

专项评级公告

联合【2015】1991号

根据上海陆家嘴（集团）有限公司（以下简称“陆家嘴集团”）出具的《关于上海陆家嘴（集团）有限公司所属子公司股权划转的情况说明》，陆家嘴集团公司本部及控股子公司上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司（以下简称“前滩国际”）于2015年8月初对上海陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发公司”）增资，共增资人民币28.71亿元，增资后，陆家嘴集团持有陆金发公司股权比例为88.20%，按照上海市浦东新区国有资产监督管理委员会要求，陆家嘴集团将所持有的陆金发公司股权无偿划转至上海国际集团有限公司。

联合资信评估有限公司通过对陆家嘴集团关于陆金发公司股权划转事项的专项评级，确定维持陆家嘴集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

上海陆家嘴（集团）有限公司专项评级报告

主体长期信用

评级结果：AAA

评级展望：稳定

专项评级时间：2015年9月9日

财务数据

项 目	2012年	2013年	2014年	*2014年
现金类资产(亿元)	77.77	75.58	88.75	47.89
资产总额(亿元)	580.12	703.61	968.47	855.49
所有者权益(亿元)	226.13	235.94	285.03	186.18
短期债务(亿元)	85.89	93.34	95.45	92.81
全部债务(亿元)	146.92	157.52	292.21	289.57
营业收入(亿元)	57.70	82.08	91.86	82.38
利润总额(亿元)	20.26	28.70	33.67	27.60
EBITDA(亿元)	30.51	40.17	46.43	--
经营性净现金流(亿元)	16.17	3.51	-45.38	-74.02
营业利润率(%)	45.95	43.32	45.61	40.51
净资产收益率(%)	6.83	9.23	7.72	12.48
资产负债率(%)	61.02	66.47	70.57	78.24
全部债务资本化比率(%)	39.38	40.03	50.62	60.87
流动比率(%)	109.05	102.06	93.52	85.09
全部债务/EBITDA(倍)	4.82	3.92	6.29	--
经营现金流流动负债比(%)	5.79	0.91	-9.55	--

注：1、*2014年模拟财务数据及指标依据经模拟的上海陆家嘴（集团）有限公司划出金融板块后的财务数据计算而得。

2、*2014年模拟财务数据仅为事务所出具的《咨询建议》中模拟数据。

分析师

陈 茜 孙宏辰

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）

Http://www.lhratings.com

一、重大事项说明

根据上海陆家嘴（集团）有限公司（以下简称“公司”或“陆家嘴集团”）出具的《关于上海陆家嘴（集团）有限公司所属子公司股权划转的情况说明》，陆家嘴集团公司本部及陆家嘴集团控股子公司上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司（以下简称“前滩国际”）于2015年8月初对上海陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发公司”或“陆金发”）增资，共增资人民币28.71亿元，增资后，陆家嘴集团持有陆金发公司股权比例为88.20%，按照上海市浦东新区国有资产监督管理委员会要求，陆家嘴集团将所持有的陆金发公司股权无偿划转至上海国际集团有限公司。截至目前，上述股权划转的工商登记变更手续已经完成。

二、评级观点

陆家嘴集团作为上海市浦东新区国资委下属国有独资大型企业集团之一，在区域垄断性、品牌影响力、多元化经营、盈利能力等方面具备的显著优势。近年来，前滩开发项目逐步推进，区内路网格局已基本形成，开始由一级开发向二级开发过渡；公司整体营业收入随业务规模的扩大而快速增长，盈利能力有所改善。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产业务受宏观调控和经济周期波动影响较大、债务负担较重、未来投资支出较大等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

近年来，公司在巩固和加强商业地产核心主导地位的同时，不断发展旅游会展产业。公司主导开发的前滩地区位置稀缺，未来随着项目的推进和土地陆续出让，公司有望迎来新一轮发展机遇。

公司金融板块业务规模扩张迅速，本次金融资产划出事项，将降低公司资产及权益规模，

一定程度上削弱公司盈利能力。后续公司业务重心将集中于陆家嘴金融贸易区土地一级开发和基础设施建设，公司经营业务仍具有显著的区位优势，未来浦东前滩地区开发过程中释放出来的位于核心区域的较大规模优质土地储备将进一步提升公司的资产质量和盈利能力，也为公司商业地产业务带来新的发展机遇。随着公司商业地产、城市建设和旅游会展三大业务板块间协同作用逐步显现，公司抗风险能力将进一步增强。

综合分析，联合资信认为陆金发公司划转事项对公司整体信用状况影响在可控范围内，公司实际偿债能力仍很强，联合资信确定维持陆家嘴集团主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 近年来，上海市经济稳步增长，人均收入和财政收入不断提高，为城市建设奠定了良好的经济基础。
2. 公司作为陆家嘴金融贸易区土地一级开发和基础设施建设主体，业务开展方面具有明显的区位优势。
3. 公司主导开发的前滩地区位置稀缺，预期收益好，资产质量高，公司持续发展具有良好的保障。
4. 公司商业地产业务凭借品牌优势和较强的项目运作能力保持了快速发展态势，品牌优势显著，行业地位突出。自持物业大多位于城市中心商务区，资产质量高。

关注

1. 公司主要业务板块中土地出让及房地产行业受国家政策和经济周期性影响较大，同时受土地开发进度影响，公司土地批租业务收入规模存在一定波动性，土地出让的现金回流具有不确定性，房地产宏观调控对房企的销售和回款进度也有一定影响。

2. 近年来，公司有息债务规模随着业务扩张而有所增长，债务负担较重。
3. 公司资产中存货偏多，存货主要由房产开发项目和土地为主，资产周转期较长。
4. 基于模拟财务数据，陆金发公司资产和收入规模占陆家嘴集团整体比例一般，净资产及利润总额占陆家嘴集团整体比例较大；同时，在资产划出之前公司拟对其增资，将直接增加公司的债务负担。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与上海陆家嘴（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海陆家嘴（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因上海陆家嘴（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由上海陆家嘴（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本专项评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

上海陆家嘴（集团）有限公司（以下简称“公司”或“陆家嘴集团”）前身为上海市陆家嘴金融贸易区开发公司，成立于1990年8月29日，注册资本10000万元，企业性质为全民所有制。1992年2月24日，上海市陆家嘴金融贸易区开发公司向上海市工商行政管理局申请将注册资本增加至7亿元，其中上海市投资信托公司出资3000万元，上海市财政局出资67000万元。1997年12月10日，经上海市经济体制改革委员会作出的《关于上海市陆家嘴金融贸易区开发公司改建为有限责任公司并组建陆家嘴集团的审核情况的函》及上海市人民政府市府专题会议纪要1997-40批准，上海市陆家嘴金融贸易区开发公司更名为现名，由上海市浦东新区国有资产管理委员会（以下简称“浦东新区国资委”）出资人民币174320万元作为注册资本，企业性质由全民所有制变更为国有独资的有限责任公司。2011年，浦东新区国资委对公司增资61411万元，公司注册资本增至235730.57万元。截至2015年3月底，公司注册资本235730.57万元。浦东新区国资委持有公司100%的股权，是公司的实际控制人。

公司经营范围：房地产开发经营，市政基础建设投资，投资咨询，实体投资，国内贸易（除专项规定外），资产管理经营、信息。

截至2015年3月底，公司拥有全资、控股及参股企业81家（合并表范围内，包括二级子公司15家）。其中，公司下属上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（公司持股58.00%，以下简称“陆家嘴股份”）成立于1992年12月，其所发行的A股和B股分别于1993年6月28日和1994年11月22日在上海交易所上市交易（A股股票简称“陆家嘴”，股票代码600663；B股股票简称“陆家B股”，股票代码900932）。

截至2015年3月底，公司设有总经理办公室、党委办公室（人事部）、计划财务部、社会

公共责任综合管理部、审计与风险控制部、战略投资部、区域经济促进部共7个部门。

截至2014年底，公司资产总额968.47亿元，所有者权益285.03亿元（其中包括少数股东权益116.05亿元）。2014年公司实现营业收入91.86亿元，利润总额33.67亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额1003.01亿元，所有者权益297.16亿元（其中包括少数股东权益120.05亿元）。2015年1~3月公司实现营业收入16.41亿元，利润总额4.36亿元。

根据陆家嘴集团出具的《关于上海陆家嘴（集团）有限公司所属子公司股权划转的情况说明》，陆家嘴集团公司本部及陆家嘴集团控股子公司上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司（以下简称“前滩国际”）于2015年8月初对上海陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发公司”或“陆金发”）增资，共增资人民币28.71亿元，增资后，陆家嘴集团持有陆金发公司股权比例为88.20%，按照上海市浦东新区国资委要求，陆家嘴集团将所持有的陆金发公司股权无偿划转至上海国际集团有限公司。截至目前，上述股权划转的工商登记变更手续已经完成。基于上述划转事件，立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《关于拟将上海陆家嘴（集团）有限公司所属子公司股权划转方案对财务报表影响的咨询建议》（以下简称“《咨询建议》”），基于《咨询建议》中划转陆金发公司后模拟财务数据，截至2014年底，陆家嘴集团合并资产总额为855.49亿元，所有者权益186.18亿元（其中少数股东权益88.02亿元）；2014年，陆家嘴集团实现营业收入82.38亿元，利润总额27.60亿元。

公司注册地址：浦东新区浦东大道981号；法定代表人：杨小明。

二、重大事项

1. 划转事项概况

根据陆家嘴集团出具的《关于上海陆家嘴（集团）有限公司所属子公司股权划转的情况说明》，陆家嘴集团公司本部及陆家嘴集团控股子公司前滩国际于2015年8月初对陆金发公司增资。其中，陆家嘴集团公司本部对陆金发公司增资人民币10亿元，增资后累计股权投资为人民币52.03亿元，持股比例由增资前的88.20%被动稀释为64.81%；前滩国际增资人民币18.71亿元，增资后累计股权投资为人民币18.71亿元，本次增资后的持股比例为23.39%。增资后，按照上海市浦东新区国资委要求，陆家嘴集团公司本部及前滩国际将合计持有的陆金发公司88.20%股权无偿划转至上海国际集团有限公司。截至目前，上述股权划转的工商登记变更手续已经完成。

