

# 跟踪评级公告

联合[2016]422 号

---

上海世茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海世茂股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

上海世茂股份有限公司发行的“16 世茂 G1”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 上海世茂股份有限公司

## 公司债券 2016 年跟踪评级报告

本期公司债券信用等级：

主体跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

主体上次评级结果：AA+ 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   |
|----------|-------|------|--------|--------|----------|
| 16 世茂 G1 | 20 亿元 | 3 年  | AA+    | AA+    | 2016.3.4 |

跟踪评级时间：2016 年 5 月 20 日

主要财务数据

| 项目             | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）       | 589.01 | 653.48 | 668.41   |
| 所有者权益（亿元）      | 200.35 | 246.55 | 249.64   |
| 长期债务（亿元）       | 61.27  | 95.16  | 109.10   |
| 全部债务（亿元）       | 121.11 | 148.80 | 166.12   |
| 营业收入（亿元）       | 127.01 | 150.33 | 26.24    |
| 净利润（亿元）        | 26.08  | 29.19  | 2.97     |
| EBITDA（亿元）     | 37.01  | 42.69  | --       |
| 经营性净现金流（亿元）    | 0.76   | 4.45   | 5.23     |
| 经营活动流入量（亿元）    | 168.05 | 153.05 | 44.93    |
| 营业利润率(%)       | 31.41  | 26.45  | 23.60    |
| 净资产收益率(%)      | 14.38  | 13.06  | --       |
| 资产负债率(%)       | 65.98  | 62.27  | 62.65    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 37.68  | 37.64  | 39.96    |
| 流动比率           | 1.13   | 1.38   | 1.44     |
| EBITDA 全部债务比   | 0.31   | 0.29   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.08   | 3.62   | --       |

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。

②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

③2016 年一季度财务数据未经审计。

④已将其其他流动负债计入全部债务。

评级观点

跟踪期内，上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）营业收入持续稳健增长，盈利能力保持在较高的水平；公司经营情况稳定，融资渠道广，资产质量良好，公司债务负担略有下降，财务安全性较高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到房地产业务仍将面临较大的政策影响波动、公司未来投资支出规模较大以及土地储备区域分布相对集中均会对公司信用水平造成一定的负面影响。

2015 年，公司完成非公开发行股票，有效扩充了资本实力，有利于提升公司主营业务的核心竞争力和持续盈利能力。未来，随着公司房地产项目的推进，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”，同时维持“16 世茂 G1”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司营业收入稳定增长，公司自持物业运营情况较好，可为公司提供较为稳定的现金流入。

2. 公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供较大的盈利空间和利润弹性。

3. 跟踪期内，公司经营效率较好，融资渠道广；公司货币资金规模较大、资产质量较好，债务负担略有下降，整体债务负担不重，财务安全性较高。

4. 2015 年，公司完成非公开发行股票，有效扩充了资本实力。

关注

1. 公司土地储备主要集中在二三线城市，需持续关注二三线城市房地产市场变化对公司销售带来的影响。

2. 公司投资建设规模较大, 随预计随着公司经营规模的扩大, 有一定的资本支出压力。

3. 公司自持商业物业规模较大, 主要集中在二三线城市, 大部分项目处于商业培育期, 需持续关注公司商业物业租赁风险及投资性房地产公允价值变动风险。

#### 分析师

周 旭

电 话: 010-85172818

邮 箱: [zhouk@unitedratings.com.cn](mailto:zhouk@unitedratings.com.cn)

程家女

电 话: 010-85172818

邮 箱: [chengjn@unitedratings.com.cn](mailto:chengjn@unitedratings.com.cn)

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: [//www.unitedratings.com.cn](http://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它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

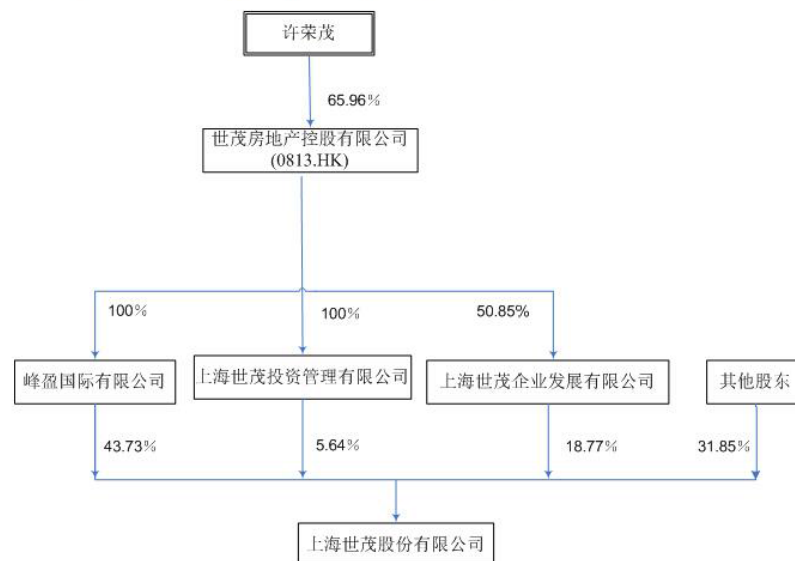
## 一、主体概况

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）前身为上海万象（集团）股份有限公司（以下简称“万象集团”），于1993年9月由上海市黄浦区国有资产管理办公室发起的、采用社会募集方式设立的股份有限公司。1994年2月，万象集团在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600823，股票简称：万象集团），其上市时总股本为5,000万股，其中，上海市黄浦区国有资产管理办公室持股3,000万股，占总股本的60%；社会法人持股750万股，占总股本的15%；社会自然人持股1,250万股，占总股本的25%。

2000年8月，上海世茂投资发展有限公司协议受让上海市黄浦区国有资产管理办公室持有的万象集团6,250万股法人股，成为万象集团第一大股东，并经批准调整了其资产结构和经营范围；2001年4月经万象集团股东大会决议通过，并经上海证券交易所核准，万象集团更为公司现名。2002年12月起，上海世茂企业发展有限公司（以下简称“世茂企业”）通过协议受让公司第一大、第二大股东股份，并通过公开市场增持和出售流通股的方式成为公司第一大股东。2007年10月，公司向峰盈国际有限公司、北京世茂投资发展有限公司和世茂企业进行了定向增发，本次增资后，公司股本变更为11.71亿元。后经一系列增持、股权转让及公司股票期权激励计划行权，截至2015年9月底，公司股本增至17.62亿元。

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2481号《关于核准上海世茂股份有限公司非公开发行股票的批复》批准以及2015年2月16日召开的第六届董事会第二十八次会议、2015年3月10日召开的2015年第二次临时股东大会决议，公司非公开发行A股普通股股票151,668,351股，每股发行价格人民币9.89元，扣除发行费用后实际募集资金净额为人民币14.83亿元，其中新增股本人民币1.52亿元，资本公积股本溢价人民币13.31亿元。2015年12月24日，公司于中国证券登记结算有限责任公司上海分公司完成股份变更登记。变更后，公司的股本为人民币19.14亿元。实际控制人为许荣茂先生，其股权结构如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司前十大股东明细如下表所示。

