

上海世博土地控股有限公司及其发行的公开发行债券

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(2022) 100987】

评级对象: 上海世博土地控股有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	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
20 世博 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 12 日
20 世控 02	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 3 日
21 世控 01	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 1 月 20 日
21 世控 02	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2021 年 3 月 15 日

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	49.81	32.50	21.45	19.22
刚性债务	139.24	151.81	158.29	158.91
所有者权益	164.04	166.49	172.89	172.93
经营性现金净流入量	28.42	23.24	-11.91	-2.17
合并数据及指标:				
总资产	370.76	380.33	389.38	388.35
总负债	185.97	193.06	200.61	199.44
刚性债务	144.96	154.66	169.98	170.35
所有者权益	184.79	187.26	188.76	188.91
营业收入	10.32	27.81	18.78	2.62
净利润	4.60	2.47	1.74	0.15
经营性现金净流入量	24.68	14.19	-13.13	-2.02
EBITDA	16.45	12.04	11.27	—
资产负债率[%]	50.16	50.76	51.52	51.36
权益资本与刚性债务比率[%]	127.48	121.08	111.05	110.89
流动比率[%]	229.23	453.04	312.77	462.29
现金比率[%]	63.23	82.24	38.11	55.17
利息保障倍数[倍]	1.52	1.51	1.20	—
净资产收益率[%]	2.53	1.33	0.92	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	28.41	19.30	-21.89	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.05	-13.05	-10.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	1.73	1.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.08	0.07	—

注: 根据世博土控经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张佳 zhangjia@shxsj.com
林巧云 lqy@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)对上海世博土地控股有限公司(简称“世博土控”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的公开发行债券的跟踪评级反映了 2021 年以来世博土控在区域经济环境、资产质量及现金储备等方面保持优势,同时也反映了公司在项目和股权投资、资金占款等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域环境良好。**世博土控业务集中于上海地区,近年来上海市经济总量位列全国各直辖市首位,为公司经营发展提供了有利的外部条件。世博区域良好的后续规划也为公司未来经营与投资奠定了良好的基础。
- **资产质量优质。**世博土控持有租赁物业及在建物业项目大多位于上海世博园及周边地块,区域发展规划较好,公司资产所处区域位置佳,资产质量高,且持有物业基本按成本模式计量,市场价值较高且变现能力较强。
- **现金储备充裕。**受益于土储中心返还的土地开发成本资金的完全到位,世博土控现金储备较充裕,对到期债务的偿付形成一定保障。
- **政府及股东支持。**世博土控作为世博会期间筹备及运营的参与主体、目前世博区大部分商业资产持有主体,有政府支持历史,在业务运营、优质资源获取等方面可获得股东支持。

主要风险:

- **政策调控风险。**近年来政府持续通过产业政策、税收政策及信贷政策等方式对国内住宅物业、商业物业开发等实施调控,世博土控未来物业开发仍面临政策调控风险。
- **疫情与政策影响。**2022 年以来疫情反复,上海市实施严格的封控措施,世博土控按国资委规

定落实租金减免相关政策，商业租赁物业的租金收现面临一定程度减收。

- **项目与股权投资压力。**目前世博大控在建项目面临一定资本支出压力；近期公司通过股权投资、与其他投资方共设基金等方式布局一线城市地产项目，股权与基金投入规模大，且未来仍将有计划地根据项目数量和资金需求开展投资，整体投资压力加大。资金退出机制以股权溢价出售或持有收益分红等形式实现，标的项目未来实际收益存在一定不确定性，公司资金投资效益和投资回报周期尚待观察。
- **关联方资金占款。**因股东地产集团实施资金归集，世博大控将大量资金归集至地产集团资金池获取一定规模资金收益，该部分资金存取调配较可控；应收华辇实业和淞泽置业款项为股东借款，形成资金占用，需关注华辇实业（在建项目计划于2022年7月预售）和淞泽置业相关地产项目销售情况及后期还款安排，若对外拆借资金不能及时返还，或将对公司的资金周转和投资运作带来一定影响。

➤ 未来展望

通过对世博大控及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极高，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海世博土地控股有限公司及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海世博土地控股有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、（第二期）和上海世博土地控股有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、（第二期）（分别简称“20 世博 01”、“20 世控 02”、“21 世控 01”及“21 世控 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据世博土控提供的经审计的 2021 年财务报表、未经审计的 2022 年第一季度财务报表及相关经营数据，对世博土控的财务状况、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。

经中国证监会“证监许可[2020]785 号”文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过 50 亿元（含 50 亿元）的公司债券。公司分别于 2020 年 5 月、2020 年 11 月、2021 年 1 月和 2021 年 3 月先后发行“20 世博 01”、“20 世控 02”、“21 世控 01”和“21 世控 02”，均附第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至 2022 年 5 月末，公司待偿还债券本金余额合计 102.00 亿元，目前付息情况正常。

图表 1. 公司已发行债券概况（单位：亿元，年，%）

债券名称	发行规模	当前余额	发行期限	当期利率	起息日	到期日期
22 世博 01	20.00	20.00	3	3.28	2022-05-09	2025-05-09
22 世博土地 PPN001	20.00	20.00	3	3.27	2022-01-27	2025-01-27
21 世控 02	10.00	10.00	3+2	3.63	2021-03-26	2026-03-26
21 世控 01	10.00	10.00	3+2	3.70	2021-01-29	2026-01-29
20 世控 02	10.00	10.00	3+2	3.97	2020-11-24	2025-11-24
20 世博土地 PPN001	12.00	12.00	3+2	3.19	2020-08-06	2025-08-06
20 世博 01	20.00	20.00	3+2	2.50	2020-05-27	2025-05-27
合计	102.00	102.00	--	--	--	--

资料来源：世博土控

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全

球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

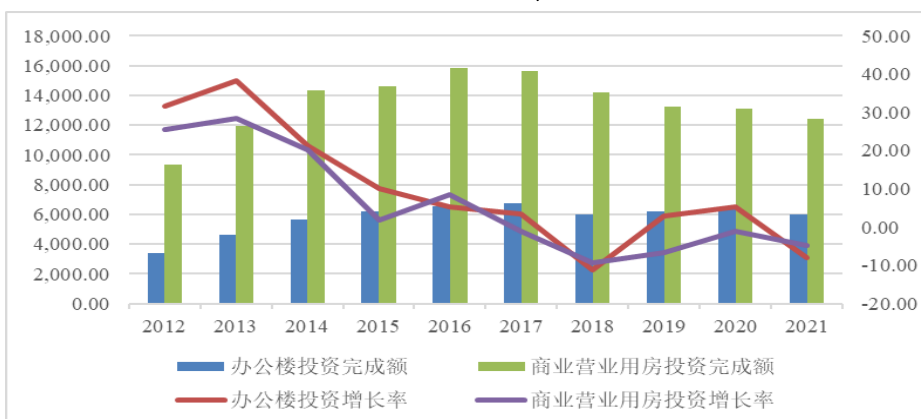
(2) 行业环境

上海世博会期间，该公司主要承担世博会控制区域土地的动拆迁、储备和开发，世博资金筹措，世博配套商品房建设、园区基础设施及世博村等工程前期建设任务。世博会后，公司转以商业物业开发和租赁为主业。

近年我国商业地产行业整体增速放缓，市场供给过剩，分化明显；资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚，行业集中度持续提升。疫情对商业地产行业冲击明显，减免租金等一系列优惠政策使得营收下行。

2015年以前，我国商业地产（包括办公楼和商业营业用房）投资规模一直保持快速增长，增速高于全行业和住宅地产的投资增速。但经历了多年高速增长后，供需矛盾逐步显现，2015年以来增速放缓，近年更是在宏观经济增速下行及地产政策调控背景下出现负增长。2019-2021年我国办公楼投资额分别为6162.60亿元、6494.10亿元和5973.90亿元，增速分别为2.76%、5.38%和-8.00%；商业营业用房投资额分别为13225.85亿元、13076.06亿元和12444.76亿元，降速分别为6.70%、1.10%和4.80%。同期，办公楼竣工面积分别为3884万平方米、3923万平方米和3041万平方米，商业营业用房竣工面积分别为11259万平方米、10814万平方米和8620万平方米。在疫情影响和地产政策收紧房企现金流趋近等因素影响下，2021年办公楼和商业营业用房的投资和竣工量情况均出现下滑。

图表 2. 我国商业地产投资情况（单位：亿元，%）

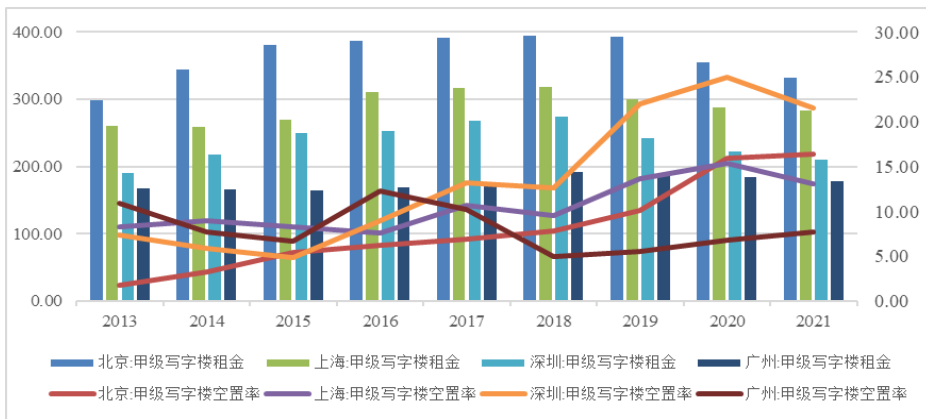


资料来源：Wind

2019-2021 年，我国办公楼销售面积分别为 3723 万平方米、3334 万平方米和 3375 万平方米，销售额分别为 5329 亿元、5047 亿元和 4701 亿元；商业营业用房销售面积分别为 10173 万平方米、9288 万平方米和 9046 万平方米，销售额分别为 11141 亿元、9889 亿元和 9692 亿元。2021 年办公楼和商业营业用房销售面积和销售额均同比小幅下降。

