

跟踪评级公告

联合[2019]606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G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”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G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  

二零一九年五月五日

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 2019 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 G2	15 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.5.18
17 世茂 G1	25 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.5.18
17 世茂 G2	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.5.18
17 世茂 G3	5 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.5.18
19 世茂 G1	20 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.12.21
19 世茂 G2	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2019.3.1

跟踪评级时间：2019 年 5 月 5 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	919.19	1,083.20
所有者权益（亿元）	346.55	447.94
长期债务（亿元）	138.67	145.74
全部债务（亿元）	177.79	205.45
营业收入（亿元）	186.69	206.74
净利润（亿元）	37.16	47.26
EBITDA（亿元）	56.10	70.55
经营性净现金流（亿元）	42.49	39.78
营业利润率（%）	31.90	35.70
净资产收益率（%）	11.53	11.90
资产负债率（%）	62.30	58.65
全部债务资本化比率（%）	33.91	31.44
流动比率（倍）	1.46	1.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	6.94
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	0.83

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，因同一控制的企业合并，公司追溯调整财务数据，因此 2017 年底财务数据使用 2018 年年初数。

评级观点

2018 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。公司协议销售面积和销售金额均保持增长，营业收入及盈利指标整体保持在较高水平，货币资金较为充裕，经营活动现金流入规模较大，资产质量良好，融资渠道通畅，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、公司自持物业公允价值存在波动风险、在建项目资金需求量大、关联方往来款规模较大以及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 G2”、“17 世茂 G1”、“17 世茂 G2”、“17 世茂 G3”、“19 世茂 G1”和“19 世茂 G2”的信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司作为国内商业地产运营龙头企业，开发运营经验丰富，产品品质较高；港股上市母公司对公司在土地获取和资金方面支持力度较大。

2. 公司土地储备较为充足、成本较低，区域分布以二线城市为主，土地储备质量较高，可持续经营能力强。

3. 2018 年，公司协议销售规模显著增长，毛利率保持在较高水平，盈利能力较强，为未来收入结转提供有力支撑。

4. 2018 年，公司自持物业收入保持增

长，出租率维持在较高水平，为公司提供了较为稳定的现金流补充。

5. 2018年，公司货币资金较为充裕，经营活动现金流入规模较大，资产质量良好；融资渠道通畅，财务安全性较高。

关注

1. 公司自持商业物业规模较大，商业地产行业竞争激烈，公司经营面临一定的市场风险，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。

2. 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，同时考虑到债务到期情况，公司将面临一定的资本支出压力。

3. 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；此外，公司关联方往来款规模较大，对关联方资金支持的依赖度较高。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@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：


王彦

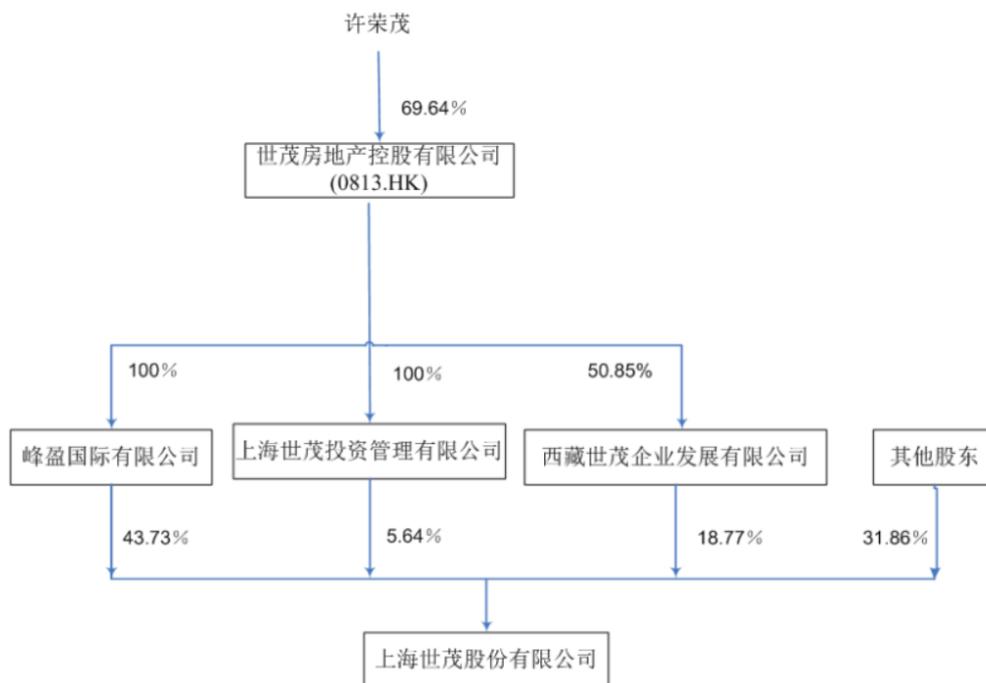
联合信用评级有限公司

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”），是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，持股比例43.73%，实际控制人为许荣茂先生。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 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 137 家，拥有在职员工合计 2,097 人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,083.20亿元，负债总额635.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计447.94亿元，其中归属于母公司所有者权益合计236.76亿元。2018年，公司实现营业收入206.74亿元，净利润（含少数股东损益）47.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为24.04亿元；经营活动产生的现金流量净额39.78亿元，现金及现金等价物净增加额11.38亿元。

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

公司根据中国证监会文件批复发行下表所列公司债券，具体付息日、行权规定等事宜参见相关债券募集说明书。

表1 截至2018年底公司债券发行相关情况（单位：亿元、年、%）

债项	债券简称	证券代码	发行规模	债券余额	期限	当期票面利率	发行日	到期日/行权日	特殊条款说明
上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)	16 世茂 G1	136303.SH	20.00	0.00	3	3.29	2016-03-18	2019-03-21	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券(第二期)	16 世茂 G2	136528.SH	15.00	15.00	3	3.38	2016-07-08	2019-07-12	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司 2017 年公司债券(第一期)	17 世茂 G1	143165.SH	25.00	25.00	3	4.95	2017-07-10	2020-07-12	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司 2017 年公司债券(第二期)	17 世茂 G2	143308.SH	10.00	10.00	3	5.15	2017-09-19	2020-09-21	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司 2017 年公司债券(第三期)	17 世茂 G3	143332.SH	5.00	5.00	3	5.19	2017-10-16	2020-10-18	加速清偿条款
上海世茂股份有限公司 2019 年公司债券(第一期)	19 世茂 G1	155142.SH	20.00	20.00	3	4.65	2019-01-11	2022-01-15	加速清偿及交叉违约条款
上海世茂股份有限公司 2019 年公司债券(第二期)	19 世茂 G2	155254.SH	10.00	10.00	3	4.64	2019-03-15	2022-03-19	加速清偿及交叉违约条款

