跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]429 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“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”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 AAA，评级展望为“稳定”

上海世茂股份有限公司发行的“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”信用等级为 AAA。

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（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 2017 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：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+	AAA	2016.11.30
16 世茂 G2	15 亿元	3 年	AA+	AAA	2016.11.30

跟踪评级时间：2017 年 5 月 19 日

主要财务数据：

项 目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	796.40	799.50	793.69
所有者权益（亿元）	329.05	298.15	302.29
长期债务（亿元）	98.06	94.26	96.26
全部债务（亿元）	152.11	160.30	160.22
营业收入（亿元）	156.16	137.08	26.19
净利润（亿元）	29.03	27.38	3.98
EBITDA（亿元）	42.49	40.33	--
经营性净现金流（亿元）	-0.28	11.35	-2.44
营业利润率（%）	25.68	26.22	31.87
净资产收益率（%）	10.97	8.73	1.33
资产负债率（%）	58.68	62.71	61.91
全部债务资本化比率（%）	31.61	34.96	34.64
流动比率（倍）	1.49	1.29	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.60	3.76	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.21	1.15	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2017 年一季度相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）的跟踪评级，反映了公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业之一，在开发运营经验、品牌知名度、土地储备等方面所具备的优势。2016年，在商业地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入及盈利规模处于较高水平，资产质量良好，债务负担较轻，财务安全性较高。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大，公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

2016 年 12 月，公司完成对前海项目、杭州项目及南昌项目的收购，使得公司位于核心城市的商业地产储备规模进一步增加，对其未来经营业绩提供有力支撑。

综上，联合评级上调世茂股份的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时上调“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”债项为“AAA”的信用等级。

优势

1．公司作为国内商业地产运营龙头企业，开发运营经验丰富，品牌影响力较大、产品品质较高。

2．公司土地储备规模较大、成本较低，可持续经营能力强。2016年12月，公司完成对前海项目、杭州项目及南昌项目的收购，使得公司位于核心城市的商业地产储备规模进一步增加，对其未来经营业绩提供有力支撑。

3．2016年，公司自持物业规模较上年大幅增加11.22万平方米，在商业地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入及盈利水平保持在较高水平。

4．公司经营效率较高，融资渠道广；货币资金规模较大、资产质量较好，整体债务负担较轻，财务安全性较高。

关注

1．房地产行业受政府政策调控影响较大，行业景气度有所波动，同时，商业地产行业竞争激烈，公司经营面临一定的政策风险和市场风险。

2．公司自持商业物业规模较大，主要集中在二三线城市，部分项目处于商业培育期，其价值受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，存在较大的不确定性。

3．公司投资建设规模较大，预计未来对建设开发资金的需求将保持较大规模，公司或将面临一定的资本支出压力。

4．公司未分配利润和其他综合收益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

分析师

王　越
电话：010-85172818
邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

侯珍珍
电话：010-85172818
邮箱：houzz@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

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：

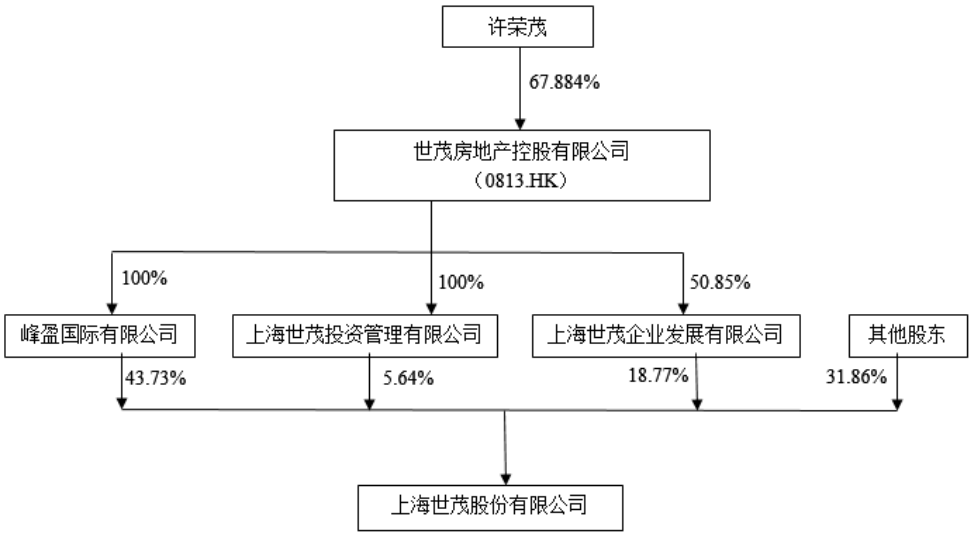
联合信用评级有限公司

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”），由上海市黄埔区国有资产管理办公室于1993年9月发起、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.SH，股票简称：万象集团），其上市时总股本为5,000万股，其中，上海市黄埔区国有资产管理办公室持股占60%；社会法人占15%；社会自然人占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，万象集团更名为现名。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。后经一系列增资、股权转让及公司股票期权激励计划行权，截至2017年3月底，公司股本为26.79亿元，实际控制人为许荣茂先生。

图 1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：实业投资，房地产综合开发经营，本公司商标特许经营，酒店管理，物业管理，货物进出口及技术进出口，针纺织品，服装鞋帽，日用百货，皮革制品，玩具，钟表眼镜，照相器材，文化用品，五金交电，日用化学品，建筑装潢材料，家具，金属材料，电子产品，办公用品，机械设备，工艺美术品，计算机硬件、软件的批发、零售（拍卖除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2016 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。截至 2016 年底，公司拥有直接控制及间接控制子公司合计 102 家，拥有在职员工合计 1,658 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 799.50 亿元，负债合计 501.34 亿元，所有者权益 298.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 198.05 亿元。2016 年，公司实现营业收入 137.08 亿元，净利

润 27.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额 11.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.82 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、债券概况

经证监会证监许可〔2015〕2416 号文许可，公司于 2016 年 3 月 21 日公开发行 20 亿元公司债券，期限为 3 年，发行票面利率为 3.29%。该债券于 2016 年 3 月 21 日起息，于 2016 年 4 月 15 日在上海证券交易所挂牌交易（证券简称：“16 世茂 G1”，证券代码：“136303.SH”）。募集资金总额人民币 20 亿元，截至 2016 年底，募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于补充公司流动资金。

经证监会证监许可〔2015〕2416 号文许可，公司于 2016 年 7 月 11 日公开发行 15 亿元公司债券，期限为 3 年，发行票面利率为 3.38%。该债券于 2016 年 7 月 12 日起息，于 2016 年 8 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易（证券简称：“16 世茂 G2”，证券代码：“136528.SH”）。募集资金总额人民币 15 亿元，截至 2016 年底，募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于补充公司流动资金。

截至 2016 年底，“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”均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，且侧重于房地产行业中的商业地产行业。

1．行业概况

（1）房地产概况

2016年以来，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%（扣除价格因素实际增长7.5%）。其中，住宅投资68,704亿元，增长6.4%，增速提高0.4个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016年，房地产开发企业房屋施工面积758,975万平方米，比上年增长3.2%。其中，住宅施工面积521,310万平方米，增长1.9%。房屋新开工面积166,928万平方米，增长8.1%，增速提高0.5个百分点。其中，住宅新开工面积115,911万平方米，增长8.7%。房屋竣工面积106,128万平方米，增长6.1%，增速回落0.3个百分点。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，增长4.6%。

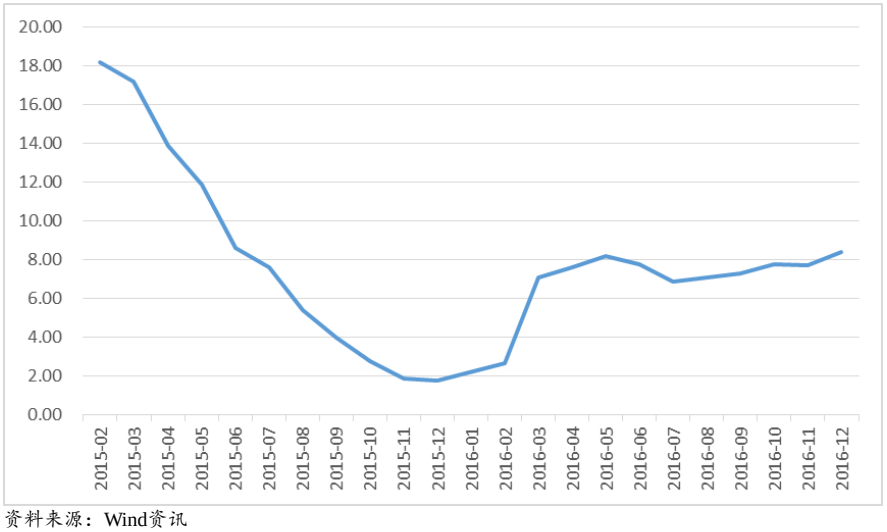
总体看，2016年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升。

