

信用等级公告

联合[2019]526 号

上海世茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海世茂股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，确定：

上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

上海世茂股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年四月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

上海世茂股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 35.00 亿元（含）

本期发行规模：不超过 5.00 亿元（含）

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2019 年 4 月 15 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	799.50	919.18	1,083.20
所有者权益（亿元）	298.15	346.27	447.94
长期债务（亿元）	94.26	138.67	145.74
全部债务（亿元）	160.30	177.79	205.45
营业收入（亿元）	137.08	186.67	206.74
净利润（亿元）	27.38	37.14	47.26
EBITDA（亿元）	40.33	56.07	70.55
经营性净现金流（亿元）	11.35	42.50	39.78
营业利润率（%）	26.22	31.88	35.70
净资产收益率（%）	10.05	11.53	11.90
资产负债率（%）	62.71	62.33	58.65
全部债务资本化比率（%）	34.96	33.93	31.44
流动比率（倍）	1.29	1.46	1.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.32	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	3.76	5.78	6.94
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.15	1.60	2.02
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.07	11.21	14.11

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务部分已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）的评级反映了公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，在开发运营经验和品牌知名度等方面所具备的优势。公司土地储备较为充足、成本较低、质量较高；自持物业出租率较高、租金收入稳定增长，整体经营稳健；且港股上市母公司对公司在土地获取和资金方面支持力度较大；近年来，公司协议销售规模逐年增长，盈利能力较强，货币资金及经营现金流入规模均较大，且公司融资渠道通畅，财务安全性较高。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大、自持物业公允价值存在波动风险、在建项目资金需求量大、关联方往来款规模较大以及所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司项目储备地理位置优越，未来随着在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司作为国内商业地产运营龙头企业，开发运营经验丰富，产品品质较高；港股上市母公司对公司在土地获取和资金方面支持力度较大。

2. 公司土地储备较为充足、成本较低，区域分布以二线城市为主，土地储备质量较高，可持续经营能力强。

3. 近三年，公司协议销售规模逐年增长，毛利率保持在较高水平，盈利能力较强，为未来收入结转提供有力支撑。

4. 公司自持商业物业所处区域较好，出租率处于较高水平，租金收入持续增长，为公司提供较为稳定的经营性现金流入。

5. 公司货币资金及经营现金流入规模均较大；资产质量较好；此外，公司融资渠道通畅，财务安全性较高。

关注

1. 公司自持商业物业规模较大，商业地产行业竞争激烈，公司经营面临一定的市场风险，需关注公司自持物业的未来盈利能力对其公允价值的支持情况。

2. 公司投资建设规模较大，预计未来对建设开发资金的需求将保持较大规模，同时考虑到债务到期情况，公司或将面临一定的资本支出压力。

3. 公司未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱；此外，公司关联方往来款规模较大，财务独立性存在一定风险。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


宋莹莹 卢瑞

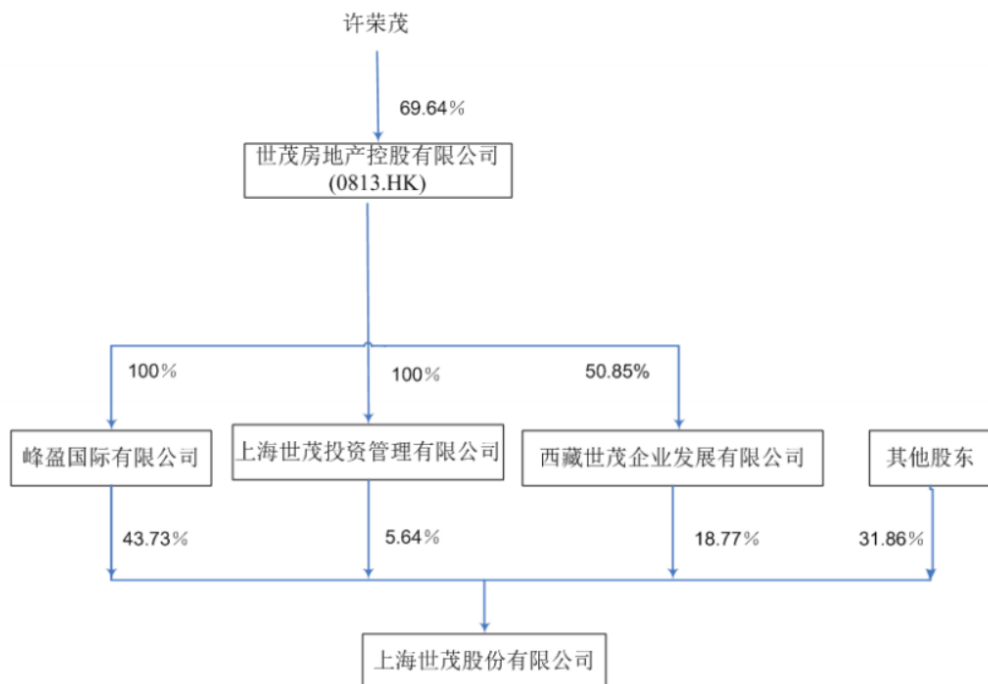
联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）前身为上海万象（集团）股份有限公司（以下简称“万象集团”），是由上海市黄浦区国有资产管理办公室于1993年9月发起，采用社会募集方式设立的股份有限公司。1994年2月，万象集团在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600823.SH，股票简称：万象集团），其上市时总股本为5,000万股，其中，上海市黄浦区国有资产管理办公室持股占60%；社会法人占15%；社会自然人占25%。

2000年8月，上海世茂投资发展有限公司协议受让上海市黄浦区国有资产管理办公室持有的万象集团6,250万股法人股，成为万象集团第一大股东，并经批准调整了其资产结构和经营范围；2001年4月经万象集团股东大会决议通过，并经上海证券交易所核准，万象集团更名为现名。2002年12月起，上海世茂企业发展有限公司（以下简称“世茂企业”，2017年9月更名为“西藏世茂企业发展有限公司”）通过协议受让公司第一大、第二大股东股份，并通过公开市场增持和出售流通股的方式成为公司股东。后经一系列增资、股权转让、股票期权激励计划行权及资本公积转增股本等，截至2018年底，公司股本变更为37.51亿元，控股股东为峰盈国际有限公司，持股比例43.73%，实际控制人为许荣茂先生。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

截至 2018 年底，公司下设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部、成本管理部、中央采购部等 17 个职能部门。截至 2018 年底，公司拥有直接控制及间接控制子公司合计 137 家，拥有在职员工合计 2,097 人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,083.20亿元，负债总额635.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计447.94亿元，其中归属于母公司所有者权益合计236.76亿元。2018年，公司实现营业收入206.74亿元，净利润（含少数股东损益）47.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为24.04亿元；经营活动产生的现金流量净额39.78亿元，现金及现金等价物净增加额11.38亿元。

公司地址：上海市黄浦区南京西路 268 号；法定代表人：刘赛飞。

二、本次（期）债券概况及募集资金用途

1. 本次（期）债券概况

本次债券名称为“上海世茂股份有限公司公开发行 2019 年公司债券”（以下简称“本次债券”），发行总额不超过 35.00 亿元（含）。本次债券分三期发行，其中第一期发行规模为 20.00 亿元，于 2019 年 1 月 11 日发行，第二期发行规模为 10.00 亿元，于 2019 年 3 月 15 日发行，具体发行情况如下表所示。

表1 本次公司债券第一、二期发行情况（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行日期	发行金额	债券期限	票面利率	期末余额
19世茂G2	2019.03.15	10.00	3	4.64	10.00
19世茂G1	2019.01.11	20.00	3	4.65	20.00

资料来源：Wind

本期债券名称为“上海世茂股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）”（以下简称“本期债券”），发行总额不超过 5.00 亿元（含），本期债券期限为 3 年期。本期债券面值为 100 元，拟平价发行，本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。

本期债券无担保。

2. 特殊条款

（1）交叉违约及措施

事件：公司及其合并范围内子公司未能清偿到期应付（或宽限期到期后应付（如有））本期债券以外的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券等债券的本金或利息，且对本次债券本息的支付产生重大不利影响；或任何上述债券被宣布提前到期且对本次债券本息的支付产生重大不利影响。

措施：债券受托管理人预计违约事件可能发生并有相关证据佐证的，可以行使以下职权：要求公司追加担保；在债券持有人利益可能受到损失的紧急情形下，债券受托管理人作为利害关系人提起诉讼前财产保全，申请对公司采取财产保全措施；及时报告全体债券持有人；及时报告中国证监会当地派出机构及相关交易转让场所。

违约事件发生时，债券受托管理人可以行使以下职权：在知晓该行为发生之日起 5 个工作日内以公告方式告知全体债券持有人；在知晓公司未履行偿还本次债券到期本息的义务时，债券受托管理人可以根据债券持有人会议决议与公司谈判，促使公司偿还本次债券本息；如果债券持有人会议以决议形式同意共同承担债券受托管理人所有因此而产生的法律、诉讼等费用，债券受托管理人可以在法律允许的范围内，以及根据债券持有人会议决议：1）提起诉讼前财产保全，申请对公司采取财

产保全措施；2）根据债券持有人会议的决定，对公司提起诉讼/仲裁；3）在公司进入重整、和解、重组或者破产的法律程序时，债券受托管理人根据债券持有人会议之决议受托参与上述程序；4）及时报告中国证监会当地派出机构及相关交易转让场所。

（2）加速清偿及措施

事件：如果《债券受托管理协议》项下的违约事件发生且一直持续 30 个连续工作日仍未得到纠正，单独和/或合计代表 50%以上有表决权的未偿还的本次债券张数的债券持有人可通过债券持有人会议形成决议，并以书面方式通知公司，宣布本次债券本金和相应利息，立即到期应付。

在宣布加速清偿后，如果公司在不违反适用法律规定的前提下采取了以下救济措施：向债券受托管理人提供保证金，且保证金数额足以支付以下各项金额的总和：1）债券受托管理人的合理赔偿、费用和开支；2）所有迟付的利息；3）所有到期应付的本金；4）适用法律允许范围内就延迟支付的债券本金计算的复利；或相关的违约事件已得到救济；或债券持有人会议同意的其他措施，债券受托管理人经债券持有人会议决议后可以书面方式通知公司，宣布取消加速清偿的决定。

3. 本次（期）债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还 2019 年到期 16 世茂 G2 公司债券。

