信用等级公告

联合〔2019〕932 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，确定将上海世茂股份有限公司的主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，将“17 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN002”和“18 沪世茂 MTN003”的信用等级由 AA^+调整为 AAA，并维持“19 沪世茂 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定

特此公告。

联合资信评估有限公司

二〇一九年四月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

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：AAA　　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	跟踪评级展望	上次评级结果	上次评级展望
17 沪世茂 MTN001	13 亿元	2020/01/06	AAA	稳定	AA+	稳定
18 沪世茂 MTN001	8 亿元	2021/02/07	AAA	稳定	AA+	稳定
18 沪世茂 MTN002	7 亿元	2021/03/08	AAA	稳定	AA+	稳定
18 沪世茂 MTN003[1]	10 亿元	2021/12/17	AAA	稳定	AA+	稳定
19 沪世茂 CP001	10 亿元	2020/03/25	A-1	稳定	A-1	稳定

评级时间：2019 年 4 月 30 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	84.59	90.38	103.53
资产总额(亿元)	799.50	919.18	1083.20
所有者权益(亿元)	298.15	346.27	447.94
短期债务(亿元)	66.03	39.13	59.72
长期债务(亿元)	94.26	138.67	145.74
全部债务(亿元)	160.30	177.79	205.45
营业收入(亿元)	137.08	186.67	206.74
利润总额(亿元)	38.29	53.09	66.42
EBITDA(亿元)	40.33	56.07	70.55
经营性净现金流(亿元)	11.35	42.50	39.78
营业利润率(%)	26.22	31.88	35.70
净资产收益率(%)	9.18	10.73	10.55
资产负债率(%)	62.71	62.33	58.65
全部债务资本化比率(%)	34.96	33.93	31.44
流动比率(%)	128.60	145.87	161.17
经营现金流动负债比(%)	3.07	10.80	8.93
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	3.17	2.91
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	5.78	6.94

注：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

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，跟踪期内，公司新增大量优质土地，尤其是深圳龙岗项目，体量大，项目地理位置优越，未来销售业绩有保证；公司经营业绩快速增长，盈利水平较高；同时债务指标持续下滑，债务负担处于行业较低水平。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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、公司所有者权益稳定性弱、公司项目开发周期长、存在一定的资金沉淀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，联合资信确定将公司的主体长期信用等级由 AA+调整为 AAA，将“17 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN002”和“18 沪世茂 MTN003”的信用等级由 AA+调整为 AAA，并维持“19 沪世茂 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

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，综合实力强。
2. 跟踪期内，公司新增土地储备规模较大，且楼面价较低，项目未来利润空间有保证。
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，且处于行业较高水平。
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。

[1] 期限为 2+1 年，在第 2 个计息年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

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

5. 跟踪期内，公司债务指标持续下降，有息债务负担在同行业处于较低水平。
6. 公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强，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。
3. 公司项目多为综合体和商业项目，开发周期长，存在一定的资金沉淀。

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，公司变更为现名。2002年12月起，上海世茂企业发展有限公司（以下简称“世茂企业”）通过协议受让公司第一大、第二大股东所持股份，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”）为实际控制人，许荣茂先生为最终实际控制人。

截至2018年底，公司内设投资开发部、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137家。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1083.20亿元，所有者权益447.94亿元（含少数股东权益211.18亿元）；2018年，公司实现营业收入206.74亿元，利润总额66.42亿元。

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

截至目前，公司存续债券募集资金按照募集用途使用，跟踪期内，公司存续债券均正常付息。

表 1　本次跟踪相关债券情况

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 MTN003[2]	10.00	10.00	2021/12/17	按年付息，到期一次还本	AA^+
19 沪世茂 CP001	10.00	10.00	2020/03/25	到期一次还本付息	A-1
合计	**48.00**	**48.00**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

[2]期限为 2+1 年，在第 2 个计息年末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%－7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额

38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

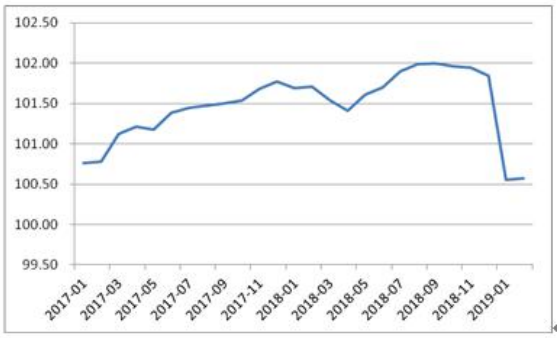
五、行业分析及区域经济概况

1.房地产行业分析

（1）房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。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。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：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1　2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1－9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月

15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

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。

此后，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 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 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。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维

持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

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%。2018年，办公楼销售面积下降8.3%，商业营业用房销售面积下降6.8%。办公楼销售额下降2.6%，商业营业用房销售额增长0.7%。

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及华南地区内的一、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“海西及华南地区”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。

截至2018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，具备一定的土地成本优势，在宏观调控的总体背景下，为公司未来发展提供有效保障。

总体看，跟踪期内，公司土地储备充足，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力。

3. 实际控制人及支持

公司实际控制人世茂房地产于2004年注册成立，2006年7月在香港联交所主板上市（股票代码：0813.HK）。区别于公司专注于商业物业运营，世茂房地产在住宅、酒店地产方面有着丰富的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2018年底，世茂房地产共计拥有264个项目，分布在全国87个城市，总土地储备面积5538.00万平方米。2018年全年实现销售额1765.10亿元，同比增长75.00%；销售面积1068.70万平方米。根据中国房地产业联合会发布的《2018年中国房地产企业销售TOP100排行榜》，世茂房地产位列榜单第11名，规模优势明显，行业地位突出。

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。

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。

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。

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，综合体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“海西及华南地区”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。

跟踪期内，公司营业收入快速增长。2018年，公司营业收入为 206.74 亿元，同比增长 10.75%；分板块看，商业地产销售业务营业收入为 65.83 亿元，同比大幅增长 329.98%，主要系商业物业项目结算面积和结算单价共同增长所致；公司住宅销售业务营业收入为 126.99 亿元，同比下降 19.89%，主要系结算住宅物业产品结构差异所致；公司租赁业务营业收入为 6.95 亿元，公司租赁业务收入稳中有增，对公司业绩形成有利补充。2018 年，其他业务营业收入为 6.97 亿元；公司无影院收入。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 44.56%。分板块看，公司商业地产销售业务毛利率为 43.44%，同比提升 22.37 个百分点，主

要系结算单价上升所致；公司房地产租赁业务毛利率为78.17%，毛利率水平较高且比较稳定；公司住宅销售业务毛利率为41.88%，同比小幅下降3.20个百分点；公司其他业务毛利率为70.41%。跟踪期内，公司毛利率维持在行业较高水平。

表2　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业地产销售	45.57	33.24	33.26	15.31	8.20	21.07	65.83	31.84	43.44
房地产租赁	5.54	4.04	79.41	5.77	3.09	75.57	6.95	3.36	78.17
住宅销售	81.19	59.23	31.99	158.51	84.91	45.08	126.99	61.42	41.88
影院业务	0.26	0.19	48.52	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	21.63
其他	4.52	3.30	76.95	6.91	3.70	68.12	6.97	3.38	70.41
合计	**137.08**	**100.00**	**35.84**	**186.67**	**100.00**	**44.91**	**206.74**	**100.00**	**44.56**

