

信用等级公告

联合[2019] 397 号

联合资信评估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⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年二月二十二日



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: 2019 年 2 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	66.44	84.59	90.38	153.48
资产总额(亿元)	653.48	799.50	919.18	1006.36
所有者权益(亿元)	246.55	298.15	346.27	442.53
短期债务(亿元)	53.64	66.03	39.13	64.72
长期债务(亿元)	95.16	94.26	138.67	146.57
全部债务(亿元)	148.80	160.30	177.79	211.29
营业收入(亿元)	150.33	137.08	186.67	143.80
利润总额(亿元)	39.89	38.29	53.09	33.65
EBITDA(亿元)	42.69	40.33	56.07	--
经营性净现金流(亿元)	4.45	11.35	42.50	-27.88
营业利润率(%)	26.45	26.22	31.88	28.31
净资产收益率(%)	11.84	9.18	10.73	--
资产负债率(%)	62.27	62.71	62.33	56.03
全部债务资本化比率(%)	37.64	34.96	33.93	32.32
流动比率(%)	138.20	128.60	145.87	170.80
经营现金流动负债比(%)	1.60	3.07	10.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.49	3.98	3.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.76	5.78	--

注: 1. 公司 2018 年 3 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

杨 栋 王 聪

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

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、项目运作及土地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、商业地产去化存在一定压力、所有者权益稳定性较弱、融资需求规模较大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其大力支持。
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,综合竞争实力强。
3. 公司房地产板块项目储备充足,土地储备以二线城市为主,且一线城市土地储备明显增加,为未来收入持续增长提供了有力支持。
4. 公司主业盈利能力较强,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，对未来项目去化速度、盈利等方面造成一定影响。
3. 公司目前在建项目数量多，新增了一定规模的土地储备，未来随着项目开发的持续推进，公司存在较大对外融资压力。
4. 公司未分配利润、其他综合收益和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较弱。

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、本次信用评级结果的有效期为自 2019 年 2 月 22 日至 2020 年 2 月 21 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、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，变更为公司现名。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2018年9月底，公司股本为37.51亿元，峰盈国际（持股43.73%）为公司控股股东，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，许荣茂先生为最终实际控制人。

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饰材料等。

截至2018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136家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额919.18亿元，所有者权益346.27亿元（含少数股东权益128.80亿元）。2017年，公司实现营业收入186.67亿元，利润总额53.09亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额1006.36亿元，所有者权益442.53亿元（含少数股东权益211.12亿元）。2018年1~9月，公司实现营业收入143.80亿元，利润总额33.65亿元。

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

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业

形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础

设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从全年来看，我国投资略有放缓，居民消费（尤其是升级类消费）维持较快增长，进出口增速回落，全年经济增速为 6.6%。

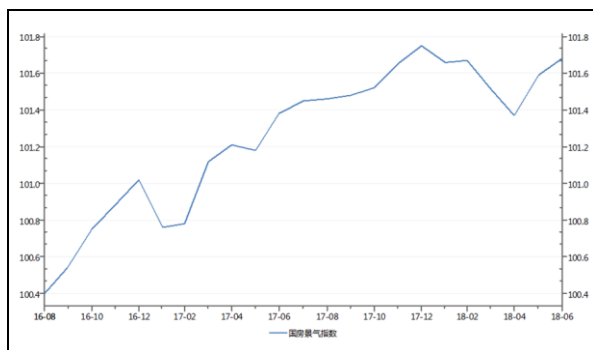
三、行业及区域环境分析

1. 房地产行业

(1) 行业概况

2016年下半年,房价不断攀升,投资性购房需求旺盛,同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度,资本大量涌入房地产市场,“十一”期间,21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策,调控城市短期价格已出现环比回落,调控效果初步显现,但随着各地政策时效性逐渐降低,房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来,调控政策进一步升级,因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化,行业景气度上升速度有所放缓。2018年,随着各地保障性住房供给增加,“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧,行业景气度波动较大,各地区市场分化进一步凸显。

图1 2016年下半年以来国房景气指数(频率:月)



资料来源: Wind资讯

2017年,房地产开发投资规模仍呈较快增长,增速较上年基本持平,全年房地产开发投资10.98万亿元,同比增长7.00%;其中住宅投资7.51万亿元,同比增长9.40%,增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米,同比增长7.00%,其中住宅新开工面积12.81亿平方米,同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米,同比增长3.00%,增速较上年有所回落;其中住宅施工面积为53.64亿平方米,同比增长2.90%,增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来,全国房地产开发投资规模仍保持较快增长,截至2018年6月,房地产开发投资金额为5.55万亿元,同比

增长9.70%;其中住宅投资3.90万亿元,同比增长13.60%。从施工情况来看,2018年上半年,全国房屋新开工面积9.58亿平方米,同比增长11.80%;其中住宅新开工面积7.06亿平方米,同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米,同比增长2.50%;其中住宅施工面积为48.79亿平方米,同比增长3.20%。总体看,2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长,但企业实际开工意愿明显减弱,施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进,商品房待售面积逐步减少,进入2018年以来,企业开工意愿有所增强,新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面,2017年在房地产严控政策的影响下,销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米,同比增长7.70%,增速较上年下降14.80个百分点;共实现销售额13.37万亿元,同比增长13.70%,增速较上年下降21.20个百分点。价格方面,根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%,较2016年增速下降11.57个百分点,价格增速明显回落。进入2018年以来,房地产销售增速进一步放缓,2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米,同比增长3.30%,较去年同期增速下降12.80个百分点;共实现销售金额为6.69万亿元,同比增长13.20%,较去年同期下降8.30个百分点。整体看,2017年以来,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;进入2018年以来,随着各地调控政策的持续推进,销售增速继续放缓。

房地产供求与信贷环境

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10.32亿平方米,同比下降9.0%,整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑,共成交8.59亿平方米,同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。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40%，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，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

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，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿

或将减弱。

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。住房和城乡建设部和国土资源部在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的通知》（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。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中，国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

2017年，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增

速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

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

2018年1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增

多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，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，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与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。

政策环境

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。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。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，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确定要稳定房地产市场，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。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提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。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部

和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，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，中国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小；进入2017年以来，随

着新一轮房地产市场严控政策的出台，部分一线城市出台了商业地产的限购政策及规范性文件，商办类住房需求大幅下降。

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，2015年，由于中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，商业地产销售延续2016年增长态势，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%，

同期，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。

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2018年9月底，公司股本37.51亿元，其中峰盈国际持股43.73%，为公司控股股东。世茂房地产通过其全资子公司峰盈国际、上海世茂投资管理有限公司、西藏世茂企业发展有限公司合计控制公司58.92%股份，为公司实际控制人。许荣茂先生为公司最终实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为国内商业地产的领先企业，拥有国家一级开发资质，一直秉承“缔造精致物业”的理念，致力于商业地产的专业化销售与经营。公司战略布局长三角、环渤海经济圈和海西地区内的一、二线城市，逐步形成了以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的业务发展格局，具有较好的区位优势，公司“世茂”品牌赢得了广泛的社会知名度和品牌美誉度。

公司曾获“2012年中国商业地产最具影响力开发商”、“2013中国商业地产价值榜”、“2013中国房地产公司品牌价值TOP10”、“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”、“2015年中国商业地产十大品牌企业”、“《第一财经2016年度地产汇A股上市房企综合实力TOP50之第9名》”等荣誉，进一步提高了“世茂”品牌在

全国内的知名度和影响力。

截至2018年9月底，公司共持有在建和拟建的储备土地面积超过1000万平方米。一直以来，公司严格控制获取土地的成本，一定的土地成本优势，在宏观调控的总体背景下，为公司未来发展的有效保障。

总体看，公司秉承“缔造精致物业”的理念，品牌优势显著，充足的土地储备为公司后续发展提供了有力支持和保障；公司在商业物业运营及多元化业态领域综合发展，在商业地产行业内具备较强的综合竞争能力。

3. 实际控制人及支持

公司实际控制股东世茂房地产于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运营经验和较高的品牌知名度，积累了丰富的人力资源和专业管理经验。截至2017年底，世茂房地产共计拥有165个项目，分布在全国47个城市，总土地储备面积4790万平方米。2017年全年实现销售额1007.70亿元，销售面积606.20万平方米。根据中国房地产业联合会发布的《2017年中国房地产企业销售TOP100排行榜》，世茂房地产位列榜单第9名，规模优势及行业地位突出。

