

信用评级公告

联合〔2023〕569号

联合资信评估股份有限公司通过对上海金外滩（集团）发展有限公司主体的信用状况进行综合分析和评估，确定上海金外滩（集团）发展有限公司主体长期信用等级为 AA^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年一月三十一日

上海金外滩（集团）发展有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2023 年 1 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa	
外部支持调整因素：股东支持			+1	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

上海金外滩（集团）发展有限公司（以下简称“公司”）作为上海市黄浦区国有资产监督管理委员会（以下简称“黄浦区国资委”）直属的主营保障房建设与房屋租赁的国有企业，承担保障房业务，并参股上海黄浦城市更新建设发展有限公司（以下简称“黄浦城市更新公司”），参股所需资金主要由公司控股股东以增加公司注册资本金方式提供，控股股东对公司支持力度大，但该参股公司业务开展时间较短尚未实现收入，且债务负担重，需关注其业务运营及后续公司对其追加投资及提供担保情况。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其保障房业务开发完成后由相关部门回购，且部分项目由相关部门预付建设资金，经营风险及资金压力均较小；自持物业具有很强的区位优势，虽受疫情影响减免部分租金，但出租率保持较高水平，且以成本法计量，具有较大潜在升值空间。此外，公司持有较大规模的上市公司股权，上述资产可变现能力较强；公司债务负担较轻，债务结构合理。同时，联合资信也关注到近年来公司保障房项目获取存在较大不确定性且该业务利润较低以及公司所持上市公司股权公允价值波动大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

公司业务布局以上海市核心区域为主，伴随上海市经济持续发展以及中国疫情防控政策优化调整，未来公司经营情况有望持续向好。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度大。**公司是黄浦区国资委独资国有企业，在股权划拨及资金注入方面能够获得控股股东的大力支持。2019—2021 年末，控股股东对公司分别增资 13.60 亿元、21.60 亿元和 50.82 亿元，并于 2020 年将 7.43 亿元债务转为资本，控股股东增资资金主要用于对黄浦城市更新公司增资。此外，公司控股股东自 2018 年以来将 4 家企业 100% 股权划转给公司。

2. **租赁物业区位优势明显，且以成本法计量，潜在升值空间较大；其他权益工具投资变现能力强。**公司物业主要位

分析师：赵兮 张超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

于上海市黄浦区，区位优势明显；投资性房地产以成本法计量，具有较大潜在升值空间。此外公司持有较大规模上市公司股权，变现能力强。

3. 公司债务负担较轻，债务结构合理，长短期偿债指标表现良好。截至2022年6月底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为30.91%和46.01%，均处于较低水平，债务结构以长期债务为主。2019—2021年末，公司现金短期债务比均高于4倍；截至2022年6月底，公司全部债务资本化比率为30.91%，公司长短期偿债指标表现良好。

关注

1. 保障房项目获取存在较大不确定性且毛利率较低，营业总收入波动性大。2019—2021年，公司房地产开发业务主要为保障房项目开发，公司按照回购价格收取5%的费用，毛利率较低；该类项目受政府政策影响较大，项目获取存在较大不确定性，项目拆迁进度及政府结算制度导致公司营业总收入波动大。

2. 公司对黄浦城市更新公司投资及担保规模很大，存在一定对外投资和担保风险；公司所持上市公司股权公允价值波动大。2019年以来，公司持续大规模投资黄浦城市更新公司（该公司主要承担黄浦区城市更新与旧改项目），截至2022年6月底，公司对其投资规模达104.41亿元，但该公司目前尚未实现营业收入，存在一定对外投资风险；截至2022年6月底，公司为联营企业黄浦城市更新公司提供377.64亿元担保，规模很大，存在一定担保风险。公司持有上市公司股权规模大，易受市场波动影响，面临一定公允价值波动风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
现金类资产（亿元）	20.93	78.25	74.28	83.89
资产总额（亿元）	163.76	220.79	280.33	304.52
所有者权益（亿元）	66.87	109.89	163.27	164.40
短期债务（亿元）	4.39	12.38	16.79	17.60
长期债务（亿元）	26.94	54.95	49.14	55.93
全部债务（亿元）	31.33	67.34	65.93	73.54
营业总收入（亿元）	12.24	19.18	10.34	3.04
利润总额（亿元）	2.79	3.73	4.12	0.25
EBITDA（亿元）	5.91	6.90	10.53	--
经营性净现金流（亿元）	20.01	-6.12	10.24	21.51
营业利润率（%）	40.77	19.02	31.25	27.25
净资产收益率（%）	3.01	2.58	1.71	--
资产负债率（%）	59.16	50.23	41.76	46.01
全部债务资本化比率（%）	31.90	38.00	28.77	30.91
流动比率（%）	113.42	240.96	162.83	137.55
经营现金流动负债比（%）	29.30	-11.16	15.35	--
现金短期债务比（倍）	4.77	6.32	4.42	4.77
EBITDA 利息倍数（倍）	3.41	3.45	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.30	9.76	6.26	--
公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
资产总额（亿元）	103.14	172.22	226.21	231.14
所有者权益（亿元）	46.16	85.05	131.53	131.47
全部债务（亿元）	21.45	60.56	60.03	67.79
营业总收入（亿元）	2.29	2.79	2.24	0.60
利润总额（亿元）	-0.61	-0.32	-0.72	-0.39
资产负债率（%）	55.24	50.61	41.86	43.12
全部债务资本化比率（%）	31.73	41.59	31.34	34.02
流动比率（%）	81.73	249.41	197.80	173.02
经营现金流动负债比（%）	42.26	-39.67	10.94	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2022 年 1-6 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；3. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受上海金外滩（集团）发展有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、该公司信用等级自 2023 年 1 月 31 日至 2024 年 1 月 30 有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

上海金外滩（集团）发展有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

上海金外滩（集团）发展有限公司（以下简称“公司”）成立于1996年1月18日，系由上海市黄浦区国有资产监督管理委员会（以下简称“黄浦区国资委”）出资设立的国有独资的有限责任公司，初始注册资本3.00亿元。后经一系列增资、股权转让及资产划拨，截至2022年6月底，公司注册资本为116.79亿元，实缴资本为114.90亿元，黄浦区国资委持有公司100.00%股权，为公司实际控制人（公司股权结构图见附件1-1）。2022年8月，公司注册资本增加至117.48亿元，资本实力进一步增强。

公司主营业务为房产销售和房产出租。

截至2022年6月底，公司本部内设财务管理部、审计管理部、房地产业务部、项目开发

部和经营管理部等职能部门（公司组织架构图详见附件1-2）。

截至2021年底，公司合并资产总额280.33亿元，所有者权益163.27亿元（含少数股东权益4.95亿元）；2021年，公司实现营业总收入10.34亿元，利润总额4.12亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额304.52亿元，所有者权益164.40亿元（含少数股东权益4.90亿元）；2022年1—6月，公司实现营业总收入3.04亿元，利润总额0.25亿元。

公司注册地址：上海市福建中路66号；
法定代表人：陈永亮。

二、宏观经济和政策环境分析

表1 2021年三季度至2022年三季度中国主要经济数据

项目	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度	2022年 二季度	2022年 三季度
GDP总额（万亿元）	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP增速（%）	4.90（4.85）	4.00（5.19）	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速（%）	11.80（6.37）	9.60（6.15）	6.50	3.40	3.90
固定资产投资增速（%）	7.30（3.80）	4.90（3.90）	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速（%）	8.80（7.20）	4.40（5.69）	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速（%）	1.50（0.40）	0.40（0.65）	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速（%）	14.80（3.30）	13.50（4.80）	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速（%）	16.40（3.93）	12.50（3.98）	3.27	-0.70	0.70
出口增速（%）	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速（%）	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI涨幅（%）	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI涨幅（%）	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速（%）	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速（%）	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速（%）	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率（%）	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速（%）	9.70（5.05）	8.10（5.06）	5.10	3.00	3.20

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为季度均值；6. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7. 2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年上半年,我国经济下行压力持续加大,党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度,及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来,对经济运行面临的一些突出矛盾和问题,党中央、国务院坚持稳中求进总基调,在落实好稳经济一揽子政策同时,再实施 19 项稳经济接续政策,同时多措并举稳外资、稳外贸,提振房地产市场信心。

经初步核算,2022 年前三季度国内生产总值 87.03 万亿元,按不变价计算,同比增长 3.00%,较上半年回升 0.50 个百分点。其中,受疫情冲击,二季度 GDP 当季同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)明显下滑;三季度稳经济政策效果显现,GDP 当季同比增速回升至 3.90%。

生产端:农业生产形势较好,工业生产恢复快于服务业。2022 年前三季度,第一产业增加值同比增长 4.20%,农业生产形势较好;第二、第三产业增加值同比分别增长 3.90%、2.30%,较上年同期两年平均增速¹(分别为 5.59%、4.80%)回落幅度较大,受二季度疫情拖累明显。三季度,工业生产快速回升,而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距,呈现出工业恢复快于服务业的特点。

需求端:消费市场受到疫情冲击较大,固定资产投资相对平稳,出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面,2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元,同比增长 0.70%。其中,餐饮收入同比下降 4.60%,受疫情影响较大。投资方面,2022 年前三季度全国固定资产投资(不含农户)42.14 万亿元,同比增长 5.90%,整体保持平稳增长。其中,房地产开发投资增速持续探底;基建投资明显发力,体现了“稳增长”政策拉动投资的作用;制造业投资仍处于高位,医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动