注：1. 尾差系数据四舍五入所致。2. “0”表示数据经过单位换算为零
资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司营业收入快速增长，住宅销售业务营业收入同比下滑，商业地产营业收入同比大幅增长。公司综合毛利率水平保持稳定，整体维持行业较高水平。

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。公司商业地产和住宅地产在土地储备、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，故下文将商业地产与住宅地产销售统一分析。

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“海西及华南地区”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年底，公司已进入包括上海、北京、深州、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包括招拍挂或与第三方合作两种方式，合作方主要为公司实际控制人世茂房地产和项目所在地国企。2016－2018年，公司新增土地储备建筑面积分别为69.52万平方米、176.64万平方米和224.41万平方米；土地投资金额分别为38.50亿元、260.58亿元和61.10亿元；新增土地楼面均价分别为5537.97元/平方米、14752.04元/平方米和2722.70元/平方米，2018年土地楼面均价明显下降主要系当年公司在泉州、长沙和荆门取得土地价格较低所致。

表3　近年来公司新增土地及项目情况
（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016年	2017年	2018年
新增土地总建筑面积	69.52	176.64	224.41
土地投资金额	38.50	260.58	61.10
新增土地楼面均价	5537.97	14752.04	2722.70

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司共拥有33个储备项目，土地储备建筑面积为1344.00万平方米（包括拟

建和在建项目），权益建筑面积为739.65万平方米，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，土地储备充足且布局合理。从土地性质看，商业性质土地储备总建筑面积588.00万平方米，占43.75%；住宅性质土地储备61.00万平方米，占4.54%；综合体性质土地储备695.00万平方米，占60.72%。

从城市等级看，截至2018年底，公司一线城市、二线城市、三线及以下城市土地储备建筑面积占比分别为13.54%、51.79%和34.67%。公司土地储备以二线城市为主，此外在一线和三线及以下城市也有较大规模的土地储备，三线及以下城市土地储备主要分布在泉州、常州、荆门、昆山等承载一二线外溢需求地区和经济较发达的华南地区。公司土地储备空间布局比较合理，有利于分散不同等级城市的市场和政策风险。

总体看，跟踪期内，公司新增土地储备规模较大，且楼面价较低，未来利润空间有保证。

表4　截至2018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	土地储备面积占比
商业	16	588.00	43.75
住宅	3	61.00	4.54
综合体	14	695.00	51.71
合计	**33**	**1344.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

表5　截至2018年底公司土地储备性质情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

城市等级	城市	项目名称	项目类型	土地储备建筑面积	权益比例	权益土地建筑面积	楼面地价
一线城市	深圳	深圳坪山项目	商业	30	60	18.00	10291
	深圳	深圳龙岗项目	商业	137	51	69.87	17547
	深圳	深圳世茂前海中心	商业	16	51	8.16	15238
	小计	--	--	**182**	--	**96.03**	--
二线城市	天津	天津世茂茂悦府	住宅/商业	21	100	21.00	1281
	济南	济南翡丽公馆	住宅/商业	28	100	28.00	5883
	济南	济南世茂天城	住宅/商业	45	100	45.00	4494
	济南	济南世茂国际广场	商业	6	100	6.00	5182
	青岛	青岛世奥大厦	商业	14	75	10.50	4394
	青岛	青岛世茂国际中心	商业	18	100	18.00	1708
	青岛	青岛世茂诺沙湾	住宅/商业	5	100	5.00	2352
	南京	南京雨花世茂城品	住宅/商业	26	51	13.26	11900
	南京	南京世茂外滩新城	住宅/商业	54	50	27.00	2445
	无锡	无锡世茂广场	住宅/商业	48	31	14.88	2185
	苏州	苏州世茂铜雀台7#-湖滨	住宅	21	49	10.29	15151
	苏州	苏州世茂铜雀台6#-世纪	住宅	15	100	15.00	23372
	杭州	杭州世茂智慧之门	商业	30	100	30.00	5494
	宁波	宁波世茂滨江府	住宅/商业	7	100	7.00	10078
	宁波	宁波孙家项目	住宅	25	40	10.00	10014
	武汉	武汉世茂嘉年华	商业	90	51	45.90	1735
	长沙	长沙商业项目	商业	23	100	23.00	2371
	厦门	厦门集美世茂璀璨天城	住宅/商业	40	51	20.40	10363
	南昌	南昌水城世茂 APM	商业	14	100	14.00	876
	福州	福州 108 大楼项目	商业	41	51	20.91	4877
	福州	福州台江金融街项目	商业	5	20	1.00	11538

	沈阳	沈阳世茂五里河商业项目	商业	82	100	82.00	741
	长沙	长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	39	28	10.92	4293
	小计	---	--	**696**	--	**479.06**	--
三线及以下城市	常熟	常熟世茂世纪中心	住宅/商业	15	100	15.00	472
	泉州	泉州台商百崎湖项目	商业	68	17	11.56	3060
	荆门	湖北荆门项目	住宅/商业	129	26	33.54	928
	昆山	昆山商业项目	商业	6	100	6.00	789
	常州	常州世茂广场	商业	12	100	12.00	907
	石狮	石狮世茂摩天城	住宅/商业	226	36	81.36	2703
	泉州	泉州洛江世茂璀璨天城	住宅/商业	10	51	5.10	6692
	小计	--	--	**466**	--	**164.56**	--
合计		--	--	**1344**	--	**739.65**	--

资料来源：公司提供

注：1. 公司土地储备面积统计口径包含在建项目和拟建项目。2. 数据差异系四舍五入造成

商业地产及住宅地产开发

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。2016－2018年，公司新开工面积波动增长，分别为122.10万平方米、167.48万平方米和151.34万平方米，2018年新开工面积略有下降。2016－2018年，公司竣工面积分别为104.68万平方米、65.75万平方米和104.58万平方米，其中2018年公司竣工面积同比增长59.06%，主要系项目开发节奏加快所致。2016－2018年，公司期末在建面积分别为523.81万平方米、619.02万平方米和647.28万平方米。

表 6　近年来公司房地产开发主要指标

（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	122.10	167.48	151.34
房屋竣工面积	104.68	65.75	104.58
期末在建面积	523.81	619.02	647.28

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

截至2018年底，公司在建项目23个，分布于深圳、天津、济南、青岛、南京、苏州、武汉、长沙、杭州、厦门、泉州、石狮和常熟等地区。未来投资方面，公司在建项目主要于2019－2020年竣工。公司在建项目计划总投资金额1251.16亿元，截至2018年底，已投资金额852.06亿元，尚需投资金额为399.10亿元，2019－2021年计划投资金额分别为162.04亿元、127.44亿元和61.21亿元，分别为2018年签约销售金额的59.77%、47.01%和22.58%，公司未来三年计划投资金额占2018年签约销售额比例不高，未来资本支出压力不大。

从在建项目城市分布看，截至2018年底，一线城市、二线城市、三线及以下城市已投资金额占比分别为5.31%、64.88%和29.81%；尚需投资金额占比分别为3.29%、59.05%和37.65%。公司未来投资主要集中分布在二线城市，三线城市也有较大规模的投资。

总体看，跟踪期内，公司保持一定的开发节奏，新开工面积保持一定规模，竣工面积大幅增长。期末在建面积维持较大规模，但由于公司分期滚动开发，未来资本支出压力不大。公司在建项目主要分布在二线城市，一线和三线也有一定规模的在建项目，在建项目分布合理，为未来销售业绩提供支撑。

