

信用等级公告

联合〔2019〕3337号

联合资信评估有限公司通过对上海世茂股份有限公司及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估, 确定维持上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AAA, 上海世茂股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年十一月二十八日



上海世茂股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元
本期中期票据期限：3 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还“19 沪世茂 CP001”

评级时间：2019 年 11 月 28 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

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

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”）商业地产开发和运营的核心平台，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。公司土地储备比较充足，整体经营业绩良好，有息债务负担处于行业内较低水平。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等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

公司在 20 余个城市开发运营多个城市综合体项目，经营状态良好。公司土地储备较为充足，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。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 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. 公司是国内商业地产开发领先企业，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竞争优势，综合竞争实力强。
3. 公司土地储备充足，布局以二线城市为主，且近年来新增土地储备较多，为未来业绩提供支撑。
4. 近三年，公司收入和利润规模快速增长，盈利水平保持行业较高水平；合约销售面积和合约销售金额增速均保持 25% 以上。公司整体经营业绩良好。
5. 近年来，公司有息债务负担在同行业处于较低水平。
6. 公司经营活动现金流和 EBITDA 规模大，对本期中期票据保障能力很强。

关注

1. 房地产行业受政府政策调控影响，行业景气度有所波动；商业地产受区域经济、居民消费水平影响大，部分二、三线城市商业物业供大于求矛盾突出，公司部分项目或将面临一定市场风险。
2. 公司项目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. 公司未分配利润、其他综合收益和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

分析师：杨 栋 王 聪

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	84.59	90.38	103.53	70.65
资产总额(亿元)	799.50	919.18	1083.20	1154.52
所有者权益(亿元)	298.15	346.27	447.94	461.38
短期债务(亿元)	66.03	39.13	59.72	80.92
长期债务(亿元)	94.26	138.67	145.74	183.58
全部债务(亿元)	160.30	177.79	205.45	264.49
营业收入(亿元)	137.08	186.67	206.74	150.71
利润总额(亿元)	38.29	53.09	66.42	34.08
EBITDA(亿元)	40.33	56.07	70.55	--
经营性净现金流(亿元)	11.35	42.50	39.78	-33.15
营业利润率(%)	26.22	31.88	35.70	26.43
净资产收益率(%)	9.18	10.73	10.55	--
资产负债率(%)	62.71	62.33	58.65	60.04
全部债务资本化比率(%)	34.96	33.93	31.44	36.44
流动比率(%)	128.60	145.87	161.17	165.74
经营现金流动负债比(%)	3.07	10.80	8.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	3.17	2.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	5.78	6.94	--

公司本部(母公司)口径

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	507.86	425.01	378.46	376.12
所有者权益(亿元)	75.55	89.50	97.55	94.41
全部债务(亿元)	125.18	127.86	153.83	148.73
营业收入(亿元)	0.31	0.28	1.23	0.90
利润总额(亿元)	-4.41	14.78	10.19	4.81
资产负债率(%)	85.12	78.94	74.23	74.90
全部债务资本化比率(%)	62.36	58.82	61.19	61.17
流动比率(%)	75.97	81.52	30.58	20.03
经营现金流动负债比(%)	-8.74	8.60	42.35	--

注：1. 公司“其他流动负债”和“长期应付款”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. 2019 年三季度财务数据未经审计；3. 集团类客户提供公司本部(母公司)财务信息

主体评级历史：

信用等级	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	房地产行业企业信用分析要点	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


 联合资信评估有限公司
 二〇一九年十一月二十八日

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、本次信用评级结果的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 年度第一期中期票据信用评级报告

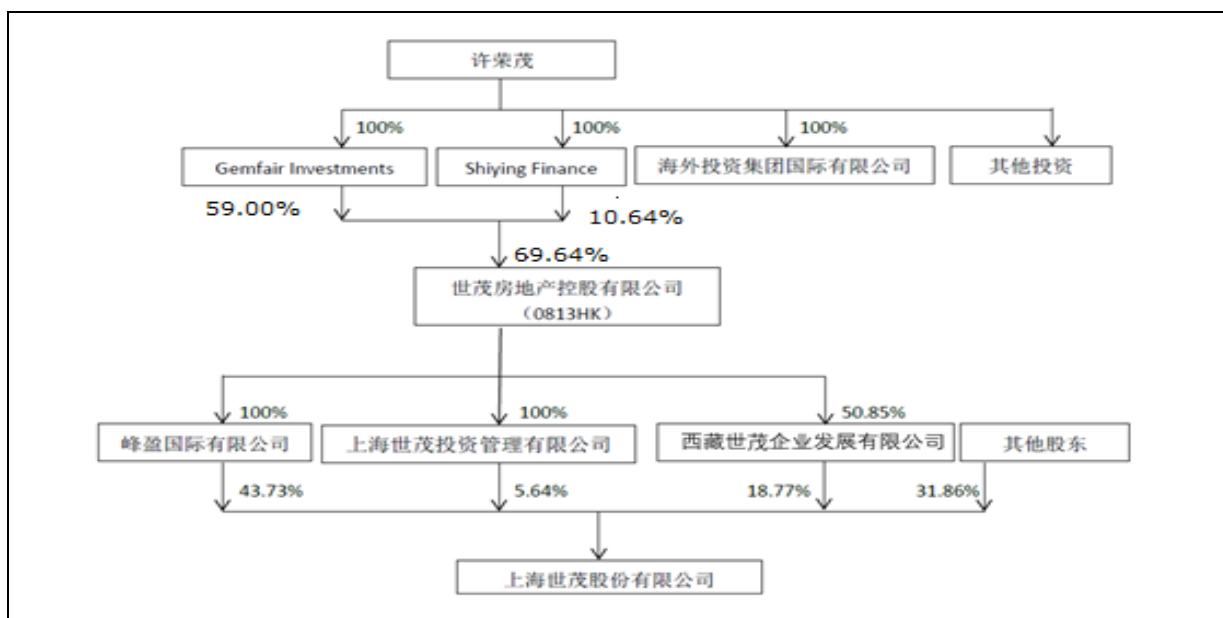
一、主体概况

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）前身为上海万象（集团）股份有限公司（以下简称“万象集团”），系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9月底，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9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

级报告

截至2019年9月底，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161家。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1083.20亿元，所有者权益447.94亿元（含少数股东权益211.18亿元）；2018年，公司实现营业收入206.74亿元，利润总额66.42亿元。

截至2019年9月底，公司（合并）资产总额1154.52亿元，所有者权益461.38亿元（含少数股东权益218.91亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入150.71亿元，利润总额34.08亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区南京西路268号；法定代表人：刘赛飞。

二、本期中期票据概况

公司已于2019年注册总额度为44.50亿元的中期票据，本期计划发行上海世茂股份有限公司2020年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据发行额度为5亿元，期限为3年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将用于偿还“19沪世茂CP001”。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在

合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	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；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补投资短板，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0万亿元，同比增长5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019年1—6月，全国房地产开发投资6.2万亿元，同比增长10.9%，增速较1—3月回落0.9个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.1%，较上年同期明显下降，但在2018年年底全国人大授权国务院提前下达部分2019年度新增地方政府债务限额，今年4月、6月先后发布相关政策加快地方

债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019年1—6月，全国社会消费品零售总额19.5万亿元，同比增长8.4%，增速较1—3月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较1—3月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较1—3月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加

级报告

大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投

资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

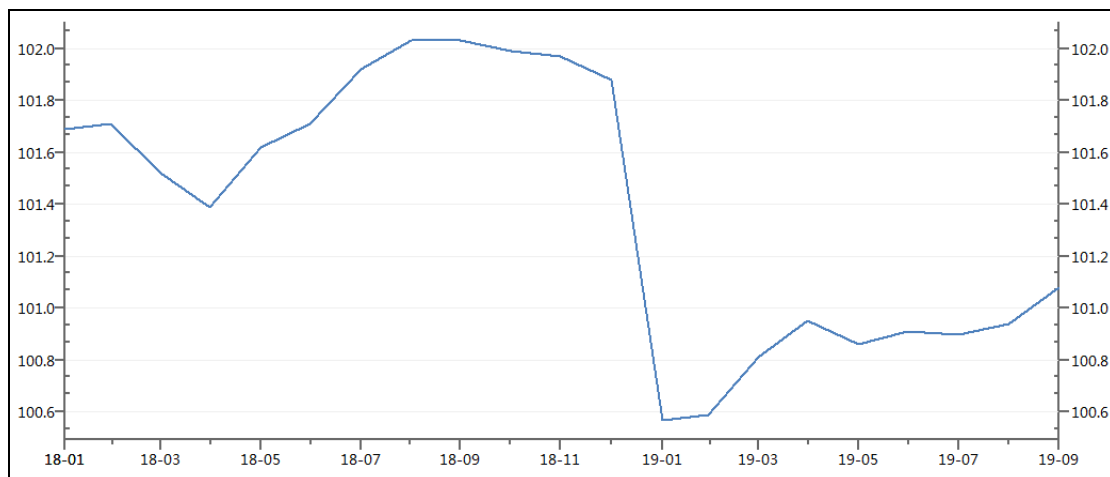
四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业分析

(1) 房地产行业概况

2018年，全国各地房地产调控政策密集出台，不断完善限购、限贷等相关行业政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。2019年以来，房地产市场仍处于调控周期，中央重申坚持房住不炒、防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。在整体基调的指导下，各地在市场监管、招才引智、住房贷款、住房保障等方面均陆续完善相应政策。总的来看，此次政策调控相较往年周期更长、范围更广、手段更灵活。

图1 2018年—2019年9月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面,2018年,在施工节奏加快的影响下,建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势,全国房地产开发投资12.03万亿元,同比增长9.50%,增速较上年增加2.50个百分点;其中住宅投资8.52万亿元,同比增长13.40%,增速较上年增加4.00个百分点,住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面,全国房屋新开工面积20.93亿平方米,同比增长17.20%,其中住宅新开工面积15.34亿平方米,同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米,同比增长5.20%;其中住宅施工面积为57.00亿平方米,同比增长6.30%。2019年1-9月,全国房地产开发投资9.80万亿元,同比增长10.50%;房屋新开工面积16.57亿平方米,同比增长8.60%;房屋施工面积83.42亿平方米,同比增长8.70%。总体看,2018年房企开工意愿明显增强,施工进度有所加快,全国房地产开发投资仍保持较快增长。2019年1-9月,全国房地产开发投资仍保持快速增长;2019年上半年,在商业类新开工显著提速的带动下,新开工面积增速大幅增长,三季度以来有所回落,总体施工规模保持持续增长。

