

信用等级通知书

信评委函字[2015] 510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拟发行的“上海实业发展股份有限公司2014年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。



上海实业发展股份有限公司

2014 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	上海实业发展股份有限公司
申请规模	不超过10亿元（含）
债券期限	不超过7年（含）
债券利率	本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券按年付息，到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

上实发展	2012	2013	2014	2015.Q3
所有者权益（亿元）	74.15	73.73	55.28	55.38
总资产（亿元）	198.13	209.05	187.48	208.53
总债务（亿元）	62.58	61.64	83.18	108.62
营业总收入（亿元）	36.67	39.05	38.03	11.78
营业毛利率（%）	35.23	40.20	32.98	43.46
EBITDA（亿元）	12.85	10.08	15.16	-
所有者权益收益率（%）	10.43	7.04	16.62	4.82
资产负债率（%）	62.58	64.73	70.51	73.44
总债务/EBITDA（X）	4.87	6.12	5.49	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	2.44	4.57	-

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、上实发展 2012、2013 年财务数据经过重述；
3、2015 年 3 季度所有者权益收益率已经年化处理；

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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**，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体上海实业发展股份有限公司（以下简称“上实发展”或“公司”）主体信用等级为 **AA**。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了上实发展稳健的经营策略，较丰富的房地产项目运作经验，优质的商业物业资源以及较低的财务杠杆等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司债务规模持续上升、资产周转速度偏慢以及主营业务盈利能力有所下滑等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 稳健的经营策略。作为上海实业（集团）有限公司下属房地产业务运营平台，公司自成立以来即保持了稳健的项目开发策略及审慎的土地获取政策，在房地产行业调整时其适度扩张的运作模式可在一定程度上抵御市场波动风险。
- 较丰富的房地产项目运作经验。公司已在上海、哈尔滨、青岛、天津、成都等地成功运作多个房地产项目，在不同地区积累了丰富的开发经验，并形成了较为成熟的产品线，在部分区域建立了一定品牌知名度。
- 优质的商业物业资源。目前公司在上海核心地区拥有 20 余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，并对公司长期发展起到一定支撑作用。
- 债务期限结构较为合理。公司以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配，随着本期债券发行，其债务期限结构将得到进一步优

化。同时，公司较为充裕的货币资金亦使其具备了很强的短期偿债能力。

关注

- 债务规模持续上升。截至 2014 年末公司总债务规模 83.18 亿元，同比增长 34.95%，同期资产负债率和净负债率分别达到 70.51% 和 76.11%，债务压力有所加大。
- 资产周转速度偏慢。受到部分产品定位以别墅等高端住宅为主的影响，公司存货去化周期较长，开发产品占存货的比重较高，整体资产周转效率有待提升。
- 主营业务盈利能力有所下滑。公司产品定位中高端，开发周期较长且易受市场波动影响。2014 年公司收入及毛利率水平均出现一定程度的下滑，主营业务盈利能力有待提升。

分析师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

庞珊珊 sspans@ccxr.com.cn

李诗哲 shkzhi@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 12 月 31 日

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和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。

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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

上海实业发展股份有限公司（以下简称“公司”或“上实发展”）前身为上海浦东不锈钢股份有限公司（以下简称“浦东不锈钢”）。1995年12月，上海市经济委员会批准上海浦东钢铁（集团）有限公司作为发起人并以其所属冷轧薄板分厂和热轧薄板分厂为主体，以社会募集方式设立浦东不锈钢。经中国证券监督管理委员会批准，浦东不锈钢发行股票共计6,000万股，其中向社会公开发行5,400万股，向职工发行600万股。

浦东不锈钢原股东上海三钢有限责任公司（以下简称“三钢公司”）和上海宝钢（集团）公司（以下简称“宝钢集团”）于2002年9月25日和上海上实集团有限公司（以下简称“上海上实”）签署了《股权转让协议》，三钢公司和宝钢集团分别将持有浦东不锈钢全部国有法人股及国家股转让给上海上实。股权转让完成后，三钢公司和宝钢集团不再持有浦东不锈钢股份，上海上实持有浦东不锈钢430,571,622股股份（占浦东不锈钢总股本的73.28%），成为浦东不锈钢第一大股东。

浦东不锈钢2002年12月30日召开的股东大会审议通过重大资产重组事项，将钢铁主业资产出售给三钢公司，同时收购上海上实及其下属企业的房地产类资产，由冶金企业转型为以房地产开发和经营为主的综合性企业。同时，浦东不锈钢名称由“上海浦东不锈钢股份有限公司”变更为“上海实业发展股份有限公司”，经营范围变更为：房地产开发和经营、实业投资、资产经营、国内贸易、信息服务。经上海证券交易所核准，自2003年3月3日起，浦东不锈钢证券简称由“浦东不锈钢”变更为“上实发展”。

2011年7月，上海上实将其持有公司的股权转让给同一控制下的上海实业控股有限公司（以下简称“上实控股”）下属全资子公司上实地产发展有限公司（以下简称“上实地产”）。截至2014年12月31日，公司控股股东为上实控股，其通过上实地产持有公司股份689,566,049股，占公司已发行总股份数的63.65%。2015年9月16日~2015年12月

11日，公司实际控制人之一致行动人上实置业集团（上海）有限公司（以下简称“上实置业”）通过上海证券交易所系统先后两次增持公司股份，增持后上实置业持有公司股份4,190,819股，占总股本的0.387%；实际控制人上海实业（集团）有限公司（以下简称“上实集团”）通过上实地产、上实投资、上实置业合计持有公司股份740,491,904股，占本公司总股本的68.35%；上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）通过上实集团间接持有上实控股57.67%股权，是公司的最终控制人。

上实发展主要从事以住宅为主的商品房项目开发、商业地产经营及物业管理业务。目前公司已在上海、哈尔滨、青岛、天津、成都等地成功运作多个房地产项目。

截至2014年12月31日，公司资产总额187.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计55.28亿元，资产负债率为70.51%。2014年，公司实现营业收入38.03亿元，净利润9.19亿元，经营活动净现金流-19.20亿元。

截至2015年9月30日，公司资产总额208.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.38亿元，资产负债率为73.44%。2015年1~9月，公司实现营业收入11.78亿元，取得净利润2.00亿元，经营活动净现金流-6.92亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	上海实业发展股份有限公司
债券名称	上海实业发展股份有限公司2014年公司债券（第二期）
发行规模	不超过10亿元（含）
债券期限	不超过7年（含）
债券利率	本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与承销商按照市场情况确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券按年付息，到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。
募集资金用途	本期发行公司债券的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。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

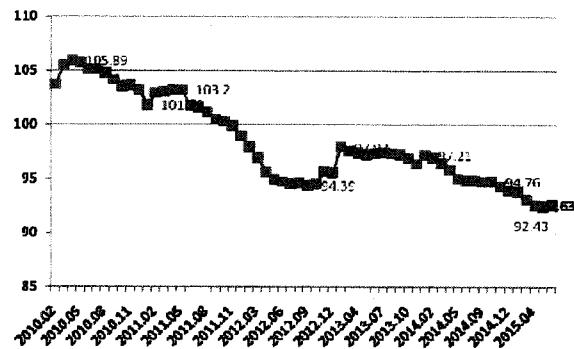
行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；至 2009 年 3 月探底，至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39，较 2011 年末降低 4.5。随着九月、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，截至 5 月末，国房景气指数回落至 92.43 点，较上年末下降 1.50 点。另截至 2015 年 6

