



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪125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，维持贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一六年五月二十六日

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2016）

发行主体	上海实业发展股份有限公司		
发行年限	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		
发行规模	不超过 10 亿元（含 10 亿元）		
存续期限	2016/3/11~2021/3/11，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的计息期限为 2016/3/11~2019/3/11		
上次评级时间	2015/12/31		
上次评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望： 稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AA 主体级别 AA	评级展望： 稳定	

概况数据

上实发展	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	73.73	90.83	55.13	95.75
总资产（亿元）	209.05	274.67	272.75	293.99
总债务（亿元）	61.64	93.61	130.37	135.16
营业总收入（亿元）	39.05	60.56	66.19	8.97
营业毛利率（%）	40.20	28.61	34.87	45.27
EBITDA（亿元）	10.08	16.30	14.43	-
所有者权益收益率（%）	7.04	10.68	10.97	4.52
资产负债率（%）	64.73	66.93	79.79	67.43
总债务/EBITDA（X）	6.12	5.74	9.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.44	-	2.36	-

注：1、上述所有者权益含少数股东权益；
2、上实发展 2013、2014 年财务数据经过重述；
3、2016 年一季度所有者权益收益率已经年化处理；
4、由于 2015 年公司同一控制下合并上投控股，相对应 2014 年度财务数据重述导致 2014 年资本化利息支出不具备可比性。

分析师

万艳 ywan@ccxr.com.cn
庞珊珊 sspang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 26 日

基本观点

作为上海实业（集团）有限公司下属房地产业务运营平台，2015 年 12 月上海实业发展股份有限公司（以下简称“上实发展”）通过非公开定增方式收购上海上投控股有限公司（以下简称“上投控股”）旗下优质房地产项目资源及房产服务公司，完成资源深度整合。2015 年，公司先后完成嘉定项目、长沙项目、杭州项目以及上投控股的股权收购，并在重庆、湖州、上海等城市拿下优质地块，持续增厚公司在核心战略区域的资源储备，并为后续发展奠定了较好的基础。同时，公司在上海、青岛等城市拥有可租面积约 17 万平方米的优质商业不动产，2015 年整体出租率约 97%，在为公司带来稳定租金收入的同时亦具有较大的升值潜力，能对公司长期发展起到一定支撑作用。此外，2015 年公司继续保持了合理的债务期限结构。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司债务规模持续上升、面临一定的资金压力，这些因素都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

综上，中诚信证评将维持上实发展主体信用等级 **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（第二期）”信用等级为 **AA**。

正 面

- 收购上投控股，完成资源深度整合。2015 年 12 月公司通过非公开定增方式收购上投控股旗下优质房地产项目资源及房产服务公司，完成资源深度整合，为公司解决同业竞争、提升主营能力等方面奠定坚实基础。
- 战略布局合理，资源储备持续增厚。2015 年公司持续加大上海及华东区域布局力度，先后完成嘉定项目、长沙项目、杭州项目以及上投控股的股权收购，并在重庆、湖州及上海等地新增多幅地块，持续增厚公司在核心战略区域的资源储备。
- 优质的商业物业资源。目前公司在上海、青岛

等城市拥有可租面积约17万平方米的优质商业不动产，在为公司带来稳定租金收入的同时亦具有较大的升值潜力，可在一定程度上分散公司整体经营风险，能对公司长期发展起到一定支撑作用。

关 注

- 债务规模持续上升。2015 年末，公司总债务规模增至 130.37 亿元，同比增长 39.27%，同期资产负债率和净负债率分别达到 79.79%和 137.48%，债务压力有所加大。
- 面临一定的资金压力。2015 年末，公司在建项目有 15 个，考虑到当前在建项目和未来进行土地储备的资金需求，公司面临一定的资金支出压力。

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对象构成委托关系外，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评级对象提供，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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

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（第二期）（以下简称“本期债券”）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。本次发行募集资金净额为 10 亿元，募集资金已于 2016 年 3 月 14 日全部到位。

