# 上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：周　鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 10 日

# 声　明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0070 号

**上海实业发展股份有限公司：**

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为 **AA**$^{+}$，评级展望为稳定，维持“14 上实 02”的债项信用等级为 **AA**$^{+}$。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月十日

北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
邮编：100010 电话：（8610）6642 8877 传真：（8610）6642 6100
Building 6, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhuganhutong,ChaoyangmenneiAvenue,
Dongcheng District,Beijing, 100010

**评级观点：**中诚信国际维持上海实业发展股份有限公司（以下简称“上实发展”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“14 上实 02”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司控股股东背景实力雄厚，签约销售业绩有所增长，自持物业较为优质且租金收入稳定增长以及持续保持顺畅的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到区域集中度较高，存货中开发产品占比较高，存在一定去化压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

| 上实发展（合并口径） | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 总资产（亿元） | 392.02 | 374.32 | 399.41 |
| 所有者权益合计（亿元） | 115.55 | 113.45 | 120.46 |
| 总负债（亿元） | 276.47 | 260.87 | 278.95 |
| 总债务（亿元） | 150.65 | 149.67 | 160.14 |
| 营业总收入（亿元） | 73.41 | 86.64 | 88.66 |
| 净利润（亿元） | 9.20 | 9.25 | 9.14 |
| EBITDA（亿元） | 18.09 | 18.66 | 17.84 |
| 经营活动净现金流（亿元） | 6.91 | 20.48 | 2.11 |
| 营业毛利率（%） | 31.83 | 30.03 | 33.74 |
| 净负债率（%） | 48.93 | 76.28 | 79.23 |
| 总债务/EBITDA（X） | 8.33 | 8.02 | 8.98 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.84 | 2.70 | 2.33 |

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

## 正　面

■ **控股股东背景实力雄厚。**公司间接控股股东上海实业控股有限公司（以下简称“上海实业控股”）为上海实业（集团）有限公司（以下简称“上海实业”）旗下房地产开发、基建及消费品的重要运营平台。上海实业是上海市政府在香港的窗口企业，其总资产、营业收入等指标在上海国资系统企业中位于前列，规模优势突出。

■ **签约销售业绩有所增长。**得益于泉州、上海及杭州区域市场表现良好，2019 年公司实现签约销售金额 78.89 亿元，同比增长 45.01%。

■ **自持物业较为优质，租金收入稳定增长。**上实发展在上海、青岛等城市的核心地区拥有多处优质商业物业，2019 年共实现租金收入 4.06 亿元，同比增长 9.43%，可为公司贡献稳定增长租金收入。

■ **保持顺畅的融资渠道。**公司系 A 股上市公司，且与多家商业银行保持良好的合作关系，备用流动性较为充足，整体保持了通畅的融资渠道。

## 关　注

■ **区域集中度较高。**公司房地产项目集中于上海、泉州及青岛等区域，截至 2019 年末以上三个城市在建拟建项目建筑面积占比为 89.53%，面临一定区域集中度风险，需关注当地房地产市场环境变化对其去化的影响。

■ **存货中开发产品占比较高，存在一定去化压力。**公司存货中已完工产品规模较大，2019 年末其占存货的比重为 22.41%，且已完工待售产品多为单体规模较大项目，需关注其未来去化情况。

## 评级展望

中诚信国际认为，上海实业发展股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司签约销售金额大幅增长、区域布局均衡性大幅提升、杠杆水平明显下降、现金流平衡能力大幅提升。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景发生重大不利变化、公司杠杆水平显著上升、盈利能力出现大幅下滑、现金流平衡能力大幅弱化。

## 同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表

| 公司名称 | 总资产（亿元） | 全口径签约销售金额（亿元） | 营业总收入（亿元） | 净负债率（%） | 净利润率（%） | 货币资金/短期债务(X) | 存货周转率(X) | 总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上实城开 | 604.44 | 61.80 | 85.84 | 60.65 | 14.21 | 1.68 | 0.16 | - |
| 中华企业 | 483.49 | 75.35 | 104.53 | 65.45 | 17.86 | 5.11 | 0.23 | 2.35 |
| 上实发展 | 399.41 | 78.89 | 88.66 | 79.23 | 10.31 | 0.75 | 0.25 | 1.58 |

注：“上实城开”为“上海实业城市开发集团有限公司”简称，证券代码 00563.HK，相关数据单位为亿港元，由于港股企业“销售商品提供劳务收到的现金”无法获取，故总债务/销售商品提供劳务收到的现金指标未计算；“中华企业”为“中华企业股份有限公司”简称，证券代码 600675.SH，相关指标均采用 2019 年三季度数据。

资料来源：中诚信国际整理

## 存续债务融资工具情况

| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 发行金额（亿元） | 存续期 |
|---|---|---|---|---|
| 14 上实 02 | AA+ | AA+ | 10.00 | 2016/03/11~2021/03/11 |