资料来源：Wind，联合评级整理

截至本报告出具日，16 世茂 G2、17 世茂 G1、17 世茂 G2 和 17 世茂 G3 债项的募集资金均按照募集资金说明书约定用途使用完毕，且均已按期支付上述债券的利息；19 世茂 G1 债项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 2019 年 3 月 21 日到期的 16 世茂 G1 公司债券；19 世茂 G2 募集资金拟全部用于偿还 2019 年到期“16 世茂 G2”公司债券。目前，公司发行的“19 世茂 G1”和“19 世茂 G2”均尚未到第一个付息日。

特殊条款方面，16 世茂 G2、17 世茂 G1、17 世茂 G2 和 17 世茂 G3 设置有加速清偿条款，19 世茂 G1 和 19 世茂 G2 设置有加速清偿及交叉违约条款（具体条款内容请见募集说明书）。

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

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，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。

资金来源方面，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；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，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。

销售价格方面，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%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，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。从房企销售额来看，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，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，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。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产

市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

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。

2019年3月，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。

总体看，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年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 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

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，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。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

(3) 中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

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，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、管理分析

2018年，公司董事会及监事会进行了换届选举，除一名董事和独立董事离任以外，公司其余董事会成员、监事会成员及高层管理团队未发生重大变化。整体看，公司经营团队基本保持稳定，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

2018年，公司实现营业收入206.74亿元，同比增长10.74%，主要系当期结转的商业地产项目收入大幅增长所致；公司实现净利润47.26亿元，同比增长27.17%；公司净利润增速高于营业收入增速主要系当期结转的高毛利商业地产项目增加、公允价值收益增加以及2018年营业税金及附加降低等因素综合影响所致。

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。2018年，公司住宅业务实现收入126.99亿元，同比下降19.89%，主要系房地产项目结转进度影响所致；公司住宅地产业务收入占比为61.42%，较上年下降23.50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，2018年，公司商业物业运营业务实现收入72.78亿元，同比大幅增长245.26%，主要系商业地产销售业务收入大幅增长所致；具体来看，2018年公司商业地产销售收入为65.83亿元，同比大幅增长329.95%，主要系深圳前海项目销售较好以及部分物业达到收入结转条件所致；随着公司自持物业业态布局、购物环境和消费体验等多方面提升，以及商业运营能力的不断提高，2018年公司房地产租赁业务收入为6.95亿元，同比增长20.45%，占营业收入比重为3.36%。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2 2017~2018年公司营业收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
住宅地产业务	158.51	84.92	45.08	126.99	61.42	41.88
商业物业运营	21.08	11.29	35.99	72.78	35.20	46.76
其中：商业地产销售	15.31	8.20	21.07	65.83	31.84	43.44
房地产租赁	5.77	3.09	75.57	6.95	3.36	78.17
影院业务	0.17	0.09	56.23	0.00	0.00	21.63
酒店服务业务	2.30	1.23	43.32	2.61	1.26	45.61
物业管理	3.65	1.96	97.17	3.42	1.65	98.06
其他	0.95	0.51	16.64	0.95	0.46	39.11
合计	186.67	100.00	44.91	206.74	100.00	44.56

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，公司住宅地产业务收入和商业物业运营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。2018年，公司综合毛利率为44.56%，较上年变化不大。具体来看，2018年，公司住宅地产业务毛利率为41.88%，较上年下降3.20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。2018年，公司商业物业运营毛利率为46.76%，较上年提高10.77个百分点，其中商业地产销售业务毛利率为43.44%，较上

年提高 22.37 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 78.17%，较上年提高 2.60 个百分点，变化不大。公司其他板块业务收入规模较小，对综合毛利率影响较小。

总体看，2018 年，公司主营业务收入仍主要为商业物业运营及住宅房地产业务，整体经营情况良好。其中，受项目结转进度影响，公司住宅业务收入有所下降，但仍是公司最主要收入来源；受深圳项目销售较好以及结转项目增加等因素影响，公司商业物业运营业务收入和毛利率均有显著提高；公司综合毛利率仍处于较高水平。

2. 业务运营

(1) 土地储备

2018 年，公司继续加大土地购置力度，当年购置土地面积 74.12 万平方米，较 2017 年增长 51.54%；对应建筑面积 224.41 万平方米，同比增长 27.04%，拿地区域主要分布在泉州、荆门和长沙；购置土地支出 60.10 亿元，较 2017 年大幅下降，主要系 2017 年公司支付的深圳龙岗项目土地成本相对较高所致；新增土地楼面均价 2,678.13 元/平方米；受拿地区域不同影响，公司 2018 年综合拿地成本较 2017 年显著降低。

表3 2017~2018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
2017 年	48.94	176.64	商业	260.58
2018 年	74.12	224.41	商业、住宅	60.10

资料来源：公司提供

从土地储备的规模来看，截至 2018 年底，公司土地储备建筑面积约 1,344 万平方米（口径为在建未取得竣工备案及拟建部分）；其中，商业性质的土地储备建筑面积 588 万平方米，占 43.77%；住宅性质土地储备 61 万平方米，占 4.55%；综合体性质土地储备 695 万平方米，占 51.68%。整体看，公司土地储备仍较为充足。