房地产销售方面,2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米,同比增长1.30%,增速较上年下降6.40个百分点;共实现销售额15.00万亿元,同比增长12.20%,增速较上年下降1.50个百分点。价格方面,根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%,较2017年增速下降2.06个百分点,价格增速有所回落。2019年1-9月,全国商品房销售面积11.92亿平方米,同比下降0.10%;共实现商品房销售额11.15万亿元,同比增长7.10%,增速同比下降6.20个百分点。整体看,2018年以来,在市场政策严控的影响下,商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。进入2019年以来,商品房销售面积增速由正转负;在销售价格持续增长的带动

下,商品房销售额仍保持增长,但增速显著回落,房地产市场整体降温。

(2) 土地市场与信贷环境

2018年,全国各地区加大土地供应力度,但随着房地产市场政策趋紧,房企拿地普遍持谨慎态度。2018年,全国300城市共推出用地12.84亿平方米,同比增长20%,其中住宅用地共推出5.05亿平方米,同比增长26%;土地成交量10.55亿平方米,同比增长14%,其中住宅用地成交3.89亿平方米,同比增长10%。2018年以来,土地出让政策频出,部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求,加之房地产企业资金压力加大,企业拿地更趋理性,土地成交规模增速不及供地增速,土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面,2018年,全国300个城市土地出让金总额为41773亿元,同比增长2%;300个城市成交楼面均价为2159元/平方米,同比下跌11%;平均溢价率为13%,较2017年同期下降16个百分点。总体看,进入2018年以来,全国300城市土地成交量仍呈增长态势,但土地流拍明显增多,土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2018年以来,证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧,通道业务全面叫停,各类非标准化产品持续受到政策限制,资金难以流向房地产行业,银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧;债券市场上,房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度,成功发行债券的主要以龙头企业为主;个人按揭贷款方面,各地区贷款利率均持续走高,贷款额度审批趋严,放款速度减缓,为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下,房地产企业加快开发进度,加大推盘力度,促销售抓回款,以实现资金快速周转。进入2018年10月以来,金融市场上货币政策出现松动。11月15日,国家发改委表示支持民营企业市场化融资,并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施,拓展民营企业融

资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。进入2019年以来，房地产行业信贷环境适度宽松，发债市场总体融资规模有所扩张，资金主要流向债务负担适宜的龙头企业；个人按揭贷款流程审批提速，放款加快，一定程度上缓解房地产企业的资金压力。

从地产开发资金到位情况来看，2018年房地产开发企业开发资金16.60万亿元，同比增长6.40%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款为主要来源方式，分别占资金来源的33.64%和33.39%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的14.46%、14.28%和0.07%。2019年1—9月，房地产开发企业开发资金13.06万亿元，同比增长7.10%。资金来源中，自筹资金和定金及预收款仍为主要来源方式，分别占资金来源的32.18%和33.60%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的15.08%、15.24%和0.08%。总体来看，房地产开发资金保持增长，资金主要来源于自筹资金和定金及预付款，渠道占比基本保持稳定。

总体看，在中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，2018年下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有

产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议

提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

2019 年以来，中央重申防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。4 月 19 日，中共中央政治局会议重申房住不炒，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。房地产金融监管方面，银保监会、央行两部门密集强调加强风险防范力度，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准，以“稳地价、稳房价、稳预期”为目标，坚持房地产金融政策的连续性和稳定性。从货币政策来看，中央多次强调防范化解重大风险，促进经济稳定发展，强调继续实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”。与此同时，中央货币政策委员会在 2019 年一季度例会也指出稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，同时保持流动性合理充裕。4 月 22 日，中央财经委员会第四次会议强调要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势；2018 年下半年，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先；2019 年以来，调控政策仍以维稳为基调，加强金融监管，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕。

2. 商业地产现状

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。近年来，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规划设计要求不同，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，2016 年，受整体房地产市场景气度大幅提升带动，商业地产销售业绩大幅增长，办公楼和商业营业用房销售面积分别同比增长 31.4% 和 16.8%，销售金

额分别同比增长45.8%和19.5%。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年前三季度，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11.0%和13.7%；办公楼和商业营业用房销售额分别同比下降11.1%和13.0%。

表2 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1-9月
办公楼销售面积同比变化	31.4	24.3	-8.3	-11.0
商业营业用房销售面积同比变化	16.8	18.7	-6.8	-13.7
办公楼销售金额同比变化	45.8	17.5	-2.6	-11.1
商业营业用房销售金额同比变化	19.5	25.3	0.7	-13.0

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司股本37.51亿元，其中峰盈国际持股43.73%，为公司控股股东。世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）通过其全资子公司峰盈国际、上海世茂投资管理有限公司和西藏世茂企业发展有限公司合计控制公司58.92%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

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，一直秉承“缔造精致物业”的理念，致力于商业地产的专业化销售与经营。公司战略布局长三角、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”品牌赢得了广泛的社会知名度和品牌美誉度。

截至2019年9月底，公司共持有在建和拟建的储备建筑面积超过1000万平方米。一直以来，公司严格控制获取土地的成本，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效保障。

总体看，公司秉承“缔造精致物业”的理念，开发了多个城市地标建筑，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。

3. 实际控制人及支持

公司实际控制人世茂房地产于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。截至2018年底，世茂房地产共计拥有264个项目，分布在全国87个城市，总土地储备面积5538.00万平方米。2018年，世茂房地产全年实现销售额1765.10亿元，同比增长75.00%；销售面积1068.70万平方米。根据中国房地产业联合会发

布的《2018年中国房地产企业销售TOP100排行榜》，世茂房地产位列榜单第11名，规模优势及行业地位突出。

商业地产开发运营具有沉淀资金规模大，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大力支持。

作为世茂房地产商业地产开发运营核心平台，公司日常经营中除在专业人员、资产注入、资金等方面获得支持，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。

总体看，公司实际控制法人世茂房地产是行业内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、行业地位以及较为丰富的商业地产运作经验，在行业内竞争优势显著。

4. 人员素质

截至2019年9月底，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，1950年生，工商管理硕士，现任公司第八届董事会董事长，世茂房地产董事局主席。此外，许荣茂先生还担任全国政协经济委员会副主任、中国侨联副主席和中国侨商联合会会长等众多社会职务。

公司总裁刘赛飞先生，1961年生，新加坡国籍，硕士研究生学历，现任公司第八届董事会董事兼总裁及世茂房地产非执行董事；曾任世茂房地产执行董事兼副总裁、世茂旅游有限公司总裁等职务。

截至2018年底，公司共拥有在职员工2097人，从专业构成看，销售人员、技术人员、财务人员和行政人员占比分别为9.49%、80.11%、

8.54%和1.86%。从学历结构看，硕士及以上、本科、大专、大专及以下人员占比分别为8.82%、44.78%、25.23%和21.17%。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；员工岗位构成较为合理，能够满足日常经营需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制定了《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核委员会、审计委员会、提名委员会、战略委员会和督办与考核委员会。

公司董事会由9名董事组成，其中独立董事4人；设监事会，监事5人，负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司实行董事会领导下的总裁负责制，公司设总裁1人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司法人治理结构较为健全，运行较为有效。

2. 管理水平

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。

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，以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。公司每年会从施工质量、施工进度和安全措施方面对施工单位进行评定。

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

资金管理方面，公司以规范和强化资金计划管理和融资管理为目标，制定了资金管理制度。同时，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，公司内控制度较为健全，整体管理运作情况良好。

七、经营分析

1. 经营现状

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，公司凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，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20多个经济较为发达的城市运营多个大型商业地产及综合体项目。

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长22.81%。其中，2018年营业收入为206.74亿元，同比增长10.75%。分板块看，2016—2018年，由于商业地产开发具有项目体量大、建设期长、开发销售存在一定波动性等特点，商业地产销售业务营业收入波动较大，分别为45.57亿元、15.31亿元和65.83亿元。其中，2018年营业收入同比大幅增长329.98%，主要系商业物业项目结算面积和结算单价共同增长所致。2016—2018年，公司住宅销售业务营业收入分别为81.19亿元、158.51亿元和126.99亿元。其中，2018年营业收入同比下降19.89%，主要系结算住宅物业产品结构差异所致。2016—2018年，公司租赁业务营业收入分别为5.54亿元、5.77亿元和6.95亿元，公司租赁业务收入稳中有增，对公司业绩形成有利补充。公司其他业务主要包括物业管理以及其他零星业务，2016—2018年，该板块营业收入分别为4.52亿元、6.91亿元和6.97亿元。2016—2018年，公司影院收入分别为0.26亿元、0.17亿元和0亿元，收入规模逐年减少主要系公司逐步剥离影院业务。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率分别为35.84%、44.91%和44.56%。分板块看，2016—2018年，公司商业地产销售业务毛利率分别为33.26%、21.07%和43.44%。其中，2018年毛利率同比提升22.37个百分点，主要系

结算单价上升所致。2016—2018年，公司房地产租赁业务毛利率分别为79.41%、75.57%和78.17%，毛利率水平较高且比较稳定。2016—2018年，公司住宅销售业务毛利率分别为31.99%、45.08%和41.88%。其中，2017年同比提升13.09个百分点，主要系住宅板块结算单价大幅提高所致；2018年毛利率同比小幅下降3.20个百分点。2016—2018年，公司其他业务毛利率分别为76.95%、68.12%和70.41%。近三年，公司综合毛利率维持在行业较高水平。

2019年1—9月，公司实现营业收入150.71亿元，同比增长4.81%，为2018年全年的72.90%。从细分板块看，受2019年前三季度结算住宅较多，结算商业地产较少影响，公司商业地产销售板块收入同比下滑38.89%至30.96亿元，住宅销售板块收入同比增长31.58%至108.88亿元；房地产租赁和其他板块收入小幅

增长，其中房地产租赁收入同比增长4.81%至5.45亿元，其他板块收入同比增长4.62%至5.43亿元。

2019年1—9月，公司综合毛利率为32.46%，同比下降4.50个百分点，主要系商业地产销售和住宅销售毛利率均同比下滑所致；细分板块看，除其他板块外，其余板块毛利率均出现不同程度下滑，商业地产销售板块、住宅销售板块和房地产租赁板块毛利率分别同比下滑6.44个百分点、6.25个百分点和4.90个百分点；其他业务毛利率同比增加14.61个百分点，主要系物业及酒店服务业务毛利率提升所致。

