跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1026 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“16沪世茂CP002”A-1的信用等级以及“17沪世茂MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十三日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

上海世茂股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 沪世茂 CP002	20 亿元	2016/10/20-2017/10/20	A-1	A-1
17 沪世茂 MTN001	13 亿元	2017/01/06-2020/01/06	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	51.93	66.44	84.59	74.41
资产总额(亿元)	589.01	653.48	799.50	793.69
所有者权益(亿元)	200.35	246.55	298.15	302.29
短期债务(亿元)	59.84	13.66	26.09	44.00
调整后短期债务(亿元)	59.84	53.64	66.03	63.96
长期债务(亿元)	61.27	94.64	93.40	96.26
调整后长期债务(亿元)	61.27	95.16	94.26	97.09
全部债务(亿元)	121.11	108.30	119.49	140.26
调整后全部债务(亿元)	121.11	148.80	160.30	161.05
营业收入(亿元)	127.01	150.33	137.08	26.19
利润总额(亿元)	34.88	39.89	38.29	5.59
EBITDA(亿元)	37.01	42.69	40.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.76	4.45	11.35	-2.44
营业利润率(%)	31.41	26.45	26.22	31.87
净资产收益率(%)	13.02	11.84	9.18	--
资产负债率(%)	65.98	62.27	62.71	61.91
调整后全部债务资本化比率(%)	37.68	37.64	34.96	34.76
流动比率(%)	112.79	138.20	128.60	131.17
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	--
经营现金流动负债比(%)	0.25	1.60	3.07	--

注：1. 公司 2017 年一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　王兴萍

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”）作为从事商业地产开发及运营的大型上市公司，在跟踪期内资产规模快速增长，项目量有所增加。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司住宅项目受房地产调控政策影响去化速度明显减慢、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。

未来随着公司房地产板块储备项目的不断开发，公司资产规模有望进一步增长，综合实力将进一步增强。

综合考虑，联合资信维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 沪世茂 CP002”A-1 的信用等级和“17 沪世茂 MTN001”AA^+的信用等级。

优势

1. 公司是国内商业地产开发领先企业之一，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。
2. 跟踪期内，公司项目储备有所增加，为未来收入持续增长提供有力支持。
3. 公司经营活动现金流入量、现金类资产及 EBITDA 对存续期内债券的保障能力强。

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. 跟踪期内，公司住宅项目去化速度较慢，收入规模和盈利能力均有所下降。
3. 跟踪期内，公司在建项目数量多，未来随着项目开发持续推进，存在较大对外融资压力。
4. 跟踪期内，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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内的“16 沪世茂 CP002”和“17 沪世茂 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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”），系上海市黄埔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），其中上海市黄埔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 2017 年 3 月底，公司股本增至 26.79 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 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 102 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 3 月底，公司（合并）资产总额 793.69 亿元，所有者权益合计 302.29 亿元（含少数股东权益 101.62 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.19 亿元，利润总额 5.59 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 10 月发行 20 亿元“16 沪世茂 CP002”，期限为 1 年；截至目前未偿余额 20 亿元，跟踪期内尚未到付息时间。募集资金已使用完毕，全部用于偿还银行贷款。

公司于 2017 年 1 月发行 13 亿元“17 沪世茂 MTN001”，期限为 3 年；截至目前未偿余额 13 亿元，跟踪期内尚未到付息时间。募集资金已使用完毕，全部用于偿还短期融资券。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，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，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，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）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；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。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活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。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是

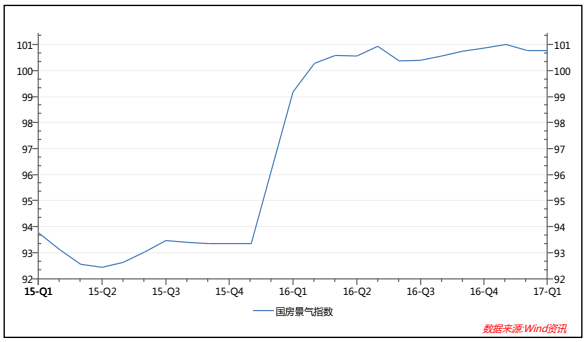
政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析及区域经济概况

