

信用等级公告

联合〔2020〕2639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 2020 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 2020 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：

二〇二〇年八月十四日

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

公开发行 2020 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

本期发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

本期债券期限：2 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 8 月 14 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（%）	11.27	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/本期发债额度（倍）	5.61	7.05	5.81	--

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说明均为合并口径；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. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化

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知名企业和世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”；股票代码：0813.HK）下属商业地产开发运营主体，在开发运营经验、品牌知名度等方面所具备的优势。公司土地储备较为充足且质量较高，自持物业所处区域较好、出租率较高、租金收入持续增长，债务负担较低，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. 商业地产开发经验丰富，品牌知名度较高。公司系国内商业地产开发运营知名企业，自 2007 年起专注开发运营综合性商业地产项目，具有多年商业地产开发经验，并先后获得“商业地产企业品牌价值 10 强”“2018—2019 中国商业地产年会卓越企业”等荣誉，其“世茂”品牌知名度较高。

2. 土地储备规模较充裕、质量较高。截至 2019 年底，公司土地储备较为充足，且主要分布在二线城市，土地储备质量较高，可持续经营能力强。

3. 自持物业运营良好。公司自持商业物业所处区域较好，近三年平均出租率超过 87%，

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。

4. 债务负担较轻。近三年，公司全部债务资本化比率保持在35%以下，债务负担处于较轻水平。

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率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、每年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

罗星驰 登记编号（R0040218050005）

卢 瑞 登记编号（R0040219010003）

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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

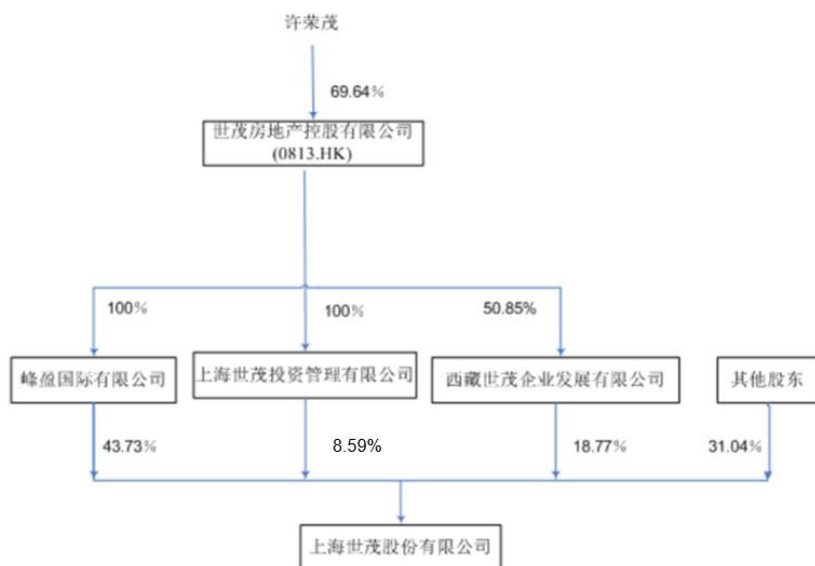

罗明 书瑞
联合信用评级有限公司

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，股票简称更名为“世茂股份”。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2020年3月底，公司股本为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（具体如下图所示）。

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6月底，公司实际控制人许荣茂间接控制公司股份27.44亿股，其中处于质押状态的公司股份数为4.30亿股（通过股东西藏世茂企业发展有限公司所质押的股份数为4.30亿股），占其所持有公司股份的15.67%，质押比例尚可。

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2020年3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、中央采购部等17个职能部门（详见附件1），公司纳入合并财务报表范围子公司合计171

家。截至 2019 年底，公司拥有在职员工合计 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

经中国证监会“证监许可〔2019〕1550 号”核准，公司将在中国境内向合格投资者公开发行不超过 40 亿元的公司债券。本次债券名称为“上海世茂股份有限公司公开发行 2020 年公司债券”（以下简称“本次债券”），发行总额不超过 40.00 亿元（含），采用分期发行方式。本期债券为第三期，债券名称为“上海世茂股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第三期）”（以下简称“本期债券”），发行总额不超过 10.00 亿元（含），发行期限为 2 年，本期债券面值人民币 100 元，按面值平价发行。本期债券面向符合《公司债券发行与交易管理办法》及其他相关管理办法规定的合格投资者公开发行。本期债券为固定利率，票面利率将根据市场询价结果，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。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 特殊条款

（1）交叉违约及措施

事件：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，且对本期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期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期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，促使公司偿还本期债券本息；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期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，宣布本期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. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还存量公司债务。