当前国内商业物业已进入存量时代，呈供过于求状态，市场整体去化压力较大。同时，在经济增长放缓和线上消费快速增长的背景下，物业租赁需求增长乏力，近年写字楼和商业营业用房均出现空置率上升和租金下降的趋势。目前，商业物业库存增大且市场分化非常严重，一线和强二线城市吸纳能力相对较强，部分物业采取以价换量的经营策略，为保持出租率而下调租金，空置率增幅有限但租金整体下滑；二三线城市则出现空置率大幅上升和租金持续下滑的现象。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，整体经营及财务风险显著加大。尤其是近年新建的非热点区域项目，后续投资回报所面临的不确定性加大。

图表 3. 重点城市甲级写字楼空置率及租金变化情况（单位：元/平方米/月，%）



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%。2021 年 11 个主要甲级写字楼市场的整体新增供应量约为 348 万平方米，同比微降 2.6%。2020 年以来受新冠疫情冲击，部分城市零售物业空置率上升，租金回调持续承压。

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，部分商业物业以公允价值计量，部分以投资成本计量，可产生一定的资产增值收益。

近年来，各地政府响应国家政策，全面强化地方土地管理相关法案及商业地产政策，通过各种方式推进商业地产去库存工作。2018 年下半年，国务院办公厅出台意见运行将商业用房按规定改建为租赁住房，同年 12 个重点城市开始试点推进租赁住房建设。2019 年政府在土地供应端的调节注重与库存消化

的动态协同，政策上则从税法、交易规则发力以提升土地供给效率。2020年自然资源部开始就新《土地管理法》公开征求意见，加快推进《土地管理法实施条例》修改和配套政策出台。2020年以来针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，各个地区政府因地制宜的出台疫情防控期间减租政策、措施，帮助租户及经营个体度过难关。同时，部分省市出台商业地产行业扶持政策，内容主要包括部分税收减免等方面，可部分对冲疫情影响。

(3) 区域市场因素

2021年上海市经济稳定恢复，2022年第一季度经济增长稳中趋缓，4-5月疫情负面影响明显，6月上海市加快经济恢复和重振行动，市场修复预期好转。

上海市作为全国经济中心之一，经济总量和发展速度均处于全国前列。2020年受疫情影响，上海市经济增速明显下降，2021年稳定恢复，实现生产总值43214.85亿元，同比增长8.1%。其中第一产业增加值99.97亿元，同比下降6.5%；第二产业增加值11449.32亿元，同比增长9.4%；第三产业增加值31665.56亿元，同比增长7.6%，第三产业增加值占地区生产总值比重为73.3%。

图表 4. 上海市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	38155.32	6.0	38700.58	1.7	43214.85	8.1	10010.25	3.1
工业增加值	9670.68	0.4	9656.51	1.4	10738.80	9.5	—	—
旅游产业增加值	2309.43	7.6	1314.11	-42.0	1500.52	12.2	—	—
全社会固定资产投资	—	5.1	—	10.3	—	8.1	—	3.3
-工业投资	—	11.3	—	15.9	—	8.2	—	3.1
-城市基础设施建设投资	—	-2.6	—	-3.6	—	5.8	—	2.6
-房地产开发投资额	—	4.9	—	11.0	—	7.2	—	2.6
社会消费品零售总额	13497.21	6.5	15932.50	0.5	18079.25	13.5	4382.28	-3.8
口岸货物进出口总额	84267.90	-1.2	87463.10	3.8	--	--	—	—
关区货物进出口总额	63457.78	-0.9	64604.64	1.8	75742.70	17.3	19752.61	19.9
居民人均可支配收入[万元]	6.94	8.2	7.22	4.0	7.80	8.0	2.27	5.2

资料来源：上海市统计局

2021年上海市全社会固定资产投资总额同比增长8.1%，三大投资领域中，全年房地产开发投资和工业投资增速回落，城市基础设施投资恢复性增长：上海市完成房地产开发投资额同比增长7.2%（其中住宅投资增长10.5%，办公楼投资下降7.9%，商业营业用房投资下降8.6%），增速下滑3.8个百分点，工业投资同比增长8.2%，增速下滑7.7个百分点，城市基础设施建设投资同比增长5.8%。同期上海市实现工业增加值10738.80亿元，同比增长9.5%；完成工业总产值42013.99亿元，同比增长10.2%，其中规模以上工业总产值39498.54亿元，同比增长10.3%；全年新能源、高端装备、生物、新一代信息技术、新材料、新能源汽车、节能环保、数字创意等工业战略性新兴产业完成规模以上工业总产值16055.82亿元，同比增长14.6%，占全市规模以上工业总产值比重达到40.6%。

2022年第一季度上海市实现生产总值10010.25亿元，同比增长3.1%，1-2月，全市经济运行开局平稳，但因3月份受到突发疫情影响，一季度经济运行前稳后降、稳中趋缓，固定资产投资增势放缓，社会消费品零售总额下降，货物进出口运行良好，利用外资增长较快。

2022年4-5月，上海市实施严格封控措施，经济各项指标明显下滑，5月底上海市人民政府印发《上海市加快经济恢复和重振行动方案》通知，包括：

- (1) 为各类市场主体纾困解难：阶段性缓缴“五险一金”和税款、扩大房屋租金减免范围、多渠道为企业减费让利、加大退税减税力度、发放援企稳岗补贴；
- (2) 全面有序推进复工复产复市：加强对企业复工复产复市的支持和服务，畅通国内国际物流运输通道；
- (3) 多措并举稳外资稳外贸：支持外资企业恢复生产经营，切实帮助外贸企业纾困，着力稳定外资外贸企业预期和信心，更好发挥外贸外资专项资金引导作用；
- (4) 大力促进消费加快恢复：以大宗消费为抓手拉动消费，完善消费供给保障体系，以节庆活动为契机促进消费，支持文创、旅游、体育产业发展；
- (5) 全力发挥投资关键性作用：积极扩大有效投资，加强投资项目要素和政策支持，充分引导和激发社会投资；
- (6) 强化各类资源和要素保障：加大财政跨周期调节力度，强化金融助企纾困功能，保障土地要素供给；
- (7) 切实加强民生保障工作，保障城市安全有序运行和优化营商环境。

政策措施自2022年6月1日起施行，有效期至2022年12月31日，市政府3月28日发布的抗疫助企“21条”政策继续有效。

总体来看，近年来上海经济运行增速受到疫情影响有所波动，但创新驱动、转型发展仍有成效。根据国家对上海的战略定位和要求，上海市的目标是建设卓越的全球城市 and 社会主义现代化国际大都市，成为具有世界影响力的经济、金融、贸易、航运、科技创新中心和令人向往的创新之城、人文之城、生态之城，未来对上海城市高质量发展仍有较高期待。

上海世博会地区未来将建成集总部商务、高端会展、旅游休闲和生态人居等功能为一体的公共活动中心。

2010年上海世博会的成功举办为中国带来扩大国际交流和合作、促进经济发展的机遇，同时也创造了巨大的经济效益和社会效益。上海世博会地区结构规划方案指出，上海世博园区的后续利用将形成“五区一带”功能结构。世博会地区结构规划的范围包括世博会红线及协调区，用地总面积约6.68平方公里（浦西中山南路—外马路、南浦大桥—浦东南浦大桥—浦东南路—耀华路—打浦桥隧道浦东出口—克虏伯北边界—耀华支路—倪家浜—黄浦江岸线—卢浦大桥、鲁班路围合的区域，其中浦东约4.72平方公里，浦西约1.96平方公里），其中世博会红线范围5.28平方公里（浦东3.93平方公里，浦西1.35平方公里），规划协调区面积约1.40平方公里。其总体定位于形成文化博览创意、总部商务、高端会展、旅游休闲和生态人居为一体的标志性市级公共活动中心。

规划“五区”分别为：浦西江南造船厂地区，用地面积约0.93平方公里，规划布局文化博览区，将汇聚多座博物馆；浦西城市最佳实践区，用地面积约

0.42 平方公里，规划布局城市最佳实践区，将延续世博期间的基本建筑格局，形成文化创意街区；浦东世博村地区，用地面积约 0.63 平方公里，规划布局国际社区，生活软硬件设施齐全，与会展和商务区配套；浦东一轴四馆地区，用地面积约 1.94 平方公里，规划布局会展及其商务区，将成为后续利用的核心地带，将吸引中外企业入驻，并打造成商业街；浦东后滩地区，用地面积约 1.4 平方公里，规划布局后滩拓展区，待进一步有序开发，为城市可持续发展预留战略空间。“一带”指的是滨江生态休闲景观带，主要由园区内黄浦江岸边的绿化带构成。

图表 5. 世博园区片区划分及规划图



资料来源：公开资料

2021 年 7 月，根据《上海市“一江一河”发展“十四五”规划》，“十四五”期末，“外滩-陆家嘴-北外滩”“世博-前滩-徐汇滨江”两个“黄金三角”核心功能区基本形成，其中世博地区加快形成财富管理、财务公司、科技金融、航运金融等集聚地，提升金融服务能级；完成世博文化公园及上海大歌剧院建设，进一步丰富标志性公共活动中心的功能内涵；加快推进世博园区 A 片区“绿谷”以及前滩地区企业总部集聚区等建设。2021 年 9 月，自贸试验区世博片区发展“十四五”规划新闻会披露，“十四五”时期，世博地区社会固定资产投资总计约 1300 亿元，占新区总额约 8.7%。预计至“十四五”末，世博地区税收将超 110 亿元，商品销售总额超 6500 亿元；“十四五”期间，世博地区将全面建设“商务会展功能凸显、总部企业机构集聚、文化休闲空间多样、国际交流丰富多元”的世界级中央公共活动区，争取到 2025 年，“秀外慧中”的核心功能实现全方位大幅跃升，主要经济指标实现全面倍增，现代化国际化复合型城区形态基本建成，地区能级和核心竞争力显著增强。

根据上海市世博会地区后续相关规划，上海市世博会地区将成为上海市又一标志性区域，世博园区的规划审批工作主要由上海市规划和自然资源局负责，出于资源稀缺性方面的考虑，世博园区的规划需要深入研究，控制性详细规划编制跨度时间较长。目前城市最佳实践区、会展商务区、政务办公社区发展稳步推进中，城市最佳实践区获得 LEED-ND 预认证；央企总部集聚区已经入驻；

