上海城开（集团）有限公司
2015 年公司债券信用评级报告

大公报 CYD【2015】1057 号

公司债券信用等级：AA
主体信用等级：AA
评级展望：稳定

发债主体：上海城开（集团）有限公司
发行规模：不超过 18 亿元人民币
债券期限：不超过 7 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还银行贷款、补充营运资金

主要财务数据和指标　　（人民币亿元）

项 目	2014	2013	2012
总资产	221.38	219.32	225.07
所有者权益	83.77	74.25	69.99
营业收入	47.91	57.33	34.49
利润总额	11.24	7.51	7.50
经营性净现金流	-8.11	11.78	18.52
资产负债率（%）	62.16	66.15	68.90
债务资本比率（%）	46.99	46.49	54.46
毛利率（%）	50.96	29.06	42.92
总资产报酬率（%）	6.51	4.37	4.20
净资产收益率（%）	9.34	7.68	8.06
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.63	2.66	3.20
经营性净现金流/总负债（%）	-5.74	7.85	23.89

注：2013 年财务数据为经追溯调整的 2014 年期初数。

评级观点

上海城开（集团）有限公司（以下简称“上海城开”或“公司”）主要从事房地产开发业务。评级结果反映了上海地区市场相对较为活跃，公司产品结构调整有利于分散风险，利润逐年增长等优势；同时也反映了我国房地产行业面临一定的政策风险，公司受限资产金额较大，资产变现能力较差，经营性净现金流对债务和利息的保障能力较弱等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1～2 年，公司业务将保持平稳发展。综合来看，大公对上海城开的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司项目主要集中在上海及周边地区，市场相对较为活跃；
- 公司土地获取时间较早，成本相对较低，能承受一定的政策调控影响；
- 随着商业办公楼项目的开展，公司产品由住宅为主调整为住商共推，有利于分散产品结构风险；
- 2012 年以来，公司利润逐年增长，盈利能力保持较好水平。

主要风险/挑战

- 近年来房地产行业发展受国家政策调控的影响较大，同时行业景气度持续下行，整体利润水平下滑；
- 公司受限资产金额较大，占总资产比重较高，资产变现能力较差；
- 受项目开发进度影响，公司经营性净现金流逐年下降，对债务及利息的保障能力较弱。

评级小组负责人：杜　蕾
评级小组成员：赵一统　孙　瑞
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年四月二十八日

大公保留对本次债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

上海城开是由上海市徐汇区国有资产监督管理委员会（以下简称“徐汇区国资委”）于 1996 年 4 月出资成立的国有独资公司，注册资本为 18,080 万元。2007 年 7 月，经上海市人民政府批准，上海实业控股有限公司[1]（以下简称“上实控股”，股票代码“0363.HK”）分别以港币和美元的形式总计折合人民币 213,066 万元增资入股公司，其中 12,053 万元用于增加注册资本，因此公司注册资本增至 30,133 万元，至此，徐汇区国资委对公司出资比例为 60.00%，上实控股出资比例为 40.00%，公司由此变为中外合资企业。

2007 年 9 月，徐汇区国资委将其持有的 19.00%股权于上海联合产权交易所挂牌转让，上实控股以 156,871 万元的转让价格受让该部分股权，上实控股对公司的出资比例升至 59.00%。2010 年 3 月，徐汇区国资委与上实控股签订《增资协议》，徐汇区国资委和上实控股按各自持股比例以现金增资人民币 69,400 万元，以截至 2008 年 12 月 31 日经审计的资本公积人民币 220,467 万元按徐汇区国资委和上实控股持股比例转增资本，公司注册资本增至 320,000 万元。2011 年 3 月，上实控股向二级全资子公司银冠有限公司（以下简称“银冠投资”）下属全资公司颖年投资有限公司（以下简称“颖年投资”）转让公司 59.00%股权。2011 年 11 月，上实控股下属子公司上海实业城市开发集团有限公司（以下简称“上实城开”，股票代码“0563.HK”）通过向上实控股发行股票的方式，收购银冠投资 100%股权。截至 2014 年末，公司注册资本为 320,000 万元，控股股东为颖年投资，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）。

公司主要从事房地产开发业务，具有国家房地产一级开发资质，是上实城开下属核心子公司。上实城开在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同发布的“2015 中国房地产百强企业”排名中列第 59 位，位列 2015 年中国房地产百强企业“成长性 TOP10”榜。截至 2014 年末，公司拥有 9 家全资子公司和 6 家控股子公司。

发债情况

本次债券概况

本次债券是上海城开面向合格投资者发行的公司债券，发行金额为不超过 18 亿元人民币，发行期限为不超过 7 年。采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券票面面值 100 元人民币，采取簿记建档、集中配售

[1]上实控股股东为上海实业（集团）有限公司（以下简称“上实集团”），截至 2014 年 6 月末，上实集团持有上实控股 57.07%股权。上实集团是上海市国资委全资拥有的综合性企业集团，与 1981 年 7 月在香港注册成立。

方式发行，到期日按照面值兑付。本次债券无担保。

募集资金用途

本次公司债券募集资金将用于偿还银行借款与补充营运资金。

宏观经济和政策环境

2014 年，国民经济在新常态下保持平稳运行，实现了稳中有进、进中提质；房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓短期内会对经济增速产生一定影响，但随着城镇化推进和经济增长方式转变，中长期或将实现更可持续和更高质量的增长

经国家统计局初步核算，2014 年我国实现国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%，增速同比回落 0.3 个百分点，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。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%，四季度增长 7.3%。分产业看，第一产业增加值 58,332 亿元，比上年增长 4.1%；第二产业增加值 271,392 亿元，增长 7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值 306,739 亿元，增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%，比上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点，产业结构更趋优化。

2014 年，固定资产投资（不含农户）完成 502,005 亿元，同比名义增长 15.7%，增速同比回落 3.9 个百分点；全国房地产开发投资 95,036 亿元，同比名义增长 10.5%，增速同比回落 9.3 个百分点。进出口总额为 264,335 亿元，同比增长 2.3%，增速有所下降。最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 51.2%，同比提高 3.0 个百分点，需求结构继续改善。整体看，国民经济结构调整正稳步推进。

从经济景气度看，2014 年 12 月份中国制造业 PMI 终值为 50.1%，比 11 月份回落 0.2 个百分点，微高于临界点，制造业保持稳定运行，但增长动力仍显不足；非制造业商务活动指数为 54.1%，比 11 月份上升 0.2 个百分点，连续 2 个月小幅回升，非制造业总体保持稳中有升。

总的来看，2014 年国民经济运行在新常态下实现了稳中有进、进中提质。但我国经济仍处于增速换挡、结构调整和前期政策消化三期叠加的阶段，经济内生增长动力尚待增强，增长对债务和投资的依赖性过高，资源环境的过度承载和约束更加凸显。短期内，房地产市场调整、环境污染治理和制造业增速放缓会对经济增速产生一定影响；但随着城镇化推进和经济增长方式转变，中长期或将实现更可持续和更高质量的增长。

行业及区域经济环境

房地产业是我国国民经济的重要产业之一，近年来其发展受国家政策调控的影响较大；房地产行业景气度持续下行，未来市场机制将在房地产领域发挥越来越重要的作用

以商品住房为主的房地产业关系国计民生，是我国国民经济的重要产业之一。针对我国部分城市房价过快上涨的态势，2010 年以来，国家多次出台房地产调控政策，包括新“国八条”和“国五条”等，以限贷、限购、限制房价及提高房贷首付款比例等方式抑制投资投机性购房需求，增加住房有效供给。2012 年，限购政策不断出台，全国主要城市的房地产市场成交量出现不同程度的下滑。2013 年初，“国五条”及各地细则出台，“有保有压”方向明确;2013 年下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制，十八届三中全会将政府工作重心明确为全面深化改革，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。不同城市由于市场走势分化，政策取向也各有不同，北京、上海等热点城市陆续出台措施平抑房价上涨预期，而温州、芜湖等房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，当地微调房地产政策以促进需求释放。整体来看，2013 年，房地产市场回暖，全国商品住宅销售面积和销售额的增速同比分别提高 15.5 个百分点和 15.7 个百分点。

