信用等级公告

联合[2018] 1088 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，维持“18 沪世茂 CP001”的信用等级为 A-1，维持“17 沪世茂 MTN001”、“18 沪世茂 MTN001”和“18 沪世茂 MTN002”的信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 沪世茂 MTN001	13 亿元	2020/01/06	AA^+	AA^+
18 沪世茂 MTN001	8 亿元	2021/02/07	AA^+	AA^+
18 沪世茂 MTN002	7 亿元	2021/03/08	AA^+	AA^+
18 沪世茂 CP001	10 亿元	2019/04/25	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 6 月 20 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	66.44	84.59	90.38	110.23
资产总额(亿元)	653.48	799.50	919.18	954.74
所有者权益(亿元)	246.55	298.15	346.27	350.51
短期债务(亿元)	53.64	66.03	39.13	47.45
长期债务(亿元)	95.16	94.26	138.67	160.21
全部债务(亿元)	148.80	160.30	177.79	207.66
营业收入(亿元)	150.33	137.08	186.67	26.72
利润总额(亿元)	39.89	38.29	53.09	5.87
EBITDA(亿元)	42.69	40.33	56.07	--
经营性净现金流(亿元)	4.45	11.35	42.50	-3.50
营业利润率(%)	26.45	26.22	31.88	35.81
净资产收益率(%)	11.84	9.18	10.73	--
资产负债率(%)	62.27	62.71	62.33	63.29
全部债务资本化比率(%)	37.64	34.96	33.93	37.20
流动比率(%)	138.20	128.60	145.87	151.55
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 1 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　韩家麒

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，公司项目量增加，资产规模和营业收入快速增长。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。

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“18 沪世茂 CP001”的信用等级为 A-1，“17 沪世茂 MTN001”、“18 沪世茂 MTN001”和“18 沪世茂 MTN002”的信用等级为 AA^+。

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，综合竞争实力强。
2. 跟踪期内，公司土地储备有所增加，且一线城市土地储备明显增加，为未来收入持续增长提供有力支持。
3. 跟踪期内，公司营业收入和利润规模大幅增长，盈利水平明显提高，且处于较高水平。
4. 跟踪期内，公司合约销售面积和合约销售金额大幅增长，为未来收入结转提供支撑。
5. 公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强，EBITDA 和经营活动现金流入对存续期内债券保障能力强。

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，公司在建项目数量多，且新增一定规模土地储备，未来随着项目开发的推进，存在较大对外融资压力。
3. 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。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于上海世茂股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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、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，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3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潢材料等。

截至2017年底，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122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3月底，公司（合并）资产总额954.74亿元，所有者权益350.51亿元(含少数股东权益130.66亿元)。2018年1~3月，公司实现营业收入26.72亿元，利润总额5.87亿元。

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2018年4月发行10.00亿元“18沪世茂CP001”，期限为1年；截至目前待偿余额10.00亿元，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13.00亿元“17沪世茂MTN001”，期限为3年；截至目前待偿余额13.00亿元，跟踪期内该债券正常付息。募集资金已使用完毕，全部用于偿还短期融资券。

公司于2018年2月发行8.00亿元“18沪世茂MTN001”，期限为3年；截至目前待偿余额8.00亿元，跟踪期内该债券尚未到付息时间。募集资金已使用完毕，全部用于偿还中期票据。

公司于2018年3月发行7.00亿元“18沪世茂MTN002”，期限为3年；截至目前待偿余额7.00亿元，跟踪期内该债券尚未到付息时间。募集资金已使用完毕，全部用于偿还中期票据。

表 1　跟踪期存续债券情况

债券简称	发行金额（亿元）	待偿余额（亿元）	兑付日	付息方式	上次评级结果
17 沪世茂 MTN001	13.00	13.00	2020/01/06	按年付息，到期一次还本	AA^+
18 沪世茂 MTN001	8.00	8.00	2021/02/07	按年付息，到期一次还本	AA^+
18 沪世茂 MTN002	7.00	7.00	2021/03/08	按年付息，到期一次还本	AA^+
18 沪世茂 CP001	10.00	10.00	2019/04/25	到期一次还本付息	A-1
合计	**38.00**	**38.00**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，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）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小

幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中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，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

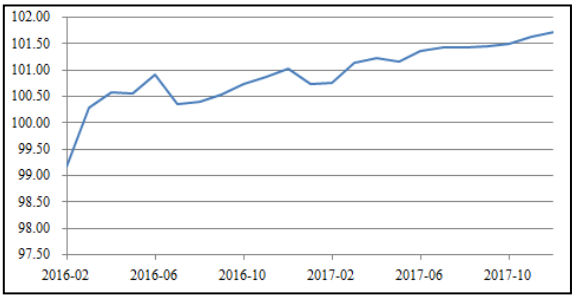
五、行业分析及区域经济概况

1. 行业分析

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，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温

和降温阶段。

图 1　2016 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。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。

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。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。房地产市场整体处于温和降温阶段。

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个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。

分城市来看，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。

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。住建部和国土资源部在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%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，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，房地产融资继续收紧。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。

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。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，在目前土地价格增长、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。

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。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。

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，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。

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。

六、基础素质分析

1. 产权关系

截至 2018 年 3 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. 规模与竞争力

公司是综合商业地产开发、销售、运营等多个业务板块于一体的综合地产上市公司，公司始终以“提升城市生活品质”为己任，致力于综合商业地产的专业化销售和经营，打造高标准高品质的商业综合物业；业务领域主要涉及综合房地产开发与销售、商业物业管理与经营、多元投资等。

公司战略布局专注于经济发展潜力巨大的长三角、环渤海和华南等区域的一、二线城市，公司在包括上海、北京、深圳、杭州、济南、南京、福州、厦门、青岛、苏州、宁波等在内的20多个城市，运营多处大型商业综合体及若干住宅地产项目。现有项目主要坐落于各城市的核心区或经济功能区，依托于突出的土地储备成本优势和项目地理优势，将持续受益于中国城镇化发展进程，不断提升公司经营业绩水平。

公司已建立“以商业地产为主、多元业务为辅”的业务架构，以“租售并举、多元协同”的商业模式，并通过成熟的、优秀的商业综合体地产运营管理团队，以实现资产规模有效增长、经营业绩稳步提升、物业价值逐步显现的发展目标。

截至2017年底，公司共持有在建和拟建的土地储备建筑面积超过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，公司具有房地产一级开发资质，开发经验充足，城市布局广泛，土地储备充足，公司整体实力较强。

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资金需求量大，周期长等特点。为支持公司业务发展，世茂房地产通过委托贷款、资金支持等形式给予公司财务资助。

总体看，公司实际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

跟踪期内，公司人员无重大变化。

截至2017年底，公司共拥有在职员工1820人，从专业构成看，管理人员占24.51%，专业技术人员占72.09%，其他人员占3.41%。从学历结构看，大学本科及以上学历占50.05%，大学专科学历占27.42%，大专以下学历占22.53%。从年龄构成看，30岁以下员工占32.42%，30~40岁员工占48.02%，40~50岁员工占15.49%，50岁以上员工占4.07%。

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、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，公司营业收入规模大幅增长。2017 年，公司实现营业收入 186.67 亿元，同比增长 36.17%，主要系公司住宅结转收入大幅增长所致。分板块看，2017 年，公司商业地产销售实现收入 15.31 亿元，同比下降 66.40%，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，2017 年达到结转条件的商业地产项目减少所致；同期，公司房地产租赁业务实现收入 5.77 亿元，同比增长 4.15%，房地产租赁板块保持稳定发展，收入规模持续增长；同期，公司住宅销售共实现营业收入 158.51 亿元，同比增长 95.23%，主要系公司住宅销售结转收入增加所致；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阶段，2017 年实现收入 0.17 亿元；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。

毛利率方面，跟踪期内，受结算项目所在区域差异及产品性质影响，2017 年，公司商业地产销售毛利率 21.07%，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。同期，公司房地产租赁板块毛利率 75.57%，同比下降 3.84 个百分点。同期，公司住宅销售毛利率为 45.08%，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。2017 年，综合毛利率为 44.91%，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所致

