信用评级公告

联合〔2021〕5131 号

联合资信评估股份有限公司通过对上海世茂建设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，确定维持上海世茂建设有限公司主体长期信用等级为 AAA，“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”“20 世茂 02”“20 世茂 03”“20 世茂 04”和“20 世茂 06”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十六日

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

上海世茂建设有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次展望	上次级别	上次展望
上海世茂建设有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
19 世茂 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 世茂 03	AAA	稳定	AAA	稳定
19 世茂 04	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 02	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 03	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 04	AAA	稳定	AAA	稳定
20 世茂 06	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 世茂 01	10.00 亿元	10.00 亿元	2024/09/19
19 世茂 03	9.00 亿元	9.00 亿元	2024/11/11
19 世茂 04	10.00 亿元	10.00 亿元	2026/11/11
20 世茂 02	17.00 亿元	17.00 亿元	2025/03/25
20 世茂 03	28.00 亿元	28.00 亿元	2027/03/25
20 世茂 04	31.00 亿元	31.00 亿元	2025/05/11
20 世茂 06	27.00 亿元	27.00 亿元	2025/08/27

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

跟踪期内，上海世茂建设有限公司（以下简称“公司”）作为世茂集团控股有限公司在境内核心的房地产业务运营主体，继续保持其在行业综合实力、品牌知名度、项目布局等方面的优势。2020 年，公司销售金额、营业收入和利润规模稳步增长，公司整体资产质量较好，经营性净现金流持续净流入，货币资金较充裕。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业政策影响、项目及资金管理难度加大、公司应收关联方款项占用资金规模较大及所有者权益稳定性弱等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司储备资源较丰富，未来随着项目的持续开发与销售，公司有望保持较强的整体竞争力。

综上，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”“20 世茂 02”“20 世茂 03”“20 世茂 04”和“20 世茂 06”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **项目区域分布良好。**公司期末土地储备及在建项目主要集中于国内一二线城市，项目区域分布良好。
2. **销售稳步增长。**2020 年，公司销售规模保持一定增长，销售均价亦有所提升，整体销售情况处于较好水平。
3. **资产质量较好，盈利规模稳步提升，经营现金流持续净流入。**公司资产受限比例较低，整体资产质量较好；公司收入规模和利润水平稳步提高，经营活动净现金流保持较大规模净流入，货币资金较充裕。

关注

1. **行业调控政策影响。**房地产行业仍处调控周期，未来房地产市场运行存在一定不确定性，“双集中”供地政策以及金融机构双限政策的推行将对公司经营产生一定的影响。
2. **项目及资金管理难度加大。**公司近年发展较快，保持一定土地投资力度的同时维持较大的开发及在建规模，对项目及资金的管理难度加大。
3. **应收关联方款项占用资金明显，所有者权益稳定性较弱。**

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：卢瑞　王彦
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

公司应收关联方款项规模较大，资金占用较为明显；公司所有者权益中，永续债、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。同时，公司存在一定规模的对外担保。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	312.67	409.97	435.57
资产总额（亿元）	2,083.63	2,797.36	3,578.19
所有者权益（亿元）	581.18	690.67	906.82
短期债务（亿元）	22.00	131.02	72.11
长期债务（亿元）	87.89	49.64	297.03
全部债务（亿元）	109.89	180.67	369.14
营业收入（亿元）	564.53	838.05	967.17
利润总额（亿元）	132.22	181.71	202.21
EBITDA（亿元）	136.57	190.43	214.90
经营性净现金流（亿元）	166.16	240.93	115.11
营业利润率（%）	26.20	25.39	24.08
净资产收益率（%）	17.27	19.44	17.01
资产负债率（%）	72.11	75.31	74.66
全部债务资本化比率（%）	15.90	20.73	28.93
流动比率（%）	123.21	113.43	127.74
经营现金流动负债比（%）	11.76	11.72	4.85
现金短期债务比（倍）	14.21	3.13	6.04
EBITDA 利息倍数（倍）	10.71	9.88	8.84
全部债务/EBITDA（倍）	0.80	0.95	1.72
公司本部（母公司）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	1,819.41	2,403.32	3,180.72
所有者权益（亿元）	67.95	62.75	119.27
全部债务（亿元）	75.87	111.81	159.91
营业收入（亿元）	1.59	5.20	5.67
利润总额（亿元）	16.67	4.72	61.66
资产负债率（%）	96.27	97.39	96.25
全部债务资本化比率（%）	52.75	64.05	57.28
流动比率（%）	98.44	96.51	103.11
经营现金流动负债比（%）	3.30	-2.69	0.18

注：1.公司合并口径 2018 年及 2019 年财务数据使用追溯调整后的期初数据；2.集团美客户提供公司本部（母公司）财务信息
资料来源：公司财务报告

主体评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 世茂 06	AAA	AAA	稳定	2020/07/30	支亚梅 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 世茂 01 19 世茂 03 19 世茂 04 20 世茂 02 20 世茂 03 20 世茂 04	AAA	AAA	稳定	2020/05/28	支亚梅 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
20 世茂 04	AAA	AAA	稳定	2020/04/07	支亚梅 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
20 世茂 02 20 世茂 03	AAA	AAA	稳定	2020/02/28	支亚梅 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 世茂 03 19 世茂 04	AAA	AAA	稳定	2019/10/24	支亚梅 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
19 世茂 01	AAA	AAA	稳定	2019/09/06	宋莹莹 卢瑞	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由上海世茂建设有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