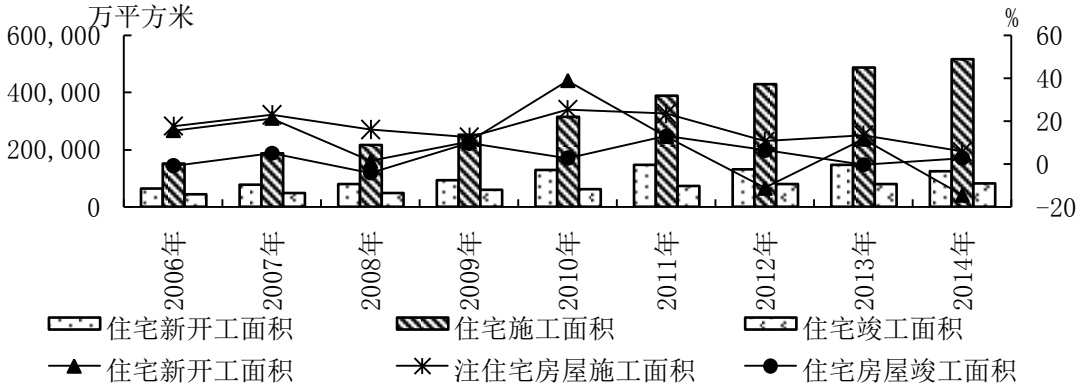


图 1　2006～2014 年我国商品住宅建设情况

数据来源：Wind 资讯

2014 年以来，房地产行业进入结构性过剩阶段，中央政府相继以“央五条”、定向降准等手段“微刺激”以保障自住购房信贷需求，地方政府陆续采取或直接放松限购条件、或放宽落户条件、或调整公积金贷款等方式促进商品房销售。7 月 11 日，住房城乡建设部提出“千方百计消化库存”的政策指导思想后，多个地方已取消或放开限购，46 个限购城市中仅有北京、上海、广州、深圳、三亚 5 个城市尚未放松限购政策。9 月 30 日，中国人民银行和银监会下发《关于进一步做

好住房金融服务工作的通知》，大幅放宽了对首套房的认定，并下调首套房贷款利率下限，在一定程度上刺激购房需求的释放。

2015 年 3 月初，李克强总理的政府工作报告指出“稳定住房消费”、“坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”，同时强调“公积金改革”、“户籍制度改革”等内容。3 月下旬，房地产行业迎来政策密集期。3 月 27 日，国土部、住建部《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》要求，2015 年住房供过于求的，要适当控制住房开发建设规模、进度；允许对不适应市场需求的住房户型做出调整；以及将符合条件的商品住房作为棚改安置房和公共租赁房房源等。3 月 30 日，中国人民银行、住房城乡建设部、中国银行业监督管理委员会联合发布楼市新政，二套房贷最低首付比例降至四成，使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%，拥有一套住房并已结清贷款的再次申请住房公积金购房最低首付 30%。同一天，财政部、税务总局联合发布《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，明确个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的免征营业税。本轮房地产调控政策调整主要针对改善性需求，一定程度上能够改善热销地区的房屋供求关系，其中，降低二套房首付将增加有意购置改善住房的消费者积极入市，有助于缓解三、四线城市的高库存压力；二手房免征营业税改至 2 年将盘活市场流动性，同时有利于首改人群降低资金成本。

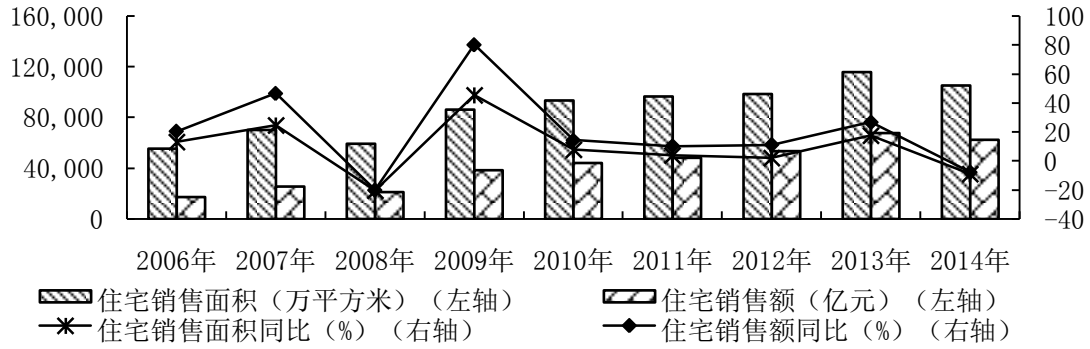


图 2　2006～2014 年我国商品住宅销售情况

数据来源：Wind 资讯

2014 年以来，国房景气指数不断下行，10 月份略有好转后继续下探，2015 年 2 月份低至 93.77，我国房地产企业普遍面临较大的经营压力。2014 年，全国商品住宅累计新开工面积同比减少 14.4%；全国商品住宅累计施工面积同比增长 5.9%；商品住宅累计竣工面积同比增长 2.7%；商品住宅累计销售面积和累计销售额同比分别减少 9.10%和 7.8%，房地产市场进入调整期。2015 年 1～2 月，全国商品住宅累计新开工面积 9,852 万平方米，同比减少 19.8%；全国商品住宅累计施工面积 397,877 万平方米，同比增长 4.4%；商品住宅累计竣工面积 7,804

万平方米，同比减少 15.8%；商品住宅累计销售面积和累计销售额同比分别减少 17.8%和 16.7%。

总体来说，国家政策持续引导房地产市场合理的消费需求，未来“双轨制”将成为常态，政府负责保障低端需求，市场机制将在房地产市场领域发挥越来越重要的作用。刺激政策短期内可减缓房地产市场下滑的幅度，但难以改变市场整体趋势性变化。

国家房地产调控导致行业整体利润水平下滑，同时也推动房地产行业集中度逐年上升，企业之间业绩分化明显，区域市场分化特征突出，整体上有利于有着良好产品定位的大型房地产企业的发展

我国房地产行业进入门槛较低，市场结构较为分散，开发商规模普遍较小，国家房地产调控导致行业整体利润水平下滑，根据 Wind 资讯，2011～2013 年房地产开发行业平均销售利润率分别为 22.50%、19.60%和 19.00%；根据中国指数研究发布的《2015 中国房地产百强企业研究报告》，2014 年百强房企收入同比增长 17.1%，净利润同比增长 9.8%，整体净利润率水平明显下降，主要受到销售放缓及各类成本上升影响。另一方面，宏观调控也加快推进了房地产企业的优胜劣汰，竞争聚焦于资金、土地和品牌优势等，行业集中度逐年提升，企业业绩分化明显，大型房企优势突出，规模与业绩迅速增长。2013 年，房地产市场增长迅速，签约金额突破千亿元的房企增至 7 家，成为我国房地产市场第一梯队；签约金额处于 500～700 亿元的企业有 4 家，300～500 亿元的企业有 10 家，150～300 亿元的企业有 29 家。

从行业的区域结构来看，在政策调控的背景下，一线城市行业资源的聚集能力较强，需求仍比较旺盛；二三线城市占全国房地产开发投资额和商品房销售面积的比重有所上升；重点城市的销售集中度趋于上升；一些地区住宅产品库存量大、在建规模大、人口聚集能力不足，软着陆时间可能较长。从行业产品结构来看，刚性需求占据市场主流，中低档房源市场份额占比明显扩大，由于产品结构直接影响房地产企业业绩，实施调控以来，以供应中低档房源为主、采取标准化开发并且以“快速周转”为主要战略的企业销售业绩较好。预计未来在行业集中度持续上升的前提下，有着良好产品定位的大型房地产企业的实力将继续增强。

上海市是中国大陆第一金融中心，区域经济持续快速增长；行业资源的聚集能力较强，土地资源稀缺，需求仍比较旺盛，房地产市场具有较大发展空间

上海市是中国大陆第一金融中心，其经济发展和财政收入增长速度均位居全国前列。2011～2013 年，上海地区生产总值，社会消费品零售总额以及城镇居民消费水平的年复合增长率分别为 6.08%、8.70%和 5.07%。据上海市统计局初步核算，2014 年上海实现生产总值 23,560.94 亿元，按可比价格计算，比 2013 年增长 7%。分产业看，第一产业增加值 124.26 亿元，同比增长 0.1%；第二产业增加值 8,164.79

亿元，同比增长 4.3%；第三产业增加值 15,271.89 亿元，增长 8.8%。2014 年上海市经济保持平稳增长，经济发展模式发生积极变化，发展质量和效益进一步提高。

上海土地市场供求矛盾日益扩大，资源稀缺。2011～2014 年，上海市住宅用地计划供应量（含保障房及商品住宅）分别为 1,200 公顷、1,000 公顷、1,000 公顷和 700 公顷。根据最新上海 2015 年供地计划显示，上海市住宅用地计划供应量（含保障房及商品住宅）为 400～600 公顷，土地供应量持续收缩。