1. 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%。

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，在政策从紧的影响下，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。

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 1-11 月房价累计涨幅达 22.95%；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 1-11 月房价累计涨幅 13.34%，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 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

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，2016 年全国 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 2016 年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。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；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

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%，其中房地产贷款占比有所下降，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、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

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 18 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，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

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，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。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，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%。

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。

六、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2017 年 3 月底，公司股本 26.79 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 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，为公司自然人实际控制人。

2. 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。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。

3. 人员素质

跟踪期内，公司副总裁宋垚、孟洁和周黎明均因个人原因辞职，以上人员辞去副总裁职务后不再担任公司任何职务，目前尚无新任副总裁。

截至 2017 年 3 月底，公司共拥有在职员工 1653 人，从专业构成看，管理人员占 23%，专业技术人员占 73%，其他人员占 4%。从学历结构看，大学本科及以上学历占 47%，大学专科学历占 29%，大专以下学历占 24%。从年龄构成看，30 岁以下员工占 34%；30~40 岁员工占 47%；40~50 岁员工占 15%，50 岁以上员工占 3%。

总体看，跟踪期内，公司员工构成符合公司发展需要，联合资信将持续关注公司高层管理人员变动情况。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制和管理制度等方面未发生重大变化。

八、重大事项

1. 转让下属子公司

2016 年 5 月 12 日，公司及下属全资子公

司上海世茂新体验置业有限公司、世茂商业管理有限公司，与乐视控股（北京）有限公司（以下简称“乐视控股”）签订了《乐视控股（北京）有限公司与上海世茂新体验置业有限公司、世茂商业管理有限公司、上海世茂股份有限公司关于北京财富时代置业有限公司、北京百鼎新世纪商业管理有限公司的股权转让协议》及补充协议。公司将下属世茂新体验公司持有的财富时代公司和下属世茂商管公司持有的新世纪公司 100%股权转让于乐视控股，交易价格合计 29.72 亿元，上述交易已全部完成。

2. 收购关联企业股权

跟踪期内，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慑企业管理有限公司（以下简称“上海乾慑”）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、上海乾慑 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慑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。

3. 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。

九、经营分析

1. 经营概况

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。

跟踪期内，受全国房地产限购政策影响，公司住宅项目销售受到较大影响，销售与结转规模均大幅下降。2016 年公司共实现营业收入 137.08 亿元，同比下降 8.81%。分板块看，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；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；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，受结算项目所在区域差异及产品性质影响，商业地产项目毛利率由 2015 的 38.78%下降至 33.26%；商业物业租赁板块毛利率由 2015 年的 89.52%下降至 79.41%，主要由于 2016 年新开业石狮世茂摩天城和厦门 EMALL 项目尚在商业培育期所致；住宅销售毛利率为 31.99%，基本与上年持平。受商业物业运营毛利率有所下降影响，公司 2016 年综合毛利率有所下滑，由 2015 年的 36.32%下降至 35.84%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.19 亿元，同比下降 0.19%。其中，商业物业运营收入 14.57 亿元（占 55.63%），商业地产销售规模较上年同期有所增加；住宅销售收入 10.04 亿元（占 38.36%），同比下降 41.18%，为 2016 年全年住宅销售规模的 12.37%。毛利率方面，2017 年 1~3 月，由于结转项目的差异，公司商业地产销售板块毛利率大幅回升至 43.19%；同期，公司为了加速住宅项目的去化，毛利率水平进一步下降，由 2016 年底的 31.99%下降至 12.49%，受此影响，公司综合毛利率由 2016 年的 35.84%下降至 34.72%。

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 1~3 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	85.36	67.21	46.18	34.87	23.20	45.74	51.10	37.28	38.25	14.57	55.63	46.78
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	13.12	50.10	43.19
房地产租赁	4.26	3.36	87.61	4.78	3.18	89.52	5.54	4.04	79.41	1.45	5.53	79.32
住宅销售	35.67	28.09	24.75	107.75	71.68	30.39	81.19	59.23	31.99	10.04	38.36	12.49
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	0.04	0.16	57.12
其他	3.45	2.72	86.81	4.40	2.93	91.69	4.52	3.30	76.95	1.53	5.85	65.17
合计	**127.01**	**100.00**	**41.40**	**150.33**	**100.00**	**36.32**	**137.08**	**100.00**	**35.84**	**26.19**	**100.00**	**34.72**

