

**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**



**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[2018]100310】

**评级对象：** 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

	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪</b>	AAA	2018 年 6 月 25 日
<b>前次跟踪：</b>	AAA	2017 年 6 月 29 日
<b>首次评级：</b>	AAA	2007 年 1 月 10 日

## 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
<b>金额单位：人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据：</b>				
货币资金	-	-	100.70	-
刚性债务	-	-	149.12	-
所有者权益	-	-	154.26	-
经营性现金净流入量	-	-	131.50	-
<b>发行人合并数据及指标：</b>				
总资产	421.69	329.64	356.61	355.75
总负债	315.34	207.49	181.82	180.74
刚性债务	307.35	200.68	149.12	147.35
所有者权益	106.35	122.15	174.79	175.01
营业收入	4.35	4.40	129.39	1.03
净利润	1.24	0.80	52.64	0.23
经营性现金净流入量	53.01	61.57	132.14	0.50
EBITDA	2.78	2.54	64.78	—
资产负债率[%]	74.78	62.94	50.98	50.80
长短期债务比[%]	2810.43	2049.62	636.81	635.84
权益资本与刚性债务 比率[%]	34.60	60.87	117.22	118.78
流动比率[%]	3577.01	2998.55	1003.45	843.09
现金比率[%]	439.67	505.51	425.94	258.32
利息保障倍数[倍]	0.11	0.15	48.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.16	0.22	49.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.37	—
<b>担保方数据：</b>				
总资产（万亿元）	17.79	19.57	21.05	21.64
净资产（亿元）	12118.85	13215.91	14293.97	14636.27
净利润（亿元）	1807.74	1840.60	1931.33	590.40

注：发行人数据根据世博土控经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据根据中国农业银行经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

陈溢文 cyw@shxsj.com  
 许丹宁 xdn@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 07 世博（2）的跟踪评级反映了 2017 年以来世博土控在区域经济环境、资产质量、负债经营程度、现金储备及担保方增信等方面保持优势，同时也反映了公司在土地开发成本返还、业务转型及物业开发等方面继续面临压力。

### 主要优势：

- **区域经济环境良好。**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。
- **资产质量好。**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。
- **负债经营程度不断下降。**受益于世博土控偿还款的到位，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。
- **现金储备充裕。**受益于世博土控偿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。
- **担保方增信。**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偿付的安全性。

### 主要风险：

- **土地开发成本返还存在不确定性。**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。

- **业务转型风险。**目前，世博士控处于业务转型期，未来各项业务开展情况以及对公司盈利能力的带动情况需持续关注。
- **物业开发业务风险。**跟踪期内，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，世博士控未来的物业开发业务仍面临政策调控风险。

### ➤ 未来展望

通过对世博士控及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构认为本期债券还本付息安全性极高，并维持本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 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

## 跟踪评级原因

按照 2007 年上海世博土地控股有限公司世博建设债券（简称“07 世博（2）”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据世博土控提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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。

07 世博（2）于 2007 年 2 月 15 日发行，发行规模 20.00 亿元，利率 4.15%。截至目前，本期债券募集资金 20.00 亿元已全部用于上海世博会主体工程项目。本期债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

截至 2018 年 3 月末，该公司已发行但尚未到期的债券如下，目前还本付息均正常。

图表 1. 公司存续期债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
07 世博（2）	20.00	15 年	4.15	2007 年 2 月	本金尚未到期，利息支付正常

资料来源：世博土控

## 业务

## 1. 外部环境

## (1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、

就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构



性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## (2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新

预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

#### 上海市经济

2010 年上海世博会的成功举办为中国带来扩大国际交流与合作、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，未来发展运营面临良好的外部环境。世博会闭幕后，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。2013 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。2017 年，上海市实现生产总值 30133.86 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%。其中，第一产业增加值 98.99 亿元，同比下降 9.5%；第二产业增加值 9251.40 亿元，同比增长 5.8%；第三产业增加值 20783.47 亿元，同比增长 7.5%，第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 69.0%。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 12.46 万元。

