

信用等级公告

联合〔2019〕453号

上海世茂建设有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海世茂建设有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

上海世茂建设有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

上海世茂建设有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

上海世茂建设有限公司

2019 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 29.60 亿元（含）

债券期限：品种一为 5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 9 月 6 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,429.59	1,507.18	1,857.10	2,026.62
所有者权益（亿元）	571.40	459.98	559.51	625.61
长期债务（亿元）	106.84	99.51	87.89	83.92
全部债务（亿元）	118.03	121.59	108.98	109.04
营业收入（亿元）	391.15	430.86	555.25	360.63
净利润（亿元）	59.91	70.54	99.33	63.86
EBITDA（亿元）	81.40	98.88	135.39	--
经营性净现金流（亿元）	-60.24	123.90	135.54	63.22
营业利润率（%）	25.32	26.95	26.29	26.81
净资产收益率（%）	10.90	13.68	19.49	--
资产负债率（%）	60.03	69.48	69.87	69.13
全部债务资本化比率（%）	17.12	20.91	16.30	14.84
流动比率（倍）	1.64	1.31	1.28	1.27
EBITDA 全部债务比（倍）	0.69	0.81	1.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.70	8.73	11.00	--
EBITDA/本期发债额（倍）	0.62	0.75	1.03	--

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 2016 年应付债券中 0.20 亿元一年期私募债券计入到短期债务中，上述数据均在此基础上调整。4. 公司 2019 年 1—6 月财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海世茂建设有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为香港上市公司世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”，证券代码：0813.HK）在国内核心的房地产住宅业务运营主体，拥有品牌知名度高、项目品质较好、土地储备区域分布优良等优势；近三年，公司销售金额、营业收入和利润规模稳步增长，盈利能力处于较好水平。同时，联合评级也关注到房地产政策面临局部调整、公司所有者权益稳定性弱、关联方往来款占用资金规模较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来随着公司房地产项目持续开发与销售，公司整体竞争力有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司作为世茂房地产在国内核心住宅业务的运营主体，具有丰富的房地产开发经验；公司品牌知名度高，项目品质较好，产品定位清晰。

2. 公司土地储备及在建项目布局主要集中于长三角、福建及环渤海等区域的一二线城市，项目储备充足，区域分布优良，可对公司业务可持续发展提供支撑。

3. 近三年，公司货币资金充裕，资产质量较好，债务结构合理；公司收入规模和利润水平稳步提高，盈利能力处于较好水平。

4. 近三年，公司签约销售金额逐年增长，2017 年以来经营活动净现金流状况大幅改善。

关注

1. 房地产政策面临局部性调整且房地产行业融资收紧，房地产企业受各项调控政策的影响较大。

2. 公司2016年和2017年拿地成本相较于销售均价处于较高水平，后续项目利润空间将受到一定影响；公司在建项目规模较大，面临一定的资金支出压力。

3. 公司其他应收款中关联方往来款规模较大，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，所有者权益稳定性弱。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

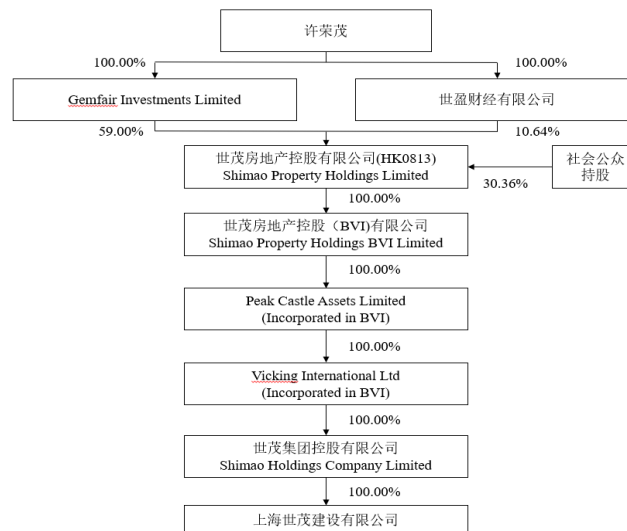
分析师：


联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海世茂建设有限公司（以下简称“公司”或“世茂建设”）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 2019 年 6 月底，公司注册资本为 5.40 亿元，世茂控股仍持有公司 100% 股份，公司实际控制人为许荣茂。

图 1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产开发、经营、旧房改造及经营（含出租、出售）、物业管理、室内装潢、企业管理咨询。

截至 2019 年 6 月底，公司内设工程管理中心、研发设计管理中心、成本管理中心、财务管理中心、营销管理中心、用户服务中心、运营管理中心等 11 个职能部门（见附件 1）；纳入公司合并报表的子公司共 491 家，在职员工共 3,710 人。

截至 2018 年底，公司资产总额 1,857.10 亿元，负债合计 1,297.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 559.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 315.79 亿元。2018 年，公司实现营业收入 555.25 亿元，净利润（含少数股东损益）99.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 77.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 135.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 106.78 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 2,026.62 亿元，负债合计 1,401.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）625.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益 368.74 亿元。2019 年 1—6 月，公司

实现营业收入 360.63 亿元，净利润（含少数股东损益）63.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 50.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 63.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 22.34 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。

二、本期债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会“证监许可〔2019〕957 号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行不超过 132.00 亿元的公司债券，采用分期发行方式。首期公司债券名称为“上海世茂建设有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 29.60 亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期，附第 3 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权；品种二为 7 年期，附第 5 年末投资者回售选择权和公司票面利率调整选择权。本期债券为固定利率，票面利率将由公司与主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。本期债券单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本。本期债券面向合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还世茂房地产控股有限公司（以下简称“世茂房地产”）拨付给世茂建设合并范围内公司使用的款项，世茂房地产收到归还的款项后，用于偿还“16 世茂 04”。

三、行业分析

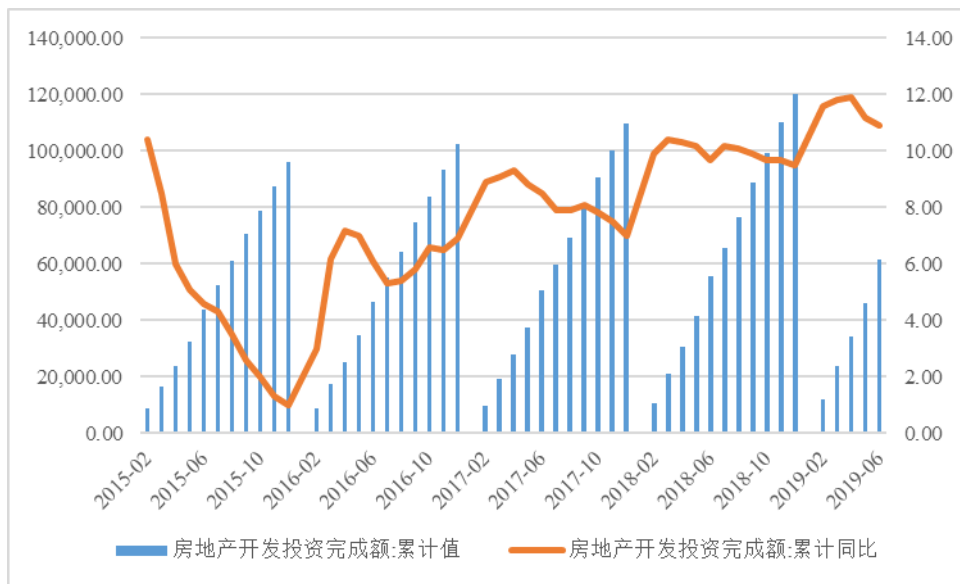
公司主营业务是房地产开发销售，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。2019 年上半年，全国房地产开发投资 61,609.30 亿元，同比增长 10.90%，增速较前 5 个月下降 0.3 个百分点，开发投资增速仍维持高位，但已连续 2 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

图2 2015—2019年6月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速 2016 年后有所回升，2018 年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%，二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%，三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；