资料来源：公司提供

注：尾差系由数据四舍五入所致。

总体看，跟踪期内，受房地产行业政策影响，公司部分地区住宅项目受到影响，收入规模大幅下降，盈利水平有所下滑。

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。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。

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。受公司收购母公司世茂房地产在深圳、杭州和南昌在建项目的影响，公司在华东地区的

销售占比为由2015年的94.55%下降至88.26%，华南地区的销售占比为5.86%。跟踪期内，公司收入仍主要来源于华东地区。

表2 公司营业收入区域分布占比（单位：%）

区域	2014年	2015年	2016年
华东地区	80.76	94.55	88.26
华北地区	12.28	3.92	3.25
东北地区	0.62	0.19	0.32
华中地区	5.89	0.98	2.23
西南地区	0.45	0.35	0.01
华南地区	--	--	5.86
境外	--	--	0.07
合计	**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。

2016年，公司新开工面积为122.10万平方米，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。同期，竣工面积为104.68万平方米，同比下降1.11%。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。

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
新开工面积	196.03	53.98	122.10
房屋竣工面积	97.94	105.85	104.68
期末在建面积	610.83	551.12	523.81

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。

跟踪期内，受房地产调控政策影响，公司合同销售面积和合同销售金额均呈现大幅下降的态势。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，跟踪期内，商业地产的合约销售面积增加至30.71万平方米；同期，公司住宅项目合约销售面积大幅减少至55.88万平方米，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，受住宅项目去化速度减缓的影响，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，在商业地产项目均价上升的带动下，2016年公司合约销售均价上升至1.72万元/平方米，同比增长36.51%。从产品类型看，2016年商业地产合约销售均价由2015年的1.48万元/平方米上升至2.11万元/平方米，住宅物业销售均价由2015年的1.23万元/平方米上升至1.51万元/平方米，均保持增长。

表4 近三来公司房地产销售主要指标

项目	2014年	2015年	2016年
合约销售面积（万平方米）	**123.51**	**140.04**	**86.59**
其中：商业	32.50	18.35	30.71
住宅	91.01	121.69	55.88
合约销售金额（亿元）	**160.35**	**177.10**	**149.27**
其中：商业	49.04	27.24	64.84
住宅	111.31	149.86	84.43
合约销售均价（万元/平方米）	**1.30**	**1.26**	**1.72**
其中：商业	1.51	1.48	2.11
住宅	1.22	1.23	1.51
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

截至 2016 年底，公司在售项目 24 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。跟踪期内，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；跟踪期内，宁波包家漕项目仍去化缓慢，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，预计 2018 年全部建设完毕。该项目的预计投资总额约 58 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资金额约 31 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 2018 年全部建设完毕。该项目的预计投资总额约 42 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资金额约 21 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 2017 年 3 月底，已投资金额约 13 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 2018 年全部建设完毕。该项目的预计投资总额约 65 亿元，截至 2017 年 3 月底，已投资金额约 44 亿元。

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，新并入的 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 2016 年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	项目进度
常熟世纪中心	2007	2017	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	>85%
苏州园区	2014	2017	住宅	>95%
青岛诺沙湾	2012	2017	住宅	>95%
青岛国际中心	2012	2018	商业	>25%
济南国际广场	2012	2017	商业	>70%
济南世茂天城	2014	2018	住宅、商业	>90%
徐州世茂商业	2009	2016	商业	>70%

常州世茂广场	2009	2017	商业	>70%
无锡世茂项目	2012	2017	住宅、商业	尾盘销售
宁波滨江	2013	2017	住宅	>75%
宁波包家漕	2013	2016	商业	>50%
天津世茂悦府项目	2012	2017	住宅	>95%
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、商业	>75%
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	>75%
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	>90%
南昌水城项目	2014	2019	商业	>90%