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。

总体看，公司实际控制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2018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，现任公司第八届董事会董事长，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，现任公司第八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2018年9月底，公司共拥有在职员工1900人，从专业构成看，管理人员占30.16%，专业技术人员占69.21%，其他人员占0.63%。从学历结构看，大学本科及以上学历占52.47%，大学专科学历占25.37%，大专以下学历占22.16%。从年龄构成看，30岁以下员工占33.26%；30~40岁员工占47.42%；40~50岁员工占15.95%，50岁以上员工占3.37%。

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

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裁负责制，公司设总裁1人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司法人治理结构较为健全，运行较为有效。

2. 管理水平

截至2018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。

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、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“华南地区”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。

2015~2017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11.43%；其中2017年公司实现营业收入186.67亿元，同比增长36.18%。分板块看，2015~2017年，公司商业地产销售分别实现营业收入30.09亿元、45.57亿元和15.31亿元，波动较大主要系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。2015~2017年，公司房地产租赁分别实现营业收入4.78亿元、5.54亿元和5.77亿元。

2015~2017年，公司住宅销售分别实现营业收入107.75亿元、81.19亿元和158.51亿元，其中2017年同比增长95.23%，主要系结算面积和结算单价共同增长带动所致。近年来公司陆续剥离百货业务，未来不再产生收入；影院业务正处于逐步剥离的阶段，2015~2017年，公司影院业务分别实现营业收入3.25亿元、0.26亿元和0.17亿元。公司其他业务主要包括物业管理、儿童游艺园等，2015~2017年，公司其他业务收入分别为4.40亿元、4.52亿元和6.90亿元。总体看，公司以商业地产销售和住宅销售为主，房地产租赁收入规模不大但稳定，对公司收入形成有益补充，百货和影院属于剥离业务，收入占比极低。

毛利率方面，2015~2017年，公司毛利率分别为36.32%、35.84%和44.91%，其中2017

年毛利率同比提高9.07个百分点，主要系住宅结算单价大幅上升导致住宅板块毛利率大幅提高带动整体毛利率增长所致。分板块看，2015~2017年，商业地产销售板块毛利率分别为38.78%、33.26%和21.07%，其中2017年同比下降12.19个百分点，主要系结算商业物业产品结构不同所致。2015~2017年，公司房地产租赁毛利率分别为89.52%、79.41%和75.57%，呈持续下降趋势，2016年同比下降10.11个百分点，主要系部分物业逐步进入升级改造阶段所致，2017年同比下降3.84个百分点。2015~2017年，公司住宅销售板块毛利率分别为30.39%、31.99%和45.08%，其中2017年同比提高13.09个百分点，主要系住宅板块结算单价大幅提高所致。2015~2017年，公司影院业务毛利率分别为57.25%、48.52%和56.23%。2015~2017年，公司其他毛利率分别为91.69%、76.95%和68.12%，呈逐年下降趋势。总体看，公司毛利率维持在较高水平。

2018年1~9月，公司实现营业收入143.80亿元，为2017年全年营业收入的77.03%。同期，毛利率为36.96%，较2017年底减少7.95个百分点。

总体看，近年来，公司营业收入波动增长，住宅销售对营业收入及利润贡献大。公司综合毛利率有所波动，盈利水平处于行业较高水平。

表1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	34.87	23.20	45.74	51.10	37.28	38.25	21.08	11.29	35.99	55.86	38.84	34.74
其中：商业地产销售	30.09	20.02	38.78	45.57	33.24	33.26	15.31	8.20	21.07	50.66	35.23	29.76
房地产租赁	4.78	3.18	89.52	5.54	4.04	79.41	5.77	3.09	75.57	5.20	3.61	83.27
住宅销售	107.75	71.68	30.39	81.19	59.23	31.99	158.51	84.92	45.08	82.75	57.54	36.48
百货业务	0.06	0.04	3.33	--	--	--	--	--	--	--	--	--
影院业务	3.25	2.16	57.25	0.26	0.19	48.52	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	12.96
其他	4.40	2.93	91.69	4.52	3.30	76.95	6.90	3.70	68.12	5.19	3.61	68.64
合计	150.33	100.00	36.32	137.08	100.00	35.84	186.67	100.00	44.91	143.80	100.00	36.96

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。（3）“-”代表无业务。“0”表示数据四舍五入为零。

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，按照不同城市的商业项目规划，公司商业地产开发包括购物中心、办公楼、步行街、SOHO、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“华南地区”的战略布局，先后进入20余个城市。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85%以上，集中度高，其次为华北地区。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、西南地区和华南地区，以分散资源集中风险。2017年，华东地区营业收入占比94.05%，华北地区营业收入占比5.53%。2018年1~9月，公司在华东地区和华北地区的营业收入占比分别为88.36%和1.05%，收入占比均有所下降。同期，公司在华南地区和华中地区收入占比占比均有所提高，分别为3.13%和6.83%。

表2 公司营业收入区域分布占比（单位：%）

区域	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
华东地区	94.55	88.26	94.05	88.36
华北地区	3.92	3.25	5.53	1.05
东北地区	0.19	0.32	0.11	0.32
华中地区	0.98	2.23	--	6.83
西南地区	0.35	0.01	0.02	0.00
华南地区	--	5.86	--	3.13

境外	--	0.07	0.29	0.30
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，公司年度开发计划建立在全年销售目标和项目开发计划相结合基础上，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。2015~2017年，公司新开工面积逐年增长，分别为53.98万平方米、122.10万平方米和167.48万平方米，其中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，2017年公司新开工面积年同比增长37.17%，主要系公司为保证良好的开发节奏，增加新项目开发所致。2015~2017年，公司竣工面积分别为105.85万平方米、104.68万平方米和65.75万平方米，其中2017年同比下降37.19%，主要系受工程规划进度不同的影响所致。截至2018年9月底，公司期末在建面积为653.20万平方米，期末在建面积维持较大规模。

表3 近年来公司房地产开发主要指标

（单位：万平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
新开工面积	53.98	122.10	167.48	90.10
房屋竣工面积	105.85	104.68	65.75	37.58
期末在建面积	551.12	523.81	619.02	653.20

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。2015~2017年，公司合同销售面积波动下降，年均复合下降12.96%，但随着公司合同销售均价的增长，近三年来，公司合同销售金额波动增长，年均复合增长20.20%。2017年，公司实现合约销售面积110.48万平方米，合约销售金额215.68亿元，分别同比增长27.59%和44.49%。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。2015~2017年，公司商业物业合约销售面积分别为18.35万平方米、30.71万平方米和30.49万平方米。同期，住宅合约销售面积分别为121.69万平方米、55.88万平方米和80.00万平方米，其中，2016年住宅合约销售面积大幅下降，主要系公司可售货值同比有所下降所致。从结转情况看，近三年公司房屋结算面积年均复合下降21.25%。同期，房屋结算金额波动增长，年均复合增长17.10%，增速低于同期结转面积增速，主要系住宅物业2017年结转单价增长所致；其中2017年房屋结算面积95.17万平方米，同比下降2.87%；结算金额为173.82亿元，同比增长37.13%。

销售价格方面，2015~2017年，公司整体合约销售均价呈增长态势；其中，2017年公司合约销售均价为1.95万元/平方米，同比增长13.37%。从产品类型看，2015~2017年，公司商业地产合约销售均价逐年增长，分别为1.48万元/平方米、2.11万元/平方米和2.14万元/平方米。2015~2017年，公司住宅物业销售均价分别为1.23万元/平方米、1.51万元/平方米和1.88万元/平方米。

2018年1~9月，公司合约销售面积104.55万平方米，为2017年全年的94.63%，合约销售金额201.25亿元，为2017年全年的93.31%。合约销售价格为1.92万元/平方米，较2017年有所下降。

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提升。

表4 近年来公司房地产销售主要指标
(单位：万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
合约销售面积	140.04	86.59	110.48	104.55
其中：商业	18.35	30.71	30.49	50.10
住宅	121.69	55.88	80.00	54.45
合约销售金额	177.10	149.27	215.68	201.25
其中：商业	27.24	64.84	65.26	100.85
住宅	149.86	84.43	150.43	100.40
合约销售均价	1.26	1.72	1.95	1.92
其中：商业	1.48	2.11	2.14	2.01
住宅	1.23	1.51	1.88	1.84
房屋结算面积	153.46	97.98	95.17	89.37
其中：商业	17.12	27.89	11.85	30.92
住宅	136.34	70.09	83.31	58.45
房屋结算金额	137.84	126.76	173.82	133.41
其中：商业	30.09	45.57	15.31	50.66
住宅	107.75	81.19	158.51	82.75
房屋结算单价	0.90	1.29	1.83	1.49
其中：商业	1.76	1.63	1.29	1.64
住宅	0.79	1.16	1.90	1.42

