



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪040号

上海实业发展股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及其
贵公司已发行的“上海实业发展股份有限公司2014年公司
债券（第一期）”及“上海实业发展股份有限公司2014年
公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中
诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司上述债券
的信用等级为AA⁺，维持本次发债主体信用等级AA⁺，评级
展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年四月四日

上海实业发展股份有限公司

2014 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	上海实业发展股份有限公司		
债券简称	第一期：14 上实 01 第二期：14 上实 02		
债券代码	第一期：122362 第二期：136214		
发行年限	5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权		
发行日期	第一期：2015/03/23；第二期：2016/03/11		
发行规模	第一期：10 亿元，于 2018/03/23 回售 1.98 亿元，余额为 8.02 亿元； 第二期：10 亿元，于 2019/03/11 回售 8.90 亿元，余额为 1.10 亿元		
上次评级时间	2018/05/25		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

上实发展	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	102.11	115.55	113.45
总资产（亿元）	349.54	392.02	374.32
总债务（亿元）	138.94	150.65	149.67
营业总收入（亿元）	64.90	73.41	86.64
营业毛利率（%）	32.77	31.83	30.03
EBITDA（亿元）	14.06	18.09	18.66
所有者权益收益率（%）	7.31	7.96	8.15
资产负债率（%）	70.79	70.52	69.69
总债务/EBITDA（X）	9.88	8.33	8.02
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.84	2.70
净负债率（%）	37.76	48.93	76.28

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016 年财务数据为公司 2017 年审计报告重述数；2017 年财务数据为公司 2018 年年报重述数。

基本观点

上海实业发展股份有限公司（以下简称“上实发展”或“公司”）依托其强大的股东背景和较强的区域房地产市场开发经验，2018 年房地产业务继续保持稳健的经营策略，同时优质的商业物业资源为其提供稳定增长的租金收入，当期营业收入和利润水平稳步提升，债务期限结构合理，经营所得可对其债务本息形成较好保障。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司在在建项目区域布局集中度高，新项目获取节奏慢等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持上实发展主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺，维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 股东实力雄厚。公司间接控股股东上海实业（集团）有限公司（以下简称“上海实业”）是上海市政府在香港的窗口企业，由上海市国资委全资控股，其总资产、营业收入等指标在上海国资系统企业中位于前列。
- 较丰富的区域房地产项目运作经验。作为上海实业旗下主要的房地产开发运营平台，公司在上海、青岛、杭州、成都等地成功运作多个房地产项目，逐渐形成了“海上海”、“海上湾”、“海上纳提”等较为成熟的产品线，累积了较为丰富的区域房地产开发经验。
- 优质的商业物业资源。公司在上海、青岛等城市的核心地区拥有多处优质商业物业，可为公司贡献稳定增长租金收入。2018 年公司实现租赁收入 3.71 亿元，同比增长 27.82%。
- 财务结构稳健。公司秉承稳健经营策略，2018 年债务规模保持稳定，期限结构合理。同时公司营收规模和利润水平稳步增长，经营所得可对其债务本息形成较好覆盖。

分 析 师

樊睿裕 cyfan@ccxr.com.cn

张丽华 lhzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 4 月 4 日

关 注

- 区域布局集中度高。截至 2018 年末，公司在建拟建项目主要分布于泉州、上海、杭州、湖州及苏州等城市，其经营业绩易受上述区域房地产市场环境及政策影响，面临较高的区域集中度风险。
- 新项目获取节奏较慢。近年来出于谨慎性考虑，公司新项目获取节奏较慢。截至 2018 年末，公司仅有 1 个位于上海青浦区的拟建项目，未来土地储备获取情况值得关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）（简称为“14 上实 01”，债券代码为“122362”）于 2015 年 3 月 24 日完成发行，实际发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金已于 2015 年 3 月 25 日到位，第一期债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。该债券于 2018 年 3 月 23 日完成回售金额 1.98 亿元，余额为 8.02 亿元。

