跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1027 号

上海世茂建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

上海世茂建设有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

上海世茂建设有限公司公开发行的“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”“20 世茂 02”“20 世茂 03”和“20 世茂 04”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 7 月 24 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

上海世茂建设有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 世茂 01	10.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2019/9/6
19 世茂 03	9.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2019/10/24
19 世茂 04	10.00 亿元	7 年（5+2）	AAA	AAA	2019/10/24
20 世茂 02	17.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2020/2/28
20 世茂 03	28.00 亿元	7 年（5+2）	AAA	AAA	2020/2/28
20 世茂 04	31.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2020/4/7

跟踪评级时间：2020 年 5 月 28 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,507.18	2,083.63	2,781.10
所有者权益（亿元）	459.98	581.18	685.02
长期债务（亿元）	99.51	87.89	49.64
全部债务（亿元）	121.59	109.89	180.67
营业收入（亿元）	430.86	564.53	837.87
净利润（亿元）	70.54	100.39	133.87
EBITDA（亿元）	98.88	136.57	189.11
经营性净现金流（亿元）	123.90	166.16	224.80
营业利润率（%）	26.95	26.20	25.39
净资产收益率（%）	13.68	19.28	21.14
资产负债率（%）	69.48	72.11	75.37
全部债务资本化比率（%）	20.91	15.90	20.87
流动比率（倍）	1.31	1.23	1.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.81	1.24	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	8.73	10.71	9.81
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.94	1.30	1.80

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，上海世茂建设有限公司（以下简称“公司”）继续保持其在行业综合实力、品牌知名度、项目布局等方面的优势，公司新开工规模和销售金额大幅增长，营业收入和利润规模稳步增长，资产质量和盈利能力处于较好水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业受外部因素影响较大、公司应收关联方款项占用资金规模较大及所有者权益稳定性弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来随着公司房地产项目持续开发与销售，公司有望保持较强的整体竞争力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“19 世茂01”“19世茂03”“19世茂04”“20世茂02”“20世茂03”和“20世茂04”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**新开工规模和签约销售金额大幅增长，经营活动状况良好。**2019 年，公司新开工面积和签约销售金额大幅增长，分别同比增长191.37%和 112.28%，经营活动保持良好状况。

2．**项目区域分布良好。**公司期末土地储备及在建项目主要集中于长三角、福建及环渤海等区域的一二线城市，项目区域分布良好。

3．**资产质量和盈利能力较好，现金流充沛。**公司货币资金充裕，资产质量较好；公司收入规模和利润水平稳步提高，盈利能力处于较好水平；经营活动净现金流保持较大规模净流入，且净流入规模保持增长。

关注

1．**房地产调控政策等外部因素影响。**房地产政策面临局部性调整且新冠疫情对行业有一

定影响。公司近年销售回款率有所下滑，需关注资金回笼情况。

2．**公司扩张较快，项目及资金管理难度加大。**公司近年扩张较快，拿地和开发规模大幅增加，对项目及资金的管理难度加大。

3．**应收关联方款项占用资金明显，所有者权益稳定性弱。**公司应收关联方款项规模较大，资金占用较为明显；公司所有者权益中，永续债、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

分析师

支亚梅　登记编号（R0040216100002）
卢　瑞　登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