月末，国房景气指数小幅回升 0.20 个百分点至 92.63 点。

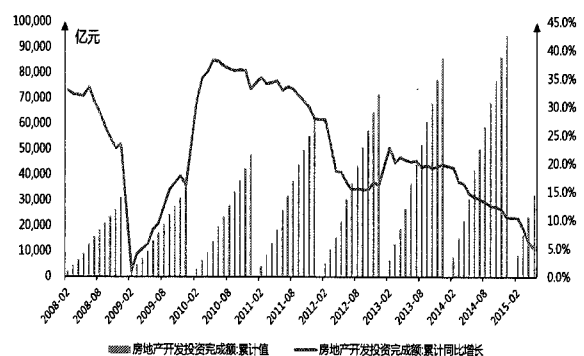
图 1：2010.02~2015.06 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。2013 年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同比增长 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，2015 年 1~5 月，全国房地产开发投资 32,291.84 亿元，同比名义增长仅为 5.1%。

图 2：2008.02~2015.05 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012 年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积 177,334 万平方米，下降 7.3%。2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工

面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年 1~5 月，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积 50,304.75 万平方米，同比下降 16.00%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012 年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，较 2011 年下降 19.5%；土地成交价款 7,410 亿元，同比下降 16.7%，降幅较 2011 年扩大 6.4 个百分点。2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.82%，土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年 1~5 月，房地产业土地购置面积 7,650.48 万平方米，同比下滑 31.00%，同期房地产业土地成交价款下滑 25.80% 至 2,191.77 亿元。

从销售情况看，2012 年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个

百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。

2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自 2014 年 5 月以来，百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年 1~5 月，全国商品房销售面积与销售额分别为 35,996.38 万平方米和 24,408.62 亿元，同比分别下降 0.20% 和上升 3.10%，出现量跌价升的形势。2015 年一季度，全国 100 个城市（新建）住宅均价亦延续 2014 年四季度下跌态势，但跌幅有所收窄，截至 2015 年 6 月，全国 100 个城市（新建）住宅均价环比上涨 0.56%，涨幅扩大 0.11 个百分点，同比下跌 2.70%，跌幅收窄 1.03 个百分点。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米。其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。但受 2015 年以来持续利好政策刺激，全国商品房待售面积环比出现下滑，截至 2015 年 6 月末，全国商品房待售面积 6.57 亿平方米，环比减少 0.02%。

表 2: 2012~2014 年房地产开发投资资金来源

指标	单位: 亿元、%		
	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中: 自筹资金	39,083	47,425	50,419
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看, 2014 年房地产开发企业到位资金 121,991 亿元, 比 2013 年下降 0.1%。结构上看, 自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位, 这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。2014 年, 自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3% 和 8.0%, 占比分别提高至 41.33% 和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看, 个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分, 在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2014 年末, 全国个人购房贷款余额为 115,278 亿元, 个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%, 房地产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。2014 年其他来源资金 49,689 亿元, 同比下降 8.8%, 该类资金占比也下降至 40.73%; 在其他来源资金中, 定金及预收款 30,276 亿元, 同比下降 12.4%, 个人按揭贷款 13,745 亿元, 同比下降 2.6%。

另外, 在抑制房地产投资性需求的同时, 政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求, 近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据, 2012~2014 年, 保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7% 和 57.2%, 连续保持高速增长。2014 年末, 保障性住房开发贷款余额达 11,364 亿元, 占同期房产开发贷款的 26.64%。

行业政策

从房地产的发展过程来看, 房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响, 房地产行业出现短暂衰退, 国家出台刺激性救市政策, 此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来, 为了遏制房价快速上涨, 国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策, 各地纷纷出台相应的细化措施, 强化行业政策的执行和监督力度。2011 年, 在“调结构, 稳物价”的大背景下, 中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地, “限购”、“限贷”等政策全面升级, 限购城市从 2010 年的不足 20 个, 大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终, 但不同城市政策导向出现差别化。年初, 国务院出台“新国五条”, 进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来, 新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定, 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。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后, 地方政府纷纷自主出台调整政策, 集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面, 南宁率先松绑限购政策, 之后其他限购城市陆续放松限购, 10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购; 对于更为重要的资金层面, 中央政府相继出台央五条、定向降准, 以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费, 支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半以来, 政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日, 中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》, 从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持; 2015 年 3 月 30 日, 中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》, 对拥有一套住房且相应购房贷款未

结清的家庭购房二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买2年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金

不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表3：2014年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》，2020年要实现常住人口城镇化率达到60%左右，户籍人口城镇化率达到45%左右
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率
2014.05	国土资源部	从2014年开始，用3年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用4年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	中国人民银行	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大发债范围等举措
2014.06	中国人民银行	从2014年6月16日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存6个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费
2014.11	中国人民银行	自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自2015年2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点；自2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、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年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应类型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买2年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定15部委要负责坚持分类指导，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
2015.05	中国人民银行	自5月11日起下调金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%；同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍
2015.06	中国人民银行	自2015年6月28日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调贷款和存款基准利率，其中，一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、住房公积金存贷款利率相应调整

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

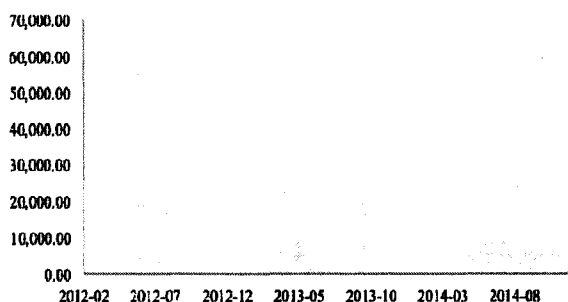
总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

行业关注

2014年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调。2014年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在2014年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从2014年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015年6月末，商品房待售面积65,666万平方米，环比下滑0.02%；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图3：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2014年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例从2013年的13.72%上升至17.19%，增加了3.47个百分点，升幅同比提升了2.51个百分点；前20和前50的房产企业同比也分别提升了4.27个百分点和5.42个百分点，提升幅度加大。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。

竞争实力

强大的股东背景，稳健的经营策略

公司控股股东上实控股的实际控制人上实集团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。1996年5月，公司控股股东上实控股（证券代码：00363.HK）在香港联交所上市。目前上实集团已形成以房地产、医药、基建、消费品以及金融股权投资等五大核心板块，确立了以上实控股为旗舰企业和境外资本运作的平台，并拥有上海医药集团股份有限公司（证券代码：02607.HK、601607.SH）、上实发展（证券代码：600748.SH）、上海上实投资发展有限公司（以下简称“上实投资”）和上海实业东滩投资开发（集团）有限公司等多家直属企业集团和上市公司。经过三十余年的发展，上实集团已成为上海在境外具有显著规模优势和竞争实力的地方代表性的中资企业之一。

作为上实集团旗下房地产业务运营平台，公司保持了稳健的项目开发策略及审慎的土地取得政策。凭借稳健的经营风格和适度发展的运营模式，

公司较好地抵御了房地产行业调控带来的市场波动，为其后续业务的发展提供了良好的支撑。

丰富的项目运作经验，较为成熟的产品线

2003年公司主营业务变更为房地产项目开发与运营，2007年公司分别以发行股票及自筹资金方式收购上海上实、上实投资及上实置业集团（上海）有限公司所持有的共计23家房地产类公司股权。经过资产重组后，公司项目储备得到较大丰富，并同时以成为拥有合理业务结构、较成熟产品线、城市布局相对集中、具有成熟开发能力和资本运营能力、发展稳健的房地产综合集成商为发展目标。在充足项目储备、合理发展思路及持续以市场化方式获取项目的基础上，公司积累了丰富的项目运作经验。

