信用评级公告

联合〔2021〕3418 号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

上海世茂股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
上海世茂股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 G4	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 G3	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 G2	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 G1	AAA	稳定	AAA	稳定
19 世茂 G3	AAA	稳定	AAA	稳定
19 世茂 G2	AAA	稳定	AAA	稳定
19 世茂 G1	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
20 世茂 G4	5.00	5.00	2022-09-24
20 世茂 G3	5.00	5.00	2022-09-01
20 世茂 G2	10.00	10.00	2022-07-07
20 世茂 G1	20.00	20.00	2023-03-05
19 世茂 G3	5.00	5.00	2022-05-22
19 世茂 G2	10.00	10.00	2022-03-19
19 世茂 G1	20.00	20.00	2022-01-15

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级观点

2020年，上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内商业地产开发运营知名企业和世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”；股票代码：0813.HK）下属商业地产开发运营主体，在开发运营经验丰富、品牌知名度等方面仍具备一定竞争优势，且可得到股东世茂集团及关联方的较大支持。公司土地储备仍较为充足，自持物业整体运营情况较好，债务结构显著优化。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到商业地产行业竞争激烈，公司商业项目较多且部分位于三线及以下能级城市，存在一定资金压力及关联方往来款规模较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司深圳龙岗、珠海等优质项目逐步销售，公司经营状况有望保持良好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“20世茂G4”“20世茂G3”“20世茂G2”“20世茂G1”“19世茂G3”“19世茂G2”和“19世茂G1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度仍较大。**跟踪期内，公司仍为世茂集团商业地产开发及运营的核心平台，在资金支持、项目合作等方面获得其大力支持。此外，公司在品牌影响力、产品品质和项目运作等方面仍具备一定竞争优势。
2. **土地储备比较充足。**截至 2020 年底，公司土地储备权益总建筑面积约 1033 万平方米，土地储备规模仍较为充足。
3. **自持物业整体运营较好。**公司自持物业主要为分布在长三角区域及环渤海区域的写字楼和商业广场，2020 年的出租率保持在 80%以上，整体运营情况较好。
4. **债务结构显著优化，主要债务指标表现良好。**截至 2020 年底，公司债务结构显著优化，长期债务占比显著提升，有息债务期限分布较为合理，主要债务指标表现良好。此外，2020 年，公司经营现金净流入规模保持增长。

关注

1. **行业竞争激烈。**商业地产行业竞争激烈，部分地区商业

评级时间：2021 年 5 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：卢瑞　王彦

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

地产出现供给过剩情况，需关注未来公司商业物业去化率及运营情况。

2. **公司关联方往来款规模仍较大，对关联方资金支持的依赖度较高。**截至 2020 年底，公司其他应付款中应付关联方款项账面余额合计为 320.61 亿元，规模较大，主要是与关联方形成的往来款，公司对关联方资金支持的依赖度较高。
3. **面临一定的资金压力。**公司在建项目规模较大，且项目多为综合体和商业项目，开发周期长，存在一定的资金沉淀，未来公司存在一定的资金压力。
4. **需关注部分位于三线及以下城市商业项目的去化情况。**截至 2020 年底，公司开发项目中商业项目较多且部分位于商业氛围较为一般的三线及以下城市，需对上述区域项目未来的去化情况予以关注。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
现金类资产(亿元)	103.53	128.95	143.55	142.68
资产总额(亿元)	1083.20	1275.64	1493.05	1504.77
所有者权益(亿元)	447.94	482.04	499.12	504.34
短期债务(亿元)	59.72	119.25	59.44	61.76
长期债务(亿元)	145.74	117.01	185.05	209.73
全部债务(亿元)	205.45	236.25	244.48	271.49
营业收入(亿元)	206.74	214.49	217.05	36.87
利润总额(亿元)	66.42	53.49	45.05	7.08
EBITDA(亿元)	70.55	58.12	48.65	--
经营性净现金流(亿元)	39.78	47.11	48.40	-12.13
营业利润率(%)	35.70	28.21	29.74	32.22
净资产收益率(%)	10.55	7.97	6.51	--
资产负债率(%)	58.65	62.21	66.57	66.48
全部债务资本化比率(%)	31.44	32.89	32.88	34.99
流动比率(%)	161.17	117.36	117.77	122.47
经营现金流动负债比(%)	8.93	7.52	6.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	4.06	5.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.94	2.72	2.79	--
公司本部(母公司)口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
资产总额(亿元)	378.46	400.54	444.48	433.18
所有者权益(亿元)	97.55	99.89	104.03	104.74
全部债务(亿元)	143.84	158.69	135.81	130.56
营业收入(亿元)	1.23	2.95	3.81	0.05
利润总额(亿元)	10.19	10.28	11.75	0.42
资产负债率(%)	74.23	75.06	76.59	75.82
全部债务资本化比率(%)	59.59	61.37	56.62	55.49
流动比率(%)	30.58	28.96	54.51	46.64
经营现金流动负债比(%)	42.35	-4.69	4.37	--

注：1. 公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务部分已计入长期债务；2. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息；

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/04/12	杨栋、王聪、文锦华	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
AAA	稳定	2019/04/30	杨栋、王聪	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2017/08/28	王越、任贵永	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
AA+	稳定	2016/06/02	刘晓濛、韩家麒	房地产企业信用分析要点	阅读全文

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

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组成员	评级方法/模式	评级报告
19 世茂 G1 19 世茂 G2 19 世茂 G3 20 世茂 G1	AAA	AAA	稳定	2020/05/15	卢瑞 王彦	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 世茂 G4	AAA	AAA	稳定	2020/9/16	罗星驰 卢瑞	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 世茂 G3	AAA	AAA	稳定	2020/8/14	罗星驰 卢瑞	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 世茂 G2	AAA	AAA	稳定	2020/4/30	罗星驰 卢瑞	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
20 世茂 G1	AAA	AAA	稳定	2020/2/14	罗星驰 王彦	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
19 世茂 G3	AAA	AAA	稳定	2019/4/15	宋莹莹 卢瑞	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读全文
19 世茂 G2	AAA	AAA	稳定	2019/3/1	王进取 李镭	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读全文
19 世茂 G1	AAA	AAA	稳定	2018/12/21	张兆新 王进取	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由上海世茂股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

上海世茂股份有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

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

二、 主体概况

公司前身为上海万象（集团）股份有限公司（以下简称“万象集团”），是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5000万股，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6250万股法人股，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，股票简称更名为“世茂股份”。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”，2017年9月更名为“西藏世茂企业发展有限公司”）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股东。后经一系列增资、股权转让、股票期权激励计划行权及资本公积转增股本等，截至2021年3月底，公司股本为37.51亿元，控股股东为峰盈国际有限公司，持股比例43.73%，实际控制人为许荣茂先生（具体如附件1-1所示）。

截至 2021 年 3 月底，公司实际控制人许荣茂间接控制公司股份 27.44 亿股，其中处于质押状态的公司股份数为 4.30 亿股（通过股东西藏世茂企业发展有限公司所质押的股份数为 4.30 亿股），占其所持有公司股份的 15.67%，质押比例尚可。

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）。

截至2021年3月底，公司职能部门的设置变化不大（详见附件1-2）。截至2021年3月底，公司合并范围拥有在职员工合计2594人。

截至2020年底，公司合并资产总额1493.05亿元，所有者权益499.12亿元（含少数股东权益238.24亿元）；2020年，公司实现营业收入217.05亿元，利润总额45.05亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1504.77亿元，所有者权益504.34亿元（含少数股东权益241.22亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入36.87亿元，利润总额7.08亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区南京西路268号；法定代表人：吴凌华。

三、 存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司存续债券募集资金均按照募集用途使用，跟踪期内，公司存续债券均正常付息。

表 1　截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 沪世茂 MTN002	6.40	6.40	2021-05-06	2

21 沪世茂 MTN001	9.70	9.70	2021-03-16	2
20 沪世茂 PPN002	5.00	5.00	2020-04-26	3（2+1）
20 沪世茂 PPN001	5.00	5.00	2020-01-19	3（2+1）
20 世茂 G4	5.00	5.00	2020-09-24	2
20 世茂 G3	5.00	5.00	2020-09-01	2
20 世茂 G2	10.00	10.00	2020-07-07	2
20 世茂 G1	20.00	20.00	2020-03-05	3
20 沪世茂 MTN001	5.00	5.00	2020-01-09	3
19 沪世茂 MTN001	10.00	10.00	2019-10-21	3
19 世茂 G3	5.00	5.00	2019-05-22	3
19 世茂 G2	10.00	10.00	2019-03-19	3
19 世茂 G1	20.00	20.00	2019-01-15	3
18 沪世茂 MTN003	10.00	0.30	2018-12-17	3（2+1）

资料来源：联合资信整理

四、 宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，

为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020年货物进出口总额32.16万亿元，同比增长1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额17.93万亿元，同比增长4.00%；进口额14.22万亿元，同比下降0.70%。进出口顺差3.71万亿元，较上年（2.91万亿元）大幅增加。2020年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为4.74万亿元、4.50万亿元、4.06万亿元和2.20万亿元，分别增长7.00%、5.30%、8.80%和1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020年全国规模以上工业增加值同比增长2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020年工业企业利润总额同比增长4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020年服务业生产从4月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长3.00%、2.60%和2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对GDP累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降16.20个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性