力。外贸方面,出口整体增长较快,但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元,同比增长 8.70%。其中,出口 2.70 万亿美元,同比增长 12.50%;进口 2.05 万亿美元,同比增长 4.10%;贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高, PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度, CPI 累计同比增长 2.00%,各月同比增速整体呈温和上行态势。分项看,食品价格同比有所上涨,汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度, PPI 累计同比增长 5.90%,受上年同期基数走高影响,各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻,三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负,价格上涨由上游逐步向下游传导,中下游企业成本端压力有所缓解,盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张,政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度,新增社融规模 27.77 万亿元,同比多增 3.01 万亿元;9 月末社融规模存量同比增长 10.60%,增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看,2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力,政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元,是社融总量扩张的主要支撑因素;表外融资方面,受益于金融监管政策边际松动,委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”,稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度,全国一般公共预算收入 15.32 万亿元,按自然口径计算同比下降 6.60%,扣除留抵退税因素后,增长 4.10%。支出方面,2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元,同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障,科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

¹为剔除基数效应影响,方便对经济实际运行情况进行分析判断,文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率,下同。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失业率均值上升至 5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022 年前三季度，全国居民人均可支配收入 2.77 万元，实际同比增长 3.20%；全国居民人均消费支出 1.79 万元，实际同比增长 1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022 年 9 月 28 日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配套力度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

三、行业及区域环境分析

公司主营业务为保障房项目开发及商业地产开发与租赁业务，公司持有的商业地产均位于上海市，故本报告对房地产行业及商业地产细分行业进行分析，并分析上海市区域经济环境。

1. 房地产行业分析

(1) 房地产行业概况

2022 年上半年，房地产市场仍延续 2021 年下半年以来的低迷状态，新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年上半年，受宏观经济下行、部分地区疫情封控、调控政策的持续以及出险房企不断增加，全国房地产市场仍延续 2021 年下半年以来的低迷状态。房企面临较大销售压力，同时新开工意愿和房地产开发投资资金均持续下降，市场信心有待恢复。

房地产开发投资方面，2022 年上半年，全国房地产开发投资同比下降 5.4%，增速较 2021 年上半年下降 20.4 个百分点。其中住宅投资 5.18 万亿元，同比下降 4.5%，仍为负增长；办公楼投资 0.26 万亿元，同比下降 10.1%；商业营业用房投资 0.55 万亿元，同比下降 8.7%。

施工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年上半年新开工面积同比下降 34.4%。从施工面积看，2022 年上半年全国房屋施工面积达 84.88 亿平方米，同比下降 2.8%。同期全国房屋竣工面积 2.86 亿平方米，同比下降 21.5%。

商品房销售均价方面，2022 年上半年全国商品房销售均价为 9586 元/平方米，同比下降 8.6%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。2022 年上半年商品房销售面积同比下降 22.2%，但较 2022 年 1—5 月降幅有所收窄。其中住宅销售面积 5.81 亿平方米，同比下降 26.6%；一方面系 3 月以来上

海及周边等地疫情封控阻碍销售，另一方面系房企风险事件不断，购房者因担心房屋不能如期交付从而产生观望情绪。随着疫情得以控制、调控政策有所缓和以及房企加大推盘力度，2022年6月单月全国商品房销售面积与金额环比分别增长66%和68%。

（2）土地市场与信贷环境

2022年以来，全国土地市场热度不高，量价齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资；房地产开发到位资金同比继续回落。

土地市场方面，2022年1—6月，土地购置面积0.36亿平方米，同比下降48.30%，较前五个月降幅有所扩大。2022年上半年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降。尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。城市间土拍热度有所分化，具体来看，杭州、北京和上海包揽22城集中供地城市土地成交金额前

三名。其中杭州及其他热点长三角城市经济发展较快、人口持续净流入且完成了两次集中供地，土拍成交金额维持高位；北京适度放松集中供地规则，市场热度较高；上海因疫情影响上半年只完成第一批集中供地，但房企积极性较高。而天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度相对较差。2022年以来，受土地供应力度下降及房企投资力度下降的影响，土地流拍情况仍较多，但较去年下半年有所好转。土地成交价款同比下降46.30%，各能级城市土地成交价均呈下降趋势，其中三四线城市成交金额大幅下降。

2022年1—6月，受行业销售下行影响，房地产开发到位资金7.68万亿元，同比下降25.30%，降速较前五个月小幅收窄。从房地产开发到位资金来源看，房地产行业融资环境未明显改善，房企资金压力较大，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，其中自筹资金占比上升较快，房地产开发企业仍面临较大销售压力，对销售回款依赖继续加强。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年		2022年1—6月	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	9806.00	13.28
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	55.00	0.07
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	27224.00	36.87
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	39762.00	49.78
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	24601.00	33.31
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	12158.00	16.46
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	76847.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，但2021年下半年以来预售资金监管收紧，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响。2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，调控政策有所宽松，房企合理融资需求的

恢复有待观察。

中央始终坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，其中2022年3月国务院金融委会议上关于房地产行业要求

及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向；4月中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7月各地“停贷”事件迅速发酵，

监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房子不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022年6月	央行货币政策委员会	维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台

相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策有所回暖，房企合理融资需求的恢复有待观察。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳地价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益

2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 8 月	央行	人民银行开展 4000 亿元中期借贷便利操作和 20 亿元公开市场逆回购操作；中期借贷便利操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点

资料来源：联合资信整理

2. 商业地产行业分析

(1) 行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2021 年及 2022 年以来，商业地产开发投资呈走弱态势。2022 年以来，商业地产行业开发投资端景气度进一步下降，未有复苏迹象；销售端景气度在上半年有所反弹，但 7 月起再度走弱；随着商业地产开发投资规模下降、施工进度放缓，2022 年以来的竣工销售比处于较低水平，但考虑到过去几年的库存情况，行业整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

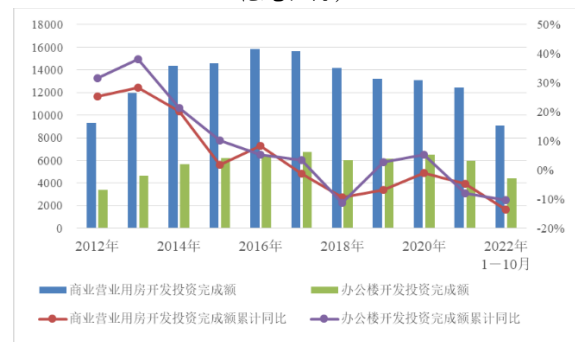
从开发投资端来看，商业营业用房投资景气度自 2016 年触顶后进入下行通道，受疫情对经济和消费的持续影响，2022 年以来进一步下降，未有复苏迹象；受房地产融资环境收紧影

响，办公楼投资自 2021 年下半年以来快速下降。

2021 年，受房地产整体融资趋紧和部分地区疫情阶段性反弹等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为 12444.76 亿元，同比下降 4.8%；办公楼开发投资完成额为 5973.90 亿元，同比下降 8.0%。考虑到 2020 年同比数据受疫情影响较大，若与 2019 年数据相比，2021 年商业营业用房和办公楼开发投资完成额分别下降 5.9% 和 3.1%。

2022 年 1—10 月，受房地产行业整体融资趋紧和部分一二线城市疫情阶段性反复等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为 9079.36 亿元，同比下降 13.46%；办公楼开发投资完成额为 4402.72 亿元，同比下降 10.29%，二者降幅均在上半年的基础上继续加大。

图 1 2012 年以来全国商业地产开发投资情况（单位：亿元、%）



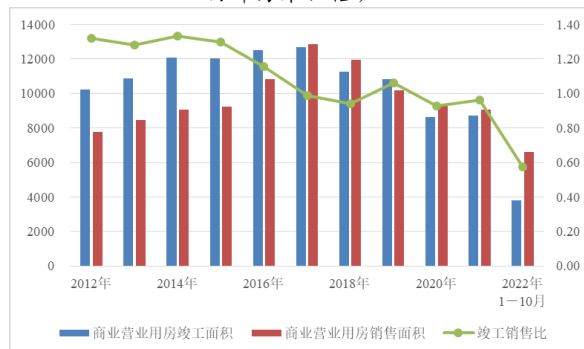
数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

(2) 市场供需

商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大；受疫情持续影响，全国商业地产销售景气度较疫情前仍有较大差距。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2021年，全国商业营业用房竣工销售比为0.96倍，2022年1—10月，全国商业营业用房和办公楼的竣工销售比分别为0.57倍和0.54倍，主要系竣工面积较少所致，商业营业用房和办公楼的竣工面积同比分别下降26.06%和23.33%。在疫情冲击和房地产融资环境恶化的背景下，商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，但过去几年商业地产的库存规模仍很大，行业整体供大于求的状况并未得到根本性改善。未来随着城市新区开发推进及宏观经济增速下行影响，商业地产仍将持续面临新增供应消化以及优胜劣汰的压力。

