

信用等级通知书

联合评字[2016]161 号

上海世茂股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟公开发行的 2016 年公司债券的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司企业主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；贵公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+。

特此通知

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 三月 四 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>

信用等级公告

联合[2016]161 号

上海世茂股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海世茂股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

上海世茂股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：



丁华伟

二零一六年 三月 14 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

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 80 亿元（含 80 亿元）

本期发行规模：不超过 30 亿元

本次债券期限：不超过 10 年（含 10 年）

本期债券期限：3 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 3 月 4 日

财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	372.73	503.83	589.01	650.71
所有者权益(亿元)	139.52	162.26	200.35	215.27
长期债务(亿元)	53.00	67.23	61.27	111.25
全部债务(亿元)	94.41	110.40	121.11	181.07
营业收入(亿元)	67.86	101.53	127.01	106.03
净利润(亿元)	14.01	18.71	26.08	14.03
EBITDA(亿元)	20.64	26.10	37.01	--
经营性净现金流(亿元)	17.48	24.98	0.76	-7.53
营业利润率(%)	33.28	31.31	31.41	22.77
净资产收益率(%)	10.43	12.40	14.38	6.75
资产负债率(%)	62.57	67.80	65.98	66.92
全部债务资本化比率(%)	40.36	40.49	37.68	45.69
流动比率（倍）	1.30	1.24	1.13	1.36
EBITDA 全部债务比(倍)	0.22	0.24	0.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.42	3.67	3.08	--
EBITDA/本次发债额(倍)	0.26	0.33	0.46	--

注：1、公司 2015 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）的评级反映了公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高。公司商业物业在客户资源培育、专业运营团队培养方面优势明显。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“缔造精致物业”理念的逐步深入，商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

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，在品牌影响力、产品品质和盈利能力等方面居于国内领先地位。

2. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障公司开发项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

3. 公司自持物业运营情况较好，可为公司提供较为稳定的现金流入；公司商业物业在客户资源培育、商业物业定制、专业运营团队培养等方面优势明显。

4. 公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供较大的盈利空间和利润弹性。

5. 公司货币资金规模较大、资产质量较

好，整体债务负担不重，财务安全性较高。

关注

1. 房地产市场受宏观经济影响较大，商业地产受居民收入水平、消费信心和消费倾向影响较大，需关注宏观经济波动对公司盈利水平带来的影响。

2. 公司土地储备主要集中在二三线城市，需持续关注二三线城市商业地产投资过热对公司销售带来的影响。

3. 公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，应关注公司现金流与开发资金的匹配情况。

4. 公司未分配利润和其他综合收益占比较高，所有者权益稳定性一般。

5. 公司自持商业物业规模较大，主要集中在二三线城市，大部分项目处于商业培育期，需持续关注公司商业物业租赁风险及投资性房地产公允价值变动风险。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

程家女

电话：010-85172818

邮箱：chengjn@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它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：