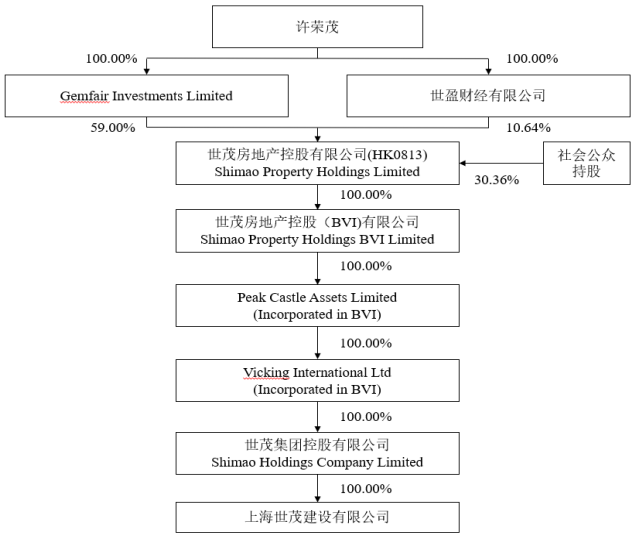
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海世茂建设有限公司（以下简称“公司”）是由上海世茂投资管理有限公司（以下简称“世茂投资”）和上海万象（集团）股份有限公司（系上海世茂股份有限公司前身，以下简称“万象集团”）于 2001 年 3 月 16 日共同出资设立，初始注册资本为 8,000 万元。2001 年 3 月 13 日，万象集团变更为上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）。2003 年 1 月 15 日，世茂投资与 Significant Asset Group Limited（以下简称“资产集团”）签订《股权转让协议》，约定世茂投资将其持有的 66.00%股权全部转让给资产集团；2004 年 6 月 11 日，公司股东世茂股份与资产集团签订《股权转让协议》，约定世茂股份将其持有 34.00%的股权全部转让给资产集团；2006 年 7 月 7 日，资产集团与 Shimao Holdings Company Limited（以下简称“世茂控股”）签署《关于上海世茂建设有限公司增加股东及注册资本的协议书》，约定世茂控股向公司增资，股权占比为 44.40%；2009 年 5 月 18 日，公司股东资产集团与世茂控股签订股权转让协议，约定将其持有的 55.60%的股权全部转让给世茂控股。上述股权转让完成后，世茂控股持有公司 100%股份。截至 2019 年底，公司注册资本为 5.40 亿元，世茂控股仍持有公司 100%股份，公司实际控制人为许荣茂。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及组织结构未发生变化，截至 2019 年底，公司纳入合并报表子公司共 633 家，在职员工共 4,057 人。

截至 2019 年底，公司资产总额 2,781.10 亿元，负债合计 2,096.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）685.02 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 387.77 亿元。2019 年，公司实现营业收入 837.87 亿元，净利润（含少数股东损益）133.87 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 96.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 224.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.24 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 600 号 16 幢 401 室；法定代表人：许世坛。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可〔2019〕957 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行不超过 132.00

亿元的公司债券。2019 年 9 月 17 日，公司发行“上海世茂建设有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，债券简称“19 世茂 01”，债券代码：155719.SH。2019 年 11 月 7 日，公司发行“上海世茂建设有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）”，分为两个品种，其中品种一债券简称“19 世茂 03”，债券代码：155831.SH，品种二债券简称“19 世茂 04”，债券代码：155832.SH。2020 年 3 月 23 日，公司发行“上海世茂建设有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”，分为两个品种，其中品种二债券简称“20 世茂 02”，债券代码：163346.SH，品种三债券简称“20 世茂 03”，债券代码：163347.SH。2020 年 5 月 7 日，公司发行“上海世茂建设有限公司 2020 年公开发行公司债券（第二期）”，其中品种一债券简称“20 世茂 04”，债券代码：163472.SH。具体债项条款如下表所示。

表1　本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、%）

债券简称	证券代码	发行规模	期限	票面利率（当期）
19 世茂 01	155719.SH	10.00	5 年（3+2）	4.30
19 世茂 03	155831.SH	9.00	5 年（3+2）	4.30
19 世茂 04	155832.SH	10.00	7 年（3+2）	4.80
20 世茂 02	163346.SH	17.00	5 年（3+2）	3.23
20 世茂 03	163347.SH	28.00	7 年（3+2）	3.90
20 世茂 04	163472.SH	31.00	5 年（3+2）	3.20
合计	--	**105.00**	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

截至本报告出具日，“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”募集资金已按照募集说明书指定用途使用完毕，“20 世茂 02”“20 世茂 03”“20 世茂 04”募集资金尚未使用。“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”“20 世茂 02”“20 世茂 03”和“20 世茂 04”均尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务是房地产开发销售，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月

数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头

企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化，目前公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，房地产销售收入规模稳步增长带动公司营业收入和利润持续提高，受房地产结转项目利润空间差异影响，公司综合毛利率小幅下降。

跟踪期内，公司主要业务未发生变化，仍主要从事以住宅项目为主的房地产开发和销售业务。2019 年，公司实现营业收入 837.87 亿元，同比增长 48.42%，主要系房地产业务结转项目规模扩大及同一控制下合并福州世茂新城房地产开发有限公司（以下简称“福州世茂新城”）所致；实现净利润 133.87 亿元，同比增长 33.35%。