与此同时，公司还不断创新供应模式，努力形成系列口碑好、复制能力强的品牌产品。公司成立至今，先后开发建设了哈尔滨盛世江南、天津莱茵小镇、青岛上实·海上海、青岛达利广场、上海海源别墅、上海上实·海上湾、上海上海新城、重庆水天花园、成都锦绣森邻、大理洱海庄园、湖州东方国际别墅等项目。此外，公司以满足客户需求为导向，深化产品标准化研究及应用，强化成本管控措施及手段，逐渐形成了以“海上海”、“海上湾”为代表的住宅品牌，同时其别墅产品在上海市场亦取得了一定影响力。公司丰富的项目开发经验和较为成熟的产品线为其在行业市场整合加速过程中具备竞争优势。

业务运营

目前公司主要业务包括以住宅为主的商品房开发、商业物业经营及物业管理。近年来，在稳健经营策略的影响下，公司营业收入较为稳定，2012~2014年分别实现主营业务收入36.52亿元、38.90亿元和37.89亿元；2015年1~9月，公司实现收入11.78亿元，同比增长35.45%。目前公司收入主要由房屋销售收入、物业租赁收入和物业管理收入构成。其中，房屋销售收入是公司主营业务收入的主要来源，近三年占主营业务收入的比例均达到93%以上。

表 4：2012~2014 年公司主营业务收入分板块情况

单位：亿元			
业务类型	2012	2013	2014
房屋销售收入	34.24	36.44	35.45
物业租赁收入	1.71	1.81	1.83
物业管理收入	0.55	0.65	0.61
提供劳务	0.02	0.003	0.003
合计	36.52	38.90	37.89

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产项目开发运营

近年来在房地产调控持续的背景下，同时受到开发项目各地政府相关政策的影响，公司开发节奏有所波动。2012~2014年及2015年1~9月公司开复工面积分别为146.35万平方米、87.70万平方米、167.48万平方米和161.43万平方米，同期竣工面积分别为58.65万平方米、10.57万平方米、56.44万平方米和11.60万平方米。其中2014年公司根据市场变化和自身业务发展规划相应加快了房地产开发节奏，当年开竣工面积均较上年大幅提高。从重点投资项目来看，2014年公司聚焦青岛、青浦和泉州三大核心项目，全力推进项目开发，其中青岛“国际啤酒城”除两栋预留的超高层建筑外已实现全面开工建设，一期项目竣工交付，二期（I）、主商项目实现结构封顶；青浦朱家角“和墅”项目实现工程竣工；泉州“海上海”在规划方案获批基础上实现工程开工。同时，公司加快产品标准化研发、绿色建筑推广及BIM、PC等技术应用，持续增加在住宅产业化方面的技术投入及成果积淀，推动公司产品开发模式加速向标准化、产业化转型发展。

表 5：2012~2014 年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元				
项目	2012	2013	2014	2015.Q3
竣工面积	58.65	10.57	56.44	11.60
开复工面积	146.35	87.70	167.48	161.43
销售面积	21.30	33.90	25.44	12.04
销售金额	25.40	39.70	38.75	16.76

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2014年末，公司主要在建项目有9个，拟建项目4个，规划建筑面积合计约410.68万平方米。项目区域分布方面，目前公司房地产开发区域主要集中在上海、青岛、天津、成都和湖州等地。

其中,2014年公司上海地区项目规划总建筑面积占比约为20.95%,包括上海海源别墅、上海金山海上纳缇等项目;青岛地区在建项目为青岛国际啤酒城项目,规划总建筑面积占比约为19.08%;成都地区在建项目为成都·海上海项目,占当年复工面积的29.06%。

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。近三年来,公司下属项目股权转让主要包括2012年公司青岛上实瑞欧置业有限公司¹50%股权转让于历冠投资有限公司(Perfect Vantage Investments Limited),转让价格为11.83亿元。2013年公司将湖州湖滨投资发展有限公司和湖州湖鸿投资发展有限公司²的100%股权转让于湖州吴兴南太湖建设投资有限公司,转让价格合计0.88亿元。

2014年以来,公司将所持有的上海丰启置业有限公司合计51%股权转让给上海城投置地(集团)有限公司,转让价格共8.55亿元。项目公司的股权转让使得公司获得了良好的投资收益,并有利于优化其现金流,从而保证项目的顺利运行。与此同时,根据公司投资策略调整要求及青岛啤酒城项目的实际开发情况,公司收购陆家嘴国际信托有限公司持有的上实发展(青岛)投资开发有限公司16.02%的股权,转让价格为70,200万元;收购宝宏(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)持有的上实发展(青岛)投资开发有限公司23.52%股权,合计转让价格为110,800万元。此外,公司通过全资子公司上海上实城市发展投资有限公司收购上海和齐股权投资基金合伙企业(有限合伙)持有的成都上实置业有限公司49.60%股权,转让价格为72,120万元。

2015年5月,根据公司公告的非公开发型股票预案,公司拟非公开发行股份募集资金总额不超过60亿元,其中现金部分认购规模不超过58.61亿元,扣除发行费用后将用于收购上海上投控股有限公

司(以下简称“上投控股”)100%股权、投资青岛国际啤酒城改造项目二三期工程、收购上海龙创节能系统股份有限公司(以下简称“龙创节能”)42.3549%股份、对龙创节能增资以偿还银行借款并补充流动资金;2015年12月22日,公司收到中国证券监督管理委员会出具的《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》(证监许可[2015]2989号),批复核准公司非公开发型不超过412,725,709股新股。上述募投项目的实施将有助于公司扩大规模并提升在房地产业务板块的业务能力及盈利水平。

从项目的签约和销售情况来看,近年来公司加大青浦朱家角“海上湾”、上海金山“海上纳缇”、成都“海上海”等重点项目的产品去化及资金回笼力度,2012~2014年公司分别实现销售面积21.3万平方米、33.9万平方米和25.44万平方米;销售签约金额25.4亿元、39.7亿元和38.75亿元。从销售区域分布来看,2014年上海、天津、哈尔滨、成都和青岛销售金额占当年签约金额的比例分别为17.46%、4.21%、7.52%、8.36%和60.34%。2015年1~9月,公司实现销售面积12.04万平方米,签约销售金额16.76亿元。

土地储备

近年来受土地市场持续调整的影响,公司在新项目获取上保持了较为审慎的态度,以“深耕布局区域,重点回归上海”作为拓展重点,选择重点城市、重点区域实现有效突破,以合理的成本通过多种方式、多种途径适度增厚资源储备。2014年,公司在上海嘉定、浙江杭州各获取两幅地块,累计新增土地储备46.5万平方米。截至2015年9月末,公司土地储备面积合计达139.67万平方米;从土地储备的区域分布来看,上海、泉州、青岛土地储备面积占比分别为65.76%、20.18%和6.84%。

此外,2015年11月4日公司通过竞买方式竞得浙江省湖州市吴兴区东部新区HD35-2E、BLD35-2两地块的国有建设用地使用权,分别位于湖州东部新区西侧及东部新区中央商务区,地块面积分别为11.56万平方米和6.85万平方米,地块成交价格分别为4.77亿元和2.72亿元。2015年11月