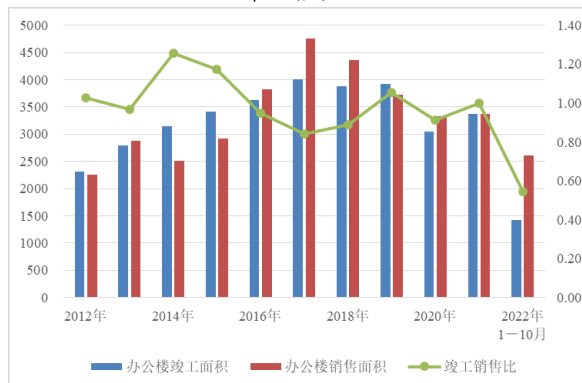
图2 2012年以来全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

图3 2012年以来全国办公楼供求情况（单位：万平方米、倍）

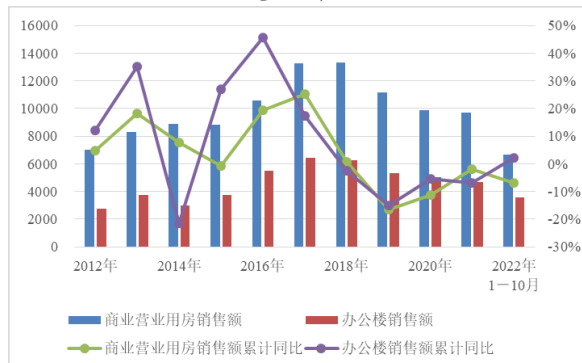


注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

从销售端来看，2022年上半年商业营业用房和办公楼销售景气度有所反弹，但7月再度走弱。商业营业用房和办公楼销售额在疫情后均有大幅下降，2022年上半年销售景气度有所回暖但下半年再次走弱，办公楼销售韧性略好于商业营业用房。2022年上半年，两种业态的商业地产累计销售金额均呈同比增长状态，但2022年7月，商业营业用房和办公楼单月销售额环比分别大幅下降53.69%和54.65%，销售景气度再次走弱。2022年1—10月，商业营业用房销售额为6681.09亿元，同比下降6.74%；办公楼销售额为3601.13亿元，同比增长2.13%。

图4 2012年以来全国商业地产销售情况（单位：亿元、%）



数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

3. 上海市区域经济环境分析

2021年上海市经济平稳增长，人口净流入，商品房销售额同比实现较大增长。

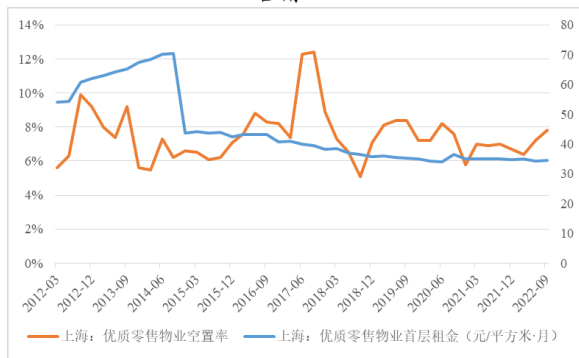
公司业务均布局上海市，上海市经济发展及房地产市场情况对公司发展具有重要影响。

宏观经济方面，2021 年，上海市全年地区生产总值(GDP)43214.85 亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 4.8%，其中第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 73.3%。截至 2021 年底，上海市常住人口 2489.43 万人，较 2019 年底增加 61.29 万人。2021 年，上海市居民人均可支配收入 78027 元，同比增长 8.0%。

房地产方面，2021 年，上海市房地产开发投资同比增长 7.2%，增速同比下降 3.8 个百分点，开发投资增速有所放缓。销售方面，2021 年，上海市商品房销售面积 1880.45 万平方米，同比增长 5.1%；商品房销售额 6788.73 亿元，同比增长 12.3%，全年销售额实现较大增长。

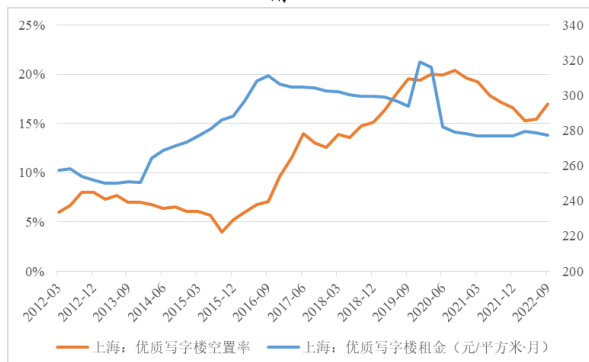
2022 年上海市受疫情影响停摆时间较长，但其商业地产受到的冲击尚可，呈现出一定韧性。零售物业方面，三季度上海市优质零售物业租金水平基本平稳，受十一黄金周前新项目集中入市影响，空置率小幅上升。写字楼方面，受疫情影响，上海市优质写字楼租金水平降低至 277.2 元/平方米·月左右，但空置率低于疫情前水平。

图 5 2012 年至 2022 年三季度上海市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 6 2012 年至 2022 年三季度上海市优质写字楼运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 6 月底，公司注册资本 116.79 亿元，实缴资本 114.90 亿元，黄浦区国资委持有公司 100.00% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司自持物业主要位于上海市核心区域，出租率高。

公司具有房地产开发二级资质，业务主要聚焦旧区改造、城市更新、服务民生保障和区域经济发展等领域，在上海市多个区域开发建设了住宅、商业和办公等多元化业态项目。公司持有整栋办公楼及零散物业规模大，截至 2022 年 9 月底，公司整栋商业办公楼和零散物业可出租面积达 39.86 万平方米，其中约 94.55% 位于上海市内环区域，物业区位好。截至 2022 年 6 月底，除新开业的菁融汇国际广场外，公司其余商办的出租率达 84% 以上，9 个整栋办公楼出租率为 100%，物业出租率高，区域竞争力强。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91310000630203814U），截至 2023 年 1 月 5 日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 1 月 12 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司为单一股东企业，法人治理结构较简单。

公司不设股东会，由出资人依法享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法单独行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司设董事会，董事会成员 5 人，董事长 1 人，任期三年，董事长及董事由股东委派及撤换，届满经继续委派可连任，但董事中的职工代表由公司职工代表大会选举产生，并报出资人备案；董事会对出资人负责，主要职责包括执行出资人的决定、制定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案等。

公司设监事会，监事会成员 5 人，监事主席一人，监事及监事主席由出资人委派，其中职工代表的比例不得低于三分之一，但监事职工由公司职工代表大会选举产生，任期三年，任期届满，连聘（选）可连任。监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司实行董事会领导下的经理负责制，公司设总经理及副经理，根据出资人的提名，总经理由董事会聘任或解聘，可由董事兼任，聘任期每届三年，或连续聘任可连任，对董事会负责；公司总经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案，总经理须定期向董事会报告其工作情况，接受董事会和监事的监督。

2. 管理水平

公司建立了规范的管理制度，财务制度严谨规范，整体管理运作情况良好。

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在项目管理、

资金管理及对外投资等方面建立了相应的内部控制制度。

项目管理方面，公司制定了《建设项目的期操作管理办法》《建设工程管理办法》《代甲方项目管理办法》及《供应商管理办法》，对项目合作、工程建设等事项做了详细规定。

资金管理方面，公司将资金管理分为筹资、资金集中管理及日常资金使用管理三部分。筹资管理方面，由财务管理部年初编制筹资计划并上报董事会决议通过，筹资利息及股利支付须经财务管理部经理、财务总监及公司领导审批，财务管理部须设立资金台账。资金集中方面，财务管理部负责公司资金筹集及统一调度管理，公司对资金收支实行计划控制，各分子公司的一切资金收支均应纳入资金计划管理，银行授信额度由公司统一办理和统筹使用，公司实行统一筹资，银行贷款由公司统借统还；子公司未经批准不得开通银行网银结算业务，10 万元以上的资产和资金的投资及筹资均应上报集团审批通过。

对外投资方面，公司制定了《投资管理办法》，规定公司董事会负责在黄浦区国资委核准授权范围内投资决策，项目开发部负责公司投资项目的管理，财务管理部、审计管理部、法务部及其他部门均承担对外投资协助并审查职责，主业投资项目的投资额达到上年度合并报表净资产 10% 以上、非主业投资项目的投资金额达到 3000 万元以上、投后导致资产负债率上升至 80% 以上、境外（含港澳台）投资项目及非主业范围的金融资产投资项目为重大投资项目，该类项目须经国资委审议通过。投资项目须经前期研究、可行性研究、审计评估及尽职调查及审批决策流程，投资后须进行投资项目后评价及投资风险管理。

担保方面，公司制定了《担保管理办法》，规定未经公司董事会或区国资委批准，不得为任何单位和个人提供任何形式的担保，担保范围一般仅限于公司及公司所属控股子公司、全资子公司，原则上不对集团外的其他企业提供担保；公司对外进行担保应按股权比例实行担保，一般应取得被担保企业提供的有效资产进

行抵质押。重大担保事项需在董事会决策前报黄浦区国资委备案，其审议无异议后向公司出具不持异议意见函，董事会再对担保事项决议，通过后执行。

六、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，营业总收入受保障房结转进度及疫情影响波动幅度大。2022年1—6月，因疫情减免房租及保障房项目未到结转周期，公司营业总收入同比降幅较大。