表 7　截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：亿元）

城市等级	项目名称	开工时间	预计竣工时间	计划投资金额	已投资金额	尚需投资金额	未来投资计划		
							2019 年	2020 年	2021 年
一线城市	深圳前海项目	2014	2020	58.42	45.27	13.15	10.00	3.15	--
	合计	**--**	**--**	**58.42**	**45.27**	**13.15**	**10.00**	**3.15**	--
二线城市	天津世茂茂悦府项目	2012	2019	39.00	23.02	15.98	8.00	7.98	--
	济南世茂国际广场项目	2012	2017	48.00	48.00	0.00	1.00	--	--
	济南小鸭项目	2017	2020	36.01	22.95	13.06	5.00	8.06	--
	济南世茂天城项目	2014	2019	61.95	50.29	11.66	11.66	--	--
	青岛胶南世茂国际中心项目	2012	2020	40.00	8.45	31.55	10.00	10.00	11.55
	青岛胶南世茂诺沙湾项目	2012	2019	40.00	40.66	-0.66	1.00	--	--
	南京世茂外滩新城二期项目	2010	2020	125.00	109.09	15.91	8.00	7.91	--
	南京雨花项目	2016	2019	43.45	34.57	8.88	5.00	3.88	--
	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	2010	2020	45.00	31.00	14.00	6.00	5.00	3.00
	长沙世茂商业项目	2014	2020	27.45	16.40	11.05	5.00	5.00	1.05
	宁波世茂滨江府项目	2013	2019	28.09	19.60	8.49	8.50	--	--
	苏州工业园区-6#地	2014	2019	47.05	35.40	11.65	6.00	5.65	--
	杭州智慧之门项目	2014	2020	42.46	25.88	16.58	5.00	5.00	6.58
	厦门集美项目	2015	2020	65.00	53.64	11.36	11.36	--	--
	沈阳世茂商业项目	2008	2023	60.00	17.18	42.82	2.00	10.00	10.00
	南昌水城项目	2014	2019	40.00	16.66	23.34	10.00	13.34	--
	小计	**--**	**--**	**788.46**	**552.79**	**235.67**	**103.52**	**81.82**	**32.18**
三线及以下城市	常熟世茂世纪中心项目	2007	2020	61.81	52.35	9.46	5.00	4.46	--
	常州世茂广场项目	2009	2019	12.30	9.78	2.52	2.52	--	--
	石狮世茂钞坑项目	2014	2020	200.37	145.34	55.03	20.00	20.00	15.03
	泉州洛江项目	2017	2020	32.04	23.03	9.01	5.00	4.01	
	湖北荆门龙山中央文化商务区项目	2018	2025	55.56	7.04	48.52	8.00	8.00	8.00
	泉州台商项目	2018	2022	42.20	16.46	25.74	8.00	6.00	6.00
	小计	--	--	**404.28**	**254.00**	**150.28**	**48.52**	**42.47**	**29.03**
合计		--	--	**1251.16**	**852.06**	**399.10**	**162.04**	**127.44**	**61.21**

资料来源：公司提供

商业地产及住宅地产销售

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，项目业态涵盖多层、高层中高档住宅及别墅等多种业态。

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。

销售面积方面，2016－2018年，公司合约

销售面积逐年增长，分别为86.59万平方米、110.48万平方米和138.29万平方米。分产品类型看，2016－2018年，商业地产合约销售面积分别为30.71万平方米、30.49万平方米和49.77万平方米，其中2018年同比大幅增长63.23%，主要系商业物业可售货源充足所致。同期，住宅合约销售面积分别为55.88万平方米、80.00万平方米和88.52万平方米。

销售价格方面，2016－2018年，公司整体合约销售均价呈增长态势，分别为1.72万元/平方米、1.95万元/平方米和1.96万元/平方米。从产品类型看，2016－2018年，公司商业地产合约销售均价比较稳定，分别为2.11万元/平方米、2.14万元/平方米和2.06万元/平方米。2016－2018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。

销售金额方面，2016－2018年，公司合约销售金额分别为149.27亿元、215.68亿元和271.09亿元，其中2018年同比增长25.69%，主要系商业合约销售面积增长所致。从产品类型看，2016－2018年，公司商业物业销售金额分别为64.84亿元、65.26亿元和102.52亿元，其中2018年同比增长57.09%，主要系销售面积大幅增长所致。同期，公司住宅物业销售金额分别为84.43亿元、150.43亿元和168.57亿元，其中2018年同比增长12.06%。

总体看，跟踪期内，受益于商业物业销售面积大幅增长，公司销售业绩大幅增长。未来随着公司在建项目的销售，公司商业地产和住宅地产销售业绩较有保证。

表 8　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	2016 年	2017 年	2018 年
合约销售面积	**86.59**	**110.48**	**138.29**
其中：商业	30.71	30.49	49.77
住宅	55.88	80.00	88.52
合约销售金额	**149.27**	**215.68**	**271.09**
其中：商业	64.84	65.26	102.52
住宅	84.43	150.43	168.57
合约销售均价	**1.72**	**1.95**	**1.96**
其中：商业	2.11	2.14	2.06
住宅	1.51	1.88	1.90
房屋结算面积	**97.98**	**95.17**	**117.17**
其中：商业	27.89	11.85	31.20
住宅	70.09	83.31	85.97
房屋结算金额	**126.76**	**173.82**	**192.82**
其中：商业	45.57	15.31	65.83
住宅	81.19	158.51	126.99
房屋结算单价	**1.29**	**1.83**	**1.65**
其中：商业	1.63	1.29	2.11
住宅	1.16	1.90	1.48

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在售项目25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。

表 9　截至 2018 年底公司在售项目情况表

城市等级	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 年底累计销售总额（亿元）
一线城市	深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2020	>40%	48.69
	小计	--	--	--	--	**48.69**
二线城市	天津世茂悦府项目	住宅	2012	2019	>85%	25.63
	青岛诺沙湾	住宅	2012	2019	>95%	55.42
	青岛国际中心	商业	2012	2020	>45%	8.46
	济南翡丽公馆项目	住宅、商业	2017	2020	>55%	15.3
	济南国际广场	商业	2012	2017	>90%	36.31
	济南世茂天城	住宅、商业	2014	2019	>95%	73.89

	南京新发展项目	住宅、商业	2016	2019	>90%	33.97
	南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	2010	2019	>95%	229.78
	苏州园区	住宅	2014	2019	>95%	63.34
	宁波滨江	住宅	2013	2018	>95%	13.6
	宁波包家漕	商业	2013	2016	>70%	6.22
	杭州智慧之门	商业	2015	2020	>80%	7.5
	厦门集美项目	住宅、商业	2016	2020	>75%	69.47
	长沙世茂广场	商业	2014	2020	>60%	4.29
	福州台江金融街项目	商业	2018	2020	>50%	4.63
	厦门世茂海峡大厦	--	2010	2016	>95%	51.4
	南昌水城项目	商业	2014	2019	>95%	18.31
	小计	--	--	--	--	**717.52**
三线及以下城市	徐州世茂商业	商业	2009	2015	>75%	11.03
	泉州洛江项目	住宅、商业	2017	2020	>95%	40.27
	泉州台商项目	住宅、商业	2018	2022	>65%	6.19
	湖北荆门项目	住宅、商业	2018	2025	>30%	0.88
	石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2020	>85%	101
	常州世茂广场	商业	2009	2019	>80%	6.44
	常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2020	>85%	53.71
	小计	--	--	--	--	**219.52**
合计		--	--	--	--	**985.73**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司销售业绩大幅增长。公司在售项目去化率较好，土地储备充足，城市布局合理，未来销售业绩有保证。