资料来源：公司提供

截至2018年9月底，公司在售项目20个，公司纯住宅地产项目、住宅加商业地产项目大部分已处于尾盘销售或销售进度在75%以上，个别住宅和商业的项目由于开工时间不长，去化率较低；整体看，公司项目去化情况较好。

截至2018年9月底，公司在建项目20个，分布于天津、济南、青岛、南京、上海、武汉、石狮、宁波、深圳、杭州和厦门等地，主要于2019~2020年竣工。公司在建项目计划总投资金额1092.22亿元，截至2018年9月底，公司已投资金额793.74亿元，2018年10~12月、2019年和2020年计划投资金额分别为59.53亿元、128.97亿元和79.91亿元。

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，预计2020年全部建设完毕。该项目的预计投资总额约58亿元，截至2018年9月底，已投资金额约43.00亿元。

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，预计2020年全部建设完毕。该项目的预计投资总额约42亿元，截至2018年9月底，已投资金额约26.00亿元。

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，预计2019年全部建设完

毕。该项目的预计投资总额约40亿元，截至2018年9月底，已投资金额约16.00亿元。

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，预计项目整体将于2020年全部建设完毕。该项目的预计投资总额约65亿元，截至2018年9月底，已投资金额约53.00亿元。

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2018年9月底已投资22.00亿元，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2018年9月底已投资33.00亿元。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。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。

表5 截至2018年9月底公司在售项目情况（单位：%、亿元）

序号	项目名称	物业性质	开工时间	预计完工时间	项目销售进度	截至2018年9月底 累计销售总额
1	常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2020	>85	53.72
2	苏州园区	住宅	2014	2019	>95	40.45
3	青岛诺沙湾	住宅	2012	2019	>95	55.01
4	青岛国际中心	商业	2012	2020	>45	6.41
5	济南国际广场	商业	2012	2017	>90	36.19
6	济南世茂天城	住宅、商业	2014	2019	>95	71.27
7	徐州世茂商业	商业	2009	2015	>75	10.3
8	常州世茂广场	商业	2009	2019	>80	6.41
9	宁波滨江	住宅	2013	2018	>95	13.51
10	宁波包家漕	商业	2013	2016	>70	6.19
11	天津世茂悦府项目	住宅	2012	2019	>85	21.91
12	南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	2010	2019	>95	210.31
13	石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2020	>85	113.73

14	深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2020	>40	26.3
15	杭州智慧之门	商业	2015	2020	>80	7.51
16	厦门集美项目	住宅、商业	2016	2020	>75	69.46
17	南昌水城项目	商业	2014	2019	>95	17.27
18	南京新发展项目	住宅、商业	2016	2019	>90	33.51
19	泉州洛江项目	住宅、商业	2017	2020	>95	39.12
20	济南翡丽公馆项目	住宅、商业	2017	2020	>55	11.53
合计	--	--	--	--	--	850.11

资料来源：公司提供

整体看，公司在售项目去化率尚可，但项目多位于二三线城市，易受政策调控影响。公司在建项目规模较大，但存在较大的对外融资压力。

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2018年9月底，公司已进入包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波等20余个城市，二线城市占比较高。

拿地方式上，公司土地储备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。2017年，公司新取得土地共4幅，新增土地建筑面积48.94万平方米，土地总投资额260.58亿元，新增土地楼面均价为14752元/平方米。2018年1~9月，公司新取得土地2幅，新增土地建筑面积66.44万平方米。

表6 近年来公司新增土地及项目情况

(单位：副、万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2016年	2017年	2018年1~9月
新拓展土地	3	4	2

新增土地建筑面积	69.52	48.94	66.44
土地投资金额	38.50	260.58	34.03
新增土地楼面均价	5537	14752	5122

资料来源：公司提供

截至2018年9月底，公司共拥有32个项目储备，土地储备建筑面积1240.64万平方米（包括在建项目），权益建筑面积705.00万平方米，项目主要分布于上海、石狮、青岛、济南、福州、常熟、武汉、南京、厦门、深圳等地，土地储备充足。从性质看，商业性质土地储备建筑面积619.00万平方米，占49.89%；住宅性质土地储备61.19万平方米，占4.93%；综合体性质土地储备560.45万平方米，占45.17%。

从城市等级看，截至2018年9月底，公司一线城市、二线城市、三四线城市土地储备总建筑面积占比分别为15.31%、55.28%和29.41%。公司土地储备以二线城市为主，此外在一线和三四线城市也有较大规模的土地储备，三四线城市土地储备处于环沪地区和经济较发达的华南地区。

总体看，公司土地储备规模较大，且多处于经济发达地区，公司土地储备质量较好。

表7 截至2018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	18	619.00
住宅	3	61.16
综合体	11	560.45
合计	32	1240.64

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。

表8 截至2018年9月底公司土地储备性质情况（单位：万平方米）

城市等级	城市	总建筑面积（在建+拟建）	权益建筑面积	土地性质	土地状态
一线城市	上海	6	6	商业	在建
	深圳前海	19	9	商业	在建
	深圳龙岗	137	70	商业	拟建
	深圳坪山	29	18	商业	拟建
	合计	190	102	/	/
二线城市	天津	21	21	住宅/商业	在建
	济南	6	6	商业	在建
	苏州工业园 7#-湖滨	21	10	住宅	在建
	苏州工业园 6#-世纪	15	6	住宅	在建
	青岛世奥商业	14	10	商业	拟建
	青岛国际中心	21	21	商业	在建
	青岛诺沙湾	16	16	住宅/商业	在建
	无锡	48	15	住宅/商业	在建
	宁波滨江	7	7	住宅/商业	在建
	宁波孙家	25	10	住宅	在建
	南京	63	31	住宅/商业	在建
	武汉	90	46	商业	在建
	沈阳	82	82	商业	在建
	长沙	23	11	商业	在建
	济南天城	45	45	住宅/商业	在建
	厦门集美	40	20	住宅/商业	在建
	南昌水城	21	21	商业	在建
	杭州智慧之门	30	30	商业	在建
	济南小鸭	29	7	住宅/商业	在建
	南京雨花	26	13	住宅/商业	在建
	福州 108 大楼	41	21	商业	拟建
	福州台江金融街	5	1	商业	在建
	合计	686	451	--	--
三四线城市	常熟	15	15	商业	在建
	昆山	6	6	商业	拟建
	常州	12	12	商业	在建
	石狮	235	70	住宅/商业	在建
	泉州洛江	31	16	住宅/商业	在建
	泉州台商	64	33	商业	拟建
	合计	365	152	--	--
合计		1241	705	--	--

资料来源：公司提供

注：本表和表 7 数据略有差异系四舍五入造成。

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

较为集中于二线城市，未来存在一定的政策不确定性。

3. 房地产租赁

公司持有部分商业物业，且合理控制自持商业物业和销售商业物业的比重。公司自持物业主要为位于长三角区域及环渤海区域的写字楼和商业广场，以自行培育项目商业环境获得增值为目的，并以租赁形式获得稳定的现金流。受宏观经济、市场消费群体需求变化及市场消费习惯变化影响，2013年公司主动调整经营策略和管理方式，逐步取消自营百货，改为对外出租形式。

随着商业项目不断竣工，公司自持商业物

业面积持续增加，主要包括昆山世茂广场、常熟欧尚及卢米埃影院、济南世茂广场等；公司自持办公楼主要为北京世茂大厦，近两年可租面积较为稳定。出租率方面，公司所持物业出租率均维持在85%以上水平，整体出租率较高；租金收入随着自持物业面积及租金水平不断增长呈稳步提升态势。2015~2017年，公司实现房地产租赁收入分别为4.78亿元、5.54亿元和5.77亿元。

