

信用等级公告

联合[2017]1535 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拟公开发行的 2017 年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年九月二十五日

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

2017年公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 80 亿元（含）

本次债券期限：不超过 10 年（含）

本期发行规模：不超过 10 亿元（含）

本期债券期限：不超过 3 年（含）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2017 年 9 月 25 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 6 月
资产总额（亿元）	589.01	796.40	799.50	829.46
所有者权益（亿元）	200.35	329.05	298.15	335.44
长期债务（亿元）	61.27	98.06	94.26	111.78
全部债务（亿元）	121.11	152.11	160.30	166.86
营业收入（亿元）	127.01	156.16	137.08	100.93
净利润（亿元）	26.08	29.03	27.38	23.85
EBITDA（亿元）	37.01	42.49	40.33	33.75
经营性净现金流（亿元）	0.76	-0.28	11.35	40.28
营业利润率（%）	31.41	25.68	26.22	33.52
净资产收益率（%）	14.38	10.97	8.73	7.53
资产负债率（%）	65.98	58.68	62.71	59.56
全部债务资本化比率（%）	37.68	31.61	34.96	33.22
流动比率（倍）	1.13	1.49	1.29	1.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.31	0.38	0.33	--
EBITD 利息倍数（倍）	3.08	3.60	3.76	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.46	0.53	0.50	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.85	2.12	2.02	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别说明均为合并口径；3、2017 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4、本报告已将长期应付款中融资租赁款计入长期债务；5、2017 年半年报已将 2016 年末财务数据重述，为便于进行财务比较，本报告中财务数据沿用公司 2016 年年报中未经重述财务数据。

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”）的评级反映了公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，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。近年来，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，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。

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营风险。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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。
3. 近年来，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

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@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

除因本次信用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。

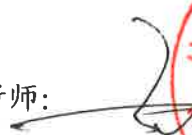
联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：  任贵永

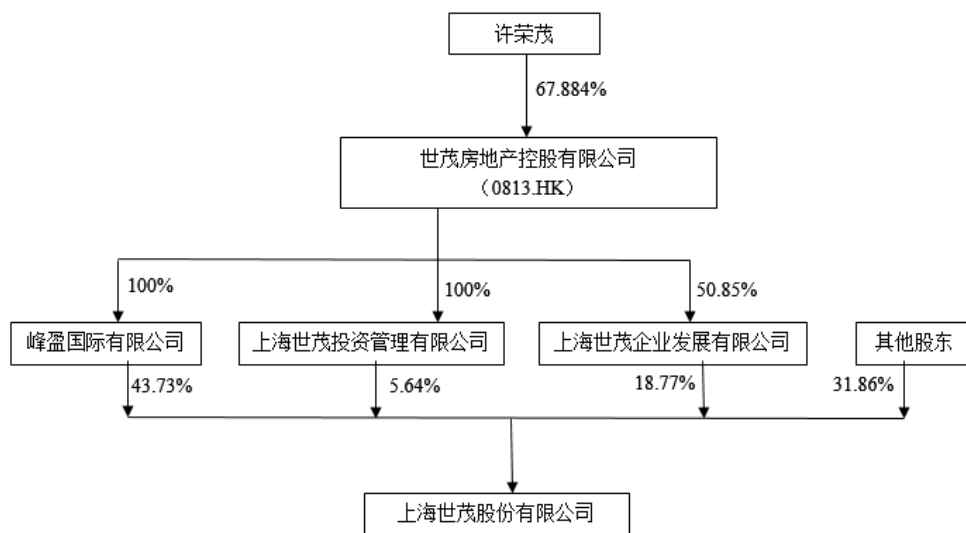
联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）前身为上海万象（集团）股份有限公司（以下简称“万象集团”），系由上海市黄浦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，上海市黄浦区国有资产管理办公室占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。后经一系列定增、股权转让及公司股票期权激励计划行权等，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6月底公司股权结构情况



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。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 829.46 亿元，负债总额 494.01 亿元，所有者权益 335.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 209.51 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 100.93 亿元，净利润 23.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 13.97 亿元，2017 年上半年经营活动产生的现金流量净额 40.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 34.33 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“上海世茂股份有限公司 2017 年公司债券（第三期）”，采取公开方式发行。本次债券发行总额不超过 80 亿元（含 80 亿元），本期债券发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）；本次债券发行期限不超过 10 年（含 10 年），本期债券发行期限为不超过 3 年（含 3 年）。本期债券面值为 100 元，拟平价发行，为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司 2016 年度第二期短期融资券。

三、行业分析

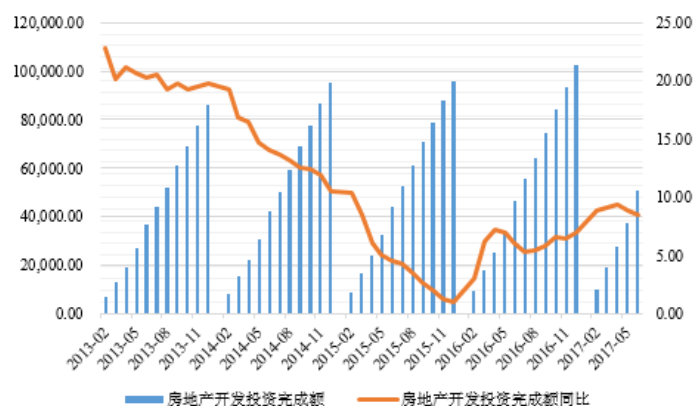
公司业务以商业物业运营为主，住宅销售为辅，属于房地产行业，且侧重于房地产行业中的商业地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2014 年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速同比大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速继续同比下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704.00 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元，同比增长 8.43%。2017 年 1~6 月，全国房地产开发投资 50,610.00 亿元，同比增长 8.50%，增速较上年同期上升 2.40 个百分点。2017 年房地产投资回升态势明显，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。

图 2 2013~2017 年 6 月全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓;但 2016 年,房地产投资增速有所回升。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大,会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

2014 年,受楼市渐冷传导,房企拿地日趋谨慎,直至四季度随着政策利好以及楼市升温,一线城市才出现反弹,但年末升温难改全年土地市场疲态。全年全国 300 个城市土地供求量均有较大程度跌幅,推出面积及成交面积比 2013 年分别减少 24%和 28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 10%;其中,住宅类用地平均溢价率为 12%,较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落,但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米,同比上涨 6%。

2015 年,土地市场整体下行,成交量及出让金均低于上年,但楼面均价上涨幅度较大。其中,各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金上升 1%外,二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2%到 9,180 元/平方米和 27%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10%到 1,560 元/平方米和 17%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2%到 751 元/平方米和 8%。

2016 年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降 16%外,二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18%到 9,965 元/平方米和 45%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34%到 2,696 元/平方米和 51%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18%到 887 元/平方米和 26%。整体看,一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地,二线城市涨幅较大,

地王频出。2017 年 1~6 月，全国 300 城市推出面积 45,967 万平方米，同比减少 4%；全国 300 个城市共成交成交土地面积 38,196 万平方米，同比减少 2%；土地出让金总额为 15,055 亿元，同比增加 37%；成交楼面均价为 2,242 元/平方米，同比上涨 39%。

表 1 2014~2017 年 6 月全国 300 个城市土地交易情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	135,659	113,235	103,212	45,967
同比（%）	-24	-18	-9	-4
成交面积（万平方米）	104,032	85,671	85,885	38,196
同比（%）	-28	-21	-3	-2
出让金（亿元）	23,412	21,793	29,047	15,055
同比（%）	-25	-10	31	37
楼面均价（元/平方米）	1,234	1,384	1,904	2,242
同比（%）	5	14	40	39
土地平均溢价率（%）	10	16	43	36
同比（%）	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 4 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控和去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

（2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 75,764.55 亿元，同比增长 11.20%。其中，国内贷款 13,352.05 亿元，同比增长 22.10%；利用外资 140.32 亿元，同比增长 58.90%；自筹资金 23,273.26 亿元，同比下降 2.30%；其他资金 39,034.93 亿元，同比增长 17.20%。在其他资金中，定金及预收款

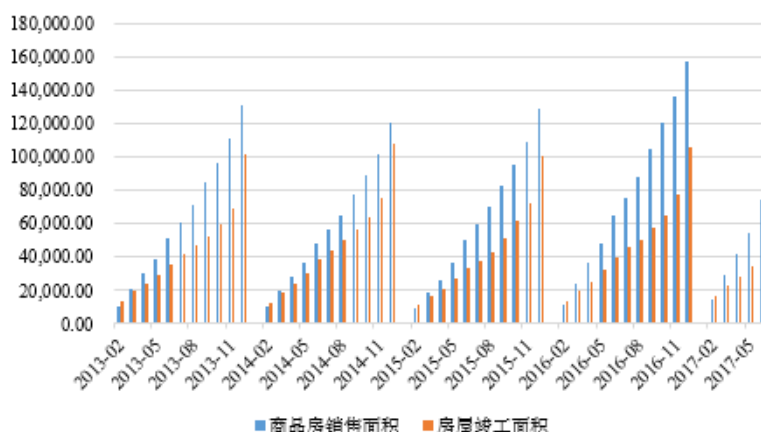
23,226.00 亿元，同比增长 22.70%；个人按揭贷款 12,000.00 亿元，同比增长 6.70%。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 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，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