2018年1~3月，公司实现营业收入26.72亿元，为2017年全年营业收入的14.31%。同期，毛利率为43.88%，较2017底变化不大。

表 2　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 1~3 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	34.87	23.20	45.74	51.10	37.28	38.25	21.08	11.29	35.99	7.93	29.70	36.91
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	6.28	23.50	23.22
房地产租赁	4.78	3.18	89.52	5.54	4.04	79.41	5.77	3.09	75.57	1.65	6.19	88.82
住宅销售	107.75	71.68	30.39	81.19	59.23	31.99	158.51	84.92	45.08	17.08	63.91	45.28
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	0.01	55.12
其他	4.40	2.93	91.69	4.52	3.30	76.95	6.90	3.70	68.12	1.71	6.39	62.36
合计	**150.33**	**100.00**	**36.32**	**137.08**	**100.00**	**35.84**	**186.67**	**100.00**	**44.91**	**26.72**	**100.00**	**43.88**

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。

总体看，跟踪期内，受公司住宅销售结转大幅增加影响，公司营业收入大幅增长，随着住宅结算单价的大幅上升，公司盈利水平明显提高，且处于较高水平。

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“华南地区”的战略布局，先后进入 20 余个城市，二、三线城市占比较高。2017 年，公司在华东地区的销售占比为 94.05%，同比提升 5.79 个百分点。华北地区的销售占比为 5.53%。跟踪期内，公司营业收入仍主要来源于华东地区。

表 3　公司营业收入区域分布占比（单位：%）

区域	2015 年	2016 年	2017 年
华东地区	94.55	88.26	94.05
华北地区	3.92	3.25	5.53
东北地区	0.19	0.32	0.11
华中地区	0.98	2.23	-
西南地区	0.35	0.01	0.02
华南地区	--	5.86	-
境外	--	0.07	0.29
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。2017 年，公司新

开工面积为167.48万平方米，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。同期，竣工面积为65.75万平方米，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2017年底，公司在建面积619.02万平方米，在建维持较大规模。

表4　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
新开工面积	53.98	122.10	167.48
房屋竣工面积	105.85	104.68	65.75
期末在建面积	551.12	523.81	619.02

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，提升企业资金使用效率。

跟踪期内，公司合同销售面积和合同销售金额均呈现大幅增长的态势。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，同比分别增长27.59%和44.49%。分产品类型看，2017年，商业地产的合约销售面积和合约销售均价较2016底变化不大，合约销售金额65.26亿元，同比增长0.65%。随着住宅销售面积和住宅销售均价的大幅增长，公司住宅销售金额同比增长78.17%至150.43亿元。

表5　近三来公司房地产销售主要指标

项目	2015年	2016年	2017年
合约销售面积	**140.04**	**86.59**	**110.48**
其中：商业	18.35	30.71	30.49
住宅	121.69	55.88	80.00
合约销售金额	**177.10**	**149.27**	**215.68**
其中：商业	27.24	64.84	65.26
住宅	149.86	84.43	150.43
合约销售均价	**1.26**	**1.72**	**1.95**
其中：商业	1.48	2.11	2.14
住宅	1.23	1.51	1.88
房屋结算面积	**153.46**	**97.98**	**95.17**
其中：商业	17.12	27.89	11.85
住宅	136.34	70.09	83.31
房屋结算金额	**137.84**	**126.76**	**173.82**
其中：商业	30.09	45.57	15.31
住宅	107.75	81.19	158.51
房屋结算单价	**0.90**	**1.29**	**1.83**
其中：商业	1.76	1.63	1.29
住宅	0.79	1.16	1.90

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在售项目25个，公司可供出售面积为168.89万平方米，已预售面积为110.49万平方米，剩余可售面积为58.38万平方米。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85%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；纯商业地产项目除青岛国际中心和深圳前海世茂金融中心外，其余去化率大于65%。整体看，公司商业地产项目存在一定去化压力。

