信用等级公告

联合〔2020〕1796 号

联合资信评估有限公司通过对上海世茂股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN002”“18 沪世茂 MTN003”“19 沪世茂 MTN001”和“20 沪世茂 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

上海世茂股份有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次展望	上次级别	上次展望
上海世茂股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18沪世茂MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18沪世茂MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18沪世茂MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19沪世茂MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20沪世茂MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18沪世茂MTN001	8亿元	8亿元	2021/02/07
18沪世茂MTN002	7亿元	7亿元	2021/03/08
18沪世茂MTN003	10亿元	10亿元	2021/12/17
19沪世茂MTN001	10亿元	10亿元	2022/10/21
20沪世茂MTN001	5亿元	5亿元	2023/01/09

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月24日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）为从事商业地产开发及运营的大型上市公司，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司作为世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）商业地产开发及运营的核心平台，开发了多个城市地标建筑，在品牌影响力、产品品质和项目运作等方面具备较强的竞争优势。跟踪期内，公司加大拿地力度，土地储备比较充足且布局较好，为未来销售业绩提供支撑。同时，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、公司所有者权益稳定性弱、项目开发周期长和存在一定的资金沉淀、面临一定的资本支出压力、短期债务占比逐年上升以及2019年经营业绩下滑等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续期内债券保障能力较强。

公司在30余个城市开发运营多个城市综合体项目，土地储备较为充足，且近年来新增大量优质土地，尤其是深圳龙岗项目，其体量大，项目地理位置优越，未来销售业绩有保证。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18沪世茂MTN001”“18沪世茂MTN002”“18沪世茂MTN003”“19沪世茂MTN001”和“20沪世茂MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **股东支持力度大。**公司作为世茂房地产商业地产开发及运营的核心平台，在专业人员、资金及资产注入等方面获得其大力支持。
2. **商业地产综合实力较强。**公司是国内商业地产开发及运营的大型上市公司，开发了多个城市地标建筑，在品牌影响力、产品品质和项目运作等方面均具备较强的竞争优势，综合竞争实力较强。
3. **土地储备比较充足且布局较好。**跟踪期内，公司拿地力度加大，收并购项目居多，主要在二线城市拿地，拿地楼面价较低，未来利润较有保证。截至2020年3月底，公司土地储备总建筑面积为1962万平方米，一二线城市占比合计达64.88%，区域布局较好。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

分析师： 王 聪　杨 栋

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

关注

1. **面临一定的政策和市场波动风险。**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. **存在一定的资金沉淀。**公司项目多为综合体和商业项目，开发周期长，存在一定的资金沉淀。
3. **所有者权益稳定性弱。**截至 2019 年底，公司少数股东权益占 47.34%；归属于母公司所有者权益中未分配利润和其他综合收益占比分别为 64.25%和 14.91%。
4. **短期债务占比明显提高且面临一定的资本支出压力。**截至 2019 年底，公司在建和拟建项目尚需投资 802.88 亿元，2020－2022 年分别计划投资 254.90 亿元、165.38 亿元和 111.49 亿元。公司短期债务占比同比提升 21.45 个百分点至 50.52%。
5. **2019 年经营业绩下滑。**2019 年，公司签约销售金额和利润总额分别同比下滑和 10.16%和 19.46%，同时公司综合毛利率同比下滑 9.55 个百分点。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
现金类资产(亿元)	90.38	103.53	128.95	119.48
资产总额(亿元)	919.18	1083.20	1275.64	1303.42
所有者权益(亿元)	346.27	447.94	482.04	482.05
短期债务(亿元)	39.13	59.72	119.25	79.40
长期债务(亿元)	138.67	145.74	116.78	171.44
全部债务(亿元)	177.79	205.45	236.02	250.84
营业收入(亿元)	186.67	206.74	214.49	28.07
利润总额(亿元)	53.09	66.42	53.49	6.75
EBITDA(亿元)	56.07	70.55	58.12	0.00
经营性净现金流(亿元)	42.50	39.78	47.11	-7.94
营业利润率(%)	31.88	35.70	28.21	34.75
净资产收益率(%)	10.73	10.55	7.97	--
资产负债率(%)	62.33	58.65	62.21	63.02
全部债务资本化比率(%)	33.93	31.44	32.87	34.23
流动比率(%)	145.87	161.17	117.36	126.43
经营现金流动负债比(%)	10.80	8.93	7.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.17	2.91	4.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.78	6.94	2.72	--
公司本部(母公司)口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额(亿元)	425.01	378.46	400.54	413.35
所有者权益(亿元)	89.50	97.55	99.89	100.65
全部债务(亿元)	127.86	153.83	148.70	165.55
营业收入(亿元)	0.28	1.23	2.95	0.05
利润总额(亿元)	14.78	10.19	10.28	0.39
资产负债率(%)	78.94	74.23	75.06	75.65
全部债务资本化比率(%)	58.82	61.19	59.82	62.19
流动比率(%)	81.52	30.58	28.96	35.15
经营现金流动负债比(%)	8.60	42.35	-4.69	--

注：1. 公司“其他流动负债”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算；2. 集团类客户提供公司本部(母公司）财务信息

评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/04/30	杨栋、王聪	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
AA+	稳定	2016/06/02	刘晓濛、韩家麒	房地产企业信用分析要点	阅读全文

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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体等级	评级展望	评级时间	项目组成员	评级方法/模式	评级报告
20 沪世茂 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/28	杨栋 王聪	联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
18 沪世茂 MTN001 18 沪世茂 MTN002 18 沪世茂 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/04/30	杨栋 王聪	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
19 沪世茂 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/04/29	杨栋 王聪	房地产行业企业信用评级方法	阅读全文
18 沪世茂 MTN003	AA+	AA+	稳定	2018/11/26	杨栋 韩家麒 王聪	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读全文
18 沪世茂 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/02/28	杨栋 韩家麒 王聪	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读全文
18 沪世茂 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/01/05	韩家麒 王聪	房地产行业企业信用评级方法及分析要点	阅读全文

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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 2020 年跟踪评级报告

一、 跟踪评级原因

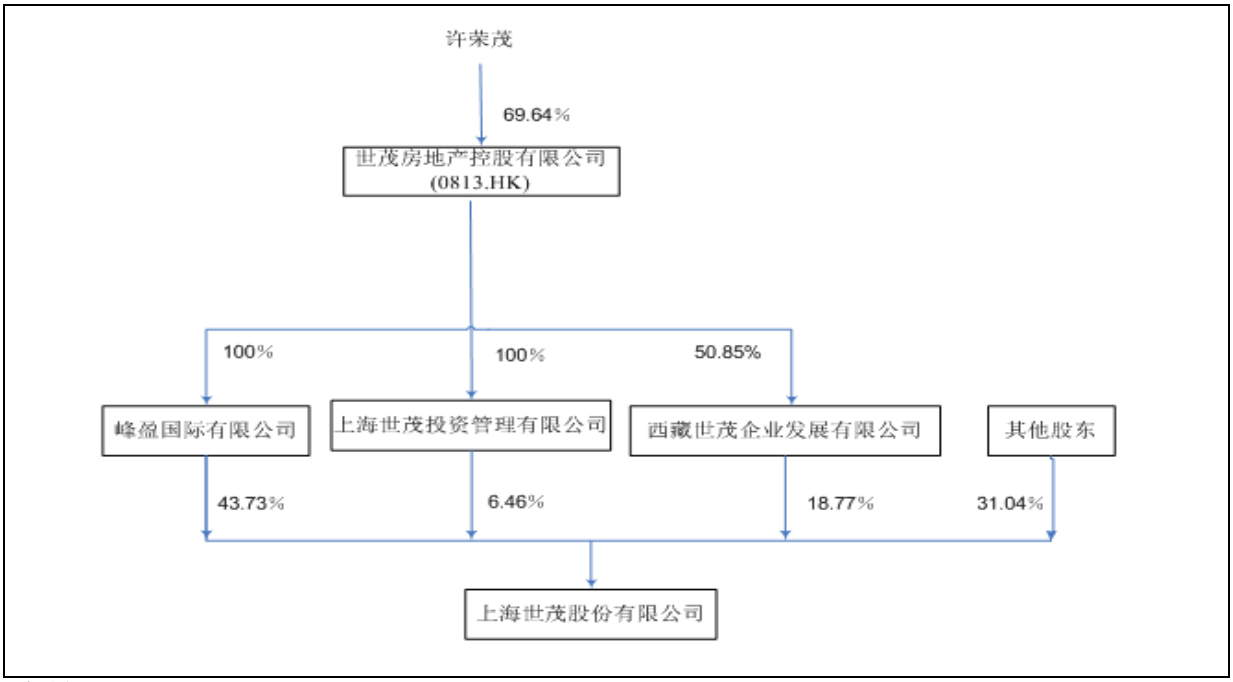
根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于上海世茂股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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）。其中，上海市黄浦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，公司名称变更为现名。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。2009年5月，公司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2019年底，公司股本为37.51亿元，峰盈国际（持股43.73%）为公司控股股东，许荣茂先生为实际控制人。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司内设投资开发部、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

内控部和审计部等17个职能部门，拥有直接控制及间接控制子公司合计167家。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1275.64亿元，所有者权益482.04亿元（含少数股东权益228.21亿元）；2019年，公司实现营业收入214.49亿元，利润总额53.49亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1303.42亿元，所有者权益合计482.05亿元（含少数股东权益226.50亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入28.07亿元，利润总额6.75亿元。

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、 存续债券概况及募集资金使用情况

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

表 1 本次跟踪相关债券情况（单位：亿元、%）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率（当期）	回售日
18 沪世茂 MTN001	2018-02-06	2021-02-07	8	6.43	--
18 沪世茂 MTN002	2018-03-06	2021-03-08	7	6.33	--
18 沪世茂 MTN003	2018-12-14	2021-12-17	10	5.0	2020-12-17
19 沪世茂 MTN001	2019-10-18	2022-10-21	10	4.24	--
20 沪世茂 MTN001	2020-01-08	2023-01-09	5	4.12	--
合计	--	--	**40**	--	--

