

上海地产（集团）有限公司

及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2022)100030】

评级对象：上海地产（集团）有限公司及其发行的公开发行债券

|           | 本次跟踪                       | 前次跟踪                       | 首次评级                        |
|-----------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|
|           | 主体/展期/债项/评级时间              | 主体/展期/债项/评级时间              | 主体/展期/债项/评级时间               |
| 20 沪地产 01 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 10 日  |
| 20 沪地产 02 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 10 月 14 日 |
| 21 沪地产 01 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 29 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 2 月 24 日  |
| 21 沪地产 02 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | -                          | AAA/稳定/AAA/2021 年 8 月 26 日  |
| 21 沪地产 03 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | -                          | AAA/稳定/AAA/2021 年 8 月 26 日  |
| 22 沪地产 01 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | -                          | AAA/稳定/AAA/2022 年 1 月 10 日  |
| 22 沪地产 02 | AAA/稳定/AAA/2022 年 5 月 19 日 | -                          | AAA/稳定/AAA/2022 年 4 月 14 日  |

## 主要财务数据及指标

| 项 目                  | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  |
|----------------------|---------|---------|---------|
| 金额单位：人民币亿元           |         |         |         |
| <b>母公司口径数据：</b>      |         |         |         |
| 货币资金                 | 61.53   | 185.04  | 200.12  |
| 刚性债务                 | 462.87  | 588.66  | 465.03  |
| 所有者权益                | 817.15  | 897.49  | 1203.75 |
| 经营性现金净流入量            | 32.42   | 60.82   | 0.13    |
| <b>合并口径数据及指标：</b>    |         |         |         |
| 总资产                  | 3020.54 | 3307.30 | 3898.61 |
| 总负债                  | 1955.73 | 2164.36 | 2447.90 |
| 刚性债务                 | 863.53  | 1020.55 | 1198.10 |
| 所有者权益                | 1064.81 | 1142.94 | 1450.71 |
| 营业收入                 | 312.96  | 294.56  | 372.86  |
| 净利润                  | 80.58   | 52.02   | 33.75   |
| 经营性现金净流入量            | -78.32  | 11.76   | -8.90   |
| EBITDA               | 154.13  | 111.41  | 109.68  |
| 资产负债率[%]             | 64.75   | 65.44   | 62.79   |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 123.31  | 111.99  | 121.08  |
| 流动比率[%]              | 243.52  | 219.01  | 260.01  |
| 现金比率[%]              | 52.53   | 54.15   | 71.70   |
| 利息保障倍数[倍]            | 3.41    | 2.22    | 1.58    |
| 净资产收益率[%]            | 7.77    | 4.71    | 2.60    |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -10.32  | 1.43    | -0.39   |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -7.84   | -2.40   | -8.37   |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 3.83    | 2.60    | 1.90    |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.18    | 0.12    | 0.10    |

注：根据上海地产集团经审计的 2019~2021 年财务数据整理、计算。

## 分析师

高 珊 gs@shxsj.com  
刘晋杰 lj@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

## 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对上海地产（集团）有限公司（简称“上海地产集团”、“该公司”或“公司”）及其发行的 20 沪地产 01、20 沪地产 02、21 沪地产 01、21 沪地产 02、21 沪地产 03、22 沪地产 01 及 22 沪地产 02 的跟踪评级反映了 2021 年初以来上海地产集团在业务区域分布、股东支持、融资渠道等方面保持优势，同时也反映了公司在政策调控、业务整合等方面继续面临压力。

## 主要优势：

- **股东支持力度大。**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，定位明确，承担着较大规模的城市更新改造任务，能够在资本补充等方面获得大力支持。
- **区位优势显著。**上海地产集团主要在上海市域范围内开展功能性业务。上海市经济发展水平高且财力基础强，公司各类保障房开发与运营、城市更新改造等业务具有显著的区位优势。
- **融资渠道畅通。**上海地产集团功能定位明确，有助于其获得金融机构支持；公司拥有中华企业、耀皮玻璃等 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。**上海地产集团的城市更新业务周期长，易受政策及市场环境变化影响。同时，公司市场化房地产开发业务经营状况亦易受调控政策等相关因素的影响。

- **经营业绩波动较大。**受自身业务重心变化、房地产行业政策调控及地产开发项目周期性等因素的综合影响，近年来上海地产集团结转收入规模波动较大，净利润规模持续收缩。
- **其他权益工具资产市值波动风险。**上海地产集团所持绿地控股等上市公司股票采用公允价值计量，该部分资产容易受股价波动影响。
- **子公司管控压力大。**上海地产集团的主业分散于众多下属企业，面临着较大的管控压力，未来仍有一定整合空间。

#### ➤ 未来展望

通过对上海地产集团及其发行的上述企业债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；认为上述企业债还本付息安全性极强，并给与上述企业债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 上海地产（集团）有限公司

## 及其发行的公开发行债券

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2020 年第一期、2020 年第二期、2021 年第一期、2021 年第二期、2021 年第三期、2022 年第一期和 2022 年第二期上海地产（集团）有限公司公司债券（分别简称“20 沪地产 01”、“20 沪地产 02”、“21 沪地产 01”、“21 沪地产 02”、“21 沪地产 03”、“22 沪地产 01”和“22 沪地产 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海地产集团提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对上海地产集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据该公司审计报告显示，截至 2021 年末，公司本部及其下属三家子公司的存续期债券本金余额合计为 562.77 亿元，如图表 1 所示。2022 年 1-4 月，上述主体新发行了本金为 65 亿元的债券，存续债券中本金为 5 亿元的长江养老-上海地产三林棚户区改造债权投资计划到期正常偿付。截至 2022 年 4 月末，上述债券的本息偿付情况正常。

**图表 1. 截至 2021 年末公司待偿还债券情况（单位：年、亿元、%）**

| 债券简称                          | 发行主体   | 发行日        | 期限    | 本金余额  | 最新票面利率  | 项目类型     |
|-------------------------------|--------|------------|-------|-------|---------|----------|
| 长江养老-上海地产三林棚户区改造债权投资计划        | 上海地产集团 | 2017/04/21 | 5     | 10.00 | -       | 债权融资计划   |
| 18 沪地产 PPN001                 |        | 2018/01/24 | 3+2   | 30.00 | 4.20%   | 定向债务融资工具 |
| 18 沪地产 PPN002                 |        | 2018/03/27 | 3+2   | 15.00 | 4.10%   | 定向债务融资工具 |
| 18 沪地产 PPN003                 |        | 2018/05/17 | 3+2   | 20.00 | 3.96%   | 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 |
| 沪地产 1A/1C                     |        | 2019/01/24 | 24.77 | 18.00 | 4.48%/- | 资产支持专项计划 |
| 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   |
| 19 沪地产 PPN001                 |        | 2019/11/19 | 3+2   | 10.00 | 3.88%   | 定向债务融资工具 |
| 20 沪地产 PPN001                 |        | 2020/04/09 | 5     | 10.00 | 3.20%   | 定向债务融资工具 |
| 沪地产 2A/2C                     |        | 2020/06/30 | 24.84 | 28.00 | 3.56%/- | 资产支持专项计划 |
| 20 沪地产 01                     |        | 2020/08/19 | 3+2   | 20.00 | 2.88%   | 企业债      |
| 20 沪地产 02                     |        | 2020/11/27 | 3     | 25.00 | 3.48%   | 企业债      |
| 21 沪地产 01                     |        | 2021/3/21  | 5     | 30.00 | 3.97%   | 企业债      |
| 上海地产（集团）有限公司 2021 年度第二期债权融资计划 |        | 2021/3/31  | 3     | 10.00 | -       | 债权融资计划   |
| G21 沪地产 01                    |        | 2021/5/14  | 3     | 30.00 | 3.80%   | -        |
| 沪地产 3A/3C                     |        | 2021/9/17  | 24.91 | 36.32 | 3.60%   | 资产支持专项计划 |
| 21 沪地产 02                     |        | 2021/9/28  | 3     | 20.00 | 3.20%   | 企业债      |
| 21 沪地产 03                     |        | 2021/9/28  | 5     | 20.00 | 3.60%   | 企业债      |
| G21 沪地产 02                    | 中华企业   | 2021/10/18 | 3     | 7.50  | 3.70%   | -        |
| 19 中华企业 MTN001                |        | 2019/11/22 | 3     | 10.00 | 3.91%   | 中期票据     |
| 19 中企 01                      |        | 2019/06/05 | 3+2   | 31.50 | 4.35%   | 私募债      |

| 债券简称               | 发行主体 | 发行日        | 期限    | 本金余额   | 最新票面利率        | 项目类型     |
|--------------------|------|------------|-------|--------|---------------|----------|
| 19 中企 02           | 世博发展 | 2019/11/14 | 3+2   | 15.20  | 4.17%         | 私募债      |
| 中企 A/B/次           |      | 2021/03/31 | 19    | 27.50  | 4.15%/4.78%/- | 资产支持专项计划 |
| 21 中企 01           |      | 2021/06/15 | 3+2   | 30.87  | 3.70%         | 公司债      |
| 17 沪世博 MTN001      |      | 2017/08/21 | 3+2   | 0.40   | 3.00%         | 中期票据     |
| 世发 01 优/次          |      | 2021/07/15 | 18    | 3.78   | 3.89%/-       | 资产支持专项计划 |
| 21 沪世博 MTN001      |      | 2021/08/27 | 3     | 5.00   | 3.23%         | 中期票据     |
| 07 世博债 2           |      | 2007/02/15 | 15    | 20.00  | 4.15%         | 企业债      |
| 19 世博土地 ABN001 优/次 |      | 2019/07/17 | 18.85 | 3.70   | 3.90%/-       | ABN      |
| 20 世博土地 PPN001     |      | 2020/08/04 | 3+2   | 12.00  | 3.19%         | 定向债务融资工具 |
| 20 世博 01           |      | 2020/05/26 | 3+2   | 20.00  | 2.50%         | 企业债      |
| 20 世控 02           |      | 2020/11/23 | 3+2   | 10.00  | 3.97%         | 企业债      |
| 21 世控 01           |      | 2021/01/28 | 3+2   | 10.00  | 3.70%         | 企业债      |
| 21 世控 02           |      | 2021/03/25 | 3+2   | 10.00  | 3.63%         | 企业债      |
| 合 计:               |      | --         | --    | 562.77 | --            | --       |

资料来源：上海地产集团 2021 年审计报告、Wind 资讯

**图表 2. 2022 年 1-4 月公司部分新发行债券发行情况（单位：年、亿元、%）**

| 债券简称           | 发行主体   | 发行日        | 期限 | 本金    | 票面利率  | 项目类型     |
|----------------|--------|------------|----|-------|-------|----------|
| 22 沪地产 01      | 上海地产集团 | 2022/03/04 | 5  | 25.00 | 3.55% | 企业债      |
| 22 沪地产 02      |        | 2022/04/29 | 3  | 30.00 | 3.07% | 企业债      |
| 22 世博土地 PPN001 | 世博士控   | 2022/01/25 | 3  | 10.00 | 3.27% | 定向债务融资工具 |
| 合 计:           |        | --         | -- | 65.00 | --    | --       |

