# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 552 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为$AA^+$，评级展望为稳定，并维持“16沪世茂CP002”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年四月十八日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

# 上海世茂股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

## 主体长期信用

| | |
|---|---|
| 跟踪评级结果：$AA^+$ | 评级展望：稳定 |
| 上次评级结果：$AA^+$ | 评级展望：稳定 |

## 债项信用

| 名称 | 额度 | 存续期 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 16 沪世茂 CP002 | 20 亿元 | 2016/10/19-2017/10/20 | A-1 | A-1 |

**跟踪评级时间：**2017 年 4 月 18 日

## 财务数据

| 项　　目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 9 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产（亿元） | 54.19 | 51.93 | 66.44 | 92.37 |
| 资产总额(亿元) | 500.88 | 589.01 | 653.48 | 637.86 |
| 所有者权益(亿元) | 162.26 | 200.35 | 246.55 | 253.06 |
| 短期债务（亿元） | 43.16 | 59.84 | 13.66 | 10.80 |
| 长期债务（亿元） | 67.23 | 61.27 | 94.64 | 98.63 |
| 全部债务(亿元) | 110.40 | 121.11 | 108.30 | 109.42 |
| 营业收入 (亿元) | 101.53 | 127.01 | 150.33 | 89.74 |
| 利润总额 (亿元) | 24.21 | 34.88 | 39.89 | 22.70 |
| EBITDA(亿元) | 26.10 | 37.01 | 42.69 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 24.98 | 0.76 | 4.45 | 9.18 |
| 营业利润率(%) | 31.31 | 31.41 | 26.45 | 20.88 |
| 净资产收益率(%) | 11.53 | 13.02 | 11.84 | -- |
| 资产负债率(%) | 67.61 | 65.98 | 62.27 | 60.33 |
| 全部债务资本化比率(%) | 40.49 | 37.68 | 30.52 | 30.19 |
| 流动比率(%) | 124.47 | 112.79 | 138.20 | 152.78 |
| 经营现金流动负债比(%) | 9.92 | 0.25 | 1.60 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.23 | 3.27 | 2.54 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.67 | 3.08 | 3.62 | -- |

注：2016 年前三季度数据未经审计。

## 分析师

韩家麒　孙 鑫

**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

## 评级观点

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）作为从事商业地产开发及运营的大型上市公司，在跟踪期内继续保持其在行业地位、品牌影响力以及项目运作及储备等方面具备的显著竞争优势，资产规模和营业收入均快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业受调控政策影响景气度有所波动，商业地产及住宅区域环境出现分化、公司业务区域集中度高、所有者权益稳定性较弱、未来存在较大融资需求等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

未来随着公司房地产板块储备项目的不断开发，销售业绩的逐年增长，公司收入和资产规模有望进一步增长，综合实力将进一步增强。

综合考虑，联合资信维持公司 $AA^+$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 沪世茂 CP002”A-1 的信用等级。

## 优势

1. 公司是国内商业地产开发领先企业之一，在品牌影响力、产品品质和项目运作等方面均具备竞争优势，综合竞争实力较强。
2. 跟踪期内，公司房地产板块销售业绩稳步提升，营业收入规模快速增长，盈利能力保持较强水平。
3. 跟踪期内，公司项目储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。
4. 公司经营活动现金流入量及现金类资产规模较大，对“16 沪世茂 CP002”保障能力强。

## 关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动；商业地产受区域经济、居民消费水平影响大，部分二、三线城市商业物业供大于求矛盾突出，公司部分项目或将面临一定市场风险。

2. 公司项目区域集中度高，体量大，且近年来新获取土地成本有所增长，对未来去化速度、盈利等方面形成一定影响。
3. 跟踪期内，公司在建项目数量多，未来随着项目开发持续推进，存在较大对外融资压力。
4. 跟踪期内，公司未分配利润和其他综合收益占比高，所有者权益稳定性较弱。
5. 公司与同一控制人下关联方往来款项规模及对外担保较大，存在一定或有负债风险。

# 信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与上海世茂股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海世茂股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因上海世茂股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由上海世茂股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 沪世茂 CP002”到期日内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 上海世茂股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于上海世茂股份有限公司主体长期信用及存续期内的“16 沪世茂 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、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”），系上海市黄埔区国有资产管理办公室于 1993 年 9 月发起的、采用社会募集方式设立的股份有限公司。1994 年 2 月，万象集团在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600823.SH），其中上海市黄埔区国有资产管理办公室持股比例为 60%。

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，万象集团更为公司现名。2002 年 12 月起，上海世茂企业发展有限公司（以下简称“世茂企业”）通过协议受让公司第一大、第二大股东股份，并通过公开市场增持和出售流通股的方式成为公司第一大股东。2009 年 5 月，公司完成向峰盈国际有限公司（以下简称“峰盈国际”）、北京世茂投资发展有限公司和世茂企业发行股份购买资产，控股股东变更为峰盈国际。后经一系列增持、股权转让及股票期权激励计划行权，截至 2016 年 9 月底，公司股本增至 26.79 亿元，峰盈国际（持股 43.73%）为公司控股股东，世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）为法人实际控制公司，许荣茂先生为自然人实际控制人。

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

截至 2016 年 9 月底，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、财务部、上市事务与业态运营部、运营内控部、审计部等 17 个职能部门，拥有直接控制及间接控制子公司合计 92 家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 653.48 亿元，所有者权益 246.55 亿元（含少数股东权益 51.94 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 150.33 亿元，利润总额 39.89 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 637.86 亿元，所有者权益合计 253.06 亿元（含少数股东权益 54.67 亿元）。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 89.74 亿元，利润总额 22.70 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：刘赛飞。

## 三、债券与募集资金使用情况

公司于 2016 年 10 月发行 20 亿元“16 沪世茂 CP002”，募集资金全部用于偿还银行贷款，截至目前，上述募集资金已使用完毕。

## 四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价

格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%(实际增长8.8%)，增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支

撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

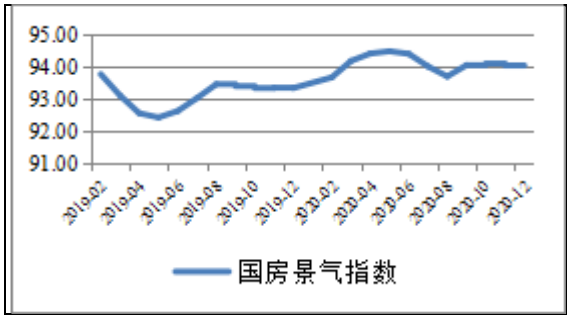
## 五、行业分析及区域经济概况

1. 行业分析

（1）房地产开发行业

2015年，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。2016年上半年，房地产宽松政策的出台有效刺激了购房需求，成交大幅回升，市场预期向好。2016年10月以来，随着北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策、信贷政策从严，房地产市场景气度迅速降低，总体房价涨速趋缓，不同城市出现分化。

图 1 2015 年以来国房景气指数（频率：季）




资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速有所增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。同期，全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%；其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%；共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。

（2）房地产供求与信贷环境

2015年，中国房地产市场区域分化较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2016年第三季度至第四季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政，刺激了购房需求的大幅增长，房地产行业景气度迅速提升，一定程度上减缓了三、四线城市库存高企的压力。2016年10月以来，随着不同地区限购限贷政策的出台，各地房地产市场出现分化，全国房地产市场景气度迅速降低。

近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，其规模较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增

规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。

（3）政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016年上半年，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2016年2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。2016年2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。2016年10月以来，北京、天津、南京、武汉等22个城市先后发布新楼市调控政策，信贷政策有所收紧，受此影响，房地产市场明显降温。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，同时融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。2016年上半年，在房地产宽松政策的带动下，市场成交稳步提升，但进入10月以来，受行业政策和信贷政策紧缩的影响，房地产市场景气度迅速回落。

未来，预计宏观调控将逐步回归市场化，长效机制将逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

（4）行业关注

**行业资产负债率较高，需防范潜在风险**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特

征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，根据Wind资讯整体法计算，2015年前三季度房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

**市场格局持续分化，中小型房企风险加大**

近年来，国内房地产市场出现明显的地区分化，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓，部分地区去化压力较大；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。与此同时，在2016年房地产行业政策频繁调控的背景下，市场景气度波动较大，行业风险有所增加。2016年10月以来，限购政策抑制了房地产市场的快速发展，债券融资渠道亦有所收紧。与大型房地产企业相比，中小民营企业整体资金实力和抗风险能力较弱，未来可能面临更大的经营风险和整合风险。

