

信用等级公告

联合[2016] 533 号

联合资信评估有限公司通过对上海世茂股份有限公司信用状况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
AA⁺

特此公告。



联合资信评估有限公司
二零一六年六月二日

上海世茂股份有限公司主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2016 年 6 月 2 日

财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	500.88	589.01	653.48	668.41
所有者权益(亿元)	162.26	200.35	246.55	249.64
长期债务(亿元)	67.23	61.27	94.64	108.62
全部债务(亿元)	110.40	121.11	148.27	165.64
营业收入(亿元)	101.53	127.01	150.33	26.24
利润总额(亿元)	24.21	34.88	39.89	3.86
EBITDA(亿元)	26.10	37.01	42.69	--
营业利润率(%)	31.31	31.41	26.45	23.60
净资产收益率(%)	11.53	13.02	11.84	--
资产负债率(%)	67.61	65.98	62.27	62.65
全部债务资本化比率(%)	40.49	37.68	37.55	39.89
流动比率(%)	124.47	112.79	138.20	144.49
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	3.27	3.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.67	3.08	3.62	--

注: 1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计; 2. 2015 年及 2016 年一季度其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算。

分析师

刘晓濛 韩家麒

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

上海世茂股份有限公司(以下简称“公司”)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其作为世茂房地产控股有限公司(以下简称“世茂房地产”)商业地产开发运营重要平台,在行业地位、品牌影响力、项目运作及储备、股东支持等方面具备的显著竞争优势。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,商业地产及住宅区域环境出现分化、公司业务区域集中度高、所有者权益稳定性一般等因素对其经营及发展可能带来的不利影响。

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特的项目创意,公司在 20 余个城市开发运营多个城市综合体项目,近年来销售业绩持续提升。2015 年 12 月,公司完成定向增发,有效补充其上海、济南、青岛三地项目的营运资金,资本结构得到优化。2016 年 3 月,公司拟通过定向增发收购位于深圳、杭州等三个商业地产项目。本次定向增发购买资产不仅有利于增加公司在核心城市项目储备,提升大量可供销售资源,为未来经营业绩提供有力支撑,同时资本实力及资本结构将得到进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 作为世茂房地产商业地产开发及运营重要平台,公司在专业人员、资金及资产注入等方面获得大力支持。
2. 公司是国内商业地产开发领先企业,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,综合竞争实力较强。
3. 公司商业地产及住宅销售业绩逐年提升,项目储备充足,为未来收入持续增长提供有力支持。

4. 受益于 2009 年股东注入成本较低的土地资产，公司近三年主业盈利能力较强。
5. 公司 2015 年完成定向增发，营运资金得到补充的同时，资本结构得到优化。
6. 公司资产质量较好，债务结构合理，整体债务负担适宜。

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. 公司项目区域集中度高，体量大，且近年来新获取土地成本有所增长，对未来去化速度、盈利等方面形成一定影响。
3. 公司目前在建项目数量多，未来随着项目开发持续推进，存在一定对外融资压力。
4. 公司未分配利润和其他综合收益占比高，所有者权益稳定性一般。
5. 公司与同一控制人下关联方往来款项规模及对外担保较大，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与上海世茂股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与上海世茂股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因上海世茂股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由上海世茂股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、上海世茂股份有限公司主体长期信用等级自 2016 年 6 月 2 日至 2017 年 6 月 1 日；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。

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月发起的、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,万象集团更为公司现名。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,公司完成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2016年3月底,公司股本增至19.14亿元,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”)为法人实际控制公司,许荣茂先生为自然人实际控制人。

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及建筑装潢材料等。

截至2016年3月底,公司下设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部、成本管理部、中央采购部、规划设计部、工程管理部、财务部、上市事务与业态运营部、

运营内控部、审计部等17个职能部门,拥有直接控制及间接控制子公司合计98家。

截至2015年底,公司(合并)资产总额653.48亿元,所有者权益246.55亿元(含少数股东权益51.94亿元)。2015年,公司实现营业收入150.33亿元,利润总额39.89亿元。

截至2016年3月底,公司(合并)资产总额668.41亿元,所有者权益合计249.64亿元(含少数股东权益52.38亿元)。2016年1~3月,公司实现营业收入26.24亿元,利润总额3.86亿元。

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、宏观经济和政策环境

2015年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年GDP67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015年,我国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算,2015年,中国国内生产总值(GDP)67.7万亿元,同比实际增长6.9%,增速创25年新低;分季度看,GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%,经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长,但第三产业同比增速有所提高,表明中国在经济增速换挡期内,产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行,成为GDP增速回落的主要原因。2015年,中国固定资产投资(不含农户)55.2万亿元,同比名义增长10.0%

(扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅)，增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；消费与人均收入情况大致相同，居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加

强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

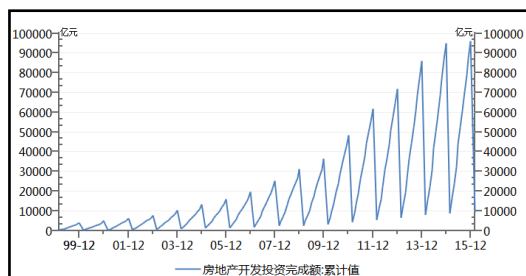
三、行业及区域环境分析

1. 房地产行业现状

2015 年以来，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然地位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，国房景气指数低位震荡。随着大量利好政策逐步出台，市场出现缓慢回暖迹象；但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，市场难以呈现爆发式增长。

房地产开发方面，2015 年，全国房地产开发投资额增速较上年继续回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，较上年增长 1.0%。其中，住宅投资 6.46 万亿元，占房地产开发投资总额的 67.3%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中，住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

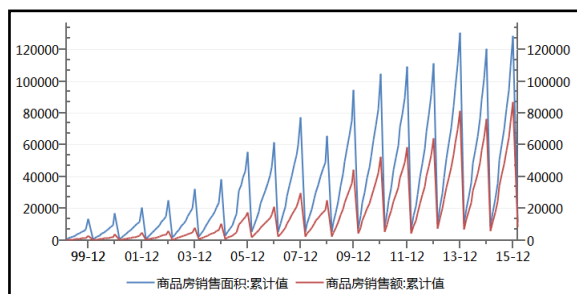
图1 房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房地产销售方面，在政策不断利好的刺激下，全国整体的房地产销售情况温和回暖。2015 年，全国商品房销售面积和销售额同比均有所增长。全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。房地产供求对比方面，2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。其中，一线城市房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价下行压力较大。

图2 商品房销售面积与销售额



资料来源：Wind 资讯

宏观调控政策方面，2015 年国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房

公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2% 的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。从相关数据来看，2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，

同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 月，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来中国房地产市场有所回暖。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

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。我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，因此，近年来我国商业地产发展速度较快。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较

大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

从全国商业地产的增速来看，2008 年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009 年和 2010 年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加 24.20%和 29.90%，远超同期 GDP 增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2014 年全国商业营业用房销售面积和销售金额同比分别增长 7.20%和 7.60%。进入 2015 年，由于我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，商业地产行业景气度持续下滑，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别仅较上年同期增长 1.90%和下降 0.70%。

从租金水平上看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流较大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，2008 年以来租金保持稳步上涨，但自 2013 年后租金水平有较大回落；另外 11 城市零售物业平均首层租金水平自 2008 年后较为稳定，但受宏观经济影响及城市供给较多、竞争较为激烈影响，2013 年后出现迅速下跌情形。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2016 年 3 月底，公司股本 19.14 亿元，其中峰盈国际持股 43.73%，为公司控股股东。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、控股子公司世茂企业合计控制公司 68.14%股份，为公司法人实际控

制公司。许荣茂作为世茂房地产实际控制人，为公司自然人实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

作为国内商业地产开发及运营领先企业，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，先后成功开发了上海世茂湖滨花园、福州世茂外滩花园、绍兴世茂广场、福州世茂百货和苏州世茂国际影城等项目。公司在立足于长三角的基础上，近年来加大了对环渤海经济圈和海西地区内重点城市投入，在超过 20 个城市开发运营多个城市综合体项目。

公司具有房地产开发一级资质，采用“总部—区域—地区”三级管控模式，项目开发均以项目公司作为经营实体。公司坚持高品质、多元化、因地制宜的发展战略，近年来房地产销售业绩逐年提升。商业物业运营方面，公司采取“租售并举，以售养租”的经营模式，以开发城市综合商业体为主。截至 2015 年 9 月底，公司在建物业面积达到 578 万平方米，包含商业、办公楼、大卖场、商场、SOHO、步行街、展销中心、街铺、影院等多种业态。

经过多年的发展与沉淀，“世茂”品牌在全国具有一定知名度和影响力，近年来获得多项荣誉。2013 年，公司荣获“2013 中国商业地产价值榜”、“2013 中国房地产公司品牌价值 TOP10”；2014 年，公司荣获“2014 中国房地产开发企业品牌价值 10 强、商业地产企业品牌价值 10 强”。在 2014 年中国房地产行业上市公司收入排行榜中，以 127.01 亿元营业收入位居行业第 13 位。依据《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》中，公司荣获“2015 沪深上市房地产公司综合实力 TOP10”的荣誉，充分体现了公司的综合竞争实力。

