

跟踪评级公告

联合[2015] 1099 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持上海陆家嘴（集团）有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14陆家嘴01/14陆嘴01”和“14陆家嘴02/14陆嘴02”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月三十日



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）有限公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定
上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01	16 亿元	2014/2/25-2019/2/25	AAA	AAA
14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02	10 亿元	2014/3/11-2019/3/11	AAA	AAA

跟踪评级时间：2015 年 6 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	77.77	75.58	88.75	105.32
资产总额(亿元)	580.12	703.61	968.47	1003.01
所有者权益合计(亿元)	226.13	235.94	285.03	297.16
长期债务(亿元)	61.03	64.18	196.76	184.96
全部债务(亿元)	146.92	157.52	292.21	304.64
营业收入(亿元)	57.70	82.08	91.86	16.41
利润总额(亿元)	20.26	28.70	33.67	4.36
EBITDA(亿元)	30.51	40.17	46.43	--
经营性净现金流(亿元)	16.17	3.51	-45.38	8.45
营业利润率(%)	45.95	43.32	45.61	54.58
净资产收益率(%)	6.83	9.23	7.72	--
资产负债率(%)	61.02	66.47	70.57	70.37
全部债务资本化比率(%)	39.38	40.03	50.62	50.62
流动比率(%)	109.05	102.06	93.52	92.27
全部债务/EBITDA(倍)	4.82	3.92	6.29	--
经营现金流/流动负债(%)	5.79	0.91	-9.55	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

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

评级观点

上海陆家嘴（集团）有限公司（以下简称“公司”）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、盈利能力等方面继续保持显著优势。跟踪期间，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快速增长，整体盈利能力有所改善。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模大幅增长，债务负担有所加重，公司存在短期支付压力，经营活动现金净流量下降，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。

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。公司存续期内的“14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01”和“14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02”无担保，公司为有效归集偿债资金设立了专项偿债基金，而且分期偿还的设置有效降低未来集中偿付压力。跟踪期内，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对上述债券保障能力较强。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01”和“14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02”AAA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，上海市经济稳步增长，不断提高的人均收入和财政收入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，业务具有明显的区位优势。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。
3. 跟踪期内，公司金融板块业务规模扩张迅

速，目前已具一定规模，有效分散了经营风险，对公司利润的贡献率有所上升。

4. 跟踪期内，公司EBITDA对存续债券保障能力较好，经营活动产生的现金流入量对存续债券保障能力好。

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. 跟踪期内，公司有息债务规模随着业务规模不断扩张而有所增长，债务负担加重，公司存在短期支付压力。
3. 跟踪期内，公司资产中存货偏多，主要由房产开发项目和土地为主，资产周转期较长。
4. 公司未来投资支出规模较大，对外融资压力上升。

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、本跟踪评级结果自发布之日起一年内有效；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、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于上海陆家嘴（集团）有限公司主体长期信用及存续期内公司债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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，市政基础设施建设投资，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。

公司注册地址：浦东新区浦东大道 981 号；法定代表人：杨小明。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，

进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增加2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增加9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将

重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司主要负责上海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以及商业地产开发业务。

1. 房地产发展情况

2014年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入2014年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。2014年，全国房屋新开工面积

同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相

关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷款利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未

扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10月9日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014年以来对公积金调整放宽的省市已近40个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调0.25个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年一季度，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是2015年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自2014年下半年多重政策推动下，2015年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20个代表城市成

交易同比增长6.5%，供应量同比增长3.8%，销供比为1.1，同比小幅增长0.03。库存方面，据初步统计，截至2015年3月底，20个代表城市可售面积为17348万平方米，环比下降1.8%，较2015年1月的高点回落3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 区域经济发展情况

上海市是国内经济、科技、工业、金融、贸易、会展和航运中心，经济总量和人均GDP连续多年位列全国各省市前列，处于全国工业化和城市化进程的领先地位。在《2012年中国城市竞争力蓝皮书》中上海市排名第4位，仅次于中国香港、台北和北京。

2014年，上海市实现生产总值（GDP）23560.94亿元，按可比价格计算，比上年增长7.0%；其中，第一产业增加值124.26亿元，增长0.1%；第二产业增加值8164.79亿元，增长4.3%；第三产业增加值15271.89亿元，增长8.8%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到64.8%，比上年提高1.6个百分点。2014

年，上海实现工业增加值7362.84亿元，比上年增长4.3%。全年完成工业总产值34071.19亿元，增长1.6%，其中，规模以上工业总产值32237.19亿元，增长1.6%。上海市经济平稳发展，经济质量和产业结构不断优化。