基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、 行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020

年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

2. 商业地产现状

（1）行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2017年以来随着部分地区市场饱和，商业地产投资增速有所放缓，但2020年投资增速呈现企稳回升态势，办公楼开发投资增速回升较显著。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

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。

2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.76%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1－2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1－2月受新冠肺炎疫情影响所致，可比性不大。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好地进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

（2）市场供需

供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015 年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017 年，供过于求的局面开始扭转。2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%；增速较上年下降 12.36 个百分点。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用房销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.80%，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10,814.18 万平方米，同比下降 3.95%；商业营业用房销售面积 10,172.87 万平方米，同比下降 15.02%。2020

年，全国商业营业用房竣工面积 8,620.62 万平方米、销售面积 9,288.46 万平方米，销售面积大于竣工面积，整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看，2018年办公楼竣工面积3,884.04万平方米，同比增下降3.06%，增速较上年下降13.46个百分点；办公楼销售面积4,363.32万平方米，同比下降8.26%，增速较上年下降32.57个百分点。2019年，全国办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比微增1.01%；办公楼销售面积3,722.76万平方米，同比下降14.68%。2020年，全国办公楼竣工面积3,041.59万平方米、销售面积3,334.33万平方米，供需关系小幅扭转。

从全国商业地产的增速来看，2008年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009年和2010年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加24.2%和29.9%，办公楼销售面积同比大幅增长30.8%和21.9%，远超同期GDP增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2018年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降13.6%和9.4%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降15.70%和6.20%。2019年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比分别下降15.0%和16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降14.7%和15.1%。2020年，全国商业营业用房销售面积同比下降8.69%，办公楼销售面积同比下降10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

从租金水平和空置率来看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。而进入2015年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。根据赢商大数据统计，2020年上半年全国19城964个样本购物中心的平均空置率为8.88%，下半年进一步上升至11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为10.06%、二线城市为12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近30%，一线城市写字楼空置率在20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过25%。

六、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底，公司股本37.51亿元，其中峰盈国际持股43.73%，为公司控股股东。世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）通过其子公司峰盈国际、上海世茂投资管理有限公司和西藏世茂企业发展有限公司合计控制公司59.74%股份，为公司实际控制人。许荣茂先生为公司最终控制人。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司土地储备充足，为公司后续发展提供了有力支持和保障；公司在商业物业运营及多元化业态领域综合发展，在商业地产行业内具备较强的综合竞争力。

公司是集商业地产开发、销售、运营等于一体的综合地产上市公司，拥有房地产开发一级资质。公司自2007年起专注开发运营综合性商业地产项目，并开发了多个城市地标建筑。目前，公司业务布局聚焦长三角、环渤海经济圈和海西地区内的一、二线经济发达城市，在上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波、珠海、昆明、重庆等30多个城市运营多处大型商业综合体及住宅地产项目。经过多年的发展，“世茂”品牌

在全国具有较高的知名度，公司曾获“2018《财富》中国500强第397位”“2018中国商业地产年会第八届中国商业地产年会卓越企业”“第九届（2019）IF•商业地产年会卓越企业”“2020中国房地产开发企业品牌价值Top10”等荣誉。

截至2020年底，公司土地储备项目总建筑面积约2121万平方米，其中权益建筑面积约1033万平方米，可满足未来2－3年的开发运营需求，业务布局以二线城市为主，充足的土地储备为公司后续发展提供了有力支持和保障。

3. 实际控制人及其支持

公司实际控制人世茂集团是行业领先的全国大型房地产上市公司，在房地产开发领域积累了丰富的运作经验及资源，具备很强的竞争实力和抗风险能力，在资金等方面给予公司较大支持。

公司实际控制人世茂集团于2004年注册成立，2006年7月在香港联交所主板上市（股票代码：0813.HK）。区别于公司专注于商业物业开发及运营，世茂集团在住宅和酒店方面有着丰富的运营经验和较高的品牌知名度，积累了丰富的人力资源和专业管理经验。世茂集团重点布局京津冀、长江中下游、海峡西岸、珠三角、成渝山和东半岛等核心城市群内经济发展水平较高及需求旺盛的一、二线城市及强三、四线城市，截至2020年底，世茂集团在全国合计拥有434个项目，总土地储备面积为7679万平方米，平均土地成本为5188元/平方米，总货值达13800亿元，其中粤港澳大湾区及长三角区域的总可售货值分别为3950亿元和3450亿元。2018－2020年，世茂集团合约销售金额快速增长，根据克尔瑞发布的《2020年中国房地产企业销售TOP200排行榜》，世茂集团操盘金额排名第10。

表 6　2018－2020 年世茂集团销售情况
（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
合约销售面积	1068.70	1465.60	1712.60
合约销售均价	16482	17744	17536
合约销售金额	1761.50	2600.70	3003.07

注：联合资信根据世茂集团业绩公告整理

商业地产开发及运营具有沉淀资金规模大及开发周期长等特点，为支持公司业务发展，世茂集团通过借款等形式在融资方面给予公司相关支持。

作为世茂集团商业地产开发及运营核心平台，公司日常经营中除在资金等方面获得世茂集团支持，还通过“联合竞标、分别开发”的模式获取成本较低的优质土地储备。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2021 年 4 月 8 日，公司所有借款均按期偿还本息，未出现延期支付本金和利息的情况。

七、 管理分析

跟踪期内，公司管理层除总裁变动以外，整体变动不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司总裁发生变动以外，其余董事会、监事会及高管人员未发生变化。公司董事长仍由许荣茂先生担任。公司主要管理制度未发生变化。

2020年7月8日，公司原董事、总裁刘赛飞先生因个人原因申请辞去公司董事、总裁职务，并由吴凌华先生担任公司董事、总裁职务。

公司总裁吴凌华先生，1973年生，南京大学经济法硕士，现任第八届董事会董事、公司总裁；历任公司副总裁，华润置地有限公司商业地产事业部常务副总经理、华润置地（南宁）有限公司副总经理，华润（深圳）有限公司华润中心总经理。

八、 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司收入仍主要来自于住宅销售和商业地产销售。2020 年，公司营业收入小幅增长，净利润有所下降，综合毛利率较上年保持稳定。

跟踪期内，公司收入仍主要来自于住宅销售和商业地产销售。从经营情况看，2020年，公司实现营业收入217.05亿元，同比增长1.19%，同比变化不大；2020年，公司净利润32.49亿元，同比下降15.43%，主要系未计入公允价值变动收益所致。

从收入构成看，2020年，受住宅项目结算影响，公司住宅销售收入同比下降24.15%；商业地产销售收入同比大幅增长55.50%，主要系当期结转了部分珠海新领域、深圳龙岗、浙江之门等售价相对较高的项目所致。2020年，受新冠疫情影响，公司房地产租赁业务收入和酒店服务业务收入均有所下降；物业管理收入稳步提升但规模仍较小。

毛利率方面，2020年，公司住宅销售毛利率略有下降，商业地产销售毛利率有所上升；。受上述因素影响，公司综合毛利率较上年基本持平（具体如下表所示）。

2021年1－3月，公司实现营业收入36.87亿元，同比增长31.37%；实现净利润5.17亿元，同比增长6.09%。公司营业收入增长主要系疫情导致去年结转收入规模较少所致，净利润增速低于营业收入增速主要系营业成本增长以及销售费用增长所致。

表 7　近三年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅销售	126.99	61.42	41.88	136.17	63.49	33.60	103.28	31.97	32.00
商业物业运营	72.78	35.20	46.76	71.10	33.15	32.83	106.03	32.82	35.24
其中：商业地产销售	65.83	31.84	43.44	63.77	29.73	27.38	99.16	30.69	31.63
房地产租赁	6.95	3.36	78.17	7.33	3.42	80.20	6.87	2.12	87.51
酒店服务业务	2.61	1.26	45.61	2.63	1.23	61.73	1.93	0.60	60.85
物业管理	3.42	1.65	98.06	4.33	2.02	99.33	4.62	1.43	99.31
其他	0.95	0.46	39.11	0.26	0.12	25.84	1.20	0.37	46.63
合计	**206.74**	**100.00**	**44.56**	**214.49**	**100.00**	**35.01**	**217.05**	**100.00**	**35.35**

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2 商业地产及住宅地产业务

（1）土地储备

跟踪期内，公司拿地策略未发生重大转变，土地储备仍较为充足，主要分布在长三角、环渤海、海西及华南等地区二线城市，拿地成本合理，土地储备质量较好。但仍需关注部分位于三线及以下能级城市商业项目的未来去化情况。

跟踪期内，公司拿地策略未发生重大转变。2020 年公司新增 11 幅地块，拿地方式仍以招拍挂及收并购为主，权益拿地支出为89.48 亿元，新增土储以济南、厦门、福州、武汉、成都、宁波等二线城市为主，平均楼面均价有所上升；其土地面积及权益土地支出占比均在 70%以上；整体土地成本较为合理。2021 年一季度，公司新增 2 个房地产储备项目，分别位于长沙和杭州，均为商住用地，合计土地面 7.37 万平方米，土地支出 25.88 亿元。