资料来源：Wind

四、 宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提

高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形

反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、 行业分析

1. 房地产行业分析

（1） 行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

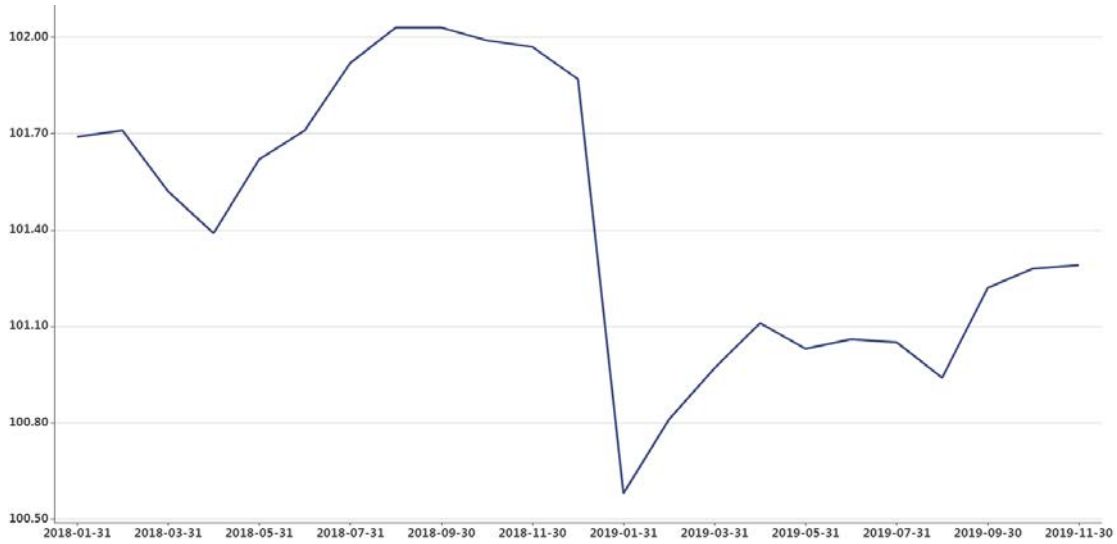
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋

竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

图 2　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2） 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低

位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18	24004.52	14.46	25228.77	14.13
利用外资	168.19	0.11	107.98	0.07	175.72	0.10
自筹资金	50872.22	32.60	55830.65	33.64	58157.84	32.56
其他资金	79770.46	51.12	86019.74	51.83	95046.26	53.21
其中：定金及预收款	48693.57	31.20	55418.17	33.39	61359.00	34.35
个人按揭	23906.31	15.32	23705.89	14.28	27281.00	15.27
合 计	**156052.62**	**100.00**	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（3） 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 4）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制

2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

2. 商业地产现状

2018年以来，商业地产销售出现明显下滑趋势，租金水平不同城市等级以及同一城市不同区域存在较大差异。

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，中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。

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，能够更好地进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

从全国商业地产的增速来看，2017年，商业地产销售延续2016年增长态势，办公楼和商业营业用房销售面积分别同比增长24.3%和18.7%，销售额分别同比增长17.5%和25.3%。2018年，办公楼销售面积和销售金额均出现同比下滑，分别同比下降8.3%和2.6%；商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售金额同比小幅增长0.7%。2019年，商业地产销售出现全面下滑，办公楼和商业营业用房销售面积分别同比下降14.7%和15.07%；办公楼和商业营业用房销售额分别同比下降15.1%和16.5%。

表 6　近年来商业地产销售同比变化情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
办公楼销售面积同比变化	31.4	24.3	-8.3	-14.7
商业营业用房销售面积同比变化	16.8	18.7	-6.8	-15.0
办公楼销售金额同比变化	45.8	17.5	-2.6	-15.1
商业营业用房销售金额同比变化	19.5	25.3	0.7	-16.5

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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. 产权状况

截至2019年底，公司股本37.51亿元，其中峰盈国际持股43.73%，为公司控股股东。世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）通过其子公司峰盈国际、上海世茂投资管理有限公司和西藏世茂企业发展有限公司合计控制公司59.74%股份，为公司实际控制法人。许荣茂先生为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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

公司作为国内商业地产的领先企业，拥有国家一级开发资质，致力于商业地产的专业化销售与经营。公司战略布局长三角、环渤海经济圈和海西及华南地区内的一、二线城市，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“海西及华南地区”的业务发展格局，具有较好的区位优势；公司开发了诸如厦门世茂海峡大厦、济南世茂广场、深圳前海世茂大厦和杭州智慧之门等多个城市地标建筑；公司“世茂”品牌在品牌影响力、产品品质和项目等方面具备较强的竞争优势。

截至2019年底，公司共持有在建和拟建的土地储备建筑面积超过1000万平方米，土地储备比较充足。一直以来，公司严格控制获取土地成本，具备一定的土地成本优势，在宏观调控的总体背景下，为公司未来发展提供有力保障。

3. 实际控制法人及其支持

公司实际控制法人世茂房地产是行业领先的全国大型房地产上市公司，在房地产开发领域积累了丰富的运作经验及资源，具备很强的竞争实力和抗风险能力。在房地产行业竞争日趋激烈和行业景气度有所波动的背景下，公司凭借有力的股东支持及较为丰富的商业地产运作经验，在行业内竞争优势显著。

公司实际控制法人世茂房地产于2004年注册成立，2006年7月在香港联交所主板上市（股票代码：0813.HK）。区别于公司专注于商业物业运营，世茂房地产在住宅和酒店地产方面有着丰富的运营经验和较高的品牌知名度，积累了丰富的人力资源和专业管理经验。世茂房地产重点布局京津冀、长江中下游、海峡西岸、珠三角、成渝、山东半岛等核心城市群内经济发展水平较高及需求旺盛的一、二线城市及强三、四线城市，截至2019年底，世茂房地产在全国120个城市合计拥有349个项目，总土地储备面积为7679万平方米，平均土地成本为5303元/平方米，总货值达13000亿元，其中，粤港澳大湾区土地储备可售货值达3800亿元。近年来，世茂房地产合约销售金额快速增长，行业排名逐年提升，行业地位比较突出。

表 7　近年来世茂房地产销售情况
（单位：万平方米、元/平方米、亿元、名）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
合约销售面积	606.20	1068.70	1465.60
合约销售均价	16623	16482	17744
合约销售金额	1007.70	1761.50	2600.70
签约销售金额排名	16	11	9
权益销售金额排名	15	11	9

注：克而瑞、联合资信整理

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

作为世茂房地产商业地产开发及运营核心平台，公司日常经营中除在专业人员、资产注入及资金等方面获得世茂房地产支持，还通过“联合竞标、分别开发”的模式获取成本较低的优质土地储备。

七、 管理分析

跟踪期内，公司在管理体制和管理制度等方面未发生重大变化。

八、 经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业收入和毛利率均有所波动。2019年，公司营业收入小幅增长，综合毛利率明显下滑。2020年一季度，公司营业收入同比下滑，但利润总额和毛利率明显提升。

作为世茂房地产商业地产开发及运营的核心平台，自成立以来，公司已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，综合体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“海西及华南地区”，目前在30多个经济较为发达的城市运营多个大型商业综合体及若干住宅销售项目。

公司收入主要由住宅销售、商业地产销售、房地产租赁和其他业务构成。其中，2019年，住宅销售和商业地产销售两大板块合计销售收入对收入贡献超90%，是公司主要收入和利润来源；其他业务收入主要包括物业管理以及其他零星业务。

2019年，公司营业收入同比增长3.75%，主要系住宅销售收入增长所致。分板块看，商业地产销售收入同比下降3.13%，主要系结算节奏影响所致；其余板块均实现不同程度上涨。其中，住宅地产收入增长主要系结算项目单价大幅上涨所致；房地产租赁收入增长主要系租金水平稳步增长以及出租面积略有提升所致。

毛利率方面，2019年，公司综合毛利率同

比下降9.55个百分点，主要系占比较高的住宅地产和商业地产销售毛利率均出现不同程度下滑所致。公司房地产租赁业务毛利率上涨主要系商业租赁业务近年来在合理管控成本的情况下，租金收入保持稳定上升所致。

2020年1－3月，公司营业收入为28.07亿元，同比下降11.91%，主要系结算规模有所下降所致；利润总额为6.75亿元，同比增长39.75%；毛利率为39.60%，同比提升8.29个百分点，主要系结算部分高利率产品所致。

表 8　近年来公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 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
住宅销售	158.51	84.91	45.08	126.99	61.42	41.88	136.17	63.49	33.60	14.00	49.88	36
商业地产销售	15.31	8.20	21.07	65.83	31.84	43.44	63.77	29.73	27.38	11.43	40.72	34
房地产租赁	5.77	3.09	75.57	6.95	3.36	78.17	7.33	3.42	80.20	1.49	5.31	86
影院业务	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	21.63	--	--	--	--	--	--
其他	6.91	3.70	68.12	6.97	3.38	70.41	7.22	3.36	83.01	1.15	4.10	85
合计	**186.67**	**100.00**	**44.91**	**206.74**	**100.00**	**44.56**	**214.49**	**100.00**	**35.01**	**28.07**	**100.00**	**39.60**

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. “0”表示数据经过单位换算为零，“--”表示无统计数据；3. 2020 年一季度各板块毛利率数据取整
资料来源：公司提供

2. 商业地产及住宅地产业务

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。公司商业地产和住宅地产在土地储备、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，故下文将商业地产与住宅地产销售统一分析。

商业地产及住宅地产开发

2019年，公司新开工面积大幅增长，竣工面积变化不大，期末在建项目维持较大规模，未来存在较大的资本支出压力。在建和拟建项目集中在一二线城市，三线也有一定规模的在建项目，在建项目分布合理，为未来销售业绩提供支撑。

房地产开发方面，公司年度开发计划建立在全年销售目标和项目开发计划相结合基础上，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。2019年，公司新开工面积同比增长68.69%，主要系近年来公司新增土地储备规模较大所致；2019年竣工面积同比变化不大。公司期末在建面积大幅增长，主要系当年新开工规模较大所致，整体看，公司在建项目保持较大规模。

表 9　近年来公司房地产开发主要指标
（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
新开工面积	167.48	151.34	255.30	18.83
房屋竣工面积	65.75	104.58	96.70	22.62
期末在建面积	619.02	647.28	872.96	907.27

注：1. 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；2. 期末在建面积为取得施工证的在建项目建筑面积；3.2019 年期末在建面积数据和根据公式期末在建面积=上年期末在建面积+本年新开工面积-本年竣工面积数据差异较大，主要系当年新增并购在建项目未计入新开工面积，但计入期末在建面积所致
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建项目26个，规划权益建筑面积为1063万平方米。其中，一二线城市和三线及以下城市权益建筑面积占比分别为74%和26%。公司拟建项目5个，规划权益建筑面积103万平方米。从城市布局看，公司在建和拟建项目主要分布在深圳、济南、青岛、南京、苏州、武汉、长沙、杭州、厦门、泉州、石狮和常熟等一二线和强三四线城市。

未来投资方面，公司在建项目多数于2020年竣工。公司在建和拟建项目计划总投资金额

2056.75亿元，截至2019年底，已投资金额1257.32亿元，尚需投资金额为802.88亿元；2020年、2021年和2022年计划总投资金额分别为254.90亿元、165.38亿元和111.49亿元，未来三年公司存在较大的资本支出压力。

