

信用评级公告

联合〔2023〕5396号

联合资信评估股份有限公司通过对上海世茂股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 G3”“20 世茂 G1”“20 世茂 G2”“20 世茂 G3”“20 世茂 G4”“19 沪世茂 MTN001”“20 沪世茂 MTN001”“21 沪世茂 MTN001”及“21 沪世茂 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年六月二十七日

上海世茂股份有限公司

2023年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海世茂股份有限公司	AAA	负面	AAA	负面
19 世茂 G3	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G1	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G2	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G3	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G4	AAA	负面	AAA	负面
19 沪世茂 MTN001	AAA	负面	AAA	负面
20 沪世茂 MTN001	AAA	负面	AAA	负面
21 沪世茂 MTN001	AAA	负面	AAA	负面
21 沪世茂 MTN002	AAA	负面	AAA	负面

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	原到期兑付日
20 世茂 G2	10.00	9.50	2022/07/07
20 世茂 G3	5.00	5.00	2022/09/01
20 世茂 G4	5.00	5.00	2022/09/24
20 世茂 G1	20.00	20.00	2023/03/05
19 世茂 G3	5.00	4.75	2022/05/22
19 沪世茂 MTN001	10.00	9.30	2022/10/21
20 沪世茂 MTN001	5.00	5.00	2023/01/09
21 沪世茂 MTN001	9.70	9.70	2023/03/16
21 沪世茂 MTN002	6.40	6.40	2023/05/06

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的公开发行业债券，数据单位为亿元；2. “20 世茂 G4”“20 世茂 G3”“20 世茂 G2”“20 世茂 G1”“19 世茂 G3”“19 沪世茂 MTN001”和“20 沪世茂 PPN002”已展期，“21 沪世茂 MTN002”未能支付到期利息 586 万元，“21 沪世茂 MTN001”未能支付到期利息 833 万元，“20 沪世茂 MTN001”未能支付到期本息 2540 万元。

评级时间：2023 年 6 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）作为世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）旗下商业及综合体开发运营主体，受市场环境和公司及关联方出现资金紧张情况影响，2022 年销售规模大幅下降，叠加融资环境恶化筹资活动净现金流净流出，货币资金快速消耗，导致公司出现部分债务逾期。公司内控管理薄弱，内控报告被出具否定意见，且管理人员变动较大，债务逾期规模大，持续经营能力存疑。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到行业仍处于下行趋势、公司开发和销售进度受资金压力和债务逾期负面舆情影响大、未来去化压力大、公司被申请强制执行的标的金额规模大、或有负债风险高、2022 年利润大规模亏损等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司仍将有较大规模债务陆续到期，受行业环境和关联方流动性紧张影响，公司销售及融资状况不容乐观，偿债压力很大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 G3”“20 世茂 G1”“20 世茂 G2”“20 世茂 G3”“20 世茂 G4”“19 沪世茂 MTN001”“20 沪世茂 MTN001”“21 沪世茂 MTN001”及“21 沪世茂 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为负面。

优势

1. **土储区位较好。**截至 2022 年底，公司土地储备区域分布一二线城市占比合计超过 75%。

2. **自持物业规模较大。**公司持有较大规模的自持物业，主要分布于一二线城市，区位优势明显，可为公司带来现金流补充。

关注

1. **行业下行压力加大，未来存货去化压力大。**2021 年下半年开始，房地产行业下行压力加大，需求端大幅萎缩。2022 年，公司销售规模同比大幅下降且公司产品结构主要为商业及综合体项目，考虑到公司已发生债务逾期，融资渠

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	7
		资本结构	1	
		偿债能力	4	
指示评级				bbb
个体调整因素：其他有利因素				+1
个体信用等级				bbb ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				BBB ⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果；公司信用评级委员会决定受评对象最终信用等级，可能与评级模型评级结果存在差异

分析师：蒋旭 卢瑞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

道枯竭，在行业下行背景下，未来存货去化压力大。

2. 公司被申请强制执行的标的金额规模大，实际可售资源受到影响，公司 2022 年审计报告被出具保留意见及持续经营相关的重大不确定性意见；或有负债风险高。2022 年公司内控报告被出具否定意见，公司部分子公司资产处于被申请强制执行进程中，执行标的金额 162.88 亿元，占公司净资产的比例达 39.91%。此外，截至 2022 年底，公司货币资金余额 39.71 亿元，其中受限资金 7.58 亿元；有息负债账面余额 327.89 亿元，其中短期借款 10.02 亿元，一年内到期非流动负债 182.17 亿元；截至资产负债表日累计未能如期偿还债务本金 46.18 亿元；公司存在资产处于被执行状态的情况，涉案金额 162.88 亿元。上述情况存在可能导致对公司持续经营能力产生重大不确定性。截至 2023 年 3 月底，公司涉及 2 起金融借款合同纠纷案，涉案金额合计 24.62 亿元。公司已出现被执行人记录，未来随着债务的陆续到期，公司面临的涉诉规模可能继续增加，或有负债风险高。

3. 公司间接股东美元债违约，公司存在债务逾期，流动性持续承压。公司间接股东世茂集团美元债发生违约，截至 2023 年 5 月底，公司已发生多笔债务逾期，流动性持续恶化，融资渠道枯竭，开发和销售进度受到负面影响、仍未有实质回暖，后续偿债压力很大。

