

上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
及其发行的 18 陆债 01、18 陆债 02 与 19 陆债 01

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100047】

评级对象: 上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司及其发行的 18 陆债 01、18 陆债 02 与 19 陆债 01

	18 陆债 01	18 陆债 02	19 陆债 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 5 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 5 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 5 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 29 日		
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2017 年 10 月 18 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 9 月 12 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 1 月 17 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	12.65	6.33	9.36
刚性债务	229.45	221.78	220.81
所有者权益	105.95	109.52	110.24
经营性现金净流入量	-16.46	-15.19	20.03
合并口径数据及指标:			
总资产	798.26	811.80	781.13
总负债	595.39	609.76	553.22
刚性债务	290.24	357.58	337.49
所有者权益	202.87	202.04	227.90
营业收入	128.07	93.25	126.39
净利润	32.69	36.75	41.05
经营性现金净流入量	-12.55	-53.58	43.17
EBITDA	49.37	63.31	66.09
资产负债率[%]	74.59	75.11	70.82
权益资本与刚性债务比率[%]	69.90	56.50	67.53
流动比率[%]	78.88	98.05	104.87
现金比率[%]	25.31	17.59	20.27
利息保障倍数[倍]	5.75	4.44	4.27
净资产收益率[%]	17.90	18.15	19.10
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.71	-13.68	12.10
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.29	0.11	9.12
EBITDA/利息支出[倍]	5.82	4.52	4.35
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.20	0.19

注: 根据陆家嘴股份经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算

分析师

胡颖 huying@shxsj.com
 杨亿 yangyi@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司(简称“陆家嘴股份”、“该公司”或“公司”)及其发行的 18 陆债 01、18 陆债 02 与 19 陆债 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来公司在股东支持、盈利水平、资产质量等方面继续保持优势,同时也反映了公司在行业环境、债务偿付、金融业务等方面继续面临压力和风险。

主要优势:

- **主业定位明确, 股东支持力度大。**陆家嘴股份是负责陆家嘴金融贸易区商业地产项目开发的国有控股企业, 主要承担区域开发任务, 定位较明确, 能够得到股东的有力支持。
- **核心业务盈利能力强。**陆家嘴股份在陆家嘴金融贸易区内持有大规模的办公物业和商业物业, 区位较好, 出租率稳定, 公司主业盈利能力强。
- **物业质量较好。**陆家嘴股份拥有大量区位较好的商业物业, 能提供稳定的租赁和物业管理现金收入。公司持有性物业均以成本入账, 估值优势明显, 能作为较好的融资抵押资产。
- **融资渠道畅通。**陆家嘴股份不仅能获得股东的资金支持, 同时能获得银行、债券市场和股票市场等多个渠道的融资, 能有效保障项目资金平衡。

主要风险:

- **行业政策变化风险。**陆家嘴股份的经营状况易受房地产行业政策环境的影响, 尤其是房产销售项目的去化情况易受外部政策环境变化的影响。
- **资产流动性较弱, 面临一定的债务偿付压力。**陆家嘴股份的资产以地产开发及自营物业项

目为主，流动性较弱。公司刚性债务规模较大，面临一定的债务偿付压力。

- **投资收益波动风险。**2016 年以来，陆家嘴股份通过收购陆金发向金融领域拓展，金融产品的投资规模快速扩大，投资收益易受市场波动影响。
- **跨区域拓展风险。**陆家嘴股份在向天津高端商务核心区发展的过程中，将面临一定的跨区域发展市场风险。

➤ 未来展望

通过对陆家嘴股份及其发行的三期公司债券主要信用风险要素的分析，新世纪评级维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为三期公司债券还本付息安全性极强，并维持三期公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
及其发行的 18 陆债 01、18 陆债 02 与 19 陆债 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司 2018 年度第一期、第二期公司债券与 2019 年度第一期公司债券（分别简称“18 陆债 01”、“18 陆债 02”与“19 陆债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据陆家嘴股份提供的经审计的 2018 年年财务报表及相关经营数据，对陆家嘴股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2019 年 3 月末，该公司过往债券发行情况如下表所示，待偿还债券本金 93 亿元，其中“14 陆金开 MTN001”将于 2019 年内到期，待偿债券金额为 10 亿元。目前公司存续债券均按期付息。

图表 1. 公司截至 2019 年 3 月末存续期内债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
14 陆金开 MTN002	40.00	10	6.00	2014 年 09 月	40 亿元/2014 年 9 月	未到期
14 陆金开 MTN001	10.00	5	5.90	2014 年 05 月	10 亿元/2014 年 5 月	未到期
18 陆债 01	5.00	3+2	5.08	2018 年 03 月	50 亿元/2017 年 5 月	未到期
18 陆债 02	10.00	3+2	4.15	2018 年 10 月		未到期
19 陆债 01	28.00	3+2	3.95	2019 年 03 月		未到期

资料来源：陆家嘴股份

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、

产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完

善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

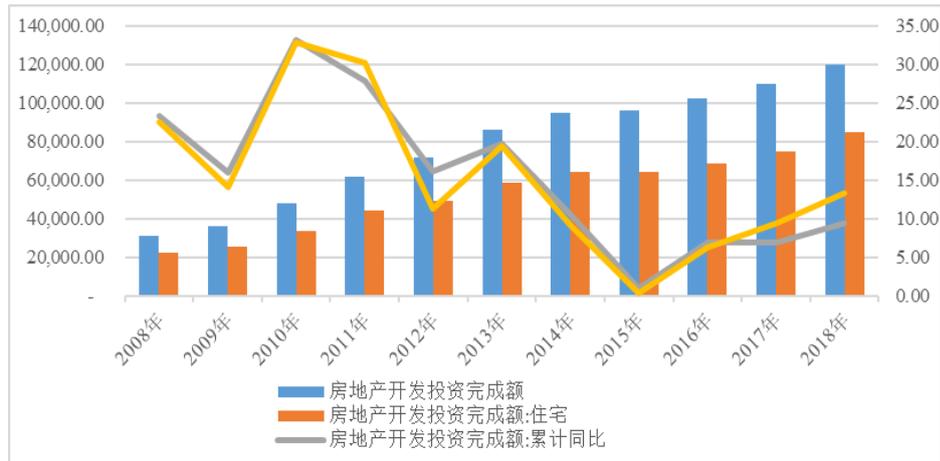
房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。

我国商业地产整体呈现供给过剩态势，市场分化明显。近年来上海写字楼投资增速快、供应量较大，同时需求也较快增长，核心地段写字楼整体空置率仍维持在较低水平，租金收入仍呈增长趋势。该公司所持有的商业物业资产主要位于浦东陆家嘴的核心区域，其房产租赁业务的区域竞争力很强。

A. 房地产行业

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017年，我国房地产开发投资完成额从3.12万亿元升至10.98万亿元，其中住宅开发投资完成额从2.24万亿元升至7.51万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018年我国房地产开发投资完成额为12.03万亿元，较上年增长9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为8.52万亿元，较上年增长13.00%，增速高于房地产增速。

图表 2. 2008-2018 年房地产投资情况 (单位: 亿元, %)



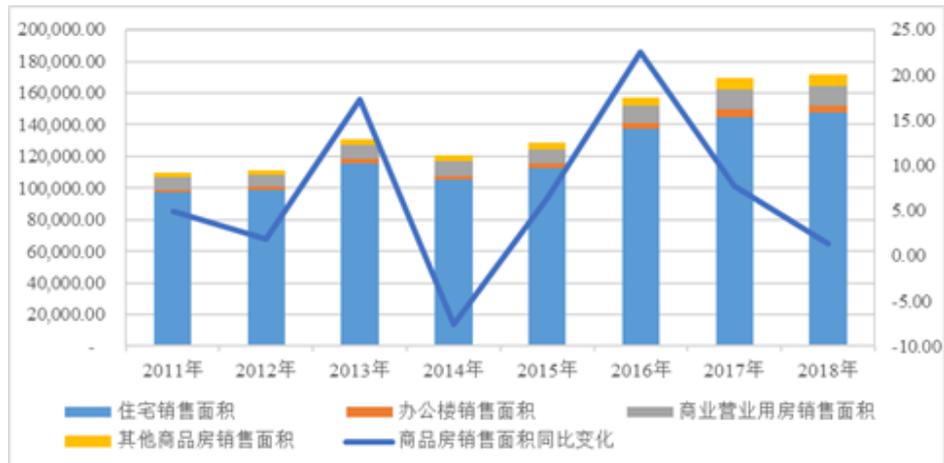
资料来源: Wind

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米, 同比增长 1.3%, 增幅较上年收窄 6.4 个百分点, 近两年增速持续下滑; 其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米, 同比增长 2.2%, 增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市¹的房地产销售情况来看, 2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米, 同比微增 0.4%, 同 2017 年相比实现止跌回升, 其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米, 同比增长 1%, 与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转, 主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下, 当年销售面积大幅减少, 基数变小, 2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的水平。预计短期内, 受益于供应量的增加, 房地产销售面积将有所回升, 但随着需求的不断释放, 整体市场将保持放缓态势。

价格方面, 受到限价的影响, 新建住宅销售价格涨幅收窄, 带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示, 2018 年, 全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%, 涨幅较上年回落 1.21 个百分点。从二手房销售价格来看, 全国 70 大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%, 涨幅较上年回落 1.36 个百分点。总的来看, 2018 年以来, 住宅销售量价虽仍保持正增长, 但增速明显回落。从销售额来看, 2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元, 同比增长 12.2%, 增速同比下滑 1.5 个百分点; 其中住宅销售金额 12.64 万亿元, 同比增长 14.7%, 增速提高 3.4 个百分点。

¹ 一线城市: 北京、上海、广州、深圳, 共 4 个。二线城市: 天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄, 共 23 个。三线城市: 无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐, 共 13 个。

图表 3. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（万平方米，%）

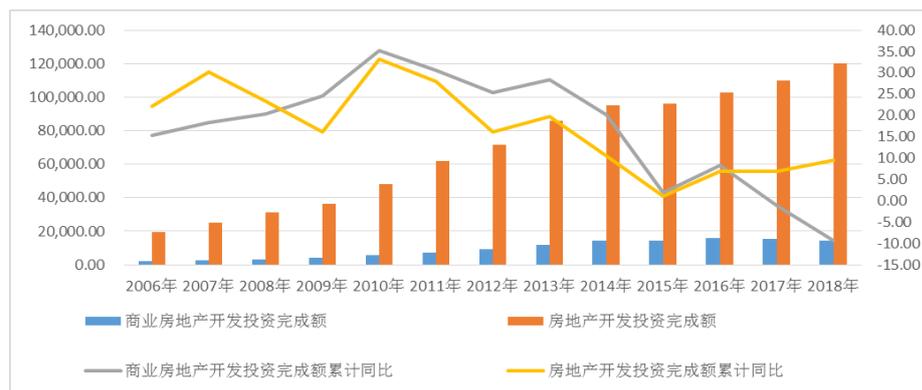


资料来源：Wind 资讯

根据使用用途，商业地产业态可分为写字楼、零售物业、酒店物业和工业物业，不同业态对应的供需结构及变化趋势呈显著差异。商业地产行业中零售物业、写字楼的需求主要受居民收入、人口构成、经济结构等长期因素影响，行业呈现弱周期变化。