表 10　截至 2019 年底公司在建项目情况（单位：万平方米、年、亿元）

城市等级	项目名称	项目类型	总建筑面积	权益建筑面积	开工时间	竣工时间	计划投资金额	截至2019年底已投资金额	尚需投资金额	未来投资计划		
										2020年	2021年	2022年
一线城市	深圳坪山世茂中心项目	商业	29	17	2018	2022	34.55	21.21	13.34	2.05	1.65	0.84
	深圳龙岗项目	商业	137	70	2018	2026	504.41	265.79	238.62	30.00	30.00	30.00
	小计	--	**166**	**87**	--	--	**538.96**	**287.00**	**251.96**	**32.05**	**31.65**	**30.84**
二线城市	天津世茂茂悦府项目	住宅	37	37	2012	2020	39.00	24.61	14.39	14.39	--	--
	济南小鸭项目	住/商	29	7	2017	2020	36.01	24.65	11.36	11.36	--	--
	济南世茂天城项目	住/商	91	91	2014	2021	61.95	56.76	5.19	2.00	3.20	--
	青岛胶南世茂国际中心项目	商业	23	23	2012	2020	40.00	12.86	27.14	10.00	17.14	--
	青岛胶南世茂诺沙湾项目	住宅	62	62	2012	2020	40.00	43.46	--	--	--	--
	常州世茂广场项目	商业	26	26	2009	2020	12.30	11.91	0.39	0.39	--	--
	南京世茂外滩新城二期项目	住/商	122	61	2010	2020	125.00	119.87	5.13	5.13	--	--
	苏州工业园区-6#地	住宅	15	15	2014	2019	47.05	40.53	6.52	6.52	--	--
	苏州工业园区-7#地	住宅	22	22	2014	2020	46.06	39.98	6.08	6.08	--	--
	宁波世茂滨江府项目	住/商	17	17	2013	2020	28.09	26.16	1.93	1.93	--	--
	杭州蒋村项目	商业	32	28	2017	2022	54.76	24.58	30.18	10.00	10.00	10.19
	杭州智慧之门项目	商业	39	39	2014	2020	42.46	30.84	11.62	5.00	6.62	--
	南昌水城项目	商业	37	37	2014	2020	40.00	17.97	22.03	22.03	--	--
	长沙世茂商业项目	商业	23	23	2014	2020	27.45	19.80	7.65	5.00	2.65	--
	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	113	58	2010	2020	45.00	31.00	14.00	5.00	9.00	--
	厦门集美项目	住/商	52	27	2015	2020	65.00	55.40	9.60	9.60	--	--
	泉州洛江项目	住宅	31	16	2017	2020	32.04	26.88	5.16	5.16	--	--
	泉州台商项目	住/商	68	12	2018	2022	42.20	21.46	20.74	6.00	6.00	8.74
	昆明巫家坝项目	住/商	19	10	2019	2021	20.87	9.29	11.58	6.00	5.57	--
	沈阳世茂商业项目	商业	88	88	2008	2023	60.00	17.26	42.74	10.00	10.00	10.00
	小计	--	**946**	**699**	--	--	**905.24**	**655.27**	**253.43**	**141.59**	**70.18**	**28.93**
三线及以下城市	张家口怀来项目	商业	35	18	2019	2023	23.88	2.89	20.99	4.41	2.67	5.00
	常熟世茂世纪中心项目	住/商	110	110	2007	2020	61.81	53.28	8.53	8.53	--	--
	湖北荆门龙山中央文化商务区项目	住/商	129	34	2018	2025	55.56	14.82	40.74	8.00	8.00	8.00
	石狮世茂钞坑项目	住/商	324	117	2014	2020	200.37	171.49	28.88	20.00	8.88	--
	小计	--	**598**	**278**	--	--	**341.62**	**242.48**	**99.14**	**40.94**	**19.55**	**13.00**
合计		--	**1710**	**1063**	--	--	**1785.83**	**1184.75**	**604.53**	**214.58**	**121.38**	**72.77**

注：1. 部分数据略有差异系四舍五入造成；2. 公司统计在建项目按照整体项目来划分，苏州工业园区-6#地竣工时间为2019年，但苏州工业园区-7#地尚未竣工，这两个地块属于同一个项目，将两个地块统一计入在建项目；3. 总建筑面积系项目总规划建筑面积，包括取得施工证的在建项目建筑面积、已经竣工结转的建筑面积以及在建项目中尚未开工的建筑面积；4. 公司城市等级划分，一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括天津、济南、南京、杭州、武汉、长沙、南昌、沈阳、昆明等省会城市以及经济比较发达的城市如青岛、宁波、徐州、厦门、常州等城市；三线城市包括张家口、常熟、荆门、石狮、昆山等城市。5.住/商是住宅/商业的简称；6. 青岛胶南世茂诺沙湾项目截至2019年底已投资金额超过计划总投资金额，用计划总投资金额-已经投资金额算出该项目尚需投资金额为负，根据该项目未来三年投资计划，在此认定该项目尚需投资金额为0亿元。由此，合计计算中尚需投资金额和计划总投资金额-已经投资金额略有差异。

资料来源：公司提供

表 11　截至 2019 年底公司拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市等级	项目名称	项目类型	总建筑面积	权益建筑面积	预计总投资金额	截至2019年底已投资金额	尚需投资金额	未来投资计划		
								2020年	2021年	2022年
二线城市	青岛世奥大厦项目	商业	14	11	27.03	5.41	21.62	--	--	5.00
	福州 108 大楼项目	商业	41	21	65.60	16.31	49.29	10.00	10.00	10.00
	济南长清东王二期项目	住/商	31	16	22.29	19.99	2.30	0.02	1.00	1.28
	珠海项目	商业	97	49	150.00	30.30	119.70	30.30	30.00	20.00
	小计	--	**183**	**97**	**264.92**	**72.01**	**192.91**	**40.32**	**41.00**	**36.28**
三线及以下城市	昆山新纪元商业项目	商业	6	6	6.00	0.56	5.44	--	3.00	2.44
	合计	--	**189**	**103**	**270.92**	**72.57**	**198.35**	**40.32**	**44.00**	**38.72**

注：部分数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

商业地产及住宅地产销售

公司在售项目去化率较好，城市布局合理。2019年，受预售证未获取影响，销售业绩出现下滑。

目前，按照不同城市的商业项目规划，公司商业地产开发包括购物中心、办公楼、步行街和SOHO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，项目主要涵盖多层、高层中高档住宅及别墅等多种业态。

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、建设期长和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，减少资金沉淀，从而保障营业收入稳步增长。因此，住宅物业一定程度上稳定公司经营业绩，提升资金使用效率。

2019年，公司签约销售均价比较稳定，签约销售面积和签约销售金额分别同比下降10.98%和10.16%，分别完成年度计划的80%和81%，主要系部分项目未按计划取得预售证所致；公司权益销售比例（权益销售金额/合约销售金额）为60.36%。总体看，跟踪期内，公司销售业绩下滑，销售业绩权益比例较低。

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

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
签约销售面积	**110.48**	**138.29**	**123.10**	**14.44**
其中：商业	30.49	49.77	38.44	3.92
住宅	80.00	88.52	84.66	10.52
签约销售金额	**215.68**	**271.09**	**243.56**	**34.87**
其中：商业	65.26	102.52	95.91	11.36
住宅	150.43	168.57	147.65	23.50
签约销售均价	**1.95**	**1.96**	**1.98**	**2.41**
其中：商业	2.14	2.06	2.50	2.90
住宅	1.88	1.90	1.74	2.23
权益销售面积	**67.77**	**76.21**	**64.66**	**8.02**
权益销售金额	**127.53**	**146.32**	**147.02**	**22.72**
房屋结算面积	**95.17**	**117.17**	**83.90**	**13.53**
其中：商业	11.85	31.20	30.78	6.16
住宅	83.31	85.97	53.11	7.37
房屋结算金额	**173.82**	**192.82**	**199.94**	**25.43**
其中：商业	15.31	65.83	63.77	11.42
住宅	158.51	126.99	136.17	14.01
房屋结算单价	**1.83**	**1.65**	**2.38**	**1.88**
其中：商业	1.29	2.11	2.07	1.85
住宅	1.90	1.48	2.56	1.90

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

从销售业绩城市分布看，2019年，公司销售业绩前十大城市销售金额合计占88.11%，主要来自经济发达的南京、杭州、深圳、苏州、

济南和长沙等城市。

表 13　近三年来公司销售业绩前十大城市销售情况

（单位：亿元、%）

2017 年		2018 年		2019 年	
城市	签约销售额	城市	签约销售额	城市	签约销售额
南京	44.41	南京	40.26	南京	59.89
厦门	26.20	济南	37.00	杭州	45.80
石狮	24.59	苏州	36.38	深圳	23.82
济南	23.53	泉州	31.53	苏州	21.52
宁波	18.59	石狮	26.08	济南	20.67
泉州	17.84	厦门	24.01	长沙	14.57
苏州	17.19	深圳	22.31	荆门	9.56
青岛	11.58	宁波	10.58	石狮	6.81
武汉	9.03	青岛	10.36	青岛	6.37
天津	7.34	武汉	8.53	福州	5.58
合计	**200.29**	--	**247.04**	--	**214.60**
占比	**92.86**	--	**91.13**	--	**88.11**

注：1. 数据略有差异系四舍五入造成；2. 占比=前十大城市合计签约销售金额/当年签约销售金额

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在售项目29个，主要为在建项目的销售，完工在售项目仅5个。其中，公司纯住宅地产项目、住宅加商业地产项目大部分已处于尾盘销售或销售进度在80%以上，个别住宅和商业项目去化率较低。其中，深圳龙岗项目去化率较低主要系未按计划获取预售证所致；昆明巫家坝项目和重庆中心项目去化率较低主要系当年新获取项目，开工时间较短所致。青岛胶南世茂国际中心项目、杭州智慧之门项目和长沙世茂商业项目去化率较低，主要系受项目业态影响，一次性取得预售证面积较大，而商业地产去化周期较住宅偏长以及公司销售策略共同影响所致。公司在售项目主要分布在经济发达的一二线城市和全国百强县常熟（排名第4）和石狮（排名第15），在售项目城市布局较好，为项目去化提供良好支撑。整体看，公司在售项目整体去化情况较好，城市布局较好。

表 14　截至 2019 年底公司在售项目情况表（单位：万平方米、年、%、亿元）

城市等级	项目状态	项目名称	项目类型	规划总建筑面积	开工时间	竣工时间	销售进度	累计销售金额
一线城市	在建	深圳坪山世茂中心项目	商业	29	2018	2022	>95	26.44
		深圳龙岗项目	商业	137	2018	2026	>30	18.11
	竣工	深圳前海世茂金融中心	商业	16	2015	2019	>85	50.35
二线城市	在建	天津世茂茂悦府项目	住宅	37	2012	2020	>95	26.44
		济南小鸭项目	住/商	29	2017	2020	>85	21.97
		济南世茂天城项目	住/商	91	2014	2021	>95	78.85
		青岛胶南世茂国际中心项目	商业	23	2012	2020	>55	13.00
		青岛胶南世茂诺沙湾项目	住宅	62	2012	2020	>95	55.47
		常州世茂广场项目	商业	26	2009	2020	>90	7.85
		南京世茂外滩新城项目	住/商	122	2010	2020	>98	265.06
		宁波世茂滨江府项目	住/商	17	2013	2020	>98	13.62
		杭州蒋村项目	商业	32	2017	2022	>85	7.73
		杭州智慧之门项目	商业	39	2014	2020	>25	9.91
		南昌水城项目	商业	37	2014	2020	>95	18.89
		厦门集美项目	住/商	52	2015	2020	>80	70.32
		泉州洛江项目	住宅	31	2017	2020	>95	40.25
		苏州工业园区-6#地	住宅	15	2014	2019	>95	84.34
		苏州工业园区-7#地	住宅	22	2014	2020		
		长沙世茂商业项目	商业	23	2014	2020	>55	6.69
		武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	113	2010	2020	>70	38.77
		泉州台商项目	住/商	68	2018	2022	>65	13.53
		昆明巫家坝项目	住/商	19	2019	2021	>15	0.95