4. 公司利润亏损。2022 年，公司营业总收入及毛利率均大幅下降，叠加公司对存货和公允价值变动损益大规模计提减值准备，2022 年公司利润总额为-82.49 亿元，发生亏损。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	143.55	88.98	39.76	40.06
资产总额 (亿元)	1493.05	1429.83	1304.46	1307.15
所有者权益 (亿元)	499.12	489.85	408.08	408.18
短期债务 (亿元)	59.44	157.00	192.41	173.80
长期债务 (亿元)	185.05	227.57	135.70	149.83
全部债务 (亿元)	244.48	384.57	328.11	323.63
营业总收入 (亿元)	217.05	193.92	57.47	11.12
利润总额 (亿元)	45.05	30.55	-82.49	2.07
EBITDA (亿元)	48.65	35.99	-71.90	--
经营性净现金流 (亿元)	48.40	-161.13	6.04	9.04
营业利润率 (%)	29.74	31.63	17.26	18.71
净资产收益率 (%)	6.51	4.36	-17.90	--
资产负债率 (%)	66.57	65.74	68.72	68.77
调整后资产负债率 (%)	65.41	63.27	65.73	65.79
全部债务资本化比率 (%)	32.88	43.98	44.57	44.22
流动比率 (%)	117.77	122.87	97.51	100.56
经营现金流动负债比 (%)	6.41	-24.43	0.86	--
现金短期债务比 (倍)	2.42	0.57	0.21	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.79	1.51	-3.03	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.03	10.69	-4.56	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额 (亿元)	444.48	423.24	403.26	/
所有者权益 (亿元)	104.03	107.90	116.01	/
全部债务 (亿元)	135.81	139.33	106.22	/
营业总收入 (亿元)	3.81	3.93	0.35	/
利润总额 (亿元)	11.75	10.37	8.00	/
资产负债率 (%)	76.59	74.51	71.23	/
全部债务资本化比率 (%)	56.62	56.36	47.80	/
流动比率 (%)	54.51	40.54	33.25	/
经营现金流动负债比 (%)	4.37	-8.26	12.28	/

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 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. 公司一年内到期的租赁负债未计入短期债务, 租赁负债未计入长期债务核算; 4. 2023 年一季度, 公司未提供一年内到期的租赁负债数据, 因此仅租赁负债未计入长期债务核算; 5. 2023 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 6. "--" 表示指标不适用; "/" 表示数据未获取

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告	
19 世茂 G3 20 世茂 G1 20 世茂 G2 20 世茂 G3 20 世茂 G4 19 沪世茂 MTN001 20 沪世茂 MTN001 21 沪世茂 MTN001 21 沪世茂 MTN002	AAA	AAA	负面	2022/06/21	杨 野 卢 瑞	房地产业信用评级方法 (V3.1.202205) / 房地产业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文	
19 世茂 G3 20 世茂 G1 20 世茂 G2 20 世茂 G3 20 世茂 G4 19 沪世茂 MTN001 20 沪世茂 MTN001 21 沪世茂 MTN001 21 沪世茂 MTN002	AAA	AAA	负面	2021/12/29	卢 瑞 杨 野	房地产业信用评级方法 (V3.0.201907) / 房地产业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文	
20 世茂 G1	AAA	AAA	稳定	2020/2/14	罗星驰 王 彦	房地产业信用评级方法 (V3.0.201907) / 房地产业主体信用评级模型 (打分表) (V3.0.201907)	阅读全文	
20 世茂 G2	AAA	AAA	稳定	2020/4/30	罗星驰 卢 瑞		阅读全文	
20 世茂 G3	AAA	AAA	稳定	2020/8/14			阅读全文	
20 世茂 G4	AAA	AAA	稳定	2020/9/16			阅读全文	
21 沪世茂 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/02/09			杨 栋 王 聪	阅读全文
21 沪世茂 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/04/12	文锦华		阅读全文	
20 沪世茂 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/28	杨 栋 王 聪		阅读全文	
19 沪世茂 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/04/29	杨 栋 王 聪		房地产行业信用评级方法	阅读全文
19 世茂 G3	AAA	AAA	稳定	2019/4/15	宋莹莹 卢 瑞		原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法 (2018 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受上海世茂股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

上海世茂股份有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为上海证券交易所上市公司万象（集团）股份有限公司（以下简称“万象集团”，股票代码：600823.SH）。后经一系列增资、股权转让等，截至2022年底，公司股本为37.51亿元，控股股东为峰盈国际有限公司（以下简称“峰盈国际”），持股比例43.73%，间接股东为港股上市公司世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”），实际控制人为许荣茂先生。

截至2023年5月4日，公司大股东西藏世茂企业发展有限公司及上海世茂投资管理有限公司共持有公司股份合计为11.03亿股，占公司总股本比例为29.42%，其中质押股份数为11.03亿股，占其所持股份比例为100.00%。

截至2022年底，公司合并资产总额1304.46亿元，所有者权益408.08亿元（含少数股东权益200.76亿元）；2022年，公司实现营业总收入57.47亿元，利润总额-82.49亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1307.15亿元，所有者权益408.18亿元（含少数股东权益200.82亿元）；2023年1-3月，公司实现营业总收入11.12亿元，利润总额2.07亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区南京西路268号；法定代表人：吴凌华。