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）（简称为“14 上实 02”，债券代码为“136214”）于 2016 年 3 月 14 日完成发行，实际发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。募集资金已于 2016 年 3 月 14 日到位。第二期债券募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。该债券于 2019 年 3 月 11 日完成回售 8.90 亿元，余额 1.10 亿元。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

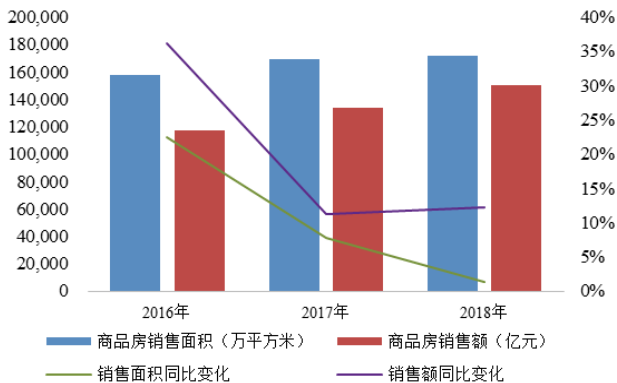
在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2%和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大

响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的

连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务经营

公司间接控股股东上海实业控股有限公司（以下简称“上海实业控股”）为上海实业（集团）有限公司（以下简称“上海实业”）旗下房地产开发、基建及消费品的重要运营平台。上海实业是上海市政府在香港设立的窗口企业，由上海市国资委全资控股，承担了上海国有大型境外企业集团和香港中资企业的双重使命，其总资产、营业收入等指标在上海国资系统企业中位于前列，具有突出的规模优势。

公司主要业务包括房地产开发销售、建筑工程施工、物业出租及物业管理服务等。2018 年公司实现营业收入 86.64 亿元，同比增长 18.02%。其中，房地产销售收入 50.88 亿元，同比下降 3.03%；工程项目收入 23.96 亿元，同比增长 111.05%；物业管理服务收入 7.53 亿元，同比增长 20.05%；房地产租赁收入 3.71 亿元，同比增长 27.82%。

跟踪期内，公司房地产签约销售额同比变化不大，新项目获取节奏较慢。但公司仍具有一定规模的已售未结算资源，可为未来业绩提供一定保障。

作为上海实业旗下主要的房地产开发运营平台，经过十几年的发展，公司在上海、青岛、杭州、成都、天津等地成功运作多个房地产项目，逐渐形成了以“海上海”、“海上湾”、“海上纳提”为代表的较为成熟的产品线，累积了较为丰富的区域房地产开发经验。

房地产销售方面，2018 年公司房地产销售与上年同比变化不大，当期全年实现签约销售金额由上年的 53.04 亿元微降至 52.50 亿元；同期实现签约面积 27.24 万平方米，同比增长 3.26%。从销售区域分布来看，2018 年公司房地产项目销售区域主要分布于上海、湖州及杭州等地，上述地区的签约销售面积分别占当年总签约销售面积的 27.35%、

27.48%和 21.44%。另截至 2018 年末，公司预收款项余额为 80.02 亿元，可为其未来短期内的经营业绩提供一定的保障。

表 1：2016~2018 年公司房地产业务销售面积

区域分布情况

单位：万平方米

城市	2016	2017	2018
杭州	8.11	7.89	5.86
上海	30.30	6.25	7.47
泉州	7.12	5.62	2.44
成都	7.54	1.44	0.89
青岛	5.84	1.45	1.78
湖州	4.22	0.26	7.51
其他	11.41	3.47	1.29
合计	74.54	26.38	27.24

注：其他包括长沙、重庆、苏州、绍兴等

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2016~2018 年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2016	2017	2018
竣工面积	62.00	51.00	50.47
在建面积	213.00	275.98	226.82
签约销售面积	75.00	26.38	27.24
签约销售金额	109.90	53.04	52.50