3. 实际控制人及支持

公司法人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、酒店地产方面有着丰富的从业经验和品牌知名度，积累了丰富的专业管理经验和专业管理经验。截至 2015 年底，世茂房地产旗下拥有 112 个项目，分布于全国 41 个城市，土地储备达 3299 万平方米。2013~2015 年，世茂房地产实现营业额持续增长，分别为 415.03 亿元、560.81 亿元和 577.33 亿元。截至 2015 年底，世茂房地产资产总额 2442.55 亿元，权益合计 747.49 亿元；2015 年全年实现经营利润 156.14 亿元。根据《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》，世茂房地产位列榜单第十二名，规模优势及行业地位显著。

作为世茂房地产商业地产开发运营重要平台，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。

资金支持

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（股东提供的无息贷款计入“其他应付款”科目）。

总体看，公司法人实际控制公司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、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 2015 年底，公司拥有高级管理人员 6 名，其中总裁 1 名，副总裁 4 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，中国

国籍，持中国香港居留权，工商管理硕士，现任公司第七届董事会董事长，世茂房地产控股有限公司董事局主席。此外，许先生还担任全国政协经济委员会副主任、中国侨联副主席、中国侨商联合会会长、中国侨商投资企业协会常务副会长、香港新家园协会会长、香港世界华商联合促进会会长、上海市侨商会会长、上海市海外交流协会荣誉会长、上海市慈善基金会名誉副理事长、“中华红丝带基金”执行理事长、全球反独促统大会荣誉主席、香港中华文化总会副会长、香港侨界社团联会永远名誉会长、香港友好协进会永远名誉会长、香港福建社团联会永远名誉主席、中华海外联谊会理事、上海市福建商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，硕士学历，现任公司第七届董事会董事兼总裁及世茂房地产控股有限公司非执行董事；曾任世茂房地产控股有限公司执行董事兼副总裁，世茂旅游有限公司总裁等职务。

截至 2015 年底，公司拥有在职员工 2322 人，其中，工程、造价等专业技术人员占比 29.93%。从专业构成看，管理人员占比 16.41%，专业技术人员占比 64.77%，其他人员占比 18.82%。从学历结构看，大学本科及以上学历占比 37.21%，大学专科学历占比 32.26%，大专以下学历占比 30.53%。从年龄构成看，30 岁以下员工占比 33.29%；30~40 岁员工占比 45.91%；40~50 岁员工占比 15.81%，50 岁以上员工占比 4.99%。

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；员工岗位构成合理，能够满足日常经营需求。

五、重大事项

公司于 2015 年 2 月 16 日第六届董事会第二十八次会议通过了《关于公司 2015 年度非公开发行 A 股股票方案的议案》，拟向不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 10714.29 万

股 A 股股票。此次募集资金将用于公司青岛国际中心二期项目、济南世茂国际广场南区三期项目和上海天马山项目三期。

公司于 2015 年 11 月 3 日收到中国证监会《关于核准上海世茂股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2015]2481 号），核准公司非公开发行不超过 16268.98 万股新股。2015 年 12 月 28 日，公司共向 6 名合格投资者发行 15166.84 万股新股，发行价格为 9.89 元/股，募集资金总额 15.00 亿元，减除发行费用后募集资金净额 14.83 亿元。此次非公开发行新股已于 2015 年 12 月 24 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续，并预计于 2016 年 12 月 24 日上市流通。

总体看，此次非公开发行有效补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

2016 年 3 月，公司拟向实际控制人控制的上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）在内不超过 10 名特定对象发行不超过 75000.00 万股，募集资金不超过 66.70 亿元。其中，世茂建设拟以其持有的前海世茂发展（深圳）有限公司 48.57% 股权参与认购，其余股份由其他特定对象以现金方式认购，本次非公开发行不会导致控股股东和实际控制人发生变化。募集资金用于收购世茂房地产旗下三个商业地产项目，包括深圳前海世茂金融中心项目（收购 51% 股权）、杭州世茂智慧之门项目（收购 100% 股权）及南昌世茂新城项目（收购 100% 股权）。本次非公开发行有利于增加公司在核心城市项目储备，提升大量可供销售资源，为未来经营业绩提供有力支撑。与此同时，非公开发行完成后，公司资本实力及资本结构将得到进一步提升。本次非公开发行已经董事会和股东会通过，截至 2016 年 4 月 7 日，公司本次非公开发行申请已获中国证监会受理，

联合资信将持续关注上述事项进展。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》和其他有关规定设立了外商投资股份有限公司，同时根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事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 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经理负责制，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，公司法人治理结构健全，运行有效。

2. 管理水平

截至2016年3月底，公司下设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部、成本管理部、中央采购部、规划设计部、工程管理部、财务部、上市事务与业态运营部、运营内控部、审计部等17个职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

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，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。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，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，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运营核心平台,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,住宅地产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“海西地区”的战略布局,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住宅地产项目。2013~2015 年,随着房地产开发业务规模持续拓展,公司营业收入逐年较快增长,年均复合增长 21.68%;2015 年实现营业收入 150.33 亿元,同比增长 18.36%。分板块看,2013~2015 年,公司商业物业运营板块(包括商业地产销售及租赁业务)收入波动较大,年均复合下降 27.58%,占营业收入比重分别为 65.48%、67.21%和 23.20%。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,其中 2015 年受达到结转条件的商业地产项目明显减少影响,公司商业物业运营实现收入 34.87 亿元,同比大幅下降 59.15%。公司住宅销售周期主要配合商业地产开发节奏进行,在商业地产开发主要阶段会适当增加住宅物业销售,减少现金流沉淀,提升资金使用效率。近三年,公司住宅物业销售收入年均复合增长 88.20%,其中 2015 年占比提升至 71.68%;2015 年实现住宅销售 107.75 亿元,同比增长 202.07%,主要来自泉州石狮世茂摩天城及南京世茂外滩新城项目结转带动。近三年,公司影院业务逐年增长,主要系经营影院门店数不断提高带动所致,其中 2015 年影院业务实现收入 3.25 亿元,同比增长 39.48%,占当期营业收入比重为 2.16%。同期,百货业务下降幅度较大,主要系受宏观经济不景气及电子商务

对传统零售业冲击影响,公司调整经营策略、主动减少百货门店数所致,2015 年百货业务实现收入 0.06 亿元。公司其他业务主要包括物业管理、儿童游艺园等,对营业收入贡献小。

毛利率方面,2013~2015 年,受盈利能力相对较弱的住宅销售比重提升影响,公司综合毛利率有所下滑,分别为 41.80%、41.40%和 36.32%。商业物业运营及住宅销售是公司毛利润的主要来源,2015 年毛利润占比分别为 29.21%和 59.97%。分板块看,2013~2015 年,受结算项目所在区域差异及产品性质影响,公司商业物业运营板块毛利率有所波动,其中 2014 年为 46.18%,同比增加 5.30 个百分点,主要来自厦门项目结转带动所致;2015 年为 45.74%,同比变化不大,商业物业运营板块盈利能力较强。公司住宅销售毛利率波动较大,近三年分别为 40.95%、24.75%和 30.39%,其中 2014 年住宅销售毛利率同比下滑 16.20 个百分点,一方面由于公司住宅销售采取快周转策略,盈利水平低于商业物业销售,另一方面由于当期结转收入项目产品结构差异所致;2015 年住宅销售毛利率同比提升 5.64 个百分点,主要受益于盈利空间较好的南京世茂外滩新城项目结转带动所致。影院业务受益于营运管理能力不断提升,近三年毛利率较为稳定,基本保持在 56%以上。百货及其他业务规模较小,对利润贡献不大。

2016 年 1~3 月,公司实现营业收入 26.24 亿元,同比增长 26.21%,主要系石狮等住宅项目竣工结转带动所致;当期公司整体毛利率 32.19%,同比减少 12.50 个百分点,主要系结转项目多为盈利能力相对较弱的住宅产品。

总体看,随着商业地产及住宅开发与销售规模持续扩张,公司营业收入逐年较快增长;2015 年以来,受物业销售结构阶段性改变影响,公司整体盈利水平有所下滑。但受益于 2009 年股东注入成本较低的土地资产,公司主业综合盈利能力较强。

表 1 2013~2016 年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业物业运营	66.49	65.48	40.88	85.36	67.21	46.18	34.87	23.20	45.74	7.99	30.45	49.34
其中：商业地产销售	63.36	62.40	38.78	81.10	63.86	44.00	30.09	20.02	38.78	6.63	25.27	44.66
房地产租赁	3.13	3.09	83.50	4.26	3.36	87.61	4.78	3.18	89.52	1.36	5.18	72.23
住宅销售	30.42	29.96	40.95	35.67	28.09	24.75	107.75	71.68	30.39	17.07	65.05	20.44
百货业务	0.90	0.89	12.03	0.19	0.15	8.93	0.06	0.04	3.33	--	--	--
影院业务	1.48	1.46	56.20	2.33	1.84	56.67	3.25	2.16	57.25	0.12	0.46	41.67
其他	2.24	2.21	83.14	3.45	2.72	86.81	4.40	2.93	91.69	1.06	4.04	91.51
合计	101.53	100.00	41.80	127.01	100.00	41.40	150.33	100.00	36.32	26.24	100.00	32.19