2006 年以来，我国商业地产投资规模保持较快增长，从 2009 年开始增速大幅高于全行业和住宅地产的投资增速。但是国内商业地产在经历了多年高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，投资增速放缓，市场整体面临去化压力加大。2018 年，我国商业地产投资额为 1.42 万亿元，同比下降 9.40%，增速较上年下降 8.20 个百分点；同期全国新开工商业地产面积 20,065.69 万平方米，同比下降 2.04%。

图表 4. 2006-2018 年度商业地产投资情况（亿元、%[右轴]）

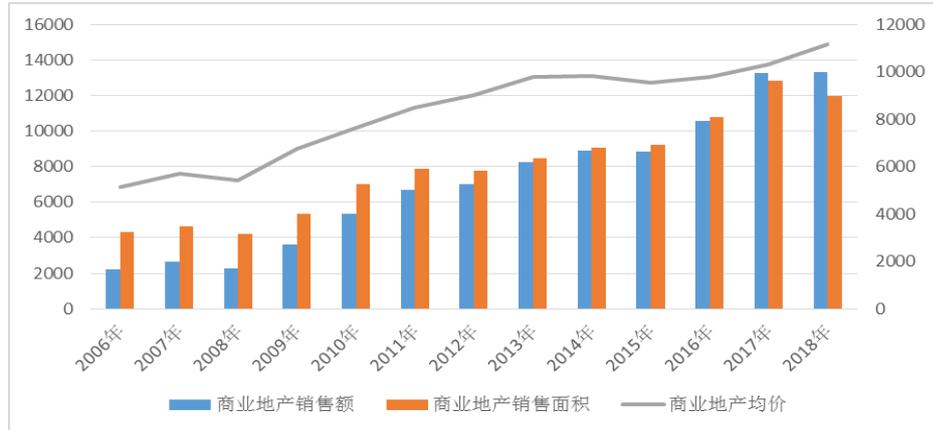


资料来源：Wind 资讯

近年来我国商业物业销售规模和销售均价也呈现上升趋势。2006-2018 年，我国商业物业销售面积由 2006 年的 4,337.79 万平方米增至 2018 年的 11,971.33 万平方米，销售均价由 2006 年的 5,127.77 元/平方米上涨至 11,150.49 元/平方米。2018 年，受到政策调控深化影响，商业物业销售额及销售均价增幅进一步放缓，当年全国商业物业销售额同比增长 0.72%，增速较上年减少 24.53 个

百分点；销售均价同比增长 8.02%，增速较上年下降 2.53 个百分点。

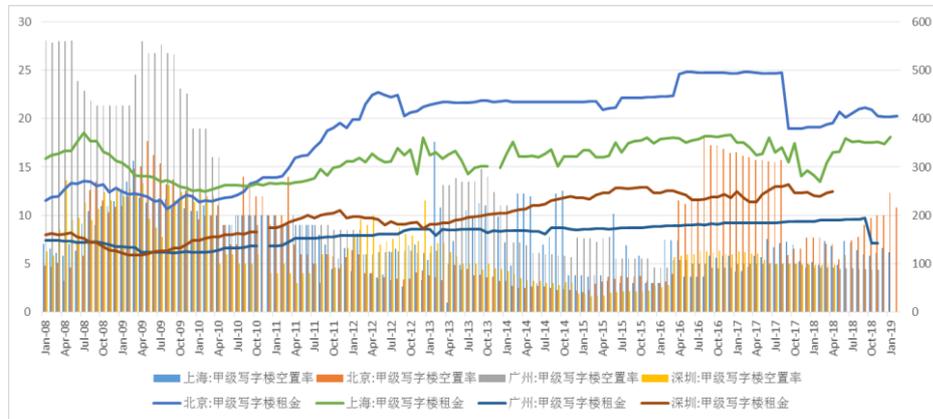
图表 5. 2006-2018 年度我国商业地产销售情况 (万平方米、亿元、元/平方米[右轴])



资料来源：Wind 资讯

国内商业物业在经历了近年来的高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，市场整体面临去化压力加大。对于经济相对欠发达的二三线城市而言，去化压力尤为显著。而一线城市和经济较发达的二线城市，由于存在聚集效应，对商业物业需求相对较为集中，因此核心区段的商业物业项目受到的市场影响相对较小。在市场压力增大的背景下，商业地产类企业对估值修饰财务报表的依赖度加深，整体风险显著加大。尤其是近年新建的非热点区域项目，后续投资回报情况面临较大的不确定性。

图表 6. 我国重点城市甲级写字楼空置率及租金水平变化 (%，元/平米/月[右轴])



资料来源：Wind 资讯

写字楼方面，自 2010 年以来，一线城市及主要二线城市甲级写字楼总存量呈上升趋势；一线城市优质写字楼空置率维持在低位，二线城市优质写字楼空置率分化，南京、宁波、杭州空置率逐渐降低，而天津、沈阳、重庆逐渐走高，目前均已超过 30%。近年来，上述城市优质写字楼租金水平基本保持平稳。

零售物业方面，一线城市和主要二线城市优质零售物业空置率呈整体下降趋势，但天津空置率近年来有所增加。受经济下行、电商冲击等影响，多数城市优质零售物业首层租金水平大幅降低，目前市场租金水平趋于平缓。

从财务角度看，商业物业运营企业的盈利及现金流相对稳定，行业财务杠杆水平较住宅开发企业低。商业地产企业持有的商业物业通常计入投资性房地产或是固定资产，部分商业物业以公允价值计量，可产生一定的资产增值收益。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	36.14	-204.53
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（2017 年）	93.25	49.80	811.80	75.11	36.75	-53.58
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（2018 年）	126.39	53.97	781.13	70.82	41.05	43.17
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	5.26	7.76
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.56	14.52
上海长峰(集团)有限公司*	42.43	67.39	646.08	48.74	17.77	28.43
上海申迪(集团)有限公司*	78.91	41.16	561.92	51.07	-2.95	34.73
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	100.17	32.56	238.61	51.61	14.09	2.74
上海帝泰发展有限公司*	9.45	91.31	143.15	41.52	8.37	7.22
阳光新业地产股份有限公司*	5.34	51.96	72.15	49.01	1.90	1.48

资料来源：新世纪评级整理

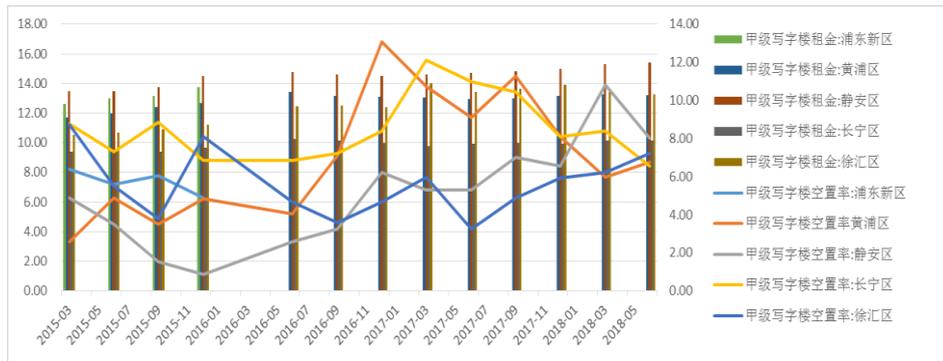
注：带*号为商业地产企业

在区域市场方面，2017 年以来受房地产市场调控深化影响，上海市商业地产投资额涨幅明显放缓，2018 年上海市办公楼和商业营业用房完成投资 1,154.13 亿元，同比仅上涨 0.45%。其中写字楼物业是商业地产类产品中运营操作较为简单、回报较为稳定，且市场抗风险能力较强的物业类型。尤其一线城市写字楼投资风险小、预期回报高，近年来吸引了大量资本持续涌入。

2012-2018 年上海市办公楼投资增速较快，投资额年复合增长率达 11.52%，高

于同期上海市房地产投资增速。

图表 8. 上海市甲级写字楼运行变化图（%，元/平方米/天）



资料来源：Wind

在供应方面，上海市甲级写字楼存量规模较大，根据 Wind 资讯，2018 年 6 月末上海甲级写字楼总存量达 700.82 万平方米，较年初增长 10.4%。需求方面，在现代服务业持续发展的支撑下，上海写字楼市场依旧保持需求强劲的势头。2017 年以来上海市甲级写字楼空置率较 2015-2016 年明显上升，到 2018 年末空置率为 6.60%，但租金水平反而有所上升，2018 年末租金为 11.23 元/平方米/天。可见，核心地段写字楼空置率总体保持在较低水平，核心商务区写字楼供不应求，租金持续上涨。但在大量新增供应的竞争影响下，全市各区的写字楼面临不同程度的竞争压力。中央商务区供给有限、需求弹性较小，将依然保持稳定租金和较低空置率。随着自贸区细则的逐步落地，2015 年起浦东写字楼租金上涨，外溢效应带动全市优质写字楼租金提升。但浦东的上海中心、陆家嘴金融广场、上海世贸大厦等入市，导致区域内新增供应量较大，短期内空置率有所上升。但长期来看，受“自贸区+科创中心”双驱动利好影响，未来浦东办公需求增长潜力大。

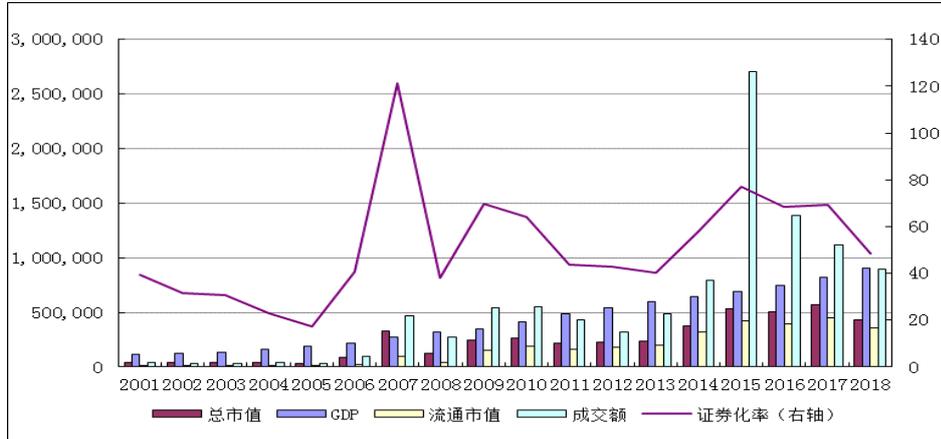
B. 证券行业

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业市场同质化竞争较严重，加之随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过 20 多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。根据沪深交易所统计数据，截至 2018 年末，沪深两市境内上市公司共有 3,584 家，