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。

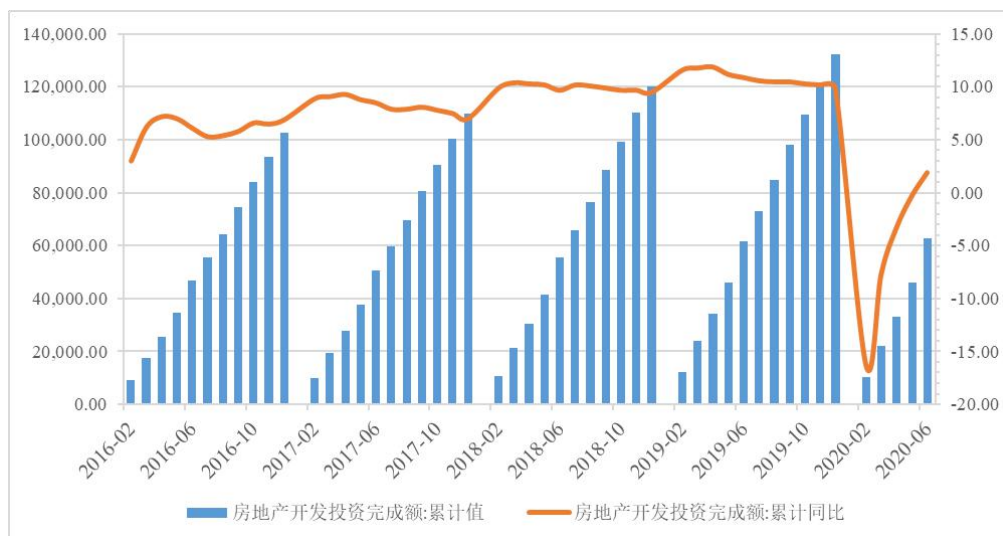
1. 行业概况

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。受国家政策导向的影响，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。受新冠疫情影响，2020 年一季度，房地产开发投资首次出现负增长；随着陆续复工，于上半年恢复正增长，但办公楼和商业营业用房投资仍然负增长。

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。经过二十几年的发展，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，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持高位。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。2020 年 1—3 月，全国房地产开发投资累计完成 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，在新冠疫情影响下首次出现负增长；随着 3 月以来陆续复工，投资情况明显好转，2020 年 1—6 月，全国房地产开发投资累计完成额同比增长 1.90%，累计增速于年内首次转正。

图2 2016—2019年及2020年1—6月全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）

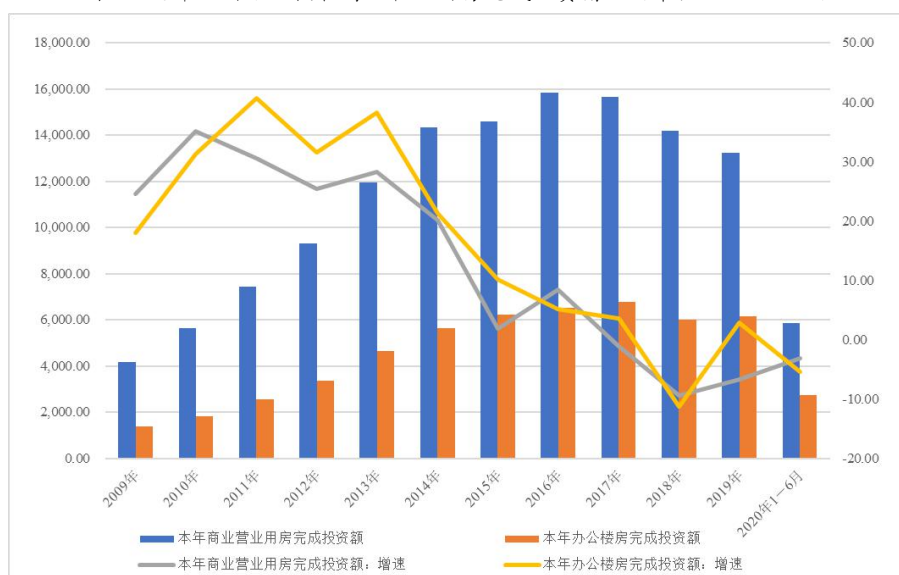


资料来源：Wind，联合评级整理

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。2019年，我国商业营业用房完成投资额1.32万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%；办公楼开发投资完成额0.62万亿元，当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

图3 近年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：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，2019年增速分别为-6.70%和2.80%。2020年1—6月，受疫情影响，商业营业用房和办公楼完成投资额同比分别下降3.10%和5.40%。

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。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

近三年，随着土地供应量增加及调控政策影响，土地出让金总额持续走高，但成交土地溢价率有所回落，房地产开发企业拿地趋于理性；2020年1—6月，受疫情影响，土地市场先抑后扬，房企拿地更加聚焦一二线城市。

土地是房地产开发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、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业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。

根据中指数据统计的全国300城市土地市场数据，2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，带动土地成交面积及土地出让金总额上扬，整体溢价率下滑明显。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，楼面均价及溢价率均有所下滑；

二线城市土地供应与成交面积与上年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较上年明显收窄，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，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%；但整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线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。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长28%和18%，溢价率较上年同期增加1个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

2020年1—6月，全国300个城市土地供应同比微增，成交面积小幅下降，各线城市楼面均价上扬带动整体楼面均价同比增长16%，进而土地出让金总额收涨一成，土地溢价率继续走低。受疫情影响，全国土地市场上半年先抑后扬，3月后土地市场热度较高，房企拿地更加聚焦一二线城市。分城市看，一线城市在北京、上海和广州优质地块出让带动下，土地市场主要指标除溢价率小幅下降外均同比增长，其中土地出让金同比大幅增长57%；二线城市土地供求同比较稳定，但溢价率同比下滑4个百分点；三四线城市供应同比基本不变，但成交面积下降11%，成交均价同比走高，上涨18%。