**图表 2. 2015-2017 年上海市主要经济指标及增速**

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	24964.99	6.90	27466.15	6.80	30133.86	6.90
人均生产总值 (万元)	10.31	5.96	11.36	10.18	12.46	9.68
工业增加值 (亿元)	7109.94	0.50	7145.02	1.00	8303.54	6.40
全社会固定资产投资 (亿元)	6352.70	5.60	6755.88	6.30	7246.60	7.30
社会消费品零售总额 (亿元)	10055.76	8.10	10946.57	8.00	11830.27	8.10
关区货物进出口总额 (亿元)	50838.17	-4.20	52334.85	3.30	59690.24	14.00

资料来源：2015-2017 年上海市国民经济和社会发展统计公报

2017 年，上海全社会固定资产投资总额为 7246.60 亿元，比上年增长 7.3%。其中，第三产业投资占全社会固定资产投资总额的比重为 85.7%，非国有经济投资占全社会固定资产投资总额的比重为 69.7%。2017 年，上海实现工业增加值 8303.54 亿元，比上年增长 6.4%。同年，规模以上工业总产值 33989.36 亿元，同比增长 6.8%。在规模以上工业总产值中，国有控股企业总产值 12902.80 亿元，同比增长 8.7%。全年六个重点发展工业行业<sup>1</sup>完成工业总产值 23405.50 亿元，较上年增长 9.0%，占全市规模以上工业总产值的比重为 68.9%。其中，汽车制造业、电子信息产品制造业、生物医药制造业、成套设备制造业、精品钢材制造业和石油化工及精细化工制造业分别同比增长 19.1%、7.6%、6.9%、4.2%、2.0%和 1.8%。战略性新兴产业制造业<sup>2</sup>完成工业总产值 10465.92 亿元，较上年增长 5.7%。

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，呈现出第三产业增长快于第二产业、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。

### 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

<sup>1</sup> 六个重点发展工业行业，是指电子信息产品制造业、汽车制造业、石油化工及精细化工制造业、精品钢材制造业、成套设备制造业和生物医药制造业。

<sup>2</sup> 战略新兴产业制造业，是指节能环保、新一代信息技术、生物医药、高端装备、新能源、新材料和新能源汽车产业。



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。

## 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经营管理，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等。目前公司处于转型期，前期的土地开发工作已完成，市财政将逐步返还土地开发成本；酒店经营和租金收入稳定增长，其他业务正逐步开拓转型。公司未来将以商业物业开发、住宅物业开发、酒店经营业务和租赁业务为主业。

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、酒店经营业务和租赁业务为经营重点。

2015-2017 年和 2018 年第一季度，该公司分别实现营业收入 4.35 亿元、4.40 亿元、129.39 亿元和 1.03 亿元。2017 年，公司将原自有的世博村 B 地块装入全资子公司上海华辕实业有限公司（简称“华辕实业”）（该土地转让事项确认土地使用权转让收入 121.90 亿元），并将华辕实业进行评估后（评估价值 173 亿元）在上海联合产权交易所挂牌。上海保利建锦房地产有限公司（简称“保利建锦”）<sup>3</sup>以 49.71 亿元代价获得华辕实业 50% 股权，并向其提供为期一年的贷款 40.79 亿元。上述两项款项均用于偿还公司的部分股东贷款本息。公司已于 2017 年 10 月收到此 90.50 亿元交易款项。该土地使用权转让收入 121.90 亿元使得 2017 年公司营业收入较 2016 年大幅增加。

图表 3. 2015-2017 年及 2018 年第一季度公司营业收入构成（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
酒店经营	1.77	40.69	1.89	42.92	1.96	1.51	0.43	41.49

<sup>3</sup> 根据国家企业信用信息公示系统，保利建锦注册资本为人民币 5000 万元，由保利房地产（集团）股份有限公司（简称“保利地产”，股票代码：600048.SH）全资持股。

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商用房屋租赁	1.89	43.45	1.85	42.06	2.21	1.71	0.56	54.23
动迁房销售	0.02	0.46	0.04	0.91	0.02	0.01	0.00	0.00
其他	0.67	15.40	0.62	14.11	125.21	96.77	0.04	4.28
<b>合计</b>	<b>4.35</b>	<b>100.00</b>	<b>4.40</b>	<b>100.00</b>	<b>129.39</b>	<b>100.00</b>	<b>1.03</b>	<b>100.00</b>