市价总值 43.49 万亿元。

图表 9. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

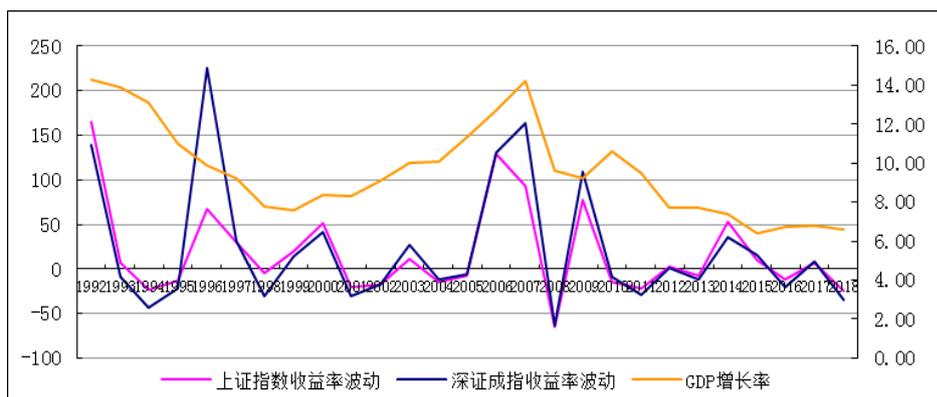


资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有较大改善空间。近年来，证券行业持续推进创新改革，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变，创新脚步有所放缓，但中长期改革转型的思路不变。

图表 10. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

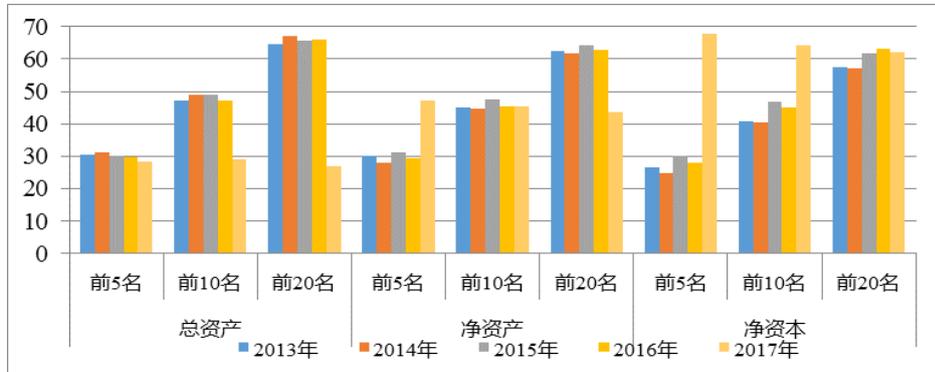


资料来源：Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

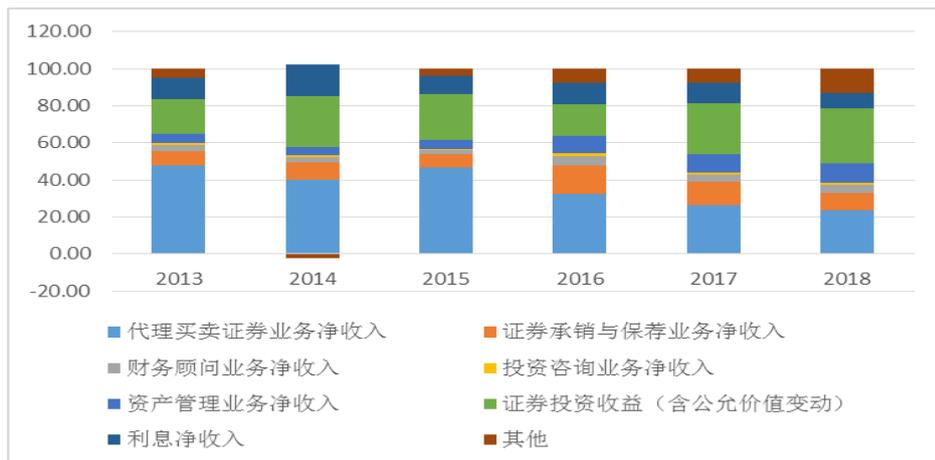
图表 11. 证券业集中度变化情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

图表 12. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）

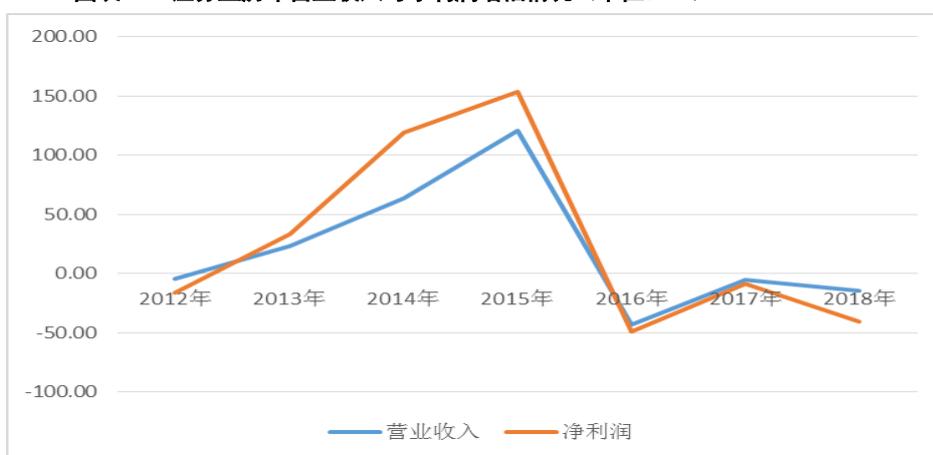


资料来源：中国证券业协会

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极

抢占融资融券市场份额。2016 年，投行业务借助政策推动，业务收入确认加快，在证券公司收入结构中占比增速较快，项目储备充足和承销能力较强的证券公司将在业务结构转型和收入结构优化的过程中得到较强支撑。2017 年，股票质押式业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018 年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较上年有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。

图表 13. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

2. 业务运营

该公司作为陆家嘴地区主要的商业地产开发的国有控股企业，在多年的开发过程中逐渐形成持有型商业地产开发与运营为主的业务发展模式。近年来，公司地产类业务不断向上海区域外拓展，面临一定的跨区域运营风险；2016 年以来，公司基本完成了“地产+金融”的业务布局，业务多元化及协同发展将整体上增强公司抗风险能力。公司目前有较大规模的土地储备，但后续地产项目的资金投入与现金回笼之间的平衡仍值得关注。

该公司成立初期主要从事一级土地开发业务。自 2010 起，公司逐渐退出土地开发业务，业务重心逐渐转至房地产租赁和销售，并形成了以持有型商业地产开发与运营为主的经营模式，其中商业地产和商品房部分用于销售，部分

用于出租。公司战略经营方针是长期持有核心区域的物业，短期出售或者转让零星物业。

该公司成立之初的定位是陆家嘴地区开发建设的主要开发企业，最初项目主要集中在陆家嘴地区。近年来随着经营战略的调整，公司在陆家嘴以外的上海、天津及苏州地区相继开展商业地产和商品房项目的投资建设，并逐渐增加相关土地储备，整体项目地理分布过于集中的情况有所改善，但面临一定的跨区运营风险。另外，2016年以来，公司陆续通过现金支付方式收购了上海陆家嘴金融发展有限公司（简称“陆金发”）全部股权，获得爱建证券有限责任公司、陆家嘴国际信托有限公司及陆家嘴国泰人寿保险有限责任公司（分别简称“爱建证券”、“陆家嘴信托”及“陆家嘴国泰人寿”）三家持牌金融机构。目前公司已初步完成“地产+金融”双轮驱动的战略构建，“以房地产为核心，以金融和商业零售为两翼，以陆家嘴、天津、苏州为三城”的“一核两翼三城”发展格局逐步形成。

图表 14. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
房地产销售与租赁	上海、天津、苏州	资源/政策/规模/资本/管理/品牌等
金融业务	全国	政策/资本/规模/管理等

资料来源：陆家嘴股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 15. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	128.07	93.25	126.39
其中：核心业务收入（亿元）	109.96	89.50	124.44
在营业收入中所占比重（%）	85.86	95.98	98.46
其中：（1）房地产销售（亿元）	56.16	29.93	61.07
在核心业务收入中所占比重（%）	51.07	33.44	49.08
（2）房地产租赁（亿元）	25.37	30.76	32.19
在核心业务收入中所占比重（%）	23.07	34.37	25.87
（3）酒店业务（亿元）	1.25	1.27	1.58
在核心业务收入中所占比重（%）	1.14	1.42	1.27
（4）物业管理（亿元）	8.98	10.64	13.30
在核心业务收入中所占比重（%）	8.17	11.89	10.69
（5）金融业（亿元）	18.20	16.91	16.30
在核心业务收入中所占比重（%）	16.55	18.89	13.10
毛利率（%）	47.20	49.80	53.97
其中：房地产销售（%）	43.44	31.79	49.56
房地产租赁（%）	83.28	79.90	78.70
酒店业务（%）	65.78	55.26	41.26

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
物业管理 (%)	5.26	12.83	12.51
金融业 (%)	57.41	43.65	54.59

资料来源：陆家嘴股份

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 128.07 亿元、93.25 亿元和 126.39 亿元。2016 年，公司通过收购陆金发 88.20% 股权增加了金融板块收入，同时受益于天津地区项目集中结转，核心业务收入大幅增长。2017 年，由于房地产项目结转销售收入减少以及受市场等因素影响，证券及信托业务收入规模收缩，公司核心业务收入下滑。2018 年，公司结转了办公楼 SN1 泰康办公项目销售收入，带动核心业务收入增长。此外，公司还有少量其他收入，近三年分别为 18.11 亿元、3.74 亿元和 1.95 亿元。其中，2016 年其他业务收入主要系全资子公司上海佳二实业投资有限公司以转让项目公司股权的形式转让其所持有的 Z4-2 商业地块获取的收益 16.16 亿元。

2016-2018 年，该公司综合毛利率分别为 47.20%、49.80% 和 53.97%。公司房地产租赁业务毛利率高，且较为稳定。受益于之前的运营发展过程中积蓄的部分成本较低的土地储备，公司的房产销售项目具备较高的盈利能力，虽然受公司结转项目所在区域影响有一定的波动，但总体处于较高水平。近三年，金融业务毛利率分别为 57.41%、43.65% 和 54.60%，一定程度提升了公司整体盈利能力。

