

跟踪评级公告

联合[2018]544号

上海世茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16世茂G1”、“16世茂G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”和“17世茂G3”进行跟踪评级，确定：

上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为“稳定”

上海世茂股份有限公司公开发行的“16世茂G1”、“16世茂G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”和“17世茂G3”信用等级为AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月十八日

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>

上海世茂股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 世茂 G1	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.5.19
16 世茂 G2	15 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.5.19
17 世茂 G1	25 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.5.23
17 世茂 G2	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.8.28
17 世茂 G3	5 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.9.25

跟踪评级时间：2018 年 5 月 18 日

主要财务数据：

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	825.59	919.18	954.74
所有者权益（亿元）	312.84	346.27	350.51
长期债务（亿元）	94.26	138.67	161.26
全部债务（亿元）	160.30	177.79	208.71
营业收入（亿元）	137.08	186.67	26.72
净利润（亿元）	27.32	37.14	4.36
EBITDA（亿元）	40.25	56.07	--
经营性净现金流（亿元）	1.19	42.50	-3.50
营业利润率（%）	26.21	31.88	35.81
净资产收益率（%）	8.51	11.27	--
资产负债率（%）	62.11	62.33	63.29
全部债务资本化比率（%）	33.88	33.93	37.32
流动比率（倍）	1.32	1.46	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.32	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.75	5.78	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.54	0.75	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2017 年，上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）作为国内商业地产开发运营的龙头企业之一，在开发运营经验、品牌知名度、土地储备等方面仍具备较强优势。2017 年，公司协议销售面积和规模均大幅增长，营业收入及盈利指标整体保持在较高水平，资产质量良好，经营活动产生的现金流呈大规模净流入，整体债务负担仍然较轻，财务安全性较高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业受调控政策影响较大、自持物业的未来盈利能力变动、在建拟建项目资金需求量较大、所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司项目储备地理位置优越，未来随着在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持世茂股份的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”、“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”债项为“AAA”的信用等级。

优势

1. 公司作为国内商业地产运营龙头企业，具有领先的商业地产开发运营经验，产品业态丰富，品牌优势明显。

2. 公司土地储备规模较大，区域分布较为分散，整体成本较低，土地质量较好，可持续经营能力强。

3. 2017 年，公司协议销售面积和规模均大幅增长，为未来收入结转提供有力支撑。

4. 2017 年，公司自持物业规模较上年有所增长，租金水平较高，为公司提供较为稳定的经营性现金流入。

5. 2017年，公司货币资金规模较大，资产质量较好；经营活动产生的现金流呈大规模净流入；整体债务负担仍然较轻，财务安全性较高。

关注

1. 2017年以来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策对公司未来核心区域项目销售存在较大影响；同时，商业地产行业竞争激烈，公司经营面临一定的政策风险和市场风险。

2. 公司自持商业物业主要集中在二三线城市，需关注公司自持物业的未来盈利能力对其公允价值的支持情况。

3. 公司投资建设规模较大，预计未来对建设开发资金的需求将保持较大规模，公司或将面临较大的资本支出压力。

4. 公司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；2019~2020年公司存在一定的长期债务集中偿付压力。公司涉诉事件存在代偿风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：  支玉梅

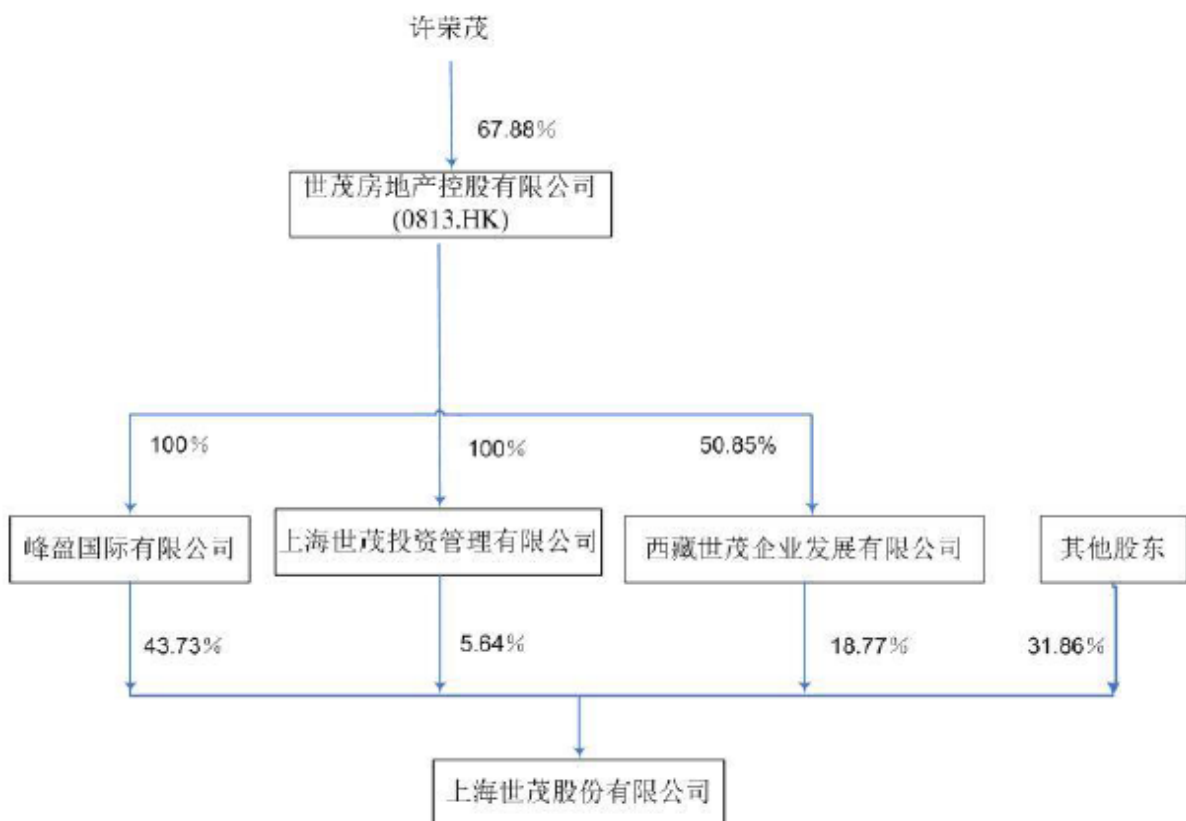
联合信用评级有限公司

一、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”），由上海市黄浦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，股票简称：万象集团），其上市时总股本为5,000万股，其中，上海市黄浦区国有资产管理办公室持股占60%；社会法人占15%；社会自然人占25%。