从收入构成看，房地产销售业务仍为公司核心业务，对营业收入贡献保持在 94%以上。2019 年，公司房地产销售收入同比增长 46.06%，主要系结转规模增加所致；其他业务（包括物业管理、营销和咨询业务）同比增长 105.25%，主要系物业管理收入增加所致；公司其他业务在营业收入中占比较低，影响不大。

从毛利率看，2019 年，公司房地产销售毛利率受结转项目产品类型、区域位置及成本空间差异影响同比小幅下降，但基本保持在 30%左右；其他业务毛利率变化不大。公司综合毛利率受房地产销售毛利率影响较大，2019 年同比小幅下降 1.33 个百分点。

表 2　2017－2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产销售	412.76	95.80	28.72	542.04	96.02	30.60	791.72	94.49	28.86
其他业务	18.10	4.20	61.04	22.49	3.98	51.15	46.16	5.51	51.19
合计	**430.86**	**100.00**	**30.08**	**564.53**	**100.00**	**31.42**	**837.87**	**100.00**	**30.09**

注：表格尾数差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

2. 土地储备情况

2019 年，公司保持较大的土地投资规模；期末土地储备以一二线城市和一二线周边需求外溢的强三四线城市为主，区域分布较好。

2019 年，公司加大土地投资，主要通过收并购方式在京津冀、长三角、福建等区域新增土地储备建筑面积 2,044.73 万平方米，同比增长 86.34%；新增地块主要位于天津、重庆、昆明、龙岩、温州、兰州、漳州、廊坊、广州、福州、厦门等城市。土地成本方面，2019 年新增土地楼面均价同比下降 7.71%，主要系联合招拍挂及收并购方式拿地增加所致，土地成本较合理。

表 3　2017－2019 年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增土地储备建筑面积	782.15	1,097.32	2,044.73
新增权益建筑面积	466.09	705.74	1,249.75
权益土地支出	454.63	354.15	578.75
新增土地楼面均价	9,754	5,018	4,631

注：2017 年和 2018 年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司全口径未结转土地储备总建筑面积 5,029.69 万平方米，主要集中于大湾区、长三角、华北地区以及福建地区等区域的一二线城市及一二线周边可承载外溢需求的强三四线城市。从城市能级来看，一二线城市土地储备货值约占 70%，主要分布在深圳、北京、广州、天津、杭州、苏州、济南、福州、昆明、温州、佛山、无锡、南宁、南昌等城市，三线城市及以下土地储备货值约占 30%，主要分布在泉州、长乐、肇庆、淮南、漳州、绍兴、潍坊、常州、台州等城市。公司土地储备区域分布较好。

3. 项目开发情况

2019 年，受公司增加对新获取土地开工及同一控制下合并企业，公司新开工面积大幅增加，在建项目规模较大，满足后续销售的同时，面临一定的资本支出压力。

项目开发情况方面，2019 年，公司新开工面积同比大幅增长 191.37%，主要系公司加大对新获取土地的开工及同一控制下合并福州世茂新城、苏州世茂置业有限公司及所致；随着已售项目逐步竣工交付，公司 2019 年竣工面积同比增长 34.31%。

表 4　2017－2019 年公司房地产开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	388.08	574.42	1,673.69
竣工面积	457.02	532.16	714.77

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建面积 2,842.19 万平方米，在建面积规模较大；公司主要在建项目计划投资额合计 1,732.80 亿元，尚需投资约 852 亿元，尚需投资规模较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

4. 房产销售情况

2019 年，公司签约销售面积和销售金额保持较快增长，在售项目去化情况尚可，但回款率有待提高。

销售面积方面，随着可售房源的增加以及加快推盘，公司 2019 年销售面积同比增长 91.61%；销售价格方面，受益于公司销售项目所在大部分区域房地产市场景气度较高，房价稳步上涨，带动公司销售价格稳步增长。受上述因素综合影响，2019 年公司签约销售金额同比增长 112.28%。从销售区域看，2019 年，公司销售金额较大的区域主要集中在福建区、浙江区、西部区、苏沪区，上述区域对公司销售贡献较大。