¹ 青岛上实瑞欧置业有限公司是为了开发位于青岛市黄岛区的唐岛湾项目而成立的项目公司,该项目总占地面积33.58万平方米,地上总建筑面积约43万平方米。

² 湖州湖鸿投资发展有限公司及湖州滨湖投资发展有限公司是负责湖州市八里店镇商业用地项目开发的项目公司。

26日,公司下属子公司上海虹晟投资发展有限公司(以下简称“虹晟投资”)通过竞买方式竞得上海市虹口区提篮桥街道HK324-01号地块的国有建设用地使用权,项目地处虹口区北外滩区域,总占地面积约为2.3037万平方米,地块用地性质为商办用地,总成交价为32.6亿元;同期,虹晟投资引入入新股东宁波梅山保税港区兴晟惠通投资中心(有限合伙)(以下简称“兴晟惠通”)后,兴晟惠通持有虹晟投资51%股权。

表6:截至2015年9月30日公司土地储备情况

单位:宗、万平方米

区域	地块数目	宗地面积
上海	6	91.85
青岛	2	9.56
湖州	1	1.04
泉州	5	28.18
杭州	1	5.96
重庆	1	3.08
合计	16	139.67

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

未来,公司将立足于上海、青岛、成都以及杭州等城市,通过收购项目公司及与当地开发商联合开发等方式,有计划、有步骤地增加土地储备,但同时其土地及项目储备的扩充亦将提高公司对资本支出的需求。

持有型物业租赁及物业管理

公司持有型物业集中在上海地区,截至2014年末,持有型物业可出租面积为28.52万平方米,主要包括高阳宾馆及高阳商务中心、仲盛大厦、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。

近年来公司持有型物业出租情况良好,除成都物业外,其余出租率均维持在97%以上,2012~2014年公司分别实现租赁业务收入1.71亿元、1.81亿元和1.83亿元。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。

物业管理方面,公司下属上海上实物业管理服务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。截至2014年12月31日,公司物业管理物业面积为1,256.67万平方米2012~2014年公司分别实现物业管理费收入0.55亿元、0.65亿元和0.61亿元。

此外,近年来公司积极通过地产产业链延伸和新产业拓展推动多元化布局,初步形成以东滩项目为核心的养老产业、以“上海实银股权投资基金管理中心”、“嘉兴银锐远略投资合伙企业”为平台的金融地产等多元产业运作平台,并战略投资誉德动力、发起设立云图科技,为公司在节能环保、智慧城市等绿色环保产业的拓展赢得良好开局,逐步开辟、培育全新盈利增长点,为公司持续、稳健发展奠定基础。

整体而言,受房地产市场环境影响,公司不断调整开发策略及项目推进速度,销售收入出现一定波动,但公司较好的品牌优势以及持续增加的项目储备将进一步提升公司的整体竞争力,同时商业租赁及物业管理业务亦为公司带来了较为稳定的收入补充。不过,目前公司进入区域仍较为有限,在建项目后续投资亦给公司带来一定的资本支出压力。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规规定,制订并不断完善了各项管理办法、议事规则和工作程序,建立了股东大会、董事会、监事会和管理层“三会一层”的法人治理结构,董事会下设战略与投资、审计、薪酬与考核、提名四个专门委员会,监事会定期召开监事会会议,监事列席董事会发挥法定监督职能,形成了科

学有效的职责分工和制衡机制，明确了决策、执行、监督等方面职责权限，保证了“三会”及专门委员会运作规范、程序完善。

公司依据“规范、简明、适用”的原则组织完成了各项规章制度体系的编制工作，并根据实际工作需要进行动态补充和完善，目前公司制度分为公司治理、综合管理、项目运营三大类共 156 项，全部在公司内网上公布。公司根据业务及管理需要，不断优化管控模式，强化预算和资金管理。公司各部门岗位职责明确，公司对控股子公司重大业务、投资决策、资金运用、重要人事任免等实行集中管理，对具体业务实行授权管理，对董、监事、经营管理层、财务负责人等人员实行委派制。

公司监事会、董事会审计委员会负责对董事、高级管理人员的管理行为进行监督，同时审查公司内控及内审制度、检查公司财务情况。公司审计部负责内控制度的建立和完善，根据董事会审计委员会的内审工作计划，定期或不定期对公司及子公司进行内部审计和内控检查评价工作，并紧密围绕经营管理的重点，以提高审计质量，强化审计职能为宗旨，积极推进常规经济责任审计、经营管理审计和专项审计调查。通过内部控制的检查监督，对公司加强经营管理、健全内部控制制度、防范经营风险、提高经营效益等方面起到了应有的作用。

内部控制

在内部控制方面，公司在融资管理、全面预算管理、信息披露以及内部监督等方面建立了一系列的规章制度。

在融资管理方面，公司财务部是融资管理的职能和调配中心，负责统一部署融资管理工作。其主要职责为负责公司及直属公司的融资管理，制定融资管理办法，制定年度融资计划；提出融资事项具体方案，并负责落实；提出或审查公司重点项目的长期负债融资方案；负责公司各级企业的统一筹融资事务，实现资金的统筹平衡；负责对公司所有筹集资金的使用监督与管理；负责协调与相关金融机构的业务合作关系等。

在信息披露方面，公司制订了《信息披露管理办法》等相关制度。同时，为进一步规范公司内幕

信息管理，保护广大投资者利益，公司根据监管部门要求，进一步完善了内幕信息知情人管理制度，并严格履行《内幕信息知情人登记管理制度》。

内部控制监督方面，公司建立了包括董事会审计委员会、监事会、审计部、总部对项目公司的联合检查等多层次的内部控制监督检查体系。其中，公司董事会审计委员会负责监督内部控制的建立健全和有效实施，并对内部控制自我评价情况进行审议监督。审计委员会定期听取内部审计工作报告，及时掌握公司可能存在的内部控制风险，督促重大问题的整改，并积极沟通外部审计，对重点领域提出监督要求。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

根据公司制定的发展规划，在战略布局上，公司将始终坚持以上海为核心，向长三角、华东地区辐射，环渤海和西南地区为两翼的区域布局，选择重点区域和城市重点突破，适时择优储备高品质项目，深耕布局区域，平衡地域性差异，使公司业务保持循序稳进发展。

在业务结构上，公司坚持以住宅地产开发为主，兼顾商业地产的开发及运营，适时、适度增加不动产物业持有量，在创新物业管理模式、提升物业管理水平的基础上适度扩展物业管理规模。根据外部宏观经济形势变化及房地产行业整体发展趋势，公司将以“把握机遇，提高效率，改革创新，加快发展”为工作主题，锐意改革进取，加快发展进程；坚守主营业务，适度多元发展；拓宽融资渠道，保持财务稳健；做好策略联盟，发挥集成作用。

项目开发上，聚焦公司青浦、青岛、泉州三大核心项目，结合项目开发阶段、产品结构及所处区域等特点，充分整合优势资源，优化细化开发计划，准确策划产品定位，力争将青岛“国际啤酒城”、泉州“上实海上海”打造成具有代表性的、有特色的地标性项目。项目拓展上，公司将平衡区域布局，细

化投资方略，选择重点城市、重点区域实现有效突破，以合理的成本通过多种方式、多种途径适度增厚资源储备。同时，适时启动多元化布局，有效整合内外部资源，参与养老产业，推动公司业务多元发展。

不动产经营方面，积极应对客户结构变化和调整，持续提升租赁物业品质和服务，并择机、适度增加公司优质不动产物业的持有量。物业管理方面，持续优化管业结构，积极推进服务创新，为公司未来在房地产服务领域的开拓提供支撑。