（2）商业地产概况

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。我国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小，因此，近年来我国商业地产发展速度较快。2016年，我国商业营业用房完成投资额1.58万亿元，同比增长8.4%，办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.2%。

随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房投资增速逐年回落，2015年增速大幅下跌至1.80%，回落较为明显。进入2016年，商业地产在宽松的政策刺激下开始复苏，商业营业用房投资增速有所反弹，2016年底增速回升至8.40%

图2　全国商业营业用房投资增速



资料来源：Wind资讯

总体看，进入 2016 年，商业地产景气度回暖，投资增速有所回升。

2．行业供需

（1）土地供应状况

土地供应方面，受到 2015 年“去库存”政策的影响，2016 年房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，比上年下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值，此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降，2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

总体看，受“去库存”政策影响，2016年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落。

（2）开发资金来源状况

2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.05 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.40 亿元，增长 6.42%；利用外资 140.44 亿元，下降 52.64%；自筹资金 49,132.85 亿元，增长 0.19%；其他资金 73,428.37 亿元，增长 31.94%，占比 50.92%，较 2015 年提高了 6.46 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 41,952.14 亿元，增长 29.00%；个人按揭贷款 24,402.94 亿元，增长 46.46%。2016 年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高。

总体看，自 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，使得 2016 年房地产开发资金有一定增长，资金压力获得一定缓解。

（3）市场供需情况

销售方面，2016 年随着房地产市场不断升温，商品房销售面积 157,349 万平方米，比上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价刚性较强，2010 年至今一直处于波动上升的态势，2016 年 12 月，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

去化方面，截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。其中，住宅待售面积减少 200 万平方米，办公楼待售面积增加 195 万平方米，商业营业用房待售面积增加 234 万平方米。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

3．竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

从集中度看， 2016 年房地产行业前 20 名销售额与销售面积占比持续提高，二、三季度二线重点城市销售情况良好，四季度随着各个房地产调控政策出台，市场开始趋于理性，销售减缓。2016 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 18.72%和 25.23%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 9.70%和 16.21%。

表1　2014~2016年前10名与前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	16.92%	16.87%	18.72%
前 20 大企业销售额占比	22.79%	22.82%	25.23%
前 10 大企业销售面积占比	10.44%	11.31%	9.70%
前 20 大企业销售面积占比	13.65%	14.62%	16.21%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 5 家，2016 年恒大以 3,731.5 亿元的销售额超越万科成为行业第一。

表2　2016年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	融创中国控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	龙湖地产有限公司

4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，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。

4．行业政策

2016 年上半年，房地产市场升温；2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。2016 年 10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2017 年第一季度，全国一线及重点二、三线合计 24 个城市陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷两个方面进行调整，相较于 16 年四季度调控更加严格。

表 3　2016 年房地产行业新出台主要政策

年份	调控政策
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年 12 月	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位。
2017 年 3 月	2017 年初到 3 月中旬，全国一线及重点二、三线合计 24 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷两方面进行调整。

资料来源：联合评级整理

总体看，2016 年上半年，房地产市场升温；2016 年，房地产持续升温，新一轮限购政策出台。2017 年第一季度，限购、限贷政策更加严格。

5．行业关注

（1）房地产行业发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升；另外，2015 年由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达 1,025 亿元。

（2）商业地产行业集中度低，竞争激烈

行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，由于住宅地产限购政策和景气度下滑的因素的影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如 shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。

（3）房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升；由于地产项目的成本高企，房地产企业仅靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。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。

（4）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6．行业发展

（1）调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。

（3）行业金融化、退出手段多样化

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。

（4）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。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。

四、管理分析

2016 年，公司副总裁孟洁、宋垚和周黎明因工作变动离任，但整体来看，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司具备房地产开发一级资质，主要从事商业物业运营和住宅地产业务，整体经营规模较大，近年来经营情况较好。2016 年，公司实现营业收入 137.08 亿元，较上年减少 12.22%，主要系受房地产行业结算周期影响所致；公司实现净利润 27.88 亿元，较上年减少 5.67%。

从构成看，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。2016 年，公司住宅业务实现收入 81.19 亿元，较上年减少 32.71%，占比为 59.23%，较上年下降 9.77 个百分点；公司商业物业运营业务实现收入 51.11 亿元，较上年增加 25.55%，占比为 37.28%，较上年上涨 11.21 个百分点。上述占比结构调整主要系 2015~2016 年公司主要结算产品以住宅地产为主所致。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构成，受房地产开发项目体量大、建设期长及销售节奏存在一定波动性的影响，2016 年公司商业地产销售收入为 45.57 亿元，占营业收入的比重分别为 33.24%，较上年上升 13.23 个百分点；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，2016 年公司房地产租赁业务收入为 5.54 亿元，占营业收入比重为 4.04%，较上年上升 0.86 个百分点。

其他业务方面，公司主要有儿童事业发展业务，公司通过设立儿童乐园为所持物业或所建项目提供配套服务。目前，公司关于儿童乐园的运营仍处于尝试阶段，相关收入在公司营业收入中的占比也非常小。

表4　2015~2016年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅地产业务	107.75	69.00	30.39	81.19	59.23	31.99
商业物业运营	40.71	26.07	41.38	51.11	37.28	38.25
其中：商业地产销售	35.92	23.00	34.97	45.57	33.24	33.26
房地产租赁	4.78	3.06	89.52	5.54	4.04	79.41
影院业务	3.25	2.08	57.25	0.26	0.19	48.52
酒店服务业务	0.82	0.53	57.79	1.26	0.92	40.94
物业管理	2.52	1.61	100.00	2.53	1.85	99.23
其他	1.11	0.71	93.14	0.74	0.54	61.91
合计	**156.16**	**100.00**	**35.53**	**137.08**	**100.00**	**35.84**

资料来源：公司年报，联合评级整理。
注：各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致。

毛利率方面，由于公司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，对公司综合毛利率水平影响较大。2016 年，公司综合毛利率为 35.84%，较上年基本持平。具体来看，公司商业物业运营毛利率为 38.25%，较上年下降 3.13 个百分点，其中商业地产销售业务毛利

率为 33.26%，较上年下降 1.71 个百分点，主要系受商业地产项目的结算周期影响，结算收入有所波动所致，公司房地产租赁业务毛利率为 79.41%，较上年下降 10.11 个百分点，主要系公司部分商场需要翻新维修，使得商业地产租赁业务对应的成本上升所致。2016 年，公司住宅地产业务毛利率 31.99%，较上年小幅上升 1.60%，主要系公司不同年份竣工结算的产品结构差异、不同区域土地成本差异及房产售价差异影响所致。公司其他业务收入规模较小，对综合毛利率贡献较小。

2015~2016 年，公司主营业务收入按区域[1]分情况如下表所示；2016 年，公司营业收入仍以华东地区（占 88.26%）为主，但受公司不断加大其他区域业务的拓展影响，华东地区收入占比较上年下降 6.5 个百分点。公司新增华南地区业务收入达到 8.03 亿元，占比达 5.86%，主要系公司深圳前海商业地产项目销售的收入。此外，2016 年，公司将业务拓展至国外，系公司在澳洲的农场业务收入。

表5　2015~2016年公司营业收入区域构成（单位：亿元、%）

区域	2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
华东地区	147.98	94.76	120.99	88.26
华北地区	5.89	3.77	4.46	3.25
东北地区	0.29	0.19	0.44	0.32
华中地区	1.47	0.94	3.06	2.23
西南地区	0.53	0.34	0.01	0.01
华南地区	--	--	8.03	5.86
境外地区	--	--	0.09	0.07
合计	**156.16**	**100.00**	**137.08**	**100.00**

资料来源：公司年报、联合评级整理。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.19 亿元，较上年同期无明显变化，净利润 3.98 亿元，较上年同期增加 38.70%，公司盈利能力较上年同期有所上升。

总体看，公司营业收入受房地产行业存在结算周期影响有所下降，但毛利率无明显变化。此外，公司在保持现有区域营业收入稳定的前提下，不断加大其他区域业务的拓展影响，在华南地区大力发展商业地产项目。此外，公司还布局海外市场。

2．商业及住宅物业业务运营

（1）土地储备

2015 年，公司未新购土地，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。2016 年，公司实际购置土地面积 53.60 万平米，对应建筑面积 69.52 万平米，购置土地支出 38.50 亿元。截至 2016 年底，公司土地储备建筑面积约 999 万平方米，权益面积 433 万平方米，土地储备仍较充足。