注：根据世博土控提供资料整理

### （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交给公司。2011 年起，世博园区土地开始挂牌出让，截至 2018 年 3 月末，公司取得世博土储结算款共计约 662.25 亿元，其中 2015-2017 年分别取得 77.76 亿元、117.65 亿元<sup>4</sup>和 51.12 亿元，预计未来一年内将收到剩余全部 47.20 亿元土地返还款。

### （2） 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，将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，东湖酒店属于世博村 B 地块，在世博会是用于参展人员入住，几年以前停业，现已随 B 地块置出。

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，2017 年及 2018 年第一季度平均入住率均为 85%。

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。根据房型不同，洲际酒店客房价格大多在 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，2015-2017 年，洲际酒店分别实现营业收入 1.77 亿元、1.89 亿元和 1.96 亿元，收入呈逐年增长趋势。2018 年第一季度，洲际酒店实现营业收入 0.43 亿元。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

<sup>4</sup> 2016 年，世博土储拨款款包含直接拨付给该公司的 67.65 亿元和替公司偿还的 50 亿元债务，其中 50 亿元偿债资金未经过公司，故未计入其现金流量表中。

面有一定的竞争优势，预计未来收入规模将逐步提高。

### (3) 商用房屋租赁

该公司商用房屋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。

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。

近年来，该公司主要租赁物业大多满租，除浦江世博家园一街坊和世博村 B18 地块每三年涨一次租金，涨幅约为 5% 外，其他租赁物业租金均未发生变动。2017 年公司实现商用房屋租赁收入 2.21 亿元，同比增长 19.33%，主要系世博村 I 地块从 2017 年开始经营、世博家园一街坊二期商业中心和浦江世博家园一街坊二期 1 号楼从 2016 年末投入运营所致。

**图表 4. 公司主要租赁物业情况**

项目	建筑面积 (万平方米)	可租面积 (万平方米)	已出租面积 (万平方米)	平均租金 (元/平方米/天)
世博村地产大厦	59075.86	41767.70	38998.85	5.50
财富广场	19546.64	16986.01	16986.01	9.48
浦江世博家园一街坊（浦星商厦）	32408.68	24986.00	24986.00	1.52
浦江世博家园一街坊二期商业中心（浦星生活广场）	44976.01	44908.25	44908.25	1.10
浦江世博家园一街坊二期 1 号楼（养老地产）	17033.24	17100.57	17100.57	1.20
世博村 I 地块（汇博中心）	19710.42	19710.42	16008.00	5.50
世博村 B18 地块（宝莱纳）	4616.21	3223.00	3223.00	8.82
华宁国际广场	24059.73	20556.92	20556.92	4.32

注：根据世博土控提供资料整理

### (4) 在动迁房销售

该公司的子公司上海浦江世博资产经营管理有限公司（简称“浦江资产”）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。2017 年及 2018 年第一季度，公司结转动迁房销售收入 0.02 亿元和 0 亿元。截至目前，尚余少量动迁房可用于销售，预计全部完成销售后可实现后续销售收入少，对公司业务影响小。未来该板块暂无新增项目计划。

### (5) 其他

该公司其他收入主要包括装修收入等。2017 年，其他收入大幅增长主要系公司通过在上海联交所挂牌公开竞价，以增资扩股方式成功引入保利地产，取得土地使用权转让收入 121.90 亿元。

2018 年 3 月，该公司出资 301 万元出资成立南宁申寿润投资管理有限责任公司，公司既作为 GP 也作为 LP。该基金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%）；世博土控（出资 301 万元，股权比例为 30.10%）；国寿资本投资有限公司（出资 299 万元，股权比例为 29.90%）。目前，基金尚未开展业务。