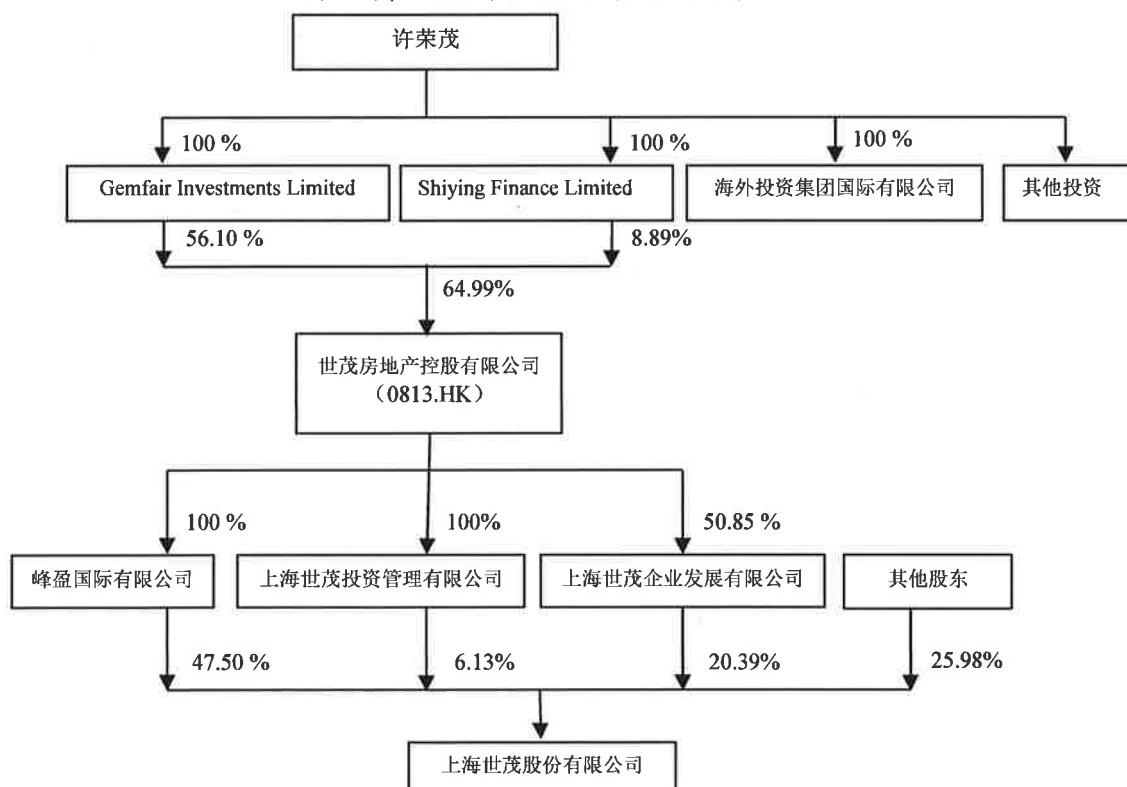
联合信用评级有限公司

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”），于1993年9月由上海市黄浦区国有资产管理办公室发起的、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，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3,000万股，占总股本的60%；社会法人持股750万股，占总股本的15%；社会自然人持股1,250万股，占总股本的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，万象集团更为公司现名。2002年12月起，上海世茂企业发展有限公司（以下简称“世茂企业”）通过协议受让公司第一大、第二大股东股份，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。2007年10月，公司向峰盈国际有限公司、北京世茂投资发展有限公司和世茂企业进行了定向增发，本次增资后，公司股本变更为11.71亿元。后经一系列增持、股权转让及公司股票期权激励计划行权，截至2015年9月底，公司股本增至17.62亿元，实际控制人为许荣茂先生，其股权结构如下图所示。

图 1 截至 2015 年 9 月底公司股权结构情况



资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司前十大股东明细如下表所示。

表 1 截至 2015 年 9 月底公司前十大股东情况 单位：万股、%

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例	股本性质
1	峰盈国际有限公司	83,700.00	47.50	境外法人
2	上海世茂企业发展有限公司	35,929.42	20.39	境内非国有法人
3	上海世茂投资管理有限公司	10,800.00	6.13	境内非国有法人
4	中国证券金融股份有限公司	4,358.58	2.47	国有法人
5	中央汇金投资有限责任公司	2,523.65	1.43	国有法人
6	上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	2,202.73	1.25	国有法人
7	上海浦东国有资产投资管理有限公司	1,105.65	0.63	国有法人
8	全国社保基金一零七组合	1,001.85	0.57	其他
9	中欧基金-农业银行	504.05	0.29	其他
10	银华基金-农业银行	504.05	0.29	其他
合 计		142,629.98	80.95	--