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券每年或每半年进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

上海实业发展股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）（债券简称："14 上实 02"、债券代码："136214"）于 2016 年 3 月 11 日完成发行。实际发行规模为 10 亿元，发行年限为 3+2 年期，票面利率为 3.23%，到期日为 2021 年 3 月 11 日。2019 年 3 月 11 日，公司对 14 上实 02 实施了回售，回售金额为 8.90 亿元。本次回售实施完毕后，14 上实 02 剩余规模 1.10 亿元，票面利率仍为 3.23%。截至 2019 年末，14 上实 02 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，"衰退型顺差"导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

**宏观风险：**在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大"黑天鹅"事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

**宏观政策：**2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作"稳"字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

**宏观展望：**受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经

济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

**中诚信国际认为，**肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

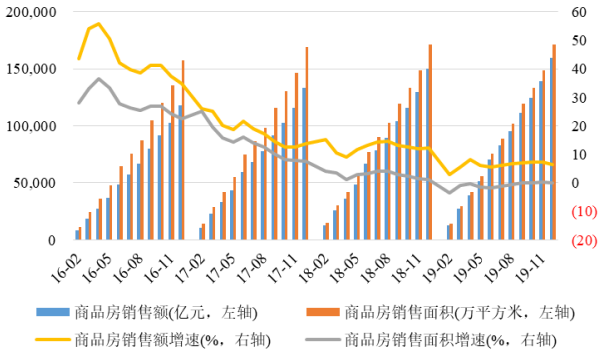
## 近期关注

### 2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49%的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

**图 1：近年来全国商品房销售情况**

**单位：亿元、万平方米、%**




资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

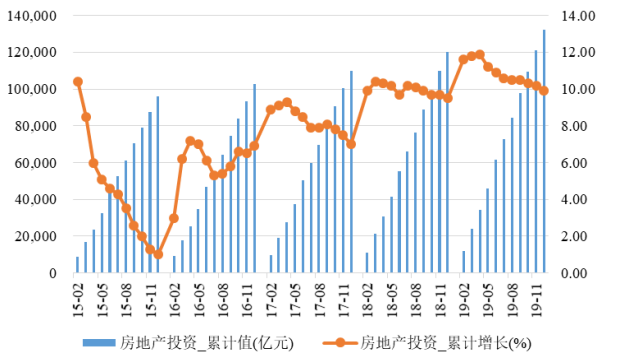
**中诚信国际认为**，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

### 受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9%至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9%至 9.71 万亿元。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

单位：亿元、%

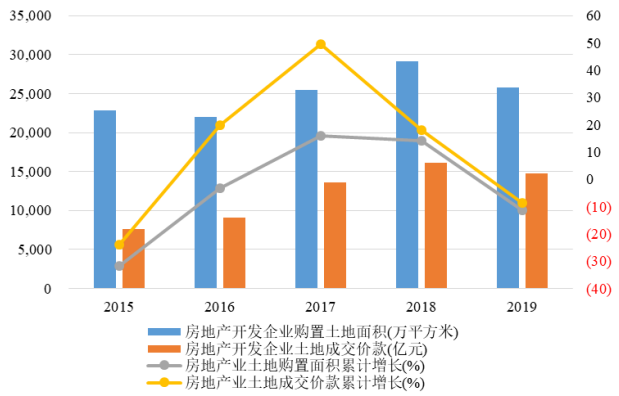



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4%和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%




资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台[1]，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

**中诚信国际认为，**在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

## 房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP 3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| TOP 3 | 9.4% | 9.8% | 9.5% |
| TOP 10 | 19.5% | 21.3% | 21.4% |
| TOP 30 | 31.0% | 35.1% | 35.7% |
| TOP 50 | 37.3% | 43.4% | 43.5% |
| TOP 100 | 46.1% | 53.7% | 53.0% |

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

[1] 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

**中诚信国际认为，**在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

## 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

**中诚信国际认为，**因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

## 2019 年，上实发展开发节奏继续放缓，但受益于区域深耕策略成效的显现，当年公司销售业绩有所增长

从项目运作情况看，受主要项目所在一、二线城市调控政策持续的影响，公司整体开发节奏继续放缓。2019 年，公司新开工面积同比下滑 36.23%，竣工面积同比下滑 25.10%。2019 年，公司项目在建面积 230.06 万平方米，主要分布在上海、泉州和青岛等城市。

**表 2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）**

| 科目 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 新开工面积 | 154.00 | 69.00 | 44.00 |
| 竣工面积 | 51.41 | 50.47 | 37.84 |
| 在建面积 | 275.98 | 226.82 | 230.06 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，2019 年公司签约销售金额同比大幅增长 50.27%至 78.89 亿元，主要系当期上海、泉州及杭州区域市场表现良好所致。销售均价方面，公司房地产销售以中高端住宅为主，且上海、杭州等热门城市签约销售规模仍较高，使得其 2019 年整体签约销售均价小幅回升。