土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中土地出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年 1—6 月，全国 300 个城市土地供给和成交面积均同比微降，但受益于一二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显。分城市看，一线城市供求同比双涨，但高溢价率现象明显减少，土地出让金总额同比增长近四成；二线城市供求小幅上涨，楼面均价同比增长 18%，溢价率较上年同期增长 2 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑。

表 1 2016—2019 年 6 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
推出面积	103,212	111,907	128,440	56,181
同比	-9	8	20	-2
成交面积	85,885	95,036	105,492	47,083
同比	-3	8	14	-4
出让金	29,047	40,623	41,773	22,490
同比	31	38	2	16
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,565
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	18
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 2 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨；随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年至 2019 年上半年，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金压力进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金渠道受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，

主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年1—6月，房地产开发企业到位资金84,965.52亿元，同比增长7.20%，增速较上年同期上升2.60个百分点。其中国内贷款资金累计同比增长8.40%，增幅为2018年以来最大值；自筹资金累计同比增速自2018年9月峰值下降至4.70%；其他资金累计同比增长8.29%。2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。4月份开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房企的融资环境开始有所收紧。5月17日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资，针对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示。根据融360的数据，2019年6月全国首套房及二套房房贷利率自2019年以来结束5个月回落首次上行。2019年7月10日，部分媒体报道银保监会约谈信托公司，要求过度扩张的信托公司约束对房地产的投资；7月12日，发改委发布通知要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；7月30日，政治局会议重申坚持“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，打消了市场认为房地产将继续受益于全球流动性宽松的希望。预计2019年下半年房地产融资延续趋紧的政策方向。

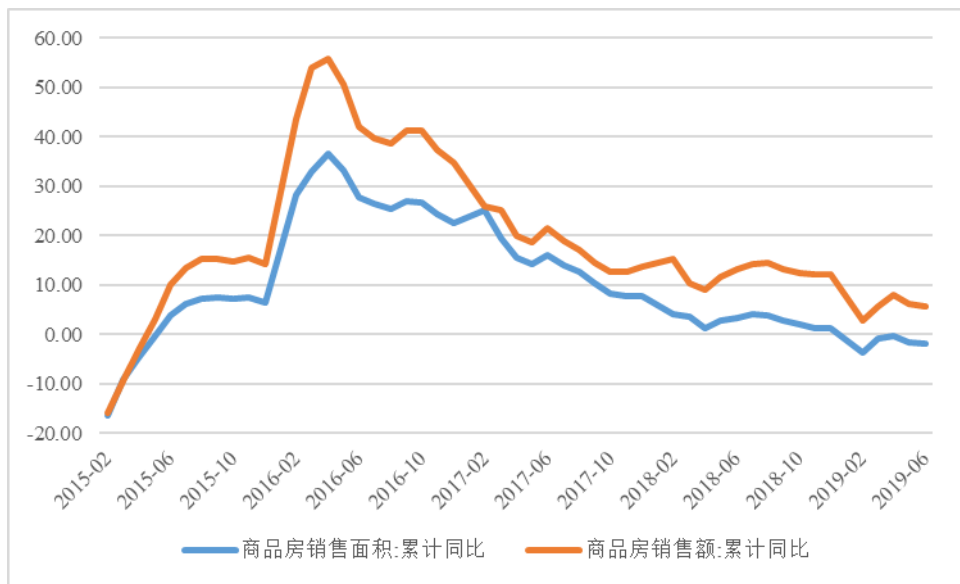
总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，预计2019年下半年房地产融资延续趋紧的政策方向。

（3）市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，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%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

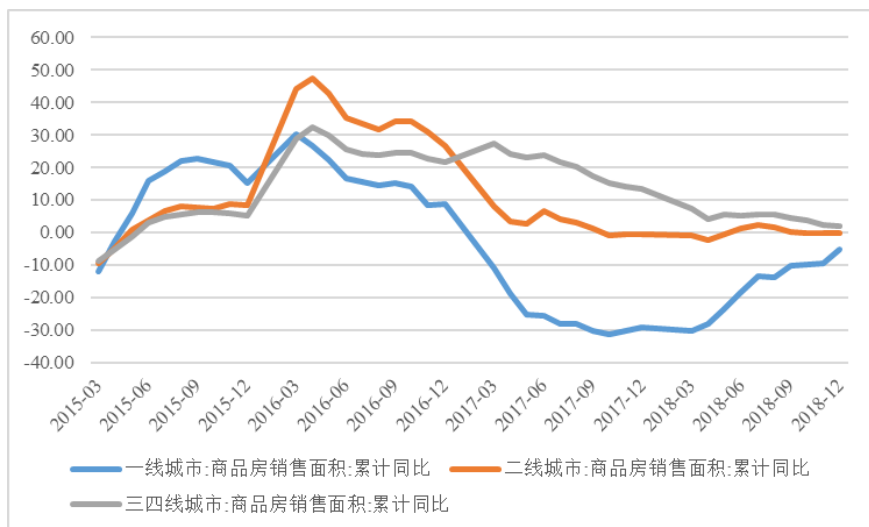
图3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化的背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1—11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图4 一二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替

资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019年1—6月，全国房地产销售面积75,785.59万平方米，同比下降1.80%，增速在一季度基础上继续下降；受房屋销售价格持续增长带动，全国房地产销售金额70,698.06亿元，累计同比增长5.60%，增速较上年同期回落7.60个百分点。2019年春节后，政策预期好转叠加房贷利率下行，楼市出现“小阳春”行情，2019年3月和4月全国单月销售面积同比分别增长1.75%和1.26%。随着楼市升温及部分城市土地市场火热，5月住建部对佛山、苏州、大连、南宁4个城市预警提示，苏州、西安调控加码，6月房贷利率止降回升，市场预期调整，房地产销售热度下行，2019年5月和6月全国单月销售面积同比分别下降5.52%和2.25%。在“房住不炒”的主基调下，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019年上半年政策前稳后严，楼市出现短暂“小阳春”行情，但5月后逐步回归调整态势。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

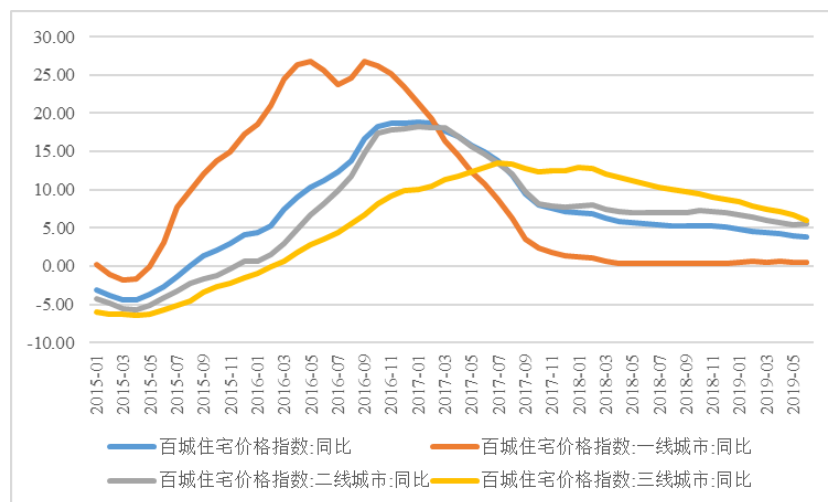
2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至2016年末，百城住宅平均价格为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

2018年，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。2018年末，一线城市同比增速0.40%、二线城市同比增速7.08%、三线城市同比增速8.71%。

2019年上半年，百城住宅价格指数同比继续收窄，其中一线城市住宅价格指数增速自2018年底触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

图 5 2015—2019 年 6 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一二线城市房地产价格增速大幅下降,三线城市价格增速降缓;2019 年上半年,一线城市价格增速触底回升,二、三线价格增速继续下探。

3. 行业竞争

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了十多年的黄金时期,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年,房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%,集中度继续提升。

表 2 2015—2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头企业在竞争中占据明显优势;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 名的房企在踏

准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 名的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿元门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿元阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海地产
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现出三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖，一方面，政府实施的预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，限制供给端供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定、“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	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。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健