A. 自持物业业务

凭借多年开发积累，该公司已积累了较大规模的优质办公、商业物业以及少量的住宅物业资源，具有较显著的区位优势。截至 2018 年末，公司在营物业总建筑面积超过 260 万平方米。随着业务运营不断成熟，公司房地产租赁业务收入平稳增长。2016-2018 年，公司房地产租赁收入分别为 25.37 亿元、30.76 亿元和 32.19 亿元。

该公司的办公物业主要包括甲级写字楼和高品质研发楼等。截至 2018 年末，公司在营甲级写字楼 19 幢，总建筑面积约 156 万平方米，主要位于陆家嘴核心地段以及天津红桥区。2018 年末成熟甲级写字楼（运营一年以上）的平均出租率约为 88.00%，平均租金为 8.47 元/平方米/天。天津成熟甲级写字楼（运营一年及以上）的平均出租率约为 58%，平均租金 3.45 元/平方米/天。同期，公司运营的以陆家嘴软件园为主的高品质研发楼和非甲级写字楼总建筑面积超过 33 万平方米，平均出租率达到 95.00%，平均租金为 6.09 元/平方米/天。

图表 16. 公司主要在营甲级写字楼情况（万平方米、元/平方米/天、%）

项目	地理位置	地上建筑面积	总建筑面积	竣工日期	2017 年度		2018 年度	
					平均租金	年末出租率	平均租金	期末出租率
星展银行大厦	小陆家嘴	4.69	6.81	2009	11.79	100.00	11.67	96.98
陆家嘴金融信息楼	小陆家嘴	0.50	0.91	2010	21.27	100.00	21.27	100.00
钻石大厦	竹园商贸区	4.00	4.84	2009	8.34	98.05	6.5	95.12

项目	地理位置	地上建筑 面积	总建筑 面积	竣工 日期	2017 年度		2018 年度	
					平均 租金	年末出 租率	平均 租金	年末出 租率
陆家嘴商务广场	竹园商贸区	6.75	9.85	2000	8.20	95.17	8.30	97.50
陆家嘴基金大厦	竹园商贸区	3.26	4.23	2011	7.63	96.63	8.4	98.52
陆家嘴投资大厦	竹园商贸区	3.38	4.35	2011	7.82	100.00	7.73	95.20
陆家嘴世纪金融广场 2 号楼	竹园商贸区	32.40	43.56	2014	7.13	98.96	7.81	80.23
陆家嘴世纪金融广场 5 号楼	竹园商贸区				7.22	100.00	7.42	93.37
陆家嘴世纪金融广场 7 号楼	竹园商贸区				3.63	100.00	4.33	100.00
陆家嘴世纪金融广场 3 号楼	竹园商贸区				7.25	100.00	8.01	84.94
陆家嘴世纪金融广场 6 号楼	竹园商贸区				6.25	100.00	7.08	91.51
陆家嘴世纪金融广场 1 号楼	竹园商贸区				7.76	100.00	8.34	85.65
天津陆家嘴金融广场	天津市红桥区 大丰路	18.95	26.86	2017	2.21	40.00	2.20	48.80
上海纽约大学大厦	竹园商贸区	4.87	5.77	2014	5.95	100.00	5.95	100.00
东方汇 1 号楼	竹园商贸区	12.51	19.46	2015	9.39	97.63	9.3	98.00
东方汇 2 号楼	竹园商贸区				9.23	93.49	9.49	93.01
东方汇 3 号楼	竹园商贸区				9.00	100.00	9.00	100.00
东方汇 4 号楼	竹园商贸区				8.96	100.00	9.07	100.00
陆家嘴金融广场	小陆家嘴	4.78	13.68	2017	-	-	10.34	66.55
陆家嘴金控广场	竹园商贸圈	6.18	9.04	2018	-	-	10.58	67.80
陆家嘴富汇大厦 A 栋	世纪大道北 侧浦东南路 东侧	4.33	6.55	2017	-	-	-	-
陆家嘴富汇大厦 B 栋					-	-	10.00	100.00
陆家嘴富汇大厦 C 栋					9.60	100.00	9.60	100.00

资料来源：陆家嘴股份

商铺物业方面，该公司在营的商铺物业总建筑面积超过 44 万平方米，主要分布在陆家嘴区域和天津地区，包括陆家嘴 96 广场、陆家嘴 1885 文化中心、陆家嘴金融城配套商业设施、天津惠灵顿小街及天津虹桥新天地等。2018 年末，上述商铺物业出租率总体保持在较高水平，其中陆家嘴 96 广场和陆家嘴 1885 文化中心 2018 年末出租率分别为 96.96% 和 100%，平均租金分别为 10.34 元/平方米/天和 8.63 元/平方米/天。2017 年，公司位于上海及天津的两个 L+Mall 陆续竣工，总建筑面积分别为 18.75 万平方米和 15.17 万平方米，目前已开业。

会展物业方面，该公司持有上海新国际博览中心（简称“博览中心”）50% 的权益。博览中心共有 17 个室内展厅，室内展览面积和室外展览面积分别为 20 万平方米和 10 万平方米，2017 年共承接 134 场不同规模的展览会，全年场馆总利用率为 64.59%；2018 年，博览中心场馆总利用率升至 70.19%，带动会展物业收入提升。公司目前无在建会展项目。

住宅物业方面，该公司长期持有东和公寓 412 套住宅，东和公寓总建筑面积约 9 万平方米，2018 年末出租率为 95.15%，平均租金为 25,683 元/套/月。

酒店物业方面，该公司拥有东怡大酒店、明城大酒店和天津陆家嘴万怡酒店三家商务型酒店。其中天津陆家嘴万怡酒店于 2017 年 10 月开业，共配备 258 间房间，2018 年度入住率为 68.45%，平均房费 476 元/套/晚。2018 年，东怡

大酒店入住率为 77.99%，平均房费 626 元/套/晚；明城大酒店入住率为 58.48%，平均房费 535 元/套/晚。

该公司还在持续开发新的办公、商业及酒店等持有型物业，目前在建租赁物业项目 5 个（具体如图表 18），投资额总计 94.87 亿元，截至 2018 年末已累计投入 65.47 亿元，2019-2021 年分别计划投入 13.27 亿元、7.60 亿元和 6.13 亿元。

在建持有型物业中，该公司的前滩中心 25-02 项目和滨江绿地项目通过收购获得。在浦东新区政府的指导下，陆家嘴集团主导开发浦东世博前滩地区 2.83 平方公里的开发建设，以上海前滩国际商务区投资（集团）有限公司（简称“前滩国际”）为开发主体。公司通过与前滩国际签订股权转让协议，以 45.15 亿元购买了上海前滩实业发展有限公司（简称“前滩实业”）60%的股权，并启动前滩地区标志性建筑前滩中心的建设。前滩中心 25-02 办公地块总投资额 34.81 亿元，截至 2018 年末累计投入 23.11 亿元，预计于 2019 年竣工。

该公司滨江绿地项目（黄浦江沿岸 E16-2 地块）通过收购绿地金融投资控股集团有限公司（简称“绿地金融”）持有的上海申万置业有限公司（简称“申万置业”）100%股权以及全部债权获得，产权交易对价为 34.13 亿元，其中股权转让款为 15.75 亿元，债权转让款为 18.39 亿元。同时，公司委托绿地金融指定的关联方绿地控股集团有限公司对申万置业所有的黄浦江沿岸 E16-2 地块进行开发代建，代建总投资限额为 10.50 亿元，代建管理费 0.45 亿元。综上，本次交易总金额为 45.08 亿元。黄浦江沿岸 E16-2 地块拟建商业办公楼，项目土地使用权面积 2.38 万平方米，地上计容面积总计 8.24 万平方米。公司于 2017 年 5 月完成对申万置业的股权收购，截至 2018 年末累计投入 28.24 亿元，预计竣工时间为 2019 年年中。

图表 17. 公司主要在建租赁物业项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	地域	项目业态	总建筑面积	总投资	截至 2018 年末已完成投资	未来拟投资额			建设期
						2019 年	2020 年	2021 年	
前滩中心 25-02 办公	上海	办公	19.54	34.81	23.11	7.80	1.69	1.10	2015.3-2019.12
滨江绿地项目	上海	办公	13.28	28.76	28.24	0.52	-	-	2016.10-2019.6
花木 04-15 地块	上海	商业	1.52	4.81	4.43	0.38	-	-	2017.1/2019.6
苏州绿岸 9 号地块建设项目	苏州	商业	3.63	6.23	0.93	3.42	1.87	-	2018.12-2020.12
前滩中心 25-02 酒店	上海	酒店	9.10	20.26	8.76	1.15	4.04	5.03	2017.5-2020.12
总计	-	-	47.07	94.87	65.47	13.27	7.60	6.13	

资料来源：陆家嘴股份

从租金收入构成来看，办公物业和会展物业是该公司自持物业最主要的租金收入来源，2018 年上述两类物业租金收入总和占公司租金收入的 80%以上。随着相关物业后续建成入市，公司未来的租赁收入有望继续保持稳定增长。

图表 18. 公司自持物业租金收入构成（亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
办公物业	23.87	27.35	29.50
会展物业	6.88	6.51	7.06
商铺物业	2.11	2.09	2.39
住宅物业	1.64	1.63	1.60
酒店物业	1.22	1.27	1.58

资料来源：陆家嘴股份

B. 房地产销售业务

该公司作为陆家嘴地区最主要的商业地产开发企业，自成立以来先后承担了陆家嘴金融区大量商业地产和高端商品房项目的开发。

该公司房地产销售业务主要包括住宅项目和办公楼项目，多年来以住宅项目销售为主。截至 2018 年末，公司主要在售商品房住宅项目总建筑面积为 101.55 万平方米，累计合同销售面积及累计合同销售金额分别为 59.97 万平方米和 189.43 亿元，在售项目整体去化率为 62%。

图表 19. 2018 年末主要在售商品房住宅项目（万平方米、亿元、万元/平方米）

在售项目	总投资额	总建筑面积	累计合同销售面积	累计合同销售金额	销售面积			销售金额			备案价格区间	竣工年份
					2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年		
陆家嘴红醍半岛	24.93	16.17	9.10	31.92	2.40	-	-	9.52	-	-	3.08-4.74	2014
天津河庭花苑（一期）	23.96	24.48	18.22	38.49	0.71	-	-	1.63	-	-	1.95-2.73	2016
天津河庭花苑（二期）	10.48	10.50	6.95	23.17	6.90	0.05	-	22.93	0.21	0.02	2.83-4.20	2018
天津河滨花苑	10.06	10.92	8.03	16.80	0.72	-	0.10	0.21	-	0.39	2.00-2.49	2011
天津海上花苑西标段	10.35	10.68	8.28	15.62	0.02	-	-	0.05	-	-	1.97-3.20	2013
天津海上花苑东标段	20.00	14.18	3.32	15.03	-	-	3.32	-	-	14.46	4.21~4.75	2020
吉云公寓	-	0.24	0.24	1.19	-	0.24	-	-	1.19	-	-	-
东方逸品	21.79	14.38	5.83	47.21	-	-	5.83	-	-	47.21	7.70~8.90	2019
合计	121.57	101.55	59.97	189.43	10.75	0.29	9.25	34.34	1.40	62.08	-	-