资料来源：公司提供

2. 商业及住宅物业销售

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。公司商业物业和住宅物业在土地储备、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，故下文将商业物业与住宅物业销售统一分析。

目前，公司商业地产开发包括购物中心、办公楼、步行街、SOHO、展销中心、影院等业态；销售客户主要为自营类和投资类。自营类客户购买商业物业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资产投资价值有偏好的客户群体，购买目的为对外租赁和再次出售。公司住宅物业多为商业配套项目，按照不同城市的商业项目规划，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。

区域分布方面，目前公司房地产开发业务已逐步形成上海为中心，着力发展“长三角”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的战略布局，先后进入 20 余个城市，二、三线城市占比较高。近三年，公司营业收入主要来自华东地区（以浙江省和江苏省为主），收入占比均在 80%以上，集中度高，其次为华北区域。2013 年以来，公司在巩固原有优势区域的同时，逐步拓展至东北地

区、华中地区和西南地区，以分散资源集中风险。2015 年，华东地区营业收入占比 94.55%，华北地区占比 3.92%。

表 2 公司营业收入区域分布占比（单位：%）

区域	2013 年	2014 年	2015 年
华东地区	80.96	80.76	94.55
华北地区	13.11	12.28	3.92
东北地区	5.35	0.62	0.19
华中地区	0.26	5.89	0.98
西南地区	0.33	0.45	0.35
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

注：华东地区指山东省、江苏省、安徽省、上海市、浙江省、江西省和福建省；华中地区指湖南省、湖北省、河南省和江西省；华北地区指北京市、天津市、河北省、山西省和内蒙古自治区；东北地区指辽宁省、吉林省和黑龙江省；西南地区指云南省、贵州省、四川省、重庆市和西藏自治区。

房地产开发方面，公司年度开发计划制定思路为以销定产，同时结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。2013~2015 年，公司新开工面积波动下降，分别为 233.24 万平方米、196.03 万平方米和 53.98 万平方米；其中 2015 年公司新开工面积大幅放缓，主要系结合在建施工量以及股东资产注入预期，公司相应调整当期开发计划所致。公司竣工面积稳定增长，近三年分别为 97.97 万平方米、97.94 万平方米和 105.85 万平方米，一方面系公司为保持经营持续性，严格控制项目工程开发进度以适应市场变化，减少资金占压，另一方面系商业地产开发因产品性质不同具有波动性。截至 2015 年底，公司在建面积 551.12 万平方米，在

建维持较大规模。

表 3 近年来公司房地产开发主要指标

(单位: 万平方米)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积	233.24	196.03	53.98
房屋竣工面积	97.97	97.94	105.85
期末在建面积	437.98	610.83	551.12

资料来源: 公司提供

注: 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。

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, 减少现金流沉淀, 从而保障营业收入稳步增长。因此, 住宅物业销售盈利能力较商业物业销售低, 但一定程度稳定公司经营业绩, 提升资金使用效率。

近年来受调控政策影响, 全国房地产行业有所波动, 区域表现出现分化。2013~2015 年, 受益于坚持符合市场需求的产品定位和营销方式, 公司合同销售面积、合同销售金额呈逐年增长态势, 年均复合增长率分别为 19.58% 和 16.70%。2015 年, 公司实现合约销售面积 140.04 万平方米, 合约销售金额 177.10 亿元, 同比分别增长 13.38% 和 10.45%, 增速有所放缓。分产品类型看, 商业地产及住宅物业合约销售面积有所波动, 2012 及 2013 年构成以商业地产销售为主。2014 年以来, 受商业地产处于集中开发阶段及公司加大住宅物业推售等因素综合影响, 公司住宅合约销售面积大幅提升; 其中, 2015 年住宅物业合约销售面积占比为 86.90%, 商业物

业合约销售面积占 13.10%。从结转情况看, 近三年公司房屋结算面积年均复合增长 51.23%, 主要系 2014 年预售大量住宅物业达到竣工交付条件带动所致。同期, 房屋结算金额年均复合增长 21.24%, 增速低于同期销售面积, 主要系住宅物业采取快周转的营销策略导致价格有所下调; 其中 2015 年房屋结算金额为 137.84 亿元, 同比增长 18.03%。

销售价格方面, 2013~2015 年, 公司整体合约销售均价有所下降, 主要系均价较低的住宅物业销售比重上升导致; 其中, 2015 年公司合约销售均价为 1.26 万元/平方米, 同比下降 3.08%。从产品类型看, 公司商业地产合约销售均价波动增长, 2014 年达到可销售条件商业物业主要位于上海、济南、武汉等核心区域, 带动销售均价同比增长 23.77% 至 1.51 万元/平方米; 2015 年商业地产合约销售均价 1.48 万元/平方米, 同比变化不大。住宅物业方面, 2013 年受益于房地产市场景气度较高以及当期预售产品结构等因素, 公司位于青岛、无锡、南京等地住宅物业销售均价较为理想; 2014 年以来, 受销售物业产品类型不同及政府调控政策等影响, 公司出于快速周转、减少资金占用的战略考虑, 导致部分项目销售价格有所下降, 2015 年公司住宅物业销售均价为 1.23 万元/平方米, 同比变化不大。

2016 年 1~3 月, 公司实现合约销售面积 17.42 万平方米, 同比下降 38.45%; 其中商业地产合约销售面积占 42.17%, 住宅合约销售面积占 57.83%。同期, 合同销售金额 33.36 亿元, 同比下降 8.85%, 主要来自济南、青岛、苏州、南京及石狮等项目销售; 其中住宅合约销售金额占 42.58%。销售单价方面, 合约销售均价为 1.92 万元/平方米, 同比增长 47.69%, 主要来自青岛和南京项目销售带动。

总体看, 受商业地产项目体量较大、开发周期相对较长影响, 2014 年以来公司签约销售产品类型转变为快销策略的住宅产品为主, 整体销售价格有所下降, 盈利水平有所下滑。未来随着在建商业地产项目逐步达到预售条件, 公司物

业销售板块盈利水平有望回升。

表 4 近三年来公司房地产销售主要指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
合约销售面积 (万平方米)	97.93	123.51	140.04
其中：商业	78.65	32.50	18.35
住宅	19.28	91.01	121.69
合约销售金额 (亿元)	130.05	160.35	177.10
其中：商业	95.61	49.04	27.24
住宅	34.44	111.31	149.86
合约销售均价 (万元/平方米)	1.33	1.30	1.26
其中：商业	1.22	1.51	1.48
住宅	1.79	1.22	1.23
房屋结算面积 (万平方米)	67.10	69.36	153.46
其中：商业	47.75	43.31	17.12
住宅	19.35	26.05	136.34
房屋结算金额 (亿元)	93.78	116.78	137.84
其中：商业	63.36	81.10	30.09
住宅	30.42	35.67	107.75

资料来源：公司提供

表 5 2016 年 1~3 月公司房地产开发及销售主要指标

项目	2016 年 1~3 月
合约销售面积 (万平方米)	17.42
其中：商业	7.34
住宅	10.07

表 6 截至 2016 年 3 月底公司主要在售项目进度

项目名称	开工时间	预计竣工时间	项目性质	项目进度
常熟世纪中心	2007	2016	住宅、商业	尾盘销售
苏州世茂广场	2008	2015	商业	尾盘销售
苏州木渎	2013	2015	住宅	尾盘销售
常熟黄河路	2013	2016	住宅	>80%
苏州园区	2014	2017	住宅	>80%
青岛诺沙湾	2012	2016	住宅	>90%
青岛国际中心	2012	2018	商业	>25%
济南国际广场	2012	2016	商业	>65%
济南世茂天城	2014	2018	住宅、商业	>60%
徐州世茂商业	2009	2016	商业	>65%
常州世茂广场	2009	2016	商业	>50%
无锡世茂项目	2012	2017	住宅、商业	尾盘销售
宁波滨江	2013	2016	住宅	>80%
宁波包家漕	2013	2016	商业	>25%
天津世茂悦府项目	2012	2016	住宅	>70%

合约销售金额 (亿元)	33.36
其中：商业	19.15
住宅	14.20
合约销售均价 (万元/平方米)	1.92

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底,公司在售项目 20 个,其中商业与住宅销售面积占比约为 6:4。公司大部分项目为城市综合体,项目开发面积较大,周期较长。从在售情况看,公司于 2013 年以前开发并预计于 2015 年和 2016 年竣工的项目,大部分已处于尾盘销售或销售进度在 75%以上。受公司根据市场行情控制销售进度、逐步培育商业市场氛围减缓预售节奏影响,常州世茂广场、天津世茂悦府和青岛国际中心项目销售情况较慢。其中,常州世茂广场和天津世茂悦府项目销售进度均在 50%以上;青岛国际中心项目目前仅将裙房商业进行销售,项目主体尚未进入预售阶段。公司于 2013 年以后开发的项目中,宁波滨江项目、宁波包家漕项目受开盘时间较晚影响,目前销售进度较慢。