截至2017年底，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1091.90亿元，截至2017年底，公司已投资金额733.38亿元，2018~2020年计划投资金额分别为111.52亿元、130.84亿元和81.91亿元。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2017年底，已投资金额约33.95亿元。

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2017年底，已投资金额约21.36亿元。

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年底，已投资金额约14.38亿元。

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2017年底，已投资金额约47.97亿元。

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2017年底已投资18.60亿元，规划为包括相应商业及配套的住宅项目。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12月底已投资29.50亿元，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，跟踪期内，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。

表 6　截至 2017 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

地区	项目	经营业态	可供出售面积	已预售面积	可售面积	去化率
福建	厦门世茂海峡大厦	商业	0.22	0	0.22	0.00
	石狮世茂摩天城	商业及住宅	41.75	26.26	15.50	62.90
	厦门集美世茂璀璨天城	商业及住宅	8.59	6.74	1.85	78.46
	泉州洛江世茂璀璨天城	商业及住宅	14.70	9.89	4.81	67.28
湖北	武汉世茂嘉年华	商业	5.86	4.49	1.36	76.62
江苏	苏州世茂广场	商业	1.47	0.54	0.93	36.73
	常熟世茂玉珑花园	住宅	0.01	0.01	-	100.00
	苏州世茂铜雀台	住宅	5.72	4.79	0.93	83.74
	徐州世茂广场	商业	3.11	1.9	1.21	61.09
	常州世茂广场	商业	2.35	0.55	1.8	23.40

	南京世茂外滩新城	商业及住宅	7.40	6.88	0.51	92.97
	南京雨花世茂城品	商业及住宅	6.51	5.89	0.62	90.48
江西	南昌水城世茂 APM	商业	5.47	4.93	0.54	90.13
山东	青岛世茂诺沙湾	住宅	6.46	5.94	0.51	91.95
	青岛世茂国际中心	商业	4.66	2.25	2.41	48.28
	济南世茂国际广场	商业	2.67	1.6	1.07	59.93
	济南世茂天城	商业及住宅	15.55	12.10	3.46	77.81
	济南翡丽公馆	商业及住宅	5.05	-	5.05	0.00
上海	上海世茂纳米魔幻城	商业	2.81	0	2.81	0.00
深圳	深圳世茂前海中心	商业	5.13	0.72	4.41	14.04
天津	天津世茂茂悦府	住宅	7.83	5.96	1.87	76.12
浙江	宁波世茂滨江府	住宅	1.14	0.69	0.45	60.53
	宁波世茂日湖	商业	1.91	1.10	0.81	57.59
	宁波孙家项目	住宅	12.43	7.19	5.24	57.84
	杭州世茂智慧之门	商业	0.09	0.07	0.01	77.78
合计			**168.89**	**110.49**	**58.38**	**65.42**

资料来源：公司提供

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年底，公司已进入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14752.00元/平方米。

表 7　近年来公司新增土地及项目情况

项目	2016 年	2017 年
新拓展土地（幅）	3	4
新增土地建筑面积（万平方米）	69.52	48.94
土地投资金额（亿元）	38.50	260.58
新增土地楼面均价（元/平方米）	5537.00	14752.00

资料来源：公司提供

截至2017年12月底，公司共拥有30个项目储备，土地储备建筑面积1157.00万平方米（包括在建项目），权益建筑面积663.00万平方米，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516.00万平方米，占44.60%；住宅性质土地储备55.00万平方米，占4.75%；综合体性质土地储备585.00万平方米，占50.56%。

从城市等级看，截至2017年底，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16.68%、56.78%和26.53%。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8　截至2017年底公司土地储备性质情况