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扩大及租金水平提高呈稳步提升态势。2016－2018年，公司实现房地产租赁收入分别为5.54亿元、5.77亿元和6.95亿元，2018年同比增长12.01%。

表10　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	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
2016 年	办公楼	5.62	5.52	98%	1.46
	广场	70.90	62.70	88%	3.95
	其他	2.23	2.23	100%	0.12
	合计	**78.75**	**70.45**	**89%**	**5.54**

2017 年	办公楼	9.13	6.54	72%	1.62
	广场	71.40	63.61	89%	4.05
	其他	2.23	2.23	100%	0.98
	合计	**82.76**	**72.38**	**87%**	**5.77**
2018 年	办公楼	9.17	7.03	77%	1.63
	广场	71.08	63.32	89%	5.21
	其他	2.47	2.16	87%	0.10
	合计	**82.71**	**72.51**	**88%**	**6.95**

资料来源：公司提供

表 11　截至 2018 年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米/年）

城市等级	城市	项目名称	业态	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2018 年	
								收入	单位租金
一线城市	北京	北京世茂大厦	办公楼	7.02	5.75	5.25	91	1.57	2726.00
	上海	上海世茂商都	广场	0.96	0.71	0.67	95	0.36	413.00
	小计	--	--	**7.98**	**6.46**	**5.92**	--	**1.92**	--
二线城市	苏州	苏州世茂运河城（一期）	广场	5.00	2.91	2.63	90	0.06	204.00
	苏州	苏州世茂运河城（二期）	广场	13.46	2.77	2.77	100	0.24	862.00
	济南	济南世茂广场	广场	14.85	7.98	7.94	100	1.83	942.00
	厦门	厦门 EMALL	广场	5.83	2.18	2.16	99	0.41	1889.00
	小计	--	--	**39.14**	**15.84**	**15.50**	--	**2.55**	--
三线及以下城市	昆山	昆山世茂广场一期（昆山世茂华东商城）	广场	8.82	5.41	4.65	86	0.27	499.00
	昆山	昆山世茂广场二期（昆山国际城）	广场	8.70	4.94	4.89	99	0.25	505.00
	石狮	石狮世茂摩天城	广场	15.63	11.50	7.76	67	0.28	243.00
	常熟	常熟卢米埃影院	广场	0.46	0.46	0.46	100	0.01	184.00
	常熟	常熟欧尚	广场	4.34	4.20	4.20	100	0.10	233.00
	绍兴	绍兴世茂广场	广场	18.27	11.14	10.96	98	0.71	640.00
	徐州	徐州世茂商业	广场	5.95	3.75	3.00	80	0.13	337.00
	芜湖	芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	广场	3.84	1.85	1.85	100	0.02	51.00
	芜湖	芜湖文化艺术中心	其他	4.29	2.47	2.16	88	0.01	26.00
	小计	--	--	**70.30**	**45.72**	**39.93**	--	**1.77**	--
合计		--	--	**117.42**	**68.02**	**61.35**	--	**6.24**	--

资料来源：公司提供

在租赁期限方面，公司主要自持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，公司主要自持物业可出租面积为68.02万平方米，已出租面积为61.35万平方米，公司自持物业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、苏州石狮和芜湖等二、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保持稳定或略有上升。

总体看，跟踪期内，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以及其他一些零星业务。2016－2018年，该板块营业收入分别为4.52亿元、6.91亿元和6.98亿元，占营业收入比例分别为3.30%、3.70%和3.38%。

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

2016－2018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10.69次、0.30次和0.21次；2018年上述指标分别为9.93次、0.27次和0.21次。公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

未来公司将继续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2016－2018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。

合并范围方面，截至2018年底，公司纳入合并范围子公司合计137家。2016年，公司新纳入合并范围子公司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，公司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）。2018年公司新增加子公司22家（非同一控制下企业合并增加2家，同一控制下企业合并增加2家，新设立子公司18家），减少子公司9家。公司合并范围变化对财务数据有一定影响，财务数据可比性尚可。

截至2018年底，公司（合并）资产总额1083.20亿元，所有者权益447.94亿元（含少数股东权益211.18亿元）；2018年，公司实现营业收入206.74亿元，利润总额66.42亿元。

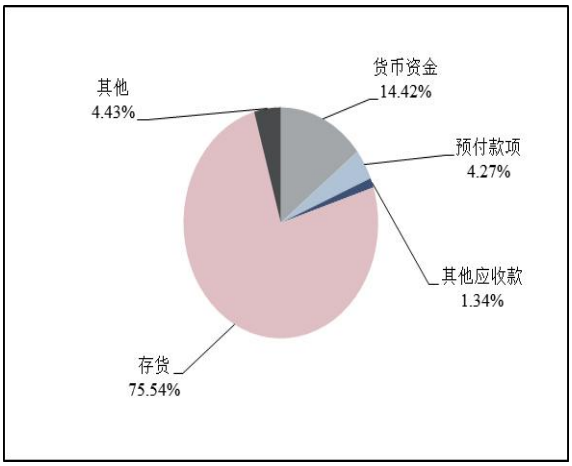
2. 资产质量

2016－2018年，公司资产规模快速增长，年均复合增长16.40%。截至2018年底，公司资产总额1083.20亿元，同比增长17.84%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占66.26%，非流动资产占33.74%。

流动资产

随着经营规模的扩大，2016－2018年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长22.88%。截至2018年底，公司流动资产合计717.73亿元，同比增长25.08%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占14.42%）和存货（占75.54%）构成。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016－2018年，公司货币资金不断增长，年均复合增长10.66%。截至2018年底，公司货币资金103.49亿元，同比增长14.50%，主要系子公司吸收少数股东投资收到的现金以及取得借款收到的现金增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占97.08%）和其他货币资金（占2.91%）构成。其中，公司其他货币资金主要包括在途资金6840.26万元，保函保证金20957.66万元，房地产项目货币资本金1322.25万元，劳务工资保证金438.58万元，农民工保证金349.64万，按揭担保保证金185.00万元。货币资金受限账面价值2.88亿元，受限比例为2.78%，货币资金受限比例低。

2016－2018年，公司预付款项波动幅度较大，年均复合增长1.88%。截至2017年底，公司预付款项141.86亿元，同比增长380.94%，主要系公司预付深圳龙岗土地款所致。截至2018年，公司预付款项30.62亿元，同比下降78.42%，主要系深圳龙岗项目由预付款项转入存货所致。

表 12　截至 2018 年底公司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
福州市财政局	非关联方	7.65	预付土地款	24.99
福州市公共资源交易服务中心	非关联方	7.65	预付土地款	24.99
荆门市财政局	非关联方	4.58	预付土地款	14.95
石狮市国土资源局	非关联方	4.18	预付土地款	13.65
汇邦人寿保险股份有限公司	非关联方	2.00	预付投资款	6.53
济南旧城开发投资集团有限公司	非关联方	2.00	预付土地费用	6.83
合计	--	**28.06**	--	**91.64**