整体看,公司住宅物业去化速度较快,商业地产去化速度维持在 65%左右水平;从销售区域看,公司物业主要集中在二、三线城市。

厦门世茂海峡大厦项目	2010	2016	商业	尾盘销售
南京世茂外滩新城项目	2010	2018	住宅	>85%
武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目	2010	2016	商业	尾盘销售
上海天马山新体验中心商业项目	2009	2016	商业	尾盘销售
石狮摩天城项目	2014	2018	住宅、商业	>50%

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在开发项目共 17 个，预计总投资 770.56 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 483.82 亿元，计划于 2016 年~2018 年分别投资 97.33 亿元、79.11 亿元和 84.90 亿元。

南京世茂外滩新城项目位于南京市秦淮河入口长江沿岸地区，沿滨江大道展开约 2 公里，西侧濒临长江，南侧临三汊河（秦淮河入长江处），区位和景观优势明显。项目规划建筑面积约为 125 万平方米，拥有 18 栋 24~53 层的高层和超高层江景住宅，社区内规划有南京距离长江最近的五星级酒店、八大世界风情主题园林、拥沿江休闲商业中心、大型购物超市及大型专业主题会所等，建成后将成为南京长江沿岸的标志性建筑群。项目计划投资总额 100.00 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 74.10 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

石狮世茂摩天城项目位于石狮市世茂钞坑区域（石狮服装城东侧），项目规划建筑面积 240 万平方米，住宅及商业比重约为 6:4。石狮世茂摩天城项目为公司与世茂房地产共同开发（公司持股 36%、世茂房地产持股 22%、珠海横琴瑞尚股权投资有限公司持股 44%，公司通过有关董事会表决权安排对其财务和经营活动拥有决策权，能够实施控制，故纳入合并报表范围），其中公司负责商业部分开发运营，世茂房地产负责住宅部分。项目投资总额 200.37 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 108.29 亿元，规划为包括别墅、酒店式公寓、购物中心、沿街商铺、住宅、商务办公、主题乐园的城市综合体，预计项目整体将于 2018 年全部建设完毕。

总体看，公司未来项目投资规模较大，部分项目体量大，面临较大资金需求。

表 7 截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目投资计划（单位：亿元、%）

项目名称	开工时间	预计竣工时间	项目性质	权益	计划总投资	截至 16 年 3 月底已投资	项目进度	未来投资计划		
								2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年
天津世茂悦府项目	2012	2018	住宅/商业	100	39.00	14.38	36.87	5.75	10.00	8.62
苏州世茂商业二期项目	2008	2015	商业	49	22.29	18.48	82.91	3.81	--	--
苏州木渎世茂御珑墅项目	2013	2015	住宅	40	12.29	11.72	95.36	0.58	--	--
青岛胶南世茂国际中心项目	2012	2018	商业	100	40.00	4.88	12.20	4.97	10.00	8.00
青岛胶南世茂诺沙湾项目	2012	2016	住宅/商业	100	40.00	33.79	84.48	4.10	2.11	--
徐州世茂商业项目	2009	2015	商业	100	15.00	13.55	90.33	1.45	--	--
常州世茂广场项目	2009	2015	商业	48	12.30	7.64	62.11	4.66	--	--
宁波包家漕项目	2013	2016	商业	100	10.48	6.64	63.36	3.84	--	--
南京世茂外滩新城二期项目	2010	2018	住宅/商业	50	100.00	74.10	74.10	5.90	10.00	10.00
上海天马山新体验中心商业项目	2009	2016	商业	100	28.93	28.15	97.30	0.78	--	--
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	2010	2016	商业	51	45.00	31.00	68.89	14.00	--	--
沈阳世茂商业项目	2008	2016	商业	100	60.00	15.95	26.58	7.40	12.00	24.65

石狮世茂摩天城项目	2014	2018	住宅/商业	36	200.37	108.29	54.05	28.62	25.00	25.00
厦门世茂海峡大厦项目	2010	2015	商业	51	50.00	48.82	97.64	1.18	--	--
济南世茂天城项目	2014	2018	住宅/商业	100	61.95	34.43	55.58	8.89	10.00	8.63
常熟黄河路	2013	2016	住宅	100	15.48	14.61	94.38	0.87	--	--
宁波滨江项目	2013	2015	住宅/商业	100	17.47	17.39	99.54	0.08	--	--
合计	--	--	--	--	770.56	483.82	--	96.88	79.11	84.90

资料来源：公司提供

注：上表统计包括合营、联营项目。

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目城市分布中石狮、青岛及南京投资规模占比较大，分别为 26.00%、10.38%和 12.98%。一线城市在建项目仅上海天马山新体验中心商业项目，投资规模占比为 3.75%。联合资信关注到，近年来受宏观经济增速放缓及区域市场分化凸显影响，部分二、三线城市商业地产投资过热，供大于求矛盾凸显；住宅市场库存高企，整体去化周期较长。公司目前在开发及在售项目较为集中在二、三线城市，部分项目体量大，需持续关注宏观经济增速放缓及区域市场分化对公司商业地产带来的负面影响及房地产行业相关政策调控对公司销售带来的影响。

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 2016 年 3 月底，公司已进入 20 余个城市，二、三线城市占比较大。

拿地方式上，公司土地储备获取方式主要通过招拍挂或与第三方合作获取，合作方主要为控股股东世茂房地产和项目所在地国企。2009 年，公司通过定向增发购买世茂房地产约

396 万建筑面积土地储备用于商业物业项目开发运营。重组完成后，公司土地储备达到 800 万平方米，并主要分布在长三角和环渤海区域的 19 个大中型城市，楼面土地成本价约为 1600 元/平方米，土地储备成本较低。

随着历史土地储备的逐步消化，近三年公司土地获取呈下降趋势。其中，2013 年新增土地储备计容建筑面积大幅增至 321.76 万平方米，主要来自石狮、宁波、常州、苏州等项目获取。2014 年以来，公司拿地节奏有所放缓，主要系结合自身发展阶段、项目储备以及股东资产注入等综合因素，公司有意降低土地购置规模所致。近三年，公司土地购置支出分别为 150.22 亿元、27.40 亿元和 0 亿元，分别占当期合约销售金额的 115.51%、17.09%和 0%。2013~2014 年，公司新增土地储备楼面均价分别为 4669 元/平方米和 3018 元/平方米，价格受获取土地区域不同有所波动，土地成本整体呈增长趋势，对盈利空间有一定压缩。2015 年及 2016 年 1~3 月，公司未新增土地储备。

2016 年 3 月，公司拟向世茂建设在内不超过 10 名特定对象发行股份并收购世茂房地产旗下三个商业地产项目，包括深圳前海世茂金融中心、杭州世茂智慧之门及南昌世茂新城。截至目前，三个项目均处于在建过程，建设进度均在 25%上，其中南昌项目已实现部分销售。本次非公开发行有利于增加公司在核心城市项目储备，提升大量可供销售资源，为未来经营业绩提供有力支撑。

总体看，公司近年来新获取土地成本有所增长，或将对未来项目盈利空间产生一定影响。

但考虑到股东资产注入将提升公司核心区域项目储备，公司未来整体业绩实现仍有较好保障。

表 8 近年来公司新增土地及项目情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新拓展土地（幅）	6	1	--
新增土地建筑面积（万平方米）	321.76	90.79	--
土地投资金额（亿元）	150.22	27.40	--
新增土地楼面均价（元/平方米）	4669	3018	--

资料来源：公司年报

截至2015年底，公司在17个城市拥有22个项目储备，土地储备建筑面积956万平方米（包括在建项目），主要城市包括上海、苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等，土地储备充足。从性质看，商业性质土地储备建筑面积占比为31.90%，住宅性质土地储备占比为28.66%，综合体土地储备占比为39.44%。

表9 截至2015年底公司土地储备性质情况

（单位：个、万平方米）

土地性质	项目数量	期末土储面积
商业	13	305
住宅	7	274
综合体	2	377
合计	22	956

资料来源：公司提供

注：公司总建筑面积未单独计算公司权益部分，主要系部分项目受分期支付合作方土地款影响，项目所属权益随款项的分期支付而有所波动。

总体看，凭借较为丰富的项目运作经验、

品牌影响力及充足的项目储备，公司近年来房地产开发板块持续扩张，规模优势及行业竞争力稳步提升。目前，公司在开发项目规模大，为业绩持续增长奠定基础的同时，开发投资将维持较大规模。与此同时，公司项目区域分布集中度高，在区域市场分化凸显背景下，部分项目或将面临一定市场风险及去化压力。

3. 物业租赁

公司持有部分商业物业，且合理控制自持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。2012年公司部分自持商业业态为百货，相关收入计入百货业务收入，但受宏观经济、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，主要为昆山世茂广场、常熟欧尚及卢米埃影院、济南世茂广场、北京世茂·工三等；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均维持 94%左右水平，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。2013~2015年，公司实现房地产租赁收入分别为 3.13 亿元、4.26 亿元和 4.78 亿元。

表10 2013~2015年公司自持物业租赁情况（单位：万平方米、亿元）

年份	物业类型	建筑面积	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
2013 年	办公楼	7.02	5.92	5.92	100%	1.21
	广场	79.49	55.84	52.63	94%	1.76
	其他	9.38	5.08	5.08	100%	0.16
	合计	95.88	66.84	63.64	95%	3.13
2014 年	办公楼	7.02	5.84	5.79	99%	1.35
	广场	104.42	61.59	58.28	95%	2.77
	其他	4.58	0.29	0.29	100%	0.15