2. 划转事项对公司的影响

陆家嘴集团业务领域除主业房地产开发和商业地产及与之配套产业外，还涉及城市建设、旅游会展、金融服务共五大产业板块公司。金融服务板块由陆金发公司经营业务构成，此次划转之后，公司业务规模有所下降。2014年，陆家嘴集团公司实现收入91.86亿元，利润总额33.67亿元；其中金融板块业务收入9.63亿元，为陆家嘴集团全部收入的10.31%，利润总额6.06亿元，为陆家嘴集团全部利润总额的18.01%。截至2014年底，陆金发公司资产总额112.97亿元，为陆家嘴集团资产的11.56%；净资产70.14亿元，为陆家嘴集团净资产的24.61%。陆金发公司资产和收入规模占陆家嘴集团整体比例一般，但净资产及利润总额占陆家嘴集团整体比例较大。

表1 2014年底金融板块与公司重要财务指标比较

项目	2014年 金融板块	2014年 陆家嘴集团
资产总额(亿元)	112.97	968.47
所有者权益(亿元)	70.14	285.03

营业收入(亿元)	9.63	91.86
利润总额(亿元)	6.06	33.67

资料来源：陆家嘴集团审计报告及陆金发公司审计报告

表2 剔除金融板块前后公司重要财务指标比较

项目	2014年	*2014年
资产总额(亿元)	968.47	855.49
所有者权益(亿元)	285.03	186.18
营业收入(亿元)	91.86	82.38
利润总额(亿元)	33.67	27.60

资料来源：陆家嘴集团审计报告及《咨询建议》

注：*2014年模拟财务数据为经模拟的公司剔除金融板块后的财务数据。

本次股权划转事项将使公司丧失陆金发公司的股权，其不再并入公司合并范围。合并重组事项涉及的金融板块资产和收入规模占陆家嘴集团整体比例一般，净资产及利润总额占陆家嘴集团整体比例较大；同时，在资产划出之前公司拟对陆金发增资，将直接增加公司的债务负担。但考虑到陆金发公司划转事项后，公司主营业务仍保持稳定，公司作为陆家嘴金融贸易区土地一级开发和基础设施建设主体，经营业务具有显著的区位优势，未来浦东前滩地区开发过程中释放出来的位于核心区域的较大规模优质土地储备将进一步提升公司的资产质量和盈利能力，也为公司商业地产业务带来新的发展机遇。随着公司商业地产、城市建设和旅游会展三大业务板块间协同作用逐步显现，公司抗风险能力将进一步增强，公司整体很强的偿债能力有望得以保持。联合资信将持续关注陆金发公司股权划转后公司实际经营情况。

三、基础素质分析

1. 产权状况

截至2015年3月底，公司注册资本为23.57亿元。公司系国有独资企业，浦东新区国资委为公司出资人和实际控制人，出资比例占公司实收资本的100%。

2. 企业规模

公司是经上海市人民政府批准组建并重点扶持的六十二家大型企业集团之一，也是浦东新区最早挂牌成立的三家开发公司之一，成立目的是为了贯彻国务院“开发浦东、开放浦东”的重大决策和上海市人民政府关于加快浦东开发建设进程的指示，主要负责全国唯一以“金融贸易”命名的国家级开发区陆家嘴金融贸易区内土地的开发、市政基础设施建设、综合经营和协调管理工作，同时承担一定的功能性设施项目的投资建设，拥有国家房地产一级开发资质以及物业一级资质。

截至 2015 年 3 月底，公司拥有全资、控股及参股企业 81 家（合并表范围内，包括二级子公司 13 家），投资业务领域除主业商业地产及与之配套产业外，还涉及城市建设、旅游会展等产业板块。

城市建设开发方面，自成立至今，公司主持了陆家嘴金融中心区（CBD）、竹园商贸区、东城社区、六里现代生活区、陆家嘴软件园等区域的综合规划开发工作。近年来，公司负责的浦东前滩地区（ES4 地块）开发按照计划逐渐推进，区内路网络局已基本形成，公司未来发展前景良好。

商业地产方面，公司是中国商业地产龙头企业，具有包括写字楼、住宅、公寓、商场、酒店等不同业态的丰富产品线，在城市中心商务区建设和综合开发方面拥有丰富的经营经验。截至 2014 年底，公司在城市核心商务区持有甲级写字楼和研发楼总建筑面积 120 万平方米，商铺超 14 万平方米，酒店 2 个，公寓楼 1 座。优质商用物业能够为公司贡献稳定增长的现金流，且随着物业所在区域价值提升，为公司未来融资提供有力支持。

总体看，公司作为陆家嘴金融贸易区土地一级开发和基础设施建设主体，经营业务具有显著的区位优势，各业务板块发展情况良好。公司综合竞争实力较强。

3. 人员素质

目前公司董事、监事和高级管理人员合计 14 人。其中执行董事、总经理 1 人，党委书记 1 人，监事 5 人，高级管理人员 7 人（党委副书记 1 人、副总经理 6 人）；9 人具有硕士研究生学历，1 人具有博士学位。

截至 2015 年 3 月底，公司合并口径在职员工 3049 人。从年龄构成来看，30 岁以下员工占 20.40%，30~50 岁员工占 68.29%，50 岁以上员工占 11.31%；从学历来看，研究生及以上学历占 15.41%，大学（含大专）学历占 51.10%，中专学历占 18.04%，高中以下占 15.45%。公司员工整体素质较为符合公司经营特点。

公司高管人员均具有多年的行业经历，企业管理和业务经验丰富。总体看，公司高管人员具有多年行业经验，员工素质普遍较高，能满足公司发展需要。

4. 外部支持

公司是浦东新区国资委下属独资企业，多年来在股东的大力支持下获得了快速发展。

土地注入

根据“浦计国【2001】1198 号”《关于核定陆家嘴（集团）公司增加土地资源和政府补偿金额的通知》，公司于 2001 年增加土地 8 块，面积 363.3 万平方米，价值 166346 万元。如今后该块地块规划调整用地性质和建筑面积，则相应调整土地价值。

表 3 公司增加土地资源情况

（单位：万平方米、万元）

地块名称	面积	总价	用途
世纪大道中段两侧	24	35846	商住
浦东大道以南	27.8	41521	商住
竹园商贸区 2-5 地块	4.8	7169	住宅
即墨路以东	2.7	--	住宅
御桥高压走廊以东	131	45850	别墅
原御桥工业地块	57	5700	工业
原御桥生活地块	73	8760	住宅
朋大世界地块	43	21500	别墅
合计	363.3	166346	--

资料来源：公司提供

前滩开发

前滩地区是浦东开发“四老三新”格局中重要的组成部分，以及上海“十二五”发展六大重点开发区域之一。根据浦东新区国资委指示精神，明确了由“陆家嘴集团主导浦东前滩地区 2.83 平方公里的开发建设”。2012 年 3 月，公司斥资 18.46 亿元收购了作为前滩一级土地开发责任主体的上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司（以下简称“前滩国际”，原“上海滨江国际旅游度假区开发有限公司”）70% 的股权，成为浦东前滩地区 2.83 平方公里的开发建设的主体。截至 2014 年底，前滩国际资产总额 252.42 亿元，所有者权益 34.07 亿元；2014 年实现营业收入 16.92 亿元，实现净利润 3.16 亿元，主要为土地转让收益。截至 2015 年 3 月底，前滩国际资产总额 263.11 亿元，所有者权益 46.95 亿元，公司对前滩国际进一步注资；2015 年 1-3 月实现营业收入 0.67 亿元，实现净利润 0.86 亿元，利润主要来源为利息收入。

2012 年，前滩地区控制性详细规划获得上海市人民政府批复。截至 2015 年 3 月底，前滩一期道路及管线工程已全部建成并投入使用；小黄浦河道改造工程全线贯通；以三个公园为主题的前滩景观绿化工程正按计划实施，其中友城公园已基本完工，休闲公园正在进行防汛墙施工，体育公园已全面开工；上海惠灵顿国际学校已正式开学；其他配套性功能项目的前期准备工作正在稳步推进；企业天地一期、二期、三期、39-01 项目正在进行施工。

总体看，公司作为浦东新区国有独资综合性大型集团企业，能够得到股东方的明确支持。

四、管理体制

1. 治理结构

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规的规定，建立了较为完善的法人治理结构。公司不设股东会、董事会，由出资人履行股东职权。公司设一名执行董事，由浦东新区国资

委按照目前干部管理权限进行委派。执行董事每届任期三年，可以连任。公司设监事会，由 5 名监事组成，由浦东新区国资委委派；监事每届任期三年，连选可以连任，其中职工代表监事由公司民主选举产生。监事会负责检查公司财务；对总经理、副总经理等高级管理人员执行职务时违反法律、行政法规、公司章程的行为进行监督，对当总经理、副总经理的行为损害公司利益时，要求其予以纠正等。

公司设总经理一名，副总经理若干名，由浦东新区国资委委派。执行董事是公司的法定代表人，并兼任公司总经理，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作；决定公司的经营计划和投资方案；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；对发行公司债券做出决议；决定公司对外融资、担保事宜等。

2. 管理制度

截至 2015 年 3 月底，公司设有总经理办公室、党委办公室（人事部）、计划财务部、社会公共责任综合管理部、审计与风险控制部、战略投资部、区域经济促进部共 7 个部门。各部门职责清晰，内部衔接融洽。

风险控制方面，公司设立了专门的审计与风险控制部，建立了较为全面的风险管理体系，对企业经营、管理机制进行监督，随时监控公司主要业务运营风险，以建立健全自我约束机制，提高经济效益。

资金管理方面，根据《集团公司资金管理试行办法》，公司成立了资金领导小组，由总经理、副总经理构成，总经理担任组长，集团公司专职监事、财务部经理等列席；资金领导小组下设资金工作小组，配备若干专职人员进行日常工作，每年 11 月底根据全面预算编制完成下年资金收支计划，每月 25 日前完成下月资金收支计划，并每月对公司资金收支计划执行情况进行财务分析，以提高资金使用效率。资金工作小组统一管理对外融资工作，系统内公司