三、债券概况

截至2023年5月底，公司由联合资信评级发行的存续债券见下表，债券募集资金均已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。“20世茂G4”“20世茂G3”“20世茂G2”“20世茂G1”“19世茂G3”“19沪世茂MTN001”和“20沪世茂PPN002”已展期，“21沪世茂MTN002”未能支付到期利息586万元，“21沪世茂MTN001”未能支付到期利息833万元，“20沪世茂MTN001”未能支付到期本息2540万元。

表1 截至2023年5月底联合资信评级发行的存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行规模	债券余额	原到期兑付日	展期后第一次本金兑付日	展期后最后一次本金兑付日
20世茂G4	5.00	5.00	2022/09/24	2024/12/28	2026/12/28
20世茂G3	5.00	5.00	2022/09/01	2024/12/28	2026/12/28
20世茂G2	10.00	9.50	2022/07/07	2024/12/28	2026/12/28
20世茂G1	20.00	20.00	2023/03/05	2024/12/28	2026/12/28
19世茂G3	5.00	4.75	2022/05/22	2024/12/28	2026/12/28
21沪世茂MTN002	6.40	6.40	2023/05/06	2023/06/10	2024/05/06
21沪世茂MTN001	9.70	9.70	2023/03/16	2023/10/30	2024/03/16
20沪世茂MTN001	5.00	5.00	2023/01/09	2023/05/30	2024/01/09
19沪世茂MTN001	10.00	9.30	2022/10/21	2023/02/21	2023/10/21
20沪世茂PPN002	5.00	2.79	2022/04/26	2022/10/26	2023/12/26

注“20沪世茂PPN002”为非公开发行

资料来源：公司提供，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全REITs市场功能、助力中小微企业稳

增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业分析

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有

阶段性回暖，但长期不确定性仍大。完整版行业分析详见《[2023 年房地产行业分析](#)》。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。

2. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：915000002028133840）（自主查询版），截至 2023 年 5 月 16 日，公司未结清贷款中存在 1 笔关注类短期借款，已结清贷款中存在 33 笔关注类贷款。

根据公司披露的公告，截至 2023 年 6 月 2 日，公司及子公司公开市场债务 7.39 亿元未能按期支付，包括“20 沪世茂 MTN001”到期本息 2540 万元、“21 沪世茂 MTN001”到期利息 833 万元、“21 沪世茂 MTN002”到期利息 586 万元；子公司未能支付资产支持专项计划“希尔顿 01”的资产支持证券退出款 7 亿元。此外，公司及下属子公司有 46.3 亿元的非公开市场的银行和非银金融机构债务未能按期支付。

截至 2023 年 5 月 24 日，公司存在多笔被列入被执行人名单记录。

2022 年 7 月 3 日，公司间接股东世茂集团公告未支付于 2022 年 7 月 3 日到期的美元债。

七、管理分析

公司首席财务官变动频繁。

2022 年 2 月 11 日，因业务发展需要，孙岩先生不再担任公司首席财务官，并于 2022 年 8 月离职；公司董事会已聘任董事会秘书俞峰先生担任公司副总裁兼首席财务官。

2022 年 2 月 25 日，公司原高级副总裁张杰先生因个人原因，辞去公司高级副总裁的职务，并不在公司担任其他职务。

八、重大事项

2022 年公司内部控制审计报告被出具否定

意见。根据《上海证券交易所股票上市规则》第9.8.1条第（三）项规定，公司股票于2023年5月4日停牌1天，并被实施其他风险警示。实施风险警示的起始日为：2023年5月5日，A股股票简称由“世茂股份”变更为“ST世茂”，存在退市风险。截至2023年6月10日，公司公告，公司之控股股东峰盈国际或其一致行动人上海伯拉企业管理有限公司（以下简称“上海伯拉”）计划自2023年5月31日起3个月内，通过上海证券交易所集中竞价交易系统增持公司股票，拟增持金额不低于人民币1亿元（含），且不超过人民币2亿元（含），增持价格不高于人民币1.30元/股。2023年5月31日至2023年6月9日，峰盈国际及其一致行动人上海伯拉通过上海证券交易所竞价交易系统增持公司股份500万股，占公司总股本的0.13%，增持金额为609.45万元。

九、经营分析

1. 经营概况

表2 2020—2022年公司主营业务收入及毛利率情况

项目	2020年			2021年			2022年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
住宅销售	103.28	47.58	32.00	79.94	41.61	25.69	13.79	24.23	10.70
商业地产销售	99.16	45.69	31.63	93.22	48.52	35.91	25.69	45.14	1.68
房地产租赁	6.87	3.17	87.51	8.63	4.49	93.38	9.58	16.83	82.81
酒店服务业务	1.93	0.89	60.85	1.99	1.04	57.99	1.79	3.15	52.48
物业管理	4.62	2.13	99.31	5.23	2.72	99.16	4.89	8.59	50.66
其他	1.20	0.55	46.63	3.10	1.61	64.63	1.17	2.06	60.57
合计	217.05	100.00	35.35	192.11	100.00	36.65	56.91	100.00	24.54