从土地储备的区域分布来看，2018 年，公司土地储备主要分布在长三角、环渤海、海西及华南等地区的一、二线经济发达城市及部分三线城市（其中以二线城市为主）。截至 2018 年底，公司在国内超过 20 个城市拥有 33 个项目储备，其中：一线城市为深圳，二线城市包括天津、苏州、青岛、无锡、宁波、南京、武汉、沈阳、杭州、济南和福州等，三线及以下城市包括石狮、泉州、常州、昆山、常熟及荆门地区。从土地储备建筑面积的城市分布来看，截至 2018 年底，公司一线城市土地储备建筑面积占 13.53%（较年初变化不大），二线城市土地储备建筑面积占 51.76%（较年初下降 7.76 个百分点），三线及以下城市土地储备建筑面积占 34.71%（较年初上升 8.10 个百分点）；三线城市占比有所提升。从土地储备楼面均价看，公司整体楼面均价处于相对较低的水平，但由于地理位置、拿地时间等方面因素影响，个别城市不同项目的楼面均价存在一定差异，其中，苏州世茂铜雀台项目楼面地价相对较高，需对项目未来的销售情况及区域限价政策对项目盈利的影响予以关注。整体看，公司土地储备以二线城市为主，质量较好，购置价格整体较低。

表4 截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

城市等级	项目名称	项目类型	所处城市	土地储备建筑面积	权益建筑面积	楼面地价
一线城市	深圳世茂前海中心	商业	深圳	16	8	15,238

	深圳龙岗项目	商业	深圳	137	70	17,547
	深圳坪山项目	商业	深圳	30	18	10,291
	小计			182	95	--
二线城市	天津世茂悦府	住宅/商业	天津	21	21	1,281
	济南世茂国际广场	商业	济南	6	6	5,182
	济南世茂天城	住宅/商业	济南	45	45	4,494
	济南翡丽公馆	住宅/商业	济南	28	28	5,883
	苏州世茂铜雀台 7#-湖滨	住宅	苏州	21	10	15,151
	苏州世茂铜雀台 6#-世纪	住宅	苏州	15	15	23,372
	青岛世奥大厦	商业	青岛	14	11	4,394
	青岛世茂国际中心	商业	青岛	18	18	1,708
	青岛世茂诺沙湾	住宅/商业	青岛	5	5	2,352
	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	54	27	2,445
	南京雨花世茂城品	住宅/商业	南京	26	13	11,900
	武汉世茂嘉年华	商业	武汉	90	46	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	23	2,371
	长沙正圆世茂云锦项目	住宅/商业	长沙	39	11	4,293
	厦门集美世茂璀璨天城	住宅/商业	厦门	40	20	10,363
	南昌水城世茂 APM	商业	南昌	14	14	876
杭州世茂智慧之门	商业	杭州	30	30	5,494	
福州 108 大楼项目	商业	福州	41	21	4,877	
福州台江金融街项目	商业	福州	5	1	11,538	
	小计			696	478	--
三线城市	常熟世茂世纪中心	住宅/商业	常熟	15	15	472
	昆山商业项目	商业	昆山	6	6	789
	常州世茂广场	商业	常州	12	12	907
	石狮世茂摩天城	住宅/商业	石狮	226	81	2,703
	泉州洛江世茂璀璨天城	住宅/商业	泉州	10	5	6,692
	泉州台商百崎湖项目	商业	泉州	68	12	3,060
	湖北荆门项目	住宅/商业	荆门	129	34	928
	小计			466	165	--
	合计			1,344	739	--

资料来源：公司提供

注：尾数差异系四舍五入导致

总体看，公司土地储备仍较为充足，能够满足其未来几年的开发需求；公司土地储备以二线城市为主，区域分布主要在长三角、环渤海、海西及华南等地区，土地储备质量较好且整体成本较低。

(2) 项目开发

2018 年，公司新开工面积为 151.34 万平方米，同比下降 9.64%，公司新开工面积较 2017 年有

所下降，但仍保持在 150 万平方米以上规模；受工程规划进度影响，公司竣工面积为 104.58 万平方米，同比增长 59.06%；公司期末在建面积为 647.28 万平方米，较年初增长 4.57%，主要系新增项目开发所致。

表 5 2017~2018 年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年
当期新开工面积（万平方米）	167.48	151.34
当期竣工面积（万平方米）	65.75	104.58
期末在建面积（万平方米）	619.02	647.28

资料来源：公司提供

从在建项目分布来看，截至 2018 年底，公司在建项目 23 个，分布于深圳、天津、济南、青岛、南京、杭州、武汉、厦门、石狮等地，主要于 2019~2020 年竣工。公司在建项目计划总投资金额 1,251.16 亿元。截至 2018 年底，公司已投资金额 852.06 亿元，2019 年、2020 年和 2021 年计划投资金额分别为 162.04 亿元、127.44 亿元和 61.21 亿元。此外，截至 2018 年底，公司拟建项目预计总投资 674 亿元，尚需投资 499.96 亿元。整体看，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 6 截至 2018 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		
								2019 年	2020 年	2021 年
天津世茂悦府项目	环渤海	2012	2019	住宅/商业	39.00	23.02	59.00	8.00	7.98	--
济南世茂国际广场项目	环渤海	2012	2019	商业	48.00	48.00	100.00	1.00	--	--
常熟世茂世纪中心项目	长三角	2007	2020	住宅/商业	61.81	52.35	85.00	5.00	4.46	--
青岛胶南世茂国际中心项目	环渤海	2012	2020	商业	40.00	8.45	21.00	10.00	10.00	11.55
青岛胶南世茂诺沙湾项目	环渤海	2012	2019	住宅/商业	40.00	40.66	100.00	1.00	--	--
常州世茂广场项目	长三角	2009	2019	商业	12.30	9.78	80.00	2.52	--	--
南京世茂外滩新城二期项目	长三角	2010	2020	住宅/商业	125.00	109.09	87.00	8.00	7.91	--
武汉蔡甸世茂嘉年华项目	其他	2010	2020	商业	45.00	31.00	69.00	6.00	5.00	3.00
沈阳世茂商业项目	环渤海	2008	2023	商业	60.00	17.18	29.00	2.00	10.00	10.00
石狮世茂钞坑项目	海西及华南	2014	2020	住宅/商业	200.37	145.34	73.00	20.00	20.00	15.03
济南世茂天城项目	环渤海	2014	2019	住宅/商业	61.95	50.29	81.00	11.66	--	--
宁波世茂滨江府项目	长三角	2013	2019	住宅/商业	28.09	19.60	70.00	8.50	--	--
深圳前海项目	海西及华南	2014	2020	商业	58.42	45.27	77.00	10.00	3.15	--
杭州智慧之门项目	长三角	2014	2020	商业	42.46	25.88	61.00	5.00	5.00	6.58
南昌水城项目	长三角	2014	2019	商业	40.00	16.66	42.00	10.00	13.34	--
厦门集美项目	海西及华南	2015	2020	住宅/商业	65.00	53.64	83.00	11.36	--	--
南京雨花项目	长三角	2016	2019	住宅/商业	43.45	34.57	80.00	5.00	3.88	--
泉州洛江项目	海西及华南	2017	2020	住宅/商业	32.04	23.03	72.00	5.00	4.01	--
济南小鸭项目	环渤海	2017	2020	住宅/商业	36.01	22.95	64.00	5.00	8.06	--
苏州工业园区-6#地	长三角	2014	2019	住宅	47.05	35.40	75.00	6.00	5.65	--
长沙世茂商业项目	其他	2014	2020	商业	27.45	16.40	60.00	5.00	5.00	1.05
泉州台商项目	海西及华南	2018	2022	住宅/商业	42.20	16.46	39.00	8.00	6.00	6.00