表 8　2018－2020 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

时间	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出	楼面均价
2018 年	74.12	224.41	商业、住宅	48.79	0.34
2019 年	190.64	491.71	商业、住宅	143.77	0.44
2020 年	118.34	304.22	商业、住宅	158.03	0.56

资料来源：公司提供

从土地储备的规模来看，截至 2020 年底，公司土地储备项目总建筑面积（指未竣工面积，包括在建及拟建建筑面积）约 2121 万平方米，其中权益建筑面积约 1033 万平方米（权益比例为 48.70%），土地储备较充足。公司土地储备权益规模占比相对较小主要系近年来公司加大了合作开发力度所致，其合作方主要是其股东世茂集团以及项目所在地的国企。从土地性质看，商业性质的土地储备建筑面积约占 42.90%；综合体性质（住宅+商业）土地储备建筑面积约占比 56.39%。

从区域分布来看，截至2020年底，公司土地储备主要分布在长三角、环渤海、海西及华南等地区的一、二线经济发达城市及部分三四线城市，以二线城市为主。从土地储备权益建筑面积的城市分布来看，公司一线城市土地储备建筑面积占8.55%，均为深圳商业项目；二线城市土地储备建筑面积占66.65%；三线及以下城市土地储备建筑面积占24.81%。整体看，公司土地储备以二线城市为主，质量较好，但考虑到三线及以下城市商业氛围一般，需关注相关区域项目未来去化情况。

表 9　截至 2020 年底公司土地储备情况（单位：%、万平方米）

城市等级	项目名称	项目类型	权益占比	在建面积	拟建面积
一线城市	深圳龙岗	商业	51	86	51
	深圳坪山	商业	60	29	--
	深圳梅林	商业	9	11	--
小计			--	**126**	**51**
二线城市	天津	住宅	100	14	1
	青岛世奥商业	商业	75	--	14
	青岛国际中心	商业	100	9	--
	无锡	住宅/商业	31	--	48
	南京	住宅/商业	50	50	7
	武汉	商业	51	32	46
	沈阳	商业	100	21	61
	济南天城	住宅/商业	100	10	3
	厦门集美	住宅/商业	51	38	--
	杭州智慧之门	商业	100	30	--
	济南小鸭	住宅/商业	23	20	9
	福州 108 大楼	商业	51	--	41
	长沙正圆	住宅/商业	28	33	4
	南京 G02	住宅/商业	26	16	8
	杭州蒋村	商业	90	32	--
	昆明巫家坝	住宅/商业	26	21	--
	重庆千厮门	商业	23	7	42

	重庆中心	住宅/商业	23	18	67
	济南机床一厂	住宅/商业	26	23	19
	济南长清东王	住宅/商业	51	32	--
	珠海项目	商业	51	28	69
	厦门云街项目	住宅/商业	50	50	7
	济南唐冶项目	商业	51	32	46
	武汉左岭新城项目	商业	100	21	61
	福州帝封江项目	住宅/商业	100	10	3
	宁波潘火项目	住宅/商业	51	38	--
	眉山启迪项目	商业	100	30	--
	三亚月川项目	住宅/商业	23	20	9
	成都郫都项目	商业	51	--	41
小计			--	**635**	**606**
三线及以下城市	常熟	住宅/商业	100	24	--
	昆山	商业	100	--	6
	常州	商业	100	12	-
	石狮	住宅/商业	36	128	46
	泉州洛江	住宅/商业	51	10	--
	泉州台商	住宅/商业	17	68	--
	湖北荆门	住宅/商业	26	58	81
	怀来	商业	51	9	26
	淄博	住宅/商业	26	25	76
	永泰青云小镇项目	住宅/商业	26	51	--
	张家港永安路项目	商业	30	4	--
	荥阳华中健康国际城项目	商业	50	--	13
	茂名项目	住宅/商业	51	8	--
	肇庆项目	住宅/商业	51	--	58
小计			--	**397**	**306**
合计			--	**1158**	**963**

注：尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

（2）项目开发

跟踪期内，公司开发力度进一步加大。截至2020年底，公司在建项目规模较大，主要分布于二线城市，尚需投资规模较大，综合考虑公司每年签约销售金额、可能的土地投资及到期债务等情况，公司存在一定的资金压力。

从开发情况看，2020年公司新开工面积、竣工面积及期末在建面积同比均有所增长。2021年1－3月，公司房地产新开工面积约20.6万平方米，同比增长8%；竣工面积约14.2万平方米，同比下降38%，主要系工程规划进度影响所致。

表 10　2018－2020 年公司项目开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当期新开工面积（万平方米）	151.34	255.30	289.00
当期竣工面积（万平方米）	104.58	96.70	99.00
期末在建面积（万平方米）	647.28	872.96	1034.00

注：竣工面积包括结转收入面积、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。由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在建项目主要分布于

深圳、天津、济南、青岛、南京、杭州、武汉、厦门、济南等一二线城市；在建项目计划总投资金额约2039亿元，累计已投资资金约1256亿元，尚需投资783亿元，其中2021－2023年将分别计划投入149亿元、169亿元和177亿元；综合考虑公司每年签约销售金额、可能的拿地投资及到期债务等情况，公司存在一定的资金压力。

表 11　截至 2020 年底公司在建项目开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	开发阶段	规划总建面	计划投资金额	累计已投资金额	未来投资计划		
						2021 年	2022 年	2023 年
天津世茂茂悦府项目	住宅	在建	35	39	26	1	2	11
常熟世茂世纪中心项目	住宅/商业	在建	119	62	55	4	2	1
青岛胶南世茂国际中心项目	商业	在建	23	40	13	1	1	25
常州世茂广场项目	商业	在建	26	12	12	-	-	-
南京世茂外滩新城二期项目	住宅/商业	在建	122	140	127	4	3	3
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	在建	114	45	40	3	2	
沈阳世茂商业项目	商业	在建	88	60	17	5	10	10
石狮世茂钞坑项目	住宅/商业	在建	324	200	183	14	3	
济南世茂天城项目	住宅/商业	在建	87	62	62	0		
杭州智慧之门项目	商业	在建	39	42	35	5	3	
厦门集美项目	住宅/商业	在建	52	65	64	1		
泉州洛江项目	住宅	在建	31	32	31	1	0	
济南小鸭项目	住宅/商业	在建	29	36	28	4	3	1
泉州台商项目	住宅/商业	在建	68	42	29	4	4	6
湖北荆门项目	住宅/商业	在建	129	56	19	7	7	5
深圳坪山世茂中心项目	商业	在建	29	35	23	5	5	2
深圳龙岗项目	商业	在建	137	504	278	12	30	30
杭州蒋村项目	商业	在建	32	55	27	13	15	
昆明巫家坝项目	住宅/商业	在建	19	21	14	4	2	
张家口怀来项目	商业	在建	35	24	7	5	3	9
济南长清东王二期项目	住宅/商业	在建	31	37	7	4	10	17
济南唐冶项目	商业	在建	53	37	14	8	7	4
珠海项目	商业	在建	97	150	64	17	22	22
宁波潘火项目	住宅/商业	在建	33	55	37	6	8	4
茂名项目	住宅/商业	在建	8	6	2	1	2	1
青岛世奥大厦项目	商业	拟建	14	27	5	1	5	5
昆山新纪元	商业	拟建	6	6	1	1	2	2
福州 108 大楼项目	商业	拟建	41	66	17	1	10	10
肇庆项目	住宅/商业	拟建	58	48	9	9	4	5
三亚月川项目	商业	拟建	31	35	9	7	7	5
合计			**1910**	**2039**	**1256**	**149**	**169**	**177**

注：上表中计划投资金额系公司预计的总投资规模，故与已投资规模和未来投资计划的合计数之间存在差异
资料来源：公司提供

（3）房产销售情况

2020年，受新冠疫情等因素影响，公司签约销售面积有所下降，但得益于销售均价提升，销售金额有所增长。2021年一季度销售规模同比增速较高。公司在售项目主要分布于一二线城市，整体去化情况良好，但部分城市商

业项目去化较慢。

2020 年，公司物业签约销售面积有所下降，主要系新冠疫情导致部分项目施工进度有所放缓所致；但得益于当期销售均价的提升，公司签约销售金额同比增长 11.62%。2021 年 1－3 月，销售签约面积约 28.90 万平方米，同比增长 106%；销售签约金额约 55.60 亿元，同比增长 59%。由于去年同期疫情影响导致销售规模较小，公司 2021 年一季度销售规模同比增速较高。

从结转情况看，2020年，公司结转面积及结转金额均有所增长，主要系当期结转了售价较高的深圳龙岗大运项目、珠海项目等所致。

表 12　2018 年以来公司房地产销售主要指标
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	138.29	123.10	108.01
其中：商业	49.77	38.44	44.46
住宅	88.52	84.66	63.55
签约销售金额	271.09	243.56	271.85
其中：商业	102.52	95.91	134.51
住宅	168.57	147.65	137.33
签约销售均价	1.96	1.98	2.52
其中：商业	2.06	2.50	3.03
住宅	1.90	1.74	2.16
结算面积	117.17	83.90	108.56
其中：商业	31.20	30.78	44.11
住宅	85.97	53.11	64.45
结算金额	192.81	199.94	202.44
其中：商业	65.83	63.77	99.16
住宅	126.99	136.17	103.28