同期，上海市居民收入水平随经济发展稳步提高。据抽样调查，2014年上海市城市居民和农村居民家庭人均年可支配收入分别为47710元和21192元，比上年分别实际增长5.9%和7.4%。收入的增加有力的促进城市居民消费水平，2014年，上海市城市居民人均消费支出30520元，比上年增长8.4%，社会消费品零售总额15291亿元，比上年增长13.9%。

在经济总量不断增长的同时，城市基础设施体系也在加快建设。2014年，上海市全社会固定资产投资总额为6016.43亿元，其中，完成城市基础设施建设投资1057.25亿元，比上年增长1.3%，其中交通运输邮电通信投资510.42亿元，市政建设投资379.81亿元，公用事业投资32.80亿元。

伴随着上海市经济持续发展，其财政实力稳步增强。2014年，上海市一般预算收入达4585.55亿元，同比增长11.6%。上海市财政实力很强。2014年，浦东新区全区地方公共财政收入完成684.51亿元，比2013年增长12.1%，新区财政实力进一步增强。2014年，浦东新区地方财政支出完成820.36亿元，增长11.1%。

此外，上海市金融要素市场功能显著提升，金融机构加快集聚，金融产业保持较快发展势头。2013年和2014年，上海金融产业实现增加值分别为2823.29亿元和2823.29亿元，分别较上年增长12.6%和13.7%。

2015年4月20日，随着《国务院关于印发进一步深化中国（上海）自由贸易试验区改革开放方案的通知》（以下简称“《通知》”）的颁布，上海自由贸易试验区的实施范围扩增至120.72平方公里，涵盖上海外高桥保税区、上海外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区4个海关特殊监管区域

（28.78平方公里）以及陆家嘴金融片区（34.26平方公里）、金桥开发片区（20.48平方公里）、张江高科技片区（37.2平方公里）。根据《通知》，上海海关、上海国检局及中国人民银行上海分行均出具了配套通知。随着上海自由贸易试验区的扩围，公司主要业务所在区域被纳入自贸区经营范围，未来随着自由贸易试验区相关金融政策的落地，公司外部融资环境向好。

总体看，上海市经济保持稳步增长，产业结构不断优化；上海市财政收入持续快速的增长也为城市建设奠定了良好的经济基础；上海自由贸易试验区扩围也为公司提供了新的发展契机。

五、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. 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。跟踪期内无新增。

资本金注入

公司下属陆家嘴金融发展公司（以下简称“陆金发公司”）是根据浦东新区国资委关于“陆金发公司是新区参与和推动金融产业发展的重要平台，要走市场化、多元化、证券化之路”的指示成立的金融控股公司。2010年2月1日，浦东新区国资委根据“浦国资联（2010）第11号”文件批复，陆金发公司注册资本增加至人

民币 28 亿元，具体由公司出资 14.40 亿元，持股 51.43%。2010 年 4 月 19 日，浦东新区国资委根据“浦国资委（2010）84 号”文件批复，通过陆家嘴集团对陆金发公司增资 1.5 亿元。历经浦东新区国资委及公司对陆金发公司的多次增资，截至 2015 年 3 月底，陆金发公司注册资本 47.45 亿元，公司对陆金发公司的持股为 88.20%。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构与管理制度无重大变化。高层管理人员方面，公司原执行董事、党委书记、总经理杨小明先生不再担任公司党委书记。公司其他人员构成方面无重大变化。

七、经营分析

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、金融服务共五大产业板块。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金融板块规模的增长，公司收入结构将呈现更加多元化的趋势。

表 1 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；具体情况见表 2。

表 2 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

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。

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,主要由集团本部(城市投资建设部)和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3 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
SB1-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运营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（即长期资产运营管理）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 4 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%*
	小计	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 5 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
合 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运营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%。此外。

表6 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房	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。

截至 2014 年 9 月底，公司红醍半岛项目已完成投资建设，但未形成销售收入。在建商业房地产项目主要包括天津河庭花苑西标段和梧桐公寓，合计面积 60.20 万平方米。

表7 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，公司在建商业房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。

表 8 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

目前，公司正在积极布局国际投融资平台，通过开放性市场化增资，引进金融与产业央企、大型民企集团与社会投资机构等外部资本，形成浦东新区国资相对控股的多元化公司治理结构。未来 5 年陆金发公司拟发展成为在证券、基金、信托等领域具有竞争优势，在消费金融、小额贷款、投资担保和融资租赁等方面具有创新优势，拥有人寿保险和商业银行股权联系和资金、渠道支持的综合性金融控股企业。