公司主营业务为房产销售和房产出租，房地产销售主要为保障房项目，租赁物业主要为整栋商业办公楼、零散物业及直管公房，公司业务主要位于上海市黄浦区。

从收入构成看，2019—2021年，公司主营业务收入主要来源于房产销售及房产出租，占营业总收入的比重维持在75.00%以上，主营业务突出。公司房产销售项目包括保障房项目、住宅商品房及零散尾盘项目。2019—2021年，因保障房项目受政府政策及结算周期影响，房产销售业务收入波动性大，其中2020年，公司

结转松江车墩镇C18-22-06地块保障房项目导致房产销售业务收入同比涨幅较大。2019—2021年，房产出租业务收入波动上升但总体较为稳定，其中2020年营收有所下降，主要系疫情及减免租户3个月租金所致。综上，2019—2021年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降8.08%。

从毛利率来看，2019—2021年，房产销售业务毛利率波动性很大，主要系2020年保障房结转规模较大导致。2019—2021年，房产出租业务毛利率持续下降，其中2020年毛利率下降，主要系疫情减免租户租金所致，2021年毛利率下降，主要系公司新增出租项目老西门商住项目折旧费用高所致。综上，公司2019—2021年综合毛利率波动较大。

2022年1—6月，公司营业总收入同比下降19.40%，主要系疫情影响减免租户2022年50%租金及房产销售规模下降所致；毛利率同比下降22.40个百分点，主要系公司减免租金，叠加新增租赁物业菁融汇国际广场，折旧费用上升所致。

表 5 2019—2021 年及 2022 年 1—6 月公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—6 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
主营业务：	10.34	84.48	54.05	16.11	83.99	25.11	7.84	75.82	45.75	2.13	70.07	42.99
房产销售：	4.29	35.05	41.77	10.98	57.25	9.73	1.68	16.25	40.86	0.08	2.63	50.59
保障房	2.33	19.08	21.59	10.04	52.37	2.94	0.16	1.59	57.08	0.03	0.99	7.05
商品房	1.96	16.00	65.83	0.94	4.88	82.60	1.52	14.69	39.11	0.05	1.64	80.96
房产出租	6.05	49.43	62.79	5.13	26.75	57.99	6.16	59.57	47.08	2.05	67.43	42.69
其他业务：	1.90	15.52	39.82	3.07	16.01	19.35	2.50	24.18	19.95	0.91	29.93	13.20
物业管理服务	0.87	7.11	17.68	1.24	6.47	7.11	1.29	12.48	-2.32	0.46	15.13	-14.31
房屋动拆迁	0.44	3.59	76.83	0.64	3.34	54.24	0.65	6.29	64.46	0.25	8.22	67.77
其他	0.59	4.82	44.44	1.19	6.20	13.54	0.56	5.42	19.53	0.20	6.58	8.27
合计	12.24	100.00	51.83	19.18	100.00	24.19	10.34	100.00	39.52	3.04	100.00	34.07

注：1. 合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致；2. 其他包括商品销售及酒店住宿等业务收入，收入规模均很小

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 房产出租

公司房产出租规模较大，地理位置好。2019—2021年，房产出租收入受疫情影响波动上升，

出租率有所下降但仍属高水平。2022年1—6月，受减免租户租金影响，公司租金业务收入同比下降，但出租率较上年有所提高。

公司在营整栋商业办公楼主要位于上海市

黄浦区，少量坐落于浦东新区（内环以内），地理位置好。整栋商业办公楼租金收入方面，2019—2021年，公司租金收入波动下降，其中，2020年租金收入降幅较大，主要系部分物业因疫情减免租户3个月租金所致。2022年1—6月，因疫情停工停产，公司按照政府政策规定减免租户2022年50%租金，租金业务收入同比有所下降。

整栋商业办公楼出租率方面，整体出租率较高。2020年受疫情影响，金外滩国际广场、星腾大厦、江川大楼和中一大楼的出租率降幅较大，其他物业出租率仍保持很高水平。2021年，公司整体出租率同比上升，除金外滩国际广场、中一大楼及新开业的菁融汇国际广场外，其他物业出租率达到100.00%。2022年1—6月，公司整栋商业办公楼出租率有所提升。

表6 公司整栋商业办公楼板块租金收入情况

物业名称	租金收入（万元）				出租率			
	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月
金外滩国际广场	13356.80	9665.13	10012.89	5439.46	99.50%	76.24%	84.77%	95.57%
菁融汇国际广场	--	--	2174.81	2966.96	--	--	54.46%	100.00%
星腾大厦	1620.67	1780.00	1928.14	1160.80	93.67%	85.09%	100.00%	100.00%
盐业大楼	1470.79	1425.47	1753.06	924.87	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
黄浦中心	3477.05	2805.76	3847.79	1647.00	100.00%	93.33%	100.00%	95.95%
世纪海鸥大厦	1164.63	420.00	598.07	215.00	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
大生大楼	615.74	615.74	623.44	169.71	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
黄浦置地（集团）自有大楼	398.68	364.76	473.75	56.05	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
凯石大楼	2231.67	3389.64	2022.42	710.44	100.00%	100.00%	100.00%	87.19%
江川大楼	317.09	178.96	182.55	165.10	100.00%	46.58%	100.00%	100.00%
中一大楼	1164.35	967.75	934.97	315.42	97.31%	85.34%	85.34%	88.66%
中华银行大楼	225.08	228.31	228.31	0.00	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	26042.55	21841.52	24780.20	13770.81	--	--	--	--

资料来源：公司提供

零散物业方面，公司持有较大规模的商铺、办公楼及住宅，该类物业主要是公司过往项目开发过程中未销售的底层商办类群房、零散楼层等。截至2022年9月底，公司零散物业可供出租面积为27.29万平方米，物业较为分散，其中位于上海市内环以内的可出租面积为24.92万平方米，区域位置较好。受益于零散物业区位布局较好，该板块租金收入维持在较高水平，2019—2021年，公司零散物业租金收入分别为2.66亿元、2.05亿元及2.76亿元。2022年1—6月，公司零散物业收入为0.67亿元，占2021年整年收入的24.28%，主要系因疫情按照政府政策减免租户租金所致。

直管公房方面，公司的直管公房是计划经济时代国有及集体事业单位自建的福利房，产

权由国家及集体持有，经营权及收益权归属于公司。2019—2021年，受上海市黄浦区拆迁影响，公司管理的直管公房规模持续下降。公司直管公房租金收入较低，且主要用于房产的修缮维护，2019—2021年，受公司年度修缮计划影响，直管公房支出有所波动，但公司整体租金收入与管理维护支出基本持平。

表7 公司直管公房情况

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月
管理面积（万平方米）	210.49	203.82	132.45	132.45
租金收入（亿元）	0.78	0.89	0.92	0.17
管理维护支出（亿元）	0.92	0.82	0.75	0.21

注：公司直管公房收入年末结转至营业收入，故2022年1—6月的收入未结转为营业收入

资料来源：公司提供

(2) 房产销售

因公司房地产项目主要为保障房项目，受政府开发政策及结算周期影响大，保障房项目获取及结转均存在较大波动性，2019—2021年及2022年1—6月，公司仅新增两幅土地储备；公司在建项目规模小，且主要为保障房项目，政府预付项目建设资金，公司资金支出压力小。

公司设立初期主要承担黄浦区房地产开发业务，随着经营战略调整，房地产业务扩展到江苏镇江及江阴，目前上海市外项目已基本售完，仅剩余部分自持商业类物业，未来公司房地产业务开发范围将集中于上海市。

土地储备

公司主要通过“招、拍、挂”获取土地储备，目前房地产项目主要为保障房项目。2019—2021年，公司新获取的项目主要为松江南站大型居住社区中SJC10018单元保障房基地项目，该项目由5个地块组成，其中C18-22-06地块项目已竣工交付，C18-24-01项目已与政府签订回

购协议，其余项目仍处拟建或未摘牌阶段。

保障房业务运营模式方面，公司获取的松江南站大型居住社区中SJC10018单元保障房项目采取如下方式建设：公司成立专门项目公司负责项目开发建设，地方政府与项目签订回购协议，公司负责保障房项目的具体建设运营，项目建成后，由地方政府按照回购协议条款规定全部回购，公司可获取一定比例的管理费用及利润。松江区政府提前拨付松江南站大型居住社区项目建设专用款（公司需垫付土地拍卖资金，后期政府通过建设资金方式归还），项目建成后，由松江区土储中心按审计后的建设成本全部回购，公司另外按照回购价格的5%（管理费2%，利润3%）收取费用。

2019—2021年，公司仅新增2幅保障房土地储备，新增土储规模不大。

截至2022年6月底，公司共3块未开发土地储备，其中2块为保障房储备项目，公司存量土地储备规模较小。

表8 截至2022年6月底公司土地储备情况

项目名称	城市	取得时间	项目类型	土地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	权益比例(%)	楼面地价 (元/平方米)
C18-25-02 地块	上海松江区	2021 年	动迁安置房	3.93	11.50	100.00	2094.30
C18-26-01 地块	上海松江区	2021 年	动迁安置房	3.53	10.32	100.00	2098.39
镇江大港	江苏镇江	2006 年	商品住宅	12.18	--	100.00	--
合计	--	--	--	19.64	21.82	--	--

注：镇江大港因尚未制定开发计划且未来拟转让，故无建筑面积

资料来源：公司提供

项目开发

公司共两个在建项目，C18-24-01项目为SJC10018单元保障房基地项目的组成部分，建设资金由松江区政府提前拨付，公司无资金支出压力；柳港项目尚需投资规模为4.83亿元，项目建成后自持或与第三方合作运营。公司在建项目整体资金支出压力小。

