跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕875 号

上海世茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”“17 世茂 G3”“19 世茂 G1”“19 世茂 G2”“19 世茂 G3”和“20 世茂 G1”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 五月十五 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

上海世茂股份有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 世茂 G1	25 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/5
17 世茂 G2	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/5
17 世茂 G3	5 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/5
19 世茂 G1	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/5
19 世茂 G2	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/5/5
19 世茂 G3	5 亿元	3 年	AAA	AAA	2019/4/15
20 世茂 G1	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2020/2/14

跟踪评级时间：2020 年 5 月 15 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	919.19	1,083.20	1,275.64	1,303.42
所有者权益（亿元）	346.55	447.94	482.04	482.05
长期债务（亿元）	138.67	145.74	117.01	171.62
全部债务（亿元）	177.79	205.45	236.25	251.02
营业收入（亿元）	186.69	206.74	214.49	28.07
净利润（亿元）	37.16	47.26	38.41	4.87
EBITDA（亿元）	56.10	70.55	58.12	--
经营性净现金流（亿元）	42.49	39.78	47.11	-7.94
营业利润率（%）	31.90	35.70	28.21	34.75
净资产收益率（%）	11.53	11.90	8.26	--
资产负债率（%）	62.30	58.65	62.21	63.02
全部债务资本化比率（%）	33.91	31.44	32.89	34.24
流动比率（倍）	1.46	1.61	1.17	1.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.34	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	6.94	2.72	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.59	0.74	0.61	--

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。4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）保持其在商业地产开发运营经验、品牌知名度等方面具备的优势。公司土地储备较为充足且质量较高，自持物业租金收入稳步增长，债务负担保持较轻水平，整体经营稳健。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到行业竞争、新冠疫情等影响商业地产出租及销售，公司存在一定资金压力和短期偿债压力，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较优越，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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“17世茂G1”“17世茂G2”“17世茂G3”“19世茂G1”“19世茂G2”“19世茂G3”和“20世茂G1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．土地储备规模较充足、质量较高。截至2019年底，公司土地储备较为充足，且仍主要分布在二线城市，土地储备质量较高。

2．自持物业运营良好。公司自持商业物业所处区域较好，平均出租率仍处于较高水平，租金收入稳步增长，为公司提供较为稳定的经营性现金流入。

3．债务负担较轻。2019年以来，公司全部债务资本化比率小幅增长，但仍保持在35%以下，债务负担较轻。

关注

1．行业竞争激烈，叠加新冠疫情及经济下行，商业地产出租和销售将受到影响。商业地产行业竞争激烈，部分地区商业地产出现供

给过剩情况，且新冠疫情、经济下行将影响商业地产出租和销售，需关注公司商业物业去化及盈利能力对其公允价值的支持情况。

2．面临一定的资金压力。公司土地储备规模较大，部分项目开发周期较长，同时考虑到公司在建项目规模、年度投资支出计划及签约销售金额等因素，公司存在一定资金压力。

3．权益稳定性较弱，存在一定短期偿付压力。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；公司于2020年到期债务规模较大，存在一定短期偿付压力。

分析师

卢　瑞　登记编号（R0040219010003）
王　彦　登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

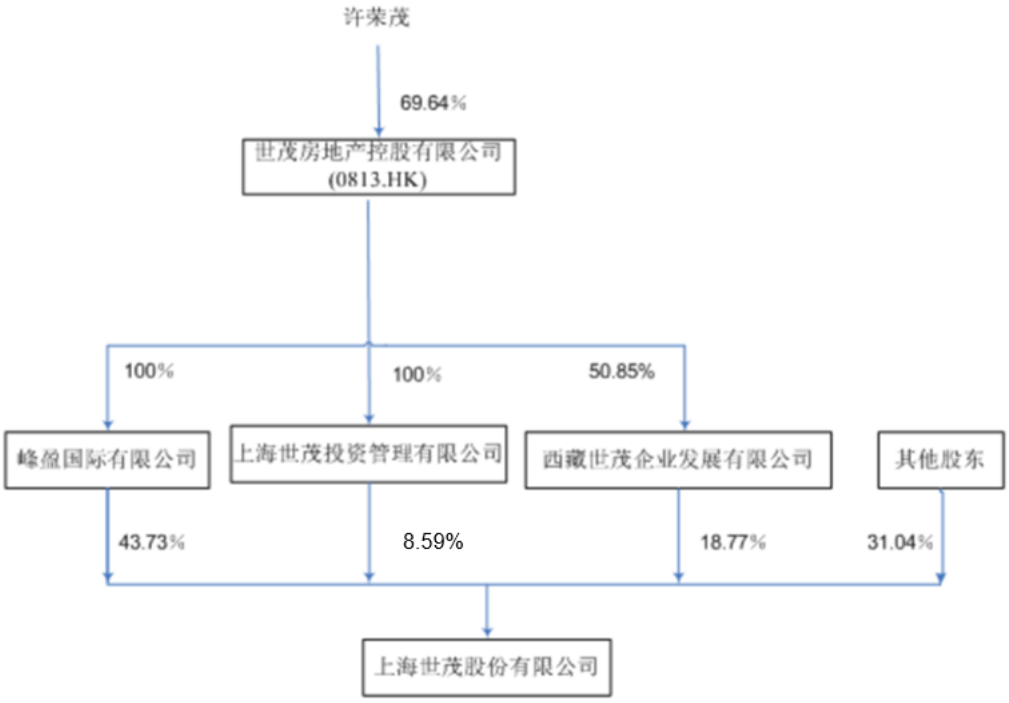
联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）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，上海市黄埔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，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2020年3月底，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 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司 2020 年一季报