从销售区域分布情况看，公司主要销售来源为上海、泉州、杭州和湖州，上述区域分别实现销售金额 33.74 亿元、19.43 亿元、16.13 亿元和 8.09 亿元，合计占 2019 年公司销售金额的 98.10%。

**表 3：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）**

| 科目 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 销售面积（全口径） | 26.38 | 27.24 | 39.50 |
| 销售金额（全口径） | 53.04 | 52.50 | 78.89 |
| 销售均价（全口径） | 20,106.14 | 19,273.13 | 19,972.15 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 4：公司签约销售金额及面积区域分布情况（亿元、万平方米）**

| 地区 | 2018 | | 2019 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 面积 | 金额 | 面积 |
| 上海 | 16.17 | 7.47 | 33.74 | 8.93 |
| 泉州 | 3.65 | 2.44 | 19.43 | 15.22 |
| 杭州 | 13.86 | 5.86 | 16.13 | 8.25 |
| 湖州 | 10.70 | 7.51 | 8.09 | 5.61 |
| 长沙 | 0.98 | 0.67 | 0.98 | 0.66 |
| 成都 | 1.03 | 0.89 | 0.28 | 0.50 |
| 其他 | 1.23 | 0.62 | 0.24 | 0.33 |
| 青岛 | 4.95 | 1.78 | 0.00 | 0.00 |
| **合计** | **52.57** | **27.24** | **78.89** | **39.50** |

注：其他包括重庆、苏州、绍兴等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2019 年以来公司项目获取力度有所加大，期末土地储备资源较为丰富且优质，但仍面临一定区域集中

**度风险**

公司土地获取方式主要通过招拍挂程序直接参与土地竞拍，并适时以股权并购、合作开发等方式进行拿地。2019 年公司加大项目获取力度，新增土储项目 3 个，新增土储均位于上海市，合计新增土地储备建筑面积 21.60 万平方米，其中居住用地和租赁住宅用地占比分别为 54.37%和 45.63%。

**表 5：近年来公司新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）**

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 新拓展项目 | 1 | 0 | 3 |
| 新增土地建筑储备 | 8.97 | 0 | 21.60 |
| 其中：按权益计算新增土地储备 | 8.97 | 0 | 15.57 |
| 土地购置支出 | 21.97 | 0 | 33.11 |
| 其中：按权益计算土地购置支出 | 21.97 | 0 | 30.03 |
| 权益新增土地楼面均价 | 24,462 | 0 | 19,288 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司在建拟建项目规划计容建筑面积为 255.57 万平方米，权益在建拟建项目规划计容建筑面积为 219.74 万平方米。具体来看，公司项目储备主要分布在上海、泉州和青岛等地，上述区域的在建拟建项目规划计容建筑面积合计占比达 89.53%，区域集中度很高，需关注当地房地产市场环境变化对公司去化的影响。

**表 6：截至 2019 年末公司全口径项目储备区域分布情况（万平方米）**

| 地区 | 在建项目面积 | 拟建项目面积 | 合计 |
|---|---|---|---|
| 上海 | 74.60 | 27.65 | 102.25 |
| 泉州 | 76.56 | - | 76.56 |
| 青岛 | 50.00 | - | 50.00 |
| 湖州 | 17.80 | - | 17.80 |
| 苏州 | 8.97 | - | 8.97 |
| **合计** | **227.92** | **27.65** | **255.57** |

注：在建拟建项目面积为规划计容建筑面积。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**优质商业物业规模保持增长，持续为公司带来稳定收入；此外，物业服务和建筑工程施工业务亦对公司业务增长形成有益补充**

除住宅开发业务外，公司亦持有写字楼、商铺、酒店等经营性物业，主要集中在上海市、青岛、绍兴等城市核心地区，具备较好的区位优势。截至 2019 年末经营性物业可租面积合计 47.00 万平方米，同比增长 9.14 万平方米，其中金钟广场项目、上海长宁八八项目、青岛上实中心项目为主要出租收入来源，整体出租率保持在较高水平。2019 年，公司实现房地产租赁收入 4.06 亿元，同比增长 9.43%，持续上升的租赁收入可为公司收入和现金流来源形成一定补充。此外，2019 年公司首个酒店运营项目湖州皇冠假日酒店于当年内正式对外营业，实现经营收入约 2,439 万元。

物业服务方面，公司下属子公司上海上实物业管理有限公司（以下简称“上实物业”）系提供住宅及商业地产物业管理服务的企业，旗下“上实物业”品牌已具备较高的市场知名度。2019 年，公司新拓展司法机构、民政服务、会展中心、高等院校等城市公共设施及商业物业项目 30 个，续约项目 34 个，在管面积超 2,500 万平方米；同期，公司实现物业服务收入 8.02 亿元，同比增长 9.43%。