表1 2017—2019年及2020年1—6月全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
推出面积	111,907	128,440	129,816	58,180
同比	8	20	1	1
成交面积	95,036	105,492	106,568	46,535
同比	8	14	-1	-7
出让金	40,623	41,773	50,294	25,422
同比	38	2	19	10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,871
同比	26	-11	17	16
土地平均溢价率	29	13	13	15
同比	下降14个百分点	下降16个百分点	下降0.02个百分点	下降3个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2019年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。2020年1—6月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力仍较大。

2016年为去库存，信贷政策相对宽松，但随着去库存取得进展及部分城市房价上涨严重，调控政策相继出台，2017年房地产开发企业融资渠道再度收紧。2017年，房地产开发企业到位资金156,052.62亿元，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25,241.76亿

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50,872.21亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770.46亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,693.57亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906.31亿元，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，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019年4月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019年5月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%，增速较上年提高1.20个百分点。其中国内贷款资金同比增长5.10%，自2019年8月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长10.70%和15.10%，增速较前11月有所回升。

2020年3月3日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4月17日的中央政治局会议也重申“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”。预计2020年房企融资环境很难出现大幅松动。2020年1—6月，房地产开发企业到位资金83,344.37亿元，同比下降1.90%，主要系受疫情影响，销售下滑，定金及预收款下降所致；在融资环境不放松及受疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力，但随着销售逐步回暖，房企到位资金将有所改善。

（3）市场供需情况

2017年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。2020年1—6月，房地产销售受新冠疫情影响降幅明显，但复工以来销售逐步回归正常。在我国经济减速转型的背景下，近年来商业地产销售下行。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降；但不同城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场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781,483.73万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486.41万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923.00万平方米，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%。

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，

同比增长 1.30%，增速较上年下滑 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%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年末减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）

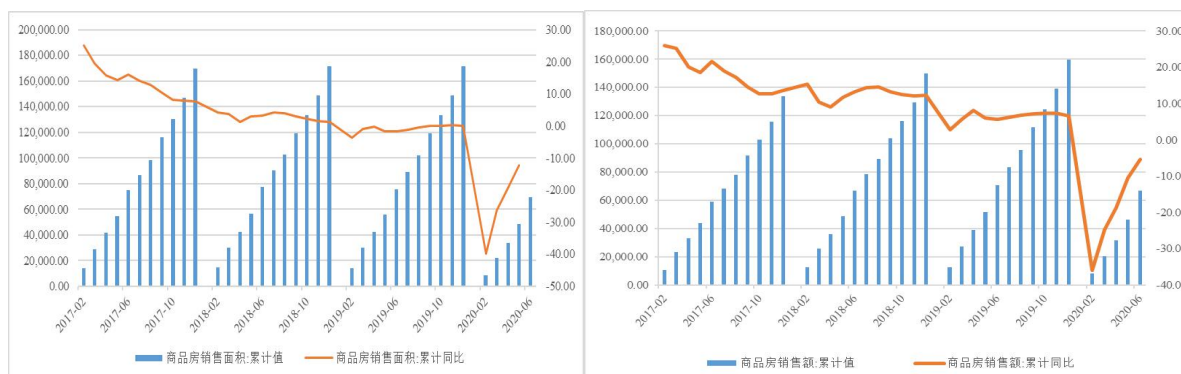


注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行模拟代替
资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，增速较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长；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，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

2020 年初新冠疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020 年 1—3 月，全国商品房销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%，下降幅度为近二十年来新高，但好的一面是 3 月以来的逐步复工，销售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至 5 月，楼市已现强劲复苏，5 月单月销售面积同比增长 9.66%，基本回归至常态水平。2020 年 1—6 月，全国商品房销售面积同比下降 8.40%、销售金额同比下降 5.40%，下降幅度进一步缩窄。

图5 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

从商业地产供求情况看，2009年以来，办公楼及商业营业用房的竣工面积和销售面积均波动增长，并均在2017年达到近年最高值，后随着整体房地产行业增速放缓，以及宏观经济影响开始下行。2019年，全国办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比微增1.01%，办公楼销售面积3,722.76万平方米，同比下降14.68%，商业营业用房竣工面积10,814.18万平方米，同比下降3.95%，商业营业用房销售面积10,172.87万平方米，同比下降15.02%。2016年之前办公楼及商业营业用房整体呈供过于求状况，2016年之后行业去库存背景下，供求关系开始改善。2020年1—6月，受疫情影响，商业营业用房和办公楼销售面积及竣工面积均大幅下降，且在复工推迟、施工受阻情形下，商业营业用房和办公楼销售面积均超过竣工面积。

图6 2009—2019年及2020年1—6月全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、%）



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
资料来源：Wind，联合评级整理

（4）销售价格情况

2017年和2018年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数2019年虽有上涨但增速逐步回落。2020年6月，一线和三线城市价格有所抬升，二线城市价格小幅调整。