2018年1~9月，公司租金收入为5.20亿元，为2017年全年的90.12%，同期出租率为89.00%。公司租赁收入比较稳定，对公司业绩形成有益补充。

表9 近年来公司自持物业租赁情况（单位：万平方米、亿元、%）

年份	物业类型	建筑面积	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
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
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	办公楼	10.58	9.13	6.54	72%	1.62
	广场	124.14	71.40	63.61	89%	4.05
	其他	4.59	2.23	2.23	100%	0.98
	合计	139.30	82.76	72.38	87%	5.77
2018 年 1~9 月	办公楼	10.58	9.17	7.46	81%	1.30
	广场	130.07	71.06	64.32	91%	3.65
	其他	4.29	2.47	2.11	85%	0.25
	合计	144.94	82.69	73.88	89%	5.20

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145.23万平方米，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、常熟和绍兴等地的商业物业单位租金水平较为稳定或略有上升。截至2018年9月底，公司自持物业公允价值为287.32亿元，较2017年底增长7.07%。

总体看，近年来持续增长的自持物业租金收入为公司提供了稳定的资金流入。但公司自持物业区域分布以二、三线城市为主，部分项目运营尚处于培育期，租金水平较低。未来随着项目所在区域商圈培育日趋成熟，物业租赁收入有望实现增长。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括物业管理、儿童游艺园等，2017年共实现收入6.90亿元，对营业收入贡献小。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具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

2015~2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数三年加权平均值分别为11.44次、0.34次和0.21次；2017年上述指标分别为13.17次、0.34次和0.22次，公司整体经营效率一般。

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，以确保公司可持续发展。

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

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017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2018年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司纳入合并范围子公司合计122家。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年新纳入合并范围的子公司24家（主要通过新设方式），不再纳入合并范围的子公司1家（通过股权转让）。公司合并范围变化对财务数据影响较大，财务数据可比性一般。

截至2017年底，公司（合并）资产总额919.18亿元，所有者权益346.27亿元（含少数股东权益128.80亿元）。2017年，公司实现营业收入186.67亿元，利润总额53.09亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额1006.36亿元，所有者权益442.53亿元（含少数股

东权益211.12亿元)。2018年1~9月,公司实现营业收入143.80亿元,利润总额33.65亿元。

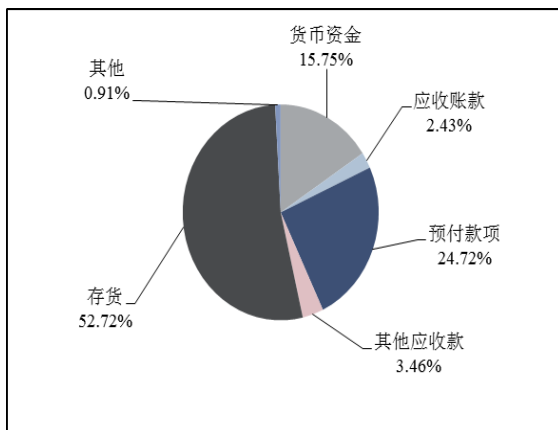
2. 资产质量

2015~2017年,公司资产规模快速增长,年均复合增长18.60%。截至2017年底,公司资产总额919.18亿元,同比增长14.97%,主要系流动资产增长所致;其中流动资产占比62.43%,非流动资产占比37.57%。

流动资产

随着经营规模的扩大,2015~2017年,公司流动资产规模快速增长,年均复合增长22.04%。截至2017年底,公司流动资产合计573.83亿元,同比增长20.73%,主要系预付款项大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占15.75%)、预付款项(占24.72%)和存货(占52.72%)构成。

图2 2017年底公司流动资产构成



资料来源:根据公司财务报告整理

2015~2017年,公司货币资金快速增长,年均复合增长16.72%。截至2016年底,公司货币资金同比增长27.40%至84.52亿元,主要系当年处置世茂工三导致当年处置子公司及其他单位收到的现金净额大幅增加所致。截至2017年底,公司货币资金余额90.38亿元,同比增长6.94%。公司货币资金主要由银行存款(占98.58%)和其他货币资金(占1.40%)构成,其中其他货币资金主要包括在途资金6059.91万元、保函保证金5855.00万元、劳务工资保证金279.88万元及

按揭担保保证金445.00万元。同期,公司货币资金受限余额1.16亿元,占货币资金总额比例为1.29%,其中到期日超过3个月的保证金余额6579.88万元,冻结资金余额5063.99万元,其中冻结资金余额主要系上海世茂新体验置业有限公司、沈阳世茂世纪房地产开发有限公司、福建世茂新里程投资发展有限公司及沈阳世茂新世纪商业管理有限公司涉及诉讼被冻结银行账户资金。总体看,公司货币资金余额充足,受限比例较低,公司现金资产质量较高。

2015~2017年,公司预付款项余额快速增长,年均复合增长379.42%。截至2017年底,公司预付款项余额141.86亿元,同比增长380.94%,主要系公司预付土地款和投资款增加所致。从账龄看,公司一年以内的预付款项占92.57%,一年以上的占7.43%。从集中度看,公司预付款项前五名余额合计135.55亿元,占95.55%,集中度高。

表10 截至2017年底预付款项前五名单位情况

(单位:亿元、%)

单位名称	与本公司关系	金额	款项性质	占比
深圳市财政委员会	非关联方	69.72	预付土地款	49.14
深圳市土地房产交易中心	非关联方	50.00	预付土地款	35.25
福州市公共资源交易服务中心	非关联方	7.65	预付土地款	5.39
石狮市国土资源局	非关联方	4.18	预付土地款	2.95
汇邦人寿保险股份有限公司	非关联方	2.00	预付投资款	1.41
济南旧城开发投资集团有限公司	非关联方	2.00	预付土地款	1.41
合计	--	135.55	-	95.55

资料来源:公司财务报告

2015~2017年,公司存货账面价值波动中有所增长,年均复合增长7.37%。截至2017年底,公司存货账面价值302.55亿元,同比下降0.17%。同期,公司存货主要由开发成本(占76.44%)和开发产品(占22.28%)构成。同期,公司开发成本由26个在建项目构成,公司开发产品由28个项目构成。公司存货计提减值储备

330.00万元，系对世茂湖滨花园地下车库计提减值准备所致。同期，公司存货受限金额17.24亿元，系借款抵押所致，存货受限比例5.70%。

表 11 截至 2017 年底开发成本余额较大项目情况
(单位: 亿元、%)

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	期末余额
南京世茂外滩新城二期项目	2010	2015~2018	100.00	15.40
沈阳世茂五里河商业广场项目	2008	2020	60.00	10.13
北京同沐项目	--	--	--	26.82
石狮世茂新城项目	2013	2014~2018	112.55	23.05
济南世茂天城项目	2014	2015~2018	38.39	14.98
杭州浙江之门项目	2014	2020	42.46	16.37
深圳前海项目	2014	2019	58.42	12.30
泉州世茂璀璨天城一期项目	2017	2019	17.00	11.95
南京新发展项目	2016	2018	43.43	16.44
济南小鸭项目	2017	2019	36.24	20.44

资料来源: 公司财务报告

表 12 截至 2017 年底开发产品余额较大项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	竣工时间	期末余额
南京世茂外滩新城项目	2010~2017	5.12
上海天马山新体验商业项目	2013~2016	2.37
徐州世茂广场项目	2012~2016	2.64
青岛胶南世茂国际中心项目	2013~2016	2.05
济南世茂国际广场项目	2013~2017	6.44
厦门世茂海峡大厦项目	2014~2016	2.10
石狮世茂房地产项目	2014~2017	12.70
石狮世茂新城项目	2014~2017	13.01
济南世茂天城项目	2015~2017	3.02
宁波宝家槽项目	2015~2016	3.30

资料来源: 公司财务报告

非流动资产

2015~2017年, 公司非流动资产规模不断增长, 年均复合增长13.48%。截至2017年底, 公司非流动资产合计345.35亿元, 同比增长6.52%。公司非流动资产主要由投资性房地产(占77.71%)构成。

公司投资性房地产采用公允价值模式计

量。2015~2017年, 公司投资性房地产账面价值不断增长, 年均复合增长12.15%。截至2017年底, 公司投资性房地产账面价值268.36亿元, 同比增长5.12%。同期, 公司期末公允价值较高的项目有北京世茂大厦(期末公允价值34.15亿元)、绍兴世茂迪荡新城A2A3(期末公允价值17.96亿元)、苏州世茂运河城二期(期末公允价值12.30亿元)、石狮世茂国际广场(期末公允价值17.15亿元)、厦门集美项目(期末公允价值20.08亿元)和深圳商业中心(期末公允价值43.10亿元)。同期, 公司投资性房地产受限资产价值101.44亿元, 受限比例37.80%, 主要系借款抵押和诉讼冻结所致, 其中涉诉金额5.50亿元, 系子公司沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司名下的投资性房地产。