2019—2021年及2022年1—6月，公司新开工及竣工项目主要为保障房项目及商业办公楼，受政府开发政策及拆迁进度不可控影响，公司各年新开工面积及竣工面积存在大幅波动，具体情况如下表所示。

表9 公司项目开发情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—6 月
新开工面积 (万平方米)	0.00	5.60	0.00	0.00
竣工面积 (万平方米)	11.98	0.00	4.09	0.00

资料来源：公司提供

项目销售

公司在售项目以保障房、商业办公楼和住宅商品房为主，保障房均为动迁安置房，建成后由政府全部回购。

由于公司在售商品房完工时间较早，主要为尾盘项目，故2019—2021年签约销售面积和金额小；销售均价方面，公司在售商业类项目

完工时间及产品结构差异大，产品销售价格存在较大差异，故各年销售均价差异较大。

表10 2019—2021年公司全口径销售情况

指标	2019年	2020年	2021年
签约销售面积 (万平方米)	0.73	0.17	0.67
签约销售金额 (亿元)	1.97	0.22	1.68
结算收入 (亿元)	2.33	10.04	0.16
销售均价 (元/平方米)	26986.30	12941.18	25074.63

注：1. 公司动迁安置房项目由政府全部回购，故无签约销售金额及签约销售面积，签约销售金额及签约销售面积未包含保障房项目，结算收入仅包含保障房项目；2. 销售均价按销售金额/销售面积计算

资料来源：公司提供

动迁安置房结算方面，公司结算的保障房项目主要为老港项目与松江车墩镇C18-22-06项目，受项目开发进度与政府周期性结算方式

影响，各年间保障房结算规模变动较大。截至2022年6月底，公司尚未完成结算的保障房项目为松江车墩镇18-22-06项目及东元坊项目，其中松江车墩镇18-22-06项目将于2022年底完成结算，东元坊项目剩余未结算面积为2.17万平方米，累计投资21.51亿元，已结算金额为20.68亿元。

商品房销售方面，2019—2021年，公司持有的商业类房产均已完工，剩余可售项目主要为丹桂园项目（位于江苏江阴）、上泰绅苑项目及上海市零星尾盘。截至2022年6月底，公司住宅商品房及商业办公楼剩余可售面积为5.55万平方米，预估剩余可售货值为8.86亿元，其中迎江大厦剩余可售面积占64.86%，该项目开盘时间早但去化率低，存在一定去化压力。

表11 截至2022年6月底公司商品房主要在售项目情况

项目名称	城市	开盘时间	项目类型	建筑面积(万平方米)	累计销售面积(万平方米)	累计销售金额(亿元)	预估剩余货值(亿元)	权益比例	工程进度
丹桂园	江苏省江阴市	2015年	住宅商品房	5.63	5.55	3.49	0.05	100.00%	竣工
上泰绅苑	上海	2009年	住宅商品房	9.85	8.71	8.71	0.65	60.00%	竣工
迎江大厦	江苏省镇江市	2017年	商业办公楼	3.95	0.35	0.39	3.41	100.00%	竣工
老西门673街坊	上海	2021年	商业办公楼	0.73	0.00	0.00	4.75	80.00%	竣工
合计	--	--	--	46.55	34.72	43.31	8.86	--	--

注：迎江大厦建筑面积为地上建筑面积，住宅项目未售面积中含商铺、地下建筑面积
资料来源：公司提供

(3) 其他业务

公司其他业务为物业管理服务和房屋动拆迁等，与公司主营业务关联度很高，但收入规模不大。公司对外投资规模大，参股所需资金主要由公司控股股东以增加公司注册资本金方式提供，但参股公司尚未实现收入且债务负担重。

物业管理服务业务方面，公司对出租的办公楼及直管公房等项目提供物业管理服务，物业管理收入主要来自对金外滩国际广场及直管公房提供的物业管理服务。受益于管理物业面积增加，2019—2021年，公司物业管理服务收入持续上升，但因公司将部分外包物业收回，成立专门物业运营部门管理，人工成本上升，毛利率持续下降。

房屋拆迁业务方面，公司全资子公司上海市黄浦第二房屋征收服务事务所有限公司（以下简称“黄浦二征所”）负责公司的房屋拆迁业务，政府根据拆迁征收户数给予公司一定服务费。随着上海市黄浦区拆迁范围不断扩大，2019—2021年，公司房屋动拆迁业务收入持续上升，但该业务收入规模一直维持在较低水平。

对外投资方面，2019年以来，受黄浦区国资委安排，公司持续增资上海黄浦城市更新建设发展有限公司（以下简称“黄浦城市更新公司”），截至2022年6月底，公司对黄浦城市更新公司投资达104.41亿元，其中控股股东以增加公司注册资本金形式提供的资金约占70%。黄浦城市更新公司成立于2019年2月26日，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”），黄浦城市更新公司

主要承担黄浦区旧区改造与城市更新任务（约占黄浦区旧城改造任务50%）。截至2022年6月底，黄浦城市更新公司资产总额1205.14亿元，负债总额944.11亿元，有息债务（均为长期借款）944.10亿元，债务负担重。黄浦城市更新公司借款主要用于黄浦区乔家路、余庆里、厦门路及新闸路等地块旧城改造/城市更新项目建设，目前尚未实现营业收入，后续将通过拍卖动拆迁后的土地获得收入，公司对其持续大规模投资或将面临一定投资风险。

3. 经营效率

公司整体经营效率较低。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司存货周转次数分别为0.11次、0.27次和0.15次，总资产周转次数分别为0.08次、0.10次和0.04次，均处于较低水平。2021年，与同行业相比，公司经营效率处于较低水平。

表 12 2021 年同行业公司经营效率对比情况

公司名称	存货周转率 (次)	流动资产周转率 (次)	总资产周转率 (次)
上海嘉定新城发展有限公司	0.13	0.09	0.02
上海静安置业(集团)有限公司	1.99	0.28	0.09
北京天恒置业集团有限公司	0.25	0.18	0.16
公司	0.15	0.09	0.04

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

资料来源：Wind

4. 未来发展

公司未来的经营方针稳健可行，发展战略符合公司发展需要。

公司未来将从住宅及商业地产开发转变为服务于区域经济社会发展的城市更新综合服务商。城市更新方面，公司将主要通过参股公司黄浦城市更新公司积极争取上海市黄浦区内的

旧区改造以及城市更新改造项目，推进市区合作旧改任务；物业租赁方面，公司将积极获取核心区域地块，推进租赁物业开发，扩大公司核心区域的租赁物业规模。此外，公司将完善直管公房管理，积极筹措房源指标，提高公租房出租率、租金收缴率。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年三年财务报告，上海浦江会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司2022年半年度财务报表未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额280.33亿元，所有者权益163.27亿元（含少数股东权益4.95亿元）；2021年，公司实现营业总收入10.34亿元，利润总额4.12亿元。

截至2022年6月底，公司合并资产总额304.52亿元，所有者权益164.40亿元（含少数股东权益4.90亿元）；2022年1—6月，公司实现营业总收入3.04亿元，利润总额0.25亿元。

2. 资产质量

2019—2021年末，受益于控股股东持续增资，公司资产规模快速增长；资产中货币资金、长期股权投资和投资性房地产规模较大，投资性房地产以成本法计量，具有较大潜在升值空间，其他权益工具投资可变现能力强但存在公允价值波动风险。

2019—2021年末，受益于控股股东持续增资，公司资产规模持续增长，非流动资产占比波动上升。

表 13 公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 6 月末		年均复合增长率 (%)	2021 年末较上年末增长率 (%)
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)		
流动资产	77.46	47.30	132.17	59.86	108.60	38.74	114.12	37.47	18.41	-17.83
货币资金	20.88	12.75	78.20	35.42	74.23	26.48	83.84	27.53	88.53	-5.08
存货	54.54	33.31	52.08	23.59	31.62	11.28	27.84	9.14	-23.87	-39.30

非流动资产	86.30	52.70	88.62	40.14	171.73	61.26	190.41	62.53	41.06	93.79
可供出售金融资产	20.76	12.68	22.82	10.34	0.00	0.00	0.00	0.00	--	--
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00	25.89	9.24	25.89	8.50	--	--
长期股权投资	30.80	18.81	30.79	13.94	86.33	30.80	105.44	34.63	67.43	180.41
投资性房地产	31.13	19.01	31.01	14.04	55.17	19.68	54.77	17.98	33.14	77.94
资产总额	163.76	100.00	220.79	100.00	280.33	100.00	304.52	100.00	30.84	26.97

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

2019—2021年末，公司流动资产规模波动增长。截至2021年底，公司流动资产较上年底有所下降，主要系动迁安置房项目结转所致。

2019—2021年末，公司货币资金波动增长。截至2020年底，公司货币资金较上年底上升较大，主要系收到黄浦区国资委增资款及对外融资款所致。公司货币资金中包含代收代支动迁安置款、保障房建设款、增资黄浦城市更新公司款等专项资金，该部分资金专款专用。

2019—2021年末，公司存货持续下降，主要系项目不断结转导致。截至2021年底公司对存货累计计提跌价准备0.07亿元，计提比例较低。

（2）非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长。截至2021年底，公司非流动资产较上年底增幅较大，主要系长期股权投资及投资性房地产增加所致。