的融资规模要与企业的全面预算相匹配，并报资金领导小组审核。集团系统严禁与集团外企业进行委托贷款和委托理财，集团内企业互相拆借资金必须得到资金领导小组批准后方可实施。

投资管理方面，根据《集团公司对外投资管理办法》，公司对外投资项目的确定必须经过项目调研预审、专家论证、项目决策和实施、项目管理若干阶段，由公司投资发展部负责组织和报批公司领导。对外投资超过净资产 50% 的、总投资超过规定标准的还需报有关部门备案、审批。

对外担保方面，根据《集团公司担保业务管理办法》，公司规定了担保审批流程及担保事项办理程序，明确规定担保范围，担保事项实行集体决策。

在子公司管理方面，公司对投资规模较大的全资和控股子公司和按联营协议规定由我方委派财务主管的联营企业采取委派财务总监方式，对投资规模较小的全资和控股子公司可以委托集团公司的投资企业会计核算中心进行核算，企业只设出纳人员负责日常报销、收付款的制证工作。公司对子公司的管理，除了设立收入、利润等财务考核目标外，还在项目进度、质量等多个方面进行考核。

总体来看，公司法人治理结构符合其经营需要，内部管控制度健全，并形成了有效的风险监督管理体系，综合管理水平较高。

五、生产经营

1. 经营概况

公司业务领域除主业房地产开发和商业地产及与之配套产业外，还涉及城市建设、旅游会展等产业板块。2012~2014 年，受土地批租业务、商业租赁和物业以及金融业务收入持续增长的影响，公司营业总收入较快增长，分别为 57.70 亿元、82.08 亿元和 91.86 亿元。其中，占比较大的业务分别为土地批租、房地产销售、

商业租赁和物业管理，金融业务收入规模逐年增长，且毛利率高，已成为公司利润的重要补充。2012~2014 年，受土地批租业务毛利率波动下降、房地产销售业务毛利率持续下降，同时毛利率高的金融业务收入规模持续增长影响，公司整体毛利率波动中有所下降，三年分别为 66.84%、61.04% 和 62.83%，总体保持了较高的盈利水平。

公司城市建设板块主要负责陆家嘴金融贸易区一级土地开发和相关基础设施建设项目，收入构成包括土地批租、租赁等，由于建设开发周期较长，且出让和回款时间存在较大不确定性，收入波动较大。近几年，公司土地批租业务逐渐减少，对应结转的收入均为以前年度出让的土地或补差价。根据公司未来经营规划，公司将着重转型为以商业地产经营开发为主，土地批租业务将视开发情况而定，收入规模有一定不确定性。2012~2014 年，公司城市建设板块收入分别为 10.48 亿元、22.27 亿元和 29.75 亿元，其中土地批租收入分别为 10.30 亿元、22.10 亿元和 27.12 亿元。

公司房地产开发板块主要负责上海和天津地区的商业住宅销售，2012~2014 年，该板块实现收入 23.19 亿元、22.62 亿元和 23.99 亿元，占营业收入占比分别为 40.19%、27.56% 和 23.99%。2012~2014 年公司房地产销售业务收入中动迁房收入分别为 9.90 亿元、6.55 亿元和 1.94 亿元。公司房地产开发板块毛利率较高，尤其是由于动迁房成本较低，2012 年毛利率高达 67.67%；2013 年受毛利率高的动迁房销售规模下降影响，公司房屋销售毛利率回落至 58.59%；2014 年上升至 61.79%，主要是新增陆家嘴红醍半岛项目竣工，该项目土地成本低，毛利率高，有益支持了 2014 年房屋销售业务板块的收入规模和毛利率水平。

公司商业地产运营板块主要负责陆家嘴金融贸易区自有商业租赁和物业管理，2012~2014 年，公司商业物业运营板块实现收入分别为 16.16 亿元、20.21 亿元和 23.79 亿元，商业地

产运营板块毛利率较高且持续增长，2014 年达到 65.24%。

公司金融业务主要为委托贷款及证券承销等业务，近三年业务规模稳定扩大，其收入分别计入“利息收入”和“手续费及佣金收入”。2012~2014 年金融业务收入分别为 4.20 亿元、6.95 亿元和 9.57 亿元。2012 年度，公司实现金融业务收入 4.20 亿元，较 2011 年增长 95.35%，主要为青岛海协信托投资有限公司（已更名为“陆家嘴国际信托有限公司”，以下简称“陆家嘴信托”）恢复营业后业务增长迅速；2013 年公司收购国泰人寿，开展寿险及保险资金投资业务；2014 年金融环境向好，资本市场活跃，公司业务收入较快增长。公司金融业务毛利率

维持在较高水平且规模持续增长，是公司利润的重要补充。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.41 亿元，占 2014 年全年的 17.86%，主要是由于一季度无结转的土地批租收入；实现综合毛利率 64.17%。2015 年 1~3 月，由于房地产销售结转收入较少，以及无批租收入，公司收入主要来自商业租赁和物业，占营业收入的比重达到 74.47%。

从公司近年来业务及利润构成可以看出，公司土地批租业务对公司收入和利润的贡献有所降低，未来随着公司商业地产和旅游会展板块规模的增长，公司收入结构将呈现更加多元化的趋势。

表 4 2012~2015 年 3 月底公司营业收入及毛利率构成（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地批租	10.30	17.85	68.20	22.10	26.92	53.44	27.12	29.52	56.10	-	-	-
土地租赁	0.18	0.31	91.13	0.17	0.21	90.67	0.21	0.23	92.30	0.11	0.67	87.32
房地产销售	23.19	40.19	67.67	22.62	27.56	58.59	23.99	26.12	61.79	5.68	34.61	56.20
商业租赁和物业	16.16	28.01	62.70	20.21	24.62	63.10	23.79	25.90	65.24	6.54	39.85	67.43
酒店收入	1.22	2.12	50.73	1.16	1.41	46.58	1.20	1.31	48.54	0.27	1.65	54.56
工程、服务收入及其他	1.33	2.30	20.11	1.40	1.71	13.65	1.22	1.33	4.09	0.92	5.61	4.38
主营业务收入小计	52.38	90.78	64.72	67.66	82.43	57.20	77.53	84.41	59.83	13.52	82.39	57.84
其他营业收入	1.12	1.94	57.48	7.47	9.10	65.83	4.76	5.18	44.79	0.09	0.55	64.15
金融业务收入	4.20	7.28	95.81	6.95	8.47	93.29	9.57	10.41	96.12	2.80	17.06	94.92
合计	57.70	100.00	66.84	82.08	100.00	61.04	91.86	100.00	62.83	16.41	100.00	64.17

资料来源：根据公司审计报告整理

注：2012~2014 年和 2015 年 1~3 月房地产销售收入中分别包括 9.90 亿元、6.55 亿元、1.94 亿元和 0.76 亿元动迁房销售收入。

土地批租与土地租赁

公司 1990 年成立之初主要负责陆家嘴金融贸易区的土地开发和管理，土地批租¹业务是公司主营业务之一，即通过处置存货中土地储备获取的收益（公司土地储备来源有二，一为

早期政府以资产注入形式向公司注入的土地资产，之后公司自行动迁、整理开发；二为公司通过自行收购整理取得的土地）。

公司留存土地大部分在 2000 年之前已完成动迁，剩余部分也均在 2006 年之前完成动迁，因此土地开发成本很低。2004 年之前公司土地多是协议转让，2004 年 8 月 31 日后经营性用地实行招拍挂制度后，公司采用市场化运

¹土地批租制是指一次性出让若干年的土地使用权后，一次收取出让期内各个年度地租的贴现值总和（出让金），即土地一级开发业务，在土地出让前，对土地进行整理投资开发，达到标准后进行出让。

作模式：按照陆家嘴金融贸易区土地利用总体规划、城市总体规划等，统一组织实施拆迁及土地整理等工作，项目前期建设资金全部由公司自行筹集，土地整理完成具备上市交易条件后，将通过土储中心平台进行土地上市出让，除上缴土地增值税外，土地出让金收益由公司自行支配，用于项目建设和运营。公司采用滚动开发的方式，在一定程度上可以降低项目投资资金压力。

为避免同业竞争，陆家嘴股份土地批租业务已基本结束。近几年，公司土地批租业务对应结转的收入均为以前年度已出让的土地或补差价。根据公司未来经营规划，公司将着重转型为以商业地产经营开发为主，土地批租业务将视开发情况而定，收入规模有一定不确定性。2012~2014年，公司土地批租收入分别为10.30亿元、22.10亿元和27.12亿元，2015年一季度暂无土地批租收入；具体情况见下表。

表5 2012~2014年公司土地批租业务收入
(单位：平方米、万元)

	地块名称	出让面积	结转收入
2012年	御桥生活区补地价	--	102984.76
2013年	锦利3号地块	130687	108035.00
	杨东7-5#地块	992	2200.00
	花木2-1-B	52993	110759.65
	小计	--	220994.65
2014年	御桥地块	235700	104215.42
	40号地块	11557	167000.00
	小计	--	271215.42

资料来源：公司提供

注：补地价是指公司因改变了原有地块的土地容积率，按规定补交因超容积率而形成的土地差价，公司通过出售该部分超出容积率的物业，取得的相应收入计入了上表。

公司土地批租业务最为显著的特点在于区位优势。由于开发地块即陆家嘴中心区随金融业的入驻发展，地块迅速升值，公司前几年批租业务的毛利率一直处于60%-85%的高位，这是目前其他批租商难以企及的水平。但是，受金融危机、欧债危机和后世博时代经济放缓的

影响，近年来土地出让溢价率整体走低，公司土地批租业务盈利空间逐渐减小，毛利率呈波动下降趋势，2012~2014年分别为68.20%、53.44%和56.10%。另外，土地批租是对土地的粗放式加工，只是可以短时间将资源转化为价值实现，即便受益于国资背景，但受制于区域以及体量限制，土地批租也不具备可持续性。同时由于土地验收之后才能获得收益，出让时间与金额不可控，在进行一级整理的数年期间，还将承受较高的融资成本，因此现金回流的不确定也给公司资金面和运营带来一定压力。

公司土地租赁业务由本部负责，主要是利用暂时闲置土地对外租赁作汽车4S店所用，土地面积65683.87平方米，2012~2014年分别实现收入0.18亿元、0.17亿元和0.21亿元，2015年1-3月实现收入0.11亿元。