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

从在售项目情况看，截至2020年底，公司在售项目主要分布于深圳、青岛、济南、天津、南京、宁波等一二线城市，多数取得预售证项目的销售进度在70%以上，去化情况较好；部分项目因取得预售证时间较短去化率较低。其中，杭州智慧之门和长沙世茂广场项目去化率相对较低主要系公司一次性取得项目的全部预售证，根据销售策略分阶段推盘以及商业项目去化周期相对较长所致；济南唐冶项目和福州帝封江项目去化率较低主要系上述项目开盘时间较短所致。整体看，除个别商业项目去化较慢以外，公司其余在售项目整体去化情况良好。

表 13　截至 2020 年底公司主要在售项目情况（单位：年）

项目名称	物业性质	所在地	开工时间	完工时间	销售进度
青岛国际中心	商业	青岛	2012	2021	>65%
济南世茂天城	住宅、商业	济南	2014	2022	>90%
常州世茂广场	商业	常州	2009	2021	>75%
宁波滨江	住宅	宁波	2013	2021	>95%
天津世茂悦府项目	住宅	天津	2012	2021	>95%
南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	南京	2010	2021	>95%
石狮摩天城项目	住宅、商业	石狮	2014	2021	>85%
杭州智慧之门	商业	杭州	2015	2021	>45%
厦门集美项目	住宅、商业	厦门	2016	2021	>80%
泉州洛江项目	住宅、商业	泉州	2017	2021	>95%
湖北荆门项目	住宅、商业	荆门	2018	2025	>85%
泉州台商百崎湖项目	住宅、商业	泉州	2018	2022	>90%
深圳坪山项目	商业	深圳	2018	2022	>55%
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	武汉	2010	2021	>80%
深圳龙岗大运项目	商业	深圳	2019	2026	>75%
昆明巫家坝项目	住宅/商业	昆明	2019	2022	>50%

杭州蒋村项目	商业	杭州	2017	2022	>50%
淄博项目	住宅/商业	淄博	2019	2022	>90%
南京雨花 G02 项目	住宅/商业	南京	2019	2022	>85%
珠海人工岛项目	商业	珠海	2020	2023	>60%
济南唐冶项目	商业	济南	2018	2025	>30%
福州帝封江项目	住宅/商业	福州	2020	2024	>10%
宁波鄞州区潘火路地块	住宅/商业	宁波	2020	2023	>70%
长沙世茂广场	商业	长沙	2014	2019	>55%
南京新发展项目	住宅、商业	南京	2016	2019	>95%
青岛国际中心	商业	青岛	2012	2021	>65%
济南世茂天城	住宅、商业	济南	2014	2022	>90%
常州世茂广场	商业	常州	2009	2021	>75%
宁波滨江	住宅	宁波	2013	2021	>95%

资料来源：公司提供

3 房地产租赁业务

跟踪期内，受新项目入市等因素影响，公司自持商业物业出租率有所下降，但整体仍维持在较高水平；受新冠疫情影响，租金收入有所下降。考虑到商业地产行业竞争激烈及2021年新冠疫情反复仍可能对商业地产经营情况带来一定不利影响，需关注公司自持物业的未来盈利能力以及公允价值变动情况。

公司自持物业仍主要为分布在长三角区域及环渤海区域的写字楼和商业广场，以自行培育项目商业环境获得增值为目的，并以租赁形式获得稳定的现金流。

2020年，受长沙等新项目入市等因素影响，公司自持物业可租面积有所增加，出租率有所下降，但仍保持在80%以上，整体出租率较高（其中长沙世茂环球金融中心相对较低主要系公司提高入驻商户资质要求且当地市场中高端市场尚需培育所致）。此外，由于公司对部分商业广场租赁物业经营进行调整，导致办公楼租赁面积持续增长，广场租赁面积持续下降。2020年，公司租金收入规模下降主要系新冠疫情影响所致。

单位租金方面，2020年公司位于北京、上海以及济南、厦门等一二线城市核心商圈的物业租金水平较高，但部分位于二、三线城市物业租金水平较低。

表 14 2018 年以来公司自持物业租赁情况（单位：万平方米、%、亿元）

年份	物业类型	可出租面积	出租率	租金收入
2018 年	办公楼	9.17	77	1.63
	广场	71.08	89	5.21
	其他	2.47	87	0.10
	合计	**82.71**	**88**	**6.95**
2019 年	办公楼	13.80	79	2.38
	广场	62.68	95	4.78
	其他	2.47	91	0.17
	合计	**78.95**	**92**	**7.33**
2020 年	办公楼	31.73	71	2.64
	广场	61.61	88	4.06
	其他	--	/	0.17
	合计	**93.34**	**81**	**6.87**

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

表 1　截至 2020 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）

项目名称	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2020 年	
					收入	单位租金
绍兴世茂广场	13.58	10.10	9.63	95	5721	566
昆山世茂广场	17.67	9.36	9.05	97	5149	550
北京世茂大厦	7.02	5.68	5.51	97	14440	2544
沈阳世茂项目	5.91	3.00	1.80	60	1544	515
苏州世茂 52+	13.77	9.12	5.81	64	4122	452
上海世茂 52+	0.87	0.68	0.44	65	1261	1853
常熟世茂项目	4.66	4.66	4.66	100	1513	325
芜湖世茂项目	6.35	4.34	4.28	99	451	104
济南世茂广场	11.07	7.64	7.6	99	14412	1887
厦门世茂 Emall	4.31	2.25	2.07	92	3001	1336
厦门海峡世茂大厦	3.49	3.49	2.16	62	1759	505
徐州世茂 52+	5.95	3.7	2.96	80	992	268
石狮世茂摩天城	23.69	5.42	5.16	95	2124	392
南京雨花世茂 52+	2.52	1.35	1.30	96	267	198
南京雨花世茂智汇园	5.06	5.06	4.97	98	5860	1158
深圳前海世茂大厦	15.94	9.13	5.50	60	3429	376
长沙世茂环球金融中心	24.53	8.38	4.51	54	907	108
合计	**166.37**	**93.34**	**77.42**	**83**	**66955**	**717**

资料来源：公司提供

1. 经营效率

公司经营效率一般。

跟踪期内，受公司存货增长、深圳龙岗项目逐步施工部分转入投资性房地产等影响，公司主要周转指标整体均有所下降。与同行业上市公司比较，公司经营效率指标处于一般水平。

表 16　2020 年公司经营效率指标对比（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
新城控股	0.44	0.37	0.29
大悦城	0.32	0.27	0.20
陆家嘴	0.15	0.36	0.15
宝龙地产	0.41	0.32	0.20
公司	**0.25**	**0.27**	**0.26**

注：为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2. 未来发展

公司制定了未来五年的经营战略，具有自身经营特色，但计划签约销售的年化增速较高，需关注未来规模快速增长的同时公司债务及资金压力情况。

未来，公司将致力于成为有独特影响力的商业地产运营商。为了实现这一战略目标，公司制定了五年发展战略，计划在未来5年，销售签约的年化增速达到40%，自持及经营管理收入实现年化30%的增长。为了达成上述目标，公司将深耕8大核心城市群、坚持2大发展路径、研究并力争孵化3大业务平台，公司将持续聚焦并发挥自身在商业地产领域开发的优势，以实现快速、稳定、健康、长远的发展。

从经营目标看，2021年，在防控风险的同时，公司将进一步提速发展，全年计划实现合约销售380亿元，实现同比40%的增长。计划租金+物管费收入达到14.9亿元，实现同比30%的增长。根据公司2021年的经营开发计划，为配合现有业务发展的需要，公司2021年度资本性支出预计为270亿元，三项费用预计为42亿元，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。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见审计结论。公司2021年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按财政部颁布的《企业会计准则》及相关补充规定的要求编制。

合并范围方面，2020年，公司合并范围新增子公司57家，不再纳入合并范围的子公司3家；截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司共222家。2021年1－3月，公司纳入合并范围的子公司共227家，较上年底净增加5家。整体看，公司新增子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1493.05亿元，所有者权益499.12亿元（含少数股东权益238.24亿元）；2020年，公司实现营业收入217.05亿元，利润总额45.05亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额1504.77亿元，所有者权益504.34亿元（含少数股东权益241.22亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入36.87亿元，利润总额7.08亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产中存货和投资性房地产规模仍较大，但存货中开发产品占比仍较高，需对部分产品去化予以一定关注；此外，需关注公允价值波动情况。总体看，公司资产质量较好。

截至2020年底，公司合并资产总额1493.05亿元，较上年底增长17.04%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占59.61%，非流动资产占40.39%。公司资产结构以流动性资产为主。

截至2020年底，公司流动资产889.96亿元，较上年底增长21.12%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占16.13%）和存货（占70.20%）构成。

截至2020年底，公司货币资金143.54亿元，较上年底增长11.90%，主要系销售回款增加所致。货币资金中因抵押、质押或冻结等原因而受限的规模为19.13亿元，受限比例为13.33%，受限比例较低。

