



内部编号:2024060373

上海地产投资有限公司

21世控02

# 定期跟踪评级报告

分析师: 张佳 zhangjia@shxsj.com  
楼雯仪 lwy@shxsj.com

评级总监: 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

## 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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100275】

评级对象: 上海地产投资有限公司 21世控02

21世控02

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2024年6月26日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2023年6月25日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2021年3月15日



### 跟踪评级观点

#### 主要优势:

- 地产投资（原世博土控）业务集中于上海地区，良好的区域环境可为公司经营发展提供有利外部条件。
- 地产投资持有的租赁物业多位于上海世博园及周边地块，物业所处区域位置佳，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。
- 地产投资为地产集团全资子公司和重要股权投资主体，可在业务运营、投资规划方面获得股东战略引领。

#### 主要风险:

- 随着实体经济发展的放缓以及商业物业的不断投放，近年商业物业租赁空置率上升且租金下降，房地产租赁企业经营承压。地产投资2024年计划新增投入运营的物业资产体量大，或面临较大招租压力；同时在建物业年内完工后将计提折旧成本及市场弱化，新资产运营初期或面临亏损，预计公司经营业绩承压。
- 地产投资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，投资压力或加大。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，标的项目实际收益或有不确定性。
- 地产投资借款给参股项目公司华辕实业和泓泽置业资金量较大，需关注华辕实业和泓泽置业地产项目销售情况及还款安排。

### 跟踪评级结论

通过对地产投资主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性的相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级AAA，评级展望稳定，并维持上述债券AAA信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计地产投资信用质量在未来12个月持稳。

### 主要财务数据及指标

项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
<strong>母公司口径数据:</strong>				
货币资金(亿元)	21.45	5.34	7.38	5.46
刚性债务(亿元)	158.29	168.10	147.98	143.29
所有者权益(亿元)	172.89	172.26	171.75	171.27
经营性现金净流入量(亿元)	-11.91	-7.87	25.92	0.54
<strong>合并口径数据及指标:</strong>				
总资产(亿元)	389.38	397.92	379.19	376.50
总负债(亿元)	200.61	211.09	194.53	192.41
刚性债务(亿元)	169.98	182.56	168.12	166.58
所有者权益(亿元)	188.76	186.83	184.67	184.09

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末	
				第一 季 度 / 末	第二 季 度 / 末
营业收入(亿元)	18.78	11.31	7.35	1.56	
净利润(亿元)	1.74	0.32	0.33	-0.58	
经营性现金净流入量(亿元)	-13.13	-13.00	21.92	-2.70	
EBITDA(亿元)	11.27	8.80	8.12	—	
资产负债率[%]	51.52	53.05	51.30	51.11	
权益资本与刚性债务比率[%]	111.05	102.34	109.84	110.51	
流动比率[%]	312.77	294.43	760.80	957.85	
现金比率[%]	38.11	10.87	32.96	32.53	
利息保障倍数[倍]	1.20	0.94	0.95	—	
净资产收益率[%]	0.92	0.17	0.17	—	
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.89	-18.31	45.09	—	
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.96	-12.38	10.90	—	
EBITDA/利息支出[倍]	1.44	1.19	1.23	—	
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.05	0.05	—	

注：根据地产投资经审计的 2021-2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）		
评级要素		结果
个体信用	业务风险	2
	财务风险	4
	初始信用级别	aa
	合计调整（子级数量）	/
	其中：①流动性因素	/
	②ESG 因素	/
	③表外因素	/
	④其他因素	/
	个体信用级别	aa
外部支持	支持因素	↑2
主体信用级别		AAA

调整因素：无

支持因素：(↑2)

该公司股东地产集团的综合实力强，信用质量优良（AAA/稳定{新世纪评级/2023 年 12 月}），公司作为地产集团全资子公司和重要股权投资主体，可获股东介入支持的可能性很高。

相关评级技术文件及研究资料	
相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listtype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（通用）FM-GS001（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listtype=1</a>
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listtype=1</a>
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listtype=1</a>
《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29782&amp;mid=5&amp;listtype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29782&amp;mid=5&amp;listtype=1</a>

## 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

上海地产投资有限公司（简称“地产投资”，“该公司”、“公司”）原名上海世博土地控股有限公司，2023年7月公司名称更为现名。按照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（第二期）（简称“21世控02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据地产投资提供的经审计的2023年财务报表、未经审计的2024年第一季度财务报表及相关经营数据，对地产投资的财务状况、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，公司于2021年3月发行“21世控02”，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（特殊条款执行情况详见债项信用跟踪分析）。截至2024年5月末，公司待偿还债券本金余额合计111.02亿元，目前付息情况正常。

图表1. 截至2024年5月末公司存续债券/债务融资工具基本情况（单位：亿元、%、年）

证券名称	发行规模	当前余额	发行期限	票面利率（最新）	起息日	到期日期
24世博02	6.00	6.00	3	3.07	2024-01-22	2027-01-22
24世博01	4.00	4.00	2+1	3.00	2024-01-22	2027-01-22
23世博02	10.00	10.00	2+1	3.07	2023-11-21	2026-11-21
23沪地投资PPN001	5.50	5.50	3	3.07	2023-08-18	2026-08-18
23世博01	19.97	19.97	3	3.20	2023-07-12	2026-07-12
22世博02	15.00	15.00	3	2.90	2022-11-09	2025-11-09
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	6.35	3+2	3.00	2021-03-26	2026-03-26
20世博土地PPN001	12.00	4.20	3+2	3.00	2020-08-06	2025-08-06
<b>合计</b>	<b>122.47</b>	<b>111.02</b>	--	--	--	--

资料来源：Wind资讯。

### 发行人信用质量跟踪分析

#### 1. 数据基础

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2021-2023年财务报表进行审计，均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。

2022年，上海地产（集团）有限公司（简称“地产集团”）将其持有的上海地产投资发展有限公司75%股权无偿划转至该公司，并将公司持有上海辕驿实业有限公司（简称“辕驿实业”）全部股权无偿划转至上海房地产经营（集团）有限公司，并于2022年11月2日完成工商变更；2023年公司将持有的上海华辙实业有限公司（简称“华辙实业”）100%股权转让出表<sup>1</sup>，截至2023年末，公司纳入合并报表的子公司共7家（含6家二级子公司，1家三级子公司）；2024年3月末，公司合并报表范围较上年末未发生变化。整体来看合并范围变化对公司财务状况影响较小，公司最近三年一期财务数据具有可比性。

<sup>1</sup> 该公司与上海地产房屋租赁有限公司（简称“地产租赁”）于2023年12月27日签署《上海华辙实业有限公司之股权转让协议》。

## 2. 业务

2023 年以来我国商业物业经营整体承压，空置率同比上升而租金水平同比下降。短期内该公司仍以商业物业开发和经营为主业，依托股东体系内投资主体的定位，拓展投资类业务。目前商业租赁业务运行较平稳，在建项目将于 2024 年内完工，或面临较高的招租压力。公司后续资本支出主要聚焦于股权投资，关注资金配置和投资标的效益预期。在二手房销售业务不继和利息收入减少等因素下，2023 年公司自身业务毛利缩减，一次性股权转让作为投资收益贡献较多当期利润；考虑到新投运项目折旧及市场弱化，预计公司经营业绩承压。