资料来源：公司公开信息

公司经营范围：实业投资，房地产综合开发经营，本公司商标特许经营，酒店管理，物业管理，货物进出口及技术进出口及建筑装饰材料等。

截至 2015 年 9 月底，公司下设投资开发部、融资部、法务部、营销管理部、品牌客服部、成本管理部、中央采购部、规划设计部、工程管理部、财务管理部、上市事务与业态运营部、运营内控部、审计部等 17 个职能部门，拥有直接控制及间接控制子公司合计 100 家。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 589.01 亿元，负债合计 388.65 亿元，所有者权益 200.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 160.78 亿元。2014 年，公司实现营业收入 127.01 亿元，净利润 26.08 亿元，其中少数股东损益 7.16 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 -2.91 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 650.71 亿元，负债合计 435.44 亿元，所有者权益 215.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 168.20 亿元。2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 106.03 亿元，净利润 14.03 亿元，其中少数股东损益 4.60 亿元，经营活动产生的现金流量净额 -7.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 25.65 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券”，采取公开方式发行。本次债券发行总额不超过 80 亿元（含 80 亿元），拟分期发行，本期发行规模为不超过 30 亿元，其中基础发行规模为人民币 15 亿元，可超额配售不超过人民币 15 亿元；本次债券发行期限不超过 10 年（含 10 年），本期债券发行期限为 3 年。本期债券面值为 100 元，拟平价发行，为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还银行借款、补充流动资金。

三、行业分析

公司业务以商业物业运营为主，住宅销售为辅，属于房地产行业，且侧重于房地产行业中的商业地产行业。

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。经过十几年的发展，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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入（全国性大型、超大型房地产公司除外）。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

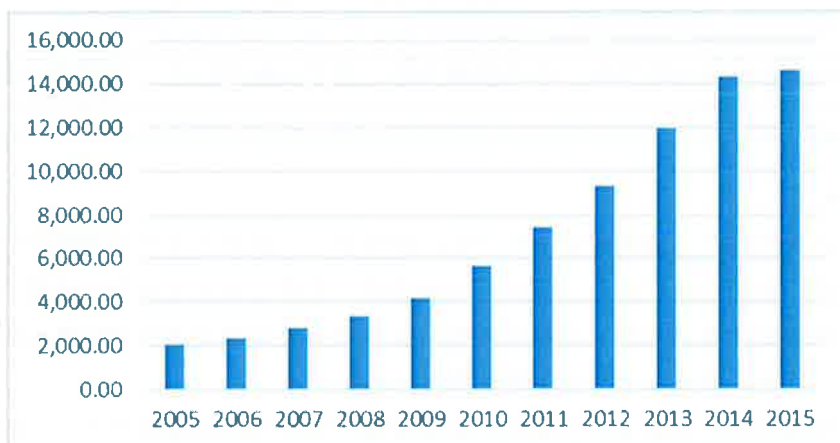
2015年全年，全国房地产开发投资95,979亿元，名义同比增长1.00%，增速比2014年回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积73.57亿平方米，同比增长1.30%，新开工面积15.45亿平方米，同比下降14.00%，降幅收窄0.7个百分点，政策宽松效果逐步显现。

商业地产概况

商业地产行业是房地产行业的一个子行业。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等；狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。我国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小，因此，近年来我国商业地产发展速度较快，但2014年以来增速有所下滑，如下图所示。2015年，我国商业营业用房完成投资额1.46万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的15.22%。

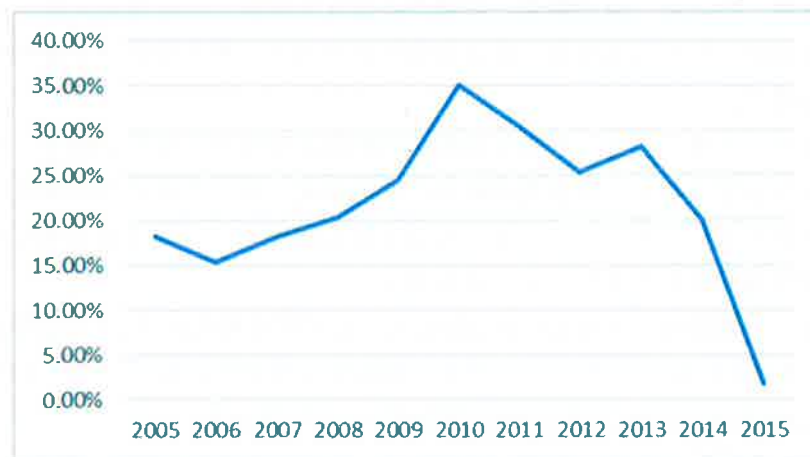
图2 全国商业营业用房完成投资情况 单位：亿元



数据来源：Wind资讯

2005年以来，随着我国国民经济快速发展、人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平，特别是2008年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在2010年达到35.11%的高水平，其后，随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房投资增速逐年回落，2015年增速大幅下跌至1.80%，回落较为明显。