截至2020年底，公司存货624.79亿元，较上年底增长28.31%，主要系新增珠海、宁波潘火、福州帝封江等项目开发投入所致。从存货构成看，截至2020年底，公司存货中开发产品占比25.07%，处于较高水平，部分开发产品规模较大且存在一定规模的商业，需关注其去化和结转情况。公司存货计提跌价准备0.03亿元，其跌价准备计提较为合理。

截至2020年底，公司非流动资产603.09亿元，较上年底增长11.51%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占88.89%）构成。公司投资性房地产采用公允价值模式计量。

截至2020年底，公司投资性房地产536.08亿元，较上年底增长13.46%，主要系新增自持物业（杭州之门项目B塔、济南东王二期商业、石狮丝绸之路博物馆）所致。2018－2020年末，公司因投资性房地产带来的房地产租赁收入分别为6.95亿元、7.33亿元和6.87亿元，2020年，公司投资性房地产租金收入占公允价值比例为3%，其公允价值评估整体较为合理。

截至2020年底，公司资产受限情况如下表所示，总体看，公司资产受限比例一般。

表 17　截至 2020 年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	19.13	1.28	到期日超过3个月的保证金、借款质押存单及资金冻结
存货	106.07	7.10	借款抵押
固定资产	14.11	0.94	融资租赁及借款抵押
无形资产	2.29	0.15	借款抵押
投资性房地产	224.04	15.01	借款抵押和诉讼冻结
合计	**365.64**	**24.49**	--

注：1.尾差系四舍五入所致；2 本表占资产总额比例=受限资产/资产总额，区别于文中具体科目分析的受限比例（受限规模/该科目

期末账面价值）
资料来源：公司财务报告

截至2021年3月底，公司合并资产总额1504.77亿元，较上年底增长0.79%。其中，流动资产占59.97%，非流动资产占40.03%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，随着未分配利润和子公司收到少数股东投资的增加，公司所有者权益进一步增长。但公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比仍高，权益稳定性仍弱。

截至2020年底，公司所有者权益499.12亿元，较上年底增长3.54%。其中，归属于母公司所有者权益占比为52.27%，少数股东权益占比为47.73%。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占7.52%、7.84%和33.58%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性弱。

截至2021年3月底，公司所有者权益504.34亿元，较上年底增长1.05%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为52.17%，少数股东权益占比为47.83%。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占7.44%、7.74%和33.70%。所有者权益结构稳定性仍弱。

（2）负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长，负债结构仍以流动负债为主；受公司发行债券和开发贷规模增加的影响，公司有息债务持续增长，但债务结构显著优化，长期债务占比显著提升，表内债务负担适中。考虑到公司较大规模的关联方往来款，需对公司的实际债务情况予以关注。

截至 2020 年底，公司负债总额 993.93 亿元，较上年底增长 25.24%；其中，流动负债占 76.03%，非流动负债占 23.97%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 755.68 亿元，较上年底增长 20.70%，主要系应付账款及其他应付款增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占 24.46%）、应交税费（占 10.18%）、其他应付款（占 46.72%）、合同负债（占 6.42%）构成。

公司应付账款主要由应付工程款构成。截至 2020 年底，公司应付账款 184.85 亿元，较上年底增长 44.97%，主要系随着公司经营规模逐步扩大、工程项目大幅增多，应付账款随之快速增长所致。

公司预收款项及合同负债主要为预收售楼款。截至2020年底，公司预收款项及合同负债合计49.96亿元，同比增长4.77%；公司预收款项及合同负债占营业收入的比例为23.02%，受部分项目取得预售证时点较晚以及部分项目已销售但暂未收到现金而计入应收账款等因素影响，公司预收款项规模较小。

公司其他应付款主要由应付同一控制下关联方往来款和与合营、联营企业往来款构成。截至2020年底，公司其他应付款353.05亿元，较上年底增长54.21%，主要是与关联方上海世茂建设有限公司（系公司同一控制下企业，以下简称“世茂建设”）及上海隆汀企业管理中心（有限合伙）（为公司子公司股东）形成的往来款，分别为188.65亿元和22.31亿元，公司对关联方资金支持的依赖度较高。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债29.89亿元，较上年底下降67.76%，主要系偿还当期一年内到期的长期借款和应付债券所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 238.25 亿元，较上年底增长 42.23%，主要系长期借款和应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 35.84%）、应付债券（占 41.83%）和递延所得税负债（占 22.00%）构成。

截至2020年底，公司长期借款85.40亿元，较上年底增长49.70%，主要系业务规模扩大，融资规模增长所致；公司长期借款中以抵押贷

款为主，占比91.84%。

截至2020年底，公司应付债券99.65亿元，较上年底增长66.83%，主要系当期公司新发行50亿元公司债及中期票据所致。

截至2020年底，公司递延所得税负债52.42亿元，较上年底增长5.42%。主要系投资性房地产公允价值变动和公允价值计量投资性房地产可税前抵扣折旧摊销引起的应纳税暂时性差异增长所致。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务244.48亿元，较上年底增长3.48%，主要系发行债券和开发贷规模增加所致。债务结构方面，截至2020年底，公司短期债务占24.31%，长期债务占75.69%，受偿还大量一年内到期债务等因素影响，公司长期债务占比显著上升，债务结构显著优化。从期限分布看，公司有息债务期限分布整体较为合理（具体情况见表19）。从债务指标来看，公司表内主要债务指标表现良好，债务负担适中，但考虑到公司较大规模的关联方往来款，需对公司的实际债务情况予以关注。

表 18　公司有息债务规模及债务指标情况

（单位：亿元、%）

科目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 1-3 月
短期债务	59.72	119.25	59.44	61.76
长期债务	145.74	117.01	185.05	209.73
全部债务	205.45	236.25	244.48	271.49
资产负债率	58.65	62.21	66.57	66.48
全部债务资本化比率	31.44	32.89	32.88	34.99
长期债务资本化比率	24.55	19.53	27.05	29.37

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

表 19　公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年以后	合计
短期借款	15.84	--	--	--	**15.84**
一年内到期的非流动负债	29.89	--	--	--	**29.89**
长期借款	--	9.71	11.00	64.69	**85.40**
应付债券	--	64.80	34.85	--	**99.65**
合计	**45.73**	**74.50**	**45.86**	**64.69**	**230.78**

注：上表中未包含应付票据

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司负债总额1000.43亿元，较上年底增长0.65%，较上年底变化不大。其中，流动负债占73.65%，非流动负债占26.35%。公司仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底，公司全部债务271.49亿元，较上年底增长11.05%，主要系长期债务增长所致。债务结构方面，短期债务占22.75%，长期债务占77.25%，以长期债务为主，其中，长期债务209.73亿元，较上年底增长13.34%，主要系银行贷款增加及新发中期票据所致。从债务指标来看，截至2021年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.48%、34.99%和29.37%，较上年底分别下降0.09个百分点、提高2.12个百分点和提高2.32个百分点。

4. 盈利能力

2020年，公司营业收入略有增长，但公允价值变动收益波动等因素影响，净利润规模同比下滑。2020年公司销售费用增长较快，且受新冠疫情影响，公司对于完工项目未考虑增值，后续仍需关注公允价值变动收益对营业利润的影响。整体看，公司盈利能力尚可。

2020年，公司实现营业收入217.05亿元，同比增长1.19%，同比变化不大；2020年，公司净利润32.49亿元，同比下降15.43%，主要系未计入公允价值变动收益所致。

从期间费用看，2020年，公司费用总额为20.82亿元，同比增长18.23%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为52.85%、39.20%和7.96%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为11.00亿元，同比增长46.12%，主要系营销及企划费增加所致；管理费用为8.16亿元，同比增长5.12%，主要系行政费用增加所致；财务费用为1.66亿元，同比下降28.48%，主要系平均融资成本较上年下降了0.52个百分点所致。

非经常性损益方面，公司除主营业务带来的利润以外，对营业利润影响较大的还有公允价值变动收益。2019－2020年，公司公允价值变动收益分别为10.18亿元和0亿元。2020年，受新冠疫情影响，公司自持商业地产租赁受到一定冲击，纾困后在营项目租金有所下降，出于谨慎态度，公司当期对于完工项目不考虑增值，后续仍需关注公允价值变动收益对营业利润的影响。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.69%和6.51%，同比分别下降1.14个百分点和下降1.46个百分点，主要系利润下降所致。与行业其他公司比较，公司盈利指标整体处于一般水平。但从整个房地产行业角度看，公司整体盈利能力尚可。

表 20　2020 年公司盈利指标对比（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
新城控股	23.50	4.61	34.28
大悦城	31.44	2.33	-2.05
陆家嘴	70.65	8.00	20.90
宝龙地产	36.11	8.16	17.91
公司	**35.35**	**3.33**	**6.02**

注：上述指标均源自 Wind，与联合资信在上述指标计算上存在差异
资料来源：Wind

2021年1－3月，公司实现营业收入36.87亿元，同比增长31.37%；实现净利润5.17亿元，同比增长6.09%。公司营业收入增长主要系疫情导致去年结转收入规模较少所致，净利润增速低于营业收入增速主要系营业成本增长以及销售费用增长所致。