### (1) 外部环境

#### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

#### 行业因素

随着实体经济发展的放缓以及商业物业的不断投放，2023 年以来我国商业物业经营整体承压，空置率同比上升而租金水平同比下降。按照业态划分，2023 年前三季度，10 大城市的零售物业租金持续下跌，空置率均值则在一季度达到高点后环比趋于下降，零售物业租赁市场受客观因素事件后预期改变而短期止跌；写字楼的空置压力持续上升，且租金持续下行，经营压力加大；32 个城市仓库平均空置率呈波动上升态势，租金持续小幅下滑，仓储物业经营承压。短期内商业物业依然有新增供应量入市，若下游商户经营状况显著不达预期，商业物业经营仍将承压。

展望 2024 年，我们预计在经济转型及消费需求代际更替或更新的大背景下，零售物业与纯办公物业区域性、结构性过剩问题日益突出，空置率上升、租金承压和资产估值风险将持续或增大，企业个体之间信用质量或将进一步分化。但在新发展格局下行业依然面临一定发展机遇，包括高端仓储或仍有较大需求增长空间，可用于科技研发与小规模（试）生产活动的租赁类物业或将拥有更好的市场机会等。

详见：《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》。

#### 区域市场

上海市作为全国经济中心之一，经济总量持续保持全国经济中心城市首位。2021-2023 年及 2024 年第一季度，上海市地区生产总值分别为 4.37 万亿元、4.48 万亿元、4.72 万亿元及 1.11 万亿元。第三产业继续发挥经济增长“稳定器”作用，2023 年全市第三产业增加值 3.55 万亿元，同比增长 6.0%，占全市生产总值的比重为 75.2%；全年战略性新兴产业增加值 11692.50 亿元，同比增长 6.9%，战略性新兴产业增加值占上海市生产总值的比重为 24.8%。

2023 年，在扩大有效投资的作用下，上海市房地产开发投资保持较快增长，全年完成投资 5885.79 亿元，同比增长 18.2%。从房屋类型看，住宅投资 3403.21 亿元，同比增长 22.8%；办公楼投资 724.52 亿元，增长 4.1%；商业营业用房投资 461.28 亿元，同比增长 10.8%。

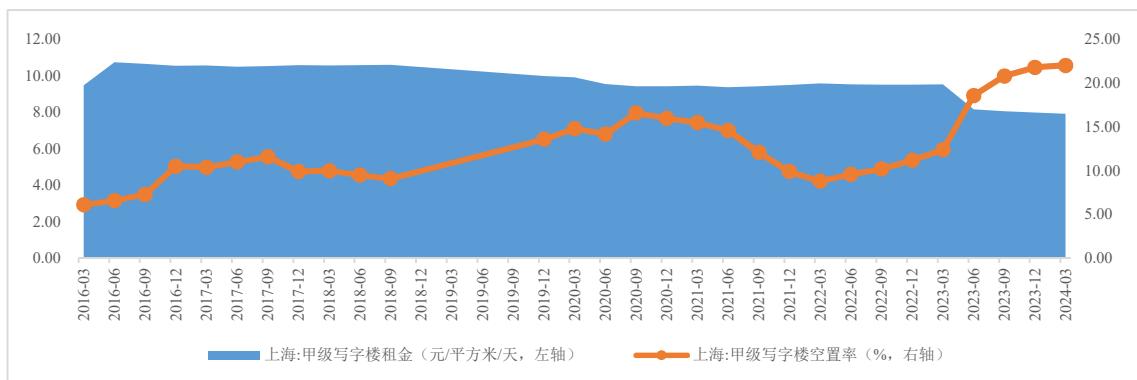
图表 2. 上海市主要经济指标及增速（单位：亿元，%）

指标	2021 年		2022 年		2023 年		2024 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	43653.17	8.3	44809.13	-0.1	47218.66	5.0	11098.50	5.0
工业增加值	10738.80	9.5	10794.54	-1.5	10846.16	1.1	—	1.9
旅游产业增加值	1500.52	12.2	874.02	-42.3	1771.24	98.5	—	—
全社会固定资产投资	—	8.1	—	-1.0	—	13.8	—	9.2
--工业投资	—	8.2	—	0.6	—	5.5	—	11.3
--城市基础设施建设投资	—	5.8	—	-7.9	—	3.3	—	2.8
--房地产开发投资额	—	7.2	4979.54	-1.1	5885.79	18.2	—	8.1
社会消费品零售总额	18079.25	13.5	16442.14	-9.1	18515.50	12.6	4614.35	0.1
关区货物进出口总额	75742.70	17.3	77152.32	1.9	77346.36	0.5	—	—
居民人均可支配收入[万元]	7.80	8.0	7.96	2.0	8.48	6.6	2.46	4.9

资料来源：上海市统计局

2023 年上海写字楼市场供给继续攀高，戴德梁行：全年入市办公建筑规模达 155 万平方米，包括核心商圈 7 个，新兴商圈 13 个，其中新兴商圈的普陀、世博前滩、虹口以及核心商圈的徐汇、静安、黄浦、浦东、长宁、杨浦、宝山等入市量较高；本年度市内新增项目众多且去化动力不足，上海甲级写字楼空置率达 21.8%，同比上升 5.1 个百分点，其中核心及新兴商圈空置率分别为 15.2% 和 28.9%；上海甲级写字楼租金下滑，2023 年四季度全市平均成交租金下跌至 239.5 元/月/平方米，核心商圈降至 280.2 元/月/平方米，新兴商圈下降至 189.9 元/月/平方米。戴德梁行预计：未来两年上海市将持续迎来供应高峰，大量项目将竣工入市，在空置率攀升和租金下滑的市场弱化的背景下，上海市商业物业租赁市场持续承压。

图表 3. 上海市甲级写字楼租金与空置率水平



资料来源：Wind 资讯

## (2) 业务运营

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

业务类型	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年第一季度		2023 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	18.78	100.00	11.31	100.00	7.35	100.00	1.56	100.00	2.24	100.00
-商业租赁	7.59	40.39	3.96	35.06	4.08	55.54	1.00	64.23	0.99	44.06
-资金占用	5.38	28.67	4.95	43.78	2.77	37.60	0.56	35.77	1.24	55.39
-二手房销售	5.65	30.11	1.74	15.38	--	--	--	--	--	--
毛利率	58.52		67.74		61.04		57.38		73.35	
-商业租赁		59.08		45.79		28.63		33.64		39.51
-资金占用		100.00		100.00		100.00		100.00		100.00
-二手房销售		22.40		21.59		--		--		--

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

该公司成立之初是在经上海市人民政府批准的在世博会组织机构的指导下，从事上海世博园区及周

边地区土地开发<sup>2</sup>及经营管理的投资型控股公司。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，围绕城市更新工作，参与相关区域项目投资运营管理活动。2021-2023 年及 2024 年第一季度，营业收入分别为 18.78 亿元、11.31 亿元、7.35 亿元和 1.56 亿元，2023 年降幅系：①辕驿实业于 2022 年 11 月划转出表后<sup>3</sup>暂无二手房销售结转；②上海淞泽置业有限公司（简称“淞泽置业”）三林楔形绿地项目（住宅）销售后公司收回部分借款本息，相应利息收入下降。