	全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税法
2018年7月	中央政治局会议提出：“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出：“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出：“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出：“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019年5月	银保监会发布《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到：“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求：“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“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。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税法立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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”。由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；2018年12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

5. 行业关注

(1) 行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

(2) 房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

(3) 中小房企面临被整合风险

随着资源逐步向大型房企集中，中小房企面临较大的经营压力，面临被大型房企收购整合风险。实力突出的大型房企，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

(1) 调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是世茂房地产（证券代码：0813.HK）在国内核心的房地产住宅业务运营主体，世茂房地产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 2017—2019 年中国地产百强企业中分别位列第 14 名、第 14 名和第 15 名。公司住宅类型产品延续了世茂房地产首创的“滨江模式”“城市地标模式”，开发了“世茂滨江花园”“世茂天津生态城”“世茂南京白下”等优质房地产项目。“滨江模式”将景观、亲水、园林和建筑等各种元素相融合，形成人文、自然、休闲和居住融为一体的综合型社区，建立了较强的品牌影响力；“城市地标模式”指在城市树立地标性建筑，是集住宅、商业于一体的综合性项目。公司陆续在上海、北京、天津等城市开发了上海佘山龙邸、北京大厂圣拉斐尔小镇及天津生态城等多个高品质项目。公司具有房地产开发一级资质。

截至 2019 年 6 月底，公司累计在全国开发了 210 余个项目，主要集中于长三角、福建及环渤海、大湾区等区域；公司土地储备总建筑面积约 4,220 万平方米，主要分布在一二线城市及一二线周边可承载外溢需求的三四线城市。

总体看，公司作为世茂房地产在国内核心住宅运营主体，品牌知名度较高；公司土地储备规模较大，区域分布较好，综合竞争力较强。

2. 人员素质

截至 2019 年 6 月底，公司有董事、监事和高级管理人员合计 4 人，其中董事 3 人，监事 1 人，高级管理人员 1 人（董事长兼任）。公司核心管理人员多数在房地产行业具有较丰富的行业经验。

公司实际控制人许荣茂先生，1950 年生，研究生学历。许荣茂先生在物业发展、物业投资及酒店经营业务方面拥有超过 25 年经验，主要负责世茂房地产和旗下公司的整体策略规划和业务管理，现任世茂房地产董事会主席、执行董事、世茂股份董事长、公司董事。

公司董事长兼总经理许世坛先生，1977 年生，工商管理硕士，曾任海外投资集团（澳洲）有限公司销售总监、世茂房地产销售总监；现任公司董事长兼总经理。

截至 2019 年 6 月底，公司员工总数 3,710 人。按专业类别分类，销售人员占 21.99%、财务人员占 1.99%、行政人员占 8.01%、其他人员占 68.01%；从文化程度看，大专及以下学历占 15.47%、本科学历占 65.77%、硕士学历占 18.49%、博士学历占 0.27%。

总体看，公司管理层具备一定的房地产行业相关业务经历和企业管理经验，公司员工整体学历水平较高，能够满足公司持续经营的需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》及其他有关法律、法规的规定，结合公司实际情况制订了公司章程。根据公司章程，公司设立了董事会、监事和经营管理层，建立了基本的治理结构。

公司不设股东会，股东是公司的最高权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划；委派董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；修改公司章程等权利。

公司设董事会，董事会由三名成员组成，董事任期三年，由投资者委派及撤换。董事会设董事长一名，由投资者委派或撤换。董事会对股东负责，行使向股东报告工作，执行股东决议，制定公司年度财务预决算方案、利润分配和弥补亏损方案，决定公司内部管理机构设置，和制定公司基本管理制度等职权。

公司未设监事会，设监事一名，监事每届任期三年，由投资方委派及撤换。监事行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议，以及向股东提出议案等职权。

公司设总经理一名，由董事会聘请，对公司股东负责。总经理主持公司生产经营管理工作，组织实施公司年度管理机构设置方案，拟定公司基本管理制度，制定公司具体规章等。

总体看，公司建立了董事会、监事和经营管理层的基本法人治理结构。

2. 管理水平

为了满足公司经营管理需要，公司设立了工程管理中心、研发设计管理中心、成本管理中心、财务管理中心、营销管理中心、用户服务中心、运营管理中心等 11 个职能部门。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

财务管理制度方面，公司财务管理制度从内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备计提与财务核销、会计档案管理及会计工作交接管理等几个方面对公司财务运行进行规范。

资金管理制度方面，公司设置资金中心，负责公司及所有下属公司的融资计划管理与考核、

资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等工作，制定了以资金中心为核心的内部资金调动审批流程，并对各级资金调度管理制定了严格的问责制度，保障公司整体资金回笼与融资计划的稳定运行。

成本管理方面，公司根据财政部颁布的《企业财务通则》和《企业会计准则》，建立了完善的成本管理制度。公司通过预测、计划、控制、核算、分析和考核，在保证项目质量的同时最小化成本，从而提高公司的利润水平，促进公司经营管理水平不断提高。

营销管理制度方面，公司努力掌握市场信息，充分了解行业产品的更新和技术质量改进的进展情况，开发新产品，开拓市场，提高产品的市场竞争力。公司根据中长期计划和企业的开发能力状况，进行全面综合性的分析，由营销管理中心提出初步的产品销售方案，报请高级管理人员审批。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理制度》，规定公司对外担保的最高决策机构为公司股东，并对须经股东审议的担保行为进行约定，同时规定公司对外担保必须订立书面的担保合同和反担保合同。

关联交易方面，公司制定了《关联交易管理制度》，对关联交易的认定、关联交易的定价原则和方法、关联交易决策权限作了规定，同时规定公司董事会审议关联交易事项时，关联董事应当回避表决，也不得代理其他董事行使表决权。

总体看，公司内部管理制度相对健全，整体运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事以住宅项目为主的房地产开发和销售业务，加之项目配套的物业管理等业务作为协同补充。同时，公司亦承担了世茂房地产在境内投资平台、资金平台及管理平台的职能，为世茂房地产旗下企业提供资金融通和物业管理、咨询管理等服务。2016—2018年，随着公司房地产业务结转项目规模扩大，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 19.14%，2018 年公司实现营业收入 555.25 亿元，同比增长 28.87%；同期，公司净利润同步增长，年均复合增长 28.76%，2018 年，公司实现净利润 99.33 亿元，同比增长 40.81%，增幅高于营业收入主要系联营、合营项目当年实现投资收益规模较大所致。

表 5 2016—2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产销售	378.25	96.70	29.66	412.76	95.80	28.72	532.51	95.90	30.55
其他业务	12.90	3.30	71.31	18.10	4.20	61.04	22.74	4.10	51.71
合计	391.15	100.00	31.03	430.86	100.00	30.08	555.25	100.00	31.41

注：表格尾数差异系四舍五入造成

资料来源：公司提供

从收入构成看，房地产销售业务系公司核心业务，近三年对营业收入贡献度均在 95%以上。2016—2018 年，受益于结转项目规模增加，公司房地产销售收入持续增长，年均复合增长 18.65%；2018 年公司房地产销售业务收入 532.51 亿元，同比增长 29.01%。公司其他业务（包括物业管理、营销和咨询业务）在营业收入中占比较低，影响不大。其中，营销和咨询业务系公司为世茂房地

产及其下属公司提供技术支持咨询服务、工程项目咨询服务以及营销服务。

从毛利率看，近三年，受结转项目产品类型、区域位置及成本空间差异影响，公司房地产销售业务毛利率有所波动，但基本稳定在 30%；公司其他业务毛利率逐年下降，主要系受物业管理毛利率下降影响所致。综上，近三年，公司综合毛利率呈小幅波动增长态势，分别为 31.03%、30.08%和 31.41%。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 360.63 亿元（房地产销售收入 348.44 亿元），同比增长 41.74%，主要系房地产业务结转规模增加所致；净利润 63.86 亿元，同比增长 25.00%；综合毛利率 31.30%，较上年变化不大。