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在开发项目共 17 个，预计总投资 970.69 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 625.28 亿元，计划于 2017 年 4~12 月投资 92.29 亿元，于 2018 年和 2019 年分别投资 116.55 亿元和 77.51 亿元。

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。

跟踪期内，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。截至 2017 年 3 月底，公司在建项目城市分布中石狮、济南、青岛及南京投资规模占比较大，分别为 20.64%、11.45%、8.24%和 10.30%。一线城市在建项目有所增加，上海和深圳地区投资规模占比为 9.67%。联合资信关注到，跟踪期内，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。

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 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。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，无新增土地储备。

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 1~3 月
新拓展土地（幅）	1	--	3	--
新增土地建筑面积（万平方米）	90.79	--	69.52	--
土地投资金额（亿元）	27.40	--	38.50	--
新增土地楼面均价（元/平方米）	3018	--	5537	--

资料来源：公司年报

截至 2017 年 3 月底，公司共拥有 26 个项目储备，土地储备建筑面积 1006.79 万平方米

（包括在建项目），主要城市包括上海、石狮、青岛、济南、宁波、常熟、武汉、南京、厦门、深圳等，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 33.27%，住宅性质土地储备占比为 5.51%，综合体土地储备占比为 61.22%。

表7　截至2017年3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	335.00
住宅	3	55.44
综合体	10	616.35
合计	**26**	**1006.79**

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。

3. 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。

跟踪期内，公司石狮世茂摩天城和厦门 EMALL 商业广场项目开业，由于尚在物业培育期，该板块出租率有所下降。受此影响，公司物业租赁板块的综合出租率及毛利率水平均有所下降，但可出租面积有所增长，租金收入也有所增加。2016 年，公司实现房地产租赁收入 5.54 亿元，同比增长 15.90%；2017 年 1~3 月，房地产租赁收入为 1.45 亿元，为 2016 年全年租赁收入的 26.17%。

表 8　2014~2016 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%	0.78
	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**

资料来源：公司提供

注：尾差系由数据四舍五入所致。

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 29.70 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，跟踪期内，公司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，2016 年共实现收入 4.52 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. 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健康发展。

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年度合并财务报告，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司 2017 年一季度财务数据未经审计。

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，其中 2016 年公司新纳入合并范围的子公司 5 家（主要通过股权合并方式），不再纳入合并范围子公司 8 家（通过股权转让和注销的方式）。公司本期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 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 3 月底，公司（合并）资产总额 793.69 亿元，所有者权益合计 302.29 亿

元（含少数股东权益 101.62 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.19 亿元，利润总额 5.59 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 799.50 亿元，同比增长 22.34%；其中，其中流动资产占 59.45%，非流动资产占 40.55%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

跟踪期内，随着经营规模的扩大，公司流动资产不断增长。截至 2016 年底，公司流动资产 475.30 亿元，同比增长 23.36%，主要来自货币资金、预付款项和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金（占 17.78%）和存货（占 63.76%）构成。

2016 年，由于销售回款、处置子公司及发行短期融资券，公司货币资金较上年大幅增加。截至 2016 年底，公司货币资金 84.52 亿元，同比增长 27.40%。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。跟踪期内，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 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。

跟踪期内，公司应收账款有所下降，主要系工程结算周期波动所致。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至2年的占比为4.94%，2年以上的占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。

截至2016年底，公司预付款项金额为29.50亿元，主要系预付土地款，较2015年增加23.33亿元。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

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%，综合账龄较长。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

随着地产项目开发的持续投入，公司存货规模持续增长。截至 2016 年底，公司存货为 303.06 亿元，同比增长 15.48%。其中，开发成本（占 71.53%）主要为公司在建商业广场及住宅项目，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，公司开发产品账面余额 82.59 亿元，主要为竣工未售项目，占存货比重为 27.25%，跟踪期内占比有所下降；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）、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，跟踪期内无新增存货跌价准备。

公司其他流动资产主要包括预缴税费及结构性存款。截至2016年底，其他流动资产金额为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

截至2016年底，公司非流动资产324.20亿元，同比增长20.89%，主要来自投资性房地产的增长。公司非流动资产主要由投资性房地产（占78.75%）和长期股权投资（占6.02%）构成。