截至2018年9月底, 公司资产总额1006.36亿元, 较2017年底增长9.48%, 主要来自货币资金和预付款项的增加, 其中, 流动资产占63.53%, 非流动资产占36.47%, 资产结构较2017年底变化不大。其中, 货币资金为153.48亿元, 较2017年底增长69.81%, 主要系销售回款及备付龙岗项目土地款。应收账款为21.04亿元, 较2017年底增长50.55%, 主要系售房银行按揭款增长所致。预付款项为167.96亿元, 较2017年底增长18.40%, 主要系增加泉州和深圳项目尚未拿到所致。其他应收款为30.04亿元, 较2017年底增长51.37%, 主要系往来款增加所致。存货为263.53亿元, 较2017年底下降12.90%, 主要系销售结转所致。投资性房地产为287.32亿元, 较2017年底增长7.07%, 主要系自持物业增值所致。

总体看, 近年来, 公司资产规模大幅增长, 资产结构仍以流动资产为主, 构成较为稳定, 符合房地产行业特点。流动资产中, 货币资金充裕, 存货规模大; 非流动资产主要以投资性房地产为主。公司整体资产质量尚可, 但存货占比高, 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

2015~2017年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长18.51%。截至2017年底，公司所有者权益总额346.27亿元，同比增长16.14%；其中归属于母公司所有者权益占比62.80%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本(或股本)(占17.25%)、未分配利润(占59.30%)和其他综合收益(占17.74%)构成。少数股东权益占比高。

截至2018年9月底，公司所有者权益合计442.53亿元(含少数股东权益211.12亿元)，较2017年底增长27.80%，主要系福建新里程增资导致少数股东权益增加。

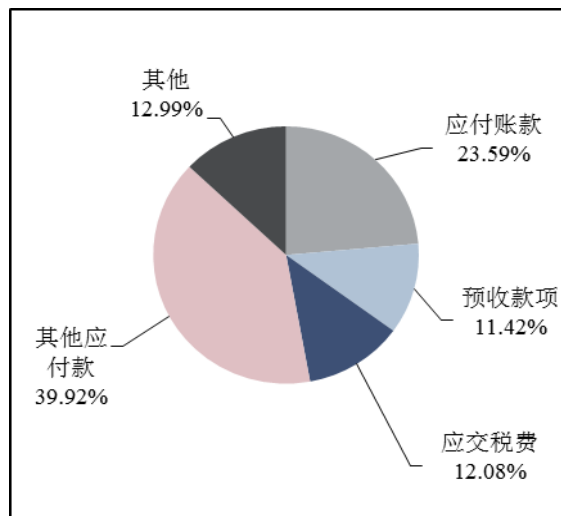
总体看，公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他综合收益占比高，公司利润分配政策对股东权益稳定性影响很大，所有者权益稳定性弱。

负债

2015~2017年，公司负债规模快速增长，年均复合增长18.65%。截至2017年底，公司负债总额572.91亿元，同比增长14.27%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占比68.66%，非流动负债占比31.34%。

2015~2017年，公司流动负债规模快速增长，年均复合增长18.78%。截至2017年底，公司流动负债合计393.39亿元，同比增长6.44%。公司流动负债主要由应付账款(占23.83%)、预收款项(占11.53%)、应交税费(占12.20%)和其他应付款(占40.32%)构成。

图3 2017年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司财务报告整理

2015~2017年，公司应付账款余额有所增长，年均复合增长6.90%。截至2017年底，公司应付账款余额93.74亿元，同比增长4.10%。其中，账龄超过一年的余额11.06亿元，主要系暂估应付工程款。

2015~2017年，公司预收款项余额波动中有所下降，年均复合下降13.37%。截至2017年底，公司预收款项余额45.35亿元，同比下降27.16%，主要系预收售楼款减少所致。同期，公司预收售楼款金额较大的项目主要有南京世茂外滩新城项目(4.30亿元)、武汉蔡甸项目(4.72亿元)、石狮世茂新城项目(13.29亿元)和泉州世茂璀璨天城一期(7.12亿元)。

2015~2017年，公司应交税费余额快速增长，年均复合增长80.33%。截至2017年底，公司应交税费余额48.00亿元，同比增长100.25%，主要系企业所得税和土地增值税增加所致。

2015~2017年，公司其他应付款余额快速增长，年均复合增长64.18%。截至2017年底，公司其他应付款余额158.59亿元，同比增长31.77%，主要系应付关联方往来款增加所致。其中，应付关联方款项余额较大的有上海世茂建设有限公司(80.64亿元)、珠海横琴瑞尚股权投资有限公司(7.99亿元)、上海择荃企业管理有限公司(6.52亿元)、济南保利置业有限公司

司（4.53亿元）、济南新城创置房地产开发有限公司（4.53亿元）。

2015~2017年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长18.37%。截至2017年底，公司非流动负债合计179.52亿元，同比增长36.25%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占27.81%）和应付债券（占48.78%）构成。

2015~2017年，公司长期借款余额波动中有所增长，年均复合增长5.33%。截至2017年底，公司长期借款余额49.93亿元，同比增长73.70%，主要系抵押借款增加所致。

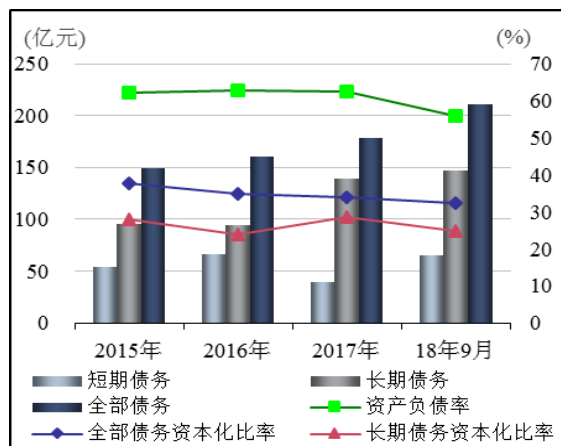
2015~2017年，公司应付债券余额快速增长，年均复合增长32.82%。截至2017年底，公司应付债券余额87.57亿元，同比增长35.44%，主要系本期发行“17沪世茂MTN001”、“17世茂G1”、“17世茂G2”和“17世茂G3”所致。

截至2018年9月底，公司负债总额563.83亿元，较2017年底下降1.58%，其中，流动负债占66.39%，非流动负债占33.61%，负债结构较2017年底变化不大。其中，应交税费为58.66亿元，较2017年底增长22.21%，主要系土地增值税、企业所得税和增值税增加所致。其他应付款为106.14亿元，较2017年底下降33.07%，主要系往来款减少所致。一年内到期的非流动负债47.64亿元，较2017年底增长40.10%，主要系“16世茂G1”和“16世茂G2”将于一年内到期所致。其他流动负债为9.98亿元，主要系本期发行“18沪世茂CP001”所致。应付债券为67.67亿元，较2017年底下降22.72%，主要系“16世茂G1”和“16世茂G2”将于一年内到期所致。

公司将短期融资券计入“其他流动负债”科目，将融资租赁款计入“长期应付款”科目，属于有息债务，将以上债务调整至公司短期债务、长期债务、全部债务及相关指标计算。2015~2017年，公司全部债务有所增长，年均复合增长9.31%。截至2017年底，公司调整后全部债务177.79亿元，其中，短期债务占22.01%，长期债务占77.99%。同期，短期债务39.13亿元，

同比下降40.75%，主要系公司偿还20亿元的“16沪世茂CP001”和20亿元的“16沪世茂CP002”，导致公司短期债务大幅下降。同期，长期债务138.67亿元，同比增长47.11%，主要系本期公司发行13.00亿元的“17沪世茂MTN001”、25.00亿元“17世茂G1”、10.00亿元“17世茂G2”和5.00亿元“17世茂G3”所致。截至2018年9月底，公司调整后全部债务211.29亿元，较2017年底增长18.84%，主要系长期借款增加和发行“18沪世茂MTN001”、“18沪世茂MTN001”和“18沪世茂CP001”所致。同期，短期债务占30.63%，长期债务占69.37%，短期债务占比比较2017年底增加了8.36个百分点。