表 1 截至 2016 年 3 月底公司前十大股东情况 单位：万股、%

| 排名  | 股东名称              | 持股数量       | 占总股本比例 | 股本性质    |
|-----|-------------------|------------|--------|---------|
| 1   | 峰盈国际有限公司          | 83,700.00  | 43.73  | 境外法人    |
| 2   | 上海世茂企业发展有限公司      | 35,929.42  | 18.77  | 境内非国有法人 |
| 3   | 上海世茂投资管理有限公司      | 10,800.00  | 5.64   | 境内非国有法人 |
| 4   | 华夏人寿保险股份有限公司      | 5,055.61   | 2.64   | 其他      |
| 5   | 中国证券金融股份有限公司      | 3,444.32   | 1.80   | 其他      |
| 6   | 天安财产保险股份有限公司      | 3,033.37   | 1.58   | 其他      |
| 7   | 中央汇金投资有限责任公司      | 2,523.65   | 1.32   | 其他      |
| 8   | 上海市黄浦区国有资产监督管理委员会 | 2,202.73   | 1.15   | 国有法人    |
| 9   | 申万菱信基金            | 2,022.24   | 1.06   | 其他      |
| 10  | 中国工商银行股份有限公司      | 1,921.13   | 1.00   | 其他      |
| 合 计 |                   | 150,632.47 | 78.69  | --      |

资料来源：公司公开信息

公司经营范围：实业投资，房地产综合开发经营，公司商标特许经营，酒店管理，物业管理，货物进出口及技术进出口及建筑装潢材料等。

截至 2015 年底，公司下设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部、成本管理部、中央采购部、规划设计部、工程管理部、财务管理部、上市事务与业态运营部、运营内控部、审计部等 17 个职能部门，拥有直接控制及间接控制子公司合计 97 家。

截至2015年底，公司合并资产总额653.48亿元，负债合计406.93亿元，所有者权益246.55亿元，其中归属于母公司所有者权益194.62亿元。2015年，公司实现营业收入150.33亿元，净利润29.19亿元，其中少数股东损益8.73亿元，经营活动产生的现金流量净额4.45亿元，现金及现金等价物净增加额14.49亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额668.41亿元，负债合计418.77亿元，所有者权益249.64亿元，其中归属于母公司所有者权益197.26亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入26.24亿元，净利润2.97亿元，其中少数股东损益0.44亿元，经营活动产生的现金流量净额5.23亿元，现金及现金等价物净增加额21.73亿元。

公司地址：上海市黄浦区南京西路 268 号；法定代表人：刘赛飞。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 80 亿元公司债券获得中国证监会证监许可[2015]2416 号文核准。公司于 2016 年 3 月 22 日发行第一期公司债券，具体情况见下表所示。其中，“16 世茂 G1”（证券代码：136303）发行总额为人民币 20 亿元，债券品种为 3 年期，发行票面利率为 3.29%。

表 2 公司债券发行情况

| 名称       | 证券代码   | 金额（亿元） | 期限（年） | 票面利率（%） |
|----------|--------|--------|-------|---------|
| 16 世茂 G1 | 136303 | 20     | 3     | 3.29    |

资料来源：公司年报

本期债券募集资金总额 20 亿元，资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至

2016 年 3 月底，公司“16 世茂 G1”债券募集资金已使用 17.5%。

截至本报告出具日，“16 世茂 G1”尚未到第一个付息日。

### 三、行业分析

公司业务以商业物业运营为主，住宅销售为辅，属于房地产行业。

#### 1. 房地产行业

##### 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%。整体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2015 年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19%至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18%至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。整体看，土地供求量均出现较大下滑；但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市则相对较为疲软。

在开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资持续活跃，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。整体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，截至 2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点。整体看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

在销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015

年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。整体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争态势日趋固化，龙头企业的先发优势明显，行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87% 和 22.82%，较上年变化不大；相应的销售面积占比分别达到 11.31% 和 14.62%，较上年增加 0.87 和 0.97 个百分点。整体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

总体看，2015 年，房地产开发投资增速大幅回落，市场分化明显，集中度有提升的趋势。

### 市场政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行五次降息降准，经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

整体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业未来仍将受政策影响进而出现比较明显的行业波动。

### 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015 年底，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

（2）行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015 年三季度，按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为 77.93%，较 2014 年底提高了 3.18 个百分点，房地产板块整体债务率较高。

（3）市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利

润率，获得超额利润。

### 行业发展

(1) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

(2) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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，公司的经营管理、财务管理等制度无变化；公司董事会及监事会相关人员由于任期届满进行了换届选举；除李俊杰、孟洁、宋垚三名副总裁辞职外，公司核心管理团队变化不大。

总体来看，公司部分管理人员发生变更，但对公司正常经营未产生重大影响；公司在关键岗位人员稳定性方面尚需加强。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2015 年，公司实现主营业务收入 150.33 亿元，较上年增长 18.36%，主要系住宅地产销售收入大幅增长所致。从主营业务收入构成看，公司主营业务收入主要来自于商业物业运营和住宅地产业务，其中：商业物业运营业务在公司主营业务收入中的比重为 23.20%，较上年大幅下降 44.01 个百分点；住宅地产业务在主营业务收入中的比重较上年大幅上升 43.59 个百分点，达到 71.68%。公司商业物业运营业务由商业地产销售和房地产租赁业务组成，其中：受公司销售节奏的影响，商业地产销售占同期主营业务收入的比重由 2014 年的 63.86%下降至 2015 年的 20.01%；随着公司对自持物业业态布局、购物环境和消费体验等多方面的提升，以及公司商业运营能力的不断提高，2015 年公司房地产租赁业务收入规模达到 4.78 亿元，较上年增长 12.25%。受宏观经济不景气及电子商务对传统零售业冲击影响，公司百货业务收入规模下降较快，其占主营业务收入的比重由 2014 年的 0.15%下降至 0.04%。此外，公司影院业务收入 2015 年为 3.25 亿元，较上年增长 39.25%。公司其他业务主要由物业管理、儿童游艺园等业务构成，占同期主营业务收入比例较小。

表3 2014~2015年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

| 项 目    | 2014 年度 |       |       | 2015 年度 |       |       |
|--------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|        | 收入      | 占比    | 毛利率   | 收入      | 占比    | 毛利率   |
| 商业物业运营 | 85.36   | 67.21 | 46.18 | 34.87   | 23.20 | 45.74 |

|            |               |               |              |               |               |              |
|------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 其中：商业地产销售  | 81.10         | 63.86         | 44.00        | 30.89         | 20.01         | 38.78        |
| 房地产租赁      | 4.26          | 3.36          | 87.61        | 4.78          | 3.18          | 89.52        |
| 住宅地产业务     | 35.67         | 28.09         | 24.75        | 107.75        | 71.68         | 30.39        |
| 百货业务       | 0.19          | 0.15          | 8.93         | 0.06          | 0.04          | 3.33         |
| 影院业务       | 2.33          | 1.84          | 56.67        | 3.25          | 2.16          | 57.25        |
| 其他         | 3.45          | 2.72          | 86.81        | 4.40          | 2.93          | 91.69        |
| <b>合 计</b> | <b>127.01</b> | <b>100.00</b> | <b>41.40</b> | <b>150.33</b> | <b>100.00</b> | <b>36.32</b> |

资料来源：公司年报，联合评级整理。

作为房地产企业，其毛利率水平受结算产品结构变化影响较大。毛利率方面，受土地成本较低、产品品牌口碑较好及公司商业物业运营能力较强影响，公司商业地产销售业务毛利率较高；2015 年商业地产销售业务毛利率 38.78%，较上年下降 5.22 个百分点；房地产租赁业务毛利率较为稳定，为 89.52%，较上年小幅增加；公司住宅地产业务毛利率为 30.39%，较上年增加 5.64 个百分点，主要系公司不同年份竣工结算的产品结构差异及不同区域土地成本差异、房产售价差异影响所致；受运营管理能力不断提升，公司影院业务毛利率小幅上升 0.58 个百分点，达到 57.25%，处于较好水平；受百货行业不景气带来收入下降但相关运营成本变动不大影响，公司百货业务毛利率持续下降；公司其他业务毛利率水平较高。整体上，由于商业物业运营业务收入和住宅地产业务收入占主营业务收入比重较大，其对公司综合毛利率水平影响较大，2015 年，由于毛利率相对较低的住宅地产业务收入占比增长较快，拉低公司综合毛利率下降 5.08 个百分点至 36.32%。