文博区内世博会博物馆标志性项目已经完成；滨江生态休闲景观带公共空间和环境不断提升。

该公司发展立足上海，上海市经济与社会发展状况平稳为公司业务发展提供了优质的区域经济环境，公司业务集中于世博会地区，该地区良好的后续规划为公司未来经营奠定了良好的基础。根据上海市政府的批复，该公司主要职责是受上海世博会组织者的委托，负责世博园区内及周边地区土地前期开发；利用市场机制，做好土地储备开发资金的筹措工作；负责世博会主体工程主要基础设施和各类展馆的配套设施建设。随着上海世博会的顺利闭幕，公司运营重心逐步转移至世博村的新一轮规划、浦江世博家园商业开发以及各类资产运营、资本运作等。目前公司以商业物业开发和经营为主业，围绕资产投资平台，做好资产和项目投资管理，盘活、统筹后世博相关工作，做好资源管理、资金平衡。

2. 业务运营

该公司成立之初主要负责上海世博园区及周边地区土地储备和开发，上海世博会闭幕后其运营重心逐步转移至世博村的新一轮规划、浦江世博家园商业开发及各类资产运营等。跟踪期内商业租赁、资金占用和二手房销售对收入贡献较大，短期内仍以商业物业开发和经营为主业，拓展投资业务。目前公司在建商业租赁项目仍有一定投资需求，同时以参股形式投资一线城市商业地产项目，投资压力加大，关注资金配置安排。

该公司是经上海市人民政府批准的在世博会组织领导机构的指导和管理下，从事上海世博园区及周边地区土地开发及经营管理的投资型控股公司。上海世博会闭幕后，公司运营重心逐步转向世博村新一轮规划、发展和浦江世博家园商业开发以及各类资产的管理运营等。公司未来继续以持有租赁物业为经营重点，并推进股权和基金投资业务。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
商业租赁	上海世博园区	资产/规模/资本/政策等

资料来源：世博土地

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度		2021 年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入	10.32	100.00	27.81	100.00	18.78	100.00	2.62	100.00	2.88	100.00
-商业租赁	3.11	30.18	2.72	9.76	7.59	40.39	0.93	35.47	0.64	22.31
-酒店经营	1.89	18.32	0.81	2.90	--	--	--	--	--	--
-资金占用	5.24	50.79	5.62	20.21	5.38	28.67	1.00	38.35	0.46	16.02
-二手房销售	--	--	11.59	41.66	5.65	30.11	0.64	24.39	1.73	60.15
-资产转让	--	--	6.91	24.86	--	--	--	--	--	--
毛利率	67.14		48.13		58.52		62.59		32.65	

业务类型	2019年		2020年		2021年		2022年第一季度		2021年第一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
-商业租赁	20.28		26.35		59.08		47.60		6.07	
-酒店经营	54.09		-3.44 ¹		--		--		--	
-资金占用	100.00		100.00		100.00		100.00		100.00	
-二手房销售	--		23.12		22.40		24.27		24.58	
-资产转让	--		66.21		--		--		--	

资料来源：世博士控

2019-2021年及2022年第一季度，该公司营业收入分别为10.32亿元、27.81亿元、18.78亿元和2.62亿元，2020年系一次性确认巨鹿大厦转让收入6.91亿元以及新增二手房销售收入11.59亿元。

A. 商业租赁

该公司租赁物业主要包括世博村地产大厦、财富广场、浦江世博家园、华宁国际广场等，所处位置较为优越，出租率总体保持较高水平。

2019-2021年及2022年第一季度，该公司商业租赁收入分别为3.11亿元、2.72亿元、7.59亿元和0.93亿元，2020年降幅系部分中小租户因经营不佳退租，加之公司根据上海市相关政策和股东上海地产集团有限公司（简称“地产集团”）要求，对非国有中小企业租户减免两个月租金所致；2021年收入同比大幅增长179.38%至7.59亿元，主要系上年租金减免基数较小，加之世博会期间部分场地预收租金3.46亿元于2021年集中结转收入。同期业务毛利率分别为20.28%²、26.35%、59.08%和47.60%，2021年同比上升32.73个百分点，主要系结转预收租金无相应成本所致；2022年第一季度毛利水平偏高系成本根据业务支付口径计入，因疫情影响3月末结算有延迟。

2021年，商业租赁收入主要来自世博村地产大厦、财富广场、浦江世博家园一街坊和世博村的洲际酒店及商业办公地块等，其中财富广场租金收入为0.62亿元，同比减少4.55%主要系部分租金延至下一年收取；世博村I地块商办物业租金收入为0.15亿元，同比减少28.41%系部分客户到期搬离产生空置期；因部分客户到期后搬离产生空置期（新客户2022.2开始起租），世博村B18地块租金收入同比减少6.74%至0.08亿元。

2022年3月末华宁国际广场出租率62.00%，出租率相对偏低系该物业更换运营方，对整体项目楼层、业态定位有所调整所致，目前仍在逐步引入商户；尚博金融广场出租率为42.30%，出租率较低主要系2021年正式运营后处于爬坡期，公司预计2022年末可提升至70%。

2022年3月，上海疫情突发并在4-5月实施严格封控，市委市政府多次下达纾困政策，该公司同步响应并执行房屋租金减免相关政策：“对承租国有房屋从事生产经营活动的小微企业和个体工商户，免于提交受疫情影响证明材料，2022年免除6个月房屋租金。鼓励引导商业综合体、商务楼宇、专业市场、产

¹ 2020年受疫情冲击，年初酒店入住需求大幅减弱，加之自当年2月起客房价格下调，至7月酒店入住需求回升后客房价格有所提升，综上影响，2020年酒店收入降幅明显，毛利率亏损系收入大幅下降而成本开支等相对固定所致。

² 2019年毛利率较低系当年地产大厦装修改造，对部分楼层租户减免部分月份租金作为补偿所致。

业园区、创新基地等非国有房屋业主或经营管理主体，向最终承租经营的小微企业和个体工商户给予6个月房屋租金减免。”根据公司预测，2022年全年因租金减免政策影响，全年免租金额约0.29亿元，上级管理³主体补助方式和具体金额尚未明确。该项政策因素为短期影响，未实际影响公司租赁物市场价值。

图表 8. 截至 2022 年 3 月末公司主要租赁物业（单位：万平方米，万元）

项目	区位	建筑面积	可租面积	已租面积	2019 年租金	2020 年租金	2021 年租金	2022 年 3 月末出租率	承租方
世博村地产大厦	世博村	5.91	3.94	3.80	7289	8095	7965	96.70%	上海地产（集团）有限公司及下属公司
财富广场	浦东新区陆家嘴	1.95	1.70	1.70	6484	6521	6224	100.00%	整租给国家开发银行上海分行
浦江世博家园一街坊商业中心	闵行区	3.24	2.50	2.50	1115	1242	1396	100.00%	上海长发购物中心有限公司（易初莲花大卖场）
浦江世博家园一街坊二期商业中心		4.50	4.49	4.49	2035	1544	1919	100.00%	上海汇融实业有限公司
浦江世博家园一街坊二期 1 号楼办公楼		1.70	1.70	1.70	763	165	339	100.00%	上海地产养老产业投资有限公司
浦江世博家园一街坊二期 2-4 号楼		5.76	5.76	5.76	3001	2251	3151	100.00%	上海城方租赁住房运营管理有限公司
世博家园六街坊		1.61	1.61	1.61	99	20	89	100.00%	上海交通大学医学院附属仁济医院
世博村 I 地块商办物业	世博村	2.42	1.92	1.84	1560	2147	1537	96.00%	上海三林投资发展有限公司等
世博村 B18 地块	世博村	0.46	0.34	0.34	1216	875	816	100.00%	上海申创产城投资管理中心(有限合伙)
华宁国际广场	长宁区	2.41	1.34	0.83	2768	1810	2235	62.00%	丰收日（集团）股份有限公司、上海凌东娱乐有限公司等商户
花旗大厦	黄浦区	0.67	0.67	0.58	1208	1219	1328	86.60%	上海金融法院
环保大楼	长宁区	1.16	1.16	1.16	745	670	991	100.00%	上海城方租赁住房运营管理有限公司
西郊青溪花园幼儿园	长宁区	0.62	0.62	0.62	76	592	968	100.00%	上海康文龙溪幼儿园有限公司
上海世博洲际酒店	世博村	6.88	6.88	6.88	-	-	1500	100.00%	上海地产酒店管理有限公司
尚博金融广场	世博村	7.14	3.24	1.37	-	-	1425	42.30%	上海市投资促进服务中心、中国光大银行股份有限公司上海分行等
合计	--	46.43	37.87	35.18	28359	27151	31883	--	--

资料来源：根据世博大控提供资料整理。

上海世博洲际酒店于 2010 年开业，位于浦东新区雪野路 1188 号，占地面积 2.46 万平方米，建筑面积 6.88 万平方米，客房 391 间（高级套房 40 间、行政房 57 间、豪华房 134 间和高级房 160 间），根据房型不同，洲际酒店客房价格大多在 977-3015 元/日之间，2020 年以前平均入住率 80% 左右，并由上海地产酒店管理有限公司运营管理，公司每年支付其酒店收入的 4% 作为管理费；2021 年起，公司将洲际酒店整租给上海地产酒店管理有限公司，相关人员一并转出，双方签订房屋租赁合同，租赁期 15 年（自 2021 年 1 月 1 日起至 2035 年 12 月 31 日止），2021 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日年平均租金⁴为 4205 万元，2026 年 1 月 1 日至 2035 年 12 月 31 日期间的租金标准，由双方于 2025 年 6 月 30 日前另行协商确定，酒店租赁收入转入商业租赁板块核算。

B. 资金占用

该公司资金占用收入包括股东归集资金和对外拆借形成的利息。2019-2021 年及 2022 年第一季度，资金占用收入分别为 5.24 亿元、5.62 亿元、5.38 亿元和 1.00 亿元。收入包括资金归集至地产集团资金池所获利息及对上海华轶实业有限公司（简称“华轶实业”）和上海淞泽置业有限公司（简称“淞泽置

