

信用等级公告

联合[2018] 279 号

联合资信评估有限公司通过对上海世茂股份有限公司的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
二零一八年二月十二日



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：2018 年 2 月 12 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
现金类资产(亿元)	51.93	66.44	84.59	150.68
资产总额(亿元)	589.01	653.48	799.50	898.41
所有者权益(亿元)	200.35	246.55	298.15	335.95
短期债务(亿元)	59.84	13.66	26.09	48.58
调整后短期债务(亿元)	59.84	53.64	66.03	68.58
长期债务(亿元)	61.27	94.64	93.40	162.22
调整后长期债务(亿元)	61.27	95.16	94.26	163.53
全部债务(亿元)	121.11	108.30	119.49	210.80
调整后全部债务(亿元)	121.11	148.80	160.30	232.10
营业收入(亿元)	127.01	150.33	137.08	115.71
利润总额(亿元)	34.88	39.89	38.29	32.80
EBITDA(亿元)	37.01	42.69	40.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.76	4.45	11.35	47.32
营业利润率(%)	31.41	26.45	26.22	32.55
净资产收益率(%)	13.02	11.84	9.18	--
资产负债率(%)	65.98	62.27	62.71	62.61
调整后全部债务资本化比率(%)	37.68	37.64	34.96	40.86
流动比率(%)	112.79	138.20	128.60	156.99
经营现金流动负债比(%)	0.25	1.60	3.07	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.27	3.49	3.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.08	3.62	3.76	--

注：1. 公司 2017 年三季度财务数据未经审计；2. 公司“其他流动负债”和“长期应付款”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算。

分析师

韩家麒 王 聪

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)

网址：www.lhratings.com

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”)商业地产开发运营核心平台，在行业地位、品牌影响力、项目运作及储备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、公司所有者权益稳定性较弱、未来存在较大融资需求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。经营状态良好。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核心平台，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. 公司房地产板块项目储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。
4. 公司近三年主业盈利能力较强，经营状况良好。
5. 公司有息债务负担在同行业处于较低水平。

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. 公司商业地产项目体量大,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,存在较大对外融资压力。
4. 公司未分配利润和其他综合收益占比高,所有者权益稳定性较弱。
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。

声 明

一、本报告引用的资料主要由上海世茂股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2018 年 2 月 12 日至 2019 年 2 月 11 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

上海世茂股份有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

上海世茂股份有限公司(以下简称“公司”或“世茂股份”)前身为上海万象(集团)股份有限公司(以下简称“万象集团”),系上海市黄浦区国有资产管理办公室于1993年9月发起的、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2017年9月底,公司股本增至37.51亿元,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,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2017年9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105家。

截至2016年底,公司(合并)资产总额799.50亿元,所有者权益298.15亿元(含少数股东权益100.11亿元)。2016年,公司实现营业收入137.08亿元,利润总额38.29亿元。

截至2017年9月底,公司(合并)资产总额898.41亿元,所有者权益合计335.95亿元(含少数股东权益126.02亿元)。2017年1~9月,公司实现营业收入115.71亿元,利润总额32.80亿元。

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

2016年,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,我国实施积极的财政政策,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值;稳健的货币政策更趋灵活适度,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,市场资金面保持适度宽松,人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,我国GDP实际增速为6.7%,经济增速稳中趋缓。具体来看,农业生产形势基本稳定,工业生产企稳向好,服务业保持快速增长,支柱地位进一步巩固,三大产业结构继续改善;固定资产投资增速略有放缓,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)实现2.0%的温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PIRM)持续回升,均实现转负为正;制

制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017年1~9月，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017年前三季度，我国国内生产总值（GDP）增速分别为6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI稳中有升，PPI和PPIRM保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017年1~9月，我国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017年1~9月，我国固定资产投资（不含农户）45.8万亿元，同比增长7.5%（实际增速2.2%），增速较1~6月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较1~6月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较1~6月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投

融资渠道、拓展PPP模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快。2017年1~9月，我国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1~6月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%（实际增速7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017年1~9月，我国货物贸易进出口总值20.3万亿元，同比增加16.6%，但增速较1~6月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为我国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对我国经济产生影响。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业

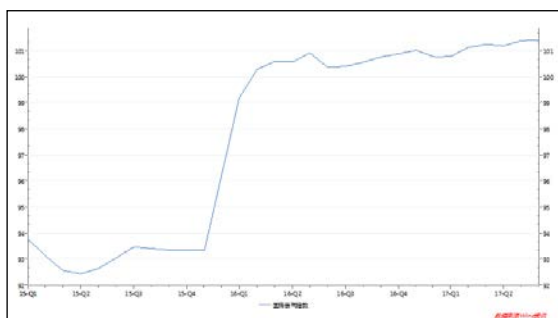
的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内我国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，我国经济增速短期内或将继续放缓，预计2017年全年经济增速将在6.8%左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域环境分析

1. 房地产行业分析

2015年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016年9月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图1 2015年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。2017年1~6月，全国房地产开发投资5.06万亿元，同比增长8.50%；

其中住宅投资3.43万亿元，同比增长10.20%。全国房屋施工面积69.23亿平方米，同比增长2.90%；新开工面积8.57万平方米，同比增长10.60%，其中住宅6.14万平方米，同比增长14.90%；竣工面积4.15亿平方米，同比增长5.00%。从增速上看，房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落，一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较2016年同期也有显著回落。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，受“因城施策、分类调控”基调政策影响，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。2017年1~6月，全国商品房销售面积为7.47亿平方米，同比增长16.10%，其中住宅销售面积6.48亿平方米，同比增长13.50%；商品房销售额5.92万亿元，同比增长21.50%，其中住宅销售额4.93万亿元，同比增长17.90%。价格方面，2017年1~6月，国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降，2017年6月为9.60%。整体看，2017年上半年，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅27.10%；二线城市销售规模显著增

长，价格方面增幅较大，二线代表城市16年12月新建住宅同比涨幅18.00%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市16年12月新建住宅同比涨幅6.00%，价格变化相对一二线城市较为稳定。进入2017年，一线城市新房销量较2016年同期大幅下降，价格保持稳定；二线城市新房销量较2016年同期有所下降，价格保持小幅增长，二线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.50%-0.60%左右；三四线城市，受益于棚改货币安置和外溢效应，去库存效果显著，与一二线销售形成对冲，价格方面涨幅也大于一二线城市，三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.80%左右。

土地供给与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，土地市场热度不减，全国300个城市共推出4.60亿平方米，同比下降4%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）1.62亿平方米，同比增长12%；各类土地成交面积3.82亿平方米，同比下降2%，降幅继续收窄；住宅类用地成交1.37亿平方米，同比增长16%。2017年1~6月，全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米，同比增长39%，平均溢价率36%，同比下降4个百分点；住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米，同比增长29%。其