2014~2015 年，公司主营业务收入按区域划分情况如下表所示；2015 年公司营业收入主要来自于华东地区，其中，以浙江省和江苏省为主，区域集中度较高，符合公司立足于长三角地区的区域市场战略布局；其余地区占比有所下降，主要系项目结转周期影响所致。

表4 2014~2015年公司营业收入区域构成（单位：亿元）

| 城市        | 2014 年        |                | 2015 年        |                |
|-----------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|           | 收入            | 占比             | 收入            | 占比             |
| 华东地区      | 102.57        | 80.76%         | 142.14        | 94.55%         |
| 华北地区      | 15.60         | 12.28%         | 5.89          | 3.92%          |
| 东北地区      | 0.79          | 0.62%          | 0.29          | 0.19%          |
| 华中地区      | 7.48          | 5.89%          | 1.47          | 0.98%          |
| 西南地区      | 0.57          | 0.45%          | 0.53          | 0.35%          |
| <b>合计</b> | <b>127.01</b> | <b>100.00%</b> | <b>150.33</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.24 亿元，主要为商业物业运营收入和住宅地产业务收入，较上年同期增长 26.21%；公司实现营业利润 3.88 亿元，同比下降 19.23%，主要受同期商业地产销售业务毛利率有所下降影响。

总体看，2015 年公司整体经营规模较大、经营稳健；公司房地产业务（商业物业运营及住宅地产业务）收入规模较大且不断增长，其中持有物业出租收入稳步增长，为公司带来稳定的现金流入；公司整体毛利率水平较高、盈利规模较大；但主营业务区域集中度较高。

<sup>1</sup>华东地区指山东省、江苏省、安徽省、上海市、浙江省、江西省和福建省；华中地区指湖南省、湖北省、河南省和江西省；华北地区指北京市、天津市、河北省、山西省和内蒙古自治区；东北地区指辽宁省、吉林省和黑龙江省；西南地区指云南省、贵州省、四川省、重庆市和西藏自治区。

## 2. 商业及住宅物业业务运营

从土地储备看，2015 年公司没有新购土地，公司购置土地规模和土地支出出现明显下降，主要系公司同期土地储备资源较为充沛，且公司根据自身发展阶段以及全国房地产市场情况，有意降低土地购置规模所致。截至 2015 年底，公司土地储备建筑面积约 956 万平方米，权益面积 608 万平方米，土地储备仍较充足。

从土地储备的区域分布来看，公司土地储备主要集中于二、三线城市。截至 2015 年底，公司共在 17 个城市拥有 25 个项目的土地储备，其中：一线城市仅为上海，二线城市以苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等城市为主，三线及以下城市主要为石狮、常州及徐州等城市为主。从土地储备面积占比看，公司一线城市土地储备占 1.11%，二线城市土地储备占 66.14%，三线及以下城市土地储备占 32.75%。从土地储备楼面均价看，公司在一线城市楼面均价仅为 837.48 元/平方米，处于极低水平，主要系公司土地获得时间较早<sup>2</sup>所致；公司在二、三线城市楼面均价分别为 2,580.07 元/平方米和 2,009.31 元/平方米，均处于较低水平。整体上，公司土地储备以二、三线城市为主，质量较好，价格较低。

2015 年，公司房地产开发建设情况如下表所示。新开工面积方面，2015 年受公司控制开发节奏影响，公司同期新开工面积大幅下降，由 2014 年的 196.03 万平方米下降至 2015 年的 53.98 万平方米；公司竣工面积有所上升，2015 年公司竣工面积 106 万平方米，尽管 2014 年公司新开工面积规模较大，但公司为保持经营持续性，严格控制项目工程开发进度，故 2015 年公司竣工面积较 2014 年小幅增长。受公司销售情况、开发进度影响，公司 2015 年底在建面积由 2014 年底的 610.83 万平方米下降至 550.97 万平方米，但仍能满足公司未来经营需求。

表 5 2014~2015 年公司项目开发情况

| 项目            | 2014 年 | 2015 年 |
|---------------|--------|--------|
| 当期新开工面积（万平方米） | 196.03 | 53.98  |
| 当期竣工面积（万平方米）  | 97.94  | 106    |
| 期末在建面积（万平方米）  | 610.83 | 550.97 |

资料来源：公司提供

注：竣工面积为结转收入面积、投资性房地产竣工面积、未售已竣工面积、不可销售公共区域部位面积等。

截至 2015 年底，公司在建项目开发情况如下表所示；公司在建项目 16 个，主要集中在山东省、江苏省和浙江省，其中，预计于 2016 年底竣工项目 12 个。公司在建项目计划总投资金额 813.57 亿元，截至 2015 年底已投资金额 512.48 亿元，2016~2018 年计划投资金额分别为 101.47 亿元、74.11 亿元和 99.90 亿元。公司未来项目投资规模较大，面临一定的资金需求。

表 6 截至 2015 年底公司在建项目开发情况（单位：亿元、年）

| 序号 | 项目名称         | 开工时间 | 预计竣工时间 | 项目性质  | 计划投资金额 | 已投资金额 | 项目进度 | 未来投资计划 |        |        |
|----|--------------|------|--------|-------|--------|-------|------|--------|--------|--------|
|    |              |      |        |       |        |       |      | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 1  | 天津世茂悦府项目     | 2012 | 2016   | 住宅/商业 | 39.00  | 14.38 | 37%  | 6.00   | 10.00  | 8.62   |
| 2  | 济南世茂国际广场项目   | 2012 | 2016   | 商业    | 42.77  | 41.77 | 98%  | 1.00   | --     | --     |
| 3  | 常熟世茂世纪中心项目   | 2007 | 2016   | 商业    | 50.81  | 50.81 | 100% | --     | --     | --     |
| 4  | 青岛胶南世茂国际中心项目 | 2012 | 2018   | 商业    | 40.00  | 4.85  | 12%  | 5.00   | 10.00  | 8.00   |
| 5  | 青岛胶南世茂诺沙湾项目  | 2012 | 2016   | 住宅/商业 | 40.00  | 33.09 | 83%  | 4.80   | 2.11   | --     |

<sup>2</sup> 土地获取时间为 2005 年，后受政府未及时交地影响，公司开工时间有所拖延，公司从未违反《闲置土地处置办法》的相关规定。

|    |                |      |      |       |        |        |     |        |       |       |
|----|----------------|------|------|-------|--------|--------|-----|--------|-------|-------|
| 6  | 常州世茂广场项目       | 2009 | 2016 | 商业    | 12.30  | 7.53   | 61% | 4.77   | --    | --    |
| 7  | 宁波包家漕项目        | 2013 | 2016 | 商业    | 10.48  | 6.19   | 59% | 4.29   | --    | --    |
| 8  | 南京世茂外滩新城二期项目   | 2010 | 2018 | 住宅/商业 | 100.00 | 65.00  | 65% | 5.00   | 5.00  | 25.00 |
| 9  | 上海天马山新体验中心商业项目 | 2009 | 2016 | 商业    | 27.93  | 26.93  | 96% | 1.00   | --    | --    |
| 10 | 武汉蔡甸世茂嘉年华项目    | 2010 | 2016 | 商业    | 45.00  | 29.24  | 65% | 15.76  | --    | --    |
| 11 | 沈阳世茂商业项目       | 2008 | 2016 | 商业    | 60.00  | 15.35  | 26% | 8.00   | 12.00 | 24.65 |
| 12 | 石狮世茂摩天城项目      | 2014 | 2018 | 住宅/商业 | 200.37 | 106.90 | 53% | 30.01  | 25.00 | 25.00 |
| 13 | 厦门世茂海峡大厦项目     | 2010 | 2016 | 商业    | 50.00  | 45.65  | 91% | 4.35   | --    | --    |
| 14 | 济南世茂天城项目       | 2014 | 2018 | 住宅/商业 | 61.95  | 33.32  | 54% | 10.00  | 10.00 | 8.63  |
| 15 | 常熟黄河路          | 2013 | 2016 | 住宅    | 15.48  | 14.52  | 94% | 0.96   | --    | --    |
| 16 | 宁波滨江项目         | 2013 | 2016 | 住宅/商业 | 17.47  | 16.94  | 97% | 0.53   | --    | --    |
| 合计 |                |      |      |       | 813.57 | 512.48 | 63% | 101.47 | 74.11 | 99.90 |

