

2020 年第一期上海地产（集团）有限公司公司债券

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(2020)010880】

评级对象: 2020年第一期上海地产(集团)有限公司公司债券

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

计划发行: 20亿元

本期发行: 20亿元

存续期限: 3+2年

增级安排: 无

评级时间: 2020年6月10日

发行目的: 项目投资建设及补充营运资金
偿还方式: 按年单利计息, 每年付息一次, 最后一期利息随本金的兑付一起支付

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	99.90	111.83	61.53
刚性债务	297.38	405.59	462.87
所有者权益	671.88	776.05	817.15
经营性现金净流量	-15.87	-14.49	32.42
合并口径数据及指标:			
总资产	2783.19	2917.81	3020.54
总负债	1919.07	1908.88	1955.73
刚性债务	720.22	811.44	863.53
所有者权益	864.11	1008.93	1064.81
营业收入	398.37	481.14	312.96
净利润	80.88	83.54	80.58
经营性现金净流量	66.12	26.07	-78.32
EBITDA	138.21	154.16	154.13
资产负债率[%]	68.95	65.42	64.75
权益资本与刚性债务比率[%]	119.98	124.34	123.31
流动比率[%]	206.97	230.97	243.52
现金比率[%]	51.91	60.92	52.53
利息保障倍数[倍]	3.18	3.48	3.41
净资产收益率[%]	9.89	8.92	7.77
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	3.25	1.36	-4.05
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-0.43	-1.52	-7.84
EBITDA/利息支出[倍]	3.64	3.88	3.83
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.20	0.18

注: 根据上海地产集团经审计的2017~2019年财务数据整理、计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

汪 秧 wangyang@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:

- **业务区域优势。**上海地产集团主要在上海市开展业务。上海市经济发展较快并正加快建设国际金融中心和国际航运中心, 可为公司主业发展创造良好的外部环境。
- **股东背景好且支持力度大。**上海地产集团是上海市国资委下属的大型功能性企业集团, 且承接了较大规模的城市更新改造业务。近年来公司在业务拓展和股东注资等方面获得政府大力支持。
- **融资渠道畅通。**上海地产集团与国内主要商业银行建立良好的合作关系, 且旗下中华企业为A股上市公司, 外部融资渠道通畅。

主要风险:

- **房地产市场环境与政策风险。**房地产行业周期性波动明显, 受经济增长情况和国家宏观调控影响大。上海地产集团的市场化房地产开发业务经营状况易受相关因素影响。
- **业务整合影响。**近年来上海地产集团对房地产业务板块进行了业务整合, 相关子公司资产重组事项已完成。由于下属子公司数量众多, 且部分子公司成立时间早于母公司, 公司仍存在一定的整合压力。
- **所持股票价格波动风险。**上海地产集团所持绿地集团股票采用公允价值计量, 该部分资产容易受股价波动影响。

➤ 未来展望

通过对上海地产集团及其发行的本期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；认为本期债券还本付息安全性极高，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年第一期上海地产（集团）有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

为整合上海市国有房地产企业，经上海市人民政府以沪府【2002】103 号文批准，上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）、上海国有资产经营有限公司和上海大盛资产有限公司于 2002 年 11 月共同出资设立上海地产集团。该公司注册资本为 42 亿元，其中，上海市国资委以其授权经营的上海中星（集团）有限公司（以下简称“中星集团”）等国有企业的股权出资 37 亿元，持股 88.10%，上海国有资产经营有限公司以货币和股权投资方式出资 4 亿元，持股 9.52%，上海大盛资产有限公司以货币出资 1 亿元，持股 2.38%。2009 年 11 月，上海国资委下发《关于上海地产（集团）有限公司 9.5% 股权无偿转的通知》，将上海国有资产经营有限公司和上海大盛资产有限公司所持公司全部股权无偿划转给上海国资委，划转后，上海国资委持有公司全部股权。2019 年 9 月，上海市国资委下发《关于同意上海地产集团以资本公积转增注册资本的批复》，同意上海地产通过资本公积转增资本的方式，将注册资本从人民币 42 亿元增加到人民币 300 亿元。截至 2019 年末，公司实收资本为 300 亿元，均已实缴到位；实际控制人为上海市国资委。

该公司经营范围包括：土地储备前期开发，滩涂造地建设管理，市政基础设施建设投资，旧区改造，廉租房、经济适用房、配套商品房投资建设，房地产开发、经营，实业投资，物业管理。公司是上海市土地前期整理、旧区改造、保障性住房开发等任务的主要承担者之一，是上海市大型房地产开发企业之一，目前拥有上市公司中华企业股份有限公司（以下简称“中华企业”，股票代码：600675）的控股权。

2. 债项概况

（1）债券条款

本期债券经该公司于 2019 年 5 月 14 日召开的上海地产集团党委会议专题讨论并原则同意，形成《上海地产集团党委会议纪要 2019-9》；经上海市国有资产监督管理委员会于 2019 年 6 月 26 日出具的《关于同意上海地产（集团）有限公司发行企业债券的批复》（沪国资委评价[2019]130 号）审批同意，并获得国家发改委“发改企业债券[2020]116 号”注册通知书。本期债券总发行规

模为 20 亿人民币，本期发行 20 亿元，期限为（3+2）年。在本期债券存续的第 3 个计息年度末，发行人可选择调整票面利率，调整后的票面利率在后 2 个计息年度固定不变。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2020 年第一期上海地产（集团）有限公司公司债券
总发行规模:	20 亿元人民币
本期发行规模:	20 亿元人民币
本期债券期限:	3+2 年
债券利率:	前 3 年固定利率。第 3 个计息年度末发行人可选择调整票面利率，调整后的票面利率在后 2 个计息年度固定不变
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期利息随本金一起支付
增级安排:	无

资料来源：上海地产集团

截至 2019 年末，该公司尚在存续期债券情况如图表 2 所示。此外，公司于 2020 年 4 月 9 日发行了本金为 10 亿元的“20 沪地产（疫情防控债）PPN001”，利率为 3.2%。

图表 2. 截至 2019 年末公司待偿还债券情况（单位：年、亿元、%）

债券简称	发行日	期限	期末余额	利率	项目类型
18 沪地产 PPN001	2018/01/24	3+2	30.00	4.75%	定向债务融资工具
18 沪地产 PPN002	2018/03/27	3+2	20.00	5.50%	定向债务融资工具
18 沪地产 PPN003	2018/05/17	3+2	20.00	5.10%	定向债务融资工具
18 沪地产 PPN004	2018/09/06	3+2	10.00	4.80%	定向债务融资工具
19 沪地产 PPN001	2019/11/19	3+2	10.00	3.88%	定向债务融资工具
上海地产（集团）有限公司 2018 年度第一期债权融资计划	2018/10/08	3	16.20	-	债权融资计划
上海地产（集团）有限公司 2019 年度第一期债权融资计划	2019/06/10	3	3.00	-	债权融资计划
沪地产 1A	2019/01/24	24.52	17.10	4.48%	资产支持专项计划
沪地产 1C	2019/01/24	24.77	0.90	-	资产支持专项计划
16 中星 01	2016/3/15	3+2	34.89	4.10%	公司债
19 中华企业 MTN001	2019/11/22	3	9.93	3.91%	中期票据
19 中企 01	2019/06/05	3+2	31.43	4.35%	私募债
19 中企 02	2019/11/14	3+2	15.15	4.17%	私募债
15 申江两岸 MTN001	2015/08/21	5	10.00	4.74%	中期票据
17 沪世博 MTN001	2017/08/21	5	5.00	4.75%	中期票据
合计	--	--	233.60	--	--

资料来源：上海地产集团 2019 年审计报告

（2）募集资金用途

该公司拟使用本期募集资金中的 14 亿元于租赁住房项目的投资建设，6 亿元于补充流动资金。

A. 项目投资建设

该公司拟使用本期募集资金中 14 亿元于浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块租赁住房项目，以及长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06

地块租赁住房项目的投资建设。

图表 3. 截至 2019 年末公司待偿还债券情况（单位：亿元）

项目类别	项目名称	投资总额	募集资金使用金额
租赁住房项目	浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块租赁住房项目	24.80	4.00
租赁住房项目	长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块租赁住房项目	22.99	10.00

资料来源：上海地产集团

a) 浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块租赁住房项目

浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块租赁住房项目东至连波路、西至前程路、南至沪南路、北至龙汇路，总建筑面积约为 21.22 万平方米，其中地上建筑面积为 16.42 万平方米、地下建筑面积为 4.80 万平方米。主要建设内容包括新建 11 栋 16 层住宅楼和 1 栋 2 层配套用房，内含 1660 套租赁住房、公共配套服务设施、地下停车库等。该项目于 2019 年 9 月开工建设，计划投资总额 24.80 亿元，建设期约 5 年，租赁运营期 65 年，由全资子公司上海地产租赁住房建设发展有限公司（简称“租赁房建”）实施。项目建成后获得的收益主要是租赁住房、配套商业和车位的租金收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。截至 2019 年末，该项目投资完成进度 37.64%。