## ① 经营状况

### A. 商业租赁

该公司租赁物业所处位置较优越，出租率总体保持较高水平。2021-2023 年及 2024 年第一季度，商业租赁收入分别为 7.59 亿元、3.96 亿元、4.08 亿元和 1.00 亿元，业务毛利率分别为 59.08%、45.79%、28.63% 和 33.64%，其中 2023 年毛利率降幅系公司涉及新开发银行和外滩大会项目周边配套成本结转所致。

2023 年 12 月 27 日，该公司与地产租赁签署了《上海华辙实业有限公司之股权和债权转让协议》。公司以协议转让方式向地产租赁转让其持有的华辙实业 100% 股份，以及公司对华辙实业的往来债权，采取非公开协议转让方式，标的股权及标的债权转让价款合计 7.61 亿元（其中标的股权转让价款为 2.263 亿元，标的债权转让价款为 5.343 亿元）；转让价款由地产租赁分别在转让协议生效之日起的 5 个工作日内、2 个月内、12 个月内分期支付至公司指定银行账户；2023 年 12 月 31 日前，公司与地产租赁就华辙实业股权已完成实质控制权转移，并于 2024 年 1 月 3 日完成股东变更工商登记。截至 2024 年 5 月末公司累计收取股权和债券转让价款 1.15 亿元。本次股权划转所涉资产为浦江世博家园一街坊二期 2/3/4 号楼租赁住房，该租赁物每年租金收入约 0.315 亿元，转让影响可控。

图表 5. 截至 2024 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	2024 年 3 月末已租面积	2021 年租金	2022 年租金	2023 年租金	2024Q1 租金	2024 年 3 月末出租率	主要承租方
世博村地产大厦	世博村	5.91	4.35	3.92	7965	8359	8105	2008	90%	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	6224	6838	6975	1761	100%	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	2.10	1396	1492	1115	314	84%	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	1919	1904	1999	504	100%	上海汇麒实业有限公司
浦江世博家园一街坊二期 1 号楼办公楼		1.70	1.70	1.70	339	351	351	88	100%	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 2/3/4 号楼		-	-	-	3151	3151	3151	-	-	物业资产有偿转让至上海地产房屋租赁有限公司
世博家园六街坊		1.61	1.61	1.61	89	823	754	290	100%	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	1.80	1537	2140	1765	386	94%	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	816	250	1042	263	100%	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	0.70	2235	874	1253	294	52%	上海沣元文化发展有限公司、上海康朋健身咨询有限公司、上海金拱门食品有限公司等商户
花旗大厦(福州路 209 号)	黄浦区	0.67	0.67	0.67	1328	1328	664	-	100%	上海金融法院
环保大楼	长宁区	1.16	1.16	1.07	991	1003	1105	-	92%	上海城方租赁住房运营管理有限公司
上海世博洲际酒店	世博村	6.88	6.88	6.88	1500	3000	4500	-	100%	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	2.01	1425	2197	3353	954	62%	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
怡丰大楼	黄浦区	2.18	2.18	2.18	4778	3588	3721	3986	100%	黄浦区机管局
<b>2023 年新增：</b>										
福州路 185 号	黄浦区	1.33	1.33	1.33	-	300	300	-	100%	上海金融法院

<sup>2</sup> 该公司成立前期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，通过原控股股东世博土储还给公司。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。

<sup>3</sup> 因辕驿实业于 2020-2021 年及 2022 年上半年度对青溪花园已完成大部分房产销售和结转，该无偿划转事项对公司经营影响可控。

项目	区位	建筑 面积	可租 面积	2024 年 3 月末已租 面积	2021 年 租金	2022 年 租金	2023 年 租金	2024Q1 租金	2024 年 3 月末 出租率	主要承租方
江西中路 121 号	黄浦区	0.40	0.40	0.40	-	-	449	114	100%	上海黄浦城市更新建设发展有限公司、上海外滩城市更新投资发展有限公司
浦江世博家园	闵行区	0.05	0.05	0.05	-	-	64	-	100%	中国农业银行股份有限公司上海闵行支行
浦江世博家园通讯机房	闵行区	-	-	-	-	-	71	12	100%	中国电信股份有限公司上海分公司
世博村通讯机房	浦东 新区	0.04	0.08	0.08	-	-	14	13	100%	中国电信股份有限公司上海分公司
<b>合计</b>	-	<b>44.04</b>	<b>35.94</b>	<b>33.02</b>	<b>35693</b>	<b>37598</b>	<b>40750</b>	<b>10986</b>	-	-

注 1：根据地产投资提供数据整理、计算；注 2：2023 年新增租赁物系上海市机关事务管理局授权委托公司运管，资产不在公司账面。

截至 2024 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 65.65 亿元，已投资 58.56 亿元。世博村 C\K 地块项目由公司下属子公司上海华驿实业有限公司（简称“华驿实业”）负责，该地块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，用地面积 3.24 万平方米，建设 5A 甲级写字楼及配套商业，拟于 2024 年 12 月投入运营，截至 2024 年 5 月末，公司累计获得承租意向书 3 份，拟租金水平 5-6 元/平方米/天（低于上海市甲级写字楼租金均值）。802 项目由公司（持股 60%）、上海地产租赁住房建设发展有限公司（简称“上海住建公司”，持股 20%）、上海南房（集团）有限公司（简称“南房集团”，持股 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，项目位于浦西世博滨江板块，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，已于 2024 年 4 月完工，截至 2024 年 5 月末，预招租阶段意向预选房已有 316 套，项目于 5 月 31 日开业，开业前三天签约 240 套，收入 810 万元，租金水平约 5.7-5.8 元/平方米/天。

图表 6. 截至 2024 年 3 月末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	占地 面积	建筑 面积	概算 总投资	累计已投资	开工时间	(预计) 完工时间
世博村 C\K 地块项目	3.24	15.69	45.79	40.67	2020 年 8 月	2024 年 10 月
802 项目	2.86	10.52	19.86	17.89	2020 年 8 月	2024 年 4 月
<b>合计</b>	<b>6.10</b>	<b>26.21</b>	<b>65.65</b>	<b>58.56</b>	-	--

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

## B. 资金占用利息

该公司资金占用利息包括股东归集资金和向参股投资公司提供股东借款的利息。2021-2023 年及 2024 年第一季度，资金占用利息分别为 5.38 亿元、4.95 亿元、2.77 亿元和 0.56 亿元，包括资金归集至地产集团资金池所获利息及对上海华辕实业有限公司（简称“华辕实业”）和淞泽置业的股东借款利息，2023 年降幅较大主要系收回淞泽置业部分借款致利息收入下降。截至 2024 年 3 月末，地产集团归集资金本息余额 62.00 亿元，资金利息率 3.75%/3.05%；华辕实业借款本息余额 55.16 亿元，资金利息率 4.75%；淞泽置业借款本息余额 15.69 亿元，资金利息率 5.225%；其中华辕实业和淞泽置业的股东借款利息先计提收入，建设期无实际付息，公司待投资项目建成资金回笼后逐步收回本息。