三、行业分析

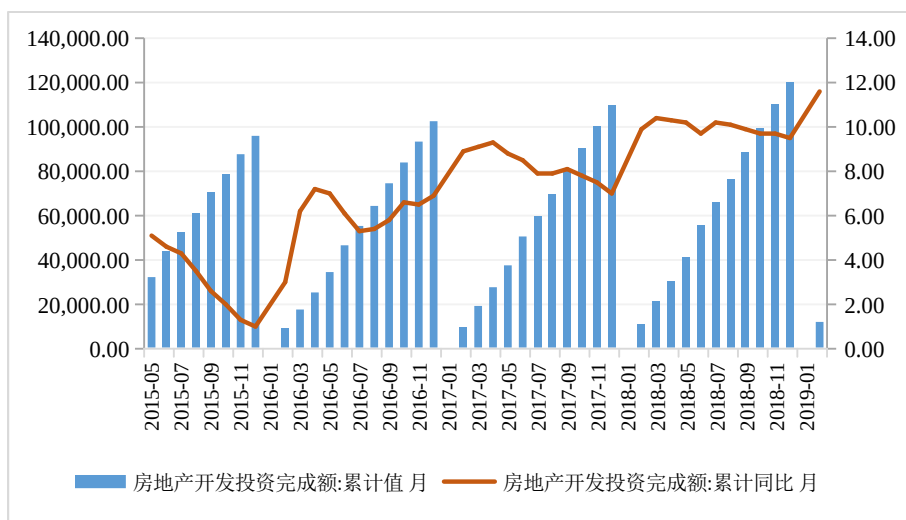
公司主营业务为房地产开发、销售和商业地产租赁、运营，属于房地产行业；房地产行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

1. 行业概况

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

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。2018 年，我国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较上年同期上升 2.50 个百分点其中，住宅投资 85,192 亿元（占比为 70.84%），同比增长 13.40%，增速提高 4.00 个百分点；办公楼投资 5,996.33 亿元（占比 4.99%），同比下降 11.30%，增速降低 14.80 个百分点；商业营业用房投资 14,177.09 亿元（占比 11.79%），同比下降 9.40%。

图2 近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）

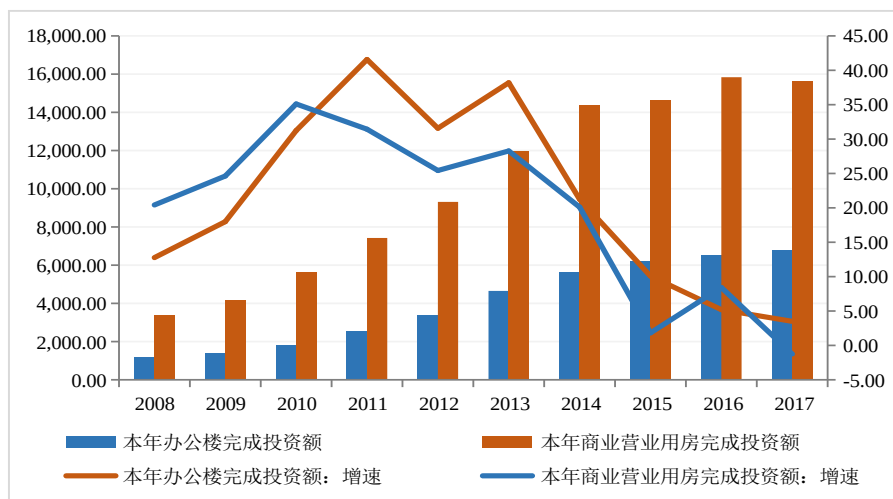


资料来源：Wind

商业地产行业是房地产行业的一个子行业，一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；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。由于受房地产调控政策影响相对较小，近年来我国商业地产发展速度较快。2017年，我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，当年全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

图3 近十年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：千亿元、%）



数据来源：Wind

近年来，随着我国国民经济快速发展，人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平。2005年以来，商业营业用房投资额增速保持了年均21.54%的较高增速，特别是2008年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在

2010年达到35.11%的高水平，其后，随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房和办公楼投资增速明显回落，2017年增速分别为-1.20%和3.50%，商业营业用房增速下降明显。

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。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。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；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，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，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，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。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，因此会产生多种如REITS的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

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。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。2016年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动，近年来保持了较高增长，但增速有所放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

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

2016年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降16%外，二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢

价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年，全国 300 个城市土地供需双涨，土地供应量 128,437 万平方米，同比增长 15%；土地成交面积 105,062 万平方米，同比增长 11%；土地出让金总额同比增长 3%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，土地供应面积、成交面积和土地出让金同比均有所下降；二线城市供求量有所增加，土地成交面积同比实现增长，但土地出让金同比有所下降；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价均实现增长。

表 2 2016~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
推出面积	103,212	111,907	128,437
同比	-9	8	15
成交面积	85,885	95,036	105,062
同比	-3	8	11
出让金	29,047	40,623	41,644
同比	31	38	3
楼面均价	1,904	2,374	2,161
同比	40	26	-9
土地平均溢价率	43	29	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，近三年，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018 年，土地市场整体上行，但整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

（2）开发资金来源状况

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

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长

8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，银行贷款19,025.96亿元，同比下降7.10%；非银金融机构4,978.56亿元，同比增长4.70%；自筹资金55,418.17亿元，同比增长9.70%；定金及预收款55,418.17亿元，同比增长13.80%；个人按揭贷款23,705.89亿元，同比下降0.80%。

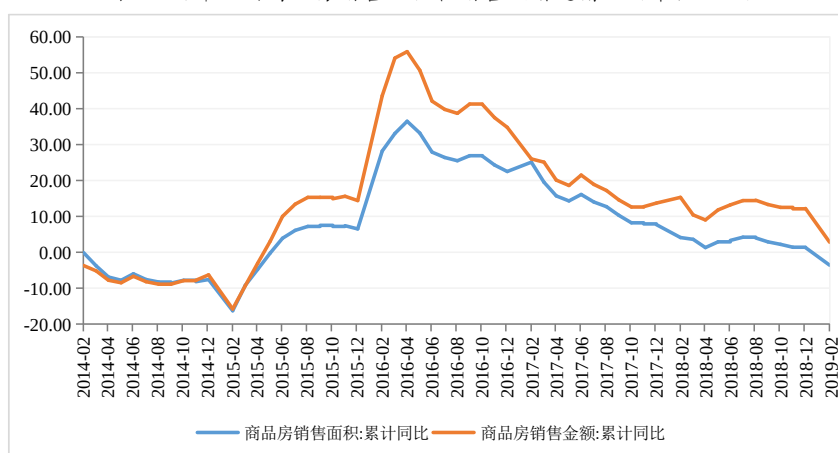
总体看，2017年以来，房地产调控趋严，融资环境再次趋紧，房企融资资金压力较大，销售回款占资金来源比例提升较快。

（3）市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）

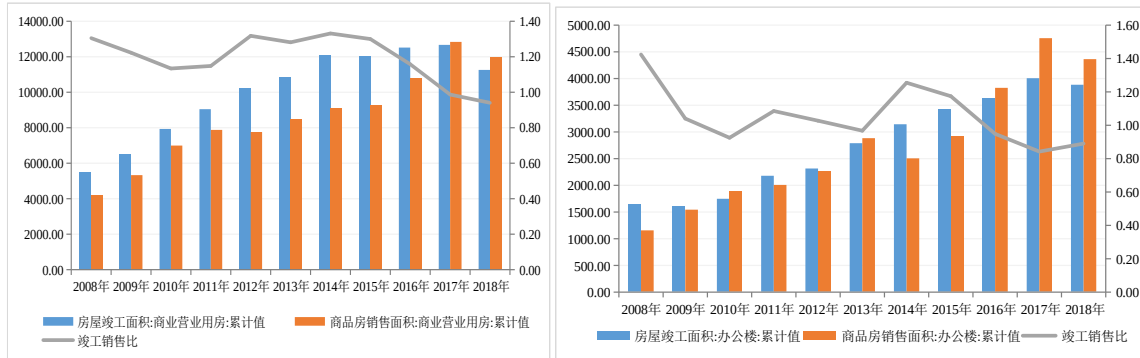


资料来源：Wind

2018年，受下半年房地产市场低迷影响，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年同期下降6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年同期下降1.50个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓。

从办公楼供求情况看，2008年以来，办公楼的竣工面积和销售面积呈波动下降态势。2018年办公楼竣工面积3,884.04万平方米，同比增下降3.06%，增速较上年下降13.46个百分点；办公楼销售面积4,363.32万平方米，同比下降8.26%，增速较上年下降32.57个百分点。从商业营业用房情况看，2018年商业营业用房竣工面积11,258.68万平方米，同比增下降11.14%，增速较上年下降12.36个百分点；商业营业用房销售面积11,971.33万平方米，同比下降6.75%，增速较上年下降25.49个百分点，具体如下图所示。

图 5 2008~2018年全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、%）

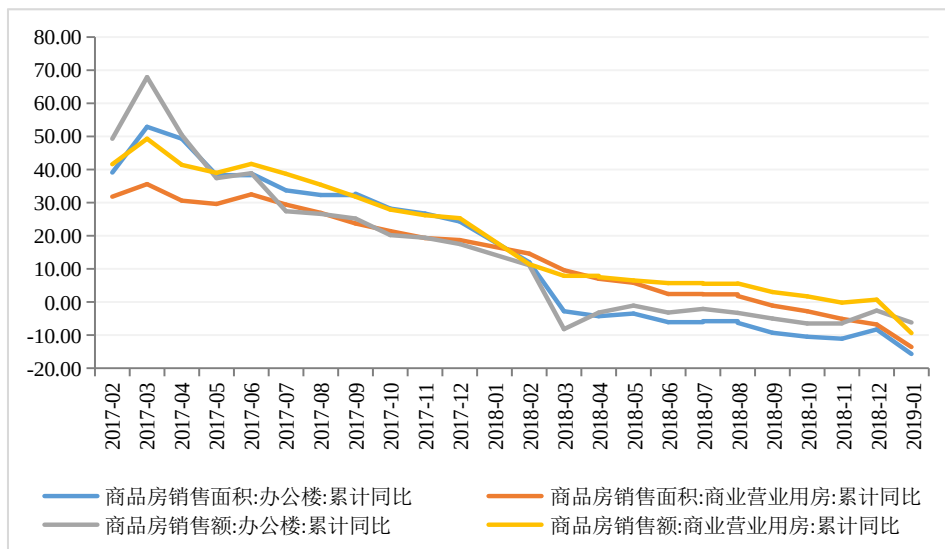


资料来源：Wind，联合评级整理。

注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求。

从全国商业地产的增速来看，2008年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009年和2010年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加24.20%和29.90%，办公楼销售面积同比大幅增长30.80%和21.90%，远超同期GDP增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2018年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降13.60%和9.40%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降15.70%和6.20%，具体如下图所示。