资料来源：公司提供

注：表中项目仅为公司合并报表范围内项目。已投资金额为截至2015年底会计口径完成投资额，关于完工项目实际投资额将以最终审计额为准，但两者之间差额较小。关于序号3项目，2013年公司年报披露计划总投资额为44.94亿元，但截至2015年12月底已超支，故此处计划投资金额为原计划投资额为截至2015年底实际投资金额。

2015年，公司物业销售情况如下表所示；公司协议销售面积和销售金额呈增长趋势，为公司未来销售收入提供保障，但受项目推进节奏影响，结构有所变化。协议销售面积方面，2015年公司商业物业协议销售面积有所下降，由2014年的32.50万平方米下降至18.35万平方米；住宅物业协议销售面积由上年的91.01万平方米上升至121.69万平方米。协议销售均价方面，公司商业物业和住宅物业协议销售均价较为平稳，较上年变化不大，分别为1.48万元/平方米和1.23万元/平方米。从结转情况看，2015年公司物业结转收入稳步增长，但受开发进度影响，商业物业结转收入大幅下降，住宅物业结转收入大幅增长。

表7 公司近年物业销售情况

| 项目             | 2014年  | 2015年  |
|----------------|--------|--------|
| 协议销售面积（万平方米）   | 123.51 | 140.04 |
| 其中：商业          | 32.50  | 18.35  |
| 住宅             | 91.01  | 121.69 |
| 协议销售金额（亿元）     | 160.35 | 177.10 |
| 其中：商业          | 49.04  | 27.24  |
| 住宅             | 111.31 | 149.86 |
| 协议销售均价（万元/平方米） | 1.30   | 1.26   |
| 其中：商业          | 1.51   | 1.48   |
| 住宅             | 1.22   | 1.23   |
| 结转收入（亿元）       | 116.78 | 138.64 |
| 其中：商业          | 81.10  | 30.09  |
| 住宅             | 35.67  | 107.75 |

资料来源：公司提供

在宏观经济不景气及三四线城市商业地产饱和的宏观背景下，公司通过对商业物业培育、创新零售定制业务等手段来提高物业的去化速度。截至2015年底，公司在售项目情况如下表所示。公司按照各项目建设开发周期以及项目销售计划逐步推动在售项目的签约销售进度。截至2015年底，公司在售项目21个，其中商业与住宅销售面积占比约为6:4。公司大部分项目为城市综合体，住宅物业为商业物业的配套设施；开发面积较大，周期较长。从在售情况看，公司于2013

年以前开发并预计于 2015 年和 2016 年竣工的项目，目前大部分处于尾盘销售或销售进度在 75% 以上；受公司根据市场行情控制销售进度、逐步培育商业市场氛围减缓预售节奏影响，常州世茂广场、天津世茂悦府项目销售情况较慢，但销售进度均在 50% 以上。公司于 2013 年以后开发的项目，部分由于开盘较早，目前处于尾盘销售或销售进度在 60% 以上；宁波滨江项目、宁波包家漕项目受开盘时间较晚影响，目前销售进度较低。整体上，公司住宅物业去化速度较快，商业物业去化速度维持在 65% 左右水平；项目开发进度与销售情况匹配较好。从销售区域看，公司物业主要集中在二、三线城市，需持续关注宏观经济走低对商业地产带来的负面影响及房地产行业相关政策对公司销售带来的影响。

表 8 截至 2015 年 12 月底公司在售项目情况表

| 序号 | 项目名称           | 物业性质  | 开工时间 | 预计完工时间 | 项目销售进度 |
|----|----------------|-------|------|--------|--------|
| 1  | 常熟世纪中心         | 住宅、商业 | 2007 | 2016   | 尾盘销售   |
| 2  | 苏州世茂广场         | 商业    | 2008 | 2015   | 尾盘销售   |
| 3  | 苏州木渎           | 住宅    | 2013 | 2015   | 尾盘销售   |
| 4  | 常熟黄河路          | 住宅    | 2013 | 2016   | >80%   |
| 5  | 苏州园区           | 住宅    | 2014 | 2017   | >70%   |
| 6  | 青岛诺沙湾          | 住宅    | 2012 | 2016   | >80%   |
| 7  | 青岛国际中心         | 商业    | 2012 | 2018   | >25%   |
| 8  | 青岛拾贰府          | 住宅    | 2012 | 2015   | 尾盘销售   |
| 9  | 济南国际广场         | 商业    | 2012 | 2016   | >75%   |
| 10 | 济南天城           | 住宅、商业 | 2014 | 2018   | >60%   |
| 11 | 徐州世茂商业         | 商业    | 2009 | 2015   | >75%   |
| 12 | 常州世茂广场         | 商业    | 2009 | 2016   | >50%   |
| 13 | 无锡世茂项目         | 住宅、商业 | 2012 | 2017   | 尾盘销售   |
| 14 | 宁波滨江           | 住宅    | 2013 | 2016   | >45%   |
| 15 | 宁波包家漕          | 商业    | 2013 | 2016   | >25%   |
| 16 | 天津世茂悦府项目       | 住宅    | 2012 | 2016   | >60%   |
| 17 | 厦门世茂海峡大厦项目     | 商业    | 2010 | 2016   | 尾盘销售   |
| 18 | 南京世茂外滩新城项目     | 住宅    | 2010 | 2018   | >85%   |
| 19 | 武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目   | 商业    | 2010 | 2016   | >85%   |
| 20 | 上海天马山新体验中心商业项目 | 商业    | 2009 | 2016   | >80%   |
| 21 | 石狮世茂摩天城项目      | 住宅、商业 | 2014 | 2018   | >50%   |

资料来源：公司提供

注：上述销售进度指已取得预售许可证且已对外推盘销售的销售进度，公司在建但未推盘项目在上表中并无体现。

总体看，2015 年公司销售情况较好，结转收入金额稳定增长，且协议销售金额的不断增长为公司未来销售收入实现奠定基础；公司项目滚动开发、滚动销售，目前在售项目整体库存压力不大。未来随着新项目开工及相关项目分期实现预售，为公司维持较大规模销售收入提供保障；但公司物业主要集中在二三线城市，需持续关注宏观经济及房地产政策对公司销售带来的影响。

### 3. 自持物业情况

截至 2015 年底，公司主要自持物业情况如下表所示。出租率方面，公司主要自持物业出租率均维持在较高水平。租金收入方面，随着公司自持物业面积不断增大，出租面积不断增多及出租率较为稳定，综合影响下近两年公司租金收入水平稳步提升；年租金收入占房地产公允价值比例方面，办公楼及商业广场分别维持在 5% 及 3% 的水平，较为稳定；单位租金方面，处于北京及上