截至2016年底，公司可供出售金融资产账面余额10.26亿元，同比下降20.41%，主要由于公允价值的变动。公司可供出售金融资产主要为以公允价值计量的可供出售权益工具（其中海通证券流通股1.34亿元，万达影院限售非流通股7.30亿元）。

截至 2016 年底，投资性房地产为 255.30 亿元，同比增长 19.64%，主要来自公允价值变动（共新增 11.38 亿元）。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。

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，不再以长期股权投资核算所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 793.69 亿元，较 2016 年底下降 0.73%；其中流动资产占比降至 58.91%，非流动资产占比升至 41.09%，整体资产结构较上年底变化不大。流动资产中，由于公司归还融资款及往来款，货币资金较上年底下降 12.03%至 74.35 亿元；其他应收款较上年底下降 24.95%至 27.42 亿元，主要系关联方应收款减少所致；存货金额增加至 330.62 亿元，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 78.27%）和长期股权投资（占 6.59%）为主，较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，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。关联方往来款项规模较大，对公司资金造成一定占用。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

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，以投资性房地产转换公允价值变动差额（金额为 40.12 亿元）为主，可供出售金融资产公允

价值变动损益 0.11 亿元，外币财务报表折算差额-1.28 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 302.29 亿元（含少数股东权益 101.62 亿元），较 2016 年底增长 1.39%，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高，所有者权益稳定性弱。

负债

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%。

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。截至 2016 年底，公司短期借款为 0；一年内到期的非流动负债 21.23 亿元，主要为“14 沪世茂 MTN001”和“14 沪世茂 MTN002”分别将于 2017 年 4 月和 8 月到期；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，期末余额为 39.94 亿元。由于预估土地款的增加，公司应付账款有所增长，截至 2016 年底，应付账款金额为 90.05 亿元，同比增加 9.77%。预收款项金额为 62.27 亿元，同比增长 3.03%，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%。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。

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。截至 2016 年底，长期借款 28.74 亿元，同比下降 36.13%；应付债券余额为 64.65 亿元，同比增长 30.25%，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；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 3 月底，公司负债合计 491.40 亿元，较 2016 年底下降 1.98%。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债为 356.44 亿元，较 2016 年底下降 3.56%。其中，应付账款 101.09 亿元，较上年底增长 12.27%，主要系预估工程款增加；预收账款 55.79 亿元，较上年底减少 10.40%，主要系随着工程建设的完成，预售项目结转收入所致；其他应付款 108.02 亿元，较上年底减少 10.25%，主要系关联方应收款减少所致；其他流动负债 19.96 亿元，较上年底减少 50.03%，主要系公司归还短期融资券所致。非流动负债中，长期借款金额由 2016 年底的 28.74 亿元增加至 33.61 亿元，其他科目较上年底变化不大。

公司于 2016 年发行的 40 亿元短期融资券计入“其他流动负债”科目，属于有息债务；同期存在 0.87 亿元融资租赁款计入“长期应付款”科目，属于有息债务，将以上债务调整至公司长短期债务及相关指标计算。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%，短期债务占比有所增长。截至 2017 年 3 月底，公司调整后全部债务为 161.05 亿元，较 2016 年底增长 0.47%；其中长期债务占 60.28%，占比较 2016 年底略有所上升。

债务指标方面，截至 2016 年底，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分别为 62.71%、34.96%和 24.02%。截至 2017 年 3 月底，上述三项指标分别为 61.91%、34.76%和 24.31%，公司整体

债务负担适宜。

总体看，跟踪期内，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

跟踪期内，由于多地颁布房地产限购政策，公司住宅项目销售受到一定影响，收入规模大幅下降。2016 年，公司实现营业收入 137.08 亿元，同比下降 8.81%；同期，营业成本 87.95 亿元，同比下降 8.13%，降幅略低于营业收入；营业利润率为 26.22%，较 2015 年下降 0.23 个百分点，主要系商业地产运营毛利率下降所致。