图3 全国商业营业用房投资增速



数据来源：Wind资讯

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITS的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商

业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

总的来看，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，行业整体已脱离了高速增长期。商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展主要受到资金成本和经济增速的制约；近年来我国商业地产开发投资增速逐步放缓，2015年增速趋近于零。未来面对行业调整，我国房地产行业将进入一个行业洗牌与行业创新阶段；三四线城市房地产去库存压力较大，一二线城市拿地成本较高等都对房地产行业提出了挑战。

2. 市场供需

土地供应状况

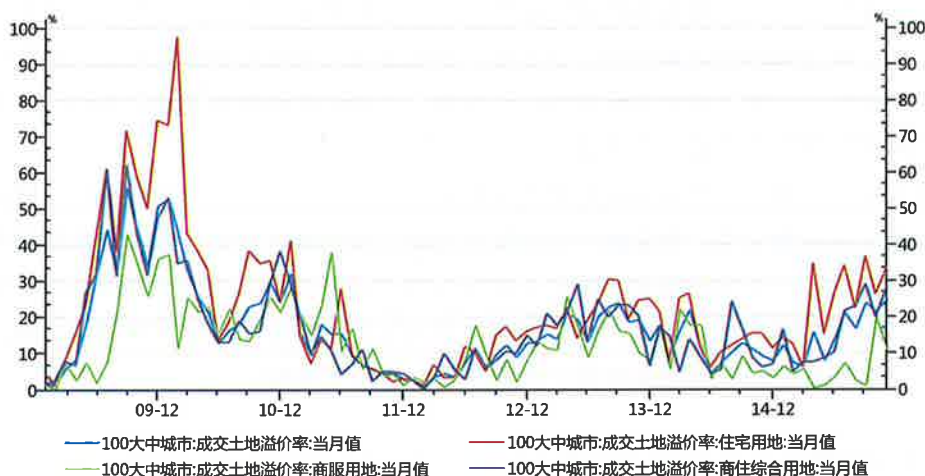
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年,受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌,各地土地出让情况出现恶化,土地出让溢价率和楼面地价明显回落,如下图所示。2014年以来,全国100大中城市土地溢价率整体呈走高趋势,其中住宅用地、商住综合用地及住宅类用地土地溢价率均呈上升趋势,商服用地土地溢价率震荡下行。截至2015年9月末,全国100个大中城市住宅用地土地出让溢价率为37.75%,较年初(为11.42%)大幅上升近26.33个百分点;商服用地土地出让溢价率为1.07%,较年初(为3.05%)下降1.98个百分点,土地市场溢价率呈现两极分化趋势,住宅及商住综合用地溢价率走高,而商服用地溢价率小幅走低。

图4 2010年以来全国100个大中城市土地成交溢价率 单位: %



资料来源: Wind 资讯

值得关注的是,2014年,在全国土地市场低迷,供需矛盾突出的背景下,房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归,从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示,一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元,主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年,2014年一线城市土地推出面积和成交均下降,同比分别减少26%、27%;与此同时,楼面均价却高达7,705元/平方米,同比上涨41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降,其中推地面积同比减少44%;成交面积同比减少42%,但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元,创历史新高,其中宅地出让金额为1,311亿元,占总额的68%。

2014年,相比一线城市和三四线城市,二线城市供求量跌幅相对最小,土地出让金同比减少28%,土地溢价率仅为8%,同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌,其中推出土地面积同比减少26%;土地成交面积同比减少36%;土地出让金仅为7,538亿元,同比减少37%。