资料来源：陆家嘴股份

房产销售现金流入及收入结转方面，2016-2018 年该公司实现房产销售现金流入分别为 47.60 亿元、6.38 亿元和 73.14 亿元，结转销售收入分别为 56.16 亿元、29.93 亿元和 61.07 亿元。其中 2016 年销售现金流入主要来自陆家嘴红醍半岛、天津河庭花苑及其他存量房的销售；由于前期预售的天津项目集中结转，当年实现房地产销售收入同比大幅增长 156.09%。2017 年，由于主要在售项目已经进入尾盘销售阶段，公司销售面积及销售收入均大幅下滑，当年销售现金流入主要来自天津河庭花苑二期尾盘销售以及其他零星存量房；受益于陆家嘴红醍半岛及天津河庭花苑（一期）等收入的结转，2017 年房地产销售收入虽大幅下滑，但仍相对平稳。2018 年，公司房产销售现金流入大幅增加，主要于来自东方逸品项目、天津海上花苑东标段等住宅地产销售及办公楼 SN1

泰康办公项目销售预结算款（13.86 亿元）；当年房地产收入结转主要来自天津华庭花苑（二期）和办公楼 SN1 泰康办公项目（2018 年内完成交付），带动房地产销售收入大幅增长。未来 1-2 年内可结转项目包括东方逸品和天津海上花苑东标段等，剩余可售面积仍较多，可为房地产销售板块经营业绩提供支撑。

该公司根据市场景气度和房产销售情况控制项目的建设进度。2016-2018 年末，公司在施工面积分别为 130.43 万平方米、110.97 万平方米和 131.82 万平方米。

图表 20. 2016-2018 年公司项目开发情况（亿元、万平方米）

年份	新开工面积	期末在施工面积	竣工面积
2016 年	-	130.43	51.92
2017 年	14.14	110.97	106.51
2018 年	28.09	131.82	15.93

资料来源：陆家嘴股份

截至 2018 年末，该公司主要在建商品房项目总投资规模 61.65 亿元，已完成投资 40.45 亿元，2019-2020 年分别计划投入 15.18 亿元、5.35 亿元和 0.35 亿元。公司在建的住宅项目均位于上海、天津和苏州的核心地段，总投资规模相对不大，但公司住宅项目均为中高端住宅，较易受房地产信贷政策调整等因素影响。

图表 21. 公司主要在建商品房项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	地域	总建筑面积	总投资	截至 2018 年末已完成投资	未来拟投资额			建设期
					2019 年	2020 年	2021 年	
前滩中心 34#地块	上海	14.38	21.79	20.26	1.53	-	-	2015.04-2019.06
天津海上花苑	天津	24.86	22.88	17.29	3.92	0.90	0.35	2013.11-2020.8
苏州绿岸 15 号地块建设项目二期	苏州	3.76	2.49	1.12	1.37	-	-	2017.10-2019.12
苏州绿岸 14 号地块建设项目	苏州	10.32	14.48	1.78	8.36	4.35	-	2018.09-2020.12
总计	-	53.32	61.65	40.45	15.18	5.35-	0.35	-

资料来源：陆家嘴股份

近年来，该公司通过购买或出售项目子公司控股权的方式来扩张或调整自身项目结构。2016 年 10 月 17 日，公司下属全资子公司上海佳湾资产管理有限公司（简称“佳湾公司”）及以公司全资子公司上海佳二实业投资有限公司作为劣后的华宝信托-安心投资 20 号集合资金信托计划（简称“信托计划”）联合竞得苏州绿岸房地产开发有限公司（简称“苏州绿岸”）95% 股权及相关债权，交易总金额为 85.25 亿元，其中股权成交价格为 68.40 亿元，佳湾公司和信托计划代苏州绿岸向江苏苏钢集团有限公司（简称“苏钢集团”）偿还债务 16.85 亿元，并获得相应债权。本次交易完成后，苏钢集团持有苏州绿岸 5% 的股权，华宝信托有限责任公司（简称“华宝信托”）代信托计划持有苏州绿

岸 72.4375% 的股权，佳湾公司持有苏州绿岸 22.5625% 的股权。苏州绿岸原系苏钢集团下属从事房地产开发业务的子公司，主要负责苏地 2008-G-6 号地块的拆迁平整工作。苏地 2008-G-6 号地块位于浒墅关镇西北角，距苏州市区 13 公里，分为 17 个地块，规划总建筑面积 108.41 万平方米，土地使用权面积为 65.96 万平方米，土地性质为住宅、商办、工业（研发）等。2017 年 5 月，公司已完成股权交割，目前在建商品房项目为苏州绿岸 15 号地块建设项目二期和苏州绿岸 14 号地块建设项目，截至 2018 年末已投入 2.90 亿元，2019 年、2020 年分别计划投入 9.73 亿元和 4.35 亿元。

截至 2018 年末，该公司拥有土地储备（土地面积）合计 80.81 万平方米，集中于上海和苏州。其中上海地区土地储备为 24.48 万平方米，主要为公司在陆家嘴地区的住宅及商业用地；苏州地区土地储备为 56.33 万平方米，主要系苏州绿岸持有的苏地 2008-G-6 号地块中 1~8、10~13、16~17 号地块。苏州项目是公司继天津之后，第二个“走出上海”的大型成片开发项目，为公司的后续发展提供了新的可开发资源。

C. 金融业务

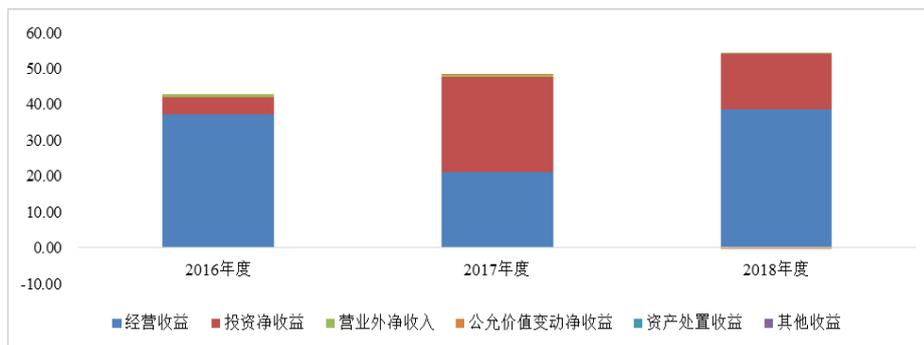
2016 年，该公司现金收购了陆家嘴集团、前滩国际合计持有的陆金发 88.20% 股权，交易价格为 94.89 亿元。2017 年，公司完成陆金发剩余 11.80% 股权的收购，收购价款为 13.14 亿元。陆金发通过控股爱建证券、陆家嘴信托、参股陆家嘴国泰人寿、发起设立中银消费金融有限公司和上海国和现代服务产业基金管理公司等，已经初步形成了“证券+信托+保险+基金”的基本业务架构，为进一步发展成为金融控股企业奠定了基础。2016 年以来，金融业务为公司经营业绩作出了较大贡献。

2018 年，该公司金融业务运营稳定，当年获得利息收入、手续费及佣金收入合计 16.30 亿元，主要来自爱建证券与陆家嘴信托。

陆家嘴信托营业收入 11.35 亿元，净利润 4.41 亿元；爱建证券当年营业收入 2.50 亿元，净利润-1.00 亿元。2018 年 10 月，爱建证券由于债券交易纠纷，以新光控股集团有限公司（以下简称“新光集团”）为被告，于 2018 年 10 月 12 日向上海金融法院提起诉讼，后由上海金融法院移送至浙江省金华市中级人民法院审理。爱建证券要求新光集团兑付“15 新光 01”、“15 新光 02”和“11 新光债”的本金、利息、逾期违约金及因诉讼发生的费用，涉案金额共计 3.37 亿元。另外，由于市场环境不佳，爱建证券业绩下滑，另外爱建证券投资富贵鸟股份有限公司非公开发行债券 16 富贵 01 共 13 亿元债券出现违约，估值下降且股价低迷致股票质押业务计提减值损失。

(2) 盈利能力

图表 22. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据陆家嘴股份所提供数据绘制

该公司主业突出, 利润主要来自经营收益, 投资收益为公司盈利的有力补充。近年来, 受房地产项目结转周期影响, 公司营业毛利有所波动, 2016-2018年分别为 60.44 亿元、46.44 亿元和 68.22 亿元。2017 年, 公司在售房产项目多进入尾盘销售阶段, 销售结转规模有所下滑, 营业毛利同比下降 23.16%。2018 年, 公司结转办公楼 SN1 项目销售收入, 当期营业毛利同比增长 46.90%。

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计 (亿元)	128.07	93.25	126.39
营业毛利 (亿元)	60.44	46.44	68.22
期间费用率 (%)	7.62	19.00	12.12
其中: 财务费用率 (%)	4.37	13.74	7.82
全年利息支出总额 (亿元)	8.48	14.00	15.19
其中: 资本化利息数额 (亿元)	2.64	1.06	4.94

资料来源: 根据陆家嘴股份所提供数据整理

该公司期间费用以财务费用为主, 管理费用及销售费用占比较小。2016-2018 年, 公司期间费用率分别为 7.62%、19.00% 和 12.12%。2016 年受益于营业收入大幅增加, 期间费用率较上年下降 9.43 个百分点。同期, 公司财务费用率分别为 4.37%、13.74% 和 7.82%。受收购苏州绿岸和申万绿地滨江两个项目及陆金发股权的影响, 2016 年第四季度借款规模大幅增加, 2017 年计息期较长, 加之当年在建项目投入减少、资本化利息支出相应下降, 导致费用化利息支出金额大幅上升, 财务费用率较上年增加 9.37 个百分点。受营业收入增加及费用化利息支出下降双重因素影响, 2018 年期间费用率及财务费用率分别同比下降 6.88 个百分点和 5.92 个百分点, 费用化利息支出下降主要系在建项目投入增加、利息支出资本化规模增加所致。

图表 24. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益 (亿元)	4.75	26.33	15.56

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业外收入（亿元）	0.89	0.74	0.61
资产处置收益（亿元）	0.15	0.20	0.01
其他收益（亿元）	-	0.81	0.30

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

注：2017 年，公司将原在“营业外收入”和“营业外支出”的部分非流动资产处置损益，改为在“资产处置收益”中列报并相应追溯重述了比较利润表

该公司每年获得的投资收益是其利润的重要组成部分。2016-2018 年公司投资净收益分别为 4.75 亿元、26.33 亿元和 15.56 亿元。2017 年投资净收益大幅增长，主要系处置子公司上海佳寿房地产开发有限公司（简称“上海佳寿”）股权形成的投资收益 23.15 亿元。2018 年公司实现投资收益 15.56 亿元，主要系出售子公司上海前绣实业发展有限公司（简称“前绣实业”）50% 股权而产生股权转让收益以及剩余股权按照公允价值计量所致。