湖北荆门龙山中央文化商务区项目	其他	2018	2025	住宅/商业	55.56	7.04	13.00	8.00	8.00	8.00
合计					1,251.16	852.06	--	162.04	127.44	61.21

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 2018 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

公司商业及住宅物业销售主要集中于长三角、环渤海及海西地区。2018 年，公司协议销售面积为 138.29 万平方米，协议销售金额为 271.09 亿元，均较 2017 年有显著增长，主要系公司进一步推动了可售项目的持续推盘，并持续优化产品质量，通过下属厦门、石狮、济南、南京、泉州、宁波、天津、青岛、苏州等多处项目的销售，实现了销售业绩的增长；分产品看，2018 年，公司商业和住宅地产协议销售面积分别为 49.77 万平方米和 88.52 万平方米，商业和住宅地产协议销售金额分别为 102.52 亿元和 168.57 亿元，商业地产和住宅地产协议销售面积和协议销售金额均较上年有所增长。

协议销售均价方面，2018 年，公司商业物业和住宅物业协议销售均价分别为 2.06 万元/平方米和 1.90 万元/平方米，同比变化均较小。

从结转情况看，2018 年，公司结转收入面积 117.17 万平方米，同比增长 23.12%；结转收入金额 192.81 亿元，同比增长 10.93%；公司结转面积及结转收入金额均较上年有所增长，主要系深圳前海项目销售情况良好及部分物业达到结转条件等因素影响所致。

表 7 2017~2018 年公司物业销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
协议销售面积	110.48	138.29
其中：商业	30.49	49.77
住宅	80.00	88.52
协议销售金额	215.68	271.09
其中：商业	65.26	102.52
住宅	150.43	168.57
协议销售均价	1.95	1.96
其中：商业	2.14	2.06
住宅	1.88	1.90
结转收入面积	95.17	117.17
其中：商业	11.85	31.20
住宅	83.32	85.97
结转收入	173.82	192.81
其中：商业	15.31	65.83
住宅	158.51	126.99

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 2018 年底，公司在售项目 25 个，累计已销售总额为 985.73 亿元。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 40%），其余去化率均大于 70%；其中，深圳前海世茂金融中心项目去化率低系受项目整体推盘进度影响所致。

表 8 截至 2018 年底公司主要在售项目情况（单位：年、%、亿元）

序号	项目名称	物业性质	开工时间	预计完工时间	销售进度	截至 2018 年底 累计销售总额
1	常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2020	>85	53.71
2	苏州园区	住宅	2014	2019	>95	63.34
3	青岛诺沙湾	住宅	2012	2019	>95	55.42
4	青岛国际中心	商业	2012	2020	>45	8.46
5	济南国际广场	商业	2012	2017	>90	36.31
6	济南世茂天城	住宅、商业	2014	2019	>95	73.89
7	徐州世茂商业	商业	2009	2015	>75	11.03
8	常州世茂广场	商业	2009	2019	>80	6.44
9	宁波滨江	住宅	2013	2019	>95	13.60
10	宁波包家漕	商业	2013	2016	>70	6.22
11	天津世茂悦府项目	住宅	2012	2019	>85	25.63
12	南京世茂外滩新城项目	住宅、商业	2010	2019	>95	229.78
13	石狮摩天城项目	住宅、商业	2014	2020	>85	101.00
14	深圳前海世茂金融中心	商业	2015	2020	>40	48.69
15	杭州智慧之门	商业	2015	2020	>80	7.50
16	厦门集美项目	住宅、商业	2016	2020	>75	69.47
17	南昌水城项目	商业	2014	2019	>95	18.31
18	南京新发展项目	住宅、商业	2016	2019	>90	33.97
19	泉州洛江项目	住宅、商业	2017	2020	>95	40.27
20	济南翡丽公馆（济南小鸭）项目	住宅、商业	2017	2020	>55	15.30
21	长沙世茂广场	商业	2014	2020	>60	4.29
22	湖北荆门项目	住宅、商业	2018	2025	>30	0.88
23	福州台江金融街项目	商业	2018	2020	>50	4.63
24	泉州台商项目	住宅、商业	2018	2022	>65	6.19
25	厦门世茂海峡大厦	商业	2010	2016	>95	51.40
合计	--	--	--	--	--	985.73

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司销售区域分布较广，签约销售额和销售面积均有显著增长，为未来收入结转提供有力支撑；但公司项目主要集中于二线城市，销售价格受宏观经济及房地产政策影响较大。

（4）自持物业情况

截至 2018 年底，公司自持物业可租面积为 82.71 万平方米，较年初基本保持稳定；出租率保持在较高水平，为 88.00%。租金收入方面，2018 年，公司自持物业租金收入为 6.95 亿元，同比增长 20.45%，主要系当期广场物业务部分项目租金水平上涨所致。