从全国300个城市土地交易情况看,2015年1~9月份,我国土地市场整体下行,成交量及出让金均低于去年同期,仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看,各线城市推出土地面积及成交土地面积同比涨跌不一。一线城市土地溢价率也出现下滑,比2014年同期下降9个百分点至21%;仅有楼面均价小幅上涨5%至8,295元/平方米。二线城市楼面均价同比上涨20%至1,539元/平方米,土地溢价率较去年同期上升7个百分点至15%;三四线城市则延续下行趋势,楼面均价同比下降1%至710元/平方米,土地溢价率较去年同期上升0.1个百分点至6%。

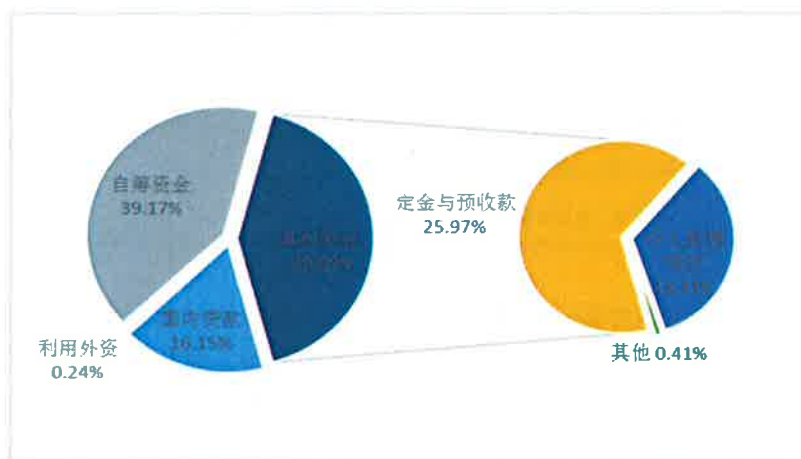
总体看,土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素,近年受宏观调控和市场供需影响,土地价格有所波动;在去库存压力下,房企拿地速度有明显放缓趋势,土地供求量均出现较大下

滑，但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得土地价格仍然保持在较高水平。

开发资金来源状况

2009年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013年平均增速22.26%，进入2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。整体看，2014年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

图5 2015年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势。据国家统计局数据显示，2015年房地产开发企业本年资金来源125,203亿元，比上年增长2.63%，增速较上年上升2.73个百分点，其中，国内贷款20,214亿元，比上年下降4.84%；利用外资297亿元，下降53.61%；自筹资金49,038亿元，下降2.74%；其他资金55,655亿元，较上年增长12.00%，在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.55%；个人按揭贷款16,661亿元，增长21.92%。

商业地产开发的资金来源除利用自有资金、利用外资和银行贷款外，还包括房地产信托融资，以及REITS、产业投资基金等创新融资手段。目前，我国商业房地产开发资金来源仍以银行贷款为主，房地产信托已成为重要补充手段。长期来看，传统的商业地产单一的融资渠道迫使行业进行融资创新，其中包括REITS等在内新型融资途径尚处于发展初期，未来空间很大。

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；商业地产由于其投资属性较强，因此发展出信托融资、基金融资以及多种新兴融资方式，已成为传统融资方式的重要补充。

市场供需情况

从商业地产供求情况看，2008年以来商业营业用房的竣工面积和销售面积都保持了增长态势，其中竣工面积在2008~2015年平均增速达到11.86%，2015年全国商业营业用房竣工12,026万平方米；销售面积2008年~2015年以年均11.92%的速度增长，2015年全国销售商业营业用房9,252万平方米。从供求关系来看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015年以来，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，商业营业用房供过于求的情况有所缓解，具体如下图所示。

图6 2008~2015年全国商业营业用房供求情况 单位：万平方米



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求。

从全国商业地产的增速来看，2008年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009年和2010年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加24.20%和29.90%，远超同期GDP增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2014年全国商业营业用房销售面积和销售金额同比分别增加7.20%和7.60%。进入2015年，由于我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，商业地产行业景气度持续下滑，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别仅较上年同期增加1.90%和下降0.70%，具体如下图所示。