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。

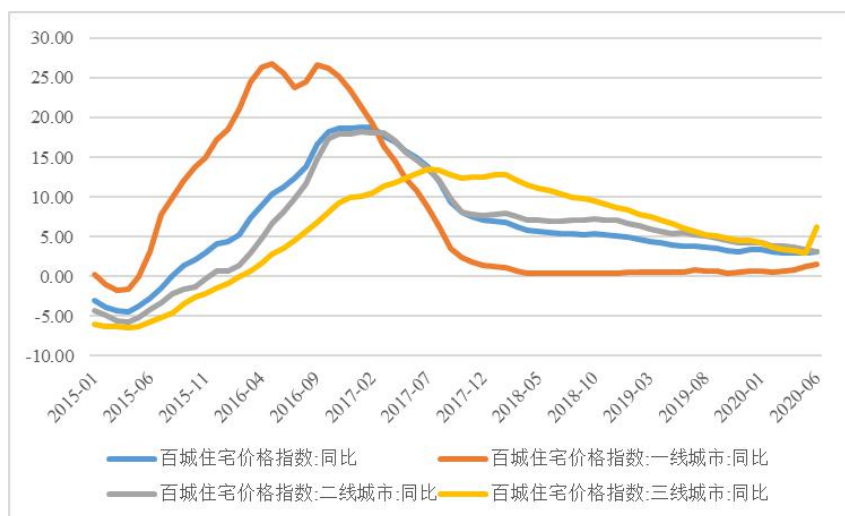
2018年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长0.40%、二线城市同比增长7.08%、三线城市同比增长8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

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，百城住宅价格指数

数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数增速同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数增速同比收窄 4.11 个百分点。

2020 年 6 月，百城住宅价格指数上涨 3.16%，增幅较上年同期下降 0.71 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较去年底提升 0.88 个百分点，三线城市住宅价格指数同比有所反弹，二线城市继续小幅向下调整。

图 7 2015 - 2019 年及 2020 年 1 - 6 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3. 行业竞争

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。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%，分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，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。

表 2 2017 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

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开发企业集

中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2020 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	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

2017年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，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。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
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《政府工作报告》提出“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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年12月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020年3月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限1年
2020年5月	2020年两会《政府工作报告》提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”

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”。2017年12月，中央经济工作会议指出“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”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

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”。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”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“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。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议继续重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

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16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。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5月，两会《政府工作报告》中再提“房住不炒”及“因城施策”。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，为减少疫情对地产影响，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。2020年7月上旬，杭州、东莞及宁波相继出台政策加强楼市调控；2020年7月15日，深圳市住建局出台《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，涉及调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷等调控措施，深圳楼市政策收紧。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大

鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

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。

房地产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。

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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司具有较高的知名度和品牌优势，在商业地产行业具备较强的综合竞争能力；充足的土地储备为公司后续发展提供了有力支持和保障。

公司是集商业地产开发、销售、运营等于一体的综合地产上市公司，拥有房地产开发一级资质。公司聚焦长三角、环渤海经济圈和海西地区内的一、二线经济发达城市，在上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波、珠海、昆明、重庆等30多个城市运营多处大型商业综合体及住宅地产项目。

经过多年的发展，“世茂”品牌在全国具有较高的知名度，公司曾获“2018《财富》中国500强第397位”“2018中国商业地产年会第八届中国商业地产年会卓越企业”“第九届（2019）IF•商业地产年会卓越企业”等荣誉。公司作为港股上市公司世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”，证券代码：0813.HK）在国内主要的商业地产开发运营平台，可得到其在土地获取、资金等方面的支持。世茂集团在国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院发布的2018—2020年中国地产百强企业中分别位列第14名、第15名和第15名，在克而瑞研究中心发布的2017—2019年中国房地产企业销售榜单（全口径金额）中分别位列第16名、第11名和第9名。

截至2019年底，公司土地储备项目总建筑面积约1,892.00万平方米，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。

2. 人员素质

公司核心管理团队从业经验丰富，员工素质普遍较高，能够满足目前经营需要。

公司现有董事9人，监事5人，高级管理人员4人（董事兼任1人）；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。

公司实际控制人、董事长许荣茂先生，1950年生，研究生学历。许荣茂先生在物业发展、物业投资及酒店经营业务方面拥有超过25年经验，主要负责世茂集团和旗下公司的整体策略规划和业务管理，现任世茂集团董事会主席、公司董事长等职务。

公司董事、总裁吴凌华先生，1963年生，硕士学历。吴凌华先生曾任华润置地有限公司商业地产事业部常务副总经理、华润置地（南宁）有限公司副总经理、华润（深圳）有限公司华润中心总经理、公司副总裁，现任公司董事、总裁。

截至2019年底，公司共拥有在职员工2,318人，从专业构成看，销售人员占11.26%，技术人员占74.68%，财务人员占7.89%，行政人员占6.17%。从学历结构看，硕士及以上学历占10.14%，大学本科学历占44.13%，大学专科学历占24.59%，大专以下学历占21.14%。从年龄构成看，30岁以下员工占29.90%；30~40岁员工占50.47%；40~50岁员工占15.92%，50岁以上员工占3.71%。

五、公司管理

1. 治理结构

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。

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，并在董事会内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。

2. 管理体制

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。

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2019年底，公司内设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部等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。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于商业物业开发运营和住宅销售，总体收入稳步增长，但受结转项目结构变化影响，公司住宅销售毛利率逐年下降，带动综合毛利率逐步下降。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。