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6,250万股法人股，成为万象集团第一大股东，并经批准调整了其资产结构和经营范围；2001年4月经万象集团股东大会决议通过，并经上海证券交易所核准，万象集团更名为现名。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”，2017年9月更名为“西藏世茂企业发展有限公司”）通过协议受让公司第一大、第二大股东股份，并通过公开市场增持和出售流通股的方式成为公司第一大股东。后经一系列增资、股权转让、股票期权激励计划行权及资本公积转增股本等，截至2018年3月底，公司股本变更为37.51亿元，控股股东为峰盈国际有限公司，实际控制人为许荣茂先生。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2017年底，公司经营范围与组织结构未发生变化；公司纳入合并范围的子公司122家，拥有在职员工合计1,820人。

截至2017年底，公司合并资产总额919.18亿元，负债合计572.91亿元，所有者权益（含少数

股东权益)合计 346.27 亿元,其中归属于母公司所有者权益 217.47 亿元。2017 年,公司实现营业收入 186.67 亿元,净利润(含少数股东损益)37.14 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 22.25 亿元;经营活动产生的现金流量净额 42.50 亿元,现金及现金等价物净增加额 4.25 亿元。

截至2018年3月底,公司合并资产总额954.74亿元,负债总额604.24亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计350.51亿元,其中归属于母公司所有者权益合计219.85亿元。2018年1~3月,公司实现营业收入26.72亿元,净利润(含少数股东损益)4.36亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为2.49亿元;经营活动产生的现金流量净额-3.50亿元,现金及现金等价物净增加额19.57亿元。

公司地址:上海市黄浦区南京西路 268 号;法定代表人:刘赛飞。

二、债券概况

经中国证监会证监许可(2015)2416 号文核准,公司获准面向合格投资者公开发行不超过 80 亿元的公司债券,采用分期发行方式。

公司于 2016 年 3 月 18 日公开发行 20 亿元公司债券,期限为 3 年,发行票面利率为 3.29%。该债券于 2016 年 3 月 21 日起息,于 2016 年 4 月 15 日在上海证券交易所挂牌交易(证券简称:“16 世茂 G1”,证券代码:“136303.SH”)。募集资金总额人民币 20 亿元,截至 2017 年底,募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于补充公司流动资金。公司于 2017 年 3 月 21 日和 2018 年 3 月 21 日对“16 世茂 G1”分别支付利息 6,580.33 万元。

公司于 2016 年 7 月 8 日公开发行 15 亿元公司债券,期限为 3 年,发行票面利率为 3.38%。该债券于 2016 年 7 月 12 日起息,于 2016 年 8 月 8 日在上海证券交易所挂牌交易(证券简称:“16 世茂 G2”,证券代码:“136528.SH”)。募集资金总额人民币 15 亿元,截至 2017 年底,募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于补充公司流动资金。公司于 2017 年 7 月 10 日对“16 世茂 G2”支付利息 5,070.25 万元。

公司于 2017 年 7 月 11 日公开发行 25 亿元公司债券,期限为 3 年,发行票面利率为 4.95%。该债券于 2017 年 7 月 12 日起息,于 2017 年 7 月 28 日在上海证券交易所挂牌交易(证券简称:“17 世茂 G1”,证券代码:“143165.SH”)。募集资金总额人民币 25 亿元,截至 2017 年底,募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于偿还到期债务和银行贷款。

公司于 2017 年 9 月 20 日公开发行 10 亿元公司债券,期限为 3 年,发行票面利率为 5.15%。该债券于 2017 年 9 月 21 日起息,于 2017 年 10 月 10 日在上海证券交易所挂牌交易(证券简称:“17 世茂 G2”,证券代码:“143308.SH”)。募集资金总额人民币 10 亿元,截至 2017 年底,募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于偿还到期债务。

公司于 2017 年 10 月 17 日公开发行 5 亿元公司债券,期限为 3 年,发行票面利率为 5.19%。该债券于 2017 年 10 月 18 日起息,于 2017 年 10 月 27 日在上海证券交易所挂牌交易(证券简称:“17 世茂 G3”,证券代码:“143332.SH”)。募集资金总额人民币 5 亿元,截至 2017 年底,募集资金扣除发行费用后已按照募集说明书约定用途全部用于偿还到期债务。

截至 2018 年 3 月底,公司发行的“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”均尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来自于住宅地产业务和商业物业运营，属于房地产行业。

1. 行业概况

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长3.18%；中部地区投资23,884亿元，同比增长2.57%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.54%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加8%外，一线城市和三线城市同比分别减少20%和6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增3%，二线和三线城市同比分别减少3%和15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为28%和39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为30%和57%，二线城市增幅为13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了11个百分点。

资金来源方面，2017年，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，同比增长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%。

市场供需方面，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%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长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少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%。

销售价格方面，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。

竞争格局方面，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占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局

面。

总体看，2017年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2017年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：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。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，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。

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“加快建立多主体供给、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”政府工作报告地产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，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，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。

3. 行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，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，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

商业地产行业集中度低，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去几年相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑的共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等

同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

4. 行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2017年，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入186.67亿元，同比增长36.17%，主要系受房地产行业结算周期影响，公司住宅地产业务收入大幅增长所致；公司实现净利润37.14亿元，同比增长35.92%，与营业收入变化趋势一致。

从构成看，公司主营业务收入主要来自于住宅地产业务和商业物业运营。2017年，公司住宅业务实现收入158.51亿元，同比增长95.23%，主要系结转项目价格较高所致；公司住宅地产业务收入占比为84.92%，较上年提升25.69个百分点。公司商业物业运营业务实现收入21.08亿元，同比下降58.76%，主要系结转商业地产项目减少所致；公司商业物业运营业务收入占比为11.29%，较上年下降25.99个百分点。公司商业物业运营业务由商业地产销售和房地产租赁业务构成，受房地产开发项目体量大、建设期长及销售节奏存在一定波动性的影响，2017年公司商业地产销售收入为15.31亿元，占营业收入的比重为8.20%，较上年下降25.04个百分点；随着公司对自持物业业态布局、购物环境和消费体验等多方面的提升以及公司商业运营能力的不断提高，2017年公司房地产租赁业务收入为5.77亿元，同比增长4.15%，占营业收入比重为3.09%。公司影院业务、酒店服务业务、物业管理和其他业务收入占比均不足2%，对公司整体经营影响较小。

表1 2016~2017年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅地产业务	81.19	59.23	31.99	158.51	84.92	45.08
商业物业运营	51.11	37.28	38.25	21.08	11.29	35.99
其中：商业地产销售	45.57	33.24	33.26	15.31	8.20	21.07
房地产租赁	5.54	4.04	79.41	5.77	3.09	75.57
影院业务	0.26	0.19	48.52	0.17	0.09	56.23
酒店服务业务	1.26	0.92	40.94	2.30	1.23	43.32
物业管理	2.53	1.85	99.23	3.65	1.96	97.17
其他	0.74	0.54	61.91	0.95	0.51	16.64
合计	137.08	100.00	35.84	186.67	100.00	44.91