截至 2020 年 3 月底，公司实际控制人许荣茂间接控制公司股份 26.67 亿股，其中处于质押状态的公司股份数为 4.07 亿股（其中通过股东西藏世茂企业发展有限公司所质押的股份数为 1.95 亿股，通过股东上海世茂投资管理有限公司所质押的股份数为 2.12 亿股），占其所持有公司股份的15.26%，质押比例尚可。

2019 年，公司经营范围与组织结构未发生变化。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司 167 家，拥有在职员工合计 2,318 人。

截至 2019 年底，公司资产总额 1,275.64 亿元，负债合计 793.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）482.04 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 253.83 亿元。2019 年，公司实现营业收入 214.49 亿元，净利润（含少数股东损益）38.41 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 24.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 47.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,303.42 亿元，负债合计 821.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）482.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益 255.54 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 28.07 亿元，净利润（含少数股东损益）4.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.19 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、债券发行及募集资金使用情况

公司根据中国证监会文件批复发行下表所列公司债券，具体债券名称、发行规模、期限等债券信息详见下表。

表1　本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、年、%）

债券名称	债券简称	证券代码	发行规模	债券余额	期限	当期票面利率	发行日	到期日/行权日	特殊条款说明
上海世茂股份有限公司 2017 年公司债券（第一期）	17 世茂 G1	143165.SH	25.00	25.00	3	4.95	2017/07/12	2020/07/12	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第二期）	17 世茂 G2	143308.SH	10.00	10.00	3	5.15	2017/09/21	2020/09/21	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第三期）	17 世茂 G3	143332.SH	5.00	5.00	3	5.19	2017/10/18	2020/10/18	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）	19 世茂 G1	155142.SH	20.00	20.00	3	4.65	2019/01/15	2022/01/15	加速清偿及交叉违约条款
上海世茂股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）	19 世茂 G2	155254.SH	10.00	10.00	3	4.64	2019/03/19	2022/03/19	加速清偿及交叉违约条款
上海世茂股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）	19 世茂 G3	155391.SH	5.00	5.00	3	4.15	2019/05/22	2022/05/22	加速清偿及交叉违约条款
上海世茂股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）	20 世茂 G1	163216.SH	20.00	20.00	3	3.60	2020/03/05	2023/03/05	加速清偿及交叉违约条款
合计	--	--	**95.00**	**95.00**	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

截至本报告出具日，“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”“17 世茂 G3”“19 世茂 G1”“19 世茂 G2”的募集资金均按照募集资金说明书约定用途使用完毕，且均已按期支付上述债券的利息。“19 世茂 G3”募集资金按照募集说明书的约定已使用完毕，“20 世茂 G1”募集资金尚未使用；“19 世茂 G3”和“20 世茂 G1”均尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来自于住宅地产业务和商业物业运营，属于房地产行业。

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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、管理分析

2019 年，公司董事、监事和高级管理人员无重大变动，高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司仍主要从事商业物业开发运营及住宅地产开发业务，总体收入稳步增长，但受结转项目结构变化影响，公司住宅销售和商业地产销售毛利率均有所下降，带动综合毛利率下降。2020 年 1－3 月，受疫情等影响，公司营业收入有所下滑，但毛利率有所提升。

2019 年，公司仍主要从事商业物业开发运营和住宅地产开发业务；公司 2019 年实现营业收入 214.49 亿元，同比增长 3.75%，主要系当期结转的住宅地产项目收入增长所致；公司实现净利润 38.41 亿元，同比下降 18.72%，与营业收入变化相反，主要系商业地产销售和住宅销售毛利率下滑所致。

从构成看，公司营业收入仍主要来自于住宅地产业务和商业物业运营，二者合计收入占营业收入比重保持在96%以上。2019年，公司住宅销售收入同比增长7.23%，仍为公司最重要的收入来源；公司商业地产销售收入较上年变化不大，同比小幅下降3.12%；随着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，以及商业运营能力的不断提高，公司2019年房地产租赁业务收入同比增长5.58%。公司酒店服务业务、物业管理和其他业务收入规模较小，对公司收入影响不大。

表2　2017－2019年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅销售	158.51	84.91	45.08	126.99	61.42	41.88	136.17	63.49	33.60
商业物业运营	21.08	11.29	35.99	72.78	35.20	46.76	71.10	33.15	32.83
其中：商业地产销售	15.31	8.20	21.07	65.83	31.84	43.44	63.77	29.73	27.38
房地产租赁	5.77	3.09	75.57	6.95	3.36	78.17	7.33	3.42	80.20
影院业务	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	21.63	--	--	--
酒店服务业务	2.30	1.23	43.32	2.61	1.26	45.61	2.63	1.23	61.73
物业管理	3.65	1.96	97.17	3.42	1.65	98.06	4.33	2.02	99.33
其他	0.97	0.52	17.10	0.95	0.46	39.11	0.26	0.12	25.84
合计	**186.69**	**100.00**	**44.91**	**206.74**	**100.00**	**44.56**	**214.49**	**100.00**	**35.01**

注：2018 年，公司影院业务收入为 8.47 万元
资料来源：公司年报

毛利率方面，公司住宅地产业务收入和商业物业运营业务收入占营业收入比重较大，对公司综合毛利率水平影响较大。2019 年，公司住宅销售业务毛利率同比下降 8.28 个百分点，主要系公司结转的产品结构、成本及售价差异影响所致；公司商业物业运营毛利率同比下降 13.93 个百分点，其中商业地产销售业务毛利率同比大幅下降 16.06 个百分点，主要系结转商业地产项目结构差异所致。综上，公司 2019 年综合毛利率同比下降 9.55 个百分点。

2020 年 1－3 年，公司营业收入 28.07 亿元，同比下降 11.91%，主要系因疫情影响，结转项目和租金收入减少所致；综合毛利率 39.60%，同比增长 8.29 个百分点，主要系结转物业产品结构波动所致。