中一线城市响应中央精神，土地供应显著增加，其中自住房土地供应比例增加，对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多，所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元，土地价格涨幅明显收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢，带动了三四线城市的土地市场升温，三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%，成交楼面价均较2016年同期增长79%。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称《通知》），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地

产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017 年 1~6 月，房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收金和各项应付款占比有所上升，分别占房地产开发资金来源的 17.62%、30.65%和 26.70%，个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降，分别占 15.84%和 30.72%，个人按揭贷款规模与 2016 年同期基本持平，自筹资金较 2016 年同期下降 1.90%。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼

市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。

特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月以来，已经有40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议签到要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数

研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间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。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。

2. 商业地产现状

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。近年来，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；进入2017年以来，随着新一轮房地产市场严控政策的出台，部分一线城市出台了商业地产的限购政策及规范性文件，商办类住房需求大

幅下降。

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。

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。

从全国商业地产的增速来看，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%。2016 年，受整体房地产市场景气度大幅提升的带动，商业地产销售规模大幅增长。2016 年全国共实现商业营业用房 10580.80 亿元，同比增长 19.50%；实现商业营业用房销售面积 10811.96 万平方米，同比增长 16.80%。2017 年 1~10 月份，商业营业用房销售面积增长

21.40%，办公楼销售额增长 20.20%，商业营业用房销售额增长 27.90%。

从租金水平上看，受各地区供需关系不同的影响，单位租金差异较为显著。一线城市商业地产处于供不应求状态，核心商圈地块有限，人流量大，租金水平保持较高水平且稳步增长，但由于周边区域新增项目的租金水平低于城市平均租金水平，近年来一线城市平均租金水平有所回落；二三线城市部分地区受当地经济增速下滑和电商冲击，租金水平有所下降，与一线城市平均出租价格存在较大差距。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司股本 37.51 亿元，其中峰盈国际持股 43.73%，为公司第一大股东。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持有公司 58.92%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，为公司最终控制人。

2. 企业规模与竞争力

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。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。

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。

3. 实际控制人及支持

公司控股股东世茂房地产于 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较高的品牌知名度, 积累了丰富的人力资源和专业管理经验。截至 2016 年底, 世茂房地产旗下拥有 132 个项目, 分布于全国 43 个城市, 土地储备达 3079 万平方米。2014~2016 年, 世茂房地产实现营业额持续增长, 分别为 560.81 亿元、577.33 亿元和 592.86 亿元。截至 2016 年底, 世茂房地产资产总额 2619.03 亿元, 权益合计 882.17 亿元; 2016 年全年实现营业利润 120.25 亿元。根据《2016 年中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》, 世茂房地产位列榜单第十六名, 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, 公司控股股东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 2017 年 9 月底, 公司拥有高级管理

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

公司董事长许荣茂先生, 1950 年生, 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、香港侨界社团联合会永远名誉会长、香港友好协进会永远名誉会长、香港福建社团联合会永远名誉主席、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 2017 年 9 月底, 公司共拥有在职员工 1789 人, 从专业构成看, 管理人员占 25.77%, 专业技术人员占 71.05%, 其他人员占 3.19%。从学历结构看, 大学本科及以上学历占 49.64%, 大学专科学历占 27.39%, 大专以下学历占 22.97%。从年龄构成看, 30 岁以下员工占 32.59%; 30~40 岁员工占 48.41%; 40~50 岁员工占 15.04%, 50 岁以上员工占 3.97%。

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、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《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 2017 年 9 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 105 家。

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，公司内控制度较为健全，整体管理运作情况良好。

六、重大事项

1. 收购关联企业股权

2016 年，公司分别向上海世茂建设有限公司（以下简称“世茂建设”）购买前海世茂发展(深圳)有限公司（以下简称“前海世茂”）51%股权、向 Far Flourish Limited 购买杭州世茂瑞盈置业有限公司（以下简称“杭州瑞盈”）100%股权、向世茂建设及其全资子公司上海世盈投资管理有限公司购买南昌水城投资股份有限公司（以下简称“南昌水城”）100%股权、向上海泓晟投资管理有限公司购买上海乾懋企业管理有限公司（以下简称“上海乾懋”）100%股权。该交易股权定价以北京中企华资产评估有限责任公司出具的评估价值为基准，按收购股权比例确定。其中，前海世茂 51% 股权价格为 245205.85 万元、杭州瑞盈 100% 股权价格为 154776.36 万元、南昌水城 100% 股权价格为 67062.06 万元、上海乾懋 100% 股权价格为 500 万元。公司与前海世茂、杭州瑞盈、南昌水城以及上海乾懋在合并前后均受世茂房地产控制且该控制并非暂时性的，因此本次合并为同一控制下企业合并。截至 2016 年底，上述股权变更已全部完成并将其纳入当期合并报表范围。

2. 涉诉情况

2015 年 6 月，中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行向浙江省高级人民法院提出民事起诉状，要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司所欠贷款及利息共计 3.90 亿元承担连带保证责任；2016 年 5 月，浙江省高级人民法院判决杭州世茂世纪置业有限公司归还贷款本金 3.8 亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费及财产保全费，由世茂股份承担连带保证责任；公司不服该判决，已申请上诉，目前此案件尚在二审审理阶段，2016 年公司已计提 5321.00 万元预计诉讼支出。联合资信将持续关注事项进展情况。

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。

2014~2016 年，随着房地产开发业务规模持续拓展，公司营业收入波动增长，年均复合增长 3.89%；2016 年实现营业收入 137.08 亿元，同比下降 8.81%。分板块看，2016 年，公司商业地产销售实现收入 45.57 亿元，同比增长 51.45%，主要由于商业地产开发具有项目体量大、建设期长、开发销售存在一定波动性等特点，2016 年达到结转条件的商业地产项目明显增加；同期商业物业租赁实现收入 5.54 亿元，同比增长 15.90%，公司物业租赁板块保持稳定发展，收入规模持续增长；同期住宅项目销售共实现营业收入 81.19 亿元，同比下降 24.65%，主要由于房地产限购政策的颁布，公司在南京等地的住宅项目销售受到影响；公司百货业务已剥离，未来不再产生该板块收入；影院业务正处于逐步剥离的阶段，2016 年实现收入 0.26 亿元；公司其他业务主要包括物业管理、儿童游艺园等，2016 年共实现收入 4.52 亿元，对营业收入贡献小。

毛利率方面，2014~2016 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 41.40%、36.32% 和 35.84%。商业物业运营及住宅销售是公司毛利润的主要来源。分板块看，2014~2016 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，分别为 46.18%、45.74%和 38.25%。商业物业运营板块盈利能力虽然有所下滑，但是依然处于较高水平。近三年公司住宅销售毛利率有所波动，分别为 24.75%、30.39%和 31.99%，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；2016 年住宅销售毛利率与上年基本持平。影院、百货及其他业务规模较小，对利润贡献不大。