总体看，公司业务经营以房地产销售业务为主，近三年，房地产销售收入规模稳步增长带动公司营业收入持续提高，受房地产结转项目利润空间差异影响，公司综合毛利率小幅波动增长，盈利能力较好。2019 年上半年，公司收入和利润稳步增长。

2. 土地储备情况

土地投资策略方面，公司主要在一线城市、省会以及经济较为发达的二线城市获取土地；同时在一线、热点二线城市购房需求外溢的强三四线城市进行谨慎布局。从获取土地地段来看，在一线及强二线城市，公司通常在地方政府大力规划的新兴区域或旧城改造区域拿地；在弱二线及三线城市，公司偏向于在城市核心区域拿地。公司投资土地成本更侧重于考虑开发项目预期毛利率，公司仅考虑投资经测算可以达到公司毛利率要求的地块。

公司拿地方式包括招拍挂、收并购及合作开发等方式。2016 年，公司主要于北京、南京、杭州、厦门、合肥、武汉等城市获取土地，新增土地储备建筑面积 325.87 万平方米（新增权益建筑面积 231.56 万平方米），权益土地支出 229.87 亿元，楼面均价为 9,927 元/平方米。2017 年，公司主要于上海、厦门、广州、武汉等城市获取土地，新增土地储备建筑面积 782.15 万平方米（新增权益建筑面积 466.09 万平方米），权益土地支出 454.63 亿元，楼面均价为 9,754 元/平方米。2018 年，公司通过底价招拍挂以及收并购等获取方式，分别于北京、天津、福州、济南和厦门等城市新增土地储备建筑面积 1,097.32 万平方米（权益口径建筑面积 705.74 万平方米），土地支出 354.15 亿元，楼面均价约 5,018 元/平方米，2018 年土地成本大幅下降主要系拿地结构的调整，2016 年和 2017 年拿地主要集中在一二线城市，而 2018 年开始调整策略，逐步关注一二线城市价值外溢圈的三四线城市。受拿地策略和所在城市影响，公司 2016 年和 2017 年土地成本较高，考虑到目前稳房价的宏观背景，公司后续项目利润空间将受到一定影响。

2019 年上半年，公司通过收并购、招拍挂等方式，分别于天津、重庆、昆明、龙岩、温州、兰州、漳州、廊坊等城市新增权益土地储备建筑面积 580.92 万平方米，权益土地支出 308.41 亿元，楼面均价 5,311 元/平方米。

表 6 近年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
新增土地储备建筑面积	325.87	782.15	1,097.32	963.47
新增权益建筑面积	231.56	466.09	705.74	580.92
权益土地支出	229.87	454.63	354.15	308.41
新增土地楼面均价	9,927	9,754	5,018	5,311

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底,公司未开发土地储备总建筑面积约 4,220 万平方米,主要集中于长三角、福建、环渤海、粤港澳大湾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建筑面积约占 60%,主要分布在上海、北京、南京、天津、杭州、成都、苏州、武汉、青岛、厦门、济南、沈阳等,三线城市及以下约占 40%,主要分布在泉州、温州、张家港等。公司土地储备规模较大,区域分布较好。

总体看,公司土地投资策略以一二线城市和一二线周边需求外溢的三四线城市为主,土地储备规模较大,区域分布较好;同时,公司 2016 年和 2017 年拿地成本较高,后续项目利润空间在稳房价的宏观背景下,可能受到一定影响。

3. 项目开发情况

公司采用总公司、区域公司、地区公司的三层管理架构,公司房地产开发业务均以地区公司作为经营实体。

公司侧重于精品住宅项目的开发,开发周期相对较长,通常在 2~3 年左右,采取滚动开发模式。

公司主要建筑总承包商为中国建筑第一工程局有限公司、中国建筑第三工程局有限公司、中国建筑第四工程局有限公司、中国建筑第八工程局有限公司和江苏建筑工程集团有限公司等,公司均与其建立了长期稳定的业务合作关系。通常在一幅面积较大的地块中,公司会选择 2~3 个建筑承建商进行开发建设。从对建筑总承包商付款节点看,建筑总承包商进场前公司支付约 10%的预付工程款,在工程进度节点的 30%、50%和 70%三个阶段公司根据已完工工程量支付工程款;在工程进度 70%~90%阶段,公司根据工程质量与重要工程节点完成情况支付工程款;项目竣工后支付到 95%的工程款,剩下 5%的工程款为工程质保金;付款周期约为确定工程量后一个月支付工程款。

项目开发情况方面,2016—2018 年,公司新开工面积逐年增长,年均复合增长 43.49%,主要系新拿地项目增加,陆续开工所致。项目竣工方面,2016 年和 2017 年公司竣工面积相对稳定,2018 年同比增长 16.44%,主要系施工进度所致。在建项目方面,截至 2018 年底,公司在建面积 1,883.27 万平方米,在建面积规模较大。

2019 年 1—6 月,公司加大福建区、苏沪区和浙江区项目开工力度,新开工面积 477.33 万平方米,占上年全年新开工面积的 83.10%;期末在建面积约 1,967 万平方米,保持较大的在建规模。

表 7 近年公司房地产开发情况(单位:万平方米)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
新开工面积	278.97	388.08	574.42	477.33
竣工面积	460.04	457.02	532.16	388.93

资料来源:公司提供

截至 2019 年 6 月底,公司主要在建项目计划投资额合计 2,231.52 亿元,尚需投资 708.14 亿元,考虑到后续拿地需求,公司未来面临一定的资本支出压力。

总体看,近三年公司新开工面积逐年扩大,在建项目规模较大,满足后续销售的同时,面临一定的资金支出压力。

4. 房产销售情况

公司产品定位为刚需型住宅和改善型住宅相结合,以改善型住宅为主,主打精装房。刚需户

型以 80~100 平方米的小三居为主，改善户型以 100~200 平方米的大三居和四居为主。

公司销售方式以自销为主，代理销售为辅；开盘至尾盘前期的销售过程由公司自营销售团队进行销售，尾盘期间公司组织代理销售进行促销、揽客。

从公司签约销售面积看，2017 年，公司签约销售面积为 391.03 万平方米，较上年保持相对稳定，但 2018 年同比增长 50.15%至 587.14 万平方米，主要系公司可售房源增加，加快推盘所致；从销售区域看，2018 年，公司销售金额较大的区域主要集中在福建区、华北区、苏沪区和西部区，销售面积占比为 71.46%。

从销售均价来看，近三年公司销售均价逐年增长，主要系去库存背景下，公司销售项目所在大部分区域房地产市场景气度较高，房价上涨所致。受上述因素综合影响，2016—2018 年公司签约销售金额分别为 456.74 亿元、489.17 亿元和 820.65 亿元。

2019 年 1—6 月，公司实现签约销售面积 400.03 万平方米，签约销售金额 635.96 亿元，签约销售均价 1.59 万元/平方米，签约销售均价较 2018 年有所提升。

表 8 2016—2018 年公司房地产销售情况（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		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
福建区	厦门、福州、泉州	51.07	95.80	156.69	71.44	119.21	212.84	1.40	1.24	1.36
华北区	北京、天津、大连	72.70	68.99	89.56	92.21	104.50	157.32	1.27	1.51	1.76
华南区	南宁	6.78	4.20	--	5.08	3.53	--	0.75	0.84	--
西部区	成都、银川、重庆	79.48	92.96	115.09	56.18	74.30	103.56	0.71	0.80	0.90
南京区	南京、徐州	18.07	11.24	--	25.54	19.20	--	1.41	1.71	--
山东区	济南、青岛、烟台	34.73	43.99	74.59	28.41	42.70	70.79	0.82	0.97	0.95
苏沪区	上海、苏州、张家港	57.83	25.96	51.22	104.21	53.41	112.73	1.80	2.06	2.20
浙江区	杭州、宁波、绍兴	21.64	12.14	33.41	29.80	22.78	74.08	1.38	1.88	2.22
华中区	武汉、南昌、合肥	43.82	35.75	66.58	43.87	49.54	89.33	1.00	1.39	1.34
合计	--	386.12	391.03	587.14	456.74	489.17	820.65	1.18	1.25	1.40