建筑工程施工业务方面，上海上实龙创智慧能源科技股份有限公司（以下简称“上实龙创”）系该板块的主要运营主体，截至 2019 年末公司持有上实龙创 69.78%股权。2019 年，公司实现工程项目收入 14.43 亿元，受经营业务调整和客户变动等因素影响同比下降 39.77%。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制。其中，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数，2018~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

**2019 年，公司营业毛利率保持较高水平且有所增长，期间费用控制能力持续提升，整体盈利能力尚可**

由于公司房地产项目定位中高端，加之其具有竞争力的土地成本优势，2019 年其房地产销售板块初始获利空间保持在较高水平且呈不断提升态势；同时，受益于工程项目毛利率的提升，公司整体营业毛利率得以增长。截至 2019 年末公司预收账款达 86.75 亿元，待结转资源较为丰富。

**表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)**

| 收入 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 房地产销售 | 34.85 | 37.46 | 38.39 |
| 工程项目收入 | 20.24 | 13.04 | 17.66 |
| 物业管理服务 | 16.00 | 15.05 | 11.54 |
| 房地产租赁 | 59.40 | 68.20 | 66.38 |
| 酒店经营收入 | - | - | 69.35 |
| **营业毛利率** | **31.83** | **30.03** | **33.74** |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年受资本化利息增加导致费用化利息减少，公司财务费用有所下降；受个别项目竣工后发生的管理费用停止资本化归至费用化核算，以及新增酒店折旧摊销的影响，公司管理费用继续保持增长；但受益于营业总收入提升，公司整体期间费用把控能力持续提升。

得益于较高的初始获利空间及良好的期间费用控制能力，2019 年公司实现经营性业务利润 16.15 亿元，同比增长 33.68%，其中其他收益 0.47 亿元，同比增长 37.94%，主要系政府补贴增长所致。2019 年公司投资收益亏损进一步扩大，主要系公司投资的联营企业上海帷迦科技有限公司及上海实银资产管理有限公司亏损所致。其他收益方面，2019 年公司获得政府补助 0.44 亿元，主要为税收返还。2019 年公司资产减值损失规模较大，主要系本期计提存货跌价损失所致。受益于公司经营性业务盈利能力不断增强，近年来公司利润总额持续增长。

受费用化利息减少的影响，2019 年 EBITDA 有所减少；同期公司净利润有所下降，净资产收益率亦有所下滑，整体盈利能力尚可。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 销售费用 | 2.19 | 1.63 | 1.72 |
| 管理费用 | 3.29 | 3.61 | 4.08 |
| 财务费用 | 2.30 | 2.52 | 1.93 |
| 期间费用率 | 10.61 | 8.95 | 8.72 |
| 经营性业务利润 | 9.41 | 12.43 | 16.62 |
| 资产减值损失 | -1.30 | -0.26 | -2.54 |
| 其他收益 | 0.03 | 0.34 | 0.47 |
| 投资收益 | 3.66 | -0.11 | -0.45 |
| 营业外损益 | 0.30 | 0.66 | 0.09 |
| 利润总额 | 12.08 | 12.73 | 13.44 |
| EBITDA | 18.09 | 18.66 | 17.84 |
| EBITDA 利润率 | 24.65 | 21.54 | 20.12 |
| 净利润 | 9.20 | 9.25 | 9.14 |
| 净资产收益率 | 8.46 | 8.07 | 7.82 |

注：公司研发费用计入管理费用。资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019 年，公司资产及负债规模保持增长态势，财务杠杆水平保持在相对合理水平

2019 年，随着业务规模的扩大，公司资产总额相应提升。公司资产仍以流动资产为主，但受公司经营性物业的增加影响，流动资产占比同比降低了 2.49 个百分点。

公司流动资产主要由预付款项、存货和货币资金构成。其中，2019 年预付款项中预付建筑施工类工程款的增加使其规模同比增长 52.17%；公司存货账面价值同比增长 1.93%。公司存货主要由开发成本和开发产品构成，其中 2019 年末开发产品占比较上年末下降 6.39 个百分点至 22.41%，占比仍处于较高水平，且项目区域布局集中度较高，其去化情况需持续关注；货币资金主要为银行存款，2019 年末同比增长 2.50%，货币资金中受限货币资金占比仅为 17.70%，受限比例较低。公司非流动资产主要由投资性房地产和固定资产构成。2019 年末公司投资性房地产同比增长 13.31%，主要系新增长租公寓项目所致，考虑到公司投资性房地产采用成本模式计量，且区域布局较好，未来有较大增值空间；2019 年公司固定资产大幅增长，主要系湖州皇冠假日酒店资产转入所致。