2．业务运营

（1）土地储备

2019 年，公司加大土地投资，但城市能级有所下沉；公司土地储备仍较为充足，主要分布在二线城市，土地储备质量较好。

2019 年，公司扩大土地投资，通过收并购和招拍挂在济南、淄博、珠海、玉林、重庆、福州、昆明、张家口、南京等城市拿地，拿地规模和土地成本有所增长，但部分城市能级有所下沉。考虑到三线及以下城市商业氛围一般，且目前经济下行压力较大，对于商业地产影响较大，未来公司经营压力或有所上升。

表3　2017－2019年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、万元/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
2017 年	55.76	202.51	商业、住宅	272.21	1.40
2018 年	74.12	224.41	商业、住宅	48.79	0.34
2019 年	190.64	491.71	商业、住宅	143.77	0.44

资料来源：公司提供

从土地储备的规模来看，截至 2019 年底，公司土地储备项目总建筑面积（未竣工面积，包括在建及拟建建筑面积）约 1,892 万平方米，其中权益建筑面积约 871 万平方米，土地储备较充足。公司土地储备权益规模占比相对较小主要系近年来公司加大了合作开发力度所致，其合作方主要是其股东世茂房地产以及项目所在地的国企。从土地性质看，商业性质的土地储备建筑面积约 690 万平方米，占比 36.48%；综合体性质（住宅+商业）土地储备建筑面积约 1,154 万平方米，占比 60.99%。

从土地储备权益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 10.01%，二线城市土地储备建筑面积占 62.08%，三线及以下城市土地储备建筑面积占 27.91%。整体看，公司土地储备以二线城市为主，质量较好，但需关注部分位于三线城市商业项目的未来去化情况。

表 4　截至 2019 年底公司土地储备情况（单位：%、万平方米）

城市等级	项目名称	项目类型	权益占比	在建及拟建建筑面积
一线城市	深圳坪山项目	商业	60	29
	深圳龙岗项目	商业	51	137
小计			--	**166**
二线城市	天津世茂茂悦府	住宅	100	21
	青岛世奥大厦	商业	75	14

	南京世茂外滩新城	住宅/商业	50	57
	武汉世茂嘉年华	商业	51	83
	沈阳世茂五里河商业项目	商业	100	82
	长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	28	38
	济南翡翠公馆	住宅/商业	23	28
	济南世茂天城	住宅/商业	100	28
	厦门集美世茂璀璨天城	住宅/商业	51	38
	无锡世茂广场	住宅/商业	31	48
	福州 108 大楼	商业	51	41
	南京 G02 项目	住宅/商业	26	24
	昆明巫家坝项目	住宅/商业	26	19
	重庆越洋广场项目	商业	23	44
	重庆中心项目	住宅/商业	23	84
	济南机床一厂项目	住宅/商业	26	42
	济南长清东王二期项目	住宅/商业	51	31
	昆山商业项目	商业	100	6
	苏州世茂铜雀台 7#-湖滨	住宅	100	15
	苏州世茂铜雀台 6#-世纪	住宅	100	6
	青岛世茂国际中心	商业	100	18
	青岛世茂诺沙湾	住宅	100	5
	宁波世茂滨江府	住宅/商业	100	7
	长沙世茂广场	商业	100	23
	杭州世茂智慧之门	商业	100	30
	福州台江金融街项目	商业	20	5
	杭州蒋村项目	商业	90	32
	珠海项目	商业	51	97
小计			--	**966**
三线及以下城市	常熟世茂世纪中心	住宅/商业	100	24
	常州世茂广场	商业	100	12
	石狮世茂摩天城	住宅/商业	36	222
	泉州洛江世茂璀璨天城	住宅/商业	51	10
	泉州台商百崎湖项目	住宅/商业	17	68
	湖北荆门项目	住宅/商业	26	139
	张家口怀来项目	商业	51	35
	淄博 CBD 项目	住宅/商业	26	120
	永泰青云小镇项目	住宅/商业	26	51
	玉林公园九里项目	住宅/商业	15	35
	玉林悦湖湾项目	住宅/商业	15	39
	张家港永安路项目	商业	30	4
小计			--	**759**
合计			--	**1,892**

注：尾数差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

（2）项目开发

公司在建项目规模较大，主要分布于二线城市，尚需投资规模较大，综合考虑公司每年签约销售金额、可能的土地投资及到期债务等情况，公司存在一定的资金压力。

2019 年，公司新开工面积大幅增长 68.69%，主要系 2018 年部分新获取项目分批于 2019 年开工所致；受工程规划进度不同的影响，公司竣工面积有所下降。公司 2019 年底在建面积继续增长，保持较大规模。

表 5　2017－2019 年公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期新开工面积	167.48	151.34	255.30
当期竣工面积	65.75	104.58	96.70
期末在建面积	619.02	647.28	872.96

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
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建项目主要分布于深圳、天津、济南、青岛、南京、杭州、武汉、厦门、济南、苏州等一二线城市；在建项目计划总投资金额 1,785.83 亿元，已投资 1,184.76 亿元，尚需投资 601.07 亿元，其中 2020－2022 年将分别计划投入 214.58 亿元、121.39 亿元和 72.76 亿元；综合考虑公司每年签约销售金额、可能的拿地投资及到期债务等情况，公司存在较大的资金压力。