未来公司土地批租业务将以前滩土地开发为主。根据有关会议的精神，前滩开发将实行“统一规划、统一实施”的原则，由原项目公司滨江公司作为责任主体和具体实施单位。公司出资收购滨江公司70%的股权，成为土地一级开发的主体单位之一，滨江公司后更名为前滩国际。浦东前滩的总建筑面积达到350万平方米以上，商办建筑占到其中一半，还有约40%用于建造高端白领社区。公司拥有其中的210万平方米左右开发权，拟为前滩前期开发一次性投入100亿元，远期带动的投入将超过1000亿元。截至2015年3月底，前滩一期道路及管线工程已全部建成并投入使用；小黄浦河道改造工程全线贯通；以三个公园为主题的前滩景观绿化工程正按计划实施，其中友城公园已基本完工，休闲公园正在进行防汛墙施工，体育公园已全面开工；上海惠灵顿国际学校已正式开学；其他配套性功能项目的前期准备工作正在稳步推进；企业天地一期、二期、三期、39-01项目正在进行施工。

总体看，公司前滩地区土地储备规模大，未来土地出让收益的实现，有助于公司收入规模和整体盈利水平的提升。

另外，公司还从事城市配套设施建设业务，为公司土地整理和商业地产开发完善区域环境，主要由上海陆家嘴城市建设开发投资有限公司（以下简称“城开公司”）、上海陆家嘴人才公寓建设开发有限公司负责。此部分的业务模式根据项目不同有所差异，部分采用“企业融资建设、政府一次性回购”的模式，部分采用“企业融资建设、企业自主经营”的模式，项目资金基本为公司自筹。

近年来，公司投资建设了小陆家嘴环形天桥连廊、浦东滨江大道、陆家嘴中心绿地、小陆家嘴二层步行连廊一期建设等一批市政项

目，有效提升了区域投资环境，完善了服务功能。目前，主要在建项目包括陆家嘴金融城核心区地下空间开发项目、陆家嘴中心区二层连廊项目、世纪大都会、塘东总部基地等金融城重大工程。

土地储备

近年来，公司积极通过项目收购和招、拍、挂等方式获取土地资源。截至2015年3月底，公司土地储备面积合计166.11万平方米，其对应成本全部计入存货中，合计金额约为250.69亿元。

表6 截至2015年3月底公司土地储备情况

地块名称	权证号	产权单位	土地面积（万平方米）	获得时间	土地现状
御桥地块	沪浦字（2003）第 085554、085555、085556 号	集团公司	38.72	1993	已平地，计划自营开发建设
N3 地块	沪房地（96）字 059 号	股份公司	4.36	1996	生地、未动迁
SBI-SB5	沪房地浦字（2002）字 002751 号	股份公司	17.56	2002	生地、未动迁
荣成地块	地块拆平后方可办理	荣成公司	1.33	2004	生地、未动迁
昌邑地块	地块拆平后方可办理	昌邑集团	3.43	2004	生地、未动迁
前滩 ES4	沪房地浦字（2003）字 100374 号	前滩集团	100.71	2012	已平地，计划自营开发建设
合 计			166.11	--	--

资料来源：公司提供

从土地储备类型看，公司储备土地以商住综合项目为主，将通过城市综合体的形式开发，提升项目综合价值；土地储备中用于商业开发的土地占比较高，公司将针对行业调控和市场变化动态调整开发计划。未来御桥和前滩地块主要通过自营开发建设、土地批租出让、合作开发土地、等方式逐步获得现金回流，目前已与国际一流开发商达成前滩 3 个综合体的合作开发意向。

鉴于公司土地储备中大部分位于御桥和前滩地块，上述两个项目的发展对公司未来经营会起到决定性作用。

商业地产运营

随着陆家嘴金融贸易区的逐渐成熟和完善，公司土地存量逐渐减少，公司营收模式逐

步由土地批租收入为主转变为以长期资产管理收入和短期资产出售收入并重的模式。

公司商业物业运营与商品住宅开发业务主要由公司下属上市公司陆家嘴股份经营，业务涉及商业物业和住宅地产的开发销售及运营管理。

2012 年以来，陆家嘴股份已转变为以持有物业（即长期资产管理）和出售物业（即短期资产出售）并重的模式，由土地运营商转变为城市运营商。在转型期间，公司商业物业租赁、部分商业地产销售和商品住宅销售收入将能逐步抵补土地批租收入。

公司可供出租的物业包括甲级写字楼、都市研发楼、商场、住宅等，公司房地产租赁业务保持了快速发展，2012~2014 年公司商业租

赁和物业管理业务分别实现营业收入 16.16 亿元、20.21 亿元和 23.79 亿元。公司商业租赁和物业管理业务毛利率一直处于较高水平，2014 年达到 65.24%。公司商业租赁对商业地产运营板块收入的贡献率基本保持在 70% 左右。

写字楼方面，公司拥有渣打银行大厦、星展银行大厦、钻石大厦、陆家嘴商务广场等多个甲级写字楼，目前长期在营甲级写字楼共 10 幢，总建筑面积超过 95 万平方米，均位于陆家嘴中心区地段。截至 2014 年底，运营一年及以上的甲级写字楼平均出租率约为 99.5%。2014 年实现租金收入 8.20 亿元，2015 年 1-3 月实现租金收入 2.57 亿元。2014 年新增的陆家嘴世纪金融广场已经投入使用的 2 号楼、5 号楼、7 号楼以及 6 号楼的年末出租率分别达到 70%、95%、57% 以及 44%。

研发楼方面，高品质研发楼包括园区型的上海市级软件产业基地-上海陆家嘴软件园区、金桥创科技园以及陆家嘴金融航运大楼。这部分办公楼交通便捷、环境舒适、配套齐全，主要提供给研发类的企业。截至 2014 年底，公司长期在营的高品质研发楼总建筑面积已超过 24 万平方米，平均出租率近 100%。2014 年实现租金收入 4.60 亿元。2015 年 1-3 月实现租金收入 1.20 亿元。

商场方面，在营商业物业主要包括陆家嘴的商铺物业目前包括陆家嘴 96 广场、陆家嘴 1885 文化中心以及天津的虹桥新天地。陆家嘴在建的多个城市综合体中也均有体量较大的商业项目，均位于所属商圈的核心地段。截至 2014 年底，在营的商铺物业总建筑面积超过 14 万平方米，主要项目陆家嘴 96 广场和陆家嘴

1885 的出租率均超过 96%，陆家嘴金融城配套商业设施总体出租率达 100%。2014 年实现租赁收入 2.40 亿元，同比增长约 9.09%。

公司的住宅物业分为长期持有在营型和短期出售型。截至 2014 年底，公司用于出租的住宅公寓仅为东和公寓，东和公寓项目地上面积 8.46 万平方米，总面积 9.87 万平方米，共有 400 余套住宅，户均面积从 60 平方米的一房到 285 平方米的四房不等，截至 2014 年底出租率为 93%。2014 年实现租金收入 2.63 亿元。2015 年 1-3 月实现租金收入 0.85 亿元。

酒店方面，陆家嘴现拥有两家四星级酒店：东怡大酒店和明城大酒店，2014 年全年营业收入 1.20 亿元。截至 2014 年底，明城大酒店配备 399 间房间，2014 年 GOP 率为 39%，全年出租率为 71%；东怡大酒店配备 209 间房间，2014 年 GOP 率为 30%，全年出租率为 71%。

公司对于自持物业采取成本模式计量方法计入投资性房地产科目，截至 2014 年底该部分对外出租房产反映为投资性房地产账面净值 204.13 亿元，较 2013 年底大幅增长，主要是新增在建及未获取权证的投资性房地产项目。主要包括公司所持有的前滩国际教育中心、世纪金融广场 2 号楼、5 号楼和 7 号楼、11 号楼、虹桥新天地、惠灵顿国际学校以及上海纽约大学大厦原值合计为 36.00 亿元的投资性房地产尚未获取产证，所持有的建成后用于出租的软件园 13 号楼、金融服务广场、浦东金融广场、世纪大都会、金融广场 1 号楼、3 号楼、6 号楼及地下车库等资产原值 103.48 亿元，尚未竣工且尚未获取产证。

表 7 截至 2014 年底陆家嘴股份持有物业运营情况（单位：平方米）

项目属性	在营项目名称	地上建筑面积	总建筑面积	竣工日期	截至年底出租率
写字楼	渣打银行大厦	38620	48056	2007	100%
	星展银行大厦	46942	68139	2009	100%
	钻石大厦	40008	48438	2009	99.00%
	陆家嘴商务广场	67495	98532	2000	97.22%
	陆家嘴金融信息楼（大华银行总部大楼）	5039	9080	2010	100%

	陆家嘴基金大厦	32550	42326	2011	99.00%
	陆家嘴投资大厦	33841	43490	2011	100%
	陆家嘴金融服务广场（软件园 11 号楼）	70956	89660	2012	85.72%
	陆家嘴世纪金融广场	327862	446510	2014	70%
	上海纽约大学大厦	49141	64218	2014	100%
	小计	712454	958449	--	--
研发楼	软件园内写字楼	168818	197553	1994~2012	99.00%
	金桥科创园	32417	32417	2008	100%
	陆家嘴金融航运大楼	11130	12305	2010	100%
	小计	212365	242275	--	--
商铺	陆家嘴 96 广场	29002	66195	2008	96%
	陆家嘴 1885 文化中心	7177	14268	2008	96%
	天津虹桥新天地	6065	60654	2011	85%
	陆家嘴金融城配套商业设施	6065	6065	2012	100%
	小计	48309	147182	--	--
酒店	明城大酒店	43974	52725	1996	71%*
	东怡大酒店	18406	29185	2009	71%*
	合计	62380	81910	--	--
住宅	东和公寓	84603	98651	2009	93%
	小计	84603	98651	--	--
合计		1120111	1528467	--	--