（单位：个、万平方米）

土地性质	项目数量	期末土储面积
商业	16	516
住宅	3	55
综合体	11	585
合计	30	1157

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9　截至2017年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	权益建筑面积	土地性质	土地状态
一线城市	天津	32	32	住宅/商业	在建/拟建
	上海	6	6	商业	在建
	深圳	155	79	商业	在建/拟建
	合计	**193**	**117**	--	--
二线城市	济南	72	51	住宅/商业	在建/拟建
	杭州	32	32	商业	在建
	福州	46	22	商业	拟建
	南昌	21	21	商业	在建
	南京	83	42	住宅/商业	在建/拟建
	宁波	32	17	住宅/商业	在建
	青岛	55	52	住宅/商业	在建/拟建
	厦门	52	27	住宅/商业	在建
	沈阳	82	82	商业	在建/拟建
	苏州	31	14	住宅	在建/拟建
	无锡	48	15	商业	拟建
	武汉	80	41	商业	在建/拟建
	长沙	23	11	商业	在建
	合计	**657**	**427**	--	--
三四线城市	常熟	15	15	商业	在建
	昆山	6	6	商业	拟建
	常州	9	9	商业	在建/拟建
	石狮	246	73	住宅/商业	在建/拟建
	泉州	31	16	住宅/商业	在建
	合计	**307**	**119**	--	--
合计		**1157**	**663**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，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。

2017 年，公司实现房地产租赁收入 5.77 亿元，同比增长 4.15%。其中，公司办公楼实现租赁收入 1.62 亿元、广场实现租赁收入 4.05 亿元和其他业务实现租赁收入 0.98 亿元。公司租赁收入比较稳定，对公司业绩形成有益补充。

表 10　2015~2017 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
2015 年	办公楼	7.02	5.54	5.49	99.00	1.41
	广场	103.94	60.01	55.87	93.00	3.29
	其他	4.58	2.23	2.23	100.00	0.78
	合计	**115.54**	**67.78**	**63.59**	**94**.00	**4.78**
2016 年	办公楼	7.02	5.62	5.52	98.00	1.46
	广场	119.47	70.90	62.70	88.00	3.95
	其他	4.58	2.23	2.23	100.00	0.12
	合计	**131.07**	**78.75**	**70.45**	**89**.00	**5.54**
2017 年	办公楼	10.58	9.13	6.54	72.00	1.62
	广场	124.14	71.40	63.61	89.00	4.05
	其他	4.59	2.23	2.23	100.00	0.98
	合计	**139.30**	**82.76**	**72.38**	**87**.00	**5.77**

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，公司自持商业广场通常与商户签订 1~15 年不等的租赁期限合约。截至目前，公司自持物业规模 139.30 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 2017 年底，公司自持物业公允价值为 268.36 亿元，同比增长 5.12%。

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，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，跟踪期内，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

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。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

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，其中 2017 年新纳入合并范围的子公司 24 家（主要通过新设方式），不在纳入合并范围的子公司 1 家（通过股权转让）。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3月底，公司（合并）资产总额954.74亿元，所有者权益350.51亿元(含少数股东权益130.66亿元)。2018年1~3月，公司实现营业收入26.72亿元，利润总额5.87亿元。

2. 资产质量

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

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。

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。

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 11　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：财务报告

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 12　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
北京同涞项目	--	--	--	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：财务报告

表 13　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
宁波包家漕项目	2015~2016	3.30

资料来源：财务报告

非流动资产

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。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3月底，公司资产总额954.74亿元，较2017年底增长3.87%，主要来自货币资金

和预付款项的增加，其中，流动资产占63.75%，非流动资产占36.25%，资产结构较2017年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司加大拿地力度，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，货币资金较充裕，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，但存货占比较高，考虑到2017 年以来房地产行业政策调控的密集出台，公司存货面临一定的政策风险。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

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3月底，公司所有者权益合计350.51亿元（含少数股东权益130.66亿元），较2017年底增长1.22%，基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，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

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%。

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。

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。

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）。

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。

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（4.53亿元）、济南新城创置房地产开发有限公司（4.53亿元）。

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。

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。

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13.00亿元的“17沪世茂MTN001”、25.00亿元的“17世茂G1”、10.00亿元的“17世茂G2”和5.00亿元的“17世茂G3”所致。

截至2018年3月底，公司负债总额604.24亿元，较2017年底增长5.47%，主要来自长期借款的增加，其中，流动负债占66.47%，非流动负债占33.53%，负债结构较2017年底变化不大。