公司主要从事综合房地产开发与销售、商业物业管理与经营等业务，近年来经营情况较好。2017—2019年，公司营业收入分别为186.69亿元、206.74亿元和214.49亿元，呈逐年增长的态势，年均复合增长7.19%；其中2018年同比增长10.74%，主要系商业地产结转收入大幅增长所致；公司净利润分别为37.16亿元、47.26亿元和38.41亿元，波动增长，其中2019年同比下降18.72%，主要系住宅和商业地产销售毛利率下降所致。

从营业收入构成来看,公司业务收入主要来自于住宅销售和商业物业运营,近三年占比保持 96% 以上,主营业务突出。2017—2019 年,受住宅地产竣工交付进度影响,公司住宅销售收入波动下降,年均复合下降 7.31%。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增长,其中 2018 年公司商业地产销售收入 65.83 亿元,同比大幅增长 329.98%,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;2017—2019 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。公司其他板块收入占比较小,对营业收入影响不大。

从毛利率情况来看,2017—2019 年,公司住宅销售毛利率逐年下降,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。公司商业地产销售毛利率波动较大,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逐年增长,整体处于较高水平。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,公司综合毛利率逐年下降。

表 5 2017—2019 年公司营业收入构成及毛利率情况(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:1. 各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致。2. 2018 年,公司影院业务收入为 8.47 万元
资料来源:公司年报,联合评级整理

2020 年 1—3 月,公司营业收入 28.07 亿元,同比下降 11.91%,主要系受疫情影响,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. 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、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

公司土地储备较为充足,主要分布在长三角、环渤海、海西及华南等地区二线城市,土地储备质量较好。

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”和收并购为主。

拿地方式上，2017年和2018年公司以招拍挂方式为主，2019年加大收购力度，通过收并购泰禾集团股份有限公司、重庆爱普地产（集团）有限公司等企业项目补充土地储备。从土地获取情况来看，2017年，公司主要新增深圳龙岗项目，该项目地处深圳市龙岗区龙城街道，总建筑面积约137万平方米，土地楼面均价17,547.00元/平方米，带动公司当年土地支出及平均楼面均价处于较高水平；考虑到该项目位于深圳市核心地段，地理位置具有稀缺性，其土地成本较为合理。2018年，公司新增土地建筑面积224.41万平方米，分布在深圳、泉州、荆门和长沙四个城市，土地成本相对较低。2019年，公司主要在济南、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6 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集团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，以二线城市为主。截至2019年底，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7 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，公司存在较大的资金压力。

2017—2019 年，公司新开工面积波动增长，其中 2019 年大幅增长 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，公司竣工面积有所波动。2017—2019 年，公司期末在建面积逐年增长，保持较大规模。

表 8 2017-2019 年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期新开工面积（万平方米）	167.48	151.34	255.30
当期竣工面积（万平方米）	65.75	104.58	96.70
期末在建面积（万平方米）	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 9 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 年	2021 年	2022 年
天津世茂悦府项目	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

近年来，公司销售面积和销售金额波动增长，2019 年销售金额受深圳龙岗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。

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，2017—2019 年，公司物业签约销售面积波动增长，其中 2018 年同比增长 25.17%，主要系公司当年推动厦门、石狮、济南、南京、泉州、宁波、天津、青岛、苏州等多处项目的销售所致；2019 年有所下降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所致。2017—2019 年，公司协议销售均价稳步增长。受上述因素影响，2017—2019 年，公司签约销售金额波动增长。2019 年，公司签约销售面积及金额分别完成 2019 年度计划的 80%和 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，2017—2019 年，公司结转收入面积波动下降，结转收入金额持续增长，其中 2019 年结转住宅项目收入增加主要系结转售价较高的南京项目所致。

表 10 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 11 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	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

近年来，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。

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。

2017—2019 年，公司自持物业可租面积较为稳定，其中 2019 年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。公司自持物业中办公楼和广场出租率稳步上升，其他物业出租率有所波动，综合出租率保持在 87% 以上，整体出租率较高。受益于租金水平的持续增长，2017—2019 年，公司租金收入规模稳定增长。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%。

表 12 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

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。

单位租金方面，截至 2019 年底，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，公司主要自持物业可租面积 70.78 万平方米，物业出租收入 6.74 亿元，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 13 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。

2017—2019 年，公司关联交易包括关联方提供服务 and 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 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. 经营效率

公司经营效率一般。

2017—2019 年，受公司存货增长及深圳龙岗项目逐步施工部分转入投资性房地产影响，公司流动资产周转次数、总资产周转次数和存货周转次数均呈下降态势，流动资产周转次数分别为 0.35 次、0.32 次和 0.30 次，总资产周转次数分别为 0.21 次、0.21 次和 0.18 次，存货周转次数分别为 0.33 次、0.27 次和 0.27 次。与同行业上市公司比较，公司经营效率指标处于一般水平。

表 14 2019 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	存货周转率次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
新城控股	0.31	0.27	0.22
大悦城	0.34	0.32	0.25
陆家嘴	0.26	0.40	0.17
世茂股份	0.27	0.30	0.18