表 6　截至 2019 年底公司在建项目开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	规划总建面	计划投资金额	已投资金额	未来投资计划		
					2020	2021	2022
天津世茂茂悦府项目	住宅	37	39.00	24.61	14.39	--	--
常熟世茂世纪中心项目	住宅/商业	110	61.81	53.28	8.53	--	--
青岛胶南世茂国际中心项目	商业	23	40.00	12.86	10.00	17.14	--
青岛胶南世茂诺沙湾项目	住宅	62	40.00	43.46	--	--	--
常州世茂广场项目	商业	26	12.30	11.91	0.39	--	--
南京世茂外滩新城二期项目	住宅/商业	122	125.00	119.87	5.13	--	--
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	113	45.00	31.00	5.00	9.00	--
沈阳世茂商业项目	商业	88	60.00	17.26	10.00	10.00	10.00
石狮世茂钞坑项目	住宅/商业	324	200.37	171.49	20.00	8.88	--
济南世茂天城项目	住宅/商业	91	61.95	56.76	2.00	3.20	--
宁波世茂滨江府项目	住宅/商业	17	28.09	26.16	1.93	--	--
杭州智慧之门项目	商业	39	42.46	30.84	5.00	6.62	--
南昌水城项目	商业	37	40.00	17.97	22.03	--	--
厦门集美项目	住宅/商业	52	65.00	55.40	9.60	--	--
泉州洛江项目	住宅	31	32.04	26.88	5.16	--	--
济南小鸭项目	住宅/商业	29	36.01	24.65	11.36	--	--
苏州工业园区-6#地	住宅	15	47.05	40.53	6.52	--	--
苏州工业园区-7#地	住宅	22	46.06	39.98	6.08	--	--
长沙世茂商业项目	商业	23	27.45	19.80	5.00	2.65	--
泉州台商项目	住宅/商业	68	42.20	21.46	6.00	6.00	8.74
湖北荆门龙山中央文化商务区项目	住宅/商业	129	55.56	14.82	8.00	8.00	8.00
深圳坪山世茂中心项目	商业	29	34.55	21.21	2.05	1.65	0.84
深圳龙岗项目	商业	137	504.41	265.79	30.00	30.00	30.00
杭州蒋村项目	商业	32	54.76	24.58	10.00	10.00	10.19

昆明巫家坝项目	住宅/商业	19	20.87	9.29	6.00	5.57	--
张家口怀来项目	商业	35	23.88	2.89	4.41	2.67	5.00
合计		**1,710**	**1,785.83**	**1,184.76**	**214.58**	**121.39**	**72.76**

注：上表中计划投资金额系公司预计的总投资规模，故与已投资规模和未来投资计划的合计数之间存在差异
资料来源：公司提供

（3）房产销售情况

2019 年，公司地产销售金额受部分重点项目未按期取得预售证影响出现下滑；公司在售项目主要分布于二线城市，整体去化情况良好，但部分商业项目去化较慢。

从销售业绩来看，2019 年，公司签约销售面积同比下降 10.98%，完成 2019 年度计划的 80%，主要系深圳龙岗项目未按期取得预售证致使销售不及预期（已于 2019 年 11 月取得预售证）所致；协议销售均价小幅增长。受上述因素影响，2019 年，公司签约销售金额同比下降 10.16%，完成 2019 年度计划 81%。2020 年新冠疫情对经济及商业活动影响较大，公司当年销售情况将受到一定影响。

从结转情况看，公司 2019 年结转收入面积虽有下降，但在售价较高的南京项目结转带动下，公司结转收入金额同比小幅增长。

表 7　2017－2019 年公司物业销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积（万平方米）	**110.48**	**138.29**	**123.10**
其中：商业	30.49	49.77	38.44
住宅	80.00	88.52	84.66
签约销售金额（亿元）	**215.68**	**271.09**	**243.56**
其中：商业	65.26	102.52	95.91
住宅	150.43	168.57	147.65
签约销售均价（万元/平方米）	**1.95**	**1.96**	**1.98**
其中：商业	2.14	2.06	2.50
住宅	1.88	1.90	1.74
结转收入面积（万平方米）	**95.17**	**117.17**	**83.90**
其中：商业	11.85	31.20	30.78
住宅	83.32	85.97	53.11
结转收入（亿元）	**173.82**	**192.81**	**199.94**
其中：商业	15.31	65.83	63.77
住宅	158.51	126.99	136.17

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，不包括房地产租赁收入
资料来源：公司提供

从在售项目情况看，截至 2019 年底，公司在售项目主要分布于青岛、济南、天津、南京等二线城市，多数取得预售证项目的销售进度在 80%以上，去化情况较好；部分项目因取得预售证时间较短去化率较低。其中，杭州智慧之门和长沙世茂广场项目去化率较低主要系公司一次性取得项目的全部预售证，根据销售策略分阶段推盘以及商业项目去化周期相对较长所致；深圳坪山项目、深圳龙岗项目、昆明巫家坝项目和重庆中心项目去化率较低主要系上述项目开盘时间较短所致。整体看，除个别商业项目去化较慢以外，公司其余在售项目整体去化情况良好。