海一线城市核心商圈物业租金水平较高且单位租金水平不断上升，处于二、三线城市物业租金水平较低，但随着公司对所持商业的不断培育，公司在苏州、常熟、芜湖等地的商业物业单位租金水平较为稳定或略有上升。

表9 截至2015年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、万元、元/平方米/年）

| 序号 | 项目名称        | 所在地 | 业态  | 建筑面积  | 可租面积  | 出租率     | 2015年      |          |
|----|-------------|-----|-----|-------|-------|---------|------------|----------|
|    |             |     |     |       |       |         | 收入         | 单位租金     |
| 1  | 北京世茂·工三     | 环渤海 | 广场  | 7.78  | 2.76  | 98.30%  | 6,242.65   | 2,263.72 |
| 2  | 北京世茂大厦      | 环渤海 | 写字楼 | 7.02  | 5.54  | 99.18%  | 14,105.49  | 2,547.28 |
| 3  | 昆山世茂华东商城    | 长三角 | 广场  | 8.82  | 5.14  | 99.11%  | 2,052.80   | 399.18   |
| 4  | 昆山国际城       | 长三角 | 广场  | 8.70  | 4.85  | 100.00% | 1,616.13   | 333.02   |
| 5  | 苏州世茂运河城一期   | 长三角 | 广场  | 5.00  | 2.39  | 100.00% | 1,103.04   | 461.59   |
| 6  | 常熟卢米埃影院     | 长三角 | 广场  | 0.46  | 0.28  | 100.00% | 79.00      | 282.13   |
| 7  | 常熟欧尚        | 长三角 | 广场  | 4.34  | 4.20  | 100.00% | 513.50     | 122.26   |
| 8  | 绍兴世茂广场      | 长三角 | 广场  | 18.27 | 11.41 | 100.00% | 2,628.00   | 230.34   |
| 9  | 徐州世茂商业      | 长三角 | 广场  | 5.95  | 3.71  | 79.73%  | 749.98     | 202.23   |
| 10 | 芜湖世茂滨江花园玫瑰坊 | 长三角 | 广场  | 3.84  | 2.45  | 88.83%  | 496.24     | 202.38   |
| 11 | 芜湖文化艺术中心    | 长三角 | 广场  | 4.29  | 1.94  | 100.00% | 尚未开业，未收取租金 | -        |
| 12 | 上海上卧副楼      | 长三角 | 广场  | 0.29  | 0.29  | 100.00% | 246.84     | 851.09   |
| 13 | 上海世茂商都      | 长三角 | 广场  | 0.96  | 0.74  | 89.88%  | 1,533.12   | 2,066.76 |
| 14 | 济南世茂广场-北区   | 环渤海 | 广场  | 13.22 | 7.80  | 98.22%  | 8,805.12   | 1,129.00 |
| 15 | 苏州世茂运河城二期   | 长三角 | 广场  | 7.07  | 2.41  | 71.64%  | 580.24     | 240.66   |
| 合计 |             | --  | --  | 96.00 | 55.91 | 96.31%  | 40,752.15  | 728.88   |

资料来源：公司提供

整体上，虽然公司不断新增商业广场物业面积，但公司大部分商业广场物业处于培育期，租金收入水平一般且上升幅度不大。未来随着公司对所持商业物业培育的逐渐成熟及公司自持物业的不断增多，公司租金收入规模将进一步提升，且租金收入回报具有一定的上升空间。

#### 4. 其他业务

公司影院业务运营主体为下属子公司世茂影院投资发展有限公司（以下简称“世茂影院”）。2014~2015年，公司共实现影院业务收入2.33亿元和3.25亿元，维持稳定增长趋势；根据公司2015年6月27日公告，公司与万达电影院线股份有限公司（以下简称“万达院线”）达成战略合作，按照协议内容，公司将向万达院线转让公司下属世茂影院所持有的重庆世茂影院管理有限公司等14家公司100%股权（详见重大事项章节）。

公司百货业务收入主要为对百货门店的租赁收入，未来随着公司应对市场变化及时进行主营业务战略调整的实施，将百货业务并入商业物业运营业务，公司将无相关百货业务收入。

总体看，公司其他业务收入在主营业务中占比较小，未来将逐渐萎缩。

#### 5. 经营效率

2015年，公司资产总额和所有者权益分别为653.48亿元和246.55亿元，分别较上年增长10.95%和23.06%；公司经营发展良好，房地产销售业务整体呈增长态势，营业收入150.33亿元，较上年增长18.36%。

2015年，公司应收账款周转次数为11.02次，较上年略有下降，主要系应收账款增速较高所致；2015年，公司总资产周转率为0.24次，较上年基本持平。

整体看，公司存货周转率和总资产周转率尚可，整体经营效率较高。

## 6. 经营关注

### 公司所处行业易受宏观政策影响

公司主营业务收入主要来自于商业物业开发、销售、运营、住宅物业销售和与商业物业运营相关的影院业务、百货业务、儿童乐园业务等，受宏观经济影响较大。公司主营业务与国民经济的景气度关联性较强。现阶段国内经济形势面临较多不确定因素，公司未来市场需求存在一定不确定性。

### 未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

### 公司土地储备风险

公司在全国近 20 个城市拥有土地储备，主要集中在长三角地区、环渤海地区和海西地区的二三线及三线以下城市，区域分布相对集中。虽然目前公司土地储备所处二三线城市（南京、厦门、长沙、苏州、武汉等）房地产市场情况相对稳定，风险不大，但目前我国二线、三线及三线以下城市去库存压力较大，仍须密切关注后续政策等因素对二三线及三线以下城市房地产市场影响给公司经营带来的相关风险。

## 7. 关联交易

公司与参股公司、控股股东子公司等关联方存在一定规模的日常持续性关联交易，日常持续性关联交易主要包括采购商品/接受劳务（如接收施工劳务、购买钢材、水泥、木材及景观植物等）、出售商品/提供劳务（如提供有关地产专业服务与物业特务等）、租赁和担保。公司从关联方进行的交易以市场公允价格为基础执行。

从关联交易规模上看，2015 年公司从关联方采购、接受劳务的金额合计 0.03 亿元，公司向关联方销售、提供劳务金额合计 0.31 亿元，分别占营业成本和营业收入比重极小，其关联交易影响极小。

截至 2015 年底，公司与关联方之间的应付款总计 36.24 亿元，占同期资产总额的比例为 5.55%，其中公司与关联方的应付款主要为其他应付款，其他应付款金额为 58.83 亿元，其他应付款项主要为公司在日常经营过程中与关联方之间产生的准备金往来形成，公司应付款中与关联方的往来款没有固定偿还期限，不需要支付利息，对公司经营和财务独立性影响可控；公司与关联方应收账款总计 15.93 亿元，规模比较小，对公司经营影响很小。

总体看，关联交易在公司业务中所占比例较小，公司关联交易风险不大。

## 8. 重大事项

### 公司与万达院线战略合作

根据公司 2015 年 6 月 27 日公告，公司与万达院线（股票代码：002739）达成战略合作并签订《万达电影院线股份有限公司与上海世茂股份有限公司、世茂影院投资发展有限公司之发行股份购买资产协议》（以下简称“协议”）。按照协议内容，公司将向万达院线转让公司下属世茂影院所持有的重庆世茂影院管理有限公司等 14 家公司 100% 股权，交易对价总额为 10 亿元，万达院线将以向世茂影院非公开发行股份的方式进行购买。截至 2015 年 12 月底，公司已完成中国证监会批复项下的相关资产交易过户给万达院线，公司共认购万达院线股票 1,350.62 万股，已于 2016 年 1 月 4 日上市。