总体看，近年来，公司营业收入快速增长，住宅销售对营业收入及利润贡献大，商业地产销售业务营业收入波动较大。公司综合毛利率保持在行业较高水平。

表3 公司营业收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

分行业	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业地产销售	45.57	33.24	33.26	15.31	8.20	21.07	65.83	31.84	43.44	30.96	20.54	23.32
房地产租赁	5.54	4.04	79.41	5.77	3.09	75.57	6.95	3.36	78.17	5.45	3.61	78.37
住宅销售	81.19	59.23	31.99	158.51	84.91	45.08	126.99	61.42	41.88	108.88	72.24	30.23
影院业务	0.26	0.19	48.52	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	21.63	--	--	--
其他	4.52	3.30	76.95	6.91	3.70	68.12	6.97	3.38	70.41	5.43	3.60	83.25
合计	137.08	100.00	35.84	186.67	100.00	44.91	206.74	100.00	44.56	150.71	100.00	32.46

注：1. 尾差系数数据四舍五入所致；2. “0”表示数据经过单位换算为零，“--”表示无统计数据

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，即项目中通常包含有商业、公寓、展销中心、影院及住宅等多类型业态。其中，住宅、公寓及部分商业用于对外销售，回笼资金以平衡整体项目现金流；核心商业等投资性物业由公司持有运营，以提升项目配套住宅销售价值。公司商业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。

土地储备

土地投资策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在“长三角”“环渤海经济圈”和“海西及华南地区”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9月底，公司已进入包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波和重庆等20余个城市，二线城市占比较高。

拿地方式上，公司土地储备主要通过招拍挂和收并购方式获取。2016—2018年，公司主要在一二线城市积极扩充土地储备，新增土地储备总建筑面积分别为142万平方米、203万平方米和224万平方米；公司近年来加大合作开发力度，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国企，新增土地储备权益建筑面积分别为99万平方米、102万平方米和60万平方米。其中，2017年公司新增深圳龙岗地块，该项目地处深圳龙岗区龙城街道深圳龙岗大运新城核心商务区，土地面积32.19万平方米，总建筑面积136.45万平方米，土地使用年限40年，该项目体量大，采用滚动开发模式，开发周期长，该项目位于粤港澳大湾区的核心城市深圳，地理位置具有稀缺性，未来随着该

项目的持续开发，有望为公司持续贡献业绩。2016—2018年，公司土地获取成本分别为85亿元、283亿元和60亿元，其中2017年土地获取成本较高主要系当年新增深圳龙岗项目所致；新增土地楼面均价分别为0.77万元/平方米、1.40万元/平方米和0.27万元/平方米。其中，2017年新增土地楼面均价高主要系当年新增深圳龙岗项目所致；2018年土地楼面均价较低主要系当年公司在泉州、长沙和荆门取得土地价格较低所致。

2019年1—9月，公司在南京、淄博、杭州、张家口、重庆、昆明和济南7个城市获取9个项目，收并购项目明显增多，新增土地储备总建筑面积294万平方米，为2018年全年的131.25%；新增土地储备权益建筑面积90万平方米，为2018年全年的150.00%；新增土地储备楼面价为0.46万元/平方米，较2018年增长70.37%，主要系2018年公司在荆门、泉州和长沙获取低价土地导致当期基数较低所致。

表4 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
2016年	济南小鸭	31	51	16	18	0.59	招拍挂
	泉州洛江	24	51	12	16	0.67	招拍挂
	武汉蔡甸项目	15	51	8	4	0.30	招拍挂
	南昌水城	18	100	18	7	0.37	收并购
	杭州智慧之门	36	100	36	15	0.43	收并购
	深圳前海	19	51	9	25	1.32	收并购
	合计	142	--	99	85	0.77	--
2017年	福州108大厦	31	51	16	15	0.49	招拍挂
	福州台江	4	20	1	4	1.15	招拍挂
	深圳龙岗	136	51	70	239	1.75	招拍挂
	武汉蔡甸项目	5	51	3	2	0.30	招拍挂
	南京雨花	26	51	13	23	0.88	收并购
	合计	203	--	102	283	1.40	--
2018年	湖北荆门	124	26	32	12	0.09	招拍挂
	泉州台商	48	17	8	15	0.31	招拍挂
	深圳坪山	18	60	11	19	1.03	招拍挂
	长沙正圆	34	26	9	15	0.43	收并购
	合计	224	--	60	60	0.27	--
2019年1—9月	济南长清东王	23	51	12	6	0.26	招拍挂
	昆明巫家坝	16	51	8	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
杭州蒋村	18	51	9	4	0.40	收并购
张家口怀来	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	57	23	13	3	0.23	收并购
济南机床一厂项目	42	20	9	8	0.96	收并购
合计	294	--	90	79	0.46	--

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2019年9月底，公司共拥有39个储备项目，土地储备总建筑面积为1631.57万平方米（包括拟建和在建项目），权益建筑面积为791.88万平方米，项目主要分布于上海、石狮、青岛、济南、福州、常熟、武汉、南京、厦门、深圳等地，土地储备充足且布局合理。从土地性质看，商业性质土地储备总建筑面积676.83万平方米，占41.48%；住宅性质土地储备总建筑面积67.30万平方米，占4.12%；综合体性质土地储备总建筑面积887.45万平方米，占54.39%。

从城市等级看，截至2019年9月底，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11.06%、53.58%和35.36%。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，三线及以下城市土地储备主要分布在泉州、常州、荆门、昆山等承载一二线外溢需求地区和经济较发达的华南地区。公司土地储备城市布局比较合理，有利于分散不同等级城市的市场和政策风险。

总体看，公司土地储备规模较大，城市布局比较合理，且2017年新增深圳龙岗项目，一线城市土地储备明显增加，为公司未来业绩提供支撑。

表5 截至2019年9月底公司土地储备情况

(单位：个、万平方米、%)

土地性质	项目数量	期末土地储备建筑面积	土地储备总建筑面积占比
商业	18	676.83	41.48
住宅	5	67.30	4.12
综合体	16	887.45	54.39
合计	39	1631.57	100.00

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司提供

表6 截至2019年9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	深圳坪山项目	商业	30	60	18.00	10291
	深圳	深圳龙岗项目	商业	137	51	69.87	17547
	深圳	深圳世茂前海中心	商业	14	51	7.14	15238
	小计	--	--	181	--	95.01	--
二线城市	天津	天津世茂悦府项目	住宅	21	100	21.00	1281
	苏州	苏州工业园 7#-湖滨	住宅	15	100	15.00	15151
	苏州	苏州工业园 6#-世纪	住宅	15	100	15.00	23372
	青岛	青岛世奥商业	商业	14	75	10.50	4394
	青岛	青岛国际中心	商业	18	100	18.00	1708
	青岛	青岛诺沙湾	住宅	5	100	5.00	2352
	济南	济南天城	住宅/商业	28	100	28.00	4494
	济南	济南小鸭	住宅/商业	28	23	6.44	5883
	济南	济南机床一厂	住宅/商业	24	20	4.80	9605

	济南	济南长清东王	住宅/商业	31	51	15.81	2591
	无锡	无锡世茂商业项目	住宅/商业	48	31	14.88	2185
	宁波	宁波世茂滨江府项目	住宅/商业	7	100	7.00	10078
	南京	南京 G02	住宅/商业	23	26	5.98	17470
	南京	南京世茂外滩新城项目	住宅/商业	56	50	28.00	2445
	杭州	杭州蒋村	商业	32	51	16.32	4050
	杭州	杭州智慧之门	商业	30	100	30.00	5494
	武汉	武汉世茂嘉年华项目	商业	89	51	45.39	1735
	沈阳	沈阳世茂商业项目	商业	82	100	82.00	741
	长沙	长沙世茂商业项目	商业	23	100	23.00	2371
	长沙	长沙正圆商业项目	住宅/商业	38	28	10.64	4293
	厦门	厦门集美	住宅/商业	40	51	20.40	10363
	南昌	南昌水城	商业	14	100	14.00	876
	福州	福州 108 大楼	商业	41	51	20.91	4877
	福州	福州台江金融街	商业	5	20	1.00	11538
	昆明	昆明巫家坝	住宅/商业	19	51	9.69	5004
	重庆	重庆越洋广场	商业	44	23	10.12	3346
	重庆	重庆中心	住宅/商业	84	23	19.32	2342
	小计	---	--	874	--	498.20	--
三线及以下城市	常熟	常熟世茂世纪中心项目	住宅/商业	15	100	15.00	472
	昆山	昆山新纪元商业项目	商业	6	100	6.00	789
	常州	常州世茂广场项目	商业	12	100	12.00	907
	石狮	石狮世茂钞坑项目	住宅/商业	233	36	83.88	2703
	泉州	泉州洛江项目	住宅	10	51	5.10	6692
	泉州	泉州台商项目	商业	68	17	11.56	3060
	荆门	湖北荆门龙山中央文化商务区项目	住宅/商业	139	26	36.14	928
	张家口	张家口怀来项目	商业	21	51	10.71	1791
	淄博	淄博商业项目	住宅/商业	72	26	18.72	2519
	小计	--	--	577	--	199.62	--
合计		--	--	1632	--	791.88	--

注：1. 公司土地储备面积统计口径包含在建项目和拟建项目；2. 数据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开发

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。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。其中，2017年新开工面积同比增长37.17%，主要系公司为保证良好的开发节奏，增加新项目开发所致；2018年新开工面积略有下降。2016—2018年，公司竣工面积分别为104.68万平方米、65.75万平方米和104.58万平方米。其中，2018

年公司竣工面积同比增长59.06%，主要系项目开发节奏所致。2016—2018年，公司期末在建面积分别为523.81万平方米、619.02万平方米和647.28万平方米。总体看，近三年来，公司保持一定的开发节奏，期末在建面积稳中有升，竣工面积有所波动。

2019年1—9月，公司加大开工力度，新开工面积为151.12万平方米，同比增长67.72%，占2018年全年的99.85%；房屋竣工面积为43.56万平方米，同比增长15.91%，占2018年全年的41.65%；期末在建面积为808.08万平方米，较2018年底增长24.84%，主要系当年加大开工力

度所致。2019年前三季度公司开工力度加大，期末在建规模明显增加但竣工面积较少。

表 7 近年来公司房地产开发主要指标
(单位: 万平方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
新开工面积	122.10	167.48	151.34	151.12
房屋竣工面积	104.68	65.75	104.58	43.56
期末在建面积	523.81	619.02	647.28	808.08

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. 2019 年 1-9 月期末在建面积数据和根据公司期末在建面积=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已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9月底, 公司在建项目26个, 分布于深圳、天津、济南、青岛、南京、苏州、武汉、长沙、杭州、厦门、泉州、石狮和常熟等地区。未来投资方面, 公司在建项目主要于2019-2020年竣工。公司在建项目计划总投资金额1820.37亿元, 截至2019年9月底, 已投资