注：尾数差异系四舍五入导致；2020年营业收入全部为主营业务收入
资料来源：公司年报

2023年1—3月，公司实现营业总收入11.12亿元，同比下降57.90%；综合毛利率为29.99%，同比下降8.04个百分点。

2. 房地产销售业务分析

（1）土地储备

公司已停止拿地，截至2022年底，公司土地储备区域分布以二线城市为主，权益占比不高。在行业下行背景下，需关注商业项目周转效率、低能级区域项目去化情况以及相关舆情对销售

2022年公司营业总收入和综合毛利率同比大幅下降，业务亏损，经营状况持续承压。

2022年，受房地产销售规模大幅下降影响，公司营业总收入57.47亿元，同比下降70.37%。

收入构成方面，2022年，公司住宅及商业项目交付结转规模均大幅下降，住宅销售收入、商业地产销售收入分别同比减少82.75%和72.44%，房地产销售收入合计占主营业务收入比重下降至69.37%；商业物业经营管理逐步恢复，公司房地产租赁收入同比增长11.10%。

毛利率方面，受到当期结转项目差异影响，2022年，公司住宅销售毛利率同比下降14.99个百分点，商业地产销售毛利率同比大幅下降34.23个百分点，主要系受宏观经济、房地产行业下行等多重因素影响下，写字楼市场需求下降所致；物业管理毛利率同比下降48.50个百分点，主要系在管商业物业项目出租率下降所致。受以上综合影响，2022年公司主营业务毛利率同比下降12.11个百分点。

的负面影响。

2021年下半年以来，在宏观经济、房地产行业下行以及公司资金紧张的共同影响下，公司已停止拿地。

截至2022年底，公司土地储备1747.28万平方米，主要为商业及综合体项目，权益占比约48%，区域分布以二线城市为主。从货值角度来看，公司达到可售状态的货值规模约200亿元左右，在行业下行背景下，需关注商业项目周转效率、低能级区域项目去化情况以及相关负面舆情

对销售的负面影响。此外，公司资金紧张、新开工规模大幅下降、资产受限比例较高等因素亦将影响公司后续可售货值规模。

表 3 截至 2022 年底公司土地储备情况
(单位: 万平方米、%)

区域分布	可售建筑面积	占比
一线城市	184.27	10.55
二线城市	1132.35	64.81
三线城市	430.66	24.65
合计	1747.28	100.00

注: 1. 各城市建筑面积为整数相加, 与合计数存在差异系尾数差异系四舍五入导致; 2. 为减少尾数差异, 占比未精确到小数; 3. 一线城市: 深圳; 二线城市: 天津、济南、苏州、青岛、无锡、南京、武汉、沈阳、厦门、南昌、济南、福州、长沙、杭州、昆明、重庆、珠海、福州、宁波和成都; 三线及以下城市: 昆山、常州、石狮、泉州、荆门、张家口、淄博、蒙阳、茂名、肇庆、眉山和三亚; 3. 全口径包括未开工、在建未售和已完工未售部分
数据来源: 公司提供, 联合资信整理

(2) 项目建设开发情况

2022 年, 行业需求端疲软以及资金端承压导致新开工和竣工面积同比大幅削弱, 后续面临较大的停工压力。公司在建项目规模较大, 后续面临很大的资金支出压力。

行业需求端疲软、资金端承压共同导致公司投资动力减弱, 2022 年, 公司新开工面积同比减少 67.15%; 竣工面积同比大幅下降 72.24%, 主要受销售下降及流动性紧张影响所致。

表 4 公司房地产项目开发情况
(单位: 万平方米)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
新开工面积	289.00	182.09	59.81
竣工面积	99.00	204.51	56.77

注: 尾数差异系四舍五入导致
资料来源: 公司提供

截至 2023 年 3 月底, 公司在建及拟建项目计划总投资 2663 亿元, 尚需权益投资 920 亿元, 面临的建设支出压力仍然巨大。

(3) 房产销售情况

2022 年, 公司签约销售规模同比大幅下降, 销售集中度仍较高, 且销售均价下降明显。

2022 年在自身负面舆情较多和房地产行业持续下行的共同影响下, 公司全年销售金额同比大幅下降 68.20%; 销售均价同比下降 27.62%。

表 5 公司房地产项目销售情况
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
签约销售面积	108.01	158.94	69.93
其中: 商业	44.46	69.13	69.78
住宅	63.55	89.81	0.15
签约销售金额	271.85	287.82	91.52
其中: 商业	134.51	146.80	91.00
住宅	137.33	141.03	0.52
签约销售均价	2.52	1.81	1.31
其中: 商业	3.03	2.12	1.30
住宅	2.16	1.57	3.47

注: 公司房地产项目销售数据为全口径; 尾数差异系四舍五入导致
资料来源: 公司提供

销售区域方面, 2022 年公司一线城市签约销售金额占比为 3.28%, 二线城市占比为 74.55%, 三线及以下城市占比为 22.17%, 以二线城市为主。分城市看, 杭州、济南、成都、荆门、石狮、淄博、福州和珠海合计销售金额贡献占比达 60.47%, 销售集中度较高。