表6　2015~2016年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出

[1]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；华南地区指广东省、广西壮族自治区和海南省；境外地区指澳大利亚。

2015 年	0	0	--	0
2016 年	53.60	69.52	商业、住宅	38.50

资料来源：公司提供

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 2016 年底，公司共在 19 个城市拥有 25 个项目的土地储备，其中：一线城市仅为上海和深圳，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 5.00%，二线城市土地储备占 65.00%，三线及以下城市土地储备占 30.00%。从土地储备楼面均价看，公司在一线城市楼面均价仅为 4,580.00 元/平方米，处于极低水平，主要系公司土地获得时间较早[2]所致；公司在二、三线城市楼面均价分别为 3,964.00 元/平方米和 2,188.00 元/平方米，均处于较低水平。整体看，公司土地储备以二、三线城市为主，质量较好，购置价格较低。

总体看，公司土地储备规模较大，能够满足公司未来滚动开发需求；公司土地储备以二三线城市为主，区域分布相对集中；公司土地储备成本较低，为公司有效抵御行业系统性风险、渡过经济发展不确定时期以及对拓展项目运营空间、确保项目利润收益提供了有效的保障。

（2）项目开发

公司年度开发计划制定思路为以销定产，同时综合考虑公司战略布局、目前在建规模及房地产市场环境等因素。2016 年，公司新开工面积为 122.10 万平方米，较上年大幅增加 126.19%，主要系公司为保证良好的开发节奏，增加新项目开发所致；2016 年，公司竣工面积为 104.68 万平方米，较上年小幅减少 1.11%；2016 年，公司期末在建面积为 519.86 万平方米，较上年减少 4.96%，主要系主要系受 2015 年公司拿地放缓，使得新开工面积下降影响，2016 年公司在建项目面积下降所致。

表 7　2015~2016 年公司项目开发情况

项目	2015 年	2016 年	变化率（%）
当期新开工面积（万平方米）	53.98	122.10	126.19
当期竣工面积（万平方米）	105.85	104.68	-1.11
期末在建面积（万平方米）	551.12	519.86	-5.67

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 2016 年月底，公司在建项目 17 个，主要集中在山东省、江苏省和浙江省，其中，8 个项目预计于 2017 年底竣工。公司在建项目计划总投资金额 961.12 亿元，截至 2016 年月底，公司已投资金额 607.12 亿元，2017~2019 年计划投资金额分别为 105.56 亿元、130.39 亿元和 85.63 亿元。公司未来项目投资规模较大，面临一定的资金压力。公司在建项目中，包含 6 个完工后自持的商业物业项目，其中包括济南世茂国际广场项目、上海天马山新体验中心商业项目、武汉蔡甸世茂嘉年华项目、沈阳世茂商业项目、深圳前海项目和厦门集美项目，总投资规模预计为 310.88 亿元，占在建项目总规模的 32.35%，占比较大。

表 8　截至 2016 年底公司在建项目开发情况（单位：亿元、年、%）

项目名称	项目所在	开工时间	预计竣工	项目性质	计划投	已投资	项目	未来投资计划

[2] 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，公司未违反《闲置土地处置办法》的相关规定。

	地区		时间		资金额	金额	进度	2017 年	2018 年	2019 年
天津世茂茂悦府项目	环渤海	2012	2017	住宅/商业	39.00	15.56	40	5.00	10.00	8.44
济南世茂国际广场项目	环渤海	2012	2017	商业	48.00	45.60	95	2.40	--	--
常熟世茂世纪中心项目	长三角	2007	2017	商业	54.41	50.81	93	3.60	--	--
青岛胶南世茂国际中心项目	环渤海	2012	2018	商业	40.00	4.92	12	5.00	12.00	10.00
青岛胶南世茂诺沙湾项目	环渤海	2012	2017	住宅/商业	40.00	35.77	89	4.23	--	--
常州世茂广场项目	长三角	2009	2017	商业	12.30	8.16	66	4.14	--	--
南京世茂外滩新城二期项目	长三角	2010	2018	住宅/商业	100.00	86.39	86	10.00	3.61	--
上海天马山新体验中心商业项目	长三角	2009	2017	商业	34.46	30.17	88	4.29	--	--
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	其他	2010	2017	商业	45.00	31.00	69	14.00	--	--
沈阳世茂商业项目	环渤海	2008	2020	商业	60.00	16.02	27	2.00	10.00	10.00
石狮世茂钞坑项目	海西	2014	2018	住宅/商业	200.37	124.11	62	25.00	25.00	26.26
济南世茂天城项目	环渤海	2014	2018	住宅/商业	61.95	38.18	62	10.00	13.77	--
宁波世茂滨江府项目	长三角	2013	2017	住宅/商业	19.75	18.00	91	1.76	--	--
深圳前海项目	海西	2014	2019	商业	58.42	30.66	52	4.24	15.00	8.52
杭州智慧之门项目	长三角	2014	2020	商业	42.46	17.96	42	3.01	8.00	8.00
南昌水城项目	长三角	2014	2019	商业	40.00	11.80	30	2.40	15.00	10.80
厦门集美项目	海西	2015	2018	住宅/商业	65.00	42.01	65	11.37	11.62	--
合计					**961.12**	**607.12**	**--**	**112.44**	**124.00**	**82.01**

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。

南京世茂外滩新城二期项目由公司下属子公司南京世茂房地产开发有限公司实施建设。该项目位于南京市秦淮河入口长江沿岸地区，沿滨江大道展开约 2 公里。该项目规划建筑面积约为 125 万平方米，拥有 18 栋 24~53 层的高层和超高层江景住宅，社区内规划有南京距离长江最近的五星级酒店、八大世界风情主题园林、拥沿江休闲商业中心、大型购物超市及大型专业主题会所等。该项目计划投资 100 亿元，截至 2016 年底已投资 86.39 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

沈阳世茂商业项目位于辽宁省沈阳市和平区文体西路 25 号，由下属子公司沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司实施建设。该项目由超高层带装修酒店式公寓、超高层写字楼世茂环球中心及商业广场组成；规划建筑面积 88 万平方米，计划投资总额 60.00 亿元，该项目计划投资 60 亿元，截至 2016 年底已投资 16.02 亿元，预计项目将于 2020 年全部建设完毕。

深圳前海世茂金融中心项目，项目位于深圳前海自由贸易试验区，南山区 19 单元 03 街坊。项目北面为港城街，南面为通港街，东面为自贸大街，西面为自贸西街。项目整体由一栋 330 米超甲级写字楼和六栋独立商业裙楼组成。该项目计划投资 58.42 亿元，截至 2016 年底已投资 30.66 亿元，预计项目将于 2019 年全部建设完毕。

石狮世茂摩天城项目位于石狮市世茂钞坑区域（石狮服装城东侧），系由公司下属石狮世茂房地产开发有限公司、石狮世茂新城房地产开发有限公司、石狮世茂新里程房地产开发有限公司实施

建设。该项目用地面积 106 万平方米，总规划建筑面积 296 万平方米，项目规划为包括别墅、酒店式公寓、购物中心、沿街商铺、住宅、商务办公、主题乐园的城市综合体。该项目计划投资 200.37 亿元，截至 2016 年底已投资 124.11 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

厦门集美项目位于厦门市集美区 11-12 片区集美新城杏林湾路与集美大道交叉口南侧，系由公司下属厦门世茂新领航置业有限公司实施建设。该项目用地面积 11 万平方米，总规划建筑面积 52 万平方米，项目规划为包括住宅、商务办公、购物中心、沿街商铺的城市综合体。该项目计划投资 65 亿元，截至 2016 年底已投资 42.01 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

常熟世茂世纪中心项目，位于常熟东北部中央商业区世纪大道以西，系由发行人下属常熟世茂新发展置业有限公司实施建设。该项目规划建筑面积 110 万平方米，规划为包括酒店式公寓、购物中心、沿街商铺、住宅、商务办公的城市综合体。该项目计划投资 54.41 亿元，截至 2016 年底已投资 50.81 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

总体看，截至 2016 年底，公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，同时亦面临较大的资金压力。

（3）房产销售情况

2016 年，公司协议销售面积和销售金额大幅减少，主要系房地产开发项目体量大、建设期长及销售节奏存在一定波动性所致。分产品类型看，协议销售面积方面，2016 年公司商业物业协议销售面积为 30.71 万平方米，较上年大幅增加 67.36%；2016 年公司住宅物业协议销售面积为 55.88 万平方米，较上年大幅减少 54.08%；上述变化主要系受公司项目推进节奏影响，产品结构有所变化所致。整体上，受住宅地产开发阶段项目较多及公司加大商业物业推售等因素综合影响，商业和住宅协议销售面积呈现一增一减的分化趋势。