注：尾数差异系四舍五入引起

资料来源：公司提供，联合评级整理

从在售项目销售情况看，截至 2019 年 6 月底，公司主要在售项目可售建筑面积合计约 938 万平方米，其中尚余未售面积约 467 万平方米，整体去化水平有待提高。2016—2018 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）分别为 80%、80%和 78%；2019 年 1—6 月，公司房地产项目销售回款率为 81%；公司近年房地产销售资金回笼水平稳定在 80%左右。

总体看，近三年，公司签约销售面积和销售金额逐年增长，2019 年上半年销售情况良好；公司在售项目去化水平有待提高。

5. 关联交易

关联交易方面，2018 年公司向关联方采购商品 2.12 亿元，向关联方出售商品/提供劳务合计

7.70 亿元，主要是公司为世茂房地产旗下企业提供资金融通和物业管理、咨询等服务相关。关联方应收应付款方面，截至 2018 年底，公司应收关联方款项 112.38 亿元，应付关联方款项 282.67 亿元，公司应收应付关联方款项规模较大，需关注公司资金管理难度。

总体看，公司应收应付关联方款项规模较大，需关注公司资金管理难度。

6. 经营效率

2016—2018 年，受益于公司房地产收入结转持续增长，公司流动资产周转率和总资产周转率均呈稳定增长态势，2018 年分别为 0.40 次和 0.33 次；存货周转率相对稳定，近三年分别为 0.47 次、0.49 次和 0.48 次。与同行业上市公司比较，公司经营效率处于较好水平。

表9 2018年公司 与房地产行业上市公司经营指标对比（单位：次）

公司简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
招商蛇口	0.28	0.28	0.23
万科A	0.26	0.28	0.22
新城控股	0.27	0.31	0.21
金科股份	0.23	0.22	0.21
世茂建设	0.40	0.48	0.33

注：为便于比较，上表数据除公司外均取自 Wind，Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

总体看，公司经营效率逐年提高，与同业可比公司相比处于较好水平。

7. 经营关注

（1）公司项目所在城市调控政策仍较严格，对后续项目销售和资金回笼有一定影响

公司在建项目和在售项目主要位于北京、福州、上海、厦门、南京等一线及热点二线城市，上述城市房地产调控政策力度仍较大，分类调控、因城施策的房地产调控政策可能对其未来项目销售情况产生一定影响。

（2）公司在建规模较大，后续面临一定的资金支出压力

截至 2019 年 6 月底，公司主要在建项目计划投资 2,231.52 亿元，尚需投资 708.14 亿元，考虑到后续拿地需求，公司未来面临一定的资金支出压力。

（3）公司近年拿地成本相较销售均价较高，后续项目利润空间将受到一定影响

公司土地投资策略以投资一二线城市为主，2016 年，公司新增土地楼面均价为 9,927 元/平方米；2017 年，公司新增土地楼面均价为 9,754 元/平方米，对比公司 2017 年和 2018 年销售均价分别为 1.25 万元/平方米和 1.40 万元/平方米，公司拿地成本较高，且在稳房价的宏观政策背景下，公司后续项目利润空间将受到一定影响。

8. 未来发展

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。

总体看，公司经营战略是以往的延续和深化，未来拟增强运营能力和提升品牌价值，并向多元化发展，符合公司目前情况。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016—2018 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留审计意见的审计报告，公司 2019 年 1—6 月财务数据未经审计。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，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号-财务报告的一般规定》的披露规定编制。从合并范围来看，2017 年，公司非同一控制下企业合并新增子公司 2 家，新设立子公司 55 家，处置子公司 15 家；2018 年，公司非同一控制下企业合并新增子公司 2 家，同一控制下企业合并增加子公司 1 家，新设立等方式增加子公司 189 家，处置子公司 11 家；2019 年 1—6 月，公司非同一控制下企业合并增加子公司 10 家，新设立子公司 43 家，处置子公司 9 家。截至 2019 年 6 月底，公司纳入合并报表范围子公司合计 491 家。

公司 2018 年发生同一控制下企业合并，对 2017 年财务数据进行追溯调整，本报告中 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告年初数，整体看，公司变动子公司规模不大，主营业务未发生变化，财务数据可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司资产总额 1,857.10 亿元，负债合计 1,297.60 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 559.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 315.79 亿元。2018 年，公司实现营业收入 555.25 亿元，净利润（含少数股东损益）99.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 77.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 135.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 106.78 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 2,026.62 亿元，负债合计 1,401.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）625.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益 368.74 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 360.63 亿元，净利润（含少数股东损益）63.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 50.93 亿元；经营活动产生的现金流量净额 63.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 22.34 亿元。

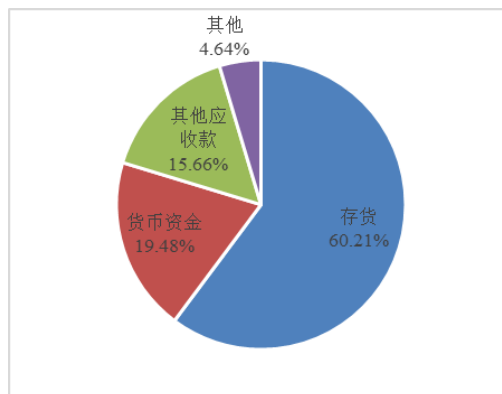
2. 资产质量

2016—2018 年，公司合并资产规模逐年增长，年均复合增长 13.98%。截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,857.10 亿元，较年初增长 23.22%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占比 83.01%，非流动资产占比 16.99%，资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业情况。

(1) 流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模逐年增加，年均复合增长 11.97%。截至 2018 年底，公司流动资产 1,541.60 亿元，较年初增长 24.16%，主要系存货和货币资金规模增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占 19.48%）、其他应收款（占 15.66%）和存货（占 60.21%）构成，如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金规模大幅增长，年均复合增长 79.00%，主要系公司房地产销售资金回笼随销售规模的增加而增加所致。截至 2018 年底，公司货币资金 300.29 亿元，较年初增长 49.83%；其中，以银行存款为主，占比 96.59%。公司使用权受到限制的货币资金为 31.59 亿元，占比 10.52%，受限比例一般。

2016—2018 年，公司预付款项逐年大幅下滑，年均复合减少 61.36%，主要系部分新购置土地拿到土地证，预付土地出让金结转从而减少所致；截至 2018 年底，公司预付款项 27.07 亿元，较年初减少 65.18%，公司预付款项主要为土地出让金及拆迁费（占比为 61.12%）。

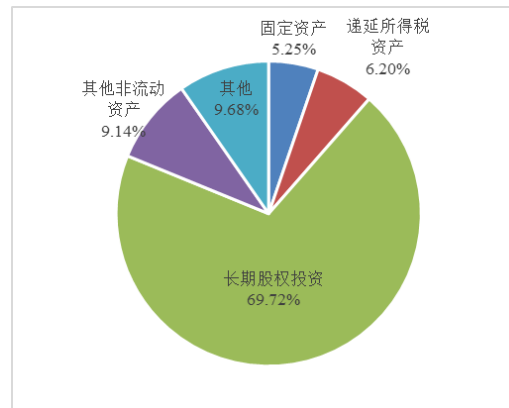
由于公司是世茂房地产国内房地产业务的资金平台及管理平台，基于世茂房地产统一调拨集团内资金的相关安排，公司与关联方存在一定规模的往来款。2016—2018 年，公司其他应收款（含应收股利、应收利息）波动减少，年均复合减少 16.14%，主要系关联方往来款减少所致。截至 2018 年底，公司其他应收款 241.47 亿元，较年初微增 2.37%；从细分项目看，应收股利 3.34 亿元，其他应收款 238.13 亿元。从其他应收款项性质来看，截至 2018 年底往来款占 84.27%，其中同受控股母公司控制关联企业的其他应收款占比为 47.19%；从账龄来看，1 年以内的占比 98.33%，整体账龄较短，未计提坏账准备。截至 2018 年底，按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款合计占 7.01%，集中度很低。公司其他应收款虽然账龄较短，但往来款规模较大，对公司资金形成一定占用。