公司将融资租赁款计入“长期应付款”科目，属于有息债务，将以上债务调整至公司长期债务、全部债务及相关指标计算。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3月底，公司调整后全部债务207.66亿元，较2017年底增长16.80%，主要系长期借款增加所致。同期，短期债务占22.85%，长期债务占77.15%，债务结构较2017年底变化不大。

债务指标方面，截至2017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62.33%、33.93%和28.60%。截至2018年3月底，上述三项指标分别为63.29%、37.20%和31.37%，公司整体债务负担较轻。

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

2017 年，公司营业收入 186.67 亿元，同比增长 36.17%，主要系住宅销售业务大幅结转 77.32 亿元所致。同期，公司营业成本 102.83 亿元，同比增长 16.92%。同期，公司营业利润率 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，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%。同期，公司期间费用占营业收入的比例为 7.32%，同比下降 1.57 个百分点。总体看，跟踪期内，公司期间费用控制能力较好。

非经常损益方面，2017 年，公司实现公允价值变动损益 7.00 亿元，同比增长 21.45%，主要系公允价值计量的投资性房地产公允价值变动所致。同期，公司营业外收入 0.67 亿元，同比增加 0.25 亿元，变动不大。同期，公司投资收益 1.05 亿元，同比下降 90.27%，主要系 2016 年处置世茂工三项目导致当期基数较高所致。同期，公司非经常损益占利润总额的比重为 16.44%，占比较上年底下降 21.34 个百分点。跟踪期内，非经常性损益对利润总额的影响下降。

跟踪期内，随着公司营业收入的大幅增长，公司利润规模随之大幅增长，公司利润总额 53.09 亿元，同比增长 38.65%。

盈利能力指标方面，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.46%和10.73%，分别同比增长1.22个百分点和1.54个百分点。公司盈利能力较好。

2018年1~3月，公司实现营业收入26.72亿元，利润总额为5.87亿元，净利润为4.36亿元；同期，公司营业利润率升至35.81%。

总体看，跟踪期内，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。

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。2017 年，公司经营活动现金流入量为 322.64 亿元，同比增长 71.43%，主要系公司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大幅增加所致。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金金额为 195.58 亿元，同比增长 43.24%，主要系公司销售回款增加所致；同期公司收到其他与经营活动有关的现金为 126.99 亿元，同比增长 146.74%，主要系往来款大幅增加所致。

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。2017 年，公司经营活动现金流出为 280.14 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 173.18 亿元，同比增长 105.01%，主要系拍地支出大幅增加所致；公司支付的其他与经营活动有关的现金 69.65 亿元，主要由关联方往来款项（51.92 亿元）构成。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 42.50 亿元。从收入实现质量看，2017 年公司现金收入比为 104.77%，较上年增加 5.16 个百分点。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入量 0.45 亿元，同比大幅减少 35.50 亿元，主要系公司 2016 年向乐视控股（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 亿元所致。同期，公司投资活动现金流出 45.18 亿元，主要系公司支付收购深圳前海世茂金融中心项目（收购 51%股权）、杭州世茂智慧之门项目（收购 100%股权）及南昌世茂新城项目（收购 100%股权）的股权收购款所致。同期，公司投资活动现金流量净额-44.72 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 158.26 亿元，主要由取得借款收到的现金（102.70 亿元）和发行债券（52.59 亿元）收到的现金构成。同期，公司筹资活动现金流出 151.76 亿元，主要由偿还债务支付的现金（138.80 亿元）的构成。同期，公司筹资活动现金流出净额 6.50 亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-3.50亿元，公司投资活动现金流量净额为-2.16亿元，公司筹资活动现金流量净额为25.28亿元。

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；考虑到公司在建项目数量较多，且新增一定规模的土地储备，公司存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 145.87%和 68.96%，分别同比提高 17.26 个百分点和 22.36 个百分点，主要系流动资产大幅增加所致。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 151.55%和 75.43%，较 2017 年底分别提高 5.68 个百分点和 6.47 个百分点。2017 年，公司经营现金流动负债比 10.80%，同比提升 7.73 个百分点。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，2017 年 EBITDA 利息倍数上升至 5.78 倍，调整后全部债务/EBITDA 下降至为 3.17 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司对外担保余额 9.28 亿元，系公司合营公司长沙世茂投资有限公司向平安大华汇通财富管理有限公司办理金额为人民币 9.28 亿元，期限为 1 年的借款，公司为该借款提供连带责任保证担保，截至 2017 年底，该借款余额为 9.28 亿元，相关担保尚未结束。