	合计	116.02	67.72	64.36	95%	4.26
2015 年	办公楼	7.02	5.54	5.49	99%	1.41
	广场	103.94	60.01	55.87	93%	3.29
	其他	4.58	2.23	2.23	100%	0.78
	合计	115.54	67.78	63.59	94%	4.78

资料来源：公司提供

年份	物业类型	建筑面积	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
2013 年	办公楼	7.02	5.92	5.92	100%	1.21
	广场	79.49	55.84	52.63	94%	1.76
	其他	9.38	5.08	5.08	100%	0.16
	合计	95.88	66.84	63.64	95%	3.13
2014 年	办公楼	7.02	5.84	5.79	99%	1.35
	广场	104.42	61.59	58.28	95%	2.77
	其他	4.58	0.29	0.29	100%	0.15
	合计	116.02	67.72	64.36	95%	4.26
2015 年	办公楼	7.02	5.54	5.49	99%	1.41
	广场	103.94	60.01	55.87	93%	3.29
	其他	4.58	2.23	2.23	100%	0.78
	合计	115.54	67.78	63.59	94%	4.78

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 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的战略合作关系提升自身物业的商业氛围和商业品位。在客户方面，公司与国内外近 400 家知名商业企业建立了战略合作伙伴关系，客户范围涵盖商业零售、体验店、餐饮等多种业态，如：麦当劳、星巴克、大润发超市、H&M、无印良品等。租金收取方面，公司按合同约定采取按月、按季度或按半年度方式收取；租赁装修免租期视客户类型、租赁面积、租赁期限等不同而有所差异，一般会在具体租赁合同中进行约定。

截至目前，公司自持物业规模约 100 万平方米，少部分物业位于北京、上海等一线城市，大部分集中在济南、昆山、苏州和芜湖等二、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且单位租金水平不断上升；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、芜湖等地的商业物业单位租金水平较为稳定或略有上升；受公司对部分商业业态进行调整影响，2014 年公司昆山世茂华东商城及徐州世茂商场单位租金水平有所下降。2013~2015 年，公司自持物业公允价值分别为 133.04 亿元、175.31 亿元和 213.38 亿元，年均复合增长 26.64%。

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。

表11 公司主要自持物业租赁情况（单位：万平方米、万元、元/平方米/天）

项目名称	业态	建筑面积	2014 年				2015 年			
			租金收入	可租面积	出租率	单位租金	租金收入	可租面积	出租率	单位租金
北京世茂工三	广场	7.78	6455	2.61	99%	6.78	6243	2.76	98%	6.20
北京世茂大厦	写字	7.02	13477	5.84	99%	6.32	14105	5.54	99%	6.98
昆山世茂华东商城	广场	8.82	1096	5.62	92%	0.53	2053	5.14	99%	1.09
昆山国际城	广场	8.70	1801	4.90	99%	1.01	1616	4.85	100%	0.91
苏州世茂运河城一期	广场	5.00	789	2.39	100%	0.91	1103	2.39	100%	1.26
常熟卢米埃影院	广场	0.46	90	0.28	100%	0.88	65	0.46	100%	0.38
常熟欧尚	广场	4.34	1027	4.20	100%	0.67	1497	4.20	100%	0.98
徐州世茂商业	广场	5.95	665	3.71	100%	0.49	750	3.71	80%	0.55
芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	广场	3.84	701	2.45	100%	0.78	496	2.45	89%	0.55
芜湖文化艺术中心	广场	4.29	--	--	--	--	--	--	--	--
上海上卧副楼	广场	0.29	247	0.29	100%	2.33	247	0.29	100%	2.33
上海世茂商都	广场	0.96	1995	0.72	98%	7.63	1533	0.74	90%	5.66
济南世茂广场-北区	广场	13.22	5622	7.88	91%	2.91	8801	7.80	98%	3.09
苏州世茂运河城二期	广场	7.07	--	--	--	--	580	2.41	72%	0.66
合计	--	77.74	33965	40.89	98%	2.28	39089	42.74	95%	2.51

资料来源：公司提供

4. 影院业务

公司于2010年5月在全国发展较好城市开设世茂影城，并培育自身影院品牌，引进先进的国际设备和3D巨幕等高端荧幕，一方面通过较高档影院提升公司所持物业商业氛围，另一方面也为公司提供多元化的业务收入。

公司影院业务运营主体为下属子公司世茂影院投资发展有限公司（以下简称“世茂影院”），影院业务收入包括票房收入和电影衍生品、食品饮料等非票房收入；目前影院场地一部分为公司自持物业，另一部分为公司向第三方租赁的场所。2013~2015年，公司共实现影院业务收入1.48亿元、2.33亿元和3.25亿元，维持稳定增长趋势。

根据公司2015年6月27日公告，公司与万达电影院线股份有限公司（以下简称“万达院线”，股票代码：002739）达成战略合作并签订《万达电影院线股份有限公司与上海世茂股份有限公司、世茂影院投资发展有限公司之发行股份购买资产协议》（以下简称“协议”）。按照协议内容，公司将向万达院线转让公司下属

世茂影院所持有的重庆世茂影院管理有限公司等14家公司100%股权（上述14家公司主要负责公司自持商业地产中影院经营），交易对价总额为10亿元，万达院线将以向世茂影院非公开发行股份的方式进行购买。截至2015年12月底，公司已完成中国证监会批复项下的相关资产交易过户给万达院线，公司共认购万达院线股票1350.62万股，已于2016年1月4日上市，预计流通时间为2017年1月4日。

按照公司与万达院线的战略合作协议，公司目前在建及未来建设的商业地产项目中的电影院业态，均由万达院线独家承租经营。总体看，公司与万达院线的战略合作和资产交易将进一步提高公司商业地产的区域竞争力、影响力和运营效益，且公司将分享万达院线未来在文化产业领域的发展成果，从而进一步优化公司主营业务结构，将对未来经营业绩产生积极影响。

5. 其他业务

公司其他业务包括百货业务、文化传媒业

务和儿童乐园业务等。2013~2015 年，公司其他业务收入分别为 2.24 亿元、3.45 亿元和 4.40 亿元。

百货业务方面，近三年公司百货业务收入呈快速下降趋势，主要系受宏观经济及电子商务冲击较大，公司逐步将百货业态调整出主营业务范围所致。公司百货业务收入主要为对百货门店的租赁收入，未来随着公司应对市场变化及时进行主营业务战略调整的实施，将百货业务并入商业物业运营业务，公司将无相关百货业务收入。

文化传媒投资方面，公司下属子公司上海世茂文化传媒有限公司自 2014 年起开始拓展文化传媒领域，参与投资影视项目，其中，公司参与投资的电影《闺蜜》于 2014 年 7 月上映，内地票房超过 2 亿元；公司参与投资电视剧《一仆二主》、《二炮手》和《花红花火》等，在国内重要卫视频道黄金时段开播，均获得较好的收视率和网络点击率。公司在文化传媒领域的发展，在拓展公司品牌知名度的同时，也拓宽了公司营业收入渠道。

儿童事业发展方面，公司通过设立儿童乐园为所持物业或所建项目提供配套服务。截至 2014 年底，公司共拥有儿童乐园 7 家，分别位于烟台、绍兴、昆山、南昌等地。目前，公司关于儿童乐园的运营仍处于尝试阶段，但儿童事业发展业务作为公司提供更优质商业运营服务的重要补充，未来将在一定程度上提升公司的商业运营服务能力并丰富公司的商业盈利模式。

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。

6. 经营效率

2013~2015 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加权平均值分别为 13.14 次、0.36 次和 0.24 次；2015 年上述指标分别为 10.96 次、0.39 次和 0.24 次，公司

整体经营效率较高。

7. 未来发展

在国家提出加快城镇化进程，重点发展现代服务业，不断提高居民收入、扩大内需消费的政策背景下，商业物业运营市场正迎来重要发展阶段，公司将积极把握发展契机，坚持贯彻既定的发展方针和策略，逐步推进公司各业态的有序地发展，确保公司持续稳健快速发展。

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。

在商业物业运营方面，公司将增加自持物业的面积和比重，发挥自持精品商业物业在商业物业运营业务板块的核心地位，并将目标定为将目前自持物业和销售物业的三七比例调整为五五比例。在未来三年内，公司将力争实现自持建筑面积为 200 万平方米左右商业物业的中期目标。通过未来 5~10 年的发展，公司将力争使自持物业产生的经营收入达到公司总收入的 30%。在增加自持物业面积的同时，为了保证业务收入及现金流的稳定，公司计划在未来三年内保持和稳步实现商业物业对外出售规模。