在资金和融资管理方面，公司一方面加大销售力度，加快资金回笼，利用资金管控平台，做好资金使用计划，合理安排资金使用，提高资产运营效率以及提高资金使用效率；同时与银行保持良好的合作关系，争取银行贷款授信额度有所增加，及时取得银行贷款；另一方面，拓宽多元化融资渠道，公司还将积极寻找战略合作伙伴，共同开发未来新项目。

总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

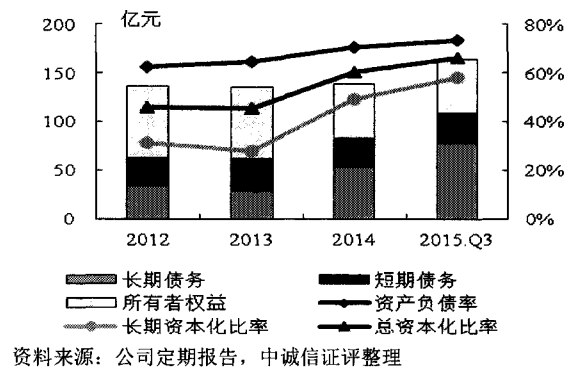
下列财务分析主要基于公司提供的经上会会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年合并财务报告，以及未经审计的 2015 年度 3 季报合并财务报表，其中 2012、2013 年财务数据进行了重述。

资本结构

公司经营策略较为稳健，近年来其资产规模未出现明显增长。2012~2014 年末公司总资产分别为 198.13 亿元、209.05 亿元和 187.48 亿元；同期公司所有者权益分别为 74.15 亿元、73.73 亿元和 55.28 亿元。其中 2014 年公司溢价收购子公司上实发展（青岛）投资开发有限公司和成都上实置业有限公司，少数股东权益相应减少及收购溢价对冲资本公积，导致当年公司总资产及所有者权益均有所下降。负债方面，公司 2012~2014 年负债总额分别为 123.98 亿元、135.32 亿元和 132.20 亿元，负债规模基本保持平稳。

受此影响，2014 年公司资产负债率和总资本化比率分别增至 70.51% 和 60.07%，净负债率为 76.11%。与行业内其他房地产上市企业相比，公司负债比率处于行业中等水平。截至 2015 年 9 月 30 日，公司总资产和负债合计分别为 208.53 亿元和 153.15 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 73.44% 和 66.23%。

图 4：2012~2015.Q3 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

表 7：截至 2014 年 12 月 31 日公司与部分房地产上市公司资本结构比较

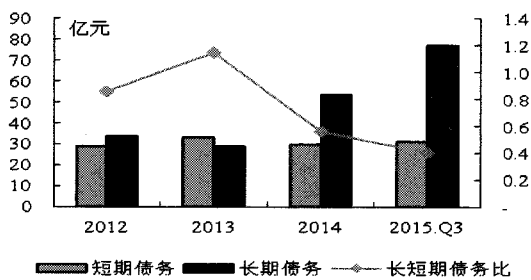
公司	总资产	资产负债率	净负债率
万科 A	5,084.09	77.20	5.41*
招商地产	1,516.92	71.16	33.39
金地集团	1,246.67	67.50	60.15
荣盛发展	757.92	79.58	138.50
信达地产	377.14	78.18	184.05
福星股份	287.79	72.06	146.16
上实发展	187.48	70.51	76.11

注：*鉴于万科企业应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息；“交易性金融负债”为利率互换契约，是公司用于对冲利率风险的产品，按照“实质重于形式”原则，本报告中万科企业“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”和“交易性金融负债”；

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

从债务期限结构看，为配合房地产项目较长的开发周期，公司债务期限结构以长期债务为主，近年来随着长期借款的滚动到期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）有所波动，2012~2014 年及 2015 年 9 月末，公司短期债务与长期债务的比例分别为 0.86、1.15、0.56 和 0.41。整体来看，目前公司以长期债务为主的融资结构与其业务特点较为匹配，且随着本期债券成功发行，其债务期限结构将得到进一步优化。

图 5: 2012~2015.Q3 公司债务期限结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 受所有者权益的下降及债务规模的持续上升的影响, 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

公司资产以流动资产为主, 2012~2014 年公司流动资产合计分别为 173.09 亿元、183.43 亿元和 161.90 亿元, 流动资产占总资产的比重分别为 87.36%、87.74%和 86.36%。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, 2014 年末两项占流动资产的比重为 88.32%。近年来受项目开发节奏及公司债券募集资金到位的影响, 公司货币资金较为充裕, 截至 2014 年末和 2015 年 9 月 30 日公司货币资金占流动资产比率分别为 25.39%和 26.48%, 处于行业较高水平。

表 8: 2012~2014 年末公司流动资产分析

指标	2012	2013	2014
流动资产/总资产	87.36%	87.74%	86.36%
存货/流动资产	60.03%	52.26%	62.94%
货币资金/流动资产	30.78%	37.56%	25.39%
(存货+货币资金)/流动资产	90.82%	89.82%	88.32%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

表 9: 截至 2014 年 12 月 31 日公司与部分房地产

公司	上市公司流动资产比较		
	流动资产/总资产	货币资金/流动资产	存货/流动资产
万科 A	91.42%	13.49%	68.36%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金融街	78.12%	11.78%	74.03%
荣盛发展	95.67%	8.12%	71.74%
信达地产	94.12%	7.73%	84.98%
福星科技	75.11%	5.66%	55.08%
上实发展	86.36%	25.39%	62.94%

资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

存货方面, 近年来公司土地储备策略较为谨慎, 但受项目开发节奏调整影响, 公司存货规模呈现小幅波动。2012~2014 年末公司存货净额分别为 103.91 亿元、95.86 亿元和 101.90 亿元。从存货结构来看, 公司存货主要由房地产开发成本和房地产开发产品构成, 截至 2014 年末公司房地产开发成本和房地产开发产品占比分别为 63.71%和 36.28%。其中开发产品主要包括上海金山海上纳缇、上海青浦和墅一期、成都海上海项目、湖州海上湾等项目未售现房, 以上部分项目以别墅等高端住宅为主的定位使其去化速度较慢, 公司开发产品占存货的比例较高。

表 10: 2012~2014 年公司存货明细

项目	单位: 亿元		
	2012	2013	2014
存货	103.91	95.86	101.90
开发成本	70.78	76.64	64.92
开发产品	33.13	19.21	36.97

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。2012~2014 年, 公司存货周转效率分别为 0.22 次、0.23 次和 0.26 次, 同期总资产周转率为 0.19 次、0.19 次和 0.19 次, 与同行业上市企业相比, 公司资产周转速度处于较低水平。

表 11: 2014 年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	货币资金/短期债务
万科 A	0.32	0.30	2.75
招商地产	0.30	0.30	2.32
金融街	0.33	0.27	0.64
荣盛发展	0.34	0.34	0.35
信达地产	0.13	0.16	0.37
福星科技	0.43	0.24	0.19
上实发展	0.26	0.19	1.38

资料来源: 聚源数据, 中诚信证评整理

现金流方面, 受销售进度以及开发节奏变动影响, 公司近年来经营性净现金流呈现较大波动, 2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 1.44 亿元、23.23 亿元和-19.20 亿元; 2015 年 1~9 月, 公司经营活动净现金流为-6.92 亿元。同期, 公司对外收购子公司股权, 2014 年公司投资性现金净额为