（3）市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

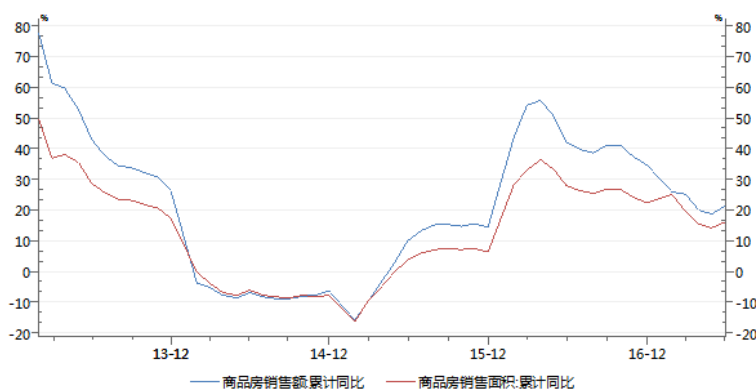
图 3 2013~2017 年 6 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 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%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017 年 1~6 月，全国商品房销售面积 74,662.00 万平方米，同比增长 16.10%。其中，住宅销售面积增长 13.50%，办公楼销售面积增长 38.80%。2017 年 1~6 月，全国房屋竣工面积 41,524.01 万平方米，同比增长 5.00%。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

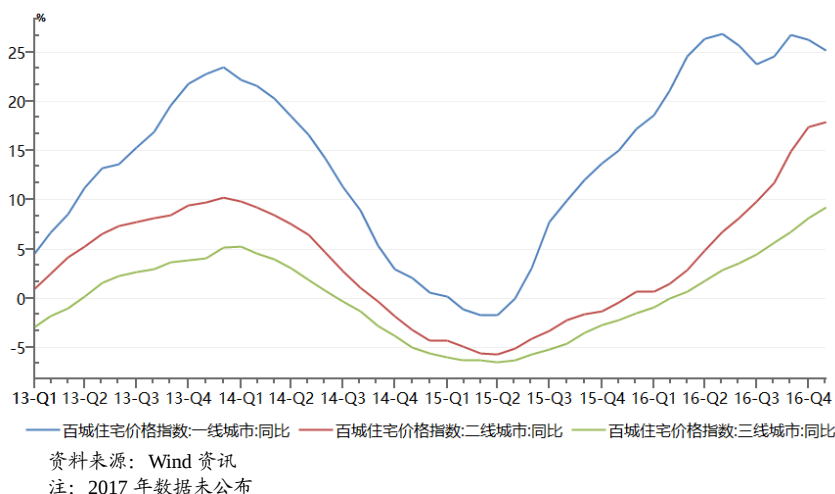
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 5 2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，一、二线城市进入企稳状态，三线城市价格进入增长通道。

3. 行业竞争

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。

进入 2014 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 17.19%和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51%和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。

表 2 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（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94

资料来源：CRIC

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，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；

由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。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 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,810 亿元的销售总额超越万科成为行业第一。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：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

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台 ze 作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行

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“十一假期”	2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017年2月	证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号，禁止私募产品投资不符合监管规定的委托贷款贷款、嵌套投资信托加护、明股实债受让房地产开发企业股权等
2017年3月	全国各地新一轮房地产限购政策密集出台，限购范围进一步扩大
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。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》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。

2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部

等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。此外，长效机制还须配套施策：从财税上降低住房交易带来的财富增值效应，从投资渠道建设上引导资金流到急需支持的实业上去等。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。进入2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。

5. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2016年底，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为76.96%，较2015年底提高了0.55个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

（2）房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年4月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

（3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

（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. 未来发展

（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。2017年2月，国务院出台的《关于创新政府配置资源方式的指导意见》中明确提到“支持各地区在房地产税、养老和医疗保障等方面探索创新”；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。从长远来看，由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。

（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

¹ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

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。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，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，地产金融化迎来发展良机。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。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（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，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内商业地产的龙头企业拥有国家一级开发资质，一直秉承“缔造精致物业”的理念，致力于商业地产的专业化销售与经营。公司在立足于长三角²的基础上，近年来加大了对环渤海经济圈³和海西地区⁴内重点城市的投入，逐步形成了以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的业务发展格局，具有较好的区位优势，公司“世茂”品牌赢得了广泛的社会知名度和品牌美誉度。

截至2016年底，公司资产规模达到799.49亿元；2016年，公司实现营业收入137.08亿元，实现净利润27.38亿元；归属于上市公司股东的净利润21.19亿元。公司努力夯实基础管理、控制经营风险、加强资金管理，积极推动下属商业地产开发、商业投资运营、多元投资等业态经营业务保持良好的发展状态。

2016年，公司实现合同签约额149.27亿元，合同签约面积86.59万平方米。2016年，公司坚持市场需求为导向，结合产品供应与市场动态发展相结合，通过下属石狮、济南、南京、青岛、宁波、天津、武汉、苏州等项目的销售，持续加大物业销售力度，取得了一定的销售业绩和库存去化效果。公司项目开发有序推进，年内新增开工面积122.10万平方米，竣工面积达到104.68万平方米，期末在

²长三角区域主要包括上海市、江苏省和浙江省。

³环渤海经济圈主要包括天津、北京、河北省、辽宁半岛和山东半岛。

⁴海西地区主要以福州、厦门、泉州、温州、汕头5大城市为中心，范围涵盖台湾海峡西岸，包括浙江南部、广东北部和江西部分地区。

建面积达519.86万平方米，公司持有的经营性物业面积达到115.95万平方米。2016年，公司完成了深圳前海世茂金融中心项目、杭州世茂智慧之门项目、南昌世茂商业项目的收购工作，完成了厦门世茂集美项目的转让工作，并且获取了济南、泉州两处新项目，截至2016年底，公司持有的土地储备近1,000万平方米，为公司后续发展提供有力支持和保障。

公司曾获“2012年中国商业地产最具影响力开发商”、“2013中国商业地产价值榜”、“2013中国房地产公司品牌价值TOP10”、“2014中国房地产开发企业品牌价值10强、商业地产企业品牌价值10强”、“2015年中国商业地产十大品牌企业”、“《第一财经2016年度地产汇A股上市房企综合实力TOP50之第9名》”等殊荣，进一步提高了“世茂”品牌在全国内的知名度和影响力。

总体看，公司秉承“缔造精致物业”的理念，近年来在商业物业运营及多元化业态综合发展领域具有独特的战略优势和管理经验，在商业地产行业内具备较强的综合竞争能力。

2. 人员素质

截至2016年底，公司拥有高级管理人员6名，其中总裁1名，副总裁4名，董事会秘书1名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长许荣茂先生，出生于1950年7月，中国国籍，持中国香港居留权，工商管理硕士，现任公司第七届董事会董事长，世茂房地产控股有限公司董事局主席；曾任公司第六届董事会董事长。

公司总裁刘赛飞先生，出生于1961年10月，新加坡国籍，硕士学历，现任公司第七届董事会董事兼总裁及世茂房地产控股有限公司非执行董事；曾任世茂房地产控股有限公司执行董事兼副总裁，世茂旅游有限公司总裁等职务。

截至2016年底，公司拥有在职员工1,658人。从学历结构看，大学本科及以上学历占比48.01%，大学专科学历占比28.71%，大专以下学历占比23.28%。从年龄构成看，30岁以下员工占比34.21%；30~40岁员工占比47.46%；40~50岁员工占比14.93%，50岁以上员工占比3.40%。

总体看，公司团队从业经验丰富，员工岗位构成符合公司所属行业特点，员工素质普遍较高，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》和其他有关规定设立了外商投资股份有限公司，同时根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事和高级管理层组成的法人治理结构体系，并在董事会下设薪酬与考勤委员会、审计委员会、提名委员会、战略委员会和督办与考核委员会。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事4人；设监事5人，负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总裁1人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司建立了董事会、监事和高级管理层的独立运行机制，公司治理结构健全，运行有效。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金

管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。公司设有产品开发中心、营销部、财务中心、人力资源部、办公室、项目发展部、成本合约部、招采中心、品牌管理中心、审计部等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

项目管理方面，公司对工程的施工单位采用招投标的方式来选择，保证每个施工单位都是具有相应资质并经国家建设主管部门认可注册的单位。在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款，及出现质量不符和质量争议时的解决方法。工程建设中，公司安排专人现场巡查监督，要求施工单位根据要求随时提供有关工程质量的技术资料等。在施工合同中，在质量保证期间预留工程款10%的质量保证金，待质量保证期内不发生质量问题退还施工单位。每年公司会从施工质量、施工进度和安全措施方面对施工单位进行评定。

财务管理方面，公司根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定了公司财务管理制度。该制度适用于公司总部，全资子公司、控股子公司参照执行。该制度从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备计提与财务核销、会计档案管理以及会计工作交接管理等几个方面对公司财务进行规范。