2023 年 1—4 月, 公司销售签约金额约 34 亿元, 较 2022 年同比上升 23%。

3. 房地产租赁业务

2022 年, 公司房地产租赁业务收入同比小幅增长, 但需关注公允价值波动风险。

公司自持物业主要为写字楼和商业广场, 主要分布于长三角及环渤海区域一二线城市, 整体经营竞争压力较大。

2022 年, 公司房地产租赁收入 9.58 亿元, 同比增长 11.01%。

4. 未来发展

公司 2023 年目标以“保交付”和化解流动性风险为主, 需关注其落实情况。此外, 公司核心资产处置情况也需关注。

“保交付”仍是公司房地产开发业务 2023 年的重点工作之一。截至 2023 年 2 月底, 公司 30 个交付批次均已投入紧张的施工建设中, 预计全年可实现 1.4 万套房源的交付, 其中蒋村项目、福州帝封江、长沙正圆等多个重点项目都计划于年内实现多个批次逾千套房源的交付。

在商业经营与管理方面，2023 年的核心工作就是要抓住市场复苏的契机，使得商业项目的经营状态尽快恢复正轨，要把提升出租率和降低空置面积摆在优先位置。此外，对在新租工作、长期空置去化、营运创收、租费收缴工作中表现突出的项目和个人予以激励。

在轻资产管理方面，公司目前共有 13 个在管的轻资产项目，其中商业轻资产项目 7 个，管理面积约 35 万平米，包含整租、管理输出、顾问咨询等多种合作模式，物业管理类项目 6 个，主要聚焦在向商用物业提供物业管理服务。公司将加大对轻资产业务的投入力度，配置优势资源，调整激励方案，聚焦“写字楼+配套型商业”产品，发挥公司在复合业态管理上的能力，形成相对竞争优势。

十、财务分析

1. 财务概况

2022 年公司财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了带保留意见的审计结论；内控报告被出具否定意见。公司审计报告说明，公司部分子公司资产被申请强制执行进程中，执行标的金额 162.88 亿元，占公司净资产的比例达 39.91%。由于中兴财光会

计师事务所（特殊普通合伙）未获取与该事项相关的全部资料，也无法通过其他审计程序获取充分、适当的审计证据，无法判断这些事项对报表可能产生的重大影响，亦无法判断是否还有尚未披露的其他或有事项。

此外，截至 2022 年底，公司货币资金余额 39.71 亿元，其中受限资金 7.58 亿元；有息负债账面余额 327.89 亿元，其中短期借款 10.02 亿元，一年内到期非流动负债 182.17 亿元；截至资产负债表日累计未能如期偿还债务本金 46.18 亿元；公司存在资产处于被执行状态的情况，涉案金额 162.88 亿元。上述情况存在可能导致对公司持续经营能力产生重大不确定性。由于公司持续经营能力存在不确定性，且内控管理薄弱，财务报表编制基础存在重大疑虑，故本报告简化分析。

2. 资产质量

受行业下行和销售规模下降影响，公司资产规模有所减少，货币资金下降明显，实际可自由动用资金规模有限，存货和投资性房地产仍有继续减值风险，其他应收款资金占用较明显；公司已发生债务逾期，未来存货去化和资产流动性压力大。

表 6 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)	金额 (亿元)	在资产总额占比 (%)
流动资产	889.96	59.61	810.34	56.67	683.67	52.41	694.41	53.12
货币资金	143.54	9.61	88.91	6.22	39.71	3.04	40.03	3.06
其他应收款 (合计)	35.77	2.40	41.70	2.92	49.85	3.82	54.96	4.20
存货	624.79	41.85	621.73	43.48	551.22	42.26	552.26	42.25
非流动资产	603.09	40.39	619.49	43.33	620.79	47.59	612.74	46.88
投资性房地产	536.08	35.91	555.20	38.83	548.21	42.03	541.56	41.43
资产总额	1493.05	100.00	1429.83	100.00	1304.46	100.00	1307.15	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，公司资产总额主要构成如上表。截至 2022 年底，公司其他应收款（合计）较上年底增长 19.56%，主要系预售监管资金调整到本科目所致。从款项性质来看，合作项目借

款（占 47.88%），预售监管资金¹（占 23.91%）；从集中度来看，其他应收款期末余额前 5 名合计占其他应收款余额的比例为 39.67%，集中度较高且主要为合作项目款。公司其他应收款计提坏

¹ 该部分预售监管资金已划入非公司名下的专项监管账户。

账准备 7.41 亿元，计提比例 12.94%。考虑到当前房地产行业去化和流动性压力较大，未来仍存在一定减值风险。

截至 2022 年底，公司存货较上年底下降 11.34%，主要系本期计提大规模跌价准备所致。截至 2022 年底，公司累计计提跌价准备 52.96 亿元。考虑到公司开发产品中部分商业项目竣工时间较早，同时部分存货位于三线及以下城市，行业下行背景下，公司仍存在存货去化及减值风险。

截至 2022 年底，公司投资性房地产较上年底下降 1.26%。公司的投资性房地产采用公允价值计量模式，2022 年公允价值变动-20.13 亿元。公司投资性房地产存在一定价值波动风险，同时受限比例较高，具体见下表。

截至 2022 年底，公司资产受限程度较高。

表 7 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	7.58	0.58	到期日超过 3 个月的保证金及资金冻结
存货	133.04	10.20	借款抵押
固定资产	12.08	0.93	借款抵押
无形资产	2.15	0.17	借款抵押
投资性房地产	339.82	26.05	借款抵押及诉讼冻结
合计	494.67	37.93	--

