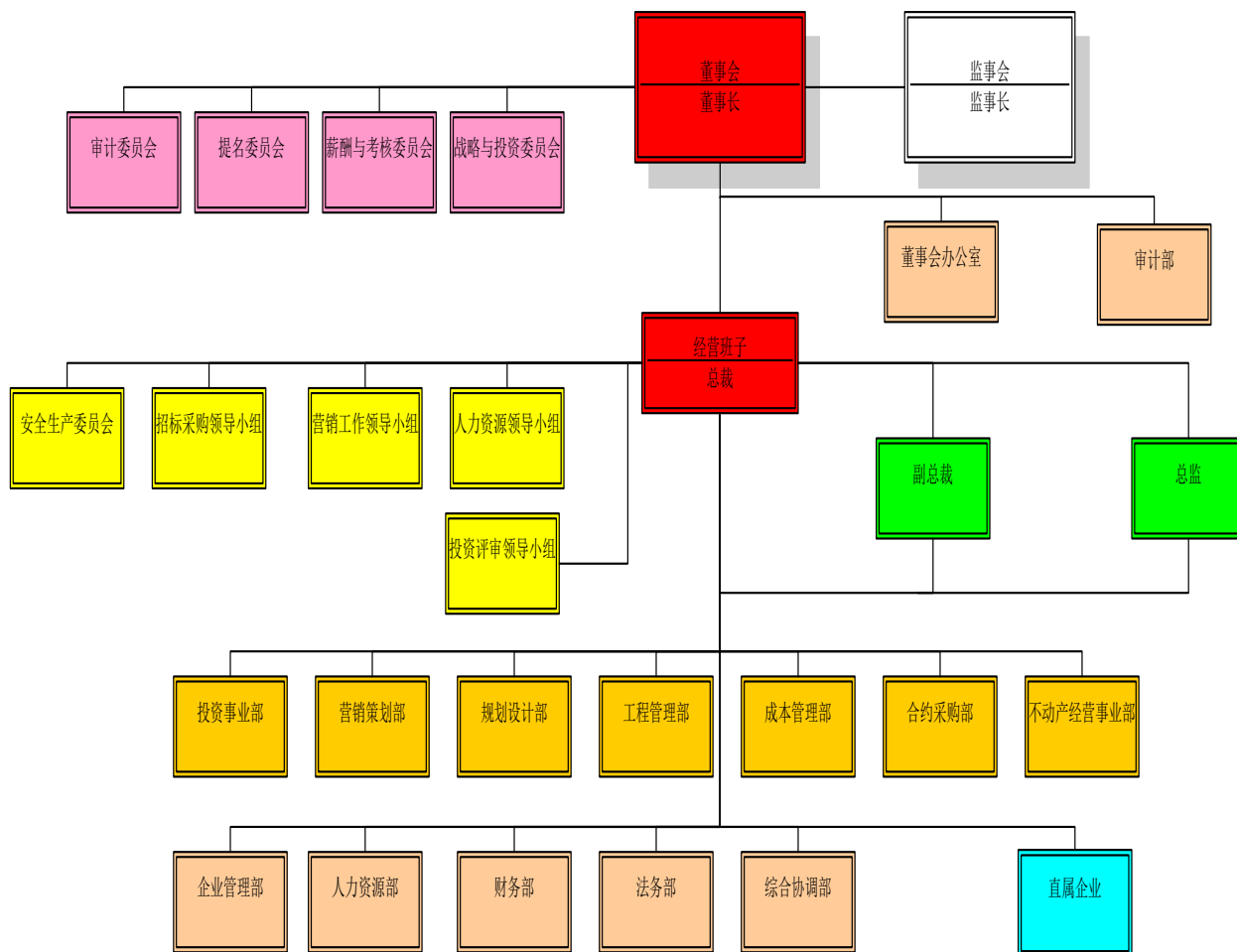
综上，中诚信证评维持上海实业发展股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级 **AA⁺**，维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：上海实业发展股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：上海实业发展股份有限公司组织架构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：上海实业发展股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	545,840.60	1,003,819.85	927,469.69	824,170.20
应收账款净额	379.47	20,961.89	143,898.90	161,144.86
存货净额	1,574,956.24	1,671,717.23	1,987,576.98	1,988,368.82
流动资产	2,467,496.73	3,070,354.29	3,384,785.82	3,440,388.45
长期投资	84,484.31	90,709.04	70,899.17	71,198.44
固定资产合计	167,094.71	300,167.21	416,420.38	414,619.94
总资产	2,727,518.41	3,495,367.21	3,905,026.54	3,958,675.56
短期债务	421,500.00	442,682.94	478,080.55	564,434.53
长期债务	882,192.79	946,712.59	1,028,378.32	1,030,142.38
总债务（短期债务+长期债务）	1,303,692.79	1,389,395.53	1,506,458.87	1,594,576.91
总负债	2,176,262.65	2,474,291.35	2,751,736.26	2,795,350.67
所有者权益（含少数股东权益）	551,255.77	1,021,075.86	1,153,290.28	1,163,324.89
营业总收入	661,917.51	649,021.41	723,391.69	131,785.45
三费前利润	146,568.82	144,566.65	170,302.69	37,332.96
投资收益	16,306.59	-2,811.52	36,620.39	-349.04
净利润	60,457.27	74,602.03	91,526.53	16,522.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	144,330.86	134,926.52	180,256.17	-
经营活动产生现金净流量	-135,012.84	565,483.22	61,749.96	-115,633.32
投资活动产生现金净流量	-47,487.34	-274,111.00	11,456.30	-96,069.45
筹资活动产生现金净流量	163,065.28	169,730.52	-183,579.95	94,809.98
现金及现金等价物净增加额	-19,381.80	461,535.41	-111,312.00	-116,892.78
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	34.87	32.77	32.10	37.00
所有者权益收益率（%）	10.97	7.31	7.94	5.68
EBITDA/营业总收入（%）	21.80	20.79	24.92	-
速动比率（X）	0.71	0.93	0.82	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	0.41	0.04	-0.29
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.32	1.28	0.11	-0.82
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.21	9.06	0.97	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.36	2.16	2.83	-
总债务/EBITDA（X）	9.03	10.30	8.36	-
资产负债率（%）	79.79	70.79	70.47	70.61
总资本化比率（%）	70.28	57.64	56.64	57.82
长期资本化比率（%）	61.54	48.11	47.14	46.96

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016 年财务数据为公司 2017 年审计报告重述数；

3、2018 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。