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的变化主要系不同时期达到预售条件的项目所在区域不同所致；2016 年，公司商业物业协议销售均价为 2.11 万元/平方米，较上年大幅上升 42.57%，主要系 2016 年公司达到可销售条件商业物业主要位于上海、济南、武汉等地核心区域，销售均价较高所致；2016 年，公司住宅物业协议销售均价为 1.51 万元/平方米，较上年上升 22.76%，主要系 2016 年随着市场景气度回升以及达到可销售条件的住宅物业在青岛、南京等地销售均价较高的综合影响，公司住宅物业均价快速回升。

从结转情况看，房地产行业的结转收入面积和结转收入金额往往随不同项目的开发进度及结算周期不同而波动。2016 年，公司结转收入面积为 97.98 万平方米，较上年大幅减少 36.15%；公司结转收入金额为 126.76 亿元，较上年减少 8.04%；上述波动主要系公司不同房地产项目达到竣工交付条件的时间不同所致，符合房地产行业特点。

表 9　2015~2016 年公司物业销售情况

项目	2015 年	2016 年	变化率
协议销售面积（万平方米）	**140.04**	**86.59**	**-38.17**
其中：商业	18.35	30.71	67.36
住宅	121.69	55.88	-54.08
协议销售金额（亿元）	**177.10**	**149.27**	**-15.71**
其中：商业	27.24	64.84	138.03
住宅	149.86	84.43	-43.66
协议销售均价（万元/平方米）	**1.26**	**1.72**	**36.51**
其中：商业	1.48	2.11	42.57

住宅	1.23	1.51	22.76
结转收入面积（万平方米）	**153.46**	**97.98**	**-36.15**
其中：商业	17.12	27.89	62.91
住宅	136.34	70.09	-48.59
结转收入（亿元）	**137.84**	**126.76**	**-8.04**
其中：商业	30.09	45.57	51.45
住宅	107.75	81.19	-24.65

资料来源：公司提供
结转收入包含住宅地产销售收入和商业地产销售收入，不包含房地产租赁收入。
由于此表中2015年物业销售情况未进行追溯，当年结转收入与追溯后住宅地产销售收入和商业地产销售收入存在一定误差。

截至 2016 年底，公司在售项目 22 个，公司大部分项目为城市综合体，项目开发面积较大，周期较长。从在售情况看，公司于 2013 年以前开发并预计于 2016 年和 2017 年竣工的项目，大部分已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，青岛国际中心和宁波包家漕项目销售情况较慢。整体上，公司住宅物业去化速度较快，商业地产去化速度维持在 65%左右水平；从销售区域看，公司物业主要集中在二、三线城市。

表 10　截至 2016 年底公司在售项目情况表

项目名称	物业性质	开工时间	预计完工时间	项目销售进度
常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2017	尾盘销售
苏州世茂广场	商业	2008	2015	尾盘销售
常熟黄河路	住宅	2013	2016	>85%
苏州园区	住宅	2014	2017	>95%
青岛诺沙湾	住宅	2012	2017	>95%
青岛国际中心	商业	2012	2018	>25%
济南国际广场	商业	2012	2017	>70%
济南世茂天城	住宅、商业	2014	2018	>90%
徐州世茂商业	商业	2009	2016	>70%
常州世茂广场	商业	2009	2017	>70%
宁波滨江	住宅	2013	2017	>75%
宁波包家漕	商业	2013	2016	>50%
天津世茂悦府项目	住宅	2012	2017	>95%
厦门世茂海峡大厦项目	商业	2010	2016	尾盘销售
南京世茂外滩新城项目	住宅	2010	2018	>75%
武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	2010	2017	尾盘销售
上海天马山新体验中心商业项目	商业	2009	2017	>90%
石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2018	>75%
深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2019	>95%
杭州智慧之门	商业	2015	2020	>85%
厦门集美项目	住宅、商业	2016	2018	>90%
南昌水城项目	商业	2014	2019	>90%

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，2016 年公司销售收入受房地产开发项目体量大、建设期长及销售节奏存在一定波动

性的影响，有所下降；结转面积及结转收入受项目结算周期不同的影响，有所下降。但联合评级也关注到公司物业主要集中在二三线城市，宏观经济及房地产政策对公司销售可能带来一定的影响。

（4）自持物业情况

2015~2016 年，公司物业租赁情况如下表所示。2016 年公司自持商业广场面积有所增加，主要为常州世茂广场、徐州世茂广场和济南世茂国际广场等；公司自持办公楼主要为北京世茂大厦，可租面积较为稳定。出租率方面，2016 年公司所持物业出租率有所下降，主要系随公司经营规模的不断扩大，各类自持物业可租面积随之增加所致，但整体出租率较高。租金收入方面，2016 年，随着公司自持物业面积的增加，出租面积随之增多，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、商业广场和其他物业分别维持在 5%、3%及 2%的水平，较为稳定，公司其他物业类型包括街铺、步行街等，受公司对部分城市物业出售、公司一二线城市主要物业公允价值上升因素的综合影响，2015~2016 年公司其他物业租金收入占房地产公允价值比例较低，但对公司商业物业租赁业务整体影响不大。

表 11　2015~2016 年公司自持物业情况（单位：万平方米、亿元、%）

年份	物业类型	年末可租面积	出租率	年末租金收入	年租金收入占房地产公允价值比
2015 年	办公楼	5.54	99	1.41	5
	广场	60.01	93	3.29	3
	其他	2.23	100	0.78	2
	合计	**67.78**	**94**	**4.78**	**3**
2016 年	办公楼	5.62	98	1.46	5
	广场	70.90	88	3.95	3
	其他	2.23	100	0.12	3
	合计	78.75	**89**	**5.54**	**4**

资料来源：公司年报

截至 2016 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。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，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，未来公司单位租金收入有望提升。截至 2016 年底，公司主要自持物业建筑面积共计 110.06 万平方米，可租面积 67.72 万平方米，出租率超过 90%，达到 90.38%，物业出租收入 4.65 亿元。

表 12　截至 2016 年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、万元、%、元/平方米/天）

项目名称	所在地	业态	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2016 年	
							收入	单位租金
北京世茂大厦	环渤海	商业	7.02	5.62	5.52	98	14,648.68	2,604.30
昆山世茂广场一期（昆山世茂华东商城）	长三角	商业	8.82	5.15	4.98	97	2,063.66	400.94
昆山世茂广场二期（昆山国际城）	长三角	商业	8.70	4.86	4.83	100	2,036.13	419.38
苏州世茂运河城（一期）	长三角	商业	5.00	2.77	2.77	100	2,058.64	743.31
常熟卢米埃影院	长三角	商业	0.46	0.46	0.46	100	128.87	280.68
常熟欧尚	长三角	商业	4.34	4.20	4.20	100	1,406.10	334.79
绍兴世茂广场	长三角	商业	18.27	11.17	11.11	99	6,589.22	590.03
徐州世茂商业	长三角	商业	5.95	3.75	3.01	80	1,275.83	340.29

芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	长三角	商业	3.84	2.45	1.58	64	330.61	134.83
芜湖文化艺术中心	长三角	商业	4.29	1.94	1.94	100	尚未开业，未收取租金	
上海上卧副楼	长三角	商业	0.29	0.29	0.29	100	239.00	824.07
上海世茂商都	长三角	商业	0.96	0.71	0.71	100	1,610.74	2,282.21
济南世茂广场-北区	环渤海	商业	13.22	7.76	7.76	100	11,587.14	1,492.55
苏州世茂运河城（二期）	长三角	商业	7.07	2.74	2.15	79	1,015.96	370.93
石狮世茂摩天城	海西	商业	15.63	11.70	7.91	68	723.67	61.83
厦门 EMALL	海西	商业	6.20	2.15	1.98	92	804.42	373.42
合计	--	--	**110.06**	**67.72**	**61.20**	**90.38**	**46,518.69**	**686.93**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年公司自持物业面积增加，但出租率随之降低，未来随着公司商业物业不断开发以及对所持物业不断培育，公司租金水平将持续上升，为公司提供较为稳定的经营性现金流入。

3．关联交易

从关联交易规模上看，2016 年公司从关联方采购商品、接受劳务的金额合计 0.14 亿元，公司向关联方销售商品、提供劳务金额合计 0.19 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 2016 年底，公司与关联方之间的应付款总计 93.86 亿元，占同期资产总额的比例为 11.74%，其中公司与关联方的应付款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，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；公司与关联方之间的应收账款总计 25.44 亿元，规模较小，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，但公司于关联方之间往来款项规模较大。