本次债券募集资金拟用于偿还公司债务，调整公司债务结构，降低财务费用。截至 2016 年 3 月末，公司资金已用于归还银行贷款 65,700 万元。

重大事项

2015 年 12 月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2989 号《关于核准上海实业发展股份有限公司非公开发行股票批复》，公司拟向经批准的特定对象非公开发行股票。根据《上海实业发展股份有限公司非公开发行股票发行方案》，所募资金用途之一为向上海上实（集团）有限公司（以下简称“上实集团”）收购上海上投控股有限公司（以下简称“上投控股”）100%股权，收购价格为 34.33 亿元。2015 年 12 月 23 日，在上海联合产权交易所完成股权交割。截至 2015 年 12 月 31 日，公司以自有资金支付部分股权收购款项。由于收购前后，公司与上投控股及上实集团均受上海实业（集团）有限公司（以下简称“上海实业”）的控制，因此此次收购为同一控制下企业合并。自 2014 年 7 月 1 日上实集团控制上投控股起至同一控制下企业合并日止，合并上投控股并追溯调整相关期间（即 2014 年 7-12 月及 2015 年度）的合并报表。此次上实发展合并上投控股有效的解决了同业竞争的问题。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，我国房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地

产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5%和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，房地产市场去化情况的区域差异值得关注。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府从供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、

减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二胎政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

2015 年，公司根据市场环境变化和自身业务发展规划，适时加快房地产开发节奏，同时公司积极调整销售策略，签约销售面积及金额均稳步提升

2015 年以来随着房地产行业趋于回暖，公司相应加快项目开发节奏。当年开复工面积为 212.78 万平方米，同比增长 27.05%，竣工面积 48.62 万平方米，较上年减少 13.86%。从重点项目来看，公司全力推进青岛“国际啤酒城”、上海青浦“海上湾”、上海青浦朱家角 D1 地块、上海嘉定“海上荟”、杭

州“海上海”、泉州“海上海”等项目开发。同时，公司积极推进标准化及绿色建筑成果落地，推进 BIM 技术从设计向工程延伸，进一步实现公司产品开发标准化、新型化及节能化，提速项目开发、提升开发绩效。

表 1：2013~2015 年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元			
	2013	2014	2015
竣工面积	10.57	56.44	48.62
开复工面积	87.70	167.48	212.78
签约销售面积	33.90	25.44	25.83
签约销售金额	39.70	38.75	39.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2015 年末，公司在建项目有 15 个，包括青岛“国际啤酒城”、上海青浦“海源别墅”、上海青浦“海上湾”、湖州“上实花园酒店”、泉州“海上海”、上海嘉定“海上荟”、杭州“海上海”、长沙丰盛大厦等项目，项目规划建筑面积合计 445.08 万平方米，计划投资总额为 454.12 亿元。考虑到当前在建项目和未来进行土地储备的资金需求，公司仍存在一定的资金支出压力，其在售项目的销售进度及资金回笼周转情况以及可运用的融资渠道和融资规模，都将对其业务的可持续发展形成重要影响，中诚信证评将持续关注公司的项目开发进度及资金周转状况。

房地产销售方面，2015 年，公司及时抓住市场好转契机，积极优化市场布局，合理调整产品结构，展开积极销售策略，上海嘉定“海上荟”、上海金山“海上纳缇”、上海青浦“朱家角”、成都“海上海”、青岛“国际啤酒城”等项目销售稳步推进。2015 年公司实现房地产签约销售面积和签约销售金额分别为 25.83 万平方米和 39.34 亿元，同比增长 1.53% 和 1.52%。

跟踪期内，公司采取土地竞拍和兼并收购双线并进的方式获取优质土地资源，区域布局不断优化

项目储备方面，公司坚持“聚焦上海、聚焦华东”的区域聚焦发展战略，在严格控制风险的前提下，采取土地竞拍和兼并收购双线并进的方式，重点围绕上海及华东地区进行项目储备。股权收购方