图表 4. 项目批文情况

核准部门	核准内容	核准文号/证照号	核准时间
上海市发展和改革委员会	关于浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块租赁住房项目核准的批复	沪发改城〔2018〕44 号	2018 年 8 月
建设项目环境影响登记表备案系统	建设项目环境影响登记表	201931011500007216	2019 年 10 月
上海市自然资源确权登记局	土地证（土地用途：租赁住房）	沪（2019）浦字不动产权第 117794 号	2019 年 10 月
上海市浦东新区规划和自然资源局	建设工程规划许可证	建字第沪浦规建陆（2019）FA31036220195081 号	2019 年 9 月
上海市规划和土地资源管理局	建设用地规划许可证	地字第沪规地（2018）EA31000020185764 号	2018 年 5 月

资料来源：上海地产集团

b) 长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块租赁住房项目

长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块租赁住房项目东至 E1-13 地块、西至伊犁南路、南至古羊路、北至 E1-02、05、12 地块。总建筑面积约为 13.79 万平方米，其中地上建筑面积为 8.92 万平方米、地下建筑面积为 4.87 万平方米。主要建设内容包括新建 6 栋住宅楼和 1 栋 2 层配套用房，内含 1232 套租赁住房、公共配套服务设施、地下停车库等。该项目于 2019 年 12 月开工建设，总投资为 22.99 亿元，建设期为 5 年，租赁运营期 65 年，由全资子公司上海尚灏实业有限公司（简称“尚灏实业”）实施。项目建成后获得的收益主要是租赁住房、配套商业和车位的租金收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。截至 2019 年末，投资完成进度 51.13%。

图表 5. 项目批文情况

核准部门	核准内容	核准文号/证照号	核准时间
上海市发展和改革委员会	关于长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块租赁住房项目核准的批复	沪发改城〔2018〕43 号	2018 年 8 月
建设项目环境影响登记表备案系统	建设项目环境影响登记表	201931010500001035	2019 年 12 月
上海市自然资源确权登记局	土地证（土地用途：租赁住房）	沪（2019）长字不动产权第 014610 号	2019 年 12 月
上海市长宁区规划和自然资源局	建设工程规划许可证	沪 长 建 （ 2019 ） FA310105201908151 号	2019 年 12 月
上海市规划和土地资源管理局	建设用地规划许可证	沪 规 地 （ 2018 ） EA31000020185926 号	2018 年 7 月

资料来源：上海地产集团

B. 补充营运资金

随着重大保障性住房开发项目的不断推进，公司对营运资金的需求随之扩大。因此，拟将本期债券发行规模中 6 亿元用于补充公司保障房运营、租赁住房运营和大众养老运营等流动资金，满足公司在实际营运过程中对流动资金的需求，确保经营活动的顺利进行。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下

滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

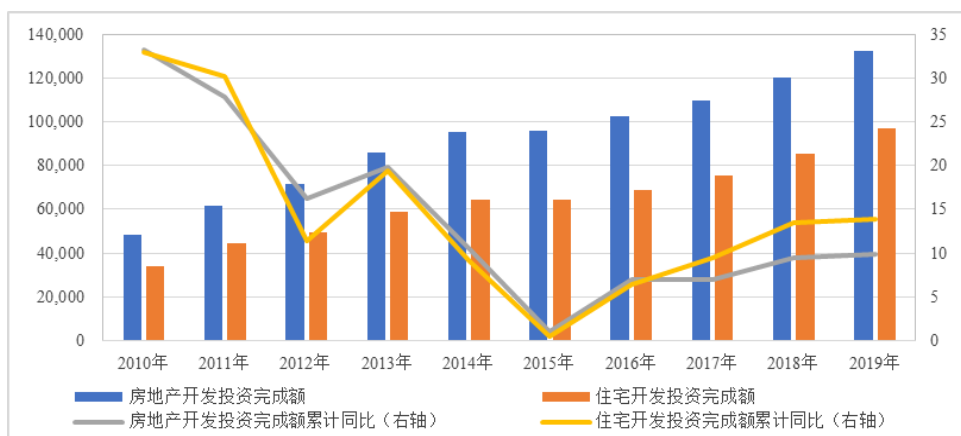
A. 房地产开发

2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中，东部地区¹增长 7.7%，中部地区²增长 9.6%，西部地区³增长 16.1%，东北地区⁴增长 8.2%。

图表 6. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销

¹ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）。

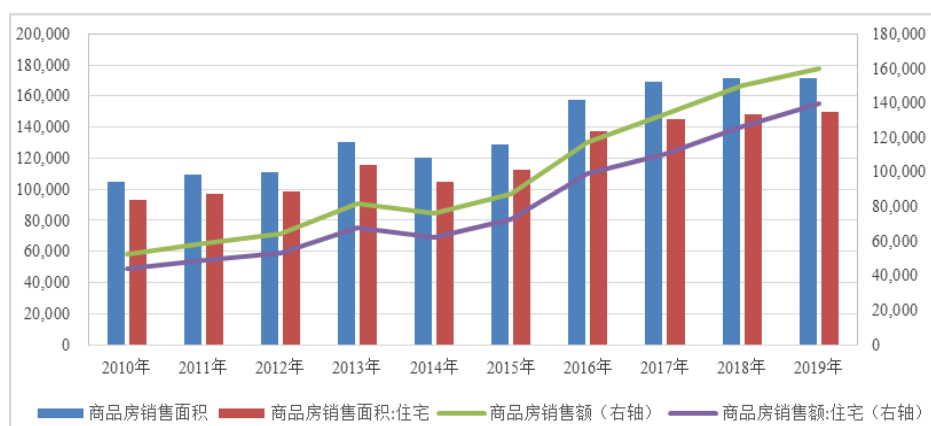
² 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份。

³ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）。

⁴ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城⁵住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

图表 7. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市等级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万

⁵ 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 8. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积（亿平方米）	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率	28.95%		13.14%		13.02%	
住宅用地成交溢价率	33.92%		14.74%		14.42%	

资料来源：CREIS 中指数据

政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

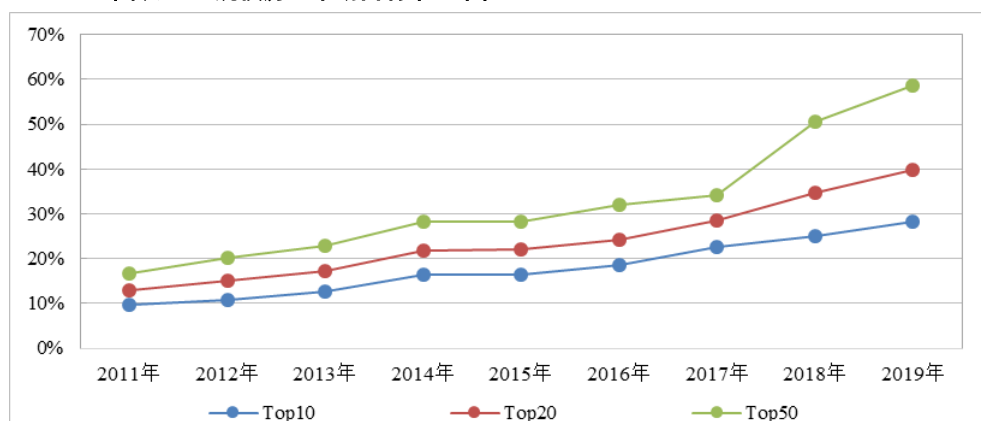
2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 9. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：WIND

风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线

城市，或将面临更大的压力。

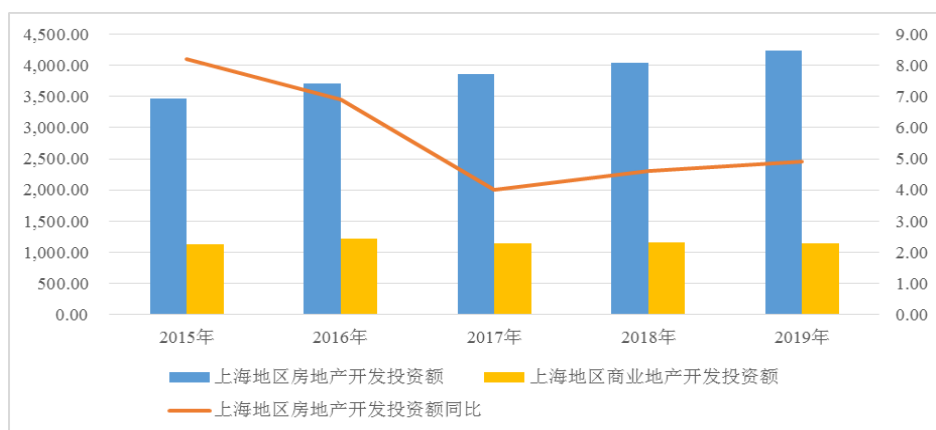
短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现在为阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

(3) 区域市场因素

2019 年上海市房地产调控政策仍以维稳为主，住宅交易市场热度有所回升。

2019 年上海市完成房地产开发投资 4,231.38 亿元，比上年增长 4.91%，其中住宅投资 2,318.13 亿元，增长 4.14%；商业地产完成投资额 1,146.59 亿元，同比下降 0.65%。商品住宅新增供应量约 765.3 万平方米，同比下跌 8.00%，其中公寓市场供应量约 688.2 万平方米，同比下降 10.00%。