图4 2015年以来公司债务指标走势



资料来源：根据公司财务报告整理

债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率波动增长，全部债务资本化比率持续下降，长期债务资本化比率波动增长，三年加权平均值分别为62.43%、34.98%和27.07%。2017年分别为62.33%、33.93%和28.60%。截至2018年9月底，上述三项指标分别为56.03%、32.32%和24.88%，分别较2017年底下降6.30个百分点、1.61个百分点和3.72个百分点，公司整体债务负担较轻。

总体看，近三年来，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，债务结构合理，整体债务负担较轻，未来随着在建项目持续推进，债务规模或将持续

上升。

4. 盈利能力

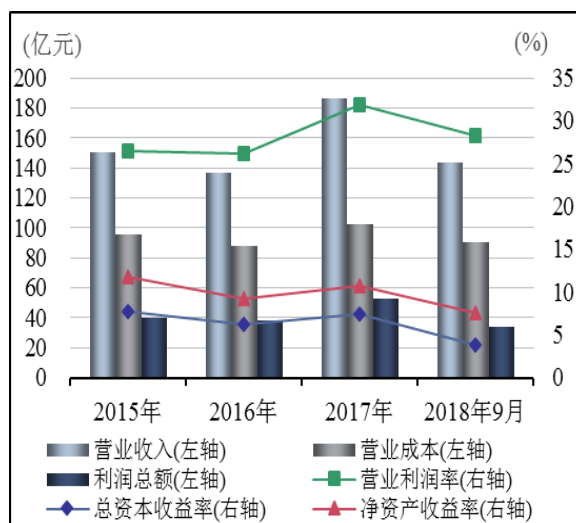
2015~2017年,公司营业收入波动中有所增长,年均复合增长11.43%,2017年为186.67亿元,同比增长36.17%,主要系住宅销售业务大幅结转所致。2015~2017年,公司营业成本波动中有所增长,年均复合增长3.64%,2017年为102.83亿元,同比增长16.92%。2015~2017年,公司营业利润率波动增长,三年加权平均值为29.10%,2017年为31.88%,同比增长5.66个百分点。公司盈利水平较高。

期间费用方面,2015~2017年,公司期间费用规模有所波动,年均复合增长1.97%。2017年,公司期间费用合计13.67亿元,同比增长12.18%,主要系随着公司销售规模和投资规模的增长销售费用和财务费用增加所致;其中销售费用占44.76%,管理费用占46.06%,财务费用占9.17%。2015~2017年,公司期间费用占营业收入的比例分别为8.74%、8.89%和7.32%。总体看,公司期间费用控制能力较好。

非经常损益方面,2015~2017年,公司公允价值变动损益分别为4.96亿元、5.77亿元和7.00亿元。同期,公司投资收益分别为9.24亿元、10.84亿元和1.05亿元。同期,公司营业外收入分别为0.27亿元、0.42亿元和0.67亿元。同期,非经常损益占利润总额比重分别为36.27%、37.78%和16.44%。总体看,公司非经常性损益对利润总额的影响虽然总体呈下降趋势,但依然处于较高水平。

2015~2017年,公司利润总额波动增长,年均复合增长15.37%。2017年,公司利润总额53.09亿元,同比增长38.65%,主要系营业收入大幅增加所致。

图5 2015年以来公司盈利指标走势



资料来源：根据公司财务报告整理

盈利能力指标方面,2015~2017年,公司总资产收益率和净资产收益率波动下降,三年加权平均值分别为7.16%和10.49%。2017年分别为7.46%和10.73%。公司盈利能力较好。

2018年1~9月,公司实现营业收入143.80亿元,同比增长24.27%,主要系厦门集美项目和南京雨花项目结转增长所致。利润总额为33.65亿元,净利润为25.13亿元;同期,公司营业利润率为28.31%。

总体看,公司业务规模和利润规模大幅增长,营业利润率回升,综合盈利能力保持较高水平,公司非经常性损益对利润总额的影响较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017年,公司流动比率波动增长,速动比率持续增长,两项指标三年加权平均值分别为139.16%和57.27%,2017年分别为145.87%和68.96%。截至2018年9月底,上述两项指标分别为170.80%和57.27%。2015~2017年,公司经营流动负债比持续增长,分别为1.60%、3.07%和10.80%。经营活动获取的现金对流动负债的保障能力有所回升。同时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, 2015~2017年, 公司EBITDA分别为42.69亿元、40.33亿元和56.07亿元。同期, 全部债务/EBITDA分别为3.49倍、3.98倍和3.17倍。同期, EBITDA利息倍数分别为3.62倍、3.76倍和5.78倍。总体看, 公司长期偿债能力较强。

截至2018年9月底, 公司对外担保主要系对商品房承购人向银行提供担保的按揭贷款。

未决诉讼方面, 2015年6月12日, 中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行向浙江省高级人民法院提出民事诉状, 要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司所欠贷款及利息共计3.90亿元承担连带保证责任。2016年5月19日, 浙江省高级人民法院作出判决, 杭州世茂世纪置业有限公司归还中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行贷款本金3.80亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费; 公司承担连带保证责任。公司不服该判决, 已申请上诉。目前, 此案件尚在二审审理阶段。公司已于2016年计提0.53亿元预计诉讼支出。最高人民法院于2017年10月25日送达了(2016)最高法民终630号《民事裁定书》, 将本案发回浙江省高级人民法院重审, 截至2018年6月30日止, 该案件仍由浙江省高级人民法院一审重审审理中。联合资信将持续关注此案件进展情况及对公司信用状况可能带来的影响

截至2018年9月底, 公司及控股子公司获得银行授信额度共计247.57亿元, 尚未使用额度124.95亿元, 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(G10310101001496109), 截至2019年2月13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

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

8. 母公司分析

2015~2017年, 母公司资产总额有所波动, 年均复合下降2.71%, 截至2017年底为425.01亿元。构成方面, 母公司资产总额以其他应收款和长期股权投资为主, 母公司其他应收款金额为170.88亿元, 长期股权投资金额为217.89亿元。母公司货币资金较少, 为15.82亿元。

2015~2017年, 母公司所有者权益合计有所波动, 年均复合增长2.57%, 截至2017年底为89.50亿元。构成方面, 母公司所有者权益合计主要由实收资本(占41.91%)、资本公积(占21.84%)和未分配利润(占22.92%)构成。母公司所有者权益稳定性较好。

2015~2017年, 母公司负债合计波动中有所下降, 年均复合下降3.98%。截至2017年底为335.51亿元。构成方面, 母公司流动负债占70.15%, 非流动负债占29.85%。截至2017年底, 母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为78.94%、59.05%和52.51%。母公司债务负担较重。

损益方面, 2015~2017年, 母公司收入分别为1.52亿元、0.31亿元和0.28亿元, 利润总额分别为7.08亿元、-4.41亿元和14.78亿元。同期, 母公司财务费用分别为5.82亿元、5.69亿元和5.75亿元; 母公司投资收益分别为10.37亿元、2.66亿元和20.85亿元。母公司主营业务收入规模较小, 且波动较大。财务费用是母公司主要支出, 投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面, 由于母公司直接开展的项目

较少，母公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金规模比较小。母公司经营活动现金流主要以收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，2015~2017年，母公司收到其他与经营活动有关的现金分别为185.57亿元、198.92亿元和250.39亿元；支付其他与经营活动有关的现金为217.19亿元、230.22亿元和229.80亿元；经营活动现金流净额分别为-31.61亿元、-31.88亿元和20.24亿元。同期，母公司投资活动现金流主要以收回投资收到的现金和投资支付的现金为主，投资活动净现金流波动较大，分别为-6.81亿元、1.93亿元和-19.78亿元。母公司筹资活动前现金流量净额分别为-38.42亿元、-29.95亿元和0.46亿元，同期筹资活动现金流净额分别为55.08亿元、17.40亿元和-6.59亿元。

总体看，近年来，母公司资产和所有者权益规模有所波动。母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，符合母公司投资控股型公司的特点。母公司收入和利润总额波动较大，投资收益为母公司的主要利润来源，财务费用为母公司主要支出。母公司经营活动和投资活动现金流量净额波动较大，母公司筹资活动现金流量净额逐年下降。