2017 年 1~9 月，公司营业收入 115.71 亿元，为 2016 年全年的 84.41%。其中，商业地

产销售下降明显，实现收入 11.29 亿元，为 2016 年全年的 24.83%；住宅销售增长明显，实现收入 94.96 亿元，超过 2016 年全年收入。同期，综合毛利率 39.12%，较 2016 年底提高 3.28 个百分点，主要系占比较大的住宅销售毛利率提高所致。

总体看，随着商业地产及住宅开发与销售规模持续扩张，公司营业收入波动增长；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 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业物业运营	85.36	67.21	46.18	34.87	23.20	45.74	51.10	37.28	38.25	15.80	13.65	39.12
其中：商业地产销售	81.10	63.86	44.00	30.09	20.02	38.78	45.57	33.24	33.26	11.29	9.76	20.89
房地产租赁	4.26	3.36	87.61	4.78	3.18	89.52	5.54	4.04	79.41	4.50	3.89	84.81
住宅销售	35.67	28.09	24.75	107.75	71.68	30.39	81.19	59.23	31.99	94.96	82.07	37.96
百货业务	0.19	0.15	8.93	0.06	0.04	3.33	--	--	--	--	--	--
影院业务	2.33	1.84	56.67	3.25	2.16	57.25	0.26	0.19	48.52	0.21	0.18	32.10
其他	3.45	2.72	86.81	4.40	2.93	91.69	4.52	3.30	76.95	4.74	4.10	61.68
合计	127.01	100.00	41.40	150.33	100.00	36.32	137.08	100.00	35.84	115.71	100.00	39.12

资料来源：公司提供

注：（1）商业物业运营=商业地产销售+房地产租赁。（2）尾差系由数据四舍五入所致。

1. 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，按照不同城市的商业项目规划，住宅物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。公司住宅物业多为商业配套项业涵盖多层、高层中高档住宅及别墅等多种业态。

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。2016 年，华东地区营业收入占比 88.26%，华南地区占比 5.86%。2017 年 1~9 月，公司收入仍以华东地区为主，

该地区收入占比 96.47%。

表 2 公司营业收入区域分布占比（单位：%）

区域	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
华东地区	80.76	94.55	88.26	96.47
华北地区	12.28	3.92	3.25	2.75
东北地区	0.62	0.19	0.32	0.18
华中地区	5.89	0.98	2.23	0.45
西南地区	0.45	0.35	0.01	--
华南地区	--	--	5.86	--
境外	--	--	0.07	0.15
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

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。2014~2016 年，公司新开工面积波动下降，分别为 196.03 万平方米、53.98 万平方米和 122.10 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；2016 年，公司新开工面积较上年增加 68.12 万平方米，主要由于商业地产项目体量大，新开工面积波动较大。公司竣工面积稳定增长，近三年分别为 97.94 万平方米、105.85 万平方米和 104.68 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 2016 年底，公司在建面积 523.81 万平方米，在建维持较大规模。进入 2016 年以来，公司房地产开发持续保持较大规模，由于商业地产项目体量较大，开发周期长的特点，2016 年所开发项目主要以 2014 和 2015 年已开发项目为主，新增开工面积较少，整体开发进度与 2015 年基本持平。2017 年 1~9 月，公司新开工面积 117.57 万平方米，房屋竣工面积 26.39 万平方米，在建面积 605.38 万平方米。

表 3 近年来公司房地产开发主要指标

（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
新开工面积	196.03	53.98	122.10	117.57
房屋竣工面积	97.94	105.85	104.68	26.39
期末在建面积	610.83	551.12	523.81	605.38

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。2014~2016 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、合同销售金额呈波动下降态势，分别年均复合下降 16.27% 和 3.52%。2016 年，公司实现销售面积 86.59 万平方米，合约销售金额 149.27 亿元，同比分别下降 38.17% 和 15.71%。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。2014~2016 年，商业物业合约销售面积分别为 32.50 万平方米、18.35 万平方米和 30.71 万平方米。同期，住宅合约销售面积分别为 91.01 万平方米、121.69 万平方米和 55.88 万平方米，其中，2016 年住宅合约销售面积大幅下降，主要系受房地产限购政策影响，去化速度明

显下降所致。从结转情况看，近三年公司房屋结算面积年均复合增长 18.85%。同期，房屋结算金额年均复合增长 4.19%，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 2016 年房屋结算面积 97.98 万平方米，同比下降 36.15%；结算金额为 126.76 亿元，同比下降 8.04%。

销售价格方面，2014~2016 年，公司整体合约销售均价呈增长态势；其中，2016 年公司合约销售均价为 1.72 万元/平方米，同比增长 36.51%。从产品类型看，2014~2016 年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；2016 年商业地产合约销售均价上升至 2.11 万元/平方米，同比增长 42.57%。2014~2016 年，住宅物业销售均价呈增长态势。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 年公司住宅物业销售均价大幅增长。

进入 2017 年以来，住宅销售规模较 2016 年大幅增长，2017 年 1~9 月，共实现合约销售面积 77.60 万平方米，其中住宅销售面积为 65.45 万平方米；合约销售金额为 153.03 亿元，其中住宅合约销售金额为 129.78 亿元；平均合约销售均价为 1.97 万元/平方米，较 2016 年有所上升，主要系住宅项目销售均价上涨所致。

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，整体销售价格呈增长态势，盈利水平提升。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得

到进一步提升。

表 4 近年来公司房地产销售主要指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
合约销售面积 (万平方米)	123.51	140.04	86.59	77.60
其中：商业	32.50	18.35	30.71	13.15
住宅	91.01	121.69	55.88	65.45
合约销售金额 (亿元)	160.35	177.10	149.27	153.03
其中：商业	49.04	27.24	64.84	23.25
住宅	111.31	149.86	84.43	129.78
合约销售均价 (万元/平方米)	1.30	1.26	1.72	1.97
其中：商业	1.51	1.48	2.11	1.77
住宅	1.22	1.23	1.51	2.01
房屋结算面积 (万平方米)	69.36	153.46	97.98	--
其中：商业	43.31	17.12	27.89	--
住宅	26.05	136.34	70.09	--
房屋结算金额 (亿元)	116.78	137.84	126.76	--
其中：商业	81.10	30.09	45.57	--
住宅	35.67	107.75	81.19	--