表9 2017~2018年公司自持物业情况(单位:万平方米、%、亿元)

年份	物业类型	年末可租面积	出租率	租金收入
2017年	办公楼	9.13	72	1.62
	广场	71.40	89	4.05
	其他	2.23	100	0.10
	合计	82.76	87	5.77
2018年	办公楼	9.17	77	1.63
	广场	71.08	89	5.21
	其他	2.47	88	0.10
	合计	82.71	88	6.95

资料来源:公司提供

截至2018年底,公司主要自持物业情况如下表所示。2018年,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。截至2018年底,公司主要自持物业建筑面积共计117.42万平方米,可租面积68.00万平方米,整体出租率达90.00%,物业出租收入超过6亿元。

表10 截至2018年底公司主要自持物业情况(单位:万平方米、万元、%、元/平方米/年)

项目名称	所在地	业态	建筑面积	可租面积	已租面积	出租率	2018年	
							租金收入	单位租金
北京世茂大厦	环渤海	办公楼	7.02	5.75	5.25	91	15,666	2,726
昆山世茂广场一期 (昆山世茂华东商城)	长三角	广场	8.82	5.41	4.65	86	2,695	499
昆山世茂广场二期 (昆山国际城)	长三角	广场	8.70	4.94	4.89	99	2,496	505
苏州世茂运河城(一期)	长三角	广场	5.00	2.91	2.63	90	593	204
苏州世茂运河城(二期)	长三角	广场	13.46	2.77	2.77	100	2,389	862
常熟卢米埃影院	长三角	广场	0.46	0.46	0.46	100	85	184
常熟欧尚	长三角	广场	4.34	4.20	4.20	100	978	233
绍兴世茂广场	长三角	广场	18.27	11.14	10.96	98	7,133	640
徐州世茂商业	长三角	广场	5.95	3.75	3.00	80	1,261	337
芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	长三角	广场	3.84	1.85	1.85	100	221	119
芜湖文化艺术中心	长三角	其他	4.29	2.47	2.16	88	83	34
上海世茂商都	长三角	广场	0.96	0.71	0.67	95	3,581	5,074
济南世茂广场	环渤海	广场	14.85	7.98	7.94	100	18,347	2,301
石狮世茂摩天城	海西	广场	15.63	11.50	7.76	67	2,794	243
厦门EMALL	海西	广场	5.83	2.18	2.16	99	4,123	1,889
合计	--	--	117.42	68.00	61.34	90	62,445	--

资料来源:公司提供

总体看,2018年公司自持物业收入规模保持增长,整体出租率仍保持在较高水平,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,公司租金水平有望持续上升,为公司提供较为稳定的经营性现金流入。

3. 关联交易

公司关联方主要包括母子公司、联合营企业以及其他关联方。2018年,公司关联交易包括关

关联方提供服务和购买商品、关联方担保、资金拆借和资金往来，其中以关联方资金往来为主。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额为 9.60 亿元，其中因向关联方提供的资金规模为 5.41 亿元（主要为对联营企业无锡世茂新发展置业有限公司及合营企业长沙茂泓置业开发有限公司提供的资金），规模相对较小；公司其他应付款账面余额为 143.04 亿元，其中与关联方形成的往来款规模为 121.40 亿元，规模较大，主要与关联方上海世茂建设有限公司（系公司同一控制下企业）及上海隆汀企业管理中心（有限合伙；为公司子公司股东）形成的往来款，分别为 48.84 亿元和 34.47 亿元。

总体看，2018 年公司关联方交易主要为资金往来款，规模较大，公司对关联方资金支持的依赖度较高。

4. 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）关联交易规模较大

近年来，公司与关联方形成的往来款规模较大，对关联方资金支持的依赖度较高。

（3）自持物业价值波动风险

截至 2018 年底，公司主要自持物业建筑面积共计 144.94 万平方米，可租面积 82.71 万平方米，规模较大；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以及公允价值的变动情况。

5. 未来发展

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，并力争发展成为中国规模最大的商业地产专业化开发及运营的龙头上市公司。

业务布局方面，公司将继续以上海、北京、深圳、青岛、济南、南京、杭州、宁波、厦门、苏州等一、二线城市为核心，抓住商机继续拓展其他发展潜力较大的区域性经济中心城市，完善公司全国战略布局，扩大“世茂”品牌影响力，并在各区域市场占有一定的市场份额，从而形成多区域利润增长点。

经营计划方面，2019 年，公司计划实现合约销售 300 亿元，计划合约销售面积 153 万平方米，公司 2019 年度资本性支出预计为 194 亿元，三项费用预计为 19 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。

在多业态综合经营方面，公司将全面优化世茂广场的业务结构和内容，通过提升入驻商品质、增加各种经营点位、拓展商业收入领域、商业内部结构的改扩建以及加强内部目标执行与管理等方式，全面提升世茂广场的经营能力。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有明显自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017~2018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。

2018年，公司发生非同一控制下企业合并增加子公司2家，同一控制下企业合并增加子公司2家，新设子公司18家，处置子公司1家，清算注销子公司3家，其他不再纳入合并范围子公司5家；截至2018年底，公司纳入合并财务报表范围子公司共计137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2018年报的期末和期初数据，财务数据可比性强。

截至2018年底，公司合并资产总额1,083.20亿元，负债总额635.26亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计447.94亿元，其中归属于母公司所有者权益合计236.76亿元。2018年，公司实现营业收入206.74亿元，净利润（含少数股东损益）47.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为24.04亿元；经营活动产生的现金流量净额39.78亿元，现金及现金等价物净增加额11.38亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额1,083.20亿元，较年初增长17.84%，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66.26%）为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计717.73亿元，较年初增长25.08%，主要系存货增加所致；公司流动资产以货币资金（占14.42%）和存货（占75.54%）为主。

截至2018年底，公司货币资金为103.49亿元，较年初增长14.49%，主要系当期取得的借款增加以及公司控股子公司福建世茂新里程投资发展有限公司（以下简称“福建新里程”）收到少数股东上海隆汀企业管理中心（有限合伙）资本金投入所致；公司货币资金以银行存款为主（占97.08%）；公司货币资金受限规模为2.88亿元，其中到期3个月以上的保证金金额为2.33亿元，因诉讼被冻结的资金为0.55亿元；整体看，公司货币资金受限规模较小。