图表 7. 公司利息收入情况（单位：亿元）

资金占用利息收入	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度
地产集团	2.99	1.81	1.93	0.49
华辕实业	1.91	1.83	0.05	0.00
淞泽置业	0.48	1.31	0.79	0.07
<b>合计</b>	<b>5.38</b>	<b>4.95</b>	<b>2.77</b>	<b>0.56</b>

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

图表 8. 近期其他应收款余额（关联占款）变动及原因（单位：亿元）

关联应收	2022 年末	2023 年末	增减变动原因	2024 年 3 月末	增减变动原因及备注
地产集团	60.14	65.56	淞泽置业项目回收款上存	62.00	下拨资金支付到期债券
华辕实业	55.11	55.16	补提利息差额 0.05 亿元	55.16	无变化
淞泽置业	42.39	15.55	项目销售后归还股东借款本息，此外出售 2% 股权致使对于债权金额减小	15.69	计提一季度借款利息
<b>合计</b>	<b>157.64</b>	<b>136.27</b>	--	<b>132.85</b>	--

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

根据上海市国资委《关于进一步加强市国资委委管企业资金管理的通知》，该公司根据业务计划并结合资金使用安排，对暂时闲置资金存入控股股东地产集团资金池，公司可根据业务开展需要支取资金池内资金，地产集团将及时下拨资金，保障公司资金使用不受限制。

华辕实业原为该公司全资子公司，2017年增资扩股引入上海保利建锦城市发展有限公司，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，该项目概算总投资235.71亿元，于2019年7月开工，截至2024年3月末已投资230.79亿元，项目已于2024年4月启动预售（首开计划推出6.09万平方米合计291套精装修高层住宅），华辕实业预计该项目整体销售回笼约308.83亿元，首期拟回笼资金约102.33亿元。截至2024年5月末，预售已回笼资金约40.9亿元。

2021年10月，该公司与中华企业股份有限公司（简称“中华企业”，地产集团最新持股64.67%）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）持有淞泽置业的95%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，并已于2021年11月付清全部交易价款。

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2024年3月末已累计投资139.64亿元。

淞泽置业项目中住宅板块已分期推进销售，目前剩余部分尾盘续销中，综合板块计划于2024年完成可行性研究，拟于2025年开工。截至2024年3月末，该公司已回笼资金29.36亿元：①2023年4月，公司在上海联合产权交易所以协议转让的方式将持有的淞泽公司2%股权及对应债权转让至中华企业<sup>4</sup>，转让价格为2.84亿元，转让款项已收到（含1.00亿元股权转让款和1.84亿元债权转让款）；②除上述的转让资金回笼外，还收回淞泽置业项目股东借款本息合计26.52亿元。

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	2024年3月末已投资	建筑面积	占地面积	开工时间	拟完工时间	销售签约面积	销售签约金额
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 (含税口径)	139.64	18.76	5.35	2022/2/28	2025/3/31	9.25	96.26
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） <sup>5</sup>			34.30	5.99	待定	待定	--	--

资料来源：地产投资

### C. 股权投资

该公司通过股权和基金合作方式进行地产项目投资；其中股权投资淞泽置业详见前述。

#### 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”<sup>6</sup>，主营企业投资管理），同年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”，公司、中国人寿、华润置地和华润投资分别持股20.00%、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2023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（2023年末国寿申润基金总资产83.69亿元，所有者权益61.45亿元，2023年实现营业收入0.60亿元，净利润-0.89亿元）。

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、

<sup>4</sup> 2023年3月，中华企业发布《关于购买参股公司股权暨关联交易的公告》，拟以现金2.84亿元购买公司持有淞泽置业2%股权（评估价格为1.00亿元）及对应债权，上述事项完成后，中华企业、公司和三林滨江将分别持有淞泽置业51%、44%和5%股权，并将纳入中华企业合并报表。

<sup>5</sup> 综合地块为住宅、商业、办公三种业态。

<sup>6</sup> 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%）。

商业、租赁住房等地产项目。目前，国寿申润基金已投项目为吴中路项目和世博 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 2024 年 3 月末，吴中路项目写字楼出租率为 78.7%，商业部分出租率 100%；2021-2023 年租金收入分别为 0.66 亿元、0.60 亿元和 0.54 亿元。(2) 世博 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，项目拟建两栋酒店、两栋办公楼及配套商业，总建筑面积约 31.7 万平方米，概算总投资约 95 亿元，截至 2024 年 3 月末已投资 68.93 亿元（不含税在建工程）；办公部分已于 2024 年 4 月 3 日取得竣备证，酒店和商业部分拟于 2024 年 9 月完成竣工备案。

### 城市更新引导基金

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，总规模约 800 亿元。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“城市更新引导基金”）成立，其注册资本为 100.02 亿元，其中该公司<sup>7</sup>、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泰君安创新投资有限公司拟分别持股 39.992%、19.996%、19.996%、19.996%、0.01% 和 0.01%，拟分别认缴资本 40.00 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 2024 年 3 月末，公司已完成出资认缴 12.01 亿元。该支基金整体存续期 8 年，投资期基金回收资金可用于新项目滚动投资，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；基金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，目前正在接洽备选投资项目。

### 松青生命科学产业投资基金

该公司、上海松江创业投资管理有限公司、上海汇资投资有限公司、上海曦璟商务管理有限公司和上海松青私募基金管理有限公司按 42.74%、28.49%、14.25%、12.82% 和 1.71% 股权比例出资设立上海松青申汇嘉瑞私募投资基金合伙企业（有限合伙）（注册资本 7.02 亿元，简称“松青企业”），公司目前已完成首期投资 1.50 亿元，其他投资人均按照出资比例完成首期实缴，松青企业主要投向松青生命科学产业投资基金，该基金总规模 10 亿元（暂定），投向包括医疗器械、装备及相关战略协同生命科学领域的企业，截至 2024 年 3 月末，已投资碧云天项目（生命科学试剂和耗材领域）0.20 亿元、信越半导体项目（半导体分子束外延材料领域）0.20 亿元及艾益动物项目（宠物疫苗领域）0.30 亿元，累计投资金额 0.70 亿元。

该公司未来仍将有计划地根据项目数量和资金需求开展投资。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性的风险，新世纪评级将持续关注项目投资进展和资金回报情况。