面，为提升公司整体经济效益，根据上实发展整体战略要求，公司收购江建钦、吴建川、庄伟峰持有的湖南省丰盛房地产开发有限公司¹合计 90%的股权，转让价格为 1,858.43 万元，并同比例承担该公司的股东借款约 2.54 亿元，取得长沙丰盛大厦项目的 90%股权；公司全资子公司上海上实城市发展投资有限公司（以下简称“上实城发”）收购上海铭邦投资发展有限公司及绿地地产集团有限公司合计持有的上海嘉瑞房地产有限公司（以下简称“上海嘉瑞”）²62.5%股权，收购价格为 5,625 万元；上实城发收购福建省泉州丰盛集团有限公司持有的杭州上实置业有限公司（以下简称“杭州上实”）³34%股权，收购价格为 5,335 万元。此外，公司通过收购上投控股 100%股权，增加了在上海（静安、长宁、青浦）及长三角区域（苏州、绍兴）的优质项目资源。

与此同时，为集中资源开发优势项目，近年来公司还通过股权转让的方式对下属项目进行了梳理。2015 年，公司通过公开挂牌转让方式将全资子公司哈尔滨上实置业有限公司⁴100%股权转让给哈尔滨爱达餐饮有限公司，转让价格为 6,208.52 万元；公司将持有的福建上实地产开发有限公司⁵10%股权挂牌出售于福建丰盈投资有限公司，转让价格为 5,300 万元。

土地竞拍方面，2015 年，公司成功竞得重庆市北碚区 A72-4/03 地块、湖州吴兴区东部新区 HD35-2E、BLD35-2 地块及上海虹口区北外滩 HK324-01 号地块等项目，有效增厚优质土地资源储备，持续优化地产战略布局。截至 2015 年末，公司尚未开发的土地储备规划计容建筑面积为 81.87 万平方米（权益前），按公司 2015 年开发进度估算，公司目前土地储备面积可供未来 2~3 年开

发，土地储备规模能保证公司未来持续健康稳定的发展。

表 2：2015 年末公司未开发土地储备情况

单位：万平方米、%

项目名称	占地面积	规划计容 建筑面积	权益 占比
重庆市北碚区 A72-4/03 地块	3.08	5.61	100.00
湖州吴兴区东部新区 HD35-2E 地块	11.56	17.35	100.00
湖州吴兴区东部新区 BLD35-2 地块	6.85	15.06	100.00
上海虹口北外滩项目（提篮桥街道 HK324-01 号地块）	2.30	12.67	49.00
上海青浦朱家角 D2 地块	34.92	17.46	51.00
杭州古墩路项目（余政储出〔2014〕46 号地块）	5.96	13.72	46.00
合计	64.67	81.87	

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

商业租赁及物业管理业务持续为公司带来稳定的收入来源

公司持有型物业集中在上海地区，截至 2015 年末，公司持有型物业可出租面积为 17.00 万平方米，主要包括高阳宾馆及高阳商务中心、仲盛金融中心、上海实业大厦、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）等，持有型物业以写字楼和商场为主。2015 年，公司持有型物业出租情况良好，整体出租率维持在 97%左右。2015 年公司实现租赁业务收入 1.97 亿元，同比增长 7.37%。当前公司持有的优质物业在用作出租时可为公司贡献稳定的租赁收益和现金流，同时公司也可根据实际的资金需求状况对持有型物业进行选择出售，分享资产升值利润，可在一定程度上分散公司整体经营风险，能对公司长期发展起到一定支撑作用。

此外，公司下属上海上实物业管理有限公司系提供住宅及商业地产物业管理服务的企业，经过多年的市场化运作，目前其旗下“上实物业”品牌已具备较高的市场知名度，管理物业分布于上海、无锡、常州、芜湖等地，未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。2015 年，公司合并上