-15.76 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 2014 年末，公司的货币资金余额为 41.10 亿元，同比下降 40.35%，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 1.38 倍，同比有所下降，但仍可对其短期债务形成覆盖。

表 12：2012~2015.Q3 公司部分流动性指标

项目	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金（亿元）	53.28	68.90	41.10	48.54
经营活动现金流净额（亿元）	1.44	23.23	-19.20	-6.92
经营净现金流/短期债务	0.05	0.70	-0.65	-0.49
货币资金/短期债务	1.84	2.09	1.38	1.55

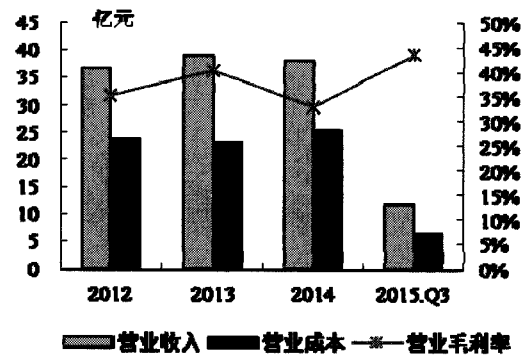
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司开发产品占存货的比例较高，资产周转速度较慢，且随着在建项目的持续投入和项目销售回笼的不确定性，经营性现金流将承受一定压力。不过，公司充裕的货币资金对短期债务仍形成了充分的保障。

盈利能力

从收入规模看，受房地产调控和项目开发及销售进程的影响，公司营业收入表现出一定的波动性，2012~2014 年公司分别实现营业收入 36.67 亿元、39.05 亿元和 38.03 亿元。毛利率方面，2014 年受开发周期较长导致成本上升及结算产品结构调整影响，公司 2014 年营业毛利率下滑至 32.98%，但仍处于行业较高水平。此外，我们也关注到，公司 2014 年末预收款项金额为 5.73 亿元，较上年同比下降 72.38%；占同期营业收入的 15.07%，预收账款的大幅下降或对未来公司业绩产生较大影响。截至 2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 11.78 亿元，毛利率为 43.46%。

图 6：2012~2015.Q3 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012~2014 年公司期间费用合计 3.37 亿元、3.67 亿元和 3.90 亿元，呈逐年增长态势。其中，2014 年公司销售费用 0.84 亿元主要系业务费、展览宣传费和广告费等；管理费用 1.66 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，2014 年财务费用增至 1.39 亿元。

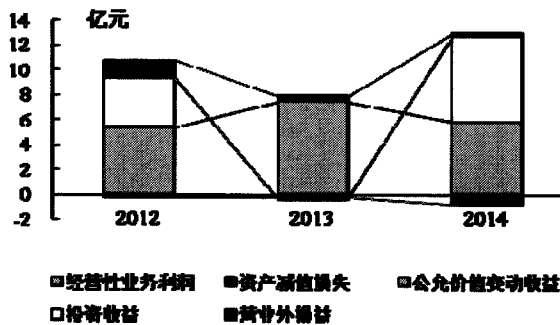
表 13：2012~2014 年公司三费分析

项目	2012	2013	2014
销售费用（亿元）	0.69	0.98	0.84
管理费用（亿元）	1.49	1.52	1.66
财务费用（亿元）	1.19	1.16	1.39
三费合计（亿元）	3.37	3.67	3.90
营业收入（亿元）	36.67	39.05	38.03
三费收入占比（%）	9.19	9.39	10.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润及投资收益构成，近年来受营业收入规模波动影响，公司经营性业务利润亦呈现一定波动，2012~2014 年公司经营性业务利润分别为 5.38 亿元、7.47 亿元和 5.81 亿元；投资收益方面，2012 年公司转让合营企业青岛上实瑞欧置业有限公司 50% 股权确认投资收益 4.47 亿元，2014 年公司转让上海丰启置业有限公司 51% 股权确认投资收益 6.75 亿元。综上，2012~2014 年公司利润总额分别为 10.62 亿元、7.63 亿元和 12.30 亿元。

图 7：2012~2014 年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

表 14：2014 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.94%	19.08%
招商地产	37.33%	14.75%
金融街	30.62%	12.59%
荣盛发展	33.30%	26.02%
信达地产	35.79%	10.28%
福星科技	18.64%	8.88%
上实发展	32.98%	16.62%

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

总体来看，受行业景气度影响，公司收入规模及毛利水平均呈现一定波动，但其仍具有较为可观的初始盈利空间。同期，股权出让收益亦对利润形成较好补充。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模呈增长态势。2012~2014 年公司总债务分别为 62.58 亿元、61.64 亿元和 83.18 亿元，三年年均复合增长率为 15.28%。另截至 2015 年 9 月 30 日，公司总债务增加至 108.62 亿元，其中短期债务 31.34 亿元，长期债务 77.27 亿元。

从主要偿债能力指标来看，由于近年来公司利润总额有所波动，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 12.85 亿元、10.08 亿元和 15.16 亿元，同期公司总债务/EBITDA 分别为 4.87 倍、6.12 倍和 5.49 倍，EBITDA 利息倍数分别为 3.46 倍、2.44 倍和 4.57 倍，但考虑到公司利润主要来自于股权出让收益，该收益不具备可持续性，因此公司实际偿债能力弱于指标所示。

表 15：2012~2014 年公司主要偿债能力指标

	2012	2013	2014
短期债务 (亿元)	28.91	32.97	29.73
长期债务 (亿元)	33.67	28.67	53.45
总债务 (亿元)	62.58	61.64	83.18
经营净现金流利息倍数 (X)	0.39	5.62	-5.79
经营净现金流/总债务 (X)	0.02	0.38	-0.23
EBITDA (亿元)	12.85	10.08	15.16
总债务/EBITDA (X)	4.87	6.12	5.49
EBITDA 利息倍数 (X)	3.46	2.44	4.57

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司对外担保余额为 3 亿元，全部系公司下属子公司为商品房承购人提供的阶段性抵押贷款担保。