资料来源：公司提供

注：各列相加之和与合计数略有出入主要系四舍五入所致。

毛利率方面，由于公司商业物业运营业务收入和住宅地产业务收入占营业收入比重较大，对公司综合毛利率水平影响较大。2017年，公司综合毛利率为44.91%，较上年提升9.07个百分点，主要系住宅地产业务毛利率提升所致。具体来看，2017年，公司住宅地产业务毛利率为45.08%，较上年提升13.09个百分点，主要系公司不同年份竣工结算的产品结构差异、不同区域土地成本差异及房产售价差异影响所致。2017年，公司商业物业运营毛利率为35.99%，较上年下降2.26个百分点，其中商业地产销售业务毛利率为21.07%，较上年下降12.19个百分点，主要系结转商业地产项目差异所致；公司房地产租赁业务毛利率为75.57%，较上年下降3.84个百分点，变化不大。公司其他板块业务收入规模较小，对综合毛利率贡献较小。

2018年1~3月，公司实现营业收入26.72亿元，同比增长2.03%；实现净利润4.36亿元，同比增长9.46%，主要系住宅地产毛利率提升所致。

总体看，主要来自商业物业运营和住宅地产业务，2017年公司营业收入大幅增长；受住宅地产业务毛利率大幅提升的影响，公司综合毛利率大幅提升至较高水平。

2. 业务运营

（1）土地储备

2017年，公司加大土地购置力度，当年购置土地面积48.94万平方米，较2016年变化不大；对应建筑面积176.64万平方米，同比增长1.54倍，主要系深圳龙岗项目容积率高所致；购置土地支出260.58亿元，同比增长5.77倍，主要系购置土地建筑面积大幅增加所致。

表2 2016~2017年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出
2016年	53.60	69.52	商业、住宅	38.50
2017年	48.94	176.64	商业	260.58

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司土地储备建筑面积1,157.00万平方米，其中商业性质的土地储备建筑面积516万平方米（占44.60%），住宅性质的土地储备建筑面积55万平方米（占4.75%），综合体性质的土地储备建筑面积585万平方米（占50.56%），权益建筑面积660万平方米，土地储备仍较充足。

从土地储备的区域分布来看，公司土地储备主要集中于二、三线城市。截至 2017 年底，公司共在 21 个城市拥有 30 个项目的土地储备，其中：一线城市为上海和深圳，二线城市以天津、苏州、青岛、无锡、宁波、南京、武汉、沈阳、杭州、济南和福州等城市为主，三线及以下城市包括石狮、泉州、常州、昆山及常熟地区。从土地储备建筑面积占比看，公司一线城市土地储备占 13.88%，二线城市土地储备占 59.52%，三线及以下城市土地储备占 26.61%。从土地储备楼面均价看，公司整体楼面均价较低，个别城市（苏州、宁波、福州）楼面均价偏高，整体看，公司土地储备以二、三线城市为主，质量较好，购置价格整体较低。

表 3 截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目名称	项目类型	所处城市	在建及拟建总建筑面积	在建及拟建权益建筑面积	楼面地价
天津世茂悦府	住宅/商业	天津	32	32	1,281
济南世茂国际广场	商业	济南	6	6	5,182
常熟世茂世纪中心	商业	常熟	15	15	472
昆山商业项目	商业	昆山	6	6	789
苏州世茂铜雀台 7#-湖滨	住宅	苏州	15	7	15,151
苏州世茂铜雀台 6#-世纪	住宅	苏州	15	6	23,372
青岛世奥大厦	商业	青岛	14	10	4,394
青岛世茂国际中心	商业	青岛	22	22	1,708
青岛世茂诺沙湾	住宅/商业	青岛	19	19	2,352
常州世茂广场	商业	常州	9	9	907
无锡世茂广场	住宅/商业	无锡	48	15	2,185
宁波世茂滨江府	住宅/商业	宁波	7	7	10,078
宁波孙家项目	住宅	宁波	25	10	10,014
南京世茂外滩新城	住宅/商业	南京	57	29	2,445
上海世茂纳米魔幻城	商业	上海	6	6	1,594
武汉世茂嘉年华	商业	武汉	80	41	1,735
沈阳世茂五里河商业项目	商业	沈阳	82	82	741
长沙商业项目	商业	长沙	23	11	2,371
石狮世茂摩天城	住宅/商业	石狮	246	74	2,703
济南世茂天城	住宅/商业	济南	38	38	4,494
厦门集美世茂璀璨天城	住宅/商业	厦门	52	27	10,363
南昌水城世茂 APM	商业	南昌	21	21	876
杭州世茂智慧之门	商业	杭州	32	32	5,494
深圳世茂前海中心	商业	深圳	19	10	15,238
济南小鸭项目	住宅/商业	济南	29	8	5,883
泉州洛江世茂璀璨天城	住宅/商业	泉州	31	16	6,692
南京雨花世茂城品	住宅/商业	南京	26	13	11,900
福州 108 大楼项目	商业	福州	41	21	4,877
深圳龙岗项目	商业	深圳	137	70	17,547
福州台江金融街项目	商业	福州	5	1	11,538
合计	--	--	1,157	660	--

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，能够满足公司未来几年的滚动开发需求；公司土地储备以二

三线城市为主，区域分布较为分散；除苏州、宁波和福州外，公司土地储备成本整体较低，土地质量较好。

(2) 项目开发

2017年，公司新开工面积为167.48万平方米，同比增长37.17%，主要系公司为保证良好的开发节奏，增加新项目开发所致；受工程规划进度不同的影响，公司竣工面积为65.75万平方米，同比下降37.19%；公司期末在建面积为619.02万平方米，同比增长19.07%。

表4 2016~2017年公司项目开发情况

项目	2016年	2017年
当期新开工面积（万平方米）	122.10	167.48
当期竣工面积（万平方米）	104.68	65.75
期末在建面积（万平方米）	519.86	619.02

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建项目20个，分布于天津、济南、青岛、南京、上海、武汉、石狮、宁波、深圳、杭州和厦门等地，主要于2019~2020年竣工。公司在建项目计划总投资金额1,091.90亿元，截至2017年底，公司已投资金额733.38亿元，2018~2020年计划投资金额分别为111.52亿元、130.84亿元和81.91亿元。此外，截至2017年底，公司拟建项目预计总投资613.04亿元。总体看，未来公司项目开发尚需投资的规模大，公司存在很大的资金需求。