因执行新金融工具准则，2021年公司对金融工具进行分类和计量（含减值），将可供出售金融资产科目计量的资产重分类至其他权益工具投资和其他非流动金融资产。公司其他权益工具投资主要为上市公司股权投资，流动性好但面临一定公允价值变动风险。2019—2020年末，公司可供出售金融资产规模变动不大。截至2021年末，公司其他权益工具投资较2021年初增长13.48%，主要系公司持有的以公允价值计量的上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司及上海浦东软件园股份有限公司股份股价上涨所致。

表 14 截至 2021 年末公司前五大其他权益工具投资

公司名称	金额 (亿元)	股票代码	占比 (%)
上海豫园旅游商城（集团）股份有限公司	16.92	600655.SH	65.36

上海浦东软件园股份有限公司	2.24	未上市	8.66
兴业银行股份有限公司	2.09	600655.SH	8.09
兴业证券股份有限公司	1.56	601377.SH	6.04
上海银行	1.32	601229.SH	5.12
合计	24.15	--	93.26

资料来源：公司财务报告

2019—2021年末，公司长期股权投资波动增长。截至2021年底，公司长期股权投资较上年底大幅增长，主要系公司执行黄浦区国资委投资安排参股黄浦城市更新公司，追加投资所致。

2019—2021年末，公司投资性房地产波动增长。截至2021年底，公司投资性房地产较上年底增幅较大，主要系菁融汇广场项目完工并开始出租，转入投资性房地产科目所致。公司投资性房地产采用成本法计量，考虑到物业主要位于上海中心城区，具有较大潜在升值空间。

截至2022年6月底，公司资产受限比例一般。

表 15 截至 2022 年 6 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
存货	0.20	0.07	借款抵押
投资性房地产	41.00	13.46	借款抵押
合计	41.20	13.53	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2022年6月底，公司合并资产总额较上年底增长8.63%，以非流动资产为主；货币资金较上年底增长12.94%，主要系黄浦二征所收到代收代付动迁安置房补偿款所致；存货较上年底下降11.95%，主要系收回代垫保障房土地款所致；长期股权投资较上年底增长22.14%，主要系公司增加对黄浦城市更新公司18.51亿元股权投资所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年末,随着控股股东持续增资,公司所有者权益快速增长;所有者权益中实收资本占比高,所有者权益结构稳定性好。

2019—2021年末,受控股股东持续增资影响,公司所有者权益持续增长,年均复合增长56.25%。

截至2021年底,公司所有者权益163.27亿元,其中,归属于母公司所有者权益占比为96.97%,少数股东权益占比为3.03%。在所有者权益中,实收资本、资本公积、其他综合收

益和未分配利润分别占69.95%、7.26%、3.23%和15.31%,所有者权益结构稳定性好。

截至2022年6月底,公司所有者权益164.40亿元,权益规模和结构较上年底均变化不大。

(2) 负债

2019—2021年末,公司负债规模增幅较大,有息债务波动增长,公司债务负担较轻且债务结构合理。截至2022年6月底,公司债务规模较上年底有所上升。

2019—2021年末,公司负债规模持续增长,流动负债占比上升较快。

表 16 公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 6 月末		三年复合增长率(%)	2021 年末较上年末增长率(%)
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)		
流动负债	68.29	70.49	54.85	49.46	66.70	56.97	82.96	59.21	-0.17	24.07
预收款项	9.51	9.81	1.30	1.17	1.07	0.91	1.36	0.97	-66.46	-17.49
其他应付款(合计)	50.72	52.35	37.36	33.69	42.91	36.65	59.76	42.65	-8.02	14.86
一年内到期的非流动负债	2.79	2.88	11.38	10.27	16.79	14.34	17.60	12.56	145.39	47.46
非流动负债	28.59	29.51	56.05	50.54	50.37	43.03	57.16	40.79	32.72	-10.14
长期借款	26.94	27.80	38.72	34.92	27.66	23.63	14.59	10.41	1.33	-28.57
应付债券	0.00	0.00	16.23	14.63	20.78	17.75	40.50	28.90	--	28.07
负债总额	96.89	100.00	110.90	100.00	117.07	100.00	140.12	100.00	10.56	6.78

注:占比指占负债总额的比例

资料来源:公司财务报告、联合资信整理

2019—2021年末,公司流动负债波动下降。截至2020年底,公司流动负债较上年底下降19.68%,主要系其他应付款(合计)及预收款项下降所致。截至2021年底,公司流动负债较上年底上升,主要系其他应付款(合计)及一年内到期的非流动负债增加所致。

公司其他应付款主要为保障房开发项目产生的政府项目代管资金、企业间往来款(主要为子公司因建设保障房收取的政府划拨的建设资金)及押金保证金等构成。2019—2021年末,受公司保障房项目开发规模及进度影响,收到政府项目代管资金及企业间往来款规模变动较大,公司其他应付款(合计)波动下降。截至2021年底,公司其他应付款(合计)主要由政府项目代管资金20.99亿元、企业间往来款16.52亿元、押金及

保证金2.04亿元及应付工程款1.79亿元构成。

2019—2021年末,受公司长期借款及应付债券将于一年内到期的规模持续增长影响,公司一年内到期的非流动负债持续增长。

2019—2021年末,公司非流动负债波动增长,主要系长期借款及应付债券增加所致。

公司长期借款主要用于保障房及城市更新等项目建设支出、保护性大楼的修缮支出。2019—2021年末,受公司业务规模变动影响,公司长期借款波动增长,但增幅较小。

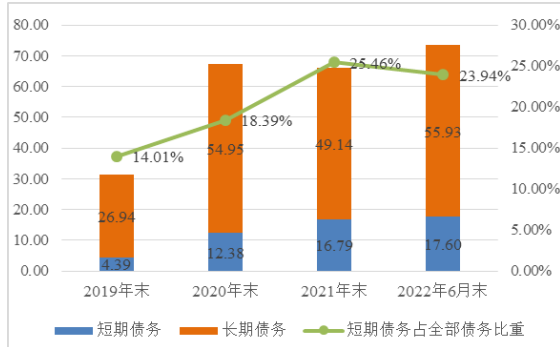
2019—2021年末,因补充流动资金及项目建设资金需求增加,公司应付债券规模持续上升。

截至2022年6月底,公司负债总额较上年底增长19.70%,主要系其他应付款(合计)及应付债券增加所致,负债结构较上年底变化不大;其

他应付款（合计）较上年底增长39.27%，主要系黄浦二征所收到代收代付动迁安置房补偿款较多所致；长期借款较上年底下降47.25%，主要系

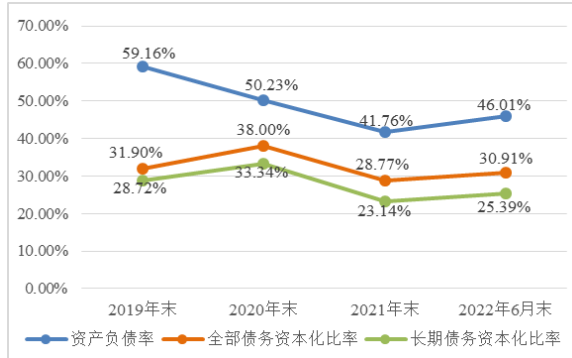
偿还15.90亿元融资租赁款所致；公司应付债券较上年底增长94.85%，主要系为偿还借款及补充流动资金新发行20.00亿元私募债所致。

图 7 2019—2021 年末及 2022 年 6 月末公司债务结构
(单位：亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 8 2019—2021 年末及 2022 年 6 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2019—2021年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长45.07%。截至2021年底，公司全部债务较上年底下降2.09%，较上年底变化不大。公司债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，2019—2021年末，受公司股东增资影响，公司资产负债率持续下降，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率波动下降。

截至2022年6月底，公司全部债务较上年底增长11.54%，债务结构仍以长期债务为主。其

中，短期债务较上年底增长4.85%；长期债务较上年底增长13.82%，主要系新发行20.00亿元私募债所致。从债务指标来看，截至2022年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高4.25个百分点、2.14个百分点和2.25个百分点。

从债务期限分布看，截至2022年6月底，公司将于一年内到期的债务规模较小，公司债务负担轻且债务期限分布相对均衡。

表 17 截至 2022 年 6 月底公司有息债务期限结构 (单位：亿元、%)

项目	2022 年 7—12 月到期	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期	合计
一年内到期的非流动负债	11.20	6.40	--	--	17.60
长期借款	--	12.32	0.15	2.12	14.59
应付债券	--	0.10	5.22	35.18	40.50
融资租赁款	--	--	--	0.85	0.85
合计	11.20	18.82	5.37	38.15	73.54
占比	15.23	25.59	7.30	51.88	100.00

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021年，公司收入规模波动较大，利润总额持续增长；公司期间费用率偏高，非经常性损益对营业利润影响很大。

2019—2021年，公司营业收入变动情况详见经营分析部分。2019—2021年，受投资收益波动增长及2020年保障房项目结转影响，公司利润总

额持续增长，年均复合增长21.53%。

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额波动下降，年均复合下降1.40%。从构成看，2021年，公司费用总额中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为1.24%、63.90%和34.86%，以管理费用和财务费用为主。2019—2021年，受公司业务规模扩大影响，管理费用持续增长，但