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2018 年公司持续聚焦重点项目的开发进度，当期实现竣工面积 50.47 万平方米，同比下降 1.04%；在建项目为 226.82 万平方米，同比下降 18.11%，主要包括泉州“上实 海上海”、上海“青浦上实 海上湾”、杭州“上实 海上海（一期、二期）”、上海“虹口北外滩项目”、湖州“上实-雍景湾”等。此外，公司注重产品质量，持续推进绿色建筑“全星计划”，以提升产品溢价能力，增强公司市场竞争力。截至 2018 年末，公司所有在建项目均按照“绿色全星计划”设计，其中，按绿色建筑二星设计 8 项，占全部在建项目的 47%，按 LEED 金级和银级设计各 2 项。

表 3：截至 2018 年末公司在建拟建项目情况

单位：万平方米

地区	在建项目 建筑面积	拟建项目 建筑面积	合计
上海	61.37	17.46	78.83
泉州	71.53	-	71.53
杭州	42.87	-	42.87
湖州	38.33	-	38.33
苏州	12.72	-	12.72
合计	226.82	17.46	244.28

注：土地储备口径为在建项目和拟建项目合计

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

新增土地储备方面，公司秉持审慎的投资原则，2018 年公司无新增土地。截至 2018 年末公司在建拟建项目合计 244.28 万平方米，主要分布于泉州、上海、杭州、湖州及苏州，占比分别为 29.28%、32.27%、17.55%、15.69%及 5.21%。其中，由于近年公司拿地规模较少，截至 2018 年末公司拟建的土地储备只有上海的青浦朱家角 D2 地块项目，该项目规划建筑面积为 17.46 万平方米。此外，2019 年 2 月公司通过竞拍获得上海市宝山区顾村大型居住社区 BSPO-0421-01、0423-01 地块的国有建设用地使用权。该两幅地块的土地出让面积为 5.87 万平方米，容积率均为 2.0。

公司拥有优质的商业物业，可为其带来稳定增长的租金收入。同时物业管理业务及工程业务收入保持增长，为公司收入来源提供一定补充。

公司持有型物业主要集中在上海市，截至 2018 年末，其持有型物业可出租面积约为 37.86 万平方米，主要包括上海的高阳宾馆、高阳商务中心、实业大厦、金钟广场、海上海新城（商业用房及文化设施）、黄浦新苑（商业用房）、长宁八八中心及青岛的达利广场及上实中心等，持有型物业以写字楼和商铺为主。2018 年，公司持有型物业出租情况良好，实现租赁业务收入 3.71 亿元，同比增长 27.82%，主要系当年新增的上海长宁八八项目租金收入较高，以及青岛上实中心项目租金收入增长较快所致。公司持有优质的商业物业，可为公司提供稳定的收入来源和现金流以及低成本长期贷款的融资保障；此外，公司可根据其资金需求和市场情况出

售持有型物业，实现资产升值收益。

公司下属上海上实物业管理有限公司（以下简称“上实物业”）系提供住宅及商业地产物业管理服务的企业，旗下“上实物业”品牌已具备较高的市场知名度，主要在管项目包括上海环球金融中心、中国航海博物馆、上海金钟广场、华为上海研发中心、芜湖市政务文化中心等标志性建筑。近年来随着公司开发住宅项目、自持物业及市场化业务开展区域范围的扩展，公司物业管理业务也将相应扩大。2018 年上半年公司完成了对上海申大物业有限公司及上海城开商用物业发展有限公司两家物业公司的管理对接。截至 2018 年末，公司物业管理面积达 2,300 万平方米。随着公司物业管理面积的上升，公司物业管理收入上升较快，2018 年，物业服务板块实现收入 7.53 亿元，同比增长 20.05%。

公司工程项目主要由旗下子公司上实龙创智慧能源科技股份有限公司（以下简称“上实龙创”）负责，上实龙创是一家专业的建筑智能节能和智能家居解决方案提供商，主要从事建筑设备运营节能的咨询、设计和工程服务，以及提供高端住宅、酒店的智能化物联网应用解决方案。2018 年公司实现工程项目收入 23.96 亿元，同比增长 111.05%。