图表 25. 公司近三年投资收益构成情况（万元、%）

科目	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
处置可供出售金融资产等取得的投资收益	425.76	0.90	386.73	0.15	-	-
权益法核算的长期股权投资收益	4,499.12	9.47	19,686.31	7.48	17,967.03	11.55
可供出售金融资产等在持有期间取得的收益	2,925.27	6.16	876.77	0.33	479.62	0.31
理财产品投资收益	23,828.46	50.16	9,703.05	3.69	3,845.95	2.47
持有至到期投资在持有期间取得的收益	-	-	-	-	-	-
委托贷款利息收入	1,038.34	2.19	1,026.90	0.39	2,099.48	1.35
处置长期股权投资产生的投资收益	14,979.29	31.53	231,539.06	87.95	131,128.34	84.32
其他	-192.58	-0.41	33.74	0.01	42.59	0.03
合计	47,503.67	100.00	263,252.56	100.00	155,563.01	100.00

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

该公司营业外收入规模较小，主要由赔偿金收入及罚款收入构成，近三年分别为 0.89 亿元、0.74 亿元和 0.61 亿元。同期，公司资产减值损失分别为 2.71 亿元、1.44 亿元和 2.15 亿元，近两年资产减值损失主要来自于陆金发持有的应收款项类投资的坏账损失及可供出售金融资产的减值损失。

2016-2018 年，该公司净利润分别为 32.69 亿元、36.75 亿元和 41.05 亿元。总资产报酬率分别为 7.37%、7.72% 和 8.14%；净资产收益率分别为 17.90%、18.15% 和 19.10%。总体而言，2017 年，公司主营业务收入有所减少，但受益于投资收益的大幅提升，公司利润规模有所扩大。2018 年公司投资净收益下降，但受益于主业经营业绩的增长及费用化利息支出减少，净利润继续增长。

(3) 运营规划/经营战略

该公司目前正处深化实施“地产+金融”双轮驱动战略的关键时期，一方

面同步推进上海、天津和苏州三城的开发建设和运营，加大中短期产品的运营，通过项目公司获取房产开发项目（含商业及办公等类房地产），项目开发成功后再转售资产或股权，将成为公司经常性的业务；另一方面，公司高度关注金融板块的发展，以三个持牌金融机构为抓手，抓紧产融结合战略研究及投资项目的投后管理，积极开展地产与金融协同发展。

管理

该公司股权结构清晰，陆家嘴集团为公司控股股东，上海市国资委和浦东新区国资委为公司最终控制人。公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，内部管理规范。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，陆家嘴集团为公司控股股东；上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海国资委”）和上海市浦东新区国有资产管理委员会（简称“浦东新区国资委”）为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司根据相关法律法规的要求和自身经营管理需要设立了股东大会、董事会及监事会等决策和监督机构。公司董事会聘任公司管理层，公司管理层在董事会领导下全面负责公司日常经营管理事务。在业务管理上，公司总部负责决策和调控的职能，下属的子公司分别负责相应的业务运营。

图表 26. 公司与关联方重大资金往来款余额变化（亿元，%）

项目	2016 年末		2017 年末		2018 年末	
	款项余额	占科目比重	款项余额	占科目比重	款项余额	占科目比重
其他应收款	-	-	0.27	4.53	0.55	7.37
其他非流动资产（含一年内到期）	2.00	6.78	2.00	3.96	4.88	42.55
短期借款	27.00	27.91	49.41	43.82	29.50	31.67

注：根据陆家嘴股份财务数据整理、计算

该公司与关联方存在一定规模的持续性关联交易和资金往来，相应的关联方包括陆家嘴集团及同一最终控制方企业。具体表现在销售商品、提供及接受劳务、房产租赁、转让资产及接受陆家嘴集团借款等方面。2017 年末，公司向上海陆家嘴新辰投资股份有限公司及上海陆家嘴新辰临壹投资有限公司提供委托贷款余额分别为 0.96 亿元和 1.04 亿元，记入其他非流动资产科目，借款利率分别为 5.23% 及 5.50%；2018 年末，除上述两笔委托贷款外，因前绣实业股权出售变成合营企业，公司对前绣实业提供借款交易转为关联资金拆借，年末余额为 2.88 亿元。2017 年末公司向陆家嘴集团借款余额 49.41 亿元，记入短期借款科目，年利率为 3.92%-4.35%；2018 年末公司向陆家嘴集团借款余额 29.50 亿元，年利率 3.915-4.5675%。

该公司孙子公司爱建证券在浙江步森服饰股份有限公司（简称“步森股份”）重组广西康华农业股份有限公司重大资产重组项目中，由于步森股份公

告的《重大资产重组报告书（草案）》中的主要财务数据存在虚假记载（简称“步森股份案件”），爱建证券作为步森股份重大资产重组的独立财务顾问，于 2016 年 1 月 8 日收到中国证监会调查通知书（桂证调查字 2016002-2 号）。该调查通知书指出，因爱建证券涉嫌违反证券法律法规，根据《证券法》的有关规定，中国证监会对爱建证券进行立案调查。2017 年 1 月 9 日，中国证监会对爱建证券作出《中国证监会行政处罚决定书》（〔2017〕3 号），责令爱建证券改正违法行为，并处以 30 万元罚款。

根据该公司 2019 年 01 月 18 日查询的《企业信用报告》所载，公司近跟踪期内无不良信贷记录。于 2019 年 04 月 09 日查询国家企业信用信息公示系统显示，公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单、无重大失信违法处罚信息。

财务

受益于经营积累，该公司资本实力逐年增强，加之负债规模有所收缩，公司资产负债率整体呈下降趋势。另外，公司在陆家嘴地区拥有较多资产质量较好的高端商业物业，以成本法计量，资产潜在增值空间大，且租赁业务现金回笼能力较强，账面货币资金较充裕，可为债务偿付提供良好支撑。

1. 数据与调整

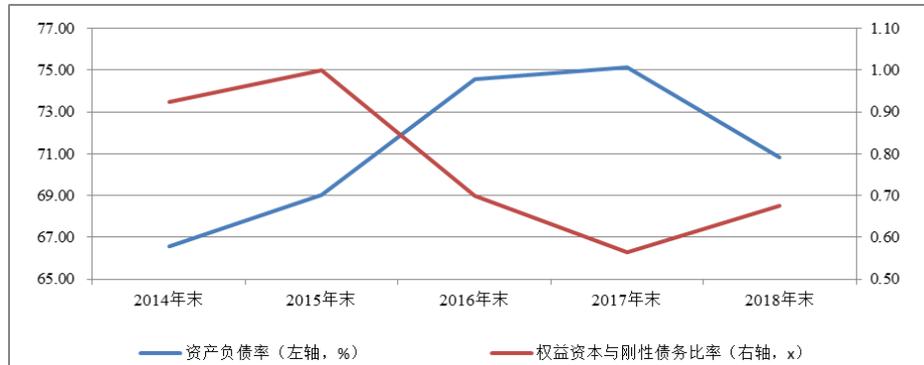
安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年和 2017 年财务报表进行了审计，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》及其补充规定。并于 2017 年起执行《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号）、《企业会计准则第 16 号——政府补助》（财会[2017]15 号）和《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》（财会[2017]13 号），于 2018 年起执行《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司相应进行了会计政策变更。

2018 年公司合并范围减少 2 家子公司，其中 1 家系控股权转让（锦绣实业），1 家系注销。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司共 49 家，其中全资子公司 33 家，控股子公司 16 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 公司财务杠杆水平变动趋势



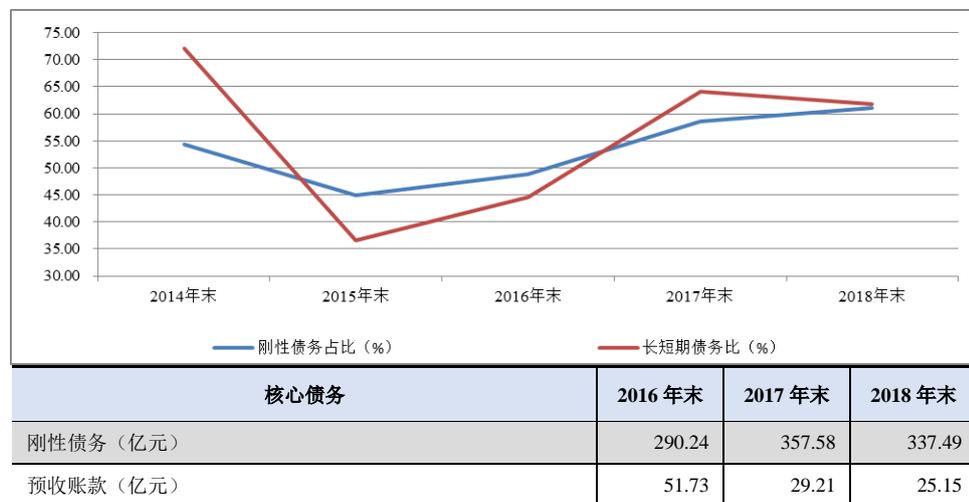
资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据绘制

该公司负债规模随房地产业务建设滚动开发及金融业务调整有所波动，2016-2018 年末分别为 595.39 亿元、609.76 亿元和 553.22 亿元，其中 2018 年末较上年末下降 9.27%，主要受爱建证券买入返售和卖出回购业务规模减少、信托计划规模减少、房地产项目销售资金回笼及收入结转等综合影响。同期末，资产负债率分别为 74.59%、75.11% 和 70.82%，负债规模总体呈下降趋势。

该公司权益资本增长主要来自经营积累，2016-2018 年末所有者权益合计分别为 202.87 亿元、202.04 亿元和 227.90 亿元。2016 年上半年度，公司以 2015 年末总股本 1,867,684,000 股为基数，按每 10 股向全体股东送红股 8 股，共计送红股 1,494,147,200 股，当年末总股本增至 3,361,831,200 股，实收资本达到 33.62 亿元。然而受到刚性债务规模上升影响，权益资本对刚性债务覆盖比率呈总体下降趋势，近三年末分别为 69.90%、56.50% 和 67.53%。

(2) 债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
其他应付款 (亿元)	111.24	102.81	76.64
其他非流动负债 (亿元)	10.68	66.33	43.57
刚性债务占比 (%)	48.75	58.64	61.00
预收账款占比 (%)	8.69	4.79	4.55
其他应付款占比 (%)	18.68	16.86	13.85
其他非流动负债占比 (%)	1.79	10.88	7.88