5. 现金流

2020 年，公司经营现金净流入规模持续增长，投资活动现金流由净流出转为小幅净流入，筹资活动净现金流净流出规模扩大。考虑到其业务开发规模等方面因素，公司未来融资需求仍较大。

表 21　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	305.93	307.72	337.58
经营活动现金流出小计	266.15	260.61	289.18
经营现金流量净额	**39.78**	**47.11**	**48.40**
投资活动现金流入小计	0.68	11.80	17.86
投资活动现金流出小计	110.76	19.49	15.37
投资活动现金流量净额	**-110.07**	**-7.70**	**2.49**
筹资活动前现金流量净额	**-70.29**	**39.41**	**50.89**
筹资活动现金流入小计	262.59	402.47	436.95
筹资活动现金流出小计	180.89	421.67	484.13
筹资活动现金流量净额	**81.70**	**-19.20**	**-47.18**

资料来源：公司审计报告

经营活动现金流方面，2020 年，随着销售回款以及往来款的增长，公司经营活动现金净流入规模持续增长。

投资活动现金流方面，2020 年由净流出转为小幅净流入。

综上，2020 年，公司筹资活动前现金流量净额保持净流入，经营活动净现金流仍可覆盖其投资活动净现金流。

筹资活动现金流方面，2020 年随着到期债务的增加，公司筹资活动净流出规模增加。考虑到其业务开发规模等方面因素，公司未来融资需求仍较大。

2021 年 1－3 月，公司经营现金流量净额、投资现金流量净额及融资现金流量净额分别为

-12.13 亿元、-3.01 亿元和 29.72 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期及长期偿债能力指标表现较好，考虑到公司在股东支持、资产质量、融资渠道等方面情况，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率较上年变化不大，速动比率有所下降，公司流动资产对流动负债的保障程度一般；受益于短期债务下降，现金类资产对短期债务保障倍数显著上升，现金类资产对短期债务的保障能力较好。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，随着利润下降，公司 EBITDA 持续下降，EBITDA 对全部债务保障程度持续下降，但 EBITDA 对利息保障能力略有提升。整体看，公司长期偿债能力仍较强。

表 22　公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率	161.17	117.36	117.77
	速动比率	39.42	39.59	35.09
	现金类资产/短期债务	1.73	1.08	2.42
长期偿债能力指标	EBITDA	70.55	58.12	48.65
	全部债务/EBITDA	2.91	4.06	5.03
	EBITDA 利息倍数	6.94	2.72	2.79

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司担保总额为 72.90 亿元，占期末所有者权益规模的 14.45%；其中对外担保（不包括对子公司的担保）14 亿元，为对关联方的担保；需对公司或有负债风险予以一定关注。

未决诉讼方面，截至2021年3月底，公司主要有两起未决诉讼。①中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行（以下简称“中行杭州经开区支行”）要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司（以下简称“杭州世茂世纪”）所欠贷款及利息共计3.90亿元承担连带保证责任。浙江省高级人民法院判决杭州世茂世纪归还中行杭州经开区支行贷款本金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；公司承担连带保证责任，公司不服该判决，已向中华人民共和国最高人民法院申请上诉。截至2020年底，该案尚在审理中。②北京城建集团有限责任公司（以下简称“北京城建集团”）于2015年1月向辽宁省高级人民法院提出民事诉状，要求判令公司子公司沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司（以下简称“沈阳世茂”）按照双方签订的合同支付工程进度款1.99亿元及进度奖励款1000万元。对于上述民事诉讼，沈阳世茂提出民事反诉讼。2020年12月14日，辽宁省高级人民法院作出上述两案的一审民事判决书。北京城建已于2020年12月29日提起上诉，待最高人民法院二审审理。公司存在一定的或有负债风险。

截至2021年3月底，公司共计获得银行授信额度316.66亿元，其中尚未使用的授信额度为76.17亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；考虑到公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

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

截至 2020 年底，母公司资产总额 444.48 亿元，较上年底增长 10.97%。其中，流动资产 121.49 亿元(占比 27.33%)，非流动资产 322.99 亿元(占比 72.67%)。从构成看，流动资产主要

由货币资金（占 16.53%）和其他应收款（占 77.89%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 94.62%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 20.08 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 340.45 亿元，较上年底增长 13.24%。其中，流动负债 222.87 亿元（占比 65.46%），非流动负债 117.58 亿元（占比 34.54%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 83.89%）和一年内到期的非流动负债（占 9.21%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 13.29%）和应付债券（占 84.75%）构成。母公司 2020 年末资产负债率为 76.59%，较 2019 年末提高 1.53 个百分点。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 104.03 亿元，较上年底增长 4.14%。在所有者权益中，实收资本为 37.51 亿元（占 36.06%）、资本公积合计 21.14 亿元（占 20.32%）、未分配利润合计 29.99 亿元（占 28.83%）、盈余公积合计 8.23 亿元（占 7.91%），所有者权益稳定性尚可。

2020 年，母公司营业收入为 3.81 亿元，利润总额为 11.75 亿元。同期，母公司投资收益为 16.13 亿元，主要为子公司股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 9.74 亿元，投资活动现金流净额 29.36 亿元，筹资活动现金流净额-36.54 亿元。

十、 存续期内债券偿还能力分析

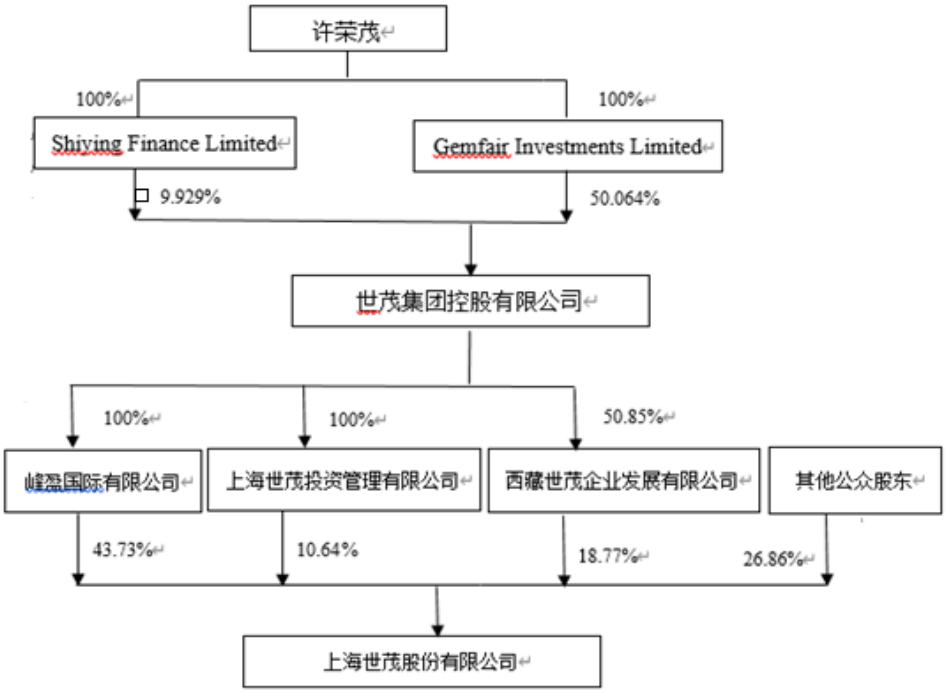
结合以下测算，并考虑到公司在股东支持、业务模式、盈利能力及融资渠道等方面因素，公司对现有存续债券余额的保障能力较强。

截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为 142.68 亿元，为存续债券余额（106.40 亿元）的 1.34 倍，公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖程度尚可。2020 年公司经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 48.40 亿元和 48.65 亿元，为债券余额（106.40 亿元）的 0.45 倍和 0.46 倍。公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对存续债券余额按期偿付起到的保障作用较为一般。

十一、 结论

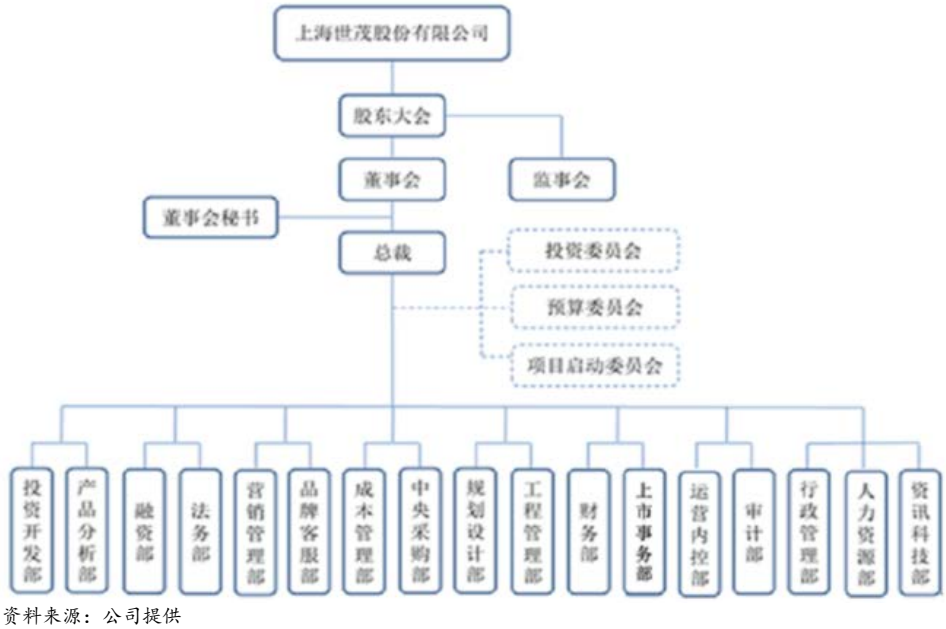
综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“20世茂G4”“20世茂G3”“20世茂G2”“20世茂G1”“19世茂G3”“19世茂G2”和“19世茂G1”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司子公司情况