资料来源：Wind 资讯

“20 沪地产 01”、“20 沪地产 02”、“21 沪地产 01”、“21 沪地产 02”、“21 沪地产 03”、“22 沪地产 01”和“22 沪地产 02”的募集资金均用于项目投资以及流动资金补充。目前上述债券的使用情况正常。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上

升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经

经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

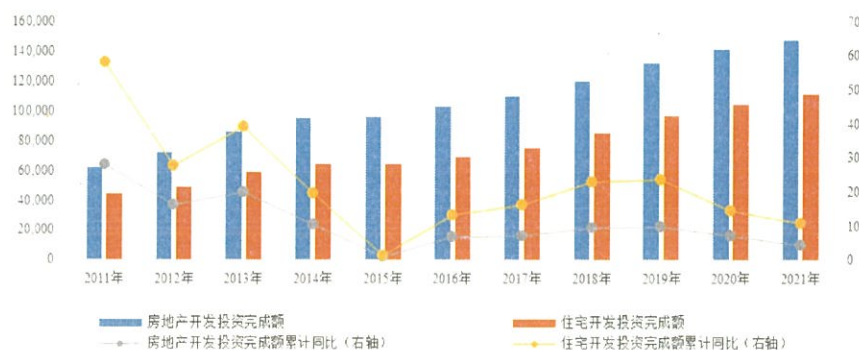
## (2) 行业因素

2021 年我国房地产开发投资保持正增长，但投资增速有所放缓；在行业积极去化背景下全年销售规模略有增长，但销售热度呈逐步降温趋势。土地市场供需双缩，流拍率上升，土地溢价率收缩。2021 年国家坚定执行“房住不炒”，全方位调控机制下行业融资增量受限，销售回款压力加大、在建项目投入力度不减、债务集中到期等使得房企普遍面临流动性趋紧的挑战，并加速了个别大型民营房企流动性风险的暴露。12 月以来政策出现边际放松，行业融资环境及销售回款周期有所改善。

### A. 行业概况

房地产业长期作为我国经济的主要支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43 万亿元升至 11.12 万亿元，占比保持在 70% 上下且近年呈上升趋势。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0% 和 4.4%，放缓态势明显。从各地区<sup>1</sup>开发投资增长情况看，2021 年东部地区增长 4.2%，中部地区增长 8.2%，西部地区增长 2.2%，东北地区增长 -0.8%，除中部地区外，其他地区增速较上年均呈现一定放缓。

图表 3. 近年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



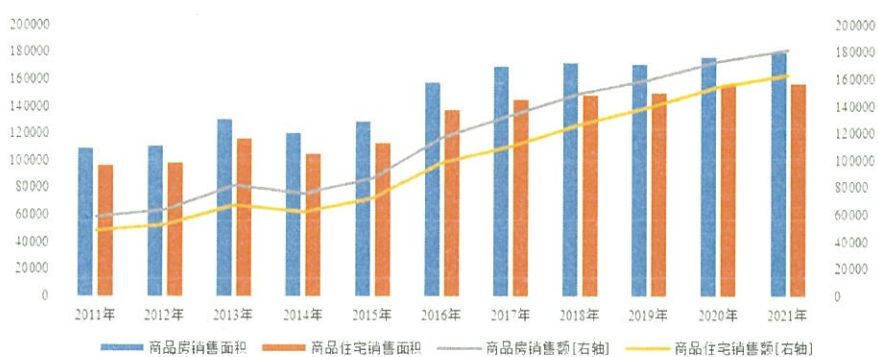
资料来源：国家统计局

2018 年以来我国商品房年销售面积维持在 17 亿平方米以上，呈窄幅波动态势。2018-2020 年我国商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米和 17.61 亿平方米，增速分别为 1.3%、-0.1% 和 2.6%。2019 年我国商品房销售面积为负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。2020 年在量价齐升下商品房销

<sup>1</sup> 各地区分区如下：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）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；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）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

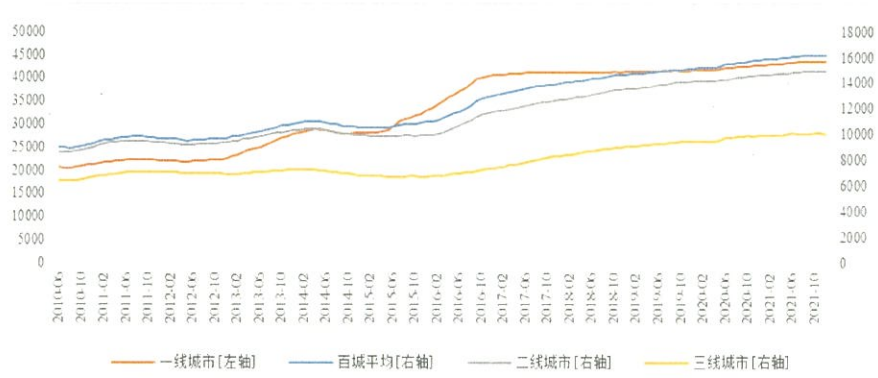
销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%。进入 2021 年，前三季度商品房销售热度呈前高后低，并于 12 月翘尾（单月销售面积环比增长 41.17%，同比则下降 15.64%），全年实现商品房销售面积 17.94 亿平方米，实现销售额 18.19 万亿元。以月为单位，商品房销售面积累计同比呈持续下降趋势，至 2021 年末累计同比增速由 2 月的 104.9% 降至 1.9%；住宅销售面积累计同比增速与上述走势高度趋同，即由 2 月的 108.4% 降至 12 月的 1.1%。基于销售热度的下降，销售额累计同比增速由 2 月的 133.4% 降至 12 月的 4.8%，持续收窄。

图表 4. 近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

图表 5. 百城住宅均价走势（单位：元/平方米）



资料来源：Wind

销售额增速与销售面积增速之间的差额，体现了 2021 年总体销售价格尤其是住宅销售均价呈温和增长。根据 Wind 数据显示，2021 年百城<sup>2</sup>住宅价格指数同比增长 2.44%，与 2020 年 12 月相比，2021 年 12 月百城住宅均价上涨

<sup>2</sup> 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。

385 元/平方米至 16,180 元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨 838 元/平方米至 43,578 元/平方米，二线城市住宅均价上涨 335 元/平方米至 14,944 元/平方米，三线城市住宅均价上涨 180 元/平方米至 10,098 元/平方米，同比分别上涨 1.96%、2.29%和 1.81%（上年涨幅分别为 2.59%、3.19%和 4.64%）。

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020 年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年主要受土地新政实施及房企融资受限影响，全年供需两端收缩，土地交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地推出 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%。全年 300 城各类用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。全年土地市场活跃度下行，流拍率上升，主要原因除了主要城市实行集中供地外，还与地产行业融资环境趋严趋紧、房企普遍面临流动性压力及对房价预期的改变等因素有关，总体上房企拿地更为谨慎，土地市场流拍情况增多。受土拍交易规则的约束，2021 年土地成交均价有所增长但增幅收窄。

**图表 6. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况**

| 指标                  | 2019 年   |        | 2020 年   |        | 2021 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）      | 13.97    | 1.06%  | 14.80    | 5.96%  | 13.81    | -6.67%  |
| 其中：住宅建设用地推出面积（亿平方米） | 5.75     | 6.22%  | 5.97     | 3.87%  | 5.44     | -8.87%  |
| 各类用地成交面积（亿平方米）      | 11.67    | 1.49%  | 12.93    | 10.78% | 11.27    | -12.79% |
| 其中：住宅建设用地成交面积（亿平方米） | 4.67     | 9.89%  | 5.16     | 10.49% | 4.01     | -22.31% |
| 各类用地成交出让金（万亿元）      | 5.22     | 20.40% | 6.14     | 17.84% | 5.72     | -6.97%  |
| 其中：住宅建设用地出让金（万亿元）   | 4.39     | 25.15% | 5.23     | 18.96% | 4.89     | -6.51%  |
| 各类用地成交楼面均价（元/平方米）   | 4,018.01 | 15.55% | 4,241.67 | 5.57%  | 4,897.54 | 15.46%  |
| 住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米） | 4,120.50 | 14.22% | 4,456.51 | 8.15%  | 5,438.48 | 22.03%  |
| 各类用地成交溢价率           | 15.88%   |        | 17.71%   |        | 11.12%   |         |
| 住宅建设用地成交溢价率         | 14.13%   |        | 15.31%   |        | 11.02%   |         |

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

## B. 政策环境

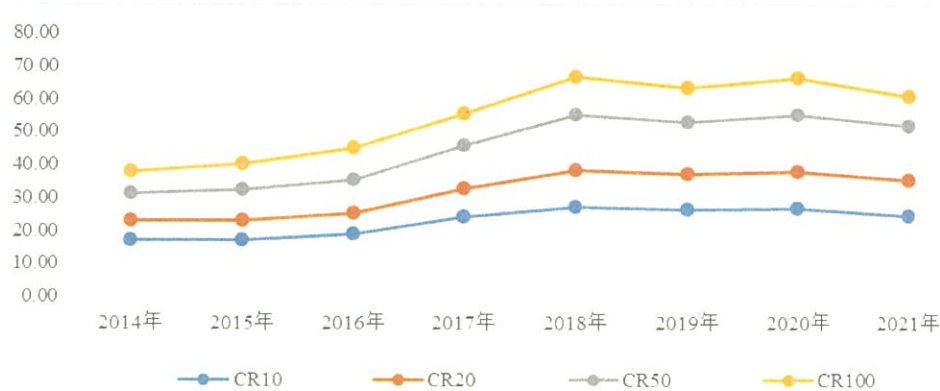
2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业中各参与主体，强调对资金流向的监管，并不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。在拿地环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比

不高于 40%，控制房企扩张速度，控制地价过热。在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度。在销售环节，除已运行较为成熟的限购、限售手段外，还重申加强对预售资金的管理，同时贷款集中度限制还包括金融机构对个人住房贷款放款比例的限制。各地方政府亦针对各地市场特点围绕中央政府相关政策，通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面调控市场，相关政策有收有放，目的是防止当地市场过热或过冷，稳定市场运行。如：年初北京、上海、武汉等多地政府发布“房地联动”机制，即在集中供地环节中，对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限，以控制地价；深圳、成都、西安等推出“二手房指导价”以引导市场，等等。房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松，同时政策鼓励并购化债，部分地方政府出台购房利好政策，行业融资环境及销售回款周期较前期将有所改善。