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 2017 年，公司尚未获知开庭时间。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 2017 年底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计 198.04 亿元，尚未使用额度 131.94 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

截至2018年3月底，公司存续期内的债券余额合计38.00亿元，分别为“17沪世茂MTN001”、“18沪世茂MTN001”、“18沪世茂MTN002”和“18沪世茂CP001”。

“18沪世茂CP001”将于一年内到期，2017年公司现金类资产90.38亿元，为一年内到期债券的9.04倍，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强。

2020年和2021年是还款高峰期，待偿还余额分别为13.00亿元和15.00亿元。在此以2021年待偿还余额15.00亿元为基数对公司存续期内债券偿还能力进行测算。2017年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为322.64亿元、42.50亿元和56.07亿元，分别为2021年待偿还债务规模的21.51倍、2.83倍和3.74倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强，EBITDA和经营活动现金流入对存续期内债券保障能力强。

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（G10310101001496109），截至2018年5月30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。

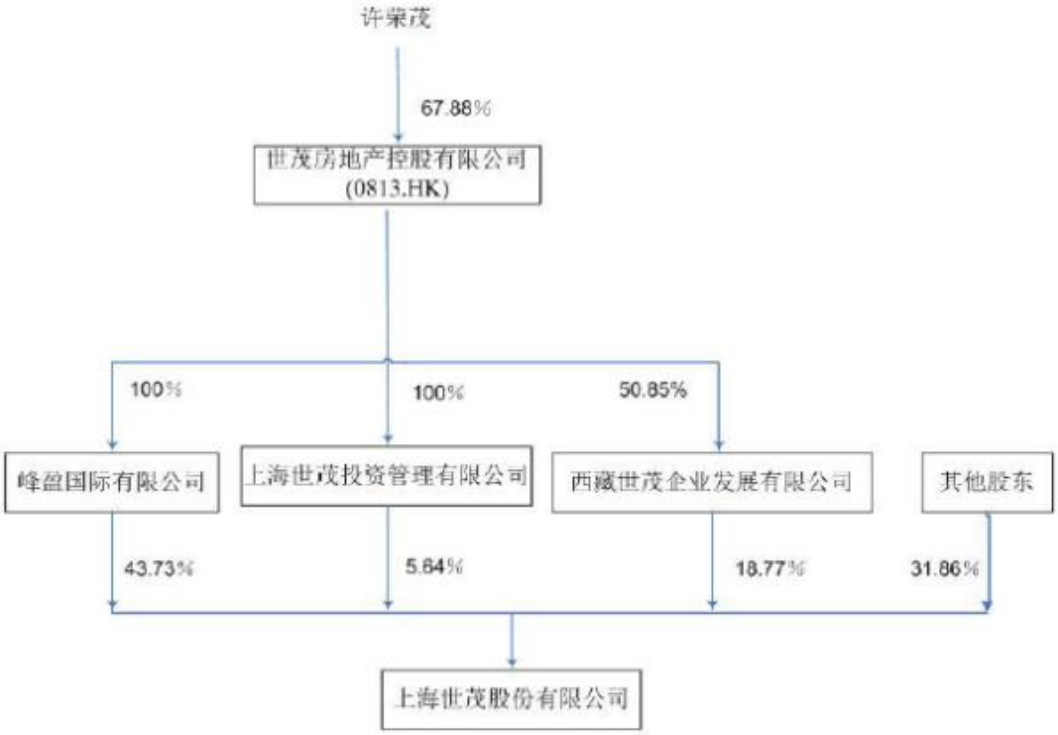
9. 抗风险能力

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明显增加，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。