资金管理方面，公司以规范和强化资金计划管理和融资管理为目标，制定了资金管理制度。而且，公司为了保障公司整体资金回笼与融资计划的稳定运行，在所有下属公司的融资计划管理与考核、资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等方面制定了以资金中心为核心的内部资金调动审批流程和融资计划，并对各级资金调度管理制定了严格的问责制度。

内部审计方面，公司根据《中华人民共和国审计法》和国家有关内部审计工作的规定，制定了内部审计制度。内部审计的内容包括被审计单位的资产负债情况、财务收支情况、内部控制执行和财务制度建设情况等。审计部定期向公司管理层报告。

子公司管理方面，根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，各区域公司和项目公司为公司经营和管理的基层单位，每个项目公司负责所在地的若干项目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内项目公司的日常管理和部分考核评价。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、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。2014~2016年，公司实现营业收入分别为127.01亿元、156.16亿元和137.08亿元，波动增加，年均复合增长3.89%，主要系受房地产行业结算周期影响所致；公司实现净利润分别为26.08亿元、29.03亿元和27.38亿元，波动增加，年均复合增长2.47%。

从构成来看，公司业务收入主要来自于商业物业运营、住宅地产业务等。2014~2016年，公司住宅地产业务收入分别为35.67亿元、107.75亿元和81.19亿元，占营业收入比重分别为28.08%、69.00%和59.23%，占比大幅波动增加；商业物业运营业务收入分别为85.36亿元、40.71亿元和51.11亿元，占营业收入比重分别为67.21%、26.07%和37.28%，占比大幅波动下降，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，

公司商业地产销售收入分别为81.10亿元、35.92亿元和45.57亿元，占营业收入的比重分别为63.85%、23.00%和33.24%，占比大幅波动下降；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，近三年，公司房地产租赁业务收入稳步上升，分别为4.26亿元、4.78亿元和5.54亿元，占营业收入比重分别为3.35%、3.06%和4.04%。

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。

2017年1~6月，公司实现营业收入100.93亿元，同比增长54.11%，主要系住宅地产项目销售收入大幅增长所致；实现净利润23.85亿元，同比增长45.00%，其中归属于母公司的净利润13.97亿元，同比增长0.46%。

表5 2014~2017年6月公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1~6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅地产业务	35.67	28.08	24.75	107.75	69.00	30.39	81.19	59.23	31.99	84.56	83.78	39.98
商业物业运营	85.36	67.21	46.18	40.71	26.07	41.38	51.11	37.28	38.25	13.10	12.98	37.59
其中： 商业地产销售	81.10	63.85	44.00	35.92	23.00	34.97	45.57	33.24	33.26	10.19	10.10	26.26
房地产租赁	4.26	3.35	87.61	4.78	3.06	89.52	5.54	4.04	79.41	2.91	2.88	77.33
影院业务	2.33	1.83	56.67	3.25	2.08	57.25	0.26	0.19	48.52	0.09	0.09	56.50
酒店服务业务	1.11	0.87	64.53	0.82	0.53	57.79	1.26	0.92	40.94	1.06	1.05	42.03
物业管理	1.62	1.28	99.52	2.52	1.61	100.00	2.53	1.85	99.23	1.73	1.71	97.16
百货业务	0.19	0.15	8.93	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	0.72	0.57	86.81	1.11	0.71	93.14	0.74	0.54	61.91	0.39	0.39	-10.63
合计	127.01	100.00	41.40	156.16	100.00	35.53	137.08	100.00	35.84	100.93	100.00	40.49

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

作为房地产行业，其毛利率水平受结算产品结构变化影响较大。2014~2016年，公司主营业务毛利率下降明显，分别为41.40%、35.53%和35.84%，主要系商业地产销售业务毛利率大幅下降以及高毛利区域销售收入占比下降综合影响所致，由于商业物业运营业务收入和住宅地产业务收入占主营业务收入比重较大，其对公司综合毛利率水平影响较大。2014~2016年，公司商业物业运营毛利率呈持续下降趋势分别为46.18%、41.38%和38.25%；商业地产销售业务毛利率呈持续下降趋势，三年分别为44.00%、34.97%和33.26%，主要系当年公司商业地产项目结算结构调整，高毛利区域销售收入占比下降所致；房地产租赁业务毛利率波动下降，分别为87.61%、89.52%和79.41%，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。2014~2016年，公司住宅地产业务毛利率呈持续上升趋势，三年分别为24.75%、30.39%和31.99%，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。

2017年1~6月，公司主营业务毛利率为40.49%，同比上升8.88个百分点，主要系住宅地产销售毛利率大幅上升所致；公司住宅地产业务毛利率为39.98%，同比上升15.49个百分点，主要系公司下属厦门集美项目等住宅房地产项目销售所致；公司商业物业运营毛利率为37.59%，同比下降8.13个百分点，主要系结算的商业物业毛利率较低所致。

2014~2016 年，公司主营业务收入按区域⁵分情况如下表所示；公司营业收入主要来自于华东地区，其次为华北地区。公司华东地区营业收入区域构成以浙江省和江苏省为主，区域集中度较高，符合公司立足于长三角地区的区域市场战略布局，2014~2016 年华东地区收入占比分别为 80.76%、94.76%和 88.26%。公司华北地区营业收入呈持续减少趋势，2014~2016 年华北地区营业收入占比分别为 12.28%、3.77%和 3.25%。上述营业收入占比变动主要系近几年公司在维持华东地区业务收入较高水平的基础上不断加大其他地区业务投入，布局拓宽至东北地区、华中地区、西南地区和华南地区所致，在一定程度上缓解了区域集中度较高所带来的风险。2016 年，公司将房地产业务布局拓宽至华南地区和境外地区，其中，华南地区收入为 8.03 亿元，占比 5.86%，主要系公司深圳前海商业地产项目销售的收入；境外地区收入为 0.09 亿元，系公司在澳洲的农场业务收入。

表6 2014~2016年公司营业收入区域构成（单位：亿元、%）

区域	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东地区	102.57	80.76	147.98	94.76	120.99	88.26
华北地区	15.60	12.28	5.89	3.77	4.46	3.25
东北地区	0.79	0.62	0.29	0.19	0.44	0.32
华中地区	7.48	5.89	1.47	0.94	3.06	2.23
西南地区	0.57	0.45	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	127.01	100.00	156.16	100.00	137.08	100.00

资料来源：公司年报、联合评级整理。

2017 年 1~6 月，公司在华东地区的房地产销售收入达到 97.33 亿元，同比增长 58.30%，占营业收入的 96.43%，占比突出。

总体看，公司已形成以商业地产的投资、开发和经营，以及住宅地产开发相结合的经营模式，整体经营规模较大、经营稳健；公司主营业务收入规模较大，整体毛利率水平较高、盈利规模较大；主营业务区域集中度较高，公司销售收入易受区域政策风险和区域经济下滑风险影响。

2. 商业及住宅物业业务运营

公司主营业务以商业物业运营和住宅地产销售为主，其中商业物业运营主要以商业地产销售为主。公司大部分项目采取商业、住宅联动开发模式或商业广场开发、运营模式，公司商业物业和住宅物业在土地储备、土建招标、原材料采购、项目开发及销售等方面难以明确区分，故下文在土地储备、招标采购、项目开发及销售情况等方面将商业物业与住宅物业相结合进行分析，并单独分析公司自持商业物业运营情况。

（1）土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润最为重要的环节。

由于公司并不刻意追求规模扩张，以能满足公司未来 3~5 年开发需求为目标，公司土地储备规

⁵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。

模保持稳健增长。2014 年，公司实际购置土地面积 15.89 万平米，对应建筑面积 90.79 万平米，土地支出 27.40 亿元。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，土地支出 38.50 亿元。2014~2016 年，公司土地储备建筑面积分别约为 1,088 万平方米、956 万平方米和 999 万平方米，土地储备总量近三年相对稳定且比较充足。

表7 2014~2017年6月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
2014 年	15.89	90.79	商业、住宅	27.40
2015 年	0	0	--	0
2016 年	53.60	69.52	商业、住宅	38.50
2017 年 6 月	12.73	5.09	商业	1.55

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⁶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。整体上，公司土地储备以二、三线城市为主，质量较好，购置价格较低。

截至 2017 年 6 月，公司土地储备建筑面积约为 1,015 万平方米，其中土地购置面积为 12.73 万平方米，对应建筑面积 5.09 万平方米，2017 年公司购置土地用途全部为商业地产，购地支出为 1.55 亿元。

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）土建招标和原材料采购

公司将采购分为土建、装修、材料等不同环节，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

土建招标

近年来随着公司项目规模的快速扩大，公司每年发包量不断提高，2013 年以来每年发包规模均超过 100 亿元⁷。

公司侧重选择实力较强的土建方进行合作，并对招标过程进行严格管理，一般需要由工程项目公司、区域公司 and 公司总部三方联合进行招标和评标，以确保土建方选择过程的公平与透明。