表5 截至2017年底公司在建项目开发情况（单位：亿元、年、%）

项目名称	项目所在地区	开工时间	预计竣工时间	项目性质	计划投资金额	已投资金额	项目进度	未来投资计划		
								2018年	2019年	2020年
天津世茂悦府项目	环渤海	2012	2019	住宅/商业	39.00	18.95	49	5.00	10.00	5.05
济南世茂国际广场项目	环渤海	2012	2017	商业	48.00	47.96	100	0.04	--	--
常熟世茂世纪中心项目	长三角	2007	2020	商业	61.81	51.27	83	4.00	4.00	2.54
青岛胶南世茂国际中心项目	环渤海	2012	2020	商业	40.00	5.75	14	5.00	12.00	10.00
青岛胶南世茂诺沙湾项目	环渤海	2012	2020	住宅/商业	40.00	40.00	100	--	--	--
常州世茂广场项目	长三角	2012	2019	商业	12.30	9.38	76	2.00	0.92	--
南京世茂外滩新城二期项目	长三角	2009	2019	住宅/商业	100.00	95.13	95	3.00	1.87	--
上海天马山新体验中心商业项目	长三角	2010	2019	商业	38.00	35.52	93	2.48	--	--
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	其他	2009	2019	商业	45.00	31.00	69	5.00	5.00	4.00
沈阳世茂商业项目	环渤海	2010	2020	商业	60.00	17.09	28	2.00	10.00	10.00
石狮世茂钞坑项目	海西	2008	2020	住宅/商业	200.37	132.37	66	25.00	25.00	18.00
济南世茂天城项目	环渤海	2014	2020	住宅/商业	61.95	44.50	72	10.00	7.46	--
宁波世茂滨江府项目	长三角	2014	2019	住宅/商业	28.09	18.53	66	5.00	4.56	--
深圳前海项目	海西	2013	2018	商业	58.42	33.95	58	8.00	8.00	8.47
杭州智慧之门项目	长三角	2014	2020	商业	42.46	21.36	50	5.00	5.00	5.00
南昌水城项目	长三角	2014	2020	商业	40.00	14.38	36	5.00	15.00	5.62
厦门集美项目	海西	2014	2019	住宅/商业	65.00	47.97	74	10.00	7.03	--
南京雨花项目	长三角	2015	2020	住宅/商业	43.45	29.50	68	5.00	5.00	3.95
泉州洛江项目	海西	2016	2019	住宅/商业	32.04	18.60	58	5.00	5.00	3.44
济南小鸭项目	环渤海	2017	2019	住宅/商业	36.01	20.17	56	5.00	5.00	5.84
合计					1,091.90	733.38	67	111.52	130.84	81.91

资料来源：公司提供

注：表中项目仅为公司合并报表范围内项目。

总体看，截至 2017 年底，公司在建拟建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，同时亦面临较大的资金压力。

(3) 房产销售情况

公司销售区域主要集中华东地区，受益于该地区房地产市场景气度上升，2017 年，公司协议销售面积为 110.48 万平方米，协议销售金额为 215.68 亿元，均呈大幅增长的态势，主要系房地产市场销售较好的大环境影响所致，为未来结转收入提供较好的支撑；分产品看，2017 年，公司商业和住宅地产协议销售面积分别为 30.49 万平方米、80.00 万平方米，商业和住宅地产协议销售金额分别为 65.26 亿元、150.43 亿元，商业地产协议销售面积和协议销售金额同比变化不大，住宅地产协议销售面积和协议销售金额同比大幅增长。

协议销售均价方面，2017 年，公司商业物业协议销售均价为 2.14 万元/平方米，同比变化很小；住宅物业协议销售均价为 1.88 万元/平方米，同比增长 24.50%，主要系当年随着市场景气度回升以及达到可销售条件的部分住宅物业销售均价较高的综合影响所致。

从结转情况看，2017 年，公司结转收入面积为 95.17 万平方米，同比变化较小；公司结转收入金额为 173.82 亿元，结转收入大规模增加，主要系住宅地产结转收入大规模增加所致。

表 6 2016~2017 年公司物业销售情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积	86.59	110.48
其中：商业	30.71	30.49
住宅	55.88	80.00
协议销售金额	149.27	215.68
其中：商业	64.84	65.26
住宅	84.43	150.43
协议销售均价	1.72	1.95
其中：商业	2.11	2.14
住宅	1.51	1.88
结转收入面积	97.98	95.17
其中：商业	27.89	11.85
住宅	70.09	83.32
结转收入	126.76	173.82
其中：商业	45.57	15.31
住宅	81.19	158.51

资料来源：公司提供

注：结转收入包含住宅地产销售收入和商业地产销售收入，不包含房地产租赁收入。

公司大部分项目为城市综合体，项目开发面积较大，周期较长。从在售情况看，截至 2017 年底，公司可供出售面积为 168.88 万平方米，已预售面积为 110.50 万平方米，剩余可售面积为 58.38 万平方米。公司纯住宅地产项目、住宅加商业地产项目大部分已处于尾盘销售或销售进度在 85% 以上，个别住宅加商业的项目由于开工时间不长，去化率较低；纯商业地产项目除青岛国际中心和深圳前海世茂金融中心外（去化率均大于 20%），其余去化率大于 65%。整体看，公司住宅物业去化速度较快，商业地产去化速度多超过 65%。从销售区域看，公司物业主要集中在二、三线城市。

总体看，2017 年公司销售区域分布广，签约销售额和销售面积均大幅增长，为未来收入结转提供有力支撑；但公司项目多位于二三线城市，销售价格受宏观经济及房地产政策影响较大。2017

年以来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策对公司未来核心区域项目销售造成较大影响。

(4) 自持物业情况

截至 2017 年底，公司现有投资性物业项目 23 个，可租面积为 82.76 万平方米，较年初有所增长，主要系新购置物业及存货转入所致；公司投资性房地产整体出租率尚可，为 87.00%。租金收入方面，2017 年，公司租金收入为 5.77 亿元，有所增加，主要系出租面积增加所致。

表 7 2016~2017 年公司自持物业情况（单位：万平方米、亿元、%）

年份	物业类型	建筑面积	可出租面积	已出租面积	出租率	租金收入
2016 年	办公楼	7.02	5.62	5.52	98	1.46
	广场	119.47	70.90	62.70	88	3.95
	其他	4.58	2.23	2.23	100	0.12
	合计	131.07	78.75	70.45	89	5.54
2017 年	办公楼	10.58	9.13	6.54	72	1.62
	广场	124.14	71.40	63.61	89	4.05
	其他	4.59	2.23	2.23	100	0.98
	合计	139.30	82.76	72.38	87	5.77

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司主要自持物业情况如下表所示。出租率方面，公司主要自持物业出租率整体维持在较高水平。单位租金方面，处于北京及上海一线城市核心商圈物业租金水平较高，处于二、三线城市物业租金水平较低，但随着公司对所持商业的不断培育，未来公司单位租金收入有望提升。截至 2017 年底，公司主要自持物业建筑面积共计 113.41 万平方米，可租面积 66.30 万平方米，整体出租率达 90.00%，物业出租收入超过 5 亿元。