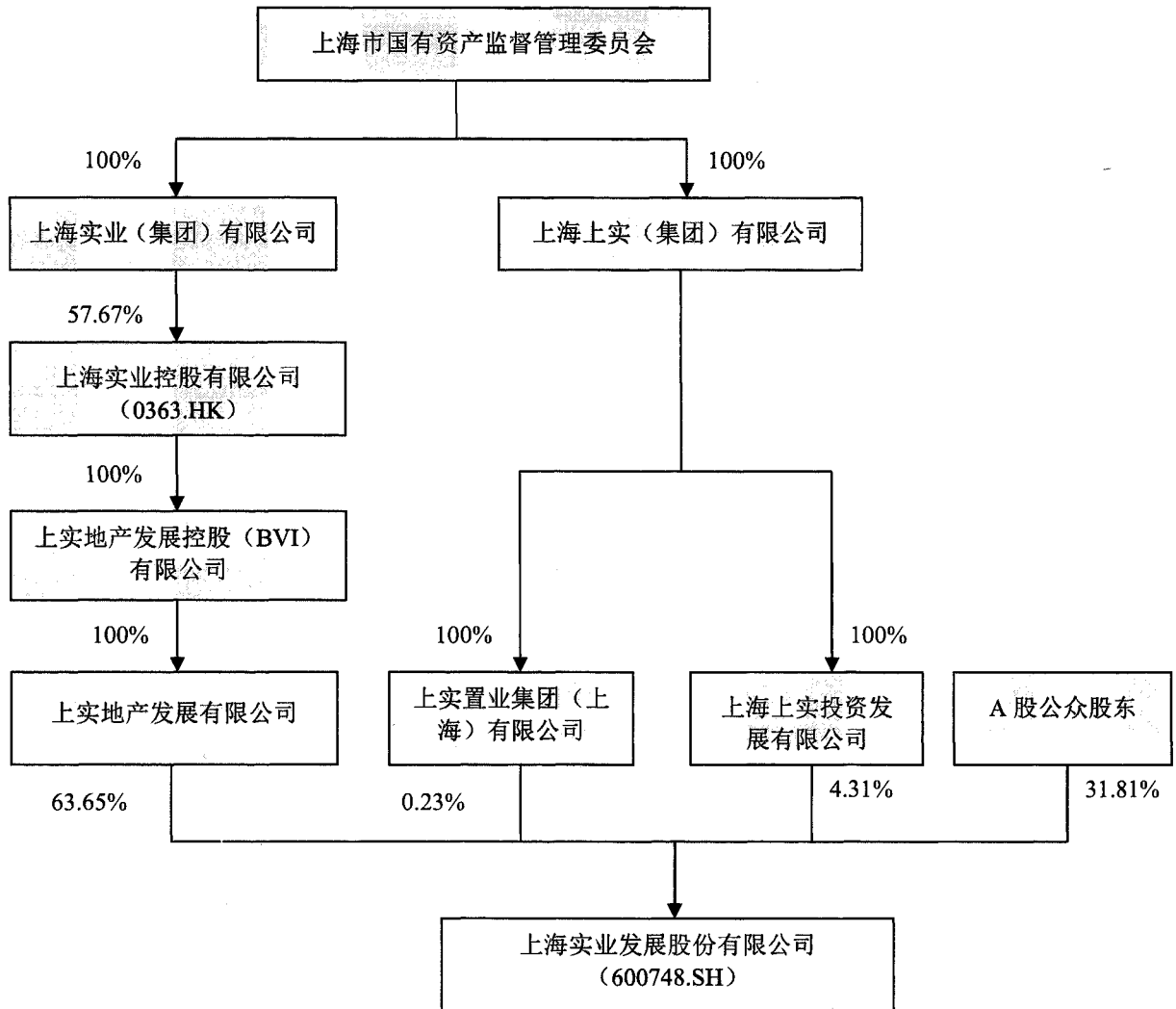
财务弹性方面，截至 2015 年 9 月 30 日，公司拥有的银行授信总额为 104.60 亿元，未使用授信余额为 23.92 亿元。此外公司还通过资本市场债权融资、委托借款、信托借款等多种渠道进行融资，具备一定的财务弹性。

整体来看，近年来上实发展部分产品较为高端的定位使其去化速度偏慢，资产周转效率不高，整体盈利能力有待加强。不过，考虑到公司充裕的货币资金对债务本息的保障，且债务期限结构较为合理，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具备很强的偿债能力。

结论

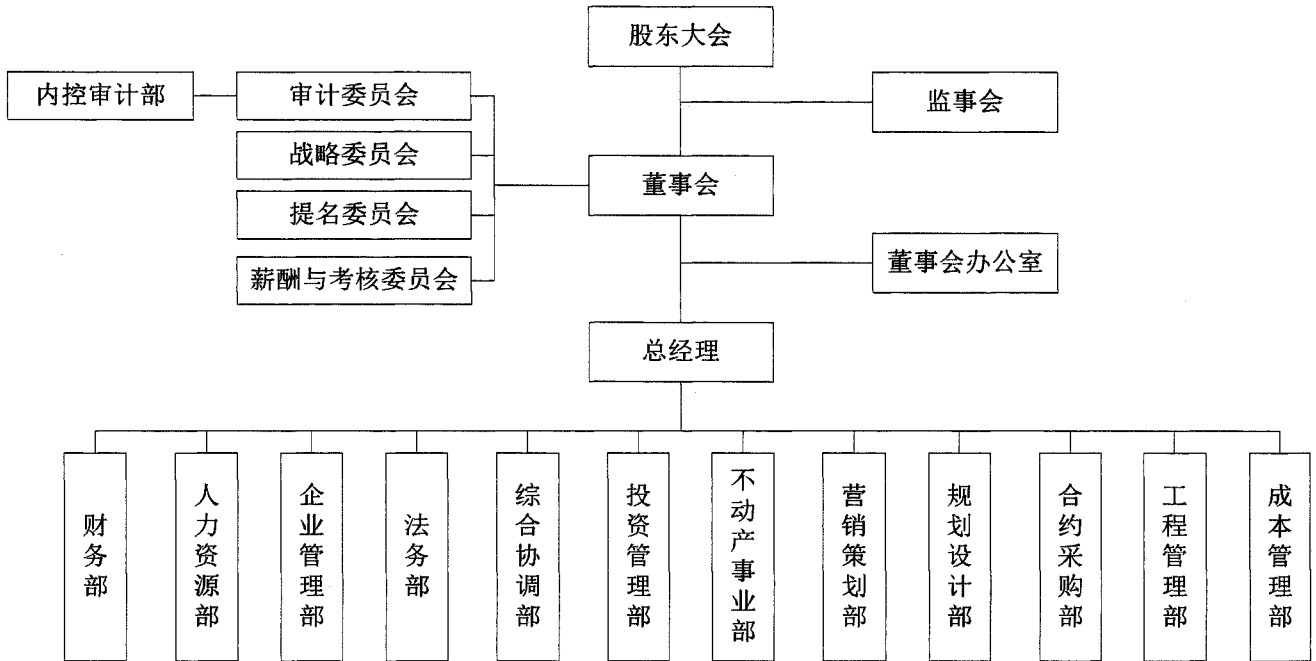
综上，中诚信证评评定上海实业发展股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”信用级别为 **AA**。

附一：上海实业发展股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 9 月 30 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结构图（截至 2015 年 9 月 30 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指标

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.Q3
货币资金	532,825.56	688,989.91	410,991.06	485,350.40
应收账款净额	228.29	135.61	2,972.86	297.89
存货净额	1,039,133.65	958,560.82	1,018,956.87	1,107,928.36
流动资产	1,730,918.43	1,834,279.26	1,619,017.11	1,833,193.85
长期投资	74,563.33	76,605.83	82,944.22	83,936.48
固定资产合计	171,174.45	176,155.26	171,477.77	167,877.79
总资产	1,981,282.72	2,090,502.32	1,874,771.65	2,085,312.05
短期债务	289,100.00	329,651.12	297,300.00	313,449.59
长期债务	336,735.76	286,700.00	534,450.00	772,719.43
总债务（短期债务+长期债务）	625,835.76	616,351.12	831,750.00	1,086,169.03
总负债	1,239,788.60	1,353,157.28	1,321,969.00	1,531,534.94
所有者权益（含少数股东权益）	741,494.12	737,345.04	552,802.64	553,777.10
营业总收入	366,666.96	390,462.01	380,310.21	117,804.04
三费前利润	87,527.71	111,315.30	97,137.44	39,826.26
投资收益	39,617.44	-367.42	68,500.61	21,902.11
净利润	77,337.59	51,936.76	91,865.09	20,038.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	128,492.60	100,788.03	151,624.09	-
经营活动产生现金净流量	14,388.52	232,324.58	-192,012.33	-69,246.56
投资活动产生现金净流量	37,377.18	-342.16	-157,621.99	-48,084.96
筹资活动产生现金净流量	119,066.16	-75,164.38	58,733.86	194,881.08
现金及现金等价物净增加额	171,278.42	156,164.36	-290,815.45	77,600.13
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q3
营业毛利率（%）	35.23	40.20	32.98	43.46
所有者权益收益率（%）	10.43	7.04	16.62	4.82
EBITDA/营业总收入（%）	35.04	25.81	39.87	-
速动比率（X）	0.77	0.82	0.76	0.96
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.38	-0.23	-0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.70	-0.65	-0.49
经营活动净现金/利息支出（X）	0.39	5.62	-5.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	2.44	4.57	-
总债务/EBITDA（X）	4.87	6.12	5.49	-
资产负债率（%）	62.58	64.73	70.51	73.44
总资本化比率（%）	45.77	45.53	60.07	66.23
长期资本化比率（%）	31.23	28.00	49.16	58.25
净负债率（%）	12.54	-9.85	76.11	108.49