上海世茂建设有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于上海世茂建设有限公司（以下简称“公司”或“世茂建设）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是由上海世茂投资管理有限公司（以下简称“世茂投资”）和上海万象（集团）股份有限公司（系上海世茂股份有限公司前身，以下简称“万象集团”）于 2001 年 3 月 16 日共同出资设立，初始注册资本为 8,000 万元。2001 年 3 月 13 日，万象集团变更为上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”）。2003 年 1 月 15 日，世茂投资与 Significant Asset Group Limited（以下简称“资产集团”）签订《股权转让协议》，约定世茂投资将其持有的 66.00%股权全部转让给资产集团；2004 年 6 月 11 日，公司股东世茂股份与资产集团签订《股权转让协议》，约定世茂股份将其持有 34.00%的股权全部转让给资产集团；2006 年 7 月 7 日，资产集团与 Shimao Holdings Company Limited（以下简称“世茂控股”）签署《关于上海世茂建设有限公司增加股东及注册资本的协议书》，约定世茂控股向公司增资，股权占比为 44.40%；2009 年 5 月 18 日，公司股东资产集团与世茂控股签订股权转让协议，约定将其持有的 55.60%的股权全部转让给世茂控股。上述股权转让完成后，世茂控股持有公司 100%股份。截至 2020 年底，公司注册资本为 5.40 亿元，世茂控股持有公司 100%股份，公司实际控制人为许荣茂。2021 年 5 月 8 日，股东世茂控股对公司增资，注册资本增加至 31.40 亿元[1]，公司股东及实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3,578.19 亿元，所有者权益 906.82 亿元（含少数股东权益 416.50 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 967.17 亿元，利润总额 202.21 亿元。

公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 600 号 16 幢 401 室；法定代表人：许世坛。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按照指定用途使用完毕，“20 世茂 06”尚未到付息日，其他债券均在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
19 世茂 01	10.00	10.00	2019/09/19	5（3+2）
19 世茂 03	9.00	9.00	2019/11/11	5（3+2）
19 世茂 04	10.00	10.00	2019/11/11	7（5+2）
20 世茂 02	17.00	17.00	2020/03/25	5（3+2）
20 世茂 03	28.00	28.00	2020/03/25	7（5+2）
20 世茂 04	31.00	31.00	2020/05/11	5（3+2）
20 世茂 06	27.00	27.00	2020/08/27	5（3+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

[1] 本次增资额 26.00 亿元将于 2021 年 12 月 31 日之前完成实缴出资。截至本报告出具日，公司实缴资本 5.40 亿元。

2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30% ，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00% ，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格

指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支

出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 1.73 万亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹

资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82
其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合 计	**165,962.89**	**100.00**	**178,608.59**	**100.00**	**193,114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年5月8日，公司注册资本31.40亿元，世茂控股为公司唯一股东，公司实际控制人为许荣茂先生。

2. 企业规模和竞争力

公司作为世茂集团在国内核心住宅运营主体，品牌知名度较高，行业竞争力较强。

公司是世茂集团控股有限公司（证券代码：0813.HK，以下简称“世茂集团”）在国内核心的房地产住宅业务运营主体。世茂集团在国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院发布的2019－2021年中国地产百强企业中分别位列第 15 名、第 15 名和第 12 名，在克而瑞研究中心发布的 2018－2020 年中国房地产企业销售榜单（全口径金额）中分别位列第 11 名、第 9 名和第 8 名。公司产品系列较丰富，产品定位涵盖刚需到高端，先后推出云系、璀璨系、国风系、天誉系、龙胤系等五大产品体系。公司具有房地产开发一级资质。

截至 2020 年底，公司土地储备总建筑面积 6,233.10 万平方米，主要分布于长三角、海峡西岸、京津冀、珠三角、成渝、山东半岛等城市群的一二线城市及一二线周边可承载外溢需求的三四线城市。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：3101140000673570），截至2021年4月7日，公司未结清和已结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，公司过往履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理层变动不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司监事变更为姚颖，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司收入和利润保持一定增长，但综合毛利率小幅下滑。

跟踪期内，公司主要业务未发生变化，仍主要从事以住宅项目为主的房地产开发和销售业务。受益于结转规模增加，公司2020年收入及利润总额保持一定增长，同比分别增长15.41%和11.28%。

从收入构成看，房产销售仍是公司最主要的收入来源，受益于以前年度销售项目竣工结转规模增加，公司2020年房产销售收入继续增长；其他业务收入（营销和咨询业务）2020年增长较快主要系营销及咨询业务收入提升所致，其占营业收入比重不大。

2020年，公司房产销售毛利率受结转项目产品类型、区域位置及成本空间差异影响同比小幅下降，其他业务毛利率因物业剥离、咨询管理类毛利率较高而有所提升。公司综合毛利率受房产销售业务毛利率影响较大，2020年亦小幅下降。

表 6　2018－2020 年公司营业收入情况

（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			增长速度	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	三年复合增长	2020 年较上年增长
房产销售	542.04	96.02	30.60	791.89	94.49	28.87	929.19	96.07	27.11	30.93	14.46
其他业务	22.49	3.98	51.15	46.16	5.51	51.19	37.97	3.93	71.06	29.93	44.81
合计	**564.53**	**100.00**	**31.42**	**838.05**	**100.00**	**30.10**	**967.17**	**100.00**	**28.84**	**30.89**	**15.41**

注：上表中 2018 年、2019 年数据分别按照 2019 年及 2020 年审计报告进行重述
资料来源：公司债券年报

2. 房地产开发销售

（1）土地储备

2020年，公司土地投资规模有所下降，但楼面价有所上升，整体土地储备仍以一二线及周边三四线城市为主，区域分布较好。

2020年，公司拿地节奏有所放缓，通过收并购及招拍挂新增土地规模相比2019年大幅下降约46.64%，获取土地主要位于大湾区、福建及长三角区域。从拿地成本看，公司2020年新增土地储备楼面均价较上年增长33.86%，主要系北京、上海及杭州等地土地成本较高所致。