一线城市正式落实放宽生育政策，市内的家庭成员数目及城市人口将在未来数年逐步攀升，继续支撑改善性住屋及首次置业的需要，有利于房地产业发展。此外，2013 年 8 月，国务院正式批准设立上海自由贸易实验区，推动上海资本市场开放及国际化发展，打通境内外资金渠道，预计区内，以至上海市的商业活动会随之而增加，拉动整体商业地产的需求。上海自由自贸区的成立，亦有助房地产与金融业的创新結合，令金融地产成为行业的突破口，减轻资金对房地产企业的制约。2015 年 4 月 9 日，上海市公积金管理中心发布《关于调整本市住房公积金贷款额度上限和二手房贷款年限的通知》，购买首套住房和改善性第二套普通商品房，个人最高贷款额度由 30 万元调整至 50 万元，家庭最高额度由 60 万元调整至 100 万元；缴交补充公积金的，个人最高贷款额度在 50 万元基础上增加 10 万元保持不变，家庭最高贷款额度在 100 万元基础上增加 20 万元保持不变。公积金贷款的放松将在一定程度上刺激刚需型和改善性房产的需求。

经营与竞争

公司主要从事房地产开发业务，房产销售是主要的收入和利润来源；2012 年以来，公司收入有所波动，毛利润逐年增长

公司主要从事房地产开发业务，房产销售是主要的收入和利润来源，占比在 90%左右，房产租赁和物业管理是公司收入及利润的有益补充。

2012 年以来，受房地产项目收入结转周期影响，公司收入规模有所波动。2013 年，公司营业收入大幅增长，同比增长 66.26%，主要是上海晶杰陇西地块配套商品房及上海晶城经济适用住房两处保障性住房项目结转收入 23.36 亿元所致。2014 年，公司营业收入有所下降，同比减少 16.43%，主要是保障性住房项目前几标段 2013 年已基本销售完毕，2014 年收入主要来自于万源城项目所致。房产租赁和物业管理业务收入基本保持稳定。

从毛利润看，2012 年以来，公司毛利润逐年增长。2014 年，其它业务毛利润为负，主要是 2014 年，无锡城开中心酒店新开业，经营亏损所致。从毛利率看，2013 年，公司毛利率大幅下滑，主要是当期结

转的保障性住房项目毛利较低所致。

表 1　2012～2014 年公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**47.75**	**100.00**	**57.33**	**100.00**	**34.49**	**100.00**
房产销售	45.00	93.93	54.91	95.78	32.02	92.84
房产租赁	1.74	3.62	1.55	2.70	1.55	4.51
物业管理	0.73	1.52	0.71	1.24	0.70	2.02
其它	0.44	0.93	0.17	0.27	0.22	0.64
毛利润	**24.42**	**100.00**	**16.66**	**100.00**	**14.80**	**100.00**
房产销售	22.98	94.10	14.98	89.93	13.08	88.37
房产租赁	1.63	6.67	1.44	8.65	1.43	9.67
物业管理	0.07	0.29	0.14	0.83	0.13	0.88
其它	-0.26	-1.07	0.10	0.59	0.16	1.08
毛利率		**50.96**		**29.06**		**42.92**
房产销售		51.05		27.29		40.85
房产租赁		93.85		92.92		92.08
物业管理		9.84		19.49		18.63
其它		-58.67		62.53		72.53

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司项目主要位于长三角地区，以上海为主；土地获取以招拍挂为主，且获取时间主要在 2011 年以前，土地获取成本较低，已全部支付，未来不存在土地价款支付压力

公司原为一家上海本土房地产企业，在上海先后完成了嘉萱苑、福源汇居、城开国际大厦等项目。2009 年以后，公司进入长沙、昆山、无锡、重庆等地，逐步发展成为一家全国性房地产开发企业。2012 年后，公司对自身项目重组，逐步退出二三线城市，将长三角及沿海经济发达城市作为公司发展的重心。2013 年，公司出售重庆缇香项目，以集中资源开发更具经济效益和升值潜力的项目。另外，公司发挥自身在长三角的优势，寻找以低成本补充优质土地资源的机会，2014 年，公司与上海徐汇区政府达成协议，成功以徐家汇中心地块置换四幅位于徐汇滨江的较大土地，徐汇滨江比邻黄浦江，是上海市未来重点规划地段之一。截至 2014 年末，公司房地产开发业务主要集中在上海及周边地区，涉及房地产项目 8 个，包括高端住宅、酒店、商用、办公楼及经济适用房。

公司土地主要通过招拍挂和股权收购获得，获取时间主要在 2011 年以前，截至 2014 年末，公司 8 个项目土地出让金合计为 94.60 亿元，且已全部支付，未来不存在土地价款支付压力。未来公司将抓住上海市转型创新发展和工业园区升级、城中村改造的发展契机，以区域内

子公司上海纸盒十六厂、上海石龙工业区联合发展有限公司等自有土地资源的盘整机会，积极参与区域的发展。

表 2　截至 2014 年末公司项目情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	城市	获取方式	获取时间	占地面积	可售建筑面积	未来可售建筑面积	土地款	权益占比
万源城	上海	股权收购	2002	90.90	82.27	16.22	12.00	90
徐汇滨江	上海	土地置换	2014	7.74	28.46	28.46	0.00	60
城开中心	上海	招拍挂	2010	6.57	24.20	22.38	24.29	75
上海晶城	上海	划拨	2009	30.19	61.05	18.83	25.14	100
莘庄地铁上盖	上海	招拍挂	2011	11.78	37.83	37.83	27.00	35
游站	昆山	招拍挂	2008	3.42	11.28	5.75	0.20	52
琨城帝景园	昆山	招拍挂	2003	20.50	22.27	8.60	1.60	90
上海中心城开国际	无锡	招拍挂	2007	2.40	14.39	13.33	4.18	100
合计	-	-	-	**173.51**	**281.75**	**151.40**	**94.60**	-

数据来源：根据公司提供的资料整理

房地产项目的开发建设成本主要由土地价款和借款费用款等构成。由于公司 2012 年以后，未有新增招拍挂土地，所以受土地市场升温影响较小。但由于，公司主要项目集中在上海及周边地区，整体地价较高，加上劳务成本的持续上涨，公司平均成本仍在 1.15 万元/平方米以上，2013 年，公司平均成本有所下降，主要是当期结转的上海晶城经济适用住房和上海晶杰陇西地块配套商品房项目土地成本较低所致。

表 3　2012～2014 年公司住宅类房地产成本构成（单位：万元/平方米、亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
平均成本	1.38	1.15	1.23
开发建设成本	18.10	38.77	19.12
销售费用	0.75	0.99	0.70
经营税金及附加	8.62	5.78	4.56
经营期利息	0.56	1.36	2.53

数据来源：根据公司提供资料整理

公司项目成本主要通过事前、事中、事后三个阶段进行管控。首先，在项目实施前，通过估算、概算或预算等方式确定项目目标成本，并以此为依据对项目开发建设全过程的成本进行控制；施工图设计完成后，通过施工图预算或工程量清单的编制、工程招标管理等手段对建设工程造价进行事前控制。其次，项目工程施工过程中，通过合同管理、甲供材料、设备招标采购以及甲控乙购材料、设备批价控制管理、设备验收及物资款支付管理、现场隐蔽工程收方及签证管理、设计变更管理、工程进度投资额及进度款支付审查等管理手段实现对建设工程造价的事中控制。第三，工程竣工验收合格后，加强对建设工

程结算审查的力度并实行二级审查制度，先由项目公司预算部对承包人报送结算进行初审，项目公司预算部负责人进行复核并签署意见；然后再由集团成本管理中心对各项目公司预算部所报的初审结算进行复审，通过严格的结算审查，实现对建设工程造价的事后控制。

公司新开工面积逐年增长；2014 年，公司竣工面积大幅削减，可能对未来收入结转具有一定影响；公司产品以住宅产品为主，未来随着城开中心及莘庄地铁上盖的推进，将调整为“住商共推”，产品结构调整有利于分散风险

2012 年以来，公司新开工面积逐年增长，2014 年，公司新开工面积 63.83 万平方米，同比大幅增长，主要是上海城开中心和莘庄地铁上盖项目同时启动所致。2013 年，公司万源城 F 街坊和上海晶城经济适用房等项目大规模竣工，使竣工面积大幅增长，2014 年由于新开工项目周期较长，竣工面积仅为 2.06 万平方米，可能对未来收入结转有一定影响。