财务分析

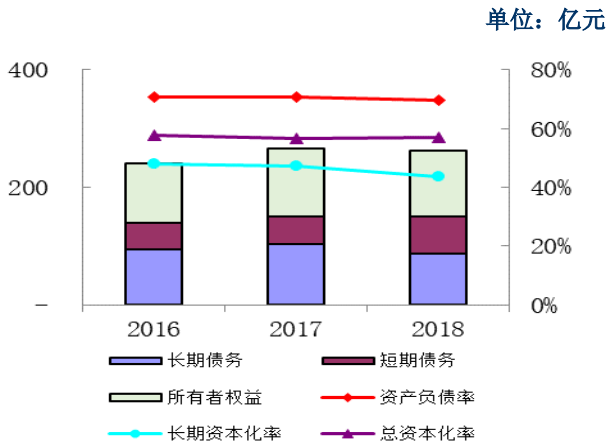
下列财务分析主要基于公司提供的经上会会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告，其中，2017 年 12 月公司收购上海上投资本管理有限公司所持有的上海上投商业资产管理有限公司 80%股权（同一控制下企业合并），2016 年公司财务数据为追溯后调整数。2018 年公司完成收购上海申大物业有限公司和上海城开商用物业发展有限公司 100%股权（同一控制下企业合并），2017 年财务数据为追溯调整数。

资本结构

截至 2018 年末，公司总资产 374.32 亿元，同比下降 4.52%，主要源于货币资金及其他应收款规模的下滑；同期末公司负债总额同比下降 5.64%至 260.87 亿元。同期末，受公司购买子公司泉州市上实投资发展有限公司少数股东股权导致资本公积

减少 5.18 亿元影响，公司所有者权益亦有所下降，2018 年末公司所有者权益为 113.45 亿元，同比下降 1.82%。财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率小幅降至 69.69%，但受货币资金大幅下降的影响，净负债率从去年的 48.93% 上升至 76.28%。

图 2：2016~2018 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

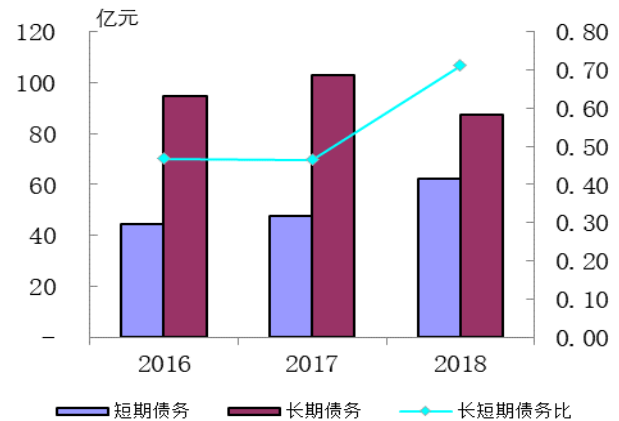
从资产构成来看，公司资产主要由货币资金、存货、其他应收款及投资性房地产构成。其中，2018 年末公司货币资金为 63.13 亿元，同比下降 32.92%，主要系当期公司以股东借款方式给新并表的上海实森置业有限公司（以下简称“上海实森”）归还借款所致。同期末公司存货为 234.81 亿元，主要由开发产品和开发成本构成。2018 年末公司其他应收款余额为 3.51 亿元，同比下降 16.90 亿元，主要系当期增持上海实森股权，核算方式由联营企业转为子公司并表抵消所致。同期末公司投资性房地产为 40.12 亿元，与上年末同比变动不大。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项和有息债务构成。截至 2018 年末公司预收账款为 80.02 亿元，同比下降 4.21%，主要为预收房地产销售款。有息债务方面，近年来公司债务规模基本保持平稳，截至 2018 年末，公司总债务为 149.67 亿元，其中短期债务 62.17 亿元，同比增长 30.04%；长期债务 87.50 亿元，同比下降 14.92%。同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.71 倍，较上年增加 0.25 倍。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。2018 年末公司股本为 18.45 亿元；同期末资本公积

为 25.97 亿元，较上年有所减少，主要系 2018 年公司购买子公司泉州市上实投资发展有限公司少数股东股权导致资本公积减少 5.18 亿元。同期末，公司少数股东权益为 13.57 亿元。未分配利润方面，受益于公司规模扩大留存收益累积，2018 年末未分配利润为 47.90 亿元，同比增长 12.07%。