表 5　2017－2019 年公司房地产销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

区域	主要城市	签约销售面积			签约销售金额			签约销售均价		
		2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
福建区	厦门、福州、泉州	95.80	156.69	386.23	119.21	212.84	573.05	1.24	1.36	1.48
华北区	北京、天津、大连	68.99	89.56	93.20	104.50	157.32	168.96	1.51	1.76	1.81
华南区	广州、深圳、惠州、江门、茂名	4.20	--	81.37	3.53	--	155.42	0.84	--	1.91
西部区	成都、昆明、西安、兰州、银川、重庆	92.96	115.09	179.66	74.30	103.56	197.39	0.80	0.90	1.10
南京区	南京、徐州	11.24	--	--	19.20	--	--	1.71	--	--
山东区	济南、青岛、潍坊	43.99	74.59	67.96	42.70	70.79	77.92	0.97	0.95	1.15
苏沪区	上海、苏州、无锡、南京、南通	25.96	51.22	115.42	53.41	112.73	191.60	2.06	2.20	1.66
浙江区	杭州、宁波、绍兴、嘉兴、温州	12.14	33.41	137.40	22.78	74.08	290.54	1.88	2.22	2.11
华中区	武汉、南昌、合肥、长沙、郑州	35.75	66.58	63.81	49.54	89.33	87.21	1.39	1.34	1.37
合计	--	**391.03**	**587.14**	**1,125.04**	**489.17**	**820.65**	**1,742.09**	**1.25**	**1.40**	**1.55**

注：1. 上述销售数据口径为全口径，2019 年销售数据包含同一控制下合并企业销售数据；2. 南京区 2018 年撤销，相关项目并入苏沪区；3. 尾数差异系四舍五入引起
资料来源：公司提供、联合评级整理

从在售项目销售情况看，截至 2019 年底，公司主要在售项目可售建筑面积约 1,238.20 万平方米，其中剩余未售面积 431.02 万平方米，整体去化水平尚可。2018－2019 年，公司房地产项目销售回款率（期间回款除以期间签约销售金额）分别为 78%和 75%，2019 年回款率有所下降。

5. 关联交易

公司应收应付关联方款项规模较大，需关注公司资金管理情况。

关联交易方面，2019 年公司向关联方采购商品 2.69 亿元，向关联方出售商品/提供劳务合计 8.91 亿元，主要是公司为股东世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）旗下企业提供工程咨询、物业管理等相关服务形成的收入。关联方应收应付款方面，截至 2019 年底，公司应收关联方款项 178.43 亿元，应付关联方款项 346.65 亿元，公司应收应付关联方款项规模较大，需关注公司资金管理情况。

6. 重大事项

2019 年以来，公司股东世茂房地产进行较大规模收并购，资金支出压力增大。

公司股东世茂房地产于 2019 年开始积极发展收并购拿地，先后完成对泰禾集团股份有限公司（以下简称“泰禾集团”）、广州粤泰集团股份有限公司（以下简称“粤泰股份”）和福建福晟集团有限公司（以下简称“福晟集团”）等多家地产公司项目股权的收购工作。

2019 年 5 月，世茂房地产收购泰禾集团的广州增城、佛山顺德和江苏东恒等项目权益和股东借款，合计交易对价为 39.71 亿元。2019 年 6 月，世茂房地产下属公司收购粤泰股份旗下淮南公园天鹅湾、淮南洞山天鹅湾、广州天鹅湾二期等项目，合计对价为 63.97 亿元。2020 年 1 月，世茂房地产作为收购方之一，与福晟集团达成合作协议，在房地产开发、旧城改造、建筑施工和物业经营等领域开展合作，并建立“世茂·福晟”品牌。

7. 经营关注

公司项目所在城市调控政策仍较严格，对后续项目销售和资金回笼有一定影响

公司在建项目和在售项目主要位于北京、福州、厦门、南京、杭州等一线及热点二线城市，上述城市房地产调控政策力度仍较大，分类调控、因城施策的房地产调控政策可能对其未来项目销售情况产生一定影响。同时，公司近年销售回款率已有所下滑，需关注资金回笼情况。

规模扩张较快，对项目及资金管理要求提升

公司近年扩张较快，拿地和新开工均大幅增长，开发规模大幅增加，加大了公司对项目及资金的管理难度。同时，公司股东世茂房地产 2019 年以来进行较大规模收并购，资金支出压力增大。