表 4　公司房地产开发及销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
新开工面积	63.83	26.89	18.30
竣工面积	2.06	72.79	51.48
签约面积	14.45	25.57	36.67
签约收入	37.30	51.01	48.84
结算面积	24.58	41.83	20.03
结算金额	45.00	54.91	32.02
已售未结算面积	4.92	14.45	28.52
已售未结算金额	10.12	31.94	27.46

数据来源：根据公司提供资料整理

公司销售主要以销售部牵头营销、联动三方机构共同开展项目销售，同时开通网络销售模式，整合电子商务销售共享平台。2012～2014 年，公司在售房地产共 9 个项目，以万源城、上海晶城和晶杰苑项目等住宅地产为主。2012～2014 年，上述三个项目签约额占总签约收入比重分别为 91.97%、86.25%和 70.33%。2014 年，城开中心项目以及莘庄地铁上盖项目的启动，公司产品将逐步调整为“住商共推”，有利于分散产品结构风险。

万源城项目地处上海外环线内，是上海“十五”规划中的大型重点住宅基地。项目总用地面积约 908,950 平方米，总建筑面积约 112 万平方米，其中住宅面积约 77 万平方米，地下面积近 22 万平方米，公建配套约 10 万平方米，规划导入人口逾 2 万人。万源城项目建筑形态丰富，产品涵盖住宅、公寓、现代商业及绿地公园，融生活宜居、商业娱乐、文化教育、商务休闲等众多功能于一体。2013 年，万源城项目名列 2013 年上海楼盘销量榜第四名。2014 年万源城项目结转收入

16.23 亿元，C、F 街坊销售情况良好。截至 2014 年末，万源城未售面积共计 16.22 万平方米。万源城土地取得时期较早，土地成本相对较低，能够承受一定国家房地产调控政策影响。

表 5　2012～2014 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、万元/平方米）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	面积	均价	面积	均价	面积	均价
万源城	3.32	4.89	8.37	3.89	4.74	3.53
城开中心	1.82	5.48	-	-	-	-
上海晶城	9.90	1.01	4.27	0.90	28.05	1.00
晶杰苑	-	-	9.56	1.16	-	-
游站	0.13	1.15	3.94	1.10	0.14	1.22
琨城帝景园	1.12	0.83	2.09	0.79	1.18	0.69
上海中心城开国际	-	-	0.13	1.68	0.78	1.59
托斯卡纳	-	-	0.81	0.76	1.25	0.89
缇香小镇	-	-	0.66	1.15	0.51	1.11

数据来源：根据公司提供资料整理

上海晶城项目是经由上海市住房保障和房屋管理局认定的保障性住房，被列入 2009 年上海市重大工程的大型保障性住宅项目，位于闵行区梅陇镇，总占地约 30.2 万平方米，项目总规划建筑面积约 61.1 万平方米。整个项目由 18～33 层的高层建筑组成，建成后将形成一个包含教育、医疗、社区服务等设施的大型综合性经济适用住房社区。2012 年，上海晶城经济适用住房一标段 13.79 万平方米完工，当年由上海公积金中心按照 9,490 元/平方米统一回购用以廉租房出租，资金已全部回笼；二标段、三标段住宅部分于 2013 年竣工备案；2013 年，该项目 23.13 亿元结转收入，当年共计回笼资金 16.22 亿元。上海晶城经济适用住房项目二标段、三标段未售面积较大，未来销售收入有所保障，但利润率偏低；四标段原属上海晶城保障性住宅，立项为经济适用房项目，该标段所属地块周边道路均未按规划建设开通，仅莘朱路目前为不符规划的旧状小马路，水、电、煤等大市政配套设施没有完善到位，因此该地块目前不具备开发建设条件。目前属于规划保留状态。截至 2014 年末，上海晶城项目累计销售面积 42.22 万平方米，未来可销售面积为 18.83 万平方米。

2013 年，晶杰苑项目结转收入 11.12 亿元，当年项目销售回笼资金 4.60 亿元。该项目为闵行区重点民生项目，主要用于动迁居民安置回搬，该项目于 2010 年 3 月开工，2013 年末竣工完成，并在 2013 年末与梅陇镇政府进行了协议移交。

公司商业地产项目主要有城开中心、徐汇滨江和莘庄地铁上盖等项目。商业地产完工后将以自持及出售相结合，以保证公司稳定的利润来源。

城开中心项目包括 3 幢超高层办公楼，1 幢南方商务区配套酒店，高层集中商业区与多层街区商业区。总建筑面积 51 万平方米，包括 18 万平方米甲级标准办公楼、12 万平方米商业和 4 万平方米酒店。该项目 2014 年开始动工，预计 2015 末开始预售，2016 年末竣工。截至 2014 年末，城开中心项目预售 9.97 亿元，全部为街区商业。

莘庄地铁上盖项目是一个轨交上盖的城市综合体项目，位于横跨上海地铁 1 号线莘庄站的南、北广场，土地面积为 11.78 万平方米，地上建筑面积高达 40.5 万平方米，地下建筑面积不小于 10 万平方米，包括高级住宅、大型商场、办公楼和五星级酒店。该项目由公司、香港新鸿基集团及闵行区政府名下两家公司闵行城投有限公司、莘庄镇投资公司组成的联合体负责开发经营，公司和香港新鸿基集团分别占有 35%的股权比例，闵行区政府名下两家公司合计占有 30%的股权比例。

徐汇滨江项目公司出于战略发展考虑及配合政府资源整合要求，以原徐家汇中心 3.5 公顷的土地与徐家汇区规划和土地管理局签署土地调整协议置换徐汇滨江 4 块土地。该项目占地面积约 7.7 万平方米，规划建筑面积约 40.46 万平方米，可售建筑面积约 28.46 万平方米，为涵盖办公、商业、文化、休闲等多产业的大型城市综合体。

公司房产租赁和管理业务经营较为稳定，对收入及现金流提供较好的补充

房产租赁和物业管理业务对公司收入提供一定补充。目前公司主要出租物业是上海城开国际大厦、汇民商厦等。截至 2014 年末，公司可出租面积为 6.83 万平方米，已全部出租，2014 年物业出租收入 1.74 亿元，未来在公司商办楼项目竣工后出租面积将增加，同时合同期内租金递增的情况下，租金收入将进一步增长。另外，公司成立专门物业管理公司对名下物业及所建项目进行管理，2014 年物业管理收入 0.73 亿元。

表 6　截至 2014 年末公司持有物业情况（单位：平方米）

自持物业	所在区域	物业类型	持有面积	类型
城开国际大厦	上海	写字楼	45,239	出租物业
汇民商厦	上海	商业	13,839	出租物业
其他	上海	商业及写字楼	9,249	出租物业

数据来源：根据公司提供资料整理

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2014 年末，公司注册资本为 320,000 万元，控股股东为颖年投资，实际控制人为上海市国资委。

公司根据《公司法》、《中外合资经营企业法》和《中外合资经营

企业法实施条例》等有关法律法规的规定，制定《公司章程》，设立董事会、监事会和经理管理机构，形成较为完善的公司治理结构，同时建立与生产经营相适应的组织职能机构，保障公司的运营效率。

战略与管理

为实现国资保值增值和企业可持续发展，公司积极应对宏观调控，提出“两线一确保、两圈一突破”的战略部署，坚持“差异化”的产品竞争战略，聚焦中高端住宅、城市综合体的开发。

在房地产开发经营的核心业务方面，公司将遵行“一心、两线、三圈”（以上海为中心，以沿海、沿江为主线，以长三角、环渤海、中西部三大圈）的战略布局策略，形成并巩固城市公寓、城市大型生态社区、城市商业综合体、城市安居地产等四大产品体系，项目深耕上海、无锡、昆山等“长三角”重要城市，拥有住宅、商业两大物业经营管理品牌。

公司将继续三方面的战略部署：第一、维持优质项目的开发进度及规模，确保可观利润；第二、加大投资性物业的建设，提升收入水平及确保稳定现金流；第三、进一步整合资源，优化土地储备，多元融资途径改善资金运用及加速回报。

抗风险能力

房地产行业受国家调控政策影响较大，近年来行业景气度持续下行，整体利润水平下滑。但同时，我国城市化进程推进、居民收入增长以及消费结构升级为商品房市场的刚性需求与改善性需求提供发展空间。公司主要项目集中在上海及周边地区，一线城市刚性需求较大，项目抗风险能力相对较强。公司项目均在 2011 年以前获得，拿地成本相对较低，能够承受一定的政策调控影响。未来，随着公司商住项目的大幅增长，公司主营业务将从“住宅产品为主”调整为“住商共同推进”。公司物业出租和管理业务经营较为稳定，对收入及现金流提供较好的补充。总体来看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2012～2014 年财务报表。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012～2014 年财务报表分别进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。由于执行财政部 2014 年修订及新颁布的准则，公司在 2013 年审计报告基础上对 2014 年财务报表中部分科目期初数进行了调整，本报告中采用的 2013 年财务数据为经调整的 2014 年期初数。