2019 年公司负债总额亦有所增长，主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的快速增加，公司预收款项进一步增长，2019 年末同比增长 8.41%，可对其未来收入结转形成较

好支撑；其他应付款主要为房屋押金暂收款及应付公司子公司股东暂借款；此外，随着近年业务规模的快速扩张，公司对外融资需求有所提高，2019 年公司有息债务规模同比增长 6.99%。

所有者权益构成方面，得益于公司房地产开发业务很强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本。此外，受合作项目增多影响，公司少数股东权益亦保持一定规模。

**表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 94.11 | 63.13 | 64.70 |
| 其他应收款 | 20.41 | 3.51 | 4.03 |
| 存货 | 198.76 | 234.81 | 239.35 |
| 投资性房地产 | 40.67 | 40.12 | 45.46 |
| 应付账款 | 13.00 | 11.99 | 10.06 |
| 其他应付款 | 19.94 | 11.35 | 14.71 |
| 预收账款 | 83.54 | 80.02 | 86.75 |
| 未分配利润 | 42.74 | 47.90 | 55.03 |
| 资本公积 | 31.89 | 25.97 | 26.01 |
| 所有者权益 | 115.55 | 113.45 | 120.46 |
| 少数股东权益 | 15.60 | 13.57 | 14.78 |
| 资产负债率 | 70.52 | 69.69 | 69.84 |
| 净负债率 | 48.93 | 76.28 | 79.23 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于较强的自有资本实力以及较为充裕的期末手持货币资金，公司财务杆始终控制在较好水平，财务结构较为稳健。2019 年资产负债率为 69.84%，同比增长 0.15 个百分点；净负债率为 79.23%，同比增长 2.95 个百分点。

## 公司存货中开发产品占比仍较高，区域布局较集中，去化情况有待关注

公司流动资产主要仍由存货、货币资金和其他应收款构成。

**表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 流动资产/总资产 | 86.73 | 86.28 | 83.79 |
| 存货/流动资产 | 58.46 | 72.71 | 71.52 |
| 货币资产/流动资产 | 27.68 | 19.55 | 19.33 |
| 其他应收款/流动资产 | 6.00 | 1.09 | 1.21 |
| （存货+货币资金）/流动资产 | 86.14 | 92.25 | 90.86 |
| 开发产品 | 35.04 | 67.63 | 53.65 |
| 开发产品/存货 | 17.63 | 28.80 | 22.41 |
| 开发成本 | 152.30 | 158.24 | 180.90 |
| 开发成本/存货 | 76.63 | 67.39 | 75.58 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成。截至 2019 年末，公司开发产品账面价值为 53.65 亿元，占存货的比重为 22.41%，占比仍较高。其中开发产品泉州海上海 C8-2 地块项目、杭州余杭白洋港城二期、湖州天澜湾、长沙丰盛时代大厦等项目规模较大，公司完工产品占比较大，其去化进度有待关注。资产周转效率方面，受公司上海、苏州、泉州及杭州部分项目规模较大，建设时间较长以及公司主要布局城市调控政策持续严控等影响，2019 年公司存货周转效率有所下滑。

**表11：近年来公司周转率相关指标**

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 存货周转率（次/年） | 0.27 | 0.28 | 0.25 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.20 | 0.23 | 0.23 |

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

## 由于跟踪期内公司项目获取力度加大，经营性净现金流有所波动；同时，受部分长期债务进入一年期影响，短期债务占比快速上升，公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所减弱

随着销售业绩和回款的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长。2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 1.95%至 101.62 亿元。但受新获取项目力度增大，土地支出规模增加影响，2019 年公司经营性现金流较去年下降 89.71%至 2.11 亿元。

随着新获取项目增多以及在建项目的持续推进，2019 年末公司总债务规模有所增长，债务来源主要由银行贷款和债券融资构成。其中短期债务在总债务中占比较高，2019 年末公司短期债务占总债务的比重为 53.55%。

**表 12：近年来公司债务结构明细（亿元）**

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 银行融资 | 108.82 | 120.38 | 129.85 |
| 其中：信用借款 | 84.06 | 93.95 | 112.55 |
| 抵质押借款 | 24.76 | 26.44 | 17.30 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 债券融资 | 29.90 | 17.96 | 17.99 |
| 应付票据 | 11.93 | 11.33 | 12.30 |
| **合计** | **150.65** | **149.67** | **160.14** |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受公司债务规模较大影响，公司 EBITDA 对债务本金的保障能力较弱；2019 年公司手持货币资金仍较为充足，但受部分长期债务即将到期归至短期债务的影响，手持货币资金对短期债务的覆盖能力有所减弱；同时，2019 年公司业务的持续推进，拿地支出和建安支出增长较快，其经营获现情况有所下滑，经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力仍较弱。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

| | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 经营活动净现金流 | 6.91 | 20.48 | 2.11 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 85.92 | 99.67 | 101.62 |
| 货币资金/短期债务 | 1.97 | 1.02 | 0.75 |
| 总债务 | 150.65 | 149.67 | 160.14 |
| 短期债务/总债务 | 31.74 | 41.54 | 53.55 |
| 总债务/EBITDA | 8.33 | 8.02 | 8.98 |
| 经营活动净现金流/总债务 | 0.05 | 0.14 | 0.01 |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 | 1.75 | 1.50 | 1.58 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司受限资产规模较低，较为充足的外部授信能够对整体偿债能力提供一定支持，仍保持顺畅的融资渠道及较强的财务弹性