	竣工	南京雨花项目	住/商	26	2016	2019	>95	34.67
		福州台江金融街项目	商业	5	2018	2020	>55	5.97
		长沙正圆世茂云锦项目	住/商	38	2019	2020	>65	3.85
		重庆中心项目	住/商	84	2018	2023	>35	4.87
三线城市	在建	常熟世茂世纪中心项目	住/商	110	2007	2020	>85	54.01
		荆门龙山中央文化商务区项目	住/商	129	2018	2025	>85	7.31
		石狮世茂钞坑项目	住/商	324	2014	2020	>85	105.95

资料来源：公司提供

土地储备

跟踪期内，公司拿地力度加大，收并购项目居多，主要在二线城市拿地，拿地楼面价较低，未来利润较有保证。公司土地储备比较充足，城市布局比较合理，有利于分散不同等级城市的市场和政策风险。

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“海西及华南地区”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2019年底，公司已进入包括上海、北京、深州、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波和重庆等30余个城市，运营多处大型商业综合体和住宅项目，二线城市占比较高。

2019年，公司主要在济南、淄博、重庆、杭州、福州、昆明和南京等二线城市拿地，楼面均价有所增长，加之公司新增土地储备规模较大，土地获取成本随之增长。公司新增土地平均楼面均价/当期签约销售均价为22.22%。整体看，2019年，公司拿地平均楼面价较低，未来利润较有保证。

拿地方式方面，2019年收购居多，公司对收并购项目从收益率、产品类型和现金流等多方面考虑审慎实施收并购行为，通过收并购泰禾集团股份有限公司、重庆本土房企重庆爱普地产（集团）有限公司以及广西本土房企广西中鼎世纪投资集团有限责任公司等企业多个项目新增土地储备权益建筑面积78万平方米，占比达47%，公司收并购项目除杭州蒋村项目和张家口怀来项目权益比例超50%外，其余6个收并购项目公司持股比例均小于30%。此外，近年来，公司加大合作开发力度，合作方主要为公司实际控制法人世茂房地产和项目所在地本地企业，新增土地储备权益比例（新增土地储备权益建筑面积/新增土地储备总建筑面积）34%，新增土地储备权益比例很低。

表 15　近年来公司新增土地及项目情况（单位：万平方米、%、亿元、万元/平方米）

年份	项目	新增土地储备总建筑面积	权益比例	新增土地储备权益建筑面积	土地获取成本	楼面均价	获取方式
2017 年	福州 108 大楼项目	31	51	16	15	0.49	招拍挂
	福州台江金融街项目	4	20	1	4	1.15	招拍挂
	深圳龙岗项目	136	51	70	239	1.75	招拍挂
	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	5	51	3	2	0.30	招拍挂
	南京雨花项目	26	51	13	23	0.88	收并购
	合计	**203**	**50**	**102**	**283**	**1.40**	--
2018 年	湖北荆门龙山中央文化商务区项目	124	26	32	12	0.09	招拍挂
	泉州台商项目	48	17	8	15	0.31	招拍挂

	深圳坪山世茂中心项目	18	60	11	19	1.03	招拍挂
	长沙正圆世茂云锦项目	34	26	9	15	0.43	收并购
	合计	**224**	**27**	**60**	**60**	**0.27**	--
2019 年	济南长清东王二期项目	23	51	12	6	0.26	招拍挂
	昆明巫家坝项目	16	26	4	8	0.50	招拍挂
	南京 G02	16	26	4	28	1.75	招拍挂
	淄博商业项目	72	26	18	18	0.25	招拍挂
	珠海项目	97	51	49	56	0.58	招拍挂
	张家港永安路项目	3	30	1	1	0.50	招拍挂
	杭州蒋村项目	18	90	17	7	0.40	收并购
	张家口怀来项目	21	51	11	2	0.18	收并购
	重庆越洋广场	29	23	7	2	0.33	收并购
	重庆中心项目	57	23	13	3	0.23	收并购
	济南机床一厂项目	42	26	11	8	0.77	收并购
	福州永泰青云小镇项目	38	26	10	3	0.31	收并购
	玉林公园九里项目	27	15	4	0.33	0.08	收并购
	玉林悦湖湾项目	34	15	5	0.42	0.08	收并购
	合计	**492**	**34**	**166**	**144**	**0.44**	--
2020 年 1－3 月	厦门云街项目	13	50	6	5	0.82	收并购
	济南唐冶项目	39	100	39	6	0.16	收并购
	武汉左岭新城项目	27	15	4	2	0.44	收并购
	荥阳华中健康国际城项目	13	50	7	2	0.13	招拍挂
	合计	**91**	**61**	**56**	**15**	**0.25**	--

注：1.土地储备统计范围包括招拍挂和收并购等途径；2..数据略有差异系四舍五入和数据取整造成
资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司共拥有44个储备项目，土地储备总建筑面积为1962万平方米，平均权益比例为46%，合作开发力度较大。从城市等级看，公司一线城市、二线城市、三线及以下城市土地储备总建筑面积占比分别为8.46%、56.42%和35.12%。公司土地储备以二线城市为主，此外在一线和三线及以下城市也有较大规模的土地储备，三线及以下城市中石狮和常熟土地储备规模较大，这两个县级市属于全国排名前二十的百强县市，经济比较发达，为项目去化提供支撑。从具体城市分布看，公司土地储备主要分布在上海、石狮、青岛、济南、福州、常熟、武汉、南京、厦门、深圳等地，土地储备区域布局较好。

表16　截至2020年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

城市等级	城市	项目名称	项目类型	土地储备总建筑面积	权益比例	土地储备权益建筑面积	楼面均价
一线城市	深圳	深圳坪山世茂中心项目	商业	29	60	17	10291
	深圳	深圳龙岗项目	商业	137	51	70	17547
	小计	--	--	**166**	--	**87**	--
二线城市	天津	天津世茂茂悦府项目	住宅	21	100	21	1281
	苏州	苏州工业园-7#地	住宅	15	100	15	15151
	青岛	青岛世奥大厦项目	商业	14	75	10	4394
	青岛	青岛胶南世茂国际中心项目	商业	18	100	18	1708
	无锡	无锡世茂商业项目	住宅/商业	48	31	15	2185

	宁波	宁波世茂滨江府项目	住宅/商业	7	100	7	10078
	济南	济南世茂天城项目	住宅/商业	17	100	17	4494
	济南	济南小鸭项目	住宅/商业	28	23	7	5883
	济南	济南机床一厂项目	住宅/商业	42	26	11	7684
	济南	济南长清东王项目	住宅/商业	31	51	16	2591
	珠海	珠海项目	商业	97	51	49	5828
	南京	南京 G02	住宅/商业	23	26	6	17470
	南京	南京世茂外滩新城项目	住宅/商业	58	50	29	2445
	杭州	杭州蒋村项目	商业	32	90	28	4050
	杭州	杭州智慧之门项目	商业	30	100	30	5494
	武汉	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	83	51	42	1735
	沈阳	沈阳世茂商业项目	商业	82	100	82	741
	长沙	长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	38	28	11	4293
	厦门	厦门集美项目	住宅/商业	38	51	19	10363
	南昌	南昌水城项目	商业	0.22	100	0.22	876
	福州	福州 108 大楼项目	商业	41	51	21	4877
	福州	福州台江金融街项目	商业	5	20	1	11538
	昆明	昆明巫家坝项目	住宅/商业	19	26	5	5004
	重庆	重庆千厮门	商业	49	23	11	3346
	重庆	重庆中心项目	住宅/商业	84	23	19	2342
	常州	常州世茂广场项目	商业	12	100	12	907
	泉州	泉州洛江项目	住宅	10	51	5	6692
	泉州	泉州台商项目	商业	68	17	12	3060
	厦门	**厦门云街项目**	**商业**	**17**	**50**	**9**	**8200**
	济南	**济南唐冶项目**	**商业**	**53**	**100**	**53**	**1565**
	武汉	**武汉左岭新城项目**	**住宅/商业**	**27**	**15**	**4**	**4405**
	小计	---	--	**1107**	--	**585**	--
三线及以下城市	常熟	常熟世茂世纪中心项目	住宅/商业	24	100	24	472
	昆山	昆山新纪元商业项目	商业	6	100	6	789
	石狮	石狮世茂钞坑项目	住宅/商业	222	36	80	2703
	荆门	湖北荆门龙山中央文化商务区项目	住宅/商业	139	26	36	928
	张家口	张家口怀来项目	商业	35	51	18	1791
	淄博	淄博商业项目	住宅/商业	120	26	31	2519
	玉林	玉林公园九里项目	住宅/商业	35	15	5	807
	玉林	玉林悦湖湾项目	住宅/商业	39	15	6	807
	张家港	张家港永安路项目	商业	3	30	1	5000
	永泰	永泰青云小镇项目	住宅/商业	51	26	13	3144
	荥阳	荥阳华中健康国际城项目	商业	**13**	**50**	**7**	**1281**
	小计	--	--	**689**	--	**227**	--
合计		--	--	**1962**	**46**	**899**	--

注：1. 公司土地储备统计口径包括在建项目建筑面积和拟建项目建筑面积；2. 公司平均权益比例=土地储备权益建筑面积/土地储备总建筑面积；3. 数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

3. 房地产租赁业务

跟踪期内，公司已出租面积小幅增长，整体出租率和租金水平有所提升，房地产租赁收入持续增长，为公司提供了稳定的资金流入。

公司持有部分商业物业，且合理控制自持商业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。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，逐步取消自营百货，改为对外出租形式。

随着商业项目不断竣工，公司自持商业物业面积持续增加，主要包括昆山世茂广场、绍兴世茂广场和济南世茂广场等；公司自持办公楼主要为北京世茂大厦。2019年，公司总体可租面积略有下滑，但整体仍比较稳定。其中，广场可出租面积下滑主要系公司对部分商业广场租赁物业经营进行调整所致，办公楼可出租面积上涨主要系新纳入南京雨花项目办公楼部分所致。出租率方面，2019年，公司办公楼、商场和其他出租率均出现上涨，带动公司整体出租率同比上涨4个百分点。随着自持物业出租面积的小幅增长及租金水平的提升，公司房地产租赁收入同比增长5.47%至7.33亿元，对公司收入形成一定补充。