8. 未来发展

公司经营战略是以往的延续和深化，未来拟增强运营能力和提升品牌价值，并向多元化发展，可实施性较强。

公司将继续推广“世茂”品牌，努力提高客户对“世茂”品牌整体的满意度，提升品牌价值，并充分利用在地产开发领域的声誉及经验，发展优质的物业项目，加强在酒店、住宅及办公楼物业方面的研究和创新，实现业务多元化、可持续发展。

强化运营能力方面，公司制定了“去库存、轻资产、重运营”的战略目标，着力抓住市场时机加快销售，尤其是加快库存房屋的去化。公司将继续加强运营管理能力，提升公司运营效率，以较强的运营能力应对市场环境下的挑战。

提升品牌价值方面，公司将本着“品质第一、管理精细”的理念，打造客户心中的好产品；坚持以普通住宅开发为主，聚焦居民改善型居住需求。公司将提升对客户需求的精细化研究，保持准确的产品定位，关注用户体验，注重产品创新，提升研发速度。同时公司将专注于物业项目质量以及创新，通过向客户提供有力的售后支援及物业管理服务等方式，提高客户对“世茂”品牌整体的满意度。

区域布局方面，公司通过城市圈深耕项目，建立城市圈判断机制；通过城市地图项目，建立城市内地块投资判断机制；优先选择行政级别高、人口密度大的城市和周边配套设施好、拆迁安置问题少的地点开发房地产项目，以在初期锁定较低的成本和较高的收入回报，为公司创造更高的利润和更稳健的现金流。

业务拓展方面，公司将从房地产行业内开发领域的“多元化”逐步转型成为涵盖房地产开发、金融、资产管理、O2O 等业务的多元化房企，将业务延伸至房地产开发价值链的上下游。公司将逐渐提升房地产开发业务的轻资产运作能力，在土地获取、开发建设、销售环节未来将拓展多种模式，以减少公司的资金占用，放大公司盈利水平。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号-财务报告的一般规定》的披露规定编制。从合并范围来看，2019 年，公司非同一控制下企业合并新增子公司 30 家，同一控制下企业合并增加子

公司 57 家，新设立等方式增加子公司 114 家，处置子公司 17 家。

公司 2019 年发生同一控制下企业合并，并对 2018 年财务数据进行追溯调整，本报告中 2018 年财务数据采用追溯调整后数据。整体看，公司 2019 年同一控制下合并子公司规模较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 2,781.10 亿元，负债合计 2,096.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）685.02 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 387.77 亿元。2019 年，公司实现营业收入 837.87 亿元，净利润（含少数股东损益）133.87 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 96.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 224.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.24 亿元。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模保持增长，构成仍以存货为主；公司独立、合作开发房地产项目主要分布在一二线城市及强三线城市，存货及长期股权投资发生跌价及减值的风险较小；其他应收款中应收关联方款项对资金形成占用；公司货币资金较充裕，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 2,781.10 亿元，较年初增长 33.47%，主要系存货增加所致。其中流动资产占 83.06%，非流动资产占 16.94%，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 2,309.88 亿元，较年初增长 32.72%，主要系货币资金和存货规模增加所致，主要由货币资金（占 17.43%）、其他应收款（占 13.00%）和存货（占 64.06%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 402.52 亿元，较年初增长 28.83%，主要系公司房地产销售资金回笼随销售规模的增加而增加所致。公司货币资金中银行存款占 99.92%，使用权受到限制的货币资金为 61.49 亿元，占比 15.28%，受限比例一般。截至 2019 年底，公司其他应收款 300.21 亿元，较年初增长 0.56%，账龄以 1 年以内为主，计提坏账准备 0.61 亿元。截至 2019 年底，按欠款方归集的其他应收款期末余额前五名的其他应收款合计占 22.25%，集中度尚可，均为应收关联方款项。公司其他应收款中存在较大规模应收关联方款项，对资金形成占用。截至 2019 年底，公司存货账面价值 1,479.66 亿元，较年初增长 44.73%，主要系公司扩充土地储备及在建项目按进度施工所致，其中开发成本占 88.26%，开发产品占 11.74%。公司存货主要位于一二线城市及强三四线城市，当地经济、人口对房地产市场支撑较强，未来存货发生跌价的可能性较小，公司未对存货计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 471.22 亿元，较年初增长 37.30%，主要系长期股权投资增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 80.15%）和其他非流动资产（占 6.92%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 377.68 亿元，较年初增长 52.51%，主要系合作开发项目逐步增加所致。2019 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 6.09 亿元，宣告发放现金股利或利润 3.17 亿元；公司合作开发的房地产项目区域分布较好，未来发生减值的风险不大，但需关注限购、限价等政策对项目去化影响。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 32.63 亿元，较年初增长 13.17%，主要为预付拟收购项目公司的股权款。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 137.32 亿元（受限货币资金 61.49 亿元、受限存货 75.81 亿元），占资产总额的 4.94%，公司资产受限比率较低。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2019 年，公司负债继续增长，仍以流动负债为主；公司 2019 年底债务以短期债务为主，2020 年将面临一定债券集中偿还压力。