图表 10. 上海地区近年来房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

从成交情况来看，2019 年上海市商品住宅成交面积为 753.70 万平方米，同比增加 17.00%，成交金额为 4,146.99 亿元，同比上涨 20.00%，住宅交易市场热度有所回升。写字楼市场需求走弱，2017 年以来优质写字楼空置率明显上升，到 2019 年末空置率为 19.40%，平均租金整体下行，2019 年第三季度一度跌至 9.79 元/平方米/天，第四季度租金短期内反弹至 10.63 元/平方米/天。总体来看，2019 年上海商业地产市场存量去化压力持续增加，供大于求的趋势仍然明显，商业地产景气度继续向下。

2019 年的上海楼市在中央“稳地价、稳房价、稳预期”调控主基调下没有出台重磅调控政策，而是以微调为主、松紧并存、稳定市场为走向。预计 2020 年维稳仍是市场调控的主要方向。

2. 业务运营

该公司定位为市政府功能性国有企业集团，主要从事城市更新改造、建设

保障性住房及进行区域性功能开发；同时以经济效益最大化为目标，进行商品住宅及商业物业销售和建筑材料销售等市场化业务。其中政府功能类业务中的城市更新改造业务不体现为营业收入，公司主要营业收入来自政府功能类业务的保障房销售、区域功能性开发及市场竞争类业务。由于住宅物业的销售结转规模以及区域功能性开发业务的推进存在一定周期性，近年来公司营业收入波动较大。但其综合毛利率持续改善，整体经营状况稳定。

该公司定位为市政府功能性国有企业集团，主要业务可分为两类：政府功能类 and 市场竞争类。政府功能性业务主要服务上海市委、市政府，承担保障性住房建设任务及进行区域性功能开发。市场竞争类主要以经济效益最大化为目标，主要包括商品住宅及商业物业销售、建筑材料业务等。

图表 11. 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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
城市更新改造/房地产等	华东/上海	横向规模化	规模、项目区位、项目储备

资料来源：上海地产集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

2017~2019 年，该公司分别实现营业收入 395.41 亿元、478.12 亿元和 306.61 亿元，其中市场竞争类业务占比较高。由于住宅物业的销售结转规模，以及区域功能性开发业务的推进均存在一定周期性，近年来公司营业收入波动较大。而综合毛利率的逐年上升主要是得益于区域功能性开发与住宅及商业物业销售两项业务的支撑。

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计		395.41	478.12	306.61
其中：A.核心业务营业收入		263.10	364.01	190.13
在营业收入中所占比重		66.54%	76.13%	62.01%
其中：1.政府功能类	(1) 保障房销售收入	65.37	28.99	23.08
	(2) 区域功能性开发收入	57.76	106.11	44.40
2.市场竞争类	(3) 商品住宅及商业物业销售收入	139.97	228.91	121.69
其中：B.非核心业务营业收入		132.31	114.11	116.48
在营业收入中所占比重		33.46%	23.87%	37.99%
其中：1.市场竞争类	(1) 物业出租及场地出租收入	20.17	21.39	22.65
	(3) 建筑材料销售收入	56.59	58.83	61.41
综合毛利率		30.88%	41.92%	43.44%
其中：保障房		12.22%	12.22%	9.95%
区域功能性开发		67.83%	67.81%	72.26%
商品住宅及商业物业销售		28.87%	44.28%	56.67%

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
物业出租及场地出租	32.16%	41.20%	39.28%
建筑材料销售	11.16%	13.05%	16.43%

资料来源：上海地产集团

2020 年初新冠肺炎疫情爆发后，该公司第一时间成立集团疫情防控领导小组，配合政府相关部门和相关单位制定重点区域的疫情防控方案，并对工程项目现场实施严格管控。在疫情防控到位的前提下，各项目工地自 2 月 24 日开始陆续正式复工建设。

A. 政府功能类

a) 保障房

与普通商品住宅项目相比，保障性住宅项目毛利率较低，但去化压力小。该公司保障房开发业务主要由上海地产住房保障有限公司（简称“住房保障”）、申江两岸、上海地产闵虹（集团）有限公司（简称“闵虹集团”）、上海馨安置业有限公司（简称“馨安置业”）、上海明馨置业有限公司（简称“明馨置业”）、上海三林滨江生态建设有限公司（简称“三林滨江”）等子公司负责经营。目前公司保障房项目主要采用以下经营模式：公司通过竞标获得上海市保障性住房地块的开发经营权，其中经济适用房、动迁安置房按照成本加收益的定价方式定向销售给符合政府认定资格标准的家庭及个人，公租房建成后由公司自持并用于出租。

图表 13. 公司保障房开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
新开工面积	23.00	145.92	40.42
竣工面积	43.21	18.33	33.39
签约销售面积	66.24	36.72	35.81
签约销售金额	57.03	44.13	50.88

资料来源：上海地产集团

2018 年由于曹路基地及长租公寓等项目的开工，该公司保障性住房板块新开工面积大幅增长。截至 2019 年末，公司重点在建保障性住房项目规划投资额 484.29 亿元，累计完成投资额 237.63 亿元。

图表 14. 2019 年末公司重点在建保障房项目情况（单位：亿元、万平方米）

负责项目公司名称	项目名称	计划总投资	已投资
上海地产中星曹路基地开发有限公司	曹路南块	300.00	136.80
上海地产中星曹路基地开发有限公司	曹路北块	92.00	69.40
上海九韵置业有限公司	华漕 206C	12.16	5.97
三林滨江	三林滨江项目	70.00	15.33
申江两岸	耀华地区 16-1 地块公共租赁住房项目	10.13	10.13
合计	-	484.29	237.63

资料来源：上海地产集团

2017 年，该公司首批选取 17 幅位于上海市内世博、张江、古北、大陆家嘴等中心城区及周边配套完备的土地，建设租赁住房约 2 万套，计划 2020 年

前后逐步交付。截至 2019 年末，公司已完成 11 幅土地受让，地上建筑面积合计 82.53 万平方米，共 10,864 套。具体开发计划尚在讨论中。

图表 15. 截至 2019 年末公司拟建长租公寓项目情况（单位：万平方米）

获取时间	地块名称	总建筑面积	套数
2017 年 9 月	长宁区北社区 W040502 单元 E1-10 地块	3.13	374
2017 年 9 月	浦东新区南码头街道滨江单元 06-05 地块	5.00	723
2017 年 9 月	浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块	14.95	1,672
2017 年 9 月	徐汇区漕河泾社区 195a-08 地块	1.56	238
2017 年 10 月	虹桥商务区 G1MH-0001 单元 III-T01-A02-02 地块	2.21	318
2017 年 10 月	浦东新区上钢社区 Z000101 单元 11-3 地块	12.63	1,856
2017 年 10 月	浦东新区上钢社区 Z000101 单元 10-2 地块	8.97	1,278
2017 年 10 月	长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块	8.73	1,302
2017 年 10 月	浦东新区南码头社区 Z000301 单元 15 街坊 15-01 地块	16.31	1,895
2017 年 12 月	黄浦区南浦社区 S010601 单元 F01-01 地块	5.73	750
2018 年 9 月	嘉定区嘉定工业区南门社区 53-01 地块	3.31	750
合计	-	82.53	10,864

资料来源：上海地产集团

b) 区域功能性开发

作为上海市国资委下属的政府功能性企业集团，该公司按照上海市委、市政府要求，承接了较大规模的城市更新改造任务。目前承接的项目主要包括虹桥商务区北片区城中村改造项目、三林楔形绿地项目、各区旧区改造等，建设内容涵盖居民动拆迁、生态绿地建设、回搬房建设、市政配套建设等。公司承接的城市更新改造项目中，形成营业收入的部分以配套商业开发为主（即区域功能性开发业务），其它纯公益部分则不产生营业收入⁶。

截至 2019 年末，该公司资产总额为 3020.54 亿元，包括纯公益性资产 135.19 亿元，主要为虹桥综合交通枢纽交通中心工程、迎宾三路项目、管沟工程等项目，对应的长期应付款余额为 140.40 亿元。

B. 市场竞争类

a) 商品住宅及商业物业销售

2018 年，该公司完成房地产业务板块整合，控股子公司中华企业股份有限公司（简称“中华企业”）合并上海中星（集团）有限公司（简称“中星集团”），并完成向华润置地和平安不动产非公开发行股份募集资金。重组完成后，中华企业和中华集团的同业竞争问题得到解决，同时战略投资者的引入增强了中华企业的资本实力，中华企业成为公司旗下核心市场化房地产综合开发平台。中

⁶ 如城市更新改造业务中包含的土地前期开发等业务，相关土地使用权及项目资产记入“存货”、“在建工程”或“其他非流动资产”等资产科目，政府支付的土地补偿款、土地储备动拆迁款、配套设施建设成本等款项记“长期应付款”。待项目完成后，资产部分根据规划转入“固定资产”或与相应负债进行核销。已经进入运营期的项目产生的管理成本在资产归属认定前暂记“长期应收款”，产生的管理收入暂记“预收账款”。