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，以确保公司可持续增长。

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

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2013~2015 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，并出具了标准无保留审计意见。公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2015 年底，公司纳入合并范围子公司合计 97 家。2014 年公司新纳入合并范围子公司共 12 家（主要通过新设成立），不再纳入合并范围的子公司 13 家（主要通过清算注销）；2015 年公司新纳入合并范围的子公司 13 家（主要通过新设成立），不再纳入合并范围子公司 16 家（主要通过股权转让）。2016 年 1~3 月，不再纳入公司合并范围子公司 3 家（主要通过股权转让）。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 653.48 亿元，所有者权益 246.55 亿元（含少数股东权益 51.94 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 150.33 亿元，利润总额 39.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 668.41 亿元，所有者权益合计 249.64 亿元（含少数股东权益 52.38 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.24 亿元，利润总额 3.86 亿元。

2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 14.22%。截至 2015 年底，公司资产总额 653.48 亿元，其中流动资产占 58.96%，非流动资产占 41.04%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，随着经营规模不断扩大，公司流动资产年均复合增长 10.85%，主要来自货币资金和存货的增长。截至 2015 年底，公司流动资产 385.29 亿元，构成主要包括货币资金

（占 17.22%）和存货（占 68.11%）。

2013~2015 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 10.65%。2015 年，由于销售回款及发行融资券，公司货币资金较上年大幅增加。截至 2015 年底，公司货币资金 66.34 亿元，其中银行存款 66.02 亿元（占 99.52%），现金 0.01 亿元，其他货币资金主要为在途资金 0.16 亿元和保函保证金 0.14 亿元。受限资金包括 0.57 亿元质押担保定期存单，占期末货币资金的 0.86%，公司现金类资产受限比例低，货币资金充裕。

2013~2015 年，随着房地产开发规模的扩张，公司应收账款快速增长，年均复合增长 50.25%，主要系工程施工量的增长致使项目押金有所增长。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 17.26 亿元，主要为项目押金与应收拆迁款项；从账龄看，1 年以内的应收账款占比 60.99%，1 至 2 年的占比为 35.30%，2 年以上的占 3.83%；前五名单位合计占总金额比重为 45.63%，集中度较高。同期，公司累计计提坏账准备 0.81 亿元。

2013~2015 年，预付账款快速下降，年均复合降幅 58.24%，主要系 2015 年收回宁波湾头项目营运资金以及预付土地款转为存货所致。截至 2015 年底，公司预付款项金额为 6.17 亿元，主要系预付土地款和影视投资款，预付账款前五名单位金额合计 5.25 亿元，占预付款项总额的 85.06%，集中度高。

表 12 截至 2015 年底预付款项金额前五名单位情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	形成原因
石狮市国土资源局	4.18	67.72	预付土地款
南京市下关区房屋拆迁安置办公室	0.60	9.72	预付土地款
新丽电视文化投资有限公司	0.30	4.86	影视投资款
福建恒业影业有限公司	0.09	1.46	影视投资款
北京鼎恒汇德投资管理有限公司	0.08	1.30	影视投资款
合 计	5.25	85.06	--

资料来源：审计报告

2013~2015 年，受部分股权转让及与关联方往来款项增加影响，公司其他应收款年均复合增长 63.46%。截至 2015 年底，其他应收款净额为 22.96 亿元，主要系关联方往来款项。从集中度看，前五大客户欠款金额占其他应收款比重为 77.97%，客户集中度高。账龄方面，1 年以内的其他应收款占比 11.18%，1~2 年占比 83.96%，2 年以上占比 4.86%，账龄较长。同期，其他应收款累计计提坏账准备 0.50 亿元，综合计提比例 2.13%。

表 13 截至 2015 年底其他应收款前五名单位情况
(单位: 万元、%)

单位名称	金额	款项性质	占比
宁波鼎峰房地产开发有限公司	76044.09	关联方往来款	32.42
无锡世茂新发展置业有限公司	51982.04	关联方往来款	22.16
苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	31187.85	关联方往来款	13.30
济南市房地产业协会	17853.26	预售保证金	7.61
济南市城乡建设委员会	5820.97	保证金及押金	2.48
合 计	182888.21	-	77.97

资料来源: 审计报告

2013~2015年，随着开发项目持续投入，公司存货年均复合增长12.31%。截至2015年底，公司存货为262.44亿元，其中开发成本占62.91%，主要为公司在建商业广场及住宅项目，其中期末存货余额较大的项目有南京世茂外滩新城二期项目（期末余额21.26亿元）、北京同涑项目（期末余额26.80亿元）、石狮世茂新城项目（期末余额15.36亿元）、石狮世茂房地产项目（期末余额21.58亿元）和济南世茂天城项目（期末余额22.10亿元）。北京同涑项目受拆迁进度影响，尚未开工。截至2015年底，公司开发产品账面余额96.74亿元，同比增加47.33亿元，占存货比重为36.86%，主要为竣工未售项目；开发产品中期末存货余额较大的项目有南京世茂外滩新城项目（期末余额5.54亿元）、石狮世茂房地产项目（期末余额12.37亿元）和

石狮世茂新城项目（期末余额14.53亿元）、常熟世茂玉珑花园项目（期末余额8.65亿元）、宁波君御湾项目（期末余额7.41亿元）等。截至2015年底，公司共计提存货跌价准备330万元，全部为计入出租开发产品的世茂湖滨花园地下车库计提的坏账准备。

2014~2015年，公司其他流动资产大幅增长；其中，2015年为10.83亿元，同比增长71.61%，主要系由于结构性存款的增加（合计5.00亿元），该结构性存款已于2015年审计报告发布前到期收回。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产较快增长，年均复合增长 19.65%，主要来自可供出售金融资产和投资性房地产增长。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 268.18 亿元，构成以投资性房地产(占 79.56%)和长期股权投资(占 7.77%)为主。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 77.68%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产账面余额 12.89 亿元，主要为公允价值计量的可供出售权益工具（海通证券流通股 1.35 亿元，万达影院限售非流通股 10.00 亿元）

2013~2015 年，由于新增投资性房地产及公允价值增值，公司投资性房地产年均复合增长 26.64%。截至 2015 年底，投资性房地产为 213.38 亿元，同比增长 21.72%，主要来自公允价值变动（新增 9.12 亿元）及完工转入带动。公司投资性房地产公允价值评估主要参照所在各城市房地产市场近年来发展情况及商业物业价格。截至 2015 年底，公司受限投资性房地产账面价值为 74.09 亿元（占投资性房地产总额 34.72%），受限比例尚可。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动下降，年均复合降幅 18.36%。2014 年底，公司长期股权投资金额为 47.13 亿元，同比增长 50.82%，主要系：1.公司当期在开发联合营

项目持续投入；2. 在项目获取后，公司通过出售项目公司股权引入私募、资产管理公司等外部资金，导致项目公司以合营或联营公司方式纳入长期股权投资核算。此种合作模式下，公司通过合作方在资金、资源（如商户、融资渠道、政商关系）等方面得到拓宽，实现利益共享。截至 2015 年底，公司长期股权投资金额为 20.83 亿元，同比下降 55.80%，主要系公司取得绍兴世茂投资发展有限公司（当期减少长期股权投资 11.57 亿元）、上海茂沁投资管理有限公司控制权（当期减少长期股权投资 14.33 亿元）和宁波世茂新腾飞置业有限公司（当期减少长期股权投资 12.95 亿元）控制权，纳入合并报表范围，不再以长期股权投资核算所致；同时处置嘉兴世茂新世纪置业有限公司股权，不再作为联营企业。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 668.41 亿元，较 2015 年底增长 2.28%；其中流动资产占比提升至 59.71%，非流动资产占比为 40.29%，整体资产结构较 2015 年底变化不大。流动资产中，由于公司销售回款有所增加及公司债的发行，货币资金增加至 88.07 亿元，较 2015 年底增长 32.76%；随着房地产开发的持续进行，公司预付账款较 2015 年底增长 10.13% 至 6.80 亿元；其他应收款较 2015 年底下降 46.82% 至 12.21 亿元，主要系减少应收合营企业运营款所致；存货金额较 2015 年底增长 0.58% 至 264.23 亿元，变化不大。由于结构性存款到期收回，其他流动资产较 2015 年底下降 20.67% 至 8.59 亿元。非流动资产方面，截至 2016 年 3 月底，公司投资性房地产金额为 213.38 亿元，较上年末未发生变化；长期股权投资金额为 20.77 亿元，较上年末下降 0.29%，其他科目较上年末变化不大。

总体看，近年来公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，资产构成较为稳定，符合房地产行业特点。流动资产中，货币资金较充裕，存货规模大；非流动资产主要以投资性房地产和长期股权投资为主。公司整体资产质量尚可，

但存货占比较高，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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益较快增长，年均复合增长 23.27%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 246.55 亿元，主要来自少数股东权益以及未分配利润的增加。同期，归属于母公司的所有者权益为 194.62 亿元，其中实收资本占 9.83%，资本公积占 19.33%，盈余公积占 1.93%，未分配利润占 47.04%，其他综合收益占 21.87%。截至 2015 年底，公司其他综合收益 42.56 亿元，以投资性房地产转换公允价值变动差额（占比 97.53%）为主，可供出售金融资产公允价值变动损益占比 2.16%，外币财务报表折算差额占比 0.30%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 249.64 亿元（含少数股东权益 52.38 亿元），较 2015 年底增长 1.25%，基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益中未分配利润和其他综合收益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