表17　近年来公司自持物业租赁情况（单位：万平方米、%、亿元）

年份	物业类型	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
2017 年	办公楼	9.13	6.54	72	1.62
	广场	71.40	63.61	89	4.05
	其他	2.23	2.23	100	0.10
	合计	**82.76**	**72.38**	**87**	**5.77**
2018 年	办公楼	9.17	7.03	77	1.63
	广场	71.08	63.32	89	5.21
	其他	2.47	2.16	87	0.10
	合计	**82.71**	**72.51**	**88**	**6.95**
2019 年	办公楼	13.80	10.88	79	2.38
	广场	62.68	59.86	95	4.78
	其他	2.47	2.25	91	0.17
	合计	**78.95**	**72.99**	**92**	**7.33**
2020 年 1—3 月	办公楼	14.29	11.11	78	0.42
	广场	62.75	58.96	94	1.03
	其他	2.47	2.40	97	0.03
	合计	**79.51**	**72.46**	**91**	**1.49**

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

表 18　截至 2019 年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

城市等级	城市	项目名称	业态	建筑面积	截至2019年底可出租面积	截至2019年底已出租面积	截至2019年底出租率	租金收入	
								2018年	2019年
一线城市	北京	北京世茂大厦	办公楼	7.02	5.75	4.78	83	1.57	1.72
	上海	上海世茂商都	广场	0.96	0.69	0.69	100	0.36	0.22
	小计	--	--	**7.98**	**6.44**	**5.47**	**85**	**1.92**	**1.94**
二线城市	苏州	苏州世茂运河城（一期）	广场	5.00	2.77	2.77	100	0.06	0.10
	苏州	苏州世茂运河城（二期）	广场	13.46	3.39	3.15	93	0.24	0.18
	济南	济南世茂广场	广场	14.85	7.31	7.29	100	1.83	1.70
	厦门	厦门 EMALL	广场	5.83	2.19	2.19	100	0.41	0.22
	厦门	厦门世茂海峡大厦 B 座和裙楼办公	办公楼	3.56	3.42	1.97	58	--	0.36
	南京	南京雨花商业	广场	2.90	1.35	1.35	100	--	0.12

	南京	南京雨花办公楼	办公楼	5.04	4.63	4.13	89	--	0.31
	绍兴	绍兴世茂广场	广场	18.27	10.99	10.49	95	0.71	0.70
	徐州	徐州世茂商业	广场	5.95	3.75	3.00	80	0.13	0.10
	小计	--	--	**74.86**	**39.80**	**36.34**	--	**3.38**	**3.79**
三线及以下城市	昆山	昆山世茂广场一期	广场	8.82	5.20	5.14	99	0.27	0.33
	昆山	昆山世茂广场二期	广场	8.70	4.93	4.91	100	0.25	0.23
	芜湖	芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	广场	3.84	1.85	1.85	100	0.02	0.05
	芜湖	芜湖文化艺术中心	其他	4.29	2.47	2.25	91	0.01	0.01
	石狮	石狮世茂摩天城	广场	15.63	5.42	5.26	97	0.28	0.27
	常熟	常熟卢米埃影院	广场	0.46	0.46	0.46	100	0.01	0.11
	常熟	常熟欧尚	广场	4.34	4.20	4.20	100	0.10	
	小计	--	--	**46.08**	**24.53**	**24.07**	**98**	**0.94**	**1.00**
合计		--	--	**128.91**	**70.78**	**65.89**	--	**6.24**	**6.74**

注：1.“0”代表数据四舍五入为0；“--”代表无统计数据；2. 数据略有差异系四舍五入造成
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1年、最长20年的租赁期限。截至2019年底，公司主要自持物业可出租面积为70.78万平方米，已出租面积为65.89万平方米。公司自持物业少部分位于北京、上海等一线城市，大部分分布在二、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；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、常熟和绍兴等地的商业物业单位租金水平较为稳定或略有上升。

4. 经营效率

公司经营效率一般

从存货周转率看，2019年，公司存货周转率和预收款项/存货较上年无变化，存货周转率在可比企业中处于平均水平；预收款项/存货在可比企业中处于最低水平。总资产周转率有所下降。

表 19　近年来公司经营效率对比情况（单位：次）

企业名称	存货周转率				预收款项/存货				总资产周转率			
	2017年	2018年	2019年	平均值	2017年	2018年	2019年	平均值	2017年	2018年	2019年	平均值
新城控股	0.45	0.31	0.31	0.34	0.67	0.81	0.86	0.81	0.28	0.21	0.22	0.23
大悦城	0.27	0.21	0.34	0.29	0.55	0.52	0.50	0.52	0.20	0.17	0.25	0.22
陆家嘴	0.31	0.27	0.26	0.27	0.12	0.29	0.12	0.17	0.12	0.16	0.17	0.16
世茂股份	0.34	0.27	0.27	0.28	0.15	0.10	0.10	0.11	0.22	0.21	0.18	0.20

注：1.新城控股全称为新城控股集团股份有限公司；大悦城全称为大悦城控股集团股份有限公司；陆家嘴全称为上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司；2、为了便于对比，世茂股份相关数据来自Wind；3. 平均值为三年加权平均值，其中，2017年、2018年和2019年加权系数分别为0.2、0.3和0.5
数据来源：Wind

5. 未来发展

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持续健康发展。

未来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，以确保公司可持续发展。

九、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见审计结论。公司财务报表按财政部颁布的《企业会计准则》及相关补充规定的要求编制。

合并范围方面，2019年，公司合并范围新增子公司31家，不再纳入合并范围的子公司1家；截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共167家。整体看，公司新增子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额1275.64亿元，所有者权益482.04亿元（含少数股东权益228.21亿元）；2019年，公司实现营业收入214.49亿元，利润总额53.49亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1303.42亿元，所有者权益合计482.05亿元（含少数股东权益226.50亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入28.07亿元，利润总额6.75亿元。

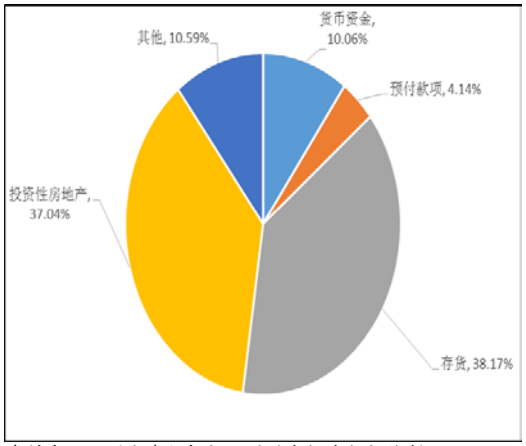
2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，非流动资产占比上升，资产流动性一般；资产中存货和投资性房地产规模较大。公司存货主要分布在一二线城市和经济比较发达的三四线城市，城市布局较好；存货经营效率一般，开发产品占比较高；随着新增自持物业和老项目评估增值，公司投资性房地产大幅增长，主要分布在一二线城市，能为公司带来稳定的租金收入，同时投资物业评估增值带来公允价值变动损益提升了公司利润规模；公司总资产经营效率一般，受限资产比例不高。总体看，公司资产质量较好。

（1） 资产概况

截至2019年底，公司资产总额为1275.64亿元，较上年底增长17.77%，主要系新增存货项目（土地储备）124亿元，销售回款增加期末货币资金及投资性房地产评估增值17亿元所致。其中。公司流动资产占57.60%，非流动资产占42.40%。公司资产构成见图3。

图 3 截至 2019 年底公司资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告数据绘制

（2） 重点资产分析

货币资金

截至2019年底，公司货币资金为128.27亿元，较上年底增长23.94%，主要系销售回款增加以及为新增项目建设储备资金所致。公司货币资金以银行存款为主（占97.21%），其中受限规模为7.35亿元，主要为保证金和借款质押存单，公司货币资金受限规模较小。

存货

截至2019年底，公司存货为486.94亿元，较上年底下降10.19%，主要系长沙世茂环球中心、深圳龙岗项目地块1和地块2、深圳坪山项目二期和泉州世茂商业项目A地块由存货转入投资性房地产所致。公司开发产品占比明显提升，为25.13%，处于较高水平，部分开发产品规模较大，需关注其去化情况。

表 20　近年来公司存货构成情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
开发产品占比	22.28	10.92	25.13
开发成本占比	76.44	88.97	74.75

资料来源：公司财务报告

表 21　截至 2019 年底公司开发产品余额较大项目情况
(单位：年、亿元)

项目名称	竣工时间	期末余额
南京世茂外滩新城项目	2019	4.52
常熟世茂世纪中心项目	2019	4.37
上海天马山新体验商业项目	2016	4.42
石狮世茂房地产项目	2018	7.00
石狮世茂新城项目	2019	9.67
深圳前海项目	2018	6.31
泉州星河城项目	2019	4.70
长沙世茂环球中心	2019	5.83
深圳世界之都项目	2019	35.40
杭州蒋村项目	2019	12.51

资料来源：公司财务报告

跟踪期内，公司存货布局变化不大，主要分布在一二线城市以及经济比较发达的三四线城市，一二线城市主要包括北京、深圳、南京、济南、青岛、宁波、杭州、武汉、长沙、苏州和昆明等城市，三四线城市主要分布在常熟、石狮、昆山等经济发达的全国百强县市，为存货去化提供良好支撑。

截至2019年底，公司因借款抵押而受限的存货规模为297.17亿元，占存货账面价值的61.03%，受限比例较高。

预付款项

截至2019年底，公司预付款项为52.87亿元，较上年底增长72.69%，主要系新增对珠海商业项目预付土地款。从期限构成看，1年以内的预付款项占69.20%；前五名金额占96.58%，主要为地方财政局或自然资源局。

投资性房地产

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。截至2019年底，公司投资性房地产为472.50亿元，较上年底增长58.30%，主要系新增自持物业（长沙世茂环球中心、深圳龙岗项目地块1和地块2、深圳坪山项目二期和泉州世茂商业项目A地块由存货转入）及老项目评估增值（北京世茂大厦、绍兴世茂迪荡新城A2A3、深圳前海项目和济南世茂商业项目）所致。截至2019年底，公司投资性房地产受限规模115.10亿元，受限比例为24.36%，受限比例尚可。

资产收益方面，2019年，公司因投资物业带来的房地产租赁收入为7.33亿元；因投资性房地产评估增值产生的公允价值变动损益为10.18亿元。考虑到房地产租赁业务毛利率较高，公司因投资物业租赁收入和评估增值带来的公允价值变动损益共同提升了公司利润规模。

（3） 资产受限

截至 2019 年底，公司资产受限情况如表 22 所示，总体看，公司资产受限比例不高。

表 22　截至 2019 年底公司资产受限情况
（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	7.35	0.58	到期日超过3个月的保证金、借款质押存单及资金冻结
存货	297.17	23.30	借款抵押
固定资产	10.00	0.78	融资租赁及借款抵押
无形资产	1.08	0.08	借款抵押
投资性房地产	115.10	9.02	借款抵押和诉讼冻结
合计	**430.70**	**33.76**	--

注：1.尾差系四舍五入所致；2 本表占资产总额比例=受限资产/资产总额，区别于文中具体科目分析的受限比例（受限规模/该科目期末账面价值）
资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司资产总额为1303.42亿元，较上年底增长2.18%，资产规模和资产结构较上年底变化不大。