金额1207.21亿元, 尚需投资金额为613.16亿元; 2019年10-12月、2020年和2021年计划投资金额分别为118.31亿元、158.63亿元和111.67亿元, 分别为2018年签约销售金额的43.64%、58.52%和41.19%, 公司未来三年计划投资金额占2018年签约销售额比例尚可, 未来资本支出压力不大。

从在建项目城市分布看, 截至2019年9月底, 一线城市、二线城市、三线及以下城市已投资金额占比分别为23.32%、52.02%和24.66%; 尚需投资金额占比分别为41.99%、40.63%和17.38%。公司未来投资主要集中在二线城市。

总体看, 近三年来, 公司保持一定的开发节奏, 竣工面积有所波动, 期末在建面积维持较大规模, 未来资本支出压力不大。在建项目未来投资集中在二线城市, 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。

表 8 截至 2019 年 9 月底公司在建项目情况(单位: 年、亿元)

城市等级	项目名称	开工时间	竣工时间	计划投资金额	截至 2019 年 9 月底已投资金额	尚需投资金额	未来投资计划		
							2019 年 10-12 月	2020 年	2021 年
一线城市	深圳坪山世茂中心项目	2018	2022	34.55	20.69	13.86	0.22	2.05	1.65
	深圳龙岗项目	2018	2026	504.41	260.82	243.59	2.12	30.00	30.00
	小计	--	--	538.96	281.51	257.45	2.34	32.05	31.65
二线城市	天津世茂茂悦府项目	2012	2019	39.00	24.28	14.72	6.73	--	--
	青岛胶南世茂国际中心项目	2012	2020	40.00	12.84	27.16	5.60	10.00	11.55
	青岛胶南世茂诺沙湾项目	2012	2019	40.00	43.39	-3.39	0.27	--	--
	济南小鸭项目	2017	2020	36.01	24.29	11.72	3.66	8.06	--
	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	2010	2020	45.00	31.00	14.00	6.00	5.00	3.00
	沈阳世茂商业项目	2008	2023	60.00	17.23	42.77	1.95	10.00	10.00
	济南世茂天城项目	2014	2019	61.95	54.58	7.37	36.21	--	--
	深圳前海项目	2014	2020	58.42	50.06	8.36	5.21	3.15	--
	杭州智慧之门项目	2014	2020	42.46	29.83	12.63	1.05	5.00	6.58
	南昌水城项目	2014	2019	40.00	17.86	22.14	8.80	13.34	--
	厦门集美项目	2015	2020	65.00	55.19	9.81	9.81	--	--
	苏州工业园区-6#地	2014	2019	47.05	40.13	6.92	1.27	5.65	--
	苏州工业园区-7#地	2014	2020	46.06	39.18	6.88	0.32	--	--
	长沙世茂商业项目	2014	2020	27.45	18.49	8.96	2.91	5.00	1.05
	杭州蒋村项目	2017	2022	54.76	22.65	32.11	3.17	10.00	18.94
	昆明巫家坝项目	2019	2021	20.87	9.03	11.84	0.97	6.00	4.87

	南京世茂外滩新城二期项目	2010	2020	125.00	117.17	7.83	0.92	6.91	--
	宁波世茂滨江府项目	2013	2019	28.09	20.80	7.29	7.29	--	--
	小计	--	--	877.12	628.00	249.12	102.14	88.11	55.99
三线及以下城市	常熟世茂世纪中心项目	2007	2020	61.81	52.75	9.06	4.60	4.46	--
	常州世茂广场项目	2009	2019	12.3	11.41	0.89	0.89	--	--
	石狮世茂钞坑项目	2014	2020	200.37	168.55	31.82	1.79	20.00	10.03
	泉州洛江项目	2017	2020	32.04	31.55	0.49	0.48	0.01	--
	泉州台商项目	2018	2022	42.20	20.02	22.18	4.44	6.00	6.00
	湖北荆门龙山中央商务区项目	2018	2025	55.56	13.42	42.14	1.62	8.00	8.00
	小计	--	--	404.28	297.70	106.58	13.82	38.47	24.03
合计		--	--	1820.37	1207.21	613.16	118.31	158.63	111.67

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

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、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，项目业态涵盖多层、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、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，住宅物业一定程度稳定公司经营业绩，提升资金使用效率。

销售面积方面，2016—2018年，公司合约销售面积逐年增长，分别为86.59万平方米、110.48万平方米和138.29万平方米。分产品类型看，2016—2018年，公司商业地产合约销售面积分别为30.71万平方米、30.49万平方米和49.77万平方米。其中，2018年同比大幅增长63.23%，主要系商业物业可售货源充足所致。

同期，住宅合约销售面积分别为55.88万平方米、80.00万平方米和88.52万平方米。

销售价格方面，2016—2018年，公司整体合约销售均价呈增长态势，分别为1.72万元/平方米、1.95万元/平方米和1.96万元/平方米。从产品类型看，2016—2018年，公司商业地产合约销售均价比较稳定，分别为2.11万元/平方米、2.14万元/平方米和2.06万元/平方米。2016—2018年，公司住宅物业销售均价分别为1.51万元/平方米、1.88万元/平方米和1.90万元/平方米。

销售金额方面，2016—2018年，公司合约销售金额分别为149.27亿元、215.68亿元和271.09亿元，其中2018年同比增长25.69%，主要系商业地产合约销售面积增长所致。从产品类型看，2016—2018年，公司商业地产销售金额分别为64.84亿元、65.26亿元和102.52亿元，其中2018年同比增长57.09%，主要系合约销售面积大幅增长所致。同期，公司住宅地产合约销售金额分别为84.43亿元、150.43亿元和168.57亿元，其中2018年同比增长12.06%。

2016—2018年，公司权益销售面积分别为62.75万平方米、67.77万平方米和76.21万平方米；权益销售金额分别为107.91亿元、127.53亿元和146.32亿元；公司权益销售比例(权益销售金额/合约销售金额)分别为72.29%、59.13%和53.97%，呈逐年下滑趋势。近三年来，公司权益销售面积和权益销售金额均稳中有升，但

权益销售比例却逐年下滑。

2019年1—9月，公司合约销售面积为77.48万平方米，占2018年全年的56.03%；合约销售金额为162.42亿元，占2018年全年的59.91%；签约销售均价为2.10万元/平方米，较2018年全年均价增长7.14%，主要系住宅销售均价增长所致。

2019年1—9月，受部分项目未取得预售证影响，公司合约销售面积和合约销售金额均出现下降，分别同比下降25.89%和19.29%。

总体看，近三年，公司销售业绩快速增长，尤其受益于商业物业销售面积大幅增长，2018年销售业绩大幅增长。但2019年1—9月，公司销售业绩受部分项目未获取预售证影响有所下降。

表9 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	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
合约销售面积	86.59	110.48	138.29	77.48
其中：商业	30.71	30.49	49.77	31.10
住宅	55.88	80.00	88.52	46.38

合约销售金额	149.27	215.68	271.09	162.42
其中：商业	64.84	65.26	102.52	64.07
住宅	84.43	150.43	168.57	98.35
合约销售均价	1.72	1.95	1.96	2.10
其中：商业	2.11	2.14	2.06	2.06
住宅	1.51	1.88	1.90	2.12
权益销售面积	62.75	67.77	76.21	62.75
权益销售金额	107.91	127.53	146.32	39.82
房屋结算面积	97.98	95.17	117.17	93.76
其中：商业	27.89	11.85	31.20	22.44
住宅	70.09	83.31	85.97	48.87
房屋结算金额	126.76	173.82	192.82	139.83
其中：商业	45.57	15.31	65.83	30.96
住宅	81.19	158.51	126.99	108.88
房屋结算单价	1.29	1.83	1.65	1.96
其中：商业	1.63	1.29	2.11	1.38
住宅	1.16	1.90	1.48	2.23

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司在售项目27个，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75%以上，个别住宅和商业的项目由于开工时间不长，去化率较低；整体看，公司项目去化情况较好。

表10 截至2019年9月底公司在售项目情况表

城市等级	项目名称	物业性质	开工时间(年)	完工时间/预计完工时间	项目销售进度
一线城市	深圳坪山项目	商业	2018	2022	>35%
	深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2020	>85%
二线城市	天津世茂悦府项目	住宅	2012	2019	>95%
	济南翡丽公馆项目	住宅、商业	2017	2020	>85%
	济南国际广场	商业	2012	2017	>90%
	济南世茂天城	住宅、商业	2014	2019	>95%
	青岛诺沙湾	住宅	2012	2019	>95%
	青岛国际中心	商业	2012	2020	>50%
	南京新发展项目	住宅、商业	2016	2019	>95%
	南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	2010	2020	>95%
	苏州园区	住宅	2014	2020	>95%
	杭州智慧之门	商业	2015	2020	>20%
	宁波滨江	住宅	2013	2019	>95%
	宁波包家漕	商业	2013	2016	>70%
	厦门集美项目	住宅、商业	2016	2020	>75%
	福州台江金融街项目	商业	2018	2020	>60%
	南昌水城项目	商业	2014	2019	>95%
	长沙世茂广场	商业	2014	2020	>50%
	长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	2019	2020	>35%

	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	2010	2020	>75%
三线及以下城市	徐州世茂商业	商业	2009	2015	>90%
	常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2020	>85%
	泉州洛江项目	住宅、商业	2017	2020	>60%
	泉州台商项目	住宅、商业	2018	2022	>75%
	石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2020	>85%
	常州世茂广场	商业	2009	2019	>95%
	湖北荆门项目	住宅、商业	2018	2025	>60%

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司销售业绩快速增长，尤其2018年销售业绩大幅增长。但2019年前三季度公司销售业绩受预售证未获取影响明显下滑。公司在售项目去化率较好，土地储备充足，城市布局合理，为未来销售业绩提供一定支撑。

3. 房地产租赁业务

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、常熟欧尚及卢米埃影院、济南世茂广场等；公司自持办公楼主要为北京世茂大厦，近两年可租面积较为稳定。出租率方面，公司所持物业出租率大部分维持在85%以上水平，整体出租率较高；租金收入随着自持物业面积及租金水平不断增长呈稳步提升态势。2016—2018年，公司实现房地产租赁收入分别为5.54亿元、5.77亿元和6.95亿元，2018年同比增长12.01%。2019年1—9月，公司实现租金收入为5.45亿元，占2018年全年的78.42%。

表11 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
2016 年	办公楼	5.62	5.52	98%	1.46
	广场	70.90	62.70	88%	3.95
	其他	2.23	2.23	100%	0.12
	合计	78.75	70.45	89%	5.54
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%	0.98
	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 1—9 月	办公楼	14.23	10.51	74%	1.46
	广场	65.34	61.84	95%	3.89
	其他	2.47	2.16	88%	0.10
	合计	82.03	74.52	91%	5.45