华企业以中端住宅项目为主，高端住宅、别墅、商业等项目类型也有所涉及。

由于多个项目进入预售阶段，2018 年中华企业回笼了大量售房款，并加大了新项目的开发力度。当年中华企业新开工面积 39.86 万平方米，较上年上升 197.68%。由于达到预售条件或具备结算条件的项目相对较少，2019 年中华企业签约销售金额及结算金额较上年均有明显减少，但仍保持了一定的新项目开发力度。当年新开工项目两个，为黄浦江沿岸 E8E10 单元 E23-3 地块公寓项目和 E06-2 地块商业办公项目，总建筑面积为 17.41 万平方米，计划总投资 52.06 亿元。

图表 16. 中华企业开发经营情况（单位：万平方米、亿元）

指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
新开工面积	13.39	39.86	17.41
竣工面积	32.66	36.57	-
期末在建面积	95.46	102.88	84.59
签约销售面积	29.02	39.98	22.15
签约销售金额	101.15	138.41	95.00
结算面积	24.60	42.07	-
结算金额	101.18	179.72	119.71

注：根据中华企业公开资料汇总、计算

中华企业业务集中在长三角地区，2019 年在售项目以上海和江苏地区为主。2019 年两地签约销售面积占比分别为 30.21% 和 52.56%；签约销售金额占比分别为 67.37% 和 22.11%；结算收入占比分别为 78.30% 和 8.34%。未来中华企业将继续深耕长江三角洲地区，其他区域的项目将基于现有存量开发，原则上不再新增。

图表 17. 2019 年中华企业主要商品房项目销售情况（单位：平方米）

编号	项目名称	地区	经营业态	可供出售面积	已预售面积
1	美兰湖铂珏公馆	上海	住宅	2,914.90	887.37
2	美兰湖铂珏公馆	上海	商业	1,278.34	-
3	印象春城	上海	商住	11,509.90	11,369.90
4	松江誉品谷水湾	上海	商业	838.24	838.24
5	中企滨江悦府（7-2 项目）	上海	住宅	20,256.80	11,027.71
6	中企滨江金融中心（4-4 项目）	上海	商业	37,325.86	37,325.86
7	陆家嘴一号院	上海	公寓	4,467.60	2,333.39
8	公园道壹号	上海	住宅	21,948.10	20,594.97
9	香堤艺墅	上海	住宅	3,836.63	3,038.74
10	古北萃庭	上海	住宅	1,993.18	382.01
11	尚汇豪庭	上海	住宅	39,115.59	2,575.43
12	雪野家园	上海	住宅	6,751.33	0.00
13	古北香堤岭	上海	住宅	651.32	284.93
14	中星红庐	上海	别墅	1,136.48	1,136.48
15	海上御景苑	上海	住宅	670.10	670.10
16	燕尾山庄	无锡	别墅	9,151.00	0.00
17	无锡中城誉品	无锡	住宅	3,018.30	2,902.49
18	江阴中企上城	江阴	住宅	20,038.58	20,032.05
19	江阴中企上城	江阴	商业	6,228.46	0.00
20	江阴尚海荟	江阴	商业	5,823.00	0.00
21	苏州太湖源一期	苏州	住宅	39,720.49	0.00
22	苏州太湖源二期公寓	苏州	酒店	5,920.64	0.00

编号	项目名称	地区	经营业态	可供出售面积	已预售面积
23	昆山清水湾	昆山	别墅	2,389.04	2,389.04
24	中星城际广场 D	昆山	住宅	27,591.19	24,901.07
25	中星城际 ABC	昆山	商铺	9,880.85	0.00
26	跑马山（中山府）	镇江	住宅	40,250.59	15,893.36
27	罗家头（南山墅）	镇江	住宅	69,131.18	23,457.37
28	杭州垦山府	杭州	住宅	487.95	487.95
29	合肥中星城	合肥	写字楼	15,460.23	3,058.50
30	合肥中星城	合肥	商业	12,532.73	0.00
31	合肥中星城	合肥	酒店	9,811.89	0.00
32	吉林中环滨江世纪	吉林	住宅	57,020.20	30,694.92
33	吉林中环滨江世纪	吉林	商业	12,174.49	5,178.38
合计		-	-	501,325.18	221,460.26

资料来源：中华企业 2019 年年度报告

截至 2019 年末，中华企业共有 11 个在建项目，总投资额为 216.97 亿元；在建建筑面积为 84.59 万平方米，其中上海地区在建面积占比为 51.06%。中华企业在建项目充裕，后续业绩有保障。

图表 18. 2019 年中华企业房地产开发投资情况（单位：万平方米）

编号	项目名称	地区	经营业态	项目状态	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	总投资额	2019 年实际投资额
1	黄浦江沿岸 E8E10 单元 E23-3 地块项	上海市	公寓	新开工	5.41	5.41	0.00	19.25	0.36
2	黄浦江沿岸 E10 单元 E07-2 地块住宅商业项目	上海市	公寓	在建	3.30	3.30	0.00	15.35	2.15
3	黄浦江沿岸 E10 单元 E06-2 地块商业办公项目	上海市	商办	新开工	12.00	12.00	0.00	32.81	1.89
4	黄浦江沿岸 E8 单元 E17-4 地块商业办公项目	上海市	商办	在建	3.28	3.28	0.00	8.32	0.76
5	黄浦江沿岸 E8 单元 E15-3 地块项目	上海市	商办	在建	3.80	3.80	0.00	11.52	1.01
6	黄浦江沿岸 E10 单元 E08-1 地块商业办公项目	上海市	商办	竣工	2.50	0.00	2.50	6.64	0.95
7	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-4 项目	上海市	商业	竣工	8.10	0.00	8.10	13.52	2.09
8	黄浦江沿岸 E10 单元 E04-02 地块	上海市	公寓	竣工	8.40	0.00	8.40	24.5	
9	世博 E06-04A 地块（世博北楼项目）	上海市	商办	竣工	8.00	0.00	8.00	14.64	5.12
10	印象春城	上海市	商住	竣工	56.80	0.00	56.80	44	0.38
11	雪野家园	上海市	公寓	竣工	0.90	0.00	0.90	0.24	0.01
12	杨浦区平凉社区 02I5-03 地块商办楼项目	上海市	商办	在建	6.00	6.00	0.00	13.11	2.05
13	黄浦江沿岸 W7 单元 03I3-06	上海市	商业文化	竣工	1.10	0.00	1.10	2.45	0.39
14	尚汇豪庭	上海市	公寓	在建	38.10	9.40	28.70	77	5.31
15	南站地区 278a-06 地块商品房项目（徐汇公园道壹号南块）	上海市	公寓	竣工	19.30	0.00	19.30	42.7	1.55
16	古北香堤艺墅	上海市	别墅	竣工	15.20	0.00	15.20	19.87	1.74
17	古北萃庭	上海市	商住	竣工	16.90	0.00	16.90	13.2	1.17
18	江阴中企上城	江阴市	公寓、别墅	竣工	21.60	0.00	21.60	12.8	0.5
19	无锡燕尾山庄	无锡市	公寓	竣工	5.90	0.00	5.90	5.8	0
20	无锡誉品中城	无锡市	商住	竣工	38.60	0.00	38.60	35.9	3.59
21	跑马山项目	镇江市	商住	在建	10.58	10.58	0.00	8.5	1.07
22	罗家头项目	镇江市	住宅商	在建	10.22	10.22	0.00	6.55	1.79

编号	项目名称	地区	经营业态	项目状态	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	总投资额	2019 年实际投资额
23	苏州燕回平门里项目	苏州市	别墅	竣工	5.20	0.00	5.20	13.54	0.4
24	昆山中华园路商住楼	昆山市	公寓、商办	在建	12.30	12.30	0.00	9.49	1.84
25	杭州中企艮山府	杭州市	公寓	竣工	22.30	0.00	22.30	45.2	0.51
26	海耀商务中心	合肥市	商办	竣工	13.90	0.00	13.90	6.58	0.09
27	吉林中星总部基地项目	吉林市	别墅、洋房、高层	在建	23.20	8.30	14.90	15.07	1.87
	合计	-	-	-	395.22	102.88	288.30	518.55	36.50

资料来源：中星集团及中华企业公开资料

b) 物业出租及场地出租业务

该公司的各下属子公司在上海等地拥有不少分散的出租型物业，包括办公楼、购物中心及商铺、酒店及休闲、仓储等多种业态。2019 年，公司实现租赁和场地使用费业务收入 22.65 亿元，其中中华企业贡献的业务收入为 6.20 亿元。

截至 2019 年末，该公司持有型物业仍主要为古北国际财富中心二期。其商业楼部分出租面积约 6.03 万平方米，确认租金收入 0.81 亿元；办公楼部分出租面积约 6.87 万平方米，确认租金收入 1.70 亿元。

图表 19. 2017 年以来公司部分主要物业出租情况（单位：万平方米、亿元）

物业名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	可租面积	租金收入	可租面积	租金收入	可租面积	租金收入
古北国际财富中心二期	12.79	2.93	12.35	2.94	12.90	2.51
凉城购物中心	4.49	0.32	4.49	0.31	4.49	0.32
中星城	6.00	0.58	9.28	0.43	9.28	0.45
合计	23.28	3.83	26.12	3.68	26.67	3.28