图 6 全国商业营业用房和办公楼销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政

策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化。在我国经济减速转型的背景下，近年来商业地产行业增速波动下行。

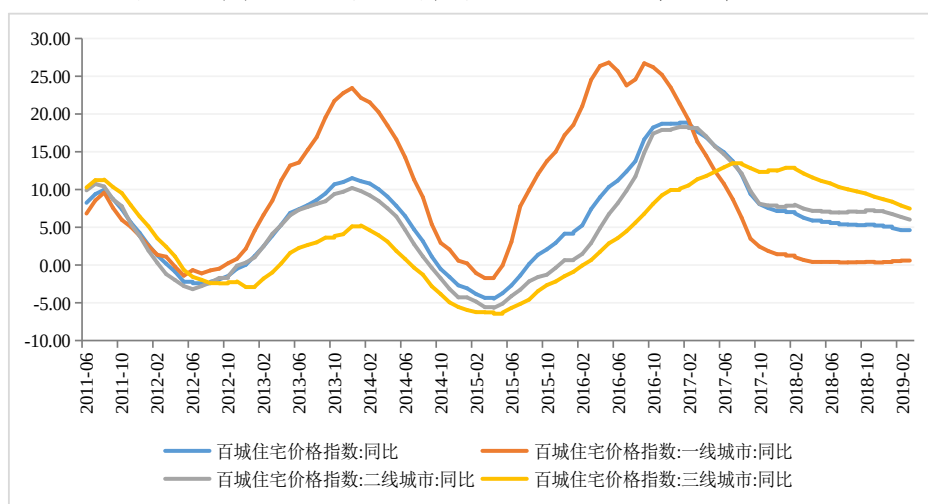
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

2018 年以来，全国百城住宅价格指数缓慢回落，其中一线城市同比增速由年初 1.25%下降至年末的 0.40%，二线城市同比增速从年初的 7.86%下降至年末的 7.08%，三线城市同比增速从年初的 12.88%下降至年末的 8.71%。分城市看，一二线百城住宅价格指数增速上半年持续小幅回落、下半年企稳；三线城市住宅价格指数增速持续下滑。

图 7 近年来全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2017 年开始回落，于 2018 年下半年企稳；分城市看，一二线房地产价格指数增速小幅回落企稳；三线城市住宅价格指数增速持续下滑。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名

房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

表 3 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势：从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 4 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	中海地产
2	万科地产	7	龙湖地产
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 5 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月 5 日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产市场作了新的定调：一是要更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展；二是要“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”；同时在宏观政策、区域发展格局等方面也做了相应要求。

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供

求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，2019年“两会”政府工作报告对房地产市场发展提出两点要求：一是要更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展；二是要“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”；同时在宏观政策、区域发展格局等方面也做了相应要求。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

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

6. 未来发展

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

(4) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内商业地产龙头企业，拥有国家一级开发资质。公司一直秉承“缔造精致物业”的理念，致力于综合商业地产的专业化销售与经营，打造高标准商业综合物业。公司聚焦长三角¹、环渤海经济圈²和海西地区³内的一、二线经济发达城市，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“海西地区”的业务发展格局，具有较好的区位优势，公司“世茂”品

¹ 长三角区域主要包括上海市、江苏省和浙江省。

² 环渤海经济圈主要包括天津、北京、河北省、辽宁半岛和山东半岛。

³ 海西地区主要以福州、厦门、泉州、温州、汕头5大城市为中心，范围涵盖台湾海峡西岸，包括浙江南部、广东北部和江西部分地区。

牌赢得了广泛的社会知名度和品牌美誉度。作为港股上市公司世茂房地产有限公司（以下简称“世茂房地产”）的子公司，公司得到其在土地获取、资金等方面的有力支持。

2018年，公司实现协议销售面积约138万平方米，协议销售金额约271亿元。公司进一步推动可售项目的持续推盘，持续优化产品质量，通过下属厦门、石狮、济南、南京、泉州、宁波、天津、青岛、苏州等多处项目的销售，取得了较好的销售业绩。2018年，公司项目开发有序推进，新增开工面积为151万平方米，竣工面积为105万平方米，期末在建面积为647万平方米；截至2018年底，公司主要自持物业建筑面积共计约145万平方米，可租面积82.71万平方米，整体出租率在90.00%左右，物业出租收入超过6亿元。截至2018年底，公司在超过20个城市拥有33个项目储备，土地储备建筑面积超过1,300万平方米，业务布局以二线城市为主，充足的土地储备为公司后续发展提供了有力支持和保障。

公司曾获“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”、“2015年中国商业地产十大品牌企业”、“《第一财经2016年度地产汇A股上市房企综合实力TOP50之第9名》”、“2018《财富》中国500强第397位”等荣誉，进一步提高了“世茂”品牌在全国内的知名度和影响力。

总体看，公司品牌优势显著，充足的土地储备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能力。

2. 人员素质

截至2018年底，公司拥有高级管理人员4名，其中总裁1名，副总裁2名，董事会秘书1名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长许荣茂先生，出生于1950年7月，中国国籍，持中国香港居留权，工商管理硕士，现任公司第八届董事会董事长，世茂房地产控股有限公司董事局主席；曾任公司第七届董事会董事长。此外，许荣茂先生还担任全国政协常务委员，中国侨商联合会会长，香港新家园协会董事会主席兼创会会长、香港侨界社团联合会主席、全球反独促统大会荣誉主席、中华红丝带基金执行理事长、上海市侨商会会长等职务。

公司总裁刘赛飞先生，出生于1961年10月，新加坡国籍，硕士学历，现任公司第八届董事会董事兼总裁及世茂房地产控股有限公司非执行董事；曾任世茂房地产控股有限公司执行董事兼副总裁，世茂旅游有限公司总裁、公司第七届董事会董事及总裁等职务。

截至2018年底，公司共拥有在职员工2,097人，从专业构成看，销售人员占9.49%，专业技术人员占80.11%，财务人员占8.54%，行政人员占1.86%。从学历结构看，硕士及以上学历占8.82%，大学本科学历占44.78%，大学专科学历占25.23%，大专以下学历占21.17%。从年龄构成看，30岁以下员工占33.26%；30~40岁员工占47.42%；40~50岁员工占15.95%，50岁以上员工占3.37%。

总体看，公司团队从业经验丰富，员工素质普遍较高，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》和其他有关规定设立了外商投资股份有限公司，同时根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的法人治理结构体系，并在董事会下设薪酬与考勤委员会、审计委员会、提名委员会、战略

委员会和督办与考核委员会。

公司股东大会是公司的权力机构，依法行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；任命和更换董事、非由职工代表担任的监事；审查批准董事会及监事会的报告；审查批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审查批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决定；对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定，以及公司章程规定的其他职权。

公司董事会由9名董事组成，其中董事长1人，副董事长1人，独立董事4人；公司董事由股东大会选举产生，任期三年，任期届满可连选连任。公司董事会职权包括但不限于执行股东大会决议；决定公司经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案及决算方案；在股东大会授权范围内，决定公司对外投资、收购、出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项；制订公司基本管理制度；公司章程及股东大会授予的其他职权等。

公司监事会由5名监事组成，监事会设主席1人，职工监事2人；监事每届任期三年，任期届满可连选连任。监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总裁1人，由董事会聘任，对董事会负责；其每届任期三年，任期届满可连选连任；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

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

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。截至2018年底，公司下设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部、成本管理部、中央采购部、规划设计部、工程管理部、财务部、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，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

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

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

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

内部审计方面，公司根据《中华人民共和国审计法》和国家有关内部审计工作的规定，制定了

内部审计制度。内部审计的内容包括被审计单位的资产负债情况、财务收支情况、内部控制执行和财务制度建设情况等。审计部定期向公司管理层报告。

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事商业物业运营和住宅地产业务，近年来经营情况较好。2016~2018年，公司营业收入分别为137.08亿元、186.67亿元和206.74亿元，呈逐年增长的态势，年均复合增长22.81%；其中2017年增长主要系结转的住宅项目收入大幅增长所致，2018年增长主要系结转的商业地产项目收入大幅增长所致；受益于收入规模的扩大，公司净利润呈持续增长态势，分别为27.38亿元、37.14亿元和47.26亿元，年均复合增长31.37%。

从营业收入构成来看，公司业务收入主要来自于住宅地产业务和商业物业运营，主营业务突出。2016~2018年，公司住宅地产业务收入分别为81.19亿元、158.51亿元和126.99亿元，波动增长，主要系房地产项目结转进度影响所致。公司商业物业运营业务由商业地产销售和房地产租赁业务构成，受商业物业结算周期等因素影响，公司商业地产销售收入波动较大，2018年，公司商业地产销售收入为65.83亿元，同比大幅增长329.95%，主要系深圳前海项目销售较好以及部分物业达到收入结转条件所致；2016~2018年，公司房地产租赁业务收入稳步上升，主要系公司自持物业业态布局、购物环境和消费体验等多方面提升，以及公司商业运营能力不断提高所致。影院业务方面，受公司逐步出售下属影院的影响，收入规模逐年下降。2016~2018年，公司酒店服务业务收入规模逐年稳定增长，但占比很小；其他业务主要为儿童事业发展业务，公司通过设立儿童乐园为所持物业或所建项目提供配套服务。目前，公司关于儿童乐园的运营仍处于尝试阶段，相关收入在公司营业收入中的占比很小。

从毛利率情况来看，2016~2018年，公司住宅地产业务毛利率呈波动上升态势，主要系公司不同年份竣工结转的产品结构差异、不同区域土地成本差异及房产售价差异影响所致。2016~2018年，公司商业物业运营毛利率呈波动上升态势，其中，商业地产销售业务毛利率波动上升，主要系公司商业地产结转项目结构变化所致；房地产租赁业务毛利率有所波动但整体仍处于较高水平。其他板块毛利率水平对公司综合毛利率水平影响较小。受上述因素影响，公司综合毛利率波动增长，分别为35.84%、44.91%和44.56%。