#### （6） 在建及拟建项目投资

截至 2018 年 3 月末，该公司在建项目仅世博村 J 地块项目，计划总投资约 22.00 亿元。

**图表 5. 截至 2018 年 3 月末公司在建项目（单位：亿元，万平方米）**

项目名称	总投资规模 <sup>5</sup>	已投资规模	总建筑面积	占地面积	2018 年 4-12 月计划投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额	计划完工时间
商务办公楼项目	22.00	5.97	7.80	1.33	4.00	3.00	1.50	2020 年 12 月

注：根据世博土控提供资料绘制

世博村 J 地块商务办公楼项目为世博动迁配套项目，位于上海市浦东新区，占地面积 1.33 万平方米，总建筑面积 7.80 万平方米，其中地上建筑面积 4.69 万平方米，地下建筑面积 3.11 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，项目预计于 2020 年 12 月完工。项目总投资 22.00 亿元，截至目前已投资 5.97 亿元，未来存在一定的投资压力。未来公司将根据市场和经营情况，制定租售计划。

除上文已介绍的 A、B、E、I 和 J 等地块外，世博村其他地块主要运营和开发计划如下：世博村 D 地块置出作为政府办公用房，市各委办局已经入住办公；市机关局将其其他资产置入该公司，已经完成实物资产的交接，部分已经启动运营计划；公司已经与市机关局签订了框架协议，目前，置换工作在推进过程中；世博村 H 地块土地面积 4845.1 平方米，建筑面积 10000 平方米，原属于世博村规划范围，根据市政府精神已经改建为市委办局办公配套用房，拟供市机关局使用。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权状况、法人治理结构未发生重大变化。**

跟踪期内，该公司股权结构、管理架构以及主要管理制度等均未发生重大变化。2018 年 3 月末，公司实收资本仍为 109 亿元，上海世博土地储备中心（简称“世博土储”）持股 58.72%，仍为公司控股股东，上海地产（集团）有限公司（简称“地产集团”）持股 41.28%。地产集团作为市政府功能类国有企业集团，其在资金、资产、资源方面的优势将对公司转型发展提供有力的支持。

该公司关联交易主要体现为向关联方往来款。2017 年末，公司应收世博土储款项 47.20 亿元，该款项为市财政根据公司每年的款项申请，应通过世博土储返还给公司的

<sup>5</sup> 表中总投资额是 2015 年报建时的概算，现目标成本调整中，暂未出具正式文件。该工程预计 2020 年 12 月完工，但全部款项支付需待工程结算审计确定工程款最终金额后再行支付到 95%，此外，后续还有 5 年质保期，质保期满支付余款。

土地出让款，账龄在 1 年以内。

根据该公司提供的 2018 年 4 月 25 日《企业信用报告》和近三年审计报告披露信息，公司未结清业务中无债务违约记录。

## 财务

### 1. 公司财务质量

上海财瑞会计师事务所有限公司对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，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（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2017 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 356.61 亿元，所有者权益为 174.79 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 174.45 亿元）；当年实现营业收入 129.39 亿元，净利润 52.64 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 52.64 亿元）。

截至 2018 年 3 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 355.75 亿元，所有者权益为 175.01 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 174.68 亿元）；2018 年第一季度实现营业收入 1.03 亿元，净利润 0.23 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.23 亿元）。