截至 2019 年底，公司负债合计 2,096.08 亿元，较年初增长 39.51%，主要系应付账款和预收款项增加所致。其中流动负债占 97.56%，非流动负债占 2.44%，流动负债占比较年初有所上升。

截至 2019 年底，公司流动负债 2,044.89 亿元，较年初增长 44.76%，主要系应付账款和预收款项大幅增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 26.26%）、预收款项（32.32%）和其他应付款（占 26.33%）构成。

截至 2019 年底，公司应付账款 537.05 亿元，较年初增长 62.29%，主要系随着公司项目增加，项目工程施工产生的应付账款大幅增长所致；公司未统计截至 2019 年底其供应链 ABS 余额。截至 2019 年底，公司预收款项 660.89 亿元，较年初大幅增长 75.55%，主要系公司可售房源增加，销售情况较好所致。较大规模的预收款项为公司未来收入结转提供一定支撑。截至 2019 年底，公司其他应付款 538.42 亿元，较年初下降 1.22%，主要系押金减少所致。公司与世茂房地产及其下属的其他子公司在资金周转方面存在较多关联往来，导致其他应付款余额较大。根据公司反馈资料，公司其他应付款中不存在有息债务部分。

截至 2019 年底，公司非流动负债 51.20 亿元，较年初减少 43.04%，主要系应付债券于一年内到期转入流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 40.55%）和应付债券（占 56.42%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 20.76 亿元，较年初增长 38.15%，主要系抵押借款增加所致。公司长期借款中抵押借款占 39.59%、保证借款占 60.41%；公司长期借款规模不大。截至 2019 年底，公司应付债券 28.88 亿元，较年初大幅下降 60.36%，主要系“15 世茂 01”于 2020 年 9 月到期、“15 世茂 02”于 2020 年 10 月到回售期分别转入一年内到期的非流动负债所致。公司 2020 年面临一定的债券偿付压力。

截至 2019 年底，公司全部债务 180.67 亿元，较年初增长 64.41%，主要系票据及债券融资增加所致。截至 2019 年底，公司全部债务中短期债务占 72.52%，长期债务占 27.48%，短期债务占比较高。从债务指标来看，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.37%、20.87%和 6.76%；分别较年初增加 3.26 个、增加 4.97 个和下降 6.38 个百分点。截至 2019 年底，公司永续债合计 38.00 亿元，若将永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行偿债指标测算，公司全部债务规模 218.67 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.74%、25.26%和 11.93%，公司债务负担有所提升。从公司债务分布情况看，公司于 2020 年到期债务规模较大，其中“15 世茂 01”和“15 世茂 02”到期/回售规模合计 73.00 亿元，公司存在一定的债券偿付压力。

表 6 截至 2019 年底公司债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3~4 年	4 年以上	合计
全部债务	131.02	0.76	34.20	--	14.68	**180.67**

注：1. 应付债券按照回售日期进行统计。2. 合计数尾数差异系四舍五入引起
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

公司所有者权益稳步增长，但其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权

益稳定性弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益 685.02 亿元，较年初增长 17.87%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益占 56.61%。公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 1.39%、资本公积占 0.28%、其他权益工具（永续债）占 9.80%、其他综合收益占比 0.36%、未分配利润占 88.17%。公司所有者权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