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、2015. Q3 的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

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+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

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=净债务/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

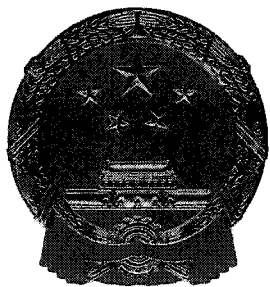
等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受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

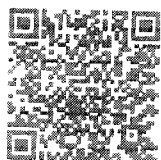
评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



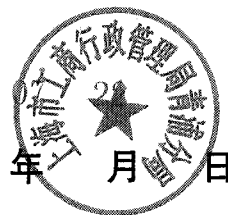
营业执照

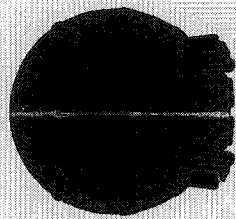
注册号 310229000312932
证照编号 29000000201407221360

名称	中诚信证券评估有限公司
类型	一人有限责任公司(法人独资)
住所	青浦区新业路599号1幢968室
法定代表人	关敬如
注册资本	人民币5000.0000万元整
成立日期	1997年8月20日
营业期限	1997年8月20日至2017年8月19日
经营范围	证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。 【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



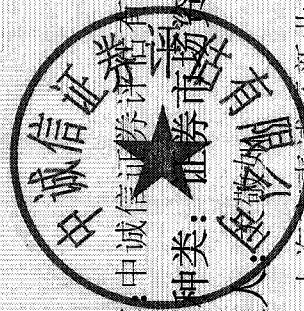
登记机关 关





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中诚信证券评估有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：孙敬刚

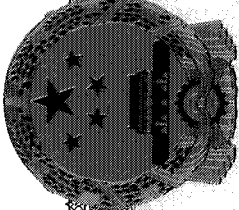
注册地址：上海市青浦区新业路599号1幢968室

编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日



税务登记证

国 税 沪 字 310229134618359 号
地

纳 税 人 名 称 : 中 诚 信 证 券 评 估 有 限 公 司

法 定 代 表 人 (负 责 人) : 关 毅

地 址 : 上 海 市 青 浦 区 新 业 路 599 号 1 幢 968 室

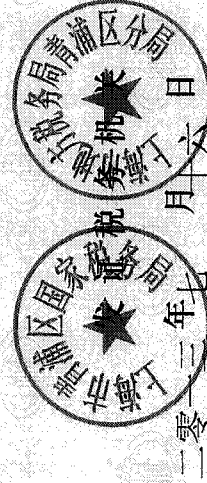
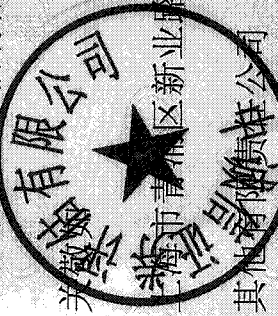
登 记 注 册 类 型 : 其 他 有 限 责 任 公 司

经 营 范 围 :

证 券 市 场 资 信 评 估 服 务 , 实 业 投 资 评 价 服 务 , 企 业 资 信 评 价 服 务 , 实 业 投 资 , 资 产 管 理 , 金 融 咨 询 , 企 业 形 象 策 划 , 企 业 咨 询 服 务 , 电 子 高 科 技 产 品 开 发 经 营 , 附 一 分 支 。 (涉 及 行 政 许 可 的 , 凭 许 可 证 经 营)

批 准 设 立 机 关 : 工 商 行 政 管 理 局

扣 缴 义 务 : 依 法 确 定



中华人民共和国 组织机构代码证

代 码: **13461835-9**



机 构 名 称: 中诚证券评估有限公司

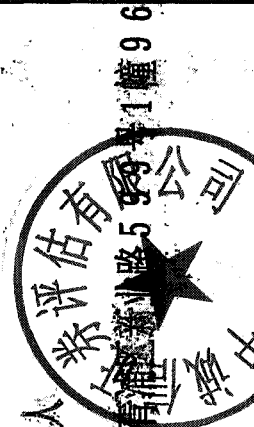
机 构 类 型: 企业法人

地 址: 上海市浦东新区新金桥路599号1幢908室

有 效 期: 自二〇一二年四月二十五日至二〇一六年四月二十四日截止

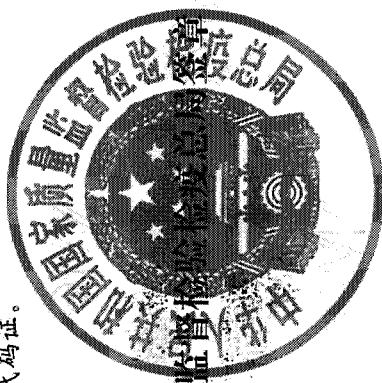
颁 发 单 位: 上海市质量技术监督局

登 记 号: 沪质监登字[2012]第5177号



说 明

1. 中华人民共和国组织机构代码是组织机构在中华人民共和国境内唯一的, 始终不变的法定代码标识, 《中华人民共和国组织机构代码证》是组织机构法定代码标识的凭证, 分正本和副本。
2. 《中华人民共和国组织机构代码证》不得出租、出借、冒用、转让、伪造、变造、非法买卖。
3. 《中华人民共和国组织机构代码证》登记项目发生变化时, 应向发证机关申请变更登记。
4. 各组织机构应当按规定接受发证机关的年度检验。
5. 组织机构依法注销、撤销时, 应向原发证机关办理注销登记, 并交回全部代码证。



中 华 人 民 共 和 国

国 家 质 量 监 督 检 验 总 局

年 检 记 录

●	年 月 日	年 月 日	年 月 日
	年 月 日	年 月 日	年 月 日

NO.2011 4415994

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李诗哲, 证件号码:42108119900830004X, 于2011年11月26日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

2011111101467701



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



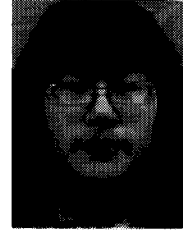
李诗哲, 证件号码:42108119900830004X, 于2015年07月26日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息

201508312778846031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



庞珊珊，证件号码:370703198906290049于2011年03月05日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息



2011033103985501

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



庞珊珊，证件号码:370703198906290049于2013年03月23日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn信息



2013043121965404

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



龚天璇，证件号码:310104198712224046于2010年12月04日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



2010123103545501

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



龚天璇，证件号码:310104198712224046于2010年12月04日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.org.cn核对信息



2010123103545604