表6 2016~2018年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅地产业务	81.19	59.23	31.99	158.51	84.92	45.08	126.99	61.42	41.88
商业物业运营	51.11	37.28	38.25	21.08	11.29	35.99	72.78	35.20	46.76
其中：商业地产销售	45.57	33.24	33.26	15.31	8.20	21.07	65.83	31.84	43.44

房地产租赁	5.54	4.04	79.41	5.77	3.09	75.57	6.95	3.36	78.17
影院业务	0.26	0.19	48.52	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	21.63
酒店服务业务	1.26	0.92	40.94	2.30	1.23	43.32	2.61	1.26	45.61
物业管理	2.53	1.85	99.23	3.65	1.96	97.17	3.42	1.65	98.06
其他	0.74	0.54	61.91	0.95	0.51	16.64	0.95	0.46	39.11
合计	137.08	100.00	35.84	186.67	100.00	44.91	206.74	100.00	44.56

资料来源：公司年报，联合评级整理。

注：各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致

总体看，近三年，公司主营业务收入主要由商业物业运营及住宅地产业务构成，其中住宅地产业务是公司最主要收入来源；受结转项目结构变化影响，公司住宅地产业务及商业物业运营业务的收入和毛利率均有明显波动；但综合毛利率处于较高水平。

2. 商业及住宅物业业务运营

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

（1）土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润最为重要的环节。公司的土地获取方式以“招拍挂”为主。土地获取方面，公司与母公司世茂房地产联合拿地（以合作开发的方式为主），可得到母公司在资金方面的有力支持。

从土地获取情况来看，2016 年，公司实际购置土地面积 53.60 万平方米，对应建筑面积 69.52 万平方米，土地支出 38.50 亿元，新增土地楼面均价 5,537.97 元/平方米。2017 年，公司加大土地购置力度，购置土地主要为深圳龙岗项目，当年购置土地面积 48.94 万平方米，较 2016 年变化不大；对应建筑面积 176.64 万平方米，同比增长 1.54 倍，主要系深圳龙岗项目容积率高所致；购置土地支出 260.58 亿元，新增土地楼面均价 14,752.04 元/平方米。2018 年，公司新增土地建筑面积 224.41 万平方米，区域主要分布在泉州、荆门和长沙；土地支出 60.10 亿元，新增土地楼面均价 2,678.13 元/平方米；公司 2018 年综合拿地成本较低。

表 7 2016~2018 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

时间	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出	楼面均价
2016 年	53.60	69.52	商业、住宅	38.50	5,537.97
2017 年	48.94	176.64	商业	260.58	14,752.04
2018 年	74.12	224.41	商业、住宅	60.10	2,678.13

资料来源：公司提供

从土地储备的规模来看，截至 2018 年底，公司土地储备建筑面积约 1,344 万平方米（口径为在建未取得竣工备案及拟建部分）；其中，商业性质的土地储备建筑面积 588 万平方米，占 43.77%；住宅性质土地储备 61 万平方米，占 4.55%；综合体性质土地储备 695 万平方米，占 51.68%。整体看，公司土地储备较为充足。

从土地储备的区域分布来看，近年来，公司土地储备主要分布在长三角、环渤海、海西及华南等地区的一、二线经济发达城市及部分三线城市（其中以二线城市为主）。截至 2018 年底，公司在国内超过 20 个城市拥有 33 个项目储备，其中：一线城市为深圳，二线城市包括天津、苏州、青岛、无锡、宁波、南京、武汉、沈阳、杭州、济南和福州等，三线及以下城市包括石狮、泉州、常州、昆山、常熟及荆门地区。从土地储备建筑面积的城市分布来看，公司一线城市土地储备建筑面积占 13.53%，二线城市土地储备建筑面积占 51.76%，三线及以下城市土地储备建筑面积占 34.71%。从土地储备楼面均价看，公司整体楼面均价处于相对较低的水平，但由于地理位置、拿地时间等方面因素影响，个别城市不同项目的楼面均价存在一定差异。整体看，公司土地储备以二线城市为主，质量较好，购置价格整体较低。

表 8 截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

城市等级	项目名称	项目类型	所处城市	土地储备 建筑面积	权益建筑 面积	楼面地价
一线城市	深圳世茂前海中心	商业	深圳	16	8	15,238
	深圳龙岗项目	商业	深圳	137	70	17,547
	深圳坪山项目	商业	深圳	30	18	10,291
小计				182	95	--
二线城市	天津世茂茂悦府	住宅/商业	天津	21	21	1,281
	济南世茂国际广场	商业	济南	6	6	5,182
	济南世茂天城	住宅/商业	济南	45	45	4,494
	济南翡丽公馆	住宅/商业	济南	28	28	5,883
	苏州世茂铜雀台 7#-湖滨	住宅	苏州	21	10	15,151
	苏州世茂铜雀台 6#-世纪	住宅	苏州	15	15	23,372
	青岛世奥大厦	商业	青岛	14	11	4,394
	青岛世茂国际中心	商业	青岛	18	18	1,708
	青岛世茂诺沙湾	住宅/商业	青岛	5	5	2,352
	无锡世茂广场	住宅/商业	无锡	48	15	2,185
	宁波世茂滨江府	住宅/商业	宁波	7	7	10,078
	宁波孙家项目	住宅	宁波	25	10	10,014
	南京世茂外滩新城	住宅/商业	南京	54	27	2,445
	南京雨花世茂城品	住宅/商业	南京	26	13	11,900
	武汉世茂嘉年华	商业	武汉	90	46	1,735
	沈阳世茂五里河商业项目	商业	沈阳	82	82	741
	长沙商业项目	商业	长沙	23	23	2,371
	长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	长沙	39	11	4,293
	厦门集美世茂璀璨天城	住宅/商业	厦门	40	20	10,363
	南昌水城世茂 APM	商业	南昌	14	14	876
	杭州世茂智慧之门	商业	杭州	30	30	5,494
	福州 108 大楼项目	商业	福州	41	21	4,877
	福州台江金融街项目	商业	福州	5	1	11,538
小计				696	478	--
三线 城市	常熟世茂世纪中心	住宅/商业	常熟	15	15	472
	昆山商业项目	商业	昆山	6	6	789

	常州世茂广场	商业	常州	12	12	907
	石狮世茂摩天城	住宅/商业	石狮	226	81	2,703
	泉州洛江世茂璀璨天城	住宅/商业	泉州	10	5	6,692
	泉州台商百崎湖项目	商业	泉州	68	12	3,060
	湖北荆门项目	住宅/商业	荆门	129	34	928
小计				466	165	--
合计				1,344	739	--

资料来源：公司提供

注：尾数差异系四舍五入导致

总体看，公司土地储备较为充足，能够满足公司未来几年的开发需求；公司土地储备以二线城市为主，区域分布主要在长三角、环渤海、海西及华南等地区，土地储备质量较好且整体成本较低。

（2）项目开发

2016~2018 年，公司新开工面积波动增长，分别为 122.10 万平方米、167.48 万平方米和 151.34 万平方米，公司近两年均保持在 150 万平方米以上规模；受工程规划进度不同的影响，2016~2018 年，公司竣工面积有所波动；受新增项目开发影响，2016~2018 年，公司期末在建面积逐年增长，分别为 519.86 万平方米、619.02 万平方米和 647.28 万平方米。

表 9 2016~2018 年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积（万平方米）	122.10	167.48	151.34
当期竣工面积（万平方米）	104.68	65.75	104.58
期末在建面积（万平方米）	519.86	619.02	647.28

资料来源：公司提供

注：竣工面积包括结转收入面积、投资性房地产竣工面积、未售已竣工面积、不可销售公共区域部位面积等。由于规划动态调整，期末在建面积可能与实际在建面积存在差异。

从在建项目分布来看，截至 2018 年底，公司在建项目 23 个，分布于深圳、天津、济南、青岛、南京、杭州、武汉、厦门、石狮等地，主要于 2019~2020 年竣工。公司在建项目计划总投资金额 1,251.16 亿元。截至 2018 年底，公司已投资金额 852.06 亿元，2019 年、2020 年和 2021 年计划投资金额分别为 162.04 亿元、127.44 亿元和 61.21 亿元。此外，截至 2018 年底，公司拟建项目预计总投资 674 亿元，尚需投资 499.96 亿元。总体看，未来公司项目开发尚需投资的规模大，公司存在很大的资金需求。

表 10 截至 2018 年底公司在建项目开发情况（单位：亿元、年、%）

项目名称	项目所在地区	开工时间	预计竣工时间	项目性质	计划投资金额	已投资金额	项目进度	未来投资计划		
								2019 年	2020 年	2021 年
天津世茂悦府项目	环渤海	2012	2019	住宅/商业	39.00	23.02	59.00	8.00	7.98	--
济南世茂国际广场项目	环渤海	2012	2017	商业	48.00	48.00	100.00	1.00	--	--
常熟世茂世纪中心项目	长三角	2007	2020	住宅/商业	61.81	52.35	85.00	5.00	4.46	--
青岛胶南世茂国际中心项目	环渤海	2012	2020	商业	40.00	8.45	21.00	10.00	10.00	11.55
青岛胶南世茂诺沙湾项目	环渤海	2012	2019	住宅/商业	40.00	40.66	100.00	1.00	--	--
常州世茂广场项目	长三角	2009	2019	商业	12.30	9.78	80.00	2.52	--	--
南京世茂外滩新城二期项目	长三角	2010	2020	住宅/商业	125.00	109.09	87.00	8.00	7.91	--

武汉蔡甸世茂嘉年华项目	其他	2010	2020	商业	45.00	31.00	69.00	6.00	5.00	3.00
沈阳世茂商业项目	环渤海	2008	2023	商业	60.00	17.18	29.00	2.00	10.00	10.00
石狮世茂钞坑项目	海西及华南	2014	2020	住宅/商业	200.37	145.34	73.00	20.00	20.00	15.03
济南世茂天城项目	环渤海	2014	2019	住宅/商业	61.95	50.29	81.00	11.66	--	--
宁波世茂滨江府项目	长三角	2013	2019	住宅/商业	28.09	19.60	70.00	8.50	--	--
深圳前海项目	海西及华南	2014	2020	商业	58.42	45.27	77.00	10.00	3.15	--
杭州智慧之门项目	长三角	2014	2020	商业	42.46	25.88	61.00	5.00	5.00	6.58
南昌水城项目	长三角	2014	2019	商业	40.00	16.66	42.00	10.00	13.34	--
厦门集美项目	海西及华南	2015	2020	住宅/商业	65.00	53.64	83.00	11.36	--	--
南京雨花项目	长三角	2016	2019	住宅/商业	43.45	34.57	80.00	5.00	3.88	--
泉州洛江项目	海西及华南	2017	2020	住宅/商业	32.04	23.03	72.00	5.00	4.01	--
济南小鸭项目	环渤海	2017	2020	住宅/商业	36.01	22.95	64.00	5.00	8.06	--
苏州工业园区-6#地	长三角	2014	2019	住宅	47.05	35.40	75.00	6.00	5.65	--
长沙世茂商业项目	其他	2014	2020	商业	27.45	16.40	60.00	5.00	5.00	1.05
泉州台商项目	海西及华南	2018	2022	住宅/商业	42.20	16.46	39.00	8.00	6.00	6.00
湖北荆门龙山中央文化商务区项目	其他	2018	2025	住宅/商业	55.56	7.04	13.00	8.00	8.00	8.00
合计					1,251.16	852.06	--	162.04	127.44	61.21