表 8 截至 2017 年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、万元、%、元/平方米/天）

项目名称	所在地	业态	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2017 年	
							收入	单位租金
北京世茂大厦	环渤海	办公楼	7.02	5.71	5.44	95	15,593	2,731
昆山世茂广场一期（昆山世茂华东商城）	长三角	广场	8.82	5.40	5.33	99	2,453	454
昆山世茂广场二期（昆山国际城）	长三角	广场	8.70	4.94	4.94	100	2,377	481
苏州世茂运河城（一期）	长三角	广场	5.00	2.77	2.77	100	1,308	238
苏州世茂运河城（二期）	长三角	广场	13.46	2.74	2.38	87		
常熟卢米埃影院	长三角	其他	0.46	0.46	0.46	100	93	202
常熟欧尚	长三角	其他	4.34	4.20	4.20	100	978	233
绍兴世茂广场	长三角	广场	18.27	11.14	10.75	96	9,859	885
徐州世茂商业	长三角	广场	5.95	3.74	3.00	80	1,178	315
芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	长三角	广场	3.84	2.45	1.85	76	475	194
上海上卧副楼	长三角	其他	0.29	0.29	0.29	100	235	811
上海世茂商都	长三角	广场	0.96	0.71	0.71	100	2,239	3,173
济南世茂广场	环渤海	广场	14.85	8.08	8.07	100	11,871	1,469
石狮世茂摩天城	海西	广场	15.63	11.49	7.47	65	2,349	204
厦门 EMALL	海西	广场	5.83	2.17	1.91	88	2,094	964
合计	--	--	113.41	66.30	59.57	90	53,103	--

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司自持物业面积有所增长，整体出租率变化不大，未来随着公司商业物业不断开发以及对所持物业不断培育，公司租金水平将持续上升，为公司提供较为稳定的经营性现金流入。

3. 经营关注

(1) 未来公司开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建及拟建房地产项目未来均需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力。

(2) 二线城市调控措施不断推出，地产价格上涨空间有限

近年来，受房地产行业持续调控及房地产市场供需关系调整等因素的影响，公司房地产项目的销售单价上涨有限。由于公司的土地储备以二线城市为主，限购、限价等调控措施的推出，限制了物业价格的上涨空间，公司未来的盈利前景仍存在较大不确定性。

(3) 自持物业贬值风险

截至 2017 年底，公司主要自持物业建筑面积共计 113.41 万平方米，可租面积 66.30 万平方米，规模较大，处于二、三线城市物业租金水平较低；近年来，商业地产行业竞争激烈，需关注公司自持物业的未来盈利能力对其公允价值的支持情况。

4. 未来发展

发展战略方面，作为国内商业地产的龙头企业之一，公司始终以“提升城市生活品质”为己任，致力于综合商业地产的专业化开发和经营，打造高标准商业综合体，并将客户的需求、股东的利益、优秀人才的培育作为追求的目标。

经营计划方面，2018 年，公司计划实现合约销售 240 亿元，合约销售面积达到 108 万平方米；计划于 2018 年度资本性开支约 210 亿元，三项费用预计 15 亿元；计划采用银行借款、债权融资、预售房款等融资手段满足资金需求。

总体看，公司仍致力于综合商业地产的开发和经营，具有明显自身经营特色，经营较稳健。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016~2017年度合并财务报表均已经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司执行财政部颁布的最新财务准则。

2017年，公司发生同一控制下的企业合并1家，处置子公司1家，新设子公司22家，清算注销子公司3家。截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司122家。由于公司对同一控制下企业合并追溯调整财务数据，本报告财务分析部分使用2017年报的期末和期初数据，财务数据可比性强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 919.18 亿元，负债合计 572.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 346.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 217.47 亿元。2017 年，公司实现营业收入 186.67 亿元，净利润（含少数股东损益）37.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.25 亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额954.74亿元，负债总额604.24亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计350.51亿元，其中归属于母公司所有者权益合计219.85亿元。2018年1~3月，公司实

现营业收入26.72亿元，净利润（含少数股东损益）4.36亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.49亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.50亿元，现金及现金等价物净增加额19.57亿元。

2. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额919.18亿元，较年初增长11.34%，主要系流动资产增加所致。从资产构成看，公司的资产仍以流动资产（占62.43%）为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计573.83亿元，较年初增长14.46%，主要系预付款项增长所致；公司流动资产以货币资金（占15.75%）、预付款项（占24.72%）和存货（占52.72%）为主。

截至2017年底，公司货币资金为90.38亿元，较年初增长5.68%，主要系销售回款及收到往来款增加所致。公司货币资金主要以银行存款为主（占98.58%），其中因冻结而受限的资金0.16亿元，占比较小。

截至2017年底，公司预付款项为141.86亿元，较年初增长380.94%，主要系公司增加预付深圳项目的土地款所致；其中一年以内的预付款项占92.57%；预付账款前五名单位金额合计133.55亿元，占预付款项总额的94.14%。

表9 截至2017年底公司预付款前五名构成情况（单位：亿元、%）

单位名称	与本公司关系	期末余额	占预付款项期末余额比例	预付款时间	未结算原因
深圳市财政委员会	非关联方	69.72	49.14	1年内	预付土地款
深圳市土地房产交易中心	非关联方	50.00	35.25	1年内	预付土地款
福州市公共资源交易服务中心	非关联方	7.65	5.39	1年内	预付土地款
石狮市国土资源局	非关联方	4.18	2.95	3~4年	预付土地款
汇邦人寿保险股份有限公司（筹）	非关联方	2.00	1.41	1年以内	预付投资款
合计		133.55	94.14	--	--

资料来源：公司年报

截至2017年底，公司存货账面价值为302.55亿元，较年初下降7.63%，主要系项目结转所致；其中开发成本账面价值为231.28亿元（占76.44%）和开发产品账面价值为67.42亿元（占22.28%）；公司共计提存货跌价准备330万元，全部为计入出租开发产品的世茂湖滨花园地下车库计提的跌价准备。公司存货主要集中于北京、深圳、南京、济南、杭州等一二线城市以及石狮市等三线城市，但石狮市等部分三线城市存货可能存在一定的计提跌价准备不足风险；部分重点城市调控政策趋长期化，公司可能面临去化速度放慢的风险。截至2017年底，公司因借款抵押而受限的存货账面价值为17.24亿元，占存货账面价值的5.70%，受限比例较小。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计345.35亿元，较年初增长6.51%，主要系投资性房地产增长所致；公司非流动资产以长期股权投资（占5.97%）、投资性房地产（占77.71%）和递延所得税资产（占6.17%）为主。

截至2017年底，公司长期股权投资为20.63亿元，较年初增长5.64%，主要系公司取得合营企业宁波鼎峰房地产开发有限公司投资收益及对联营企业无锡世茂新发展置业有限公司追加投资所致；公司投资的合营企业主要为苏州工业园区世茂世纪置业有限公司、长沙世茂投资有限公司和苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司等，联营企业主要为无锡世茂新发展置业有限公司。