2017 年，该公司合并范围新增 3 家公司，分别为上海华辙实业有限公司、上海华驿实业有限公司和上海耀孚企业发展有限公司。

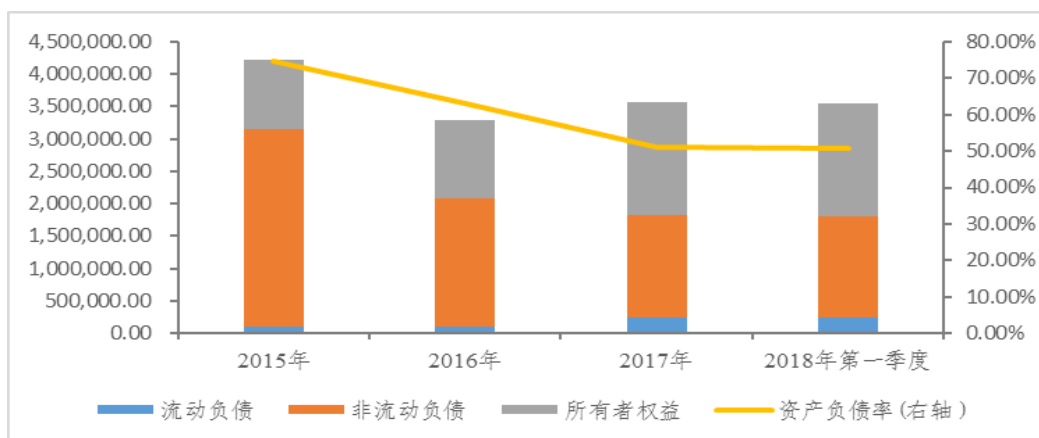
### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司负债总额分别为 315.34 亿元、207.49 亿元、181.82 亿元和 180.74 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，公司整理的土地由上海市土储中心统一进行招拍挂，并每年向公司返还一定量资金用于偿还银行借款，因此近年来随着银行借款的偿还，公司负债规模逐年缩小。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 74.78%、62.94%、50.98%和 50.80%，负债经营程度逐年下降。



图表 6. 2015 年以来公司资金来源结构及资产负债率（单位：亿元）



资料来源：根据世博土控提供资料绘制

从负债构成来看，该公司负债中非流动负债占比逐年下降但仍维持在较高水平，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，非流动负债分别为 304.51 亿元、197.84 亿元、157.14 亿元和 156.18 亿元，占负债总额的比重分别为 96.56%、95.35%、86.43%和 86.41%。

该公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2017 年末，公司长期借款为 127.00 亿元，同比减少 19.48%；应付债券 20.00 亿元，为公司发行的世博建设债券。2018 年 3 月末，公司非流动负债为 156.18 亿元，较 2017 年末未发生明显变化。

2017 年末，该公司流动负债 24.68 亿元，同比增长 155.65%。公司流动负债以应付账款、应交税费和其他应付款为主。2017 年末，应付账款为 2.12 亿元，同比增长 44.65%，主要为尚未支付的工程款，账龄在 1 年以内的应付账款占比为 36.66%；应交税费 15.86 亿元，同比增长 2596.24%，主要为尚未缴纳的土地增值税，同比大幅增长主要系土地转让事项所致；其他应付款 4.25 亿元，同比下降 2.05%，主要为世博园区配套费，账期在 3 年以上的其他应付款占比为 90.28%。2018 年 3 月末，公司流动负债为 24.56 亿元，较 2017 年末结构未发生明显变化。

整体来看，该公司负债规模虽然较大但呈下降趋势，刚性债务集中于长期借款，短期刚性债务偿付压力小。

该公司债务融资渠道主要为银行借款和发行债券。2015-2017 年末和 2018 年 3 月末，公司银行借款余额分别为 264.41 亿元、157.74 亿元、127.00 亿元和 126.05 亿元，银行借款全部为长期借款，其中，2017 年末信用借款 68.28 亿元，占全部银行借款比重为 69.51%；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 10 年期债券已到期，15 年期债券尚未到期，付息情况正常，2017 年末公司应付债券余额为 20.00 亿元。

根据该公司规划，2018-2020 年，公司需偿还债务分别为 28.45 亿元、86.55 亿元及 9.92 亿元，2019 年债务偿还压力较大，以 2015 年以来世博土储返还的土地开发成本及公司目前现金流情况来看，可覆盖当年债务本金的偿还规模。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额 54.51 亿元，被担保对象为上海市土地储备中心、地产集团及其下属企业，或有负债风险相对可控。

## (2) 现金流分析

2015-2017 年，该公司经营性现金流量净额分别为 53.01 亿元、61.57 亿元和 132.14 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。2015-2017 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 77.76 亿元、70.38 亿元和 54.75 亿元，主要为世博土储返还的土地开发成本。2017 年公司因土地转让事项收到现金 90.50 亿元，计入销售商品、提供劳务收到的现金，故当年经营性现金净额同比大幅增长。2018 年第一季度，公司经营性现金流量净额为 0.50 亿元。