资料来源：公司提供

注：表中项目仅为公司合并报表范围内项目。

总体看，公司在建拟建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要；同时，公司项目开发尚需投资的规模大，未来将面临较大的资金压力。

（3）房产销售情况

公司商业及住宅物业销售主要集中于长三角、环渤海及海西地区。公司以开发城市综合商业体为主，较大的项目规模使公司能享有较低的土地成本及优惠的政府政策等规模经济效益，同时，公司基于当地市场情况及对现金流量的需求，出售部分商业物业，并保留部分用以出租使用，以获取稳定的租金收入及享受物业资本升值。

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

从销售业绩来看，2016~2018年，公司商业物业协议销售面积分别为30.71万平方米、30.49万平方米和49.77万平方米，呈波动增长的态势；协议销售金额逐年增长；2018年，公司销售面积和销售金额均有显著增长，主要系公司进一步推动了可售项目的持续推盘，并持续优化产品质量，通过下属厦门、石狮、济南、南京、泉州、宁波、天津、青岛、苏州等多处项目的销售，实现了销售业绩的增长。协议销售均价方面，2016~2018年，公司商业物业销售均价均保持在2万元/平方米以上水平，住宅销售均价均持续增长，主要系销售区域变化所致。从结转情况看，2016~2018年，公司结转收入面积波动增长，结转收入金额持续增长，分别为126.76亿元、173.82亿元和192.81亿元；主要系深圳前海项目销售情况良好及部分物业达到结转条件带动公司商业物业项目当期结转金额增

长所致。销售回款方面，2016~2018 年，公司销售回款率基本保持在 80%以上，销售回款情况良好。

表 11 2016~2018 年公司物业销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积（万平方米）	86.59	110.48	138.29
其中：商业	30.71	30.49	49.77
住宅	55.88	80.00	88.52
协议销售金额（亿元）	149.27	215.68	271.09
其中：商业	64.84	65.26	102.52
住宅	84.43	150.43	168.57
协议销售均价（万元/平方米）	1.72	1.95	1.96
其中：商业	2.11	2.14	2.06
住宅	1.51	1.88	1.90
结转收入面积（万平方米）	97.98	95.17	117.17
其中：商业	27.89	11.85	31.20
住宅	70.09	83.32	85.97
结转收入（亿元）	126.76	173.82	192.81
其中：商业	45.57	15.31	65.83
住宅	81.19	158.51	126.99

资料来源：公司提供

注：各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致。结转收入包含住宅地产销售收入和商业地产销售收入，不包含房地产租赁收入。

从在售情况看，截至 2018 年底，公司在售项目 25 个，累计已销售总额为 985.73 亿元。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 85%以上，个别住宅加商业的项目由于开工时间不长，去化率较低；纯商业地产项目除青岛国际中心和深圳前海世茂金融中心外（去化率均大于 40%），其余去化率均大于 70%；其中，深圳前海项目去化率低系受项目整体推盘进度影响所致。

表 12 截至 2018 年底公司主要在售项目情况（单位：年、%、亿元）

序号	项目名称	物业性质	开工时间	预计完工时间	销售进度	截至 2018 年底 累计销售总额
1	常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2020	>85	53.71
2	苏州园区	住宅	2014	2019	>95	63.34
3	青岛诺沙湾	住宅	2012	2019	>95	55.42
4	青岛国际中心	商业	2012	2020	>45	8.46
5	济南国际广场	商业	2012	2017	>90	36.31
6	济南世茂天城	住宅、商业	2014	2019	>95	73.89
7	徐州世茂商业	商业	2009	2015	>75	11.03
8	常州世茂广场	商业	2009	2019	>80	6.44
9	宁波滨江	住宅	2013	2018	>95	13.60
10	宁波包家漕	商业	2013	2016	>70	6.22
11	天津世茂悦府项目	住宅	2012	2019	>85	25.63
12	南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	2010	2019	>95	229.78
13	石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2020	>85	101.00
14	深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2020	>40	48.69
15	杭州智慧之门	商业	2015	2020	>80	7.50

16	厦门集美项目	住宅、商业	2016	2020	>75	69.47
17	南昌水城项目	商业	2014	2019	>95	18.31
18	南京新发展项目	住宅、商业	2016	2019	>90	33.97
19	泉州洛江项目	住宅、商业	2017	2020	>95	40.27
20	济南翡丽公馆（济南小鸭）项目	住宅、商业	2017	2020	>55	15.30
21	长沙世茂广场	商业	2014	2020	>60	4.29
22	湖北荆门项目	住宅、商业	2018	2025	>30	0.88
23	福州台江金融街项目	商业	2018	2020	>50	4.63
24	泉州台商项目	住宅、商业	2018	2022	>65	6.19
25	厦门世茂海峡大厦	商业	2010	2016	>95	51.40
合计	--	--	--	--	--	985.73

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司协议销售面积和协议销售均价逐年增长，带动协议销售金额持续增长，为未来收入结转提供有力支撑；公司项目主要集中于二线城市，整体去化速度较快。

（4）自持物业情况

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

公司自持物业主要为写字楼和商业广场，2016~2018年，公司自持物业可租面积分别为78.75万平方米、82.76万平方米和82.71万平方米，较为稳定；出租率保持在较高水平，近三年平均出租率超过87%；受益于租金水平的持续增长，公司租金收入规模保持稳定增长；公允价值方面，2018年，公司办公楼、广场及其他类型物业公允价值分别为40.75亿元、130.25亿元和3.33亿元，租金收入占公允价值的比例分别约为4%、4%和3%。整体看，近年来，公司自持物业运营稳健，公允价值评估相对较为合理。

表13 2016~2018年公司自持物业情况（单位：万平方米、%、亿元）

年份	物业类型	年末可租面积	出租率	租金收入
2016年	办公楼	5.62	98	1.46
	广场	70.90	88	3.95
	其他	2.23	100	0.12
	合计	78.75	89	5.54
2017年	办公楼	9.13	72	1.62
	广场	71.40	89	4.05
	其他	2.23	100	0.10
	合计	82.76	87	5.77
2018年	办公楼	9.17	77	1.63
	广场	71.08	89	5.21
	其他	2.47	88	0.10
	合计	82.71	88	6.95

资料来源：公司年报

在租赁期限方面，公司自持商业广场一般与客户签订最短5年、最长20年的租赁期限，在精选优质客户的同时，通过与租赁客户建立战略合作关系以提升自身物业的商业氛围和商业品位。在客户方面，公司与国内外近400家知名商业企业建立了战略合作伙伴关系，客户范围涵盖商业、零售、体验店、餐饮等多种业态，如：麦当劳、星巴克、大润发超市、H&M、无印良品等。租金收取方面，

公司按合同约定采取按月、按季度或按半年度方式收取；租赁装修免租期视客户类型、租赁面积、租赁期限等不同而有所差异，一般会在具体租赁合同中进行约定。

截至 2018 年底，公司主要自持物业出租率整体维持在较高水平。单位租金方面，处于北京及上海一线城市核心商圈物业租金水平较高，处于二、三线城市物业租金水平较低。截至 2018 年底，公司主要自持物业建筑面积共计 117.42 万平方米，可租面积 68.00 万平方米，整体出租率达 90.00%，物业出租收入超过 6 亿元。

表 14 截至 2018 年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、万元、%、元/平方米/年）

项目名称	所在地	业态	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2018 年	
							租金收入	单位租金
北京世茂大厦	环渤海	办公楼	7.02	5.75	5.25	91	15,666	2,726
昆山世茂广场一期 (昆山世茂华东商城)	长三角	广场	8.82	5.41	4.65	86	2,695	499
昆山世茂广场二期 (昆山国际城)	长三角	广场	8.70	4.94	4.89	99	2,496	505
苏州世茂运河城（一期）	长三角	广场	5.00	2.91	2.63	90	593	204
苏州世茂运河城（二期）	长三角	广场	13.46	2.77	2.77	100	2,389	862
常熟卢米埃影院	长三角	广场	0.46	0.46	0.46	100	85	184
常熟欧尚	长三角	广场	4.34	4.20	4.20	100	978	233
绍兴世茂广场	长三角	广场	18.27	11.14	10.96	98	7,133	640
徐州世茂商业	长三角	广场	5.95	3.75	3.00	80	1,261	337
芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	长三角	广场	3.84	1.85	1.85	100	221	119
芜湖文化艺术中心	长三角	其他	4.29	2.47	2.16	88	83	34
上海世茂商都	长三角	广场	0.96	0.71	0.67	95	3,581	5,074
济南世茂广场	环渤海	广场	14.85	7.98	7.94	100	18,347	2,301
石狮世茂摩天城	海西	广场	15.63	11.50	7.76	67	2,794	243
厦门 EMALL	海西	广场	5.83	2.18	2.16	99	4,123	1,889
合计	--	--	117.42	68.00	61.34	90	62,445	--

资料来源：公司提供

总体看，公司自持商业物业面积较大，所处区域较好，出租率较高，租金收入持续增长，整体经营稳健，为公司提供较为稳定的现金流补充。

3. 关联交易

公司关联方主要包括母子公司、联合营企业以及其他关联方。2016~2018 年，关联交易包括关联方提供服务和购买商品、关联方担保、资金拆借和资金往来，其中以关联方资金往来为主。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额为 9.60 亿元，其中因向关联方提供的资金规模为 5.41 亿元（主要为对联营企业无锡世茂新发展置业有限公司及合营企业长沙茂泓置业开发有限公司提供的资金），规模相对较小；公司其他应付款账面余额为 143.04 亿元，其中与关联方形成的往来款规模为 121.40 亿元，规模较大，主要与关联方上海世茂建设有限公司（系公司同一控制下企业）及上海隆汀企业管理中心（有限合伙；为公司子公司股东）形成的往来款，分别为 48.84 亿元和 34.47 亿元。