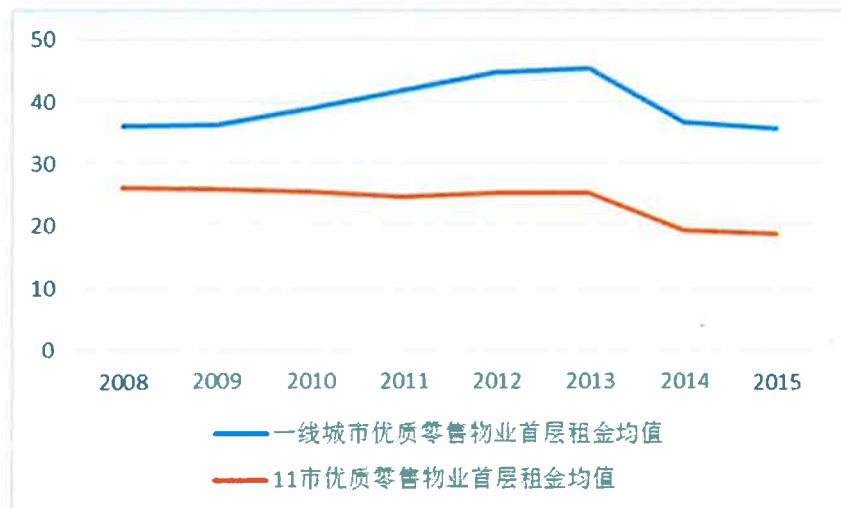
图7 全国商业营业用房销售面积和销售金额增速情况



资料来源：国家统计局

从租金水平上看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流较大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，2008年以来租金保持稳步上涨，但自2013年后租金水平有较大回落；另外11城市零售物业平均首层租金水平自2008年后较为稳定，但受宏观经济影响及城市供给较多、竞争较为激烈影响，2013年后出现迅速下跌情形，如下图所示。

图8 商业物业租金情况 单位：元/平方米/天



数据来源：联合评级整理

注：11城市指天津、沈阳、大连、南京、杭州、宁波、青岛、武汉、重庆、成都、西安。

总体看，由于商业地产与经济增速紧密关联，在我国经济减速转型的背景下，近年来商业地产行业增速波动下行。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，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。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到16.92%和22.79%，分别提高了3.20和3.91个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.44%和13.65%，分别提高了1.82和2.19个百分点（详见下表）。2015年房地产行业前10名和前20名企业的销售额以及销售面积占比分别较2014年变化不大。

表2 2011~2015年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
前10大企业销售额占比	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%	16.87%
前20大企业销售额占比	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%	22.82%
前10大企业销售面积占比	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%	11.31%
前20大企业销售面积占比	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心、联合评级搜集整理。

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，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成

本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：国万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2013年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表4 2013年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年7月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015年8月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工程的通知》，明确各地要按照2015年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。

2015年8月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015年9月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于25%
2015年9月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015年10月	公积金异地贷款业务全面推行
2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016年2月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年4月起，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，至同年年底，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年3月，央行联合住建部、银监会颁布“330新政”，“新政”发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。同月，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。2015年9月，公积金二套房贷首付再次下调，降至20%。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

2015年8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。

2015年10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。其中，首次购买普通住房的商业性贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；对拥有1套住房且购房贷款未结清的，为改善居住条件再次贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

2016年2月，国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易

环节契税营业税优惠政策的通知》，(i)对个人购买家庭唯一住房，面积为90平米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平米以上的，减按1.5%的税率征收契税；(ii)对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平米以上的，减按2%的税率征收契税；(iii)个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税，个人将购买2年以上(含2年)的住房对外销售的，免征营业税。其中以上第二、三条政策不在北京、上海、广州和深圳实施。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始有所回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

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。同时，由于住宅地产限购政策和景气度下滑的因素的影响，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商业广场、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。

复合型人才短缺

商业地产规划设计难度大，开发周期长，后期管理复杂，需要熟悉各个环节的复合型人才参与开发建设与管理经营。目前我国商业地产市场成熟度不高，此类人才十分紧缺，对未来我国商业地产行业的长期发展构成挑战。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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