资料来源：公司提供

注：“--”表示公司未提供相关数据。

截至 2017 年 9 月底，公司在售项目 22 个，其中商业与住宅销售面积占比约为 7:3。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。2016 年，公司新增 4 个在售项目，厦门集美项目于 2016 年开工建设，目前销售进度 90%；剩余 3 个项目系通过收购母公司世茂房地产在深圳、杭州和南昌在建项目的方式取得，分别为深圳前海世茂金融中心、杭州智慧之门和南昌水城，目前均已完成 85%以上的预售规模。目前，公司大部分项目销售进度在 70%以上；截至 2017 年 9 月底，宁波包家漕项目有一栋商业楼在售，青岛国际中心项目没有新进展。

深圳前海项目位于深圳前海自由贸易试验区，系由公司下属前海世茂发展（深圳）有限公司参与实施建设，公司所占权益为 51%。该项目用地面积约 1 万平方米，项目规划为包括商务办公与商业的城市综合体，总规划建筑面积 19 万平方米。目前项目已开工建设，

截至 2017 年 9 月底，已投资金额约 32.73 亿元预计 2018 年全部建设完毕。

杭州智慧之门项目位于浙江省杭州市滨江区江南大道，系由公司下属杭州世茂瑞盈置业有限公司实施建设，该项目用地面积约 3 万平方米，项目规划为包括商务办公、服务式公寓、购物中心、沿街商铺、景观广场的城市综合体，总规划建筑面积约 37 万平方米。目前项目已开工建设，截至 2017 年 9 月底，已投资金额 21.72 亿元，预计 2018 年全部建设完毕。

南昌水城项目位于江西省南昌市红谷滩新区红角洲片区，系由公司下属南昌水城投资股份有限公司实施建设，该项目用地面积 221 亩，项目规划为包括商务办公、复合花园办公、公园式商业街的城市综合体，已取得建设工程规划许可证部分的建筑面积为 16.5 万平米。目前项目已开工建设，截至 2017 年 9 月底，已投资金额约 13.39 亿元，预计 2019 年全部建设完毕。

厦门集美项目位于厦门市集美区，系由公司下属厦门世茂新领航置业有限公司实施建设，该项目用地面积 11 万平方米，项目规划为包括住宅、商务办公、购物中心、沿街商铺的城市综合体，总规划建筑面积 52 万平

方米。目前该项目已开工建设，截至 2017 年 9 月底，已投资金额约 46.86 亿元，预计项目整体将于 2018 年全部建设完毕。

泉州洛江璀璨天城项目位于泉州市洛江区万安街道办万盛社区，系由公司下属泉州世茂融信新领航房地产有限责任公司、泉州世茂融信新世纪房地产有限责任公司实施建设。该项目规划建筑面积 31 万平方米，投资总额 32.04 亿元，截至 2017 年 9 月末已投资 17.35 亿元，规划为包括相应商业配套的住宅项目。目前该项目已开工建设，预计项目整体将于 2019 年全部建设完毕。

南京雨花项目位于南京市雨花台软件谷 A6 及西一西二地块，系由公司下属南京世茂新发展置业有限公司实施建设。该项目规划建筑面积 26 万平方米，投资总额 43.45 亿元，截至 2017 年 9 月末已投资 28.00 亿元，规划为包括住宅、商务办公、购物中心、沿街商铺的城市综合体。目前该项目已开工建设，预计项目整体将于 2019 年全部建设完毕。

整体看，受房地产政策调控的影响，公司原有住宅物业去化速度缓慢，2016 年并入的 4 个项目销售情况良好；商业地产去化率维持在 70%左右水平；从销售区域看，公司物业主要集中在二、三线城市。

表 5 截至 2017 年 9 月底公司在售项目进度

项目名称	开工时间	竣工时间/预计竣工时间	项目性质	销售进度
常熟世纪中心	2007	2017	住宅、商业	>90%
苏州世茂广场	2008	2015	商业	尾盘销售
苏州园区	2014	2017	住宅	>85%
青岛诺沙湾	2012	2017	住宅	>90%
青岛国际中心	2012	2018	商业	>20%
济南国际广场	2012	2017	商业	>80%
济南世茂天城	2014	2018	住宅、商业	>90%
徐州世茂商业	2009	2016	商业	>75%
常州世茂广场	2009	2017	商业	>80%
宁波滨江	2013	2017	住宅	>85%
宁波包家漕	2013	2016	商业	>70%
天津世茂悦府项目	2012	2018	住宅	>80%
南京新发展项目	2016	2019	住宅、商业	>90%
南京世茂外滩新城项目	2010	2018	住宅、商业	>95%
武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目	2010	2017	商业	尾盘销售

上海天马山新体验中心商业项目	2009	2017	商业	>90%
石狮摩天城项目	2014	2018	住宅、商业	>80%
深圳前海世茂金融中心	2015	2019	商业	>95%
杭州智慧之门	2015	2020	商业	>85%
厦门集美项目	2016	2018	住宅、商业	>75%
南昌水城项目	2014	2019	商业	>95%
泉州洛江项目	2017	2019	住宅、商业	>95%

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，公司在开发项目共 20 个，预计总投资 1085.10 亿元，截至 2017 年 9 月底已投资 727.75 亿元，计划于 2017 年 10~12 月投资 62.40 亿元，于 2018 年和 2019 年分别投资 151.48 亿元和 108.40 亿元。

2016 年，由于收购母公司在深圳、杭州和南昌地区的项目，公司在建项目区域布局更为分散。2016 年，受南京等地房地产限购政策的影响，公司住宅项目销售缓慢，收入规模大幅下降；目前公司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、房地产区域市场分化及政策调控对公司销售带来的影响。

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。

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 2017 年 9 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。

2016 年，公司新取得土地共 3 幅，新增土地建筑面积 69.52 万平方米，土地总投资额 38.50 亿元，新增土地楼面均价为 5537 元/平方米。2017 年以来，新增土地建筑面积 5 万平方米，土地总投资额 1.55 亿元，新增土地楼面均价为 3040 元/平方米。

表 6 近年来公司新增土地及项目情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
新拓展土地（幅）	1	--	3	1
新增土地建筑面积（万平方米）	90.79	--	69.52	5.00
土地投资金额（亿元）	27.40	--	38.50	1.55
新增土地楼面均价（元/平方米）	3018	--	5537	3040

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，公司共拥有 27 个项目储备，土地储备建筑面积 1009 万平方米（包括在建项目），主要城市包括天津、南京、厦门、南昌、杭州、深圳、上海、武汉、沈阳、长沙、济南、常熟、昆山、苏州、石狮等，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 33.60%，住宅性质土地储备占比为 5.45%，综合体土地储备占比为 60.95%。

表 7 截至 2017 年 9 月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	339
住宅	3	55
综合体	11	615
合计	27	1009

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，公司项目区域分布较为集中于二、三线城市，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。

2. 房地产租赁

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。受宏观经济、市场消费群体需求变化及市场消费习惯变化影响，2013 年公司主动调整经营策略和管理方式，逐步取消自营百货，改为对外出租形式。