表 8　截至 2019 年底公司主要在售项目情况（单位：年、%）

项目名称	物业性质	所在地	开工时间	预计完工时间	销售进度
常熟世纪中心	住宅、商业	常熟	2007	2020	85
苏州园区	住宅	苏州	2014	2020	95
青岛诺沙湾	住宅	青岛	2012	2020	95
青岛国际中心	商业	青岛	2012	2020	55
济南世茂天城	住宅、商业	济南	2014	2021	95
常州世茂广场	商业	常州	2009	2020	90
宁波滨江	住宅	宁波	2013	2020	95
天津世茂悦府项目	住宅	天津	2012	2020	95
南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	南京	2010	2020	95
石狮摩天城项目	住宅、商业	石狮	2014	2020	85
深圳前海世茂金融中心	商业	深圳	2015	2019	85
杭州智慧之门	商业	杭州	2015	2020	25
厦门集美项目	住宅、商业	厦门	2016	2020	80
南昌水城项目	商业	南昌	2014	2020	95
南京新发展项目	住宅、商业	南京	2016	2019	95
泉州洛江项目	住宅、商业	泉州	2017	2020	95
济南翡丽公馆项目	住宅、商业	济南	2017	2020	85
长沙世茂广场	商业	长沙	2014	2020	55
湖北荆门项目	住宅、商业	荆门	2018	2025	85
福州台江金融街项目	商业	福州	2018	2020	55
泉州台商项目	住宅、商业	泉州	2018	2022	65
长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	长沙	2019	2020	65
深圳坪山项目	商业	深圳	2018	2022	45
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	武汉	2010	2020	70
深圳龙岗大运项目	商业	深圳	2019	2026	30
昆明巫家坝项目	住宅/商业	昆明	2019	2021	15
杭州蒋村项目	商业	杭州	2017	2022	85
重庆中心项目	住宅/商业	重庆	2018	2023	35
世茂璀璨时代项目	住宅/商业	济南	2019	2023	95

资料来源：公司提供

（4）自持物业情况

公司自持商业物业出租率维持在较高水平，租金收入稳步增长，为公司提供较为稳定的现金流补充。但部分二三线城市商业项目租金水平较低，同时商业地产行业竞争激烈及受新冠疫情影响，需关注公司自持物业的未来盈利能力以及公允价值变动情况。

截至 2019 年底，公司自持物业可租面积较年初小幅下降，其中办公楼可出租面积增加主要系新纳入南京雨花项目办公楼部分所致；广场可租面积有所下降主要系公司对部分商业广场租赁物业经营进行调整所致。2019 年，公司自持物业整体出租率和租金收入稳步上升。受新冠疫情影响，2020 年 1－3 月，公司租金收入约 1.40 亿元，同比下降约 30%。目前，公司正在积极逐步开展有针对性的经营策略，结合线上线下资源，降低疫情影响，为后续经营打好基础。

表 9　2017－2019 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
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**
2019 年	办公楼	13.80	79	2.38
	广场	62.68	95	4.78
	其他	2.47	91	0.17
	合计	**78.95**	**92**	**7.33**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要自持物业情况如下表所示。单位租金方面，公司位于北京及上海一线城市核心商圈物业租金水平较高，位于二、三线城市物业租金水平较低。截至 2019 年底，公司主要自持物业整体出租率达 93.00%，其中厦门世茂海峡大厦 B 座和裙楼办公出租率相对较低主要系公司提高入驻商户资质要求且当地市场中高端市场尚需培育所致。

表 10　截至 2019 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	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2019 年	
					收入	单位租金
北京世茂大厦	7.02	5.75	4.78	83	17,156	2,984
昆山世茂广场一期	8.82	5.20	5.14	99	3,298	635
昆山世茂广场二期	8.70	4.93	4.91	100	2,270	460
苏州世茂运河城（一期）	5.00	2.77	2.77	100	1,017	367
苏州世茂运河城（二期）	13.46	3.39	3.15	93	1,794	529
常熟卢米埃影院	0.46	0.46	0.46	100	1,085	233
常熟欧尚	4.34	4.20	4.20	100		
绍兴世茂广场	18.27	10.99	10.49	95	6,950	632
芜湖文化艺术中心	4.29	2.47	2.25	91	129	52
徐州世茂商业	5.95	3.75	3.00	80	1,044	279
上海世茂商都	0.96	0.69	0.69	100	2,242	3,247
芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	3.84	1.85	1.85	100	484	261
济南世茂广场	14.85	7.31	7.29	100	17,040	2,330
石狮世茂摩天城	15.63	5.42	5.26	97	2,726	503
厦门 EMALL	5.83	2.19	2.19	100	2,224	1,015
厦门世茂海峡大厦 B 座和裙楼办公	3.56	3.42	1.97	58	3,589	1,049
南京雨花商业	2.90	1.35	1.35	100	1,232	913
南京雨花办公楼	5.04	4.63	4.13	89	3,090	667
合计	**128.91**	**70.78**	**65.89**	**93**	**67,373**	**952**

资料来源：公司提供

3. 关联交易

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。

截至 2019 年底，公司其他应收款中应收关联方款项账面余额为 21.94 亿元，规模不大；其他应付款中应付关联方款项账面余额为 211.70 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，以下简称“世茂建设”）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 118.41 亿元和 26.36 亿元。

4．经营关注

2019 年销售面积和金额下降

受深圳龙岗项目预售证获取不及时影响，2019 年，公司签约销售面积和销售金额同比均有所下降，完成年度计划的 80%和 81%。

存在一定资金压力

公司土地储备规模较大，部分项目开发周期较长，综合考虑公司的在建项目规模、每年投资支出计划、到期债务及签约销售金额等情况，公司存在一定资金压力。

部分商业物业去化率和租金水平较低

公司在三线城市存在一定规模的可售及可租商业物业，部分商业项目去化率及租金水平相对较低，加之目前商业地产行业竞争激烈及受新冠疫情影响，需关注公司可售商业物业的去化情况及自持物业的盈利能力。

5．未来发展

公司未来将完善项目布局，提升世茂广场经营能力，战略较为可行。

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、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。

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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2018－2019年度合并财务报表均已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见，公司2020年1－3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新财务准则。

2019年，公司发生非同一控制下企业合并增加子公司3家，同一控制下企业合并增加子公司1家，新设子公司24家，清算注销子公司1家。截至2019年底，公司纳入合并财务报表范围子公司共计164家。由于公司对同一控制下企业合并追溯调整财务数据，本报告2018年度财务数据使用2019年审计报告的期初数据，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 1,275.64 亿元，负债合计 793.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）482.04 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 253.83 亿元。2019 年，公司实现营业收入 214.49 亿元，净利润（含少数股东损益）38.41 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 24.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 47.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,303.42 亿元，负债合计 821.37 亿元，所有者权益