资料来源：公开资料

c) 建材业务

2014 年 9 月，根据上海市国有资产管理委员会（简称“上海市国资委”）《关于同意上海建材（集团）有限公司 100% 股权无偿划转的批复》，上海国盛（集团）有限公司将其持有的上海建材（集团）有限公司（简称“上海建材集团”）100% 股权无偿划转至该公司，公司新增建筑材料销售业务。

上海建材集团主导产业包括以高端制造及深加工应用为主的先进制造业；以工业化预制建材及绿色建材为主的新材料业务；以既有建筑改造升级为主的节能环保业务；以建材集成供应及检测认证为主的生产性服务业务四大板块。旗下拥有耀皮玻璃（600819）一家上市公司，截至 2019 年末，上海建材集团直接持股比例为 30.83%。耀皮玻璃产品主要包括浮法玻璃、建筑加工玻璃、太阳能光伏玻璃、汽车玻璃、幕墙和水泥、岩棉、管材、沥青瓦、防水卷材、混凝土预制构件等材料，产品广泛应用于上海中心大厦、浦东国际机场、洋山深水港等一大批标志性建筑和重大工程项目。

截至 2019 年末，上海建材集团经审计的合并口径资产总额为 115.73 亿元，所有者权益为 60.89 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 31.33 亿元）；2019

年实现营业收入 71.96 亿元⁷，实现净利润 2.22 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.67 亿元）；当年经营活动产生的现金流量净额为 5.89 亿元。

d) 住房担保业务

该公司住房担保业务由控股的上海市住房置业担保有限公司（简称“担保公司”）负责运营，主要为个人住房公积金贷款提供担保，此外还有部分个人住房商业贷款担保以及企业融资担保业务。目前公司担保业务模式为提供公积金贷款服务并收取服务费，不收取担保费用。2017-2019 年，公司分别实现担保收入 1.91 亿元、1.33 亿元和 1.39 亿元。2019 年末，担保公司累计已代偿未回收金额为 10.29 亿元。

图表 20. 公司住房担保业务情况（单位：亿元）

住房担保业务	2017 年	2018 年	2019 年
个人公积金贷款担保余额	1,400.04	1,299.42	1,166.50
个人住房商业贷款担保余额	32.00	26.54	26.67
其他在保余额	1.62	0.06	21.71
合计	1433.66	1,326.02	1,214.88

资料来源：上海地产集团

C. 参股企业

该公司参股企业较多，其中投资规模最大的是绿地控股集团股份有限公司（简称“绿地控股”）。绿地控股前身为上海市绿地开发总公司，目前主营业务包括房地产开发主业、房地产延伸产业（包括建筑建设、酒店等业务）、能源及相关贸易、汽车销售及服务，以及金融等产业。截至 2019 年末，绿地控股经审计的合并会计报表口径资产总额 11,457.07 亿元，负债总额为 10,143.14 亿元，所有者权益为 1,313.92 亿元（归属于母公司股东权益为 789.01 亿元），资产负债率为 88.53%。2019 年绿地控股实现营业收入 4,278.23 亿元，实现净利润 209.50 亿元（其中归母净利润为 147.43 亿元）；经营活动净现金流为 192.61 亿元。

截至 2019 年末，该公司为绿地控股第二大股东，持有绿地控股 25.82% 的股份，共计 31.42 亿股。公司采用公允价值计量将这部分股权计入可供出售金融资产科目，按 2020 年 6 月 5 日收盘价 5.49 元/股计算，其市值为 172.50 亿元。

2019 年该公司参与设立上海黄浦城市更新建设发展有限公司、上海静安城市更新投资发展有限公司、上海杨浦城市更新建设发展有限公司及上海虹口城市更新建设发展有限公司这四家合营企业，持股比例均为 60%，投资成本分别为 25.82 亿元、10.68 亿元、6.00 亿元和 14.16 亿元。根据上述四家合营企业章程，股东会决议需经全体股东一致通过，董事会决议需由人数三分之二以上的董事表决通过方可生效，因此公司无控制权。未来公司将通过上述非并表子公司推进上海各区的城市更新工作。

⁷ 由于内部抵消，与该公司建材销售业务收入存在差异。

D. 重大资产重组

该公司下属拥有多家大中型房地产企业。为解决内部房地产业务同业竞争问题，2016 年 6 月公司启动房地产板块业务整合工作，将中华企业作为公司旗下核心市场化房地产综合开发平台经营发展。2018 年 4 月 26 日，中星集团 100% 股权过户手续及相关工商变更登记已经完成，中星集团已成为中华企业的全资子公司。

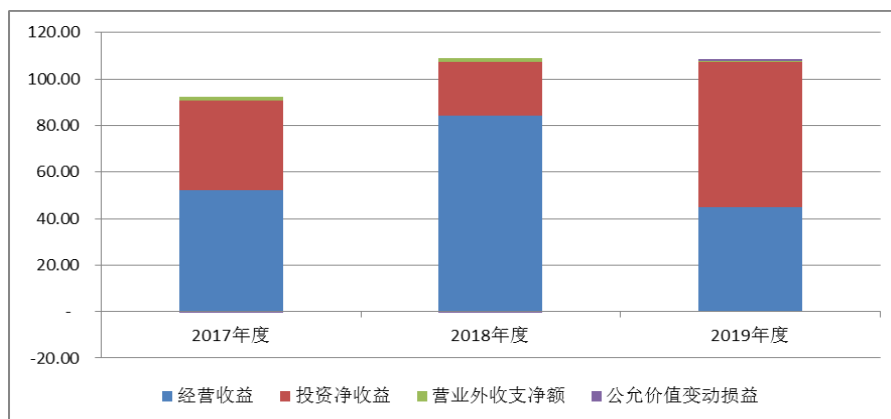
图表 21. 近年公司房地产业务主要子公司整合情况

时间	内容
2018 年 4 月	2018 年 4 月 17 日，中华企业与该公司签署了《标的资产交割确认书》，2018 年 4 月 23 日中星集团 100% 股权已过户至中华企业名下，相关变更手续已办理完成。
2018 年 5 月	中华企业完成资产重组方案：向该公司发行 28.40 亿股（共计 148.51 亿元），向华润置地控股和平安不动产非公开发行募集配套资金不超过 26.76 亿元，收购中星集团 100% 股权。 ⁸
2018 年 7 月	该公司计划于 2018 年 7 月 14 日起 6 个月内，以自有或自筹资金增持中华企业股份，累计增持比例不超过 2%，累计增持金额不低于 2 亿元。
2018 年 11 月	中华企业完成向华润置地和平安不动产非公开发行股份 343,538,928 股（认购金额 18.34 亿元）和 29,872,950 股（认购金额 1.60 亿元），完成发行后华润置地和平安不动产持股比例分别为 6.76% 和 0.59%。中华企业资产和自有资本实力均较重组前大幅提升。
2019 年 1 月	2018 年 7 月 14 日至 2019 年 1 月 13 日期间，该公司已通过上海证券交易所集中竞价方式累计增持中华企业股份 70,301,726 股，占中华企业募集配套资金非公开发行股票完成前总股本（4,706,700,832 股）的 1.49%，占中华企业总股本（5,080,112,710 股）的 1.38%，累计增持金额约人民币 3.97 亿元。本次增持完成后，公司总计持有中华企业股份 3,477,081,566 股，占中华企业总股本的 68.44%。

资料来源：公开资料整理

(2) 盈利能力

图表 22. 公司盈利来源结构



资料来源：根据上海地产集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	398.37	481.14	312.96
毛利（亿元）	123.03	201.72	134.61
资产减值损失（亿元）	-7.73	2.71	1.80
期间费用（亿元）	44.78	48.48	48.15

⁸ 该资产重组方案于 2018 年 1 月 30 日获得证监会核准，资产过户于 2018 年 4 月 26 日完成，2018 年 5 月，中华企业向该公司发行股份完成。

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
期间费用率（%）	11.24%	10.08%	15.38%
其中：财务费用率（%）	3.87%	4.17%	5.94%
全年利息支出总额（亿元）	37.99	39.72	40.25
其中：资本化利息数额（亿元）	14.44	13.23	13.70

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

该公司利润主要来源于经营收益和投资净收益，营业外收入和公允价值变动收益占比少。2019 年度公司营业收入较上年减少 34.95% 至 312.96 亿元，综合毛利率提升 1.09 个百分点至 43.01%。当期公司确认资产减值损失 1.80 亿元，主要包括存货跌价损失 0.68 亿元和投资性房地产减值损失 1.23 亿元。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2019 年度分别为 22.24 亿元和 18.58 亿元。由于当年营业收入下滑明显，公司期间费用率大幅升至 15.38%，对整体盈利的侵蚀有明显加强。

2019 年该公司实现投资净收益 62.57 亿元，较上年大幅提升 171.79%，主要包括（1）三家原控股子公司非公开定向增资导致公司的股权比例被动稀释进而丧失控制权，由此形成处置收益 21.83 亿元以及按照公允价值重新计量形成利得 20.72 亿元；（2）公司通过持有可供出售金融资产取得投资收益 10.37 亿元。公司营业外收入主要是与日常活动无关的政府补助，其他收益则系与日常经营活动密切相关的政府补助，公允价值变动损益大部分来自交易性金融资产，2019 年度这三项收益的规模较小。