2015-2017 年，该公司投资性现金流量净额分别为-1.63 亿元、-7.10 亿元和-16.53 亿元。2016 年投资性现金净流出较大主要系收购上海耀孚企业发展有限公司（简称“上海耀孚”）100%股权支付现金 6.30 亿元。2017 年公司投资性现金净流出较大主要系支付西郊 299 项目房款<sup>6</sup>（购房款）4.50 亿元和子公司购买银行理财产品。2018 年第一季度，公司投资活动现金流出净额为 39.82 亿元，主要系公司给地产集团发放了一笔一年期，利率 4.35%，金额 40 亿元的委贷。

2015-2017 年及 2018 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-74.37 亿元、-53.32 亿元、-59.30 亿元和-2.34 亿元，净流出主要系偿还债务支付的现金较多所致。

## (3) 资产质量分析

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，该公司资产规模有所下降。2015-2017 年末，资产总额分别为 421.69 亿元、329.64 亿元和 356.61 亿元。2018 年 3 月末，公司资产总额为 355.75 亿元。

从资产构成来看，该公司资产以流动资产为主，2017 年末流动资产为 247.61 亿元，占总资产的 69.44%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。2017 年末，公司货币资金为 105.10 亿元，同比增长 115.41%，主要系公司收到华轶实业支付的 90.50 亿元现金所致，公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，能够一定程度上保证流动性；预付款项为 18.60 亿元，较上年末增加了 278.99%，主要系预付世博村 C 地块补地价 11.00 亿元所致；其他应收款 88.26 亿元，主要系待世博土储返还的土地开发成本，同比下降 2.44%；存货 35.29 亿元，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 27.73 亿元，同比减少 5.70%，主要系结转世博村 B 地块、世博场馆和浦江世博家园开发成本。2018 年 3 月末，公司流动资产 207.08 亿元，其中，货币资金较 2017 年末减少 39.63%至 63.45 亿元，主要系公司向地产集团发放委贷所致，其他流动资产构成与 2017 年末无明显变化。

2017 年末，该公司非流动资产 109.00 亿元，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。2017 年末，公司长期股权投资为 53.59 亿元，同比增长 405.33%，主要系增加对合营企业上海华轶实业有限公司 49.58 亿元投资；投资性房地产 19.60 亿元，较 2016 年增长 85.17%，主要系浦江世博家园一街坊二期商

<sup>6</sup> 该公司于 2016 年支付 3.50 亿元，于 2017 年支付 4.50 亿元，并且将在 2018 年支付 6.80 亿元西郊 299 项目购房款。公司购买西郊 299 项目用于未来出售。

业中心和浦江世博家园一街坊二期 1 号楼、世博村 I 地块竣工结转至投资性房地产；固定资产为 9.84 亿元，同比增长 0.12%；无形资产 14.55 亿元，较上年增长 161.73%，主要为世博村 E、I 地块结转了土地成本。其他非流动资产为 3.86 亿元，主要由公司立项、财政出资、文广集团运营使用和管理的当代艺术馆。2018 年 3 月末，公司非流动资产为 148.67 亿元，其中，持有至到期投资较上年末增加 40.00 亿元，为公司给地产集团发放的委贷，其他流动资产构成与 2017 年末无明显变化。

#### （4）流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 1003.45% 和 785.04%，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。

截至 2017 年末，该公司受限资产为 6.79 亿元，较上年末减少 0.19 亿元，系用于上海银行徐汇支行授信额度人民币 10.00 亿元抵押的世博村 A 地块。

### 3. 公司盈利能力

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 4.35 亿元、4.40 亿元和 129.39 亿元。公司营业收入主要由商用房租赁、酒店经营收入等构成。2017 年，公司营业收入较 2016 年大幅增加主要系当年公司取得土地使用权转让收入 121.90 亿元所致。从毛利率情况来看，2015-2017 年公司毛利率分别为 29.13%、21.51% 和 20.72%，由于年度间收入结构不同，公司毛利率呈下降趋势。2018 年第一季度，公司营业收入为 1.03 亿元，毛利率为 26.15%。