¹ 湖南省丰盛房地产开发有限公司系为开发丰盛时代大厦项目而成立的项目公司。

² 上海嘉瑞房地产有限公司系上海上实城市发展投资有限公司为开发嘉定新城 G05-6 地块项目而设立的项目公司。

³ 杭州上实置业有限公司系上海上实城市发展投资有限公司开发杭州余政储出 18 号地块项目而成立的项目公司。

⁴ 哈尔滨上实置业有限公司系上实发展为开发哈尔滨道里区“盛世江南”项目而成立的项目公司。

⁵ 福建上实地产开发有限公司系为开发泉州东海片区项目 B-2、B-7-1、B-7-2 地块而成立的项目公司。

投控股并将其子公司上海新世纪房产服务有限公司（以下简称“新世纪房产”）纳入合并范围内，新世纪房产从事全权受托物业管理、专项管理、顾问管理以及物业延伸业务，服务对象包括商务办公楼、行政办公楼、酒店式公寓、高级住宅区、图书馆、信息中心等，系上海市知名的物业管理企业。截至 2015 年末，公司物业管理物业面积为 1,617.00 万平方米，全年实现物业管理费收入 3.51 亿元，较去年大幅增长。

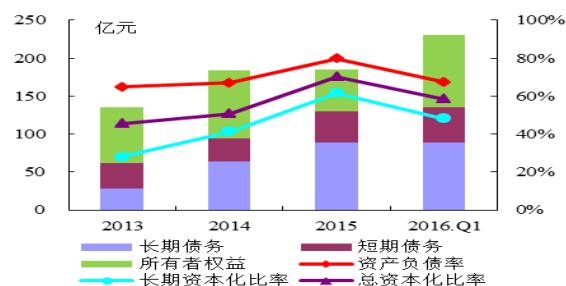
财务分析

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 2013~2015 年合并财务报告，以及未经审计的 2016 年一季度合并财务报表，其中 2013、2014 年财务数据进行了重述。

资本结构

2015 年，公司通过同一控制下企业合并方式取得上投控股时转出上投控股资本公积，同时，全资子公司上实城发溢价收购上海嘉瑞和杭州上实时收购溢价对冲资本公积，均导致公司总资产及所有者权益有所下降。截至 2015 年末，公司总资产及所有者权益分别合计 272.75 亿元和 55.13 亿元，同比减少 0.70% 和 39.31%。负债方面，2015 年末公司负债总额为 217.63 亿元，较上年增加 18.37%，系债务规模大幅增加所致。受此影响，2015 年末公司资产负债率和总资本化比率分别增至 79.79% 和 70.28%，净负债率上升至 137.48%，与行业内其他房地产上市企业相比，公司资产负债率处于行业中等偏上水平。此外，截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产总额上升至 293.99 亿元，负债规模略降至 198.24 亿元，资产负债率和净负债率分别为 67.43% 和 77.27%。

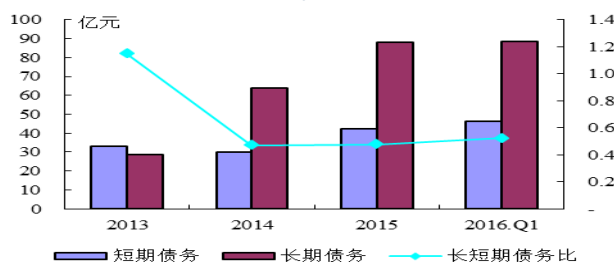
图 1：2013~2016.Q1 末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务结构方面，随着在建项目的持续推进，公司债务规模逐年上升。2015 年末，公司总债务规模为 130.37 亿元，同比增长 39.27%，其中短期债务 42.15 亿元，同比增长 40.83%，长期债务 88.22 亿元，同比增长 38.54%。当年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.48，与上年基本持平。2016 年 3 月末，公司债务规模增至 135.16 亿元，长短期债务比为 0.52，债务结构较为合理。整体来看，公司以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配。

图 2：2013~2016.Q1 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，随着债务规模的持续上升，公司财务杠杆比率有所上升，但考虑到公司债务结构较为合理，其财务稳健性仍较强。

流动性

2015 年末，公司流动资产合计为 246.75 亿元，同比下降 0.23%，占总资产的比重为 90.47%。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，2015 年末两项占流动资产的比重为 85.95%，较上年末上升 1.41 个百分点。