期间费用方面，2016 年公司期间费用合计 12.18 亿元，同比下降 7.31%，构成以管理费用和销售费用为主。管理费用较上年变化不大；销售费用方面，由于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有所减少，2016 年公司销售费用 5.01 亿元，同比下降 8.83%；财务费用方面，随着公司银行存款利息收入的增加，综合财务费用支出有所下降。2016 年，公司期间费用率为 8.89%，保持较低水平，期间费用控制能力较强。总体看，跟踪期内，公司较为有效的管理期间费用，控制能力较强。

非经营性损益方面，2016 年，公司实现公允价值变动收益 5.77 亿元，同比增长 16.23%，主要系投资性房地产公允价值的变动；实现投资收益 10.84 亿元，同比增长 17.37%，主要系出售下属子公司的收益。同期，营业外收入共 0.42 亿元，同比增长 55.30%，主要为地方财政补助的增加。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 44.46%。总体看，跟踪期内，非经营性损益对利润有较大贡献。

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。

跟踪期内，受主营业务规模有所回落影响，公司利润总额有所减少，2016 年公司实现利润总额 38.29 亿元，同比下降 4.01%。盈利指标方面，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 6.25%和 9.18%，盈利能力较好。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 26.19 亿元；利润总额为 5.59 亿元，净利润为 3.98 亿元；同期，公司营业利润率回升至 31.87%。

总体看，跟踪期内，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，但综合盈利能力保持较好水平。

5. 现金流分析

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金为主。2016 年，公司经营活动现金流入量为 188.21 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金金额为 136.54 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为与经营相关的押金、保证金、往来款项、政府补助款及利息收入，2016 年为 51.47 亿元，主要为收到的关联公司款项（43.04 亿元）。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主。2016 年，公司经营活动现金流出量为 176.86 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 84.48 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金 67.13 亿元，主要为关联方往来款项（45.54 亿元）。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 11.35 亿元。从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 99.61%，较上年增加 34.62 个百分点。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动现金流入金额为 35.95 亿元，主要系公司向乐视控股（北京）有限公司转让北京财富时代置业有限公司及北京百鼎新世纪商业管理有限公司 100%股权收到股权转让款 29.72 亿元；2016 年，公司投资活动现金流出金额为 23.24 亿元，

其中取得子公司等支付的现金净额为 9.92 亿元；投资支付的现金 7.01 亿元；购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.31 亿元。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 12.70 亿元。

从筹资活动看，2016 年，公司筹资活动产生的现金流入量为 219.51 亿元，主要包括取得借款收到的现金 143.90 亿元和发行债券收到的现金 75.00 亿元；筹资活动现金流出主要用于偿还债务及分配股利、偿付利息支付的现金，2016 年筹资活动现金流出金额为 230.70 亿元，其中用于偿还债务支付的现金 211.59 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-2.44 亿元，主要系日常经营往来款增加所致。同期，公司投资活动现金流量净额为-2.94 亿元，主要系本期无大额投资款收回；同期，公司筹资活动现金流量净额为-4.82 亿元，同比减少 113.35%，主要系借款规模减少所致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增加，获现能力明显转好；投资活动现金流规模较大；筹资活动现金流表现为净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016年底，公司流动比率和速动比率分别为128.60%和46.60%；经营现金流动负债比由2015年的1.60%上升至3.07%，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，公司短期债务偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016年EBITDA利息倍数上升至3.76倍，调整后全部债务/EBITDA上升至为3.98倍。总体看，公司债务规模有所增长，融资成本有所下降，偿债能力较强

截至 2016 年底，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 19.28 亿元，占公司净资产的比例为 6.47%，系对联营企业苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司和长沙世茂投资有限公司的保证担保，金额分别为 10.00 亿元和 9.28 亿元，期限分别至 2019 年 7 月和 2019 年 2 月。若同时考虑公司尚有未决诉讼，存在对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的或有事项，公司对外担保金额为 23.18 亿元，占公司净资产的比例为 7.78%。跟踪期内，公司对外担保规模有所下降。

截至 2017 年 3 月底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 228.64 亿元，尚未使用额度 161.45 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。