注：尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额规模与结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司权益稳定性仍较弱。

截至 2022 年底，公司所有者权益 408.08 亿元，较上年底下降 16.69%，主要系公司发生大额亏损、未分配利润和少数股东权益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 50.80%，少数股东权益占比为 49.20%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.19%、1.91%、8.33%和 28.75%。所有者权益结构稳定性较弱。

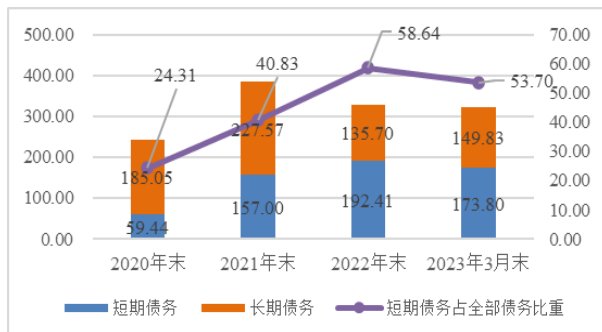
截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 408.18 亿元，规模与结构较上年底变动不大。

(2) 负债

截至 2022 年底，公司短期债务规模上升明显，集中偿债压力很大。同时，长短期借款和公开市场债券逾期对公司信用状况产生较大的负面影响。

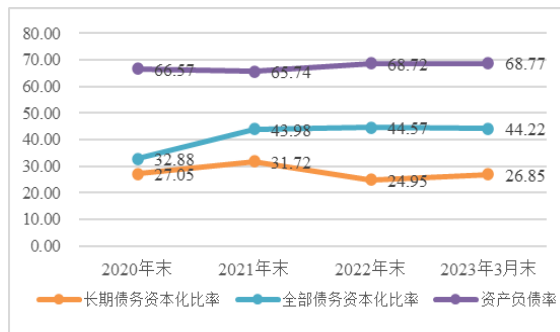
截至 2022 年底，公司负债总额 896.38 亿元。截至 2022 年底，公司短期借款 10.02 亿元，公司已逾期短期借款 2.70 亿元。截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）146.46 亿元，一年内到期的非流动负债 182.17 亿元，合同负债 111.87 亿元。截至 2022 年底，公司长期借款 116.20 亿元，公司已逾期长期借款 43.48 亿元。

图 1 近年来公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源：公司年报，联合资信整理

图 2 近年来公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源：公司年报，联合资信整理

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务²328.11 亿元。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 323.63 亿元³，债务结构仍以短期债务为主（占 53.70%）。

债务到期分布方面，公司一年内到期债务规模大，考虑到可自由动用资金规模小且公开债券已出现逾期，公司融资渠道枯竭，面临很大的集中偿债压力。

表 8 截至 2023 年 3 月底公司口径有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	1 年内到期	1—3 年到期	小计
短期借款	10.01	0.00	10.01
一年内到期的非流动负债	162.90	0.00	162.90
长期借款	0.00	105.59	105.59
应付债券	0.00	44.24	44.24
合计	172.90	149.83	322.74

注：上表有息债务不含应付票据和租赁负债，尾数差异系四舍五入导致
数据来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 898.97 亿元，负债规模和构成较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2022 年，公司出现较大规模的亏损，净利润为-73.04 亿元，此外存货跌价损失和公允价值变动损失对营业利润产生较大侵蚀，整体盈利能力明显下降。

公司收入利润情况见上文。

2022 年，公司费用总额为 20.58 亿元，同比下降 15.62%。非经常性损益方面，2022 年，公司资产减值损失-48.29 亿元，全部为存货跌价损失；公允价值变动损失-10.69 亿元，主要系本期投资性房地产估值下降所致。资产减值损失和公允价值变动损失合计占公司营业利润的比例为 75.69%，对公司营业利润形成较大侵蚀。

2022 年，公司出现大规模亏损，盈利指标明显下降。

表 9 2020 - 2022 年公司盈利指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	217.05	193.92	57.47

² 不含一年内到期的租赁负债（计入短期债务）和租赁负债（计入长期债务）。

³ 未提供一年内到期的租赁负债数据，因此未调减；仅调减租赁

利润总额（亿元）	45.05	30.55	-82.49
营业利润率（%）	29.74	31.63	17.26
总资本收益率（%）	4.69	2.83	-8.74
净资产收益率（%）	6.51	4.36	-17.90

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5. 现金流

2022 年，公司未新增土储且开工力度大幅缩减，导致公司经营活动现金呈小幅净流入状态，投资活动现金流仍小幅净流出。公司融资渠道枯竭，筹资活动呈净流出状态，整体消耗货币资金规模较大，考虑到公司已发生债务逾期等负面信用事件，未来公司债务偿还需要的现金更加依赖经营性现金和资产处置现金流入。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	337.58	288.52	131.04	27.27
经营活动现金流出小计	289.18	449.65	125.00	18.23
经营现金流量净额	48.40	-161.13	6.04	9.04
投资活动现金流入小计	17.86	7.33	1.94	0.81
投资活动现金流出小计	15.37	12.23	2.73	0.28
投资活动现金流量净额	2.49	-4.90	-0.79	0.53
筹资活动前现金流量净额	50.89	-166.03	5.25	9.57
筹资活动现金流入小计	436.95	347.70	12.40	0.44
筹资活动现金流出小计	484.13	220.41	71.09	9.11
筹资活动现金流量净额	-47.18	127.29	-58.69	-8.66