资料来源：公司提供、陆家嘴股份 2014 年审计报告

注：带星号项目为 2014 年平均入住率。

表 8 截至 2014 年底陆家嘴股份主要在建项目情况（单位：平方米、万元）

项目属性	在建项目名称	地上建筑面积	总建筑面积	拟竣工日期
甲级写字楼与研发楼	世纪大都会	122238	199878	2015
	上海中心大厦	380000	560000	2015
	浦东金融广场（原 SN1 项目）办公部分	183420	316740	2017
	东方纯一大厦	32721	45633	2015
	天津陆家嘴金融广场办公部分	154622	190518	2017
	陆家嘴软件园 13 号楼	25168	28880	2016
	世纪大道 SB1-1 项目	43228	65495	2018
	竹园 2-16-2 地块陆家嘴证券大厦	61772	90440	2017
	甲级写字楼与研发楼合计	1002855	1497328	--
商铺	Z4-2 地块项目	828	37064	2015
	浦东金融广场（原 SN1 项目）商铺部分	117505	137195	2017
	天津陆家嘴金融广场商场部分	100382	118063	2017
	前滩 25-1 地块商业中心（北）	28253	48895	2018
	商场合计	246968	341217	--
酒店	天津陆家嘴金融广场酒店部分	26100	46595	2017

商业住宅	天津河庭花苑（一期）	183195	244796	2016
总计		1459118	2129936	--

资料来源：公司提供

房地产开发

随着陆家嘴金融贸易区的逐渐成熟和完善，公司土地存量逐渐减少，公司营收模式逐步由土地批租收入为主转变为以长期资产管理收入和短期资产出售收入并重的模式。

公司商业物业运营与商品住宅开发业务主要由公司下属上市公司陆家嘴股份经营，业务涉及商业物业和住宅地产的开发销售及运营管理。

2012~2014年，公司房地产销售实现营业收入分别为23.19亿元、22.62亿元和23.99亿元。其中2012年包括动迁房销售收入9.90亿元，其余为天津河滨花苑、陆家嘴花园和其他存量房销售，动迁房销售成本较低，对公司房屋销售毛利率贡献较大；2013年公司无新开盘项目，为陆家嘴公馆、天津海上花苑等以往楼盘存量房销售，动迁房销售收入6.55亿元；2014年，动迁房销售收入1.94亿元，较往年收入规模大幅下降，但2014年新增竣工楼盘陆家嘴红醍半岛项目，该项目土地成本低，毛利率高，有益支持了2014年房屋销售业务板块的收入规模和毛利率水平。各类住宅物业累计合同销售面积超过7万平方米，去化率超过60%。

表9 公司2012~2015年3月动迁房收入（单位：万元）

项目		收入	所属公司
2012年	御桥地块动迁用房	9857.92	集团公司
	花木新民地块动迁用	608.54	集团公司
	杨东小区（锦安东路东	21105.93	城开公司
	小陆家嘴动迁用房	67421.35	股份公司
合计		98993.75	--
2013年	小陆家嘴动迁用房	41024.00	股份公司
	御桥地块动迁用房	24456.21	集团本部
合计		65480.21	--
2014年	御桥地块动迁用房	7436.12	集团本部
	锦绣华城	788.00	城开公司
	锦博苑	5332.62	城开公司
	瑞阳苑	2620.00	乐园公司
	小陆家嘴动迁用房	3213.81	股份公司
合计		19390.55	--
2015年 1-3月	锦博苑	2323.50	城开公司
	瑞阳苑	930.00	乐园公司
	锦绣华城	3480.00	股份公司
	小陆家嘴动迁用房	823.00	股份公司
合计		7556.50	--

资料来源：公司提供

注：小陆家嘴动迁用房包括爱法新城、大华配套商品房、华高一村、罗山七村、海联大厦和长富大厦。

表10 截至2015年3月底公司主要房地产在建项目(单位：亿元、万平方米)

项目名称	总投资	截至2015年3月底 已完成投资	总建筑面积	未来投资计划			
				2015年4-12月	2016年	2017年	2017年以后
天津河庭花苑（一期）	24.47	8.82	24.48	6.42	6.77	1.98	0.48
梧桐公寓	21.18	9.78	36.19	5.55	3.12	1.59	1.14
合计	45.65	18.60	60.67	11.97	9.89	3.57	1.62

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司在建商业地产项目主要包括天津河庭花苑（一期）和梧桐公寓项目，合计面积60.67万平方米，预计总投资45.65亿元，累计完成投资18.60亿元。

总体看，公司在建和在售项目大部分属中

高端楼盘，预期价值较高，预售的顺利进行可为公司带来充沛现金流入。考虑到房地产调控政策的影响，可能预售会低于预期。

金融业务

公司下属参与和推动金融产业发展的主要

平台是上海陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发公司”）。

陆金发公司组建以来，通过控股爱建证券、收购陆家嘴信托、参与金融创新试点项目、参股股权投资基金，初步形成了“证券+信托+基金”的基本业务架构，为进一步发展成为金融控股企业奠定了基础。2012~2014年，公司对陆金发公司分别增资3.45亿元、12.20亿元和9.10亿元，注册资本增加至47.45亿元，公司对陆金发公司的持股增加至88.20%。

截至2014年底，陆金发公司累计对外投资

61.78亿元，占注册资本的130.19%；其中2013年新增对外投资12.44亿元，包括对国泰人寿的收购并增资的出资共计10.50亿元；2014年新增对外投资16.24亿元，包括对陆家嘴国际信托有限公司出资13.83亿元。2012~2014年全年，陆金发公司分别实现营业收入4.20亿元、6.95亿元和9.57亿元。

公司及子公司前滩国际拟先对陆金发公司分别增资10亿元和18.71亿元，增资完成后再将公司及前滩国际所持陆金发公司的股权无偿划转给非关联第三方。

表 11 公司金融业务主要控股及参股企业

类别	控股及参股企业	投资金额（万元）	持股比例
控股或参股持牌机构	爱建证券有限责任公司	180000	51.14%
	陆家嘴国际信托有限公司	238880	71.61%
	国泰人寿保险有限责任公司	105000	50.00%
	上海人寿保险股份有限公司	12000	6.00%
参股基金	黑石人民币股权投资基金	10589	20.00%
	上海国和现代服务业产业股权投资基金	44000	19.88%
	上海国滨股权投资基金	7680	10.00%
	上海德太一期股权投资合伙企业（有限合伙）	1250	4.54%
参股创新型金融服务企业	中银消费金融有限公司	9500	19.00%
	上海浦东东亚联财小额贷款有限公司	3000	15.00%
	陆家嘴财富管理（上海）有限公司	100	5.00%
	上海亚联财信息咨询有限公司	15	15.00%
	上海陆家嘴野村资产管理有限公司	600	20.00%
	证通股份有限公司	2500	1.24%
参股基金管理公司	上海国和现代服务业股权投资管理公司	1200	15.00%
	上海陆家嘴投资发展有限公司	1250	100.00%
	上海陆家嘴公宇资产管理有限公司	201	30.00%
合计	--	617765	--

资料来源：公司提供

旅游会展

会展物业是现代服务业的重要组成部分，是对实体经济、旅游产业、贸易产业具有重要推动作用的一种城市服务。公司联营企业上海新国际博览中心有限公司（由公司全资子公司上海陆家嘴展览有限公司与德国展览公司各出资50%，不并表）共拥有17个室内展厅，展览面积达20万平方米；室外展览面积达10

万平方米。在使用率以及周转率方面来讲，上海新国际博览中心是全球第一的展览馆，从规模来讲，已经成为亚洲第二大的会展中心。2014年新国际博览中心共举办会展104场，实现合同销售面积638.55万平方米，实现租赁收入7.55亿元；场馆利用率保持在72.35%左右的水平。2015年1-3月，年新国际博览中心共举办会展12场，实现合同销售面积62.26万平方米；实现租赁收

入 0.67 亿元；场馆利用率保持在 55.08% 左右的水平。

旅游方面，公司参与的迪士尼项目总投资 245 亿元。首期建设的迪士尼乐园及配套区占地 3.9 平方公里，以 1.16 平方公里的主题乐园和约 0.39 平方公里的中心湖泊为核心。中心标志性的城堡建筑已于 2012 年 4 月动工。申迪集团是迪士尼项目中方控股股东，截至 2015 年 3 月底，公司占申迪集团 45% 的股权，已累计完成投资 92.03 亿元，其中 2014 年投资 31.64 亿元。目前园区建设按计划顺利进行，各项工程结构施工已近尾声，玩具总动员酒店、迪士尼乐园酒店已封顶，园区标志性中心景点——奇幻童话城堡即将封顶。

其他收入

2012~2014 年，公司其他营业收入分别为 1.12 亿元、7.47 亿元和 4.76 亿元。其中，2013 年为公司子公司陆家嘴股份将部分零散的用于出租的自持物业进行了清理及出售，形成的销售收入，对应的投资性房地产转出的净值（以成本计入）约 1.80 亿元，因此当年其他收入占比较高。2014 年主要为陆家嘴股份转让陆家嘴中心区 Z4-2 项目地块收取土地储备中心土地补偿款 3.70 亿元。由于上述业务不具有持续性，未来公司其他收入规模仍然较小，对公司经营影响不大。

2. 经营效率

从经营效率来看，2012~2014 年，公司销售债权周转次数受应收账款规模变动较大而有波动，三年分别为 18.95 次、55.86 次和 16.34 次；由于土地开发成本规模较大，公司存货周转次数保持较低水平，2014 年为 0.11 次；总资产周转次数有所波动，2014 年为 0.11 次。

3. 未来发展

2011 年至 2015 年是国家全面实施“十二五”规划的重要历史时期，公司制定了五年发展规划。到 2015 年，公司初步实现由目前的商业地产独大向商业地产、旅游经营业务板块和城市建设三大板块转变的格局。从近三年公司经营投资情况看，公司各板块发展良好，商业地产规模持续增长，旅游板块中迪斯尼乐园园区建设顺利推进；商业地产、旅游经营业务板块和城市建设三大板块已初步形成。

从拟建项目情况来看，截至 2014 年底，公司计划中的建设项目包括 SB1-1 地块项目、肠衣厂项目等多个项目，总投资达到 125.79 亿元；其中部分已经开展前期工作。截至 2014 年底已完成投资 45.41 亿元（前滩中心的项目已完成投资为土地成本，建设工程未实质性开工）。