表 7　2018－2020 年公司土地获得情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新增土地储备建筑面积	1,097.32	2,044.73	1,091
新增权益建筑面积	705.74	1,249.75	621
权益土地支出	354.15	578.75	350
新增土地楼面均价	5,018	4,631	6,199

注：2018 年和 2019 年数据未追溯调整
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司全口径未结转土地储备总建筑面积 6,233.10 万平方米，主要集中于海西、大湾区、长三角、华北地区等区域的一二线城市及一二线周边可承载外溢需求的三四线城市。从城市能级来看，一二线城市土地储备货值约占 70%，主要分布在广州、福州、北京、天津、厦门、杭州、苏州、济南、南宁、南昌、重庆等城市，三线城市及以下土地储备货值约占 30%，主要分布在泉州、温州、长乐、淮南、漳州、绍兴、潍坊、常州、台州等城市。整体看，公司土地储备区域分布较好。

（2）项目开发

2020年，公司保持较大的开发和在建规模，同时较大的在建规模带来资本支出压力。

由于公司2019年发生较多的同一控制下合并，当年新开工面积增速较高；2020年无重大合并发生，但公司新开工面积规模仍维持上年水平；竣工面积同比增长6.29%，整体开发力度较强。截至2020年底，公司在建面积4,317.53万平方米，保持较大在建规模。

表8 2018－2020年公司开发数据情况

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	574.42	1,673.69	1,673.55
竣工面积	532.16	714.77	759.74

注：上表数据为全口径
资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2020年底，公司主要在建项目计划投资额约1,850亿元，尚需投资约920亿元，尚需投资规模较大，公司未来面临一定的资本支出压力。

（3）销售情况

2020 年，公司销售规模进一步增长，保持良好的销售状况。

2020 年，公司销售面积和销售金额保持增长，同比分别增长 7.94%和 19.05%，其中销售金额增长较快，主要系北京项目及苏沪区项目销售金额占比及销售均价提升所致；公司整体销售均价亦有所提升。从销售区域看，公司 2020 年销售金额较大的区域主要集中在海峡区、浙江区、苏沪区及华北区。

表 9 2018－2020 年公司房地产销售数据（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

区域	主要城市	签约销售面积			签约销售金额			签约销售均价		
		2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
福建区	厦门、福州、泉州	156.69	386.23	--	212.84	573.05	--	1.36	1.48	--
华南区	广州、深圳、惠州、江门、茂名	--	81.37	--	--	155.42	--	--	1.91	--
海峡区	厦门、广州、深圳、福州、泉州	--	--	489.60	--	--	766.67	--	--	1.57
苏沪区	上海、苏州、无锡、南京、南通	51.22	115.42	218.67	112.73	191.60	386.09	2.20	1.66	1.77
浙江区	杭州、宁波、绍兴、嘉兴、温州	33.41	137.40	193.06	74.08	290.54	384.96	2.22	2.11	1.99
华北区	北京、天津、大连	89.56	93.20	93.47	157.32	168.96	291.06	1.76	1.81	3.11
西部区	成都、昆明、西安、兰州、银川、重庆	115.09	179.66	123.62	103.56	197.39	126.08	0.90	1.10	1.02
山东区	济南、青岛、烟台、潍坊	74.59	67.96	75.72	70.79	77.92	97.05	0.95	1.15	1.28
华中区	武汉、南昌、合肥、长沙、郑州	66.58	63.81	20.26	89.33	87.21	22.02	1.34	1.37	1.09
合计	--	**587.14**	**1,125.04**	**1,214.41**	**820.65**	**1,742.09**	**2,073.91**	**1.40**	**1.55**	**1.71**

注：1. 上述销售数据口径为全口径，2019 年销售数据包含同一控制下合并企业销售数据；2. 南京区 2018 年撤销，相关项目并入苏沪区；2020 年，华南区和福建区合并成为海峡区；3. 尾数差异系四舍五入引起
资料来源：公司提供

从在售项目销售情况看，截至 2020 年底，公司主要在售项目可售建筑面积约 1,955 万平方米，其中剩余未售面积 741 万平方米，整体去化水平尚可。2020 年，公司房地产项目销售回款率（期间回款除以期间签约销售金额）为 74%，较上年变化不大，回款水平有待提高。

3. 经营效率

2020年，公司经营效率指标有所下降，但仍处于较好水平。

2020年，公司经营效率指标（见下表）较上年有所下降，主要系存货规模增加所致。

表10 公司经营效率指标情况

（单位：次）

项目	2018年	2019年	2020年
流动资产周转次数	0.38	0.41	0.36
存货周转次数	0.46	0.47	0.40
总资产周转次数	0.31	0.34	0.30

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

与同行业公司比较，公司经营效率处于较好水平。

表11　2020年公司与同行业公司经营指标对比

（单位：次）

公司名称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
重庆龙湖企业拓展有限公司	0.36	0.38	0.28
万科企业股份有限公司	0.28	0.31	0.23
融创房地产集团有限公司	0.30	0.33	0.23
世茂建设	**0.36**	**0.40**	**0.30**

注：为便于比较，上表数据均取自 Wind，Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

4. 未来发展

公司延续以往的发展战略，可实施性较强。

公司将继续推广“世茂”品牌，努力提高客户对“世茂”品牌整体的满意度，提升品牌价值，并充分利用在地产开发领域的声誉及经验，发展优质的物业项目，加强在酒店、住宅及办公楼物业方面的研究和创新，实现业务多元化、可持续发展。