总体看，公司关联方交易主要为资金往来款，规模较大；公司对关联方资金支持的依赖度较高，其财务独立性存在一定风险。

4. 经营效率

2016~2018 年，随着公司营业收入逐年增长，流动资产规模快速增长，公司流动资产周转率分别为 0.32 次、0.36 次和 0.32 次；总资产周转率分别为 0.19 次、0.22 次和 0.21 次；公司存货周转率分别为 0.31 次、0.34 次和 0.27 次；2018 年公司经营效率有所下降主要系公司在建项目增加，存货较快增长所致。

从同行业主要房地产上市公司比较情况看，公司流动资产周转率和总资产周转率均处于行业较高水平，存货周转率处于较低水平。

表 15 2018 年主要房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
新城控股	0.31	0.27	0.21
招商蛇口	0.28	0.28	0.23
陆家嘴	0.27	0.35	0.16
世茂股份	0.27	0.32	0.21

资料来源：wind

注：本报告同业比较数据均来自于 wind，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异。

总体看，近三年，公司经营效率尚可。

5. 经营关注

（1）未来公司开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建及拟建房地产项目未来均需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力。

（2）关联交易规模较大，公司财务独立性存在一定风险

近年来，公司与关联方形成的往来款规模较大，对关联方资金支持的依赖度较高，公司财务独立性存在一定风险。

（3）自持物业贬值风险

截至 2018 年底，公司主要自持物业建筑面积共计 144.94 万平方米，可租面积 82.71 万平方米，规模较大；近年来，商业地产行业竞争激烈，需关注公司自持物业的未来盈利能力以及公允价值的变动情况。

6. 未来发展

作为国内商业地产的龙头企业之一，公司始终以“提升城市生活品质”为己任，致力于综合商业地产的专业化开发和经营，打造高标准的商业综合体，并力争发展成为中国规模最大的商业地产专业化开发及运营的龙头上市公司。

业务布局方面，公司将继续以上海、北京、深圳、青岛、济南、南京、杭州、宁波、厦门、苏州等一、二线城市为核心，抓住商机继续拓展其他发展潜力较大的区域性经济中心城市，完善公司全国战略布局，扩大“世茂”品牌影响力，并在各区域市场占有一定的市场份额，从而形成多区域利润增长点。

经营计划方面，2019 年，公司计划实现合约销售 300 亿元，计划合约销售面积 153 万平方米，公司 2019 年度资本性支出预计为 194 亿元，三项费用预计为 19 亿元，计划采用银行借款、债权融资、预售房款等融资手段满足资金需求。

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

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016~2018年度合并财务报表已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司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，2016年，公司新纳入合并范围子公司5家，不再纳入合并范围子公司5家；2017年，公司发生同一控制下的企业合并1家，处置子公司1家，新设子公司22家，清算注销子公司3家；2018年，公司发生非同一控制下企业合并增加子公司2家，同一控制下企业合并增加子公司2家，新设子公司18家，处置子公司1家，清算注销子公司3家，其他不再纳入合并范围子公司5家；截至2018年底，公司纳入合并财务报表范围子公司共计135家，整体看，公司财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额1,083.20亿元，负债总额635.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计447.94亿元，其中归属于母公司所有者权益合计236.76亿元。2018年，公司实现营业收入206.74亿元，净利润（含少数股东损益）47.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为24.04亿元；经营活动产生的现金流量净额39.78亿元，现金及现金等价物净增加额11.38亿元。

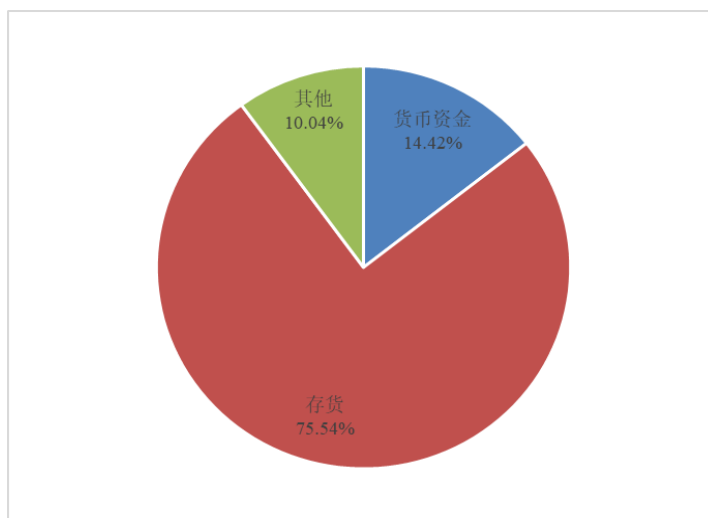
2. 资产质量

2016~2018年，公司资产规模呈逐年增加趋势，年均复合增长16.40%，主要系流动资产增加所致。截至2018年底，公司资产总额1,083.20亿元，较年初增长17.84%。从资产构成看，公司资产结构以流动资产（占比66.26%）为主。

流动资产

2016~2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长22.88%。截至2017年底，公司流动资产较年初增长20.73%，主要系预付款项增加所致。截至2018年底，公司流动资产合计717.73亿元，较年初增长25.08%，主要系存货增加所致；公司流动资产以货币资金（占14.42%）和存货（占75.54%）为主。

图 8 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2016~2018年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长10.66%。截至2017年底，公司货币资金为90.38亿元，较年初增长6.94%，主要系销售回款及收到的往来款增加所致。截至2018年底，公司货币资金为103.49亿元，较年初增长14.50%，主要系当期取得的借款增加以及公司控股子公司福建世茂新里程投资发展有限公司（以下简称“福建新里程”）收到少数股东上海隆汀企业管理中心（有限合伙）资本金投入所致；公司货币资金以银行存款为主（占97.08%）；公司货币资金受限规模为2.88亿元，其中到期3个月以上的保证金金额为2.33亿元，因诉讼被冻结的资金为0.55亿元；整体看，公司货币资金受限规模较小。

公司预付款项主要由预付土地款构成。2016~2018年，公司预付款项分别为29.50亿元、141.86亿元和30.62亿元，波动较大，其中2017年底大幅增长主要系公司增加预付深圳项目土地款所致；2018年大幅下降主要系将上述预付土地款转为存货所致。从期限构成看，截至2018年底，一年以内的预付款项占46.08%；预付款项前五名金额合计28.06亿元，占预付款项总额的91.64%。

2016~2018年，公司存货呈波动增长态势，年均复合增长33.75%。截至2017年底，公司存货账面价值为302.55亿元，较年初变化不大。截至2018年底，公司存货账面价值为542.18亿元，较年初增长79.20%，主要系公司加大房地产项目开发导致相关开发成本增长所致；其中开发成本账面价值为482.37亿元（占88.97%），开发产品账面价值59.20亿元（占10.92%）；公司共计提存货跌价准备330万元，全部为对世茂湖滨花园地下车库计提的跌价准备。公司存货主要集中于北京、深圳、南京、济南、杭州等一、二线城市以及石狮市等三线城市，由于部分重点城市调控政策趋长期化，需对公司房地产项目未来的去化情况予以关注。截至2018年底，公司因借款抵押而受限的存货账面价值为256.51亿元，占存货账面价值的47.31%，受限比例较高。

非流动资产

2016~2018年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长6.17%，主要系投资性房地产增长所致。截至2018年底，公司非流动资产合计365.47亿元，较年初增长5.83%；公司非流动资产以投资性房地产（占81.67%）和递延所得税资产（占6.56%）为主。

公司投资性房地产采用公允价值计量。2016~2018年，公司投资性房地产呈持续增长趋势，年均复合增长8.13%，主要系新增投资性房地产及公允价值增值所致。截至2018年底，公司投资性房地产为298.48亿元，较年初增长11.22%；公司受限投资性房地产账面价值为111.08亿元，占投资

性房地产账面价值的 37.22%，受限比例尚可。

表 16 2017~2018 年公司投资性房地产明细（单位：万元）

投资性房地产项目	截至 2017 年底公允价值	截至 2018 年底公允价值
北京世茂大厦	341,500.00	356,700.00
绍兴世茂迪荡新城 A2A3	179,600.00	186,800.00
上海南京西路 258 号世茂商都大厦	70,000.00	70,000.00
常熟珠江东路 98 号商业楼	20,300.00	20,300.00
上海贵州路 79-85 号上卧副楼	4,700.00	--
昆山世茂华东商城	76,900.00	78,600.00
苏州世茂运河城一期	31,300.00	31,300.00
芜湖世茂滨江花园 4-1 号地块特色商业街 A 区、C 区	31,800.00	31,800.00
常熟卢米埃影城	2,300.00	2,300.00
沈阳世茂商业 S2	44,500.00	45,700.00
徐州世茂商业	60,500.00	63,300.00
苏州世茂运河城二期	123,000.00	123,000.00
昆山国际城	68,200.00	69,700.00
芜湖文化艺术中心	37,100.00	37,100.00
福建世茂海峡大厦商业	109,896.00	109,896.00
福建世茂海峡大厦自持办公	106,356.00	106,356.00
石狮世茂国际广场	171,500.00	177,100.00
济南世茂商业	261,900.00	271,600.00
武汉世茂嘉年华商业中心	176,200.00	176,200.00
沈阳世茂商业 S3	55,000.00	55,000.00
上海佘山纳米魔幻城	79,200.00	81,700.00
厦门集美项目	200,800.00	205,400.00
深圳前海世茂金融中心	431,000.00	508,000.00
南京雨花商业/办公项目	0.00	176,900.00
合计	2,683,552.00	2,984,752.00

资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司递延所得税资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 21.61%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产总额为 23.97 亿元，较年初增长 12.55%，主要系公司可抵扣亏损金额增加、房产预售及预提成本增加以及计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动增加引起的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司因借款抵押/资金冻结/诉讼冻结而受限的资产合计 382.03 亿元，占总资产的 35.27%，受限资产占比一般；其中，受限的货币资金、存货、固定资产、无形资产和投资性房地产账面价值分别为 2.88 亿元、256.51 亿元、10.45 亿元、1.12 亿元和 111.08 亿元。