资产质量

2012 年以来，公司资产规模及结构保持稳定，以流动资产为主；受限资产规模较大，占总资产比重较高；存货净额较大，且周转效率较低，低于行业平均水平

2012 年以来，公司资产规模及结构保持稳定，以流动资产为主，流动资产占比在 80%左右波动。截至 2014 年末，公司总资产为 221.38 亿元，其中流动资产 178.43 亿元，占比为 80.60%。

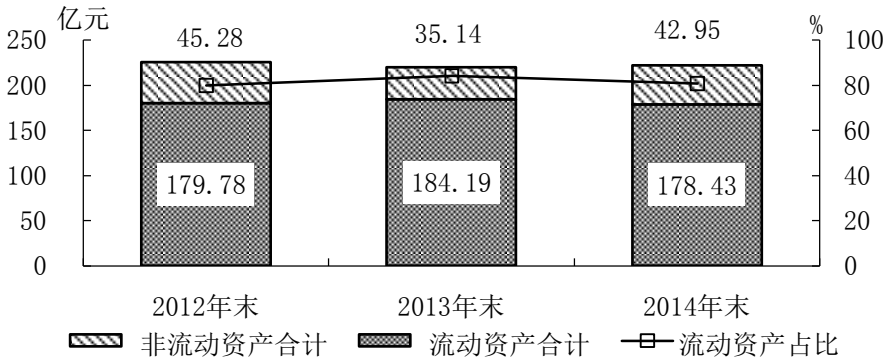


图 3　2012～2014 年末公司资产构成

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款等构成。2012～2014 年末，公司存货逐年略有减少，但占流动资产比重仍在 70%以上，2014 年末，存货为 128.78 亿元，其中开发成本和开发产品账面价值分别为 101.87 亿元和 26.89 亿元，主要为上海万源城和上海城开国际商业中心等项目。2014 年末，公司存货中用于抵押担保的账面价值为 90.73 亿元。

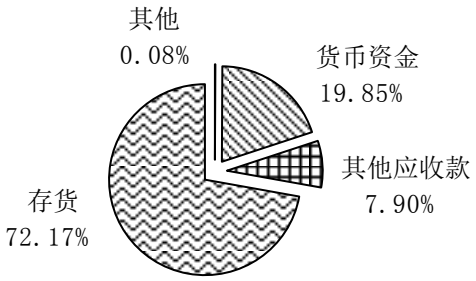


图 4　2014 年末公司流动资产构成

2012～2014 年末，公司货币资金变化不大，2014 年末，货币资金为 35.42 亿元，同比减少 5.47%，其中银行存款为 32.22 亿元，其它货币资金 3.20 亿元，其中受限制的货币资金为 3.25 亿元。2012～2014 年末，公司其他应收款分别为 8.12 亿元、14.38 亿元和 14.09 亿元，其中 2013 年末同比增加 6.26 亿元，主要是公司对关联企业的委托贷款到期后，通过往来款项直接借给关联企业，本年从持有到期投资转

为直接借款所致，2014 年末，前五名其它应收款占比为 75.76%，主要为关联方借款，期内共收到关联方利息收入 0.71 亿元，较高的其它应收款对公司资金形成一定占用。

表 7　2014 年末公司前五大其它应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	与公司关系	金额	账龄	占比
西安中新柳域房地产开发有限公司	受同一集团控制	4.00	2 年以内	28.34
西安中新荣景房地产开发有限公司	受同一集团控制	3.50	1～2 年	24.80
西安中新华胜房地产开发有限公司	受同一集团控制	2.50	1～2 年	17.71
上海德普置业发展有限公司	子公司股东	0.63	1～3 年	4.46
上海正阳投资集团有限公司	子公司股东	0.06	1 年以内	0.45
合计		**10.69**	-	**75.76**

公司非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产和递延所得税资产构成。2012～2014 年末，公司投资性房地产分别为15.13 亿元、15.17 亿元和 15.19 亿元，变化不大。2014 年末，公司投资性房地产由戴德梁行以公开市值进行评估，并出具了 F15-000249-01 号评估报告。2014 年末，公司用于抵押或担保的投资房地产账面价值为 15.07 亿元。

2012～2014 年末，公司长期股权投资分别为 10.62 亿元、10.32 亿元和 10.35 亿元，变化不大，主要为对上海莘天置业有限公司的投资。同期，公司可供出售金融资产分别为 3.99 亿元、4.73 亿元和 7.48 亿元，2014 年末同比增加 2.75 亿元，主要是可供出售的权益类工具增加所致；固定资产分别为 0.29 亿元、0.24 亿元和 6.71 亿元，2014 年末同比增加 6.47 亿元，主要是子公司上海城开（集团）无锡置业有限公司将开发产品的酒店部分结转为固定资产所致，公司已将酒店全部用于抵押或担保；递延所得税资产分别为 2.01 亿元、2.54 亿元和 2.49 亿元，变化不大。

截至 2014 年末，公司所有权受到限制资产总额为 115.52 亿元，占总资产比重为 52.18%，主要是用于抵押或担保的存货、投资性房地产、固定资产和货币资金，分别为 90.73 亿元、15.07 亿元、6.47 亿元和 3.25 亿元。

2012～2014 年，公司存货周转天数分别为 1,227.02 天、1,171.51 天和 1,986.47 天，存货周转效率较差，低于全行业平均值[2]；同期，应收账款周转天数分别为 3.21 天、7.02 天和 6.19 天，好于行业优秀值[3]。

总体来看，公司资产规模和结构保持稳定，流动资产是主要构成部分，存货占比较高。受限资产规模较大，占总资产比较较高，存货周转效率较低，处于行业平均水平之下。

[2] 根据 wind 资讯，2012～2013 年，房地产开发业全行业存货周转天数平均值分别为 514.29 天、720.00 天。
[3] 根据 wind 资讯，2012～2013 年，房地产开发业全行业应收账款周转天数优秀值分别为 12.08 天、12.77 天。

资本结构

2012 年以来，公司负债规模逐年减少，以流动负债为主；资产负债率逐年下降，流动资产对流动负债的覆盖程度较好；对外担保金额较大，且都为关联方担保，可能存在一定的代偿风险

2012 年以来，公司负债规模逐年下降，以流动负债为主，流动负债占比在 60%以上。2014 年末，公司总负债为 137.62 亿元，同比减少 5.14%，其中流动负债为 87.35 亿元，同比减少 10.50%，占总负债比重为 63.47%，同比下降 3.80 个百分点。

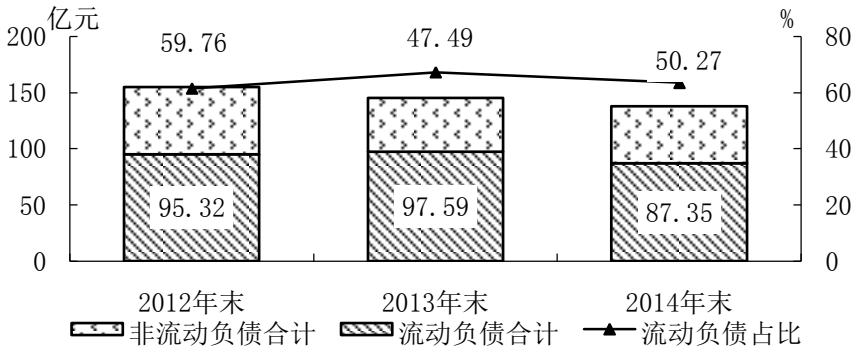


图 5　2012～2014 年末公司负债构成

公司流动负债主要由应付账款、其它应付款、短期借款、一年内到期的非流动负债、预收款项和应付股利等构成。2012～2014 年末，公司应付账款分别为 18.59 亿元、23.25 亿元和 20.26 亿元，主要为公司开发项目的工程款；其它应付款为 13.18 亿元、15.22 亿元和 20.21 亿元，逐年增长，主要为往来款和暂收款，2014 年末，公司其它应收款同比增长 32.76%,主要是公司对上海陇盛市政工程建设有限公司的暂估工程款增加 3.02 亿元所致；短期借款分别为 14.49 亿元、14.47 亿元和 16.73 亿元，2014 年末同比增长 15.62%，其中委托借款 10.66 亿元、保证借款 3.32 亿元、抵押借款 1.30 亿元、信用借款 1.45 亿元；一年内到期的非流动负债为 13.13 亿元、6.29 亿元和 11.61 亿元，全部为一年内到期的长期借款；预收款项为 27.68 亿元、32.04 亿元和 10.56 亿元，主要为预收房款，2014 年末同比大幅减少 21.48 亿元，主要为上海万源城 F 街坊项目预收款结转收入所致；应付股利为 6.79 亿元、6.19 亿元和 5.70 亿元，同比逐年减少。