截至 2017 年底，公司投资性房地产为 268.36 亿元，较年初增长 5.12%，主要系公允价值变动所致。公司投资性房地产公允价值主要参照所在各城市房地产市场近年来发展情况及商业物业价格进行评估。截至 2017 年底，公司受限投资性房地产账面价值为 101.44 亿元，占投资性房地产账面价值的 37.80%，受限比例尚可。

表 10 2016~2017 年公司投资性房地产明细（单位：万元）

投资性房地产项目	截至 2016 年底公允价值	截至 2017 年底公允价值
北京世茂大厦	289,100.00	341,500.00
绍兴世茂迪荡新城 A2A3	179,600.00	179,600.00
上海南京西路 258 号世茂商都大厦	70,000.00	70,000.00
常熟珠江东路 98 号商业楼	20,300.00	20,300.00
上海贵州路 79-85 号上卧副楼	3,280.00	4,700.00
昆山世茂华东商城	74,500.00	76,900.00
苏州世茂运河城一期	30,700.00	31,300.00
芜湖世茂滨江花园 4-1 号地块特色商业街 A 区、C 区	30,200.00	31,800.00
常熟卢米埃影城	2,300.00	2,300.00
沈阳世茂商业 S2	44,500.00	44,500.00
徐州世茂商业	60,200.00	60,500.00
苏州世茂运河城二期	122,700.00	123,000.00
昆山国际城	68,200.00	68,200.00
芜湖文化艺术中心	37,100.00	37,100.00
福建世茂海峡大厦商业	109,896.00	109,896.00
福建世茂海峡大厦自持办公	106,356.00	106,356.00
石狮世茂国际广场	170,600.00	171,500.00
济南世茂商业	251,800.00	261,900.00
武汉世茂嘉年华商业中心	176,200.00	176,200.00
沈阳世茂商业 S3	54,264.00	55,000.00
上海佘山纳米魔幻城	78,700.00	79,200.00
厦门集美项目	200,400.00	200,800.00
深圳商业中心	372,060.00	431,000.00
合计	2,552,956.00	2,683,552.00

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司递延所得税资产总额为 21.29 亿元，较年初增长 31.11%，主要系公司可抵扣亏损金额增加、房产预售及预提成本增加以及合并抵消内部销售引起的可抵扣暂时性差异所致。

截至 2017 年底，公司因借款抵押/资金冻结/诉讼冻结而受限的资产合计 131.89 亿元，占总资产的 14.35%，受限资产占比一般；其中，受限的货币资金、存货、固定资产、无形资产和投资性房地产分别为 1.16 亿元、17.24 亿元、10.90 亿元、1.15 亿元和 101.44 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 954.74 亿元，较年初增长 3.87%，变化不大；公司流动资产和非流动资产分别占 63.75%、36.25%，资产构成较年初变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，2017 年公司资产规模较年初有所增长，仍以流动资产为主，资产受限规模一般；公司货币资金较为充足，存货规模较大且主要位于二三线城市，但 2017 年以来，全国楼市调控长期化，且以一二线城市尤为严格，需关注楼市调控对公司未来核心区域项目销售的影响；公司非流动

资产主要以投资性房地产为主；整体看，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债规模为 572.91 亿元，较年初增长 11.73%，主要系非流动负债增加所致；其中流动负债占 68.66%，非流动负债占 31.34%，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2017 年底，公司流动负债合计 393.39 亿元，较年初增长 3.26%；公司流动负债以应付账款（占 23.83%）、预收款项（占 11.53%）、应交税费（占 12.20%）、其他应付款（占 40.32%）和一年内到期的非流动负债（占 8.64%）为主。

截至 2017 年底，公司应付账款为 93.74 亿元，较年初增长 3.97%；从应付账款账龄来看，1 年以内的占 88.20%，其余为 1 年以上款项；公司 1 年以上应付款主要为暂估应付工程款。

截至 2017 年底，公司预收款项为 45.35 亿元，较年初下降 27.16%，主要系公司销售结转所致；公司预收款项主要为预收售楼款（占 91.77%）；从账龄上看，公司预收款项中账龄在 1 年以内的占 94.26%，1 年以上的占比 5.74%。

截至 2017 年底，公司应交税费为 48.00 亿元，较年初增长 100.10%，主要系公司经营规模扩大，所需缴纳的企业所得税、增值税和土地增值税等各项税费随之增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款金额为 158.59 亿元，较年初增长 20.48%，主要系公司应付关联方款项增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期非流动负债合计 34.00 亿元，较年初增长 60.17%，主要系一年内到期的应付债券“15 沪世茂 MTN001”和“15 沪世茂 MTN002”转入所致。

非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 179.52 亿元，较年初增长 36.25%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 27.81%）、应付债券（占 48.78%）和递延所得税负债（占 22.46%）组成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 49.93 亿元，较年初增长 73.70%，主要系公司经营规模扩大带动新项目增加从而使得开发贷规模迅速扩张所致；其中，公司保证借款占 11.53%，信托借款占 18.43%，抵押贷款占 63.13%，质押借款占 6.91%。从期限分布看，2019 年到期的 6.33 亿元（占 12.68%），2020 年到期的 15.52 亿元（占 31.08%），2021 年到期的 3.63 亿元（占 7.27%），2022 年到期的 3.45 亿元（占 6.91%），2023 年到期的 5.00 亿元（占 10.01%），2026 年到期的 10.80 亿元（占 21.63%），2031 年到期的 5.20 亿元（占 10.42%），期限分布较分散。

截至 2017 年底，公司应付债券余额为 87.57 元，较年初增长 35.44%，主要系公司发行 17 沪世茂 MTN001、17 世茂 G1、17 世茂 G2 和 17 世茂 G3 所致。从债券到期期限分布看，于 2019 年到期 35 亿元，于 2020 年到期 53 亿元，考虑到长期借款，2019~2020 年公司长期债务存在一定的集中偿付压力。

表 11 截至 2017 年公司应付债券概况（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行日期	发行金额	债券期限	票面利率	期末余额
16 世茂 G1	2016.03.21	20.00	3	3.29	19.94
16 世茂 G2	2016.07.11	15.00	3	3.38	14.95
17 沪世茂 MTN001	2017.01.04	13.00	3	4.50	12.93
17 世茂 G1	2017.07.11	25.00	3	4.95	24.85

17世茂G2	2017.09.20	10.00	3	5.15	9.94
17世茂G3	2017.10.17	5.00	3	5.19	4.97
合计		88.00	--	--	87.57