总体看，近三年，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主；流动资产以存货为主。公司货币资金较为充足，存货规模较大且区域分布较为广泛；但随着全国楼市调控长期化，需关注部分区域的楼市调控政策对项目销售的影响；公司受限资产占比一般，资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

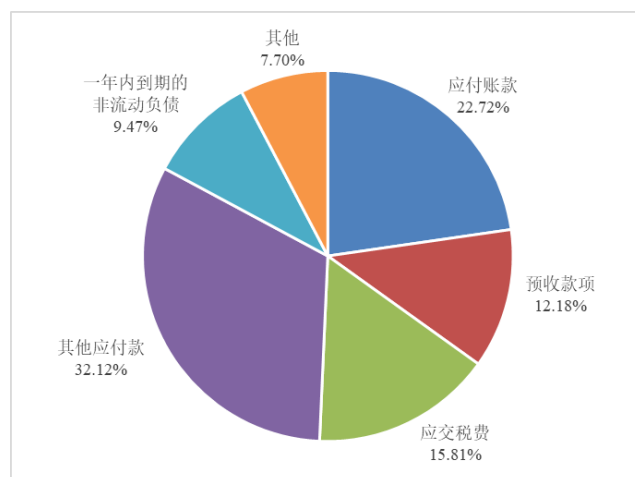
2016~2018 年，公司负债规模呈持续增加趋势，年均复合增长 12.57%，流动负债和非流动负债

均有较大增长。截至 2018 年底，公司负债规模为 635.26 亿元，较年初增长 10.88%；其中流动负债占 70.10%，非流动负债占 29.90%；公司负债结构以流动负债为主。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 9.77%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 445.34 亿元，较年初增长 13.21%，主要系应交税费增长所致；公司流动负债以应付账款（占 22.72%）、预收款项（占 12.18%）、应交税费（占 15.81%）、其他应付款（占 32.12%）和一年内到期的非流动负债（占 9.47%）为主。

图 9 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报，联合评级整理。

公司应付账款主要由应付工程款构成。2016~2018 年，随着公司经营规模逐步扩大、工程项目大幅增多，公司应付账款呈逐年增长趋势，年均复合增长 5.99%。截至 2018 年底，公司应付账款为 101.16 亿元，较年初增长 7.92%；从账龄结构看，以 1 年以内为主，占比 92.35%。

2016~2018 年，公司预收款项波动下降，年均复合下降 6.68%。截至 2017 年底，公司预收款项为 45.35 亿元，较年初下降 27.16%，主要系公司销售结转所致。截至 2018 年底，公司预收款项为 54.22 亿元，较年初增长 19.56%，主要系项目销售增长所致；从构成看，主要为预收售楼款（占 96.45%）。

2016~2018 年，公司应交税费逐年快速增长，年均复合增长 71.41%，主要系公司经营规模扩大，所需缴纳的企业所得税、增值税和土地增值税等各项税费随之增加所致。截至 2018 年底，公司应交税费为 70.42 亿元，较年初增长 46.72%。

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，主要为母公司世茂房地产对公司在资金方面的支持。2016~2018 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 9.01%。截至 2017 年底，公司其他应付款金额为 158.59 亿元，较年初增长 31.77%，主要系公司应付关联方款项增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款金额为 143.04 亿元，较年初下降 9.81%，主要系往来款减少所致。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 40.94%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 34.00 亿元，较年初增长 60.17%，主要系一年内到期的应付债券“15 沪世茂 MTN001”和“15 沪世茂 MTN002”转入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 42.17 亿元，较年初增长 24.01%，主要系一年内到期的长期借款增加及一年内到期的应付债券“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”转入所致。

非流动负债

2016~2018年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长20.06%，主要系长期借款逐年增长所致。截至2018年底，公司非流动负债合计189.92亿元，较年初增长5.79%。公司非流动负债主要由长期借款（占35.48%）、应付债券（占40.89%）和递延所得税负债（占22.99%）组成。

2016~2018年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长53.11%，主要系近年来公司经营规模扩大带动新项目增加从而使得开发贷规模迅速扩张所致。截至2018年底，公司长期借款为67.38亿元，较年初增长34.96%；其中，公司抵押贷款占95.77%，质押借款占4.23%。从期限分布看，2020年到期的15.01亿元（占22.28%），2022年到期的2.85亿元（占4.23%），2023年及以上到期的49.52亿元（占73.49%），期限分布较为合理。

2016~2018年，公司应付债券呈波动增长态势，年均复合增长9.60%。截至2017年底，公司应付债券余额为87.57亿元，较年初增长35.44%，主要系当期公司发行“17沪世茂MTN001”、“17世茂G1”、“17世茂G2”和“17世茂G3”所致。截至2018年底，公司应付债券余额为77.66亿元，较年初下降11.31%，主要系应付债券“16世茂G1”和“16世茂G2”转入一年内到期的非流动负债所致；从债券到期期限分布看，于2020年到期63亿元，于2021年到期15亿元；考虑到长期借款，2019~2020年公司长期债务存在一定集中偿付压力。

表17 截至2018年底公司应付债券概况（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行日期	发行金额	债券期限	票面利率	期末余额
17沪世茂MTN001	2017.01.04	13.00	3	4.50	12.96
17世茂G1	2017.07.11	25.00	3	4.95	24.91
17世茂G2	2017.09.20	10.00	3	5.15	9.96
17世茂G3	2017.10.17	5.00	3	5.19	4.98
18沪世茂MTN001	2018.02.06	8.00	3	6.43	7.95
18沪世茂MTN002	2018.03.06	7.00	3	6.33	6.96
18沪世茂MTN003	2018.12.14	10.00	2+1	5.00	9.94
合计		78.00	--	--	77.66

资料来源：公司年报

2016~2018年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长8.67%。截至2018年底，公司递延所得税负债为43.65亿元，较年初增长8.26%，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。

2016~2018年，公司全部债务持续增长，年均复合增长13.21%。截至2018年底，公司全部债务为205.45亿元，较年初增长15.56%，主要系公司发行债券以及开发贷增加所致；其中短期债务占比29.07%，长期债务占比70.93%，以长期债务为主，债务结构较合理。2016~2018年，受资产规模增长及短期债务规模下降的影响，公司资产负债率及全部债务资本化比率均呈持续下降趋势；长期债务资本化比率有所波动。截至2018年底，公司资产负债率为58.65%，全部债务资本化比率为31.44%，长期债务资本化比率为24.55%，较年初分别下降3.68个百分点、2.48个百分点和4.05个百分点，公司2018年债务指标均有所下降，主要系一方面开发项目增加导致资产规模增加，另一方面系公司控股子公司福建新里程收到少数股东增资款所致。整体看，公司债务结构合理，债务负担较轻。

总体看，近年来，公司负债规模持续增长，负债结构以流动负债为主；受公司发行债券和开发贷规模增加的影响，公司债务规模有所扩大；债务结构较为合理，债务负担较轻；但受长期债务和应付债券的共同影响，2019~2020年公司长期债务存在一定集中偿付压力。

所有者权益

2016~2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长22.57%。截至2017年底，公司所有者权益合计346.27亿元，较年初增长16.14%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。截至2018年底，公司所有者权益合计447.94亿元，较年初增长29.36%，主要系少数股东权益增加所致；其中归属于母公司所有者权益占52.86%，少数股东权益占47.14%；归属于母公司所有者权益中，股本占15.84%、资本公积占3.29%、其他综合收益占14.93%、未分配利润占63.23%和盈余公积占2.71%；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高。

总体看，受益于公司利润规模和少数股东权益的增长，公司所有者权益规模扩大；但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性弱。

4. 盈利能力

2016~2018年，公司营业收入分别为137.08亿元、186.67亿元和206.74亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长22.81%；其中2017年增长主要系住宅销售大幅增长所致，2018年增长主要系商业地产销售大幅增长所致。2016~2018年，公司营业成本逐年增长，年均复合增长14.16%。2016~2018年，公司净利润分别为27.38亿元、37.14亿元和47.26亿元，逐年增长，年均复合增长31.37%；公司净利润增速高于营业收入增速主要系结转项目成本较低、公允价值收益增加以及2018年营业税金及附加降低等因素综合影响所致。

2016~2018年，公司期间费用分别为12.18亿元、13.67亿元和16.07亿元，年均复合增长14.87%，主要系业务规模及债务规模扩大导致销售费用及财务费用增长所致。2016~2018年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长18.64%，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。2016~2018年，公司管理费用有所波动但变化不大。2016~2018年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长85.65%，主要系公司长期债务规模扩大所致。

2016~2018年，公司投资收益逐年下降，三年分别为10.84亿元、1.05亿元和0.79亿元，年均复合下降73.05%，2016年公司投资收益水平相对较高主要系当期处置北京财富时代置业有限公司形成的投资收益11.11亿元所致。近三年，公司投资收益对营业利润贡献率分别为27.31%、1.97%和1.16%，剔除2016年资产处置的影响，公司投资收益对营业利润的影响较小。2016~2018年，公司公允价值变动收益呈逐年增长趋势，年均复合增加24.89%，主要系公司投资性房地产评估增值所致。近三年，公司公允价值变动收益占营业利润的比重分别为14.49%、13.09%和13.17%，公司公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

2016~2018年，公司总资产收益率分别为6.68%、7.96%和8.52%，总资产报酬率分别为5.44%、6.41%和6.92%，净资产收益率分别为10.05%、11.53%和11.90%，指标均逐年增长，主要系利润规模和利息支出逐年增长所致，公司整体盈利能力处于较强水平。与同行业比较，公司销售毛利率处于较高水平，总资产报酬率与净资产收益率处于一般水平。

表 18 2018 年公司与房地产行业上市公司盈利指标对比（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	36.69	4.87	41.05
招商蛇口	39.49	6.72	21.13
陆家嘴	53.97	8.26	22.03
世茂股份	44.56	6.28	10.58

资料来源：Wind

注：上述指标均源自 Wind，与联合评级在上述指标计算上存在公式差异。

总体看，近三年，受房地产项目结转周期的影响，公司营业收入和净利润逐年增长；投资性房地产公允价值变动对公司营业利润有一定影响；公司整体盈利能力保持在较高水平。

5. 现金流

经营活动方面，2016~2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为 188.21 亿元、322.64 亿元和 305.93 亿元；其中，2017 年大幅增加主要系公司销售规模及往来款规模增长所致；2018 年有所下降则主要系往来款规模有所下降所致。2016~2018 年，公司经营活动现金流出波动增长，分别为 176.86 亿元、280.14 亿元和 266.15 亿元，与经营活动流入变动趋势一致；其中，2018 年下降主要系当期房地产项目购地支出有所下降所致。受上述因素以及 2018 年往来款支出有所增加等因素影响，公司经营活动现金流量净额分别为 11.35 亿元、42.50 亿元和 39.78 亿元，呈波动增长的态势。