4．重大事项

（1）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。

（2）收购关联企业股权

2016 年 12 月 31 日，公司完成向上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）购买前海世茂 51%股权、向 Far Flourish Limited（以下简称“远骅公司”）购买杭州世茂瑞盈置业有限公司（以下简称“杭州瑞盈”）100%股权、向世茂建设及其全资子公司购买南昌水城投资股份有限公司（以下简称“南昌水城”）100%股权的股权交易；其中，前海世茂 51%股权价格为 24.52 亿元，杭州瑞盈 100%股权价格为 15.47 亿元，南昌水城 100%股权价格为 6.71 亿元。

总体看，随着公司对前海项目、杭州项目及南昌项目收购的完成，公司位于核心城市商业地产储备规模进一步增加，对其未来经营业绩提供有力支撑。但 2016 年“十一”期间，21 个城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧，且上述项目整体收购所需资金规模较大，将对公司造成一定的融资压力；同时在目前的经济形势下，大规模的商业地产依然面临着一定的运作风险。

5．经营效率

截至2016年底，公司存货周转率为0.29次，较上年底0.38次减少0.09次，主要系公司存货持续增加所致；应收账款周转率为8.16次，较上年底10.13次下降了2.57次；总资产周转率为0.17次，较上年底0.23次减少0.05次，上述两指标变动主要系公司营业收入减少所致。

总体看，随着公司存货规模提升和营业收入减少，经营效率指标有所下滑；未来随着在建项目逐步完工销售，公司收入规模有望提升，总资产周转指标有望回升。

6．经营关注

（1）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，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。如果未来国内经济增势放缓或宏观经济出现周期性波动，将直接影响居民可支配收入，进而影响居民消费信心和消费倾向，这将加剧商业物业价格下跌预期；如果公司未能对其有合理的预期并相应调整经营行为，则将对公司的整体业绩和盈利能力产生不利影响。

（2）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。

（3）公司土地储备减值风险

公司在 20 余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。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。

（4）商业物业经营压力

近年来，商业地产行业竞争激烈，由于公司持有商业物业规模较大，公司商业物业存在一定经营压力。

7．未来发展

在国家提出加快城镇化进程，重点发展现代服务业，不断提高居民收入、扩大内需消费的政策背景下，商业物业运营市场正迎来重要发展阶段，公司将积极把握发展契机，坚持贯彻既定的发展方针和策略，逐步推进公司各业态的有序地发展，确保公司持续稳健快速发展。

公司将继续长期投身于商业物业开发与运营领域，通过不断拓展核心竞争力，积极实施专业化开发和经营的发展策略，为社会提供高品质、多元化、因地制宜的商业物业和优质、高效的物业服务，努力成为以商业物业开发运营与多元商业业态并举的商业物业上市公司。

在商业物业运营方面，公司将增加自持物业的面积和比重，发挥自持精品商业物业在商业物业运营业务板块的核心地位，并将目标定为将目前自持物业和销售物业的三七比例调整为五五比例。在未来三年内，公司将力争实现自持建筑面积为 200 万平方米左右商业物业的中期目标。通过未来 5~10 年的发展，公司将力争使自持物业产生的经营收入达到公司总收入的 30%。在增加自持物业面积的同时，为了保证业务收入及现金流的稳定，公司计划在未来三年内保持和稳步实现商业物业对外出售规模。

在多业态综合经营方面，公司将全面优化世茂广场的业务结构和内容，通过提升入驻商户品质、增加各种经营点位、拓展商业收入领域、商业内部结构的改扩建以及加强内部目标执行与管理等方式，全面提升世茂广场的经营能力。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有明显自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2015~2016年度合并财务报表均已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》、各项具体会计准则及相关规定编制，并根据财政部2014年发布的最新会计准则进行了追溯调整。

截至2016年底，公司纳入合并范围子公司合计102家。2016年公司新纳入合并范围子公司共5家，不再纳入合并范围的子公司5家。由于公司对同一控制下企业合并追溯调整财务数据，本报告财务分析部分使用经追溯调整后的2015年期末（2016年期初）财务数据，财务数据可比性强。

表13　截至2016年底公司新增及处置子公司情况

变化	子公司名称	变化方式	持股比例（%）
新增	济南世茂彩石置业有限公司	非同一控制下企业合并	67
	上海乾慑企业管理有限公司	同一控制下企业合并	100
	杭州世茂瑞盈置业有限公司	同一控制下企业合并	100
	南昌水城投资股份有限公司	同一控制下企业合并	100
	前海世茂发展（深圳）有限公司	同一控制下企业合并	51
减少	北京财富时代置业有限公司	出售股权	--
	北京百鼎新世纪商业管理有限公司	出售股权	--
	北京世茂电影院线有限公司	出售股权	--
	上海世茂投资咨询有限公司	出售股权	--
	上海希美投资中心（有限合伙）	出售股权	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年月底，公司合并资产总额 799.50 亿元，负债合计 501.34 亿元，所有者权益 298.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 198.05 亿元。2016 年，公司实现营业收入 137.08 亿元，净利润 27.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.19 亿元，经营活动产生的现金流量净额 11.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.82 亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额793.69亿元，负债总额491.40亿元，所有者权益302.29亿元，其中归属于母公司所有者权益合计200.67亿元。2017年1~3月，公司实现营业收入26.19亿元，净利润3.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.46亿元，2017年一季度经营活动产生的现金流量净额-2.44亿元，现金及现金等价物净增加额-10.17亿元。

2．资产质量

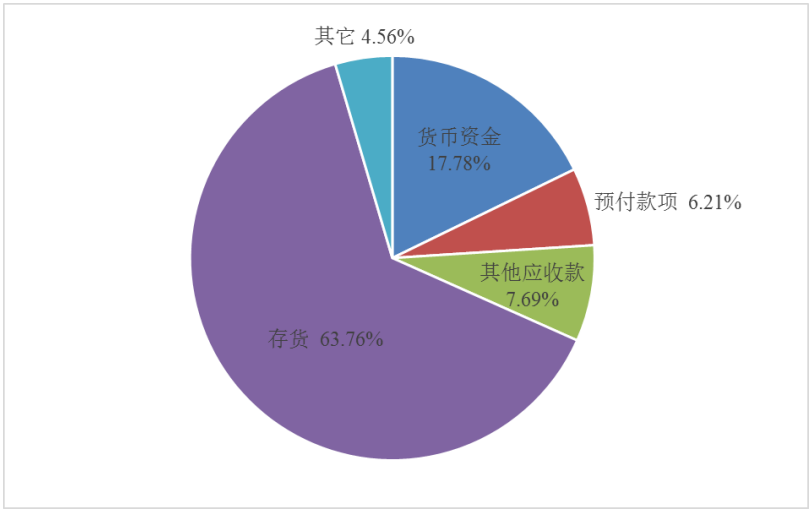
截至2016年底，公司资产总额799.50亿元，较年初增加0.39%。从资产构成看，公司的资产仍以流动资产（占59.45%）为主，流动资产占比较高符合房地产开发企业的特征。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 475.30 亿元，较年初减少 3.99%，主要系应收账款和其他应收款减少所致；公司流动资产合计 475.30 亿元，以货币资金（占 17.78%）、预付款项（占

6.21%）、其他应收款（占 7.69%）和存货（占 63.76%）为主。

图 3　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至2016年底，公司货币资金规模为84.52亿元，较年初增加17.86%，主要系销售回款增加及发行融资融券所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占99.42%），其中受限资金0.15亿元，占比较小。

截至2016年底，公司预付款项金额为29.50亿元，较年初减少36.67%，主要系预付土地款转为存货和投资性房地产所致。截至2016年底，预付账款前五名单位金额合计27.09亿元，占预付款项总额的91.82%，集中度高，相关款项或存在不能回收风险。

表 14　截至 2016 年底公司预付款前五名构成情况（单位：万元、%）

单位名称	与本公司关系	期末余额	占预付款项期末余额比例	预付款时间	未结算原因
济南市国土资源局（注）	非关联方	182,057.00	61.72	1 年内	预付土地款
石狮市国土资源局	非关联方	41,800.00	14.17	2~3 年	预付土地款
济南旧城开发投资集团有限公司	非关联方	20,000.00	6.78	1 年内	预付土地款
济南市历城区国有资产运营有限公司	非关联方	16,000.00	5.42	2~3 年及 3~4 年	预付土地熟化资金
南京市下关区房屋拆迁安置办公室	非关联方	11,000.00	3.73	1 年以内及 1~2 年	预付拆迁款
合计		**270,857.00**	**91.82**	--	--