资料来源：公司提供

表 12 截至 2019 年 9 月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 9 月底可出租面积	截至 2019 年 9 月底已出租面积	截至 2019 年 9 月底出租率	租金收入	
								2018 年	2019 年 1—9 月
一线城市	北京	北京世茂大厦	办公楼	7.02	5.75	5.20	90	1.57	1.29
	上海	上海世茂商都	广场	0.96	0.69	0.69	100	0.36	0.17
	小计	--	--	7.98	6.44	5.89	--	1.92	1.46
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	2.97	87	0.24	0.13
	济南	济南世茂广场	广场	14.85	7.32	7.28	100	1.83	1.16
	厦门	厦门 EMALL	广场	5.83	2.18	2.18	100	0.41	0.34
	厦门	厦门世茂海峡大厦 B 座和裙楼办公	办公楼	3.56	3.42	2.01	59	--	0.17
	南京	南京雨花商业	广场	2.88	1.35	1.35	100	--	0.29
	南京	南京雨花办公楼	办公楼	5.06	5.06	3.30	65	--	
	小计	--	--	50.65	25.49	21.87	--	2.55	2.20
三线及以下城市	昆山	昆山世茂广场一期	广场	8.82	5.20	5.18	100	0.27	0.25
	昆山	昆山世茂广场二期	广场	8.70	4.94	4.94	100	0.25	0.17
	石狮	石狮世茂摩天城	广场	15.63	5.44	5.23	96	0.28	0.19
	常熟	常熟卢米埃影院	广场	0.46	0.46	0.46	100	0.01	0.01
	常熟	常熟欧尚	广场	4.34	4.20	4.20	100	0.10	0.11
	绍兴	绍兴世茂广场	广场	18.27	11.01	10.65	97	0.71	0.49
	徐州	徐州世茂商业	广场	5.95	3.75	3.00	80	0.13	0.08
	芜湖	芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	广场	3.84	1.85	1.85	100	0.02	0.02
	芜湖	芜湖文化艺术中心	其他	4.29	2.47	2.16	88	0.01	0.01
	小计	--	--	70.29	39.31	37.68	--	1.77	1.33
合计		--	--	128.91	71.24	65.43	--	6.24	4.98

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 9 月底, 公司主要自持物业可出租面积为 71.24 万平方米, 已出租面积为 65.43 万平方米。公司自持物业部分位于北京、上海等一线城市, 大部分集中在济南、昆山、苏州石狮和芜湖等二、三线城市。单位租金方面, 处于一线城市核心商圈物业租金水平较高; 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。

总体看, 近年来持续增长的自持物业租金收入为公司提供了稳定的资金流入。但公司自持物业区域分布以二、三线城市为主, 部分项目运营尚处于培育期, 租金水平较低。未来随

着项目所在区域商圈培育日趋成熟, 物业租赁收入有望实现增长。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括物业管理以及其他零星业务。2016—2018 年, 该板块营业收入分别为 4.52 亿元、6.91 亿元和 6.97 亿元, 占营业收入比例分别为 3.30%、3.70% 和 3.38%。

2019 年 1—9 月, 公司其他板块收入同比增长 4.62% 至 5.43 亿元, 变化不大。

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

5. 经营效率

2016—2018 年, 公司销售债权周转次数、

存货周转次数及总资产周转次数三年加权平均值分别为10.69次、0.30次和0.21次；2018年上述指标分别为9.93次、0.27次和0.21次。公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

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。

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持续健康发展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年度合并财务报表，上会会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2019年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2016年，公司新纳入合并范围子公司5家(主要通过股权合并)，不再纳入合并范围子公司8家(主要通过股权转让和注销方式)。2017年，公司新纳入合并范围的子公司24家(主要通过新设方式)，不再纳入合并范围的子公司1家(通过股权转让)。2018年公司新增

加子公司22家(非同一控制下企业合并增加2家，同一控制下企业合并增加2家，新设立子公司18家)，减少子公司9家。2019年1—9月，公司增加子公司25家，减少子公司1家。截至2019年9月底，公司合并范围子公司共161家。公司合并范围变化对财务数据有一定影响，财务数据可比性尚可。

截至2018年底，公司(合并)资产总额1083.20亿元，所有者权益447.94亿元(含少数股东权益211.18亿元)；2018年，公司实现营业收入206.74亿元，利润总额66.42亿元。

截至2019年9月底，公司(合并)资产总额1154.52亿元，所有者权益461.38亿元(含少数股东权益218.91亿元)；2019年1—9月，公司实现营业收入150.71亿元，利润总额34.08亿元。

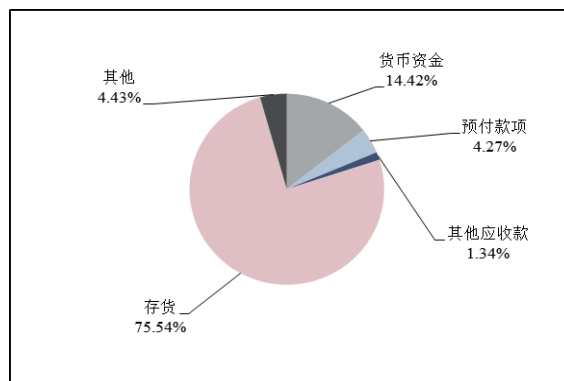
2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模快速增长，年均复合增长16.40%。截至2018年底，公司资产总额1083.20亿元，较上年底增长17.84%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占66.26%，非流动资产占33.74%。

流动资产

随着经营规模的扩大，2016—2018年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长22.88%。截至2018年底，公司流动资产合计717.73亿元，较上年底增长25.08%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占14.42%)和存货(占75.54%)构成。

图3 截至2018年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金不断增长，年均复合增长10.66%。截至2018年底，公司货币资金103.49亿元，较上年底增长14.50%，主要系子公司吸收少数股东投资收到的现金以及取得借款收到的现金增加所致。公司货币资金主要由银行存款(占97.08%)和其他货币资金(占2.91%)构成。其中，公司其他货币资金主要包括在途资金6840.26万元，保函保证金20957.66万元，房地产项目货币资本金1322.25万元，劳务工资保证金438.58万元，农民工保证金349.64万元，按揭担保保证金185.00万元。货币资金受限账面价值2.88亿元，受限比例为2.78%，货币资金受限比例低。

2016—2018年，公司预付款项波动幅度较大，年均复合增长1.88%。截至2017年底，公司预付款项141.86亿元，较上年底增长380.94%，主要系公司预付深圳龙岗土地款所致。截至2018年底，公司预付款项30.62亿元，较上年底下降78.42%，主要系深圳龙岗项目由预付款项转入存货所致。

表 13 截至 2018 年底公司预付款项前五名单位情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	与本公司关系	金额	款项性质	占比
福州市财政局	非关联方	7.65	预付土地款	24.99
福州市公共资源交易服务中心	非关联方	7.65	预付土地款	24.99
荆门市财政局	非关联方	4.58	预付土地款	14.95
石狮市国土资源局	非关联方	4.18	预付土地款	13.65
汇邦人寿保险股份有限公司	非关联方	2.00	预付投资款	6.53
济南旧城开发投资集团有限公司	非关联方	2.00	预付土地费用	6.83
合计	--	28.06	--	91.64

资料来源: 公司财务报告

2016—2018年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降48.74%。截至2018年底，公司其他应收款9.60亿元，较上年底下降51.62%，主要系关联方往来款下降所致。

2016—2018年，公司存货波动增长，年均

复合增长33.75%。截至2018年底，公司存货542.18亿元，较上年底增长79.20%，主要系深圳龙岗项目(深圳新里程项目)由预付款转入开发成本所致。公司开发成本为482.37亿元，较上年底大幅增长108.56%，占存货的88.97%；开发产品为59.20亿元，较上年底下降12.19%，占存货的10.92%。其中，开发成本中，公司深圳龙岗项目增加开发成本252.94亿元，此外，公司开发成本中新增加的有泉州星河项目(增加19.98亿元)、深圳坪山项目(20.74亿元)、苏州金鸡湖项目(12.35亿元)和长沙世茂项目(22.13亿元)。公司存货计提跌价准备330.00万元，系对世茂湖滨花园地下车库计提跌价准备。

表 14 截至 2018 年底开发成本余额较大项目情况
(单位: 年、亿元)

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	期末余额
南京世茂外滩新城二期项目	2010	2020	100.00	10.94
沈阳世茂五里河商业广场项目	2008	2020	60.00	10.16
北京同沐项目	--	--	--	26.83
石狮世茂新城项目	2013	2020	112.55	17.04
杭州浙江之门项目	2014	2020	42.46	19.45
泉州星河城项目	2018	2020	42.20	19.98
深圳新里程项目	2018	2021	504.41	252.94
深圳坪山项目	2018	2022	34.55	20.74
苏州金鸡湖项目	2014	2019	47.05	12.35
长沙世茂项目	2014	2019	27.45	22.12

资料来源: 公司财务报告

表 15 截至 2018 年底开发产品余额较大项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	竣工时间	期末余额
南京世茂外滩新城项目	2010—2018	5.00
上海天马山新体验商业项目	2013—2016	4.26
武汉蔡甸项目	2012—2018	5.87
济南世茂国际广场项目	2013—2017	3.89
石狮世茂房地产项目	2014—2018	9.07
石狮世茂新城项目	2014—2018	8.88
济南世茂天城项目	2015—2018	3.33
宁波包家槽项目	2015—2016	2.63

资料来源: 公司财务报告

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产规模有所增长，年均复合增长6.17%。截至2018年底，公司非流动资产合计365.47亿元，较上年底增长5.83%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占81.67%）构成。

2016—2018年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降34.19%。截至2018年底，公司长期股权投资8.46亿元，较上年底下降59.00%，主要系公司对苏州工业园区世茂世纪置业有限公司和长沙世茂投资有限公司股权收购，这两家公司由合营企业变更为公司全资子公司所致。公司长期股权投资期末余额较大的有合营企业苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司（期末余额6.97亿元）和联营企业无锡世茂新发展置业有限公司（期末余额0.89亿元）。2018年，公司长期股权投资合计确认投资收益0.22亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2016—2018年，公司投资性房地产有所增长，年均复合增长8.13%。截至2018年底，公司投资性房地产298.48亿元，较上年底增长11.22%。同期，公司期末公允价值较高的有北京世茂大厦（期末公允价值35.67亿元）、绍兴世茂迪荡新城A2A3（期末公允价值18.68亿元）、苏州世茂运河城二期（期末公允价值12.30亿元）、石狮世茂国际广场（期末公允价值17.71亿元）、济南世茂商业（期末公允价值27.16亿元）、厦门集美项目（期末公允价值20.54亿元）和深圳前海世茂金融中心（期末公允价值50.80亿元）。