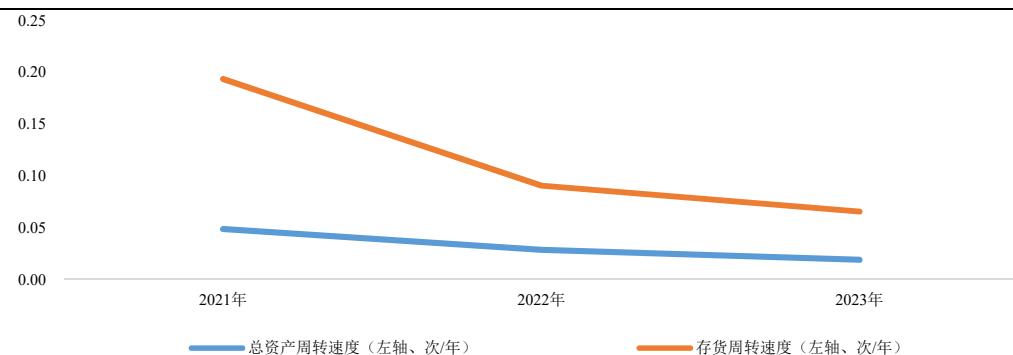
## ② 竞争地位

该公司持有的租赁物业多位于上海世博园及周边地块，物业所处区域位置佳，资产质量高，在建项目、对外股权投资及资金沉淀的项目也多位于上海世博片区及周边，加之股东地产集团旗下较多优质项目可作为投资方向和标的，从存量项目、公司定位和未来可参与市内项目等方面看，其仍具有较为长期的竞争优势。

<sup>7</sup> 2022 年 4 月 19 日，保利发展披露，保利发展计划参与城市更新引导基金的方式是：以受让方式取得公司持有份额（39.992%）的 50%，即 19.996%。目前尚未加入。

### ③ 经营效率

图表 10. 反映公司经营效率要素的主要指标值

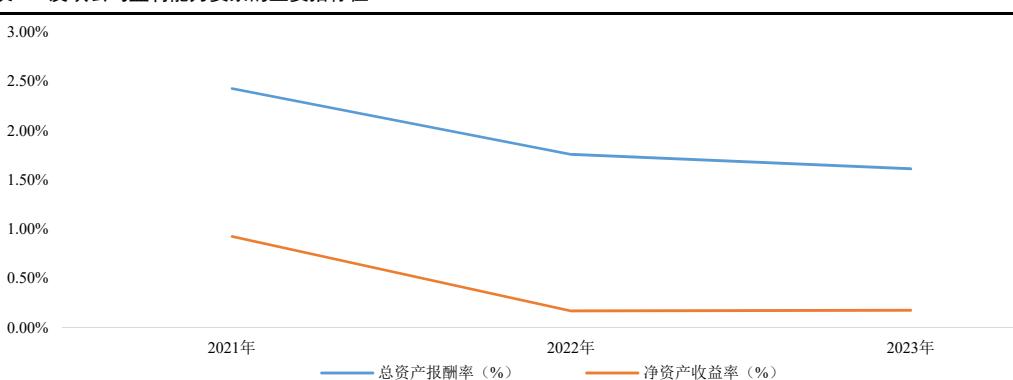


注：根据地产投资提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年，该公司总资产周转速度分别为 0.05 次/年、0.03 次/年和 0.02 次/年，存货周转速度分别为 0.19 次/年、0.09 次/年和 0.07 次/年。公司以商业物业租金及收取资金占用利息为主要收入来源，对应的资产主要为投资性房地产、长期股权投资及项目公司占款等，资产投入回报期偏长，资产运营效率整体较慢。

### ④ 盈利能力

图表 11. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



注：根据地产投资提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年及 2024 年第一季度，该公司营业毛利分别为 10.99 亿元、7.66 亿元、4.49 亿元和 0.90 亿元，2023 年毛利减少系公司已无二手房销售、周边配套历史成本结转、泓泽置业归还部分借款后余额计提利息收入下降；同期毛利率分别为 58.52%、67.74%、61.04% 和 57.38%。期间费用以财务费用为主，同期财务费用分别为 5.92 亿元、6.30 亿元、5.35 亿元和 1.23 亿元，利息支出对利润依旧产生影响。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
营业收入合计（亿元）	18.78	11.31	7.35	1.56	2.24
其中：商业租赁（亿元）	7.59	3.96	4.08	1.00	0.99
资金占用（亿元）	5.38	4.95	2.77	0.56	1.24
二手房销售（亿元）	5.65	1.74	--	--	--
毛利（亿元）	10.99	7.66	4.49	0.90	1.64
其中：商业租赁（亿元）	4.48	1.81	1.17	0.34	0.39
资金占用（亿元）	5.38	4.95	2.77	0.56	1.24
二手房销售（亿元）	1.27	0.38	--	--	--
毛利率（%）	58.52	67.74	61.04	57.38	73.35
其中：商业租赁（%）	59.08	45.79	28.63	33.64	39.51
资金占用（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
二手房销售（%）	22.40	21.59	--	--	--
期间费用率（%）	33.78	59.01	78.07	85.55	71.97

公司营业利润结构	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
其中：财务费用率 (%)	31.52	55.68	72.74	78.82	65.44
全年利息支出总额 (亿元)	7.80	7.39	6.60	-	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	1.41	1.03	1.19	-	-

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

2021-2023 年该公司投资收益分别为 -0.81 亿元、-0.32 亿元和 1.95 亿元，2023 年系出售华辙实业股权形成的收益款（2.16 亿元）。

图表 13. 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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年第一季度	2023 年第一季度
投资净收益	-0.81	-0.32	1.95	--	--
营业外收入	0.005	0.52	0.67	0.00	0.02
其他收益	0.16	0.14	0.02	0.00	0.00

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

2021-2023 年及 2024 年第一季度，该公司净利润分别为 1.74 亿元、0.32 亿元、0.33 亿元和 -0.58 亿元，2021-2023 年总资产报酬率分别为 2.43%、1.76% 和 1.61%，净资产收益率分别为 0.92%、0.17% 和 0.17%，公司计划长期持有租赁物，回报周期较长，同时对外投资标的多处于建设期或以租赁收益为主，目前而言资产获利水平不高；此外考虑到 2024 年在建项目即将或已经竣工，完工后计提折旧成本（802 项目和世博村 C\K 地块项目预计年折旧近 1.3 亿元），以及在市场环境趋弱的背景下，公司面临招租压力较大，预计将对公司及项目经营业绩带来一定程度影响。

### 3. 财务

该公司财务杠杆控制尚可，近年来项目持续投建，刚性债务规模较大，期限结构偏长期化，2023 年以来偿还部分到期债务后，刚性债务规模有所下降。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度，需关注其他拆借方（华辕实业和泓泽置业）项目未来实际销售回笼情况和拆借款收回安排。融资方面，公司未授信使用仍较充裕，且成本控制良好，融资渠道仍通畅，可为即期债务偿付提供支持。

#### （1）财务杠杆

图表 14. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据地产投资提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司负债总额分别为 200.61 亿元、211.09 亿元、194.53 亿元和 192.41 亿元，资产负债率分别为 51.52%、53.05%、51.30% 和 51.11%，在建项目持续推进，债务仍具有一定规模，负债经营程度尚可控，2023 年以来偿还到期债务后，负债总额和负债率有所下降。同期末，公司权益资本/刚性债务分别为 111.05%、102.34%、109.84% 和 110.51%，可对刚性债务形成覆盖。短期内，公司暂无新增大型地产项目建设计划，未来资金使用方向多为股权类投资，资金来源渠道较广（股东资金池提款、关联方拆借回笼和借款资金等），负债经营程度相对可控。