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据绘制

该公司负债结构以短期为主。2016-2018 年末，公司长短期债务比分别为 0.45、0.64 和 0.62，呈波动趋势，债务期限结构整体有所优化。

从债务构成来看，该公司负债集中于刚性债务、预收账款、其他应付款和其他非流动负债。2018 年末，公司预收款项较上年末增长 124.95% 至 60.41 亿元，主要系东方逸品项目预售所致。公司其他应付款（不含应付利息、应付股利）为 76.64 亿元，其中与土地开发业务相关的预提支出及相关税费共计 36.47 亿元，暂收售房款共计 20.16 亿元，该等暂收款项系根据与客户签署的相关框架协议而收到的购房意向金，此类项目尚未完工交付；较上年末下降 25.46%，主要系暂收 SN1 泰康办公项目款项结转收入所致。公司其他非流动负债余额为 43.57 亿元，主要系 2017 年为收购苏州绿岸而部分参与华宝信托的信托计划（增加债务 44.76 亿元）以及子公司陆家嘴信托待支付的底层项目的收益；较上年末减少 34.31%，系与华宝信托的信托计划减少 10 亿元，以及子公司陆家嘴信托合并产品的待支付款项流动性发生变化，重分类使其他非流动负债减少近 13 亿元。另外，同期末公司卖出回购金融资产款较上年末减少 35.60 亿元至 2.73 亿元，主要系子公司爱建证券调整业务结构，买入返售和卖出回购业务同时缩减。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	119.90	124.45	131.45
其中：短期借款	96.75	112.76	93.15
一年内到期长期借款	21.34	6.47	11.05
其他短期刚性债务	1.81	5.22	27.25
中长期刚性债务合计	170.34	233.13	206.04
其中：长期借款	120.34	115.80	107.47
应付债券	50.00	51.00	55.00
其他中长期刚性债务	-	66.33	43.57
综合融资成本 (年化, %)	3.66	4.84	4.74

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 290.24 亿元、357.58 亿元和 337.49

亿元，主要由短期借款、一年内到期长期借款、长期借款、应付债券及以应付资产管理计划优先级份额为主的其他刚性债务构成。2018 年末，上述科目余额分别为 93.15 亿元、22.05 亿元、107.47 亿元、55.00 亿元和 70.82 亿元。

2018 年末，该公司短期借款余额较上年末下降 17.39% 至 93.15 亿元，其中信用借款 48.00 亿元，关联方借款 29.50 亿元，同业借款 14.00 亿元，收益凭证 1.65 亿元。短期借款利率区间为 3.915%-7.50%。其中向中国信托保障基金有限责任公司的同业借款资金成本较高，年利率为 6.9-7.5%，银行短期信用借款及关联方借款年利率为 3.915-4.5675%。一年内到期的长期借款余额较上年末增加 4.58 亿元至 11.05 亿元，主要系部分长期借款将于 2019 年内到期所致。长期借款余额为 107.47 亿元，主要为质押借款、抵押借款和保证借款，其中保证借款由股东陆家嘴集团提供担保。长期借款年利率区间为 3.80-4.41%。应付债券余额为 55.00 亿元，主要包括 2014 年发行的第二期中期票据（发行金额 40 亿元，期限 10 年），以及 2018 年发行的两期公司债券（均为 5 年期，合计 15 亿元）。公司 10 亿元中期票据（14 陆金开 MTN001）即将于 2019 年 5 月到期。此外，公司刚性债务还包括 36.28 亿元应付资产管理计划优先级份额和 21.74 亿元应付信托受益人款项，计入其他（非）流动负债科目，分别是子公司陆家嘴信托待支付的底层项目和公司收购的苏州绿岸而部分参与的华宝信托的信托计划。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	520.68	1,203.23	1,348.36
营业收入现金率（%）	65.63	54.39	98.39
业务现金收支净额（亿元）	-16.64	-83.08	49.83
其他因素现金收支净额（亿元）	-19.04	-2.58	-6.99
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-12.55	-53.58	43.17
EBITDA（亿元）	49.37	63.31	66.09
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.20	0.19
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.82	4.52	4.35

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额

2016-2018 年，该公司营业周期分别为 520.68 天、1,203.23 天和 1,348.36 天。2017 年以来，公司通过收购苏州绿岸 95% 的股权和申万置业 100% 股权增加存货规模，存货周转率大幅下降，推动营业周期显著拉长。公司房地产销售资金回笼和收入结转具有非同步性，营业收入现金率呈现出一定的波动，

2016-2018 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-12.55 亿元、-53.58 亿元和 43.17 亿元。2017 年，公司预收房款有所减少，同时收购苏州绿岸和申万置业绿地滨江项目支付的现金较多，导致经营性现金大幅净流出。2018 年经营活动现金流转为净流入状态，主要系公司收到 SN1 泰康项目款 13.86 亿元以及子公司天津陆津房地产开发有限公司、上海前滩实业发展有限公司及苏州绿岸房地产开发有限公司收取售房款约 41 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出组成。受益于盈利增长，近年来公司 EBITDA 持续增加。EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障度处于较好水平，2018 年末分别为 0.19 倍和 4.35 倍。

(2) 投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.16	69.27	21.25
其中：理财产品投资回收与支付净额	11.40	50.06	11.29
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-6.12	-14.48	-24.40
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-68.76	-0.54	13.00
投资环节产生的现金流量净额	-75.04	54.25	9.85

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

2016-2018 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-75.04 亿元、54.25 亿元和 9.85 亿元。公司的投资活动主要是对联营、合营及参股公司等股权转让及收购。2016 年，投资性现金净流出量较上年增加 60.22 亿元，主要系支付陆金发、申万项目收购款及子公司陆金发加大投资性支出所致。2017 年，投资性现金转为大幅净流入状态，主要是由于减少理财产品投入、处置子公司上海佳寿股权，且子公司并购支出较上年减少所致。2018 年投资活动现金流量继续呈净流入，主要系公司以 13.48 亿元处置了子公司前绣实业 50% 股权，并净赎回理财产品约 6.00 亿元。

(3) 筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	-12.80	-41.77	-15.08
其中：分配股利及利润	12.80	41.77	17.92
债务类净融资额	73.02	37.91	-37.85
其中：现金利息支出	8.29	14.84	17.50
其他因素对筹资环节现金流影响净额	-	-13.14	-0.32
筹资环节产生的现金流量净额	60.23	-17.01	-53.25

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

2016-2018 年该公司筹资性现金流量净额分别为 60.23 亿元、-17.01 亿元和

-53.25 亿元。2016 年为弥补收购项目公司股权资金缺口，公司通过银行借款扩大筹资规模，筹资性现金由净流出转为净流入。2017 年，公司筹资性现金呈净流出，主要为本期并购苏州绿岸项目增加非流动负债 44.76 亿元、支付收购陆金发剩余股权款 13.14 亿元及归还贷款规模增加及股利、利息支付增加共同影响造成。2018 年，公司净偿还刚性债务约 9.00 亿元，加上股利、利息支出的现金支付，筹资性现金继续呈净流出。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	324.65	364.32	358.62
	40.67	44.88	45.91
其中：货币资金（亿元）	51.45	35.25	36.75
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（亿元）	52.74	30.10	32.56
存货（亿元）	91.73	214.91	211.08
其他流动资产（亿元）	87.04	25.85	35.36
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	473.61	447.48	422.51
	59.33	55.12	54.09
其中：可供出售金融资产（亿元）	96.22	38.07	48.10
投资性房地产（亿元）	246.93	247.69	241.97
长期股权投资（亿元）	60.18	66.02	77.64
其他非流动资产（亿元）	29.51	50.57	9.47
期末全部受限资产账面金额（含受限子公司股权，亿元）	33.94	154.23	135.36
期末抵押融资余额（亿元）	25.35	100.26	95.24

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理

2018 年末，该公司流动资产合计 358.62 亿元，主要由货币资金、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、存货、应收账款及其他流动资产等构成。其中，货币资金为 36.75 亿元（无受限货币资金），基本与上年末持平。以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产账面价值为 32.56 亿元，较上年末增加 2.46 亿元，主要为证券类投资及证券资管计划等。存货账面价值为 211.08 亿元，较上年末变化不大，主要为房地产开发成本及开发产品，公司自持物业及商品房项目均处于较核心地段，跌价损失风险相对较小。2018 年末，公司其他流动资产较上年末增加 9.51 亿元至 35.36 亿元，主要系新增应收款项类投资 18.49 亿元所致。

2018 年末，该公司非流动资产合计 422.51 亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产构成。其中可供出售金融资产较上年末增加 10.02 亿元至 48.10 亿元，主要是由于可供出售债务工具增加。长期股权投资为 77.64 亿元，公司对全资子公司前绣实业处置 50% 股权后变为合营企业，采

用权益法核算，该项交易导致公司长期股权投资账面余额增加 13.45 亿元。同期末，投资性房地产账面价值为 241.97 亿元，较上年末变化较小，公司投资性房地产计量均采用成本模式。固定资产年末账面价值为 18.37 亿元，较上年末增长 39.76%，主要为古北御庭酒店项目转入 5.99 亿元所致。此外，受子公司爱建证券调整业务结构，买入返售业务规模缩减及应收款项类投资流动性发生变化，2018 年末公司其他非流动资产较上年末减少 81.27% 至 9.47 亿元。

2018 年末，该公司主要受限资产包括用于抵押的投资性房地产及用于质押借款的子公司股权（陆金发和申万置业），账面价值分别为 27.58 亿元和 107.78 亿元，受限资产规模不大，对资产流动性有影响较小。

5. 流动性/短期因素

图表 34. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	78.88	98.05	104.87
速动比率 (%)	56.59	40.21	43.14
现金比率 (%)	25.31	17.59	20.27

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理。

近年来，受益于流动资产的波动增长及流动负债的逐年减少，该公司流动比率有所提升，2016-2018 年末分别为 78.88%、98.05% 和 104.87%。公司现金类资产储备有所波动，2018 年末现金比率为 20.27%，现金储备相对充裕。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司不存在对外担保情况。或有事项方面，重要联营企业上海陆家嘴投资发展有限公司（简称“陆家嘴投资”）因管理层违规，2017 年 6 月以前其财务资料被检察院查封并基本停止经营活动，截至 2018 年末仍处于被查封状态，公司对陆家嘴投资的长期股权投资采用权益法核算，2018 年末账面余额为 1.48 亿元。公司认为，陆家嘴投资管理层违规系个人问题，不会对陆家嘴投资产生重大或有负债。