图 3：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受 2018 年公司归还借款影响，公司货币资金下降明显，净负债率有所上升，但仍处于行业较好水平。

流动性

截至 2018 年末，公司流动资产合计 322.96 亿元，同比下降 5.01%，占总资产的比重为 86.28%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2018 年末两项合计占流动资产的比重为 92.25%，较上年末上升 6.11 个百分点。

表 4：2016~2018 年公司流动资产分析

	2016	2017	2018
流动资产/总资产	87.84%	86.73%	86.28%
存货/流动资产	54.45%	58.46%	72.71%
货币资金/流动资产	32.69%	27.68%	19.55%
(存货+货币资金)/流动资产	87.14%	86.14%	92.25%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年末公司存货规模保持增长，年末存货净额为 234.81 亿元，同比增长 18.14%。其中开发成本和开发产品分别为 158.24 亿元和 68.94 亿元，分别占当年末存货的比重为 67.39%和 29.36%，其中开发产品主要包括杭州余杭白洋港城一期、上海嘉定海上公园、泉州海上海 C8-2 地块

项目、长沙丰盛时代大厦、成都海上海等项目，公司完工产品占比较大，其去化情况需给予关注。

表 5：2016~2018 年末公司存货明细

单位：亿元、%

指标	2016	2017	2018
存货	167.17	198.76	234.81
开发成本	90.96	152.30	158.24
开发产品	68.84	35.04	68.94
开发成本/存货	54.41	76.63	67.39
开发产品/存货	41.18	17.63	29.36

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，受公司泉州、成都及上海部分项目规模较大，建设时间较长，周转较慢影响，公司存货周转率持续处于较低水平，2018 年公司存货周转率为 0.28 次，总资产周转率为 0.23 次，与上年相比变化不大。

表 6：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率	0.27	0.27	0.28
总资产周转率	0.21	0.20	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，得益于 2018 年销售回款增长，当期经营活动净现金流较上年增长 13.57 亿元至 20.48 亿元。同期，受当期支付股权收购款较多影响，公司投资活动净现金由上年的净流入 1.14 亿元转为净流出 9.35 亿元；另受当年子公司上海实森归还借款规模较大影响，公司筹资活动现金净流出 -41.69 亿元。

货币资金方面，截至 2018 年末公司的货币资金余额为 63.13 亿元，同比下降 32.92%，系当期公司以股东借款方式给新并表的上海实森归还借款所致。同期末，公司货币资金/短期债务由上年的 1.97 倍下降至 1.02 倍，货币资金对短期债务覆盖有所下滑。

表 7：2016~2018 年公司部分偿债指标

单位：亿元

	2016	2017	2018
货币资金	100.38	94.11	63.13
经营活动净现金流	56.55	6.91	20.48
货币资金/短期债务 (X)	2.27	1.97	1.02
经营活动净现金流/短期债务 (X)	1.28	0.14	0.33

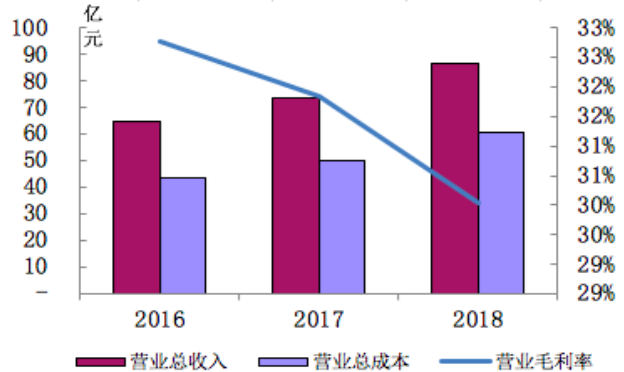
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受公司泉州、成都及上海部分项目规模较大，建设时间较长影响，公司存货周转率持续处于较低水平；同时受归还借款规模较大影响，公司货币资金下降明显，对短期债务覆盖程度有所下滑，但整体仍可形成覆盖。