图表 24. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	38.45	23.02	62.57
营业外收入（亿元）	3.47	2.85	2.03
其他收益（亿元）	3.18	2.47	1.79
资产处置收益（亿元）	1.88	0.38	0.19
公允价值变动损益（亿元）	-0.14	-0.19	0.69

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

虽然营业收入及主业盈利规模显著下滑，但得益于投资净收益的支撑，2019 年该公司实现净利润 80.58 亿元，较上年仅减少 3.54%。

（3）运营规划/经营战略

根据功能性企业的定位和要求，该公司将用前瞻性眼光和市场化手段，以更高的效率和更可持续的方式服务上海市委市政府。深化国企改革方面，一是继续推进中华企业市场化改革；二是推进建材集团市场化改革；三是完善虹桥区域有关管理机制。

管理

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司为国有独资的市政府功能性国有企业集团，实际控制人为上海市国资委。公司治理结构和组织结构能够满足日常经营管理需要。

2009 年，上海国有资产经营有限公司和上海大盛资产有限公司所持该公司全部股权划转给上海市国资委后，上海市国资委持有公司全部股权，为公司单一股东和实际控制人。公司产权状况详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要体现在与关联方的日常交易上，如购销商品、接受和提供劳务等。2019 年公司实现关联采购及劳务资金支出共计 0.91 亿元，主要为场地租赁、服务费等；同期销售商品及提供劳务收入 5.64 亿元，主要为土地权益补偿、场地租赁费等。

图表 25. 2019 年末公司主要关联方应收应付款项余额情况（单位：亿元）

科目	关联方款项余额	占科目余额比重
应收账款	3.99	22.78%
其他应收款	31.11	51.92%
应收股利	1.68	100.00%
预付账款	1.16	2.91%
其他流动资产-委托贷款	99.20	84.48%
一年内到期非流动资产-委托贷款	-	-
其他非流动资产-委托贷款	39.60	29.55%
应付账款	0.09	0.10%
其他应付款	5.78	4.77%
预收账款	0.03	0.01%

注：根据上海地产集团提供数据整理计算

(3) 公司治理

根据《公司法》、《企业国有资产法》及其他有关法律、法规、规章、规范性文件、公司章程的规定，该公司依据上海市人民政府及上海市国有资产监督管理委员会的监管依法开展经营活动。公司根据其特性设有出资人、党委、董事会、日常经营监管机构以及监事会。公司党委设书记 1 人，其他委员若干名。符合条件的党委委员通过法定程序进入董事会、监事会、经理层，董事会、监事会、经理层成员中符合条件的党员依照有关规定和程序进入党委班子。党委书记与董事长由一人担任。公司设董事会，由 5-7 名董事组成，

其中包括职工代表一名。董事由出资人委派，其中的职工代表由公司职工民主选举产生。公司设监事会，由 5 名监事组成。监事由出资人委派，但职工代表担任的监事由公司职工民主选举产生。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

自成立以来，该公司高级管理人员队伍基本保持稳定，高级管理人员大多在政府相关部门或大型国有企业工作多年，拥有多年相关行业经验，基本素质较高，能满足公司业务发展的需要。

该公司是在中星集团和中华企业等多家有较长经营史的国有大型房地产企业基础上组建的企业集团，组建以来通过整合逐步理顺了内部管理架构。由于下属子公司数量众多，且部分子公司成立时间早于母公司，公司仍存在一定的整合压力。

该公司根据业务需要设立了 15 个职能部门：党群工作部、纪检监察部、工会、团委、行政管理部、人力资源部、战略投资部、审计部、资产经营部、财务中心、工程管理部、前期管理部、产品研发中心，各职能部门之间在业务开展中既保持相互独立性又保持顺畅的协作。公司目前的组织结构如附录二所示。

(2) 经营决策机制与风险控制

在决策管理方面，为进一步规范领导人员的决策行为，防范决策风险，提高决策水平，该公司制定了《“三重一大”集体决策制度》，公司凡属重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作（简称“三重一大”）事项，由公司领导班子集体做出决定。公司董事会、党委会作为决策机构，依据各自职责、权限和议事规则，集体讨论决定“三重一大”事项。如公司董事会因成员出缺等原因不能正常履职，其职责、权限暂由公司董事长、党委班子和经营班子成员以党委会方式集体行使。如公司总裁空缺或因其他原因不能正常履职，按公司章程需总裁办公会讨论事项，暂由公司党委会议讨论。

在运营管理方面，为加强对经营性不动产的运营管理，该公司相继出台了《经营性不动产转让管理暂行办法》、《关于加强经营性不动产战略管控的若干意见》和《关于经营性不动产管理相关事项的实施意见》。为加强对房地产项目的投资管理，控制投资风险，提升公司健康度，公司发布了《房地产项目投资评审的若干意见》，明确投资项目的指标要求，如内部收益率、现金流回正周期、销售毛利率等各项数值，对预计无法达到指标要求的项目进行专项复核。为提高招标管理水平，控制建设成本，公司制定了《招标管理暂行办法》，涵盖了工程、货物、服务、及技术采购，明确了招标管理的组织架构、招标方式、招标程序及纪律规定，在促进廉政建设的同时，提

高经济效益。

在财务管理方面，该公司结合市国资委对国有企业的财务监管要求制定了《全面预算管理》、《资金管理》等制度，使公司的预算工作形成管理内容全覆盖、参与人员全覆盖、控制过程全覆盖的闭环式管理系统，并以现金流为核心，以制度为保障、实现公司的战略发展目标。

在人力资源管理方面，该公司以调整和优化人才结构为主线，以建设企业经营管理人员、专业技术人才队伍为重点，建立了一支素质优良、结构合理的人才队伍。同时结合《委派董监事管理办法》，对董监事的任职要求、日常管理，意见发表等环节做出了详细规定，形成了有效的监督机制和评价体系。

在内部审计管理方面，该公司设有独立的内审机构，配备专职的内审人员，定期或不定期地开展各项内审工作。为规范对中介机构选聘程序，公司制定了《社会中介服务机构选聘管理暂行办法》，对入库的中介机构以“动态调整、优胜劣汰、分类管理”为原则，结合评估机制不断调整。

(3) 投融资及日常资金管理

在财务管理方面，该公司结合市国资委对国有企业的财务监管要求制定了《全面预算管理》、《资金管理》等制度，使公司的预算工作形成管理内容全覆盖、参与人员全覆盖、控制过程全覆盖的闭环式管理系统，并以现金流为核心，以制度为保障、实现公司的战略发展目标。

在人力资源管理方面，该公司以调整和优化人才结构为主线，以建设企业经营管理人员、专业技术人才队伍为重点，建立了一支素质优良、结构合理的人才队伍。同时结合《委派董监事管理办法》，对董监事的任职要求、日常管理，意见发表等环节做出了详细规定，形成了有效的监督机制和评价体系。

在内部审计管理方面，该公司设有独立的内审机构，配备专职的内审人员，定期或不定期地开展各项内审工作。为规范对中介机构选聘程序，公司制定了《社会中介服务机构选聘管理暂行办法》，对入库的中介机构以“动态调整、优胜劣汰、分类管理”为原则，结合评估机制不断调整。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的 2020 年 3 月 16 日《企业征信报告》，未发现银行借款违约记录。

图表 26. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	集团本部	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.3.16	正常	正常	正常	正常

信息类别	信息来源	查询日期	集团本部	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.6.5	正常	正常	正常	正常

资料来源：根据上海地产集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

受益于国有资本金划拨以及自身经营积累，该公司权益资本逐年增强，财务杠杆不断改善。但由于大量市场类地产开发项目尚未进入预售期，且城市旧区改造等项目消耗了大量资金，2019 年公司保持了较大的债务筹资力度，刚性债务规模不断攀升。公司资产质量稳定，股东支持力度大，能有效保障其债务偿付的安全性。

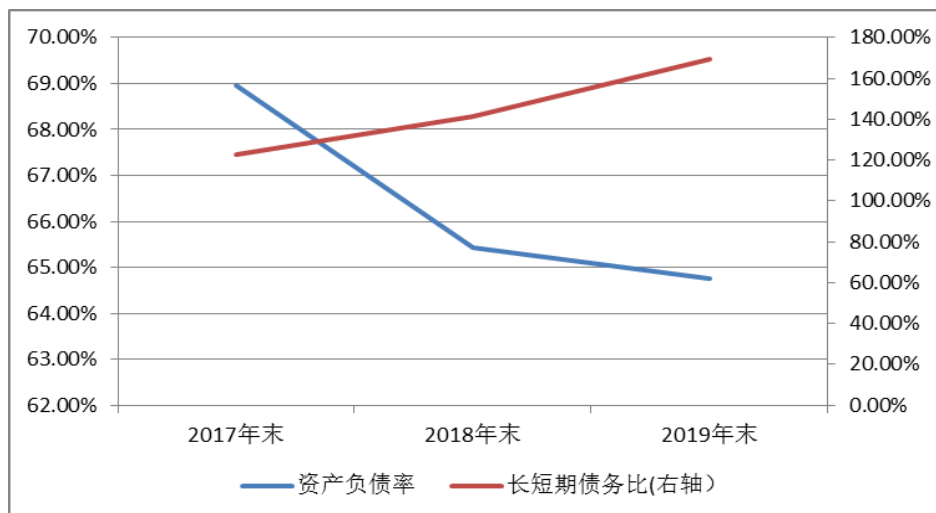
1. 数据与调整

立信会计师事务所有限公司对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部对部分会计准则进行修订，同时新增了部分准则，公司按照规定执行，未变更部分仍执行 2006 年相关准则。2017 年，公司针对《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止运营》（财会[2017]13 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。2018 年，公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会（2018）15 号），对财务报表格式进行了修订。2019 年，公司根据《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会（2019）6 号），对财务报表格式进行了修订。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据上海地产集团所提供数据绘制。