**房地产库存仍处于高位，存在结构性失衡**

自2015年下半年，各地逐步放宽房地产调控政策，全国库存去化周期开始下降，进入2016年以来，受前期政策延续及进一步宽松政策出台的影响，去化周期进一步下降，但整体库存量仍处于高位。同时，全国房地产市场分化严重，存在结构性失衡，一线城市及一线周边热点城市去化快，甚至处于库存短缺状态，而大多数三四线城市去化较慢，存在较大压力。

（5）行业发展

**融资渠道收紧，行业风险加大**

随着新一轮调控政策出台，三四线城市库存高企、一二线城市受调控，融资渠道收紧，中小型房地产企业面临的筹融资压力和销售压力加大，房地产行业整体风险水平将有所上升。

**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，行业经营模式转型已为大势所趋。但目前经营模式的创新整体仍处于试水阶段，包括养老+地产、园区地产及互联网+房地产等方式，由于地产开发资金需求日趋明显，金融和地产的融合也逐步加大。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业有望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。

2. 商业地产现状

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。近年来，我国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小；进入 2017 年以来，随着新一轮房地产市场严控政策的出台，部分一线城市出台了商业地产的限购政策及规范性文件，商办类住房需求大幅下降。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

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，能够更好的进行物业的定位、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。

从全国商业地产的增速来看，2014 年全国商业营业用房销售面积和销售金额同比分别增长 7.20%和 7.60%。进入 2015 年，由于我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，商业地产行业景气度持续下滑，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别仅较上年同期增长 1.90%和下降 0.70%。2016 年，受整体房地产市场景气度大幅提升的带动，商业地产销售规模大幅增长。2016 年全国共实现商业营业用房 10580.80 亿元，同比增长 19.50%；实现商业营业用房销售面积 10811.96 万平方米，同比增长 16.80%。

从租金水平上看，受各地区供需关系不同的影响，单位租金差异较为显著。一线城市商业地产处于供不应求状态，核心商圈地块有限，人流量大，租金水平保持较高水平且稳步增长，但由于周边区域新增项目的租金水平低于城市平均租金水平，近年来一线城市平均租金水平有所回落；二三线城市部分地区受当地经济增速下滑和电商冲击，租金水平有所下降，与一线城市平均出租价格存在较大差距。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权关系

截至 2016 年 9 月底，公司股本 26.79 亿元，其中峰盈国际持股 43.73%，为公司控股股东。世茂房地产通过其全资子公司峰盈国际、上海世茂投资管理有限公司、控股子公司世茂企业合计控制公司 68.14%股份，为公司法人实际控制公司。许荣茂作为世茂房地产实际控制人，为公司自然人实际控制人。

### 2. 规模与竞争力

作为国内商业地产开发及运营领先企业，公司凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，先后成功开发了上海世茂湖滨花园、福州世茂外滩花园、绍兴世茂广场、福州世茂百货和苏州世茂国际影城等项目。公司在立足于长三角的基础上，近年来加大了对环渤海经济圈和海西地区内重点城市投入，在超过 20 个城市开发运营多个城市综合体项目。

公司具有房地产开发一级资质，采用“总部—区域—地区”三级管控模式，项目开发均以项目公司作为经营实体。公司坚持高品质、多元化、因地制宜的发展战略，近年来房地产销售业绩逐年提升。商业物业运营方面，公司采取“租售并举，以售养租”的经营模式，以开发城市综合商业体为主。截至 2015 年底，公司在建物业面积达到 551.12 万平方米，包含商业、办公楼、大卖场、商场、SOHO、步行街、展销中心、街铺、影院等多种业态。

经过多年的发展与沉淀，“世茂”品牌在全国具有一定知名度和影响力，近年来获得多项荣誉。2013 年，公司荣获“2013 中国商业地产价值榜”、“2013 中国房地产公司品牌价值 TOP10”；2014 年，公司荣获“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”、在 2014 年中国房地产行业上市公司收入排行榜中位居行业第 13 位。依据《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》中，公司荣获“2015 沪深上市房地产公司综合实力 TOP10”的荣誉，充分体现了公司的综合竞争实力。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在高级管理人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

作为世茂房地产商业地产开发运营核心平台，自成立以来，公司凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，住宅地产开发为辅的经营模式。公司区域拓展以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的战略布局，目前在 20 多个经济较为发达的城市运营多个大型商业地产及住宅地产项目。

跟踪期内，公司住宅项目结转规模大幅增长，带动整体收入规模的上升。2015 年公司共实现营业收入 150.33 亿元，同比增长 18.36%。分板块看，商业地产销售实现收入 30.09 亿元，同比下降 62.90%，主要由于商业地产开发具有项目体量大、建设期长、开发销售存在一定波动性等特点，2015 年达到结转条件的商业地产项目明显减少；商业物业租赁实现收入 4.78 亿元，同比增长 12.21%，公司物业租赁板块保持稳定发展，收入规模有所增长；住宅项目销售共实现营业收入 107.75 亿元，同比增长 202.07%，主要来自泉州石狮世茂摩天城及南京世茂外滩新城项目结转带动，公司住宅项目的销售周期一般配合商业地产开发的节奏进行，在商业地产开发主要阶段，公司会适当增加住宅物业销售，减少现金流沉淀，提升资金使用效率，保证收入规模的稳定增长；公司百货业务和影院业务均处于逐步剥离的阶段，2015 年分别实现营业收入 0.06 亿元和 3.25 亿元；公司其他业务主要包括物业管理、儿童游艺园等，对营业收入贡献小。

毛利率方面，受结算项目所在区域差异及产品性质影响，商业地产项目毛利率由 2014 年的 44.00%下降至 38.78%；商业物业租赁板块在租金收入平稳上涨的带动下，毛利率由 2014 年的 87.61%上升至 89.52%；住宅销售方面，受益于盈利空间较好的南京世茂外滩新城项目结转，毛利率由 2014 年的 24.75%上升至 30.39%。受盈利能力相对较弱的住宅销售比重提升影响，公司 2015 年综合毛利率有所下滑，由 2014 年的 41.40%下降至 36.32%。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 89.74 亿元，同比下降 15.36%，主要系影院收入以及物业结算减少所致。其中，商业物业运营收入 21.81 亿元（占 24.30%）；住宅销售收入 64.57 亿元（占 71.95%），为 2015 年全年住宅销售规模的 59.93%，收入规模下降系由于公司主要经营商业物业项目，住宅项目随着销售的推进将逐步减少。毛利率方面，2016 年 1~9 月，公司为了加速住宅项目的去化，毛利率由 2015 年底 30.39%下降至 20.20%，受此影响，公司综合毛利率由 2015 年的 36.32%下降至 27.90%。

表 1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 分行业 | 2013 年 | | | 2014 年 | | | 2015 年 | | | 2016 年 1~9 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 |
| 商业物业运营 | 66.49 | 65.48 | 40.88 | 85.36 | 67.21 | 46.18 | 34.87 | 23.20 | 45.74 | 21.81 | 24.30 | 44.05 |
| 其中：商业地产销售 | 63.36 | 62.40 | 38.78 | 81.10 | 63.86 | 44.00 | 30.09 | 20.02 | 38.78 | 18.05 | 20.11 | 35.35 |
| 房地产租赁 | 3.13 | 3.09 | 83.50 | 4.26 | 3.36 | 87.61 | 4.78 | 3.18 | 89.52 | 3.76 | 4.19 | 85.81 |
| 住宅销售 | 30.42 | 29.96 | 40.95 | 35.67 | 28.09 | 24.75 | 107.75 | 71.68 | 30.39 | 64.57 | 71.95 | 20.20 |
| 百货业务 | 0.90 | 0.89 | 12.03 | 0.19 | 0.15 | 8.93 | 0.06 | 0.04 | 3.33 | 0.00 | 0.00 | -246.96 |
| 影院业务 | 1.48 | 1.46 | 56.20 | 2.33 | 1.84 | 56.67 | 3.25 | 2.16 | 57.25 | 0.23 | 0.26 | 48.85 |
| 其他 | 2.24 | 2.21 | 83.14 | 3.45 | 2.72 | 86.81 | 4.40 | 2.93 | 91.69 | 3.13 | 3.49 | 72.46 |
| **合计** | **101.53** | **100.00** | **41.80** | **127.01** | **100.00** | **41.40** | **150.33** | **100.00** | **36.32** | **89.74** | **100.00** | **27.90** |

资料来源：公司提供

注：百货业务 2016 年前三季度实现收入 8.95 万元，由于该业务板块已逐步剥离，毛利率为-246.96%。

总体看，跟踪期内，受物业销售结构阶段性改变影响，公司整体盈利水平有所下滑。但受益于2009年股东注入成本较低的土地资产，公司主业综合盈利能力较强。

2. 商业及住宅物业销售

公司房地产项目主要采取商业、住宅联动开发或城市综合体模式运作，即项目中通常包含有商业、公寓、展销中心、影院及住宅等多类型业态，其中住宅、公寓及部分商业用于对外销售，回笼资金以平衡整体项目现金流，核心商业等投资性物业由公司持有运营，以提升项目配套住宅销售价值。公司商业物业和住宅物业在土地储备、土建招标和原材料采购、项目开发及销售等方面采取统一操作，故下文将商业物业与住宅物业销售统一分析。