截至 2019 年末，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，公司取得的银行授信总额为 181.49 亿元，其中未使用额度为 43.07 亿元，备用流动性较为充足；同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为顺畅，财务弹性较好。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 31.31 亿元，其中 3.22 亿元受限货币资金为各项保证金；11.45 亿元为受限的存货；10.73 亿元为受限的长期股权投资；5.91 亿元为受限的投资性房地产，受限资产合计占当期末总资产的 7.84%。

或有事项方面，截止 2019 年末，公司对外担保余额 2.47 亿元，主要系公司全资子公司上海上实城市发展投资有限公司以所持股权比例为其联营公司上海实业养老投资有限公司（以下简称“上实养老投资”）之全资子公司上海实业养老发展有限公司的银行贷款提供保证担保，此项担保上实养老投资提供了反担保措施。重大诉讼方面，截至 2019 年末，公司涉及一起企业财务纠纷案件，涉诉金额较小，或有风险可控。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2016~2019 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 公司股东上海实业控股作为上海实业旗下房地产开发、基建及消费品的重要运营平台，综合实力雄厚；作为上海实业控股境内重要的房地产开发运营平台，公司具有较高的战略定位

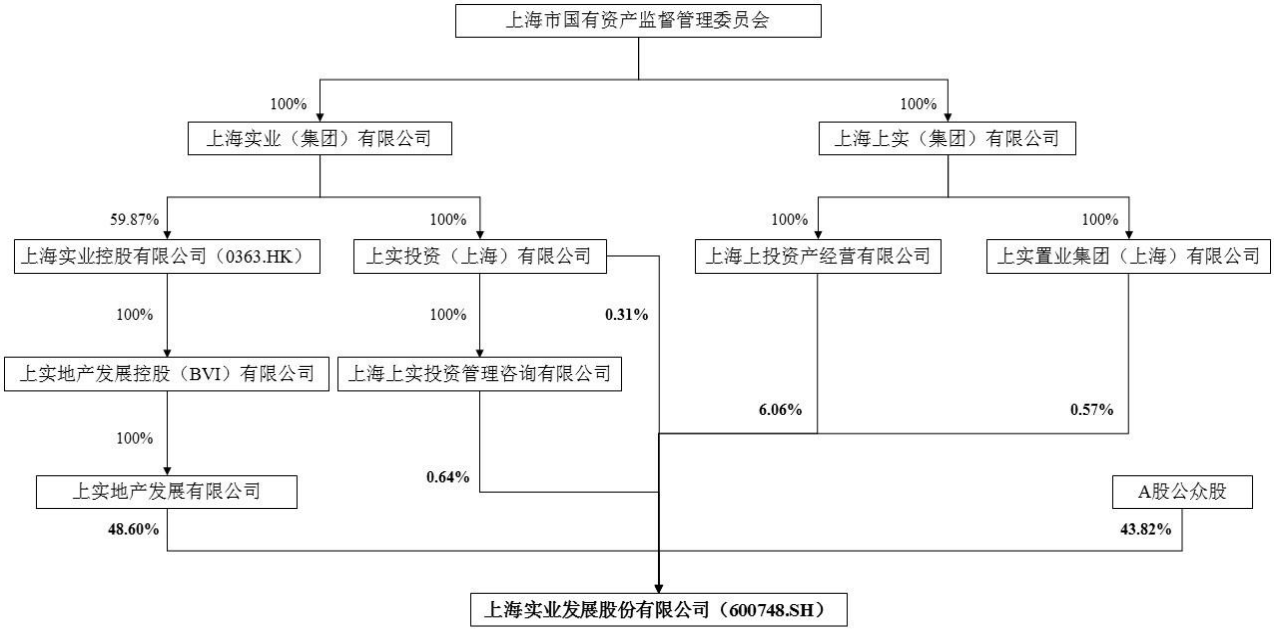
公司间接控股股东上海实业控股（00363.HK）是上海实业的旗舰企业，上海实业是上海市政府在香港设立的窗口企业，由上海市国资委全资控股。多年来，上海实业承担了上海国有大型境外企业集团和香港中资企业的双重使命，在引进境外资金、推动上海城市建设、经济发展和人才培养等方面作用突出，其总资产、营业收入等指标在上海国资系统企业中位于前列，具有突出的规模优势。截至 2019 年末上海实业控股资产总额为 1,749.42 亿港元，所有者权益总额为 728.05 亿港元；2019 年上海实业控股实现营业收入 323.45 亿港元。