得益于国资委划拨国有资本金以及自身经营积累，近年来该公司所有者权益持续增长，财务杠杆不断改善。2019 年末公司资产负债率逐步降至 64.75%。同时，公司负债期限结构亦不断优化，期末长短期债务比升至 169.16%。

截至 2019 年末，该公司所有者权益为 1064.81 亿元，较上年末增长 5.54%。其中注册资本从年初的 42.00 亿元增至 300.00 亿元，资本公积从年初的 461.27 亿元大幅降至 193.80 亿元，主要系资本公积转增资本所致。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务

核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务（亿元）	720.22	811.44	863.53
应付账款（亿元）	110.58	115.80	94.03
预收款项（亿元）	382.03	190.01	182.13
其他应付款（亿元）	126.12	135.61	121.13
专项应付款（亿元）	415.80	413.33	413.81
刚性债务占比	37.53%	42.51%	44.15%
应付账款（亿元）	5.76%	6.07%	4.81%
预收款项（亿元）	19.91%	9.95%	9.31%
其他应付款（亿元）	6.57%	7.10%	6.19%
专项应付款（亿元）	21.67%	21.65%	21.16%

资料来源：根据上海地产集团所提供数据绘制。

从债务构成来看，该公司负债主要集中于刚性债务、专项应付款、应付账款、预收账款及其他应付款等科目。应付账款为尚未结算的工程款，账龄多在两年以内。预收款项主要是尚未办理房屋交接手续而产生的预收售房款。其他应付款主要为单位往来款及暂收款。专项应付款较上年末变动不大，主要为申虹投资代建项目拨款 315.49 亿元及申虹土地储备专项资金 49.53 亿元。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	195.26	230.35	205.80
其中：短期借款	80.08	35.06	46.91
一年内到期非流动负债	104.63	136.15	103.34
应付票据	4.78	7.30	4.94
应付利息	5.77	8.34	5.61
委托贷款	-	43.50	45.00
中长期刚性债务合计	524.96	581.09	657.73
其中：长期借款	317.48	353.67	367.54
应付债券	99.42	148.17	223.56
其他中长期刚性债务	108.06	79.24	66.63

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

截至 2019 年末，该公司刚性债务为 863.53 亿元，以中长期刚性债务为主。银行借款一直是公司主要的债务融资渠道，占其刚性债务的比例维持在 50% 以上。2019 年末公司应付债券大幅增至 223.56 亿元，主要系本部及中华企业发行债权融资计划、资产支持专项计划、公司债券、中期票据等。

截至 2019 年末，该公司为集团外公司提供担保余额为 155.56 亿元，较上年末增长 152.95 亿元。主要担保对象为关联企业。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	1730.87	1490.11	2290.59
营业收入现金率（%）	98.29	66.36	102.32
业务现金收支净额（亿元）	49.16	25.92	-94.17
其他因素现金收支净额（亿元）	16.96	0.15	15.85
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	66.12	26.07	-78.32
EBITDA（亿元）	138.21	154.16	154.13
EBITDA/刚性债务（倍）	0.18	0.20	0.18

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.64	3.88	3.83

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

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

由于大量在开发项目尚未进入预售期，2019 年度该公司业务现金出现大额净支出，经营环节现金净流出 78.32 亿元。加之当年营业收入显著下滑，营业周期天数快速上升。未来随着地产项目逐步进入销售阶段，公司经营环节现金状况将得到显著改善。

该公司 EBITDA 主要由利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧等构成，其中利润总额占比高。近两年公司 EBITDA 规模较为稳定，对刚性债务与利息的保障程度保持在合理水平。

（2）投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-1.75	-21.97	-41.39
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-70.24	-40.88	-24.79
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.80	7.63	-6.95
投资环节产生的现金流量净额	-74.79	-55.21	-73.13

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

近年来，该公司在城市旧区改造及虹桥商务区等项目的开发投资力度不断加大，并通过增资参股子公司等方式扩张经营规模，投资活动净现金流持续净流出。2019 年，公司投资环节现金净流出 73.13 亿元。

（3）筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年
吸引投资收到的现金	18.76	31.37	23.91
取得借款收到的现金	226.85	302.50	288.02
收到其他与筹资活动有关的现金	91.56	6.00	2.89
偿还债务支付的现金	312.28	229.97	205.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	52.90	46.92	53.29
支付其他与筹资活动有关的现金	1.76	3.54	9.01
筹资环节产生的现金流量净额	-29.77	59.44	46.59

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

为补充经营及投资环节产生的资金缺口，2019 年该公司保持了较大的债

务融资力度，当年筹资环节现金净流入 46.59 亿元。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	1,784.23	1,827.21	1,769.37
	64.11%	62.62%	58.58%
其中：现金类资产（亿元）	446.87	481.56	377.40
存货（亿元）	1,187.61	1,076.60	1,142.82
预付款项（亿元）	19.11	24.61	40.01
其他应收款（亿元）	52.84	116.08	59.92
其他流动资产（亿元）	45.65	104.26	117.42
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	998.96	1,090.60	1,251.17
	35.89%	37.38%	41.42%
其中：在建工程（亿元）	235.93	257.20	245.72
可供出售金融资产（亿元）	256.66	222.57	257.21
投资性房地产（亿元）	166.78	190.36	190.85
长期股权投资（亿元）	134.64	138.70	233.35
其他非流动资产（亿元）	59.29	101.69	134.03

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

注：现金类资产为货币资金与应收银行承兑汇票的合计数。

近年来该公司资产规模持续增长，截至 2019 年末为 3020.54 亿元，较上年末增长 3.52%。其中流动资产余额为 1769.37 亿元，主要包括货币资金、存货、预付款项、其他应收款及其他流动资产。其中货币资金余额为 376.56 亿元，其中受限部分为 16.46 亿元，主要为监管、冻结、承兑汇票以及履约保证金等。存货为 1142.82 亿元，主要由开发成本、开发产品和代建项目组成，年末账面价值分别为 713.91 亿元、124.47 亿元和 261.15 亿元⁹。代建项目主要系子公司上海申虹投资发展有限公司的代建项目，共计 40 个，其中已竣工项目 31 个。当年末账面价值 123.79 亿元的存货所有权受到限制，109.88 亿元用于融资抵押，25.69 亿元为世博中国馆项目，已于 2012 年交由上海市文化广播影视管理局经营管理。预付款项为 40.01 亿元，主要包括暂挂的 19.27 亿元资产运营管理费用支出，以及预付的土地出让金 11.77 亿元。其他应收款为 59.92 亿元，包括往来款、代偿款或动迁款等；较上年大幅下滑 48.38%，主要是收回上海铂腾实业有限责任公司（简称“上海铂腾”）股权交易款¹⁰41.65

⁹ 作为公司市场化房地产开发核心平台，中华企业 2019 年末的存货账面价值为 226.88 亿元，主要包括开发成本 166.58 亿元、开发产品 60.22 亿元。公司存货剩余部分主要分布于三林楔形绿地、曹路等项目。

¹⁰ 2018 年 7 月 23 日，上海地产与世博土控签订托管协议，自协议签署之日起，将上海铂园实业有限公司（简称“上海铂园”）托管至世博土控进行经营及管理。由世博土控行使公司享有的股东权利。2018 年 12 月 21 日，公司将持有的上海铂园 100% 股权及债权转让给上海铂腾（世博土控全资子公司）。双方于 2018 年 12 月 25 日签订产权交易合同，交易价款为 41.65 亿元，包含股权转让款 1.84 亿元和上海铂园欠付公司借款本息 39.81 亿元。双方于 2018 年 12 月 27

亿元所致。其他流动资产为 117.42 亿元，是公司提供上海地产龙阳置业发展有限公司等联营企业的委托贷款。

截至 2019 年末，该公司非流动资产余额为 1251.17 亿元，主要包括在建工程、可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产以及其他非流动资产。在建工程余额为 245.72 亿元，其中虹桥综合交通枢纽中心工程的余额为 96.57 亿元。该项目已于 2010 年 8 月正式竣工，但因相关资产未明确最终归属，未转入固定资产。可供出售金融资产余额为 257.21 亿元，主要包括按公允价值计量的 218.38 亿元绿地控股股权、10.25 亿元的上海浦东发展银行股权及 7.73 亿元海通证券有限公司股权。长期股权投资余额为 233.35 亿元，其中对上海世博土地控股有限公司的投资余额为 73.44 亿元。投资性房地产余额为 190.85 亿元，主要为公司持有的租赁性物业，全部按成本法入账。其他非流动资产余额为 134.03 亿元，主要包括对上海春日置业有限公司委托贷款 39.60 亿元，以及收购世博土地控股股权交易款¹¹37.00 亿元。