目前，公司商业地产开发包括购物中心、办公楼、步行街、SOHO、展销中心、影院等业态；销售客户主要为自营类和投资类。公司住宅物业多为商业配套项目，按照不同城市的商业项目规划，住宅物业涵盖多层、高层中高档住宅及别墅等多种业态。

区域分布方面，目前公司房地产开发业务已逐步形成上海为中心，着力发展“长三角”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的战略布局，先后进入20余个城市，二、三线城市占比较高。2015年，公司收入仍主要来源于华东地区，销售占比为94.55%，较2014年增加13.79个百分点；华北地区当期结转项目有所减少，销售占比由2014年的12.28%下降至3.92%。

表2 公司营业收入区域分布占比（单位：%）

| 区域 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|---|---|---|---|
| 华东地区 | 80.96 | 80.76 | 94.55 |
| 华北地区 | 13.11 | 12.28 | 3.92 |
| 东北地区 | 5.35 | 0.62 | 0.19 |
| 华中地区 | 0.26 | 5.89 | 0.98 |
| 西南地区 | 0.33 | 0.45 | 0.35 |
| **合计** | **100.00** | **100.00** | **100.00** |

资料来源：公司提供

注：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。

房地产开发方面，公司年度开发计划制定思路为以销定产，同时结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。

跟踪期内，公司新开工面积为53.98万平方米，同比下降72.46%，主要系结合在建施工量以及股东资产注入预期，公司相应调缓开发计划所致。同期，竣工面积为105.85万平方米，同比增长8.07%。截至2015年底，公司在建面积551.12万平方米，在建维持较大规模。进入2016年以来，公司房地产开发持续保持较大规模，由于商业地产项目体量较大，开发周期长的特点，2016年所开发项目主要以2014和2015年已开发项目为主，新增开工面积较少，整体实际开发进度与2015年基本持平。

表3 近年来公司房地产开发主要指标

（单位：万平方米）

| 项目 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年1~6月 |
|---|---|---|---|---|
| 新开工面积 | 233.24 | 196.03 | 53.98 | 29.30 |
| 房屋竣工面积 | 97.97 | 97.94 | 105.85 | 68.60 |
| 期末在建面积 | 437.98 | 610.83 | 551.12 | 501.20 |

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。

销售方面，公司以对客户的需求调研、区域市场未来2~3年的竞争形势与供货结构作为项目整体销售规划和设计的重要参考资料；同时，公司采用分期建造、分期销售的滚动开发模式，以便对市场需求变化及时作出调整，并从项目开始阶段不断进行区域商业运营环境的培育，为后期开发的商业物业销售做好铺垫。商业地产开发具有项目体量大、建设期长、开发销售存在一定波动性等特点；公司住宅销售采取快速周转策略，销售周期主要配合商业地产的开发周期，在商业地产开发主要阶段加大住宅销售，减少现金流沉淀，从而保障营业收入稳步增长。因此，住宅物业销售盈利能力较商业物业销售低，但一定程度稳定公司经营业绩，提升资金使用效率。

跟踪期内，受益于坚持符合市场需求的产品定位和营销方式，公司合同销售面积和合同

销售金额均呈现增长态势。2015 年，公司实现销售面积 140.04 万平方米，合约销售金额 177.10 亿元，同比分别增长 13.38%和 10.45%，增速有所放缓。分产品类型看，跟踪期内，受到开发周期较长的影响，商业地产的合约销售面积减少至 18.35 万平方米；同期，公司加速了住宅项目的周转，合约销售面积增加至 121.69 万平方米。2015 年，住宅物业合约销售面积占比为 86.90%，商业物业合约销售面积占 13.10%。从结转情况看，2015 年房屋结算面积 153.46 万平方米，同比增长 121.25%；结算金额为 137.84 亿元，同比增长 18.03%，增速低于同期结算面积，主要由于住宅物业采取快周转的营销策略，导致价格有所下调。

销售价格方面，2015 年公司合约销售均价为 1.26 万元/平方米，同比下降 3.08%，主要系均价较低的住宅物业销售比重上升导致。从产品类型看，2015 年商业地产合约销售均价 1.48 万元/平方米，住宅物业销售均价为 1.23 万元/平方米，均同比变化不大。

表 4　近三来公司房地产销售主要指标

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|---|---|---|---|
| **合约销售面积（万平方米）** | **97.93** | **123.51** | **140.04** |
| 其中：商业 | 78.65 | 32.50 | 18.35 |
| 住宅 | 19.28 | 91.01 | 121.69 |
| **合约销售金额（亿元）** | **130.05** | **160.35** | **177.10** |
| 其中：商业 | 95.61 | 49.04 | 27.24 |
| 住宅 | 34.44 | 111.31 | 149.86 |
| **合约销售均价（万元/平方米）** | **1.33** | **1.30** | **1.26** |
| 其中：商业 | 1.22 | 1.51 | 1.48 |
| 住宅 | 1.79 | 1.22 | 1.23 |
| **房屋结算面积（万平方米）** | **67.10** | **69.36** | **153.46** |
| 其中：商业 | 47.75 | 43.31 | 17.12 |
| 住宅 | 19.35 | 26.05 | 136.34 |
| **房屋结算金额（亿元）** | **93.78** | **116.78** | **137.84** |
| 其中：商业 | 63.36 | 81.10 | 30.09 |
| 住宅 | 30.42 | 35.67 | 107.75 |

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司实现合约销售面积 69.42 万平方米，同比下降 30.00%；其中商业地产合约销售面积占 39.33%，住宅合约销售面积占 60.67%。同期，合同销售金额 122.95 亿元，同比增长 0.10%，主要来自济南、青岛、苏州、南京及石狮等项目销售；其中住宅合约销售金额占 39.50%。销售单价方面，合约销售均价为 1.77 万元/平方米，同比增长 43.00%。总体看，受商业地产项目体量较大、开发周期相对较长影响，2014 年以来公司签约销售产品类型转变为快销策略的住宅产品为主，整体销售价格有所下降，盈利水平有所下滑。未来随着在建商业地产项目逐步达到预售条件，公司物业销售板块盈利水平有望回升。

表 5　2016 年 1~9 月公司房地产开发及销售主要指标

| 项目 | 2016 年 1~9 月 |
|---|---|
| 合约销售面积（万平方米） | 69.42 |
| 其中：商业 | 27.30 |
| 住宅 | 42.13 |
| 合约销售金额（亿元） | 122.95 |
| 其中：商业 | 74.43 |
| 住宅 | 48.52 |
| 合约销售均价（万元/平方米） | 1.77 |

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 月底，公司在售项目 20 个，其中商业与住宅销售面积占比约为 6:4。公司大部分项目为城市综合体，项目开发面积较大，周期较长。从在售情况看，公司于 2013 年以前开发并于 2015 年和 2016 年竣工的项目，大部分已处于尾盘销售或销售进度在 70%以上。受公司根据市场情况控制开发建设进度的影响，青岛国际中心项目销售较慢。目前，青岛国际中心项目目前仅将裙房商业进行销售，项目主体尚未进入预售阶段。公司于 2013 年以后开发的项目中，宁波包家漕项目受开盘时间较晚影响，目前销售进度较慢。

整体看，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 6　截至 2016 年 9 月底公司主要在售项目进度

| 项目名称 | 开工时间 | 预计竣工时间 | 项目性质 | 项目进度 |
|---|---|---|---|---|
| 常熟世纪中心 | 2007 | 2016 | 住宅、商业 | 尾盘销售 |
| 苏州世茂广场 | 2008 | 2015 | 商业 | 尾盘销售 |
| 苏州木渎 | 2013 | 2015 | 住宅 | 尾盘销售 |
| 常熟黄河路 | 2013 | 2016 | 住宅 | >85% |
| 苏州园区 | 2014 | 2017 | 住宅 | >85% |
| 青岛诺沙湾 | 2012 | 2016 | 住宅 | >85% |
| 青岛国际中心 | 2012 | 2018 | 商业 | >25% |
| 济南国际广场 | 2012 | 2016 | 商业 | >70% |
| 济南世茂天城 | 2014 | 2018 | 住宅、商业 | >85% |
| 徐州世茂商业 | 2009 | 2016 | 商业 | >70% |
| 常州世茂广场 | 2009 | 2016 | 商业 | >60% |
| 无锡世茂项目 | 2012 | 2017 | 住宅、商业 | 尾盘销售 |
| 宁波滨江 | 2013 | 2016 | 住宅 | >70% |
| 宁波包家漕 | 2013 | 2016 | 商业 | >35% |
| 天津世茂悦府项目 | 2012 | 2016 | 住宅 | 尾盘销售 |
| 厦门世茂海峡大厦项目 | 2010 | 2016 | 商业 | 尾盘销售 |
| 南京世茂外滩新城项目 | 2010 | 2018 | 住宅 | >75% |
| 武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目 | 2010 | 2016 | 商业 | 尾盘销售 |
| 上海天马山新体验中心商业项目 | 2009 | 2016 | 商业 | 尾盘销售 |
| 石狮摩天城项目 | 2014 | 2018 | 住宅、商业 | >50% |