强化运营能力方面，公司制定了“去库存、轻资产、重运营”的战略目标，着力抓住市场时机加快销售，尤其是加快库存房屋的去化。公司将继续加强运营管理能力，提升公司运营效率，以较强的运营能力应对市场环境下的挑战。

提升品牌价值方面，公司将本着“品质第一、管理精细”的理念，打造客户心中的好产品；坚持以普通住宅开发为主，聚焦居民改善型居住需求。公司将提升对客户需求的精细化研究，保持准确的产品定位，关注用户体验，注重产品创新，提升研发速度。同时公司将专注于物业项目质量以及创新，通过向客户提供有力的售后支援及物业管理服务等方式，提高客户对“世茂”品牌整体的满意度。

区域布局方面，公司通过城市圈深耕项目，建立城市圈判断机制；通过城市地图项目，建立城市内地块投资判断机制；优先选择行政级别高、人口密度大的城市和周边配套设施好、拆迁安置问题少的地点开发房地产项目，以在初期锁定较低的成本和较高的收入回报，为公司创造更高的利润和更稳健的现金流。

业务拓展方面，公司将从房地产行业内开发领域的“多元化”逐步转型成为涵盖房地产开发、金融、资产管理、O2O等业务的多元化房企，将业务延伸至房地产开发价值链的上下游。公司将逐渐提升房地产开发业务的轻资产运作能力，在土地获取、开发建设、销售环节未来将拓展多种模式，以减少公司的资金占用，放大公司盈利水平。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

合并范围方面，2020年，公司新增子公司192家，减少子公司17家。截至2020年底，公司纳入合并范围子公司808家。公司2019年及2020年发生同一控制下企业合并，并对2018年及2019年财务数据进行追溯调整，本报告中2018年和2019年财务数据采用追溯调整后的期初数据。

截至2020年底，公司合并资产总额3,578.19亿元，所有者权益906.82亿元（含少数股东权益416.50亿元）；2020年，公司实现营业收入967.17亿元，利润总额202.21亿元。

2. 资产质量

2020年，公司资产保持增长，存货质量较高，其他应收款中关联方往来款项对资金形成占用；公司货币资金较充裕，资产受限程度较低，整体资产质量较好。

随着公司房地产开发业务规模不断扩大，公司2020年末合并资产总额保持增长，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主。

表 12　2018－2020 年末及公司资产情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		三年年均复合增长率	2020 年末较年初增长
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动资产	**1,740.42**	**83.53**	**2,331.52**	**83.35**	**3,030.96**	**84.71**	**31.97**	**30.00**
货币资金	312.44	15.00	408.75	14.61	434.58	12.15	17.94	6.32
其他应收款	298.55	14.33	314.67	11.25	461.09	12.89	24.27	46.53
存货	1,022.36	49.07	1,479.23	52.88	1,945.24	54.36	37.94	31.50
非流动资产	**343.21**	**16.47**	**465.84**	**16.65**	**547.24**	**15.29**	**26.27**	**17.47**
长期股权投资	247.64	11.88	372.14	13.30	452.17	12.64	35.13	21.51
资产总额	**2,083.63**	**100.00**	**2,797.36**	**100.00**	**3,578.19**	**100.00**	**31.05**	**27.91**

注：资产占比系各资产占当年资产总额比例
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

公司2020年末流动资产在存货及其他应收款增加带动下保持较快增长，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

公司2020年末货币资金规模较年初小幅增长，主要由银行存款（占99.99%）构成，其中受限货币资金占13.83%，主要为贷款保证金和按揭保证金，受限比例较低。

作为世茂集团在境内的资金平台，以及随着开发规模及合作开发的增加，公司2020年末其他应收款规模快速增长。公司其他应收款项（不含应收股利）账龄均在一年以内，计提坏账比例0.18%；前五大合计占24.05%，集中度一般。公司关联方资金往来规模较大，对资金形成占用，并对公司的资金管理能力提出较高要求。

随着公司新增土地及在建项目的投入，公司存货规模不断增长。公司2020年末存货中开发成本占85.07%，开发产品占14.93%；公司存货主要位于一二线城市及周边三四线城市，城市布局相对较好，公司未对存货计提跌价准备。

（2）非流动资产

公司非流动资产仍主要由长期股权投资构成，2020年末保持一定增长。

公司2020年末长期股权投资增加主要系地产合作项目增加所致。2020年，公司长期股权投资确认投资收益15.03亿元，宣告发放现金股利或利润20.25亿元。

截至2020年底，公司资产因担保或抵押受限情况如下表所示，资产受限比例较低。

表13　截至2020年底公司资产受限情况

项目	金额（亿元）	占资产比重（%）
货币资金	60.11	1.68
存货	228.51	6.39
固定资产	0.08	--
合计	**288.71**	**8.07**

资料来源：公司2020年度债券年报

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模增长较快，但未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

受益于利润积累以及合作开发带来的少数股东权益增加，公司2020年末所有者权益总额增长较快，同时少数股东权益占比亦有所增加。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，并存在一定规模永续债（即其他权益工具），权益稳定性较弱。