7. 存续期内债券偿还能力

2016年，公司经营活动现金流入量和净额分别为188.21亿元和11.35亿元，分别为“16沪世茂CP002”本金的9.41倍和0.57倍；分别为“17沪世茂MTN001”本金的14.48倍和0.87倍。截至2016年底，公司现金类资产为84.59亿元，为“16沪世茂CP002”本金的4.23倍；截至2017年3月底，公司现金类资产为74.41亿元，为“16沪世茂CP002”本金的3.72倍。2016年，公司EBITDA金额为40.33亿元，为“17沪世茂MTN001”本金的3.10倍。

若同时考虑公司已发行的“14沪世茂MTN002”、“15沪世茂MTN001”、“15沪世茂MTN002”、“16世茂G1”和“16世茂G2”，公司将分别于2017~2020年偿还债务本金20亿元、30亿元、35亿元和13亿元；2019年，公司面临现有公开发行债务偿还规模峰值。2016年，公司经营活动现金流入量和净额分别为188.21亿元和11.35亿元，分别为公司2019年需偿还债务规模的5.38倍和0.32倍；2016年，公司EBITDA金额为40.33亿元，系2019年需偿还债务规模的1.15倍。

总体看，公司经营活动现金流入量、现金

类资产及EBITDA对存续期内债券的保障能力强。

8. 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 2017 年 6 月 19 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。

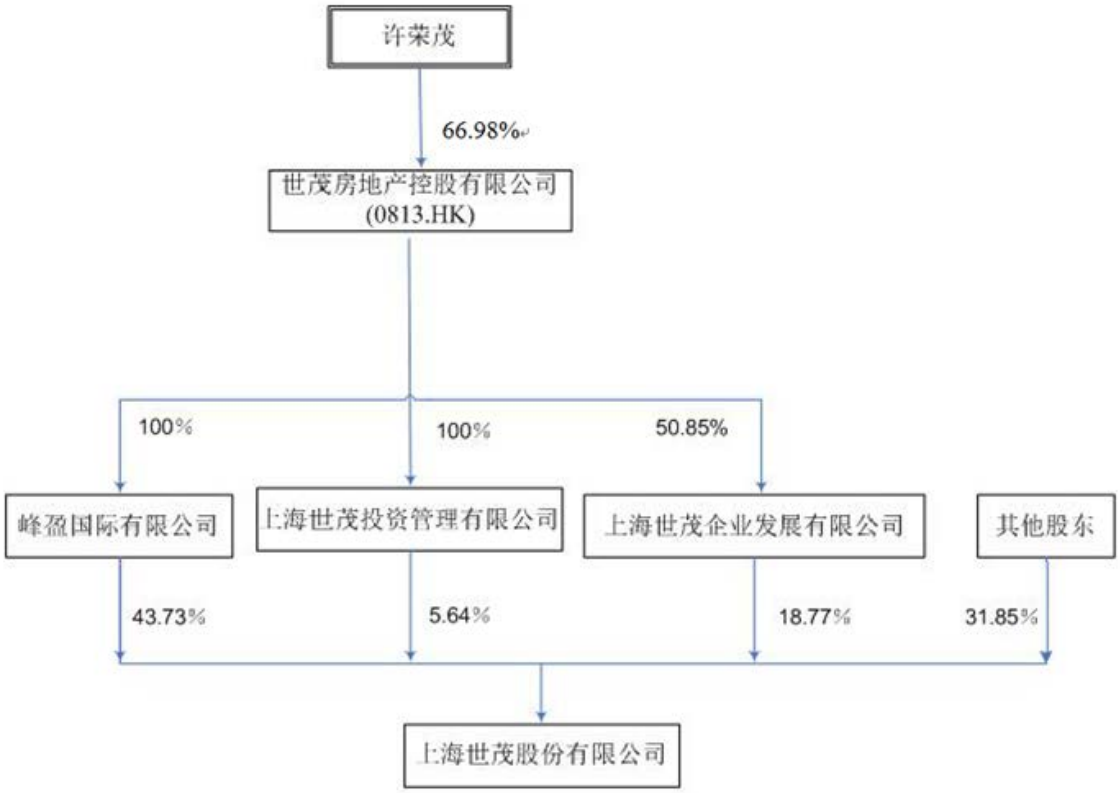
9. 抗风险能力

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，盈利规模和盈利能力均有所下降，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。