总体看，未来公司投资规模较大，公司将面临一定筹资压力。但公司目前业务布局已具雏形，未来将不断完善，多元化经营模式对公司持续发展形成有力支撑。

表 12 截至 2014 年底公司主要拟建项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已完成投资	后续资金安排	预计竣工时间	项目性质	规证情况
SB1-1 地块项目	65479.00	3401.00	银行贷款	2017.12	办公出租	立项批复、土地证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证
肠衣厂项目	尚未确定	5043.02	自有资金	尚未确定	其他	土地证
软件园 13 号楼	22871.00	5418.00	自有资金	2016.12	研发楼出租	立项批复、房产证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证
前滩中心	957561.00	392746.81	银行贷款	2020.08	办公出租	立项批复、土地证、建设用地规划许可证
天津红桥国际社区-上海花苑东标段	100788.13	28062.35	银行贷款	2019.05	住宅销售	土地证、立项批复
天津红桥国际社区-河庭花苑东标段	111143.85	19421.45	银行贷款	2017.11	住宅销售	土地证、立项批复、建设用地规划许可证

合计	1257842.98	454092.63	--	--	--	--
----	------------	-----------	----	----	----	----

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表由立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。从合并报表的范围来看，截至 2014 年底，公司拥有 81 家子公司纳入合并报表；其中，2013 年新增子公司 9 家，其中上海江高投资有限公司和上海陆家嘴临港城市投资有限公司净资产规模相对较大，其他子公司规模小，且均为公司设立的子公司；2014 年新增子公司 18 家，均为公司投资设立的子公司，处置子公司 2 家，所处置的子公司资产及收入规模小。公司合并报表连续三年数据可比性较强。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

根据《咨询建议》中模拟财务数据，以下分析基于公司 2012~2014 年的审计数据，并结合模拟财务数据对 2014 年财务数据进行对比分析。

截至 2014 年底，公司资产总额 968.47 亿元，所有者权益 285.03 亿元（其中包括少数股东权益 116.05 亿元）。2014 年公司实现营业收入 91.86 亿元，利润总额 33.67 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 1003.01 亿元，所有者权益 297.16 亿元（其中包括少数股东权益 120.05 亿元）。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 16.41 亿元，利润总额 4.36 亿元。

基于模拟财务数据，截至 2014 年底，公司资产总额为 855.49 亿元，所有者权益 186.18 亿元（其中少数股东权益 88.02 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 82.38 亿元，利润总额 27.60 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产迅速增长，年均复合增长率为 29.21%。截至 2014 年底，公司

资产总额 968.47 亿元，较 2013 年增长 37.64%，主要是受应收账款、其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产增长的影响；从构成看，流动资产占 44.66%，非流动资产占 55.34%，流动资产占比波动中快速下降，主要是受公司投资性房地产快速增长的影响。公司资产结构以非流动资产为主。

基于模拟财务报表，截至 2014 年底，公司资产总额 855.49 亿元，其中流动资产占 44.59%，非流动资产占 55.41%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年复合增长 19.19%，主要来自应收账款、其他应收款和存货的增长。截至 2014 年底，公司流动资产合计 432.54 亿元，较 2013 年底增长 10.28%，主要是应收账款和其他应收款增长的影响；从构成看，公司流动资产以存货（占 68.82%）和货币资金（占 16.18%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金规模保持相对稳定。截至 2014 年底，公司货币资金为 69.98 亿元，主要为银行存款（占 93.81%），且不存在质押、担保或其他使用权受限制的情况。

2012~2014 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长 107.07%。截至 2014 年底，公司应收账款 10.83 亿元，较 2013 年底快速增长，主要是新增前滩国际应收上海仁远投资合伙企业（有限合伙）的股权转让款 10.42 亿元；截至 2014 年底共计提坏账准备 369.61 万元，坏账计提比例为 0.34%。

2012~2014 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 230.99%。截至 2014 年底，公司其他应收款 14.63 亿元，较 2013 年底增长 259.79%，主要为鸿淮、鸿霈及浦东土地储备中心未返还土地款及保证金 11.95 亿元，其他主要为往来款；从账龄看，其他应收款 6 个月以下的占 40.48%，6 个月至 1 年的占 18.54%，1 年以上的占 40.98%；截至 2014 年底，公司共

计提坏账准备 821.33 万元，占比 0.56%。

2012~2014 年底，公司存货分别为 219.22 亿元、304.49 亿元和 297.66 亿元，在总资产占比分别为 37.79%、43.28%和 30.74%，为公司资产结构的重要组成部分。从构成来看，公司存货由库存商品（占比 0.06%，指已经完成了尚未销售完毕的项目，如陆家嘴公馆、锦博苑等项目）和其他（占比 99.94%，主要为 250.69 亿元土地储备）。

公司其他流动资产主要为委托贷款和存出保证金，其中存出保证金占比较大。2012~2014 年底，公司其他流动资产分别 0.52 亿元、0.37 亿元和 0.20 亿元，占各期末总资产比重分别为 0.11%、0.06%和 0.05%，占总资产比例小。

2012~2014 年底，公司其他流动资产分别为 0.37 亿元、0.20 亿元和 9.12 亿元，占各期末总资产比重分别为 0.06%、0.03%和 0.94%，占总资产比例小。2014 年较 2013 年的增长为公银企专项合作产品 8.90 亿元。

基于模拟财务报表，截至 2014 年底，公司流动资产合计 381.50 亿元，较 2014 年底划转陆金发公司前下降 11.80%。截至 2014 年底，划转陆金发公司后，公司货币资金、预付款项、应收利息、其他应收款和其他流动资产分别较划转前下降 31.56%、0.01%、74.77%、1.52%和 1.16%；此外，公司结算备付金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、衍生金融资产及买入反售金融资产科目账面余额全部划出。总体看，陆金发公司对公司流动资产各部分影响一般。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产也保持快速增长，年均复合增长 39.43%。截至 2014 年底，公司非流动资产 535.93 亿元，较 2013 年底增长 72.10%，主要是可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产的增长；从构成看，以可供出售金融资产（占 14.63%）、长期股权投资（占 29.33%）、投资性房地产（占 38.09%）、固定资产（占 6.82%）和递延所得税资产（占

6.74%）为主。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产分别为 14.36 亿元、19.62 亿元和 78.38 亿元。2014 年较 2013 年增长 299.46%，主要由可供出售债券和可供出售权益工具构成，均以公允价值计量。

2012~2014 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 18.15%。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 157.21 亿元，较 2013 年底增长 27.97%，绝大多数为对合营及联营企业的投资（全部采用权益法核算），另外，还有少量的股权分置流通权。近三年公司长期股权投资较快增长，在公司多元化经营战略的背景下，长期股权投资的持续增长反映了公司良好的扩张态势和经营管理模式。

2012~2014 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增速 62.85%。截至 2014 年底，公司投资性房地账面原值 222.50 亿元，同比增长 155.76%，主要由在建投资性房地产和房屋及建筑物构成，账面价值 204.13 亿元。2014 年新增账面原值共 127.16 亿元，主要为新增的在建或未取得产证的投资性房地产。截至 2014 年底，公司所持有的前滩国际教育中心、世纪金融广场 2 号楼、5 号楼和 7 号楼、11 号楼、虹桥新天地、惠灵顿国际学校以及上海纽约大学大厦原值合计为 36.00 亿元的投资性房地产尚未获取产证，所持有的建成后用于出租的软件园 13 号楼、金融服务广场、浦东金融广场、世纪大都会、金融广场 1 号楼、3 号楼、6 号楼及地下车库等资产原值 103.48 亿元，尚未竣工且尚未获取产证。此外，公司投资性房地产中共有净值为 11.37 亿元的资产用于银行借款抵押。

2012~2014 年，公司固定资产净额变化不大，年均复合减速 0.95%，主要由房屋及建筑物和市政及公益资产构成。截至 2014 年底，公司固定资产原值 40.66 亿元，较 2013 年底略有下降；从构成看，固定资产中市政及公益性资产 30.87 亿元，房屋及建筑物 8.74 亿元，固定资产累计折旧 4.12 亿元，其中市政和公益性资

产根据上海市浦东新区财政局《关于新区五大开发公司待调整资产会计处理的暂行办法》规定，未计提折旧或减值准备，固定资产账面净额 36.54 亿元。

截至 2014 年底，公司商誉 15.19 亿元，较 2013 年底无变化，分别为收购爱建证券有限责任公司和陆家嘴国际信托有限公司所产生。

2012~2014 年，公司递延所得税资产快速增长，年均复合增长 57.09%。截至 2014 年底，公司递延所得税资产为 36.11 亿元，较 2013 年底增长 25.37%，主要是预提费用和预提土地增值税的增长；从构成看，主要由预提费用、预提土地增值税、土地使用权评估增长和内部销售未实现利润构成。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 1003.01 亿元，较 2014 年底增长 3.57%，主要来源于货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产的增长；其中，流动资产占 45.59%，非流动资产占 54.41%，资产结构以非流动资产为主。

基于模拟财务报表，截至 2014 年底，公司非流动资产合计 473.99 亿元，较 2014 年底划拨陆金发公司前下降 11.56%。划拨陆金发公司对非流动资产中的可供出售金融资产、持有到期投资及无形资产具有较大影响，基于模拟报表，2014 年底，公司可供出售金融资产、持有到期投资、无形资产分别为 47.11 亿元、0.10 亿元和 202.99 万元，分别较剔除金融板块前减少 21.27 亿元、2.80 亿元和 0.05 亿元，分别下降 39.90%、96.55%和 88.16%。

综合看，近几年公司资产规模扩张迅速，流动资产中以存货和货币资金为主，存货占比较大，流动性弱；非流动资产以长期股权投资和投资性房地产为主，实现收益能力强。总体来说，公司整体资产质量好。

划拨陆金发公司后，公司资产结构变化小，公司资产规模下降程度不大，对整体资产影响一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为 12.27%。所有者权益的增长主要来自资本公积、未分配利润和盈余公积的增长。截至 2014 年底，公司所有者权益 285.03 亿元，较 2013 年底增长 20.81%，归属于母公司的所有者权益为 168.98 亿元。截至 2014 年底，公司归属于母公司的所有者权益中实收资本占 13.95%、资本公积占 41.47%、盈余公积占 8.20%、未分配利润占 36.29%、其他综合收益占 0.09%。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 297.16 亿元，较 2014 年底增长 4.26%，主要来自资本公积的增长，所有者权益构成变化不大。