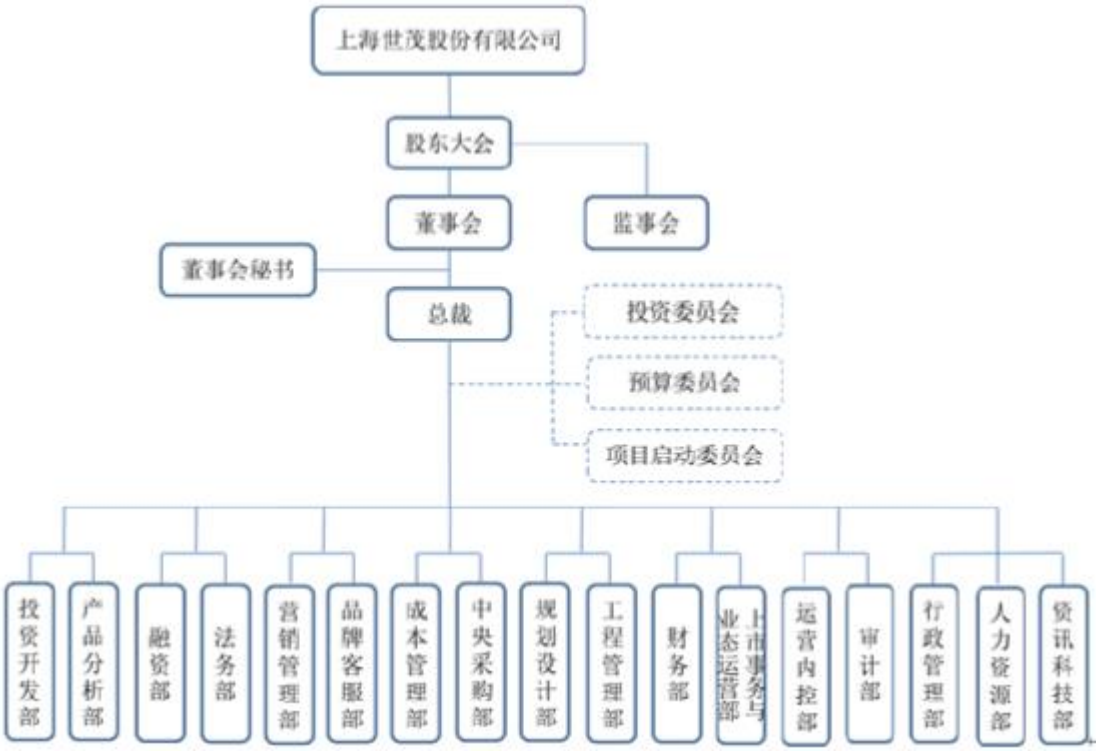
十、结论

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“18沪世茂 CP001”的信用等级为 A-1，“17 沪世茂 MTN001”、“18 沪世茂 MTN001”和“18 沪世茂 MTN002”的信用等级为 AA^+。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 年底公司组织机构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	66.44	84.59	90.38	110.23
资产总额(亿元)	653.48	799.50	919.18	954.74
所有者权益(亿元)	246.55	298.15	346.27	350.51
短期债务(亿元)	53.64	66.03	39.13	47.45
长期债务(亿元)	95.16	94.26	138.67	160.21
全部债务(亿元)	148.80	160.30	177.79	207.66
营业收入(亿元)	150.33	137.08	186.67	26.72
利润总额(亿元)	39.89	38.29	53.09	5.87
EBITDA(亿元)	42.69	40.33	56.07	--
经营性净现金流(亿元)	4.45	11.35	42.50	-3.50
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	161.69
营业利润率(%)	26.45	26.22	31.88	35.81
总资本收益率(%)	7.77	6.24	7.46	--
净资产收益率(%)	11.84	9.18	10.73	--
调整后长期债务资本化比率(%)	27.85	24.02	28.60	31.37
调整后全部债务资本化比率(%)	37.64	34.96	33.93	37.20
资产负债率(%)	62.27	62.71	62.33	63.29
流动比率(%)	138.20	128.60	145.87	151.55
速动比率(%)	44.07	46.60	68.96	75.43
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。

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　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。

附件 4-4　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