资料来源：公司年报，联合资信整理

6. 偿债指标

公司短期、长期偿债能力指标均很弱，流动性枯竭，诉讼等或有风险高。

2022 年，公司短期、长期偿债能力指标均进一步下降，整体偿债指标很弱。

表 11 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	117.77	122.87	97.51	100.56
	速动比率（%）	35.09	28.60	18.89	20.59
	经营现金/流动负债（%）	6.41	-24.43	0.86	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.81	-1.03	0.03	--
	现金短期债务比（倍）	2.42	0.57	0.21	0.23

负债数据。

长期 偿债 指标	EBITDA (亿元)	48.65	35.99	-71.90	--
	全部债务/EBITDA (倍)	5.03	10.69	-4.56	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.20	-0.42	0.02	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.79	1.51	-3.03	--
	经营现金/利息支出 (倍)	2.78	-6.75	0.25	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年底，未决诉讼仲裁形成的或有负债方面：（1）与中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行涉诉事项，公司作为被告初始涉诉金额 3.90 亿元。（2）与北京城建集团有限责任公司涉诉事项，公司作为被告初始涉诉金额 2.09 亿元。（3）与北京城建集团有限责任公司涉诉事项，公司作为被告初始涉诉金额 2.58 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司涉及 2 起金融借款合同纠纷案，涉案金额合计 24.62 亿元。

此外，根据公司公告，截至 2022 年底，公司部分子公司涉及被执行及诉讼金额合计约 162.88 亿元，部分涉诉金额尚无法确定，相关子公司并未有对应借款融资记录。上述事项相关的或有负债待进一步厘清事实，尚无法确定这些事项对财务报告的影响，亦无法确定是否需要调整前期财务报告。上述子公司被执行及诉讼风险等资产安全事项，主要由于公司在内部控制与上市公司独立性方面存在重大缺陷导致。相关资产如被执行或诉讼失败，公司将遭受重大损失。

截至 2022 年底，公司对外担保金额 10.38 亿元，系对合营企业济南骏茂房地产开发有限公司的关联方担保，对外担保逾期金额 10.38 亿元。

7. 公司本部财务分析

公司本部货币资金规模小，杠杆水平较高；所有者权益稳定性一般，利润仍以投资收益为主。

截至 2022 年底，公司本部资产总额 403.26 亿元。从构成看，流动资产主要其他应收款（占 85.46%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 95.32%）构成。截至 2022 年底，本部公司货币资金为 0.22 亿元，较上年底下降 96.40%。

截至 2022 年底，公司本部负债总额 287.25

亿元。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 67.69%）和一年内到期的非流动负债（占 31.37%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 18.02%）和应付债券（占 76.38%）构成。

截至 2022 年底，公司本部全部债务 106.22 亿元。截至 2022 年底，公司本部资产负债率为 71.23%，全部债务资本化比率 47.80%，公司本部杠杆水平较高。

截至 2022 年底，公司本部所有者权益为 116.01 亿元。

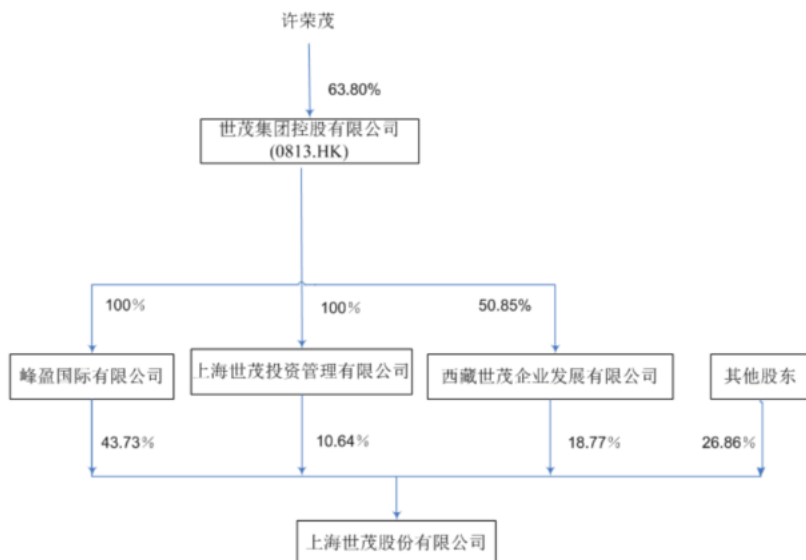
2022 年，公司本部营业总收入为 0.35 亿元，利润总额为 8.00 亿元。同期，公司本部投资收益为 14.25 亿元，利润仍以投资收益为主。