截至 2019 年底，公司资本公积 1.09 亿元，较年初大幅减少 19.93 亿元，主要系同一控制下企业合并调整所致。

4. 盈利能力

公司收入规模和利润水平稳步增长，盈利指标稳中向好。

2019 年，公司实现营业收入 837.87 亿元，同比增长 48.42%，主要系房地产业务结转项目规模扩大所致；公司营业成本同比增长 51.28%。2019 年，公司营业利润和净利润分别为 180.81 亿元和 133.87 亿元，分别同比增长 36.53%和 33.35%，公司收入和利润稳步增长。

从期间费用来看，2019 年，公司费用总额 39.02 亿元，同比增长 41.54%，主要系随着公司业务规模扩大，销售费用和管理费用增加所致。其中，销售费用占 45.72%、管理费用占 51.92%、财务费用占 2.36%。2019 年，公司销售费用和管理费用分别同比增长 52.98%和 39.63%；财务费用同比下降 34.14%，主要系利息收入增加所致。

从利润构成来看，2019 年，公司投资收益 7.84 亿元，同比下降 29.93%，主要源于公司联营、合营企业实现利润以及公司处置部分联营企业；投资收益占营业利润比重为 4.34%，对营业利润影响不大。

从盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 25.39%，同比小幅下降 0.81 个百分点；受益于利润规模增长，公司 2019 年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均同比有所提升，分别为 18.19%、7.73%和 21.14%，同比分别增加 1.93 个、0.19 个和 1.86 个百分点。

5. 现金流

公司经营活动现金流表现良好，近年保持较大规模净流入，投资活动现金流持续净流出，考虑到公司在建项目及未来拿地资金需求，公司仍存在一定融资需求。

从经营活动看，2019 年，受益于项目销售回笼资金规模增长，公司经营活动现金流入同比增长 20.94%至 1,001.86 亿元；公司经营活动现金流出 777.06 亿元，同比增长 17.33%，主要系项目工程支出及拿地支出增加所致。综上，2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额 224.80 亿元，净流入规模同比增长 35.29%。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入 16.70 亿元，同比下降 60.22%，主要系收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出 113.73 亿元，同比增长 11.31%，主要系收购子公司获得的现金净额增加所致。综上，2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额-97.03 亿元，净流出规模同比增长 61.21%。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入仍主要为吸收投资及取得借款收到的现金，公司筹资活动现金流入 157.13 亿元，同比增长 51.16%；公司筹资活动现金流出 224.77 亿元，同比增长 133.44%，主要系偿还债务现金支出增加所致。综上，2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额-67.63 亿元，由正转负。

6. 偿债能力

公司长期和短期偿债能力指标表现好，同时考虑到公司储备项目充足且主要位于一二线城市，未来随着在建项目的逐步竣工销售，盈利规模有望提升，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.13 倍和 0.41 倍，分别较上年的 1.23 倍和 0.51 倍有所下降，主要系预收款项和应付账款快速增长所致；现金短期债务比为 3.08 倍，现金类资产对短期债务的保护程度很高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 189.11 亿元，同比增长 38.47%，主要系利润总额增加所致；其中利润总额占 95.39%、计入财务费用的利息支出占 4.07%、折旧占 0.47%、摊销占 0.07%，以利润总额为主。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 9.81 倍和 1.05 倍，对利息和全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年底，公司对外担保 98.41 亿元，均为对关联方担保，占公司净资产比重为 14.37%，规模一般，若被担保企业未来经营情况不善，公司将面临一定的代偿风险。

表 7　截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保余额	担保类型
上海世茂国际广场有限责任公司	65.00	保证担保
世茂房地产控股（BVI）有限公司	33.41	保证担保
合计	**98.41**	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司不存在金额在 3,000 万元以上的重大未决诉讼。

