

## 2007 年上海世博土地控股有限公司

### 世博建设债券跟踪评级报告

债券信用等级：AAA 级

评级时间：2015 年 6 月 30 日



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.*

# 2007 年上海世博土地控股有限公司世博建设债券跟踪评级报告

## 概要

编号:【新世纪跟踪[2015]100427】

存续期间	10 年期债券 20 亿元人民币, 2007 年 2 月 15 日—2017 年 2 月 15 日 15 年期债券 20 亿元人民币, 2007 年 2 月 15 日—2022 年 2 月 15 日
本次跟踪评级	信用等级 AAA 级
前次跟踪评级	信用等级 AAA 级
首次评级	信用等级 AAA 级
	评级时间: 2015 年 6 月
	评级时间: 2014 年 6 月
	评级时间: 2007 年 1 月

## 主要财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人合并数据及指标:			
总资产	571.50	535.40	477.90
总负债	468.79	431.68	372.75
刚性债务	459.87	422.92	364.15
所有者权益	102.70	103.72	105.16
营业收入	7.43	8.17	3.51
净利润	1.05	1.02	1.45
经营性现金净流入量	57.32	106.32	85.63
EBITDA	1.96	2.34	2.75
资产负债率[%]	82.03	80.63	78.00
权益资本与刚性债务比率[%]	22.33	24.52	28.88
流动比率[%]	6405.56	5922.74	5321.50
现金比率[%]	312.90	848.90	830.41
利息保障倍数[倍]	0.05	0.06	0.09
净资产收益率[%]	1.03	0.98	1.39
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.00	23.61	21.29
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.13	24.27	19.33
EBITDA/利息支出[倍]	0.07	0.09	0.13
EBITDA/刚性债务[倍]	0.00	0.01	0.01
担保人: 中国农业银行			
总资产(万亿元)	13.24	14.56	15.97
净资产(亿元)	7513.54	8445.37	10326.19
净利润(亿元)	1451.31	1662.11	17951.00

注: 根据世博土控和中国农业银行经审计的 2012-2014 年财务数据整理、计算。

## 分析师

毕庆澜 陈溢文

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)  
<http://www.shxsj.com>

## 跟踪评级观点

跟踪期内, 世博土控仍处于转型期, 盈利能力尚未完全体现。公司资产负债率较高, 负债经营特征明显, 但公司偿债压力集中于长期借款, 而长期借款的偿债资金主要来自返还的土地开发成本, 近年来返还资金均可覆盖当年的还本付息规模, 总体来看, 公司实际偿债压力不大, 此外中国农业银行为本期债券提供的担保仍然有效, 能够为本期债券本息的偿还提供有力保障。

- 世博土控业务集中于上海地区, 跟踪期内, 上海市经济及财政保持良好发展态势, 为公司经营发展提供了有利的外部条件。
- 世博土控经营的酒店、租赁物业及在建的物业项目大多位于上海世博园及其周边地块, 区域发展规划较好, 公司资产所处区域位置佳, 未来发展空间较大。
- 受益于世博土储返还的土地开发成本的到位, 世博土控现金储备充裕, 可为银行借款的偿还和后续业务的开展提供较好的保障。
- 世博土控目前银行借款的偿还主要依赖前期土地开发业务产生的返还资金, 或受到上海市财政规划及土地价格波动影响。
- 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、商业物业开发等产业实施调控, 世博土控未来的物业开发业务发展存在不确定性。
- 中国农业银行为本期债券提供的连带责任保证担保有效保障了债券到期及时偿付。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪公司对本期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由世博土控提供, 所引用资料的真实性由世博土控负责。

## 跟踪评级报告

按照 2007 年上海世博土地控股有限公司(以下简称“世博土控”、“该公司”或“公司”)公司债券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 2014 年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,得出跟踪评级结论如下。