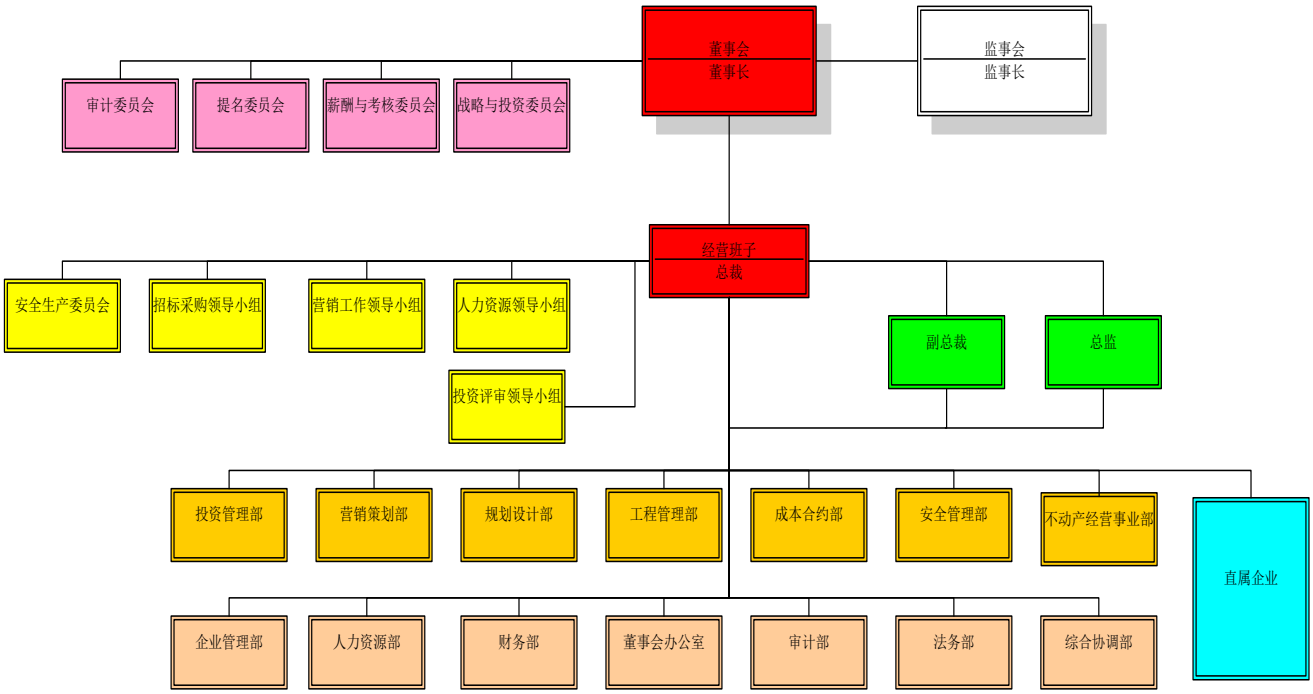
公司系上海实业控股旗下最重要的两家房地产运营平台之一，且公司作为上海实业控股境内房地产业务的上市公司，具有较高的战略定位。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海实业发展股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“14 上实 02”的债项信用等级为 **AA+**。