资料来源：公司年报

截至2017年底，公司递延所得税负债为40.32亿元，较年初增长9.08%，主要系投资性房地产公允价值变动和公允价值计量投资性房地产可税前抵扣折旧摊销引起的应纳税暂时性差异所致。

截至2017年底，公司全部债务为177.79亿元，较年初增长10.92%，主要系公司发行债券以及开发贷增加所致；其中短期债务占比22.01%，长期债务占比77.99%，短期债务占比较低，债务结构较合理。截至2017年底，公司资产负债率为62.33%，较年初增加0.22个百分点，变化很小；公司长期债务资本化比率为28.60%，较年初增加5.44个百分点，主要系公司发行债券以及开发贷增加使长期债务增长所致；公司全部债务资本化比率为33.93%，较年初增加0.05个百分点，变化微小。

截至2018年3月底，公司负债合计604.24亿元，较年初增长5.47%，其中，流动负债和非流动负债占比分别为66.47%、33.53%，较年初变化不大，公司负债仍以流动负债为主；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为63.29%、37.32%和31.51%，指标较年初均有所增长，债务负担有所加重，主要系公司开发贷增加所致。

总体看，2017年公司负债结构仍以流动负债为主，受公司发行债券和开发贷规模增加的影响，公司负债规模有所扩大；公司债务规模有所增加，但公司债务结构合理，债务负担依然较轻；受长期债务和应付债券的共同影响，2019~2020年公司长期债务存在一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计346.27亿元，较年初增长10.68%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；其中归属于母公司所有者权益占62.80%，少数股东权益占37.20%。归属于母公司所有者权益中，股本占17.25%（增加主要系资本公积转增股本）、资本公积占3.25%、其他综合收益（主要为投资性房地产转换公允价值变动差额）占17.74%、未分配利润占59.30%和盈余公积占2.47%；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计350.51亿元，归属于母公司的所有者权益为219.85亿元。所有者权益结构较年初变化微小。

总体看，公司所有者权益主要由股本、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益构成。受益于公司利润规模和少数股东权益的增长，公司所有者权益规模扩大；但所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性弱。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入186.67亿元，同比增长36.17%，主要系受房地产行业结算周期影响，公司住宅房地产业务收入大幅增长所致；公司营业利润为53.48亿元，同比增长34.77%；公司实现净利润37.14亿元（其中归属于母公司的净利润为22.25亿元），同比增长35.92%，与营业收入变化趋势一致。

从期间费用看，2017年公司费用总额为13.67亿元，同比增长11.62%，主要系销售费用和财务费用增加所致；其中销售费用、管理费用和财务费用分别为6.12亿元、6.29亿元和1.25亿元；其中销售费用同比增长21.03%，主要系公司销售规模扩大使职工薪酬、物业管理费和营销及企划费增加所致；管理费用同比下降4.41%，主要系公司执行财会[2016]22号《关于印发<增值税会计处理规

定>的通知》，导致税费减少所致；财务费用同比增长107.94%，主要系公司长期债务规模扩大所致。

2017年，公司资产减值损失和营业外收入对利润水平影响有限；公司投资收益为1.05亿元（占营业利润的1.97%），同比下降90.27%，主要系公司2016年处置北京财富时代置业有限公司形成投资收益11.11亿元，而2017年处置上海世茂文化传媒有限公司形成的投资收益为-67.52万元所致。

2017年，公司公允价值变动收益为7.00亿元，同比增长21.45%，主要系公司投资性房地产公允价值增值所致；公司公允价值变动收益占营业利润的13.09%，公司公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

2017年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为7.84%、6.31%和11.27%，较上年分别增加1.86、1.45和2.76个百分点，主要系受营业收入和融资成本增加影响，公司净利润和利息支出增加所致。公司整体盈利能力仍处于较强水平。

2018年1~3月，公司实现营业收入26.72亿元，同比增长2.03%；实现净利润4.36亿元，同比增长9.46%，主要系住宅地产毛利率提升所致。

总体看，2017年，随着公司经营规模的扩大，公司收入和利润规模均大幅增长；投资性房地产公允价值变动对公司营业利润有一定影响，整体盈利能力仍保持在较高水平。

5. 现金流

经营活动方面，2017年公司经营性现金流入为322.64亿元，同比增长64.02%，主要系公司销售现金回款以及收到往来款增加所致；公司经营性现金流出额为280.14亿元，同比增长43.29%，主要系公司购地支出增加所致。受上述因素影响，2017年公司经营活动现金流净额为42.50亿元，同比增加41.31亿元。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入为0.45亿元，同比下降98.74%，主要系公司当期无处置子公司获取现金流（去年处置工三¹项目收到大额现金）所致；投资活动现金流出为45.18亿元，同比增长94.35%，主要系公司支付企业合并对价款所致。受上述因素影响，2017年公司投资活动产生的现金流净额为-44.72亿元，由正转负。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入为158.26亿元，同比下降31.44%，主要系公司发行债券和取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出为151.76亿元，同比下降34.26%，主要系公司偿还债务的规模减小所致。受上述因素影响，2017年公司筹资活动产生的现金流净额为6.50亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额为-3.50亿元，同比下降43.23%，主要系公司支付日常经营往来款增加所致；投资活动产生的现金流净额为-2.16亿元，同比增长26.61%，主要系当期无大额投资款支出所致；筹资活动产生的现金流净额为25.28亿元，上年同期为-4.82亿元，主要系融资规模增加所致。

总体看，2017年，受销售现金回款以及收到往来款增加影响，公司经营活动产生的现金流呈大规模净流入；因支付企业合并对价款，公司投资活动现金流净额由净流入转为大规模净流出；筹资活动规模有所减少，但随着公司在建规模的增加，公司未来投资需求较大，公司仍有较大的对外融资需求。

¹ 北京世茂·工三位于北京三里屯核心区工体北门正对面，广场于2011年12月开业，自持商业面积约5万平方米，是涵盖时尚、服饰、皮具、化妆品、钟表珠宝、超市、餐饮等多元业态的商业物业。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.46 倍和 0.69 倍，分别较年初的 1.32 倍和 0.46 倍有所提升，主要系预付款项增加所致。截至 2017 年底，公司现金短期债务比为 2.31 倍，较年初的 1.30 倍大幅提升，主要系公司偿还短期应付债券使短期借款大幅减少所致，公司现金对短期债务的覆盖程度处于高水平。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 56.07 亿元，主要由利润总额（占 94.68%）和计入财务费用的利息支出（占 3.50%）构成；EBITDA 全部债务比为 0.32 倍，较上年的 0.25 倍有所提升；EBITDA 利息倍数为 5.78 倍，较上年的 3.75 倍有所提升，主要系公司利润水平提升所致，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度处于高水平，公司长期偿债能力强。

截至 2017 年底，剔除公司为购房者向银行申请的个人住房抵押贷款而提供的担保以及对全资子公司提供的担保，公司对外担保对象为合营公司长沙世茂投资有限公司，担保余额为 9.28 亿元，占公司期末净资产的比例为 2.68%，占比较小，截至目前，被担保企业经营、运作状况正常。