### 一、债券发行情况

根据国家发展和改革委员会发改财金[2007]327 号文《国家发展改革委关于同意上海世博土地控股有限公司发行 2007 年世博建设债券的批复》,同意该公司发行 40 亿元人民币债券,其中,10 年期 20 亿元,15 年期 20 亿元。世博土控于 2007 年 2 月发行了待偿还余额为 20 亿元人民币的 10 年期债券和 20 亿元人民币的 15 年期债券。目前上述两期债券尚未到期,付息情况正常。

### 二、跟踪评级结论

#### (一) 公司管理

跟踪期内,该公司股权结构、管理架构、内部管理无重大变化。

#### (二) 经营环境

##### 1. 上海市经济及财政

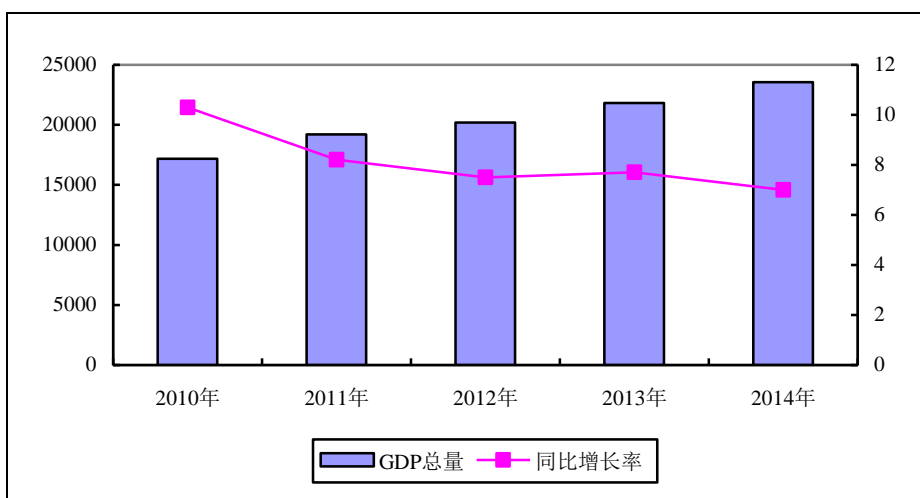
2010 年上海世博会的成功举办为中国带来扩大国际交流和合作、促进经济发展的机遇,同时也创造了巨大的经济效益和社会效益。作为世博会筹备和运营的主要参与者,该公司得到了上海市政府的大力支持,为公司未来发展运营创造了良好的外部环境。

世博会闭幕后,该公司的运营重心转向世博村新一轮规划、发展和浦江世博家园商业开发,做好公司各类资产的管理运营,积极稳妥地完成相关计划的制定,完成后世博的建设与发展等各方面工作。

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。2012 年以来,受产业结构调整影响,上海市经济增速放缓,

但经济总量依然位列全国各直辖市首位。2014 年，上海市实现生产总值 23560.94 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.0%。其中，第一产业增加值 124.26 亿元，同比增长 0.1%；第二产业增加值 8164.79 亿元，增长 4.3%；第三产业增加值 15271.89 亿元，增长 8.8%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到 64.8%，比上年提高 1.6 个百分点。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 9.73 万元。

图表 1. 2010-2014 年上海市生产总值及其增长情况（单位：亿元，%）



资料来源：2014 年上海市国民经济和社会发展统计公报

经济规模的增长带动了上海财政收入的增长，2014 年上海市一般公共预算收入 4585.55 亿元，比上年增长 11.6%。从上海财政收入构成来看，受营改增影响，2012 年以来上海市税收结构发生较大变动，增值税收入保持较快的增速，2014 年上海市实现增值税收入 969.14 亿元，同比增长 14.2%。同年，上海市一般公共预算支出 4923.44 亿元，较上年增长 8.7%，其中城乡社区事务支出 801.39 亿元，同比增长 12.4%。上海市强大的财政实力是上海市基础设施建设的有力支持。