截至2018年底，公司受限资产账面价值为382.04亿元，占资产总额比例为35.27%，主要系存货和投资性房地产受限所致。公司资产受限比例较高。

表 16 截至 2018 年底公司受限资产情况
(单位：亿元、%)

项目名称	受限 账面 价值	占资 产比 例	受限原因
货币资金	2.88	0.27	保证金及资金冻结

存货	256.51	23.68	借款抵押
固定资产	10.45	0.96	融资租赁及借款抵押
无形资产	1.12	0.10	借款抵押
投资性房地产	111.08	10.25	借款抵押和诉讼冻结
合计	382.04	35.27	--

资料来源：公司财务报告

截至2019年9月底，公司资产总额1154.52亿元，较2018年底增长6.58%。其中，流动资产占66.39%，非流动资产占33.61%，资产结构较2018年底变化不大。同期，货币资金为70.47亿元，较2018年底下降31.91%，主要系公司支付土地和项目款所致；其他应收款为27.59亿元，较2018年底增长187.39%，主要系增加合营企业往来款所致；存货为606.40亿元，较2018年底增长11.85%，主要系公司增加土地储备所致；投资性房地产为319.84亿元，较2018年底增长7.16%，主要系新增自持物业及评估增值所致。

总体看，近年来，公司资产规模快速增长，资产结构仍以流动资产为主，构成较为稳定，符合房地产行业特点。流动资产中，货币资金充裕，存货规模大；公司存货占比高，存货主要位于一二线城市以及承载外溢需求的三线城市，项目布局较好，且2017年公司新增深圳龙岗项目，一线城市土地储备明显增加，公司存货质量较好。非流动资产主要以投资性房地产为主，主要位于二三线城市，出租率较高。考虑到近年来房地产行业受宏观政策调控影响景气度有所波动，且部分区域出现分化，公司存货仍面临一定的周转风险和价值波动风险。此外，公司资产受限比例较高。整体看，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长22.57%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。截至2018年底，公司所有者权益总额447.94亿元，较上年底增长29.36%；其中归属于母公司所有者权益占

52.86%。公司归属于母公司所有者权益主要由股本(占15.84%)、未分配利润(占63.23%)和其他综合收益(占14.93%)构成。

2016—2018年,公司少数股东权益快速增长,年均复合增长45.24%。截至2018年底,公司少数股东权益211.18亿元,较上年底增长63.97%,主要系子公司吸收少数股东投资增加所致。

截至2019年9月底,公司所有者权益为461.38亿元。其中,实收资本占8.13%,其他综合收益占7.66%,未分配利润占33.69%,少数股东权益占47.45%。

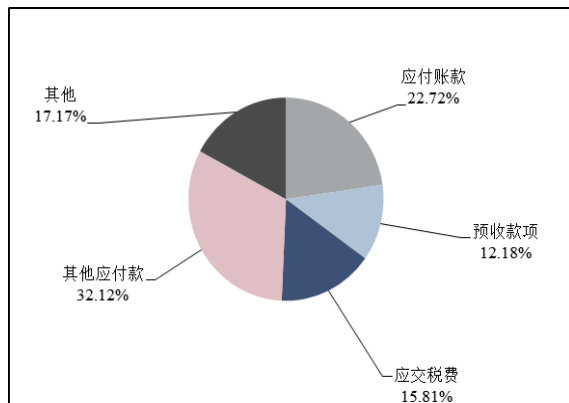
总体看,公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他综合收益占比高,利润分配政策对股东权益稳定性影响很大,所有者权益稳定性弱。

负债

2016—2018年,公司负债规模不断增长,年均复合增长12.57%。截至2018年底,公司负债总额635.26亿元,较上年底增长10.88%,主要系流动负债增长所致。其中,流动负债占70.10%,非流动负债占29.90%。

2016—2018年,公司流动负债规模有所增长,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,较上年底增长13.21%,主要系应交税费增加所致。公司流动负债主要由应付账款(占22.72%)、预收款项(占12.18%)、应交税费(占15.81%)和其他应付款(占32.12%)构成。

图4 截至2018年底公司流动负债构成情况



资料来源:公司财务报告

2016—2018年,公司应付账款有所增长,年均复合增长5.99%。截至2018年底,公司应付账款101.16亿元,较上年底增长7.92%,主要系应付工程款增加所致。从账龄看,1年以内的占92.35%,1年以上的占7.65%。

2016—2018年,公司预收款项波动较大,年均复合下降6.68%。截至2018年底,公司预收款项54.22亿元,较上年底增长19.56%,主要系预收售楼款增加所致。其中,预收售楼款金额较大的项目分别为南京世茂外滩新城项目(期末余额6.52亿元)、济南世茂天城项目(期末余额5.15亿元)、南京雨花项目(期末余额6.02亿元)和苏州金鸡湖项目(期末余额15.07亿元)。

2016—2018年,公司应交税费快速增长,年均复合增长71.41%。截至2018年底,公司应交税费70.42亿元,较上年底增长46.72%,主要系土地增值税和企业所得税增加所致。

公司其他应付款主要系应付关联方款项。2016—2018年,公司其他应付款波动中有所增长,年均复合增长9.01%。截至2018年底,公司其他应付款143.04亿元,较上年底下降9.81%。公司其他应付款期末余额较大的有应付上海世茂建设有限公司48.84亿元、应付上海隆汀企业管理中心(有限合伙)34.47亿元、应付深圳市坪山城投置业有限公司7.79亿元、应付上海龙潜实业发展有限公司5.68亿元和应付泉州市碧桂园房地产开发有限公司5.68亿元。从账龄看,1年以内的占88.15%,1年以上的占11.85%。

2016—2018年,公司非流动负债规模快速增长,年均复合增长20.06%。截至2018年底,公司非流动负债合计189.92亿元,较上年底增长5.79%。公司非流动负债主要由长期借款(占35.48%)和应付债券(占40.89%)构成。

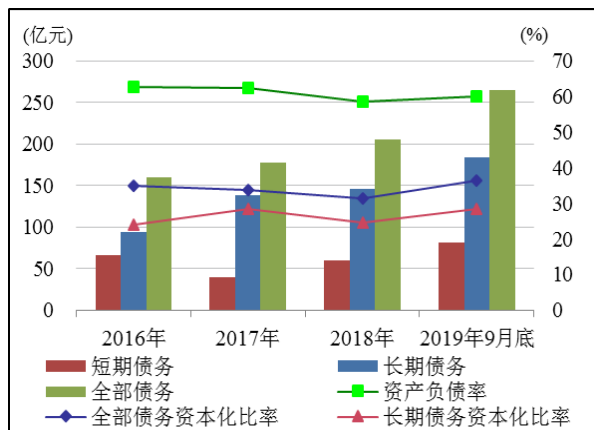
2016—2018年,公司长期借款快速增长,年均复合增长53.11%。截至2018年底,公司长期借款67.38亿元,较上年底增长34.96%,主要系随着公司项目开发投入的增加融资规模加大所致。其中,公司长期借款主要由抵押借款(占95.77%)和质押借款(占4.23%)构成。

2016—2018年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长9.60%。截至2018年底，公司应付债券77.66亿元，较上年下降11.31%，主要系“16世茂G1”和“16世茂G2”转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2019年9月底，公司负债总额693.14亿元，负债规模较2018年底变化不大；其中，流动负债占66.72%，非流动负债占33.28%，负债结构较2018年底变化不大。公司其他应付款为120.75亿元，较2018年底下降15.58%，主要系关联方往来款减少所致；一年内到期的非流动负债为61.65亿元，较2018年底增长46.20%，主要系部分一年内到期的长期借款和应付债券转入所致；长期借款为118.47亿元，较2018年底增长75.83%，主要系项目开发和日常经营需要所致；应付债券为64.70亿元，较2018年底下降16.69%。

公司将短期融资券计入“其他流动负债”科目，将融资租赁款计入“长期应付款”科目，属于有息债务，公司将以上债务调整至公司有息债务及相关指标计算。有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务不断增长，年均复合增长13.21%。截至2018年底，公司全部有息债务205.45亿元，较上年增长15.56%。同期，公司短期债务占29.07%，长期债务占70.93%，公司长期债务占比较上年下降7.06个百分点。公司债务结构以长期债务为主，债务结构比较合理。

图5 近年来公司债务指标走势



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率波动增长，三年加权平均值分别为60.56%、32.98%和25.66%；截至2018年底分别为58.65%、31.44%和24.55%。公司整体债务负担较轻。

截至2019年9月底，公司全部债务规模264.49亿元，较2018年底增长28.74%。其中，短期债务占30.59%，长期债务占69.41%，短期债务占比提升1.52个百分点；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60.04%、36.44%和28.46%，债务负担有所加重。

总体看，近来来，公司房地产业务规模持续扩张，在建项目较多，开发资金需求带动负债规模逐年增长。公司有息债务以长期债务为主，债务结构合理，整体债务负担较轻，未来随着在建项目持续推进，公司债务规模或将上升。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长22.81%。2018年，公司营业收入206.74亿元，同比增长10.75%。2016—2018年，公司营业成本不断增长，年均复合增长14.16%。2018年，公司营业成本114.62亿元，同比增长11.46%。2016—2018年，公司营业利润率持续增长，三年加权平均值为32.66%，2018年为35.70%，同比增长3.82个百分点。公司主业盈利能力较强。

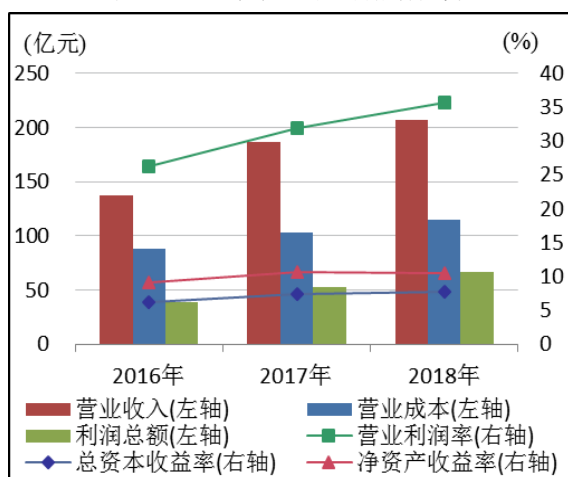
期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用规模不断增长，年均复合增长14.87%。2018年，公司期间费用合计16.07亿元，同比增长17.62%，主要系财务费用增加所致；其中销售费用占比43.89%，管理费用占比43.16%，财务费用占比12.95%。2016—2018年，公司期间费用占营业收入比分别为8.89%、7.32%和7.77%。公司期间费用控制能力较好。