³ 对减免房屋租金的国有、非国有市场主体，采用非接触式办理和简便流程，减免相应的房产税和城镇土地使用税。

⁴ 如遇不可抗力或重大卫生、安全等公共事件以及因世博大道重大市政改造致使酒店经营受严重影响的，双方可协商确定当年租金。

业”)的拆借款利息；截至 2022 年 3 月末，地产集团归集资金本息余额 31.07 亿元，年利率 3.85%，华辕实业借款本息余额 56.29 亿元，年利率 4.75%；淞泽置业借款本息余额 54.55 亿元，年利率 5.225%；其中华辕实业和淞泽置业的拆借利息先计提收入，建设期无收入付息，公司待投资项目建成盈利后收回本息。

为响应上海市国资委《关于进一步加强市国资委委管企业资金管理的通知》中对推进委管企业资金集中管理工作的要求，地产集团统筹管理下属二级公司资金，通过资金池形式对该公司进行资金归集，公司如需支取资金池内资金时，可向地产集团提出申请，注明资金用途及使用时间，地产集团将按照申请需要及时下拨资金，资金使用不受资金池归集限制。

华辕实业原为该公司全资子公司，2017 年增资入股引入上海保利建锦房地产有限公司，公司持股比例降至 50%，不再纳入合并报表。华辕实业主要负责世博村 B 地块住宅项目开发建设，该项目预计总投资 235.71 亿元，于 2019 年 7 月开工，截至 2022 年 3 月末已投资 169.00 亿元，目前一期已全部结构封顶，计划于 2022 年 7 月预售，公司预计该项目整体销售回笼约 276 亿元，其中 2022 年可回笼资金 120 亿元，关注项目销售进度和借款收回情况。

此外，淞泽置业项目情况及投资安排详见股权投资板块分析。

C. 二手房销售和资产转让

2020 年以来该公司新增二手房销售业务，2020-2021 年及 2022 年第一季度，二手房销售收入分别为 11.59 亿元、5.65 亿元和 0.64 亿元，收入来自青溪花园住房及配套车位销售，由全资子公司上海辕驿实业有限公司（简称“辕驿实业”）负责。青溪花园项目系辕驿实业于 2017 年向地产集团下属子公司上海地产馨虹置业有限公司（简称“馨虹置业”）购置，购买价款合计 15.80 亿元，并于 2020 年符合单位购房满 3 年年限后逐渐出售。青溪花园位于青溪路 299 弄，为高端住宅，可售面积合计 2.02 万平方米，截至 2022 年 3 月末已售 30 套（已售面积 1.33 万平方米），累计回笼资金 20.31 亿元，尚余 2 套房屋及配套车位待售。

2020 年，该公司将巨鹿大厦转让至上海静安投资有限公司，经上海财瑞资产评估有限公司评估并出具资产评估报告（沪财瑞评报字（2019）第 1120 号），截至 2019 年 6 月 30 日，产权交易标的价值为人民币 7.54 亿元，转让对价亦为 7.54 亿元，扣除增值税后公司确认一次性收入 6.91 亿元，于 2020 年收到全部转让款。2021 年以来，公司暂未实施其他资产转让。

D. 股权投资

近年来，该公司通过股权和基金合作方式引入金融机构及房地产行业企业等合作伙伴联合进行地产项目投资。

国寿申润基金

2018年3月，该公司出资参股设立南宁申寿润投资管理有限责任公司（简称“申寿润投资”）。申寿润投资股东分别为广西华润基金管理有限公司（出资400万元，股权比例为40%）、公司（出资301万元，股权比例为30.10%）和国寿资本投资有限公司（出资299万元，股权比例为29.90%），申寿润投资主营企业投资管理。2018年10月，公司与中国人寿保险股份有限公司（简称“中国人寿”）、华润置地（珠海）有限公司（简称“华润置地”）、华润投资创业（深圳）有限公司（简称“华润投资”）等共同出资设立南宁国寿申润投资发展基金合伙企业（有限合伙）（简称“国寿申润基金”），其中公司持股20.00%，中国人寿、华润置地和华润投资分别持股60.00%、16.00%和4.00%，由申寿润投资担任其执行事务合伙人。国寿申润基金注册资本150.01亿元，公司认缴出资30亿元；截至2021年末，国寿申润基金实收资本63.01亿元，其中公司出资12.60亿元；同期末，国寿申润基金总资产73.07亿元，所有者权益63.26亿元，实现营业收入0.66亿元，净利润-0.90亿元。

国寿申润基金主要投向北、上、广、深等一线城市核心区域、具有增值空间的开发中或运营中的写字楼、酒店、商业、租赁住房等地产项目。目前，国寿申润基金已投资项目为吴中路项目及世博B06项目。（1）吴中路项目主营商业地产出租，位于闵行区虹莘路3999号，地处大虹桥区域，总计容建筑面积3.02万平方米，其中写字楼约2.81万平方米，商业部分约0.21万平方米，该项目购买价款约13亿元；截至2022年3月末，吴中路项目写字楼出租率为95.8%，商业部分出租率100%，2020-2021年租金收入分别为0.61亿元和0.66亿元。（2）世博园区B片区B06地块东至周家渡路，南至博成路，西至世博馆路，北至世博大道，用地性质为商办，世博B06项目规划建设两栋酒店、两栋办公楼及配套商业，打造写字楼+酒店+集约型商业物业，总建筑面积约31.7万平方米，概算总投资约95亿元，截至2022年3月末已投资53.74亿元。目前项目仍处于施工阶段，预计办公部分将于2023年12月完成竣工备案、酒店和商业于2024年5月完成竣工备案，后续投入资金主要来自贷款。

淞泽置业

2021年10月，该公司与中华企业股份有限公司（简称“中华企业”）在上海联合产权交易所联合竞得上海地产三林滨江生态建设有限公司（简称“三林滨江”，系地产集团下属控股子公司）持有的淞泽置业⁵95%股权（对应净资产评估值15.71亿元）及转让方对淞泽置业债权（对应债权106.25亿元），总金

⁵ 本次受让的交易标的经上海申威资产评估有限公司进行资产评估，资产评估报告选用资产基础法评估结果作为评估结论，具体评估结论如下：淞泽置业评估基准日2021年3月31日总资产账面值为111.98亿元，总负债账面值为111.92亿元，净资产账面值为0.06亿元；总资产评估值为128.45亿元，总负债评估值为111.92亿元，净资产评估值为16.53亿元，增值16.47亿元。

额为 121.96 亿元。其中中华企业出资 62.91 亿元受让淞泽置业 49% 股权及相应债权，公司出资 59.05 亿元受让淞泽置业 46% 股权及相应债权。公司已于 2021 年 11 月付清全部交易价款，付款资金系收回部分地产集团资金池归集款。

淞泽置业拥有三林 9 单元地块的开发经营管理权，该地块位于上海市浦东新区济阳路以西的中环与外环之间，具体由四幅宗地组成，其中 05-11 和 05-14 地块为住宅地块，06-07 和 08-02 地块为综合用地，四幅地块占地面积合计 11.34 万平方米，总建筑面积 53.07 万平方米，地块项目概算总投资 200.07 亿元，截至 2021 年末已累计投资 116.38 亿元（含土地出让金 106.44 亿元）。

图表 9. 淞泽置业项目开发情况（单位：亿元，万平方米）

淞泽置业下属项目名称	概算总投资	2021 年末已投资	建筑面积	占地面积	开工时间	（预计）完工时间
三林楔形绿地（含部分配套开发用地）15 号（05-11）、17 号（05-14）地块项目（住宅）	200.07	54.89	18.76	5.35	2022/2/28	2025/3/31
三林楔形绿地（含部分配套开发用地）19 号（06-07）、20 号（08-02）地块项目（综合）		61.49	34.30	5.99	待定	待定

资料来源：根据世博土控提供资料整理

城市引导基金

2021 年 12 月 17 日，上海城市更新引导私募基金合伙企业（有限合伙）（简称“城市引导基金”）成立，其注册资本为 100.02 亿元，其中该公司、保利发展控股集团股份有限公司⁶、上海招商置业有限公司、上海万科企业有限公司、中交房地产集团有限公司、上海城市地产更新投资管理有限公司和国君君安创新投资有限公司（简称“国君创投”，作为基金管理人）拟分别持股 19.996%、19.996%、19.996%、19.996%、19.996%、0.01% 和 0.01%，拟分别认缴资本 20.00 亿元、20.00 亿元、20.00 亿元、20.00 亿元、20.00 亿元、0.01 亿元和 0.01 亿元，截至 2022 年 3 月末公司累计投资 0.21 亿元。为了加快推进旧区改造，探索超大城市有机更新的新路径和新模式，股东地产集团联合多家企业和金融机构，按照“政府指导、国企发起、市场运作”的原则，共同发起城市更新基金，该基金采用“引导基金+项目载体”模式，总规模 800 亿元，其中上海城市引导基金规模为 100.02 亿元，由国君创投担任基金管理人，与上海城市地产更新投资管理有限公司共同担任执行事务合伙人，负责基金和项目的投资管理运营等相关工作。基金整体存续期 8 年，在投资期内，基金回收资金可用于新项目的滚动投资，投资期结束后基金根据现金流情况对各合伙人进行实缴出资返还和收益分配。城市引导基金的投资领域将聚焦于上海市城区的旧城改造、历史风貌保护、租赁住房等城市更新项目。目前引导基金正在接洽投资项目，暂未开始正式投资。

该公司股权收购和基金投资主要系出于增加项目储备考虑，未来仍将有计划地根据项目数量和资金需求开展投资，整体投资压力明显加大。资金退出机制以股权溢价出售或持有收益分红等形式实现，由于房地产行业受宏观调控影响较大且具有周期性波动，因此上述标的项目开发周期和实际收益存在不确定