表 3：2013~2015 年末公司流动资产分析

指标	2013	2014	2015
流动资产/总资产	87.74%	90.04%	90.47%
存货/流动资产	52.26%	61.56%	63.83%
货币资金/流动资产	37.56%	22.99%	22.12%
(存货+货币资金)/流动资产	89.82%	84.54%	85.95%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 157.50 亿元，同比增长 3.46%。其中，房地产开发成本 109.10 亿元，同比增长 14.69%；房地产开发产品 48.39 亿元，同比下降 15.26%，主要包括成都海上海、上海·金山海上纳缇、上海青浦和墅一期、湖州·海上湾、上海海源别墅一期及二期等项目。较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，亦给其带来较大的开发资金需求。

表 4：2013~2015 年末公司存货明细

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
存货	95.86	152.24	157.50
开发成本	76.64	95.12	109.10
开发产品	19.21	57.10	48.39

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，在公司住宅项目高端定位及其销售策略的影响下，近年来公司资产周转率偏慢。2015 年公司存货周转率为 0.28 次，同期总资产周转率为 0.24 次，与同行业上市企业相比，公司资产周转速度处于相对偏低。

现金流方面，2015 年，一、二线等城市房地产市场有所回暖，受此影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅增加 99.90%，当年经营性现金流净流出较上年有所减少，为-13.50 亿元。同期，公司对外收购子公司股权，使得当年投资性现金净额为-4.75 亿元。考虑到公司现有拟在建规模较大，预计未来短期内公司在建项目及土地储备的支付压力仍较大，主营业务的现金流仍会存在一定波动。

货币资金方面，截至 2015 年末，公司的货币资金余额为 54.58 亿元，同比下降 3.98%，主要由于新增土地支付现金及收购子公司股权所致。同期末，公司货币资金/短期债务为 1.29 倍，同比有所

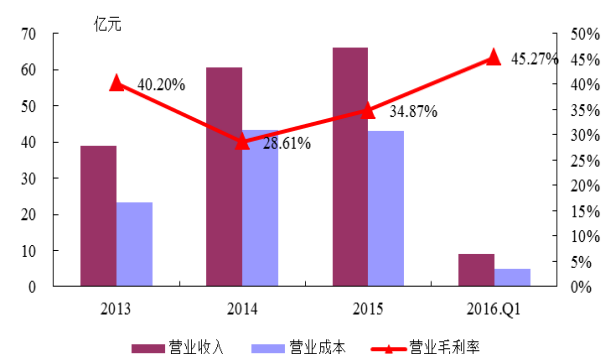
下降，但仍可对其短期债务形成覆盖。

总体来看，公司当前资产周转能力有待提升，随着在建项目的持续投入和待售项目销售回笼的不确定性，经营性现金流将承受一定压力。

盈利能力

公司主要业务为以住宅为主的商品房开发、商业物业经营及物业管理。2015 年，公司实现营业收入 66.19 亿元，同比增长 9.29%，主要系青岛国际啤酒城、成都海上海、湖州海上湾、上海海上纳缇、上海海上湾、天津华亭佳园和华亭丽园、上海长宁八八中心、上海北竿山国际艺术中心等房地产项目结转收入。分产品来看，当年公司实现房地产销售收入 60.55 亿元，占比 91.70%；实现物业管理服务收入 3.51 亿元，占比 5.32%；实现房地产租赁收入 1.97 亿元，占比 2.98%。

图 3：2013~2016.Q1 公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

营业毛利率方面，2015 年，公司合理调整产品结构，使得当年营业毛利率上升至 34.87%，较上年增加 6.25 个百分点，处于行业较高水平。此外，2015 年末公司预收款项金额为 20.73 亿元，占同期营业收入的 31.32%，较大规模的预收款项为其未来经营业绩的增长提供了较强的支撑和保障。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.97 亿元，营业毛利率为 45.27%。