该公司子公司爱建证券还涉及富贵鸟股份有限公司（简称“富贵鸟”）系列仲裁事项。富贵鸟于 2016 年 8 月发行 2016 年非公开发行公司债券(第一期)(债券简称：16 富贵 01，债券代码：118797)，发行规模人民币 13 亿元，票面利率 6.5%。爱建证券为该债券主承销商和受托管理人。2018 年 5 月 8 日，因富贵鸟未能按期支付“14 富贵鸟”的到期本息，导致“16 富贵 01”提前到期。2018 年 7 月 26 日福建省泉州市中级人民法院受理了富贵鸟的破产重整申请。截至 2018 年末，“16 富贵 01”的 7 名机构投资人以富贵鸟为第一被申请人，爱建证券为第二被申请人，先后向上海国际经济贸易仲裁委员会提起仲裁申请，要求裁决爱建证券对其未获兑付的本息、违约金及律师费等合计人民币 47,676 万元承担连带赔偿责任。

2018年10月，爱建证券由于债券交易纠纷，以新光控股集团有限公司（以下简称“新光集团”）为被告，于2018年10月12日向上海金融法院提起诉讼，后由上海金融法院移送至浙江省金华市中级人民法院审理。爱建证券要求新光集团兑付“15新光01”、“15新光02”和“11新光债”的本金、利息、逾期违约金及因诉讼发生的费用，涉案金额共计3.37亿元。

目前爱建证券各项业务经营正常，上述未决诉讼、仲裁事项对其日常经营、偿债能力等无重大影响。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担融资职能及部分房地产销售及租赁业务。2018年末，集团本部资产总计471.12亿元，主要由其他应收款、存货、长期股权投资及投资性房地产构成，年末账面价值分别为87.86亿元、33.53亿元、197.91亿元和116.81亿元，其中其他应收款主要系应收关联公司款项，系对下属子公司拆解款项。同期末，集团本部负债合计360.88亿元，其中刚性债务总额为220.81亿元，占合并口径比重为79.01%。刚性债务主要包括短期借款70.04亿元、一年内到期的非流动负债16.55亿元、长期借款79.22亿元及应付债券55.00亿元。2018年公司本部实现收入59.63亿元，净利润17.23亿元；经营性现金净流量为20.03亿元。整体来看，集团本部能进行较有效的资金调配及周转，财务风险适中。

外部支持因素

1. 集团/控股股东支持或干预

该公司系陆家嘴集团的重要子公司，在业务体系中居核心地位，近三年公司获得陆家嘴集团有力支持。在资金方面，2016-2018年公司从陆家嘴取得借款发生额分别为42.69亿元、33.50亿元和24.50亿元，偿还陆家嘴集团的借款发生额分别为15.69亿元、11.09亿元和44.41亿元。业务多元化方面，公司从陆家嘴集团收购了陆金发，并于2017年对陆金发实现全资控股，使得公司初步实现“金融+地产”双轮发展。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与当地多家大型国有银行建立了紧密的合作关系，尚未使用的授信额度充裕。截至2018年末，公司共获得主要合作银行的综合授信额度537.68亿元，未使用的额度为336.40亿元。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	授信额度	未使用额度	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	537.68	336.40	3.80-4.5675%	信用、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	50.00	41.59	4.275-4.5675%	信用、抵押、质押
工农中建交五大商业银行（亿元）	348.25	193.81	3.80-4.5675%	信用、抵押、质押

资料来源：根据陆家嘴股份所提供数据整理（截至 2018 年末）

跟踪评级结论

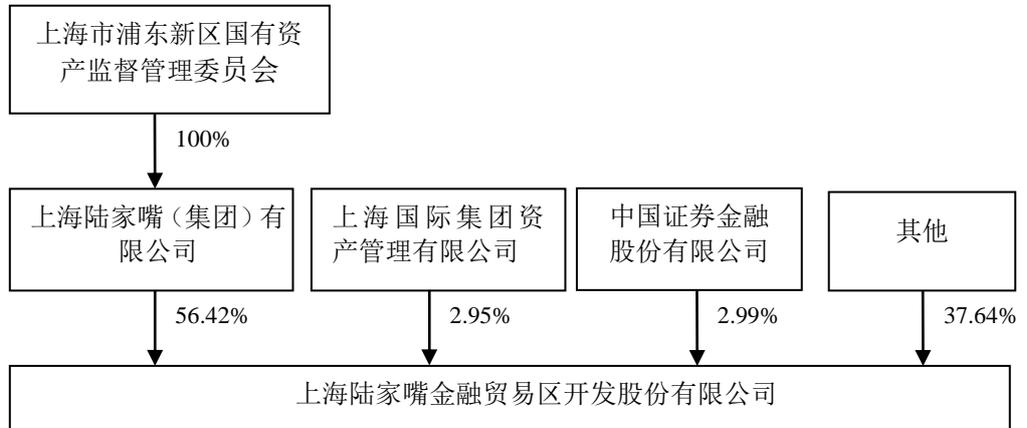
该公司作为陆家嘴地区主要的商业地产开发的国有控股企业，在多年的开发过程中逐渐形成持有型商业地产开发、运营为主的业务发展模式。近年来，公司地产类业务不断向上海区域外拓展，面临一定的跨区运营风险；2016 年以来，公司基本完成了“地产+金融”的业务布局，业务多元化及协同发展将整体上增强公司抗风险能力。公司目前有较大规模的土地储备，后续地产项目的资金投入与现金回笼之间的平衡仍值得关注。

该公司股权结构清晰，陆家嘴集团为公司控股股东，浦东新区国资委为公司的实际控制人。公司法人治理结构健全，组织结构较为合理，内部管理规范。

受益于经营积累，该公司资本实力逐年增强，加之负债规模有所收缩，公司资产负债率整体呈下降趋势。另外，公司在陆家嘴地区拥有较多资产质量较好的高端商业物业，以成本法计量，资产潜在增值空间大，且租赁业务现金回笼能力较强，账面货币资金较充裕，可为债务偿付提供良好支撑。

附录一：

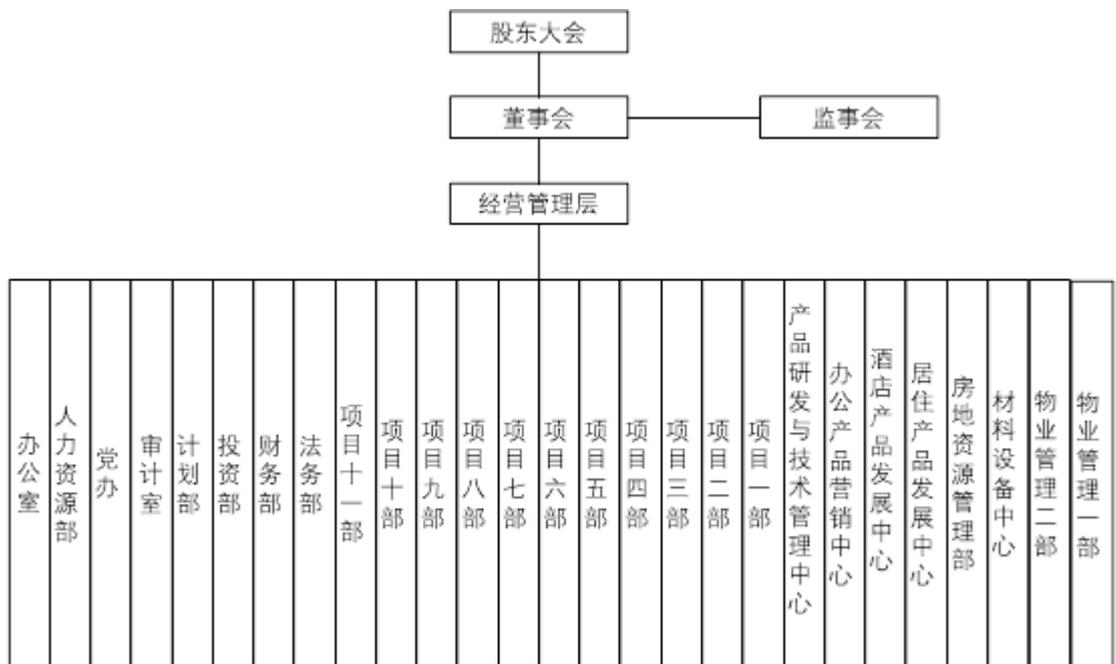
公司与实际控制人关系图



注：根据陆家嘴股份提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据陆家嘴股份提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				备注
				资产总额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	
上海陆家嘴(集团)有限公司	陆家嘴集团	-	成片土地开发、房地产开发经营、经营房屋租赁等	-	-	-	-	尚未披露2018年审计数据
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴股份	-	房地产开发、经营房屋租赁等	471.12	110.24	59.63	17.23	母公司口径
上海陆家嘴金融贸易区联合发展有限公司	联合发展	55%	成片土地开发、房地产开发经营	74.02	57.67	12.13	6.47	
天津陆津房地产开发有限公司	陆津房地产	100%	房地产开发经营	68.78	35.74	23.70	4.31	
上海陆家嘴展览发展有限公司	陆家嘴展览	100%	会展业务、实业投资、建筑工程	14.34	14.34	-	1.74	
上海陆家嘴商务广场有限公司	商务广场	77.5%	房地产综合开发经营、物业管理	8.53	7.49	2.30	1.09	
上海前滩实业发展有限公司	前滩实业	60%	房地产开发经营等	102.31	44.05	-	10.42	
上海陆家嘴金融发展有限公司	陆金发	100%	投资管理及咨询等	104.31	90.67	5.53	3.61	
陆家嘴国际信托有限公司	陆家嘴信托	71.61%	资金信托；动产信托；不动产信托等	90.62	48.78	11.35	4.41	
爱建证券有限责任公司	爱建证券	51.14%	证券投资咨询等	44.32	13.12	2.50	-1.00	

注：根据陆家嘴股份2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	798.26	811.80	781.13
货币资金 [亿元]	51.45	35.25	36.75
刚性债务[亿元]	290.24	357.58	337.49
所有者权益 [亿元]	202.87	202.04	227.90
营业收入[亿元]	128.07	93.25	126.39
净利润 [亿元]	32.69	36.75	41.05
EBITDA[亿元]	49.37	63.31	66.09
经营性现金净流入量[亿元]	-12.55	-53.58	43.17
投资性现金净流入量[亿元]	-75.04	54.25	9.85
资产负债率[%]	74.59	75.11	70.82
权益资本与刚性债务比率[%]	69.90	56.50	67.53
流动比率[%]	78.88	98.05	104.87
现金比率[%]	25.31	17.59	20.27
利息保障倍数[倍]	5.75	4.44	4.27
担保比率[%]	—	—	—
营业周期[天]	520.68	1,203.23	1,348.36
毛利率[%]	47.20	49.80	53.97
营业利润率[%]	32.83	52.12	43.00
总资产报酬率[%]	7.37	7.72	8.14
净资产收益率[%]	17.90	18.15	19.10
净资产收益率*[%]	19.87	22.38	22.03
营业收入现金率[%]	65.63	54.39	98.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.71	-13.68	12.10
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-18.29	0.11	9.12
EBITDA/利息支出[倍]	5.82	4.52	4.35
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.20	0.19

注：表中数据依据陆家嘴股份经审计的 2016~2018 年度整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。