## ① 资产

图表 15. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	222.16	209.01	199.61	197.49
	57.05	52.53	52.64	52.45
其中：货币资金（亿元）	27.07	7.72	8.65	6.71
存货（亿元）	39.64	40.93	46.18	49.24
其他应收款（亿元）	154.15	158.73	142.81	139.77
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	167.22	188.91	179.58	179.01
	42.95	47.47	47.36	47.55
其中：长期股权投资（亿元）	83.66	106.94	106.59	106.54
投资性房地产（亿元）	38.44	37.02	31.12	30.87
固定资产（亿元）	8.24	8.02	7.71	7.64
无形资产（亿元）	11.52	11.17	10.82	10.74
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）	94.15	77.53	83.77	85.70
受限资产账面余额/总资产（%）	24.18	19.48	22.09	22.76

注：根据地产投资所提供数据整理、计算。

2023 年末，该公司流动资产占总资产比重 52.64%，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产组成，期末货币资金较上年末增长 12.07%至 8.65 亿元，货币资金无受限。其他应收款 142.81 亿元，较上年末减少 10.03%，其中应收关联方款项为 142.74 亿元，主要包括地产集团归集款、华辕实业和淞泽置业的拆借占款，分别为 65.56 亿元、55.16 亿元和 15.55 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 46.18 亿元，主要包括在建项目和代持资产，较上年末增长 12.83%系黄浦区南浦社区 S010601 单元 D04 街坊 D04-08 地块租赁住房（802 项目）和世博政务办公社区 10-03 地块项目（世博村 C/K 地块项目）持续投资所致。截至 2024 年 3 月末，流动资产结构未发生重大变化。

2023 年末，该公司非流动资产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 106.59 亿元，主要是对淞泽置业、华辕实业等合营企业及国寿申润基金等联营企业投资，其中 2023 年新增对松青企业投资 1.50 亿元，减少淞泽置业投资 0.93 亿元。投资性房地产 31.12 亿元，主要为商业租赁物业资产，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，较上年末减少 15.93%系浦江世博家园一街坊二期 2-4 号楼划转至地产租赁所致。固定资产 7.71 亿元，主要是房屋及建筑物与办公设备等。无形资产 10.82 亿元，主要为土地使用权。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 年代持资产，账面价值 18.26 亿元。截至 2024 年 3 月末，非流动资产结构未发生重大变化。

截至 2024 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 85.70 亿元，受限比率 22.76%，主要是用于抵押的房产及代持资产。

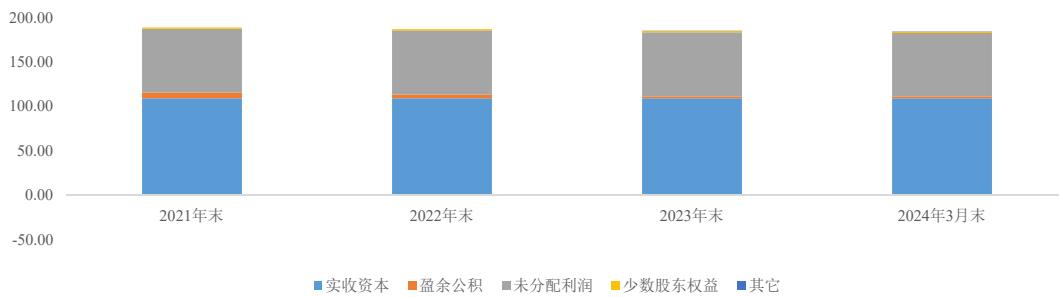
图表 16. 截至 2024 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元，%）

名称	受限规模	对应科目占比	受限原因
固定资产	1.95	25.57	借款抵押
无形资产	4.19	39.05	借款抵押
投资性房地产	14.81	47.98	借款抵押
存货	41.18		借款抵押
存货（世博村 H 地块）	1.44	86.55	代持资产
其他非流动资产（世博村路 300 号）	18.26		代持资产
其他非流动资产（当代艺术博物馆）	3.86	100.00	代持资产
合计	85.70	22.76	--

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

## ② 所有者权益

图表 17. 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）



注：根据地产投资提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 188.76 亿元、186.83 亿元、184.67 亿元和 184.09 亿元，实收资本和盈余公积累计占权益资产比重近 60%，资本结构稳定性尚可，2023 年末盈余公积较上年末下降 52.54%，系三林滨江股权无偿划转所致；同期末，未分配利润分别为 71.67 亿元、71.94 亿元、72.06 亿元和 71.49 亿元，占权益资产比重近 40%，近年来公司无分红和利润分配，关注后续股东对利润分配的要求。

## ③ 负债

图表 18. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	169.98	182.56	168.12	166.58
其中：短期刚性债务	52.02	52.94	10.30	5.26
其中：一年内到期的长期借款	27.90	6.64	1.85	1.30
其他短期刚性债务	24.12	46.30	8.45	3.97
中长期刚性债务	117.96	129.62	157.82	161.32
其中：长期借款	52.88	54.62	47.35	50.30
应付债券	65.08	75.00	110.47	111.02
应付账款	13.47	13.10	12.07	11.70
预收账款	0.50	0.62	0.91	0.91
其他应付款*	1.09	1.09	1.14	1.28
综合融资成本（年化，%）	3.95	3.56	3.30	3.14

注 1：根据地产投资提供的数据整理、计算（四舍五入存在尾差）；

注 2：根据地产投资所提供数据整理、绘制；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；2024 年 3 月末，锐拓实业应付南房集团 1.14 亿元和上海住建公司 1.14 亿元拆借款，利率 4.41%。

该公司债务以中长期为主，并以刚性债务、应付账款、其他应付款和递延所得税负债等为主。2023 年末及 2024 年 3 月末应付账款分别为 12.07 亿元和 11.70 亿元，主要为应付上海市机关事务管理局巨鹿大厦、老市府大楼等房产的置换房款；预收款项均为 0.91 亿元，主要为预收华东医院待结算租金；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 1.14 亿元和 1.28 亿元，主要为保证金和往来款等。此外，同期末，递延所得税负债均为 6.18 亿元，主要是公司对华辕实业丧失控制权后，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。

图表 19. 公司 2023 年末存续有息债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	1年内	[1,2)年	[2,3)年	3年以上
合并口径	20.00	71.30	37.25	35.27
母公司口径	20.00	71.30	37.25	17.25

注：根据地产投资提供融资台账数据整理、计算。

2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，该公司刚性债务余额分别为 169.98 亿元、182.56 亿元、168.12 亿元和 166.58 亿元，以中长期刚性债务为主，2023 年以来偿付到期债务，刚性债务规模缩减。银行借款方式以信用借款和抵押借款为主，其中抵押物主要为房产建筑等。近年来公司持续控制对外融资成本，2023 年综合融资成本约 3.30%。

在对外投资方面，该公司对新增的拟投资的股权投资进行严格审核，对公司投资项目开展研究，做好市场调研、业态评估等前期工作，确定项目经营和盈利模式，编制研究报告和投资方案。同时在投资项目实施后，公司对项目进行跟踪管理，及时防范投资风险。

在资金管理方面，该公司设立了现金管理制度、银行存款管理制度、财务收支审批管理制度等，规定现金应在使用范围内支付和收进，接受有关主管部门的监督。公司对下属子公司资金进行统一管理，子公司使用资金前需参照相关制度审批通过后拨付。在资金获取方式上，公司融资权限基本集中在本部，近年公司主要通过银行贷款、发行债券等方式进行，并实施对资金成本的控制。