按照公司与万达院线的战略合作协议，公司目前在建及未来建设的商业地产项目中的电影院

业态，均由万达院线独家承租经营。

总体看，公司与万达院线的战略合作和资产交易将进一步提高公司商业地产的区域竞争力、影响力和运营效益。尽管此次交易将使得影院业务收入调整出公司主营业务收入范围，但将相应增加公司商业物业运营租赁收入，且公司将分享万达院线未来在文化产业领域的发展成果，从而进一步优化公司主营业务结构，将对公司未来经营业绩产生积极影响。

#### 2015 年非公开发行 A 股股票

公司于 2015 年 2 月 16 日第六届董事会第二十八次会议通过了《关于公司 2015 年度非公开发行 A 股股票方案的议案》，公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票数量不超过 10,714.29 万股 A 股股票。此次募集资金将用于公司青岛国际中心二期项目、济南世茂国际广场南区三期项目和上海天马山项目三期。

公司于 2015 年 11 月 3 日收到中国证监会《关于核准上海世茂股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]2481 号），核准公司非公开发行不超过 16,268.98 万股新股。2015 年 12 月 28 日，公司共向 6 名合格投资者发行 15,166.84 万股新股，发行价格为 9.89 元/股，募集资金总额 15.00 亿元，减除发行费用后募集资金净额 14.83 亿元。此次非公开发行新股已于 2015 年 12 月 24 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续，并预计于 2016 年 12 月 24 日上市流通。

总体看，此次非公开发行将补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

#### 2016 年非公开发行 A 股股票

公司于 2016 年 3 月 14 日第七届董事会第十次会议审议通过了关于公司 2016 年度非公开发行 A 股股票的相关决议，公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票数量不超过 75,000 万股 A 股股票。此次募集资金将用于公司深圳前海世茂金融中心项目、世茂智慧之门项目和南昌世茂新城项目。

公司于 2016 年 4 月 28 日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》（160670 号），根据反馈意见的要求，公司于 2016 年 5 月 14 日披露了上述反馈意见回复公告。

总体看，公司本次非公开发行股票尚需中国证监会的核准，能否获得核准尚存在不确定性；若获得核准，将有助于公司在深圳、杭州、南昌三地项目的顺利开发，为公司未来收入提供良好的支持。

#### 公司出售北京财富时代公司及北京百鼎新世纪公司 100% 股权

2016 年 5 月 16 日，公司发布公告向乐视控股（北京）有限公司出售北京财富时代公司及北京百鼎新世纪公司 100% 股权，交易价格分别为 29.20 亿元、0.52 亿元，合计 29.72 亿元。公司预估产生的收益约为 7 亿元（该预估收益需待：交易完成后，交易价格最终结算方能确定）。通过本次交易，将进一步优化公司的业务结构。

总体看，公司出售部分培育成熟的商业地产，有助于优化公司商业资产结构，实现商业地产的资本增值。

#### 9. 未来发展

公司始终以“提升城市生活品质”为己任，致力于商业地产的专业化开发和经营，打造高标准的商业物业综合体。作为国内商业地产的龙头企业之一，公司将继续以客户需求、股东利益、

优秀人才培养作为永恒追求的目标。根据公司目前开发项目，2016 年，公司计划实现合约销售 177 亿元，合约销售面积达到 140 万平方米。公司计划于 2016 年度资本性开支约需 189.3 亿元，期间费用预计 13.7 亿元，计划采用银行借款、债权融资、预售房款、委托贷款等融资手段满足资金需求。

总体看，公司未来战略切实可行。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2015年度财务报表已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司财务报表依据财务部2006年颁布的《企业会计准则》及2014年新颁布和修订的各项具体会计准则及相关规定编制。

合并范围方面，截至2015年底，公司纳入合并范围的子公司合计97家，尽管公司纳入合并范围的子公司数量每年均有变化，但新纳入合并范围和不再纳入合并范围的子公司规模均不大，故财务数据有一定可比性。

截至2015年底，公司合并资产总额653.48亿元，负债合计406.93亿元，所有者权益246.55亿元，其中归属于母公司所有者权益194.62亿元。2015年，公司实现营业收入150.33亿元，净利润29.19亿元，其中少数股东损益8.73亿元，经营活动产生的现金流量净额4.45亿元，现金及现金等价物净增加额14.49亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额668.41亿元，负债合计418.77亿元，所有者权益249.64亿元，其中归属于母公司所有者权益197.26亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入26.24亿元，净利润2.97亿元，其中少数股东损益0.44亿元，经营活动产生的现金流量净额5.23亿元，现金及现金等价物净增加额21.73亿元。

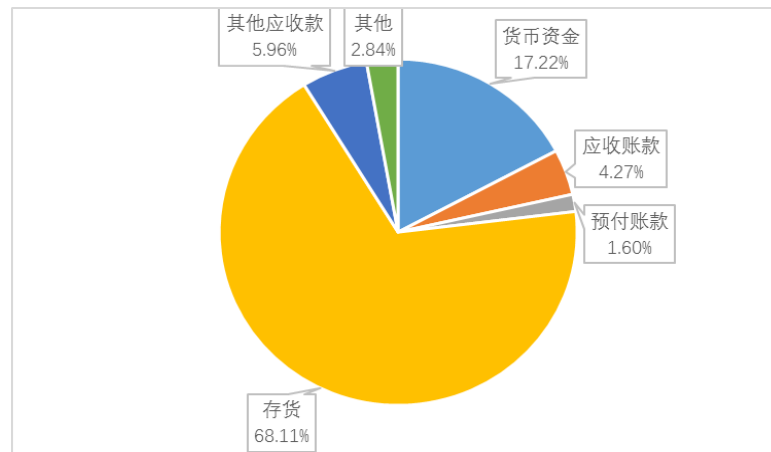
### 2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 653.48 亿元，较上年底增长 10.95%，主要系流动资产增加所致，其中流动资产占比 58.96%，非流动资产占 41.04%，流动资产占比相对较高；公司资产构成较上年变化不大。

#### 流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计385.29元，较上年底增长12.26%，主要系货币资金、存货及其他应收款增加所致。流动资产中主要由货币资金和存货构成，占比分别为17.22%和68.11%（如下图所示）。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司货币资金余额为66.34亿元，较上年底增长27.83%，主要系公司非公开发行股票及发行融资券所致。公司货币资金主要以银行存款为主，并有少量库存现金，其中受限资金0.57亿元，占比不大。

公司的应收账款主要为应收工程款、应收租金和应收房款。截至2015年底，公司应收账款为16.46亿元，较上年底增长52.01%，主要系公司商业地产销售增加带来应收房款增长所致。截至2015年底，公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款17.25亿元，其中账龄1年以内的占60.96%，1~2年的占35.23%；公司应收账款共计提坏账准备0.81亿元，计提比例尚可。公司前五大应收账款客户占应收账款总金额的45.63%，集中度尚可。

公司预付款项主要由预付土地款等构成，截至2015年底，公司预付款项为6.17亿元，较上年底下降81.12%，主要系预付土地款转为存货以及收回宁波湾头项目营运资金所致。公司2015年末预付款项金额主要客户为石狮市国土资源局（预付土地款4.18亿元）和南京市下关区房屋拆迁安置办公室（预付拆迁款0.60亿元），二者合计占预付款项的77.44%，集中度较高。

公司的其他应收款主要是应收关联方往来款项和与商业物业运营业务相关的各项土地保证金。截至2015年底，公司其他应收款余额为22.96亿元，较上年底大幅增长63.77%，主要系公司支付业务相关的各项保证金增加与关联方的往来款项增加所致。其中，坏账准备计提前采用账龄分析法的其他应收款占比21.13%，从账龄上看1年以内的占比为52.06%，1至2年的占比为17.40%，2至3年的占比为21.84%，其余账龄为3年以上；公司其他应收款坏账准备0.50亿元，计提坏账准备占账龄分析法其他应收款的比例为10.04%，公司其他应收款坏账准备不存在计提不充分的情况。截至2015年底，公司其他应收款前五名欠款单位（主要为关联方往来款）欠款总额占其他应收款余额的比例为77.97%，集中度较高。