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
资料来源：Wind

5. 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。

6. 未来发展

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

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、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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年度财务报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2017—2019年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，公司2020年1—3月财务数据未经审计。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，2018年，公司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；2019年，公司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；2020年1—3月，公司新增子公司4家。截至2020年3月底，公司纳入合并财务报表范围子公司共计171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2017年度和2018年度财务数据分别使用2018年和2019年审计报告的期初数据。公司新增子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额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

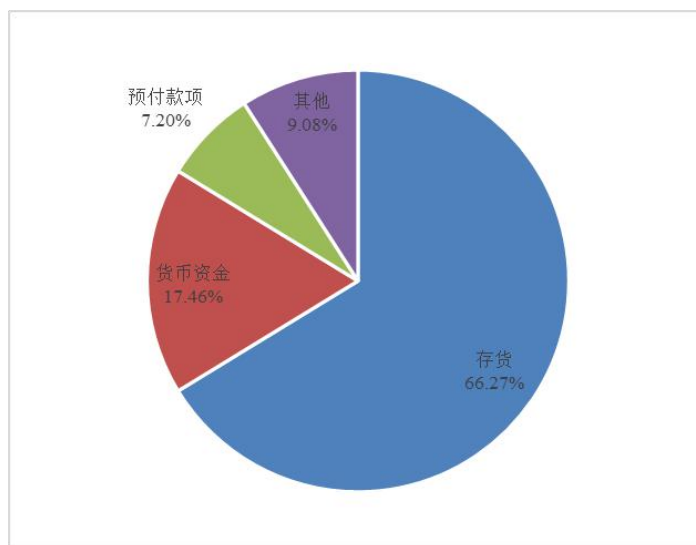
近三年，公司资产规模持续增长，资产构成以存货和投资性房地产为主。公司存货区域分布较好，但部分三线城市商业项目销售去化需要关注；公司投资性房地产规模较大，存在公允价值波动风险。公司资产受限比例一般，资产质量较好。

2017—2019年，公司资产规模呈逐年增加趋势，年均复合增长17.80%，系流动资产和非流动资产均增加所致。截至2019年底，公司资产总额1,275.64亿元，较年初增长17.77%。从资产构成看，公司资产结构中流动资产占57.60%、非流动资产占42.40%，流动资产占比较高。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长13.16%。截至2018年底，公司流动资产717.73亿元，较年初增长25.08%，主要系存货增加所致。截至2019年底，公司流动资产合计734.79亿元，较年初增长2.38%，主要构成如下图所示。

图8 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报，联合评级整理

2017—2019年，公司货币资金呈逐年增长趋势，年均复合增长19.12%。截至2018年底，公司货币资金为103.49亿元，较年初增长14.49%，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；截至2019年底，公司货币资金为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，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。2017—2019年，公司预付款项分别为141.86亿元、30.62

亿元和52.87亿元，波动较大，其中2018年底较年初大幅下降主要系将深圳项目预付土地款转为存货所致；2019年底较年初大幅增长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。

2017—2019年，公司存货呈波动增长态势，年均复合增长26.86%。截至2018年底，公司存货账面价值542.18亿元，较年初增长79.20%，主要系公司新增深圳龙岗项目所致；截至2019年底，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。公司存货主要位于二三线城市，且存在一定规模商业，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。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长25.14%，主要系投资性房地产增长所致。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%，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。2017—2019年，公司投资性房地产呈持续增长趋势，年均复合增长32.69%，主要系新增投资性房地产及评估增值所致。截至2019年底，公司投资性房地产为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

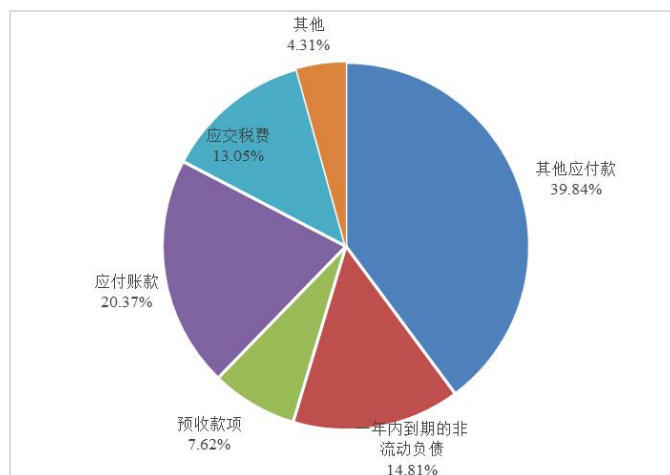
（1）负债

近年来，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；公司债务规模逐步增长，整体债务负担较轻，但债务结构有待优化，2020年存在一定的短期偿债压力。

2017—2019年，公司负债规模呈持续增加趋势，年均复合增长17.72%，主要系流动负债增加所致。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%；公司负债结构以流动负债为主。

2017—2019年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长26.20%。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；公司流动负债构成如下图所示。

图9 截至2019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。2017—2019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16.65%。截至2019年底，公司应付账款为127.51亿元，较年初增长26.04%。

2017—2019年，公司预收款项随着项目销售及结转情况波动增长，年均复合增长2.54%。截至2019年底，公司预收款项47.69亿元，较年初下降12.05%；从构成看，主要为预收售楼款（占93.87%）。

2017—2019年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长30.46%，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税费随之增加所致。截至2019年底，公司应交税费为81.71亿元，较年初增长16.03%。