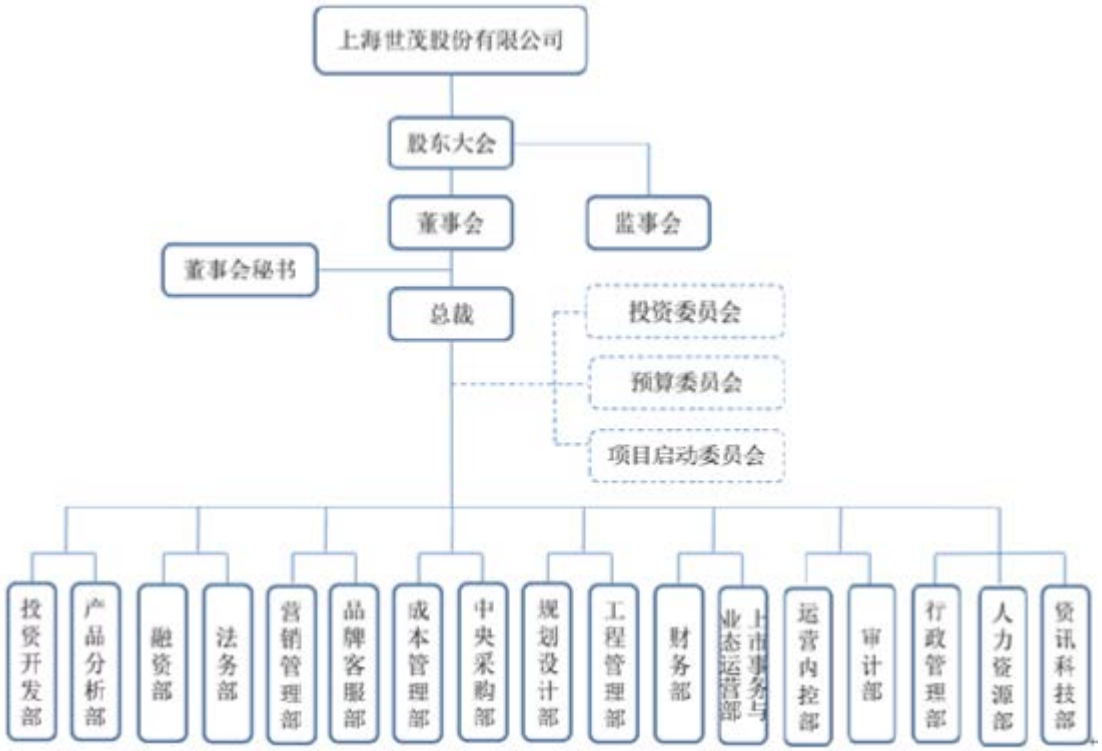
十一、 结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 沪世茂 CP002”A-1 的信用等级和“17 沪世茂 MTN001”AA^+的信用等级。

附件 1-1 截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.93	66.44	84.59	74.41
资产总额(亿元)	589.01	653.48	799.50	793.69
所有者权益(亿元)	200.35	246.55	298.15	302.29
短期债务(亿元)	59.84	13.66	26.09	44.00
调整后短期债务(亿元)	59.84	53.64	66.03	63.96
长期债务(亿元)	61.27	94.64	93.40	96.26
调整后长期债务(亿元)	61.27	95.16	94.26	97.09
全部债务(亿元)	121.11	108.30	119.49	140.26
调整后全部债务(亿元)	121.11	148.80	160.30	161.05
营业收入(亿元)	127.01	150.33	137.08	26.19
利润总额(亿元)	34.88	39.89	38.29	5.59
EBITDA(亿元)	37.01	42.69	40.33	--
经营性净现金流(亿元)	0.76	4.45	11.35	-2.44
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	88.03
营业利润率(%)	31.41	26.45	26.22	31.87
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	24.31
调整后全部债务资本化比率(%)	37.68	37.64	34.96	34.76
资产负债率(%)	65.98	62.27	62.71	61.91
流动比率(%)	112.79	138.20	128.60	131.17
速动比率(%)	38.05	44.07	46.60	38.41
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：1. 公司 2017 年一季度数据未经审计；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+一年内到期的长期负债+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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-4　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。