截至2015年底，公司存货262.44亿元，主要由开发产品和开发成本构成，两者所占比例分别为36.86%和62.90%，公司存货的开发成本主要为各城市在建及拟建商业广场项目，开发产品主要为已建好待售项目。公司土地储备较为丰富，随着相关项目的开发和土地的利用，对公司未来盈利能力提供了有力保障。公司共计提存货跌价准备0.03亿元。

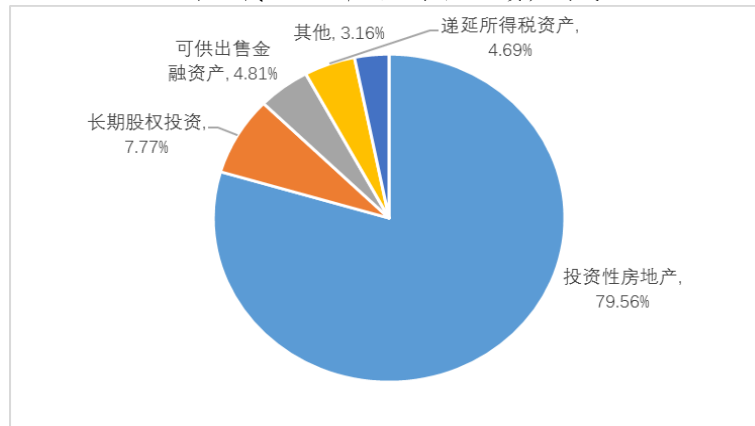
公司的其他流动资产主要是结构性存款、预缴营业税以及预缴土地增值税。截至2015年底，公司其他流动资产余额为10.83亿元，较上年底增长71.61%，主要系结构性存款增加5.00亿元所致。

### 非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计268.18亿元，较上年底增长9.11%，主要系投资性房地

产增长所致。公司非流动资产中投资性房地产占比 79.56%，长期股权投资占比 7.77%，可供出售金融资产占比 4.81%，递延所得税资产占比 4.69%。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面价值 12.89 亿元，较上年底增长 345.38%，主要系新增持有万达电影院线流通股（10 亿元）所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资余额为 20.83 亿元，较上年底下降 55.80%，主要系合并范围变化所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值为 213.38 亿元，较上年底增长 21.72%，主要系新增投资性房地产绍兴世茂迪荡新城 A2A3（17.96 亿元）及石狮世茂国际广场等项目公允价值增值所致。截至 2015 年底，公司共计有 74.09 亿元的投资性房地产用于抵押借款，受限比例一般。公司投资性房地产多处于二三线城市，整体估值较为合理，若未来公司投资性房地产所在区域房地产市场受政策影响或宏观调控影响发生波动，公司投资性房地产公允价值变动值得关注。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 668.41 亿元，较上年底增长 2.28%，其中流动资产占比 59.71%，非流动资产占 40.29%，资产结构较上年底变化不大。

整体看，2015 年公司资产规模增长较快。截至 2015 年底，公司货币资金规模较大，货币资金、投资性房地产等资产有一定的受限比例，但比例不高；非流动资产以投资性房地产与长期股权投资为主。公司资产结构符合行业特征，整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2015 年底，公司负债合计 406.93 亿元，较上年底小幅增长 4.70%，主要系公司发行债券所致。其中流动负债占比 68.51%，非流动负债占比 31.49%；公司负债构成较上年末变动不大。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 278.80 亿元，较上年底下降 8.38%，主要系偿还短期借款及其他应付款所致。其中应付账款占比 29.42%，预收账款占比 21.68%，其他应付款占比 21.10%，其他流动负债 14.34%。

截至 2015 年底，公司短期借款 5.37 亿元，较上年底大幅下降 82.02%，主要系公司偿还短期借款所致。

截至 2015 年底，公司应付账款 82.03 亿元，较上年底增长 37.09%，主要系公司预提工程款增

加所致；

截至 2015 年底，公司预收账款 60.43 亿元，较上年底下降 9.04%，主要系结转收入金额高于协议销售金额所致。

公司其他应付款主要为往来款，截至 2015 年底，公司其他应付款余额为 58.83 亿元，较上年底下降 40.57%，主要系往来款减少所致；

截至 2015 年底，公司其他流动负债 39.97 亿元，主要为公司当期发行的短期融资券 40.00 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 128.12 亿元，较上年底增长 51.87%，主要系公司发行 30 亿元中票所致。公司非流动负债由长期借款（占比 35.12%）、应付债券（占比 38.74%）和递延所得税负债（占比 25.73%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 45.00 亿元，较上年底增长 8.56%，变化不大。

截至 2015 年底，公司应付债券 49.64 亿元，较上年底增长 150.43%，主要系发行中期票据 30 亿元所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 418.77 亿元，较上年底小幅增长 2.91%，其中流动负债占比 65.96%，非流动负债占比 34.04%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2015 年底，公司全部债务 148.80 亿元，较上年底增长 22.86%，其中短期债务 53.64 亿元，占比 36.05%，额度较上年底下降 10.37%，主要系大规模偿还短期借款所致；长期债务 95.16 亿元，占比 63.95%，较上年底增长 55.32%，主要系新增 30 亿元中期票据所致。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 62.27% 和 37.64%，分别较上年减少 3.17 和 0.04 个百分点；同期，公司长期债务资本化比率 27.85%，较上年提高 4.43 个百分点。公司整体债务负担不重。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务 166.12 亿元，较上年底增长 11.64%，其中短期债务 57.02 亿元，长期债务 109.10 亿元，债务结构较上年底变化不大。

受公司发行中期票据和短期融资券影响，公司负债规模有所扩大；但伴随公司债的发行，以及在建工程投入资金的增加，公司的负债水平还将进一步提高，但公司整体债务负担不大；整体看，公司债务水平仍属可控水平。

#### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 246.55 亿元，较上年底增长 23.06%，主要由于公司 2015 年度非公开发行股票发行募集资金 15 亿元以及 2015 年利润留存所致；其中归属于母公司所有者权益占比 78.94%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 9.83%，资本公积占 19.33%，其他综合收益（主要为公允价值变动损益）占 21.87%，未分配利润占 47.04%，盈余公积占 1.93%。公司所有者权益中未分配利润占比较高。公司所有者权益结构较上年变化不大，整体看稳定性偏弱。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 249.64 亿元，所有者权益结构较上年底变化不大。

整体看，公司目前负债水平适中，债务负担不重；负债中非流动负债占比较高，负债构成与其以长期资产为主的资产结构相匹配；公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

#### 4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 150.33 亿元，同比增长 18.36%，主要系住宅地产业务迅速增长所致；实现营业利润 40.06 亿元，同比增长 16.19%；实现净利润 29.19 亿元，同比增长 11.93%，

其中，归属于母公司所有者净利润 20.46 亿元，同比增长 8.11%。

从期间费用方面来看，2015 年公司费用总额 13.14 亿元，较上年增长 4.72%。其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 41.83%、45.59%和 8.59%；2015 年，公司费用收入比为 8.74%，较上年下降 1.14 个百分点，公司费用控制能力较强。