八、结论

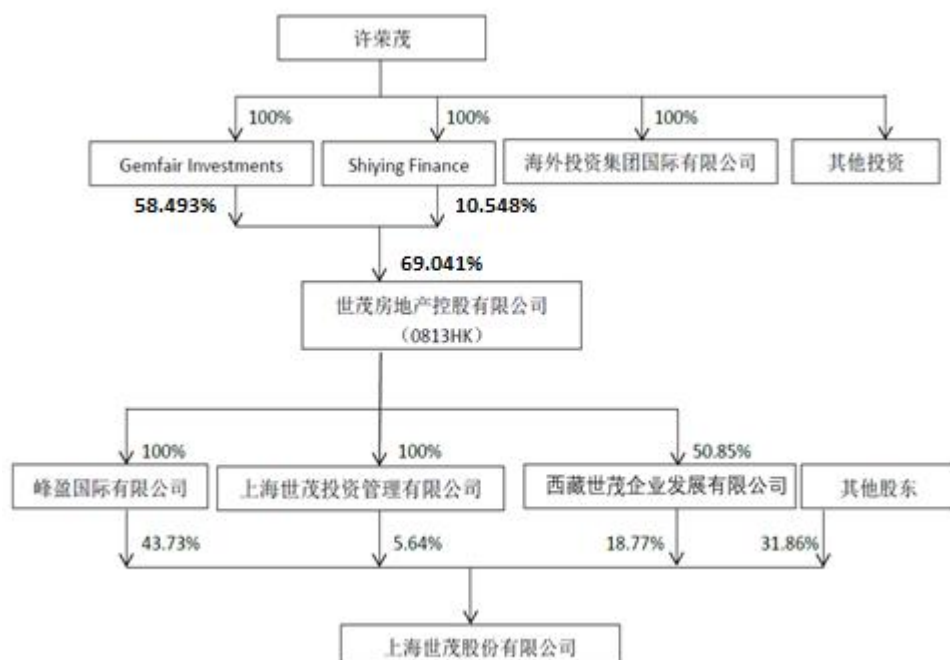
作为世茂房地产商业地产开发运营重要平台，公司自成立以来凭借先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，已逐步形成商业地产投资、开发和运营为主，住宅地产开发为辅的经营模式，区域拓展以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“华南地区”的战略布局，在经济较发达的20余个大中城市开发多个城市综合体项目，品牌影响力及竞争力稳步提升。

公司房地产板块项目储备充足，为未来收入持续增长提供有力支持。公司资产规模稳定

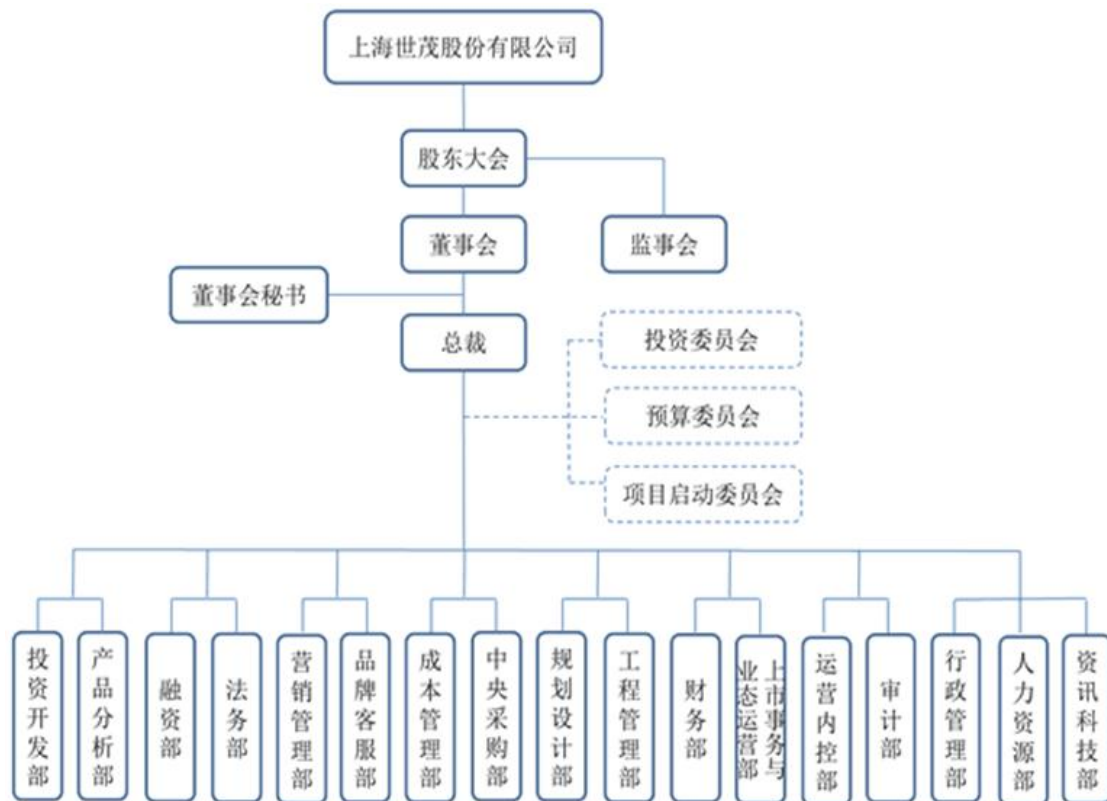
增长，资产质量较好，债务结构合理，有息债务负担较轻。公司目前在开发项目较多，未来开发投资规模较大。

综合评估，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织机构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 月底公司纳入合并范围内子公司情况

序号	企业名称	注册资本	业务性质	持股比例 (%)
1	上海世莖贸易有限公司	20000 万人民币	建材销售	100.00
2	昆山世茂华东商城开发有限公司	15000 万人民币	房地产开发	100.00
3	牡丹江茂源贸易有限公司	2000 万人民币	建材销售	100.00
4	世茂物业管理有限公司	8000 万人民币	物业管理	100.00
5	世茂商业管理有限公司	25000 万人民币	商业运营	100.00
6	北京茂悦盛欣企业管理有限公司	5000 万人民币	房地产开发	100.00
7	福州世茂天城商业管理有限公司	3000 万人民币	销售百货	100.00
8	芜湖世茂商业运营有限责任公司	500 万人民币	商业运营	100.00
9	苏州世茂商业物业管理有限公司	1000 万人民币	商业运营	100.00
10	沈阳世茂新世纪商业管理有限公司	2000 万人民币	商业运营	100.00
11	烟台世茂商业管理有限公司	1000 万人民币	商业运营	100.00
12	济南世茂置业有限公司	146000 万人民币	房地产开发	100.00
13	常熟世茂商业经营有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00
14	上海世茂股份投资管理顾问(香港)有限公司	美元 1 万元	投资管理和咨询	100.00
15	荣帆有限公司	港元 1 元	投资管理和咨询	100.00
16	芜湖世茂新世纪商业管理有限公司	3000 万人民币	商业运营	100.00
17	上海菲慕思商务信息咨询有限公司	5000 万人民币	商务信息咨询	100.00
18	世茂影院投资发展有限公司	15000 万人民币	投资管理和咨询	100.00
19	上海世茂世天投资有限公司	1000 万人民币	经营儿童娱乐	100.00
20	黑龙江智和商业地产投资咨询有限公司	20000 万人民币	投资管理和咨询	100.00
21	北京同涞房地产开发有限公司	15000 万人民币	房地产开发	100.00
22	上海世茂玺美企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00
23	上海世曜投资咨询有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	100.00
24	天津茂悦投资有限公司	38000 万人民币	房地产开发	100.00
25	青岛世茂投资发展有限公司	45000 万人民币	房地产开发	100.00
26	青岛世茂滨海置业有限公司	20000 万人民币	房地产开发	100.00
27	上海铂信企业管理有限公司	10000 万人民币	企业管理咨询	100.00
28	上海酷侈贸易有限公司	5000 万人民币	销售百货	100.00
29	上海世茂儿童玩具有限公司	500 万人民币	经营儿童娱乐	100.00
30	绍兴世茂儿童玩具有限公司	100 万人民币	经营儿童娱乐	100.00
31	上海世茂商业投资管理有限公司	1000 万人民币	企业管理咨询	100.00
32	意新有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00
33	欣择有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00
34	欣元有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00
35	上海沁珏投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00
36	牡丹江瑞盈商业地产投资咨询有限公司	50 万人民币	房地产投资咨询	100.00
37	南昌世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00
38	苏州世茂新里程置业有限公司	60000 万人民币	房地产开发	100.00
39	宁波世茂理想置业有限公司	35000 万人民币	房地产开发	100.00
40	济南世茂商业管理有限公司	200 万人民币	商业运营	100.00
41	北京世茂星辰企业管理有限公司	900 万人民币	投资管理	100.00
42	南昌世天教育咨询有限公司	100 万人民币	信息咨询	100.00
43	徐州世茂商业管理有限公司	10 万人民币	商业运营	100.00