序号	企业名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权比例	是否纳入合并范围
1	上海世堃贸易有限公司	20,000 万人民币	建材销售	100.00%	100.00%	是
2	昆山世茂华东商城开发有限公司	15,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
3	牡丹江茂源贸易有限公司	2,000 万人民币	建材销售	100.00%	100.00%	是
4	世茂物业管理有限公司	8,000 万人民币	物业管理	100.00%	100.00%	是
5	世茂商业管理有限公司	25,000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
6	北京茂悦盛欣企业管理有限公司	5,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
7	福州世茂天城商业管理有限公司	3,000 万人民币	销售百货	100.00%	100.00%	是
8	芜湖世茂商业运营有限责任公司	500 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
9	苏州世茂商业物业管理有限公司	1,000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
10	沈阳世茂新世纪商业管理有限公司	2,000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
11	烟台世茂商业管理有限公司	1,000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
12	济南世茂置业有限公司	146,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
13	常熟世茂商业经营有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
14	上海世茂股份投资管理顾问(香港)有限公司	美元 1 万元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%	是
15	荣帆有限公司	港元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%	是
16	芜湖世茂新世纪商业管理有限公司	3,000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
17	上海菲慕思商务信息咨询有限公司	5,000 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%	是
18	世茂影院投资发展有限公司	15,000 万人民币	投资管理和咨询	100.00%	100.00%	是
19	上海世茂世天投资有限公司	1,000 万人民币	经营儿童娱乐	100.00%	100.00%	是
20	黑龙江智和商业地产投资咨询有限公司	20,000 万人民币	投资管理和咨询	100.00%	100.00%	是
21	北京同涞房地产开发有限公司	15,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
22	上海世茂玺美企业管理有限公司	3,000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
23	上海世曜投资咨询有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
24	天津茂悦投资有限公司	38,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
25	青岛世茂投资发展有限公司	45,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
26	青岛世茂滨海置业有限公司	20,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
27	上海铂信企业管理有限公司	10,000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
28	上海酪侈贸易有限公司	5,000 万人民币	销售百货	100.00%	100.00%	是
29	绍兴世茂儿童玩具有限公司	100 万人民币	经营儿童娱乐	100.00%	100.00%	是
30	上海世茂商业投资管理有限公司	1,000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
31	意新有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%	是
32	欣择有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%	是
33	上海沁珏投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
34	牡丹江瑞盈商业地产投资咨询有限公司	50 万人民币	房地产投资咨询	100.00%	100.00%	是
35	南昌世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
36	宁波世茂理想置业有限公司	35,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
37	济南世茂商业管理有限公司	200 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
38	北京世茂星辰企业管理有限公司	900 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
39	徐州世茂商业管理有限公司	10 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是

40	南通世茂商业管理有限公司	100 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
41	昆山世茂新纪元房地产有限公司	2,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
42	上海惠沁投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
43	绍兴世茂新纪元置业有限公司	24,552.0127 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
44	常州世茂新城房地产开发有限公司	26,930 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
45	芜湖世茂新发展置业有限公司	11,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
46	徐州世茂置业有限公司	49141.26 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
47	昆山世茂房地产开发有限公司	54,766.81467 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
48	常熟世茂新发展置业有限公司	69,217.4 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
49	上海世茂新体验置业有限公司	39,109.283446 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
50	苏州世茂投资发展有限公司	52679.563 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
51	沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司	58,005.85 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
52	上海博希商务咨询有限公司	2,000 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%	是
53	上海茂沁投资管理有限公司	137,177 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
54	济南世茂天城置业有限公司	131,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
55	闽侯世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
56	上海硅浩信息科技有限公司	3,077 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%	是
57	上海欣易投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
58	宁波世茂新腾飞置业有限公司	123,850 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
59	绍兴世茂投资发展有限公司	48,345.7740 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%	是
60	绍兴浙通商务咨询服务有限公司	100 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%	是
61	常熟世茂新纪元置业有限公司	85,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
62	上海杏熙投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
63	上海乾慑企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
64	济南世茂彩石置业有限公司	10,000 人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
65	杭州世茂瑞盈置业有限公司	美元 23,000 万元	房地产开发	100.00%	100.00%	是
66	南昌水城投资股份有限公司	35,000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
67	上海世茂世慷养老服务有限公司	500 万人民币	养老服务	100.00%	100.00%	是
68	上海磐宛企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
69	上海世颢企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理	100.00%	100.00%	是
70	上海丹馨企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
71	南昌悦盈企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
72	南京穆坤企业管理咨询有限公司	10,000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
73	上海元盼企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
74	上海隽会企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
75	上海颖博企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
76	上海煦晓企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
77	济南元盛商业保理有限公司	100 万人民币	商业保理	100.00%	100.00%	是
78	青岛海茂基础工程有限公司	美元 1,670 万元	基础设施配套建设及经营	90.00%	90.00%	是
79	南京世茂房地产开发有限公司	32,800 万人民币	房地产开发	50.00%	50.00%	是
80	福建世茂投资发展有限公司	20,000 万人民币	房地产开发	50.00%	50.00%	是
81	南京世茂新里程置业有限公司	9,000 万人民币	酒店的经营	50.00%	50.00%	是
82	福建世茂新里程投资发展有限公司	186,700 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是

83	上海世茂信择实业有限公司	50,000 万人民币	项目管理及咨询	51.00%	51.00%	是
84	黑龙江通海建材贸易有限公司	500 万人民币	销售设备及材料	51.00%	51.00%	是
85	牡丹江智和房地产投资咨询有限公司	100 万人民币	房地产投资咨询	51.00%	51.00%	是
86	武汉世茂嘉年华置业有限公司	20,000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
87	青岛世奥投资发展有限公司	100,000 万人民币	房地产开发	75.00%	75.00%	是
88	牡丹江雅商建材贸易有限公司	1,000 万人民币	销售设备及材料	50.00%	50.00%	是
89	石狮世茂房地产开发有限公司	63,900 万人民币	房地产开发	35.91%	35.91%	是
90	石狮世茂新城房地产开发有限公司	78,100 万人民币	房地产开发	35.91%	35.91%	是
91	石狮世茂新里程房地产开发有限公司	60,000 万人民币	房地产开发	35.91%	35.91%	是
92	石狮世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%	51.00%	是
93	厦门世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%	51.00%	是
94	厦门世茂新领航置业有限公司	450,000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
95	泉州世茂融信新领航房地产有限责任公司	5,000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
96	泉州世茂融信新世纪房地产有限责任公司	5,000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
97	石狮世恒商务咨询有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%	51.00%	是
98	前海世茂发展（深圳）有限公司	美元 48,000 万元	房地产开发	51.00%	51.00%	是
99	南京世茂新发展置业有限公司	300,000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
100	上海震万企业管理有限公司	5,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
101	上海恩奕企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
102	上海首励企业管理有限公司	3,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
103	上海都绚企业管理有限公司	3,000 万人民币	企业管理咨询	17.34%	17.34%	是
104	上海湃仑企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
105	上海仁珂企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
106	上海泰朵企业管理有限公司	5,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
107	上海欧黎企业管理有限公司	5,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
108	上海为鸿企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
109	上海祺煦企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
110	上海漫珑企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
111	上海莱纽企业管理有限公司	5,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
112	上海朗嘉企业管理有限公司	5,000 万人民币	企业管理	51.00%	51.00%	是
113	上海积丞企业管理有限公司	5,000 万人民币	企业管理	51.00%	51.00%	是
114	上海世顽企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
115	上海率康企业管理有限公司	4,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
116	深圳市世茂新里程实业有限公司	1,000,000 万人民币	投资信息咨询	51.00%	51.00%	是
117	南京世曜商务咨询有限公司	100 万人民币	商务信息咨询	50.00%	50.00%	是
118	福州傲达企业管理有限公司	10,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
119	福建世茂创世纪置业有限公司	10,000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
120	南京恺昱企业管理咨询有限公司	3,000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
121	深圳市坪山区城投宏源投资有限公司	10,000 万人民币	房地产开发	60.00%	60.00%	是
122	西安世茂新领域置业有限公司	1,000 万人民币	发地产开发	72.00%	72.00%	是
123	北京瞳悦景观园林工程有限公司	1,000 万人民币	城市园林绿化	51.00%	51.00%	是
124	北京妙鼎建筑装饰有限公司	1,000 万人民币	项目管理;	51.00%	51.00%	是
125	湖北长建茂房地产开发有限公司	5,000 万人民币	房地产开发	26.01%	26.01%	是
126	上海煦都企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是