利润构成方面，2015 年，公司利润总额主要来自于主营业务产生的经营性利润、公允价值变动损益和投资收益，营业外收入占利润总额的比重很小；当期公允价值变动损益 4.96 亿元占利润总额的 12.38%；当期公司投资收益 9.24 亿元（占利润总额的 23.07%），较上年增长 107.19%，主要系公司处置影院股权给万达影院形成的投资收益 8.45 亿元。公司 2015 年投资收益为一次性交易行为。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率 26.45%，较上年下降 4.96 个百分点，仍处于较高水平。截至 2015 年底，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.57%、6.67%和 13.06%，其中总资本收益率和净资产收益率分别较上年下降 0.50 和 1.32 个百分点，总资产报酬率较上年增加 0.11 个百分点，公司总体盈利能力略有下降，但整体仍处于较好水平。

2016 年一季度，公司实现营业收入 26.24 亿元，同比增长 26.21%，实现营业利润 3.88 亿元，同比下降 19.23%。

整体看，公司营业收入稳定增长，盈利水平较高，期间费用控制能力较强。未来随着公司业务规模的不断增加，公司整体经营和盈利能力仍有进一步提升的空间。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动现金流入 153.05 亿元，同比下降 8.92%；公司经营活动现金流出 148.60 亿元，同比下降 11.17%。2015 年，公司经营活动现金流量净额 4.45 亿元，同比增长 484.50%，主要系公司 2015 年无大额土地款支出所致。从收入实现质量来看，受合并范围变化影响，2015 年公司的现金收入比下降至 64.99%，收入实现质量偏弱。

从投资活动看，随着公司自有物业建设规模的扩张以及对外投资规模的增加，公司投资性现金流连续呈现净流出状况。2015 年，公司投资活动现金净流出额 13.42 亿元，同比增长 9.88%。

2015 年公司筹资活动现金流入 209.21 亿元，主要系公司通过多种方式筹集资金，发行短期融资券、中期票据及借款增加所致；筹资活动现金流出主要表现为偿还债务现金流出，2015 年筹资活动现金流出 185.75 亿元，主要系偿还借款所致。2015 年，公司筹资活动现金净流出额 23.47 亿元。

2016 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额 5.23 亿元，投资活动产生的现金流量净额 3.01 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 13.50 亿元。

整体看，公司 2015 年无大额土地款支出，经营活动现金流量净额有所增长；随着投资建设规模的扩大，公司投资支出相应加大，存在一定的融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.38 倍和 0.44 倍，受公司 2015 年流动负债下降，流动资产增加的影响，公司流动比率和速动比率较 2014 年均有所上升。同时，受大规模偿还短期借款的影响，公司流动负债有所下降，2015 年公司经营现金流动负债比由 0.25%提高至 1.60%；公司现金短期债务比由 0.87 倍增长至 1.24 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。公司经营活动现金流状况一般，短期债务负担压力不大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2015 年，公司 EBITDA 为 42.69 亿元，同比增长 15.35%，主要系公司经营利润增加所致。公司 EBITDA 规模较大，其中折旧与摊销占比 3.00%，利润总额占比 93.43%，计入财务费用的利息支出占比 3.57%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 3.62 倍，EBITDA 对利息保障能力较强；2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.29 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力尚可。公司长期偿债能力较上年有所增强，整体看公司长期偿债能力较强。

2015 年 12 月 24 日，公司成功于上海证券交易所非公开发行股票 15,166.84 万股，共募集资金总额 15.00 亿元。本次非公开发行使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，在一定程度上优化了公司的资产负债结构，提高了公司的流动比率和速动比率，并提升了公司后续持续融资能力和抗风险能力，对公司短期偿债能力和长期偿债能力都具有积极的影响。

截至 2016 年 1 月 5 日，根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：G10310101001496109），公司无未结清不良信贷信息。公司近三年在中国人民银行征信系统无违约记录。

截至 2015 年底，剔除公司为购房者向银行申请的个人住房抵押贷款而提供的担保，公司对外担保额度合计 32.24 亿元，担保比率不高，为 13.08%。公司对外担保企业全部为公司合营或联营企业，目前经营、运作状况良好，公司对外担保风险不大。

2015 年 6 月 12 日，中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行向浙江省高级人民法院提出民事起诉状，要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司所欠贷款及利息共计 3.91 亿元承担连带保证责任。截至 2015 年底，此案件尚在一审审判阶段。

公司与多家银行保持着密切的合作关系，截至 2016 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度约 205.80 亿元，其中尚未使用的授信额度约为 103.60 亿元，公司间接融资渠道畅通。

整体看，公司目前负债水平不高、债务负担不重，主业盈利能力较强，经营活动现金净流量规模较大，整体偿债能力强。

## 七、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 66.44 亿元，为“16 世茂 G1”本金（20.00 亿元）的 3.32 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 246.55 亿元，为债券本金（20.00 亿元）的 12.33 倍，净资产对债券的覆盖程度较好。公司较大规模净资产能够对“16 世茂 G1”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 42.69 亿元，为债券本金（20.00 亿元）的 2.31 倍，公司 EBITDA 对“16 世茂 G1”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 153.05 亿元，为债券本金（20.00 亿元）的 7.65 倍，公司经营活动现金流入量对“16 世茂 G1”的覆盖程度较好。

综合来看，公司对“16 世茂 G1”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

跟踪期内，公司营业收入持续稳健增长，盈利能力保持在较高的水平；公司经营效率较好，融资渠道广，资产质量良好，公司债务负担略有下降，财务安全性较高。未来，随着公司房地产项目的推进以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”，同时维持“16 世茂 G1”的债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 上海世茂股份有限公司 主要财务指标

| 项目              | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|-----------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）        | 589.01 | 653.48 | 668.41     |
| 所有者权益（亿元）       | 200.35 | 246.55 | 249.64     |
| 长期债务（亿元）        | 61.27  | 95.16  | 109.10     |
| 全部债务（亿元）        | 121.11 | 148.80 | 166.12     |
| 营业收入（亿元）        | 127.01 | 150.33 | 26.24      |
| 净利润（亿元）         | 26.08  | 29.19  | 2.97       |
| EBITDA（亿元）      | 37.01  | 42.69  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）     | 0.76   | 4.45   | 5.23       |
| 应收账款周转次数（次）     | 14.02  | 11.02  | --         |
| 存货周转次数（次）       | 0.34   | 0.39   | --         |
| 总资产周转次数（次）      | 0.23   | 0.24   | 0.04       |
| 现金收入比率（%）       | 84.24  | 64.99  | 110.00     |
| 总资本收益率（%）       | 9.07   | 8.57   | 0.73       |
| 总资产报酬率（%）       | 6.56   | 6.67   | 0.58       |
| 净资产收益率（%）       | 14.38  | 13.06  | 1.20       |
| 营业利润率（%）        | 31.41  | 26.45  | 23.60      |
| 费用收入比（%）        | 9.88   | 8.74   | 9.14       |
| 资产负债率（%）        | 65.98  | 62.27  | 62.65      |
| 全部债务资本化比率（%）    | 37.68  | 37.64  | 39.96      |
| 长期债务资本化比率（%）    | 23.42  | 27.85  | 30.41      |
| EBITDA 利息倍数（倍）  | 3.08   | 3.62   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.31   | 0.29   | --         |
| 流动比率（倍）         | 1.13   | 1.38   | 1.44       |
| 速动比率（倍）         | 0.38   | 0.44   | 0.49       |
| 现金短期债务比（倍）      | 0.87   | 1.24   | 1.55       |
| 经营现金流动负债比率（%）   | 0.25   | 1.60   | 1.89       |

注：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；相关指标未年化；  
2016 年一季度财务数据未经审计；  
其他流动负债已计入短期债务和全部债务。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

| 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%<br>(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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%                                                          |
| 费用收入比             | (管理费用 + 营业费用 + 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)                                                            |
| 本期债券偿债能力          |                                                                                                |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本期债券到期偿还额                                                                             |
| 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。