负债方面，2013~2015 年，公司负债有所增长，年均复合增长 9.62%；截至 2015 年底，公司负债合计 406.93 亿元，其中流动负债占 68.51%，非流动负债占 31.49%。

2013~2015 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 5.21%，主要来自应付账款和其他流动负债的增长。截至 2015 年底，公司流动负债 278.80 亿元，主要以应付账款（占 29.42%）、预收款项（占 21.68%）、其他应付款（占 21.10%）和其他流动负债（占 14.34%）为主。

2013~2015 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 53.54%。截至 2015 年底，公司

短期借款 5.37 亿元,较 2014 年减少 24.49 亿元。其中,抵质押借款为 2.17 亿元、委托贷款 3.00 亿元、保证借款 0.20 亿元。同期,公司发行 40 亿元的短期融资券,计入其他流动负债科目,金额为 39.84 亿元(已纳入短期债务及相关指标核算)。

2013~2015 年,由于预提工程款增加,公司应付账款快速增长,年均复合增长 34.95%。截至 2015 年底,应付账款金额为 82.03 亿元,主要为应付工程款项。

2013~2015 年,公司预收款项波动增加,年均复合增长 17.66%。截至 2015 年底,公司预收款项金额为 60.43 亿元,同比有所下降,主要包括南京世茂外滩新城项目、济南世茂天城等项目的预收售楼款。其中南京世茂外滩新城项目预售比例为 92.91%,济南世茂天城项目预售比例为 77.61%。由于公司部分在售项目采取合营、联营方式运作,相关预售房款未纳入合并范围,导致预收款项与销售规模匹配度较低。

2013~2015 年,公司其他应付款构成以应付同一控制下关联方往来款和与合营、联营企业的往来款为主,年均复合下降 27.39%,主要系由于关联方往来减少。截至 2015 年底,公司其他应付款金额为 58.83 亿元,其中往来款项金额为 35.78 亿元,主要为应付长沙世茂投资有限公司、珠海横琴瑞尚股权投资有限公司、苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司等子公司的往来款项构成;剩余 23.05 亿元主要系由日常经营产生的资金往来。公司其他应付款均无固定偿还期限,无需支付利息。总体看,受合营联营开发模式增加影响,公司与关联方往来款规模较大。

表 14 近三年其他应付款关联方余额情况
(单位:亿元、%)

年份	关联方余额	占科目余额比重
2013 年	86.27	77.31
2014 年	53.37	53.91

年份	关联方余额	占科目余额比重
2015 年	35.78	60.82

资料来源:公司提供

2013~2015 年,公司一年内到期非流动负债波动下降,年均复合降幅 49.73%。截至 2015 年底,公司一年内到期非流动负债合计 4.47 亿元,全部为一年内到期的长期借款。

2013~2015 年,公司非流动负债波动中有所增长,年均复合增长 21.54%。截至 2015 年底,公司非流动负债 128.12 亿元,主要由长期借款(占 35.12%)、应付债券(占 38.74%)和递延所得税负债(占 25.73%)构成。

2013~2015 年,公司长期借款波动下降,年均复合下降 18.19%,主要系发行短期融资券及中期票据替换银行长期借款所致。截至 2015 年底,公司长期借款 45.00 亿元,较上年底增加 8.56%。从借款类型来看,信托贷款占 20.00%、抵押借款占 53.78%、委托贷款占 15.11%。

2014~2015 年,公司应付债券快速增长。截至 2015 年底,公司应付债券余额为 49.64 亿元,新增的债券包括 15.00 亿元“15 沪世茂 MTN001”和 15.00 亿元“15 沪世茂 MTN002”,期限均为 3 年。

2013~2015 年,公司递延所得税负债快速增长,年均复合增长 30.01%。截至 2015 年底,公司递延所得税负债金额为 32.96 亿元,主要系以公允价值计量的资产期末价值增加引起企业所得税的时间性差异所致。

截至 2016 年 3 月底,公司负债合计 418.77 亿元,较 2015 年底增长 2.91%,主要系应付债券增加所致。截至 2016 年 3 月底,公司流动负债为 276.20 亿元,较 2015 年底下降 0.93%。其中,短期借款金额为 2.17 亿元,较 2015 年底减少 3.20 亿元。在业务规模扩大的带动下,公司应付账款及预收账款均略有所增长。同期,公司非流动负债 142.57 亿元,较 2015 年底增长 11.28%,主要来自新发行 20.00 亿元公司债“16 世茂 G1”。长期借款金额为 39.09 亿元,

较 2015 年底减少 5.91 亿元。

2013~2015 年，公司全部债务规模快速增长，年均复合增长 15.89%。截至 2015 年底，公司全部债务 148.27 亿元，其中长期债务占 63.83%，短期债务占 36.17%，债务结构较为合理。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 165.64 亿元，较 2015 年底增长 11.71%；其中长期债务占比提升至 65.58%。

债务指标方面，2013~2015 年，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均波动中略有所下降，上述三项指标加权平均值分别为 64.45%、38.18%和 26.75%；截至 2015 年底分别为 62.27%、37.55%和 27.74%。截至 2016 年 3 月底，上述三项指标分别为 62.65%、39.89%和 30.32%，公司整体债务负担适宜。

总体看，近年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，整体债务负担适宜，未来随着在建项目持续推进，债务规模或将持续上升。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 21.68%；2015 年公司实现营业收入 150.33 亿元，较 2014 年增长 18.36%，主要系房地产业务带动所致。2013~2015 年，公司营业成本年均复合增长 27.28%，略高于同期营业收入增速；2015 年公司营业成本为 95.73 亿元，同比增长 28.63%。近三年，公司营业利润率波动下降，加权平均值为 28.91%；2015 年为 26.45%，同比减少 4.96 个百分点，主要系盈利水平较弱的住宅物业销售比重提升带动所致。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均复合增长 8.45%，低于同期营业收入增速。2015 年，公司期间费用共计 13.14 亿元，构成以管理费用及销售费用为主。管理费用方面，随着商业物业经营规模不断扩张，运营管理中的人工成本有所上涨；销售费用方面，公

司 2015 年加强费效管理，有效降低了销售费用的支出。财务费用方面，由于公司近年来债务规模的增加，财务费用快速增长，年均复合增长 40.17%。近三年，公司期间费用率持续降低，2015 年为 8.74%，期间费用控制能力较强。总体看，公司在业务规模不断扩大的过程中较为有效管理期间费用，控制能力较强。

非经营性损益方面，2013~2015 年，公司实现的公允价值变动收益波动增长，年均复合增长 25.96%。2015 年，公司实现公允价值变动收益 4.96 亿元，主要系投资性房地产公允价值的变动。公司投资收益主要来自公司对合营联营企业的股权处置，金额快速增加，2013~2015 年，公司投资收益金额分别为-0.02 亿元、4.46 亿元和 9.24 亿元，2015 年投资收益大幅增长主要系出售影院业务取得股权的收益。同期，营业外收入年均复合快速下降 41.32%，主要为地方财政补助的减少。2013~2015 年，公司非经营性损益（公允价值变动损益+投资收益+营业外收入）占当期利润总额比重分别为 16.07%、22.28%和 36.27%。总体看，非经营性损益对利润有一定贡献。

2013~2015 年，受益于主业保持良好发展态势，公司利润总额快速增长，年均复合增长 28.37%；2015 年公司实现利润总额 39.89 亿元，同比增长 14.35%。盈利指标方面，2013~2015 年，公司总资本收益率及净资产收益率加权平均值分别为 7.83%和 12.13%；2015 年上述两项指标分别为 7.78%和 11.84%，盈利能力较强。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.24 亿元，利润总额为 3.86 亿元，净利润为 2.97 亿元；同期，公司营业利润率下降至 23.60%。

总体看，随着主业保持良好发展态势，公司整体经营规模不断扩张，受盈利水平相对较低的住宅销售比重上升，营业利润率有所下滑，但综合盈利能力仍较强。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，

公司的流动比率和速动比率波动增长，主要系公司加快开发进度，应付工程款和销售形成的预收款项有所增加导致偿债能力指标下降。2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 138.20%和 44.07%；2016 年 3 月底分别为 144.49%和 48.83%，较 2015 年底均有所改善。2013~2015 年，公司经营现金流流动负债比分别为 9.92%、0.25%和 1.60%，波动幅度较大。考虑到预收款项无需实际偿付，且货币资金较为充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.67 倍、3.08 倍和 3.62 倍；公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.23 倍、3.27 倍和 3.47 倍。总体看，近年来公司长期偿债能力有所增强，整体偿债能力较强。

2015 年 12 月 24 日，公司成功于上海证券交易所非公开发行股票 15166.84 万股，共募集资金 15.00 亿元。本次非公开发行使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，在一定程度上优化了公司资本结构，提高了资本实力，并增强了公司后续持续融资能力，对公司短期偿债能力和长期偿债能力都具有积极的影响。

截至 2016 年 3 月底，剔除公司为购房者向银行申请的个人住房抵押贷款而提供的担保，公司对外担保金额约为 32.24 亿元，占公司净资产的比例为 12.91%，担保规模较大。公司对外担保企业全部为联营企业，截至目前经营、运作状况正常。