总体来看，近年来上海经济运行的总体特点是经济增速虽有所放缓，但创新驱动、转型发展取得明显成效，呈现出三产增长快于二产、消费增长快于投资、利用外资增长快于出口、居民收入增长快于经济增速等特征。从长期来看，根据国家对上海的战略定位和要求，到 2020 年上海要基本建成与我国经济实力和国际地位相适应、具有全球资源配置能力的国际经济、金融、贸易、航运中心。到“十二五”末，上海全市生产总值年均增长率预期为 8% 左右；



服务经济为主的产业结构基本形成，第三产业增加值占全市生产总值比重达到 65% 左右，上海经济仍有较大的发展空间。

## 2. 世博会地区后续规划

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”的功能结构。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。

规划中的“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。

2011 年起，世博园区土地开始挂牌出让，截至 2014 年 9 月末，共计出让土地 20.79 万平方米，土地出让款共计 223.89 亿元。

### （三）经营状况

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。上海世博会已于 2010 年 10 月 31 日顺利闭幕，随着园区建设任务的完成以及世博会的顺利闭幕，公司的运营重心将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，完成后世博的建设与发展等各方面工作。

根据规划，公司未来计划以商业物业开发、住宅物业开发和酒店经营业务为主要经营模式。

2012-2014 年，该公司分别实现营业收入 7.43 亿元、8.17 亿元和 3.51 亿元。从构成情况来看，2011 年和 2012 年，公司动迁房项目开发业务分别实现收入 2.85 亿元和 4.94 亿元，此后随着上海世博会动迁安置工作的完成，公司动迁房销售收入逐步减少，2013 年和 2014 年基本未结转动迁房销售收入，2013 年公司出售旗下酒店取得收入 4.65 亿元使得当年收入规模同比增长 9.92%，但 2014 年公司收入规模大幅下降。公司酒店经营业务发展相对稳定，2012-2014 年分别实现收入 1.54 亿元、1.59 亿元和 1.66 亿元。目前公司商业物业和住宅物业开发业务均处于在建或拟建阶段，预计未来 1-2 年内，公司收入将主要来自酒店经营业务和租赁业务。

**图表 2. 2012-2014 年度公司营业收入构成（单位：亿元，%）**

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
酒店经营	1.54	20.73	1.59	19.46	1.66	47.29
商用房租赁	0.90	12.11	1.66	20.32	1.77	50.43
物业转让销售	0.00	0.00	4.65	56.92	0.00	0.00
动迁房销售	4.94	66.49	0.00	0.00	0.03	0.85
其他	0.05	0.67	0.27	3.30	0.05	1.43
合计	7.43	100.00	8.17	100.00	3.51	100.00

注：根据世博土控提供资料绘制

## 1. 土地开发整理

该公司成立前期主要从事上海世博园区及周边地区土地前期开发，市财政根据土地出让的情况及公司每年的款项申请返还土地出让款，通过控股股东世博土储拨付给公司。2011 年起，世博园区土地开始挂牌出让，截至 2014 年末，公司取得返还的土地开发成本共计约 420.30 亿元。

在土地储备方面，根据该公司与世博土储签定的《中国 2010 年上海世博会园区储备土地前期开发费补偿协议》，公司取得世博园区内世博村 A-J 地块土地 252161.8 平方米（折合 378.2 亩），以暂定价 350 万/亩预付土地前期开发费 13.24 亿元，再以各地块实际面积分摊至各地块。各地块根据需要实际情况补地价取得权证。目前，A 地块已取得产证，J 地块仍未取得产证，但已支付补地价款 3.94 亿元；世博村 B 地块补地价事宜目前正在进行。

## 2. 在建及拟建项目投资

截至 2014 年末，该公司在建项目为浦江世博家园一街坊商业中心二期项目项目总投资为 10.75 亿元；拟建项目包括世博村 H 地块装修项目、世博村 I 地块装修项目、世博村 J 地块新建办公楼项目。