资料来源：公司财务报告

2016－2018年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降48.74%。截至2018年底，公司其他应收款9.60亿元，同比下降51.62%，主要系关联方往来款下降所致。

2016－2018年，公司存货波动增长，年均复合增长33.75%。截至2018年底，公司存货542.18亿元，同比增长79.20%，主要系深圳龙岗项目（深圳新里程项目）由预付款转入开发成本所致。公司开发成本为482.37亿元，同比大幅增长108.56%，占88.97%；开发产品为59.20亿元，同比下降12.19%，占10.92%。其中，开发成本中，公司深圳龙岗项目增加开发成本252.94亿元，该项目体量大，采用滚动开发模式，开发周期长，该项目位于粤港澳大湾区的核心城市深圳，地理位置具有稀缺性，未来随着该项目的持续开发，有望为公司持续贡献业绩。此外，公司开发成本中新增加的有泉州星河项目（增加19.98亿元）、深圳坪山项目（20.74亿元）、苏州金鸡湖项目（12.35亿元）和长沙世茂项目（22.13亿元）。公司存货计提跌价准备330.00万元，系对世茂湖滨花园地下车库计提跌价准备。

表 13　截至 2018 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	2020	100.00	10.94
沈阳世茂五里河商业广场项目	2008	2020	60.00	10.16
北京同涞项目	--	--	--	26.83
石狮世茂新城项目	2013	2020	112.55	17.04

杭州浙江之门项目	2014	2020	42.46	19.45
泉州星河城项目	2018	2020	42.20	19.98
深圳新里程项目	2018	2021	504.41	252.94
深圳坪山项目	2018	2022	34.55	20.74
苏州金鸡湖项目	2014	2019	47.05	12.35
长沙世茂项目	2014	2019	27.45	22.12

资料来源：公司财务报告

表 14　截至 2018 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—2018	5.00
上海天马山新体验商业项目	2013—2016	4.26
武汉蔡甸项目	2012—2018	5.87
济南世茂国际广场项目	2013—2017	3.89
石狮世茂房地产项目	2014—2018	9.07
石狮世茂新城项目	2014—2018	8.88
济南世茂天城项目	2015—2018	3.33
宁波包家槽项目	2015—2016	2.63

资料来源：公司财务报告

非流动资产

2016－2018年，公司非流动资产规模有所增长，年均复合增长6.17%。截至2018年底，公司非流动资产合计365.47亿元，同比增长5.83%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占81.67%）构成。

2016－2018年，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降34.19%。截至2018年底，公司长期股权投资8.46亿元，同比下降59.00%，主要系公司对苏州工业园区世茂世纪置业有限公司和长沙世茂投资有限公司进行股权收购，两家公司由合营企业变更为公司全资子公司所致。公司长期股权投资期末余额较大的有合营企业苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司（期末余额6.97亿元）和联营企业无锡世茂新发展置业有限公司（期末余额0.89亿元）。2018年，公司长期股权投资合计确认投资收益0.22亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2016－2018年，公司投资性房地产有所增长，年均复合增长8.13%。截至2018年底，公司投资性房地产298.48亿元，同比增长11.22%。同期，公司期末公允价值较高的有北京世茂大厦（期末公允价值35.67亿元）、绍兴世茂迪荡新城A2A3（期末公允价值18.68亿元）、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17.71亿元）、济南世茂商业（期末公允价值27.16亿元）、厦门集美项目（期末公允价值20.54亿元）和深圳前海世茂金融中心（期末公允价值50.80亿元）。

截至2018年，公司受限资产账面价值为382.04亿元，占资产总额比例为35.27%，主要系存货和投资性房地产受限所致。公司资产受限比例较高。

表 15　截至 2018 年底公司受限资产情况

（单位：亿元、%）

项目名称	受限账面价值	占资产比例	受限原因
货币资金	2.88	0.27	保证金及资金冻结
存货	256.51	23.68	借款抵押
固定资产	1045	0.96	融资租赁及借款抵押
无形资产	1.12	0.10	借款抵押
投资性房地产	111.08	10.25	借款抵押和诉讼冻结
合计	**382.04**	**35.27**	**--**

资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构中流动资产占比较高，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；公司存货占比高，存货主要位于一二线城市以及承载外溢需求的三线城市，项目布局较好。非流动资产以投资性房地产为主，主要位于二三线城市，出租率较高。整体看，公司整体资产质量较好，但资产受限比例较高。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016－2018年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长22.57%。截至2018年底，公司所有者权益总额447.94亿元，同比增长29.36%；其中归属于母公司所有者权益占52.86%。公司归属于母公司所有者权益主要由股本（占15.84%）、未分配利润（占63.23%）和其它综合收益（占14.93%）构成。

2016－2018年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长45.24%。截至2018年底，公司少数股东权益211.18亿元，同比增长63.97%，主要系子公司吸收少数股东投资增加所致。

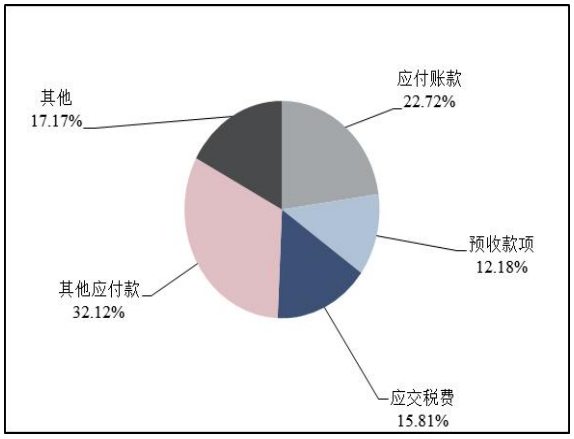
总体看，公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他综合收益占比高，公司利润分配政策对股东权益稳定性影响很大，所有者权益稳定性弱。

负债

2016－2018年，公司负债规模不断增长，年均复合增长12.57%。截至2018年底，公司负债总额635.26亿元，同比增长10.88%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占70.10%，非流动负债占29.90%。

2016－2018年，公司流动负债规模有所增长，年均复合增长9.77%。截至2018年底，公司流动负债合计445.34亿元，同比增长13.21%，主要系应交税费增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占22.72%）、预收款项（占12.18%）、应交税费（占15.81%）和其他应付款（占32.12%）构成。

图 3　截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2016－2018年，公司应付账款有所增长，年均复合增长5.99%。截至2018年底，公司应付账款101.16亿元，同比增长7.92%，主要系应付工程款增加所致。从账龄看，1年以内的占92.35%，1年以上的占7.65%.