非经常性损益方面，2016—2018年，公司

公允价值变动损益分别为5.77亿元、7.00亿元和8.99亿元；投资收益分别为10.84亿元、1.05亿元和0.79亿元，其中2016年金额较大主要系公司处置世茂工三项目所致；营业外收入分别为0.42亿元、0.67亿元和0.44亿元；非经常性损益占利润总额比重分别为44.46%、16.44%和15.38%。公司非经常性损益对利润总额影响逐渐减弱。

2016—2018年，公司利润总额快速增长，年均复合增长31.71%。2018年，公司利润总额66.42亿元，同比增长25.12%，主要系销售结转规模增加所致。

图6 近三年来公司盈利指标走势



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2016—2018年，公司总资产收益率持续增长，净资产收益率波动增长，三年加权平均值分别为7.32%和10.33%；2018年分别为7.67%和10.55%。公司整体盈利能力较强。

2019年1—9月，公司实现营业收入150.71亿元，占2018年全年的72.90%；利润总额34.08亿元，占2018年全年的51.31%；营业利润率为26.43%，较2018年下降9.27个百分点，主要系结算物业类型、地域及价格等因素影响所致。

总体看，近年来公司业务规模和利润规模快速增长，综合盈利能力保持在较高水平。

5. 现金流分析

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2016—2018年，公司经营活动现金流入分别为188.21亿元、322.64亿元和305.93亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为136.54亿元、195.58亿元和194.24亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金分别为51.47亿元、126.99亿元和111.07亿元。2016—2018年，公司经营活动现金流出分别为176.86亿元、280.14亿元和266.15亿元。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为84.48亿元、173.18亿元和155.48亿元。公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为67.13亿元、69.65亿元和79.75亿元。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为11.35亿元、42.50亿元和39.78亿元。

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，其中2016年金额较大主要系处置世茂工三项目所致。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，2018年同比增加65.58亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金所致。2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为12.70亿元、-44.72亿元和-110.07亿元。

2016—2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为24.05亿元、-2.23亿元和-70.29亿元，随着投资支出的增加，公司融资需求有所加大。

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，2018年同比增加104.33亿元，主要系公司支付深圳龙岗剩余土地款导致资金需求增加所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出分别为230.70亿元、151.76亿元和180.89亿元，2018年同比增加29.13亿元，主要系偿还长期债务支付的现金增加所致。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-11.19亿元、6.50亿元和81.70亿元。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额-33.15亿元，同比下降18.94%，主要系土地款增加所致；投资活动产生的现金流量净额-20.37亿元，同比下降149.28%，主要系自持物业投入增加以及支付股权款所致；筹资活动前现金流量净额为-53.52亿元；筹资活动产生的现金流量净额22.05亿元，同比下降77.26%，主要系上期控股子公司收到少数股东资本金投入而本期无该事项所致。

表 17 公司现金流量情况(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
经营活动现金流入量	188.21	322.64	305.93	165.01
经营活动现金流出量	176.86	280.14	266.15	198.16
经营活动现金净流量	11.35	42.50	39.78	-33.15
现金收入比	99.61	104.77	93.95	91.19
投资活动现金净流量	12.70	-44.72	-110.07	-20.37
筹资活动前现金流量净额	24.05	-2.23	-70.29	-53.52
筹资活动现金净流量	-11.19	6.50	81.70	22.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，考虑到公司新增较大规模的土地储备，公司存在一定的融资需求；但考虑到公司采用滚动开发模式，公司对外融资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率持续增长，速动比率波动下降，两项指标三年加权平均值分别为150.06%和49.72%；截至2018年底分别为161.17%和39.42%；截至2019年9月底，公司流动比率和速动比率分别为165.74%和34.62%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比波动增长，分别为3.07%、10.80%和8.93%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力有所提升。2016—2018年，公司货币资金/短期债务分别为1.28倍、2.31倍和1.73倍。考虑到预收款项无需实际偿付，且货币资金对短期债务保障能力较强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA分别为40.33亿元、56.07亿元和70.55亿元；全部债务/EBITDA分别为3.98倍、3.17倍和2.91倍；EBITDA利息倍数分别为3.76倍、5.78倍和6.94倍。公司长期偿债能力较强。

截至2019年9月底，公司对外担保系对购房者提供担保，或有负债风险不大。

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。中华人民共和国最高人民法院作出（2016）最高法民终630号民事裁定，裁定撤销浙江省高级人民法院（2015）浙商初字第5号民事判决，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（2017）浙民初35号民事判决，判决结果同2016年5月19日结果。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。联合资信将持续关注此案件进展情况及对公司信用状况可能带来的影响。

截至2019年9月底，公司共获得金融机构的授信总额合计347.75亿元，剩余未使用授信额度为71.16亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上海证券交易所上市公司，具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(G10310101001496109)，截至2019年11月1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. 抗风险能力

公司资产规模快速增长，盈利规模和盈利能力均有所增长，考虑到世茂房地产对于公司的各项支持以及充足的项目储备情况，联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

9. 母公司财务分析

2016—2018 年，母公司资产总额不断下降，年均复合下降 13.67%，截至 2018 年底为 378.46 亿元，较上年底比下降 10.95%，主要系其他应收款下降所致。构成方面，母公司资产总额以长期股权投资为主，母公司长期股权投资金额为 310.23 亿元，较上年底增长 42.38%。母公司货币资金为 11.53 亿元。

2016—2018 年，母公司所有者权益不断增长，年均复合增长 13.63%。截至 2018 年底为 97.55 亿元，较上年底增长 8.99%。构成方面，母公司所有者权益主要由实收资本（占 38.46%）、资本公积（占 20.04%）和未分配利润（占 28.47%）构成。母公司所有者权益稳定性较好。

2016—2018 年，母公司负债快速下降，年均复合下降 19.39%，截至 2018 年底为 280.91 亿元，较上年底下降 16.27%。构成方面，母公司流动负债占 62.29%，非流动负债占 37.71%。截至 2018 年，母公司有息债务为 153.83 亿元，较上年底增长 20.31%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款增加所致。其中，短期债务占 32.58%，长期债务占 67.42%，短期债务占比较上年底提升 8.04 个百分点；截至 2018 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.23%、61.19%和 51.53%，母公司负债水平较高，债务负担较重。

损益方面，2016—2018 年，母公司收入分别为 0.31 亿元、0.28 亿元和 1.23 亿元，利润

总额分别为-4.41 亿元、14.78 亿元和 10.19 亿元。同期，母公司营业成本分别为 411.99 万元、415.40 万元和 3131.58 万元；管理费用分别为 1.07 亿元、0.94 亿元和 0.65 亿元；财务费用分别为 5.69 亿元、5.75 亿元和 5.47 亿元；投资收益分别为 2.66 亿元、20.85 亿元和 17.86 亿元。母公司营业收入规模较小。财务费用和管理费用是母公司主要支出，投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，由于母公司直接开展的项目较少，母公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金规模比较小。母公司经营活动现金流主要以收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，2016—2018 年，母公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 198.92 亿元、250.39 亿元和 188.37 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金为 230.22 亿元、229.80 亿元和 115.09 亿元；经营活动现金流净额分别为-31.88 亿元、20.24 亿元和 74.10 亿元。同期，母公司投资活动现金流以收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金和投资支付的现金为主，投资活动净现金流波动较大，分别为 1.93 亿元、-19.78 亿元和-95.43 亿元。母公司筹资活动前现金流量净额分别为-38.42 亿元、-29.95 亿元和 0.46 亿元。同期筹资活动现金流净额分别为-29.95 亿元、0.46 亿元和-21.33 亿元。

截至 2019 年 9 月底，母公司资产总额 376.12 亿元，所有者权益 94.41 亿元；有息债务为 148.73 亿元，较 2018 年底下降 3.31%；母公司资产负债率、全部债务资本化比率和有息债务资本化比率分别为 74.90%、61.17%和 47.57%。2019 年 1—9 月，母公司营业收入为 0.90 亿元，利润总额为 4.81 亿元；经营活动现金流量净额-2.36 亿元，投资活动现金流量净额 15.04 亿元，筹资活动现金流量净额 17.21 亿元。

总体看，近年来，母公司资产规模不断下

降，资产以长期股权投资为主，符合母公司投资控股型公司的特点。母公司债务负担较重，考虑到母公司对子公司具有资金管控权，母公司对子公司的控制能力很强，有子公司销售业绩做支撑，母公司偿债能力很强。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据5亿元，占2019年9月底公司长期债务和全部债务的比重分别为2.72%和1.89%，对公司现有债务结构影响不大。截至2019年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.04%、36.44%和28.46%。本期中期票据发行后，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将分别上升至60.21%、36.87%和29.01%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据拟偿还“19沪世茂CP001”，公司实际债务负担或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入分别为本期中期票据的37.64倍、64.53倍、61.19倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的2.27倍、8.50倍、7.96倍；EBITDA分别为本期中期票据的8.07倍、11.21倍、14.11倍。总体看，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力很强。

若考虑部分债券附有回售选择权的情况，2020年公司需要偿还的债券余额为73.00亿元（假设“18沪世茂MTN003”进行回售），2021年需要偿还的债券余额为25.00亿元（假设“18沪世茂MTN003”未进行回售），2022年需要偿还的债券余额为45.00亿元，2020年公司待偿还债券余额最高。

表 18 公司剩余债券偿还压力测算

证券名称	到期日	回售日	债券余额 (亿元)
19 沪世茂 MTN001	2022-10-21	--	10.00
19 世茂 G3	2022-05-22	--	5.00
19 世茂 G2	2022-03-19	--	10.00
19 世茂 G1	2022-01-15	--	20.00
18 沪世茂 MTN003	2021-12-17	2020/12/17	10.00
18 沪世茂 MTN002	2021-03-08	--	7.00
18 沪世茂 MTN001	2021-02-07	--	8.00
17 世茂 G3	2020-10-18	--	5.00
17 世茂 G2	2020-09-21	--	10.00
17 世茂 G1	2020-07-12	--	25.00
19 沪世茂 CP001	2020-03-25	--	10.00
17 沪世茂 MTN001	2020-01-06	--	13.00
合计	--	--	133.00