公司预付款项主要由预付土地款构成。截至2018年底，公司预付款项为30.62亿元，较年初大幅下降111.24亿元，主要系公司当期将2017年预付的深圳项目土地款转为存货所致。从期限构成看，截至2018年底，一年以内的预付款项占46.08%；预付款项前五名金额合计28.06亿元，占预付款项总额的91.64%。

截至2018年底，公司存货账面价值为542.18亿元，较年初增长79.20%，主要系公司加大房地产项目开发导致相关开发成本增长所致；其中开发成本账面价值为482.37亿元（占88.97%），开发产品账面价值59.20亿元（占10.92%）；开发成本中占比最大的项目为深圳新里程（系福建新里程控股子公司）项目252.94亿元，占存货开发成本的52.44%；开发产品中主要项目包括石狮世茂房地产项目、石狮世茂天城项目、深圳前海项目、南京世茂外滩新城项目和上海天马山新体验商业项目等，合计占开发产品的57.46%，目前，上述项目整体去化情况均较好。截至2018年底，公司共计提存货跌价准备330万元，全部为对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，由于部分重点城市调控政策趋长期化，需对公司房地产项目未来的去化情况予以关注。截至2018年底，公司因借款抵押而受限的存货账面价值为256.51亿元，占存货账面价值的47.31%，受限比例较高。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计365.47亿元，较年初增长5.83%，主要系投资性房地产增长所致；公司非流动资产以投资性房地产（占81.67%）和递延所得税资产（占6.56%）为主。

公司投资性房地产采用公允价值计量。截至2018年底，公司投资性房地产为298.48亿元，较年初增长11.22%，主要系新增投资性房地产及公允价值增值所致；公司受限投资性房地产账面价值为111.08亿元，占投资性房地产账面价值的37.22%，受限比例尚可。

表 11 2017~2018 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 2017 年底公允价值	截至 2018 年底公允价值
北京世茂大厦	341,500.00	356,700.00
绍兴世茂迪荡新城 A2A3	179,600.00	186,800.00
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	4,700.00	--
昆山世茂华东商城	76,900.00	78,600.00
苏州世茂运河城一期	31,300.00	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	31,800.00	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	45,700.00
徐州世茂商业	60,500.00	63,300.00
苏州世茂运河城二期	123,000.00	123,000.00
昆山国际城	68,200.00	69,700.00
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	171,500.00	177,100.00
济南世茂商业	261,900.00	271,600.00
武汉世茂嘉年华商业中心	176,200.00	176,200.00
沈阳世茂商业 S3	55,000.00	55,000.00
上海佘山纳米魔幻城	79,200.00	81,700.00
厦门集美项目	200,800.00	205,400.00
深圳前海世茂金融中心	431,000.00	508,000.00
南京雨花商业/办公项目	0.00	176,900.00
合计	2,683,552.00	2,984,752.00

资料来源：公司年报

截至2018年底，公司递延所得税资产总额为23.97亿元，较年初增长12.55%，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计入其他综合收益的可供出售金融资产公允价值变动增加引起的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至2018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382.03亿元，占总资产的35.27%，受限资产占比偏高；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账面价值分别为2.88亿元、256.51亿元、10.45亿元、1.12亿元和111.08亿元。

总体看，2018年公司资产规模较年初有所增长，资产结构仍以流动资产为主；公司货币资金较为充足，存货规模较大且区域分布较为广泛；但随着全国楼市调控长期化，需关注部分区域的楼市调控政策对项目销售的影响；公司受限资产占比偏高，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债规模为 635.26 亿元，较年初增长 10.94%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 70.10%，非流动负债占 29.90%；公司负债结构仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计445.34亿元，较年初增长13.28%，主要系应交税费增长所致；公司流动负债以应付账款（占22.72%）、预收款项（占12.18%）、应交税费（占15.81%）、其他应付款（占32.12%）和一年内到期的非流动负债（占9.47%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款为 101.16 亿元，较年初增长 7.96%，主要系公司经营规模扩大、工程项目增多所致；从账龄结构看，以 1 年以内为主，占比 92.35%。

截至2018年底，公司预收款项为54.22亿元，较年初增长19.56%，主要系项目销售增长所致；从构成看，主要为预收售楼款（占96.45%）。

截至2018年底，公司应交税费为70.42亿元，较年初增长46.70%；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。

公司其他应付款主要由应付同一控制下关联方往来款和与合营、联营企业往来款构成，主要为母公司世茂房地产对公司在资金方面的支持。截至 2018 年底，公司其他应付款金额为 143.04 亿元，较年初下降 9.67%，主要系往来款减少所致。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债合计42.17亿元，较年初增长24.01%，主要系一年内到期的长期借款增加及一年内到期的应付债券“16世茂G1”和“16世茂G2”转入所致。

截至2018年底，公司非流动负债合计189.92亿元，较年初增长5.79%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占35.48%）、应付债券（占40.89%）和递延所得税负债（占22.99%）组成。

截至2018年底，公司长期借款为67.38亿元，较年初增长34.96%，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，公司抵押贷款占95.77%，质押借款占4.23%。从期限分布看，2020年到期的15.01亿元（占22.28%），2022年到期的2.85亿元（占4.23%），2023年及以上到期的49.52亿元（占73.49%），期限分布较为合理。

截至2018年底，公司应付债券余额为77.66亿元，较年初下降11.31%，主要系应付债券“16世茂G1”和“16世茂G2”转入一年内到期的非流动负债所致；从债券到期期限分布看，于2020年到期63亿元，于2021年到期15亿元；考虑到长期借款，2019~2020年公司长期债务存在一定集中偿付压力。