2015-2017 年，该公司期间费用分别为-0.63 亿元、0.40 亿元和 1.19 亿元。公司期间费用以管理费用为主，2015-2017 年管理费用分别为 0.60 亿元、0.53 亿元和 0.57 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，2015-2016 年公司财务费用分别为-1.40 亿元和-0.32 亿元，在较大程度上抵消了管理费用支出。近年来，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、通知存款等也增加了利息收入。2017 年，公司财务费用为 0.44 亿元，较上年增加 0.76 亿元，主要系公司自营债务（34.94 亿元）利息费用上升（世博债务（112.86 亿元）利息费用不计入利息支出）。2018 年第一季度，公司期间费用为-0.07 亿元，其中，管理费用为 0.14 亿元，财务费用为-0.25 亿元。

2015-2017 年和 2018 年第一季度，该公司投资净收益为 0.01 亿元、-0.00 亿元、49.40 亿元和 0.00 亿元。2017 年，公司投资净收益增幅较大系权益法核算的长期股权投资收益 24.68 亿元和丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得 24.70 亿元。同期，公司营业外净支出分别为 0.13 亿元、0.10 亿元、0.00 亿元和 0.00 亿元，营业外净支出规模较小，对公司整体盈利影响不大。

2015-2017 年和 2018 年第一季度，该公司分别实现营业利润 1.55 亿元、1.00 亿元、62.05 亿元和 0.32 亿元，净利润 1.24 亿元、0.80 亿元、52.64 亿元和 0.23 亿元。2015-2017 年净资产收益率分别为 1.18%、0.70% 和 35.45%，2017 年受益于土地转让事项，盈利能力大幅提升，但并不可持续，剔除该因素后，公司盈利能力仍尚未完全体现。

## 公司抗风险能力评价

该公司业务集中于上海地区，跟踪期内，上海市经济稳定发展，为公司经营提供了良好的外部条件。公司资产主要集中于上海世博园及其周边，该区域良好的规划使得公司资产后续发展空间较大。公司成立初期主要从事世博园区的土地开发工作，前期垫付资金较多，资产负债率逐年下降，目前土地开发任务已完成，世博土储每年返还的土地开发资金一方面使其负债经营程度不断下降，一方面也使其现金储备较为充裕。

### 1. 区域经济环境良好

该公司业务集中于上海地区。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。2017 年，上海市实现生产总值 30133.86 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.9%。经济规模的增长也带动了上海财政收入的增长，2017 年上海市一般公共预算收入 6642.26 亿元，比上年增长 9.1%。近年来上海市经济及财政良好的增长态势，为公司经营发展提供了有利的外部条件。

### 2. 市财政土地出让金返还

该公司成立初期主要从事上海世博园区的土地开发，上海世博会结束后，政府将逐步出让世博园区土地使用权，并通过世博土储返还公司的土地开发成本，为公司偿债提供了有力保障。

### 3. 资产质量好

目前，该公司主要资产包括洲际酒店、地产大厦、财富广场、以及位于世博村的大量储备土地，资产大多位于上海世博园及其周边地块。根据上海世博会地区结构规划方案，包含“一轴四馆”在内的会展和商务区将成为后续利用的核心地带，不仅将吸引中外高端企业入驻，“世博轴”也有望被打造成上海最新的精品商业街。而包括原“世博村”等在内的地区，将形成一个国际社区，生活软硬件设施齐全，与会展和商务区配套。公司资产所处区域位置佳，后续发展空间较大。

### 4. 现金储备充裕

受益于世博土储返还的土地开发成本的到位，该公司现金储备充裕，2017 年末货币资金余额为 105.10 亿元，可为银行借款的偿还和后续业务的开展提供较好的保障。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 外部担保

该公司发行的 07 世博（2）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 2017 年末，中国农业银行总资产规模为 21.05 万亿元，较上年末增长 7.58%；当年度实现营业收入 5370.41 亿元，较上年度上升 6.13%；全年实现净利润 1931.33 亿元，同比增长 4.93%；资本充足率为 13.74%，较上年末上升 0.70 个百分点；核心一级资本充足率 10.63%。担保方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。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。