现金流方面，2022 年，公司本部公司经营活动现金流净额为 32.14 亿元，投资活动现金流净额 1.71 亿元，筹资活动现金流净额-39.94 亿元。

十一、结论

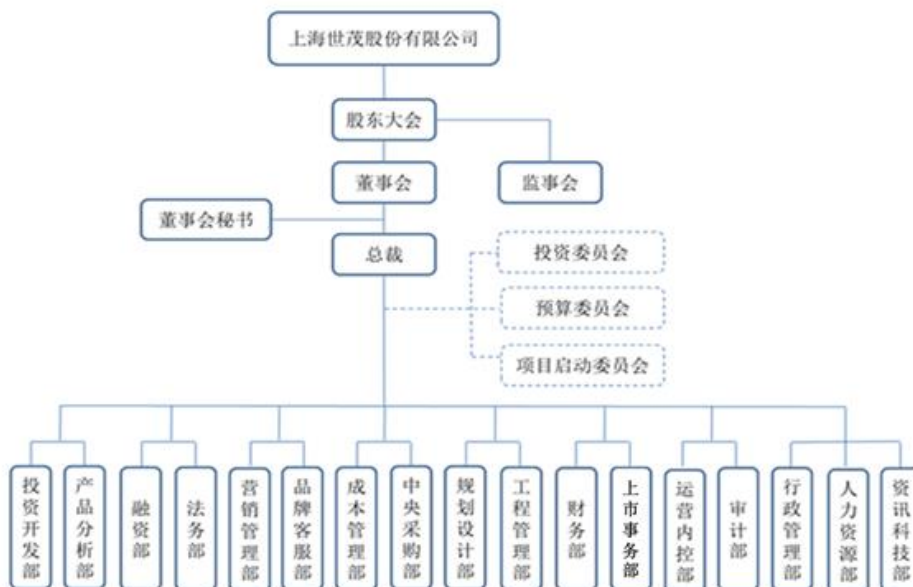
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 G3”“20 世茂 G1”“20 世茂 G2”“20 世茂 G3”“20 世茂 G4”“19 沪世茂 MTN001”“20 沪世茂 MTN001”“21 沪世茂 MTN001”及“21 沪世茂 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为负面。

附件 1-1 截至 2022 年底上海世茂股份有限公司股权结构图



资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底上海世茂股份有限公司组织架构表



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产 (亿元)	143.55	88.98	39.76	40.06
资产总额 (亿元)	1493.05	1429.83	1304.46	1307.15
所有者权益 (亿元)	499.12	489.85	408.08	408.18
短期债务 (亿元)	59.44	157.00	192.41	173.80
长期债务 (亿元)	185.05	227.57	135.70	149.83
全部债务 (亿元)	244.48	384.57	328.11	323.63
营业总收入 (亿元)	217.05	193.92	57.47	11.12
利润总额 (亿元)	45.05	30.55	-82.49	2.07
EBITDA (亿元)	48.65	35.99	-71.90	--
经营性净现金流 (亿元)	48.40	-161.13	6.04	9.04
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6.37	6.25	3.98	--
存货周转次数 (次)	0.25	0.20	0.07	--
总资产周转次数 (次)	0.16	0.13	0.04	--
现金收入比 (%)	96.98	134.25	138.74	108.13
营业利润率 (%)	29.74	31.63	17.26	18.71
总资本收益率 (%)	4.69	2.83	-8.74	--
净资产收益率 (%)	6.51	4.36	-17.90	--
长期债务资本化比率 (%)	27.05	31.72	24.95	26.85
全部债务资本化比率 (%)	32.88	43.98	44.57	44.22
资产负债率 (%)	66.57	65.74	68.72	68.77
调整后资产负债率 (%)	65.41	63.27	65.73	65.79
流动比率 (%)	117.77	122.87	97.51	100.56
速动比率 (%)	35.09	28.60	18.89	20.59
经营现金流动负债比 (%)	6.41	-24.43	0.86	--
现金短期债务比 (倍)	2.42	0.57	0.21	0.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.79	1.51	-3.03	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.03	10.69	-4.56	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 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. 公司一年内到期的租赁负债未计入短期债务, 租赁负债未计入长期债务核算; 4. 2023 年一季度, 公司未提供一年内到期的租赁负债数据, 因此仅租赁负债未计入长期债务核算; 5. 2023 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 6. "--"表示指标不适用资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产 (亿元)	20.08	6.10	0.22
资产总额 (亿元)	444.48	423.24	403.26
所有者权益 (亿元)	104.03	107.90	116.01
短期债务 (亿元)	20.53	78.00	82.11
长期债务 (亿元)	115.28	61.33	24.10
全部债务 (亿元)	135.81	139.33	106.22
营业总收入 (亿元)	3.81	3.93	0.35
利润总额 (亿元)	11.75	10.37	8.00
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	9.74	-20.82	32.14
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	59.59	77.16	4.29
存货周转次数 (次)	0.13	0.20	0.14
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00
现金收入比 (%)	106.41	77.90	49.26
营业利润率 (%)	97.83	97.64	83.16
总资本收益率 (%)	5.20	4.16	3.65
净资产收益率 (%)	11.99	9.54	6.98
长期债务资本化比率 (%)	52.56	36.24	17.20
全部债务资本化比率 (%)	56.62	56.36	47.80
资产负债率 (%)	76.59	74.51	71.23
流动比率 (%)	54.51	40.54	33.25
速动比率 (%)	54.41	40.45	33.16
经营现金流动负债比 (%)	4.37	-8.26	12.28
现金短期债务比	0.98	0.08	0.00
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/

注: 1. 公司本部为披露 2023 年一季度数据; 2. 表格中“/”表示未能获取的数据

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持