3. 所有者权益

跟踪期内，随着未分配利润增长和子公司收到少数股东投资，公司所有者权益有所增长。公司所有者权益结构变化不大，未分配利润和少数股东权益占比很高，权益稳定性弱。

截至2019年底，公司所有者权益合计482.04亿元，较上年底增长7.61%，主要系少数股东权益和未分配利润增长所致。其中，归属

于母公司所有者权益占52.66%，少数股东权益占47.34%；母公司所有者权益主要由股本（占14.78%）、其它综合收益（占14.91%）、未分配利润（占64.25%）构成。

截至2019年底，公司未分配利润为163.10亿元，较上年底增长8.95%；少数股东权益为228.21亿元，较上年底增长8.06%。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计482.05亿元，所有者权益规模和结构均较上年底变化不大。

4. 负债

跟踪期内，公司负债规模快速增长，以流动负债为主；受公司发行债券和开发贷规模增加影响，公司债务规模有所扩大；短期债务占比出现明显上升，存在一定集中偿付压力。

（1）负债概况

截至 2019 年底，公司负债规模 793.60 亿元，较上年底增长 24.93%，主要系应付账款、应交税费和其他应付款增长所致。其中，流动负债占 78.89%，非流动负债占 21.11%，流动负债占比明显上升。

（2）经营负债

公司经营负债主要由应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款和递延所得税负债构成。

公司应付账款主要由应付工程款构成。截至 2019 年底，公司应付账款为 127.51 亿元，较上年底增长 26.04%，主要系工程款增加所致。

公司预收款项主要为预收售楼款。截至2019年底，公司预收款项为47.69亿元，较上年底下降12.05%，主要系结转所致；预收款项/营业收入为22.23%，公司预收款项规模较小，未来收入结转存在一定不确定性。

随着公司经营规模扩大，所需缴纳的企业所得税、增值税和土地增值税等税费随之增加，截至2019年底，公司应交税费为81.71亿元，较上年底增长16.03%，主要系企业所得税（增加5.28亿元）、增值税（增加0.56亿元）和土地增值税增长（增加5.52亿元）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。截至 2019 年底，公司其他应付款为 228.95 亿元，较上年底增长 60.06%，主要系大股东、子公司股东关联方往来款增加以及合并项目销售回款所致。其中，公司应付上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）款项 118.41 亿元，主要系共同参与项目投资建设，世茂建设对项目投入款所致。

截至2019年底，公司递延所得税负债49.72亿元，较上年底增长13.90%，主要系投资性房地产公允价值变动和公允价值计量投资性房地产可税前抵扣折旧摊销引起的应纳税暂时性差异增长所致。

（3）有息负债

公司有息负债主要由一年内到期非流动负债、长期借款和应付债券构成。

截至2019年底，公司长期借款为57.04亿元，较上年底下降15.34%，主要系一年内到期部分转入流动负债所致。截至2019年底，公司长期借款中抵押贷款占78.24%、保证借款占18.23%、质押借款占3.53%。

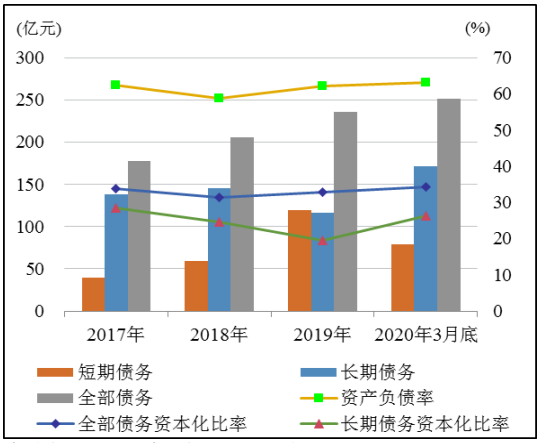
截至2019年底，公司应付债券余额为59.73亿元，较上年底下降23.09%，主要系“17世茂G1”“17世茂G2”“17世茂G3”“17沪世茂MTN001”“18沪世茂MTN003”转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2019年底，公司全部债务为236.02亿元，较上年底增长14.88%，主要系公司发行债券和开发贷规模增加所致。短期债务占比同比提升21.45个百分点至50.52%，主要系部分长期借款和应付债券将于一年内到期转入所致。公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。截至2020年3月底，公司全部债务为250.84亿元，较上年底增长6.28%。其中，短期债务占31.65%，长期债务占68.35%，短期债务占比较上年底下降18.87个百分点。

截至2019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

62.21%、32.87%和19.50%。截至2020年3月底，上述三指标分别为63.02%、34.23%和26.23%，分别较上年底增长0.81个百分点、1.36个百分点和6.73个百分点。

图 4　公司债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告数据绘制

截至2020年3月底，公司负债总额为821.37亿元，较上年底增长3.50%，负债规模和负债结构较上年底变化不大。

5. 盈利能力

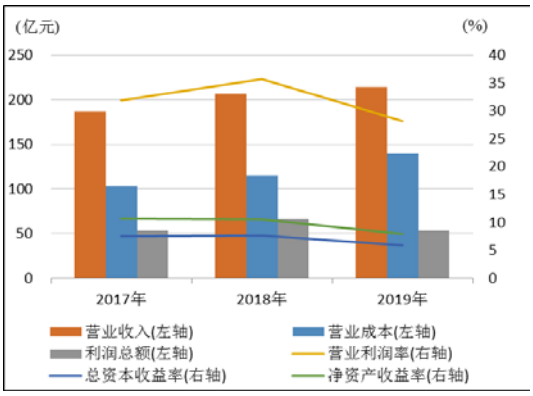
跟踪期内，公司营业收入有所增长，但收入增速放缓；营业成本快速增长；利润总额出现明显下滑；公司期间费用控制能力较好非经常性损益对利润总额有一定影响；公司整体盈利水平很高。

2019年，公司营业收入为214.49亿元，同比增长3.75%；营业成本为139.41亿元，同比增长21.63%。营业成本增幅大于营业收入增幅，营业利润率同比下降7.49个百分点至28.21%，主要系结算的住宅地产和商业地产毛利率均出现下滑所致。

2019年，公司期间费用为17.61亿元，较上年底增长9.54%，主要系业务规模及债务规模扩大，费用支出增加所致；销售费用为7.53亿元，同比增长6.72%，主要系公司销售规模扩大使职工薪酬和营销及企划费增加所致；管理费用为7.76亿元，同比增长11.89%，主要系管理人员薪酬及行政费用增加所致；财务费用为2.32亿元，同比增长11.25%，主要系公司有息债务规模扩大，费用化利息支出增加所致；期间费用占营业收入比重为8.21%。公司期间费用控制能力尚可。

2019年，公司非经常性损益为[1]11.90亿元，主要系投资性房地产评估增值导致公允价值变动损益快增长所致；非经常性损益/利润总额比例为22.25%，对利润总额有一定的影响。

图 5　公司盈利走势



资料来源：联合资信根据公司财务报告数据绘制

盈利指标方面，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为6.71%和9.29%，分别同比下降1.84个百分点和2.58个百分点，主要系当年住宅地产和商业地产毛利率均出现下滑，且期间费用占营业收入比例有所上升所致。与同行业公司比较，公司总资产报酬率与销售毛利率处于一般水平，净资产收益率处于较低水平。从整个房地产行业角度看，公司整体盈利水平很高。

表 23　2019 年公司与同行业公司盈利指标对比

（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
新城控股	32.64	4.65	36.72
大悦城	41.20	5.47	17.44
陆家嘴	59.39	8.60	21.50
世茂股份	**35.01**	**4.66**	**6.60**

注：上述指标均源自 Wind，与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

[1] 非经常损益包括其他收益、投资收益、公允价值变动损益和营业外收入

6. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流量净额持续为正，经营活动获现能力较强；投资净流出规模大幅下降，筹资活动前资金流量净额由负转正。2020 年一季度，公司经营活动和投资活动均呈净流出状态，但资金缺口不大。考虑到公司债务到期和较大规模的在建拟建项目，未来仍有较大的外部融资需求。

现金流量净额

经营活动方面，公司经营活动现金流收支主要由售房款、购地支出及工程建设投入以及往来款构成。2019 年，公司经营活动现金流量净额净流入规模较上年增加；公司收到的其他与经营活动有关的现金和支付的其他与经营活动有关的现金均保持较大规模，公司关联方往来比较频繁。总体看，2019 年，公司经营活动获现能力较强。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流净流出规模较上年大幅下降，主要系 2018 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模大所致。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为 39.41 亿元，较上年由负转正。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流量净额为-19.20 亿元。公司筹资活动现金流入和筹资活动现金流出均大幅增长，主要系到期债务增加，公司为偿还到期债务筹资活动现金流入随之增加。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-7.94 亿元；投资活动现金流量净额为-1.62 亿元；筹资活动现金流量净额为-9.56 亿元；筹资活动现金流量净额为 6.37 亿元。

表 24　近年来公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入小计	322.64	305.93	307.72
经营活动现金流出小计	280.14	266.15	260.61
销售商品、提供劳务收到的现金	195.58	194.24	181.24
购买商品、接受劳务支付的现金	173.18	155.48	138.43
收到其他与经营活动有关现金	126.99	111.07	124.74
支付其他与经营活动有关现金	69.65	79.75	89.65
经营现金流量净额	**42.50**	**39.78**	**47.11**
投资活动现金流入小计	0.45	0.68	11.80
投资活动现金流出小计	45.18	110.76	19.49
投资活动现金流量净额	**-44.72**	**-110.07**	**-7.70**
筹资活动现金流入小计	158.26	262.59	402.47
筹资活动现金流出小计	151.76	180.89	421.67
筹资活动前现金流量净额	**-2.23**	**-70.29**	**39.41**
筹资活动现金流量净额	**6.50**	**81.70**	**-19.20**

资料来源：公司财务报告

7. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力指标均表现良好，融资渠道畅通，考虑到公司项目主要位于二线城市、资产质量较高、租金收入能够为公司提供较稳定的现金流入，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率同比下降 43.81 个百分点，主要系关联方应付款和一年内到期的债券增加所致。同期，速动比率变化不大。随着短期债务的快速增长，公司现金类资产对短期债务保障倍数下降至 1.08 倍，但现金类资产对短期债务的保障能力仍属较好水平。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，随着利润总额的下降，公司 EBITDA 随之下降，EBITDA 对全部债务的本息保障能力有所下降，但依然较强。

表 25　公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率	145.87	161.17	117.36
	速动比率	68.96	39.42	39.59
	经营现金流动负债比	10.80	8.93	7.52
	现金类资产/短期债务	2.31	1.73	1.08
长期偿债能力指标	EBITDA	56.07	70.55	58.12
	全部债务/EBITDA	3.17	2.91	4.06
	EBITDA 利息倍数	5.78	6.94	2.72

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司对外担保9.68亿元，占所有者权益的2.01%，为对关联方的担保，公司或有负债风险不大。