资料来源：根据公开资料整理

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 2020 年待偿还余额的 2.58 倍、4.42 倍和 4.19 倍；经营活动现金流量净额分别为 2020 年待偿还余额的 0.16 倍、0.58 倍和 0.54 倍。公司 EBITDA 分别为 2020 年待偿还余额的 0.55 倍、0.77 倍和 0.97 倍；“19 沪世茂 CP001”“17 沪世茂 MTN001”“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”将于一年内到期，合计到期金额为 63.00 亿元，2016—2018 年及 2019 年 9 月底，公司现金类资产分别为 84.59 亿元、90.38 亿元、103.53 亿元和 70.65 亿元，分别为一年内待偿还余额的 1.34 倍、1.43 倍、1.64 倍和 1.12 倍。公司经营活动现金流入量对 2020 年待偿还余额保障能力较强，公司集中兑付压力不大。

总体看，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据保障能力很强，集中偿付压力不大。

十、结论

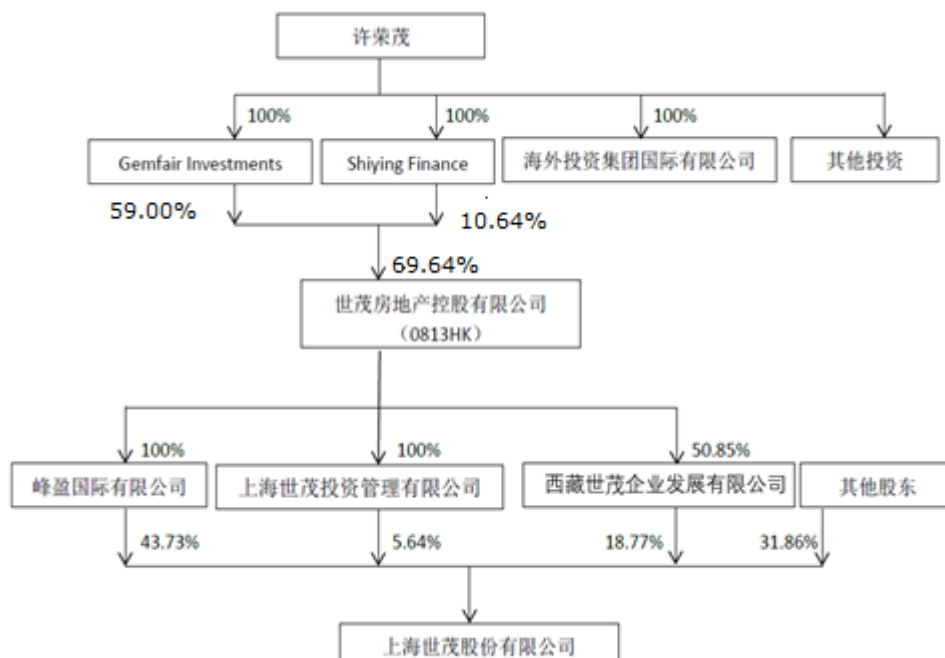
作为世茂房地产商业地产开发运营重要平台，公司自成立以来凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的

项目创意，已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，综合体开发为辅的经营模式，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”的战略布局，在经济较发达的20余个大中城市开发多个城市综合体项目，品牌影响力及竞争力稳步提升。

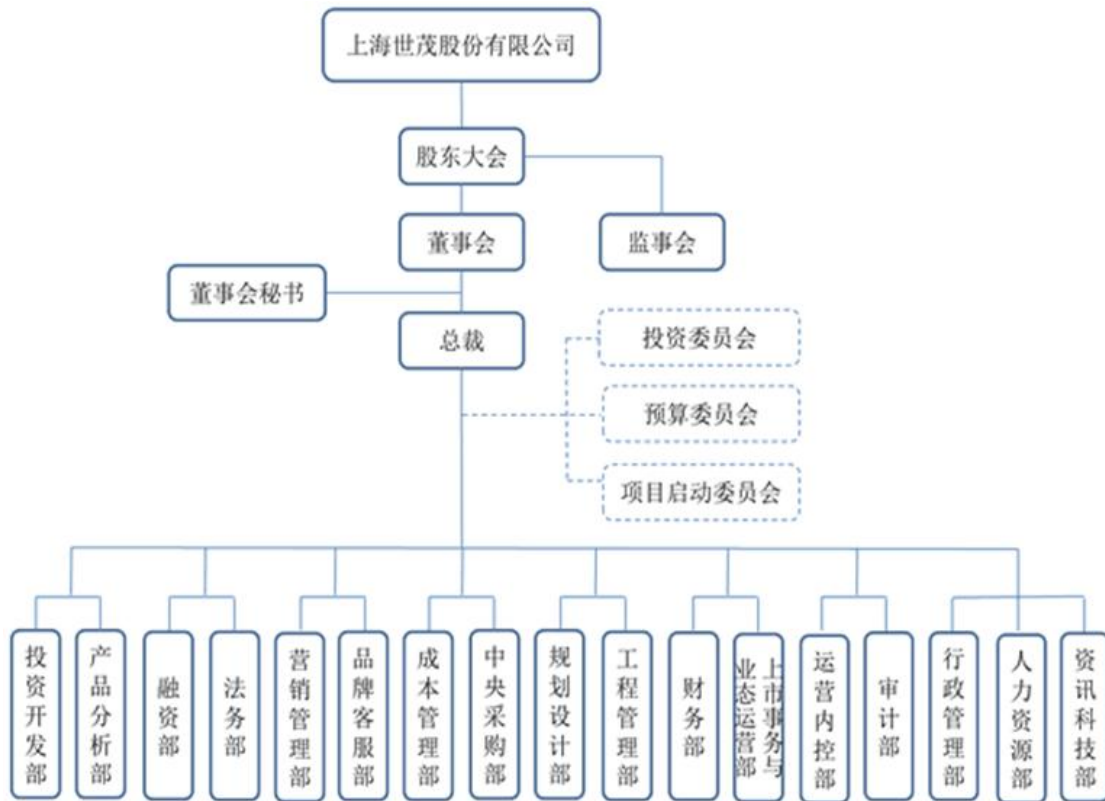
公司房地产板块项目储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。公司资产规模快速增长，资产质量较好，债务结构合理，有息债务负担较轻。公司目前在开发项目较多，未来开发投资规模较大。

本期中期票据的发行对公司现有债务影响不大，公司经营活动现金流和EBITDA规模较大，对本期中期票据保障能力很强。结合公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2019 年 9 月底公司子公司情况

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	北京同沐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	上海酪侈贸易有限公司	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	上海乾慨企业管理有限公司	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	100.00%	100.00%
76	苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	200000 万元人民币	房地产开发	100.00%	100.00%
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	上海隼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	100.00%	100.00%
83	北京朴悦建筑装潢有限公司	1000 万人民币	工程施工	100.00%	100.00%
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	上海世茂信泽实业有限公司	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	上海漫琬企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
117	上海莱组企业管理有限公司	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	上海世硕企业管理有限公司	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	51.00%	51.00%
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	51.00%	51.00%

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	51.00%	51.00%
139	上海斐嘉企业管理有限公司	500 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
140	上海斐霖企业管理有限公司	500 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
141	上海锦耀企业管理有限公司	500 万人民币	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 万人民币	发地产开发	51.00%	51.00%
144	昆明悦盈房地产开发有限公司	10000 万人民币	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 万人民币	发地产开发	51.00%	51.00%
146	上海世斐企业管理有限公司	500 万人民币	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公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
150	南京世祥置业有限公司	10000 万人民币	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 万人民币	发地产开发	100.00%	100.00%
154	怀来馨馨小镇房地产开发有限公司	10000 万人民币	发地产开发	51.00%	51.00%
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 万人民币	房地产开发	51.00%	51.00%
158	上海坎睿企业管理有限公司	500 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
159	上海润霆企业管理有限公司	500 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%
160	上海耀琛企业管理有限公司	500 万人民币	企业管理咨询	100.00%	100.00%
161	珠海海新企业管理有限公司	500 万人民币	企业管理咨询	51.00%	51.00%

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	84.59	90.38	103.53	70.65
资产总额(亿元)	799.50	919.18	1083.20	1154.52
所有者权益(亿元)	298.15	346.27	447.94	461.38
短期债务(亿元)	66.03	39.13	59.72	80.92
长期债务(亿元)	94.26	138.67	145.74	183.58
全部债务(亿元)	160.30	177.79	205.45	264.49
营业收入(亿元)	137.08	186.67	206.74	150.71
利润总额(亿元)	38.29	53.09	66.42	34.08
EBITDA(亿元)	40.33	56.07	70.55	--
经营性净现金流(亿元)	11.35	42.50	39.78	-33.15
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.87	13.17	9.93	--
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	--
现金收入比(%)	99.61	104.77	93.95	91.19
营业利润率(%)	26.22	31.88	35.70	26.43
总资本收益率(%)	6.24	7.46	7.67	--
净资产收益率(%)	9.18	10.73	10.55	--
长期债务资本化比率(%)	24.02	28.60	24.55	28.46
全部债务资本化比率(%)	34.96	33.93	31.44	36.44
资产负债率(%)	62.71	62.33	58.65	60.04
流动比率(%)	128.60	145.87	161.17	165.74
速动比率(%)	46.60	68.96	39.42	34.62
经营现金流动负债比(%)	3.07	10.80	8.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	5.78	6.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	3.17	2.91	--

注：1. 公司“其他流动负债”和“长期应付款”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. 2019 年三季度财务数据未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.95	15.82	11.53	6.99
资产总额(亿元)	507.86	425.01	378.46	376.12
所有者权益合计(亿元)	75.55	89.50	97.55	94.41
短期债务(亿元)	59.96	30.09	50.11	63.08
长期债务(亿元)	65.22	97.77	103.71	85.65
全部债务(亿元)	125.18	127.86	153.83	148.73
营业收入(亿元)	0.31	0.28	1.23	0.90
利润总额(亿元)	-4.41	14.78	10.19	4.81
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-31.88	20.24	74.10	-2.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.98	2.43	12.34	--
存货周转次数(次)	0.18	0.18	1.37	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	86.30	99.83	107.89	105.72
营业利润率(%)	64.49	64.57	55.83	95.13
总资本收益率(%)	-1.32	7.41	4.20	--
净资产收益率(%)	-3.50	17.99	10.82	--
长期债务资本化比率(%)	46.33	52.21	51.53	47.57
全部债务资本化比率(%)	62.36	58.82	61.19	61.17
资产负债率(%)	85.12	78.94	74.23	74.90
流动比率(%)	75.97	81.52	30.58	20.03
速动比率(%)	75.91	81.42	30.44	19.91
经营现金流动负债比(%)	-8.74	8.60	42.35	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年三季度财务数据未经审计

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-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 ×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 ×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 ×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

联合资信评估有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海世茂股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

上海世茂股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对上海世茂股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，上海世茂股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海世茂股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现上海世茂股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对上海世茂股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海世茂股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对上海世茂股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与上海世茂股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。