⁶ 2022 年 4 月 19 日，保利发展披露：保利发展参与城市更新基金是以受让方式取得公司原持有份额（39.992%）的 50%，即 19.996%。

性的风险。公司资金投资效益和投资回报周期尚待观察，新世纪评级将持续关注项目投资进展和资金回报情况。

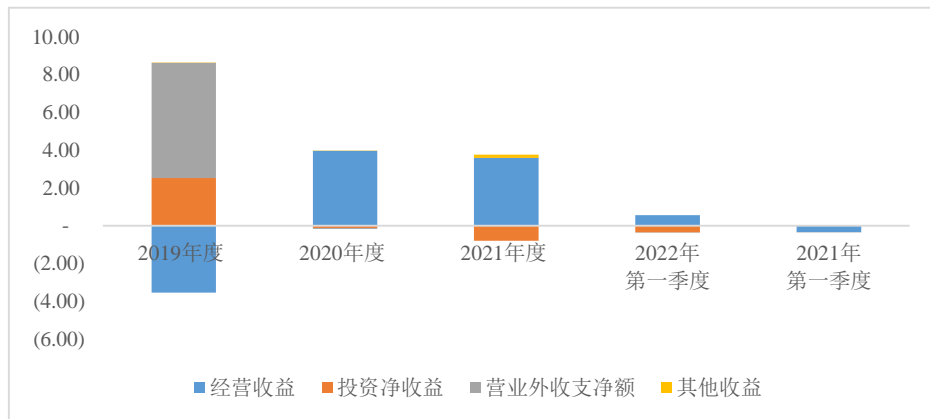
E. 其他

该公司负责管理世博会定向安置基地“浦江世博家园”项目，用于集中安置世博会园区原黄浦区和原卢湾区的动迁居民。2019-2021 年及 2022 年第一季度，动迁房销售结转收入分别为 0.01 亿元、0 亿元、0.05 亿元和 0 亿元。截至目前，尚余少量动迁房可用于销售，预计可实现后续销售收入较少，对公司业务影响小，且未来该板块暂无新增项目计划。

此外，该公司成立前期主要从事上海世博园区及周边地区的土地整理工作，土地整理完成后由上海市土地储备中心挂牌出让，市财政根据上海市土地储备中心每年的款项申请与公司进行开发成本结算，通过原控股股东上海世博土地储备中心归还给公司。2011 年起，世博园区土地开始挂牌出让，截至 2020 年末土地结算款已全部收回。目前公司已不再开展土地开发整理业务。

(2) 公司盈利能力

图表 10. 公司盈利来源（单位：亿元）



资料来源：根据世博土地所提供数据绘制。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司分别实现营业收入 10.32 亿元、27.81 亿元、18.78 亿元和 2.62 亿元，毛利率分别为 67.14%、48.13%、58.52% 和 62.59%，分业务看，商业租赁业务经营较稳健，2021 年因原世博会期间部分场地预收租金 3.46 亿元完成结转，收入和毛利率有明显增幅；资金占用收入体现为股东归集资金和对外拆借款所形成利息收益；二手房销售业务为青溪花园项目年度结转。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司期间费用分别为 9.85 亿元、5.80 亿元、6.34 亿元和 0.93 亿元，期间费用率分别为 95.46%、20.87%、33.78% 和 35.54%，以财务费用为主，同期财务费用分别为 9.01 亿元⁷、5.12 亿元、5.92

⁷ 2019 年财务费用规模较大系原控股子公司上海铂腾实业有限责任公司（简称“铂腾实业”）向国寿申润基金借款支付收购上海铂园实业有限公司，相关借款产生大额利息支出（拆借本金 50.14 亿元，年利率 9.95%，2019 年 12 月该笔借款中的 29.99 亿元已转增注册资本），铂腾实业于 2020 年出表。

亿元和 0.85 亿元，跟踪期内以利息支出为主的期间费用对利润依旧产生侵蚀影响。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司经营收益分别为-3.55 亿元、3.96 亿元、3.60 亿元和 0.56 亿元，营业利润分别为-1.02 亿元、3.85 亿元、2.95 亿元和 0.20 亿元。跟踪期内经营保持一定规模收益，并为利润主要构成来源。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	10.32	27.81	18.78	2.62	2.88
其中：商业租赁（亿元）	3.11	2.72	7.59	0.93	0.64
资金占用（亿元）	5.24	5.62	5.38	1.00	0.46
二手房销售（亿元）	-	11.59	5.65	0.64	1.73
毛利（亿元）	6.93	13.39	10.99	1.64	0.94
其中：商业租赁（亿元）	0.63	0.72	4.48	0.44	0.04
资金占用（亿元）	5.24	5.62	5.38	1.00	0.46
二手房销售（亿元）	-	2.68	1.27	0.15	0.43
毛利率（%）	67.14	48.13	58.52	62.59	32.65
其中：商业租赁（%）	20.28	26.35	59.08	47.60	6.07
资金占用（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
二手房销售（%）	-	23.12	22.40	24.27	24.58
营业税金及附加（亿元）	0.61	3.65	0.93	0.15	0.19
期间费用率（%）	95.46	20.87	33.78	35.54	37.86
其中：财务费用率（%）	87.33	18.39	31.52	32.38	32.50
全年利息支出总额（亿元）	9.85	6.96	7.80	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.25	1.41	-	-

资料来源：根据世博土地所提供数据整理。

该公司非经营性收益对利润补充有限，2019-2021 年及 2022 年第一季度，投资收益分别为 2.53 亿元⁸、-0.12 亿元、-0.81 亿元和-0.36 亿元，2021 年亏损系对淞泽置业、国寿申润基金和上海地产养老产业投资有限公司（简称“养老公司”）等确认的投资损失，其中淞泽置业和国寿申润基金尚未到投资回报期，养老公司因执行新金融工具准则，将对其投资的计量方式从可供出售金融资产调整为按权益法进行后续计量的长期股权投资，追溯调整带来投资损失。同期营业外收支净额分别为 6.11 亿元、-0.05 亿元、0.002 亿元和-0.002 亿元，2019 年较高主要系当期征收老市府大楼及消防大楼取得补偿收益所致。

图表 12. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
投资净收益	2.53	-0.12	-0.81	-0.36	-
其中：理财产品	-	-	-	-	-
处置长期股权投资产生的投资收益	2.28	-	-	-	-
营业外收入	6.13	0.03	0.005	0.004	0.0001
其中：政府补助	-	-	-	-	-
其他收益	0.001	0.01	0.16	-	-

资料来源：根据世博土地所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司净利润分别为 4.60 亿元、2.47 亿

⁸ 2019 年规模较高系当年丧失对铂腾实业、铂园实业及世博酒店控制权后对剩余股权按公允价值重新计量所致。

元、1.74 亿元和 0.15 亿元，2019-2021 年总资产报酬率分别为 3.86%、2.80%和 2.43%，净资产收益率分别为 2.53%、1.33%和 0.92%，公司计划长期持有租赁物，回报周期较长，同时对外投资的标的多处于建设期或以租赁获益为主，目前而言资产收益水平较低。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来将以多元化发展模式做好持有资产的经营收益运作，构筑优质资产持有平台；通过股权投资获取优质资源、积累经验，构筑投资平台，进一步发挥公司的资源、资产、资金优势，构筑核心竞争力，为完成上海城市更新发展发挥作用。

截至 2022 年 3 月末，该公司在建项目为世博村 C\K 地块项目和 802 项目，概算总投资合计 55.44 亿元，已投资 43.64 亿元，仍有资本支出压力。

图表 13. 截至 2022 年 3 月末公司在建及拟建项目（单位：亿元，万平方米）

项目名称	占地面积	建筑面积	概算总投资	2022 年 3 月末已投资	开工时间	(预计)完工时间
世博村 C\K 地块项目	3.24	15.69	35.58	32.44	2020 年 8 月	2023 年 12 月
802 项目	2.86	10.52	19.86	11.20	2020 年 8 月	2023 年 10 月
合计	6.10	26.21	55.44	43.64	--	--

注 1：根据世博土控提供资料整理；

注 2：世博村 C\K 地块项目投资已经进入尾声，初期因 C\K 地块项目原址为上海世博公安处办公地址，单位特殊导致搬迁时间较晚（已搬迁），当时预设完工时间较长。

世博村 C\K 地块项目概算总投资 35.58 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 32.44 亿元。该项目位于世博村政务办公区，毗邻陆家嘴金融城，紧邻世博总部集聚区，区域位置优越；项目用地面积 3.24 万平方米，拟建设 5A 甲级写字楼及配套商业，于 2020 年 8 月开工，预计于 2023 年 12 月完工。

802 项目概算总投资 19.86 亿元，由该公司（持股比例 60%）、上海地产租赁住房建设发展有限公司⁹（简称“上海地产租赁”）（持股比例 20%）、上海南房（集团）有限公司¹⁰（简称“南房集团”）（持股比例 20%）共同出资成立项目公司上海锐拓实业有限公司（简称“锐拓实业”）进行开发。锐拓实业注册资本金 3.80 亿元（尚未完成工商变更，公司出资 2.28 亿元），建设资金由项目公司自筹，后续资金主要来源于银行贷款，自有资金比例约 20%。该项目位于浦西世博滨江板块，西至制造局路、南邻高雄路，东抵望江苑小区，北侧为南康公寓、嘉登公寓等住宅小区，用地面积 2.86 万平方米，建筑面积 10.52 万平方米，共建设租赁住房 1251 套，机动车停车位 681 个；项目于 2020 年 8 月开工，预计于 2023 年 10 月完工。

该公司 2022 年主要投资任务包括上述在建项目持续推进、上海城市引导基金 20 亿元认缴款、上海城市更新基金其他设立基金参股（尚未明确具体出资）等，资金来源包括提取地产集团资金池归集资金、华辕实业资金收回以及债务借款等。

⁹ 上海地产租赁的实控人为上海国资委，与世博土地的实控人一致。

¹⁰ 南房集团由上海市黄浦区国有资产监督管理委员会 100%控股。

管理

跟踪期内，该公司产权结构发生变化，股东变更为地产集团，实际控制人变更为上海市国资委，执行董事等部分高管及组织架构均发生变动。

2021年12月，根据该公司披露《关于〈上海世博土地控股有限公司控股股东及实际控制人发生变更的公告〉的更正公告》，上海世博土地储备中心（简称“土储中心”）将其持有的58.72%股权作价70.93亿元转让给地产集团，股权转让后地产集团持有公司100%的股权，同时上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）持有地产集团100%的股权，因此公司控股股东由土储中心变更为地产集团，实际控制人由土储中心变更为上海市国资委。公司已于2021年12月2日完成上述工商变更登记。截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为109.00亿元，唯一股东为地产集团，实际控制人为上海市国资委。最新产权状况详见附录一。