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 月底，公司在开发项目共 14 个，预计总投资 720.98 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 461.60 亿元，计划于 2016 年~2018 年分别投资 71.18 亿元、79.11 亿元和 84.90 亿元。

南京世茂外滩新城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，西侧濒临长江，南侧临三汉河（秦淮河入长江处），区位和景观优势明显。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，建成后将成为南京长江沿岸的标志性建筑群。项目计划投资总额 100.00 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 76.87 亿元，预计项目将于 2018 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），项目规划建筑面积 240 万平方米，住宅及商业比重约为 6:4。石狮世茂摩天城项目为公司与世茂房地产共同开发（公司持股 36%、世茂房地产持股 22%、珠海横琴瑞尚股权投资有限公司持股 44%，公司通过有关董事会表决权安排对其财务和经营活动拥有决策权，能够实施控制，故纳入合并报表范围），其中公司负责商业部分开发运营，世茂房地产负责住宅部分。项目投资总额 200.37 亿元，截至 2016 年 9 月底已投资 119.33 亿元，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，预计项目整体将于 2018 年全部建设完毕。

总体看，公司未来项目投资规模较大，部分项目体量大，面临较大资金需求。

表 7　截至 2016 年 9 月底公司主要在建项目投资计划（单位：亿元、%）

| 项目名称 | 开工时间 | 预计竣工时间 | 项目性质 | 权益 | 计划总投资 | 截至 16 年 9 月底已投资 | 项目进度 | 未来投资计划 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | | 2016 年 10-12 月 | 2017 年 | 2018 年 |
| 天津世茂茂悦府项目 | 2012 | 2018 | 住宅/商业 | 100 | 39.00 | 15.09 | 39% | 5.29 | 10.00 | 8.62 |
| 青岛胶南世茂国际中心项目 | 2012 | 2018 | 商业 | 100 | 40.00 | 4.91 | 12% | 4.94 | 10.00 | 8.00 |
| 青岛胶南世茂诺沙湾项目 | 2012 | 2016 | 住宅/商业 | 100 | 40.00 | 34.26 | 86% | 3.63 | 2.11 | -- |
| 常州世茂广场项目 | 2009 | 2015 | 商业 | 48 | 12.30 | 7.97 | 65% | 4.33 | -- | -- |
| 宁波包家漕项目 | 2013 | 2016 | 商业 | 100 | 10.48 | 6.96 | 66% | 3.52 | -- | -- |
| 南京世茂外滩新城二期项目 | 2010 | 2018 | 住宅/商业 | 50 | 100.00 | 76.87 | 77% | 3.13 | 10.00 | -- |
| 上海天马山新体验中心商业项目 | 2009 | 2016 | 商业 | 100 | 28.93 | 29.24 | 101% | -- | -- | 10.00 |
| 武汉蔡甸世茂嘉年华项目 | 2010 | 2016 | 商业 | 51 | 45.00 | 31.00 | 69% | 14.00 | -- | -- |
| 沈阳世茂商业项目 | 2008 | 2016 | 商业 | 100 | 60.00 | 16.01 | 27% | 7.34 | 12.00 | -- |
| 石狮世茂摩天城项目 | 2014 | 2018 | 住宅/商业 | 36 | 200.37 | 119.33 | 60% | 17.58 | 25.00 | 24.65 |
| 厦门世茂海峡大厦项目 | 2010 | 2015 | 商业 | 51 | 50.00 | 49.97 | 100% | 0.17 | -- | 25.00 |
| 济南世茂天城项目 | 2014 | 2018 | 住宅/商业 | 100 | 61.95 | 36.97 | 60% | 6.98 | 10.00 | -- |
| 常熟黄河路 | 2013 | 2016 | 住宅 | 100 | 15.48 | 15.21 | 98% | 0.27 | -- | 8.63 |
| 宁波滨江项目 | 2013 | 2015 | 住宅/商业 | 100 | 17.47 | 17.81 | 102% | -- | -- | -- |
| **合计** | -- | -- | -- | -- | **720.98** | **461.60** | -- | **71.18** | **79.11** | **84.90** |

资料来源：公司提供

注：上表统计包括合营、联营项目。

截至 2016 年 9 月底，公司在建项目城市分布中石狮、青岛及南京投资规模占比较大，分别为 27.79%、11.10%和 13.87%。一线城市在建项目仅上海天马山新体验中心商业项目，投资规模占比为 4.01%。联合资信关注到，近年来受宏观经济增速放缓及区域市场分化凸显影响，部分二、三线城市商业地产投资过热，供大于求矛盾凸显；住宅市场库存高企，整体去化周期较长。公司目前在开发及在售项目较为集中在二、三线城市，部分项目体量大，需持续关注宏观经济增速放缓及区域市场分化对公司商业地产带来的负面影响及房地产行业相关政调控对公司销售带来的影响。

**土地储备**

土地投资策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在“长三角”、“环渤海经济圈”和“海西地区”内重点城市、核心优良地段获取优质土地，严格控制土地成本，并保持土地储备规模满足未来 3~5 年开发需求。公司要求对所选择商业物业区域市场商业氛围较好，消费习惯较为成熟或商业培育期最长不超过 3~5 年。对拟进入城市的经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至 2016 年 9 月底，公司已进入 20 余个城市，二、三线城市占比较大。

拿地方式上，公司土地储备获取方式主要通过招拍挂或与第三方合作获取，合作方主要为控股股东世茂房地产和项目所在地国企。2014 年以来，公司拿地节奏有所放缓，主要系结合自身发展阶段、项目储备以及股东资产注入等综合因素，公司有意降低土地购置规模所致。2015 年及 2016 年 1~9 月，公司未新增土地储备。

公司拟通过自有资金收购世茂房地产旗

下三个商业地产项目，包括深圳前海世茂金融中心、杭州世茂智慧之门及南昌世茂新城。截至 2016 年 9 月底，三个项目均处于在建过程，建设进度均在 25%上，其中南昌项目已实现部分销售。本次收购将有利于增加公司在核心城市项目储备，提升大量可供销售资源，为未来经营业绩提供有力支撑。

总体看，公司近年来新获取土地成本有所增长，或将对未来项目盈利空间产生一定影响。但考虑到股东资产注入将提升公司核心区域项目储备，公司未来整体业绩实现仍有较好保障。

表 8　近年来公司新增土地及项目情况

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 1~9 月 |
|---|---|---|---|---|
| 新拓展土地（幅） | 6 | 1 | -- | -- |
| 新增土地建筑面积（万平方米） | 321.76 | 90.79 | -- | -- |
| 土地投资金额（亿元） | 150.22 | 27.40 | -- | -- |
| 新增土地楼面均价（元/平方米） | 4669 | 3018 | -- | -- |

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司在 17 个城市拥有 22 个项目储备，土地储备建筑面积 956 万平方米（包括在建项目），主要城市包括上海、苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等，土地储备充足。从性质看，商业性质土地储备建筑面积占比为 31.90%，住宅性质土地储备占比为 28.66%，综合体土地储备占比为 39.44%。

表9　截至2015年底公司土地储备性质情况

（单位：个、万平方米）

| 土地性质 | 项目数量 | 期末土储面积 |
|---|---|---|
| 商业 | 13 | 305 |
| 住宅 | 7 | 274 |
| 综合体 | 2 | 377 |
| **合计** | **22** | **956** |

资料来源：公司提供

注：公司总建筑面积未单独计算公司权益部分，主要系部分项目受分期支付合作方土地款影响，项目所属权益随款项的分期支付而有所波动。

总体看，凭借较为丰富的项目运作经验、品牌影响力及充足的项目储备，公司近年来房地产开发板块持续扩张，规模优势及行业竞争力稳步提升。目前，公司在开发项目规模大，为业绩持续增长奠定基础的同时，开发投资将维持较大规模。与此同时，公司项目区域分布集中度高，在区域市场分化凸显背景下，部分项目或将面临一定市场风险及去化压力。