表14 公司所有者权益情况（单位：亿元、%）

所有者权益	2018 年末		2019 年末		2020 年末		三年年均复合增长率	2020 年末较年初增长
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
实收资本	5.40	0.93	5.40	0.78	5.40	0.60	0.00	0.00
其他权益工具	45.00	7.74	38.00	5.50	35.50	3.91	-11.18	-6.58
资本公积	21.02	3.62	2.37	0.34	0.00	0.00	--	--
其他综合收益	0.26	0.04	1.40	0.20	2.20	0.24	193.38	57.15
盈余公积	1.36	0.23	0.14	0.02	0.00	0.00	--	--
未分配利润	269.62	46.39	343.66	49.76	447.22	49.32	28.79	30.13
归属于母公司所有者权益合计	**342.65**	**58.96**	**390.97**	**56.61**	**490.32**	**54.07**	**19.62**	**25.41**
少数股东权益	238.53	41.04	299.70	43.39	416.50	45.93	32.14	38.97
所有者权益合计	**581.18**	**100.00**	**690.67**	**100.00**	**906.82**	**100.00**	**24.91**	**31.30**

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（2）负债

公司负债规模持续增长，以经营性负债为主；2020 年债务规模增加较快，债务比率有所上升，但整体债务规模相对公司体量仍不大，债务负担较低。

2020 年，公司负债规模亦保持增长，负债结构仍以流动负债为主，但非流动负债占比在 2020 年上升较快，主要系长期融资增加所致。

公司流动负债增长主要系随着公司业务规模的扩大，应付账款及合同负债增长所致。

随着开发项目增加以及项目建设推进，公司 2020 年末应付账款保持增长。公司 2020 年末合同负债在销售回款增加带动下快速增长。截至 2020 年底，公司其他应付款较年初有所下降，主要系与关联方之间往来款下降所致。

受业务规模扩大融资增加及新发债券置换到期债券，公司 2020 年末长期借款及应付债券大幅增加，带动非流动负债快速增长。

表 15 2018－2020 年末公司负债情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年		三年年均复合增长率	2020 末较年初增长
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
流动负债	**1,412.57**	**94.02**	**2,055.50**	**97.57**	**2,372.79**	**88.82**	**29.61**	**15.44**
应付账款	330.92	22.03	536.75	25.48	613.88	22.98	36.20	14.37
合同负债（预收款项）	376.46	25.06	661.05	31.38	931.03	34.85	57.26	40.84
应交税费	136.93	9.11	177.36	8.42	241.99	9.06	32.94	36.44
其他应付款	545.06	36.28	548.53	26.04	465.33	17.42	-7.60	-15.17
非流动负债	**89.88**	**5.98**	**51.20**	**2.43**	**298.58**	**11.18**	**82.27**	**483.21**
长期借款	15.03	1.00	20.76	0.99	160.02	5.99	226.34	670.89
应付债券	72.86	4.85	28.88	1.37	137.01	5.13	37.13	374.35
负债总额	**1,502.44**	**100.00**	**2,106.70**	**100.00**	**2,671.37**	**100.00**	**33.34**	**26.80**

注：负债占比系各负债占当年负债总额比例
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

公司 2020 年末债务规模较年初增幅较大，主要系地产开发业务扩大融资增加及新发行债券所致。其中短期债务较年初下降较多主要系当年到期债券偿还所致，债务结构也改善为以长期债务为主（占 80.47%）。债务指标方面，截至 2020 年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初有所上升，但整体表内债务负担仍较低。考虑到公司较大规模的关联方往来款，需对公司的实际债务情况予以关注。

截至2020年底，公司剔除预收款后的资产负债率、净负债率[2]及现金短期债务比分别为65.74%、-7.22%和6.04倍。

表16　2018－2020年末公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）

科目	2018年末	2019年末	2020年末	三年年均复合增长率	2020年末较年初增长
短期债务	22.00	131.02	72.11	81.04	-44.97
长期债务	87.89	49.64	297.03	83.84	498.35
全部债务	**109.89**	**180.67**	**369.14**	**83.28**	**104.32**
资产负债率	72.11	75.31	74.66	--	下降0.65个百分点
全部债务资本化比率	15.90	20.73	28.93	--	上升8.20个百分点
长期债务资本化比率	13.14	6.71	24.67	--	上升17.97个百分点

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

从公司2020年底债务分布期限及公司近年货币资金保有量、销售规模看，集中偿付压力较小。

表17　截至2020年底公司债务期限结构（单位：亿元）

项目	1年以内	1~2年	2~3年	3~4年	4年以上	合计
短期借款	10.38	--	--	--	--	**10.38**
一年内到期的非流动负债	10.37	--	--	--	--	**10.37**
长期借款	-	108.35	34.67	3.00	14.00	**160.02**
应付债券	-	24.26	74.81	9.96	27.97	**137.01**
合计	**20.75**	**132.61**	**109.48**	**12.96**	**41.97**	**317.77**

注：上述债务中未包含应付票据
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020年，公司营业收入和利润稳步增长，盈利指标虽有所下降但仍处于较好水平，整体盈利能力较强。

受益于结转规模增加，公司2020年收入及利润总额保持一定增长，但营业成本增幅略大于营业收入。

从期间费用来看，2020年，公司费用总额增长较快，主要系销售费用及财务费用增加所致。公司销售费用增长较快主要系随着销售规模扩大，企划费、中介费及前期物业管理费等增加所致；公司财务费用增长主要系当年新增融资规模较大，利息支出增加所致。

表18　2018－2020年公司营业收入与费用情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年	三年年均复合增长率	2020年同比增长率
营业收入	564.53	838.05	967.17	30.89	15.41
营业成本	387.17	585.80	688.28	33.33	17.49
费用总额	27.57	37.94	50.01	34.68	31.82
其中：销售费用	11.66	17.84	23.67	42.46	32.67
管理费用	14.51	20.44	22.45	24.38	9.82
研发费用	0.00	0.00	0.00	--	--