工程造价管理方面，公司依据各地区历史项目数据，并参考区域周边相应的施工造价情况，能够较为准确的测算合理造价范围。

⁶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。

⁷由于公司对发包规模未详细记录，无法披露发包规模明细。

供应商管理方面，公司管理与监察中心主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面对供应商进行定期考核，对于考核不达标的供应商，公司将要求其整改，若供应商不能按要求完成整改，公司将采用法律途径或其他正常途径终止合作。

近三年，公司前十名供应商占同期建筑发包量的比例均维持在 20.00% 左右水平，集中度较低，公司不存在依赖少数固定供应商的情况。

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约 70.00% 的工程款，工程完工验收后，支付审计后的差额工程款，剩余 5% 工程款于两年质保期后支付。

材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司会与总包方签订原材料采购框架协议，一方面，规定部分原材料及设备相关的品牌、规格、型号、厂家、价格等；另一方面，对部分原材料（如：钢材、混凝土等）按市场价格进行浮动计价调整；尽管公司大部分原材料由总包方代为采购，但公司通过指定供应商、指定价格等方式从源头控制了原材料采购质量。

公司对甲供材料采取集中采购、分散供货的模式，由公司总部根据建设计划确定采购规模。公司的原材料采购均采取招标方式进行，由项目公司、区域公司 and 公司总部共同组织原材料采购招标。公司建立了供应商数据库，对新进入的供应商会实地考察其生产设施和经营状况，经一系列评判后，将合格者纳入公司供应商体系。主要材料采购方面，公司倾向与全国排名前列的供应商进行合作，一般要求供应商在价格和供货能力方面配合公司需求。招标过程由项目公司、区域公司 and 公司总部共同参与，要求从多家供应商中选取两到三家具有价格和供货优势的供应商进行合作。

成本控制方面，公司依据历年来在各个不同地区的历史采购数据，形成了各种主要材料的价格指导区间，能够有效防止过高和过低价格对公司正常成本管控和质量控制的干扰。供货价格每年根据行情进行调整；对于乙供材料，公司会根据期间原材料价格变动调整施工合同造价。

公司与供应商签订合同后，项目公司根据建设进度向供应商发出发货指令，并定期对供应商的供货及时性、供货质量等进行综合履约评判，并进行打分，将不合格或者出现重大投诉的供应商剔除出供应商库，在未来几年将不与之合作。

截至 2016 年底，公司前五名供应商采购额⁹39.25 亿元，占年度采购总额 42.71%；其中前五名供应商采购额中关联方采购额 0 万元，占年度采购总额 0%。

货款支付方面，公司按照与供应商的合同约定周期进行付款，不同合同条款的支付方式有所不同；同时，公司依据合同中的资金计划，在付款前由公司总部成本部复核、财务部审批后，才支付货款。

总体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施，公司对采购成本具有较强的控制能力。

（3）项目开发

2014~2016 年，公司房地产开发建设情况如下表所示。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。2014~2016 年，公司新开工面积波动下降，分别为 196.03 万平方米、53.98 万平方米和 122.10 万平方米；其中 2015 年公司新开工面积大幅放缓，主要系结合在建施工量，公司控制开发节奏，当年无购置土地所致；2014~2016 年，公司竣工面积小幅波动增长，分别为 97.94 万平方米、105.85 万平方米和 104.68 万平方米，一方面

⁹由于 2013~2015 年交易所对公司前五大采购供应商的披露无要求，公司未做相关统计。

系公司为保持经营持续性，严格控制项目工程开发进度以适应市场变化，减少资金占压，另一方面系商业地产开发因产品性质不同具有波动性；2014~2016年，公司期末在建面积呈持续减少趋势，分别为610.83万平方米、551.12万平方米和519.86万平方米，主要系受2015年新开工面积大幅下降影响，2016年公司在建项目面积下降所致。

表8 2014~2017年6月公司项目开发情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~6月
当期新开工面积（万平方米）	196.03	53.98	122.10	104.92
当期竣工面积（万平方米）	97.94	105.85	104.68	20.73
期末在建面积（万平方米）	610.83	551.12	519.86	592

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。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。

截至2017年6月底，公司新增开工面积104万平方米，施工面积达到592万平方米，竣工面积达到21万平方米。

截至2017年6月底，公司在建项目开发情况如下表所示；公司在建项目19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年竣工。公司在建项目计划总投资金额1,043.91亿元，截至2017年6月底，公司已投资金额649.95亿元，2017年7~12月、2018和2019年计划投资金额分别为73.10亿元、147.85亿元和96.61亿元。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，总规模预计为310.78亿元，占在建项目总规模的29.77%，占比较大。

表9 截至2017年6月底公司在建项目开发情况（单位：亿元、年、%）

项目名称	项目所在地区	开工时间	预计竣工时间	项目性质	计划投资金额	已投资金额	项目进度	未来投资计划		
								2017年7~12月	2018年	2019年
天津世茂悦府项目	环渤海	2012	2018	住宅/商业	39.00	15.56	41%	4.41	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	99%	0.33	--	--
常熟世茂世纪中心项目	长三角	2007	2018	商业	61.81	50.81	82%	3.46	7.40	--
青岛胶南世茂国际中心项目	环渤海	2012	2018	商业	40.00	4.92	13%	4.86	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	95%	2.15	--	--
常州世茂广场项目	长三角	2009	2017	商业	12.30	8.16	69%	3.79	--	--
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	93%	1.19	5.61	--
上海天马山新体验中心商业项目	长三角	2009	2017	商业	34.36	30.17	89%	0.02	4.27	--
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	29%	0.44	10.00	10.00
石狮世茂钞坑项目	海西	2014	2018	住宅/商业	200.37	124.11	69%	9.88	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	67%	6.86	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%	1.58	0.18	--
深圳前海项目	海西	2014	2019	商业	58.42	30.66	55%	3.05	15.00	8.52
杭州智慧之门项目	长三角	2014	2020	商业	42.46	17.96	50%	0.22	8.00	8.00
南昌水城项目	长三角	2014	2019	商业	40.00	11.80	33%	1.16	15.00	10.80
厦门集美项目	海西	2015	2018	住宅/商业	65.00	42.01	70%	7.63	11.62	--
南京雨花项目	长三角	2016	2019	住宅/商业	43.45	25.98	60%	3.55	5.00	8.92
泉州洛江项目	海西	2017	2019	住宅/商业	32.04	16.85	53%	4.52	5.00	5.67
合计					1,043.91	649.95	--	73.10	147.85	96.61

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。

杭州智慧之门项目位于浙江省杭州市滨江区江南大道 9 号，规划协同路与规划解放桥路交叉口东北角，系由公司下属杭州瑞盈实施建设。该项目用地面积 3 万平方米，总规划建筑面积 39 万平方米，由两幢 280 米超高综合体、一幢 19 层精装 LOFT、两幢配套商业楼及城市景观广场组成。该项目计划投资 42.46 亿元，截至 2016 年底已投资 17.96 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，公司严格控制项目的开发进度，对工程及成本进行严格管理；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，但对开发资金的需求规模亦较大。

（4）房产销售情况

公司商业及住宅物业销售主要集中于长三角、环渤海及海西地区。公司以开发城市综合商业体

为主，较大的项目规模使公司能享有较低的土地成本及优惠的政府政策等规模经济效益，同时，公司基于当地市场情况及对现金流量的需求，出售部分商业物业，并保留部分用以出租使用，以获取稳定的租金收入及享受物业资本升值。

公司商业物业涵盖写字楼、商业广场、商场、SOHO、步行街、大卖场、展销中心、街铺等多种业态，其客户主要为自营类客户和投资类客户；自营类客户由公司所开发的商业物业定位及类型所决定，其购买商业物业的主要目的为自用及经营；投资类客户主要为对商业物业租赁和未来的资产投资价值有偏好的客户群体，其购买商业物业的主要目的为对外租赁和再次出售。公司住宅物业多为商业物业配套项目，按照不同城市的商业项目规划，公司住宅物业涵盖多层、高层中高档住宅及别墅等多种业态，其客户多为刚需用户和改善型用户。

2014~2016年，公司物业销售情况如下表所示。公司协议销售面积和销售金额波动减少，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。从分产品类型看，协议销售面积方面，2014~2016年公司商业物业协议销售面积分别为32.50万平方米、18.35万平方米和30.71万平方米，波动减少；2014~2016年住宅物业协议销售面积分别为91.01万平方米、121.69万平方米和55.88万平方米，波动减少；2015年~2016年公司商业物业协议销售面积大幅增加但住宅物业协议销售面积大幅减少，主要系公司项目推进节奏影响，产品结构有所变化所致。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；2014~2016年，公司商业物业协议销售均价分别为1.51万元/平方米、1.48万元/平方米和2.11万元/平方米，波动上升，主要系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；2014~2016年，公司住宅物业协议销售均价分别为1.22万元/平方米、1.23万元/平方米和1.51万元/平方米，呈持续上升趋势，主要系2014~2015年市场景气度下降以及公司新开盘住宅位于均价较低二三线城市所致，公司住宅物业销售均价较低，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。2014~2016年，公司结转收入面积分别为69.36万平方米、153.46万平方米和97.98万平方米，波动增加；公司结转收入金额分别为116.78亿元、137.84亿元和126.76亿元，波动增加；上述波动主要系公司不同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 10 2014~2016 年公司物业销售情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
协议销售面积（万平方米）	123.51	140.04	86.59
其中：商业	32.50	18.35	30.71
住宅	91.01	121.69	55.88
协议销售金额（亿元）	160.35	177.10	149.27
其中：商业	49.04	27.24	64.84
住宅	111.31	149.86	84.43
协议销售均价（万元/平方米）	1.30	1.26	1.72
其中：商业	1.51	1.48	2.11
住宅	1.22	1.23	1.51
结转收入面积（万平方米）	69.36	153.46	97.98
其中：商业	43.31	17.12	27.89
住宅	26.05	136.34	70.09
结转收入（亿元）	116.78	137.84	126.76