图表 3. 截至 2014 年末公司在建项目（单位：亿元，万平方米）

项目名称	总投资规模	规划建筑面积	占地面积	截至 2014 年末已投资额	2015 年计划投资额	计划完工时间
世博家园一街坊二期项目	10.75	17.85	4.48	6.79	5.00	2015.6.30
合计	10.75	17.85	4.48	6.79	5.00	--

注：根据世博土控提供资料绘制

该公司在建项目浦江世博家园一街坊二期项目为世博动迁配套项目，由公司下属子公司上海浦江世博资产管理有限公司负责管理。项目位于上海市闵行区浦江镇，占地面积 4.48 万平方米，总建筑面积 17.85 万平方米，其中地上建筑面积 11.65 万平方米，地下建筑面积 6.20 万平方米。项目主要建设内容为 1 幢办公楼（地上 16 层，地上建筑面积 1.70 万平方米）、3 幢公寓式办公楼（地上均为 20 层，建筑面积均在 1.90-2.00 万平方米之间）、5 座商业楼（地上 4 层，建筑面积 3.99 万平方米）和 1 幢整体地下室（地下 2 层，建筑面积 6.20 万平方米）。项目已于 2012 年 8 月 23 日正式开工，预计 2015 年 6 月 30 日完工。项目总投资 10.75 亿元，截至 2014 年末已投资 6.79 亿元。项目已经市发改委备案，规证齐全。

图表 4. 截至 2014 年末公司拟建项目（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	2015 年计划投资额	2016 年计划投资额	2017 年计划投资额	计划完工时间
世博村 H 地块装修项目	0.48	0.48	--	--	2015.12
世博村 J 地块新建办公楼	21.83	7.97	1.33	0.07	2018.3
世博村 I 地块装修项目	0.49	0.40	0.09	--	2015.9
合计	22.80	8.85	1.42	0.07	--

注：根据世博土控提供资料绘制

世博村 H 地块装修项目占地面积 0.48 万平方米，总建筑面积 6.60 万平方米，全部为地上建筑面积。项目建设地点为世博村路 139 号，该公司将对该地块商务办公楼进行装修。项目计划于 2015 年 7 月正式开工，预计 2015 年 12 月完工。本项目总投资 0.48 亿元，资本金 0.10 亿元，目前项目已报建完成。

世博村 I 地块装修项目占地面积 1.69 万平方米，总建筑面积约 2.46 万平方米。其中地上建筑面积 1.89 万平方米，地下建筑面积约为 0.57 万平方米。项目位于世博村路 231-233 号，该公司将对该地块商务办公楼进行装修。项目于 2015 年 4 月正式开工，计划于 9 月底完工。项目总投资约 0.49 亿元，项目已完成报建。

世博村 J 地块项目占地面积 1.33 万平方米，总建筑面积 7.64 万平方米，其中地上建筑面积 4.64 万平方米，地下建筑面积 3.00 万平方米。项目四至范围：东至浦东南路、西至世博村路、南至华丰路、北至规划城市道路，该公司已于 2014 年 9 月对该地块进行改造，拆除原经济型酒店、改造成 2 栋甲级办公楼，于 2015 年 10 月正式开工，预计 2018 年 3 月完工。项目计划总投资 21.83 亿元，资本金 10.71 亿元。未来公司将根据市场和经营情况，制定租售计划。

### 3. 酒店经营

世博会期间，该公司拥有东湖酒店、上海世博锦江公寓酒店（简称“锦江酒店”）和上海世博洲际酒店三家酒店（简称“洲际酒店”）。世博会后，公司对世博村区域进行了后续功能改造，从为世博会官方参展者所属人员提供住宿和配套服务的区域，转变为具有政务办公、商务办公、社区商业、高档住宅、酒店服务等综合功能的区域。根据上述改造规划，公司陆续停止锦江酒店（位于世博村 D 地块）和东湖酒店（位于世博村 B 地块）的经营，其中锦江酒店已改为政务办公区域，目前政府机构已入驻，东湖酒店未来将改造为住宅。