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。2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长22.40%。截至2019年底，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。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长65.14%。截至2019年底，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。

2017—2019年，公司非流动负债波动下降，年均复合减少3.40%，主要系长期借款和应付债券综合变动所致。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。

2017—2019年，公司长期借款波动增长，年均复合增长6.89%。截至2018年底，公司长期借款为67.38亿元，较年初增长34.96%，主要系当年新开工深圳龙岗项目，增加开发贷款所致。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。截至2019年底，公司长期借款中抵押贷款占78.24%、保证借款占18.23%、质押借款占3.53%。

2017—2019年，公司应付债券逐年下降，年均复合下降17.41%。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15 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

2017—2019年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长11.05%，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。截至2019年底，公司递延所得税负债49.72亿元，较年初增长13.90%。

2017—2019年，公司全部债务持续增长，年均复合增长15.27%。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。2017—2019年，受权益和债务规模综合增长影响，公司资产负债率及全部债务资本化比率均小幅波动下降，资产负债率分别为62.30%、58.65%和62.21%，全部债务资本化比率分别为33.91%、31.44%和32.89%；长期债务资本化比率逐年下降，分别为28.58%、24.55%和19.53%。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16 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（占比 31.63%），较年初下降 33.42%，主要系公司偿还部分短期债务所致。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

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逐步扩大；但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 17.94%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。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

近三年，公司营业收入逐年增长，净利润受毛利率影响波动增长；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。

2017—2019 年，公司营业收入分别为 186.69 亿元、206.74 亿元和 214.49 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 7.19%，主要系地产销售结转收入增加所致。同期，公司营业成本逐年增长，年均复合增长 16.44%。2017—2019 年，公司净利润分别为 37.16 亿元、47.26 亿元和 38.41 亿元，波动增长，其中 2019 年同比下降 18.72%，主要系住宅和商业地产销售毛利率下降所致。

2017—2019 年，公司期间费用分别为 13.67 亿元、16.07 亿元和 17.61 亿元，年均复合增长 13.51%，主要系业务规模及债务规模扩大，费用支出增加所致。2017—2019 年，公司销售费用、管理费用和财务费用均逐年增长。其中，销售费用年均复合增长 10.94%，主要系公司销售人员薪酬和营销及企划费增加所致；管理费用年均复合增长 11.04%，主要系管理人员薪酬及行政费用增加所致；财务费用年均复合增长 35.93%，主要系公司债务规模扩大，费用化利息支出增加所致。

2017—2019 年，公司公允价值变动收益逐年增长，年均复合增长 20.58%，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 13.08%、13.17%和 19.00%，公司公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

2017—2019 年，公司营业利润率分别为 31.90%、35.70%和 28.21%，受毛利率影响波动下降；总资本收益率分别为 7.85%、8.52%和 6.11%，总资产报酬率分别为 6.31%、6.92%和 4.83%，净资产收益率分别为 11.27%、11.90%和 8.26%，上述指标均波动下降，主要系利润规模波动所致。与同行业公司比较，公司总资产报酬率与销售毛利率处于一般水平，净资产收益率处于较低水平。

表 17 2019 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	32.64	4.65	36.72
大悦城	41.20	5.47	17.44
陆家嘴	59.39	8.60	21.50
世茂股份	35.01	4.66	6.60

注：上述指标均源自 Wind，与联合评级在上述指标计算上存在公式差异
资料来源：Wind

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%，主要系综合毛利率上升所致。

5. 现金流

近年来，公司经营活动现金净流入波动增长，投资活动现金净流出规模在2019年大幅减少；受偿还债务规模增加影响，公司筹资活动现金流出逐年增加。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，2017—2019年，公司经营活动现金流入波动减少，分别为322.71亿元、305.93亿元和307.72亿元，主要系往来款规模波动下降所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出分别为280.23亿元、266.15亿元和260.61亿元，受土地款支付（深圳龙岗项目部分土地款于2018年支付）影响逐年下降。综上，2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为42.49亿元、39.78亿元和47.11亿元，净流入规模波动增长。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为0.45亿元、0.68亿元和11.80亿元，2019年大幅增长主要系当期购买子公司收到的现金净额大幅增加所致。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为45.18亿元、110.76亿元和19.49亿元，其中2018年大幅增长主要系支付深圳龙岗项目自持部分土地款所致。综上，2017—2019年，公司投资活动现金流量净额分别为-44.72亿元、-110.07亿元和-7.07亿元，投资活动现金净流出规模在2019年大幅减少。

筹资活动方面，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为158.26亿元、262.59亿元和402.47亿元，逐年增长，主要系2018年公司控股子公司福建新里程收到少数股东增资以及借款规模增加所致；筹资活动现金流出分别为151.76亿元、180.89亿元和421.67亿元，主要系公司偿还债务的规模增加所致。综上，公司筹资活动现金流量净额分别为6.50亿元、81.70亿元和-19.20亿元。