投资活动方面，2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 35.95 亿元、0.45 亿元和 0.68 亿元，2017 年大幅下降主要系公司当期无处置子公司获取现金流（2016 年处置工三项目收到大额现金）所致。2016~2018 年，公司投资活动现金流出分别为 23.24 亿元、45.18 亿元和 110.76 亿元，逐年增长，2017 年大幅增长主要系公司支付企业合并对价款所致，2018 年大幅增长主要系对自持物业的投入增长所致。受上述因素影响，2016~2018 年公司投资活动现金流量净额分别为 12.70 亿元、-44.72 亿元和 -110.07 亿元，2018 年净流出规模显著扩大，公司资金需求加大。

筹资活动方面，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 219.51 亿元、158.26 亿元和 262.59 亿元，波动增长，其中 2017 年下降主要系贷款规模减少所致，2018 年大幅增加主要系当期取得的借款增加以及公司控股子公司福建新里程收到少数股东增资所致；筹资活动现金流出波动下降，分别为 230.70 亿元、151.76 亿元和 180.89 亿元，主要系公司偿还债务的规模波动所致。受上述因素影响，公司筹资活动现金流量净额分别为 -11.19 亿元、6.50 亿元和 81.70 亿元。

总体看，近年来，受销售规模扩大及往来款变动等因素影响，公司经营现金净流入规模呈波动增长态势；随着公司自持物业投入的增加，公司投资活动现金流出规模持续扩大；受贷款规模增加及子公司股东增资影响，筹资活动现金流入规模逐年增加。未来，公司投资需求较大，同时考虑到债务到期，其仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 1.29 倍、1.46 倍和 1.61 倍，逐年增长，其中 2017 年增长主要系预付土地款增长所致，2018 年增长主要系加大深圳项目开发力度所致；速动比率分别为 0.47 倍、0.69 倍和 0.39 倍，呈波动下降态势，2018 年下降主要系 2017 年预付的土地款转入存货以及流动负债规模增长所致。2016~2018 年，公司现金短期债务比分别为 1.28 倍、2.31 倍和 1.73 倍，现金类资产对短期债务的保护能力较强；考虑到公司较大的经营性净现金流规模，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 逐年增加，三年分别为 40.33 亿元、56.07 亿元和 70.55 亿元，年均复合增长 32.27%，主要系利润总额逐年增加所致。2018 年，公司 EBITDA 主要由利润总额（占 94.16%）和计入财务费用的利息支出（占 4.09%）构成。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.76 倍、5.78 倍和 6.94 倍，保障程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.25 倍、0.32 倍和 0.34 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强；公司长期偿债能力强。

截至2018年底，剔除公司为购房者向银行申请的个人住房抵押贷款而提供的担保以及对合并范围内的子公司提供的担保，公司对外担保10.00亿元，占净资产的2.23%，系对苏州工业园区世茂湖

滨置业有限公司银行借款的连带责任担保，期限为2018年5月~2021年5月，整体规模不大。

未决诉讼方面，2015年6月12日，中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行向浙江省高级人民法院提出民事起诉状，要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司所欠贷款及利息共计3.90亿元承担连带保证责任。2016年5月19日，浙江省高级人民法院作出判决，杭州世茂世纪置业有限公司归还中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行贷款本金3.80亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费；公司承担连带保证责任。公司不服该判决，已申请上诉。目前，此案件尚在二审审理阶段。公司已于2016年计提0.53亿元预计诉讼支出。最高人民法院于2017年10月25日送达了（2016）最高法民终630号《民事裁定书》，将本案发回浙江省高级人民法院重审，2018年11月16日，浙江省高级人民法院作出民事判决，判决杭州世茂世纪置业有限公司归还中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行贷款本金3.8亿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。公司不服该判决，已向中华人民共和国最高人民法院申请上诉。2019年2月19日，中华人民共和国最高人民法院立案受理。公司存在一定的或有负债风险。

截至2018年底，公司共计获得银行授信额度约292.74亿元，其中尚未使用的授信额度为195.39亿元，公司间接融资渠道通畅；同时考虑到公司作为A股上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（G10310101001496109），截至2019年2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笔关注类贷款，主要系历史原因早期形成的关注贷款，均正常收回。

总体看，公司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。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至2018年底，公司全部债务总额为205.45亿元，本次债券拟发行规模为35.00亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司债务负担影响一般。

以2018年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为35.00亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为59.94%、34.93%和28.75%，债务负担有所加重；但考虑到本次债券募集资金将用于偿还公司债务，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2018年的财务数据为基础，公司2018年EBITDA为70.55亿元，为本次公司债券发行额度（35.00亿元）的2.02倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。公司2018年经营活动产生的现金流入305.93亿元，为本次公司债券发行额度（35.00亿元）的8.74倍；公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，商业物业运营能力较强，品牌影响大，具备较强的综合竞争力；公司土地储备较为充足，土地成本较低，经营现金流入规模较大，盈利能力强。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

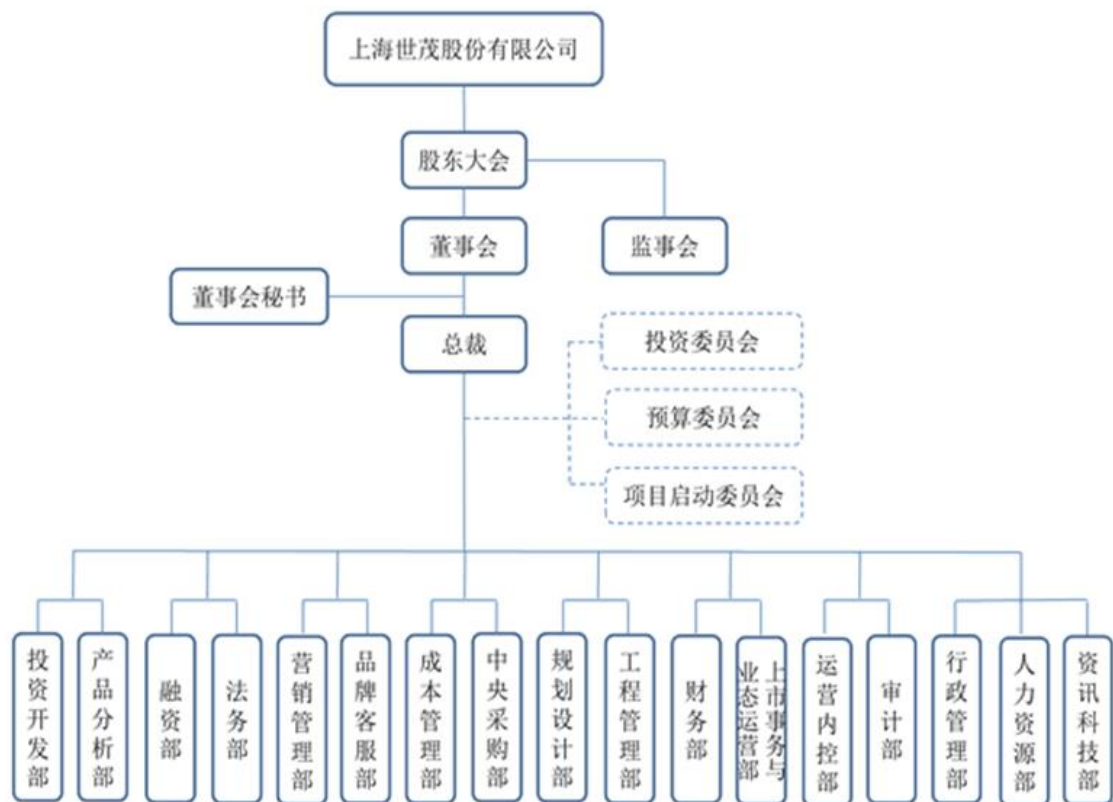
九、综合评价

公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，在开发运营经验和品牌知名度等方面所具备的优势。公司土地储备较为充足、成本较低、质量较高；自持物业出租率较高、租金收入稳定增长，整体经营稳健；且港股上市母公司对公司在土地获取和资金方面支持力度较大；近年来，公司协议销售规模逐年增长，盈利能力较强，货币资金及经营现金流入规模均较大，且公司融资渠道通畅，财务安全性较高。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大、自持物业公允价值存在波动风险、在建项目资金需求量大、关联方往来款规模较大，以及所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司项目储备地理位置优越，未来随着在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 上海世茂股份有限公司 组织结构图



附件 2 上海世茂股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	799.50	919.18	1,083.20
所有者权益 (亿元)	298.15	346.27	447.94
短期债务 (亿元)	66.03	39.13	59.72
长期债务 (亿元)	94.26	138.67	145.74
全部债务 (亿元)	160.30	177.79	205.45
营业收入 (亿元)	137.08	186.67	206.74
净利润 (亿元)	27.38	37.14	47.26
EBITDA (亿元)	40.33	56.07	70.55
经营性净现金流 (亿元)	11.35	42.50	39.78
流动资产周转次数 (次)	0.32	0.36	0.32
存货周转次数 (次)	0.31	0.34	0.27
总资产周转次数 (次)	0.19	0.22	0.21
总资本收益率 (%)	6.68	7.96	8.52
总资产报酬率 (%)	5.44	6.41	6.92
净资产收益率 (%)	10.05	11.53	11.90
营业利润率 (%)	26.22	31.88	35.70
费用收入比 (%)	8.89	7.32	7.77
资产负债率 (%)	62.71	62.33	58.65
全部债务资本化比率 (%)	34.96	33.93	31.44
长期债务资本化比率 (%)	24.02	28.60	24.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.76	5.78	6.94
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.32	0.34
流动比率 (倍)	1.29	1.46	1.61
速动比率 (倍)	0.47	0.69	0.39
现金短期债务比 (倍)	1.28	2.31	1.73
经营现金流负债比率 (%)	3.07	10.80	8.93
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.15	1.60	2.02
EBITDA/本期发债额度 (倍)	8.07	11.21	14.11

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务部分已计入长期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年上海世茂股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

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