增幅较小；财务费用波动下降，其中2021年财务费用同比下降15.62%，主要系2021年控股股东增资致使存款规模上升，利息收入抵减财务费用所致。

非经常性损益方面，公司投资收益主要来源于处置长期股权投资、持有可供出售金融资产及其他权益工具取得的投资收益。2019—2021年，公司投资收益波动增长，年均复合增长49.20%。2021年，公司投资收益占营业利润比重为119.11%，对营业利润影响很大，但处置长期股权投资及权益工具投资收益受市场情况影响大，均不具有可持续性。

公司营业外收入主要为公司持有的物业拆迁收取的动迁款收入。2019—2021年，受拆迁规模变动影响，公司动迁款收入波动上升。

表18 2019—2021年公司盈利指标（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月
营业总收入	12.24	19.18	10.34	3.04
费用总额	3.78	4.00	3.68	1.66
其中：管理费用	2.07	2.30	2.35	1.00
财务费用	1.50	1.52	1.28	0.64
投资收益	1.36	0.91	3.04	0.96
利润总额	2.79	3.73	4.12	0.25
营业利润率	40.77	19.02	31.25	27.25
总资本收益率	3.63	2.63	2.46	--
净资产收益率	3.01	2.58	1.71	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率及净资产收益率均持续下降。与同行业相比，公司盈利指标仍处于较高水平。

表19 2021年同行业公司盈利情况对比

公司名称	营业总收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
上海嘉定新城发展有限公司	4.71	13.73	0.16	0.29
上海静安置业(集团)有限公司	8.77	18.45	0.40	-4.35
北京天恒置业集团有限公司	13.21	11.67	1.08	0.23
公司	10.34	39.52	2.13	2.13

资料来源：Wind

2022年1—6月，公司营业利润率同比下降24.33个百分点，主要系因疫情减免租户租金所致；受疫情因素影响，公司当期利润总额主要来自投资收益。

5. 现金流

2019—2021年，受公司代收代支拆迁款差额波动及保障房项目建设资金波动影响，公司经营现金净流入规模波动较大；受增资黄浦城市更新影响，公司投资活动流出规模较大；为满足投资需求，公司筹资活动净现金流持续净流入。

表20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—6月	年均复合增长率	2021年同比增长率
经营活动现金流入小计	125.97	203.07	341.82	150.32	64.73	68.32
经营活动现金流出小计	105.96	209.19	331.58	128.81	76.90	58.50
经营现金流量净额	20.01	-6.12	10.24	21.51	-28.48	-267.29
投资活动现金流入小计	1.42	1.14	3.12	0.98	48.50	173.90
投资活动现金流出小计	30.03	1.62	58.06	18.74	39.06	3484.43
投资活动现金流量净额	-28.61	-0.48	-54.94	-17.75	38.57	11337.14
筹资活动前现金流量净额	-8.60	-6.60	-44.70	3.76	127.97	577.41
筹资活动现金流入小计	22.99	81.41	69.79	29.95	74.23	-14.28
筹资活动现金流出小计	13.91	16.68	28.78	24.10	43.84	72.52
筹资活动现金流量净额	9.08	64.73	41.01	5.85	112.53	-36.64

资料来源：公司财务报告

经营活动方面, 2019—2021 年, 受公司收到政府项目代管资金大幅增长影响, 公司经营活动现金流入持续增长; 公司新增保障房项目, 项目建设支出持续增加, 经营活动现金流出持续增长。公司收到/支出其他与经营活动有关的现金主要为黄浦二征所代收代支的政府拆迁款, 规模很大但收支基本相同, 但因拆迁款年内收支规模存在波动, 对经营活动净流量造成较大影响。2019—2021 年, 公司经营活动现金净额波动较大, 2021 年转为净流入。

投资活动方面, 2019—2021 年, 公司投资活动现金流入波动增长但规模不大; 公司投资活动现金流出波动增长, 其中 2019 年及 2021 年公司分别对黄浦城市更新公司增资 30.00 亿元及 56.00 亿元; 受增资黄浦城市更新公司规模较大影响, 公司投资活动现金流持续净流出。

2019—2021 年, 公司筹资活动前现金持续

净流出且流出规模波动上升。

筹资活动方面, 2019—2021 年, 受股东增资、公司发行债券及取得借款的规模波动影响, 公司筹资活动现金流入波动增长; 为偿还因项目建设产生的债务, 筹资活动现金流出规模持续增长; 公司筹资活动现金流持续净流入且规模较大。

2022 年 1—6 月, 公司经营活动产生的现金流和筹资活动产生的现金流为净流入, 因对黄浦城市更新公司增加投资 18.51 亿元, 投资活动产生的现金流为净流出。

6. 偿债指标

公司长短期偿债指标表现良好, 融资渠道畅通, 考虑到公司持有的租赁物业实际可变现价值高、其他权益工具资产变现能力强, 公司偿债能力很强。公司为联营企业提供担保规模很大。

表 21 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
短期偿债能力	流动比率 (%)	113.42	240.96	162.83	137.55
	速动比率 (%)	33.55	146.00	115.43	104.00
	经营现金/流动负债 (%)	29.30	-11.16	15.35	25.93
	经营现金/短期债务 (倍)	4.56	-0.49	0.61	1.22
	现金短期债务比 (倍)	4.77	6.32	4.42	4.77
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	5.91	6.90	10.53	--
	全部债务/EBITDA (倍)	5.30	9.76	6.26	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.64	-0.09	0.16	0.29
	EBITDA/利息支出 (倍)	3.41	3.45	3.51	--
	经营现金/利息支出 (倍)	11.54	-3.05	3.42	--

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同
资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看, 2019—2021 年末, 公司流动比率及速动比率均波动增长; 现金短期债务比波动下降, 但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍然很高。截至 2022 年 6 月底, 公司流动比率与速动比率较上年底有所下降, 公司现金短期债务比较上年底有所提高。整体看, 公司短期偿债指标很强。

从长期偿债指标看, 2019—2021 年, 公司 EBITDA 持续增长, EBITDA 利息倍数持续增长, 全部债务/EBITDA 波动增长, EBITDA 对利息的覆盖程度很高; 整体看, 公司长期债务偿债指标

表现良好。

对外担保方面, 截至 2022 年 6 月底, 公司按股权比例为联营企业黄浦城市更新公司提供 377.64 亿元担保, 担保规模很大。

未决诉讼方面, 截至 2022 年 6 月底, 公司无重大未决诉讼。

银行授信方面, 截至 2022 年 6 月底, 公司共计获得银行授信额度 106.76 亿元, 尚未使用额度为 58.60 亿元, 未使用额度较为充足, 间接融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

2019—2021 年末，公司本部资产规模持续上升，货币资金规模较充裕；有息债务规模波动上升，但债务负担较轻且以长期债务为主，短期偿债压力不大。2019—2021 年，公司本部经营性和投资性净现金流波动性较大，筹资性净现金流持续净流入。

2019—2021 年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 48.09%。截至 2021 年底，公司本部资产总额 226.21 亿元，较上年底增长 31.35%，主要系长期股权投资增加所致。其中，流动资产 91.24 亿元（占 40.34%），非流动资产 134.96 亿元（占 59.66%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 55.05%）及其他应收款（合计）（占 43.30%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 82.18%）及投资性房地产（占 16.44%）构成。截至 2021 年底，公司本部货币资金为 50.23 亿元。

2019—2021 年末，公司本部负债总额持续增长，年均复合增长 28.91%。截至 2021 年底，公司本部负债总额 94.68 亿元，较上年底增长 8.62%。其中，流动负债 46.13 亿元（占 48.72%），非流动负债 48.55 亿元（占 51.28%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占 72.54%）及一年内到期的非流动负债（占 25.12%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 56.97%）及应付债券（占 42.81%）构成。截至 2021 年底，公司本部资产负债率为 41.86%，较上年底下降 8.76 个百分点。截至 2021 年底，公司本部全部债务 60.03 亿元。其中，短期债务占 19.30%、长期债务占 80.70%。截至 2021 年底，公司本部全部债务资本化比率 31.34%，公司本部债务负担较轻。

2019—2021 年末，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长 68.80%。截至 2021 年底，公司本部所有者权益为 131.53 亿元，较上年底增长 54.64%，主要系控股股东增资所致。在所有者权益中，实收资本为 114.21 亿元（占 86.83%）、资本公积合计 7.43 亿元（占 5.65%）、

未分配利润合计 7.70 亿元（占 5.85%）及盈余公积合计 2.00 亿元（占 1.52%）。

2019—2021 年，公司本部营业总收入波动下降，年均复合下降 1.14%，因公司本部承担子公司外部借款的融资费用，利润总额持续为负；投资收益持续增长，年均复合增长 515.19%。2021 年，公司本部营业总收入为 2.24 亿元，利润总额为 -0.72 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.79 亿元。

2019—2021 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额波动很大，2021 年转为净流入；受增资黄浦城市更新公司影响，投资活动产生的现金流量净额波动较大，2019 年及 2021 年为大额净流出；筹资活动产生的现金流量净额波动增长，年均复合增长 80.02%。