表 5：2013~2016.Q1 公司期间费用分析

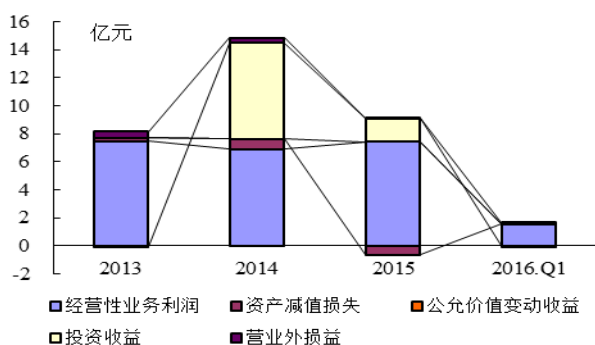
单位：亿元、%

	2013	2014	2015	2016.3
销售费用	0.98	1.21	1.64	0.26
管理费用	1.52	2.05	2.75	0.60
财务费用	1.16	1.35	2.83	0.71
三费合计	3.67	4.62	7.22	1.57
营业总收入	39.05	60.56	66.19	8.97
三费收入占比	9.39	7.62	10.91	17.51

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

费用控制方面，2015 年公司期间费用大幅增加。其中，销售费用 1.64 亿元主要系业务费、展览宣传费和广告费等，管理费用 2.75 亿元包括职工薪酬、租赁费、咨询及中介机构费用和办公费等；而受付息债务规模继续攀升和综合融资成本上升的影响，公司利息支出水平继续增长，当年财务费用增至 2.83 亿元。2015 年公司期间费用合计 7.22 亿元，同比增长 56.46%；期间费用占收入比重为 10.91%，较上年上升 3.29 个百分点。2016 年 1~3 月，公司期间费用为 1.57 亿元，三费收入占比为 17.51%。

图 4：2013~2016.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，2015 年公司经营性业务利润 7.43 亿元，受收入规模及毛利率水平上升影响，其较 2014 年同期增长 7.73%；投资收益方面，2015 年公司转让子公司股权获得投资收益 1.63 亿元，较上年下降 76.19%。综上，2015 年公司取得利润总额 9.79 亿元，同比下降 26.95%；同期，公司所有者权益收益率为 10.97%。整体来看，公司自身业务盈利能力尚可。

总体来看，受房地产市场回暖及产品结构调整的影响，公司销售收入及毛利率水平均出现一定程

度的增长，但由于股权出让收益大幅下滑，其利润总额亦有所下降。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2016 年 3 月末，公司总债务规模上升至 135.16 亿元，较 2015 年末增长 3.67%，其中短期债务和长期债务分别为 46.44 亿元和 88.72 亿元。从主要偿债能力指标来看，受利润水平下滑的影响，2015 年公司 EBITDA 为 14.43 亿元，同比下降 11.44%；加之债务规模持续上升，当年公司主要偿债能力指标均有所弱化，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 9.03 倍和 2.36 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖程度有待提升。

表 6：2013~2016.Q1 公司主要偿债能力指标

	2013	2014	2015	2016.3
短期债务（亿元）	32.97	29.93	42.15	46.44
长期债务（亿元）	28.67	63.68	88.22	88.72
总债务（亿元）	61.64	93.61	130.37	135.16
经营净现金流利息倍数（X）	5.62	-	-2.21	-
经营净现金流/总债务（X）	0.38	-0.17	-0.10	-0.14
EBITDA（亿元）	10.08	16.30	14.43	-
总债务/EBITDA（X）	6.12	5.74	9.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.44	-	2.36	-