3. 房地产租赁

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。

跟踪期内，公司物业可出租面积保持稳定，除商业广场个别商户退租外，其余物业出租均保持稳定，整体出租率较高；租金收入随着租金水平的不断增长呈稳步提升态势。2015 年，公司实现房地产租赁收入 4.78 亿元，同比增长 12.21%；2016 年 1~9 月，房地产租赁收入为 3.76 亿元，为 2015 年全年租赁收入的 78.66%。

表 10　2013~2015 年公司自持物业租赁情况 （单位：万平方米、亿元）

| 年份 | 物业类型 | 建筑面积 | 可出租面积 | 已出租面积 | 出租率 | 租金收入 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2013 年 | 办公楼 | 7.02 | 5.92 | 5.92 | 100% | 1.21 |
| | 广场 | 79.49 | 55.84 | 52.63 | 94% | 1.76 |
| | 其他 | 9.38 | 5.08 | 5.08 | 100% | 0.16 |
| | **合计** | **95.88** | **66.84** | **63.64** | **95%** | **3.13** |
| 2014 年 | 办公楼 | 7.02 | 5.84 | 5.79 | 99% | 1.35 |
| | 广场 | 104.42 | 61.59 | 58.28 | 95% | 2.77 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 其他 | 4.58 | 0.29 | 0.29 | 100% | 0.15 |
| | **合计** | **116.02** | **67.72** | **64.36** | **95%** | **4.26** |
| 2015 年 | 办公楼 | 7.02 | 5.54 | 5.49 | 99% | 1.41 |
| | 广场 | 103.94 | 60.01 | 55.87 | 93% | 3.29 |
| | 其他 | 4.58 | 2.23 | 2.23 | 100% | 0.78 |
| | **合计** | **115.54** | **67.78** | **63.59** | **94%** | **4.78** |

资料来源：公司提供

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。截至目前，公司自持物业规模约 92 万平方米，少部分物业位于北京、上海等一线城市，大部分集中在济南、昆山、苏州和芜湖等二、三线城市。单位租金方面，处于一线城市核心商圈物业租金水平较高且单位租金水平不断上升；处于二、三线城市物业租金水平较低，但随着对所持商业的不断培育，公司在苏州、常熟、芜湖等地的商业物业单位租金水平较为稳定或略有上升。截至 2015 年底，公司自持物业公允价值为 213.38 亿元，同比增长 21.72%。2016 年 10 月，公司将北京世茂·工三项目作价 29.70 亿元出售给乐视网信息技术(北京)股份有限公司，目前已收到现金。

总体看，跟踪期内，公司自持物业租金收入为公司提供了稳定的资金流入。但公司自持物业区域分布以二、三线城市为主，部分项目运营尚处于培育期，租金水平较低。未来随着项目所在区域商圈培育日趋成熟，物业租赁收入有望实现增长。

表 11　公司主要自持物业租赁情况（单位：万平方米、万元、元/平方米/天）

| 项目名称 | 业态 | 建筑面积 | 2014 年 | | | | 2015 年 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 租金收入 | 可租面积 | 出租率 | 单位租金 | 租金收入 | 可租面积 | 出租率 | 单位租金 |
| 北京世茂·工三 | 广场 | 7.78 | 6455 | 2.61 | 99% | 6.78 | 6243 | 2.76 | 98% | 6.20 |
| 北京世茂大厦 | 写字 | 7.02 | 13477 | 5.84 | 99% | 6.32 | 14105 | 5.54 | 99% | 6.98 |
| 昆山世茂华东商城 | 广场 | 8.82 | 1096 | 5.62 | 92% | 0.53 | 2053 | 5.14 | 99% | 1.09 |
| 昆山国际城 | 广场 | 8.70 | 1801 | 4.90 | 99% | 1.01 | 1616 | 4.85 | 100% | 0.91 |
| 苏州世茂运河城一期 | 广场 | 5.00 | 789 | 2.39 | 100% | 0.91 | 1103 | 2.39 | 100% | 1.26 |
| 常熟卢米埃影院 | 广场 | 0.46 | 90 | 0.28 | 100% | 0.88 | 65 | 0.46 | 100% | 0.38 |
| 常熟欧尚 | 广场 | 4.34 | 1027 | 4.20 | 100% | 0.67 | 1497 | 4.20 | 100% | 0.98 |
| 徐州世茂商业 | 广场 | 5.95 | 665 | 3.71 | 100% | 0.49 | 750 | 3.71 | 80% | 0.55 |
| 芜湖世茂滨江花园玫瑰坊 | 广场 | 3.84 | 701 | 2.45 | 100% | 0.78 | 496 | 2.45 | 89% | 0.55 |
| 芜湖文化艺术中心 | 广场 | 4.29 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 上海上卧副楼 | 广场 | 0.29 | 247 | 0.29 | 100% | 2.33 | 247 | 0.29 | 100% | 2.33 |
| 上海世茂商都 | 广场 | 0.96 | 1995 | 0.72 | 98% | 7.63 | 1533 | 0.74 | 90% | 5.66 |
| 济南世茂广场-北区 | 广场 | 13.22 | 5622 | 7.88 | 91% | 2.91 | 8801 | 7.80 | 98% | 3.09 |
| 苏州世茂运河城二期 | 广场 | 7.07 | -- | -- | -- | -- | 580 | 2.41 | 72% | 0.66 |
| **合计** | -- | **77.74** | **33965** | **40.89** | **98%** | **2.28** | **39089** | **42.74** | **95%** | **2.51** |

资料来源：公司提供

4. 影院业务

公司影院业务运营主体为下属子公司世茂影院投资发展有限公司（以下简称“世茂影院”），影院业务收入包括票房收入和电影衍生品、食品饮料等非票房收入。2015 年,公司共实现影院业务收入 3.25 亿元。

根据公司 2015 年 6 月 27 日公告，公司已将下属世茂影院所持有的重庆世茂影院管理有限公司等 14 家公司 100%股权转让于万达电影院线股份有限公司（以下简称“万达院线”），交易对价 10 亿元，截至 2015 年 12 月底，公司已完成中国证监会批复项下的相关资产交易过户给万达院线，公司共认购万达院线股票 1350.62 万股，已于 2016 年 1 月 4 日上市，预计流通时间为 2017 年 1 月 4 日。

按照公司与万达院线的战略合作协议，公司目前在建及未来建设的商业地产项目中的电影院业态，均由万达院线独家承租经营。总体看，公司与万达院线的战略合作和资产交易将进一步提高公司商业地产的区域竞争力、影响力和运营效益，且公司将分享万达院线未来在文化产业领域的发展成果，从而进一步优化公司主营业务结构，将对未来经营业绩产生积极影响。

5. 其他业务

公司其他业务包括百货业务、文化传媒业务和儿童乐园业务等。2015 年，公司其他业务共实现收入 3.30 亿元。

公司百货业务收入主要为对百货门店的租赁收入，未来随着公司应对市场变化及时进行主营业务战略调整的实施，将百货业务并入商业物业运营业务，公司将无相关百货业务收入。文化传媒业务的运营主体为下属子公司上海世茂文化传媒有限公司，公司在文化传媒领域的发展，不仅拓展了公司品牌知名度，也拓宽了公司营业收入渠道。儿童事业发展方面，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，但儿童事业发展业务作为公司提供更优质商业运营服务的重要补充，未来将在一定程度上提升公司的商业运营服务能力并丰富公司的商业盈利模式。

总体看，公司其他业务收入在主营业务中占比较小，辅助提升公司的盈利能力和商业物业运营能力。

6. 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，形成融合消费、文化和儿童发展等多元商业一体化的商业物业集合体，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。公司将加大在文化传媒、对外投资和儿童事业等方面的发展力度，寻求多个利润增长点，以确保公司可持续增长。

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。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015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的审计结论。公司2016年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2015年底，公司纳入合并范围子公司合计97家，其中2015年公司新纳入合并范围的子公司13家（主要通过新设成立），不再纳入合并范围子公司16家（主要通过股权转让）。公司合并范围变化对财务数据影响不大，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额653.48亿元，所有者权益246.55亿元（含少数股东权益51.94亿元）。2015年，公司实现营业收入150.33亿元，利润总额39.89亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额637.86亿元，所有者权益合计253.06亿元（含少数股东权益54.67亿元）。2016年1~9月，公司实现营业收入89.74亿元，利润总额22.70元。

### 2. 盈利能力

跟踪期内，在地产业务的带动下，公司营业收入规模快速增长。2015年，公司共实现营业收入150.33亿元，同比增长18.36%。同期，营业成本95.73亿元，同比增长28.63%，增速高于营业收入。受此影响，公司营业利润率由2014年的31.41%下降至26.45%，主要系盈利水平较弱的住宅物业销售比重提升带动所致。