该公司经营的洲际酒店通过对管理体系、服务团队和营销策略的深度调整，保持了良好的发展势头，2014 年其经营收入占公司营业收入的 47.29%。

该公司洲际酒店位于浦东新区雪野路 1188 号，占地面积 24632 平方米，建筑面积 68800 平方米，共有客房 391 间，包括高级套房 40 间（包括总统套房 1 间、外交官套房 4 间和行政套房 35 间）、行政房 57 间、豪华房 134 间和高级房 160 间。2014 年洲际酒店入住率约为 65%，根据房型不同，客房价格大多在 977-3015 元/日之间。洲际酒店由知名酒店管理公司负责物业管理，公司每年支付酒店收入的 3-4% 作为管理费。

从竞争情况来看，洲际酒店背靠黄浦江，距离陆家嘴金融和商业中心车程约 8 分钟，但酒店所处的世博园目前商业氛围一般。浦东陆家嘴及周边地区建有较多同类型酒店，如上海浦东香格里拉大



酒店、上海浦东四季酒店、上海金茂君悦大酒店和上海浦东喜来登由由酒店等，上述酒店地理大多位于陆家嘴中心区域，地理位置较洲际酒优越，但价格相对较高，洲际酒店在价格方面有一定的竞争优势。

洲际酒店于 2010 年开业，2012-2014 年，洲际酒店分别实现营业收入 1.39 亿元、1.57 亿元和 1.66 亿元，收入呈逐年增长趋势。公司预测的酒店未来收益情况如图表 5 所示，总体来看，由于世博洲际酒店自身品质较好，与区域的同类型酒店相比在价格方面有一定的竞争优势，预计未来盈利能力将逐步提高。

**图表 5. 洲际酒店收益预测表（单位：亿元）**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
经营总收入	1.66	1.75	1.83	1.97	2.04	2.11	2.19
税后利润	0.17	0.24	0.31	0.40	0.47	0.55	0.68

注：根据世博土控提供资料绘制

#### 4. 商用房租赁

该公司商用房租赁收入主要来自世博村地产大厦、财富广场、浦江镇世博家园一街坊商业中心一期、华宁国际广场等物业项目的租赁。2014 年公司实现商用房租赁收入 1.77 亿元。

2010 年以前该公司主要从事世博园区的前期建设开发工作。世博会园址位于上海市中心区卢浦大桥和南浦大桥之间的黄浦江两岸的滨水区域，区位优势明显，2010 年世博会的成功召开对园区开发产生了良好的促进作用。2011 年公司启动了地产集团新大楼装修项目（世博村 E 地块），总投资约 1.40 亿元，项目已于 2012 年竣工并投入运营，地产集团及其下属子公司入驻为公司带来稳定的租金收入。

财富广场位于上海浦东陆家嘴金融中心浦明路和东昌路交界处的西南角，主体由七幢商务办公楼所组成。

#### 5. 动迁房销售

该公司的子公司浦江世博负责开发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黄浦区和卢湾区的动迁居民。2012 年公司结转动迁房销售收入 4.94 亿元，结转成本 2.93 亿元。受项目开发周期影响，2013 年公司未结转动迁房销售收入，截至当年末，尚余少量动迁房可用于销售，全部完成销售后预计可再实现销售收入超 1 亿元，未来该板块暂无新增项目计划。