随着商业项目不断竣工，公司自持商业物业面积持续增加，主要包括昆山世茂广场、常熟欧尚及卢米埃影院、济南世茂广场等；公司自持办公楼主要为北京世茂大厦，近两年可租面积较为稳定。出租率方面，公司所持物业出租率均维持 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。2014~2016 年，公司实现房地产租赁收入分别为 4.26 亿元、4.78 亿元和 5.54 亿元，年均复合增长 14.04%。

表8 2014~2017年9月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
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%	0.08
	合计	115.54	67.78	63.59	94%	4.78
2016 年	办公楼	7.02	5.62	5.52	98%	1.46
	广场	119.47	70.90	62.70	88%	3.95
	其他	4.58	2.23	2.23	100%	0.12
	合计	131.07	78.75	70.45	89%	5.54
2017 年 1~9 月	办公楼	7.02	5.62	5.60	99%	1.17
	广场	119.30	71.71	64.36	90%	3.25
	其他	4.58	2.23	2.23	100%	0.08
	合计	130.89	79.57	72.18	91%	4.50

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。截至目前，公司自持物业规模 131.07

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。

截至 2016 年底，公司自持物业公允价值为 255.30 亿元，同比增长 3.65%。2016 年 10 月，公司将北京世茂·工三项目作价 29.72 亿元出售给乐视网信息技术(北京)股份有限公司，目前已收到现金。

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。

3. 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。2014~2016 年，公司共实现影院业务收入 2.33 亿元、3.25 亿元和 0.26 亿元，影院业务正处于逐渐剥离阶段。

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，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。

4. 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。2014~2016 年，公司其他业务收入分别为 3.45 亿元、4.40 亿元和 4.52 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，目前已经完成剥离。公司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，在提升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。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。

5. 经营效率

2014~2016 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 10.52 次、0.34 次和 0.21 次；2016 年上述指标分别为 8.87 次、0.31 次和 0.19 次，公司整体经营效率较高。

6. 未来发展

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持续健康发展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年度合并财务报表，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司 2017 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司合计 102 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（主要通过股权转让和注销的方式）。2016 年公司新纳入合并范围的子公司 5 家（主要通过股权合并），不再纳入合并范围子公司 8 家（主要通过股权转让和注销方式）。2017 年前三季度，公司新纳入合并范围子公司 4 家（通过同一控制下企业合并和新设成立），不再纳入合并范围的子公司 1 家（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 2016 年底，公司（合并）资产总额 799.50 亿元，所有者权益 298.15 亿元（含少数股东权益 100.11 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 137.08 亿元，利润总额 38.29 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司（合并）资产总额 898.41 亿元，所有者权益合计 335.95 亿元（含少数股东权益 126.02 亿元）。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 115.71 亿元，利润总额 32.80 亿元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 16.51%。截至 2016 年底，公司资产总额 799.50 亿元，其中流动资产占 59.45%，非流动资产占 40.55%，流动资产占比略高。

流动资产

2014~2016 年，随着经营规模不断扩大，公司流动资产年均复合增长 17.68%，主要来自货币资金、预付款项和存货的增长。截至 2016 年底，公司流动资产 475.30 亿元，构成主要包括货币资金（占 17.78%）和存货（占 63.76%）。

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 27.62%。2016 年，由于销售回款、发行融资券以及处置子公司，公司货币资金较上年大幅增加。截至 2016 年底，公司货币资金同比增长 27.40%至 84.52 亿元，其中银行存款 84.03 亿元（占 99.42%），现金 0.01 亿元，其他货币资金主要为在途资金 0.06 亿元和保函保证金 0.33 亿元。同期，由于子公司上海世茂新体验置业有限公司涉及诉讼被冻结银行账户，受限金额为 0.15 亿元。截至 2016 年底，公司受限资金共计 0.48 亿元，占期末货币资金的 0.57%。总体看，公司现金类资产受限比例低，货币资金充裕。

2014~2016 年，随着房地产项目开发的持续进行，公司应收账款波动增长，年均复合增长 14.88%。截至 2016 年底，公司应收账款账面余额 14.29 亿元，主要为应收工程款、应收租金和应收房款；从账龄看，1 年以内的应收账款占比 60.76%，1~2 年的占比为 4.94%，2 年以上的占比 34.30%，综合账龄较长；前五名单位合计占总金额比重为 53.18%，集中度较高。同期，公司累计计提坏账准备 1.24 亿元。

2014~2016 年，预付款项波动中有所下降，年均复合下降 5.02%。2015 年，由于公司收回宁波湾头项目营运资金以及预付土地款转为存货，当期预付款项大幅下降至 6.17 亿元；截至 2016 年底，公司预付款项金额为 29.50 亿元，较上年增加 23.33 亿元，主要由于新取得济南市土地储备支付土地款 18.21 亿元。公司预付款项前五名单位金额合计 27.09 亿元，占预付款项总额的 91.82%，集中度高。

表 9 截至 2016 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
济南市国土资源局	18.21	61.72	预付土地款
石狮市国土资源局	4.18	14.17	预付土地款
济南旧城开发投资集团有限公司	2.00	6.78	预付土地款
济南市历城区国有资产运营有限公司	1.60	5.42	预付土地熟化资金
南京市下关区房屋拆迁安置办公室	1.10	3.73	预付拆迁款
合计	27.09	91.82	--

资料来源：审计报告

2014~2016 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 61.43%。截至 2016 年底，其他应收款净额为 36.53 亿元，同比增长 59.12%，主要系关联方往来款增加所致。从集中度看，前五大客户欠款金额占其他应收款比重为 75.72%，客户集中度高。账龄方面，1 年以内的其他应收款占比 41.69%，1~2 年占比 24.28%，2 年以上占比 34.03%，账龄较长。同期，其他应收款累计计提坏账准备 0.63 亿元，综合计提比例 1.72%。

表 10 截至 2016 年底其他应收款前五名单位情况
(单位：亿元、%)

单位名称	金额	款项性质	占比
深圳市建滔投资有限公司	9.50	关联方往来款	25.58
宁波鼎峰房地产开发有限公司	5.80	关联方往来款	15.62
无锡世茂新发展置业有限公司	5.67	关联方往来款	15.25
上海市规划和国土资源管理局	4.35	土地保证金	11.71
苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	2.81	关联方往来款	7.56
合计	28.14	-	75.72

资料来源：审计报告

2014~2016 年，随着开发项目持续投入，公司存货年均复合增长 15.44%。截至 2016 年底，公司存货为 303.06 亿元，较去年同期增长 15.48%。其中，开发成本账面价值为 216.79