注：由于 2015 年公司同一控制下合并上投控股，相对应 2014 年度财务数据重述导致 2014 年资本化利息支出不具备可比性

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

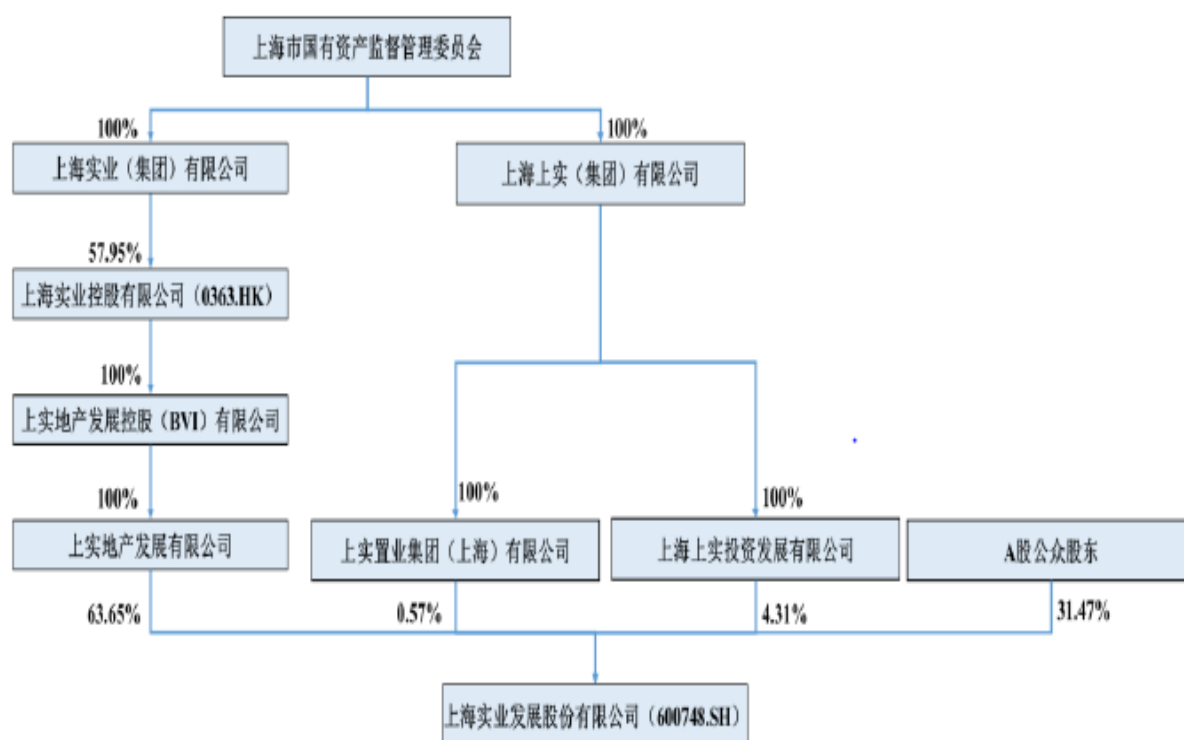
截至 2015 年末，公司无对外担保。财务弹性方面，截至 2015 年末，公司拥有的银行授信总额为 160.27 亿元，未使用授信余额为 48.79 亿元。此外公司还通过资本市场债权融资、委托借款、信托借款等多种渠道进行融资，具备一定的财务弹性。

总体而言，2015 年，公司债务规模持续上升，资产负债率处于较高水平，但财务结构相对稳健。同时，公司收入规模稳步增长，主营业务盈利能力较去年有所提升，且考虑到公司较为充裕的货币资金对债务本息的保障，加上公司较为稳健的业务发展策略，中诚信证评认为上实发展仍具备很强的偿债能力。