期间费用方面，2015年公司期间费用合计13.14亿元，同比增长4.72%，构成以管理费用和销售费用为主。管理费用方面，随着商业物业经营规模不断扩张，运营管理中的人工成本有所上涨；销售费用方面，公司2015年加强费效管理，有效降低了销售费用的支出。财务费用方面，随着公司债务规模的增长，财务费用支出有所增加。2015年，公司期间费用率为8.74%，保持较低水平，期间费用控制能力较强。总体看，跟踪期内，公司在业务规模扩大的同时，较为有效的管理期间费用，控制能力较强。

非经营性损益方面，2015年，公司实现公允价值变动收益4.96亿元，同比增长75.45%，主要系投资性房地产公允价值的变动；实现投资收益9.24亿元，同比增长107.19%，主要系出售影院业务取得股权的收益。同期，营业外收入共0.27亿元，同比下降44.40%，主要为地方财政补助的减少。2015年，公司非经营性损益（公允价值变动损益+投资收益+营业外收入）占当期利润总额比重分别为36.27%。总体看，非经营性损益对利润有一定贡献。

受益于主业保持良好发展态势，公司利润总额快速增长，2015年公司实现利润总额39.89亿元，同比增长14.35%。盈利指标方面，公司总资本收益率及净资产收益率分别为7.78%和11.84%，较2014年分别下降0.60和1.18个百分点，盈利能力较强。

2016年1~9月，公司实现营业收入89.74亿元；取得投资收益10.31亿元，主要为世茂工三项目出售取得的收益；利润总额为22.70亿元，净利润为16.31亿元；同期，公司营业利润率下降至20.88%。

总体看，跟踪期内，随着主业保持良好发展态势，公司整体经营规模有所扩张，受盈利水平相对较低的住宅销售比重上升影响，营业利润率有所下滑，但综合盈利能力仍较强。

3. 现金流分析

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2015 年,公司经营活动现金流入量为 153.05 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金金额为 97.70 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为与经营相关的押金、保证金、往来款项、政府补助款及利息收入，2015 年为 55.35 亿元，主要为收到的关联公司款项（52.94 亿元）。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2015 年，公司经营活动现金流出量为 148.60 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 49.38 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金 78.61 亿元，主要为关联方往来款项（69.05 亿元）。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.45 亿元。从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 64.99%，较 2014 年下降 19.25 个百分点。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入金额为 15.15 亿元，同比下降 40.02%，主要系由于 2014 年公司出让合作开发项目收到的转让子公司股权款 17.78 亿元，导致当年投资活动现金流入大幅增加。2015 年，公司投资活动现金流出金额为 28.57 亿元，其中取得子公司等支付的现金净额为 15.24 亿元，主要系公司收购合营、联营企业股权的支出；投资支付的现金 5.73 亿元，较 2014 年减少 12.39 亿元，主要系 2014 年均受让申银万国证券股份有限公司股权，投资支出较大。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-13.42 亿元。

2015 年，筹资活动前公司现金流量净额为-8.97 亿元。公司经营活动现金无法满足当期投资支出，具有一定对外融资压力。

从筹资活动看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 23.47 亿元。2015 年筹资活动现金流入金额为 209.21 亿元，主要包括取得借款收到的现金 121.17 亿元和发行债券取得现金 69.52 亿元（计入“其他与筹资活动有关的现金”）。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务及分配股利、偿付利息支付的现金，2015 年筹资活动现金流出金额为 185.75 亿元，其中用于偿还债务支付的现金 177.06 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为 9.18 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金为 46.67 亿元、支付其他与经营活动有关的现金为 66.75 亿元，主要系内部往来款；同期，公司现金收入比 93.91%，较 2015 年底大幅好转。2016 年 1~9 月，公司投资活动现金净流入 27.02 亿元，主要系北京世茂工三项目出售取得的现金；筹资活动现金净流出 9.67 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流规模较大，受开发周期影响，经营获现能力有所下降，且无法满足投资活动资金需求，具有较大对外融资压力。

4. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额为653.48亿元，同比增长10.95%；其中，流动资产占58.96%，非流动资产占41.04%，公司资产构成仍以流动资产为主。

**流动资产**

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司流动资产不断增长。截至2015年底，公司流动资产385.29亿元，同比增长12.26%，主要来自货币资金和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金（占17.22%）和存货（占68.11%）构成。

2015 年，由于销售回款及发行融资券，公司货币资金较上年大幅增加。截至 2015 年底，公司货币资金 66.34 亿元，同比增长 27.83%。其中，银行存款 66.02 亿元（占 99.52%），现金 0.01 亿元，其他货币资金主要为在途资金 0.16 亿元和保函保证金 0.14 亿元。受限资金包括 0.57 亿元质押担保定期存单，占期末货币资金的 0.86%，公司现金类资产受限比例低，货币资金充裕。

随着房地产开发规模的扩张，公司应收账款快速增长，主要系工程施工量的增长致使项目押金有所增加。截至2015年底，公司应收账款账面余额17.26亿元，主要为项目押金与应收拆迁款项；从账龄看，1年以内的应收账款占比60.99%，1至2年的占比为35.30%，2年以上的占3.83%；前五名单位合计占总金额比重为45.63%，集中度较高。同期，公司累计计提坏账准备0.81亿元。

2015年，由于收回宁波湾头项目营运资金、预付土地款转为存货，公司预付款项大幅减少。截至2015年底，公司预付款项金额为6.17亿元，主要系预付土地款和影视投资款，预付款项前五名单位金额合计5.25亿元，占预付款项总额的85.06%，集中度高。

表 12　截至 2015 年底预付款项金额前五名单位情况

（单位：亿元、%）

| 单位名称 | 金额 | 占比 | 形成原因 |
|---|---|---|---|
| 石狮市国土资源局 | 4.18 | 67.72 | 预付土地款 |
| 南京市下关区房屋拆迁安置办公室 | 0.60 | 9.72 | 预付土地款 |
| 新丽电视文化投资有限公司 | 0.30 | 4.86 | 影视投资款 |
| 福建恒业影业有限公司 | 0.09 | 1.46 | 影视投资款 |
| 北京鼎恒汇德投资管理有限公司 | 0.08 | 1.30 | 影视投资款 |
| **合计** | **5.25** | **85.06** | -- |

资料来源：审计报告

截至2015年底，其他应收款净额为22.96亿元，同比增长63.77%，主要系关联方往来款增加所致。从集中度看，前五大客户欠款金额占其他应收款比重为77.97%，客户集中度高。账龄方面，1年以内的其他应收款占比11.18%，1~2年占比83.96%，2年以上占比4.864%，账龄较长。同期，其他应收款累计计提坏账准备0.50亿元，综合计提比例2.13%。

表 13　截至 2015 年底其他应收款前五名单位情况

（单位：万元、%）

| 单位名称 | 金额 | 款项性质 | 占比 |
|---|---|---|---|
| 宁波鼎峰房地产开发有限公司 | 76044.09 | 关联方往来款 | 32.42 |
| 无锡世茂新发展置业有限公司 | 51982.04 | 关联方往来款 | 22.16 |
| 苏州工业园区世茂世纪置业 有限公司 | 31187.85 | 关联方往来款 | 13.30 |
| 济南市房地产业协会 | 17853.26 | 预售保证金 | 7.61 |
| 济南市城乡建设委员会 | 5820.97 | 保证金及押金 | 2.48 |
| **合计** | **182888.21** | -- | **77.97** |

资料来源：审计报告

随着地产项目开发的持续投入，公司存货规模持续增长。截至 2015 年底，公司存货为 262.44 亿元，同比增长 15.40%。其中，开发成本（占 62.91%）主要为公司在建商业广场及住宅项目，期末存货余额较大的项目有南京世茂外滩新城二期项目（期末余额 21.26 亿元）、北京同涞项目（期末余额 26.80 亿元）、石狮世茂新城项目（期末余额 15.36 亿元）、石狮世茂房地产项目（期末余额 21.58 亿元）和济南世茂天城项目（期末余额 22.10 亿元）。北京同涞项目受拆迁进度影响，尚未开工。截至 2015 年底，公司开发产品账面余额 96.74 亿元，同比增加 47.33 亿元，占存货比重为 36.86%，主要为竣工未售项目；开发产品中期末存货余额较大的项目有南京世茂外滩新城项目（期末余额 5.54 亿元）、石狮世茂房地产项目（期末余额 12.37 亿元）和石狮世茂新城项目（期末余额 14.53 亿元）、常熟世茂玉珑花园项目（期末余额 8.65 亿元）、宁波君御湾项目（期末余额 7.41 亿元）等。截至 2015 年底，公司共计提存货跌价准备 330 万元，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坏账准备。