亿元，占存货比重为 71.53%，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 18.36 亿元）、北京同涞项目（期末余额 26.81 亿元）、石狮世茂新城项目（期末余额 26.17 亿元）、厦门集美项目（期末余额 26.10 亿元）、杭州浙江之门项目（期末余额 15.57 亿元）、深圳前海项目（期末余额 12.03 亿元）等。北京同涞项目受拆迁进度影响，尚未开工。截至 2016 年底，公司开发产品账面价值为 82.59 亿元，占存货比重为 27.25%，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石狮世茂房地产项目（期末余额 14.82 亿元）和石狮世茂新城项目（期末余额 14.76 亿元）、济南世茂国际广场项目（期末余额 9.31 亿元）、常熟世茂玉珑花园项目（期末余额 7.44 亿元）等。截至 2016 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。公司存货中受限资产金额为 2.86 亿元（占 0.94%），主要为借款抵押，受限比例低。

2014~2016 年，公司其他流动资产波动中有所增长，年均复合增长 7.73%，主要包括预缴税费及结构性存款。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 7.33 亿元，同比下降 32.37%，主要系结构性存款（合计 5.00 亿元）减少所致。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 14.85%，主要来自投资性房地产和固定资产的增长。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 324.20 亿元，构成以投资性房地产（占 78.75%）和长期股权投资（占 6.02%）为主。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 88.27%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面余额 10.26 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 1.34 亿元，万达影院限售非流通股 7.30 亿元）。

2014~2016 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 20.68%。截至 2016 年底，投资性房地产为 255.30 亿元，同比增长 19.64%，主要系公允价值变动增加（新增 11.38 亿元）所致。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 2016 年底，公司受限投资性房地产账面价值为 52.84 亿元（占投资性房地产总额 20.70%），主要为借款抵押，受限比例尚可。

2014~2016 年，公司长期股权投资快速下降，年均复合下降 35.64%。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。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；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 年底，公司长期股权投资金额为 19.53 亿元，同比下降 6.28%，主要系公司取得济南世茂彩石置业有限公司控制权，纳入合并报表范围所致。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 898.41 亿元，较 2016 年底增长 12.37%，其中流动资产占比 62.66%，非流动资产 37.34%，流动资产占比有所提升。流动资产中，货币资金较上年底增长 78.08%，主要系销售回款及发行融资融券所致；存货较上年底增长 7.31%，主要系项目开发投入所致；同期，非流动资产仍以

投资性房地产（占 78.43%）和长期股权投资（占 5.77%）为主，较上年底变化不大。

总体看，近年来公司资产规模逐年增长，资产构成中流动资产占比较高，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。公司整体资产质量较好，但存货占比较高，考虑到公司多数项目位于限购区域，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

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 21.99%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计为 298.15 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 198.05 亿元，其中实收资本占 13.53%，资本公积占 9.12%，盈余公积占 1.90%，未分配利润占 55.79%，其他综合收益占 19.67%。截至 2016 年底，公司其他综合收益 38.95 亿元，由投资性房地产转换公允价值变动差额、外币财务报表折算差额和可供出售金融资产公允价值变动损益构成，分别为 40.12 亿元、0.11 亿元和 -1.28 亿元，以投资性房地产转换公允价值变动差额为主。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 335.95 亿元（含少数股东权益 126.02 亿元），较 2016 年底增长 12.68%，其中，实收资本大幅增加 37.51 亿元，主要系利润分配和资本公积转增股本所致。

总体看，公司所有者权益中未分配利润、其他综合收益和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

负债

负债方面，2014~2016 年，公司负债不断增长，年均复合增长 13.58%；截至 2016 年底，公司负债合计 501.34 亿元，其中流动负债占 73.72%，非流动负债占 26.28%，以流动负债

为主。

2014~2016 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 10.21%，主要来自其他应付款和一年内到期的非流动负债的增长。截至 2016 年底，公司流动负债 369.58 亿元，主要以应付账款（占 24.36%）、预收款项（占 16.85%）和其他应付款（占 32.57%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款快速下降，分别为 29.86 亿元、5.37 亿元和 0 亿元。短期借款快速下降主要系公司发行公司债、短期融资券和中期票据替代银行借款所致。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 22.67%。截至 2016 年底，应付账款金额为 90.05 亿元，同比增长 9.77%，主要系预估土地款增加所致。

2014~2016 年，公司预收款项波动中有所下降，年均复合下降 3.19%。截至 2016 年底，公司预收款项金额为 62.27 亿元，同比有所增长，主要包括南京世茂外滩新城项目、青岛胶南世茂诺沙湾项目、石狮世茂新城项目和厦门集美项目的预收售楼款。其中南京世茂外滩新城项目预售比例为 95.55%，青岛胶南世茂诺沙湾项目比例为 97.10%，石狮世茂新城项目预售比例为 67.89%，厦门集美项目预售比例为 26.61%。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。

2014~2016 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 10.26%，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。截至 2016 年底，其他应付款金额为 120.36 亿元，同比大幅增长 104.58%，主要由于关联方往来款项增加所致，主要包括应付上海世茂建设有限公司 55.01 亿元、长沙世茂投资有限公司 8.16 亿元、珠海横琴瑞尚股权投资有限公司 7.98 亿元和深圳市尚衡冠邦投资企业（有限合伙）8.32 亿元。公司其他应付款均无固定偿还期限，无需支付利息，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。

2014~2016 年，公司一年内到期非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 12.75%。截至 2016 年底，公司一年内到期非流动负债合计 21.23 亿元，其中一年内到期的应付债券 19.97 亿元，主要是“14 沪世茂 MTN001”和“14 沪世茂 MTN002”将分别于 2017 年 4 月 15 日和 2017 年 8 月 22 日到期，公司将其由应付债券转入一年内到期的非流动负债。同期一年内到期的长期借款为 1.25 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动负债分别为 0 亿元、39.97 亿元和 39.94 亿元。2015 年，公司发行“15 沪世茂 CP001”和“15 沪世茂 CP002”合计 39.97 亿元，将其划分为其他流动负债；2016 年，公司发行“16 沪世茂 CP001”和“16 沪世茂 CP002”合计 39.94 亿元，将其划分为其他流动负债。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 24.97%。截至 2016 年底，公司非流动负债 131.76 亿元，主要由长期借款（占 21.81%）、应付债券（占 49.07%）和递延所得税负债（占 28.06%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 16.73%，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 2016 年底，公司长期借款 28.74 亿元，较去年同期下降 36.13%。从借款类型来看，保证贷款占 20.50%、信托借款占 24.35%、抵押贷款占 55.15%。

2014~2016 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 80.60%。截至 2016 年底，公司应付债券余额为 64.65 亿元，同比增长 30.25%，主要系公司通过发行公司债和中期票据替代银行传统借款来调整财务结构所致。2016 年，公司新增的债券包括 16.00 亿元“16 世茂 G1”和 15.00 亿元“16 世茂 G2”，期限均为 3 年。截至 2016 年底，存续债券包括“15 沪世茂 MTN001”、“15 沪世茂 MTN002”、“16 世茂 G1”和“16 世茂 G2”，期末余额分别为 14.94