2016－2018年，公司预收款项波动中有所下降，年均复合下降6.68%。截至2018年底，公司预收款项54.22亿元，同比增长19.56%，主要系预收售楼款增加所致。其中，预收售楼款金额较大的项目分别为南京世茂外滩新城项目（期末余额6.52亿元）、济南世茂天城项目（期末余额5.15亿元）、南京雨花项目（期末余额6.02亿元）和苏州金鸡湖项目（期末余额15.07亿元）。

2016－2018年，公司应交税费快速增长，年均复合增长71.41%。截至2018年底，公司应交税费70.42亿元，同比增长46.72%，主要系土地增值税和企业所得税增加所致。

公司其他应付款主要系应付关联方款项。2016－2018年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长9.01%。截至2018年底，公司其他应付款143.04亿元，同比下降9.81%。公司其他应付款期末余额较大的有应付上海世茂建设有限公司48.84亿元、应付上海隆汀企业管理中心（有限合伙）34.47亿元、应付深圳市坪山城投置业有限公司7.79亿元、应付上海龙潜实业发展有限公司5.68亿元和应付泉州市碧桂园房地产开发有限公司5.68亿元。从账龄看，

1年以内的占88.15%，1年以上的占11.85%。

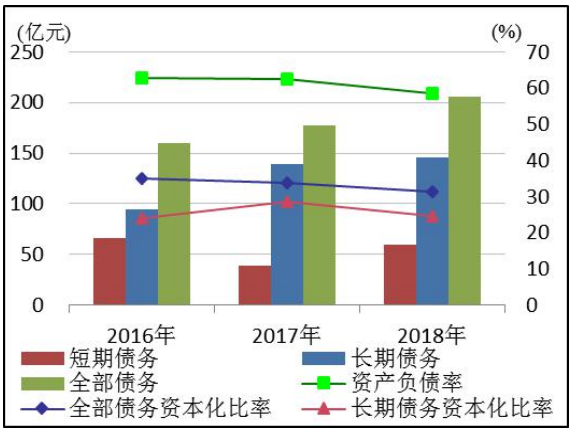
2016－2018年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长20.06%。截至2018年底，公司非流动负债合计189.92亿元，同比增长5.79%。公司非流动负债主要由长期借款（占35.48%）和应付债券（占40.89%）构成。

2016－2018年，公司长期借款快速增长，年均复合增长53.11%。截至2018年底，公司长期借款67.38亿元，同比增长34.96%，主要系公司项目开发投入增加所致。

2016－2018年，公司应付债券波动中有所增长，年均复合增长9.60%。截至2018年底，公司应付债券77.66亿元，同比下降11.31%，主要系“16世茂G1”和“16世茂G2”转入一年内到期的非流动负债所致。

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。有息债务方面，2016－2018年，公司全部债务年均复合增长13.21%。截至2018年底，公司有息债务205.45亿元，同比增长15.56%。同期，公司短期债务占比29.07%，长期债务占比70.93%，公司长期债务占比下降7.06个百分点。公司债务结构以长期债务为主，债务结构比较合理。

图 4　近三年来公司债务指标走势



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，2016－2018年，公司资产负债率和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60.56%、32.98%和25.66%；2018年分别为58.65%、31.44%和24.55%。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，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，债务规模或将上升。

4. 盈利能力

2016－2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长22.81%。2018年，公司营业收入206.74亿元，同比增长10.75%。2016－2018年，公司营业成本不断增长，年均复合增长14.16%。2018年，公司营业成本114.62亿元，同比增长11.46%。2016－2018年，公司营业利润率持续增长，三年加权平均值为32.66%，2018年为35.70%，同比增长3.82个百分点。公司盈利能力较强。

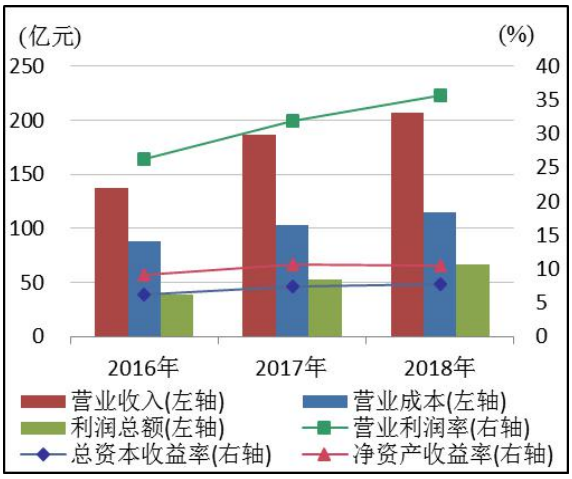
期间费用方面，2016－2018年，公司期间费用规模不断增长，年均复合增长14.87%。2018年，公司期间费用合计16.07亿元，同比增长17.62%，主要系财务费用增加所致；其中销售费用占比43.89%，管理费用占比43.16%，财务费用占比12.95%。2016－2018年，公司期间费用占营业收入比分别为8.89%、7.32%和7.77%。公司期间费用控制能力较好。

非经常损益方面，2016－2018年，公司公允价值变动损益分别为5.77亿元、7.00亿元和8.99亿元；投资收益分别为10.84亿元、1.05亿元和0.79亿元，其中2016年金额较大主要系公司处置世茂工三项目所致；营业外收入分别为0.42亿元、0.67亿元和0.44亿元；非经常损益占利润总额比重分别为44.46%、16.44%和15.38%。公司非经常性损益对利润总额影响逐渐减弱。

2016－2018年，公司利润总额快速增长，年均复合增长31.71%。2018年，公司利润总额66.42亿元，同比增长25.12%，主要系结转规模

和毛利率提升共同影响所致。

图 5　近三年来公司盈利指标走势



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2016－2018年，公司总资本收益率持续增长，净资产收益率波动增长，三年加权平均值分别为7.32%和10.33%；2018年分别为7.67%和10.55%。公司盈利能力较强。

总体看，跟踪期内，公司业务规模和利润规模快速增长，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。2016－2018年，公司经营活动现金流入分别为188.21亿元、322.64亿元和305.93亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为136.54亿元、195.58亿元和194.24亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金分别为51.47亿元、126.99亿元和111.07亿元。2016－2018年，公司经营活动现金流出分别为176.86亿元、280.14亿元和266.15亿元。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金分别为84.48亿元、173.18亿元和155.48亿元。公司支付的其他与经营活动有关的现金分别为67.13亿元、69.65亿元和79.75亿元。2016－2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为11.35亿元、42.50亿元和39.78亿元。

2016－2018年，公司投资活动现金流入分别为35.95亿元、0.45亿元和0.68亿元，其中2016年金额较大主要系处置世茂工三项目所致。2016－2018年，公司投资活动现金流出分别为23.24亿元、45.18亿元和110.76亿元，2018年同比增加65.58亿元，主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金所致。2016－2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为12.70亿元、-44.72亿元和-110.07亿元。

2016－2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为24.05亿元、-2.23亿元和-70.29亿元。筹资活动方面，2016－2018年，公司筹资活动现金流入分别为219.51亿元、158.26亿元和262.59亿元，2018年同比增加104.33亿元，主要系公司支付深圳龙岗剩余土地款导致资金需求增加所致。2016－2018年，公司筹资活动现金流出分别为230.70亿元、151.76亿元和180.89亿元，2018年同比增加29.13亿元，主要系偿还长期债务支付的现金。2016－2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-11.19亿元、6.50亿元和81.70亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，考虑到公司新增较大规模的土地储备，公司存在一定的融资需求，考虑到公司采用滚动开发模式，公司对外融资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016－2018年，公司流动比率持续增长，速动比率波动下降，两项指标三年加权平均值分别为150.06%和49.72%；2018年分别为161.17%和39.42%。2016－2018年，公司经营现金流动负债比波动增长，分别为3.07%、10.80%和8.93%。经营活动获取的现金对流动负债的保障能力波动增长。2016－2018年，公司货币资金/短期债务分别为1.28倍、2.31倍和1.73倍。考虑到预收款项无需实