截至 2022 年 6 月底，公司本部资产总额 231.14 亿元，所有者权益为 131.47 亿元，负债总额 99.67 亿元，公司本部资产负债率 43.12%；全部债务 67.79 亿元，全部债务资本化比率 34.02%。2022 年 1—6 月，公司本部营业总收入 0.60 亿元，利润总额 -0.39 亿元，投资收益 0.20 亿元。2022 年 1—6 月，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额及筹资活动现金流净额分别为 4.32 亿元、-18.30 亿元及 6.08 亿元。截至 2022 年 6 月底，公司本部资产占合并口径的 75.90%；公司本部全部债务占合并口径的 92.18%。

八、外部支持

公司控股股东在资产划拨和资金注入等方面对公司支持力度大。

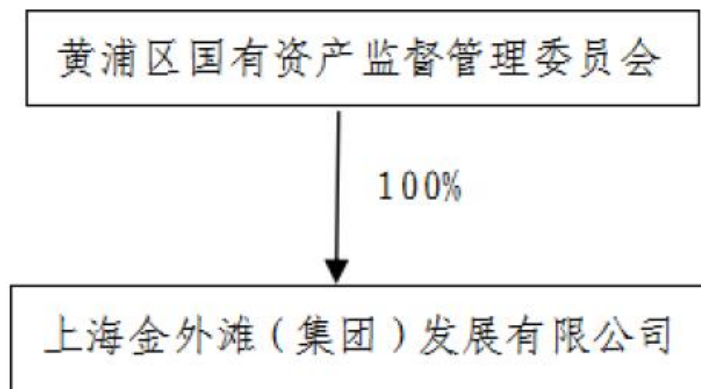
资产划拨方面，公司控股股东于 2018 年 1 月无偿划拨黄浦置地、上海市黄浦区房地产开发实业总公司（现改名为上海黄房实业有限公司）及上海市黄浦区市政建设有限公司 100% 股权入公司；2022 年 8 月，控股股东向公司划入上海卢湾国有资产经营有限公司 100% 股权。上述股权划拨持续增大了公司资产规模。

资金注入方面，2019—2021 年，控股股东对公司分别以现金增资 13.60 亿元、21.60 亿元和 50.82 亿元，此外 2020 年将 7.43 亿元债务转为资本，公司资本实力大幅提升。

九、结论

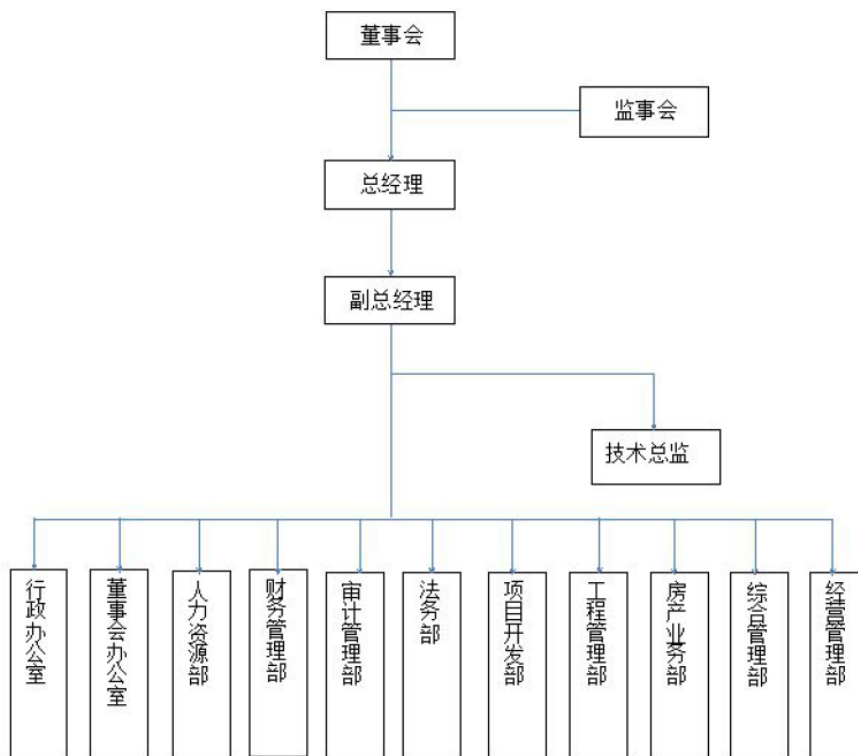
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 6 月底上海金外滩（集团）发展有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 6 月底上海金外滩（集团）发展有限公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 6 月底上海金外滩（集团）发展有限公司

主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (亿元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
上海市黄浦区市政建设有限公司	0.71	房地产开发	100	--	股权增资
上海黄浦置地（集团）有限公司	2.87	房地产开发	100	--	股权增资
上海黄房实业有限公司	11.00	房地产开发	100	--	股权增资
上海恒泰实业有限公司	0.20	房地产开发	100	--	投资设立
上海上泰置业有限公司	0.40	房地产开发	100	--	投资设立
上海金坤房地产开发有限公司	0.10	房地产开发	100	--	投资设立
上海宏泰房地产有限公司	0.40	房地产开发	100	--	投资设立
上海黄浦投资（集团）发展有限公司	1.63	房地产开发	100	--	股权增资
上海钧泰置业管理有限公司	0.30	房地产开发	100	--	投资设立
上海卢湾国有资产经营有限公司	0.70	房地产开发	100	--	股权增资
上海黄浦大楼置换开发有限公司	0.50	房地产开发	100	--	股权增资
上海市黄浦第二房屋征收服务事务所有限公司	0.10	房地产开发	100	--	股权增资
上海端正公房管理有限公司	0.10	房地产开发	100	--	股权增资
上海源程置业有限公司	0.80	房地产开发	100	--	股权增资
上海南外滩（集团）有限公司	2.00	房地产开发	100	--	股权增资
上海金外滩集团房屋维修应急管理有 限公司	0.01	房地产开发	100	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2022 年 6 月底公司在建项目情况

项目名称	位置	取得 时间	项目类型	计划总投资 (亿元)	累计已投资 (亿元)	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	权益比例 (%)
C18-24-01 项目	上海松江区	2017 年	动迁安置房	12.10	8.07	4.62	11.91	100.00
柳港项目	上海松江区	2020 年	养老院	6.97	2.14	5.81	5.60	100.00
合计	--	--	--	19.07	10.21	10.43	17.51	--

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	20.93	78.25	74.28	83.89
资产总额（亿元）	163.76	220.79	280.33	304.52
所有者权益（亿元）	66.87	109.89	163.27	164.40
短期债务（亿元）	4.39	12.38	16.79	17.60
长期债务（亿元）	26.94	54.95	49.14	55.93
全部债务（亿元）	31.33	67.34	65.93	73.54
营业总收入（亿元）	12.24	19.18	10.34	3.04
利润总额（亿元）	2.79	3.73	4.12	0.25
EBITDA（亿元）	5.91	6.90	10.53	--
经营性净现金流（亿元）	20.01	-6.12	10.24	21.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	18.89	141.05	164.35	--
存货周转次数（次）	0.11	0.27	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.10	0.04	--
现金收入比（%）	99.53	48.91	124.36	118.49
营业利润率（%）	40.77	19.02	31.25	27.25
总资本收益率（%）	3.63	2.63	2.46	--
净资产收益率（%）	3.01	2.58	1.71	--
长期债务资本化比率（%）	28.72	33.34	23.14	25.39
全部债务资本化比率（%）	31.90	38.00	28.77	30.91
资产负债率（%）	59.16	50.23	41.76	46.01
流动比率（%）	113.42	240.96	162.83	137.55
速动比率（%）	33.55	146.00	115.43	104.00
经营现金流动负债比（%）	29.30	-11.16	15.35	--
现金短期债务比（倍）	4.77	6.32	4.42	4.77
EBITDA 利息倍数（倍）	3.41	3.45	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.30	9.76	6.26	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2022 年 1-6 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；3. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	0.54	55.86	50.23	42.34
资产总额 (亿元)	103.14	172.22	226.21	231.14
所有者权益 (亿元)	46.16	85.05	131.53	131.47
短期债务 (亿元)	1.50	10.68	11.59	12.70
长期债务 (亿元)	19.95	49.88	48.44	55.09
全部债务 (亿元)	21.45	60.56	60.03	67.79
营业总收入 (亿元)	2.29	2.79	2.24	0.60
利润总额 (亿元)	-0.61	-0.32	-0.72	-0.39
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	15.58	-14.75	5.05	4.32
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	19.02	21.32	15.37	--
存货周转次数 (次)	0.30	0.50	0.93	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.01	--
现金收入比 (%)	109.85	94.24	105.57	94.40
营业利润率 (%)	43.03	31.00	8.08	27.81
总资本收益率 (%)	/	/	/	--
净资产收益率 (%)	-1.31	-0.37	-0.55	--
长期债务资本化比率 (%)	30.18	36.97	26.92	29.53
全部债务资本化比率 (%)	31.73	41.59	31.34	34.02
资产负债率 (%)	55.24	50.61	41.86	43.12
流动比率 (%)	81.73	249.41	197.80	173.02
速动比率 (%)	74.28	242.24	195.02	170.15
经营现金流动负债比 (%)	42.26	-39.67	10.94	--
现金短期债务比 (倍)	0.36	5.23	4.34	3.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司本部 2022 年 1-6 月财务报表未经审计，相关指标未予年化；3. “--”代表指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 上海金外滩（集团）发展有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在上海金外滩（集团）发展有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。