其中：商业	81.10	30.09	45.57
住宅	35.68	107.75	81.19

资料来源：公司提供

注：1、各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致。2、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。3、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2017年6月底，公司在售项目25个，已销售金额达661.36亿元。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11 截至2017年6月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	截至2017年6月底已销售总额（亿元）
常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2017	>90%	51.83
苏州世茂广场	商业	2008	2015	尾盘销售	19.95
苏州园区	住宅	2014	2017	>85%	17.63
青岛诺沙湾	住宅	2012	2017	>95%	48.74
青岛国际中心	商业	2012	2018	>20%	0.49
济南国际广场	商业	2012	2017	>80%	32.28
济南世茂天城	住宅、商业	2014	2018	>90%	48.96
徐州世茂商业	商业	2009	2015	>70%	9.61
常州世茂广场	商业	2009	2017	>80%	6.02
宁波滨江	住宅	2013	2017	>85%	11.74
宁波包家漕	商业	2013	2016	>70%	5.97
天津世茂悦府项目	住宅	2012	2018	>95%	11.93
南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	2010	2018	>90%	179.5
武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	2010	2017	尾盘销售	20.32
上海天马山新体验中心商业项目	商业	2009	2017	>90%	34.28
石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2018	>80%	69.35
深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2019	>95%	8.43
杭州智慧之门	商业	2015	2020	>75%	7.25
厦门集美项目	住宅、商业	2016	2018	>75%	33.64
南昌水城项目	商业	2014	2019	>95%	10.96
南京新发展项目	住宅、商业	2016	2019	>85%	21.97
泉州洛江项目	住宅、商业	2017	2019	>90%	10.51

资料来源：公司提供

注：1、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。2、公司部分在售项目已基本售罄，未体现在上表中。

总体看，2014~2016年公司销售情况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，有所波动；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。公司项目实行滚动开发、滚动销售策略，目前在售项目整体库存压力较小。未来随着新项目开工及在建项目分期实现预售，为公司维持较大规模销售收入提供支撑；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。

（5）自持物业情况

公司持有部分商业物业，且合理控制自持物业和销售商业物业的比重。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，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。

自持商业物业租赁

公司自持物业主要为位于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。2012 年由于公司部分自持商业广场业态为百货，相关收入计入百货业务收入，但受宏观经济、市场消费群体需求变化及市场消费习惯变化影响，2013 年公司主动调整经营策略和管理方式，逐步将百货业务进行调整，发展其他商业业态。

2014~2016 年，公司自持商业广场面积不断增加，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，近三年可租面积较为稳定。出租率方面，公司所持物业出租率有所下降，但整体出租率较高，近三年平均出租率超过 90%，主要系公司在项目自开业起，对于商业物业的出租率一直保持高度重视，不断降低商场的空置率，提高商户经营能力和稳定性所致。租金收入方面，随着公司自持物业面积的增加，出租面积不断增多，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，办公楼及商业广场分别维持在 5%及 3%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有所下降，但对公司商业物业租赁业务整体影响不大。

表 12 2014~2016 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
2014 年	办公楼	5.84	99	1.35	5
	广场	61.59	95	2.77	3
	其他	0.29	100	0.15	4
	合计	67.72	95	4.26	3
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

在租赁期限方面，公司自持主要商业广场一般与客户签订最短 5 年、最长 20 年的租赁期限，在精选优质客户的同时，通过与租赁客户建立战略合作关系以提升自身物业的商业氛围和商业品位。在客户方面，公司与国内外近 400 家知名商业企业建立了战略合作伙伴关系，客户范围涵盖商业、零售、体验店、餐饮等多种业态，如：麦当劳、星巴克、大润发超市、H&M、无印良品等。租金收取方面，公司按合同约定采取按月、按季度或按半年度方式收取；租赁装修免租期视客户类型、租赁面积、租赁期限等不同而有所差异，一般会在具体租赁合同中进行约定。

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。

整体来看，公司自持物业出租率较高，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。

表 13 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	
							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

商业物业定制模式

在宏观经济不景气、居民消费结构和消费习惯转变对商业地产带来一定冲击的宏观经济背景下，公司立足于商业地产的开发、建设和运营服务，不断提升自己的行业竞争地位，通过自持物业培养项目商业氛围及商业物业定制模式提升自身销售目标的同时也促进了商业物业运营收入的不断增长。未来公司将继续维持商业物业自持租赁与对外出售的平衡，在应对市场变化的同时保持稳定增长的业务收入，并将进一步提升自持物业租赁的比重和商业物业运营的核心竞争力。

在商业物业运营过程中，公司针对客户群体不同的需求并本着因地制宜的基本原则，通过开展零售物业定制的业务模式，在实现商业物业租赁收入的同时也实现商业物业出售收入。零售物业定制模式指商业物业项目中，在项目定位与产品设计阶段，就已经与目标客户（通常为机构客户）接触并谈判，提前签订商业物业租赁或者销售协议，并在协议中对价格、付款方式、交付时间、物业面积、物业结构（层高、进深、荷载、出入口通道等）、市政（水、电、燃气、道路）等方面做出明确约定的商业物业开发运营模式。

定制商业物业并对外租赁方面，公司已在昆山世茂广场二期、徐州世茂商业和常熟世茂广场等项目中完成了对大润发超市的定制租赁，并通过定制租赁与欧尚超市、百盛百货等知名商业品牌建

立了良好的合作关系。定制商业物业并对外出售方面，位于常熟世茂商务区的常客隆项目和交家电项目即是公司通过定制模式所销售的商业物业项目。

总体看，公司自持商业物业面积较大，出租率较高；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。此外，公司自持物业所处区域较好，自持物业面积随公司项目开发规模增大而不断增加；近三年公司租赁收入稳定增长、租赁客户较为稳定、出租率较高、单位租赁面积稳定中有所增长、自持物业公允价值较为合理；未来随着公司商业物业定制模式的持续推进和商业运营能力的不断提升，自持物业租赁业务规模将不断增长，并为公司提供稳定的现金流入，提升公司可持续发展能力及持续盈利能力。

3. 经营效率

2014~2016 年，公司流动资产周转率分别为 0.39 次、0.41 次和 0.32 次，总资产周转率分别为 0.23 次、0.24 次和 0.19 次；公司存货周转率有所下降，近三年分别为 0.34 次、0.39 次和 0.31 次，主要系近几年随着公司在建项目增加，公司存货持续增加所致。

从同行业主要“开发+持有”类房地产上市公司比较情况看，公司流动资产周转率、总资产周转率、存货周转率均处于行业较高水平。

表 14 2016 年主要“开发+持有”类房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	总资产周转率	存货周转率
金融街	0.24	0.18	0.23
万通地产	0.18	0.17	0.17
鲁商置业	0.20	0.20	0.22
阳光股份	0.17	0.06	0.12
世茂股份	0.32	0.19	0.31

资料来源：wind 资讯

注：本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，如流动资产周转率、存货周转率等，下同。

总体看，公司近三年的经营效率较高。

4. 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其他应付款，其他应付款项主要为公司日常经营过程中与关联方之间产生的准备金往来形成，公司应付款中与关联方的往来款没有固定偿还期限，不需要支付利息，对公司经营和财务独立性影响可控；公司与关联方应收账款总计 25.45 亿元，规模比较小，对公司经营影响很小。

总体看，关联交易在公司业务中所占比例较小，公司关联交易风险不大，但公司于关联方之间往来款项规模较大。

5. 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。

2017 年 6 月，公司完成受让上海丹青投资管理有限公司 100%股份，转让价格为人民币 4,896.77 万元。本次关联交易完成后，公司间接持有南京世茂新发展置业有限公司 51%股权。

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。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2014~2016年度合并财务报表已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并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。

合并范围方面，截至2016年底，公司纳入合并范围子公司合计102家。2015年公司新纳入合并范围的子公司13家，不再纳入合并范围子公司16家；2016年，公司纳入合并范围子公司5家，不再纳入合并范围子公司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；公司未对2014年年末数据进行调整。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性尚可。

表15 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
	上海乾馥企业管理有限公司	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 6 月底，公司合并资产总额 829.46 亿元，负债总额 494.01 亿元，所有者权益 335.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 209.51 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 100.93 亿元，净利润 23.85 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 13.97 亿元，2017 年上半年经营活动产生的现金流量净额 40.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 34.33 亿元。