际偿付，且货币资金对短期债务保障能力较强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016－2018年，公司EBITDA分别为40.33亿元、56.07亿元和70.55亿元；全部债务/EBITDA分别为3.98倍、3.17倍和2.91倍；EBITDA利息倍数分别为3.76倍、5.78倍和6.94倍。公司长期偿债能力较强。

截至2018年底，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。中华人民共和国最高人民法院作出〔2016〕最高法民终630号民事裁定，裁定撤销浙江省高级人民法院〔2015〕浙商初字第5号民事判决，本案发回浙江省高级人民法院重审。2018年11月16日，浙江省高级人民法院作出〔2017〕浙民初35号民事判决，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3.8亿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，公司承担保证责任后，有权向杭州世茂世纪置业有限公司追偿。公司不服该判决，已向中华人民共和国最高人民法院申请上诉。2019年2月19日，中华人民共和国最高人民法院立案受理。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年底，公司及控股子公司获得银行授信额度共计292.74亿元，尚未使用额度193.59亿元，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。

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2019年4月25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

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极强。

10. 母公司财务分析

2016－2018 年，母公司资产总额有所波动，年均复合下降 2.71%，截至 2018 年底为 425.01 亿元，同比下降 16.31%，主要系其他应收款下降所致。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，同比下降 32.89%；长期股权投资金额为 217.89 亿元，同比增长 0.51%。母公司货币资金为 15.82 亿元。

2016－2018 年，母公司所有者权益合计年均复合增长 2.57%，截至 2018 年底为 89.50 亿元，同比增长 18.47%。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。

2016－2018 年，母公司负债波动中有所下降，年均复合下降 3.98%，截至 2018 年底为 335.51 亿元，同比下降 22.39%。构成方面，母公司流动负债占 70.15%，非流动负债占 29.85%。截至 2018 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%。

损益方面，2016－2018 年，母公司营业收入分别为 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，母公司营业成本分别为 366.81 万元、411.99 万元和 415.40 万元；管理费用分别为 1.10 亿元、1.07 亿元和 0.94 亿元；财务费用分别为 5.82 亿元、5.69 亿元和 5.75 亿元；投资收益分别为 10.37 亿元、2.66 亿元和 20.85 亿元。母公司营业收入规模较小。财务费用和管理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，2016－2018 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、199.18 亿元和 250.68 亿元；支付的其他与经营活动有关的现金为 217.19 亿元、230.22 亿元和 230.43 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、取得投资收益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。母公司债务负担较重，考虑到母公司对子公司具有资金管控权，且对子公司的控制能力很强，有子公司销售业绩做支撑，母公司偿债能力很强。

十、存续期内债券偿还能力

截至目前，公司存续期内的债券余额合计48.00亿元，分别为“17沪世茂MTN001”“18沪世茂MTN001”“18沪世茂MTN002”“18沪世茂MTN003”和“19沪世茂CP001”。

“17沪世茂MTN001”和“19沪世茂CP001”将于一年内到期，2018年公司现金类资产103.53亿元，为一年内到期债券的4.50倍，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力强。

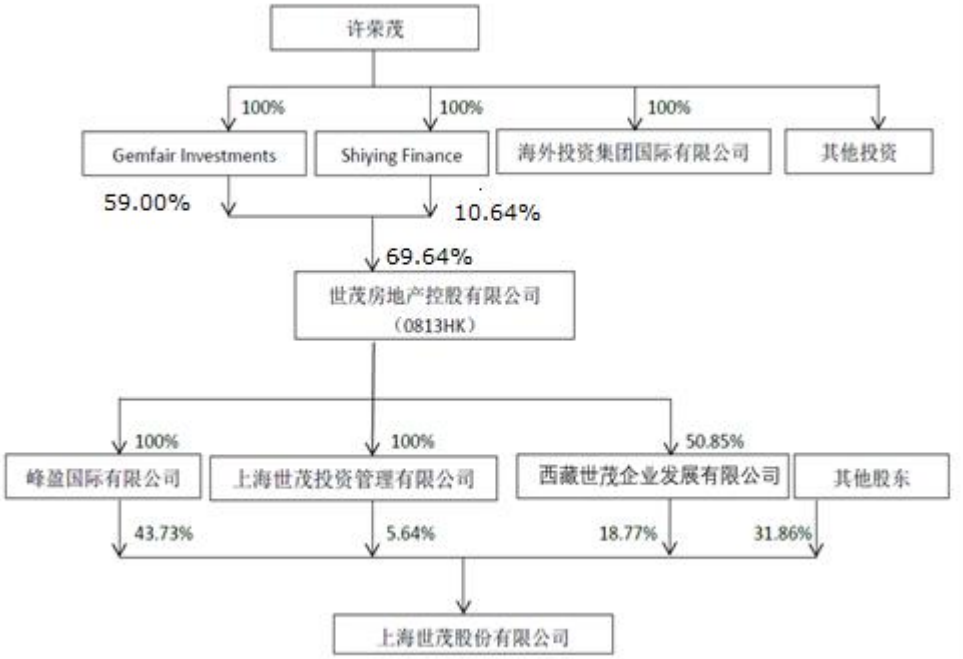
“18沪世茂MTN003”期限为2+1年，假设投资者在第二年行使回售选择权，“18沪世茂MTN003”将于2020年12月17日到期，同时“17沪世茂MTN001”和“19沪世茂CP001”也将于2020年到期，则2020年为公司偿债高峰期，需要偿还金额为33亿元，在此以2020年待偿还金额33.00亿元为基数对公司存续期内债券偿还能力进行测算。2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和EBITDA分别为305.93亿元、39.78亿元和70.55亿元，分别为2020年待偿还债务规模的9.27倍、1.21倍和2.14倍。