截至2021年末，地产集团经审计的合并口径资产总额3898.61亿元，所有者权益1450.71亿元（其中归属于母公司所有者权益为1293.23亿元）；2021年营业收入372.86亿元，净利润33.75亿元（其中归属于母公司所有者的净利润25.23亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额-8.90亿元。

根据该公司最新公司章程（2021年10月版），公司不设股东会，由股东行使相应职权；不设董事会，设执行董事1人，公司法定代表人由执行董事担任，任期三年，由股东任免，执行董事任期届满，可以连任。执行董事对股东负责，负责执行股东的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案等。公司不设监事会，设监事1人，监事任期每届三年，连选可以连任。公司设总经理1名，由股东决定聘任或解聘，对股东负责，职责包括主持公司生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案等。

管理人员方面，2022年4月根据公司披露公告，蒋振华不再担任执行董事、总经理职务，执行董事变更为赵德和，总经理变更为赵健；贺春生不再担任公司副总经理职务，变更为朱锦屏。截至2022年5月末，公司执行董事为赵德和、监事为方国胜、总经理为赵健、副总经理为王晓东和朱锦屏。

组织架构方面，该公司由原有6个职能部门变更为风控审计部、投资运营部、综合管理部及财务资金部等4个职能部门，各职能部门之间分工明确，依旧维持公司正常运行。最新组织结构图详见附录二。

管理制度方面，为进一步规范管理，该公司修订完善了《上海世博土地控股有限公司实施“三重一大”集体决策制度暂行办法》、《上海世博土地控股有限公司薪酬管理办法》、《上海世博土地控股有限公司绩效考核管理办法》、《上海世博土地控股有限公司合同管理暂行办法》、《上海世博土地控股有限公司行政办公类固定资产管理规定》等五项制度，并且披露《上海世博土地控股有限公司债务融资工具信息披露事务管理制度》，明确了信息披露的内容与标准、

信息披露时间要求、信息披露的管理部门及人员、信息披露的保密措施等制度要求。

关联交易方面，2021 年该公司向关联方采购商品/接受劳务发生额 0.25 亿元，主要系上海地产租赁住房建设发展有限公司的项目委托代建费。同期，公司向关联方出售商品/提供劳务发生额 5.45 亿元，其中主要为地产集团和华轶实业的资金占款利息。同期，公司作为出租方确认关联租赁收入 1.30 亿元。

关联方资金往来方面，2021 年末，该公司其他应收款中应收关联方款项为 152.95 亿元，主要分别应收华轶实业、淞泽置业和地产集团资金 56.29 亿元、53.49 亿元和 43.07 亿元，主要为资金占款。同期末，公司其他应付款中应付关联方上海南房（集团）有限公司（简称“南房集团”）和上海地产租赁住房建设发展有限公司（简称“上海住建公司”）分别为 1.07 亿元和 1.08 亿元，主要为关联拆借款，利率为 4.35%。

关联担保方面，截至 2022 年 3 月末该公司对地产集团和上海外滩老建筑投资发展有限公司分别提供担保余额为 4.00 亿元和 14.56 亿元。

根据该公司提供的 2022 年 5 月 5 日《企业信用报告》，公司无债务违约记录，信用状况良好。经查询最高人民法院网站、国家企业信用信息公示系统等公开渠道，截至 2022 年 6 月 2 日，公司本部不存在重大异常或不良行为记录。

图表 14. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	本部	地产集团
欠息	征信报告	--	2022.5.5 无	2021.12.15 无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.6.2	无	无
诉讼	公开信息披露	2022.6.2	无重大	无重大
工商	公开信息披露	2022.6.2	无	无
安全	公开信息披露	2022.6.2	无	无

资料来源：根据世博大控所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

随着经营积累夯实权益资本，该公司财务杠杆控制尚可。近年来由于在建项目持续推进，公司通过中长期银行借款和债券融资，刚性债务波动上升。公司以流动资产为主，但资金占款金额较大，地产集团资金池归集资金提用具有一定灵活程度，需关注其他拆借方（华轶实业和淞泽置业）项目未来实际销售回笼情况和拆借款收回安排；此外，较充裕的可动用货币资金可为即期债务偿付提供相应保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）¹¹ 对该公司 2021 年财务报表进行审

¹¹ 根据地产集团统一安排，公司变更审计服务机构，聘请立信会计师事务所（特殊普通合伙）为 2021 年度财务报表审计服务机构，原审计机构众华会计师事务所（特殊普通合伙）自 2021 年底停止履行职责。

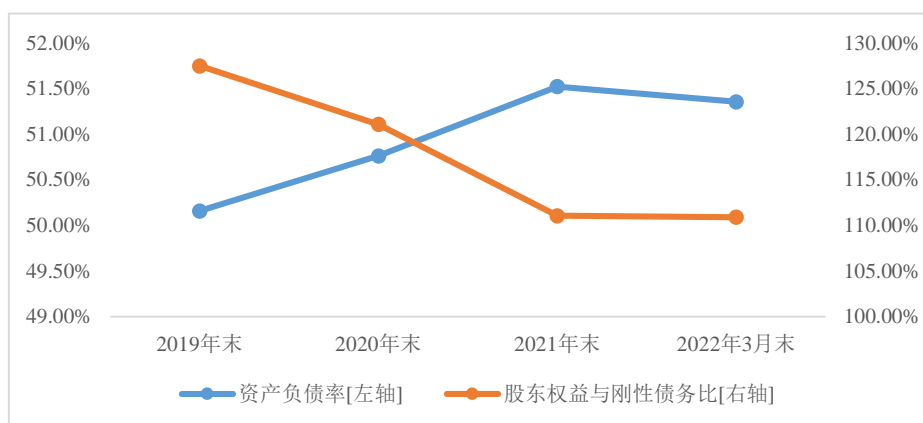
计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》和其他各项会计准则的规定。

截至 2021 年末，该公司纳入合并报表的子公司共 8 家（含 7 家二级子公司，1 家三级子公司），当期新设全资子公司上海地产城市更新投资管理有限公司。2022 年 3 月末，公司合并报表范围未发生变化。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



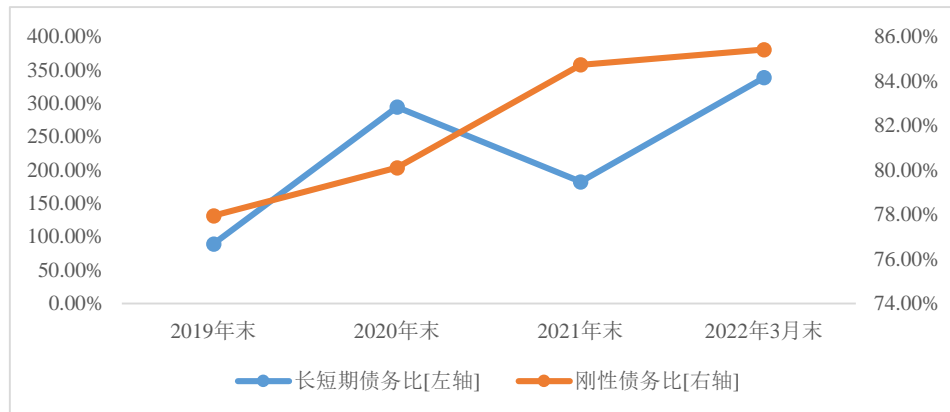
资料来源：根据世博士控所提供数据绘制。

2019-2020 年末及 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 185.97 亿元、193.06 亿元、200.61 亿元和 199.44 亿元，资产负债率分别为 50.16%、50.76%、51.52%和 51.36%，在建项目持续推进，债务规模较大，负债经营程度尚可控；权益资本对刚性债务的覆盖程度良好。

因经营积累，该公司所有者权益持续小幅增长。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，所有者权益分别为 184.79 亿元、187.26 亿元、188.76 亿元和 188.91 亿元，主要由实收资本、盈余公积及未分配利润构成，其中，实收资本均为 109.00 亿元，盈余公积分别为 5.69 亿元、5.94 亿元、6.58 亿元和 6.58 亿元；未分配利润分别为 68.34 亿元、70.57 亿元、71.67 亿元和 71.82 亿元，占所有者权益的比重分别为 36.98%、37.68%、37.97%和 38.02%，近年来公司无分红和利润分配，后续如股东要求进行利润分配，所有者权益规模或将收缩。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	144.96	154.66	169.98	170.35
应付账款 (亿元)	13.24	13.01	13.47	13.89
预收账款 (亿元)	8.46	4.26	0.50	0.51
合同负债 (亿元)	-	-	1.34	0.70
其他应付款* (亿元)	6.21	7.31	1.09	0.34
刚性债务占比 (%)	77.95	80.11	84.73	85.42
应付账款占比 (%)	7.12	6.74	6.71	6.96
预收账款占比 (%)	4.55	2.21	0.25	0.25
合同负债占比 (%)	-	-	0.67	0.35
其他应付款*占比 (%)	3.34	3.78	0.54	0.17

资料来源：根据世博士控所提供数据整理、绘制。

注：其他应付款*中均已剔除有息债务，且不含应付利息及应付股利。

从负债期限结构来看，该公司债务以中长期为主，2019-2021 年及 2022 年 3 月末，长短期债务比分别为 89.45%、294.48%、182.44%和 338.62%。负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项、其他应付款和递延所得税负债构成。2021 年末及 2022 年 3 月末应付账款分别为 13.47 亿元和 13.89 亿元，主要为应付上海市机关事务管理局巨鹿大厦、老市府大楼、环保大楼等房产的置换房款；预收款项分别为 0.50 亿元和 0.51 亿元，2021 年末较上年末下降 88.19%主要系公司采用新收入准则，将原计入预收账款科目的收入转入合同负债所致；同期末合同负债分别为 1.34 亿元和 0.70 亿元，主要为预收房屋交易款，较期初降幅系结转所致。2021 年末及 2022 年 3 月末，其他应付款*（剔除有息债务，且不含应付利息及应付股利）分别为 1.09 亿元和 0.34 亿元，2021 年末较上年末大幅减少系客户购房意向金随着签约进度转为房款或收入，以及原世博会期间部分场地预收租金 3.46 亿元于当年完成收入确认所致。此外，2021 年末及 2022 年 3 月末，递延所得税负债均为 7.32 亿元，主要是公司对华轶实业丧失控制权后，将剩余股权按照公允价值重新计量确认的应纳税暂时性差异。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位：亿元)