### C. 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。2021 年以来由于行业内多家大中型民营房企出现流动性问题，行业集中度出现下滑。根据 Wind 数据，2021 年 CR10/CR20/CR50/CR100 比值由 2020 年的 26.49%/38.02%/55.04%/66.15%下降至 24.20%/35.34%/51.55%/60.82%。随着部分大型民营房企的风险暴露，预计行业竞争格局将逐渐发生变化。地方性国有企业对房地产业的介入程度或加深，行业运行效率或将较明显弱化，资金成本控制能力的重要性将进一步凸显。

图表 7. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

### D. 风险关注

去化压力较大，行业投资或放缓。房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，融资政策对其经营影响大。一方面在房企融资环境变化及累积债务负担较重的背景下，企业加速回款动力进一步强化，住宅入市规模或将扩大，另一方面贷款集中度管理政策使得居民按揭贷款便利程度弱化，综合影响下住宅销售

压力将加大。另外，我国将推进房地产税改革试点工作，目前政策实施细则尚未发布，市场观望气氛较浓。房地产税改革或将加大居民住宅持有成本，抑制投机性及投资性住宅购置需求，亦会在一定程度上影响住宅的去化。严紧的融资政策、销售回款承压等因素将显著影响房地产开发投资，尤其是土地购置意愿。2021 年在房企加快去库存与拿地力度下降的双重影响下房地产行业将进入低库存时期，2022 年投资规模与销售力度或将出现一定幅度下降，进而影响行业再投资。

融资监管有所放松但幅度有限，行业仍面临一定的流动性风险释放压力。房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、增量融资受限、在建项目投入不减、大额到期债务待偿的情境下，全行业流动性风险显著升高。为防范金融风险，年末金融调控政策有所放松，但在“房住不炒”的调控主基调下，政策放松幅度相对有限。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

开发项目并购案例或将增加，财务稳健的房企将获益。房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。转让开发项目或相关资产成为房企化解流动性紧张的一大途径，当前政策鼓励行业进行并购化债，预计 2022 年并购案例将有所增加。行业将进入调整期，财务稳健且拥有良好信用资质的房企可凭借充裕的现金流及较强的融资能力通过并购开发项目或资产获益。

### （3）区域市场因素

上海市经济实力极强，近年来区域经济运行保持韧性，产业结构持续优化。2021 年来上海地区地产调控政策细化并趋严，地产开发投资力度有所放缓，但住宅交易市场热度仍维持高位。近年上海市加快推进租赁住房建设，强化住房保障体系建设，持续实施旧住房改造，且未来在上述领域仍将持续发力。

虽于 2020 年遭受新冠疫情冲击，但上海市整体经济实力保持了较强的韧性。在上年的低基数基础上，2021 年上海市经济增速明显回升，实现地区生产总值 4.32 万亿元，较上年增长 8.1%。其中第一产业增加值 99.97 亿元，较上年下降 6.5%；第二产业增加值 1.14 万亿元，较上年增长 9.4%；第三产业增加值 3.17 亿元，较上年增长 7.6%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 73.3%，较上年提高 0.2 个百分点。同年，上海市实现的工业增加值、全社会固定资产投资、社会消费品零售总额等金额同比均有显著增长。

**图表 8. 2019-2021 年上海市主要经济指标及增速**

| 项目           | 2019 年    |        | 2020 年    |        | 2021 年    |        |
|--------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|
|              | 金额        | 增速 (%) | 金额        | 增速 (%) | 金额        | 增速 (%) |
| 地区生产总值 (亿元)  | 38,155.32 | 6.0    | 38,700.58 | 1.7    | 43,214.85 | 8.1    |
| 第一产业增加值 (亿元) | 103.88    | -5.0   | 103.58    | -8.2   | 99.97     | -6.5   |
| 第二产业增加值 (亿元) | 10,299.16 | 0.5    | 10,289.47 | 1.3    | 11,449.32 | 9.4    |

| 项目             | 2019 年        |        | 2020 年        |        | 2021 年        |        |
|----------------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
|                | 金额            | 增速 (%) | 金额            | 增速 (%) | 金额            | 增速 (%) |
| 第三产业增加值 (亿元)   | 27,752.28     | 8.2    | 28,307.54     | 1.8    | 31,665.56     | 7.6    |
| 三次产业结构         | 0.3:27.0:72.7 |        | 0.3:26.6:73.1 |        | 0.2:26.5:73.3 |        |
| 人均生产总值 (万元)    | 15.73         | 16.5   | 15.58         | -0.95  | 17.36         | 11.42  |
| 工业增加值 (亿元)     | 9,670.68      | 0.4    | 9,656.51      | 1.4    | 10,738.80     | 11.2   |
| 全社会固定资产投资 (亿元) | -             | 5.1    | -             | 10.3   | -             | 8.0    |
| 社会消费品零售总额 (亿元) | 13,497.21     | 6.5    | 15,932.50     | 0.5    | 18,079.25     | 13.5   |
| 口岸进出口总额 (亿元)   | 84,267.9      | -1.2   | 87,463.1      | 3.8    | 100,900.0     | 15.4   |

资料来源: Wind

该公司地产业务集中于上海。2021 年以来上海地区严格落实调控“一城一策”的要求,先后出台“沪十条”<sup>3</sup>、“新沪七条”<sup>4</sup>等楼市新政,对现有的调控政策堵漏洞、打补丁,规范市场行为。在此背景下,上海楼市景气度呈现先高后低、总体平稳的发展态势。当年商品房销售面积为 1,880.45 万平方米,同比增长 5.1%,其中住宅销售面积 1,489.95 万平方米,同比增长 3.9%。全年商品房销售额为 6,788.73 亿元,同比增长 12.3%,其中住宅销售额为 6,104.94 亿元,同比增长 15.9%。

在房地产市场供给端,受宏观行业及政策环境影响,区域内开发企业优先投资周转率较快的住宅项目以加快整体资金回笼。2021 年上海市完成房地产开发投资额同比增长 7.2%,其中住宅投资同比增长 10.5%。

**图表 9. 上海商品房开发及销售情况 (单位: 万平方米、亿元、%)**

| 年份     | 商品房销售面积  | 同比     | 商品房销售额   | 同比     | 房地产开发投资额 | 同比    |
|--------|----------|--------|----------|--------|----------|-------|
| 2016 年 | 2,705.69 | 11.30  | 6,695.85 | 31.50  | 3,709.03 | 6.90  |
| 2017 年 | 1,691.60 | -37.50 | 4,026.67 | -39.90 | 3,856.53 | 4.00  |
| 2018 年 | 1,767.01 | 4.50   | 4,751.50 | 18.00  | 4,033.18 | 4.60  |
| 2019 年 | 1,696.34 | -4.00  | 5,203.82 | 9.50   | 4,231.38 | 4.90  |
| 2020 年 | 1,789.16 | 5.50   | 6,046.97 | 16.20  | 4,698.75 | 11.00 |
| 2021 年 | 1,880.45 | 5.10   | 6,788.73 | 12.30  | 5,035.18 | 7.20  |

资料来源: Wind

2021 年上海市坚持租购并举,加快推进租赁住房建设,强化住房保障体系建设,持续实施旧住房改造。根据《上海市国民经济和社会发展统计公报》数据显示,当年上海市完成中心城区成片二级旧里以下房屋改造 90.1 万平方米、受益居民 4.5 万户;开工实施旧住房更新改造 1210 万平方米,受益居民约 21 万户;推动既有多层住宅加装电梯签约 6073 台,完工 1579 台;新增建设筹措保障性租赁住房 6.7 万套(间)。

未来上海市租赁住房、保障性住房建设及旧房更新仍将持续推进。有关部门将继续以货币补贴方式为主对廉租住房申请家庭进行兜底保障,并适时研究

<sup>3</sup> 2021 年 1 月,上海市住建委、上海市规划局、上海市房管局三部门联合发布的《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》,简称“沪十条”。

<sup>4</sup> 2021 年 3 月,上海市住建委、上海市规划局、上海市房管局三部门联合发布的《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》,简称“新沪七条”。

启动廉租住房准入标准调整工作，进一步扩大政策受益面；提升公共租赁住房、单位租赁房管理规范化水平，加快配建房源移交和装修进度，及时投入使用；有序推进本市户籍共有产权保障住房签约，适时启动新一批共有产权保障住房申请受理工作；持续征收安置住房确保供应中心城区旧改、城中村改造、重大工程建设、农民集中居住的房源需求。

## 2. 业务运营

该公司定位为市属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；同时也开展商品住宅及商业物业销售和建筑材料销售等市场化业务。得益于自身功能定位及金融机构支持，公司在保障房、城市更新等领域的重大项目开发工作持续推进，整体经营状态平稳。

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：政府功能类和市场竞争类。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区域性功能开发任务。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开发与销售、建筑材料业务等。

图表 10. 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

通过分期付款的方式，该公司以 70.93 亿元对价从上海世博土地储备中心获得上海世博土地控股有限公司（简称“世博土控”）58.72%股权。相关工商变更于 2021 年 12 月 2 日完成后，世博土控成为公司全资子公司。世博土控目前主要负责浦东世博村的新一轮规划、浦江世博家园商业开发以及各类资产运营等。

### （1）主业运营状况/竞争地位

2019~2021 年，该公司分别结转营业收入 312.96 亿元、294.56 亿元和 372.86 亿元，其中主营业务收入分别为 306.61 亿元、268.19 亿元和 361.26 亿元，以市场竞争类业务为主。受商品住宅销售业务去化速度放缓等因素影响，2020 年公司整体营业收入规模同比有所减少。得益于保障房销售收入大幅增长，2021 年整体营业收入快速回升。但由于保障房业务的毛利率偏低，且近年来呈下降趋势，从而导致公司综合毛利率持续下滑。

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）<sup>5</sup>

| 主导产品或服务       | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|---------------|---------|---------|---------|
| 营业收入合计        | 306.61  | 268.19  | 361.26  |
| 其中：A.核心业务营业收入 | 190.13  | 156.47  | 234.05  |

<sup>5</sup> 由于数据拆分整合的工作量较大，暂无法获得公司 2020 年核心业务的细分收入/成本。

| 主导产品或服务        |                   | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|----------------|-------------------|---------|---------|---------|
| 在营业收入中所占比重     |                   | 62.01%  | 58.34%  | 64.79%  |
| 其中：1.政府功能类     | (1) 保障房销售收入       | 23.08   | 156.47  | 133.80  |
|                | (2) 区域功能性开发收入     | 44.40   |         | -       |
| 2. 市场竞争类       | (3) 商品住宅及商业物业销售收入 | 121.69  |         | 100.25  |
| 其中：B.非核心业务营业收入 |                   | 116.48  | 111.72  | 127.21  |
| 在营业收入中所占比重     |                   | 37.99%  | 41.66%  | 35.21%  |
| 其中：1.市场竞争类     | (1) 物业出租及场地出租收入   | 22.65   | 21.34   | 26.91   |
|                | (2) 建筑材料销售收入      | 61.41   | 50.72   | 54.01   |
| 综合毛利率          |                   | 43.44%  | 36.97%  | 28.73%  |
| 其中：保障房         |                   | 9.95%   | 40.17%  | 1.41%   |
| 区域功能性开发        |                   | 72.26%  |         | -       |
| 商品住宅及商业物业销售    |                   | 56.67%  |         | 55.07%  |
| 物业出租及场地出租      |                   | 39.28%  | 43.76%  | 50.91%  |
| 建筑材料销售         |                   | 16.43%  | 18.27%  | 17.18%  |