2016—2018 年，随着公司扩充土储及在建项目按进度施工，公司存货逐年增长，年均复合增长 30.18%。截至 2018 年底，公司存货账面价值 928.25 亿元，较年初增长 38.28%；主要由开发成本（占 85.02%）和开发产品（14.98%）构成。公司存货主要位于一二线城市，当地经济、人口对房地产市场支撑较强，未来存货发生跌价的可能性较小，公司未对存货计提跌价准备。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 25.60%，主要系长期股权投资增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 315.50 亿元，较年初增长 18.81%；主要由长期股权投资（占 69.72%）、固定资产（占 5.25%）、递延所得税资产（占 6.20%）和其他非流动资产（占 9.14%）构成，如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司长期股权投资主要由公司合作开发的房地产项目及持有的上海世茂股份有限公司（以下简称“世茂股份”，证券代码：600823.SH，2018 年底公司持有世茂股份长期股权投资余额为 44.07 亿元）股权构成。其中，合作开发项目主要位于一二线城市，世茂股份为世茂房地产旗下商业地产上市公司，经营情况良好。2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 36.49%，以权益法进行核算；截至 2018 年底，公司长期股权投资 219.98 亿元，较年初增长 29.95%，主要系公司增加对福建世茂新里程投资发展有限公司、固安茂悦房地产开发有限公司和成都世茂房地产开发有限公司等投资所致。2018 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 7.55 亿元，宣告发放现金股利或利润 2.59 亿元；公司合作开发的房地产项目区域分布较好，未来发生减值的风险不大，但需关注限购、限价等政策对项目去化影响。

2016—2018 年，公司固定资产呈小幅波动增长态势，年均复合增长 1.83%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 16.57 亿元，较年初减少 2.35%，主要由房屋及建筑物（占比 87.47%）构成，累计计提折旧 3.42 亿元，固定资产成新率为 82.90%，成新率尚可。

2016—2018 年，公司递延所得税资产波动增长，年均复合增长 1.77%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 19.57 亿元，较年初增长 8.44%，主要系公司土地增值税清算准备形成的可抵扣暂时性差异增加所致。

2016—2018 年，公司其他非流动资产规模大幅增加，年均复合增长 42.18 倍，主要系公司追加对于关联公司的投资导致预付股权款增长，公司尚未确认所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 28.83 亿元，较年初增长 23.61%。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 2,026.62 亿元，较年初增长 9.13%，主要系货币资金、存货和长期股权投资增加所致。截至 2019 年 6 月底，公司资产结构中流动资产占 82.12%，非流动资产占 17.88%，资产结构较年初变化不大。截至 2019 年 6 月底，公司货币资金 334.51 亿元，较年初增长 11.40%，主要系销售回款增加所致；公司货币资金中受限比例为 13.00%，受限比例一般。截至 2019 年 6 月底，公司长期股权投资 258.75 亿元，较年初增长 17.63%，主要系公司增加

合作项目开发所致；本期权益法下确认投资收益 4.05 亿元。截至 2019 年 6 月底，公司其他非流动资产 45.00 亿元，较年初增长 56.10%，主要系增加的预付股权款。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 62.57 亿元，占资产总额的 3.37%；截至 2019 年 6 月底，公司所有权或使用权受限制的资产合计 99.23 亿元（受限货币资金 43.48 亿元、受限存货 55.75 亿元），占资产总额的 4.90%。公司资产受限比率较低。

总体看，公司资产规模逐年增长，资产构成以流动资产为主；公司货币资金充裕，公司独立、合作开发房地产项目主要分布在一二线城市和一二线周边的城市，公司存货及长期股权投资发生跌价及减值的风险较小；其他应收款中，关联方往来款占有一定比重，对资金形成一定占用；公司资产受限程度较低，整体资产质量较好。

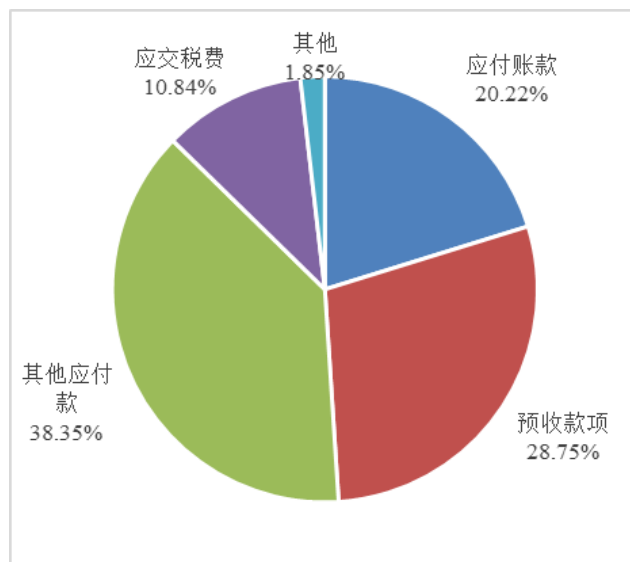
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 22.96%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 1,297.60 亿元，较年初增长 23.91%。其中，流动负债占比 93.07%，非流动负债占比 6.93%，以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 26.94%，主要系应付账款及预收款项大幅增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债 1,207.72 亿元，较年初增长 27.68%；主要由应付账款（占 20.22%）、预收款项（占 28.75%）、应交税费（占 10.84%）和其他应付款（占 38.35%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 86.14%。截至 2018 年底，公司应付账款 244.19 亿元，较年初增长 82.70%，主要系随着公司项目增加，项目工程施工产生的应付账款大幅增长所致。

公司预收款项主要为预收的售房款。2016—2018 年，公司预收款项规模逐年增长，年均复合增长 29.45%。截至 2018 年底，公司预收款项 347.19 亿元，较年初大幅增长 64.20%，主要系当年公司可售房源增加，销售情况较好所致，较大规模的预收款项为公司未来收入结转提供一定支撑。

2016—2018 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 29.41%。截至 2018 年底，公司应交税费 130.86 亿元，较年初增长 56.15%，主要系增值税、企业所得税和土地增值税增长所致；公司应交税费主要由企业所得税（占 55.03%）、土地增值税（占 25.46%）和增值税（占 18.64%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款（含应付股利）波动增长，年均复合增长 10.08%。截至 2018 年底，公司其他应付款中应付股利 74.31 亿元，较年初变动不大，主要为同一控制下企业合并，新并入企业以前年度累积的应付股利；其他应付款 387.79 亿元，较年初下降 7.95%，主要系关联方往来款减少所致。公司与世茂房地产及其下属的其他子公司在资金周转方面存在较多关联往来，导致其他应付款余额较大。根据公司反馈资料，公司其他应付款中不存在有息债务部分。

2016—2018 年，公司非流动负债持续减少，年均复合减少 9.06%。截至 2018 年底，公司非流动负债 89.88 亿元，较年初减少 11.27%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 16.72%）和应付债券（占 81.07%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款持续下降，年均复合减少 32.63%。截至 2018 年底，公司长期借款 15.03 亿元，较年初下降 41.57%，主要系偿还借款所致。截至 2018 年底，公司长期借款中保证借款占 80.17%；公司长期借款规模不大。

2016—2018 年，公司应付债券相对稳定，年均复合减少 0.73%；截至 2018 年底，公司应付债券 72.86 亿元，较年初变化不大；公司应付债券为 2015 年发行的“15 世茂 01”和“15 世茂 02”两期公司债券，其中“15 世茂 01”将于 2020 年到期，“15 世茂 02”将于 2020 年到回售期，若投资者选择回售，公司在 2020 年有较大集中偿还压力。

表 10 截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	面值	发行日期	债券期限	期末余额
15 世茂 01	60.00	2015/9/18	5（3+2）年	58.90
15 世茂 02	14.00	2015/10/16	7（5+2）年	13.96
合计	74.00	--	--	72.86