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；限公司承担连带保证责任。公司不服该判决，已申请上诉。截至本报告出具日，此案件尚在二审审理阶段。公司已于 2016 年计提 0.53 亿元预计诉讼支出。最高人民法院于 2017 年 10 月 25 日送达了（2016）最高法民终 630 号《民事裁定书》，裁定将本案发回浙江省高级人民法院重审，截至 2017 年，公司尚未获知开庭时间。联合评级将持续关注此案件进展情况以及对公司信用状况可能带来的影响。

截至 2017 年底，公司共计获得银行授信额度约 198.04 亿元，其中尚未使用的授信额度为 131.94 亿元，考虑到公司作为 A 股上市公司，公司整体融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（G10310101001496109），截至 2018 年 4 月 2 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。

总体看，公司短期偿债能力强，EBITDA 对利息和债务的保障能力较好，经营活动现金净流量规模较大，同时间接融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至 2017 年底，公司现金类资产达 90.38 亿元，为“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”、“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”（本金合计 75.00 亿元）的 1.21 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 346.27 亿元，为债券本金（75.00 亿元）的 4.62 倍。公司现金类资产和净资产能够对“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”、“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况看，2017 年，公司 EBITDA 为 56.07 亿元，为债券本金（75.00 亿元）的 0.75 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可。

从现金流情况看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 322.64 亿元，为债券本金合计（75.00 亿元）的 4.30 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，商业物业运营能力强，品牌影响力大，具备较强的综合竞争力；公司土地储备充足，土地成本较低，盈利能力强，未来能够持续取得较高的盈利水平。联合评级认为，公司对“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”、“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”的偿还能力极强。

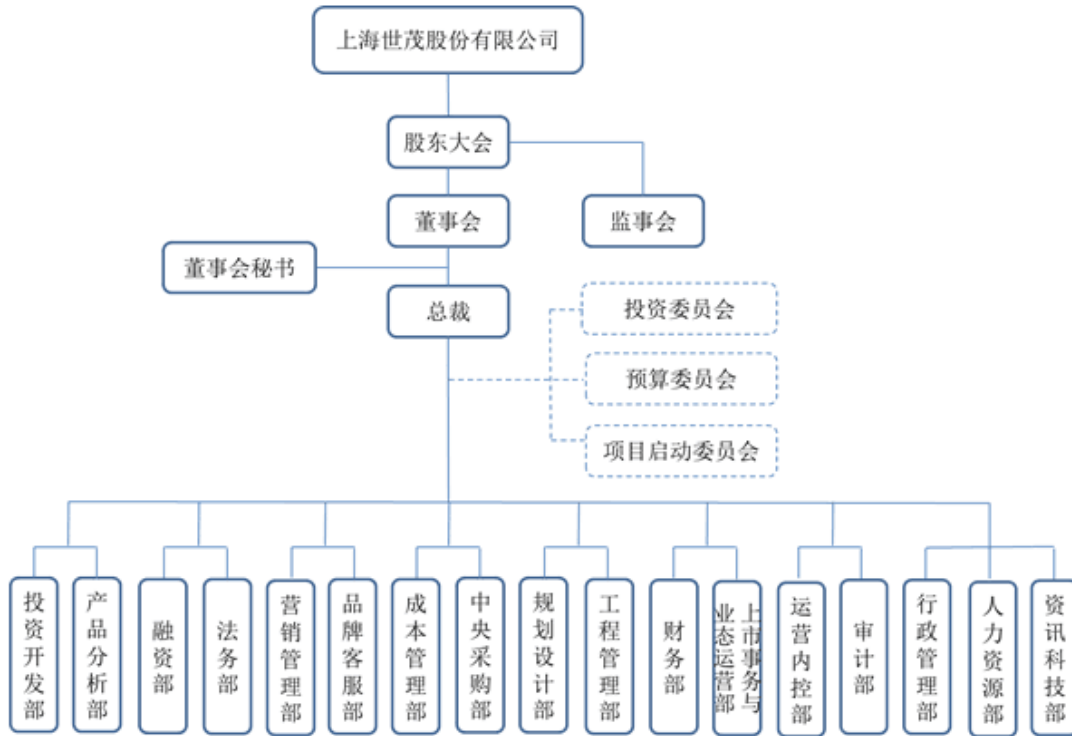
八、综合评价

联合评级对世茂股份的跟踪评级，反映了公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业之一，在开发运营经验、品牌知名度、土地储备等方面所具备的优势。2017年，公司协议销售面积和规模均大幅增长，营业收入及盈利指标整体保持在较高水平，资产质量良好，经营活动产生的现金流呈大规模净流入，整体债务负担仍然较轻，财务安全性较高。同时，联合评级也关注到房地产行业受调控政策影响较大、自持物业的未来盈利能力变动、在建拟建项目资金需求量较大、所有者权益稳定性较弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司项目储备地理位置优越，未来随着在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持世茂股份的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 世茂 G1”、“16 世茂 G2”、“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”和“17 世茂 G3”债项为“AAA”的信用等级。

附件 1 上海世茂股份有限公司 组织架构图



附件 2 上海世茂股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	825.59	919.18	954.74
所有者权益 (亿元)	312.84	346.27	350.51
短期债务 (亿元)	66.03	39.13	47.45
长期债务 (亿元)	94.26	138.67	161.26
全部债务 (亿元)	160.30	177.79	208.71
营业收入 (亿元)	137.08	186.67	26.72
净利润 (亿元)	27.32	37.14	4.36
EBITDA (亿元)	40.25	56.07	--
经营性净现金流 (亿元)	1.19	42.50	-3.50
流动资产周转次数 (次)	0.28	0.35	--
存货周转次数 (次)	0.28	0.33	--
总资产周转次数 (次)	0.17	0.21	--
总资本收益率 (%)	5.98	7.84	--
总资产报酬率 (%)	4.86	6.31	--
净资产收益率 (%)	8.51	11.27	--
营业利润率 (%)	26.21	31.88	35.81
费用收入比 (%)	8.93	7.32	13.70
资产负债率 (%)	62.11	62.33	63.29
全部债务资本化比率 (%)	33.88	33.93	37.32
长期债务资本化比率 (%)	23.15	28.60	31.51
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.75	5.78	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.25	0.32	--
流动比率 (倍)	1.32	1.46	1.52
速动比率 (倍)	0.46	0.69	0.75
现金短期债务比 (倍)	1.30	2.31	2.32
经营现金流动负债比率 (%)	0.31	10.80	-0.87
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.54	0.75	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。4、2017 年，因同一控制的企业合并，公司追溯调整财务数据，因此 2016 年底财务数据使用 2017 年年初数。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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。