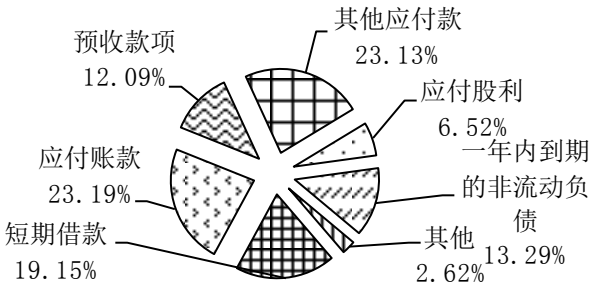


图 6　2014 年末公司流动负债构成

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2012～2014 年末，公司长期借款分别为 41.31 亿元、28.91 亿元和 30.98 亿元，2014 年末同比增长 7.14%，其中抵押借款为 30.18 亿元，信用借款 0.80 亿元；应付债券为 14.76 亿元、14.84 亿元和 14.93 亿元，为 2012 年 8 月发行的 15 亿元企业债。

表 8　2012～2014 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	28.34	20.76	27.62
长期有息债务	45.91	43.76	56.07
总有息债务	74.25	64.51	83.69
总有息债务在总负债中占比	53.95	44.47	53.96

由于公司项目开发投入资金主要来源于银行借款，在扣除预收款项后，2012～2014 年末公司总有息债务在总负债中占比分别为 58.44%、57.07%和 65.69%，保持在较高水平，利息费用控制压力较大。2014 年末，短期有息债务大幅增加主要来自一年内到期的长期借款。

2012～2014 年末，公司所有者权益分别为 69.99 亿元、74.25 亿元和 83.77 亿元，逐年增长，主要是未分配利润增长所致。2012～2014 年末，未分配利润分别为 16.50 亿元、21.63 亿元和 28.38 亿元。2013 年末，公司资本公积为 0.56 亿元，同比减少 6.54 亿元，主要是公司执行财政部 2014 年颁布的新会计准则，调整 2014 年初资本公积 6.49 亿元为其它综合收益所致。

表 9　2012～2014 年末公司部分财务指标（单位：%、倍）

财务指标	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率	62.16	66.15	68.90
长期资产适合率	312.06	346.44	286.53
流动比率	2.04	1.89	1.89
速动比率	0.57	0.55	0.48

2012～2014 年末，公司资产负债率持续下降，在不考虑预收款项的情况下，资产负债率分别为 64.54%、60.36%和 60.27%；公司所处行

业特征决定了长期资产适合率处于很高水平；流动比率有所提高，流动资产对流动负债的覆盖程度较好。

截至 2014 年末，公司对外担保金额为 14.36 亿元，担保比率为 17.14%，被担保企业均为关联企业。另外，子公司上海万源房地产开发有限公司以其 3 亿元货币资金为颖年投资内保外贷业务提供担保。

表 10　2014 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

项目	担保金额	起始日	到期日	是否反担保
上海徐汇国有资产投资经营有限公司	0.56	2014.11.28	2015.11.27	是
上海徐汇国有资产投资经营有限公司	0.40	2014.11.28	2015.11.27	是
上海徐汇国有资产投资经营有限公司	0.20	2014.11.28	2015.11.27	是
上海徐汇国有资产投资经营有限公司	0.60	2014.03.05	2015.03.05	是
上海九久广场投资开发有限公司	0.90	2011.06.30	2020.06.05	否
福州城开实业有限公司	1.30	2014.01.29	2017.01.29	否
西安中新华胜房地产开发有限公司	3.00	2014.06.20	2018.06.20	否
重庆中华企业房地产发展有限公司	1.60	2013.03.27	2015.03.27	否
天津中华新城房地产有限公司	1.80	2013.05.10	2016.05.09	否
西安中新浐灞欧亚酒店发展有限公司	4.00	2013.10.08	2023.10.08	否
合计	14.36	-	-	-

总体来看，2012 年以来，公司负债规模逐年减少，以流动负债为主；资产负债率逐年下降，流动资产对流动负债的覆盖程度较好；对外担保金额较大，且都为关联方担保，存在一定的代偿风险。

盈利能力

2012～2014 年，公司营业收入有所波动，利润总额逐年增长；总资产报酬率和净资产收益率保持较好水平，资产盈利能力较好

2012～2014 年，受房地产项目结转周期影响，公司营业收入有所波动，利润总额逐年增长；2013 年，由于毛利率较低的保障性住房结转较多，使毛利率大幅下降。

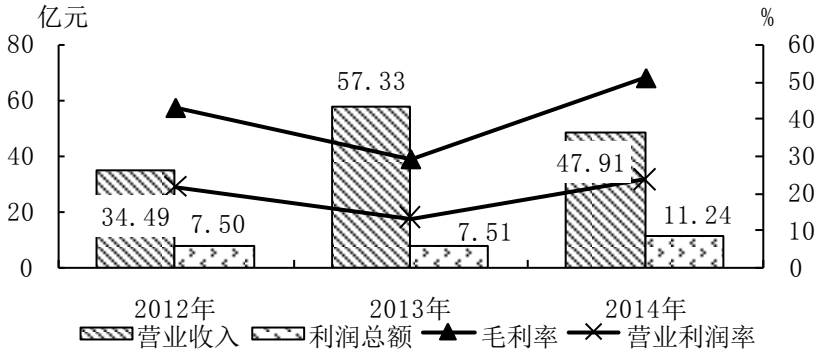


图 7　2012～2014 年公司收入和盈利情况

管理费用和财务费用是公司期间费用的主要部分，公司费用控制

能力较强，已建立费用预算、跟踪、控制流程和标准，管理费用及销售费用均得到有效控制。

表 11　2012～2014 年公司期间费用及占营业收入比重（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
销售费用	0.88	1.24	0.80
管理费用	1.32	1.68	1.37
财务费用	1.82	1.17	1.75
期间费用	4.02	4.09	3.92
期间费用/营业收入	**8.38**	**7.14**	**11.39**

2012～2014 年，公司资产减值损失分别为 0.01 亿元、-0.08 亿元和 0.53 亿元，2014 年，公司资产减值损失 0.53 亿元，全部为存货跌价损失。同期，投资收益分别为 1.25 亿元、0.61 亿元和 0.32 亿元，逐年下降，主要是委托贷款收益下降所致，同期委托贷款收益分别为 0.96 亿元、0.28 亿元和 0.05 亿元。

2012～2014 年，公司营业利润分别为 7.43 亿元、7.49 亿元和 11.24 亿元，利润总额分别为 7.50 亿元、7.51 亿元和 11.24 亿元，净利润分别为 5.64 亿元、5.71 亿元和 7.82 亿元，利润水平逐年提高。同期，公司主营业务盈利能力不断增强，总资产报酬率和净资产收益率保持较好水平，资产盈利能力较好[4]。

表 12　2012～2014 年公司部分财务指标（单位：万元、%）

财务指标	2014 年	2013 年	2012 年
EBIT	144,144	95,769	94,596
EBITDA	146,239	97,000	95,620
总资产报酬率	6.51	4.37	4.20
净资产收益率	9.34	7.68	8.06

现金流

2012 年以来，受项目开发进度影响，公司经营性净现金流逐年下降，对债务的保障能力有所下降；未来项目资金需求较大，面临一定的资本支出压力

2012 年以来，受在建项目开发周期影响，公司经营性应付项目大幅减少，经营性净现金流逐年下降，2014 年，公司经营性净现金流为-8.11 亿元，缺乏对债务的保障能力。2012 年以来，公司投资性净现金流和筹资性净现金流均有所波动，2013 年公司投资性净现金流大幅增长，主要是公司收回部分委托借款所致；2013 年，公司筹资性净现金流大幅下滑至-25.04 亿元，主要是 2012 年公司发行 15 亿元公司债所致。

[4] 根据 Wind 资讯，2012～2013 年，房地产开发行业内中型企业总资产报酬率和净资产收益率平均值分别为 4.00%、3.90%和 5.00%、4.90%。