截至2015年底，公司其他流动资产为10.83亿元，同比增长71.61%，主要系结构性存款（合计5.00亿元）增加所致。该结构性存款已于2015年审计报告发布前到期收回。

**非流动资产**

截至2015年底，公司非流动资产268.18亿元，同比增长9.11%，主要来自可供出售金融资产和投资性房地产增长。公司非流动资产主要由投资性房地产（占79.56%）和长期股权投

资（占7.77%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产账面余额12.89亿元，较2014年底增加10.00亿元，主要由于认购万达院线股票所致。公司可供出售金融资产主要为以公允价值计量的可供出售权益工具（其中海通证券流通股1.35亿元，万达影院限售非流通股10.00亿元）。

截至 2015 年底，投资性房地产为 213.38 亿元，同比增长 21.72%，主要来自公允价值变动（新增 9.12 亿元）及完工转入带动。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 2015 年底，公司受限投资性房地产账面价值为 74.09 亿元（占投资性房地产总额 34.72%），受限比例尚可。

截至 2015 年底，公司长期股权投资金额为 20.83 亿元，同比下降 55.80%，主要系公司取得绍兴世茂投资发展有限公司（当期减少长期股权投资 11.57 亿元）、上海茂沁投资管理有限公司控制权（当期减少长期股权投资 14.33 亿元）和宁波世茂新腾飞置业有限公司（当期减少长期股权投资 12.95 亿元）控制权，纳入合并报表范围，不再以长期股权投资核算所致；同时处置嘉兴世茂新世纪置业有限公司股权，不再作为联营企业。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 637.86 亿元，较 2015 年底下降 2.39%；其中流动资产占比提升至 61.18%，非流动资产占比为 38.82%，整体资产结构较 2015 年底变化不大。流动资产中，由于公司销售回款有所增加及公司债的发行，货币资金增加至 92.29 亿元，较 2015 年底增长 39.13%，同期应收账款减少至 11.77 亿元，较 2015 年底下降 28.51%；随着房地产开发的持续进行，公司预付款项增加至 10.05 亿元，较 2015 年底增长 62.81%，主要系预付土地款；其他应收款较 2015 年底增长 11.31%至 25.55 亿元，主要系应收合营企业运营款增加所致；存货金额较 2015 年底下降 9.03%至 238.75 亿元，主要系项目完工结转所致。其他流动资产金额为 11.77 亿元，较 2015 年底增长 8.65%，主要为结构性存款。非流动资产方面，截至 2016 年 9 月底，公司投资性房地产金额为 192.13 亿元，较 2015 年底下降 9.96%，主要由于北京世茂工三自持物业项目本期出售所致；长期股权投资金额为 19.71 亿元，较上年底下降 5.39%；在建工程金额为 0.46 亿元，较上年底下降 18.89%，其他科目较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，构成较为稳定，符合房地产行业特点。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。

### 5. 负债及所有者权益

**所有者权益**

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 246.55 亿元，主要来自少数股东权益以及未分配利润的增加。同期，归属于母公司的所有者权益为 194.62 亿元，其中实收资本占 9.83%，资本公积占 19.33%，盈余公积占 1.93%，未分配利润占 47.04%，其他综合收益占 21.87%。截至 2015 年底，公司其他综合收益 42.56 亿元，以投资性房地产转换公允价值变动差额（占比 97.53%）为主，可供出售金融资产公允价值变动损益占比 2.16%，外币财务报表折算差额占比 0.30%。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 253.06 亿元（含少数股东权益 54.67 亿元），较 2015 年底增长 2.64%，基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益中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。

**负债**

截至 2015 年底，公司负债合计 406.93 亿元，其中流动负债占 68.51%，非流动负债占 31.49%。

截至 2015 年底，公司流动负债 278.80 亿元，主要以应付账款（占 29.42%）、预收款项（占 21.68%）、其他应付款（占 21.10%）和其他流动负债（占 14.34%）为主。截至 2015 年底，公司短期借款 5.37 亿元，较 2014 年减少 24.49 亿元。其中，抵质押借款为 2.17 亿元、委托贷款 3.00 亿元、保证借款 0.20 亿元。同期，公司发行 40 亿元的短期融资券，计入其他流动负债科目，金额为 39.84 亿元；由于预提工程款增加，公司应付账款快速增长，截至 2015 年底，应付账款金额为 82.03 亿元，主要为应付工程款项；预收款项金额为 60.43 亿元，同比下降 9.04%，主要包括南京世茂外滩新城项目、济南世茂天城等项目的预收售楼款；其他应付款金额为 58.83 亿元，其中往来款项金额为 35.78 亿元（占 60.82%），主要为应付长沙世茂投资有限公司、珠海横琴瑞尚股权投资有限公司、苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司等子公司的往来款项构成；剩余 23.05 亿元主要系由日常经营产生的资金往来。公司其他应付款均无固定偿还期限，无需支付利息，受合营联营开发模式增加影响，公司与关联方往来款规模较大。

截至 2015 年底，公司非流动负债 128.12 亿元，主要由长期借款（占 35.12%）、应付债券（占 38.74%）和递延所得税负债（占 25.73%）构成。截至 2015 年底，长期借款 45.00 亿元，同比增长 8.56%；应付债券余额为 49.64 亿元，新增的债券包括 15.00 亿元“15 沪世茂 MTN001”和 15.00 亿元“15 沪世茂 MTN002”，期限均为 3 年；公司递延所得税负债金额为 32.96 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 9 月底，公司负债合计 384.80 亿元，较 2015 年底下降 5.44%，主要系经营性负债大幅降低所致。截至 2016 年 9 月底，公司流动负债为 255.44 亿元，较 2015 年底下降 8.38%。其中，短期借款金额为 6.00 亿元，较上年底增长 11.73%。随着开发项目和项目结转的逐步推进，公司应付账款及预收账款均有所下降。同期，非流动负债 129.36 亿元，较 2015 年底增长 0.97%，主要来自新发行 20.00 亿元公司债“16 世茂 G1”。长期借款金额为 34.03 亿元，较 2015 年底减少 10.97 亿元。

公司于 2015 年发行的 40 亿元短期融资券计入“其他流动负债”科目，属于有息债务，将其调整至公司短期债务及相关指标计算。截至 2015 年底，公司调整后全部债务 148.27 亿元，其中长期债务占 63.83%，短期债务占 36.17%，债务结构较为合理。截至 2016 年 9 月底，公司调整后全部债务为 149.36 亿元，较 2015 年底增长 0.74%；其中长期债务占比提升至 66.04%。

债务指标方面，截至 2015 年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.27%、37.55%和 27.74%。截至 2016 年 9 月底，上述三项指标分别为 60.33%、37.12%和 28.04%，公司整体债务负担适宜。

总体看，跟踪期内，公司房地产业务规模持续扩张，在建项目较多，开发资金需求带动负债规模逐年增长。公司有息债务以长期债务为主，整体债务负担适宜，未来随着在建项目持续推进，债务规模或将持续上升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年底，公司流动比率和速动比率分别为138.20%和44.07%，分别较2014年增加25.41和6.02个百分点，资产流动性有所增强；经营现金流动负债比由2014年的0.25%上升至1.60%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力有所回升。同时考虑到预收款项无需实际偿付，且货币资金较为充裕，

公司短期债务偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年EBITDA利息倍数上升至3.62倍，调整后全部债务/EBITDA上升至为3.47倍。总体看，公司债务规模有所增长，融资成本有所下降。

2015 年 12 月 24 日，公司成功于上海证券交易所非公开发行股票 15166.84 万股，共募集资金 15.00 亿元。本次非公开发行使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，在一定程度上优化了公司资本结构，提高了资本实力，并增强了公司后续持续融资能力，对公司短期偿债能力和长期偿债能力都具有积极的影响。

截至 2016 年 9 月底，剔除公司为购房者向银行申请的个人住房抵押贷款而提供的担保，公司对外担保金额约为 19.28 亿元，占公司净资产的比例为 7.62%，系对联营企业苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司和长沙世茂投资有限公司的保证担保，金额分别为 10.00 亿元和 9.28 亿元，期限分别至 2017 年 7 月和 2017 年 2 月。截至目前，两家企业经营运作状况正常，苏州项目处于在售阶段，长沙项目尚处于在建阶段，未达到预售条件。

截至 2016 年 9 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 118.25 元，尚未使用额度 64.08 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。同时，公司作为上海证券交易所上市公司，具有直接融资渠道。

6. 存续期内债券偿还能力

2015年，公司经营活动现金流入量和净额为别为153.05亿元和4.45亿元，分别为“16沪世茂CP002”本金的7.65倍和0.22倍；截至2015年底，公司现金类资产为66.44亿元，为“16沪世茂CP002”本金的3.32倍；截至2016年9月底，公司现金类资产为92.37亿元，为“16沪世茂CP002”本金的4.62倍。