表12 截至2018年底公司应付债券概况（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
17沪世茂MTN001	2017.01.04	13.00	3	4.50	12.96
17世茂G1	2017.07.11	25.00	3	4.95	24.91
17世茂G2	2017.09.20	10.00	3	5.15	9.96
17世茂G3	2017.10.17	5.00	3	5.19	4.98
18沪世茂MTN001	2018.02.06	8.00	3	6.43	7.95
18沪世茂MTN002	2018.03.06	7.00	3	6.33	6.96
18沪世茂MTN003	2018.12.14	10.00	2+1	5.00	9.94
合计		78.00	--	--	77.66

资料来源：公司年报

截至2018年底，公司递延所得税负债为43.65亿元，较年初增长8.26%，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增长所致。

截至 2018 年底，公司全部债务为 205.45 亿元，较年初增长 15.56%，主要系公司发行债券以及取得开发贷增加所致；其中短期债务占比 29.07%，长期债务占比 70.93%，以长期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率为 58.65%，全部债务资本化比率为 31.44%，长期债务资本化比率为 24.55%，较年初分别下降 3.65 个百分点、2.46 个百分点和 4.03 个百分点，公司 2018 年债务指标均有所下降，主要系一方面开发项目增加导致资产规模增加，另一方面系公司控股子公司福建新里程收到少数股东增资款所致。

总体看，2018 年公司负债规模有所增长，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，公司债务规模有所增加，债务结构以长期债务为主，整体债务负担依然较轻；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 2018 年底，公司所有者权益合计 447.94 亿元，较年初增长 29.26%，主要系当期公司控股子公司福建新里程收到约 72 亿元少数股东增资款致使少数股东权益增加所致；其中归属于母公司所有者权益占 52.86%，少数股东权益占 47.14%；归属于母公司所有者权益中，股本占 15.84%、资本公积占 3.29%、其他综合收益占 14.93%、未分配利润占 63.23%和盈余公积占 2.71%；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高。

总体看，2018 年，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

2018 年，公司实现营业收入 206.74 亿元，同比增长 10.74%，主要系商业地产销售大幅增长所致；公司实现净利润 47.26 亿元，同比增长 27.17%；公司净利润增速高于营业收入增速主要系当期结转的商业地产项目增加、公允价值收益增加以及 2018 年营业税金及附加降低等因素综合影响所致。

从期间费用看，2018 年公司费用总额为 16.07 亿元，同比增长 17.62%，主要系业务规模及债务规模扩大导致销售费用、管理费用及财务费用均有所增长所致；其中销售费用、管理费用和财务费用分别为 7.05 亿元、6.94 亿元和 2.08 亿元；销售费用同比增长 15.32%，主要系公司销售规模扩大使职工薪酬和营销及企划费增加所致；管理费用同比增长 10.20%，主要系行政费用增加所致；财务费用同比增长 66.08%，主要系公司长期债务规模扩大所致。

2018 年，公司资产减值损失、投资收益和营业外收入对利润水平影响有限。2018 年，公司公允价值变动收益为 8.99 亿元，同比增长 28.43%，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 13.17%，公司公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

2018 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 8.52%、6.92% 和 11.90%，较上年分别增加 0.55、0.51 和 0.37 个百分点，主要系利润规模和利息支出逐年增长所致，公司整体盈利能力处于较强水平。

总体看，2018 年，随着公司经营规模的扩大，公司收入和利润规模均有显著增长；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，2018 年公司经营性现金流入为 305.93 亿元，同比下降 5.20%，主要系往来款

规模有所下降所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 194.24 亿元，同比下降 0.72%，主要系当期公司销售回款率有所下降所致；公司经营性现金流出额为 266.15 亿元，同比下降 5.02%，主要系当期房地产项目购地支出有所下降所致。受上述因素影响，2018 年公司经营活动现金流净额为 39.78 亿元，同比下降 6.36%。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入为 0.68 亿元，同比增加 0.23 亿元，规模较小；投资活动现金流出为 110.76 亿元，同比增长 145.17%，主要系对自持物业投入增长所致。受上述因素影响，2018 年公司投资活动产生的现金流净额为-110.07 亿元，净流出规模进一步扩大。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入为 262.59 亿元，同比增长 65.92%，主要系当期公司取得的借款增加以及公司控股子公司福建新里程收到少数股东增资所致；筹资活动现金流出为 180.89 亿元，同比增长 19.19%，主要系公司偿还债务的规模增加所致。受上述因素影响，2018 年公司筹资活动产生的现金流净额为 81.70 亿元，净流入规模显著增加。

总体看，2018年，受往来款变动等因素影响，公司经营现金净流入规模有所下降；受自持物业投入增加等因素影响，投资活动现金流出规模进一步扩大；受贷款规模增加及子公司股东增资影响，筹资活动现金流入规模显著增加。未来，公司投资需求较大，同时考虑到债务到期，其仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2018 年底，公司流动比率为 1.61 倍，较年初的 1.46 倍有所提升，主要系深圳龙岗项目预付土地款转存货所致；速动比率为 0.39 倍，较年初 0.46 倍有所下降。截至 2018 年底，公司现金短期债务比为 1.73 倍，较年初的 2.31 倍有所下降，公司现金类资产对短期债务的保护能力强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 70.55 亿元，主要由利润总额（占 94.16%）和计入财务费用的利息支出（占 4.09%）构成；EBITDA 全部债务比为 0.34 倍，较上年的 0.32 倍略有提升，EBITDA 对全部债务的保障能力较强；EBITDA 利息倍数为 6.94 倍，较上年的 5.78 倍有所提升，保障程度较高；公司长期偿债能力强。

截至2018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合并范围内的子公司提供的担保，公司对外担保10.00亿元，占净资产的2.23%，系对苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司银行借款的连带责任担保，期限为2018年5月~2021年5月，整体规模不大。

未决诉讼方面，2015年6月12日，中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行向浙江省高级人民法院提出民事诉状，要求公司就杭州世茂世纪置业有限公司所欠贷款及利息共计3.90亿元承担连带保证责任。2016年5月19日，浙江省高级人民法院作出判决，杭州世茂世纪置业有限公司归还中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行贷款本金3.80亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费；公司承担连带保证责任。公司不服该判决，已申请上诉。目前，此案件尚在二审审理阶段。公司已于2016年计提0.53亿元预计诉讼支出。最高人民法院于2017年10月25日送达了（2016）最高法民终630号《民事裁定书》，将本案发回浙江省高级人民法院重审，2018年11月16日，浙江省高级人民法院作出民事判决，判决杭州世茂世纪置业有限公司归还中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行贷款本金3.8亿元及相应的利息和罚息、实现债权费用、案件受理费以及财产保全费，由公司承担连带保证责任。公司不服该判决，已向中华人民共和国最高人民法院申请上诉。2019年2月19日，中华人民共和国最高人民法院立案受理。公司存在一定的或有负债风险。