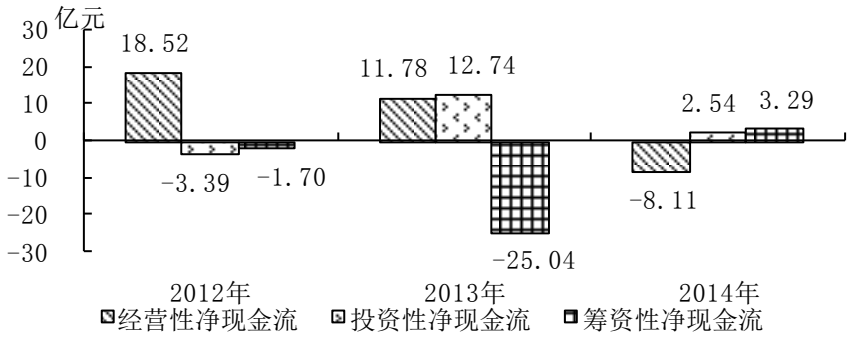


图 8　2012～2014 年公司现金流情况

2012～2014 年，公司现金回笼率分别为 142.38%、106.81%和 57.72%，现金回笼率持续下滑。2014 年，公司现金回笼率大幅下滑，主要是期内房产销售小于结算收入所致。同期，公司经营性净现金流表现为净流出，不利于对债务的保障，但 EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力较好。

表 13　2012～2014 年公司经营性净现金流对债务的覆盖情况（单位：%、倍）

财务指标	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	-8.77	12.22	38.86
经营性净现金流/总负债	-5.74	7.85	23.89
经营性净现金流利息保障倍数	-1.63	2.66	3.20
EBIT 利息保障倍数	2.90	2.16	1.64
EBITDA 利息保障倍数	2.94	2.19	1.65

截至 2014 年末，公司在主要项目的预计总投资为 236.71 亿元，已完成投资总额为 88.30 亿元，资金需求为 148.41 亿元，公司未来资本支出规模较大，除项目结转收入之外，仍存在一定的融资压力。

表 14　截至 2014 年末公司主要项目未来三年计划投资情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预算数	自筹资金比例	截至 2014 年末累计投资	2015 年预计投资	2016 年预计投资
1	徐汇滨江	65.83	69%	10.10	0.81	5.73
2	城开中心	65.89	32%	47.80	14.60	9.36
3	莘庄地铁上盖	104.99	27%	30.40	12.76	11.50
	合计	236.71	-	88.30	27.17	26.59

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债能力

2012 年以来，公司资产规模及结构保持稳定，以流动资产为主；受限资产规模较大，占总资产比重较高；存货周转效率较低，劣于行业平均水平，在一定程度上影响公司资产流动性。2012 年以来，公司负债规模逐年减少，以流动负债为主；资产负债率逐年下降，流动资

产对流动负债的覆盖程度较好；对外担保金额较大，且都为关联方担保，可能存在一定的代偿风险。

从盈利能力来看，公司收入规模有所波动，但利润总额逐年增长，总资产报酬率和净资产收益率保持较好水平，资产盈利能力较好。公司经营性净现金流受土地款项支出、产品预售款的影响较大，经营性净现金流逐年下降，对债务的保障能力大幅下滑。同时，公司区域地位及优势明显，获得金融机构的支持力度较强。总体来看，公司具有很强的偿债能力。

债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2015 年 2 月 5 日，公司共有 31 笔已结清关注类贷款，全部发生在 2008 年以前，主要是贷款展期所致，均已正常偿付；截至本报告出具日，公司于 2012 年 8 月发行了 15 亿元的“12 沪城开”债，尚未到还款日，付息正常。

结论

房地产行业受国家调控政策影响较大，近年来行业景气度有所波动。但同时，我国城市化进程推进、居民收入增长以及消费结构升级为商品房市场的刚性需求与改善性需求提供发展空间。上海是我国金融中心，土地资源稀缺，需求稳定，公司主要项目集中在上海及周边地区，抗市场风险能力较强。公司资产规模较为稳定，负债规模持续下降，资产负债率逐年下降，流动资产对流动负债的覆盖程度较好。公司在建项目未来的资金需求较大，使得公司面临一定的资金支出压力。但是，2012 年以来，公司利润水平逐年大幅增长，净资产收益率高于行业优秀水平，盈利能力较好。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1～2 年，随着公司在建项目逐步投放市场，公司收入将保持稳定发展。因此，大公对上海城开的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对上海城开（集团）有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

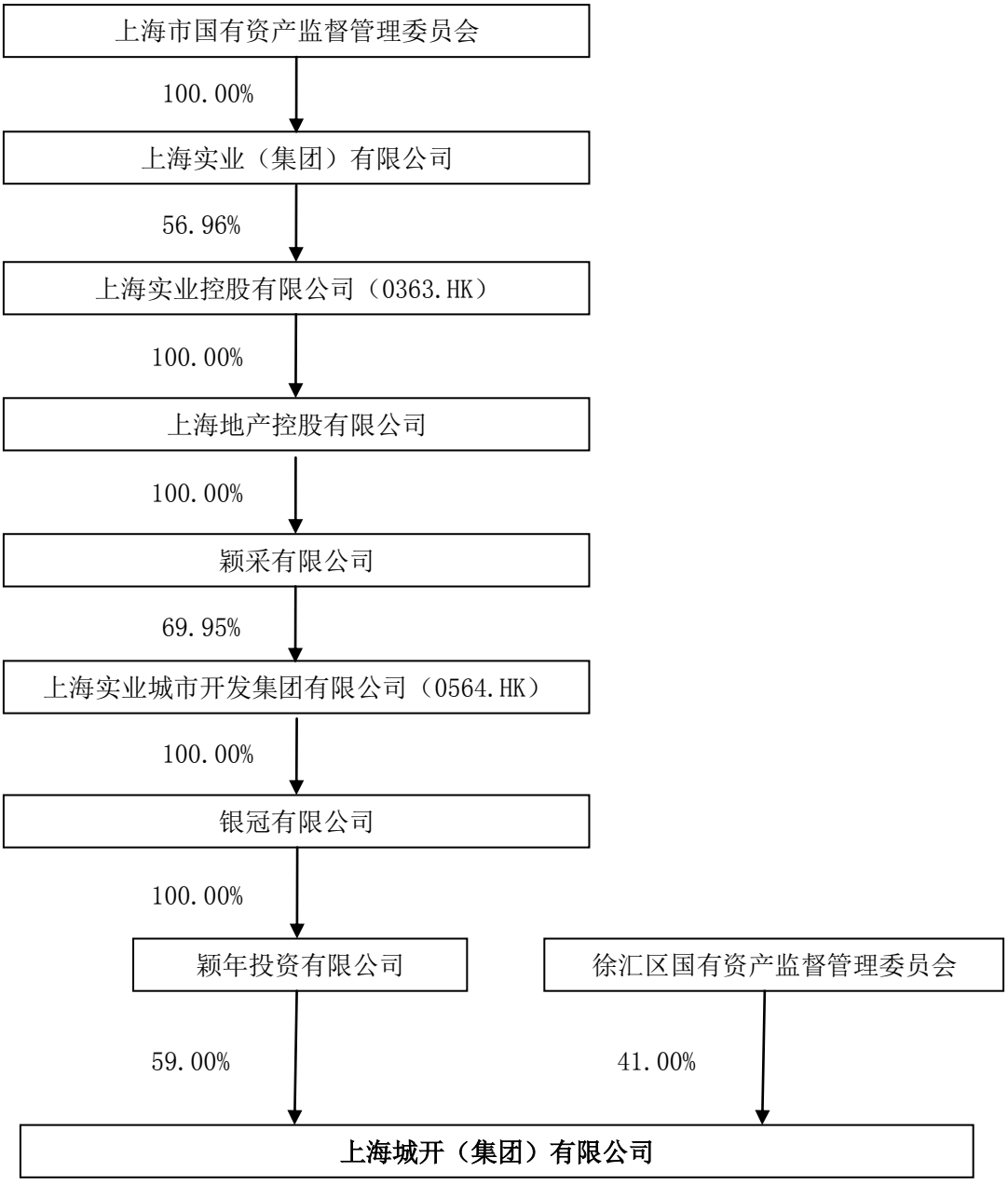
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