（含少数股东权益）482.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益 255.54 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 28.07 亿元，净利润（含少数股东损益）4.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.19 亿元。

2．资产质量

公司资产规模保持增长，资产构成以存货和投资性房地产为主。公司存货区域分布较好，但部分三线城市商业项目销售去化需要关注；公司投资性房地产规模较大，存在公允价值波动风险。公司资产受限比例一般，资产质量较好。

截至2019年底，公司资产总额1,275.64亿元，较年初增长17.77%，主要系非流动资产增加所致。从资产构成看，公司流动资产占57.60%、非流动资产占42.40%，非流动资产占比较年初有所上升。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 734.79 亿元，较年初增长 2.38%，以货币资金（占 17.46%）、预付款项（占 7.20%）和存货（占 66.27%）为主。

截至2019年底，公司货币资金128.27亿元，较年初增长23.94%，主要系自持物业投资减少，公司为新增项目建设储备资金所致；公司货币资金以银行存款为主（占97.21%），其中受限规模为7.35亿元，主要为保证金和借款质押存单，货币资金受限规模较小。公司预付款项为52.87亿元，较年初大幅增长72.69%，主要系新增对珠海项目预付土地款所致；从期限构成看，一年以内的预付款项占69.20%；前五名金额占96.58%，主要欠款方为地方财政局或自然资源局。公司存货账面价值486.94亿元，较年初下降10.19%，主要系公司将深圳龙岗项目自持部分转入投资性房地产所致；公司存货中开发成本占74.75%，开发产品占25.13%，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；公司存货城市分布较好，但在部分三线城市存在一定规模商业，需对公司商业项目去化情况予以关注；截至2019年底，公司因借款抵押而受限的存货账面价值为297.17亿元，占存货账面价值的61.03%，受限比例较高。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产合计540.85亿元，较年初增长47.99%，主要系深圳龙岗项目部分转入投资性房地产所致。公司非流动资产以投资性房地产（占87.36%）为主。

公司投资性房地产采用公允价值计量。截至 2019 年底，公司投资性房地产 472.50 亿元，较年初增长 58.30%，主要系深圳龙岗项目、长沙世茂项目等从存货转入所致；公司投资性房地产规模较大，存在一定公允价值波动风险。公司受限投资性房地产账面价值为 115.10 亿元，占投资性房地产账面价值的 24.36%，受限比例尚可。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 430.71 亿元，占总资产的 33.76%，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 7.35 亿元、297.17 亿元、10.00 亿元、1.08 亿元和 115.10 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 1,303.42 亿元，较年初增长 2.18%，资产规模和结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主；债务规模有所增长，整体债务负担较轻，但

2020 年存在一定的短期偿债压力。

截至 2019 年底，公司负债规模为 793.60 亿元，较年初增长 24.93%。其中流动负债占 78.89%，非流动负债占 21.11%；公司负债结构仍以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债合计626.08亿元，较年初增长40.59%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占20.37%）、预收款项（占7.62%）、应交税费（占13.05%）、其他应付款（占39.84%）和一年内到期的非流动负债（占14.81%）构成。

截至2019年底，公司应付账款为127.51亿元，较年初增长26.04%，主要系应付工程款增加所致。公司预收款项47.69亿元，较年初下降12.05%，主要系物业销售规模下降所致。公司应交税费为81.71亿元，较年初增长16.03%，主要系企业所得税、增值税和土地增值税等税费增加所致。公司其他应付款249.44亿元，较年初增长56.48%，主要系公司与股东及同一控制下关联企业往来款大幅增加所致，其中公司应付世茂建设款项118.41亿元，主要为关联往来款。公司一年内到期的非流动负债合计92.72亿元，较年初增长119.91%，主要系长期借款及已发行债券“17世茂G1”“17世茂G2”“17世茂G3”和“17沪世茂MTN001”等于一年内到期转入所致。

截至2019年底，公司非流动负债合计167.52亿元，较年初下降11.80%，主要由长期借款（占34.05%）、应付债券（占35.66%）和递延所得税负债（占29.68%）构成。

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

截至2019年底，公司应付债券余额为59.73亿元，较年初下降23.09%，主要系部分发行的债券转入一年内到期的非流动负债所致。截至2020年3月底，公司存续债券余额共计140.00亿元，其中于2020年下半年到期40.00亿元、回售10.00亿元，2021年到期15.00亿元，2022年到期45.00亿元、回售5.00亿元，2023年到期25.00亿元。

表11　截至2020年3月底公司存续债券概况（单位：年、%、亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	票面利率	债券余额
17世茂G1	2017.07.11	3	4.95	25.00
17世茂G2	2017.09.20	3	5.15	10.00
17世茂G3	2017.10.17	3	5.19	5.00
18沪世茂MTN001	2018.02.06	3	6.43	8.00
18沪世茂MTN002	2018.03.06	3	6.33	7.00
18沪世茂MTN003	2018.12.14	3（2+1）	5.00	10.00
19世茂G1	2019.01.14	3	4.65	20.00
19世茂G2	2019.03.15	3	4.64	10.00
19世茂G3	2019.05.20	3	4.15	5.00
19沪世茂MTN001	2019.10.18	3	4.24	10.00
20沪世茂MTN001	2020.01.08	3	4.12	5.00
20沪世茂PPN001	2020.01.17	3（2+1）	4.50	5.00
20世茂G1	2020.03.03	3	3.60	20.00
合计		--	--	**140.00**

资料来源：Wind

截至 2019 年底，公司全部债务 236.25 亿元，较年初增长 14.99%，主要系公司新发行债券以及开发贷增加所致；其中短期债务占 50.47%，长期债务占 49.53%，短期债务规模较大。债务比率方