[2] 剔除预收款后的资产负债率=（总负债-合同负债）/（总资产-合同负债）*100%　　净负债率=（全部债务-货币资金）/所有者权益*100%

财务费用	1.40	-0.34	3.89	66.91	--
利润总额	132.22	181.71	202.21	23.67	11.28

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020 年，公司投资收益 17.49 亿元，同比增长 119.39%，主要系联营、合营企业当年结转利润增加所致；2020 年投资收益占营业利润比重为 8.72%，对营业利润影响不大。

2020 年，公司盈利指标（见下表）均较上年有所下降，主要系毛利率下降所致。

表 19　2018－2020 年盈利指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业利润率（%）	26.20	25.39	24.08
总资本收益率（%）	14.98	16.29	13.01
净资产收益率（%）	17.27	19.44	17.01

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

与同行业公司比较，公司盈利指标（见下表）处于较好水平。

表 20　2020 年公司与同行业公司盈利指标对比

公司名称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
重庆龙湖企业拓展有限公司	29.23	5.95	22.38
万科企业股份有限公司	29.25	4.65	20.13
融创房地产集团有限公司	23.33	3.25	20.69
世茂建设	**28.84**	**6.39**	**24.58**

注：为便于比较，上表数据均取自 Wind，Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

5. 现金流

2020 年，公司经营活动净现金流保持净流入，但合作项目投资加大使得投资活动现金流持续净流出；考虑到公司在建项目投资及未来拿地资金需求，公司仍存在一定融资需求。

表 21　公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	828.42	1,005.44	1,283.90
经营活动现金流出小计	662.26	764.51	1,168.79
经营活动现金流量净额	**166.16**	**240.93**	**115.11**
投资活动现金流入小计	41.99	146.67	168.99
投资活动现金流出小计	102.18	268.77	455.44
投资活动现金流量净额	**-60.19**	**-122.10**	**-286.45**
筹资活动前现金流量净额	**105.97**	**118.83**	**-171.34**
筹资活动现金流入小计	103.96	157.13	480.03
筹资活动现金流出小计	96.28	225.47	281.02
筹资活动现金流量净额	**7.67**	**-68.33**	**199.01**

资料来源：公司财务报告

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 27.70%，主要系房地产销售回款金额增加所致；经营活动现金流出同比增长 52.88%，主要系随着在建规模增加，公司工程款支付增加所致。综上，2020 年，公司经营活动现金流保持净流入，但净流入规模同比下降 52.22%。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入同比增长 15.22%，主要系公司从联合营公司收回现金及收到的往来款增加所致；公司投资活动现金流出同比增长 69.46%，主要系对联合营企业投资规模及合作项目之间的往来款增加所致。综上，2020 年，公司投资活动现金流量净额保持净流出，且净流出规模同比增长 134.61%。

2020 年，由于公司对外投资增加，筹资活动前现金流大幅净流出。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入同比大幅增长 205.49%，主要系公司当年借款增加及新发行债券所致；筹资活动现金流出同比增长 24.64%，主要系债务支出增加所致。2020 年，公司筹资活动净现金流转为净流入。考虑到公司在建项目投资及未来拿地资金需求，公司仍存在一定融资需求。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现好，同时考虑到公司储备项目充足，销售规模较大，随着在建项目的逐步销售，盈利规模有望提升，公司整体偿债能力极强。

截至 2020 年底，公司流动比率及速动比率均较年初有所提升，流动资产对流动负债的保

障程度尚可；现金短期债务比较年初大幅提高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，受当年利润规模增长影响，公司 EBITDA 保持增长；但由于融资增加，EBITDA 对利息及债务的保障程度较上年有所下降，但仍处于较高水平。整体看，公司长期偿债能力强。

表 22　公司偿债能力指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	123.21	113.43	127.74
速动比率（%）	50.83	41.46	45.76
经营现金流动负债比（%）	11.76	11.72	4.85
现金短期债务比（倍）	14.21	3.13	6.04
长期偿债能力指标			
EBITDA（亿元）	136.57	190.43	214.90
EBITDA 利息倍数（倍）	10.71	9.88	8.84
全部债务/EBITDA（倍）	0.80	0.95	1.72

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2020年底，公司对外担保余额93.76亿元，均为对关联方的担保，占公司净资产比例为10.34%。公司对外担保规模一般，存在一定或有负债风险。

截至2020年底，公司不存在金额在1,000万元以上的重大未决诉讼。

截至2020年底，公司获得银行授信额度合计540.00亿元，其中尚未使用的授信额度306.37亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

2020 年，母公司资产和负债构成变化不大，母公司层面债务负担一般，利润主要来自于投资收益。

母公司（公司本部）层面看，截至 2020 年底，母公司资产总额 3,180.72 亿元，较上年底增长 32.35%，主要系其他应收款增加所致。母公司资产构成仍以流动资产为主（占 94.38%），较上年底变化不大。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 96.20%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 99.68%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 114.01 亿元，较上年底增长 113.13%。

截至 2020 年底，母公司负债总额 3,061.44 亿元，较上年底增长 30.80%，主要系其他应付款增加所致。其中流动负债占 95.10%，仍以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 99.63%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 91.39%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 96.25%，全部债务资本化比率 57.28%。截至 2020 年底，母公司全部债务 159.91 亿元，其中短期债务占 6.25%、长期债务占 93.75%，长期债务占比高。整体看，母公司债务负担一般。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 119.27 亿元，较上年底增长 90.07%，主要系未分配利润增加所致。母公司所有者权益中，实收资本占 4.53%、其他权益工具占 29.76%、未分配利润占 61.60%。