总体看，公司经营活动现金流入量以及现金类资产对存续期内短期融资券保障能力强。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10310101001496109），截至 2017 年 3 月 13 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。

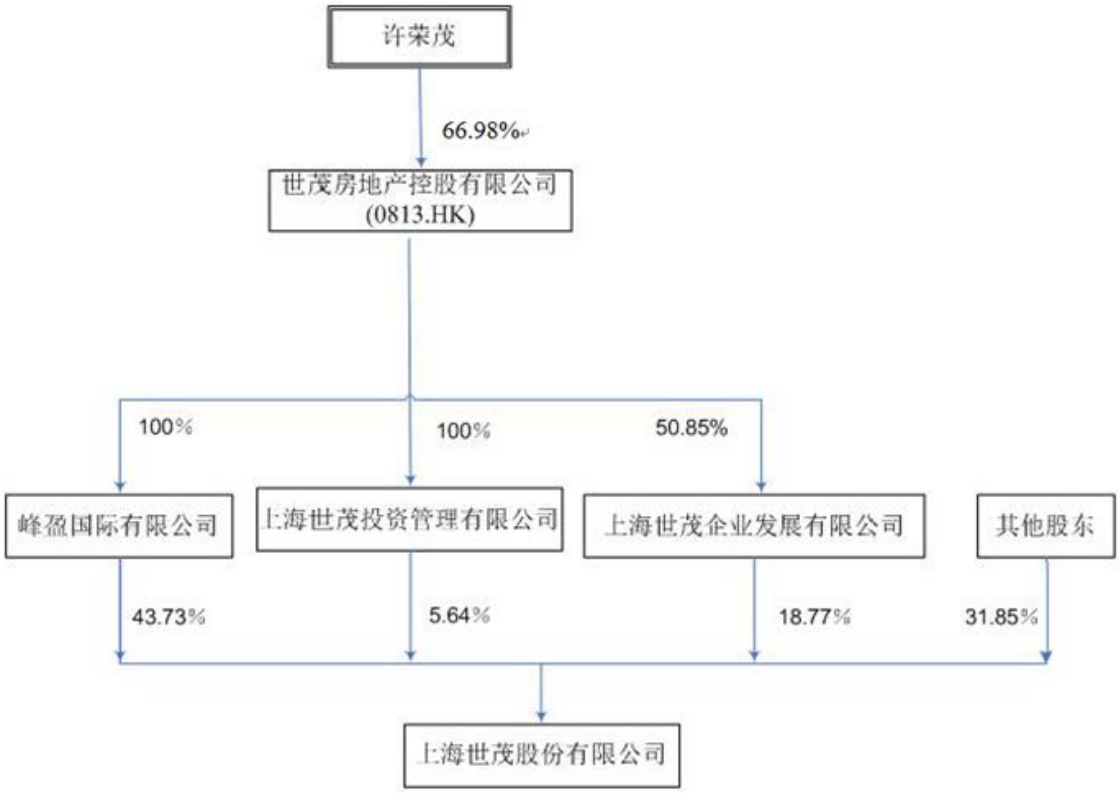
8. 抗风险能力

总体看，跟踪期内，受益于主营地产业务的不断扩大，公司资产规模快速增长，盈利能力有所下降，但仍保持较强水平，同时考虑到世茂房地产对于公司的各项支持以及充足的项目储备情况，联合资信认为，公司整体抗风险能力很强。

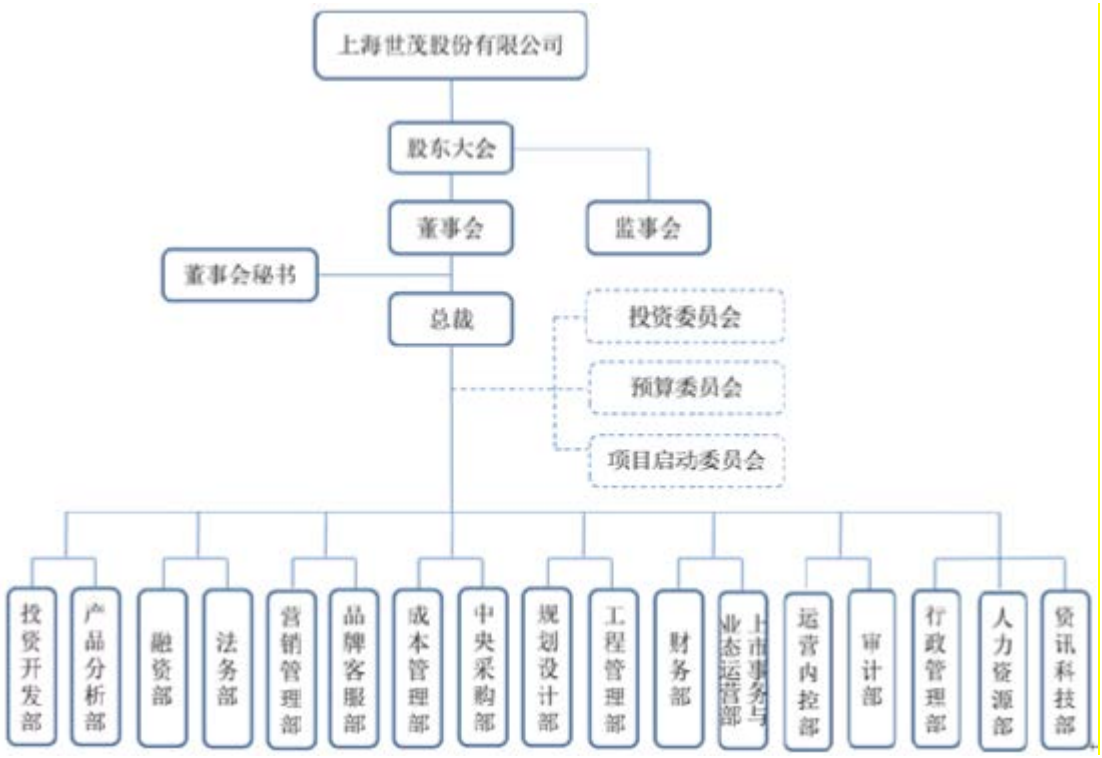
## 十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 $AA^{+}$的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16沪世茂 CP002”A-1 的信用等级。

# 附件 1-1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



# 附件 1-2　公司组织架构图



# 附件 2　主要财务数据及指标

| 项目 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 9 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 54.19 | 51.93 | 66.44 | 92.37 |
| 资产总额(亿元) | 500.88 | 589.01 | 653.48 | 637.86 |
| 所有者权益(亿元) | 162.26 | 200.35 | 246.55 | 253.06 |
| 短期债务(亿元) | 43.16 | 59.84 | 13.66 | 10.80 |
| 长期债务(亿元) | 67.23 | 61.27 | 94.64 | 98.63 |
| 全部债务(亿元) | 110.40 | 121.11 | 108.30 | 109.42 |
| 营业收入(亿元) | 101.53 | 127.01 | 150.33 | 89.74 |
| 利润总额(亿元) | 24.21 | 34.88 | 39.89 | 22.70 |
| EBITDA(亿元) | 26.10 | 37.01 | 42.69 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | 24.98 | 0.76 | 4.45 | 9.18 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 17.32 | 13.99 | 10.96 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.33 | 0.34 | 0.39 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.23 | 0.23 | 0.24 | -- |
| 现金收入比(%) | 111.39 | 84.24 | 64.99 | 93.91 |
| 营业利润率(%) | 31.31 | 31.41 | 26.45 | 20.88 |
| 总资本收益率(%) | 7.11 | 8.38 | 7.78 | -- |
| 净资产收益率(%) | 11.53 | 13.02 | 11.84 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 29.30 | 23.42 | 27.74 | 28.04 |
| 全部债务资本化比率(%) | 40.49 | 37.68 | 30.52 | 30.19 |
| 资产负债率(%) | 67.61 | 65.98 | 62.27 | 60.33 |
| 流动比率(%) | 124.47 | 112.79 | 138.20 | 152.78 |
| 速动比率(%) | 41.87 | 38.05 | 44.07 | 59.31 |
| 经营现金流动负债比(%) | 9.92 | 0.25 | 1.60 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.67 | 3.08 | 3.62 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 4.23 | 3.27 | 2.54 | -- |

注：2016 年前三季度数据未经审计。

# 附件 3 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%<br>（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-营业税金及附加）/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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 4-1　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 4-2　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

| 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 |

# 附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

| 信用等级设置 | 含　　义 |
|---|---|
| A-1 | 为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高 |
| D | 不能按期还本付息 |