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

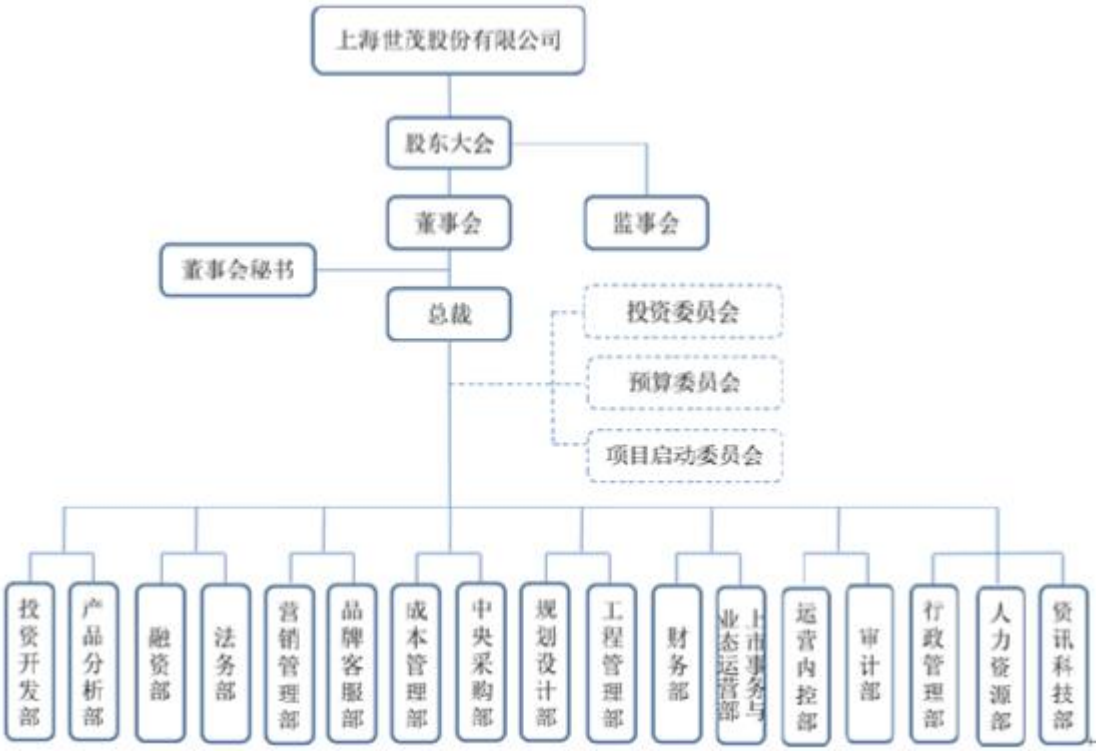
十一、 结论

综合评估，联合资信确定公司的主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，将“17 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN001”“18 沪世茂 MTN002”和“18 沪世茂 MTN003”的信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，并维持“19 沪世茂 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司组织机构图



附件 1-3　截至 2018 年底公司子公司情况

项目	企业名称	注册资本	业务性质	持股比例
1	上海世堃贸易有限公司	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	上海酪侈贸易有限公司	5000 万人民币	销售百货	100.00%
29	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%
30	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%
31	意新有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%
32	欣择有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%
33	欣元有限公司	美元 1 元	投资管理和咨询	100.00%
34	上海沁珏投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%
35	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%
36	南昌世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%
37	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%
38	宁波世茂理想置业有限公司	35000 万人民币	房地产开发	100.00%

39	济南世茂商业管理有限公司	200 万人民币	商业运营	100.00%
40	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%
41	徐州世茂商业管理有限公司	10 万人民币	商业运营	100.00%
42	南通世茂商业管理有限公司	100 万人民币	商业运营	100.00%
43	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%
44	上海惠沁投资管理有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%
45	绍兴世茂新纪元置业有限公司	24552.0127 万人民币	房地产开发	100.00%
46	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%
47	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%
48	徐州世茂置业有限公司	49141.26 万人民币	房地产开发	100.00%
49	昆山世茂房地产开发有限公司	54766.81467 万人民币	房地产开发	100.00%
50	常熟世茂新发展置业有限公司	69217.4 万人民币	房地产开发	100.00%
51	上海世茂新体验置业有限公司	39109.283446 万人民币	房地产开发	100.00%
52	苏州世茂投资发展有限公司	52679.563 万人民币	房地产开发	100.00%
53	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%
54	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%
55	上海茂沁投资管理有限公司	137177 万人民币	商业运营	100.00%
56	济南世茂天城置业有限公司	131000 万人民币	房地产开发	100.00%
57	闽侯世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	100.00%
58	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%
59	上海欣易投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%
60	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%
61	绍兴世茂投资发展有限公司	48345.7740 万人民币	商业运营	100.00%
62	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%
63	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%
64	上海杏熙投资咨询有限公司	100 万人民币	投资管理	100.00%
65	上海乾慑企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%
66	济南世茂彩石置业有限公司	10000 人民币	房地产开发	100.00%
67	杭州世茂瑞盈置业有限公司	美元 23000 万元	房地产开发	100.00%
68	南昌水城投资股份有限公司	35000 万人民币	房地产开发	100.00%
69	上海世茂世慷养老服务有限公司	500 万人民币	养老服务	100.00%
70	上海磐宛企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%
71	上海世颢企业管理有限公司	100 万人民币	企业管理	100.00%
72	上海丹馨企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%
73	南昌悦盈企业管理有限公司	500 万人民币	投资管理	100.00%
74	长沙世茂领航置业有限公司	500 万人民币	房地产开发	51.00%
75	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%
76	长沙世茂投资有限公司	50000 万元人民币	房地产开发	100.00%
77	苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	200000 万元人民币	房地产开发	100.00%
78	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%
79	上海隽会企业管理有限公司	3000 万人民币	企业管理咨询	100.00%
80	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%
81	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%

82	济南元盛商业保理有限公司	100 万人民币	商业保理	100.00%
83	北京瀚翊景观园林工程有限公司	1000 万人民币	工程施工	100%
84	北京忭悦建筑装潢有限公司	1000 万人民币	工程施工	100%
85	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%
86	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%
87	福建世茂投资发展有限公司	20000 万人民币	房地产开发	50.00%
88	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%
89	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%
90	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%
91	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%
92	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%
93	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%
94	青岛世奥投资发展有限公司	100000 万人民币	房地产开发	75.00%
95	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%
96	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%
97	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%
98	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%
99	石狮世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%
100	厦门世茂商业管理有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%
101	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%
102	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%
103	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%
104	石狮世恒商务咨询有限公司	50 万人民币	商业运营	51.00%
105	前海世茂发展（深圳）有限公司	美元 48000 万元	房地产开发	51.00%
106	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%
107	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%
108	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%
109	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%
110	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%
111	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%
112	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%
113	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%
114	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%
115	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%
116	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%
117	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%
118	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%
119	上海朗嘉企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理	51.00%
120	上海积丞企业管理有限公司	5000 万人民币	企业管理	51.00%
121	上海世顽企业管理有限公司	4000 万人民币	企业管理咨询	51.00%
122	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%
123	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%
124	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%

125	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%
126	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%
127	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%
128	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%
129	宁安汇盈建材贸易有限公司	2000 万元人民币	销售设备及材料	51.00%.
130	福州市穆达商业保理有限公司	5000 万人民币	商业保理	51.00%
131	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%
132	北京妙鼎建筑装饰有限公司	1000 万人民币	项目管理;	51.00%
133	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%
134	泉州世茂新里程置业有限公司	1000 万人民币	房地产开发	17.34%
135	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%
136	上海都海企业管理有限公司	500 万元人民币	企业管理咨询	51.00%
137	西安世茂新领域置业有限公司	1000 万人民币	发地产开发	72.00%

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	84.59	90.38	103.53
资产总额(亿元)	799.50	919.18	1083.20
所有者权益(亿元)	298.15	346.27	447.94
短期债务(亿元)	66.03	39.13	59.72
长期债务(亿元)	94.26	138.67	145.74
全部债务(亿元)	160.30	177.79	205.45
营业收入(亿元)	137.08	186.67	206.74
利润总额(亿元)	38.29	53.09	66.42
EBITDA(亿元)	40.33	56.07	70.55
经营性净现金流(亿元)	11.35	42.50	39.78
财务指标			
销售债权周转次数(次)	8.87	13.17	9.93
存货周转次数(次)	0.31	0.34	0.27
总资产周转次数(次)	0.19	0.22	0.21
现金收入比(%)	99.61	104.77	93.95
营业利润率(%)	26.22	31.88	35.70
总资本收益率(%)	6.24	7.46	7.67
净资产收益率(%)	9.18	10.73	10.55
长期债务资本化比率(%)	24.02	28.60	24.55
全部债务资本化比率(%)	34.96	33.93	31.44
资产负债率(%)	62.71	62.33	58.65
流动比率(%)	128.60	145.87	161.17
速动比率(%)	46.60	68.96	39.42
经营现金流动负债比(%)	3.07	10.80	8.93
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	5.78	6.94
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	3.17	2.91

注：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　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 4-3　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　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