2020 年，母公司营业收入 5.67 亿元，同比增长 9.05%；利润总额 61.66 亿元，同比大幅增加 56.94 亿元，主要系持有子公司股权产生的投资收益增加所致。2020 年，母公司投资收益 58.31 亿元，同比增长 9.50 倍。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 5.12 亿元，投资活动现金流净额 16.47 亿元，筹资活动现金流净额 45.14 亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司无2021年度到期债券；公司经营活动现金流和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强。

截至 2020 年底，公司存续债券余额 137.00 亿元，无本年剩余到期债券。公司按年计算的存续债券未来待偿本金峰值为 2023 年的 74.81 亿元，2020 年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为1,283.90亿元、115.11 亿元和 214.90 亿元，为公司存续债券待偿还本金峰值的 17.16 倍、1.54 倍和 2.87 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 23 公司存续债券保障情况

项目	2020 年
未来待偿债券本金峰值（亿元）	74.81
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	17.12
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.53
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.87

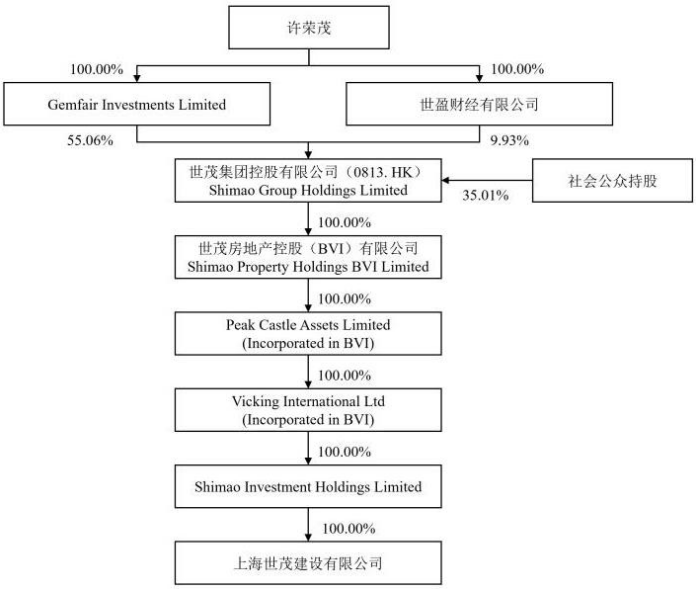
注：1. 债券到期日期按照回售期计算；2. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额
资料来源：公司提供

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力较强。

十一、结论

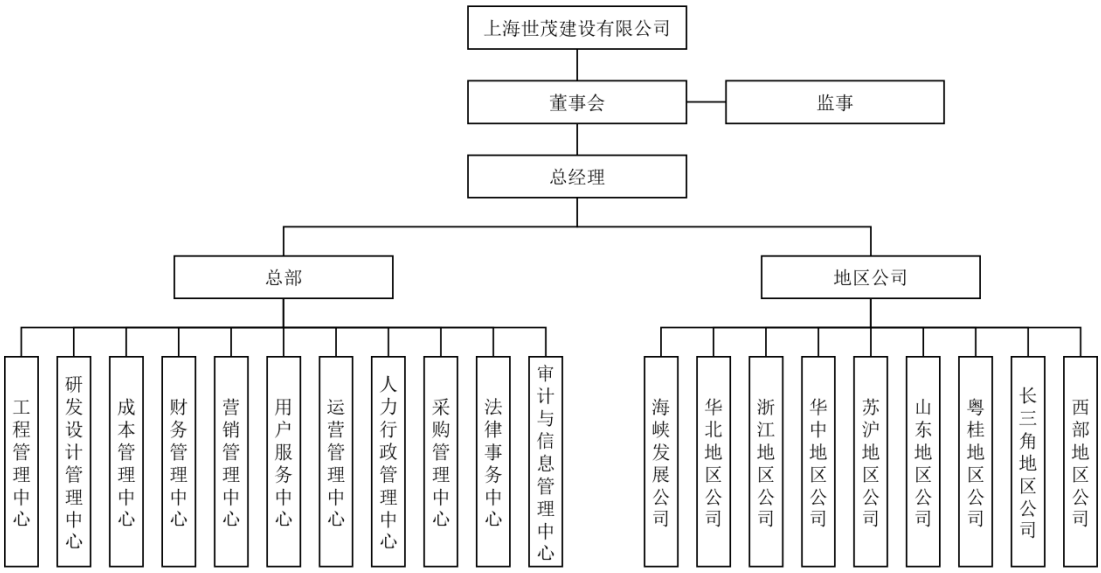
综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 01”“19 世茂 03”“19 世茂 04”“20 世茂 02”“20 世茂 03”“20 世茂 04”和“20 世茂 06”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底上海世茂建设有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底上海世茂建设有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底上海世茂建设有限公司主要子公司情况