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度合计 300.00 亿元，其中尚未使用的授信额度 220.40 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据企业提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10310115003364702），截至 2020 年 2 月 18 日，公司未结清和已结清信贷信息中不存在不良或关注类信息。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成以往来款和子公司股权投资为主，利润主要体现为投资收益，母公司层面债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 2,403.32 亿元，较年初增长 32.09%，主要系应收子公司往来款大幅增加所致。其中流动资产占比为 92.63%，非流动资产占比为 7.37%。从构成来看，母公司资产主要由其他应收款（占 90.40%）和长期股权投资（占 7.34%）构成。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 2,340.57 亿元，较年初增长 33.64%，主要系其他应付款大幅增加所致。其中流动负债占比为 98.55%，非流动负债占比为 1.45%。从构成来看，母公司负债主要由其他应付款（占 95.15%）和一年内到期的非流动负债（占 3.12%）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务 111.81 亿元，短期债务占 69.70%、长期债务占 30.30%，短期债务占比较高。截至 2019 年底，母公司短期债务 77.93 亿元，主要为将于 2020 年到期和回售的“15 世茂 01”和“15 世茂 02”，母公司存在较大的债券偿付压力。截至 2019 年底，母公司全部债务资本化比率为 64.05%，母公司债务负担尚可。截至 2019 年底，母公司永续债 38.00 亿元；若将永续债从所有者权益中扣除计入长期债务，母公司全部债务 149.81 亿元，全部债务资本化比率为 85.82%，母公司债务负担较重。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 62.75 亿元，较年初下降 7.65%，主要系未分配利润减少所致。从构成来看，实收资本占 8.61%、其他权益工具占 60.56%、其他综合收益占 2.65%、盈余公积占 4.30%、未分配利润占 23.89%。

损益方面，2019 年，母公司营业收入为 5.20 亿元，利润总额为 4.72 亿元。同期，投资收益为 5.55 亿元，主要为持有联、合营企业股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为-62.08 亿元，投资活动现金流净额为 0.64 亿元，筹资活动现金流量净额为-11.78 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、应收票据）和净资产分别为403.74亿元和685.02亿元，约为“19世茂01”“19世茂03”“19世茂04”“20世茂02”“20世茂03”和“20世茂04”债券待偿本金合计（105.00亿元）的3.85倍和6.52倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19世茂01”“19世茂03”“19世茂04”“20世茂02”“20世茂03”和“20世茂04”债券的按期偿付起到很好的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为189.11亿元，约为债券待偿本金合计（105.00亿元）的1.80倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入1,001.86亿元，约为债券待偿本金合计（105.00亿元）的9.54倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司行业竞争力较强、项目区域分布良好以及较大的销售规模，公司对“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”“20 世茂 02”“20 世茂 03”和“20 世茂 04”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司继续保持其在行业综合实力、品牌知名度、项目布局等方面的优势，公司新开工规模和销售金额大幅增长，营业收入和利润规模稳步增长，资产质量和盈利能力处于较好水平。同时，联合评级也关注到房地产行业受外部因素影响较大、公司应收关联方款项占用资金规模较大及所有者权益稳定性弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来随着公司房地产项目持续开发与销售，公司有望保持较强的整体竞争力。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“19世茂01”“19世茂03”“19世茂04”“20世茂02”“20世茂03”和“20世茂04”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　上海世茂建设有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,507.18	2,083.63	2,781.10
所有者权益（亿元）	459.98	581.18	685.02
短期债务（亿元）	22.08	22.00	131.02
长期债务（亿元）	99.51	87.89	49.64
全部债务（亿元）	121.59	109.89	180.67
营业收入（亿元）	430.86	564.53	837.87
净利润（亿元）	70.54	100.39	133.87
EBITDA（亿元）	98.88	136.57	189.11
经营性净现金流（亿元）	123.90	166.16	224.80
流动资产周转次数（次）	0.35	0.38	0.41
存货周转次数（次）	0.49	0.46	0.47
总资产周转次数（次）	0.29	0.31	0.34
现金收入比率（%）	101.67	129.03	118.13
总资本收益率（%）	11.57	16.26	18.19
总资产报酬率（%）	6.60	7.54	7.73
净资产收益率（%）	13.68	19.28	21.14
营业利润率（%）	26.95	26.20	25.39
费用收入比（%）	5.51	4.88	4.66
资产负债率（%）	69.48	72.11	75.37
全部债务资本化比率（%）	20.91	15.90	20.87
长期债务资本化比率（%）	17.79	13.14	6.76
EBITDA 利息倍数（倍）	8.73	10.71	9.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.81	1.24	1.05
流动比率（倍）	1.31	1.23	1.13
速动比率（倍）	0.60	0.51	0.41
现金短期债务比（倍）	9.08	14.21	3.08
经营现金流动负债比率（%）	13.10	11.76	10.99
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.94	1.30	1.80

注：1．本报告中数据不加注明均为合并口径；2．本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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；

BB 级：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：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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。