表 15 截至 2016 年 3 月底公司对外担保概况
(单位：亿元)

被担保对象	担保方式	金额	担保期限
苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	连带保证	10.00	2014/7/11-2019/7/28
长沙世茂投资有限公司	连带保证	9.90	2015/1/16~2018/1/16
苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	连带保证	3.00	2015/7/24~2018/7/23
济南世茂彩石置业有限公司	连带保证	9.34	2015/12/29~2018/12/29
合 计	—	32.24	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 205.80 亿元，尚未使用额度 106.36 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。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。

6. 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（机构信用代码：G10310101001496109），截至 2016 年 5 月 6 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 笔不良和关注类贷款，主要系历史原因早期形成的关注贷款，均正常收回。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险、世茂房地产对于公司各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

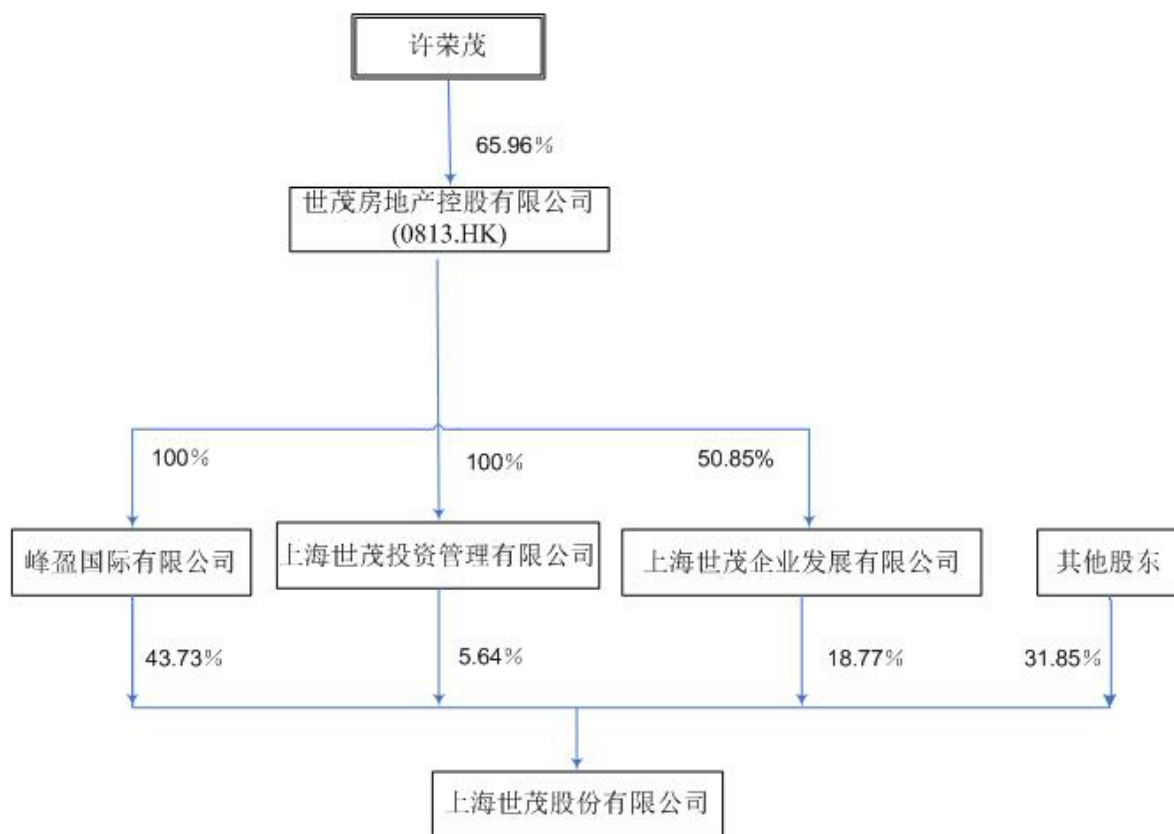
作为世茂房地产商业地产开发运营重要平台，公司自成立以来凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，住宅地产开发为辅的经营模式，区域拓展以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的战略布局，在经济较发达的 20 余个大中城市开发多个城市综合体项目，品牌影响力及竞争力稳步提升。

近年来，公司房地产板块销售业绩逐年增长，项目储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。公司资产规模稳定增长，资产质量较好，债务结构合理，有息债务负担适宜。公司目前在开发项目较多，未来开发投资规模较大。2015 年 12 月，公司完成定向增发，有效补充其上海、济南、青岛三地项目的营运资金，资本结构得到优化。2016 年 3 月，公司拟

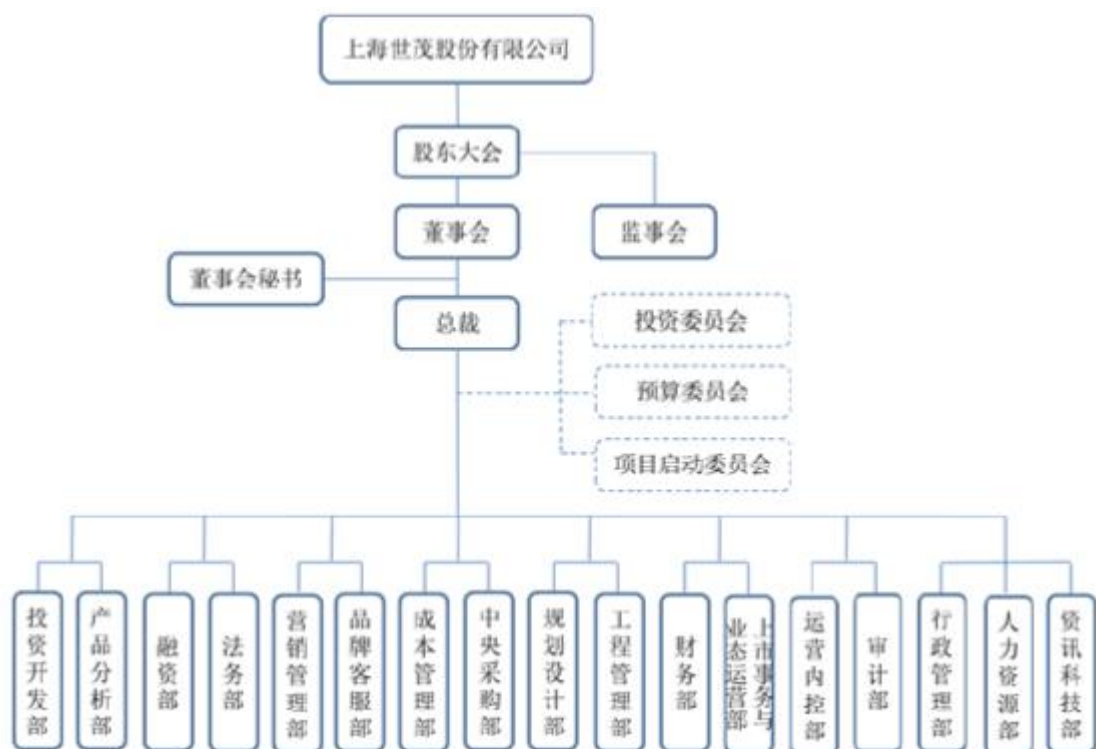
通过定向增发收购世茂房地产位于深圳、杭州等三个商业地产项目。本次定向增发购买资产若顺利完成，不仅有利于公司增加在核心城市项目储备，提升大量可供销售资源，为未来经营业绩提供有力支撑，同时资本实力及资本结构将得到进一步提升。

整体看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.13	39.94	65.57	88.29
资产总额(亿元)	500.88	589.01	653.48	668.41
所有者权益(亿元)	162.26	200.35	246.55	249.64
短期债务(亿元)	43.16	59.84	53.64	57.02
长期债务(亿元)	67.23	61.27	94.64	108.62
全部债务(亿元)	110.40	121.11	148.27	165.64
营业收入(亿元)	101.53	127.01	150.33	26.24
利润总额(亿元)	24.21	34.88	39.89	3.86
EBITDA(亿元)	26.10	37.01	42.69	--
经营性净现金流(亿元)	24.98	0.76	4.45	5.23
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.32	13.99	10.96	--
存货周转次数(次)	0.33	0.34	0.39	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.23	0.24	--
现金收入比(%)	111.39	84.24	64.99	110.00
营业利润率(%)	31.31	31.41	26.45	23.60
总资本收益率(%)	7.11	8.38	7.78	--
净资产收益率(%)	11.53	13.02	11.84	--
长期债务资本化比率(%)	29.30	23.42	27.74	30.32
全部债务资本化比率(%)	40.49	37.68	37.55	39.89
资产负债率(%)	67.61	65.98	62.27	62.65
流动比率(%)	124.47	112.79	138.20	144.49
速动比率(%)	41.87	38.05	44.07	48.83
经营现金流动负债比(%)	9.92	0.25	1.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.67	3.08	3.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	3.27	3.47	--

注：1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 2015 年及 2016 年一季度其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务及相关指标计算；
 3. 现金类资产已剔除受限资金。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

联合资信评估有限公司关于 上海世茂股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在上海世茂股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。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，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及相关信息，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如上海世茂股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送上海世茂股份有限公司、主管部门、交易机构等。