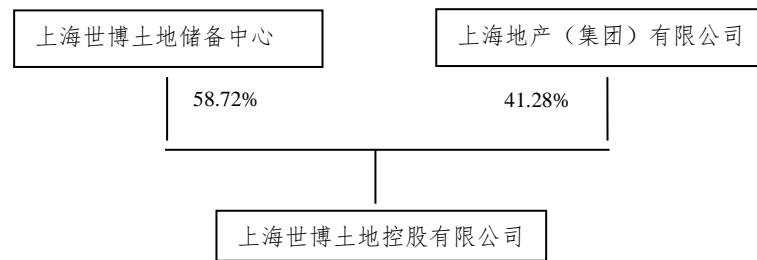
## 跟踪评级结论

综上所述，2017 年，该公司营业收入因取得土地使用权转让收入大幅提升，但并不可持续，公司仍处于转型期，盈利能力尚未完全体现。跟踪期内，公司资产负债率有所下降，负债经营特征有所弱化。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世博大储返还款和公司运营，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。



附录一：

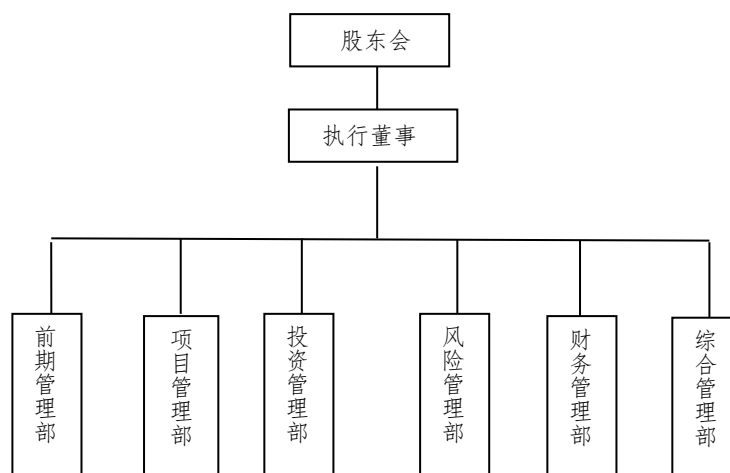
公司与实际控制人关系图



注：根据世博土控提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 年 3 月末）

**附录三：**
**发行人主要财务数据及指标表**

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
资产总额 [亿元]	421.69	329.64	356.61	355.75
货币资金 [亿元]	47.64	48.79	105.10	63.45
刚性债务[亿元]	307.35	200.68	149.12	147.35
所有者权益 [亿元]	106.35	122.15	174.79	175.01
营业收入[亿元]	4.35	4.40	129.39	1.03
净利润 [亿元]	1.24	0.80	52.64	0.23
EBITDA[亿元]	2.78	2.54	64.78	-
经营性现金净流入量[亿元]	53.01	61.57	132.14	0.50
投资性现金净流入量[亿元]	-1.63	-7.10	-16.53	-39.82
资产负债率[%]	74.78	62.94	50.98	50.80
长短期债务比[%]	2810.43	2049.62	636.81	635.84
权益资本与刚性债务比率[%]	34.60	60.87	117.22	118.78
流动比率[%]	3577.01	2998.55	1003.45	843.09
速动比率 [%]	2259.87	1443.15	785.04	622.00
现金比率[%]	439.67	505.51	425.94	258.32
利息保障倍数[倍]	0.11	0.15	48.12	-
有形净值债务率[%]	314.91	178.61	116.66	115.72
担保比率[%]	47.58	46.88	31.19	-
毛利率[%]	29.13	21.51	20.72	26.15
营业利润率[%]	35.63	22.82	47.96	30.51
总资产报酬率[%]	0.42	0.46	18.47	-
净资产收益率[%]	1.18	0.70	35.45	-
净资产收益率*[%]	0.01	0.70	35.53	-
营业收入现金率[%]	95.92	109.59	73.52	174.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	548.20	601.07	769.87	-
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.41	23.55	67.89	-
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	531.34	531.81	673.58	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.93	20.84	59.40	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.16	0.22	49.19	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.01	0.01	0.37	-

注：表中数据依据世博士控经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

**附录四：**
**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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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+期末短期投资余额+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-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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+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 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

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其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。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。