截至 2019 年末，该公司受限资产合计 312.26 亿元，主要集中在货币资金、存货、固定资产、投资性房地产、在建工程和长期股权投资等项目。

图表 34. 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	16.46	监管、冻结、承兑汇票、履约保证金等
存货	109.88	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权抵押
存货	25.69	中国馆项目，已于 2012 年交由上海市文化广播影视管理局经营管理
固定资产	14.81	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权抵押
投资性房地产	74.83	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权抵押
无形资产	0.46	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权抵押
在建工程	65.63	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权抵押
长期股权投资	3.43	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权质押
应收款项融资	0.68	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权质押
租金收入	0.40	因贷款、发行债券、信托产品等融资行为产生的资产所有权质押
合计	312.26	-

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	206.97%	230.97%	243.52%

日完成产权交割，并于 2019 年 1 月 30 日完成工商变更手续。

¹¹ 根据沪府办秘〔2018〕010022 号文精神要求，上海地产拟按以 2017 年 9 月 30 日为基准日经审计的世博土地净资产为计价依据，协议收购上海世博土地储备中心持有的上海世博土地控股有限公司 58.72% 股权。2018 年 12 月 21 日公司与上海世博土地储备中心签订产权交易合同，交易价款合计约为 70.93 亿元，结合财政追加拨付的资本金和国资经营预算到账情况分三次付款。截至 2018 年末，公司已支付第一期交易款 28 亿元。

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
速动比率	66.99%	91.77%	80.72%
现金比率	51.91%	60.92%	52.53%
存货周转速度（次）	0.21	0.25	0.16

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

近年来该公司流动比率和速动比率有一定幅度的变动，但资产流动性总体保持稳定。2019 年末公司现金类资产存量充裕，现金比率维持在较高水平，能对即期债务偿付提供支撑。

6. 母公司/集团本部财务质量

截至 2019 年末，该公司本部货币资金现金余额 61.53 亿元，占合并口径货币资金比重 16.34%；刚性债务余额 462.87 亿元，占合并口径刚性债务比重 53.59%。同期，公司的其他流动资产为 337.14 亿元，包括向下属各控、参股子公司提供的委托贷款 336.32 亿元。2019 年度，公司本部实现营业收入 45.97 亿元，实现净利润 31.97 亿元。总体而言，为了在控制融资成本的同时支持下属各经营主体的经营活动，公司本部承担了大量刚性债务，存在一定的偿债压力。

外部支持因素

该公司作为上海市国资委下属的大型企业，获得政府的支持力度较大，可保证公司业务运营的稳定性。

该公司与国内主要商业银行建立良好的合作关系，外部融资渠道较为畅通。同时，公司还通过发行信托及债权投资计划等方式使得融资渠道多元化。截至 2019 年末，公司本部获银行授信总额 401.02 亿元，已使用 278.35 亿元，后续融资空间大。

债项信用分析

1. 其他偿付保障措施

（1）经营业绩可为本期债券按期偿付提供基本保障

2017-2019 年，该公司净利润分别为 80.88 亿元、83.54 亿元和 80.58 亿元。同期 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.19 倍、0.20 倍和 0.18 倍，对利息支出的覆盖倍数分别为 3.64 倍、3.88 倍和 3.83 倍。公司盈利能力总体处于较好水平，可为本期债券的还本付息提供基本保障。

（2）现金类资产存量较充裕

该公司货币资金存量能够满足日常资金周转和债务偿付的需要。2017-2019 年末，公司现金比率分别为 51.91%、60.92% 和 52.53%，现金类资产存量较充裕。同时，公司还持有一定金额的股票等可变现金融资产，必要时可通过出售上述资产获得资金，用于弥补偿债等资金缺口。

（3）融资能力强

该公司与国内主要商业银行建立良好的合作关系。截至 2019 年末，公司本部获银行授信总额 401.02 亿元，已使用 278.35 亿元，后续融资空间大。且旗下中华企业为 A 股上市公司，外部融资渠道通畅。

评级结论

该公司为国有独资的市政府功能性国有企业集团，实际控制人为上海市国资委。公司治理结构和组织结构能够满足日常经营管理需要。

该公司主要服务上海市委、市政府，进行城市更新改造、建设保障性住房及进行区域性功能开发；同时以经济效益最大化为目标，进行商品住宅及商业物业销售和建筑材料销售等市场化业务。其中政府功能类业务中的城市更新改造业务不体现为营业收入，公司主要营业收入来自政府功能类业务的保障房销售、区域功能性开发及市场竞争类业务。

由于住宅物业的销售结转规模以及区域功能性开发业务的推进存在一定周期性，近年来该公司营业收入波动较大。但其综合毛利率持续改善，整体经营状况稳定。

受益于国有资本金划拨以及自身经营积累，该公司权益资本逐年增强，财务杠杆不断改善。但由于大量市场类地产开发项目尚未进入预售期，且城市旧区改造等项目消耗了大量资金，2019 年公司保持了较大的债务筹资力度，刚性债务规模不断攀升。公司资产质量稳定，股东支持力度大，能有效保障其债务偿付的安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业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每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

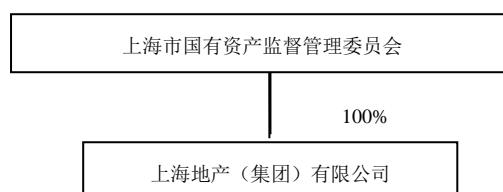
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

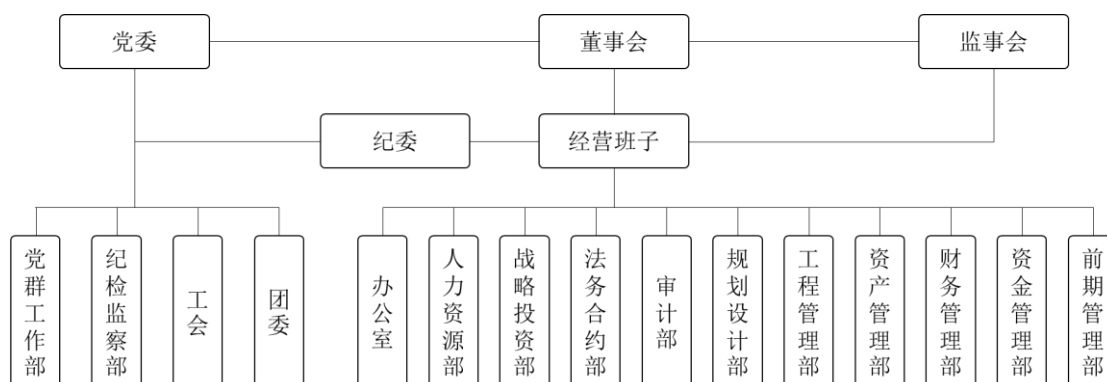
公司与实际控制人关系图



注：根据上海地产集团提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

附录二：

公司组织结构图



资料来源：上海地产集团（截至 2019 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据（亿元）				
					刚性债务余额 （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）
上海地产（集团）有限公司	上海地产	本级	—	房地产开发、租赁	462.87	817.15	45.97	31.97	32.42
中华企业股份有限公司	中华企业	核心子公司	72.38%	房地产开发经营	-	168.75	132.82	28.80	-8.16
上海世博发展（集团）有限公司	世博发展	子公司	100.00%	房地产经营、资产管理	-	82.26	5.81	0.32	0.54

注：根据上海地产 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	2,783.19	2,917.81	3,020.54
货币资金 [亿元]	443.90	478.02	376.56
刚性债务[亿元]	720.22	811.44	863.53
所有者权益 [亿元]	864.11	1,008.93	1,064.81
营业收入[亿元]	398.37	481.14	312.96
净利润 [亿元]	80.88	83.54	80.58
EBITDA[亿元]	138.21	154.16	154.13
经营性现金净流入量[亿元]	66.12	26.07	-78.32
投资性现金净流入量[亿元]	-74.79	-55.21	-73.13
资产负债率[%]	68.95	65.42	64.75
权益资本与刚性债务比率[%]	119.98	124.34	123.31
流动比率[%]	206.97	230.97	243.52
现金比率[%]	51.91	60.92	52.53
利息保障倍数[倍]	3.18	3.48	3.41
担保比率[%]	3.22	0.26	14.61
营业周期[天]	1,730.87	1,490.11	2,290.59
毛利率[%]	30.88	41.92	43.01
营业利润率[%]	24.02	22.87	35.15
总资产报酬率[%]	4.24	4.85	4.62
净资产收益率[%]	9.89	8.92	7.77
净资产收益率*[%]	10.25	8.64	7.43
营业收入现金率[%]	98.29	66.36	102.32
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.95	3.15	-10.32
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.43	-1.52	-7.84
EBITDA/利息支出[倍]	3.64	3.88	3.83
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.20	0.18

注：表中数据依据上海地产集团经审计的 2017~2019 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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）
- 《房地产行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。