#### (四) 财务质量

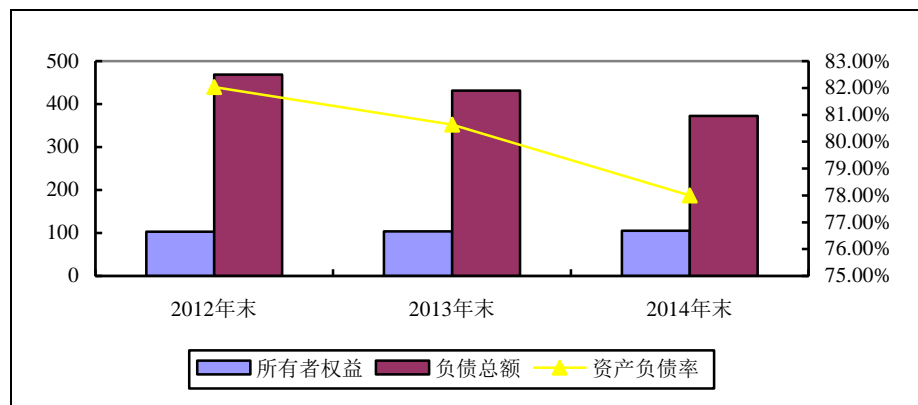
2012-2014 年，该公司分别实现营业收入 7.43 亿元、8.17 亿元和 3.51 亿元。由于公司已完工的动迁房项目基本于 2013 年之前完成销售，2013 年公司出售东方金座酒店取得销售收入 4.65 亿元，使其收入规模同比仍然大幅增长，但此类收入不具有可持续性。2014 年，公司营业收入主要由商用房租赁、酒店经营收入等构成。从毛利率情况来看，2012-2014 年公司毛利率分别为 32.74%、33.45% 和 28.50%，由于年度间收入结构不同，公司毛利率呈波动态势。

该公司期间费用以管理费用为主，2012-2014 年分别为 0.58 亿元、0.77 亿元和 0.71 亿元。由于公司账面货币资金较充裕，因此每年可取得较大规模的存款利息，2012-2014 年公司财务费用分别为 -0.59 亿元、-0.42 亿元和 -2.04 亿元，在较大程度上抵消了管理费用支出，2014 年财务费用大幅减少主要是由于财政资金返还情况良好，公司提前归还贷款，减少利息支出，此外在资金安全的前提下，公司通过办理结构性存款、通知存款等增加了利息收入。

2012-2014 年，该公司分别实现营业利润 1.35 亿元、2.11 亿元和 1.92 亿元，实现净利润 1.05 亿元、1.02 亿元和 1.45 亿元，净利润稳步增长。

2012-2014 年末，该公司负债总额分别为 468.79 亿元、431.68 亿元和 372.75 亿元。公司在上海世博会召开前主要从事园区的土地整理工作，由于土地整理规模较大，公司自有资本无法完全支撑其资金需求，因此对外部融资依赖性较强，世博会结束后，公司整理的土地由政府统一进行招拍挂，市财政再根据前期土地开发成本以资金划拨方式返还，用于偿还银行借款，因此近年来随着银行借款的偿还，公司负债规模逐年缩小。2012-2014 年末，公司资产负债率分别为 82.03%、80.63% 和 78.00%，负债经营程度逐年下降。

图表 6. 2011 年以来公司资金来源结构及资产负债率 (单位: 亿元)



注: 根据世博土控提供资料绘制

从负债构成来看, 该公司负债仍以非流动负债为主, 2012-2014 年末非流动负债分别为 460.31 亿元、423.01 亿元和 364.24 亿元, 占负债总额的比重分别为 98.19%、97.99%和 97.72%。

该公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2014 年末, 公司长期借款余额 322.69 亿元, 同比减少 15.41%; 应付债券 41.46 亿元, 为公司发行的世博建设债券。