¹ Wind 行业内标的公司：(成分股*总负债)/(成分股*总资产)。

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是成为关键投入，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目才最具竞争实力。

目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，特别是房地产金融包括REITs的发展，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，商业地产行业发展将更多与创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为国内商业地产的龙头企业，一直秉承“缔造精致物业”的理念，致力于商业地产的专业化销售和经营。公司凭借其先进的开发理念、良好的开发品质、完善的服务管理和独具特色的项目创意，先后成功开发了上海世茂湖滨花园、福州世茂外滩花园、绍兴世茂广场、福州世茂百货和苏州世茂国际影城等项目。公司在立足于长三角²的基础上，近年来加大了对环渤海经济圈³和海西地区⁴内重点城市的投入，逐步形成了以上海为中心，着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”的业务发展格局，具有较好的区位优势。随着公司品牌在资本市场认可度的不断提升以及着力发展“长三角地区”、“环渤海经济圈”和“海西地区”区域战略的推进，公司“世茂”品牌赢得了广泛的社会知名度和品牌美誉度。

依据《2015中国房地产上市公司TOP10研究报告》，公司荣获“2015沪深上市房地产公司综合实力TOP10”的荣誉，充分体现了公司的综合竞争实力；同时，在2014年中国房地产行业上市公司收入排行榜中，公司以127.01亿元营业收入位居行业第13位。

业务运营方面，公司一直以来秉承着谨慎拿地的策略，严格控制土地成本；近年来公司可供商业开发的土地储备平均成本较低。公司所采取的立足于商业物业经营，融合购物中心、儿童事业、文化传媒等多元业态的发展战略，能够充分发挥多元业态互动共赢的集合优势；公司通过自

² 长三角区域主要包括上海市、江苏省和浙江省。

³ 环渤海经济圈主要包括天津、北京、河北省、辽宁半岛和山东半岛。

⁴ 海西地区主要以福州、厦门、泉州、温州、汕头5大城市为中心，范围涵盖台湾海峡西岸，包括浙江南部、广东北部和江西部分地区。

持物业商业氛围培育、商业物业定制化模式，并将运营商业物业融合购物中心、影院等多种业态，使得其在商业物业运营细分领域具有较强的市场竞争力。

人员素质方面，公司在专注于商业物业运营的战略背景下，非常重视团队的人员素质结构。通过高素质专业化人才的自主培养和外部招聘相结合的模式，不断提高团队的专业能力和管理能力。除具有丰富营销、成本控制和工程建造经验的物业开发团队外，公司还依托多元化业态综合经营业务的不断发展，在商业物业运营、文化传媒投资和儿童乐园等业务板块建立了高素质的商业管理团队，目前，公司专业管理团队人员普遍具有超过10年的相关领域从业经验。

品牌建设方面，公司获得了政府部门及其他知名机构颁发的多个奖项，其中：2010年10月获得“2010中国最佳100人力资源典范企业”称号；2010年11月获得中国房地产研究会颁发的“区域经济发展最具贡献力企业”奖；2011年12月荣获厦门日报报社颁发的“厦门特区建设30年功勋企业”称号；2012年7月荣获《中国证券报》颁发的“2011年度金牛上市公司百强”奖；2013年9月，由“中国房地产TOP10研究组”发布的“2013中国房地产品牌价值研究报告”中，公司荣获“2013中国房地产公司品牌价值TOP10”；2014年3月，由中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心发布的“2014中国房地产500强测评成果”中，公司位列“商业地产运营10强”第二；2014年9月，由中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心发布的《2014中国房地产企业品牌价值测评研究报告》中，公司荣获“2014中国房地产开发企业品牌价值10强”、“2014中国商业地产企业品牌价值10强”。