盈利能力

2018 年公司全年实现营业收入 86.64 亿元，同比增长 19.77%。其中公司房地产销售实现收入 50.88 亿元，同比下降 3.03%；工程项目实现收入为 23.96 亿元，同比增长 111.05%，物业管理收入 7.53 亿元，同比增长 20.05%。此外，2018 年末公司预收账款金额为 80.02 亿元，较大规模的预收账款为其未来经营业绩的增长提供了保障。

图 4：2016~2018 年公司收入毛利分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2018 年公司营业毛利率为 30.03%，较上年下降 1.80 个百分点，主要系毛利率较低的工程施工业务收入增长所致。其中房地产销售毛利率为 37.46%，较上年增加 2.61 个百分点；工程施工毛利率为 13.04%，较上年减少 7.20 个百分点。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 7.76 亿元，同比下降 0.39%，主要系当期广告宣传费及代理佣金费减少所致。同期，公司三费收入占比为 8.95%，期间费用控制能力有所上升。

表 8：2016~2018 年公司三费情况

单位：亿元、%			
费用	2016	2017	2018
销售费用	2.07	2.19	1.63
管理费用	2.49	3.29	3.61
财务费用	1.90	2.30	2.52
三费合计	6.47	7.79	7.76
营业总收入	64.90	73.41	86.64
三费收入占比	9.97	10.61	8.95

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，2018 年公司利润总额为 12.73 亿元，同比上升 5.38%，主要来源于经营性业务利润的增长。2018 年公司实现经营性业务利润 12.09 亿元，同比增长 28.89%。2018 年公司取得净利润 9.25 亿元，与上年基本持平，所有者权益收益率为 8.15%，同比增长 0.19 个百分点。

总体来看，2018 年公司营业收入持续上升，经营性业务盈利能力增强。同时公司具备一定规模的待结算资源，对其未来短期内经营业绩的保持提供一定保障。

偿债能力

债务规模方面，近年来公司债务规模较为稳定，截至 2018 年末，公司总债务为 149.67 亿元，与上年基本持平；其中短期债务为 62.17 亿元，较上年末增长了 30.04%；长期债务为 87.50 亿元，较上年末下降了 14.92%。

从主要偿债指标来看，受益于利润总额的增长，2018 年公司 EBITDA 为 18.66 亿元，较上年增长 0.57 亿元。同期总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 8.02 倍及 2.70 倍，较上年分别下降 0.31 倍和 0.14 倍，公司经营所得能够对债务利息形成覆盖。此外，2018 年公司经营性净现金流/总债务为 0.14 倍，经营活动净现金流/利息支出为 2.97 倍，较上年分别增长 0.09 倍和 1.89 倍，经营性净现金流对公司债务利息保障较好。

表 9：2016~2018 年公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018
EBITDA（亿元）	14.06	18.09	18.66
总债务/EBITDA（X）	9.88	8.33	8.02
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.84	2.70
经营活动净现金流/总债务（X）	0.41	0.05	0.14
经营活动净现金流/利息支出（X）	9.06	1.08	2.97
资产负债率（%）	70.79	70.52	69.69
净负债率（%）	37.76	48.93	76.28
总资本化比率（%）	57.64	56.59	56.88
长期资本化比率（%）	48.11	47.09	43.54

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司已获得银行授信总额度 153.00 亿元，其中未使用授信额度为 29.70 亿元。公司与多家商业银行以及信托等非银行金融机构保持良好的合作关系，同时作为 A 股上市公司，亦可通过股权、发行债券等方式在资本市场融资。公司整体融资渠道较为顺畅。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额 2.47 亿元，占同期末净资产的比重为 2.18%，被担保方为联营公司上海实业养老投资有限公司（以下简称“上实养老投资”）的子公司上海实业养老发展有限公司，此项担保由上实养老投资提供了反担保措施。