## (2) 偿债能力

### ① 现金流量

图表 20. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年第一季度	2023 年第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-13.13	-13.00	21.92	-2.70	0.65
其中：业务现金收支净额（亿元）	4.42	3.37	-0.85	-2.21	0.57
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-8.44	-12.49	0.18	3.93	11.86
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	-0.28	-0.08	-0.00	--	-1.69
投资支付的现金（亿元）	-7.96	-11.80	-0.23	--	-1.00
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	8.39	6.02	-21.17	-3.18	-12.88
其中：现金利息支出（亿元）	-5.86	-6.53	-6.65	-1.83	-2.04

注：根据地产投资提供的数据整理、计算（其中，支出项以负值表示）。

该公司营业周期偏长，2021-2023 年分别为 1892.37 天、4060.28 天和 5610.69 天，2022 年以来青溪花园项目销售逐步收尾并出表，营业周期大幅上升；2021-2023 年及 2024 年第一季度营业收入现金率分别为 82.25%、87.60%、134.05% 和 98.34%，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越，市场价值高，年度租金回笼相对稳定，华辕实业和松泽置业的股东借款利息先计提收入，建设期无实际付息，待投资项目建成销售资金回笼后收回本息，致账面收现率有所波动；2023 年营业收入下降，现金流环节收回松泽置业部分借款历年计提的现金利息（约 1.89 亿元），当期营业收入现金率上升。2021-2023 年及 2024 年第一季度，业务收支净额分别为 4.42 亿元、3.37 亿元、-0.85 亿元和-2.21 亿元，公司在建物业项目资金投入计入经营环节流出现项，随着项目建设进度支付投资款，2023 年以来呈现净支出系公司已无二手房销售现金流入，以及在建项目按进度支付投资建设款项所致。

2021-2023 年及 2024 年第一季度，该公司收到其他与经营活动有关的现金净额分别为-17.55 亿元、-16.37 亿元、22.77 亿元和-0.49 亿元，其中 2021 年公司对子公司华驿实业增资 10.40 亿元，2022 年净支出主要是归集至地产集团资金池 30.00 亿元，同时当期收到资金池下拨 13.00 亿元和收到华辕实业归还股东借款 3.00 亿元，2023 年净流入主要系公司收回部分松泽置业借款。综上，经营环节净现金流分别为-13.13 亿元、-13.00 亿元、21.92 亿元和-2.70 亿元。

2021-2023 年及 2024 年第一季度，该公司投资产生的净额分别为-8.24 亿元、-12.49 亿元、0.18 亿元和 3.93 亿元，2021 年流出为支付松泽置业股权款；2022 年流出为投资支付城市更新引导基金 11.80 亿元，2024 年第一季度流入主要为地产集团资金池下拨款。此外，2023 年收回投资收到的现金 1.02 亿元主要系出售松泽置业 2% 股权收益（0.93 亿元）；取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 1.50 亿元系对松青企业的投资款。

2021-2023 年及 2024 年第一季度，该公司筹资现金流净额分别为 8.39 亿元、6.02 亿元、-21.17 亿元和-3.18 亿元，2021-2022 年公司以借新还旧进行债务循环，在建项目对外存有部分资金需求，年度间筹资活动呈流入状态，2023

年以来净偿还到期债务规模较大呈现净流出。

## ② 偿债能力

图表 21. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	11.27	8.80	8.12
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.44	1.19	1.23
EBITDA/刚性债务（倍）	0.07	0.05	0.05

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧，EBITDA 可覆盖全部利息支出，但对刚性债务的覆盖程度较低。

## 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率（%）	312.77	294.43	760.80	957.85
速动比率（%）	256.48	236.70	584.58	718.71
现金比率（%）	38.11	10.87	32.96	32.53
短期刚性债务现金覆盖率（%）	52.03	14.58	83.97	127.46

注：根据地产投资提供的数据整理、计算。

该公司账面资产流动性指标表现良好，整体流动性尚可，2023 年以来收回部分关联方占款资金并偿还和置换较大规模到期债务，短期债务下降，各项流动性指标上升，但仍需关注到应收账款中较多资金占用，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。

该公司与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 2024 年 3 月末，公司合并口径获得银行授信额度 260.05 亿元，未使用额度 187.47 亿元，可为即期债务偿付提供保障。

### (2) ESG 因素

根据该公司最新章程（2023 年 11 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，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。截至 2024 年 3 月末，公司执行董事为赵德和、监事为方国胜、总经理为赵健、副总经理为朱锦屏和杨文俊。

近三年一期，该公司在信息透明度方面不存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错；未受到监管处罚。

### (3) 表外事项

截至 2024 年 3 月末，该公司对外担保余额 17.97 亿元，担保比率 9.76%，被担保对象为关联方上海外滩老建筑投资发展有限公司。

图表 23. 截至 2024 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
上海外滩老建筑投资发展有限公司	国家开发银行项目借款	17.97	2018-11-28	2047-11-27

资料来源：地产投资

#### (4) 其他因素

关联交易方面，2023 年该公司向关联方采购商品/接受劳务发生额 0.03 亿元，向关联方出售商品/提供劳务发生额 3.65 亿元，其中主要为收取的地产集团和松泽置业资金占款利息。同期，公司作为出租方确认关联租赁收入 1.40 亿元。

关联方资金往来方面，2023 年末，该公司其他应收款中应收关联方款项为 142.74 亿元，主要包括地产集团归集款、华辕实业和松泽置业的拆借占款，分别为 65.56 亿元、55.16 亿元和 15.55 亿元。同期末，公司其他应付款中应付关联方南房集团和上海住建公司分别为 1.21 亿元和 1.22 亿元，主要为关联拆入款，利率为 4.35%。

根据该公司提供 2024 年 4 月 17 日《企业信用报告》，公司无债务违约记录。经查询最高人民法院网站、国家企业信用信息公示系统等，截至 2024 年 5 月 16 日，公司本部不存在严重不良行为记录。

该公司资产资源基本集中于本部层面，2021-2023 年末及 2024 年 3 月末，公司本部资产总额分别为 359.06 亿元、368.89 亿元、346.40 亿元和 340.78 亿元，本部资产负债率分别为 51.85%、53.30%、50.42% 和 49.74%，负债经营程度适中。2021-2023 年及 2024 年第一季度，本部营业收入分别为 13.64 亿元、10.87 亿元、7.91 亿元和 1.53 亿元，本部净利润分别为 6.41 亿元、0.38 亿元、1.98 亿元和 -0.48 亿元，本部经营活动现金流分别为 -11.91 亿元、-7.87 亿元、25.92 亿元和 0.54 亿元。

### 4. 外部支持

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。公司控股股东为地产集团，综合实力强，信用质量优良（AAA/稳定【新世纪评级/2023 年 12 月】），公司作为地产集团全资子公司和重要股权投资主体，可获股东介入支持的可能性很高。地产集团控股多家子公司，公司注册资本和实收资本规模（109.00 亿元）为股东体系内第一大，2023 年末资产、净资产和营业收入等在地产集团合并口径占比分别为 8.82%、12.11% 和 1.97%。