亿元、14.92 亿元、19.89 亿元和 14.91 亿元。

同期，公司将“14 沪世茂 MTN001”和“14 沪世茂 MTN002”转入“一年内到期的非流动负债”科目。

2014~2016 年，公司递延所得税负债快速增长，年均复合增长 26.52%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债金额为 36.97 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 2017 年 9 月底，公司负债合计 562.46 亿元，较 2016 年底增长 12.19%。其中，流动负债占比 63.76%，非流动负债占比 36.24%。其中，预收款项较年初下降 17.38%，主要系项目结转所致；长期借款较上年底增长 177.25%，主要系为支持公司项目开发为建设对外融资所致；应付债券较上年底增长 27.66%，主要系发行中期票据和公司债所致，其他科目较上年底变化不大。

公司分别于 2015 年和 2016 年发行短期融资券（各 40 亿元），计入“其他流动负债”科目，属于有息债务，将其调整至公司短期债务及相关指标计算；同时将公司计入“长期应付款”科目的融资租赁款调整至公司长期债务及相关指标计算。2014~2016 年，公司调整后全部债务规模快速增长，年均复合增长 15.05%。截至 2016 年底，公司调整后全部债务 160.30 亿元，其中长期债务占 58.81%，短期债务占 41.19%，债务结构较为合理。截至 2017 年 9 月底，公司调整后全部债务为 232.10 亿元，较 2016 年底增长 44.80%；其中长期债务占比由上年底的 58.81%提升至 70.45%。

债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率、调整后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 63.23%、36.31%和 25.05%；截至 2016 年底，上述三项指标分别为 62.71%、34.96%和 24.02%。截至 2017 年 9 月底，上述三项指标分别为 62.61%、40.86%和 32.74%，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。公司有息债务中长期债务占比较高,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

2014~2016年,公司营业收入波动中有所增长,年均复合增长3.89%;2016年公司实现营业收入137.08亿元,较2015年下降8.81%。2014~2016年,公司营业成本年均复合增长8.70%,略高于同期营业收入增速;2016年公司营业成本为87.95亿元,同比下降8.13%。近三年,公司营业利润率持续下降,加权平均值为27.33%;2016年为26.22%,较2015年减少0.22个百分点,主要系盈利水平较弱的住宅物业销售比重提升所致。

期间费用方面,2014~2016年,公司期间费用年均复合下降1.48%,低于同期营业收入增速。2016年,公司期间费用共计12.18亿元,构成以管理费用及销售费用为主。2016年,销售费用、管理费用和财务费用分别为5.01亿元、6.57亿元和0.60亿元。其中,销售费用同比下降8.83%,主要系减少重庆世茂影院管理有限公司等14家影院公司导致销售费用减少所致;管理费用较去年变化不大;财务费用较去年同期下降46.48%,主要系公司发行短期融资券降低融资成本所致。近三年,公司期间费用率持续降低,2016年为8.89%,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能有效管理期间费用,费用控制能力较强。

非经营性损益方面,2014~2016年,公司实现的公允价值变动收益快速增长,年均复合增长42.81%。2016年,公司实现公允价值变动收益5.77亿元,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,2014~2016年,公司投资收益金额分别为4.46

亿元、9.24亿元和10.84亿元。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,2016年投资收益增长主要系出售下属子公司收益。2014~2016年,营业外收入波动中有所下降,年均复合下降7.07%,主要为地方财政补助的减少。2014~2016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22.28%、36.27%和44.46%。总体看,非经营性损益对利润贡献逐年增加。

2016年,公司营业外支出金额为1.93亿元,较上年增加1.49亿元,主要由于捐赠支出和计提预计诉讼支出的增加。

2014~2016年,公司利润总额波动中有所增长,年均复合增长4.77%;2016年公司实现利润总额38.29亿元,同比下降4.01%,受主营业务规模有所回落影响。盈利指标方面,2014~2016年,公司总资产收益率及净资产收益率均呈逐年下滑态势,该两项指标三年加权平均值分别为7.14%和10.75%;2016年上述两项指标分别为6.25%和9.18%,公司盈利能力较好。

2017年1~9月,公司实现营业收入115.71亿元,同比增长24.63%,主要系厦门集美项目及南京雨花项目销售所致。营业成本70.45亿元,同比增长4.62%。销售费用3.41亿元,同比增长44.71%,主要系业务规模增加所致。利润总额32.80亿元。同期,营业利润率由上年底26.22%增长至32.55%,盈利水平有所提高。

总体看,公司近年整体经营规模有所扩张,2016年随着主营业务规模的回落,利润规模有所减少,营业利润率有所下滑,综合盈利能力保持较好水平,但非经常损益对利润总额影响大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2014~2016年,公司的流动比率和速动比率波动增长,主要系

公司货币资金和其他应收款增加导致流动资产大幅增加所致。2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 128.60% 和 46.60%；2014~2016 年，公司经营现金流动负债比逐年上升，分别为 0.25%、1.60% 和 3.07%。2017 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 156.99%、144.25%，流动比率和速动比率较上年底有所上升。考虑到公司流动资产能够完全覆盖流动负债，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，2014~2016 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.08 倍、3.62 倍和 3.76 倍；公司调整后全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.27 倍、3.49 倍和 3.98 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。

对外担保方面，截至 2017 年 9 月底，公司对外担保余额 9.28 亿元，系对合营公司长沙世茂投资有限公司的担保，为连带责任担保，担保到期日为 2019 年 2 月 28 日或主债权履行期届满之日起两年。

截至 2017 年 9 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 207.64 亿元，尚未使用额度 101.60 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上海证券交易所上市公司，具有直接融资渠道。

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 2018 年 2 月 9 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. 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