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，受长期借款持续减少以及应付票据波动增长影响，公司全部债务规模呈波动减少态势，年均复合减少 3.91%。截至 2018 年底，公司全部债务 108.98 亿元，较年初减少 10.37%。2018 年底，公司全部债务中短期债务占 19.36%，长期债务占 80.64%，以长期债务为主。从债务指标来看，2016—2018 年，受流动负债逐年增长影响，公司资产负债率分别为 60.03%、69.48%和 69.87%，逐年增长；受全部债务规模以及所有者权益波动下滑影响，公司全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均呈波动下滑态势，2018 年底分别为 16.30%和 13.58%，较年初分别下降 4.60 个百分点以及 4.21 个百分点。

截至 2018 年底，公司及子公司发行永续债合计 51.00 亿元，若将永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行偿债指标测算，公司全部债务规模 159.98 亿元，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 69.87%、23.93%和 21.45%，公司债务负担有所提升。

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额 1,401.01 亿元，较年初增长 7.97%，主要系应付账款和预收款项增加所致。截至 2019 年 6 月底，公司负债结构中流动负债占 93.90%，非流动负债占 6.10%，负债结构较年初变化不大。债务方面，截至 2019 年 6 月底，公司债务总额 109.04 亿元，较年初增长 0.05%。其中，短期债务 25.11 亿元（占 23.03%），长期债务 83.92 亿元（占 76.97%），债务

结构合理。截至 2019 年 6 月底，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 69.13%、14.84%和 11.83%，较年初分别下降 0.74 个百分点、下降 1.46 个百分点和下降 1.75 个百分点。截至 2019 年 6 月底，公司发行永续债合计 45.00 亿元，若将永续债从所有者权益中剔除并将其作为长期债务进行偿债指标测算，公司全部债务规模 154.04 亿元，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 71.35%、20.97%和 18.17%，公司债务负担有所提升。

总体看，近三年，公司负债逐年增长，以流动负债为主；债务结构以长期债务为主，债务结构较为合理，公司发行的债券 2020 年将面临一定集中偿还压力。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益规模波动减少，年均复合减少 1.05%。截至 2018 年底，公司所有者权益 559.51 亿元，较年初增长 21.64%，主要系未分配利润增加所致，子公司发行永续债 6.00 亿元，计入少数股东权益。

2016—2018 年，公司资本公积分别为 161.09 亿元、0.01 亿元和 0 元，盈余公积分别为 2.56 亿元、0.05 亿元和 0 元，均逐年减少，主要因为：2016 年底公司与最终控制人名下多家子公司签订了股权转让及代持协议，公司同一控制下合并形成资本公积（同时对期初数据进行追溯调整），由于部分子公司于 2017 年和 2018 年不再纳入合并范围，原资本公积冲回；同时，由于公司购买杭州世茂新领域置业有限公司等少数股东的股权，与应占权益份额的差额冲减资本公积，资本公积不足冲减而依次冲减盈余公积和未分配利润；综上，公司 2018 年底资本公积和盈余公积减少至零。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 56.44%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 1.71%，其他权益工具（永续债）占 14.25%，其他综合收益占比 0.08%，未分配利润占 83.96%。公司所有者权益中，其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益为 625.61 亿元，较年初增长 11.81%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益结构较年初变化不大，权益结构稳定性弱。

总体看，2016—2018 年，公司所有者权益规模波动下滑；2019 年 6 月底，受利润滚存影响，所有者权益有所增长，公司所有者权益中其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性弱。

4. 盈利能力

2016—2018 年，随着公司房地产业务结转项目规模扩大，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 19.14%，2018 年公司实现营业收入 555.25 亿元，同比增长 28.87%；公司营业成本同步增长，年均复合增长 18.81%。2016—2018 年，公司营业利润和净利润稳步提高，分别年均复合增长 30.79%和 28.76%，营业利润分别为 76.76 亿元、94.29 亿元和 131.30 亿元；净利润分别为 59.91 亿元、70.54 亿元和 99.33 亿元。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 1.99%。2018 年，公司费用总额 27.60 亿元，同比增长 16.28%；其中，销售费用占 40.92%，管理费用占 51.80%，财务费用占 7.29%。近三年，随着公司销售规模扩大，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 28.74%，2018 年公司发生销售费用 11.29 亿元，同比增长 34.35%；公司管理费用波动下滑，年均复合减少 7.68%；2018 年，公司发生管理费用 14.29 亿元，同比增长 8.92%。近三年，公司财务费用逐年减少，年均复合减少 17.33%，主要系利息收入增加所致；2018 年，公司发生财务费用 2.01 亿元，

同比减少 8.81%。

从利润构成来看，2016—2018 年，公司投资收益分别为 4.27 亿元、0.74 亿元和 12.05 亿元，其中 2018 年投资收益规模较大主要系当年联营及合营项目逐步建设完成，实现收益所致；投资收益在公司营业利润的占比分别为 5.56%、0.79%和 9.18%，投资收益对公司营业利润水平有一定影响。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 25.32%、26.95%和 26.29%，呈小幅波动增长态势；受净利润逐年增长、净资产及全部债务规模波动下滑等综合影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均逐年提高，总资本收益率分别为 9.14%、11.57%和 16.38%，总资产报酬率分别为 5.43%、6.60%和 7.97%，净资产收益率分别为 10.90%、13.68%和 19.49%。与国内同行业上市公司比较，2018 年公司销售毛利率和净资产收益率处于中等水平，总资产报酬率处于较好水平。

表 11 2018 年公司与房地产行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

证券名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
招商蛇口	39.49	7.52	21.13
万科 A	37.48	5.33	23.42
新城控股	36.69	6.26	41.05
金科股份	28.57	2.69	18.10
世茂建设	30.43	7.97	19.49

注：为便于比较，上表数据除公司外均取自 Wind，Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异

资料来源：Wind

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 360.63 亿元，同比增长 41.74%；实现净利润 63.86 亿元，同比增长 25.00%，其中归属于母公司所有者净利润为 50.93 亿元，同比增长 17.79%。

总体看，公司收入规模和利润水平稳步增长，盈利指标稳中向好，公司整体盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，受益于项目销售回笼资金规模增长，公司经营活动现金流入呈逐年增长趋势，分别为 497.60 亿元、722.95 亿元和 725.94 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 116.59 亿元、284.88 亿元和 35.32 亿元，2018 年大幅下降主要系往来款大幅减少所致。公司经营活动现金流出主要为项目工程支出、拿地支出以及支付的往来款，近三年分别为 557.84 亿元、599.05 亿元和 590.41 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金分别为 207.68 亿元、240.94 亿元和 57.59 亿元，2018 年大幅下降主要系往来款减少所致。综上，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-60.24 亿元、123.90 亿元和 135.54 亿元，经营活动现金流明显改善。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动较大，三年分别为 27.60 亿元、6.33 亿元和 32.64 亿元；2017 年同比减少 77.06%，主要系处置子公司收到现金净额为负所致。近三年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 31.43%，分别为 38.92 亿元、97.81 亿元和 67.24 亿元，主要为对联合营企业的投资。综上，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-11.32 亿元、-91.48 亿元和-34.59 亿元，均为净流出状态。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资收到现金以及取得借款收到的现金。2016—2018 年，公司筹资活动现金流入逐年减少，年均复合减少 15.86%；2018 年为 101.96 亿元，

同比减少 16.58%。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，近三年波动减少，年均复合减少 8.50%；2018 年为 96.16 亿元，同比增长 49.08%。综上，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 29.16 亿元、57.72 亿元和 5.80 亿元。

2019 年 1—6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 63.22 亿元，由上年同期净流出转为净流入，主要系销售回款增加所致；投资活动产生的现金流量净额-10.57 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-30.31 亿元，由上年同期净流入转为净流出主要系偿还债务和分配股利的现金支出增加所致。