资料来源：上海地产集团

注：上海地产集团提供了 2020 年核心业务收入总额，未能提供内部抵消后的行业分类收入数据。

#### A. 政府功能类

##### a) 保障房

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。2021 年公司保障房项目投建及销售速度明显加快，当年实现业务收入 133.80 亿元，其中曹路基地项目贡献业务收入 87.41 亿元。

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。目前该公司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，建成后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，项目平均毛利率在 3%左右。

该公司单个保障房项目通常会根据销售进度进行多次收入结转。在尚未售罄阶段，结转收入的协议价格直接参照上海市政府安置房统一评估价；在最后一次结转收入时，则会根据审价确定的实际成本折算收入并进行一次性补偿。由于市政府安置房评估价水平较低，导致近年来公司保障房业务毛利率存在一定幅度的波动。其中，2019 年因获得以前年度项目的补偿，业务毛利率升至 9.95%。2021 年，公司保障房业务毛利率为 1.41%。

**图表 12. 公司保障房开发经营情况（单位：万平方米、亿元）**

| 指标        | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 新开工面积     | 40.42   | 15.31   | 74.32   |
| 竣工面积      | 33.39   | 44.26   | 64.00   |
| 新签约项目建设面积 | 35.81   | 22.41   | 32.41   |
| 新签约项目协议金额 | 50.88   | 41.48   | 35.97   |

资料来源：上海地产集团

**图表 13. 2021 年公司主要保障房项目收入结转情况（单位：万平方米、亿元）**

| 项目名称      | 所在区域 | 当年结转面积 | 当年结转收入金额 | 当年结转成本金额 | 期末项目累计投资金额 | 期末项目累计回笼资金 |
|-----------|------|--------|----------|----------|------------|------------|
| 浦江 9 号    | 闵行   | 0.43   | 0.47     | 0.47     | 8.44       | 8.47       |
| 华漕 206-D  |      | 7.94   | 9.85     | 10.09    | 8.58       | 9.31       |
| 顾村 F4     | 宝山   | 0.77   | 0.79     | 0.74     | 16.65      | 20.43      |
| 顾村 401    |      | 10.43  | 8.97     | 9.03     | 8.98       | 17.17      |
| 顾村 402    |      | 4.34   | 4.41     | 4.87     | 7.04       | 5.87       |
| 顾村 403    |      | 3.27   | 3.32     | 3.64     | 5.20       | 4.63       |
| 顾村 408    | 浦东   | 8.72   | 7.08     | 7.22     | 6.98       | 14.09      |
| 曹路 B07-02 |      | 19.62  | 30.46    | 29.03    | 30.24      | 23.85      |
| 曹路 B09-17 |      | 0.78   | 3.27     | 2.41     | 22.67      | 22.71      |
| 曹路 B13-04 |      | 2.12   | 4.21     | 4.11     | 6.73       | 5.92       |
| 曹路 B13-12 |      | 5.51   | 9.80     | 9.40     | 10.28      | 7.63       |
| 曹路 B13-14 |      | 8.61   | 14.32    | 14.24    | 17.21      | 15.94      |
| 曹路 B09-10 |      | 12.41  | 21.55    | 20.88    | 23.58      | 18.30      |
| 曹路 H-2-1  |      | 4.45   | 3.80     | 4.72     | 6.19       | 5.51       |
| 合计        |      | 89.40  | 122.30   | 120.85   | 178.77     | 179.83     |

资料来源：上海地产集团

截至 2021 年末，该公司主要的在建保障房项目计划总投资 504.52 亿元，累计已投资 323.29 亿元。其中规模最大的曹路基地项目计划投资 392 亿元，累计已投资 277.12 亿元。

**图表 14. 2021 年末公司重点在建保障房项目（单位：亿元、万平方米）**

| 项目名称                         | 计划总投资  | 累计投资   | 建筑面积   | 可售及可租面积 | 出售及出租面积 | 累计回笼资金 |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 曹路南块                         | 300.00 | 203.21 | 202.97 | 153.17  | 153.17  | 126.45 |
| 曹路北块                         | 92.00  | 73.91  | 114.58 | 94.48   | 94.48   | 65.09  |
| 华漕镇 206E 地块                  | 23.84  | 9.77   | 25.22  | 17.25   | 17.25   | 9.20   |
| 上海国际医学园区 20-10、21C-06 地块     | 4.43   | 2.82   | 4.85   | 3.49    | 3.49    | 0      |
| 浦东新区 PD0-1001 单元 03A-01 地块   | 9.77   | 4.05   | 11.28  | 8.52    | 0.14    | 0      |
| 浦东新区 PD0-1001 单元 03A-10 地块   | 3.23   | 1.34   | 3.71   | 2.73    | 0       | 0      |
| 浦东新区航头镇 PDS1-0205 单元 6-05 地块 | 2.98   | 1.37   | 3.86   | 2.69    | 2.46    | 0.46   |
| 航头镇 PSD1-0205 单元 11-03 地块    | 3.78   | 1.14   | 5.02   | 3.67    | 0       | 0      |
| 崇明区港西镇静南村乡村单元 01-01/01-02 地块 | 31.86  | 10.80  | 43.25  | 31.19   | 31.19   | 8.57   |
| 航头镇 PSD1-0205 单元 9-03 地块     | 2.12   | 0.63   | 2.82   | 2.05    | 0       | 0      |
| 七宝 MHC10105 单元 03.12 地块      | 5.70   | 2.75   | 4.37   | 2.88    | 0       | 0      |
| 七宝 188                       | 24.81  | 11.50  | 23.76  | 15.99   | 0       | 0      |
| 合计                           | 504.52 | 323.2  | 445.69 | 338.11  | 302.18  | 209.77 |

资料来源：上海地产集团

2017-2021 年，该公司陆续获得 14 幅中心城区及周边配套完备的地块用于长租公寓建设。截至 2021 年末，上述项目均处于在建状态，总建筑面积为 132.54 万平方米，计划建成 15,002 套长租公寓。

**图表 15. 截至 2021 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                                 | 在建工程<br>账面价值 | 总建筑<br>面积 | 套数     |
|-------------|--------------------------------------|--------------|-----------|--------|
| 2017 年 9 月  | 长宁区古北社区 W040502 单元 E1-10 地块          | 6.17         | 4.48      | 374    |
| 2017 年 9 月  | 浦东新区南码头街道滨江单元 06-05 地块               | 6.65         | 6.78      | 723    |
| 2017 年 9 月  | 浦东新区北蔡社区 Z000501 单元 03-02、03-03 地块   | 11.71        | 19.20     | 1,672  |
| 2017 年 9 月  | 徐汇区漕河泾社区 196a-08 地块                  | 1.88         | 2.26      | 238    |
| 2017 年 10 月 | 虹桥商务区 G1MH-0001 单元 III-T01-A02-02 地块 | 3.28         | 3.30      | 318    |
| 2017 年 10 月 | 浦东新区上钢社区 Z000101 单元 11-3 地块          | 15.24        | 16.25     | 1,856  |
| 2017 年 10 月 | 浦东新区上钢社区 Z000101 单元 10-2 地块          | 10.96        | 11.72     | 1,278  |
| 2017 年 10 月 | 长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块          | 14.12        | 14.57     | 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  | 16.67        | 21.22     | 1,895  |
| 2017 年 12 月 | 黄浦区南浦社区 S010601 单元 F01-01 地块         | 7.45         | 7.44      | 750    |
| 2018 年 9 月  | 嘉定区嘉定工业区南门社区 53-01 地块                | 3.51         | 4.50      | 458    |
| 2020 年 10 月 | 浦东新区周浦国际医学园 44B-01 地块租赁住房项目          | 5.18         | 14.74     | 3306   |
| 2021 年 1 月  | 浦东新区张江中区 41-10 地块租赁住房项目              | 1.88         | 3.91      | 416    |
| 2021 年 1 月  | 浦东新区孙桥社区 A10-2 地块租赁住房项目              | 0.87         | 2.17      | 416    |
| 合计          | -                                    | 105.57       | 132.54    | 15,002 |

资料来源：上海地产集团

#### b) 区域功能性开发

作为上海市属功能性企业集团，该公司按照市委、市政府要求，承接了较大规模的城市更新改造任务。目前主要包括三林楔形绿地项目、虹桥商务区北片区城中村改造项目、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，配套商业开发形成的收入计入区域功能性开发业务，其它纯公益部分则不产生营业收入<sup>6</sup>。相关项目的投建资金来源包括自筹、债务融资，以及政府各类补偿、补贴款项等。截至 2021 年末，公司资产中的纯公益性资产主要包括：虹桥综合交通枢纽交通中心工程、迎宾三路、管沟工程、E01-1C，南外滩滨水岸线综合改造工程（复兴东路-万豫码头街）、黄浦江东岸滨江公共空间贯通开发等项目，账面价值合计约 133.21 亿元。因相关项目产生的“长期应付款”余额为 52.16 亿元。上述纯公益性资产的后续处置方案尚未确定。

截至 2021 年末，该公司体量最大的区域功能性开发项目为三林楔形绿地项目，存货账面价值为 244.78 亿元。该项目位于浦东新区三林镇，西至沿江路，东至济阳路，北至中环线，南至外环线，规划用地面积约 4.2 平方公里。该项目建成后将包含 65%的公园绿化生态用地，以及 35%的居民、商业建设用地。目前该项目公共绿地部分已基本建成；居民、商业建设用地部分的契税已

<sup>6</sup> 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、专项补贴等款项记“长期应付款”或“递延收益”。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”。

完成缴纳。2021 年 10 月 25 日，公司控股上市子公司中华企业股份有限公司(简称“中华企业”)及原参股子公司世博大控以 121.96 亿元联合竞得三林楔形绿地项目公司之一的上海淞泽置业有限公司(简称“淞泽置业”)95%股权(对应净资产评估值 15.71 亿元)和 106.25 亿元债权。淞泽置业拥有三林 9 单元地块的开发经营管理权，该地块是三林整个片区首个启动的经营性项目，未来将建成总建筑面积为 36.08 万平方米的住宅。