基于模拟报表，截至 2014 年底，公司所有者权益为 186.18 亿元，较划拨陆金发公司前下降 34.68%，下降幅度较大。

总体看，公司所有者权益稳定性好。模拟划拨陆金发公司后，导致公司资本公积、盈余公积、未分配利润及其他综合收益出现较大幅度下降，对公司所有者权益的规模和结构影响较大。

负债

2012~2014 年，公司负债规模呈迅速上升趋势，年均复合增长 38.95%。截至 2014 年底，公司负债总额为 683.44 亿元，较 2013 年底增长 46.14%，主要是代理买卖证券款、其他应付款、其他流动资产、长期借款和应付债券增长的影响；从构成看，公司负债中流动负债和非流动负债分别占 67.67%、32.33%，流动负债占比有所下降，但公司负债结构仍以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债较快增长，年均复合增长 28.71%。截至 2014 年底，公司流动负债 462.49 亿元，较 2013 年底增长 20.35%，主要是代理买卖证券款、其他应付款和其他流动资产的增长；从构成看，主要由短期借款（占比 17.19%）、代理买卖证券款（占

比 4.84%)、应付账款 (占比 3.99%)、预收账款 (占比 4.35%)、应交税费 (占比 5.43%)、其他应付款 (占比 52.46%) 和其他流动资产 (占比 6.49%) 构成。

2012~2014 年底, 公司的短期借款规模较为稳定。截至 2014 年底, 公司短期借款为 79.49 亿元, 较 2013 年底增长 9.88%, 由信用借款 (占比 96.23%) 和保证借款 (占比 3.77%) 构成。

2012~2014 年, 公司代理买卖证券款波动中较快增长, 年均复合增长 27.57%。截至 2014 年底, 公司代理买卖证券款 22.39 亿元, 较 2013 年底增长 81.80%, 主要是因为爱建证券有限责任公司经营波动所致。

2012~2014 年, 公司应付账款快速增长, 年均复合增长 34.54%。截至 2014 年底, 公司应付账款 18.47 亿元, 较 2013 年底增长 43.93%, 其中账龄在一年以内的有 16.15 亿元, 超过一年以上的大额应付账款由尚未结算的工程款和征地工安置费用构成。

公司预收款项主要为预收的售房款和工程款, 2012~2014 年, 公司预收账款年底余额分别为 40.88 亿元、59.00 亿元和 20.12 亿元。2014 较 2013 年下降 65.90%, 主要原因为工程款项的减少以及楼盘竣工后预收房款转为公司营业收入。

2012~2014 年, 公司其他应付款快速增长, 年均复合增长 44.66%。截至 2014 年底, 公司其他应付款 242.64 亿元, 较 2013 年底增长 33.81%, 主要是由于前滩工程款项的增长, 子公司上海前滩国际商务区投资 (集团) 有限公司按发改委要求预提开发成本所致。该部分预提开发成本, 为根据发改委要求, 计提的应当计入当期但尚未实际发生支付的公共基础设施建设等费用; 此外, 其他应付款中应付财政局的 11.52 亿元借款, 为无息借款。

公司长期借款主要由质押借款、抵押借款及信用借款组成。公司近三年长期借款规模快速增长, 主要是随着优质项目开发对资金的需求导致 2014 年大幅增长。公司目前主要的资金

投向包括前滩区域整体开发、申迪集团以及金融投资板块, 前滩区域是浦东新区未来重点发展的中心商务区, 一期拟投资额达到 100 亿元, 未来还需公司持续的资金投入, 使得公司加大对外筹资力度, 长期借款较高。截至 2014 年底, 公司长期借款 120.80 亿元, 较 2013 年底增长 88.23%, 其中质押借款所用资产主要为公司所持子公司股权, 抵押借款用于抵押的资产主要为土地使用权和部分现房和在建工程。

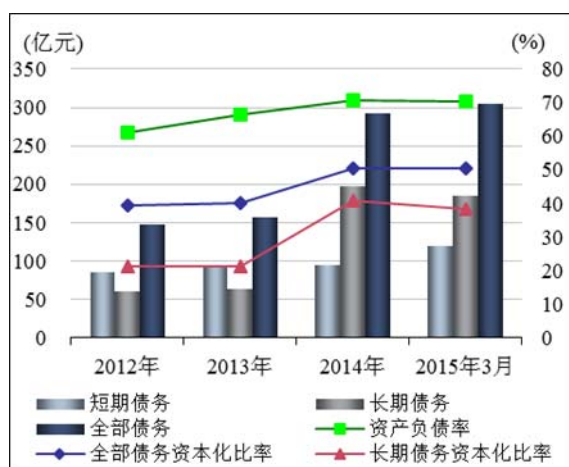
基于模拟财务报表, 截至 2014 年底, 公司负债总额为 669.32 亿元, 较划拨陆金发公司前减少 2.07%; 其中, 流动负债占比 66.99%, 非流动负债占比 33.01%, 流动负债占比相较前略有下降。

基于模拟财务报表, 截至 2014 年底, 公司流动负债为 448.36 亿元, 较陆金发公司划拨前下降 3.05%, 主要是卖出回购金融资产、代理买卖证券款及应付职工薪酬的减少所致。

基于模拟财务报表, 截至 2014 年底, 公司非流动负债 220.95 亿元, 较划拨前减少 63.72 万元, 全部为递延所得税负债的减少。公司非流动负债受划拨因素影响小。

2012~2014 年, 公司债务规模快速增长。截至 2014 年底, 公司有息债务 292.21 亿元, 较 2013 年底增长 85.51%, 其中短期债务占比 32.66%, 长期债务占比 67.34%。2012~2014 年, 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均持续较快增长, 三年均值分别为 67.43%、45.20% 和 31.09%, 2014 年底分别为 70.57%、50.62% 和 40.84%。

图1 2013~2015年3月底公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至2015年3月底，公司负债总额705.85亿元，较2014年底增长3.28%，主要为短期借款、代理买卖证券款、预收款项和一年内到期的非流动负债的增加所致；从构成看，流动负债和非流动负债分别占70.20%和29.80%，流动负债占比上升。截至2015年3月底，公司有息债务合计304.64亿元，较2014年底大幅增长4.25%，其中短期债务占39.28%，长期债务占60.72%，有息债务结构仍以长期债务为主。截至2015年3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分别为70.37%、50.62%和38.36%，较上年末变化较小。

基于模拟财务报表，截至2014年底，公司全部债务合计289.57亿元，较陆金发公司划拨前下降0.90%，其中，长期债务占67.95%，短期债务占32.05%，公司债务结构受划拨因素影响小；由于划拨使公司所有者权益降幅较大，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分别升至78.24%、60.87%和51.38%，公司债务负担较划拨前有所加重。

总体来看，公司前滩项目和商业地产项目均处于投入阶段，对于长期资金的需求较大，公司债务中长期债务占比迅速提升，债务结构有所改善；随着项目资金投入，公司未来有息债务规模还将保持上升趋势。模拟陆金发公司划拨后，公司债务规模小幅下降但债务负担有所加重并处于较高水平，债务结构仍以长期债

务为主。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入快速增长三年复合增长率为26.17%。2014年，公司实现营业收入91.86亿元，较2013年增长11.91%，主要受土地批租业务收入的快速增长影响。2012~2014年，公司营业成本分别为18.96亿元、31.98亿元和33.77亿元。2014年，公司营业成本较2013年增长7.18%。2014年公司营业利润率为45.61%，较2013年的43.32%略有提升，主要是受毛利率高的土地批租、房地产销售、商业租赁和物业、金融业务收入增长影响。

2012~2014年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用合计）快速增长，分别为11.01亿元、13.19亿元和18.28亿元，年均复合增长率为28.87%。2014年公司期间费用较2013年增长36.49%，主要是营业费用和财务费用快速增长所致。2014年公司销售费用和财务费用分别为6.41亿元和8.68亿元，分别较2013年增长38.43%和45.15%。2012~2014年，公司期间费用率分别为19.08%、16.32%和19.90%。

公司的投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益构成。2012~2014年，公司实现投资收益分别为3.48亿元、6.87亿元和9.70亿元，年均复合增长率为67.05%，主要为权益法核算的长期股权投资收益增长较快以及处置可供出售金融资产取得的收益增长所致。投资收益是公司利润的有益补充。

2012~2014年，公司营业外收入分别为0.66亿元、0.34亿元和0.65亿元，规模变化不大；其中补贴收入分别为0.34亿元、0.17亿元和0.36亿元。公司补贴收入在营业总收入中占比较小，非公司主要收入来源。2012~2014年，公司利润总额分别为20.26亿元、28.70亿元和33.67亿元。

图2 2012~2014年公司主要盈利指标情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司营业利润率波动下降，但仍维持较高水平，三年分别为45.95%、43.32%和45.61%。近三年，随着公司债务规模的快速增长，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率波动中略有增长，三年均值分别为6.31%和8.00%，2014年分别为5.50%和7.72%。

2015年1~3月，公司实现营业收入16.41亿元，占2014年全年的17.87%；2015年1~3月，公司实现投资收益1.13亿元，是公司利润的有益补充；同期公司实现利润总额4.32亿元。

基于模拟财务数据，2014年，公司实现营业收入82.38亿元，较金融板块划拨前减少10.31%；同时，公司营业利润和利润总额分别为27.13亿元和27.60亿元，较金融板块划拨前分别下降5.90亿元和6.06亿元。

总体看，近年来，公司营业利润率维持较高水平，整体盈利能力强，但受行业性质影响公司收入的实现受宏观经济和土地收入影响较大。模拟陆金发公司划拨后，公司营业收入和利润规模下降规模较大。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2012~2014年，公司经营活动现金流入量规模大，但呈下降趋势，年均复合下降12.92%，三年分别为119.83亿元、95.69亿元和90.86亿元，主要以销售商品、提