127	宁安汇盈建材贸易有限公司	2,000 万元人民币	销售设备及材料	51.00%.	51.00%	是
128	北京忭悦建筑装潢有限公司	1,000 万人民币	工程施工	100%	100%	是
129	北京瀚翊景观园林工程有限公司	1,000 万人民币	工程施工	100%	100%	是
130	泉州世茂新里程置业有限公司	1,000 万人民币	房地产开发	17.34%	17.34%	是
131	福州市穆达商业保理有限公司	5,000 万人民币	商业保理	51.00%	51.00%	是
132	上海都海企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%	是
133	苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	200,000 万元人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
134	长沙世茂投资有限公司	50,000 万元人民币	房地产开发	100%	100%	是
135	上海柠都企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
136	珠海世茂新领域房地产开发有限公司	10,000 万人民币	发地产开发	51.00%	51.00%	是
137	映富有限公司	/	投资管理	100.00%	100.00%	是
138	原选有限公司	/	投资管理	100.00%	100.00%	是
139	南京世耀置业有限公司	10,000 万元人民币	发地产开发	51.00%	51.00%	是
140	昆明悦盈房地产开发有限公司	10,000 万元人民币	发地产开发	26.01%	26.01%	是
141	济南文昌世茂广场置业有限公司	10,000 万元人民币	发地产开发	51.00%	51.00%	是
142	上海斐嘉企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
143	上海斐霖企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
144	上海奥宸企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	26.01%	26.01%	是
145	上海恒霆企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	26.01%	26.01%	是
146	济南永荣企业管理有限责任有限公司	5000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
147	苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	140,000 万元人民币	发地产开发	100.00%	100.00%	是
148	南京世祥置业有限公司	10,000 万元人民币	发地产开发	26.01%	26.01%	是
149	怀来饕餮小镇房地产开发有限公司	10,000 万元人民币	发地产开发	51.00%	51.00%	是
150	上海颖灏装修工程有限公司	1,000 万元人民币	销售设备及材料	100.00%	100.00%	是
151	上海渤汇园林建设有限公司	1,000 万元人民币	城市园林绿化	100.00%	100.00%	是
152	上海镭耀企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
153	上海辰岩企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
154	武汉福盈置业有限公司	1,000 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
155	上海坎睿企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
156	上海润霆企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
157	上海耀琛企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
158	珠海海新企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
159	上海长翀企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
160	上海世耀物业管理服务有限公司	5,000 万元人民币	物业管理	100.00%	100.00%	是
161	杭州艺辉商务咨询有限公司	100 万元人民币	企业管理咨询	90.00%	90.00%	是
162	杭州禾睿房地产开发有限公司	150000 万元人民币	房地产开发	90.00%	90.00%	是
163	福州泰禾永盛置业有限公司	1960.7843 万元人民币	房地产开发	90.00%	90.00%	是
164	上海茂沃可思信息科技有限公司	100 万元人民币	信息科技	100.00%	100.00%	是
165	山东领邦华皓置业有限公司	45000 万元人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
166	成都世瞻置业有限公司	500 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
167	成都世恺置业有限公司	500 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
168	宁波茂仁企业管理咨询有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
169	绍兴坤越企业管理有限责任公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
170	厦门智泽企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
171	厦门智歧企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是

172	厦门智昀企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
173	福州荆盛企业管理有限公司	5000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
174	福州景翊企业管理有限公司	5000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
175	杭州广盈企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
176	上海茂源物业管理有限公司	500 万元人民币	物业管理	51.00%	51.00%	是
177	徐州慕嘉企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
178	福州荆翼企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
179	福州荆誉企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
180	上海罗秉企业管理有限公司	500 万元人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
181	上海聚兮企业管理有限公司	500 万元人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
182	上海夜凯企业管理有限公司	500 万元人民币	投资管理	100.00%	100.00%	是
183	海口广翔企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
184	海口广轩企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
185	海口广烨企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
186	巧贤有限公司	/	投资管理	100.00%	100.00%	是
187	三亚翔睿置业有限责任公司	63800 万元人民币	房地产开发	100.00%	100.00%	是
188	南宁润庆投资有限公司	1000 万元人民币	投资管理	51.00%	51.00%	是
189	宁波茂昇企业管理咨询有限公司	1000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
190	济南庆茂置业有限公司	1000 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
191	宁波茂升房地产开发有限公司	2000 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
192	宁波茂枫企业管理咨询有限公司	1000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
193	肇庆世茂悦荣房地产开发有限公司	2000 万元人民币	发地产开发	26.01%	26.01%	是
194	深圳市博琛企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
195	深圳市栩瑞企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
196	肇庆润行企业管理有限公司	2000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
197	肇庆润欣企业管理有限公司	2000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
198	济南昌茂置业有限公司	1000 万元人民币	发地产开发	51.00%	51.00%	是
199	南宁悦茂企业管理有限公司	1000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
200	南宁悦荣企业管理有限公司	1000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
201	南京忭忻企业管理咨询有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
202	南京忭跃企业咨询管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
203	肇庆润嘉企业管理有限公司	4000 万元人民币	企业管理咨询	26.01%	26.01%	是
204	茂名世茂悦升房地产开发有限公司	2000 万元人民币	发地产开发	51.00%	51.00%	是
205	上海春锐企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
206	上海综萌企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
207	上海翔循企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%	是
208	杭州广澄企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
209	杭州广玥企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
210	成都世弘置业有限公司	500 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
211	成都世擎置业有限公司	500 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
212	成都世芃置业有限公司	500 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
213	上海曲睿企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
214	上海绿郢企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
215	上海匠巧企业管理有限公司	1000 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是
216	福州茂洲置业有限公司	2000 万元人民币	房地产开发	51.00%	51.00%	是

217	山东世茂鲁坤置业有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
218	淄博盛元房地产咨询有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
219	三亚翔合置业有限公司	1000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
220	上海世铂旅游咨询有限公司	1000 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
221	Vantage Hope Limited 優祈有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是
222	绍兴鸿轩企业管理有限责任公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%	是

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标(合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	103.53	128.95	143.55	142.68
资产总额（亿元）	1083.20	1275.64	1493.05	1504.77
所有者权益合计（亿元）	447.94	482.04	499.12	504.34
短期债务（亿元）	59.72	119.25	59.44	61.76
长期债务（亿元）	145.74	117.01	185.05	209.73
全部债务（亿元）	205.45	236.25	244.48	271.49
营业收入（亿元）	206.74	214.49	217.05	36.87
利润总额（亿元）	66.42	53.49	45.05	7.08
EBITDA（亿元）	70.55	58.12	48.65	--
经营性净现金流（亿元）	39.78	47.11	48.40	-12.13
财务指标				
销售债权周转次数（次）	9.93	7.72	6.37	--
存货周转次数（次）	0.27	0.27	0.25	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.18	0.16	--
现金收入比（%）	93.95	84.50	96.98	168.37
营业利润率（%）	35.70	28.21	29.74	32.22
总资本收益率（%）	7.67	5.83	4.69	--
净资产收益率（%）	10.55	7.97	6.51	--
长期债务资本化比率（%）	24.55	19.53	27.05	29.37
全部债务资本化比率（%）	31.44	32.89	32.88	34.99
资产负债率（%）	58.65	62.21	66.57	66.48
流动比率（%）	161.17	117.36	117.77	122.47
速动比率（%）	39.42	39.59	35.09	36.57
经营现金流动负债比（%）	8.93	7.52	6.41	--
现金短期债务比（倍）	1.73	1.08	2.42	2.31
EBITDA 利息倍数（倍）	6.94	2.72	2.79	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.91	4.06	5.03	--

注：公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务部分已计入长期债务；公司 2021 年一季度财务数据未经审计

资料来源：公司审计报告

附件 3　主要财务数据及指标(公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.53	17.52	20.08	11.76
资产总额（亿元）	378.46	400.54	444.48	433.18
所有者权益（亿元）	97.55	99.89	104.03	104.74
短期债务（亿元）	40.13	78.10	20.53	40.46
长期债务（亿元）	103.71	80.59	115.28	90.09
全部债务（亿元）	143.84	158.69	135.81	130.56
营业收入（亿元）	1.23	2.95	3.81	0.05
利润总额（亿元）	10.19	10.28	11.75	0.42
EBITDA（亿元）	10.19	10.28	11.75	--
经营性净现金流（亿元）	74.10	-10.21	9.74	-4.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.34	37.40	59.59	--
存货周转次数（次）	1.37	0.18	0.13	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	107.89	46.79	106.41	100.55
营业利润率（%）	55.83	97.29	97.83	76.33
总资本收益率（%）	4.37	4.52	5.20	--
净资产收益率（%）	10.82	11.69	11.99	--
长期债务资本化比率（%）	51.53	44.65	52.56	46.24
全部债务资本化比率（%）	59.59	61.37	56.62	55.49
资产负债率（%）	74.23	75.06	76.59	75.82
流动比率（%）	30.58	28.96	54.51	46.64
速动比率（%）	30.44	28.86	54.41	46.55
经营现金流动负债比（%）	42.35	-4.69	4.37	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：公司审计报告

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出）/(所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级(含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变