资料来源：公司年报
注：截至 2016 年底，公司已取得该土地款所对应之国有土地使用权证，该项预付账款亦已全部转入存货。

截至2016年底，公司其他应收款账面价值为36.53亿元，较年初减少26.70%，主要系公司与关联方的往来款减少所致。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款占12.22%，从账龄上看，1年以内的占41.69%，1至2年的占24.28%，2至3年的占13.30% ，3年以上占20.73%；公司其他应收款坏账准备0.63亿元，综合计提比例为1.72%，计提比例较低。截至2016年底，公司其他应收款前五名欠款单位欠款总额占其他应收款余额的比例为75.72%，集中度高。由于公司主要其他应收款欠款方为公司联营企业，且公司为实际控制人，因此公司其他应收款回收风险较低。

表 15　2016 年底公司其他应收款前五名欠款情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额比例	账龄
深圳市建滔投资有限公司	关联方往来款	95,047.39	25.58	1 年以内
宁波鼎峰房地产开发有限公司	关联方往来款	58,044.09	15.62	1 年以内及 1-2 年
无锡世茂新发展置业有限公司	关联方往来款	56,661.64	15.25	1 年以内及 1-2 年
上海市规划和国土资源管理局	土地保证金	43,520.00	11.71	1 年以内
苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	关联方往来款	28,092.17	7.56	1 年以内及 1-2 年
合计		**281,365.29**	**75.72**	--

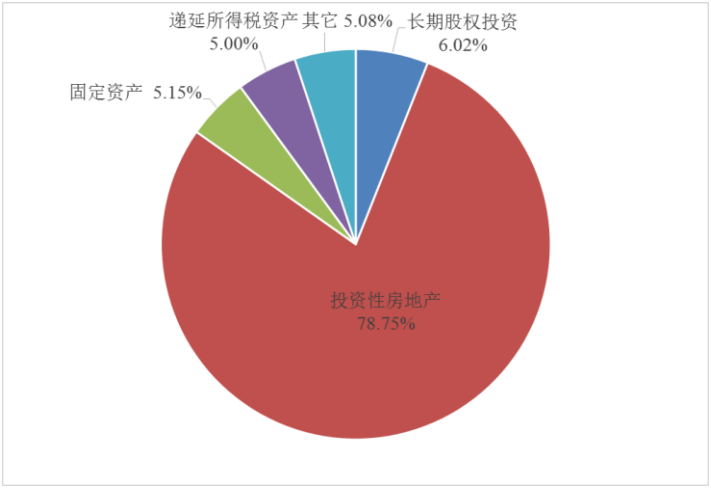
资料来源：公司年报
注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。
公司与深圳市建滔投资有限公司的往来款已于 2017 年 3 月 22 日结清。

截至2016年底，公司存货账面价值为303.06亿元，较年初增加1.45%，主要系公司开发中的项目产品持续增加所致；其中开发成本为216.79亿元，较年初增加9.22%，占存货账面价值的71.53%，主要为公司在建商业广场及住宅项目，其中开发产品为82.59亿元，较年初减少17.11%，占存货账面价值的27.26%。截至2016年底，公司共计提存货跌价准备0.33亿元，全部为计入出租开发产品的世茂湖滨花园地下车库计提的跌价准备。公司在建项目大多位于二、三线城市，受房价波动较大影响，存在一定跌价风险。截至2016年底，公司受限存货账面价值为2.86亿元，占比不足存货账面价值的1%，受限比例较小。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计324.20亿元，较年初增加7.58%，公司非流动资产以长期股权投资（占6.02%）、投资性房地产（占78.75%）、固定资产（占5.15%）和递延所得税资产（占5.00%）为主。

图4　截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至2016年底，公司长期股权投资金额为19.53亿元，较年初下降6.28%，主要系合并范围变更所致，2016年公司取得济南世茂彩石置业有限公司控制权，纳入合并报表范围，相应股权投资不再计入长期股权投资。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 255.30 亿元，较年初小幅增加 3.64%，主要来自公允价值变动（增加 11.38 亿元）及新增投资性房地产。公司投资性房地产公允价值评估主要参照所在各城市房地产市场近年来发展情况及商业物业价格。截至 2016 年底，公司受限投资性房地产账面价

值为 52.84 亿元（占投资性房地产总额 20.70%），受限比例尚可。

表 16　2015~2016 年公司投资性房地产明细（单位：万元）

投资性房地产项目	2015 年公允价值	2016 年公允价值
北京世茂大厦	262,400.00	289,100.00
绍兴世茂迪荡新城 A2A3	179,600.00	179,600.00
上海南京西路 258 号世茂商都大厦	70,000.00	70,000.00
常熟珠江东路 98 号商业楼	20,300.00	20,300.00
上海贵州路 79-85 号上卧副楼	3,280.00	3,280.00
北京世茂国际中心	259,800.00	--
昆山世茂华东商城	74,500.00	74,500.00
苏州世茂运河城一期	29,300.00	30,700.00
芜湖世茂滨江花园 4-1 号地块特色商业街 A 区、C 区	30,200.00	30,200.00
常熟卢米埃影城	2,300.00	2,300.00
沈阳世茂商业 S2	44,500.00	44,500.00
徐州世茂商业	60,200.00	60,200.00
苏州世茂运河城二期	112,200.00	122,700.00
昆山国际城	68,200.00	68,200.00
芜湖文化艺术中心	37,100.00	37,100.00
福建世茂海峡大厦商业	106,300.00	109,896.00
福建世茂海峡大厦自持办公	100,600.00	106,356.00
石狮世茂国际广场	142,000.00	170,600.00
济南世茂商业	231,900.00	251,800.00
武汉世茂嘉年华商业中心	171,900.00	176,200.00
沈阳世茂商业 S3	53,200.00	54,264.00
上海佘山纳米魔幻城	74,000.00	78,700.00
厦门集美项目	--	200,400.00
深圳商业中心	329,459.96	372,060.00
合计	**2,463,239.96**	**2,552,956.00**

资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 16.71 亿元，较年初大幅增加 195.40%，主要系增加福建世茂新里程康莱德酒店所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 86.81%）、电子设备（占 4.10%）和乐园设备（占 5.42%）构成，固定资产成新率为 86.70%，固定资产成新率较高。截至 2016 年底，公司受限固定资产账面价值为 1.04 亿元（占固定资产账面价值的 6.22%），受限比例较低。

截至 2016 年底，公司递延所得税资产总额为 16.21 亿元，较年初增加 26.45%，主要系公司可抵扣亏损金额增加、房产预售及预提成本增加，以及计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 793.69 亿元，较年无明显变化；公司资产构成较年初变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，2016 年公司资产规模较年初有小幅减少，在构成上以流动资产为主；公司货币资金较为充足，存货规模较大；公司非流动资产主要以投资性房地产和长期股权投资为主。整体来看，公司资产受限规模不大，资产质量尚可，但存货占比较高，考虑到近年来房地产行业受宏观政策调

控影响景气度有所波动，且部分区域出现分化，公司存货仍面临一定的周转风险和价值波动风险。

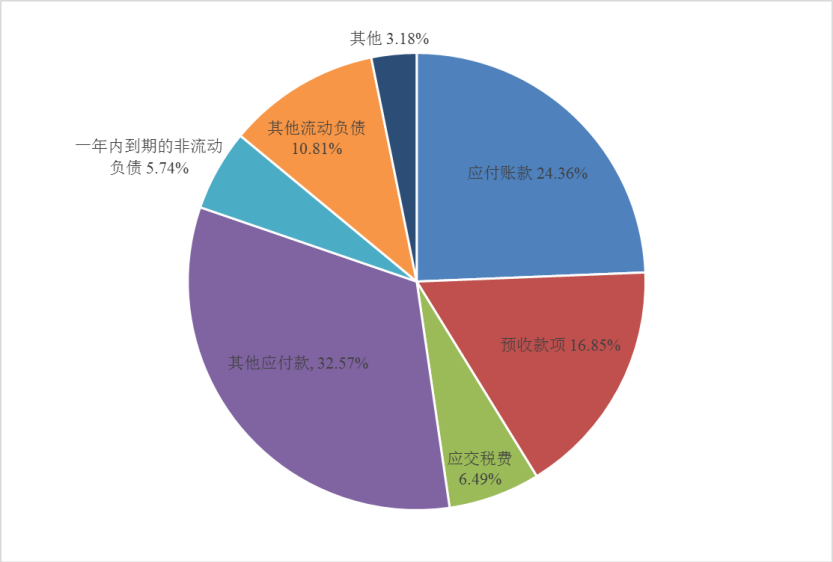
3. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债规模为 501.34 亿元，较年初增长 7.28%，主要系流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主，其中流动负债占 73.72%，非流动负债占 26.28%。