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	68.40	21.78	52.02	28.02

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年	2022 年 3 月末
其中：短期借款	53.90	13.20	-	-
一年内到期的长期借款	13.70	5.02	27.90	26.98
其他短期刚性债务	0.80	3.56	24.12	1.04
中长期刚性债务合计	76.56	132.88	117.96	142.34
其中：长期借款	53.22	67.62	52.88	57.26
应付债券	23.34	65.26	65.08	85.08
综合融资成本或区间	4.56%	4.08%	3.95%	3.82%

资料来源：根据世博士控所提供数据整理；

注：其他短期刚性债务包含从其他应付款科目中剥离的有息债务：2020 年末为锐拓实业收到股东资金支持 2.20 亿元（利率 4.35%）；2021 年末为锐拓实业应付南房集团 1.07 亿元和上海住建公司 1.08 亿元拆借款，利率 4.35%；2022 年 3 月末，锐拓实业应付南房集团 0.52 亿元和上海住建公司 0.52 亿元拆借款，利率 4.35%。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 144.96 亿元、154.66 亿元、169.98 亿元和 170.35 亿元，以中长期刚性债务为主，2021 年末中长期刚性债务 117.96 亿元，较上年末降幅系一年内到期债务转入流动负债科目核算；同期末短期刚性债务 52.02 亿元，主要为一年内到期长期借款和一年内到期应付债券（07 世博债 20.00 亿元，已兑付）。截至 2022 年 3 月末，中长期刚性债务较上年末增长 20.67%至 142.34 亿元，主要为发行 22 世博土地 PPN001（20.00 亿元），短期刚性债务随着到期债务偿付降至 28.02 亿元，期末短期刚性债务现金覆盖率 89.54%，货币资金对即期债务偿付提供相应保障。

该公司债务融资渠道主要为银行借款和发行债券。2021 年末及 2022 年 3 月末，银行借款余额分别为 80.77 亿元和 84.23 亿元。借款方式上，2021 年末信用借款 48.82 亿元，其余为抵押借款，抵押物主要为计入存货、投资性房地产科目的房产建筑等。融资成本方面，2021 年综合融资成本 3.95%，资金成本控制良好。

图表 18. 2021 年末银行借款方式（单位：亿元）

借款方式	短期借款	一年内到期长期借款	长期借款	合计
信用借款	—	23.52	25.30	48.82
抵押借款	—	4.38	27.58	31.95
合计	—	27.90	52.88	80.77

资料来源：根据世博士控所提供数据整理。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 经营环节现金流情况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业周期（天）	6719.08	1178.81	1892.37	-	-
营业收入现金率（%）	85.54	76.07	82.25	40.68	80.18
业务现金收支净额（亿元）	-0.71	0.93	4.42	0.08	-1.24
其他因素现金收支净额（亿元）	25.39	13.26	-17.55	-2.09	4.01
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	24.68	14.19	-13.13	-2.02	2.77
EBITDA（亿元）	16.45	12.04	11.27	-	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.11	0.08	0.07	-	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.67	1.73	1.44	-	-

注：根据世博士控提供资料整理、计算。

该公司营业周期偏长,2019-2021年分别为6719.08天、1178.81天和1892.37天,2020-2021年相较于2019年有所降低系新增二手房销售带来较快结转,2019-2021年及2022年第一季度,营业收入现金率分别为85.54%、76.07%、82.25%和40.68%,主业商业租赁业务特性下资产投入回报期较长,但公司持有物业区位优势,市场价值高,年度租金回笼相对稳定;华辕实业和淞泽置业的拆借利息先计提收入,建设期无收入付息,待投资项目建成盈利后收回本息,加之青溪花园项目存在预收购房款和收入确认时点差异,账面收现率表现不高并有波动,2022年第一季度明显降幅系地产集团资金池归集收益(定期结算)计入“收到其他与投资活动有关的现金”科目,年底审计重分类到“销售商品、提供劳务收到的现金”科目。同期,业务收支净额分别为-0.71亿元、0.93亿元、4.42亿元和0.08亿元,公司在建物业项目资金投入计入经营环节流出项,2021年收支净额增幅系当期在建物业项目财务支付、薪酬支付和税款支付同比2020年(锐拓实业当期支付土地出让金8.61亿元)有缩减。

该公司将土储中心归还的土地开发成本结算款以及公司与地产集团等关联方的往来款,计入其他与经营活动有关的现金流收支科目,2019-2021年及2022年第一季度,收到其他与经营活动有关的现金分别为39.27亿元、22.28亿元、4.89亿元和0.09亿元,其中2019-2020年获取的土地开发成本结算款分别为16.00亿元和8.06亿元,2021年大幅下降主要系土地开发结算款已于上年全部结清所致;同期,支付其他与经营活动有关的现金分别为13.88亿元、9.02亿元、22.43亿元和2.18亿元,2021年支出大幅增加系公司对子公司上海华驿实业有限公司增资10.40亿元。综上因素,经营环节产生的现金流量净额分别为24.68亿元、14.19亿元、-13.13亿元和-2.02亿元。

2019-2021年,该公司EBITDA分别为16.45亿元、12.04亿元和11.27亿元,主要来源于利润总额和列入财务费用的利息支出,EBITDA对刚性债务的覆盖程度较低,可覆盖全部利息支出。

(2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况(单位:亿元)

主要数据及指标	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度	2021年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-55.02	-0.40	-7.96	0.20	-
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	-0.34	-0.07	-0.28	-0.05	-
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.82	-38.46	-	0.002	-2.59
投资环节产生的现金流量净额	-53.53	-38.93	-8.24	0.15	-2.59

资料来源:根据世博土地所提供数据整理。

2019-2021年及2022年第一季度,该公司投资产生的净额分别为-53.53亿元、-38.93亿元、-8.24亿元和0.15亿元,2019年流出较大系铂腾实业收购铂园实业及铂园实业收购世博酒店支付交易价款综合所致;2020年净流出为资金归集至地产集团;2021年流出为支付淞泽置业股权款。

(3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
权益类净融资额	1.41	--	0.12	--	--
债务类净融资额	38.68	0.79	8.33	-0.06	12.22
其中：现金利息支出	6.01	6.15	5.86	2.22	1.77
其他与筹资活动有关现金净额	2.97	2.13	-0.06	-0.06	-0.02
筹资环节产生的现金流量净额	43.06	2.91	8.39	-0.12	12.19

资料来源：根据世博土地所提供数据整理。

2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流净额分别为 43.06 亿元、2.91 亿元、8.39 亿元和-0.12 亿元，公司以借新还旧进行债务循环，在建项目对外存有资金需求，2021 年筹资活动呈流入状态。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	225.02	221.72	222.16	210.19
其中：货币资金（亿元）	60.69	58.30	57.05	54.13
存货（亿元）	52.25	40.87	39.64	40.41
其他应收款（亿元）	64.48	54.88	154.15	143.12
其他流动资产（亿元）	45.97	85.38	0.38	0.32
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	145.75	158.60	167.22	178.15
其中：长期股权投资（亿元）	39.31	41.70	42.95	45.87
投资性房地产（亿元）	72.77	75.45	83.66	95.09
固定资产（亿元）	25.72	36.56	38.44	38.19
无形资产（亿元）	8.91	8.54	8.24	8.17
其他非流动资产（亿元）	12.22	11.87	11.52	11.44
其他非流动资产（亿元）	22.12	22.12	22.12	22.12
期末全部受限资产账面金额（亿元）	22.43	33.33	94.15	93.87
受限资产账面余额/总资产（%）	6.05	8.76	24.18	24.17

资料来源：根据世博土地所提供数据整理。

2021 年末，该公司流动资产 222.16 亿元，占总资产比重 57.05%，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产组成，期末货币资金 27.07 亿元，较上年末下降 32.75%系出资受让淞泽置业 46%股权及相应债权所致，货币资金无受限，可动用资金储备仍较充裕。其他应收款 154.15 亿元，较上年末增长 180.89%主要系执行会计准则新列报要求，将原计入其他流动资产科目的关联方资金往来计入本科目，其他应收款中应收关联方款项为 152.95 亿元，主要包括华辕实业、淞泽置业和地产集团的资金占款分别为 56.29 亿元、53.49 亿元和 43.07 亿元，其中华辕实业和淞泽置业占款待开发项目销售资金回笼后逐步归还本息，地产集团归集资金则由公司根据自身资金需求提出申请后提用。存货 39.64 亿元，主要包括在建项目和代持资产。截至 2022 年 3 月末，流动资产结构未发生重大变化。

2021 年末，该公司非流动资产 167.22 亿元，较上年末增长 5.43%，主要

由长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产构成。期末长期股权投资 83.66 亿元，主要是对淞泽置业、华轅实业等合营企业及国寿申润基金等联营企业投资，较上年末增长 10.88%系当期对淞泽置业出资受让股权确认的投资成本。投资性房地产 38.44 亿元，主要系商业租赁物业资产，所处区域位置佳，后续区域产业集聚和发展空间较大，业务开展有一定保障，加之公司持有物业基本按成本模式计量，市场价值高且变现能力较强。固定资产 8.24 亿元，主要是房屋及建筑物与办公设备等。无形资产 11.52 亿元，均为土地使用权。其他非流动资产 22.12 亿元，包括当代艺术馆和世博村路 300 号房屋产权，其中当代艺术馆账面价值为 3.86 亿元，自 2017 年起由公司办理资产入账，该项目由公司立项、财政出资、上海市文化广播影视管理局运营使用和管理；世博村路 300 号房屋为公司 2018 年新增的代持资产，账面价值 18.26 亿元。截至 2022 年 3 月末，非流动资产结构未发生重大变化。