# 附一：上海实业发展股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）




资料来源：公司提供

# 附二：上海实业发展股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 941,062.98 | 631,277.15 | 647,038.85 |
| 其他应收款 | 204,091.29 | 35,095.03 | 40,349.53 |
| 存货净额 | 1,987,580.34 | 2,348,148.30 | 2,393,487.73 |
| 长期投资 | 70,899.17 | 66,481.49 | 29,879.75 |
| 固定资产 | 9,757.82 | 13,068.37 | 87,816.55 |
| 在建工程 | - | - | - |
| 无形资产 | 4,559.63 | 2,886.05 | 1,778.16 |
| 投资性房地产 | 406,708.48 | 401,216.73 | 454,631.21 |
| 总资产 | 3,920,197.53 | 3,743,200.08 | 3,994,082.73 |
| 预收款项 | 835,399.77 | 800,237.68 | 867,533.18 |
| 其他应付款 | 199,395.38 | 113,463.85 | 147,090.00 |
| 短期债务 | 478,080.55 | 621,725.22 | 857,536.41 |
| 长期债务 | 1,028,378.32 | 874,973.17 | 743,850.30 |
| 总债务 | 1,506,458.87 | 1,496,698.39 | 1,601,386.72 |
| 净债务 | 565,395.89 | 865,421.24 | 954,347.87 |
| 总负债 | 2,764,706.71 | 2,608,684.73 | 2,789,516.97 |
| 费用化利息支出 | 44,286.18 | 42,572.33 | 24,274.80 |
| 资本化利息支出 | 19,508.64 | 26,457.59 | 52,215.67 |
| 所有者权益合计（含非控股股东权益） | 1,155,490.82 | 1,134,515.35 | 1,204,565.76 |
| 营业总收入 | 734,126.82 | 866,375.24 | 886,555.59 |
| 经营性业务利润 | 94,113.85 | 124,341.43 | 166,222.69 |
| 投资收益 | 36,622.35 | -1,065.19 | -4,486.58 |
| 净利润 | 92,023.21 | 92,450.24 | 91,447.67 |
| EBIT | 165,063.87 | 169,903.49 | 158,709.32 |
| EBITDA | 180,930.71 | 186,584.18 | 178,373.83 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 859,210.01 | 996,731.51 | 1,016,180.57 |
| 经营活动产生现金净流量 | 69,053.14 | 204,750.32 | 21,064.42 |
| 投资活动产生现金净流量 | 11,446.67 | -93,458.58 | -35,638.21 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -183,579.95 | -416,916.67 | 33,117.38 |
| **财务指标** | **2017** | **2018** | **2019** |
| 营业毛利率（%） | 31.83 | 30.03 | 33.74 |
| 期间费用率（%） | 10.61 | 8.95 | 8.72 |
| EBITDA 利润率（%） | 24.65 | 21.54 | 20.12 |
| 净利润率（%） | 12.54 | 10.67 | 10.31 |
| 净资产收益率（%） | 4.45 | 4.43 | 4.10 |
| 存货周转率(X) | 0.27 | 0.28 | 0.25 |
| 资产负债率（%） | 70.52 | 69.69 | 69.84 |
| 总资本化比率（%） | 56.59 | 56.88 | 57.07 |
| 净负债率（%） | 48.93 | 76.28 | 79.23 |
| 短期债务/总债务（%） | 0.32 | 0.42 | 0.54 |
| 经营活动净现金流/总债务（X） | 0.05 | 0.14 | 0.01 |
| 经营活动净现金流/短期债务（X） | 0.14 | 0.33 | 0.02 |
| 经营活动净现金流/利息支出（X） | 1.08 | 2.97 | 0.28 |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X） | 1.75 | 1.50 | 1.58 |
| 总债务/EBITDA（X） | 8.33 | 8.02 | 8.98 |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.38 | 0.30 | 0.21 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.84 | 2.70 | 2.33 |
| 经调整 EBIT 利息保障倍数（X） | 2.89 | 2.84 | 2.76 |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2017 年财务数据为公司 2018 年年报重述数；3、研发费用计入管理费用。

# 附三：基本财务指标的计算公式

| 指标 | | 计算公式 |
|---|---|---|
| 资本结构 | 长期投资 | =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资 |
| | 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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | =长期借款+应付债券+其他债务调整项 |
| | 总债务 | =长期债务+短期债务 |
| | 净债务 | =总债务-货币资金 |
| | 净负债率 | =净债务/所有者权益合计 |
| | 资产负债率 | =负债总额/资产总额 |
| | 总资本化比率 | =总债务/（总债务+所有者权益合计） |
| 经营效率 | 存货周转率 | =营业成本/存货平均净额 |
| | 应收账款周转率 | =营业总收入/应收账款平均净额 |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | =（营业总收入—营业成本)/营业总收入 |
| | 期间费用率 | =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益 |
| | EBIT（息税前盈余） | =利润总额+费用化利息支出 |
| | 经调整 EBIT | =EBIT+资本化利息支出 |
| | EBITDA(息税折旧摊销前盈余） | =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 总资产收益率 | =EBIT/总资产平均余额 |
| | 净资产收益率 | =净利润/所有者权益合计平均值 |
| | 净利润率 | =净利润/营业总收入 |
| 现金流 | 资本支出 | =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| 偿债能力 | 流动比率 | =流动资产/流动负债 |
| | 速动比率 | =（流动资产-存货）/流动负债 |
| | 利息支出 | =费用化利息支出+资本化利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | =EBITDA/利息支出 |
| | 经调整 EBIT 利息保障倍数 | =经调整 EBIT/利息支出 |

注："利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用"为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为："长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资"。

# 附四：信用等级的符号及定义

| 主体等级符号 | 含义 |
|---|---|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

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。

| 中长期债券等级符号 | 含义 |
|---|---|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 基本不能保证偿还债券。 |
| C | 不能偿还债券。 |

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。

| 短期债券等级符号 | 含义 |
|---|---|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息风险较小，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息风险较高，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息风险很高，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。