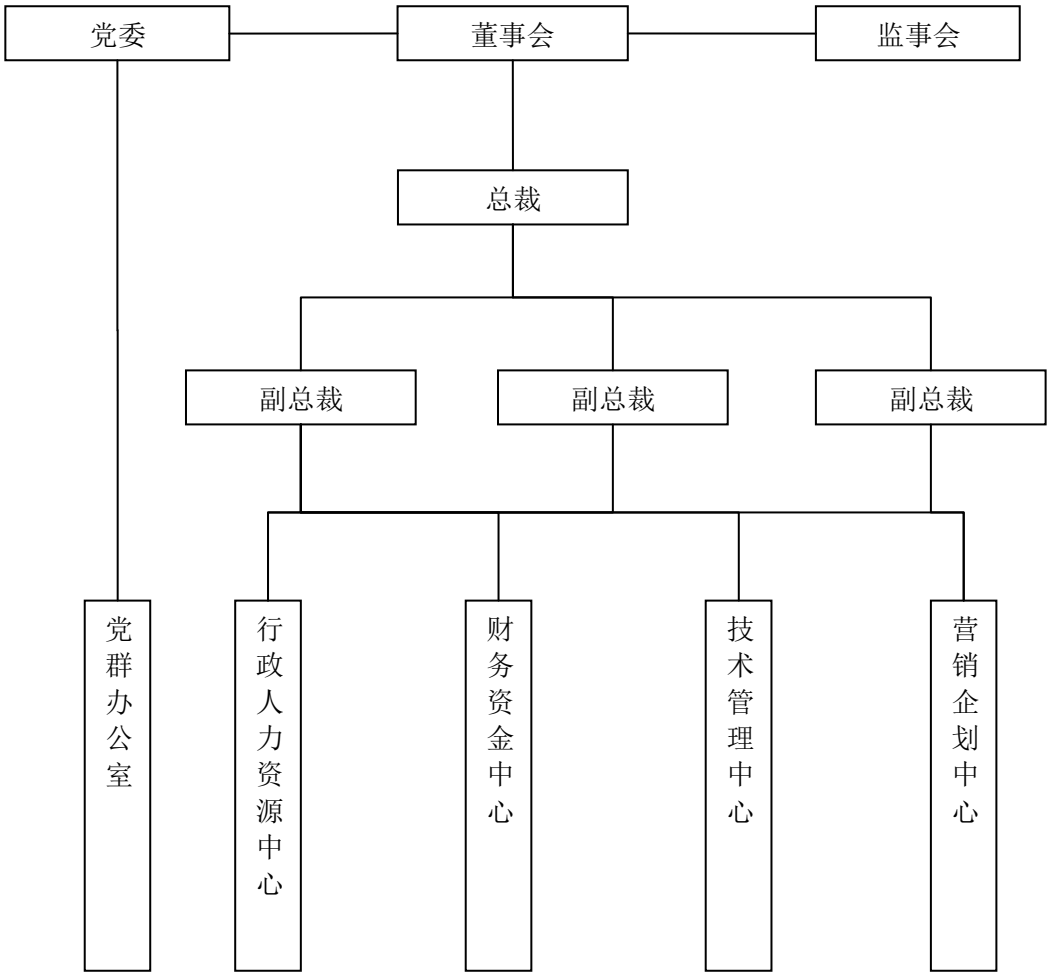
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2014 年末上海城开（集团）有限公司股权结构图



附件 2　截至 2014 年末上海城开（集团）有限公司组织结构图



附件 3　　上海城开（集团）有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年	2013 年（追溯调整）	2012 年
资产类			
货币资金	354,202	374,694	366,734
其它应收款	140,931	143,818	81,232
存货	1,287,755	1,305,189	1,341,910
流动资产合计	1,784,318	1,841,863	1,797,850
可供出售金融资产	74,790	47,291	39,894
持有至到期投资	0	13,990	128,970
长期股权投资	103,481	103,236	106,229
投资性房地产	151,874	151,713	151,257
固定资产	67,120	2,405	2,898
递延所得税资产	24,943	25,426	20,057
非流动资产合计	429,529	351,384	452,817
总资产	2,213,847	2,193,247	2,250,667
占资产总额比（%）			
货币资金	16.00	17.08	16.29
其它应收款	6.37	6.56	3.61
存货	58.17	59.51	59.62
流动资产合计	80.60	83.98	79.88
可供出售金融资产	3.38	2.16	1.77
持有至到期投资	0.00	0.64	5.73
长期股权投资	4.67	4.71	4.72
投资性房地产	6.86	6.92	6.72
固定资产	3.03	0.11	0.13
递延所得税资产	1.13	1.16	0.89
非流动资产合计	19.40	16.02	20.12

附件 3　　上海城开（集团）有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2014 年	2013 年（追溯调整）	2012 年
负债类			
短期借款	167,300	144,700	144,897
应付账款	202,570	232,480	185,871
预收款项	105,596	320,367	276,781
其它应付款	202,054	152,195	131,772
应付股利	56,952	61,862	67,901
一年内到期的非流动负债	116,058	62,853	131,305
流动负债合计	873,453	975,910	953,208
长期借款	309,775	289,136	413,075
应付债券	149,346	148,431	147,578
递延所得税负债	42,465	36,087	35,682
非流动负债合计	502,707	474,878	597,570
负债合计	1,376,160	1,450,788	1,550,778
占负债总额比（%）			
短期借款	12.16	9.97	9.34
应付账款	14.72	16.02	11.99
预收款项	7.67	22.08	17.85
其它应付款	14.68	10.49	8.50
应付股利	4.14	4.26	4.38
一年内到期的非流动负债	8.43	4.33	8.47
流动负债合计	63.47	67.27	61.47
长期借款	22.51	19.93	26.64
应付债券	10.85	10.23	9.52
递延所得税负债	3.09	2.49	2.30
非流动负债合计	36.53	32.73	38.53
权益类			
股本	320,000	320,000	320,000
资本公积	5,591	5,591	70,953
盈余公积	16,701	16,559	15,857
未分配利润	283,811	216,275	164,956
其它综合收益	83,804	64,868	0
归属于母公司所有者权益合计	709,908	623,293	571,766
少数股东权益	127,779	119,167	128,123
所有者权益合计	837,687	742,459	699,889

附件 3　　上海城开（集团）有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2014 年	2013 年（追溯调整）	2012 年
损益类			
营业收入	479,113	573,341	344,854
营业成本	234,954	406,722	196,854
营业税金及附加	89,726	58,219	47,590
销售费用	8,767	12,423	7,996
管理费用	13,169	16,799	13,741
财务费用	18,209	11,704	17,540
投资收益	3,151	6,089	12,479
营业利润	112,439	74,863	74,282
利润总额	112,362	75,087	75,011
所得税	34,138	18,035	18,575
净利润	78,224	57,052	56,436
归属于母公司所有者的净利润	69,612	53,648	50,192
占营业收入比（%）			
营业成本	49.04	70.94	57.08
销售费用	1.83	2.17	2.32
管理费用	2.75	2.93	3.98
财务费用	3.80	2.04	5.09
投资收益	0.66	1.06	3.62
营业利润	23.47	13.06	21.54
利润总额	23.45	13.10	21.75
净利润	16.33	9.95	16.37
归属于母公司所有者的净利润	14.53	9.36	14.55
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-81,074	117,827	185,206
投资活动产生的现金流量净额	25,402	127,359	-33,936
筹资活动产生的现金流量净额	32,886	-250,440	-17,027
财务指标			
EBIT	144,144	95,769	94,596
EBITDA	146,239	97,000	95,620
总有息负债	742,479	645,119	836,855

附件 3　　上海城开（集团）有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2014 年	2013 年（追溯调整）	2012 年
毛利率（%）	50.96	29.06	42.92
营业利润率（%）	23.47	13.06	21.54
总资产报酬率（%）	6.51	4.37	4.20
净资产收益率（%）	9.34	7.68	8.06
资产负债率（%）	62.16	66.15	68.90
债务资本比率（%）	46.99	46.49	54.46
长期资产适合率（%）	312.06	346.44	286.53
流动比率（倍）	2.04	1.89	1.89
速动比率（倍）	0.57	0.55	0.48
保守速动比率（倍）	0.41	0.38	0.38
存货周转天数（天）	1,986.47	1,171.51	1,227.02
应收账款周转天数（天）	6.19	7.02	3.21
经营性净现金流/流动负债（%）	-8.77	12.22	38.86
经营性净现金流/总负债（%）	-5.74	7.85	23.89
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-1.63	2.66	3.20
EBIT 利息保障倍数（倍）	2.90	2.16	1.64
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.94	2.19	1.65
现金比率（%）	40.58	38.41	38.49
现金回笼率（%）	57.72	106.81	142.38
担保比率（%）	17.14	-	-

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数 ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 ：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 ：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：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 级 ：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级 ：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：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 ：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 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。