流动负债

截至2016年底，公司流动负债合计369.58亿元，较年初增加11.13%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅增加所致，公司流动负债以应付账款（占24.36%）、预收款项（占16.85%）、应交税费（占6.49%）、其他应付款（占32.57%）、一年内到期的非流动负债（占5.74%）和其他流动负债（占10.81%）为主。

图 5　截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至 2016 年底，公司应付账款为 90.05 亿元，较年初小幅增加 1.90%，主要系按完工进度预提的应付工程款增加所致；从应付账款账龄来看，1 年以内的占 79.41%，其余为 1 年以上款项；公司 1 年以上应付款主要为暂估应付工程款。

截至2016年底，公司预收款项为62.27亿元，较年初小幅增加1.56%，主要系公司预售面积增加所致，公司预收款项主要为预收售楼款（占98.76%）。公司预售中项目较多，不同项目竣工时间有所差异；从账龄上看，截至2016年底，公司预收款项中账龄在1年以内的占97.82%，1年以上的占比2.18%，账龄超过1年的预收款项主要为业主购房款。公司预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入，公司未来结转收入规模仍较大。

截至2016年底，公司应交税费余额为23.97亿元，较年初增加60.77%，主要系由于公司经营规模扩大，所需缴纳的企业所得税、增值税、土地增值税和房产税等各项税费随之增加所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款金额为 120.36 亿元，较年初增加 14.81%，主要系公司应付关联方款项增加所致。

截至2016年底，公司一年内到期非流动负债合计21.23亿元，较年初大幅增加375.03%，主要为一年内到期的应付债券“14沪世茂MTN001”和“14沪世茂MTN002”。

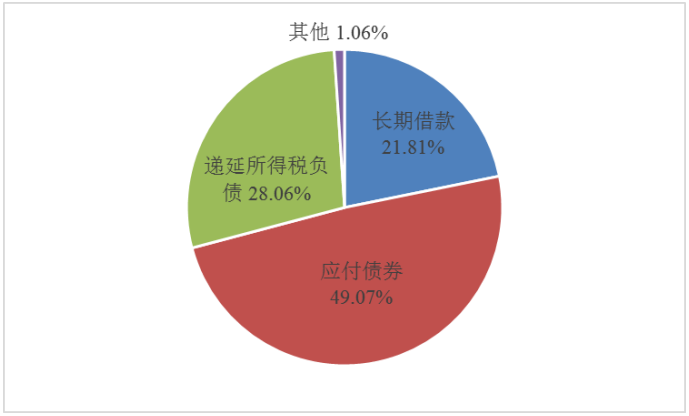
截至2016年底，公司其他流动负债39.94亿元，主要为2015年公司发行的短期融资券40.00亿

元。

非流动负债

截至2016年底，公司非流动负债合计131.76亿元，较年初小幅减少2.23%，主要系长期借款大幅减少以及应付债券大幅增加共同作用所致。公司非流动负债主要由长期借款（占21.81%）、应付债券（占49.07%）和递延所得税负债（占28.06%）组成。

图 6　截至 2016 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

截至2016年底，公司长期借款规模为28.74亿元，较年初大幅减少39.99%，主要系公司发行公司债、短期融资券和中期票据替代传统银行贷款所致。从借款类型来看，公司保证借款占20.50%、信托借款占24.35%，抵押贷款占55.15%。

截至2016年底，公司应付债券余额为64.65亿元，较年初增加30.25%，主要系公司发行的分别于2019年3月和7月到期的35.00亿元公司债所致。发行概况如下表所示；公司应付债券对公司短期构成的资金偿付压力不大。

表17　2016年公司新增应付债券概况（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行日期	发行金额	债券期限	票面利率	2015年期末余额
16世茂G1	2016.04.15	20	3	3.29	19.89
16世茂G2	2016.08.08	15	3	3.38	14.91
合计		**35**	--	--	**34.80**

资料来源：公司年报

截至2015年底，公司递延所得税负债金额为36.70亿元，主要系以公允价值计量的资产期末价值增加引起企业所得税的时间性差异所致。截至2016年底，公司递延所得税负债金额为36.97亿元，较年初小幅增加0.73%，变化幅度不大。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 491.40 亿元，较年初减少 1.98%，其中，流动负债和非流动负债占比较年初变化不大，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司全部债务为 160.30 亿元，较年初增加 5.38%，主要系应付债券的一年内到期部分增加带动短期债务规模增加所致；其中短期债务占比 41.19%，公司短期债务占比较低。截至 2016 年底，公司资产负债率为 62.71%，较年初上升 4.03 个百分点，主要系公司负债规模增加所致；公司长期债务资本化比率为 24.02%，较年初上升 1.06 个百分点，主要系公司所有者权益规模和长期债务减少共同作用所致；公司全部债务资本化比率为 34.96%，较年初上升 3.35 个百分

点，主要系公司债务规模增加以及所有者权益减少共同作用所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率为 61.91%，全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 34.64%和 24.15%，债务负担变化不大。

总体看，受公司发行公司债影响，公司负债规模有所扩大；伴随公司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，但公司整体债务较轻。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 298.15 亿元，较年初减少 9.39%，主要系资本公积转增股本以及同一控制下合并调整，使资本公积大幅减少所致；其中归属于母公司所有者权益占 66.42%。归属于母公司所有者权益中，股本占 13.53%、资本公积占 9.12%、其他综合收益（主要为公允价值变动损益）占 19.67%、未分配利润占 55.79%、盈余公积占 1.90%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，整体看稳定性偏弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 302.29 亿元，归属于母公司的所有者权益为 200.67 亿元。所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司目前负债水平适中，债务负担不重；公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

4．盈利能力

2016年，公司实现营业收入137.08亿元，较上年减少12.22%，主要系受房地产行业存在结算周期影响，公司住宅地产业务收入大幅减少所致；公司营业成本为87.95亿元，较上年减少12.64%，与营业收入变动幅度相一致，主要系住宅地产业务结转成本减少所致。公司实现利润总额38.29亿元，较上年减少3.52%；公司实现净利润27.38亿元（其中归属于母公司的净利润为21.19亿元），较上年减少5.67%。

从期间费用看，2016年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为5.01亿元、6.57亿元和0.60亿元；其中销售费用较上年减少14.20%、管理费用较上年减少4.35%，上述变动主要系公司减少重庆世茂影院管理有限公司等14家影院公司使得职工薪酬和行政费用减少所致；财务费用较上年减少38.98%，主要系公司发行融资融券使得公司整体融资成本降低所致。2016年公司费用收入比为8.89%，较上年小幅增加0.12个百分点，变化幅度较小。总体看，公司在业务规模不断扩大的同时对期间费用的控制能力也较强。

2016年，公司投资收益为10.84亿元，较上年增加17.26%，主要系公司2016年处置北京财富时代置业有限公司形成投资收益11.11亿元所致。公司投资收益对营业利润贡献率为28.31%，较上年上升5.02%。由于上述交易为一次性交易，持续性较差，未来对营业利润贡献稳定性较低。

2016年，公司公允价值变动收益为5.77亿元，较上年增加16.23%，主要系公司出售北京世茂国际中心项目，新增自持物业，以及公司投资性房地产公允价值增值共同作用所致。公司公允价值变动收益对利润影响较大，2016年对利润总额占比为15.06%，较上年增加2.56个百分点。

2016年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为6.09%、4.95%和8.73%，较上年分别下降了1.52、1.00和2.23个百分点，指标均有所下降，主要系受营业收入下降影响，公司利润总额及净利润下降，以及随着公司经营规模扩大，公司债务规模增加所致。公司总体盈利能力有所下降，但整体仍处于较强水平。

总体看，由于房地产行业的营业收入受不同项目结算周期差异性影响，公司营业收入有所下降，但盈利能力仍保持在较高水平，对于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

经营活动方面，2016 年公司经营性现金流入为 188.21 亿元，较上年减少 11.62%，主要系公司与关联方的资金往来减少使公司收到其他与经营活动有关的现金大幅减少所致；公司经营性现金流出额为 176.86 亿元，主要系公司与关联方的资金往来减少使公司支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致。受上述因素影响，2016 年公司经营活动现金流净额为 11.35 亿元，较上年大幅增加 11.07 亿元，由负转正。2016 年公司现金收入比为 99.61%，较上年大幅提高 32.84 个百分点，主要系 2015 年公司部分地产销售收入无法再当期回收，公司销售商品提供劳动收到的现金减少所致。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入为 35.95 亿元，较上年增加 109.75%，主要系公司 2016 年处置工三[3]项目收到现金增加所致；投资活动现金流出为 23.24 亿元，较上年减少 62.85%，主要系公司对财务报表进行追溯调整后，2015 年有大额投资性房地产投入使得购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金所致。受上述因素影响，公司投资活动产生的现金流净额为 12.70 亿元，由负转正。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入为 219.51 亿元，较上年减少 16.08%，主要系吸收投资收到的现金增加所致；筹资活动现金流出为 230.70 亿元，较上年增加 10.13%，主要系公司增加偿还债务所致。受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金流净额为-11.18 亿元，由正转负。