虹桥商务区北片区城中村改造项目位于嘉定区，2021 年末仍处于拆迁阶段，居民签约率 99%，企业签约率 99%。该项目一级开发总投资预计约 130 亿元，二级开发预计 228 亿元；年末一级开发实际投资 24 亿元。根据规划，该地块包含经营性总用地 83.5 万平方米，未来将建成总建筑面积为 186.6 万平方米的住宅、办公和商业项目。

2020 年 8 月，该公司以 1 亿元的转让价格从上海申通地铁集团有限公司获得上海地产龙阳置业发展公司(简称“龙阳置业”)25%的股权，持股比例升至 70%，并将其纳入并表范围。截至 2021 年末，龙阳置业总资产为 177.43 亿元，其中在建工程余额为 177.04 亿元，主要系北蔡 Z000501 单元龙阳路地块的土地使用权，未来将分期建设自持商办项目。龙阳置业拟先行开发其中的白杨路以东片区(2 街坊)，规划建筑面积 24.18 万平方米，投资规模 46.1 亿元。截至 2021 年末，该项目正处于前期可研阶段。

除上述并表项目以外，2019 年该公司还投资设立了上海黄浦城市更新建设发展有限公司(简称“黄浦更新公司”)、上海静安城市更新投资发展有限公司(简称“静安更新公司”)、上海杨浦城市更新建设发展有限公司(简称“杨浦更新公司”)及上海虹口城市更新建设发展有限公司(简称“虹口更新公司”)以推进四区的城市更新工作。公司对这四家合营企业的持股比例均为 60%，2021 年末对应的长期股权投资余额分别为 127.86 亿元、10.98 亿元、5.92 亿元和 113.11 亿元。根据章程，上述四家合营企业的股东会决议需经全体股东一致通过，董事会决议需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。

为进一步推动旧区改造和城市更新工作，该公司于 2021 年 6 月 2 日与招商蛇口、中交集团、万科集团、国寿投资、保利发展、中国太保、中保投资联合成立上海城市更新基金。该基金总规模约 800 亿元，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目。

## **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，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，中华企业和中星集团之间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，中华企业是公司市场化房地产业务的核心经营主体。2021 年中华企业结转住宅销售收入 82.62 亿元，较

上年减少 21.50 亿元。

受新冠疫情及行业调控政策等因素的影响，近年来中华企业开发节奏明显放缓，可售项目减少使得签约销售面积及金额持续下滑。2021 年，中华企业积极融入上海地产集团的城市更新平台建设，与世博土控联合体成功竞得上海淞泽置业有限公司 95% 股权，获取三林滨江南片区 9 单元地块的开发经营管理权。受此影响，中华企业资产规模从 2020 年末的 493.44 亿元回升至 541.85 亿元。结合上海地产集团的战略，中华企业正逐步将自身定位调整为城市更新综合开发运营企业。

**图表 16. 中华企业开发经营情况（单位：万平方米、亿元）**

| 指标     | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|--------|---------|---------|---------|
| 新开工面积  | 34.66   | 19.80   | -       |
| 竣工面积   | 24.90   | 28.67   | 25.64   |
| 期末在建面积 | 111.33  | 72.44   | 46.63   |
| 签约销售面积 | 22.15   | 15.61   | 10.87   |
| 签约销售金额 | 95.00   | 83.57   | 46.90   |
| 结算面积   | 30.84   | 35.00   | 17.48   |
| 结算金额   | 119.71  | 104.12  | 82.62   |

注：根据中华企业公开资料汇总、计算

截至 2021 年末，中华企业共有 6 个在建项目，总投资额为 150.53 亿元；在建建筑面积为 46.63 万平方米，其中上海地区在建面积占比为 69.46%。此外，中华企业采用合作开发模式在上海市黄浦区、浦东新区共持有 13.3 万平方米的待开发土地；采用独立开发模式在江苏省扬州市持有 11.1 万平方米的待开发土地。

#### b) 物业出租及场地出租业务

该公司拥有较大数量且业态多样的持有型物业，2021 年实现租赁和场地使用费收入 26.91 亿元，较上年增长 5.57 亿元。其中，办公楼、购物中心、商铺、酒店及休闲、仓储等经营性物业主要分布于中华企业、上海房地产经营（集团）有限公司及上海世博发展（集团）有限公司等经营主体。2021 年，上述三家企业分别实现业务收入 6.04 亿元、4.53 亿元和 4.35 亿元。

**图表 17. 中华企业部分持有物业的出租情况（单位：万平方米、亿元）**

| 物业名称       | 2019 年 |      | 2020 年 |      | 2021 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 | 12.90  | 2.51 | 11.65  | 1.97 | 13.00  | 2.18 |
| 凉城购物中心     | 4.49   | 0.32 | 4.49   | 0.30 | 4.49   | 0.33 |
| 中星城        | 9.28   | 0.45 | 6.02   | 0.34 | 9.28   | 0.45 |
| 合计         | 26.67  | 3.28 | 22.16  | 2.61 | 26.77  | 2.96 |

资料来源：公开资料

除上述经营性物业以外，该公司另拥有一定体量的公租房资产，主要经营主体为子公司上海地产住房发展有限公司（简称“住发公司”）下属的上海地产租赁住房建设发展有限公司（简称“租赁发展公司”），租金价格则由物价部门核定。2021 年度租赁发展公司实现的租金收入为 4.02 亿元，较上年增长 0.61

亿元。截至 2021 年末，租赁发展公司持有的公租房合计面积 49 万平方米，较上年同期增长 5 万平方米；出租率为 93%，较上年同期提升 5 个百分点。租赁发展公司的公租房物业高度分散于上海市区，2021 年末相关资产的账面价值为 73.26 亿元，全部纳入“投资性房地产”科目核算。

### c) 建材业务

2014 年 9 月，根据上海市国资委《关于同意上海建材（集团）有限公司 100%股权无偿划转的批复》，该公司获得上海建材（集团）有限公司（简称“上海建材集团”）100%股权，新增建筑材料业务。上海建材集团旗下拥有耀皮玻璃（600819）一家上市公司，2021 年末直接持股比例为 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。

截至 2021 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）；2021 年实现营业收入 71.96 亿元，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

该公司控股子公司上海市住房置业融资担保有限公司（简称“担保公司”）主要从事个人住房公积金贷款担保业务，同时还涉及个人住房商业贷款担保以及企业融资担保业务。目前住房公积金贷款担保业务收取的服务费作为担保收入，而不收取担保费用。2019-2021 年，担保公司分别实现担保收入 1.39 亿元、1.19 亿元和 0.95 亿元。截至 2021 年末，担保公司提供的个人住房公积金贷款担保余额为 941.36 亿元，商业贷款担保余额为 21.56 亿元，其他在保余额为 13.95 亿元；累计已代偿未回收金额为 8.83 亿元，主要由商业贷款担保业务产生。担保公司因融资性担保业务计提的坏账准备及特殊担保赔偿准备金总额已足额覆盖代偿款扣除相应反担保措施的金额，近两年均未计提坏账准备。

**图表 18. 公司住房担保业务情况（单位：亿元）**

| 住房担保业务       | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年 |
|--------------|----------|----------|--------|
| 个人公积金贷款担保余额  | 1,166.50 | 1,028.88 | 905.85 |
| 个人住房商业贷款担保余额 | 26.67    | 24.90    | 21.56  |
| 其他在保余额       | 21.71    | 13.92    | 13.95  |
| 合计           | 1,214.88 | 1,067.70 | 941.36 |

资料来源：上海地产集团

## C. 主要参股上市公司

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”，代码 600606.SH）。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 2021 年末，绿地控股经审计的合并会计报表口径资产总额 14,690.98 亿元，负债总

额为 13,052.15 亿元，所有者权益为 1,638.83 亿元（归属于母公司股东权益为 899.72 亿元），资产负债率为 88.84%。2021 年绿地控股实现营业收入 5,442.86 亿元，实现净利润 94.43 亿元（其中归母净利润为 61.79 元）；经营活动净现金流为 622.33 亿元。

截至 2021 年末，该公司为绿地控股第二大股东，持股比例为 25.82%，期末账面价值为 143.19 亿元，较上年末减少了 40.00 亿元。公司采用公允价值计量将这部分股权计入其他权益工具投资科目核算，其变动直接影响所有者权益中的其他综合收益科目。按 2022 年 4 月 29 日收盘价 4.79 元/股计算，相关股权对应市值为 158.04 亿元。

图表 19. 2021 年末公司主要参股上市公司（单位：亿元）

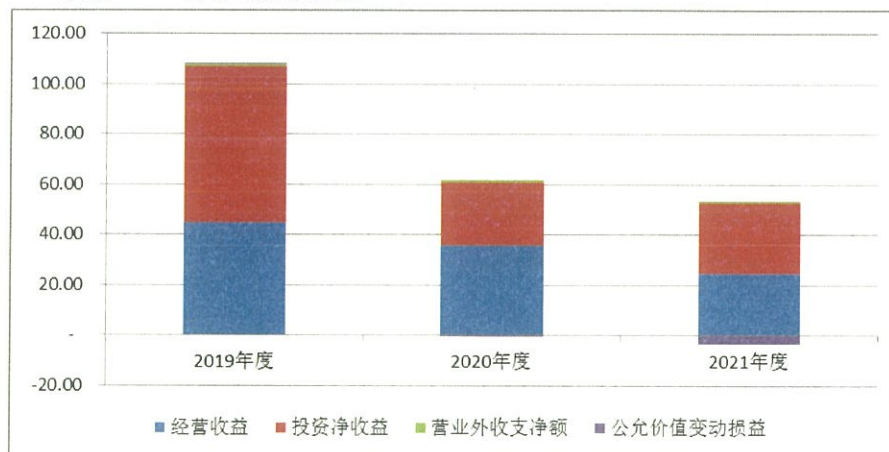
| 上市公司 | 证券代码      | 公允价值   | 成本     |
|------|-----------|--------|--------|
| 绿地控股 | 600606.SH | 143.19 | 135.66 |
| 浦发银行 | 600000.SH | 7.07   | 1.24   |
| 海通证券 | 600837.SH | 3.61   | 0.37   |
| 合计   | -         | 153.87 | 137.27 |

资料来源：上海地产集团

2021 年，上海市国资委发文将所持百联集团有限公司（简称“百联集团”）、东浩兰生（集团）有限公司（简称“东浩兰生”）及锦江国际（集团）有限公司（简称“锦江国际”）各 19% 股权无偿划转至该公司，划转基准日为 2020 年末。截至 2021 年末，上述股权划转尚未完成工商变更手续，涉及的 93.20 亿元股权资产于其他非流动资产科目核算。

## （2）盈利能力

图表 20. 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 21. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构   | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|------------|---------|---------|---------|
| 营业收入合计（亿元） | 312.96  | 294.56  | 372.86  |

| 公司营业利润结构       | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|----------------|---------|---------|---------|
| 毛利（亿元）         | 134.61  | 111.04  | 107.11  |
| 信用及资产减值损失（亿元）  | 1.80    | 1.48    | 4.54    |
| 期间费用（亿元）       | 48.15   | 51.09   | 55.49   |
| 期间费用率（%）       | 15.38%  | 17.35%  | 14.88%  |
| 其中：财务费用率（%）    | 5.94%   | 7.64%   | 6.60%   |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 40.25   | 42.83   | 57.81   |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 13.70   | 14.10   | 23.56   |