44	南通世茂商业管理有限公司	100 万人民币	商业运营	100.00
45	昆山世茂新纪元房地产有限公司	2000 万人民币	房地产开发	100.00
46	上海惠沁投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00
47	绍兴世茂新纪元置业有限公司	24552.01 万人民币	房地产开发	100.00
48	常州世茂新城房地产开发有限公司	26930 万人民币	房地产开发	100.00
49	芜湖世茂新发展置业有限公司	11000 万人民币	房地产开发	100.00
50	徐州世茂置业有限公司	49141.26 万人民币	房地产开发	100.00
51	昆山世茂房地产开发有限公司	54766.81 万人民币	房地产开发	100.00
52	常熟世茂新发展置业有限公司	69217.40 万人民币	房地产开发	100.00
53	上海世茂新体验置业有限公司	39109.28 万人民币	房地产开发	100.00
54	苏州世茂投资发展有限公司	52679.56 万人民币	房地产开发	100.00
55	沈阳世茂新世纪房地产开发有限公司	58005.85 万人民币	房地产开发	100.00
56	上海博希商务咨询有限公司	2000 万人民币	商务信息咨询	100.00
57	上海茂沁投资管理有限公司	137177 万人民币	商业运营	100.00
58	济南世茂天城置业有限公司	131000 万人民币	房地产开发	100.00
59	闽侯世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00
60	上海硅浩信息科技有限公司	3077 万人民币	商务信息咨询	100.00
61	上海欣易投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00
62	宁波世茂新腾飞置业有限公司	123850 万人民币	房地产开发	100.00
63	绍兴世茂投资发展有限公司	48345.7740 万人民币	商业运营	100.00
64	绍兴浙通商务咨询服务有限公司	100 万人民币	商务信息咨询	100.00
65	常熟世茂新纪元置业有限公司	85000 万人民币	房地产开发	100.00
66	上海杏熙投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00
67	上海乾馥企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00
68	济南世茂彩石置业有限公司	10000 人民币	房地产开发	100.00
69	杭州世茂瑞盈置业有限公司	美元 23000 万元	房地产开发	100.00
70	南昌水城投资股份有限公司	35000 万人民币	房地产开发	100.00
71	上海世茂世康养老服务服务有限公司	500 万人民币	养老服务	100.00
72	西藏世亚创业投资合伙企业（有限合伙）	21700 万人民币	投资管理	100.00
73	世茂环禹（上海）实业合伙企业（有限合伙）	21400 万人民币	投资管理	100.00
74	Shimao Aoya Holding Pty Ltd	澳元 2 元	投资管理	100.00
75	上海磐苑企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00
76	上海世颢企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理	100.00
77	青岛海茂基础工程有限公司	美元 1670 万元	基础设施配套建设及经营	90.00
78	南京世茂房地产开发有限公司	32800 万人民币	房地产开发	50.00
79	福建世茂投资发展有限公司	20000 万人民币	房地产开发	50.00
80	南京世茂新里程置业有限公司	9000 万人民币	酒店的经营	50.00
81	福建世茂新里程投资发展有限公司	186700 万人民币	房地产开发	51.00
82	上海世茂信择实业有限公司	50000 万人民币	项目管理及咨询	51.00
83	黑龙江通海建材贸易有限公司	500 万人民币	销售设备及材料	51.00
84	牡丹江智和房地产投资咨询有限公司	100 万人民币	房地产投资咨询	51.00
85	武汉世茂嘉年华置业有限公司	20000 万人民币	房地产开发	51.00
86	青岛世奥投资发展有限公司	100000 万人民币	房地产开发	75.00
87	牡丹江雅商建材贸易有限公司	1000 万人民币	销售设备及材料	50.00
88	石狮世茂房地产开发有限公司	63900 万人民币	房地产开发	35.91
89	石狮世茂新城房地产开发有限公司	78100 万人民币	房地产开发	35.91
90	石狮世茂新里程房地产开发有限公司	60000 万人民币	房地产开发	35.91

91	石狮世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00
92	厦门世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00
93	厦门世茂新领航置业有限公司	450000 万人民币	房地产开发	51.00
94	泉州世茂融信新领航房地产有限责任公司	5000 万人民币	房地产开发	51.00
95	泉州世茂融信新世纪房地产有限责任公司	5000 万人民币	房地产开发	51.00
96	石狮世恒商务咨询有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00
97	前海世茂发展（深圳）有限公司	美元 48000 万元	房地产开发	51.00
98	世茂澳亚基金管理有限公司	800 万人民币	投资管理	50.00
99	南京世茂新发展置业有限公司	300000 万人民币	房地产开发	51.00
100	上海震万企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00
101	上海恩奕企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
102	上海首励企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	51.00
103	上海都绚企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	17.34
104	上海湃仑企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
105	上海仁珂企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
106	上海泰朵企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00
107	上海欧黎企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00
108	上海为鸿企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
109	上海祺煦企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
110	上海漫珑企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
111	上海莱纽企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理咨询	51.00
112	上海朗嘉企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理	51.00
113	上海积丞企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理	51.00
114	上海世硕企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
115	上海率康企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00
116	深圳市世茂新里程实业有限公司	1000000 万人民币	投资信息咨询	51.00
117	南京世曜商务咨询有限公司	100 万人民币	商务信息咨询	50.00
118	福州傲达企业管理有限公司	10000 万人民币	企业管理咨询	51.00
119	福建世茂创世纪置业有限公司	10000 万人民币	房地产开发	51.00
120	西藏世澳创业投资合伙企业（有限合伙）	3000 万人民币	投资管理	100.00
121	南京恺昱企业管理咨询有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	51.00
122	长沙世茂领航置业有限公司	500 万人民币	房地产开发	51.00
123	西安世茂新领域置业有限公司	1000 万人民币	房地产开发	72.00
124	南京穆坤企业管理咨询有限公司	10000 万人民币	企业管理咨询	100.00
125	上海元盼企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	100.00
126	上海隼会企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00
127	上海颖博企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	100.00
128	上海煦晓企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00
129	济南元盛商业保理有限公司	100 万人民币	商业保理	100.00
130	上海丹馨企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00
131	南昌悦盈企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00
132	深圳市坪山区城投宏源投资有限公司	10000 万人民币	房地产开发	60.00
133	北京瞳悦景观园林工程有限公司	1000 万人民币	城市园林绿化	51.00
134	北京妙鼎建筑装饰有限公司	1000 万人民币	项目管理	51.00
135	湖北长建茂房地产开发有限公司	5000 万人民币	房地产开发	26.01
136	上海煦都企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理咨询	51.00

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	66.44	84.59	90.38	153.48
资产总额(亿元)	653.48	799.50	919.18	1006.36
所有者权益(亿元)	246.55	298.15	346.27	442.53
短期债务(亿元)	53.64	66.03	39.13	64.72
长期债务(亿元)	95.16	94.26	138.67	146.57
全部债务(亿元)	148.80	160.30	177.79	211.29
营业收入(亿元)	150.33	137.08	186.67	143.80
利润总额(亿元)	39.89	38.29	53.09	33.65
EBITDA(亿元)	42.69	40.33	56.07	--
经营性净现金流(亿元)	4.45	11.35	42.50	-27.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.96	8.87	13.17	--
存货周转次数(次)	0.39	0.31	0.34	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.19	0.22	--
现金收入比(%)	64.99	99.61	104.77	95.56
营业利润率(%)	26.45	26.22	31.88	28.31
总资本收益率(%)	7.77	6.24	7.46	--
净资产收益率(%)	11.84	9.18	10.73	--
长期债务资本化比率(%)	27.85	24.02	28.60	24.88
全部债务资本化比率(%)	37.64	34.96	33.93	32.32
资产负债率(%)	62.27	62.71	62.33	56.03
流动比率(%)	138.20	128.60	145.87	170.80
速动比率(%)	44.07	46.60	68.96	100.40
经营现金流动负债比(%)	1.60	3.07	10.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.62	3.76	5.78	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	3.49	3.98	3.17	--

注：公司 2018 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评估有限公司（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。上海世茂股份有限公司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有限公司的经营管理状况及外部环境等相关信息，如发现上海世茂股份有限公司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。