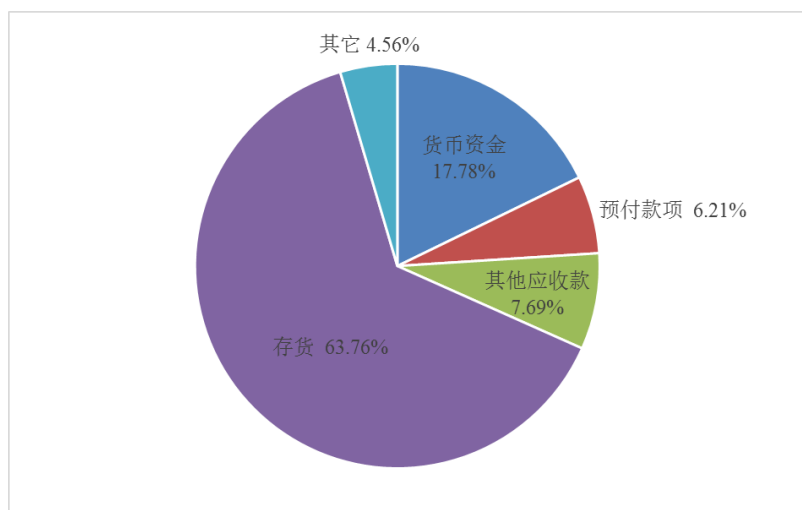
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模呈逐年增加趋势，年均复合增加 16.51%，主要系非流动资产增加所致。公司资产结构中流动资产占比较多，符合房地产开发企业的特征。近三年，公司流动资产占比均在 60% 左右，较为稳定。截至 2016 年底，公司资产总额为 799.50 亿元，其中流动资产占比 59.45%，非流动资产占比 40.55%。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产年均复合增加 17.68%，主要系货币资金和存货快速增加所致。截至 2016 年底，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 6 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。

2014~2016 年，公司货币资金呈持续增加趋势，年均复合增加 27.62%。截至 2016 年底，公司货币资金余额为 84.52 亿元，较年初增加 17.86%，主要系销售回款增加及融资融券所致。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。

公司预付款项主要由预付土地款、预付拆迁款构成，2014~2016 年，公司预付款项波动减少，年均复合减少 5.02%。截至 2015 年底，公司预付款项金额为 46.58 亿元，较年初增加 42.25%；其中，由于部分预付土地款转为存货及收回宁波湾头项目营运资金，公司预付款项减少至 6.17 亿元，较年初下降 81.12%，但由于公司对同一控制下企业合并追溯调整，公司预付款项大幅增加。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 16 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 12 月底，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。

公司的其他应收款主要是应收关联方往来款项与商业物业运营业务相关的各项土地保证金。2014~2016年，公司其他应收款波动增加，年均复合增长61.43%。截至2015年底，公司其他应收款账面价值为49.84亿元，较年初大幅增加255.52%，主要系公司对财务报表追溯调整使其他应收款增加所致。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年以内的占比为41.69%，1至2年的占比为24.28%，2至3年的占比为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 17 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。

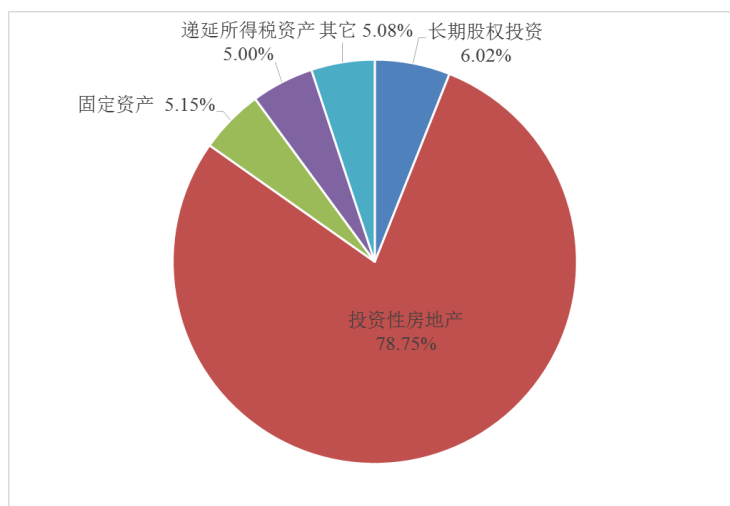
2014~2016年，随着开发项目的持续投入，公司存货呈持续增加趋势，年均复合增长15.44%。截至2015年底，公司存货账面价值为298.73亿元，较年初大幅增加31.35%，主要系公司开发中的项目产品持续增加使公司存货账面价值增加至262.44亿元，以及由于公司对财务报表追溯调整使存货增加至298.73亿元。截至2016年底，公司存货账面价值为303.06亿元，较年初增加1.45%，主要系公司开发中的项目产品持续增加所致；其中开发成本为216.79亿元，较年初增加9.22%，占存货账面价值的71.53%；其中开发产品为82.59亿元，较年初减少17.11%，占存货账面价值的27.26%。截至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

2014~2016年，公司非流动资产呈持续增加趋势，年均复合增长14.85%，主要系投资性房地产、固定资产和递延所得税资产增加所致。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7 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。

2014~2016年，公司长期股权投资呈持续减少趋势，年均复合减少35.64%，主要系合并范围变更所致。截至2015年底，公司长期股权投资金额为20.83亿元，较年初下降55.80%；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%；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。

2014~2016年，公司投资性房地产呈持续增加趋势，年均复合增长20.68%，主要系新增投资性房地产及公允价值增值所致。截至2015年底，公司投资性房地产为246.32亿元，较年初增加40.51%，其中，由于公允价值变动（增加9.12亿元）及新增投资性房地产使公司投资性房地产增加至213.38亿元，由于公司对财务报表追溯调整使投资性房地产增加至246.32亿元。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18 2014~2016年公司投资性房地产明细（单位：万元）

投资性房地产项目	2014年公允价值	2015年公允价值	2016年公允价值
北京世茂大厦	261,300.00	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	47,800.00	70,000.00	70,000.00
常熟珠江东路98号商业楼	20,000.00	20,300.00	20,300.00
上海贵州路79-85号上卧副楼	3,280.00	3,280.00	3,280.00
北京世茂国际中心	259,800.00	259,800.00	-

昆山世茂华东商城	74,200.00	74,500.00	74,500.00
苏州世茂运河城一期	29,300.00	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	30,200.00
常熟卢米埃影城	2,300.00	2,300.00	2,300.00
沈阳世茂商业 S2	44,500.00	44,500.00	44,500.00
徐州世茂商业	60,200.00	60,200.00	60,200.00
苏州世茂运河城二期	99,300.00	112,200.00	122,700.00
昆山国际城	67,800.00	68,200.00	68,200.00
芜湖文化艺术中心	36,800.00	37,100.00	37,100.00
福建世茂海峡大厦商业	103,700.00	106,300.00	109,896.00
福建世茂海峡大厦自持办公	98,500.00	100,600.00	106,356.00
石狮世茂国际广场	43,600.00	142,000.00	170,600.00
济南世茂商业	221,000.00	231,900.00	251,800.00
武汉世茂嘉年华商业中心	131,300.00	171,900.00	176,200.00
沈阳世茂商业 S3	49,200.00	53,200.00	54,264.00
上海佘山纳米魔幻城	69,000.00	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	1,753,080.00	2,463,239.96	2,552,956.00

资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司固定资产波动增加，年均复合增长 54.42%。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。

2014~2016 年，公司递延所得税资产呈持续增加趋势，年均复合增长 23.66%。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 6 月底，公司资产合计 829.46 亿元，较上年底增长 3.75%，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，近年来公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，资产构成较为稳定。流动资产中，货币资金较充裕，存货规模大；非流动资产主要以投资性房地产和长期股权投资为主。公司受限资产规模不大，整体资产质量尚可，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