面，截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.21%、32.89%和 19.53%，较年初分别增加 3.57 个百分点、1.45 个百分点和下降 5.02 个百分点。整体看，公司债务负担较轻，但因 2020 年到期的债券规模较大，公司短期债务规模偏大。

从公司债务期限分布看，截至 2019 年底，公司债务主要集中在 2020 年到期，且当年存在较大规模的债券到期（含回售 10.00 亿元），公司在 2020 年存在一定债券偿付压力。

表 12　截至 2019 年底公司债务分布概况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
短期借款	4.00	--	--	--	**4.00**
应付票据	12.53	--	--	--	**12.53**
其他流动负债	9.99	--	--	--	**9.99**
长期借款	29.80	11.53	10.12	35.39	**86.84**
应付债券	62.92	14.96	44.78	--	**122.66**
合计	**119.25**	**26.49**	**54.90**	**35.39**	**236.02**

注：1. 上表中债务未包括长期应付款中有息部分。2. 债券按照回售日全部到期计算。3. 各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致
资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债 821.37 亿元，较年初增长 3.50%，负债规模和结构较年初变化不大。债务方面，截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 251.02 亿元，较年初增长 6.25%，主要系银行借款增加及新发行债券所致。其中短期债务 79.40 亿元，较年初下降 33.42%，主要系公司偿还部分所致。截至 2020 年 3 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 63.02%、34.24%和 26.25%，分别较年初增加 0.80 个、1.35 个和 6.72 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 482.04 亿元，较年初增长 7.61%，其中归属于母公司所有者权益占 52.66%，少数股东权益占 47.34%。归属于母公司所有者权益中，股本占 14.78%、资本公积占 3.07%、其他综合收益占 14.91%、未分配利润占 64.25%、盈余公积占 2.99%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 482.05 亿元，规模和结构较年初变化不大。

4．盈利能力

2019年，公司收入保持增长，但利润有所下滑，投资性房地产公允价值变动收益对营业利润有一定影响；公司整体盈利能力尚可。

2019年，公司实现营业收入214.49亿元，同比增长3.75%；营业利润53.58亿元，同比下降21.51%，主要系住宅和商业地产销售毛利率下降所致；净利润38.41亿元，同比下降18.72%。

从期间费用看，2019年，公司费用总额为17.61亿元，同比增长9.54%，主要系业务规模及债务规模扩大导致销售费用、管理费用及财务费用均有所增长所致；其中销售费用、管理费用和财务费用分别为7.53亿元、7.76亿元和2.32亿元,。2019年，公司销售费用同比增长6.72%，主要系公司销售人员薪酬和营销及企划费增加所致；管理费用同比增长11.89%，主要系管理人员薪酬及行政费用增加所致；财务费用同比增长11.25%，主要系公司债务规模扩大，费用化利息支出增加所致。

2019年，公司公允价值变动收益为10.18亿元，同比增长13.20%，主要系公司投资性房地产公允价值增值所致；公司公允价值变动收益占营业利润的19.00%，对营业利润有一定影响。

2019年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为28.21%、6.11%、4.83%和8.26%，较上年分别下降7.49、2.41、2.09和3.64个百分点，主要系毛利率及利润下降所致。

2020 年 1－3 月，公司营业收入 28.07 亿元，同比下降 11.91%，主要系因疫情影响，结转项目及租金收入减少所致；净利润 4.87 亿元，同比增长 37.34%，主要系综合毛利率下降所致。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金保持净流入，投资活动现金净流出大幅减少，考虑到公司在建项目仍需较大投资及债务到期，以及公司关联方为其提供较大规模的资金往来支持，筹资压力尚可。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入为 307.72 亿元，同比微增 0.59%；经营活动现金流出为 260.61 亿元，同比下降 2.08%，主要系当期房地产项目购地支出有所下降所致。受上述因素影响，2019 年公司经营活动现金流净额为 47.11 亿元，同比增长 18.41%。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入 11.80 亿元，同比增加 11.11 亿元，主要系当期购买子公司收到的现金净额大幅增加所致；投资活动现金流出为 19.49 亿元，同比下降 82.40%，主要系 2018 年支付深圳龙岗项目自持部分土地款，2019 年无此项支出所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出规模大幅减少至 7.70 亿元。

筹资活动方面，2019 年公司筹资活动现金流入 402.47 亿元，同比增长 53.27%，主要系当期公司取得借款增加所致；筹资活动现金流出为 421.67 亿元，同比增长 133.11%，主要系公司偿还债务规模增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动产生的现金流净额为-19.20 亿元，转为净流出。

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

6．偿债能力

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

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，公司流动比率为 1.17 倍，较年初的 1.61 倍有所下降，主要系深圳龙岗项目自持部分转入投资性房地产所致；速动比率为 0.40 倍，较年初 0.39 倍变化不大。截至 2019 年底，公司现金短期债务比为 1.08 倍，较年初的 1.73 倍有所下降，公司现金类资产对短期债务的保护能力尚可。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.26 倍、0.40 倍和 1.50 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 58.12 亿元，同比下降 17.61%，主要由利润总额（占 92.04%）和计入财务费用的利息支出（占 5.95%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 2.72 倍和 0.25 倍，较上年的 6.94 倍和 0.34 倍有所下降，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力尚可。总体看，公司长期偿债能力尚可。

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

未决诉讼方面，截至2019年底，公司存在3笔涉诉金额在5,000万以上的未决诉讼。①2015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（以下简称“中行杭州经开区支行”）向浙江省高级人民法院提出民事诉状，要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司（以下简称“杭州世茂