子公司名称	业务范围	注册资本（万元）	持股比例（%）
上海世盈投资管理有限公司	投资咨询	20,000.00	100
上海冠台投资管理有限公司	投资咨询	500.00	100
西藏世茂企业发展有限公司	房地产开发	10,172.36	50.85
武汉世茂新城房地产开发有限公司	房地产开发	52,600.00	100
泸州世茂房地产开发有限公司	房地产开发	10,000.00	70
绍兴世茂新里程置业有限公司	房地产开发	1,000.00	100
温州悦盈房地产开发有限公司	房地产开发	2,000.00	100
温州新领航房地产开发有限公司	房地产开发	2,000.00	100
上海世茂翊信置业有限公司	房地产开发	110,000.00	100
合肥世茂房地产开发有限公司	房地产开发	81,633.00	100
牡丹江德威建材贸易有限公司	建筑材料	500.00	100
牡丹江睿智营销企划有限公司	房地产经纪	100.00	100
苏州世茂新发展房地产开发有限公司	房地产开发	102,000.00	100
天台茂龙房地产开发有限公司	房地产开发	26,600.00	51
上海容承企业管理有限公司	房地产开发	200,000.00	100
福州世茂汇盈置业有限公司	房地产开发	340,945.03	99.94
绍兴世茂新领域置业有限公司	房地产开发	79,919.29	99.49
宁波世茂悦盈置业有限公司	房地产开发	62,000.00	51
厦门世茂新纪元置业有限公司	房地产开发	130,000.00	100
重庆浚亮房地产开发有限公司	房地产开发	20,000 美元	100
常州世茂房地产有限公司	房地产开发	32,373 美元	100
徐州世茂新城房地产开发有限公司	房地产开发	7,598 美元	100
芜湖世茂房地产开发有限公司	房地产开发	5,650 美元	100
苏州世茂新世纪房地产开发有限公司	房地产开发	147,067.81	100
泉州台商投资区世茂汇盈置业有限公司	房地产开发	46,700.00	100
泉州台商投资区世茂悦盈置业有限公司	房地产开发	74,100.00	100
泉州世茂新领域置业有限公司	房地产开发	103,775.00	100
泉州世茂新发展置业有限公司	房地产开发	122,075.00	100
福州世茂新世纪房地产开发有限公司	房地产开发	119,270.00	100
福州世茂新纪元置业有限公司	房地产开发	88,790.00	100
福州世茂新发展房地产开发有限公司	房地产开发	87,800.00	100
昆山世茂新发展置业有限公司	房地产开发	4,998 美元	100
福州世茂嘉年华置业有限公司	房地产开发	102,000.00	100
银川世茂新体验置业有限公司	房地产开发	5,000.00	100
福清茂辉置业有限公司	房地产开发	3,000.00	51
平阳世盈房地产开发有限公司	房地产开发	41,000.00	51
南安世茂新里程置业有限公司	房地产开发	1,000.00	55
沙县世茂新里程置业有限公司	房地产开发	6,000.00	55
徐州世茂新世纪置业有限公司	房地产开发	56,650.00	60
重庆恒顺圆实业发展有限公司	房地产开发	60,000.00	100
绍兴世茂新领航置业有限公司	房地产开发	110,000.00	100
沙县世茂新体验置业有限公司	房地产开发	6,000.00	55

福建世茂置业有限公司	房地产开发	98,656.00	100
石狮世茂新领航置业有限公司	房地产开发	1,000.00	100
无锡国瑞房地产开发有限公司	房地产开发	3,000.00	51
宁波圆盛企业管理咨询有限公司	商务服务业	61,200.00	51
金华市悦盈置业有限责任公司	房地产开发	1,000.00	51
福州世茂新城房地产开发有限公司	房地产开发	88,000.00	100
苏州世茂置业有限公司	房地产开发	17,800 美元	100
南平光耀世隆房地产开发有限公司	房地产开发	5,000.00	60
上海世源建材贸易有限公司	批发业	578,200 港元	94.2

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	312.67	409.97	435.57
资产总额（亿元）	2,083.63	2,797.36	3,578.19
所有者权益（亿元）	581.18	690.67	906.82
短期债务（亿元）	22.00	131.02	72.11
长期债务（亿元）	87.89	49.64	297.03
全部债务（亿元）	109.89	180.67	369.14
营业收入（亿元）	564.53	838.05	967.17
利润总额（亿元）	132.22	181.71	202.21
EBITDA（亿元）	136.57	190.43	214.90
经营性净现金流（亿元）	166.16	240.93	115.11
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.38	0.41	0.36
存货周转次数（次）	0.46	0.47	0.40
总资产周转次数（次）	0.31	0.34	0.30
现金收入比（%）	129.03	118.35	130.97
营业利润率（%）	26.20	25.39	24.08
总资本收益率（%）	14.98	16.29	13.01
净资产收益率（%）	17.27	19.44	17.01
长期债务资本化比率（%）	13.14	6.71	24.67
全部债务资本化比率（%）	15.90	20.73	28.93
资产负债率（%）	72.11	75.31	74.66
流动比率（%）	123.21	113.43	127.74
速动比率（%）	50.83	41.46	45.76
经营现金流动负债比（%）	11.76	11.72	4.85
现金短期债务比（倍）	14.21	3.13	6.04
EBITDA 利息倍数（倍）	10.71	9.88	8.84
全部债务/EBITDA（倍）	0.80	0.95	1.72

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	109.59	53.49	114.01
资产总额（亿元）	1,819.41	2,403.32	3,180.72
所有者权益（亿元）	67.95	62.75	119.27
短期债务（亿元）	0.00	77.93	10.00
长期债务（亿元）	75.87	33.88	149.91
全部债务（亿元）	75.87	111.81	159.91
营业收入（亿元）	1.59	5.20	5.67
利润总额（亿元）	16.67	4.72	61.66
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	55.25	-62.08	5.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	*	*	*
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	*	*	*
现金收入比（%）	100.00	128.86	90.29
营业利润率（%）	97.76	99.35	99.71
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	23.46	7.04	51.00
长期债务资本化比率（%）	52.75	35.06	55.69
全部债务资本化比率（%）	52.75	64.05	57.28
资产负债率（%）	96.27	97.39	96.25
流动比率（%）	98.44	96.51	103.11
速动比率（%）	98.44	96.51	103.11
经营现金流动负债比（%）	3.30	-2.69	0.18
现金短期债务比（倍）	*	0.69	11.40
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：*表示分母为 0 或数据特别小情况

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产
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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 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 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。