总体看，公司经营性活动现金流规模较大，由于部分地产销售回款存在账期，公司现金收入会出现波动。此外，受公司与关联方的资金往来减少影响，2016年公司现金流入有所减少；由于公司投资需求逐年减少，且2016年投资活动现金流净额由负转正，公司经营活动所产生的现金流净额逐渐可满足公司投资需求，但随着公司在建规模的增加，公司未来投资需求较大，公司仍有较大的对外融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.29 倍和 0.47 倍，分别较上年的 1.49 倍和 0.59 倍有所下降，主要系流动资产减少及流动负债增加所致。截至 2016 年底，公司现金短期债务比为 1.28 倍，较年初的 1.33 倍有所下降，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加使得公司短期债务大幅增加所致，公司现金对短期债务的覆盖程度有所下降，但仍保持在较高水平。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 40.33 亿元，主要由利润总额（占 94.95%）和计入财务费用的利息支出（3.06%）构成；EBITDA 全部债务比为 0.25 倍，较上年的 0.28 倍有所下降；EBITDA 利息倍数为 3.76 倍，较上年的 3.60 倍有所上升，主要系公司资本化利息降低所致，EBITDA 对利息支出的保障程度处于较高水平，公司长期偿债能力较强。

截至2016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以及对全资子公司提供的担保，公司对外担保金额约为19.28亿元，占公司净资产的比例为6.47%。公司对外担保企业全部为联营企业，截至目前，被担保企业经营、运作状况正常。

表18　截至2016年底公司对外担保概况（单位：亿元）

[3]北京世茂•工三位于北京三里屯核心区工体北门正对面，广场于 2011 年 12 月开业，自持商业面积约 5 万平方米，是涵盖时尚、服饰、皮具、化妆品、钟表珠宝、超市、餐饮等多元业态的商业物业。

序号	担保对象	担保方式	担保金额
1	苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	保证担保	10.00
2	长沙世茂投资有限公司	保证担保	9.28
合计		--	**19.28**

资料来源：公司提供

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 3.90 亿元承担连带保证责任。2016 年 5 月 19 日，浙江省高级人民法院作出判决，杭州世茂世纪置业有限公司归还中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行贷款本金 3.80 亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费；限公司承担连带保证责任。公司不服该判决，已申请上诉。截至本报告出具日，此案件尚在二审审理阶段。截至 2016 年底，上海世茂股份有限公司已计提 0.53 亿元预计诉讼支出。联合评级将持续关注此案件进展情况及对公司信用状况可能带来的影响。

公司与多家银行保持着密切的合作关系，截至 2016 年底，公司共计获得银行授信额度约 203.30 亿元，其中尚未使用的授信额度约为 150.90 亿元，考虑到公司作为 A 股上市公司，整体融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（G10310101001496109），截至2017年3月10日，公司无未结清不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中存在33笔不良和关注类贷款，主要系历史原因早期形成的关注贷款，均正常收回。

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

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产达 84.59 亿元，约为“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”（本金合计 35.00 亿元）的 2.42 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 298.15 亿元，约为债券本金（35.00 亿元）的 8.52 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 40.33 亿元，约为债券本金（35.00 亿元）的 1.15 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 188.21 亿元，约为债券本金合计（35.00 亿元）的 5.38 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，商业物业运营能力强，品牌影响力大，具备较强的综合竞争力；公司土地储备充足，土地成本较低，盈利能力强，未来能够持续取得较高的盈利水平。联合评级认为，公司对“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”的偿还能力极强。

八、综合评价

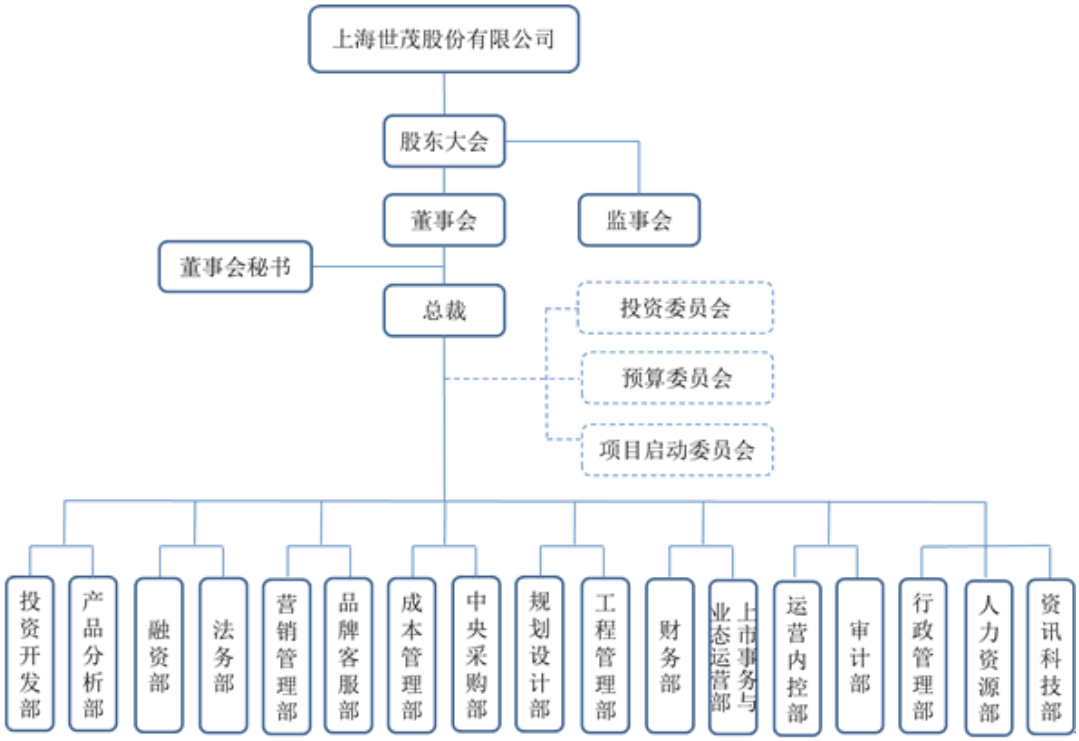
联合评级对世茂股份的跟踪评级，反映了公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业之一，在开发运营经验、品牌知名度、土地储备等方面所具备的优势。2016年，在商业地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入及盈利规模处于较高水平，资产质量良好，债务负担较轻，财务安全性较

高。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大，公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

2016 年 12 月，公司完成对前海项目、杭州项目及南昌项目的收购，使得公司位于核心城市的商业地产储备规模进一步增加，对其未来经营业绩提供有力支撑。

综上，联合评级上调世茂股份的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时上调“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”债项为“AAA”的信用等级。

附件 1　上海世茂股份有限公司
组织架构图



附件 2　上海世茂股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	796.40	799.50	793.69
所有者权益（亿元）	329.05	298.15	302.29
短期债务（亿元）	54.04	66.03	63.96
长期债务（亿元）	98.06	94.26	96.26
全部债务（亿元）	152.11	160.30	160.22
营业收入（亿元）	156.16	137.08	26.19
净利润（亿元）	29.03	27.38	3.98
EBITDA（亿元）	42.49	40.33	--
经营性净现金流（亿元）	-0.28	11.35	-2.44
应收账款周转次数（次）	10.73	8.16	--
存货周转次数（次）	0.38	0.29	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.17	0.03
现金收入比率（%）	66.77	99.61	88.03
总资本收益率（%）	7.61	6.09	--
总资产报酬率（%）	5.95	4.95	--
净资产收益率（%）	10.97	8.73	1.33
营业利润率（%）	25.68	26.22	31.87
费用收入比（%）	8.77	8.89	10.75
资产负债率（%）	58.68	62.71	61.91
全部债务资本化比率（%）	31.61	34.96	34.64
长期债务资本化比率（%）	22.96	24.02	24.15
EBITDA 利息倍数（倍）	3.60	3.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.25	--
流动比率（倍）	1.49	1.29	1.31
速动比率（倍）	0.59	0.47	0.38
现金短期债务比（倍）	1.33	1.28	1.16
经营现金流动负债比率（%）	-0.08	3.07	-0.69
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.21	1.15	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。
3、2017 年一季度相关指标未年化。

附件 3　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% （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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+交易性金融负债+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 4　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。