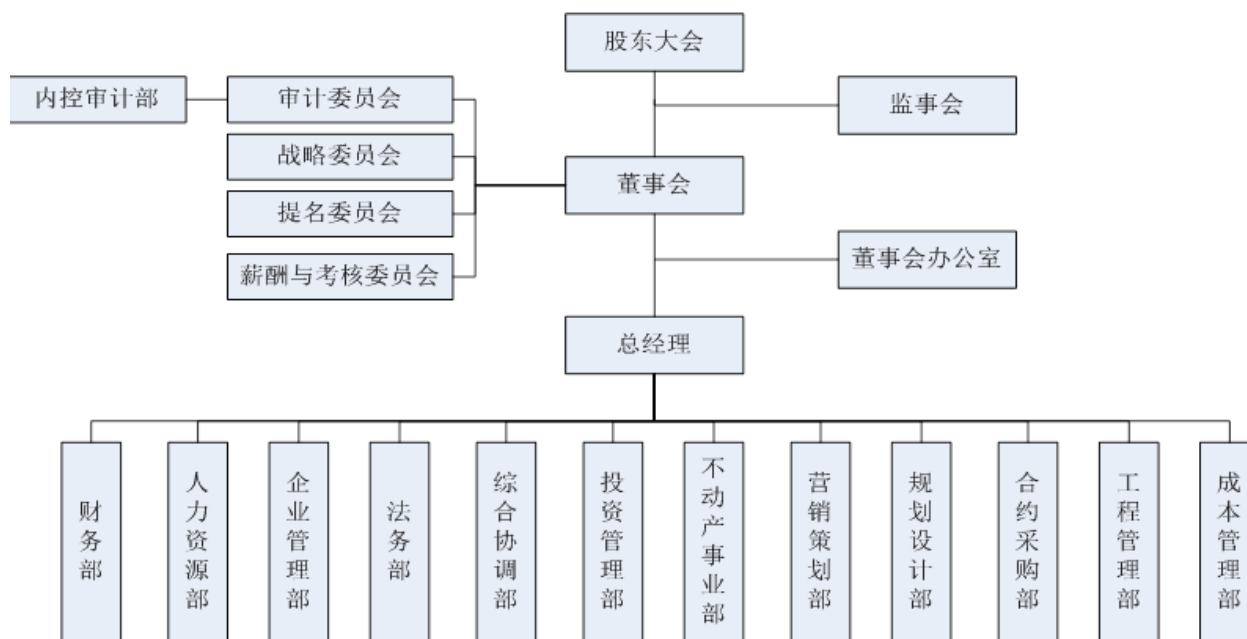
结 论

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级别为 **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（第二期）”信用级别为 **AA**。

附一：上海实业发展股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



附二：上海实业发展股份有限公司组织结构图（截至2015年12月31日）



附三：上海实业发展股份有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	688,989.91	568,463.19	545,840.60	611,753.21
应收账款净额	135.61	2,986.01	379.47	17,695.32
存货净额	958,560.82	1,522,356.27	1,574,956.24	1,651,561.91
流动资产	1,834,279.26	2,473,138.05	2,467,496.73	2,655,266.13
长期投资	76,605.83	88,444.22	84,484.31	84,322.72
固定资产合计	176,155.26	171,794.62	167,094.71	166,005.39
总资产	2,090,502.32	2,746,721.12	2,727,518.41	2,939,879.60
短期债务	329,651.12	299,300.00	421,500.00	464,405.32
长期债务	286,700.00	636,770.00	882,192.79	887,171.85
总债务（短期债务+长期债务）	616,351.12	936,070.00	1,303,692.79	1,351,577.17
总负债	1,353,157.28	1,838,460.48	2,176,262.65	1,982,384.33
所有者权益（含少数股东权益）	737,345.04	908,260.64	551,255.77	957,495.27
营业总收入	390,462.01	605,645.69	661,917.51	89,664.71
三费前利润	111,315.30	115,169.33	146,568.82	31,188.32
投资收益	-367.42	68,500.61	16,306.59	-84.69
净利润	51,936.76	97,046.25	60,457.27	10,819.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,788.03	162,978.52	144,330.86	-
经营活动产生现金净流量	232,324.58	-163,074.63	-135,012.84	-45,734.21
投资活动产生现金净流量	-342.16	-18,699.98	-47,487.34	-253,973.00
筹资活动产生现金净流量	-75,164.38	48,346.28	163,065.28	365,622.55
现金及现金等价物净增加额	156,164.36	-133,343.32	-19,381.80	65,912.62
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	40.20	28.61	34.87	45.27
所有者权益收益率（%）	7.04	10.68	10.97	4.52
EBITDA/营业总收入（%）	25.81	26.91	21.80	-
速动比率（X）	0.82	0.82	0.71	0.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.38	-0.17	-0.10	-0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.70	-0.54	-0.32	-0.39
经营活动净现金/利息支出（X）	5.62	-	-2.21	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.44	-	2.36	-
总债务/EBITDA（X）	6.12	5.74	9.03	-
资产负债率（%）	64.73	66.93	79.79	67.43
总资本化比率（%）	45.53	50.75	70.28	58.53
长期资本化比率（%）	28.00	41.21	61.54	48.09

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2013 年、2014 年财务数据经过重述；

3、2016 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务已经年化处理。

4、由于 2015 年公司同一控制下合并上投控股，相应对 2014 年度财务数据重述导致 2014 年资本化利息支出不具备可

比性

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。