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. 未来发展

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 9 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-海上花苑东标段	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

八、募集资金使用情况

公司分别于 2014 年 2 月 25 日和 2014 年 3 月 11 日发行的“14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01”和“14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02”，分别募集资金 16 亿元和 10 亿元，均全部用于 ES4 单元项目（包括黄浦江滨江大道及绿化工程、市政道路及管线工程、小黄埔河道改造工程和新建雨水泵站工程）。截至 2014 年底，“14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01”和“14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02”募集资金均

按照计划用于上述项目建设，已全部使用完毕，其中有 3230 万元和 2020 万元分别全部用于补充营运资金。

目前，上述四个 ES4 相关募投项目全部开工手续已经完成，总投资共计 60.66 亿元，截至 2014 年底，已合计完成投资 42.99 亿元。黄浦江滨江大道及绿化工程建设进度方面：三大滨江绿化公共空间全部启动，友城公园的广场基础、坡道植物、园路、驳岸已大抵线路，体

育公园聚类不建筑方案已调整报批。市政道路及管线工程建设进度方面：主要干道王已全部投入使用。小黄埔河道改造工程全线贯通。雨水泵站项目处于沉井和涵箱的施工阶段。

九、财务分析

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。

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。

1. 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 1 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。

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

2. 现金流及保障

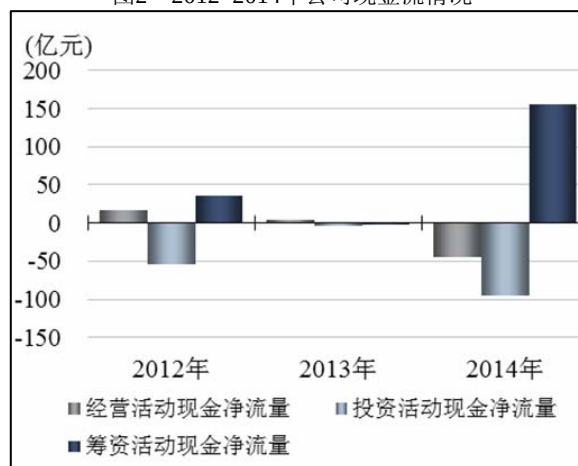
从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入量规模大，但呈下降趋势，年均复合下降 12.92%，三年分别为 119.83 亿元、95.69 亿元和 90.86 亿元，主要以销售商品、提供劳务收到的现金为主，另外还有收取利息、手续费及佣金的现金、各子公司往来款等计入收到的其他与经营活动有关的现金。2012~2014 年，公司经营活动现金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金、支付各项税费和支付其他与经营活动有关的现金等支出。近三年，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长，主要是支付项目工程款的增加。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金净流量分别为 16.17 亿元、3.51 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。

图2 2012~2014年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

总体来看，公司经营性活动净现金流快速下降，对外投资保持了较大的规模，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。

3. 资本及债务结构

资产

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。

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。

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。

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。

4. 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。

总体看，公司所有者权益稳定性好。

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，一期拟投资额达到人民币 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。

图3 2013~2015年3月底公司债务情况



资料来源：公司财务报表

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%。

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。

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。

5. 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 BEITDA 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。

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，未使用额度 61.50 亿元，间接融资渠道通畅。公司下属陆家嘴股份为 AB 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。

6. 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，均已正常收回；此外，公司不存在已结清或未结清的不良贷款。

7. 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。

十、存续期债券偿债能力分析

“14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01”和“14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02”两支公司债券，发行金额分别为 16 亿元和 10 亿元，本金合计 26 亿元，将分别于 2019 年 2 月 25 日和 2019 年 3 月 11 日到期，两支债券均采用提前偿还本金方式，从第三个计息年度开始每年偿还本金，即在第三、第四、第五计息年度末分别偿还本金 30%、30%和 40%，后三年利息随本金的兑付一起支付（由于两支债券发行日、到期日接近，还本方式相同，以下分析均针对合计本金计算）。