供劳务收到的现金为主，另外还有收取利息、手续费及佣金的现金、各子公司往来款等计入收到的其他与经营活动有关的现金。2012~2014年，公司经营活动现金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金、支付各项税费和支付其他与经营活动有关的现金等支出。近三年，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，主要是支付项目工程款的增加。2012~2014年，公司经营活动产生的现金净流量分别为16.17亿元、3.51亿元和-44.18亿元，2014年下降较多主要是由于支付的各项税费及工程支出规模快速增长。2012~2014年，公司现金收入比分别为130.86%、101.10%和71.77%，2014年受房地产业务板块预收款结转收入未产生现金流影响，公司现金收入比较快下降。2015年1~3月，公司经营活动现金流入量为45.19亿元，经营活动现金流出量31.21亿元，其中收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为22.80亿元和7.08亿元，系公司理财产品投资现金流以及和现金往来款项。公司在2015年一季度经营活动现金流净额为13.98亿元，较同期转负为正，主要是由于支出的往来。

从投资活动看，近三年来公司加大对外投资力度，投资支付的现金均保持较大规模，分别为97.71亿元、48.62亿元和229.67亿元，其中2014年比2013年净增加181.04亿元，主要为对申迪集团资金投入、陆金发对外投资以及理财产品购买等资金支出。公司收回投资收到现金规模波动增长，2014年公司收回投资收到的现金132.34亿元，主要为前滩、爱建、信托、陆金发理财产品赎回获得的现金；此外，公司取得投资收益收到的现金快速增长，年均复合增长率为43.00%。近三年公司投资活动净现金流分别为-54.87亿元、-4.11亿元和-94.76亿元，经营活动现金流净额均无法覆盖投资需求，公司存在较大融资需求。2015年1~3月，公司投资活动现金流净额为-9.58亿元。

从筹资活动看，2012~2014年公司主要通过银行借款、发行债券的方式进行筹资，均体

现为取得借款收到的现金。近三年来公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 35.04 亿元、-1.49 亿元和 155.19 亿元。在国家对房地产行业的宏观调控影响下，公司担负陆家嘴金融区深度开发和前滩开发建设的双重重任，重大项目的建设对外资金需求较大，2015 年 1~3 月，公司取得借款所收到的现金为 32.63 亿元，主要为银行借款；2015 年 1~3 月筹资活动现金流净额为 13.98 亿元。

基于模拟财务数据，2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金较金融板块剔除前增加 0.24%，但经营活动现金流入规模较快下降；公司收回投资收到的现金规模下降 44.45%，对公司投资活动现金流状况产生一定影响。公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为-74.02 亿元、-79.25 亿元和 150.34 亿元。

总体来看，公司经营净现金流快速下降，对外投资保持较大规模，公司经营活动现金流净额无法覆盖投资需求。未来几年前滩等项目仍出于大规模投入阶段，公司具有一定的筹资压力。基于模拟陆金发公司划转后财务数据，该股权划转对公司经营及投资活动现金流状况影响较大，同时考虑到公司未来项目建设等资金需求，公司存在较大融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率逐年下降，速动比率波动中略有下降。三年均值分别为 27.53% 和 99.19%，2014 年底为 93.52% 和 29.16%；2015 年 3 月底公司流动比率、速动比率分别为 92.27% 和 30.81%。近三年，公司经营活动现金负债比快速下降，2014 年转正为负。从指标看，公司短期偿债能力指标一般，但考虑到公司货币资金充裕，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 规模持续增长，三年分别为 30.51 亿元、40.17 亿元和 46.43 亿元；同时伴随着经营规

模扩大和对外投资的增加，公司有息债务增加较多。近三年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.82 倍、3.92 倍和 6.29 倍。从指标上看，随着公司债务负担的快速增长，EBITDA 对全部债务的覆盖倍数明显下降，但考虑到公司作为陆家嘴金融贸易区土地一级开发和基础设施建设主体，业务具有明显的区位优势，主导开发的前滩地区位置稀缺，预期收益好，资产质量高，公司长期偿债能力强。

模拟陆金发公司划转后，公司流动资产下降较多，流动比率和速动比率均有所下降，分别为 85.09% 和 18.70%，公司短期偿债能力较金融板块剔除前有所减弱。

截至 2015 年 3 月底，公司本部在各商业银行、政策性银行共获得的授信总额为 110.50 亿元，尚未使用额度为 61.50 亿元，间接融资渠道畅通。公司下属陆家嘴股份为 A、B 股上市公司，直接融资渠道畅通。

或有负债方面，截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B201404240030245217），截至 2015 年 6 月 16 日，公司存在 114 笔已结清的关注类贷款，均已正常偿付；此外，公司不存在已结清或未结清的不良贷款。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、上海市政府及浦东新区国资委对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

七、结论

近年来，上海市经济保持稳定增长，财政实力持续增强，为城市建设奠定了良好的经济基础、提供了良好的发展空间。公司是上海市国有控股特大型企业集团，经过多年发展，目

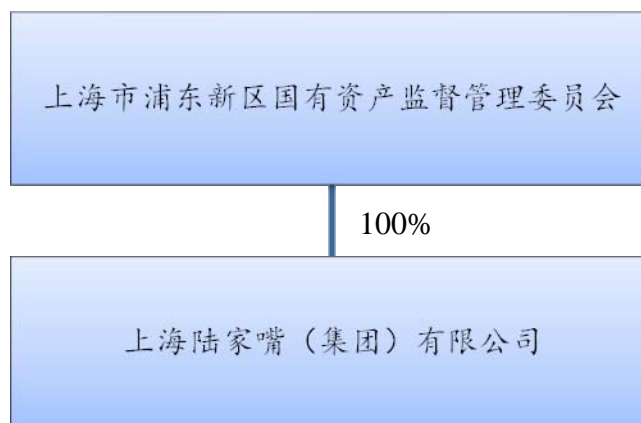
前初步形成商业地产、旅游、城市建设三大产业板块布局。公司经营规模大，行业经验丰富，具有较强的品牌影响力，多元化业务有效分散了经营风险。

公司法人治理结构完善，管理水平较高。目前公司资产以流动资产为主，存货占比大，流动性较弱；公司整体资产质量好，营业利润率维持较高水平，整体盈利能力强。未来随着前滩项目和商业地产项目的逐步投入，公司对长期资金的需求加大。

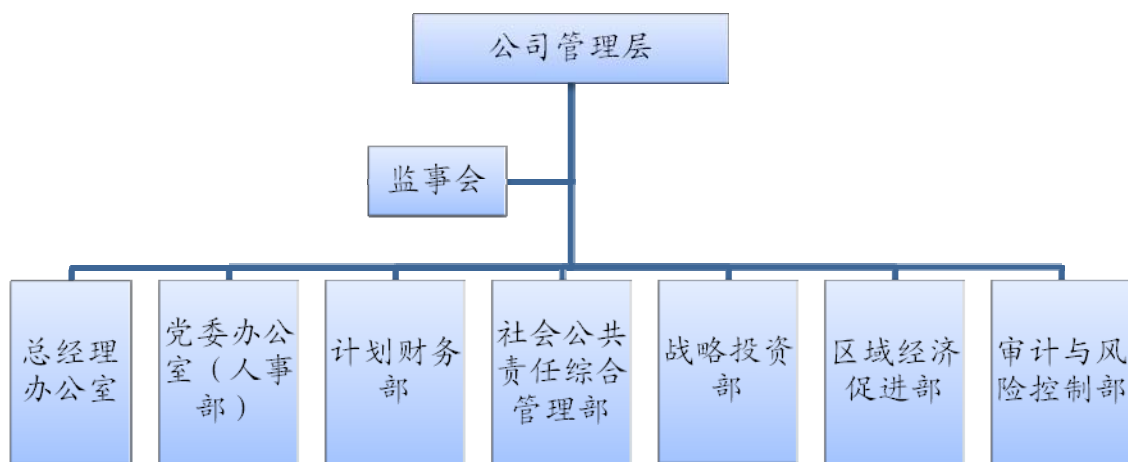
本次股权划转事项将使公司丧失陆金发公司的股权，其不再并入公司合并范围。事项涉及的金融板块资产和收入规模占陆家嘴集团整体比例一般，净资产及利润总额占陆家嘴集团整体比例较大；同时，在资产划出之前公司拟对其增资，将直接增加公司的债务负担。联合资信将持续关注陆金发公司划转后公司实际经营情况。

基于对陆家嘴集团综合偿债能力和金融板块划转事项对陆家嘴集团影响的综合分析，联合资信确定维持陆家嘴集团主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	*2014 年
财务数据				
现金类资产(亿元)	77.77	75.58	88.75	47.89
资产总额(亿元)	580.12	703.61	968.47	855.49
所有者权益(亿元)	226.13	235.94	285.03	186.18
短期债务(亿元)	85.89	93.34	95.45	92.81
长期债务(亿元)	61.03	64.18	196.76	196.76
全部债务(亿元)	146.92	157.52	292.21	289.57
营业收入(亿元)	57.70	82.08	91.86	82.38
利润总额(亿元)	20.26	28.70	33.67	27.60
EBITDA(亿元)	30.51	40.17	46.43	--
经营性净现金流(亿元)	16.17	3.51	-45.38	-74.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.95	55.86	16.34	10.15
存货周转次数(次)	0.10	0.12	0.11	0.15
总资产周转次数(次)	0.11	0.13	0.11	0.12
现金收入比(%)	130.86	101.10	71.77	80.21
营业利润率(%)	45.95	43.32	45.61	40.51
总资本收益率(%)	6.20	7.43	5.50	--
净资产收益率(%)	6.83	9.23	7.72	12.48
长期债务资本化比率(%)	21.25	21.38	40.84	51.38
全部债务资本化比率(%)	39.38	40.03	50.62	60.87
资产负债率(%)	61.02	66.47	70.57	78.24
流动比率(%)	109.05	102.06	93.52	85.09
速动比率(%)	30.53	22.82	29.16	18.70
经营现金流动负债比(%)	5.79	0.91	-9.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.82	3.92	6.29	--

注：1、*2014年模拟财务数据及指标依据经模拟的上海陆家嘴（集团）有限公司划出金融板块后的财务数据计算而得。

2、*2014年模拟财务数据仅为事务所出具的《咨询建议》中模拟数据。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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
BB	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	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	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	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