5. 流动性/短期因素

图表 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率 (%)	229.23	453.04	312.77	462.29
速动比率 (%)	175.80	369.01	256.48	372.51
现金比率 (%)	63.23	82.24	38.11	55.17
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	90.74	184.80	52.03	89.54

资料来源：世博士控

该公司账面资产流动性指标表现良好，整体流动性尚可，但仍需关注到应收款中较多资金占用，其回款情况依赖于拆借方项目实际销售回笼能力，地产集团资金池归集资金提用具有一定灵活程度；此外，较充裕的可动用货币资金可为即期债务偿付提供相应保障。

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 93.87 亿元，受限比率 24.17%，主要是用于抵押的房产及代持资产。

图表 24. 截至 2022 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限规模	对应科目占比	受限原因
固定资产	8.14	4.57%	借款抵押
无形资产	8.93	78.09%	借款抵押
投资性房地产	21.10	55.24%	借款抵押
存货	32.14	79.53%	借款抵押
存货（世博村 H 地块）	1.44	3.56%	代持资产
其他非流动资产（世博村路 300 号）	18.26	82.54%	代持资产
其他非流动资产（当代艺术博物馆）	3.86	17.46%	代持资产
合计	93.87	24.17%	--

资料来源：世博士控（因四舍五入存在尾差）

6. 表外事项

截至 2022 年 3 月末，该公司对外担保余额 18.56 亿元，担保比率 9.82%，被担保对象为上海外滩老建筑投资发展有限公司、地产集团等关联方。

图表 25. 截至 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保机构	担保事项	担保余额	担保起始日	担保到期日
上海地产（集团）有限公司	三林楔形绿地城中村改造项目贷款	2.00	2015-09-30	2030-09-29
	农发重点建设基金借款	2.00	2016-02-29	2031-02-28
上海外滩老建筑投资发展有限公司	国家开发银行项目借款	14.56	2018-11-28	2047-11-27
合计	-	18.56	-	-

注：根据世博土控提供资料整理

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司资产资源基本集中于本部层面，2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 359.06 亿元和 359.23 亿元，本部负债总额分别为 186.17 亿元和 186.30 亿元，资产负债率分别为 51.85%和 51.86%，负债经营程度适中。2021 年及 2022 年第一季度，本部营业收入分别为 13.64 亿元和 1.94 亿元，本部净利润分别为 6.41 亿元和 0.04 亿元，本部经营活动现金流分别为 -11.91 亿元和 -2.17 亿元。

外部支持因素

该公司业务集中于上海地区，上海市经济发展为公司经营发展提供了有利的外部条件。此外，作为地产集团二级子公司，公司可在业务运营、优质资源获取等方面获得一定程度股东支持。

该公司与各大银行等金融机构保持长期合作伙伴关系，间接债务融资能力较强。截至 2022 年 4 月末，公司合并口径获得银行授信额度 141.64 亿元，未使用额度 60.48 亿元，可为刚性债务提供较好的保障。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	141.64	81.16	60.48
其中：国家政策性金融机构（亿元）	--	--	--
工农中建交五大商业银行（亿元）	44.64	23.20	21.44
其中：大型国有金融机构占比（%）	31.52	28.59	35.45

资料来源：根据世博土地所提供数据整理（截至 2022 年 4 月末）；

注：仅包含贷款授信，不含债券投资授信。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 20 世博 01、20 世控 02、21 世控 01 及 21 世控 02

上述债券发行期限均为 5（3+2）年，附第 3 年末该公司调整利率选择权和投资者回售选择权。公司有权决定在上述债券存续期的第 3 年末调整上述债券后 2 年的票面利率，调整后的票面利率为上述债券存续期前 3 年票面年利率加或减公司提升或降低的基点。

跟踪评级结论

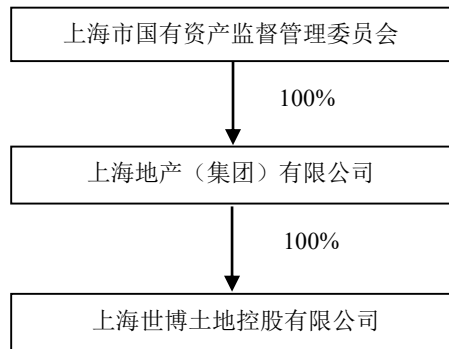
跟踪期内，该公司产权结构发生变化，股东变更为地产集团，实际控制人变更为上海市国资委，执行董事等部分高管及组织架构均发生变动。

该公司成立之初主要负责上海世博园区及周边地区土地储备和开发，随着上海世博会顺利闭幕，其运营重心逐步转移至世博村的新一轮规划、浦江世博家园商业开发及各类资产运营等。跟踪期内商业租赁、资金占用和二手房销售对收入贡献较大，短期内公司仍将继续以商业物业开发和经营为主业，拓展投资业务。目前公司在建商业租赁项目仍有剩余投资需求，同时以参股形式投资一线城市商业地产项目，投资压力加大，关注资金配置安排。

随着经营积累夯实权益资本，该公司财务杠杆控制尚可。近年来由于在建项目持续推进，公司通过中长期银行借款和债券融资，刚性债务波动上升。公司以流动资产为主，但资金占款金额较大，地产集团资金池归集资金提用具有一定灵活程度，需关注其他拆借方（华辕实业和淞泽置业）项目未来实际销售回笼情况和拆借款收回安排；此外，较充裕的可动用货币资金可为即期债务偿付提供相应保障。

附录一：

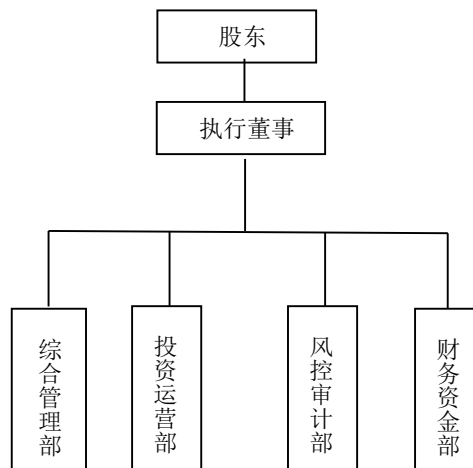
公司与实际控制人关系图



注：根据世博土控提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据世博土控提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
上海地产(集团)有限公司	地产集团	股东	房地产开发经营	1197.10	1450.71	372.86	33.75	-8.90	合并口径
上海世博土地控股有限公司	世博士控	本部	商业租赁与对外投资	158.29	172.89	13.64	6.41	-11.91	本部口径
上海浦江世博资产经营管理有限公司	浦江世博	100	资产管理、实业投资	5.53	6.90	0.73	-0.19	0.75	
上海轶驿实业有限公司	轶驿实业	100	企业管理咨询、物业管理	0.11	1.22	5.75	0.83	-0.21	
上海华轶实业有限公司	华轶实业	100	房地产开发、物业管理	-	0.10	-	0.002	0.002	
上海华驿实业有限公司	华驿实业	100	房地产开发、企业管理咨询	0.006	10.49	0.00	-0.01	-2.83	
上海耀孚企业发展有限公司	耀孚发展	100	企业管理咨询等	-	2.26	-	-0.0001	3.46	
上海锐拓实业有限公司	锐拓实业	60	房地产租赁经营、房地产开发经营	1.71	3.80	-	-0.004	-1.44	
上海地产城市更新投资管理有限公司	城市更新	100	咨询与投资管理	--	0.10	--	-0.00001	0.00002	

注：根据世博士控提供资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年 第一季度
资产总额[亿元]	370.76	380.33	389.38	388.35
货币资金[亿元]	62.07	40.25	27.07	25.09
刚性债务[亿元]	144.96	154.66	169.98	170.35
所有者权益[亿元]	184.79	187.26	188.76	188.91
营业收入[亿元]	10.32	27.81	18.78	2.62
净利润[亿元]	4.60	2.47	1.74	0.15
EBITDA[亿元]	16.45	12.04	11.27	—
经营性现金净流入量[亿元]	24.68	14.19	-13.13	-2.02
投资性现金净流入量[亿元]	-53.53	-38.93	-8.24	0.15
资产负债率[%]	50.16	50.76	51.52	51.36
权益资本与刚性债务比率[%]	127.48	121.08	111.05	110.89
流动比率[%]	229.23	453.04	312.77	462.29
现金比率[%]	63.23	82.24	38.11	55.17
利息保障倍数[倍]	1.52	1.51	1.20	—
担保比率[%]	4.74	8.89	9.59	9.82
营业周期[天]	6719.08	1178.81	1892.37	-
毛利率[%]	67.14	48.13	58.52	62.59
营业利润率[%]	-9.91	13.85	15.70	7.58
总资产报酬率[%]	3.86	2.80	2.43	—
净资产收益率[%]	2.53	1.33	0.92	—
净资产收益率*[%]	2.69	1.34	0.93	—
营业收入现金率[%]	85.54	76.07	82.25	40.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	28.41	19.30	-21.89	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.05	-13.05	-10.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.67	1.73	1.44	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.08	0.07	—

注：表中数据依据世博士控经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、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、CCC 及以下等级外，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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度	
个体信用	业务风险	宏观环境	1	
		行业风险	3	
		市场竞争	3	
		盈利能力	6	
		公司治理	1	
	财务风险	财务政策风险	2	
		会计政策与质量	1	
		现金流状况	8	
		负债结构与资产质量	3	
		流动性	3	
		个体风险状况		3
		个体调整因素调整方向		不调整
		调整后个体风险状况		3
外部支持	支持因素调整方向		上调	
主体信用等级			AAA	

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2007年1月10日	AAA/稳定	-	-	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AAA/稳定	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA/稳定	张佳、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20世 博 01)	历史首次评级	2020年5月12日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA	张佳、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20世 控 02)	历史首次评级	2020年6月3日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA	张佳、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21世 控 01)	历史首次评级	2021年1月20日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA	张佳、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21世 控 02)	历史首次评级	2021年3月15日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021年6月25日	AAA	莫燕华、楼雯仪	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AAA	张佳、林巧云	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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之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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。