截至2018年底，公司共计获得银行授信额度约292.74亿元，其中尚未使用的授信额度为195.39亿元，公司间接融资渠道通畅；同时考虑到公司作为A股上市公司，公司直接融资渠道畅通。

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2019年2月13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，公司短期及长期偿债能力强，经营现金流入规模较大，融资渠道畅通。考虑到公司项目主要位于二线城市、资产质量较高、租金收入能够为公司提供较稳定的现金流入，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2018年底，公司现金类资产达103.53亿元，为“16世茂G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”（余额合计85.00亿元）的1.22倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产447.94亿元，为债券本金（85.00亿元）的5.27倍。公司现金类资产和净资产能够对“16世茂G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况看，2018年，公司EBITDA为70.55亿元，为债券本金（85.00亿元）的0.83倍，公司EBITDA对“16世茂G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”债券的覆盖程度较高。

从现金流情况看，公司2018年经营活动产生的现金流入305.93亿元，为债券本金合计（85.00亿元）的3.60倍，公司经营活动现金流入量对“16世茂G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”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G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”的偿还能力极强。

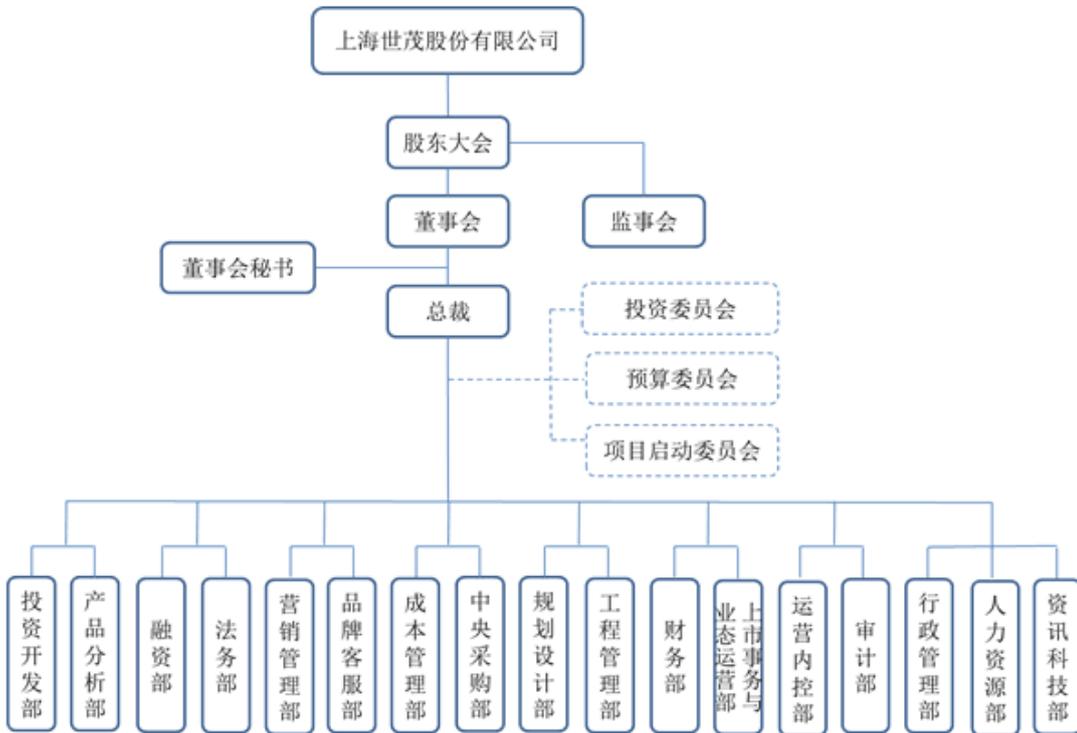
八、综合评价

2018年，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、土地储备等方面仍具备较强优势。公司协议销售面积和销售金额均保持增长，营业收入及盈利指标整体保持在较高水平，货币资金较为充裕，经营活动现金流入规模较大，资产质量良好，融资渠道通畅，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、公司自持物业公允价值存在波动风险、在建项目资金需求量大、关联方往来款规模较大以及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G2”、“17世茂G1”、“17世茂G2”、“17世茂G3”、“19世茂G1”和“19世茂G2”的信用等级为“AAA”。

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	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	919.19	1,083.20
所有者权益 (亿元)	346.55	447.94
短期债务 (亿元)	39.13	59.72
长期债务 (亿元)	138.67	145.74
全部债务 (亿元)	177.79	205.45
营业收入 (亿元)	186.69	206.74
净利润 (亿元)	37.16	47.26
EBITDA (亿元)	56.10	70.55
经营性净现金流 (亿元)	42.49	39.78
流动资产周转次数 (次)	0.36	0.32
存货周转次数 (次)	0.34	0.27
总资产周转次数 (次)	0.22	0.21
总资本收益率 (%)	7.96	8.52
总资产报酬率 (%)	6.41	6.92
净资产收益率 (%)	11.53	11.90
营业利润率 (%)	31.90	35.70
费用收入比 (%)	7.32	7.77
资产负债率 (%)	62.30	58.65
全部债务资本化比率 (%)	33.91	31.44
长期债务资本化比率 (%)	28.58	24.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.78	6.94
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.32	0.34
流动比率 (倍)	1.46	1.61
速动比率 (倍)	0.69	0.39
现金短期债务比 (倍)	2.31	1.73
经营现金流动负债比率 (%)	10.81	8.93
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.66	0.83

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，因同一控制的企业合并，公司追溯调整财务数据，因此 2017 年底财务数据使用 2018 年期初数。

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。