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小。得益于低毛利保障房业务收入的增长，2021 年公司营业收入回升至 372.86 亿元，但综合毛利率下降至 28.73%，经营收益规模亦出现进一步的缩减。2021 年公司确认资产减值损失 4.54 亿元，主要包括 2.94 亿元的存货跌价损失和 2.35 亿元的应收账款坏账损失。公司期间费用以管理费用（含研发费用）和财务费用为主，2021 年度分别为 25.02 亿元和 24.63 亿元，较上年增长了 2.71 亿元和 2.13 亿元。受此影响，当年公司期间费用增至 55.49 亿元。但由于营业收入回升幅度相对更大，当年期间费用率下滑至 14.88%。

近年来该公司投资净收益规模存在一定波动。2019 年实现的投资净收益为 62.57 亿元，主要系三家原控股子公司非公开定向增资导致公司持股比例被动稀释，控制权的丧失为公司带来了 21.83 亿元的处置收益，以及在手股权按照公允价值重新计量形成的 20.72 亿元利得。2020 年度公司实现投资净收益 24.98 亿元，主要包括：（1）通过持有可供出售金融资产取得投资收益 13.69 亿元，其中绿地控股分红 12.57 亿元；（2）通过处置可供出售金融资产取得投资收益 5.28 亿元。2021 年度公司实现投资净收益 28.29 亿元，主要包括：（1）因处置一家全资子公司、一家联营企业的股权，形成投资收益 10.27 亿元；（2）其他权益工具投资持有期间的投资收益 8.66 亿元，其中绿地控股分红 7.86 亿元。

该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，公允价值变动损益则主要来自交易性金融资产，近年来这三项收益对整体收益的影响相对较小。2021 年，公司其他收益为 6.43 亿元，主要包括申虹集团交通中心、住发公租房等项目带来的可持续补贴。公允价值变动损益为-3.35 亿元，主要源于全资子公司上海缤纷商贸发展有限公司（简称“缤纷商贸”）持有东方证券股票期间的市值波动。

由于经营收益缩减明显，2021 年该公司净利润同比减少 35.11%至 33.75 亿元。

**图表 22. 影响公司盈利的其他因素分析**

| 影响公司盈利的其他因素 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 投资净收益（亿元）   | 62.57   | 24.98   | 28.29   |

| 影响公司盈利的其他因素  | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|--------------|---------|---------|---------|
| 营业外收入（亿元）    | 2.03    | 2.44    | 1.18    |
| 其他收益（亿元）     | 1.79    | 3.41    | 6.43    |
| 资产处置收益（亿元）   | 0.19    | 1.08    | 0.74    |
| 公允价值变动损益（亿元） | 0.69    | -0.13   | -3.35   |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

**图表 23. 2021 年公司投资收益主要来源公司盈利的其他因素分析**

| 项目名称              | 金额   | 主要事项           | 主要涉及资产                                                   |
|-------------------|------|----------------|----------------------------------------------------------|
| 处置长期股权投资产生的投资收益   | 2.86 | 处置上海扬子江大酒店有限公司 | 上海扬子江大酒店                                                 |
|                   | 7.29 | 处置上海虹权置业有限公司   | 主要负责闵行区新虹街道 G1MH-0001 单元 III-G02B-02、III-G02D-04 地块项目的开发 |
| 其他权益工具投资持有期间的投资收益 | 8.66 | 绿地控股分红         | 实现分红 7.86 亿元                                             |
| 处置交易性金融资产取得的投资收益  | 5.25 | 缤纷商贸出售东方证券股票   | 出售 3739.92 万股，实现收益 5.16 亿元                               |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

### （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服务上海市委市政府。目前公司工作重点包括：进一步增强资金集中管理意识，提高资金使用敏感度；完善项目可研、投中、闭环管控体系，细化工作标准和管控点；加快资金回笼，确保集团长期健康发展；建立统一招商平台，提升存量资产运营能级；围绕区域整体开发项目股转、中介机构对总管理、会计核算、税筹等完善各项集团管控标准；加快推进竣工项目财务决算、信息化二期、租赁住房运营等相关专项工作。

## 管理

**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。

跟踪期内该公司内部治理及管理体系总体稳定。公司关联交易主要体现在与关联方的日常交易、权益补偿、利息收取及担保等方面。2021 年公司发生场地租赁、咨询服务费等关联采购及劳务支出共计 1.22 亿元，权益补偿、场地租赁费等销售商品及提供劳务收入 17.03 亿元；收取利息 3.95 亿元。截至 2021 年末，公司为关联方提供的担保余额为 976.87 亿元，其中主要有向

黄浦、虹口、杨浦及静安四家更新公司提供的 464.36 亿元、432.57 亿元、23.70 亿元和 38.96 亿元担保。

**图表 24. 2021 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         | 2.12    | 5.20%   |
| 其他应收款        | 115.21  | 84.49%  |
| 应收股利         | 0.17    | 2.13%   |
| 其他非流动资产-委托贷款 | 44.61   | 20.53%  |
| 应付账款         | 0.22    | 0.16%   |
| 其他应付款        | 19.30   | 11.39%  |
| 预收账款         | 0.005   | 0.14%   |

注：根据上海地产集团提供数据整理计算

根据该公司提供的 2021 年 12 月 15 日《企业征信报告》，未发现银行借款违约记录。

**图表 25. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

| 信息类别     | 信息来源      | 查询日期       | 集团本部 |
|----------|-----------|------------|------|
| 欠贷欠息     | 中国人民银行征信局 | 2021.12.15 | 正常   |
| 各类债券还本付息 | 公开信息披露    | 2022.4.30  | 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

近两年该公司的保障房、城市更新建设任务重，资金需求量大。公司一方面通过股东资产划拨、自身经营积累、合并范围变更等渠道保证了权益资本实力的快速增强，另一方面则加大了债务筹资力度。凭借自身稳定的资产质量以及股东的大力支持，公司债务偿付安全性有保障。

### 1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019 年至 2021 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和陆续颁布的各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

2021 年，该公司通过股权收购的方式将世博大控纳入并表范围，另投资设立、非同一控制下企业合并了 13 家企业；因注销、处置等原因，有 5 家孙、子公司不再纳入并表范围。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

得益于股东资产划拨、自身经营积累、合并范围变更等因素，2019-2021 年该公司所有者权益持续增长。2020 年，公司获得财政拨付的城市更新资金 80.00 亿元以及上海市国资委划拨的国有资本金 4.42 亿元，带动所有者权益从年初的 1064.81 亿元增至 1142.94 亿元。2021 年，公司所有者权益进一步增至 1450.71 亿元，增长部分主要包括资本公积新增的 179.77 亿元，以及其他权益工具新增的 141.90 亿元。

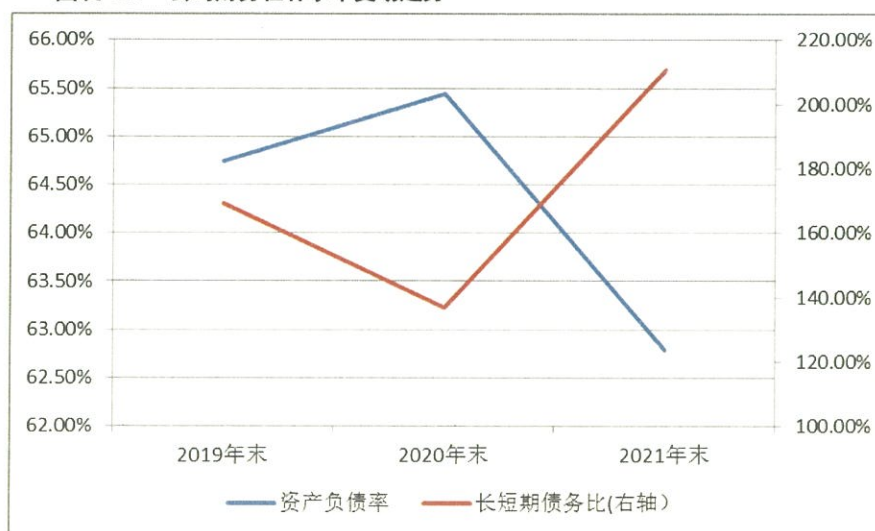
图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势

| 事项                   | 增加金额   | 会计科目   |
|----------------------|--------|--------|
| 财政拨付上海城市更新建设发展有限公司资金 | 40.00  | 资本公积   |
| 国资委无偿划转百联集团 19%股权    | 39.56  |        |
| 世博士控纳入合并范围           | 39.27  |        |
| 国资委无偿划转锦江国际 19%股权    | 27.71  |        |
| 国资委无偿划转东浩兰生 19%股权    | 25.93  |        |
| 中保投资权益性出资款           | 141.90 | 其他权益工具 |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据绘制。

2021 年该公司经营规模扩张速度进一步加快，带动负债从年初的 2164.36 亿元增至年末的 2447.90 亿元。但由于所有者权益增幅更大，资产负债率从 65.44%降至 62.79%。同时，随着中长期债务融资力度的显著加大，公司长短期债务比从年初的 136.84%回升至 210.77%。若将中保投提供的 141.90 亿元股权融资款视作非流动负债，则公司资产负债率和长短期债务比分别为 66.43%和 228.78%。

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。

## (2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务

| 核心债务       | 2019 年末 | 2020 年末  | 2021 年末  |
|------------|---------|----------|----------|
| 刚性债务 (亿元)  | 863.53  | 1,012.09 | 1,198.10 |
| 应付账款 (亿元)  | 94.03   | 94.46    | 135.32   |
| 预收款项 (亿元)  | 182.13  | 103.71   | 3.41     |
| 合同负债 (亿元)  | -       | 56.69    | 143.49   |
| 其他应付款 (亿元) | 121.13  | 132.77   | 169.49   |
| 长期应付款 (亿元) | 37.16   | 378.47   | 406.19   |
| 专项应付款 (亿元) | 413.81  | -        | -        |
| 递延收益 (亿元)  | 48.72   | 175.72   | 189.80   |
| 刚性债务占比     | 44.15%  | 46.76%   | 48.94%   |
| 应付账款占比     | 4.81%   | 4.36%    | 5.53%    |
| 预收款项占比     | 9.31%   | 4.79%    | 0.14%    |
| 合同负债占比     | -       | 2.62%    | 5.86%    |
| 其他应付款占比    | 6.19%   | 6.13%    | 6.92%    |
| 长期应付款占比    | 1.90%   | 17.49%   | 16.59%   |
| 专项应付款占比    | 21.16%  | -        | -        |
| 递延收益占比     | 2.49%   | 8.12%    | 7.75%    |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据绘制。