未决诉讼方面，截至2019年底，公司主要

有两起未决诉讼：①其中一起为中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行（以下简称“中行杭州经开区支行”）要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司（以下简称“杭州世茂世纪”）所欠贷款及利息共计3.90亿元承担连带保证责任。浙江省高级人民法院判决杭州世茂世纪归还中行杭州经开区支行贷款本金3.80亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费；公司承担连带保证责任，公司不服公司不服该判决，已向中华人民共和国最高人民法院申请上诉。②另外一起为北京城建集团有限责任公司（以下简称“北京城建集团”）于2015年1月向辽宁省高级人民法院提出民事诉状，要求判令公司子公司沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司（以下简称“沈阳世茂”）按照双方签订的合同支付工程进度款1.99亿元及进度奖励款1000万元。对于上述民事诉讼，沈阳世茂提出民事反诉讼。截至2019年底，上述案件尚在一审审理中。公司存在一定的或有负债风险。

截至2019年底，公司共计获得银行授信额度268.75亿元，其中尚未使用的授信额度为164.55亿元；同时考虑到公司作为A股上市公司，公司具备直接融资渠道。

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2020年6月9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. 母公司财务分析

母公司资产构成以往来款和子公司股权投资为主，利润主要体现为投资收益，母公司层面债务负担较重。母公司对子公司管控能力强，公司偿债风险低。

截至2019年底，母公司资产总额为400.54亿元，较上年底增长5.83%。其中，流动资产占15.74%，非流动资产占84.26%。从资产构成来看，母公司资产主要由其他应收款（占11.28%）和长期股权投资（占80.10%）构成。

截至2019年底，母公司负债总额为300.65亿元，较上年底增长7.02%，主要系新发行债券所致。其中，流动负债占72.41%，非流动负债占27.59%。从构成来看，母公司负债主要由其他应付款（占46.42%）、一年内到期的非流动负债（占22.65%）和应付债券（占19.87%）构成。截至2019年底，母公司全部债务为148.70亿元，短期债务占45.80%、长期债务占54.20%，短期债务占比较高。截至2019年底，母公司短期债务为68.11亿元，主要为将于2020年下半年到期和回售的债券（合计本金50.00亿元），母公司存在较大的债券偿付压力。截至2019年底，母公司全部债务资本化比率为59.82%，母公司债务负担尚可。

截至2019年底，母公司所有者权益合计99.89亿元，较上年底增长2.41%。从构成来看，股本占37.55%、资本公积占19.57%、其他综合收益占7.34%、盈余公积占6.99%、未分配利润占28.55%。

损益方面，2019年，母公司营业收入为2.95亿元，利润总额为10.28亿元。同期，母公司投资收益为15.96亿元，主要为持子公司股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019年，母公司经营活动现金流净额为-10.21亿元，投资活动现金流净额为24.66亿元，筹资活动现金流量净额为-8.46亿元。

十、 存续期内债券偿还能力

公司经营活动现金流入量和EBITDA对联合资信评定债券和2022年待偿还债券保障能力较强。

截至目前，经联合资信评定的公司存续期内的债券余额合计50.00亿元，具体债项见表26。

假设债券到期回售，则公司2020年、2021年、2022年和2023年需要偿还的债券余额分别为50亿元、15亿元、55亿元和25亿元。2022年为公司存续债券偿还高峰期。

表26　截至2020年5月底公司存续债券概况（单位：亿元、%）

证券名称	发行日期	到期日期	当前余额	票面利率（当期）	回售日
联合资信评级债券					
18 沪世茂 MTN001	2018-02-06	2021-02-07	8	6.43	--
18 沪世茂 MTN002	2018-03-06	2021-03-08	7	6.33	--
18 沪世茂 MTN003	2018-12-14	2021-12-17	10	5	2020-12-17
19 沪世茂 MTN001	2019-10-18	2022-10-21	10	4.24	--
20 沪世茂 MTN001	2020-01-08	2023-01-09	5	4.12	--
20 沪世茂 PPN001	2020-01-17	2023-01-19	5	4.5	2022-01-19
20 沪世茂 PPN002	2020-04-24	2023-04-26	5	3.7	2022-04-26
小计	--	--	**50**		
非联合资信评级债券					
17 世茂 G1	2017-07-10	2020-07-12	25	4.95	--
17 世茂 G2	2017-09-19	2020-09-21	10	5.15	--
17 世茂 G3	2017-10-16	2020-10-18	5	5.19	--
19 世茂 G1	2019-01-11	2022-01-15	20	4.65	--
19 世茂 G2	2019-03-15	2022-03-19	10	4.64	--
19 世茂 G3	2019-05-20	2022-05-22	5	4.15	--
20 世茂 G1	2020-03-03	2023-03-05	20	3.6	--
小计	--	--	**95**		
合计	--	--	**145**	--	--

资料来源：Wind

公司经营活动现金流和EBITDA对联合资信评定的存续债券和2022年待偿还债券保障能力测算如表27.

表 27　存续债券保障能力测算

（单位：亿元、倍）

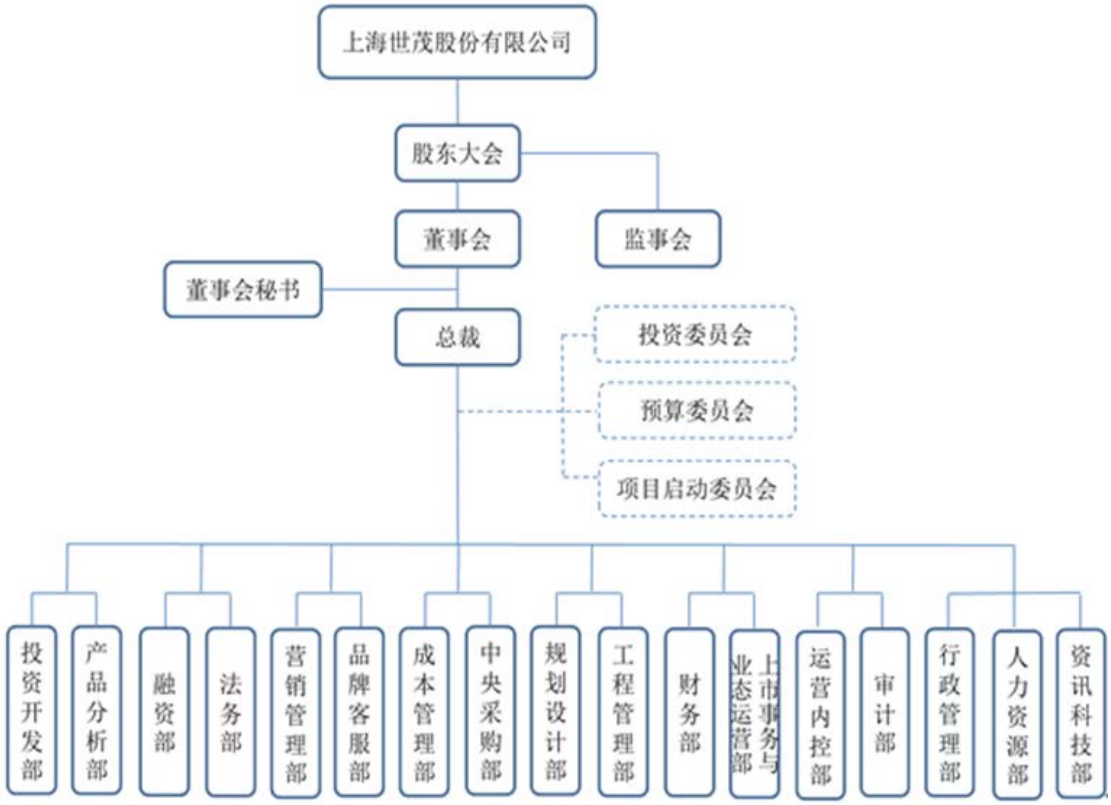
指标	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量	322.64	305.93	307.72
经营活动现金流量净额	42.50	39.78	47.11
EBITDA	56.07	70.55	58.12
联合资信评定债券保障能力测算			
经营活动现金流入量保障倍数	6.45	6.12	6.15
经营活动现金流量净额保障倍数	0.85	0.80	0.94
EBITDA 保障倍数	1.12	1.41	1.16
债券偿还高峰期 2022 年待偿还债券保障能力测算			
经营活动现金流入量保障倍数	5.87	5.56	5.59
经营活动现金流量净额保障倍数	0.77	0.72	0.86
EBITDA 保障倍数	1.02	1.28	1.06

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司财务报告计算整理

十一、 结论

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18沪世茂MTN001”“18沪世茂MTN002”“18沪世茂MTN003”“19沪世茂MTN001”和“20沪世茂MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司组织机构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司子公司情况

项目	企业名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权比例
1	上海世堃贸易有限公司	20000 万人民币	建材销售	100.00%	100.00%
2	昆山世茂华东商城开发有限公司	15000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
3	牡丹江茂源贸易有限公司	2000 万人民币	建材销售	100.00%	100.00%
4	世茂物业管理有限公司	8000 万人民币	物业管理	100.00%	100.00%
5	世茂商业管理有限公司	25000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
6	北京茂悦盛欣企业管理有限公司	5000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
7	福州世茂天城商业管理有限公司	3000 万人民币	销售百货	100.00%	100.00%
8	芜湖世茂商业运营有限责任公司	500 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
9	苏州世茂商业物业管理有限公司	1000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
10	沈阳世茂新世纪商业管理有限公司	2000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
11	烟台世茂商业管理有限公司	1000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
12	济南世茂置业有限公司	146000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
13	常熟世茂商业经营有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
14	上海世茂股份投资管理顾问(香港)有限公司	美元 1 万元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
15	荣帆有限公司	港元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
16	芜湖世茂新世纪商业管理有限公司	3000 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
17	上海菲慕思商务信息咨询有限公司	5000 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%
18	世茂影院投资发展有限公司	15000 万人民币	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
19	上海世茂世天投资有限公司	1000 万人民币	经营儿童娱乐	100.00%	100.00%
20	黑龙江智和商业地产投资咨询有限公司	20000 万人民币	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
21	北京同涞房地产开发有限公司	15000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
22	上海世茂玺美企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
23	上海世曜投资咨询有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
24	天津茂悦投资有限公司	38000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
25	青岛世茂投资发展有限公司	45000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
26	青岛世茂滨海置业有限公司	20000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
27	上海铂信企业管理有限公司	10000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
28	上海酩侈贸易有限公司	5000 万人民币	销售百货	100.00%	100.00%
29	绍兴世茂儿童玩具有限公司	100 万人民币	经营儿童娱乐	100.00%	100.00%
30	上海世茂商业投资管理有限公司	1000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
31	意新有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
32	欣择有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
33	欣元有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%	100.00%
34	上海沁珏投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
35	牡丹江瑞盈商业地产投资咨询有限公司	50 万人民币	房地产投资咨询	100.00%	100.00%
36	南昌世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
37	苏州世茂新里程置业有限公司	60000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
38	宁波世茂理想置业有限公司	35000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
39	济南世茂商业管理有限公司	200 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
40	北京世茂星辰企业管理有限公司	900 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
41	徐州世茂商业管理有限公司	10 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
42	南通世茂商业管理有限公司	100 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
43	昆山世茂新纪元房地产有限公司	2000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
44	上海惠沁投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
45	绍兴世茂新纪元置业有限公司	24552.0127 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%