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

公司短期和长期偿债能力指标尚可，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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.46倍、1.61倍和1.17倍，波动下降，其中2018年底增长主要系加大深圳项目开发力度致使存货大幅增加所致，2019年底下降主要系关联方应付款和一年内到期的债券增加所致；速动比率分别为0.69倍、0.39倍和0.40倍，呈波动下降态势，其中2018年底大幅下降主要系2017年预付的土地款转入存货所致。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为2.31倍、1.73倍和1.08倍，受短期债务增长影响而逐年下降，但现金类资产对短期债务的保护能力尚可。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA波动增长，三年分别为56.10亿元、70.55亿元和58.12亿元，主要系利润总额波动增长所致。2019年，公司EBITDA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。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为5.78倍、6.94倍和2.72倍，EBITDA对利息的保障程度尚可；EBITDA全部债务比分别为0.32倍、0.34倍和0.25倍，EBITDA对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2020年3月底，公司对外担保13.33亿元，占所有者权益的2.77%，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2020年3月底，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2020年3月底，公司共计获得金融机构授信额度266.33亿元，其中尚未使用的授信额度为90.88亿元；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（统一社会信用代码：91310000132202878T），截至2020年8月5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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务总额为 251.02 亿元，本期债券拟发行规模不超过 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司债务负担影响不大。

以 2020 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 63.30%、35.13%和 27.37%，较发债前分别上升 0.28 个百分点、0.88 个百分点和 1.11 个百分点，考虑到本期债券募集资金将用于偿还公司债务，本期债券的发行对公司整体债务负担的影响将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年的财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 58.12 亿元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 5.81 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2019 年经营活动产生的现金流入 307.72 亿元，为本期公司债券发行额度（10.00 亿元）的 30.77 倍；公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度高。

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，公司对本期债券的偿还能力极强。

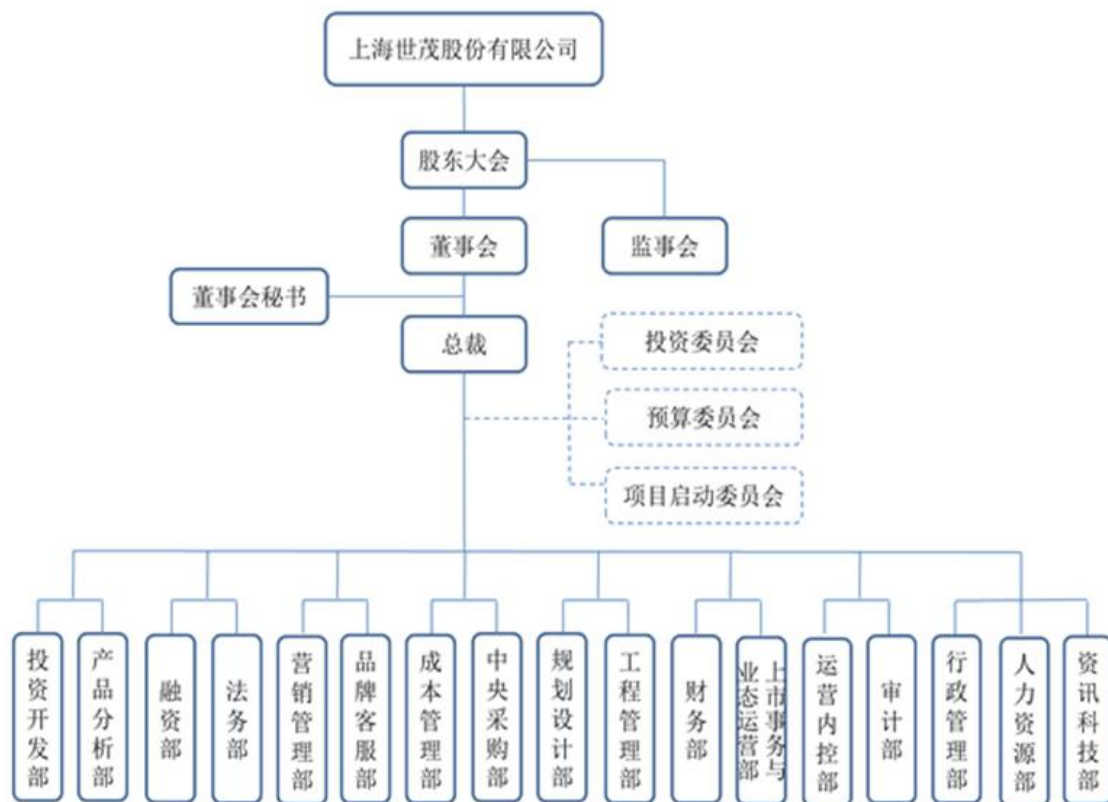
九、综合评价

公司作为国内商业地产开发运营知名企业和世茂集团下属商业地产开发运营主体，具备开发运营经验、品牌知名度较高等优势。公司土地储备较为充足且质量较高，自持物业所处区域较好、出租率较高、租金收入持续增长，债务负担较低，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。

附件 1 截至 2020 年 3 月底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	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)	0.35	0.32	0.30	--
存货周转次数 (次)	0.33	0.27	0.27	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.21	0.18	--
总资本收益率 (%)	7.85	8.52	6.11	--
总资产报酬率 (%)	6.31	6.92	4.83	--
净资产收益率 (%)	11.27	11.90	8.26	--
营业利润率 (%)	31.90	35.70	28.21	34.75
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/本期发债额度 (倍)	5.61	7.05	5.81	--

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. 公司 2020 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标未年化

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-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

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 2020 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。