世纪”）所欠贷款及利息共计3.90亿元承担连带保证责任。2018年11月16日，浙江省高级人民法院作出民事判决，判决杭州世茂世纪归还中行杭州经开区支行贷款本金3.80亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费。公司承担连带保证责任，并有权向杭州世茂世纪追偿。公司已向中华人民共和国最高人民法院申请上诉，截至2019年底，尚在审理中。②北京城建集团有限责任公司（以下简称“北京城建集团”）于2015年1月向辽宁省高级人民法院提出民事诉状，要求判令公司子公司沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司（以下简称“沈阳世茂”）按照双方签订的《沈阳世茂五里河商业广场T3—T5及S3楼总承包合同》支付工程进度款1.99亿元及进度奖励款1,000万元。对于上述民事诉讼，沈阳世茂提出民事反诉讼，要求判令解除与被反诉人签订的《沈阳世茂五里河商业广场T3—T5及S3楼总承包合同》，并要求被反诉人赔偿因其逾期完工产生的违约金0.69亿元及逾期撤场违约金300万元。辽宁省高级人民法院于2017年6月29日下达《民事裁定书》，对于北京城建集团的财产保全申请依法在1.92亿元的限额内予以支持，冻结沈阳世茂的银行账户存款1.92亿元或查封其等值财产，冻结北京城建集团银行账户存款7,000万元。截至2019年底，上述案件尚在一审审理中。③江苏省泗洪县人民法院于2016年10月17日判决泗洪金陵置业有限公司应支付苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司6,330.65万元及相关违约金、资金占用补偿费与利息；杭州世茂世纪就上述付款义务承担连带担保责任。江苏省宿迁市中级人民法院于2018年12月26日作出裁定追加公司为本案执行人，并在相应资金及利息范围内承担清偿责任，江苏省宿迁市中级人民法院于2018年度从公司银行账户扣划8,308.43万元。针对该案件，公司拟向最高人民法院申请再审。综上，公司存在一定的或有负债风险。

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

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2020年4月8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。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成以往来款和子公司股权投资为主，利润主要体现为投资收益，母公司层面债务负担尚可，但 2020 年存在较大债券偿付压力。

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

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

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

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

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

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2019 年底，公司现金类资产达 128.95 亿元，为“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”“17 世茂 G3”“19 世茂 G1”“19 世茂 G2”“19 世茂 G3”和“20 世茂 G1”待偿本金（95.00 亿元）的 1.36 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 482.04 亿元，为债券待偿本金（95.00 亿元）的 3.74 倍。公司现金类资产和净资产能够对“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”“17 世茂 G3”“19 世茂 G1”“19 世茂 G2”“19 世茂 G3”和“20 世茂 G1”债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况看，2019 年，公司 EBITDA 为 58.12 亿元，为债券待偿本金（95.00 亿元）的 0.61 倍，公司 EBITDA 对“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”“17 世茂 G3”“19 世茂 G1”“19 世茂 G2”“19 世茂 G3”和“20 世茂 G1”债券的覆盖程度较高。

从现金流情况看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 307.72 亿元，为债券待偿本金合计（95.00 亿元）的 3.24 倍，公司经营活动现金流入量对“17 世茂 G1”“17 世茂 G2”“17 世茂 G3”“19 世茂 G1”“19 世茂 G2”“19 世茂 G3”和“20 世茂 G1”债券的覆盖程度高。

综合上述分析，并考虑到公司作为国内商业地产开发运营知名企业，土地储备质量较好，开发规模较大，租金收入稳步上升，具备较强的综合竞争力。联合评级认为，公司对“17世茂G1”“17世茂G2”“17世茂G3”“19世茂G1”“19世茂G2”“19世茂G3”和“20世茂G1”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司保持其在商业地产开发运营经验、品牌知名度等方面具备的优势。公司土地储备较为充足且质量较高，自持物业租金收入稳步增长，债务负担保持较轻水平，整体经营稳健。同时，联合评级也关注到行业竞争、新冠疫情等影响商业地产出租及销售，公司存在一定资金压力和短期偿债压力，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较优越，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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“17世茂G1”“17世茂G2”“17世茂G3”“19世茂G1”“19世茂G2”“19世茂G3”和“20世茂G1”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　上海世茂股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	919.19	1,083.20	1,275.64	1,303.42
所有者权益（亿元）	346.55	447.94	482.04	482.05
短期债务（亿元）	39.13	59.72	119.25	79.40
长期债务（亿元）	138.67	145.74	117.01	171.62
全部债务（亿元）	177.79	205.45	236.25	251.02
营业收入（亿元）	186.69	206.74	214.49	28.07
净利润（亿元）	37.16	47.26	38.41	4.87
EBITDA（亿元）	56.10	70.55	58.12	--
经营性净现金流（亿元）	42.49	39.78	47.11	-7.94
流动资产周转次数（次）	0.36	0.32	0.30	--
存货周转次数（次）	0.34	0.27	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.21	0.18	--
总资本收益率（%）	7.96	8.52	6.11	--
总资产报酬率（%）	6.41	6.92	4.83	--
净资产收益率（%）	11.53	11.90	8.26	--
营业利润率（%）	31.90	35.70	28.21	34.75
费用收入比（%）	7.32	7.77	8.21	10.06
资产负债率（%）	62.30	58.65	62.21	63.02
全部债务资本化比率（%）	33.91	31.44	32.89	34.24
长期债务资本化比率（%）	28.58	24.55	19.53	26.25
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	6.94	2.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.34	0.25	--
流动比率（倍）	1.46	1.61	1.17	1.26
速动比率（倍）	0.69	0.39	0.40	0.40
现金短期债务比（倍）	2.31	1.73	1.08	1.50
经营现金流动负债比率（%）	10.81	8.93	7.52	-1.33
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.59	0.74	0.61	--

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。4．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（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-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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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

全部债务=长期债务+短期债务

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 3　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（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。