46	常州世茂新城房地产开发有限公司	26930 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
47	芜湖世茂新发展置业有限公司	11000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
48	徐州世茂置业有限公司	49141.26 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
49	昆山世茂房地产开发有限公司	54766.81467 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
50	常熟世茂新发展置业有限公司	69217.4 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
51	上海世茂新体验置业有限公司	39109.283446 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
52	苏州世茂投资发展有限公司	52679.563 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
53	沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司	58005.85 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
54	上海博希商务咨询有限公司	2000 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%
55	上海茂沁投资管理有限公司	137177 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
56	济南世茂天城置业有限公司	131000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
57	闽侯世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
58	上海硅浩信息科技有限公司	3077 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%
59	上海欣易投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
60	宁波世茂新腾飞置业有限公司	123850 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
61	绍兴世茂投资发展有限公司	48345.7740 万人民币	商业运营	100.00%	100.00%
62	绍兴浙通商务咨询服务有限公司	100 万人民币	商务信息咨询	100.00%	100.00%
63	常熟世茂新纪元置业有限公司	85000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
64	上海杏熙投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
65	上海乾慑企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
66	济南世茂彩石置业有限公司	10000 人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
67	杭州世茂瑞盈置业有限公司	美元 23000 万元	房地产开发	100.00%	100.00%
68	南昌水城投资股份有限公司	35000 万人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
69	上海世茂世慷养老服务有限公司	500 万人民币	养老服务	100.00%	100.00%
70	上海磐宛企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
71	上海世颢企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理	100.00%	100.00%
72	上海丹馨企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
73	南昌悦盈企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%	100.00%
74	南京穆坤企业管理咨询有限公司	10000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
75	长沙世茂投资有限公司	50000 万元人民币	房地产开发	100%	100%
76	苏州工业园区世茂世纪置业有限公司		房地产开发		
77	上海元盼企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
78	上海隽会企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
79	上海颖博企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
80	上海煦晓企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
81	济南元盛商业保理有限公司	100 万人民币	商业保理	100.00%	100.00%
82	北京瀚翊景观园林工程有限公司	1000 万人民币	工程施工	100%	100%
83	北京忭悦建筑装潢有限公司	1000 万人民币	工程施工	100%	100%
84	青岛海茂基础工程有限公司	美元 1670 万元	基础设施配套建设及经营	90.00%	90.00%
85	南京世茂房地产开发有限公司	32800 万人民币	房地产开发	50.00%	50.00%
86	福建世茂投资发展有限公司	20000 万人民币	房地产开发	50.00%	50.00%
87	南京世茂新里程置业有限公司	9000 万人民币	酒店的经营	50.00%	50.00%
88	福建世茂新里程投资发展有限公司	186700 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
89	上海世茂信择实业有限公司	50000 万人民币	项目管理及咨询	51.00%	51.00%
90	黑龙江通海建材贸易有限公司	500 万人民币	销售设备及材料	51.00%	51.00%
91	牡丹江智和房地产投资咨询有限公司	100 万人民币	房地产投资咨询	51.00%	51.00%
92	武汉世茂嘉年华置业有限公司	20000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
93	青岛世奥投资发展有限公司	100000 万人民币	房地产开发	75.00%	75.00%
94	牡丹江雅商建材贸易有限公司	1000 万人民币	销售设备及材料	50.00%	50.00%
95	石狮世茂房地产开发有限公司	63900 万人民币	房地产开发	35.91%	35.91%

96	石狮世茂新城房地产开发有限公司	78100 万人民币	房地产开发	35.91%	35.91%
97	石狮世茂新里程房地产开发有限公司	60000 万人民币	房地产开发	35.91%	35.91%
98	石狮世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%	51.00%
99	厦门世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%	51.00%
100	厦门世茂新领航置业有限公司	450000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
101	泉州世茂融信新领航房地产有限责任公司	5000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
102	泉州世茂融信新世纪房地产有限责任公司	5000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
103	石狮世恒商务咨询有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%	51.00%
104	前海世茂发展（深圳）有限公司	美元 48000 万元	房地产开发	51.00%	51.00%
105	南京世茂新发展置业有限公司	300000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
106	上海震万企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
107	上海恩奕企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
108	上海首励企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
109	上海都绚企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	17.34%	17.34%
110	上海湃仑企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
111	上海仁珂企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
112	上海泰朵企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
113	上海欧黎企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
114	上海为鸿企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
115	上海祺煦企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
116	上海漫珑企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
117	上海莱纽企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
118	上海朗嘉企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理	51.00%	51.00%
119	上海积丞企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理	51.00%	51.00%
120	上海世顽企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
121	上海率康企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
122	深圳市世茂新里程实业有限公司	1000000 万人民币	投资信息咨询	51.00%	51.00%
123	南京世曜商务咨询有限公司	100 万人民币	商务信息咨询	50.00%	50.00%
124	福州傲达企业管理有限公司	10000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
125	福建世茂创世纪置业有限公司	10000 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
126	深圳市坪山区城投宏源投资有限公司	10000 万人民币	房地产开发	60.00%	60.00%
127	湖北长建茂房地产开发有限公司	5000 万人民币	房地产开发	26.01%	26.01%
128	宁安汇盈建材贸易有限公司	2000 万元人民币	销售设备及材料	51.00%.	51.00%
129	福州市穆达商业保理有限公司	5000 万人民币	商业保理	51.00%	51.00%
130	北京瞳悦景观园林工程有限公司	1000 万人民币	城市园林绿化	51.00%	51.00%
131	北京妙鼎建筑装饰有限公司	1000 万人民币	项目管理;	51.00%	51.00%
132	南京恺昱企业管理咨询有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
133	泉州世茂新里程置业有限公司	1000 万人民币	房地产开发	17.34%	17.34%
134	上海煦都企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
135	上海都海企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%
136	西安世茂新领域置业有限公司	1000 万人民币	发地产开发	72.00%	72.00%
137	上海柠都企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	51%	51%
138	珠海世茂新领域房地产开发有限公司	10000 万人民币	发地产开发	51%	51%
139	上海斐嘉企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
140	上海斐霖企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
141	上海镭耀企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
142	上海辰岩企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
143	南京世耀置业有限公司	10000 万元人民币	发地产开发	51%	51%
144	昆明悦盈房地产开发有限公司	10000 万元人民币	发地产开发	26.01%	26.01%
145	济南文昌世茂广场置业有限公司	10000 万元人民币	发地产开发	51%	51%

146	上海世斐企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	26.01%	26.01%
147	上海奥宸企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	26.01%	26.01%
148	上海恒霆企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	26.01%	26.01%
149	济南永荣企业管理有限责任有限公司	5000 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%
150	南京世祥置业有限公司	10000 万元人民币	发地产开发	26.01%	26.01%
151	上海颖灏装修工程有限公司	1000 万元人民币	销售设备及材料	100.00%	100.00%
152	上海渤汇园林建设有限公司	1000 万元人民币	城市园林绿化	100.00%	100.00%
153	苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	140000 万元人民币	发地产开发	100.00%	100.00%
154	怀来饕餮小镇房地产开发有限公司	10000 万元人民币	发地产开发	51%	51%
155	映富有限公司	--	投资管理	100.00%	100.00%
156	原选有限公司	--	投资管理	100.00%	100.00%
157	武汉福盈置业有限公司	1000 万元人民币	房地产开发	51%	51%
158	上海坎睿企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%
159	上海润霆企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%
160	上海耀琛企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
161	珠海海新企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%
162	上海长翀企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51%	51%
163	上海世耀物业管理服务有限公司	5000 万元人民币	物业管理	51%	51%
164	杭州艺辉商务咨询有限公司	100 万元人民币	企业管理咨询	90%	90%
165	杭州禾睿房地产开发有限公司	150000 万元人民币	房地产开发	90%	90%
166	福州泰禾永盛置业有限公司	1960.7843 万元人民币	房地产开发	90%	90%
167	上海茂沃可思信息科技有限公司	100 万元人民币	信息科技	100.00%	100.00%

附件 2　主要财务数据及指标(合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	90.38	103.53	128.95	119.48
资产总额(亿元)	919.18	1083.20	1275.64	1303.42
所有者权益合计(亿元)	346.27	447.94	482.04	482.05
短期债务(亿元)	39.13	59.72	119.25	79.40
长期债务(亿元)	138.67	145.74	116.78	171.44
全部债务(亿元)	177.79	205.45	236.02	250.84
营业收入(亿元)	186.67	206.74	214.49	28.07
利润总额(亿元)	53.09	66.42	53.49	6.75
EBITDA(亿元)	56.07	70.55	58.12	0.00
经营性净现金流(亿元)	42.50	39.78	47.11	-7.94
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.17	9.93	7.72	1.05
存货周转次数(次)	0.34	0.27	0.27	0.03
总资产周转次数(次)	0.22	0.21	0.18	0.02
现金收入比(%)	104.77	93.95	84.50	93.09
营业利润率(%)	31.88	35.70	28.21	34.75
总资本收益率(%)	7.46	7.67	5.83	--
净资产收益率(%)	10.73	10.55	7.97	--
长期债务资本化比率(%)	28.60	24.55	19.50	26.23
全部债务资本化比率(%)	33.93	31.44	32.87	34.23
资产负债率(%)	62.33	58.65	62.21	63.02
流动比率(%)	145.87	161.17	117.36	126.43
速动比率(%)	68.96	39.42	39.59	40.35
经营现金流动负债比(%)	10.80	8.93	7.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.78	6.94	2.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.17	2.91	4.06	--

注：公司“其他流动负债”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算

附件 3　主要财务数据及指标(公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.82	11.53	17.52	23.55
资产总额(亿元)	425.01	378.46	400.54	413.35
所有者权益(亿元)	89.50	97.55	99.89	100.65
短期债务(亿元)	30.09	50.11	68.11	70.11
长期债务(亿元)	97.77	103.71	80.59	95.44
全部债务(亿元)	127.86	153.83	148.70	165.55
营业收入(亿元)	0.28	1.23	2.95	0.05
利润总额(亿元)	14.78	10.19	10.28	0.39
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	20.24	74.10	-10.21	-1.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.43	12.34	37.40	--
存货周转次数(次)	0.18	1.37	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	99.83	107.89	46.79	47.53
营业利润率(%)	64.57	55.83	97.29	79.10
总资本收益率(%)	7.41	4.20	4.77	--
净资产收益率(%)	17.99	10.82	11.83	0.92
长期债务资本化比率(%)	52.21	51.53	44.65	48.67
全部债务资本化比率(%)	58.82	61.19	59.82	62.19
资产负债率(%)	78.94	74.23	75.06	75.65
流动比率(%)	81.52	30.58	28.96	35.15
速动比率(%)	81.42	30.44	28.86	35.05
经营现金流动负债比(%)	8.60	42.35	-4.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

附件 4　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1）2 年数据：增长率=(本期-上期）/上期×100% (2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出）/(所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-2　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