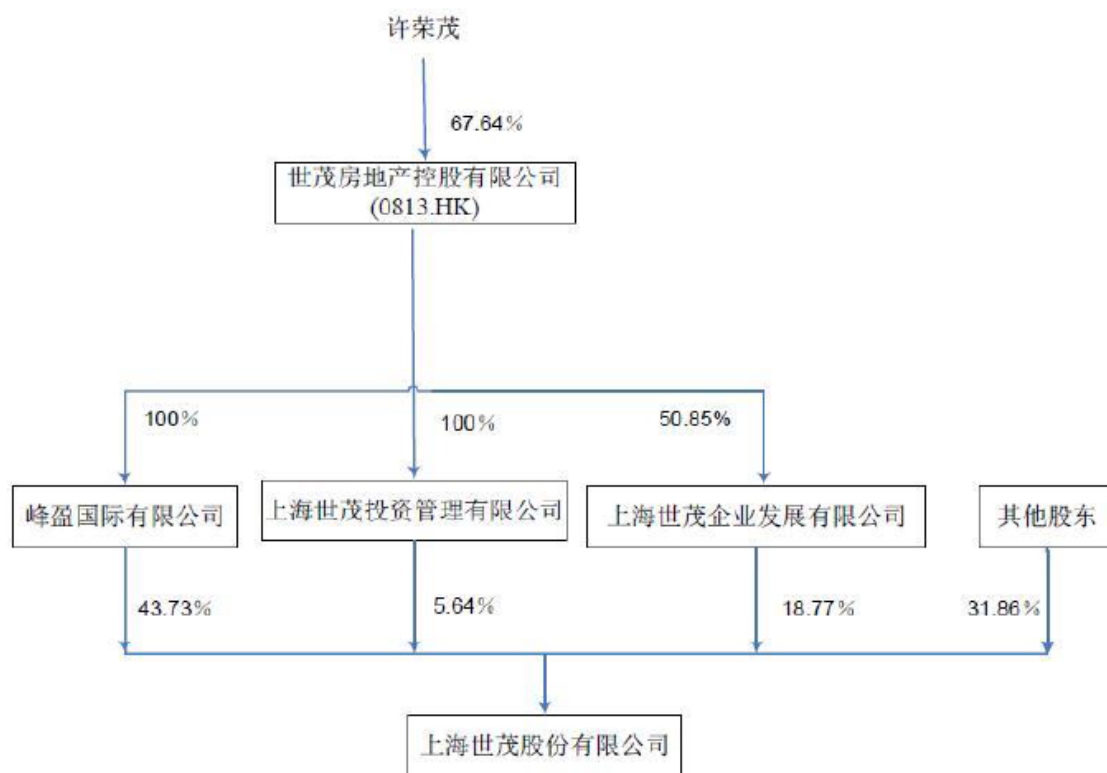
综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

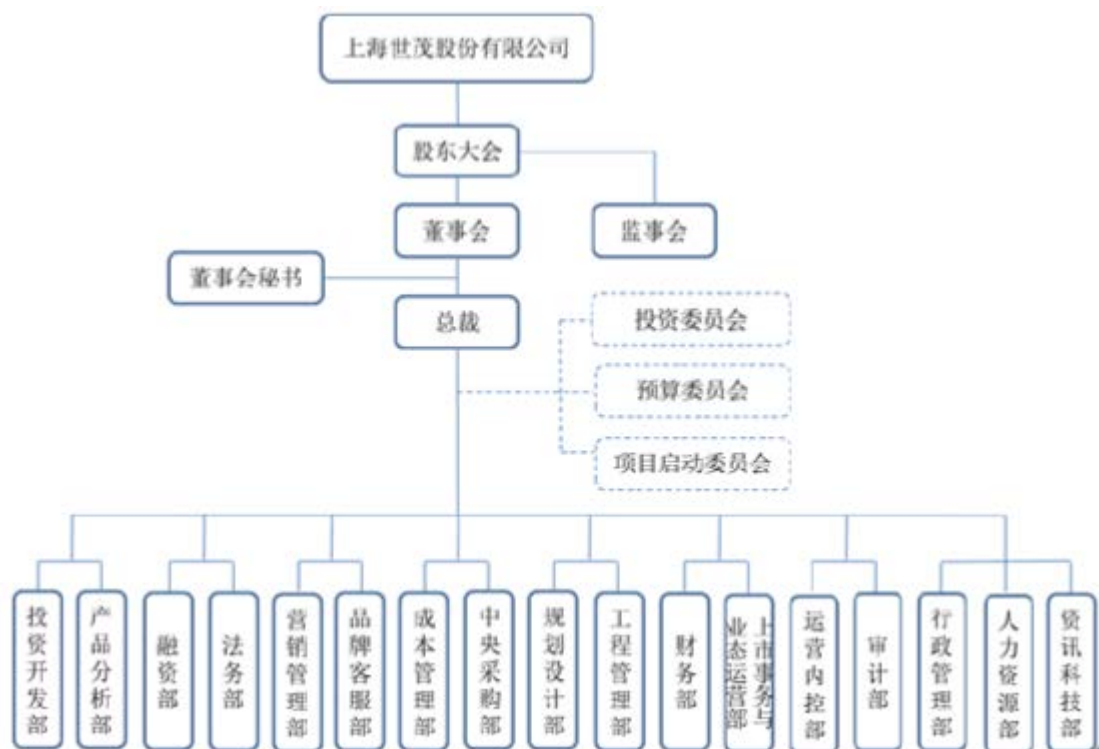
作为世茂房地产商业地产开发运营重要平台，公司自成立以来凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，住宅地产开发为辅的经营模式，区域拓展以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的战略布局，在经济较发达的 20 余个大中城市开发多个城市综合体项目，品牌影响力及竞争力稳步提升。

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。整体看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 截至 2017 年 9 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	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.93	66.44	84.59	150.68
资产总额(亿元)	589.01	653.48	799.50	898.41
所有者权益(亿元)	200.35	246.55	298.15	335.95
短期债务(亿元)	59.84	13.66	26.09	48.58
调整后短期债务(亿元)	59.84	53.64	66.03	68.58
长期债务(亿元)	61.27	94.64	93.40	162.22
调整后长期债务(亿元)	61.27	95.16	94.26	163.53
全部债务(亿元)	121.11	108.30	119.49	210.80
调整后全部债务(亿元)	121.11	148.80	160.30	232.10
营业收入(亿元)	127.01	150.33	137.08	115.71
利润总额(亿元)	34.88	39.89	38.29	32.80
EBITDA(亿元)	37.01	42.69	40.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.76	4.45	11.35	47.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.99	10.96	8.87	--
存货周转次数(次)	0.34	0.39	0.31	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.24	0.19	--
现金收入比(%)	84.24	64.99	99.61	121.15
营业利润率(%)	31.41	26.45	26.22	32.55
总资本收益率(%)	8.38	7.78	6.25	--
净资产收益率(%)	13.02	11.84	9.18	--
调整后长期债务资本化比率(%)	23.42	27.85	24.02	32.74
调整后全部债务资本化比率(%)	37.68	37.64	34.96	40.86
资产负债率(%)	65.98	62.27	62.71	62.61
流动比率(%)	112.79	138.20	128.60	156.99
速动比率(%)	38.05	44.07	46.60	144.25
经营现金流动负债比(%)	0.25	1.60	3.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.08	3.62	3.76	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.27	3.49	3.98	--

注：公司 2017 年三季度财务数据未经审计；2. 公司“其他流动负债”和“长期应付款”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 上海世茂股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在上海世茂股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海世茂股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

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项，上海世茂股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

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

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

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