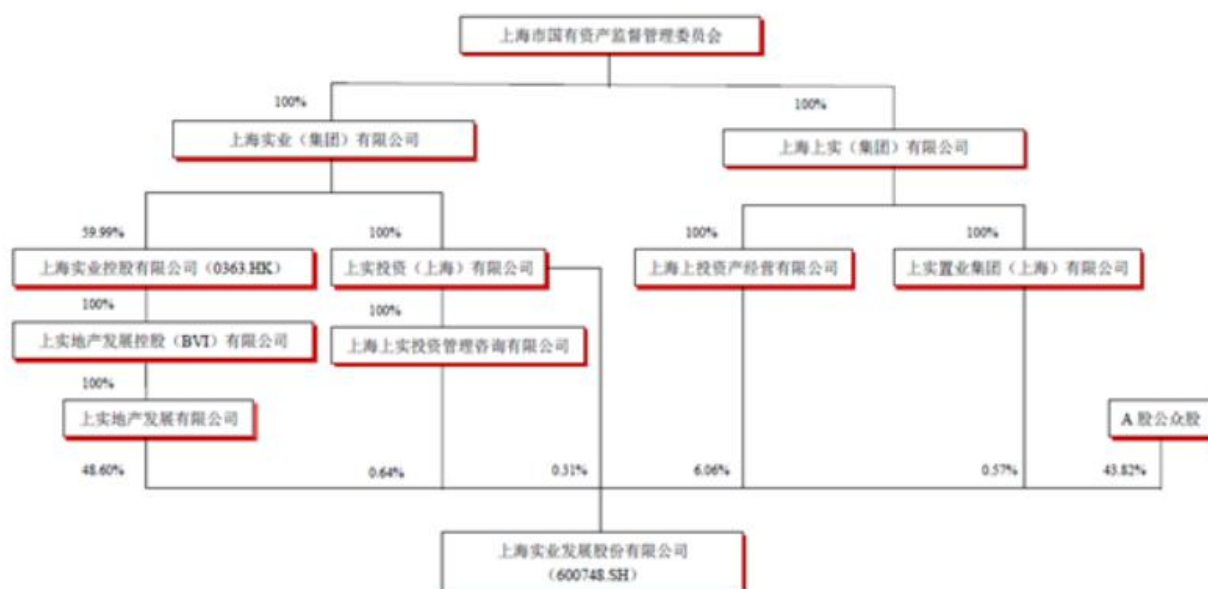
资产抵质押方面，截至 2018 年末，公司所有权或使用权受限资产账面价值为 24.72 亿元，占当期期末总资产的比例为 6.60%，受限资产包括投资性房地产 8.69 亿元和长期股权投资 16.03 亿元，主要系公司对外融资提供抵押担保所形成。