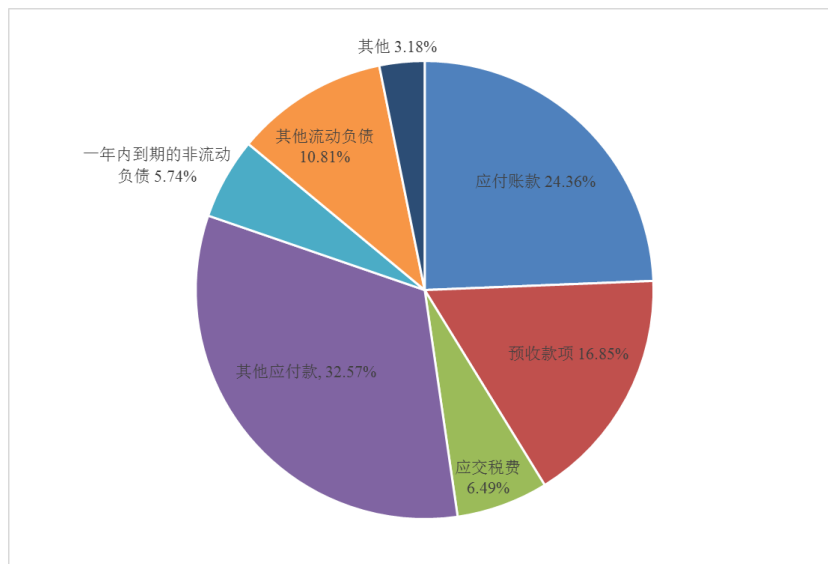
2014~2016 年，公司负债规模呈持续增加趋势，年均复合增长 13.58%，主要系流动负债增加所致。截至 2016 年底，公司负债合计 501.34 亿元，公司负债以流动负债为主，其中流动负债占 73.72%，非流动负债占 26.28%。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债呈持续增加趋势，年均复合增长 10.21%。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 8 截至 2016 年末公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司应付账款主要由应付工程款构成。2014~2016 年，随着公司经营规模逐步扩大、工程项目大幅增多，公司应付账款呈持续增加趋势，年均复合增长 22.67%。截至 2015 年底，公司应付账款为 88.37 亿元，较年初增加 47.68%，其中由于按完工进度预提的应付工程款增加，使公司应付账款增加至 82.03 亿元，由于公司对财务报表追溯调整，使应付账款增加至 88.37 亿元。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 年以内的占比 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。

2014~2016 年，公司预收款项波动减少，年均复合减少 3.19%。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 年的预收款项余额主要为业主购房款。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。

2014~2016 年，公司应交税费呈持续增加趋势，年均复合增长 29.32%。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。

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。2014~2016 年，公司其他应付款呈持续增加趋势，年均复合增长 10.26%，主要系由于关联方往来款项金额增加，以及由于公司对财务报表进行追溯调整，使 2015 年公司其他应付款大幅增加 46.00 亿元所致。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。

2014~2016 年，公司一年内到期非流动负债波动减少，年均复合减少 12.75%，主要系公司归还长

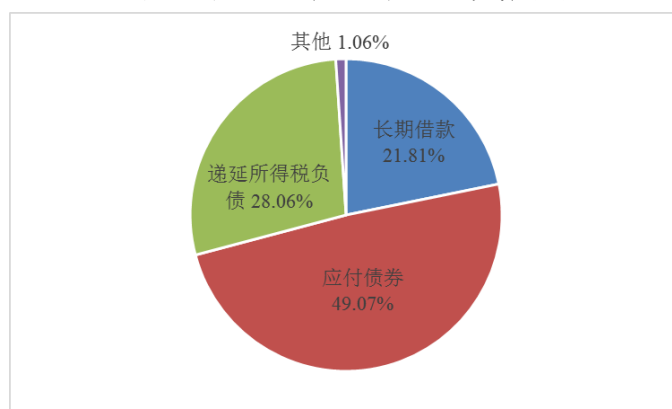
期借款，以及一年内到期应付债券增加共同作用所致。截至2016年底，公司一年内到期非流动负债合计21.23亿元，较年初大幅增加375.03%，主要为一年内到期的应付债券“14沪世茂MTN001”和“14沪世茂MTN002”。

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

2014~2016年，公司非流动负债波动增加，年均复合增长24.97%。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9 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。

2014~2016年，公司长期借款波动减少，年均复合减少16.73%，主要系发行短期融资券及中期票据替换银行长期借款所致。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%。

2014~2016年，公司应付债券呈持续增加趋势，年均复合增长80.60%。截至2015年底，公司应付债券余额为49.64亿元，较年初大幅增加150.43%，主要系公司发行的分别于2018年3月和7月到期的30亿元中期票据所致。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19 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。

2014~2016年，公司全部债务分别为121.11亿元、152.11亿元和160.30亿元，年均复合增加

15.05%，主要系长期债务规模增加所致。2014~2016年，公司短期债务分别为59.84亿元、54.04亿元和66.03亿元，年均复合增加5.05%，主要系公司一年内到期的应付债券大幅增加所致。2014~2016年，公司长期债务分别为61.27亿元、98.06亿元和94.26亿元，年均复合增加24.04%，主要系公司债及中期票据规模增加所致。截至2016年底，公司全部债务较年初增加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。2014~2016年，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均波动下降。截至2016年底，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62.71%、34.96%和24.02%，公司整体债务负担较轻。

截至2017年6月底，公司负债合计494.01亿元，较上年底减少1.46%，其中，流动负债占69.34%，较年初下降4.38个百分点。公司负债仍以流动负债为主。从债务指标来看，公司资产负债率为59.56%，较上年底下降3.15个百分点；全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为33.22%和24.99%，分别较上年底下降1.75个百分点和上升0.97个百分点，公司债务负担有所下降。

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，但公司整体债务负担较轻。

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益波动增加，年均复合增长21.99%，主要系未分配利润大幅增加所致。截至2015年底，公司所有者权益合计329.05亿元，较年初大幅增加64.24%，主要系公司2015年度非公开发行股票募集资金15亿元、2015年利润留存以及由于公司对财务报表进行追溯调整使得所有者权益大幅增加所致。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6月底，公司所有者权益合计335.44亿元，较上年底增长12.51%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益为209.51亿元。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；公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较高，权益结构稳定性偏弱。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入分别为127.01亿元、156.16亿元和137.08亿元，年均复合增长3.89%，主要系随着公司经营规模的扩大，住宅地产项目增加，公司住宅地产收入大幅波动增长所致。2014~2016年，公司营业成本波动增加，三年分别为74.43亿元、100.67亿元和87.95亿元，年均复合增长8.70%，主要系近几年房地产开发成本中土地成本不断增长，以及不同区域土地成本存在差异造成开发成本波动所致。受上述因素影响，2014~2016年，公司综合毛利率分别为41.40%、35.53%和35.84%，主要系商业物业结算减少所致。2014~2016年，公司利润总额波动增加，近三年分别为34.88亿元、39.69亿元和38.29亿元，年均复合增长4.77%。2014~2016年，公司净利润波动增加，三年分别为26.08亿元、29.03亿元和27.38亿元（其中归属于母公司的净利润分别为18.92亿元、20.34亿元和21.19亿元），年均复合增长2.47%。

2014~2016年，公司期间费用波动减少，分别为12.55亿元、13.70亿元和12.18亿元，年均复合减

少1.48%，主要系销售费用及财务费用波动减少所致。2014~2016年，公司销售费用分别为5.72亿元、5.84亿元和5.01亿元，年均复合减少6.39%，主要系减少重庆世茂影院管理有限公司等14家影院公司的影响使得职工薪酬和行政费用减少所致。2014~2016年，公司管理费用分别为6.20亿元、6.86亿元和6.57亿元，年均复合增加2.93%，其中，2015年管理费用增加主要系地产业务收入增加，商铺租赁业务及电影院业务等商业业态规模扩大所致；2016年管理费用减少主要系减少重庆世茂影院管理有限公司等14家影院公司的影响所致。2014~2016年，公司财务费用分别为0.63亿元、0.99亿元和0.60亿元，年均复合减少2.33%，主要系公司发行融资融券使得融资成本降低，从而金融机构贷款利息支出减少所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为9.88%、8.77%和8.89%，指标波动下降。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。

2014~2016年，公司投资收益呈大幅持续增加趋势，三年分别为4.46亿元、9.24亿元和10.84亿元，年均复合增加55.94%；主要系2015年公司处置影院股权给万达影院形成的投资收益8.45亿元，以及2016年处置北京财富时代置业有限公司形成的投资收益11.11亿元所致。公司投资收益对营业利润贡献率逐年上升，分别为12.78%、23.29%和28.31%，由于上述交易均为一次性交易，持续性较差，未来对营业利润贡献稳定性较低。

2014~2016年，公司公允价值变动收益呈持续增加趋势，三年分别为2.83亿元、4.96亿元和5.77亿元，年均复合增加42.81%，其中2015年较2014年增加主要系同一控制下企业合并进行追溯调整以及新增投资性房地产及公允价值增值所致；2016年较2015年增加主要系出售北京世茂国际中心项目，新增自持物业，且公允值增值所致。公司公允价值变动收益对利润影响较大，近三年对利润总额占比分别为8.10%、12.50%和15.06%，呈持续上升趋势。

2014~2016年，公司总资产收益率分别为9.07%、7.61%和6.09%，总资产报酬率分别为6.54%、5.95%和4.95%，净资产收益率分别为14.38%、10.97%和8.73%，指标均持续下降，主要系随着公司经营规模的不断扩张，公司资产及所有者权益大幅增加所致，公司总体盈利能力有所下降，但整体仍处于较强水平。与同行业公司相比，公司净资产收益率及总资产报酬率处于行业领先，公司盈利能力较强。

表 20 2016 年同类上市公司盈利指标（单位：%）

证券/公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
金融街	10.54	4.65	30.03
万通地产	2.32	3.14	34.29
鲁商置业	4.24	0.68	14.61
世茂股份	10.79	5.32	35.84