2014 年末, 该公司流动负债 8.51 亿元, 同比减少 1.88%。公司流动负债以应付账款、应交税费和其他应付款为主。2014 年末, 应付账款余额 1.93 亿元, 同比增长 5.24%, 主要为尚未支付的工程款; 应交税费 1.37 亿元, 同比增长 8.61%, 主要为尚未缴纳的税金; 其他应付款 4.61 亿元, 同比减少 10.14%, 主要为浦江镇补地价款和尚未结算的配套费, 账期在 3 年以上的其他应付款占比为 80.09%。

整体来看, 该公司负债规模虽然较大, 但刚性债务集中于长期借款, 短期刚性债务偿付压力较小。

该公司债务融资渠道主要为银行借款和发行债券。银行借款全部为长期借款, 2014 年末余额 322.69 亿元, 其中信用借款 196.65 亿元, 占银行借款总额的 60.94%; 公司于 2007 年发行两期世博建设债券, 发行规模均为 20 亿元, 债券期限分别为 10 年和 15 年, 每年付息一次, 到期一次还本, 目前债券尚未到期, 付息情况正常, 2014 年末公司应付债券余额 41.46 亿元。

根据该公司规划, 2014-2017 年, 公司共需偿还刚性债务本金 307.95 亿元, 2016 年和 2017 年将为偿债高峰期, 届时每年需偿还的本金分别为 90.34 亿元和 74.40 亿元, 其他年度需偿还的本金均

在 60 亿元以下,以 2011 年以来世博土储返还的土地开发成本来看,可完全覆盖当年刚性债务本金的偿还规模。

截至 2014 年末,该公司对外担保余额 47.06 亿元,其中分别为上海市滩涂造地有限公司和上海市土地储备中心分别提供担保 5 亿元和 42.06 元。被担保对象均是上海市国有体系内企业,或有负债风险相对较小。

2012-2014 年,该公司经营性现金流量净额分别为 57.32 亿元、106.05 亿元和 85.63 亿元。除酒店经营、租金收入等主营业务产生的现金流入外,公司每年可取得世博土储返还的土地开发成本,计入收到其他与经营活动有关的现金。2012-2014 年,公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 108.88 亿元、108.00 亿元和 117.84 亿元。2012 年公司支付了宝钢、世博园区看管费、黄浦区动迁费等,2013 年和 2014 年无类似支出。2014 年,公司支付其他与经营活动有关的现金 24.02 亿元,主要为与世博土储的往来款。

2012-2014 年,该公司投资性现金流量净额分别为 0.70 亿元、2.96 亿元和 -7.87 亿元。2014 年子公司浦江世博收购上海华宁置业有限公司,支付的净现金额约为 5.10 亿元,此外参股投资上海老外滩投资发展有限公司、上海地产养老产业投资有限公司和上海地产三林滨江生态建设有限公司,导致当年投资性现金大幅净流出。

近年来,随着对世博土储的应收款的逐步收回并偿还银行借款,该公司资产规模持续缩小。2012-2014 年末,资产总额分别为 571.50 亿元、535.40 亿元和 477.90 亿元。

从资产构成来看,该公司资产以流动资产为主,2014 年末流动资产为 452.60 亿元,占总资产的 94.70%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2014 年末,公司货币资金余额为 70.63 亿元,同比减少 4.02%,公司货币资金主要为银行结构性存款,在保证流动性的同时,能够在一定程度上提升货币资金的使用效率;其他应收款 253.96 亿元,同比下降 21.39%,主要是待世博土储返还的土地开发成本;存货 123.85 亿元,同比增长 6.79%,主要由世博园区的建设开发成本构成,其中世博村开发成本 39.74 亿元,世博场馆建设成本 67.49 亿元,浦江镇项目开发成本 6.79 亿元。

2014 年末,该公司流动比率和速动比率分别为 5321.50%和 3817.24%,由于公司资产以流动资产为主,而负债集中于长期借款,因此公司短期偿债压力小。

2014 年末，该公司非流动资产 25.31 亿元，主要由长期股权投资、固定资产和无形资产构成。2014 年末，公司长期股权投资为 4.94 亿元，由于新增三家参股公司，期末长期股权投资余额同比增长 106.80%；固定资产为 11.89 亿元，同比减少 3.56%；无形资产 5.87 亿元，主要为土地使用权。