### 5. 同业比较分析

新世纪评级选取了上海世博发展(集团)有限公司（简称“世博发展”）和上海金桥出口加工区开发股份有限公司（简称“金桥开发”）作为该公司的同业比较对象。公司和世博发展均以房地产租赁为主业，金桥开发以房地产销售为主业，但房地产租赁业务亦具有一定规模，同时上述三家公司均位于上海市，区域经济相似，具有较高的可比性。

与上述企业相比，该公司与世博发展租赁物业多位于世博板块，租赁物质量同处于高水平；财务方面，公司总资产规模较高，负债率处于可控水平，权益资本对刚性债务可形成覆盖。

## 债项信用跟踪分析

### 21 世控 02：调整利率选择权和回售选择权

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。

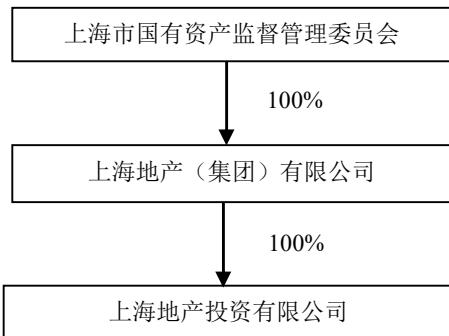
2024 年 3 月，根据 21 世控 02（发行金额 10 亿元）回售实施结果公告，21 世控 02 回售并注销金额 3.65 亿元，债券余额 6.35 亿元；根据 21 世控 02 票面利率调整公告，票面利率从 3.63% 调整为 3.00%。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构维持地产投资主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，21 世控 02 信用等级为 AAA。

附录一：

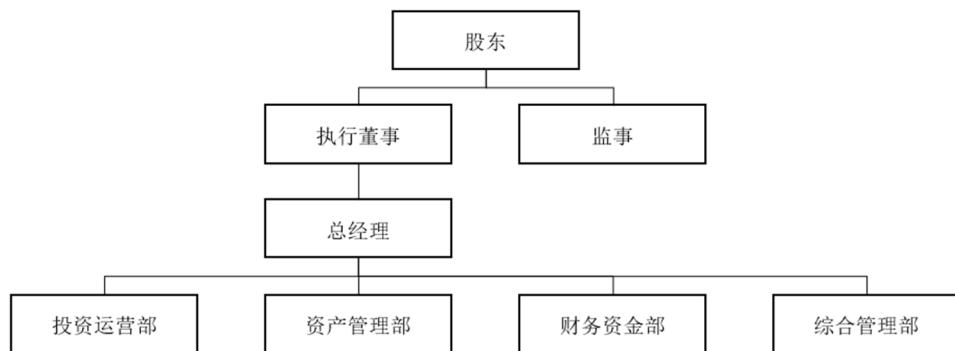
公司与实际控制人关系图



注：根据地产投资提供的资料绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据地产投资提供的资料绘制（截至 2024 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	2023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	1542.67	1525.08	372.66	21.71	23.86	合并口径
上海地产投资有限公司	地产投资	本部	商业租赁与对外投资	147.98	171.75	7.91	1.98	25.92	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	5.13	5.32	0.31	-0.29	0.33	
上海华驿实业有限公司	华驿实业	100	房地产开发经营	7.23	10.48	0.03	-0.01	-2.65	
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	11.59	3.80	-	-0.00	-2.01	
上海淞泽置业有限公司	淞泽置业	44	房地产开发经营	46.35	29.43	-	-0.25	55.94	
上海华辕实业有限公司	华辕实业	50	房地产开发经营	125.26	49.22	0.004	-0.23	3.61	

注：根据地产投资 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务：商业租赁 归属行业：房地产

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据					2023 年末财务数据			
		总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	销售净利率 (%)	租金收入 (亿元)	出租物业建筑面积 (万平方米)	资产负债率 (%)	权益资本/刚性债务 (%)	EBITDA/全部利息 支出（倍）	EBITDA/刚性债务 (倍)
上海世博发展(集团)有限公司	AAA/稳定	129.42	7.45	2.23	5.39	(2022 年 3 月末) 46.28	38.56	184.69	2.75	0.10
上海金桥出口加工区开发股份有限公司	AAA/稳定	397.81	65.85	27.31	18.20	319.44	57.32	109.23	6.62	0.19
上海地产投资有限公司（发行人）	AAA/稳定	379.19	7.35	4.42	4.08	44.04	51.30	109.84	1.23	0.05

注：数据来源于企业提供及公开资料，经新世纪评级整理。

## 附录五：

### 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	389.38	397.92	379.19	376.50
货币资金 [亿元]	27.07	7.72	8.65	6.71
刚性债务[亿元]	169.98	182.56	168.12	166.58
所有者权益 [亿元]	188.76	186.83	184.67	184.09
营业收入[亿元]	18.78	11.31	7.35	1.56
净利润 [亿元]	1.74	0.32	0.33	-0.58
EBITDA[亿元]	11.27	8.80	8.12	—
经营性现金净流入量[亿元]	-13.13	-13.00	21.92	-2.70
投资性现金净流入量[亿元]	-8.44	-12.49	0.18	3.93
资产负债率[%]	51.52	53.05	51.30	51.11
权益资本与刚性债务比率[%]	111.05	102.34	109.84	110.51
流动比率[%]	312.77	294.43	760.80	957.85
现金比率[%]	38.11	10.87	32.96	32.53
利息保障倍数[倍]	1.20	0.94	0.95	—
担保比率[%]	9.59	10.38	9.73	9.76
营业周期[天]	1,892.37	4,060.28	5,610.69	—
毛利率[%]	58.52	67.74	61.04	57.38
营业利润率[%]	15.70	0.43	2.74	-37.02
总资产报酬率[%]	2.43	1.76	1.61	—
净资产收益率[%]	0.92	0.17	0.17	—
净资产收益率*[%]	0.94	0.17	0.18	—
营业收入现金率[%]	82.25	87.60	134.05	98.34
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.89	-18.31	45.09	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.96	-12.38	10.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.44	1.19	1.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.07	0.05	0.05	—

注：表中数据依据地产投资经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 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(%)=(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]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

## 附录六：

### 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。

## 附录七：

### 发行人历史评级

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	-	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年11月9日	AAA/稳定	张佳、喻利萍	<a href="#">工商企业评级方法与模型(通用版) FM-GS001 (2022.12)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月26日	AAA/稳定	张佳、楼斐仪	<a href="#">工商企业评级方法与模型(通用版) FM-GS001 (2022.12)</a>	<a href="#">报告链接</a>
债项评级 (21世控02)	历史首次评级	2021年3月15日	AAA	莫燕华、楼斐仪	<a href="#">新经济评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001 (2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月25日	AAA	张佳、喻利萍	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(通用版) FM-GS001 (2022.12)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月26日	AAA	张佳、楼斐仪	<a href="#">新世纪评级方法总论(2022)</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型(通用版) FM-GS001 (2022.12)</a>	<a href="#">报告链接</a>

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。