总体来看，近年来公司房地产等各项业务稳步发展，收入规模有所上升，财务杠杆水平保持在较好水平，加之公司业务发展战略较为稳健，其整体具有很强的偿债能力。

结 论

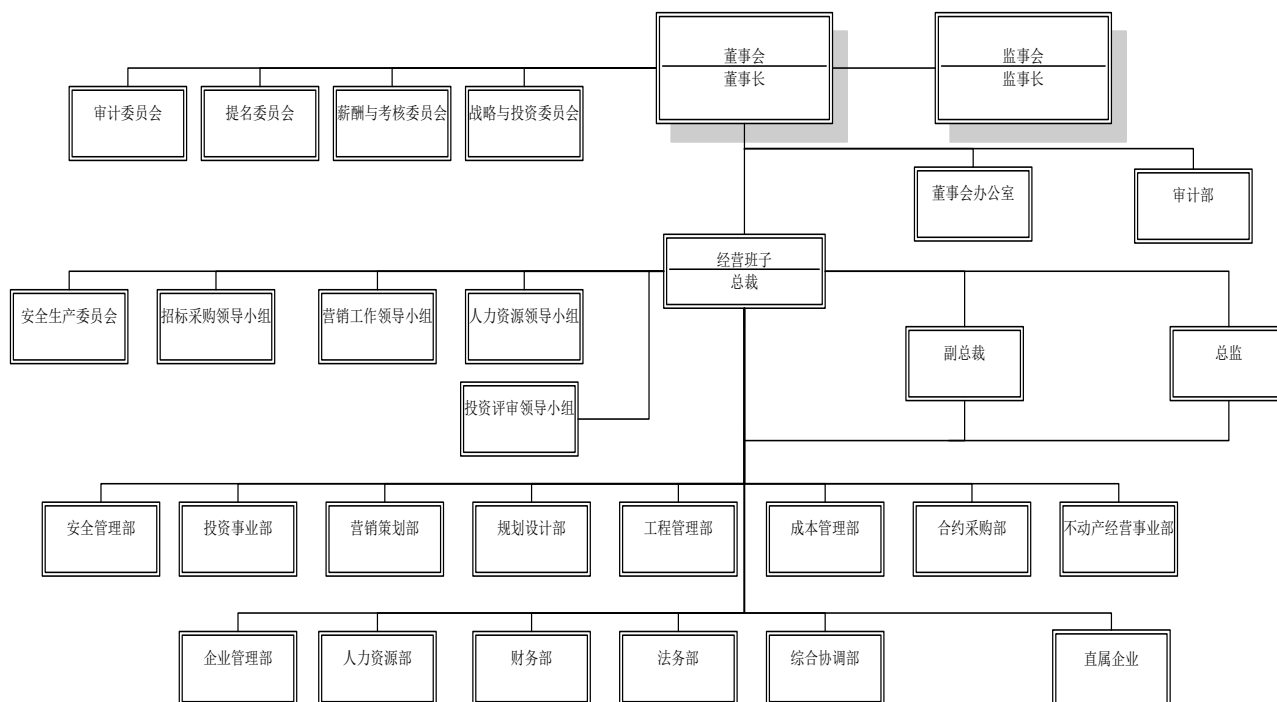
综上，中诚信证评维持上海实业发展股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）”信用等级 **AA⁺**，维持“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：上海实业发展股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：上海实业发展股份有限公司组织架构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：上海实业发展股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	1,003,819.85	941,062.98	631,277.15
应收账款净额	20,961.89	144,145.73	57,164.99
存货净额	1,671,717.23	1,987,580.34	2,348,148.30
流动资产	3,070,354.29	3,399,910.89	3,229,585.88
长期投资	90,709.04	70,899.17	66,481.49
固定资产合计	300,167.21	416,466.30	414,285.09
总资产	3,495,367.21	3,920,197.53	3,743,200.08
短期债务	442,682.94	478,080.55	621,725.22
长期债务	946,712.59	1,028,378.32	874,973.17
总债务（短期债务+长期债务）	1,389,395.53	1,506,458.87	1,496,698.39
总负债	2,474,291.35	2,764,706.71	2,608,684.73
所有者权益（含少数股东权益）	1,021,075.86	1,155,490.82	1,134,515.35
营业总收入	649,021.41	734,126.82	866,375.24
三费前利润	144,566.65	171,689.37	198,506.79
投资收益	-2,811.52	36,622.35	0.00
净利润	74,602.03	92,023.21	92,450.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	140,617.27	180,930.71	186,584.18
经营活动产生现金净流量	565,483.22	69,053.14	204,750.32
投资活动产生现金净流量	-274,111.00	11,446.67	-93,458.58
筹资活动产生现金净流量	169,730.52	-183,579.95	-416,916.67
现金及现金等价物净增加额	461,535.41	-104,018.45	-304,712.97
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	32.77	31.83	30.03
所有者权益收益率（%）	7.31	7.96	8.15
EBITDA/营业总收入（%）	21.67	24.65	21.54
速动比率（X）	0.93	0.82	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	0.41	0.05	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	1.28	0.14	0.33
经营活动净现金/利息支出（X）	9.06	1.08	2.97
EBITDA 利息倍数（X）	2.25	2.84	2.70
总债务/EBITDA（X）	9.88	8.33	8.02
资产负债率（%）	70.79	70.52	69.69
总债务/总资本（%）	57.64	56.59	56.88
长期资本化比率（%）	48.11	47.09	43.54
净负债率（%）	37.76	48.93	76.28

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2016年财务数据为公司2017年审计报告重述数；2017年财务数据为公司2018年年报重述数。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
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。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。