#### （五）增级因素

该公司发行的 07 世博债均由中国农业银行股份有限公司（简称“中国农业银行”）提供担保。

截至 2014 年末，中国农业银行总资产规模为 15.97 万亿元，较上年末增长 9.70%；当年度实现营业收入 5208.58 亿元，较上年度增长 12.59%；全年实现净利润 1795.10 亿元，同比增长 8.00%；资本充足率为 12.82%，较上年末提高 096 个百分点；核心一级资本充足率 9.09%。中国农业银行资本实力较强，且风险控制能力处于较好水平，2014 年不良贷款率为 1.54%，处于较低水平。担保方中国农业银行拥有广阔的网点覆盖能力和客户基础，具有一定的持续盈利能力，对本期债券的到期偿还提供了有力的外部支持。

综上所述，跟踪期内，该公司仍处于转型期，盈利能力尚未完全体现。目前公司资产负债率较高，负债经营特征明显。公司偿债压力集中于长期借款，而长期借款的偿债资金主要来自返还的土地开发成本，近年来返还资金均可覆盖当年的还本付息规模，总体来看，公司实际偿债压力不大，此外中国农业银行为本期债券提供的担保仍然有效，能够为本期债券本息的偿还提供有力保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）该公司土地出让款的回收情况对公司偿债能力的影响；（2）公司业务转型导致的利润及现金流变动对其偿债能力的影响；（3）公司物业开发业务发展情况；（4）中国农业银行的信用质量变动对本期债券偿付的影响。



附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 [亿元]	571.50	535.40	477.90
货币资金 [亿元]	26.55	73.58	70.63
刚性债务[亿元]	459.87	422.92	364.15
所有者权益 [亿元]	102.70	103.72	105.16
营业收入[亿元]	7.43	8.17	3.51
净利润 [亿元]	1.05	1.02	1.45
EBITDA[亿元]	1.96	2.34	2.75
经营性现金净流入量[亿元]	57.32	106.32	85.63
投资性现金净流入量[亿元]	0.70	2.96	-7.87
资产负债率[%]	82.03	80.63	78.00
长期资本固定化比率[%]	4.97	4.18	5.39
权益资本与刚性债务比率[%]	22.33	24.52	28.88
流动比率[%]	6,405.56	5,922.74	5,321.50
速动比率 [%]	5,007.27	4,581.14	3,817.24
现金比率[%]	312.90	848.90	830.41
利息保障倍数[倍]	0.05	0.06	0.09
有形净值债务率[%]	492.65	447.52	384.90
营运资金与非流动负债比率[%]	116.23	119.31	121.92
担保比率[%]	—	29.41	44.75
应收账款周转速度[次]	6.12	7.23	14.45
存货周转速度[次]	0.04	0.05	0.02
固定资产周转速度[次]	0.78	0.60	0.29
总资产周转速度[次]	0.01	0.01	0.01
毛利率[%]	32.74	33.45	28.50
营业利润率[%]	18.11	25.81	54.83
总资产报酬率[%]	0.22	0.28	0.39
净资产收益率[%]	1.03	0.98	1.39
净资产收益率*[%]	1.03	0.93	1.38
营业收入现金率[%]	71.04	113.81	103.53
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	127.44	1,239.70	997.32
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.00	23.61	21.29
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	129.01	1,274.25	905.65
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.13	24.27	19.33
EBITDA/利息支出[倍]	0.07	0.09	0.13
EBITDA/刚性债务[倍]	0.00	0.01	0.01

注：表中数据依据世博土控经审计的 2012-2014 年度财务数据，整理计算。

附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资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+报告期投资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+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

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级 短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级 短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级 短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级 短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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 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。
投机级	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。