总体看，公司经营活动现金流在 2017 年后保持较大规模净流入；公司保持一定规模对外投资，投资活动现金流持续呈净流出状态；考虑到公司在建项目及未来拿地的资金缺口，公司未来仍存在较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，随着公司应付账款和预收款项增加，公司流动比率和速动比率均呈下滑态势，2018 年底分别为 1.28 倍和 0.51 倍；现金短期债务比分别为 9.02 倍、9.08 倍和 14.23 倍，现金类资产对短期债务的保护程度很高。截至 2019 年 6 月底，公司流动比率与速动比率分别为 1.27 倍和 0.54 倍，较年初变动不大；公司现金短期债务比为 13.37 倍，较年初有所下降。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 呈逐年增长态势，年均复合增长 28.97%，主要系利润总额逐年增长所致。2018 年，公司 EBITDA 为 135.39 亿元，较上年增长 36.93%，其中利润总额占 96.92%、计入财务费用的利息支出占 2.27%、折旧占 0.58%、摊销占 0.34%，以利润总额为主。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.70 倍、8.73 倍和 11.00 倍，对利息的覆盖程度高；EBITDA 全部债务比分别为 0.69 倍、0.81 倍和 1.24 倍，对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年 6 月底，公司对外担保 74.01 亿元，均为关联方担保，占公司净资产的 11.83%，规模一般，若被担保企业未来经营情况不善，公司将面临一定的代偿风险。

表 12 截至 2019 年 6 月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位名称	担保余额	担保类型
上海世茂国际广场有限责任公司	38.00	保证担保
上海世茂国际广场有限责任公司	27.00	保证担保
厦门泰世房地产开发有限公司	4.90	保证担保
南京明茂置业有限公司	3.43	保证担保
龙岩融禾房地产开发有限公司	0.68	保证担保
合计	74.01	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，公司不存在金额在 1,000 万元以上的重大未决诉讼。

截至 2019 年 6 月底，公司获得银行授信额度合计 262.00 亿元，其中尚未使用的授信额度 236.77 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据企业提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10310115003364702），截至 2019 年 7 月 9 日，公司未结清和已结清信贷信息中不存在不良或关注类信息。

总体看，公司整体偿债能力强，考虑到公司储备项目主要位于一二线城市，在建项目规模较

大，未来随着在建项目的逐步竣工销售，盈利规模有望提升，公司整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 6 月底，公司全部债务总额 109.04 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 29.60 亿元，对公司债务规模有一定影响。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础，若募集资金总额为 29.60 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 69.57%、18.14%和 15.36%，较发债前分别提高 0.44 个百分点、3.30 个百分点和 3.53 个百分点。若将永续债计入长期债务，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 72.81%、24.03%和 21.45%。

2. 本期公司债偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，2018 年，公司 EBITDA 为 135.39 亿元，为本期公司债券发行额度（29.60 亿元）的 4.57 倍；2018 年，公司经营活动产生的现金流入量为 725.94 亿元，为本期公司债券发行额度（29.60 亿元）的 24.53 倍；2018 年，公司经营活动现金流量净额为 135.54 亿元，为本期公司债券发行额度（29.60 亿元）的 4.58 倍；公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司土地储备充足，项目区域分布良好以及较大的销售规模，盈利能力较好，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

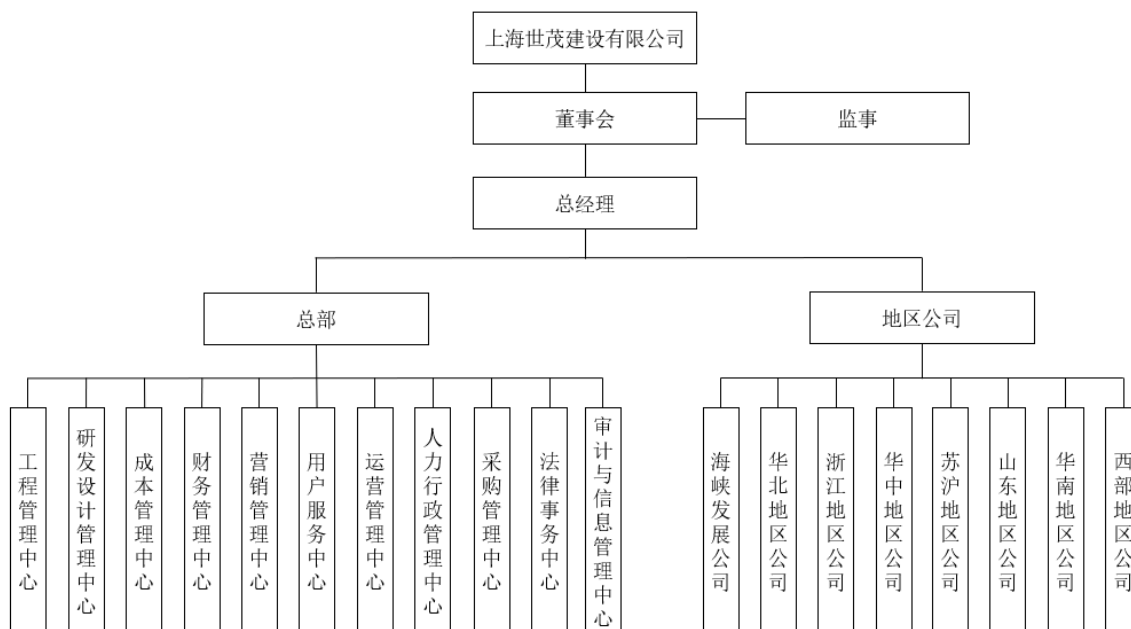
九、综合评价

公司作为世茂房地产在国内核心的房地产住宅业务运营主体，拥有品牌知名度高、项目品质较好、土地储备区域分布优良等优势；近三年，公司销售金额、营业收入和利润规模稳步增长，盈利能力处于较好水平。同时，联合评级也关注到房地产政策面临局部调整、公司所有者权益稳定性弱、关联方往来款占用资金规模较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

未来随着公司房地产项目持续开发与销售，公司整体竞争力有望保持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 上海世茂建设有限公司 组织结构图



附件 2 上海世茂建设有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	1,429.59	1,507.18	1,857.10	2,026.62
所有者权益 (亿元)	571.40	459.98	559.51	625.61
短期债务 (亿元)	11.19	22.08	21.10	25.11
长期债务 (亿元)	106.84	99.51	87.89	83.92
全部债务 (亿元)	118.03	121.59	108.98	109.04
营业收入 (亿元)	391.15	430.86	555.25	360.63
净利润 (亿元)	59.91	70.54	99.33	63.86
EBITDA (亿元)	81.40	98.88	135.39	--
经营性净现金流 (亿元)	-60.24	123.90	135.54	63.22
流动资产周转次数 (次)	0.30	0.35	0.40	--
存货周转次数 (次)	0.47	0.49	0.48	--
总资产周转次数 (次)	0.26	0.29	0.33	--
现金收入比率 (%)	97.41	101.67	124.38	113.59
总资本收益率 (%)	9.14	11.57	16.38	--
总资产报酬率 (%)	5.43	6.60	7.97	--
净资产收益率 (%)	10.90	13.68	19.49	--
营业利润率 (%)	25.32	26.95	26.29	26.81
费用收入比 (%)	6.78	5.51	4.97	4.26
资产负债率 (%)	60.03	69.48	69.87	69.13
全部债务资本化比率 (%)	17.12	20.91	16.30	14.84
长期债务资本化比率 (%)	15.75	17.79	13.58	11.83
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.70	8.73	11.00	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.69	0.81	1.24	--
流动比率 (倍)	1.64	1.31	1.28	1.27
速动比率 (倍)	0.91	0.60	0.51	0.54
现金短期债务比 (倍)	9.02	9.08	14.23	13.37
经营现金流动负债比率 (%)	-8.04	13.10	11.22	4.81
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.62	0.75	1.03	--

注：1. 本报告中数据不加注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 2016 年应付债券中 0.20 亿元一年期私募债券计入到短期债务中，上述数据均在此基础上调整。4. 公司 2019 年 1—6 月财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 上海世茂建设有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年上海世茂建设有限公司年报公告后的两个月内，且不早于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海世茂建设有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。上海世茂建设有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注上海世茂建设有限公司的相关状况，如发现上海世茂建设有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如上海世茂建设有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至上海世茂建设有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送上海世茂建设有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年九月六日