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告附表口径有一定差异。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 100.93 亿元，同比增长 54.11%，主要系住宅地产销售收入大幅增长所致；实现净利润 23.85 亿元，同比增长 45.00%，其中归属于母公司的净利润 13.97 亿元，同比增长 0.46%。

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，公司营业收入有所波动，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，2014~2016 年，公司经营活动现金流入分别为 168.05 亿元、212.93 亿元和 188.21 亿元，年均复合增加 5.83%，主要系随公司经营规模扩大，公司签约销售面积及签约销售金额波动增加所致，此外由于公司部分地产项目销售收入存在一定账期，无法及时回收，公司经营活动现金流入存在波动。2014~2016 年公司经营活动流出分别为 167.28 亿元、213.21 亿元和 176.86 亿元，年均复合增加 2.82%，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，公司经营活动现金流净额分别为 0.76 亿元、-0.28 亿元和 11.35 亿元。2014~2016 年，公司现金收入比分别为 84.24%、66.77%和 99.61%，主要系随公司签约销售面积及签约销售金额的增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金逐年增加，以及受结算周期影响，公司结转收入有所波动所致。2015 年，公司现金收入比明显下降，主要系当年房地产业务结算收入提高，但由于部分销售收入无法再当期回收，公司销售商品提供劳务收到的现金减少所致。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 25.26 亿元、17.14 亿元和 35.95 亿元，年均复合增加 19.29%，主要系公司 2016 年处置工三⁹项目收到现金增加所致。2014~2016 年，公司投资活动现金流出分别为 37.48 亿元、62.56 亿元和 23.24 亿元，年均复合减少 21.25%，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，2014~2016 年公司投资活动现金流净额分别为-12.22 亿元、-45.42 亿元和 12.70 亿元，由负转正。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入分别为 113.83 亿元、261.58 亿元和 219.51 亿元，年均复合增加 38.87%，主要系公司采用多种方式筹集资金，包括发行短期融资券、中期票据及借款，推动了筹资活动现金流入量大幅增加所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金流出分别为 105.29 亿元、209.48 亿元和 230.70 亿元，年均复合增加 48.02%，主要系偿还融资利息、支付股东股利所致。受上述因素影响，公司筹资活动现金流量净额分别为 8.54 亿元、52.10 亿元和-11.19 亿元，筹资活动现金流量净额由正转负。

2017 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 40.28 亿元；投资活动产生的现金流量净额 -36.33 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-2.33 亿元。

总体看，公司经营性活动现金流规模较大，但受商业地产销售回款到位不及时影响，近三年公司现金收入出现波动；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

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.13 倍、1.49 倍和 1.29 倍，速动比率分别为 0.38 倍、0.59 倍和 0.47 倍，两指标均波动上升，主要系随着公司经营规模的扩大，公司流动资产和流动负债随之增加，但流动资产增长速度较快所致。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 0.87 倍、1.33 倍和 1.28 倍，现金类资产对短期债务的保护能力强，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动增加，三年分别为 37.01 亿元、42.49 亿元和 40.33 亿元，年均复合增长 4.38%，主要系利润总额波动增加所致。2016 年，公司 EBITDA 中利润总额、折旧、摊销和计入财务费用的利息支出占比分别为 94.95%、0.95%、1.05%和 3.06%，

⁹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。

利润总额占比较大。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.08、3.60 倍和 3.76 倍，保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.31 倍、0.28 倍和 0.25 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强。

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21 截至2016年底公司对外担保概况（单位：亿元）

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7月21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，整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年底，公司债务总额为 160.30 亿元，本次债券拟发行规模为 80 亿元，本期债券为本次债券第五期，拟发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务负担影响不大。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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由 59.56%、33.22%和 24.99%上升至 60.04%、34.52%和 26.63%，债务负担有所加重，但考虑到本期债券募集资金拟用于偿还公司 2016 年度第二期短期融资券，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2016年的财务数据为基础，公司2016年EBITDA为40.33亿元，为本期公司债券发行额度（10.00亿元）的4.03倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度高。公司2016年经营活动产生的现金流入188.21亿元，为本期公司债券发行额度（10.00亿元）的18.82倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

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，商业物业运营能力较强，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，公司对本期债券的偿还能力极强。

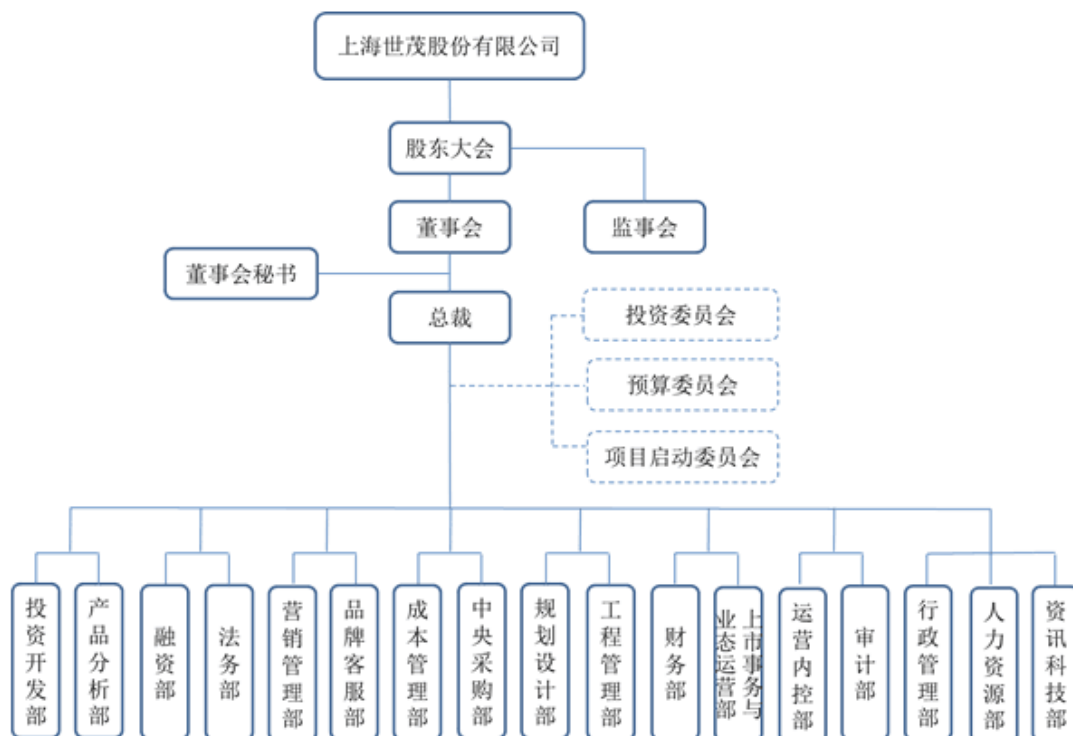
九、综合评价

公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，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。近年来，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，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。

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营风险。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 上海世茂股份有限公司组织结构图



附件 2 上海世茂股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	589.01	796.40	799.50	829.46
所有者权益（亿元）	200.35	329.05	298.15	335.44
短期债务（亿元）	59.84	54.04	66.03	55.08
长期债务（亿元）	61.27	98.06	94.26	111.78
全部债务（亿元）	121.11	152.11	160.30	166.86
营业收入（亿元）	127.01	156.16	137.08	100.93
净利润（亿元）	26.08	29.03	27.38	23.85
EBITDA（亿元）	37.01	42.49	40.33	--
经营性净现金流（亿元）	0.76	-0.28	11.35	40.28
应收账款周转次数（次）	13.74	10.73	8.16	--
存货周转次数（次）	0.34	0.38	0.29	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.23	0.17	0.12
现金收入比率（%）	84.24	66.77	99.61	90.63
总资本收益率（%）	9.07	7.61	6.09	--
总资产报酬率（%）	6.54	5.95	4.95	--
净资产收益率（%）	14.38	10.97	8.73	7.53
营业利润率（%）	31.41	25.68	26.22	33.52
费用收入比（%）	9.88	8.77	8.89	6.16
资产负债率（%）	65.98	58.68	62.71	59.56
全部债务资本化比率（%）	37.68	31.61	34.96	33.22
长期债务资本化比率（%）	23.42	22.96	24.02	24.99
EBITDA 利息倍数（倍）	3.08	3.60	3.76	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.31	0.28	0.25	--
流动比率（倍）	1.13	1.49	1.29	1.45
速动比率（倍）	0.38	0.59	0.47	0.54
现金短期债务比（倍）	0.87	1.33	1.28	2.18
经营现金流动负债比率（%）	0.25	-0.08	3.07	11.76
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.46	0.53	0.50	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.85	2.12	2.02	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2017 年 1~6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；4、本报告已将长期应付款中融资租赁款计入长期债务；5、2017 年半年报已将 2016 年末财务数据重述，为便于进行财务比较，本报告中财务数据沿用公司 2016 年年报中未经重述财务数据。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(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%
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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

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）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2017年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年上海世茂股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海世茂股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海世茂股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海世茂股份有限公司的相关状况，如发现上海世茂股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海世茂股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至上海世茂股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送上海世茂股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年九月二十五日