截至 2021 年末，该公司负债总额为 2447.90 亿元，主要集中于刚性债务、长期应付款、递延收益、其他应付款、合同负债及应付账款等科目。其中，长期应付款包含了原专项应付款的内容，主要有申虹投资代建项目拨款 242.07 亿元，申虹土地储备专项资金 37.12 亿元，以及中保投资债权投资计划 30 亿元。递延收益以政府提供的专项资金为主，2020 年末大幅增长主要是源于申虹集团交通中心和世博文化公园的专项补贴共 141.47 亿元。其他应付款以往来款及暂收款为主，对象较为分散。合同负债主要是尚未办理房屋交接手续而产生的预收售房款。应付账款为尚未结算的工程款，账龄多在两年以内。

## (3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成

| 刚性债务种类     | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|------------|---------|---------|---------|
| 短期刚性债务合计   | 205.80  | 380.78  | 170.29  |
| 其中：短期借款    | 46.91   | 71.50   | 23.11   |
| 一年内到期非流动负债 | 103.34  | 206.74  | 141.55  |
| 应付票据       | 4.94    | 4.68    | 5.62    |
| 应付利息       | 5.61    | 8.36    | -       |
| 委托贷款及其他    | 45.00   | 89.51   | -       |

| 刚性债务种类    | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 中长期刚性债务合计 | 657.73  | 631.31  | 1027.82 |
| 其中：长期借款   | 367.54  | 370.11  | 481.09  |
| 应付债券      | 223.56  | 205.62  | 514.81  |
| 其他中长期刚性债务 | 66.63   | 10.57   | 31.91   |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

截至 2021 年末，该公司刚性债务为 1198.10 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，占刚性债务的比例维持在 50% 上下。其中，短期借款及一年内到期的长期借款余额分别为 23.11 亿元和 90.27 亿元，多为信用、保证借款；长期借款余额为 481.09 亿元，以抵、质押借款为主。债券发行是公司另一大债务融资渠道。截至 2021 年末，公司一年内到期的各类应付债券余额为 50.93 亿元，各类应付债券余额为 514.81 亿元。公司应付委托贷款余额降至 0 亿元，主要系贷款方世博土控被公司纳入并表范围后内部合并抵消所致。其他中长期刚性债务中主要包括长期应付款科目中的 30 亿元中保投资-上海地产三林棚改基础设施债权投资计划投资合同。

截至 2021 年末，该公司为对外担保余额为 976.87 亿元，担保比率为 67.34%，担保对象以前述四家城市更新类合营企业为主。

### 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           | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 营业周期（天）           | 2290.59 | 2536.68 | 1850.85 |
| 营业收入现金率（%）        | 102.32  | 102.15  | 92.02   |
| 业务现金收支净额（亿元）      | -94.17  | -20.82  | -1.48   |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | 15.85   | 32.58   | -7.42   |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | -78.32  | 11.76   | -8.90   |
| EBITDA（亿元）        | 154.13  | 111.41  | 109.68  |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.18    | 0.12    | 0.10    |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 3.83    | 2.60    | 1.90    |

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。

由于房地产项目开发投入及资金回笼的时间差，该公司经营环节现金净流量存在周期性波动，2019-2021 年分别为-78.32 亿元、11.76 亿元和-8.90 亿元。2019 年，由于多个主要在开发（包括市场竞争类和政府功能类）地产项目尚未进入预售期，公司经营环节出现现金大额净流出。2020 年公司经营环

节现金净流量转为正值。2021 年，公司在三林楔形绿地及多个保障房项目上保持了一定的建设力度，经营性现金净流出 8.90 亿元。同时，由于存货中三林楔形绿地、曹路基地等大型项目的开发周期较长，而结转营业收入规模又相对较少，公司营业周期天数维持在高水平。

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。由于利润总额逐年减少，2019-2021 年公司 EBITDA 规模持续缩减，对刚性债务与利息的保障程度亦有明显减弱。

## （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                      | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年  |
|------------------------------|--------|--------|---------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | -41.39 | -41.17 | -156.36 |
| 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 | -24.79 | -53.90 | -89.87  |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | -6.95  | 33.82  | 62.03   |
| 投资环节产生的现金流量净额                | -73.13 | -61.25 | -184.20 |

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众多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，导致投资环节现金流持续净流出，2019-2021 年净流出规模分别为 73.13 亿元、61.25 亿元和 184.20 亿元。2021 年，公司对虹口更新公司和黄浦更新公司分别追加 76.20 亿元和 83.90 亿元投资，导致投资环节资金大额净流出。由于相关项目的计划投资体量庞大、投资周期长，预计未来公司的投资现金净支出压力将维持在较高水平。

## （3）筹资环节

**图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）**

| 主要数据及指标           | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 吸引投资收到的现金         | 23.91  | 113.84 | 343.36 |
| 取得借款收到的现金         | 288.02 | 242.73 | 344.94 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金    | 2.89   | 53.90  | 98.68  |
| 偿还债务支付的现金         | 205.93 | 199.21 | 384.61 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 53.29  | 55.13  | 53.59  |
| 支付其他与筹资活动有关的现金    | 9.01   | 2.82   | 83.57  |
| 筹资环节产生的现金流量净额     | 46.59  | 153.32 | 265.20 |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

为补充经营及投资活动所产生的资金缺口，近年来该公司显著加大了融资力度，筹资环节现金流持续大额净流入。公司通过股东增资、银行借款、债券发行等方式筹得大量资金，能有效支持后续的保障房建设、旧区改造及

城市更新工作的正常推进。

#### 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           | 2019 年末  | 2020 末   | 2021 末   |
|-------------------|----------|----------|----------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比）  | 1,769.37 | 2,001.36 | 2,048.11 |
|                   | 58.58%   | 60.51%   | 52.53%   |
| 其中：现金类资产（亿元）      | 381.69   | 494.88   | 559.07   |
| 存货（亿元）            | 1,142.82 | 1,386.23 | 1,267.50 |
| 其他应收款（亿元）         | 59.92    | 51.90    | 136.36   |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比） | 1,251.17 | 1,305.94 | 1,850.51 |
|                   | 41.42%   | 39.49%   | 47.47%   |
| 其中：在建工程（亿元）       | 245.72   | 188.00   | 431.32   |
| 固定资产（亿元）          | 95.64    | 187.81   | 202.18   |
| 可供出售金融资产（亿元）      | 257.21   | 212.47   | -        |
| 其他权益工具投资（亿元）      | -        | -        | 162.67   |
| 投资性房地产（亿元）        | 190.85   | 206.34   | 258.31   |
| 长期股权投资（亿元）        | 233.35   | 281.81   | 444.79   |
| 其他非流动资产（亿元）       | 134.03   | 129.84   | 217.34   |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理。

注：现金类资产为货币现金、交易性金融资产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 2021 年末为 3898.61 亿元，较上年末增长 17.88%。其中流动资产余额为 2048.11 亿元，主要包括货币资金、存货和其他应收款。其中货币资金余额为 550.46 亿元，包括使用受限部分 14.55 亿元，主要为监管、冻结、承兑汇票以及履约保证金等。存货为 1267.50 亿元，较上年末减少 118.73 亿元，主要系子公司龙阳置业将拟自持的 170.93 亿元商业项目由存货转入在建工程核算所致。期末公司存货主要由开发成本、开发产品<sup>7</sup>和代建项目组成，年末账面价值分别为 836.47 亿元、122.82 亿元和 264.95 亿元。代建项目主要系子公司上海申虹投资发展有限公司的 36 个政府代建项目，其中已竣工项目 33 个，暂无处置计划的管理移交项目 28 个。此外，存货中账面价值较大的还有 25.79 亿元的世博中国馆项目。该项目已于 2012 年交由上海市文化广播影视管理局经营管理，尚未办理资产转移手续。其他应收款为 136.36 亿元，其中 115.21 亿元的应收对象为合营企业等关联方，主要包括应收上海华轶实业有限公司<sup>8</sup>的 56.29 亿元，以及应收虹口更新公司和杨浦更新公司的 31.30 亿元和 13.79 亿元。除了上述三项余额较大的流动性资产之外，2021 年末公司应收账款快速增至 40.80 亿元，增长的 23.50

<sup>7</sup> 作为公司市场化房地产开发核心平台，中华企业 2021 年末的存货账面价值为 167.79 亿元，主要包括开发成本 114.25 亿元、开发产品 53.42 亿元。公司存货剩余部分主要分布于三林楔形绿地和曹路基地项目，2021 年末账面余额分别为 244.78 亿元和 102.52 亿元。其余项目的单体账面余额均在 20 亿元以下。

<sup>8</sup> 合营企业，主要负责世博村 B 地块的开发。

亿元主要系尚待向上海市住宅建设发展中心、上海市浦东新区曹路镇人民政府收取的曹路保障房项目销售款。

截至 2021 年末，该公司非流动资产余额为 1850.51 亿元，主要包括在建工程、固定资产、其他权益工具投资、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 431.32 亿元，较上年大幅增长 243.32 亿元。其中 170.93 亿元由存货转入，系龙阳置业待开发自持商业项目的土地使用权；剩余增长部分中有 51.42 亿元系区域功能类项目世博文化公园的持续投建。固定资产余额为 202.18 亿元，其中 86.65 亿元为公益性项目虹桥综合交通枢纽中心工程。其他权益工具投资余额为 162.67 亿元，主要包括按公允价值计量的 143.19 亿元绿地控股股权。长期股权投资余额为 444.79 亿元，较上年末增长 162.98 亿元，主要源于对虹口更新公司和黄浦更新公司分别追加的 76.20 亿元和 83.90 亿元投资。投资性房地产余额为 258.31 亿元，较上年增长 51.97 亿元，其中 36.56 亿元源于新纳入并表范围的世博土控。公司投资性房地产主要为自持租赁性物业，全部按成本法入账。其他非流动资产余额为 217.34 亿元，较上年末增长 87.50 亿元，主要源于无偿划转的百联集团、东浩兰生及锦江国际的股权合计 93.20 亿元。

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 476.56 亿元，在资产总额中的占比为 12.22%。

**图表 34. 2021 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    | 14.44  | 监管、冻结、承兑汇票、履约保证金等                 |
| 存货      | 195.75 | 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      |
|         | 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 |
|         | 1.44   | 世博村路 300 号，实际已交由上海市机关事务管理局经营管理    |
| 固定资产    | 21.49  | 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  | 105.32 | 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    | 9.59   | 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    | 77.46  | 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      |
| 长期股权投资  | 3.16   | 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      |
| 其他非流动资产 | 18.26  | 世博村 H 地块，实际已交由上海市机关事务管理局经营管理      |
|         | 3.86   | 当代艺术博物馆，实际已交由上海市文化广播影视管理局经营管理     |
| 合计      | 476.56 | -                                 |