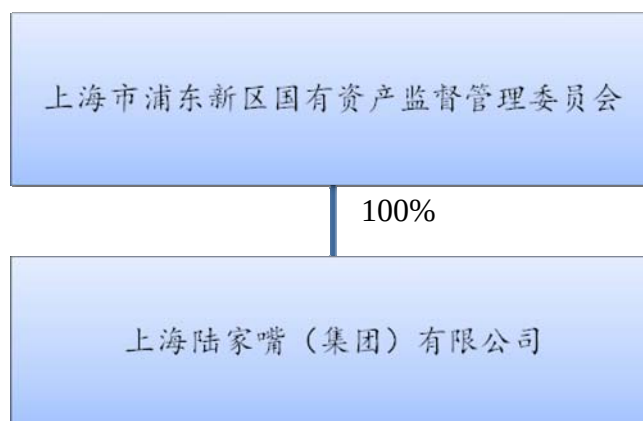
2014 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对上述两支债券全部本金保护倍数分别为 1.79 倍和 3.49 倍，对每年最高需偿还本金的金

额（即合计本金 26 亿元的 40%，10.40 亿元）的保护倍数分别为 4.46 倍和 8.74 倍；2014 年公司经营活动产生的现金流净额为负，对公司债务不具备保障能力。跟踪期内，公司 EBITDA 对存续债券保障能力较好，经营活动产生的现金流入量对存续债券保障能力好。

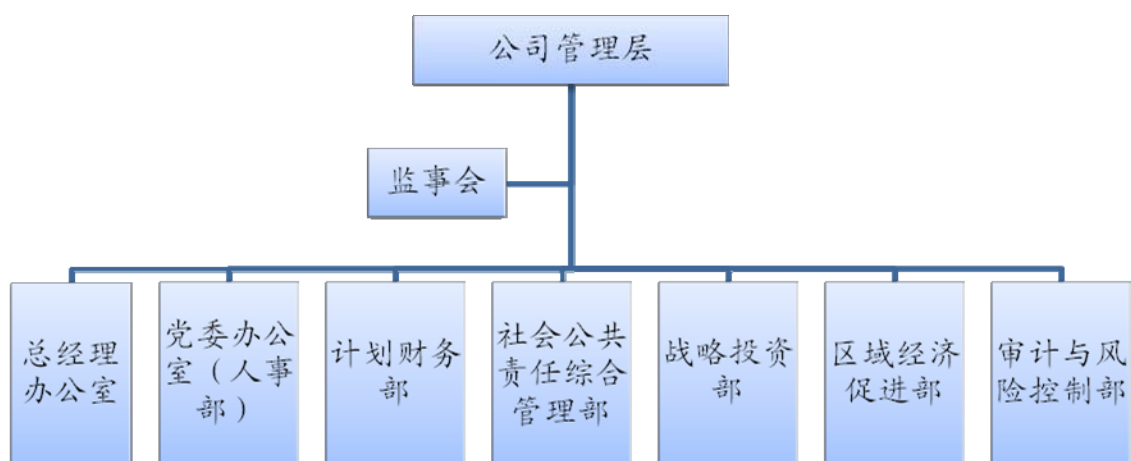
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“14 陆家嘴 01/14 陆嘴 01”和“14 陆家嘴 02/14 陆嘴 02”AAA 的信用等级。

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	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	77.77	75.58	88.75	105.32
资产总额(亿元)	580.12	703.61	968.47	1003.01
所有者权益(亿元)	226.13	235.94	285.03	297.16
短期债务(亿元)	85.89	93.34	95.45	119.68
长期债务(亿元)	61.03	64.18	196.76	184.96
全部债务(亿元)	146.92	157.52	292.21	304.64
营业收入(亿元)	57.70	82.08	91.86	16.41
利润总额(亿元)	20.26	28.70	33.67	4.36
EBITDA(亿元)	30.51	40.17	46.43	--
经营性净现金流(亿元)	16.17	3.51	-45.38	8.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.95	55.86	16.34	--
存货周转次数(次)	0.10	0.12	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.13	0.11	--
现金收入比(%)	130.86	101.10	71.77	102.78
营业利润率(%)	45.95	43.32	45.61	54.58
总资本收益率(%)	6.20	7.43	5.50	--
净资产收益率(%)	6.83	9.23	7.72	--
长期债务资本化比率(%)	21.25	21.38	40.84	38.36
全部债务资本化比率(%)	39.38	40.03	50.62	50.62
资产负债率(%)	61.02	66.47	70.57	70.37
流动比率(%)	109.05	102.06	93.52	92.27
速动比率(%)	30.53	22.82	29.16	30.81
经营现金流动负债比(%)	5.79	0.91	-9.55	3.76
全部债务/EBITDA(倍)	4.82	3.92	6.29	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

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	(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

注：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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，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	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息