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 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|---------|---------|---------|---------|
| 流动比率    | 243.52% | 219.01% | 260.01% |
| 速动比率    | 80.72%  | 65.79%  | 98.28%  |

| 主要数据及指标   | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 现金比率      | 52.53%  | 54.15%  | 70.98%  |
| 存货周转速度（次） | 0.16    | 0.15    | 0.20    |

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，但资产流动性总体稳定。截至 2021 年末，公司现金类资产存量充裕，现金比率处于较高水平，能对即期债务偿付提供有效支撑。

## 6. 表外事项

根据该公司 2021 年审计报告显示，中华企业下属子公司在 1 项重大未决诉讼中作为被申请人。该诉讼目前处于二审阶段，涉诉金额小于 0.50 亿元。

截至 2021 年末，该公司对外提供担保余额为 976.87 亿元，较上年末增长 689.13 亿元，担保对象全部为关联企业。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

截至 2021 年末，该公司本部负债总额为 819.99 亿元，其中刚性债务余额 465.03 亿元，占合并口径刚性债务比重 38.81%。同期公司本部资产总额为 2023.74 亿元，其中货币资金现金余额 200.12 亿元，占合并口径货币资金比重 36.35%。除货币资金以外，公司本部资产主要集中于长期股权投资和其他应收款，余额分别为 891.46 亿元和 400.99 亿元。其中，其他应收款多为提供给下属各控、参股子公司的往来资金。2021 年度，公司本部实现营业收入 17.21 亿元，实现净利润 18.80 亿元。总体而言，为了控制集团整体融资成本，公司本部作为发债主体募集了大量资金以支持下属各经营主体的经营活动，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，能够持续获得政府的大力支持。经由多次的财政拨付城市更新资金、国资委划拨资本金及股权资产等动作，公司资本公积从 2019 年末的 193.80 亿元大幅增至 2021 年末的 458.02 亿元，经营规模的扩张得到有力支持。

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募集资金，使得融资渠道多元化。截至 2021 年末，公司本部获银行授信总额 541.30 亿元，已使用 320.99 亿元。总体而言，公司后续融资空间大。

图表 36. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别               | 综合授信   | 放贷规模/余额 |
|--------------------|--------|---------|
| 全部（亿元）             | 541.30 | 320.99  |
| 其中：工农中建交五大商业银行（亿元） | 177.63 | 78.71   |

资料来源：根据上海地产集团所提供数据整理（截至 2021 年末）。

## 跟踪评级结论

该公司为市属功能性企业集团，股权关系清晰，公司治理结构和组织结构基本能够满足日常经营管理需要。

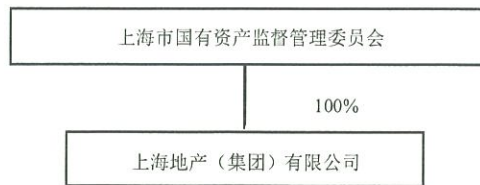
该公司定位为市属功能性国有企业集团，主要从事城市更新改造、建设保障性住房及进行区域性功能开发；同时也开展商品住宅及商业物业销售和建筑材料销售等市场化业务。得益于自身功能定位及金融机构支持，公司在保障房、城市更新等领域的重大项目开发工作持续推进，整体经营状态平稳。

近两年该公司的保障房、城市更新建设任务重，资金需求旺盛。公司一方面通过股东资产划拨、自身经营积累、合并范围变更等渠道保证了权益资本实力的快速增强，一方面则加大了债务筹资力度。凭借自身资产质量的稳定，以及股东的大力支持，公司债务偿付安全性有保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）房地产市场竞争力、项目去化及资金回笼情况；（3）该公司在建项目整体开发进度及未来销售情况；（4）公司未来土地储备及房地产开发规划；（5）绿地控股股权价值变动情况。

附录一：

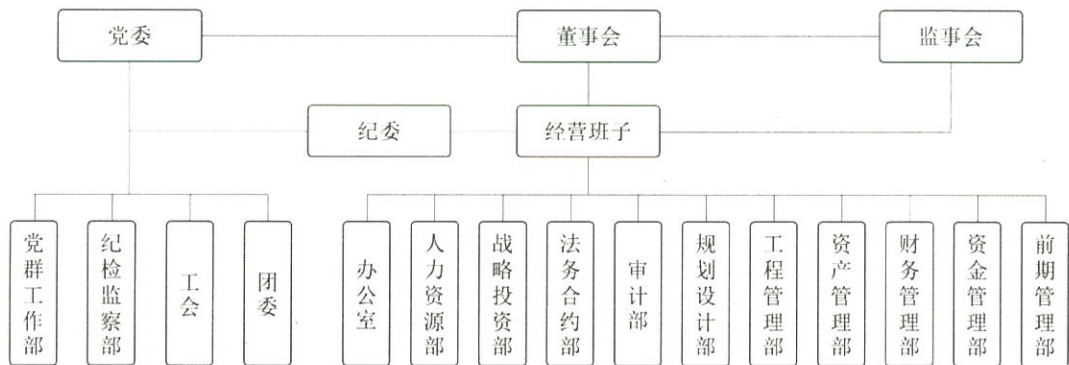
公司与实际控制人关系图



注：根据上海地产集团提供的资料绘制（截至 2021 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海地产集团提供的资料绘制（截至 2021 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     | 2021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 | 465.03             | 1203.75   | 17.21    | 18.80   | 0.13           |
| 中华企业股份有限公司   | 中华企业 | 核心子公司 | 68.44%     | 房地产开发经营  | 213.89             | 170.19    | 95.97    | 11.82   | 28.70          |
| 上海地产住房发展有限公司 | 住发公司 | 核心子公司 | 100.00%    | 房地产开发经营  | 90.43              | 44.21     | 39.10    | -0.97   | 1.85           |

注：根据上海地产集团 2021 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]      | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   |
|----------------------|----------|----------|----------|
| 资产总额 [亿元]            | 3,020.54 | 3,307.30 | 3,898.61 |
| 货币资金 [亿元]            | 376.56   | 490.89   | 550.46   |
| 刚性债务[亿元]             | 863.53   | 1,012.09 | 1,198.10 |
| 所有者权益 [亿元]           | 1,064.81 | 1,142.94 | 1,450.71 |
| 营业收入[亿元]             | 312.96   | 294.56   | 372.86   |
| 净利润 [亿元]             | 80.58    | 52.02    | 33.75    |
| EBITDA[亿元]           | 154.13   | 111.41   | 109.68   |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | -78.32   | 11.76    | -8.90    |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -73.13   | -61.25   | -184.20  |
| 资产负债率[%]             | 64.75    | 65.44    | 62.79    |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 123.31   | 112.93   | 121.08   |
| 流动比率[%]              | 243.52   | 219.01   | 260.01   |
| 现金比率[%]              | 52.53    | 54.15    | 71.70    |
| 利息保障倍数[倍]            | 3.41     | 2.22     | 1.58     |
| 担保比率[%]              | 14.61    | 25.17    | 67.34    |
| 营业周期[天]              | 2,290.59 | 2,536.68 | 1,850.85 |
| 毛利率[%]               | 43.01    | 37.70    | 28.73    |
| 营业利润率[%]             | 35.15    | 22.12    | 15.21    |
| 总资产报酬率[%]            | 4.62     | 3.00     | 2.54     |
| 净资产收益率[%]            | 7.77     | 4.71     | 2.60     |
| 净资产收益率*[%]           | 7.43     | 4.37     | 2.22     |
| 营业收入现金率[%]           | 102.32   | 102.15   | 92.02    |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -10.32   | 1.43     | -1.05    |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -7.84    | -2.40    | -8.37    |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 3.83     | 2.60     | 1.90     |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.18     | 0.12     | 0.10     |

注：表中数据依据上海地产集团经审计的 2019~2021 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(%)=期末未清偿担保余额/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<br>资<br>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<br>机<br>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<br>资<br>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<br>机<br>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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等 级 |     | 含 义                      |
|-----|-----|--------------------------|
| A 等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
|     | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
|     | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B 等 | B   | 还本付息能力较低，有一定违约风险。        |
| C 等 | C   | 还本付息能力很低，违约风险较高。         |
| D 等 | D   | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

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

**附录七：**
**发行人历史评级情况**

| 评级类型                    | 评级情况分类 | 评级时间             | 评级结果   | 评级分析师   | 所使用评级方法和模型的名称及版本                                                          | 报告（公告）链接             |
|-------------------------|--------|------------------|--------|---------|---------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 主体评级                    | 历史首次评级 | 2011 年 11 月 7 日  | AA/稳定  | 戴志刚、蒋卫  | -                                                                         | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 评级结果变化 | 2014 年 6 月 27 日  | AAA/稳定 | 叶晓明、程隆  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>工商企业信用评级方法概论（2014）                                     | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 前次评级   | 2022 年 4 月 14 日  | AAA/稳定 | 高珊、刘睿杰  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA/稳定 | 高珊、刘睿杰  |                                                                           | -                    |
| 债项评级<br>(20 沪地<br>产 01) | 历史首次评级 | 2020 年 6 月 10 日  | AAA    | 黄蔚飞、汪秩  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 前次评级   | 2021 年 6 月 29 日  | AAA    | 武嘉妮、高珊  |                                                                           | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           |                      |
| 债项评级<br>(20 沪地<br>产 02) | 历史首次评级 | 2020 年 10 月 14 日 | AAA    | 黄蔚飞、武嘉妮 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 前次评级   | 2021 年 6 月 29 日  | AAA    | 武嘉妮、高珊  |                                                                           | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           |                      |
| 债项评级<br>(21 沪地<br>产 01) | 历史首次评级 | 2021 年 2 月 24 日  | AAA    | 武嘉妮、刘睿杰 | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 前次评级   | 2021 年 6 月 29 日  | AAA    | 武嘉妮、高珊  |                                                                           | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           |                      |
| 债项评级<br>(21 沪地<br>产 02) | 历史首次评级 | 2021 年 8 月 26 日  | AAA    | 武嘉妮、高珊  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           | -                    |
| 债项评级<br>(21 沪地<br>产 03) | 历史首次评级 | 2021 年 8 月 26 日  | AAA    | 武嘉妮、高珊  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           | -                    |
| 债项评级<br>(22 沪地<br>产 01) | 历史首次评级 | 2022 年 1 月 10 日  | AAA    | 武嘉妮、高珊  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           | -                    |
| 债项评级<br>(22 沪地<br>产 02) | 历史首次评级 | 2022 年 4 月 14 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  | 新世纪评级方法总论（2012）<br>房地产开发行业信用评级方法（2015）<br>工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8） | <a href="#">报告链接</a> |
|                         | 本次评级   | 2022 年 5 月 19 日  | AAA    | 高珊、刘睿杰  |                                                                           | -                    |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。