总体看，公司秉承“缔造精致物业”的理念，近年来在商业物业运营及多元化业态综合发展领域具有独特的战略优势和管理经验，在商业地产行业内具备较强的综合竞争能力。

2. 人员素质

截至2015年12月底，公司拥有高级管理人员6名，其中总裁1名，副总裁4名，董事会秘书1名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长许荣茂先生，出生于1950年7月，中国国籍，持中国香港居留权，工商管理硕士，现任公司第七届董事会董事长，世茂房地产控股有限公司董事局主席；曾任公司第六届董事会董事长。此外，许先生还担任全国政协经济委员会副主任、中国侨联副主席、中国侨商联合会会长、中国侨商投资企业协会常务副会长、香港新家园协会会长、香港世界华商联合促进会会长、上海市侨商会会长、上海市海外交流协会荣誉会长、上海市慈善基金会名誉副理事长、“中华红丝带基金”执行理事长、全球反独促统大会荣誉主席、香港中华文化总会副会长、香港侨界社团联合会永远名誉会长、香港友好协进会永远名誉会长、香港福建社团联合会永远名誉主席、中华海外联谊会理事、上海市福建商会会长等众多社会职务。

公司总裁刘赛飞先生，出生于1961年10月，新加坡国籍，硕士学历，现任公司第七届董事会董事兼总裁及世茂房地产控股有限公司非执行董事；曾任世茂房地产控股有限公司执行董事兼副总裁，世茂旅游有限公司总裁等职务。

截至2015年12月底，公司拥有在职员工2,162人，其中，工程、造价等专业技术人员占比29.93%。从专业构成看，管理人员占比18.27%，专业技术人员占比65.55%，其他人员占比21.23%。从学历结构看，大学本科及以上学历占比36.52%，大学专科学历占比34.21%，大专以下学历占比34.16%。从年龄构成看，30岁以下员工占比32.99%；30~40岁员工占比48.74%；40~50岁员工占比17.69%，50岁以上员工占比5.64%。

总体看，公司团队从业经验丰富，员工岗位构成符合公司所属行业特点，员工素质普遍较高，

能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司按照《公司法》和其他有关规定设立了外商投资股份有限公司，同时根据《公司法》和其他有关法律、行政法规的规定制订了《公司章程》，建立了股东大会、董事会、监事和高级管理层组成的法人治理结构体系，并在董事会下设薪酬与考勤委员会、审计委员会、提名委员会、战略委员会和督办与考核委员会。公司董事会由9名董事组成，其中独立董事4人；设监事5人，负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，公司设总裁1人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总裁主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司建立了董事会、监事和高级管理层的独立运行机制，公司治理结构健全，运行有效。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理、内部审计等方面建立了相应的内部控制制度。公司设有产品开发中心、营销部、财务中心、人力资源部、办公室、项目发展部、成本合约部、招采中心、品牌管理中心、审计部等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

项目管理方面，公司对工程的施工单位采用招投标的方式来选择，保证每个施工单位都是具有相应资质并经国家建设主管部门认可注册的单位。在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款，及出现质量不符和质量争议时的解决方法。工程建设中，公司安排专人现场巡查监督，要求施工单位根据要求随时提供有关工程质量的技术资料等。在施工合同中，在质量保证期间预留工程款10%的质量保证金，待质量保证期内不发生质量问题退还施工单位。每年公司会从施工质量、施工进度和安全措施方面对施工单位进行评定。

财务管理方面，公司根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定了公司财务管理制度。该制度适用于公司总部，全资子公司、控股子公司参照执行。该制度从公司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进行规范。

资金管理方面，公司以规范和强化资金计划管理和融资管理为目标，制定了资金管理制度。而且，公司为了保障公司整体资金回笼与融资计划的稳定运行，在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方面制定了以资金中心为核心的内部资金调动审批流程和融资计划，并对各级资金调度管理制定了严格的问责制度。

内部审计方面，公司根据《中华人民共和国审计法》和国家有关内部审计工作的规定，制定了内部审计制度。内部审计的内容包括被审计单位的资产负债情况、财务收支情况、内部控制执行和财务制度建设情况等。审计部定期向公司管理层报告。

子公司管理方面，根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，各区域公司和项目公司为公司经营和管理的基层单位，每个项目公司负责所在地的若干项目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内项目公司的日常管理和部分考核评价。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

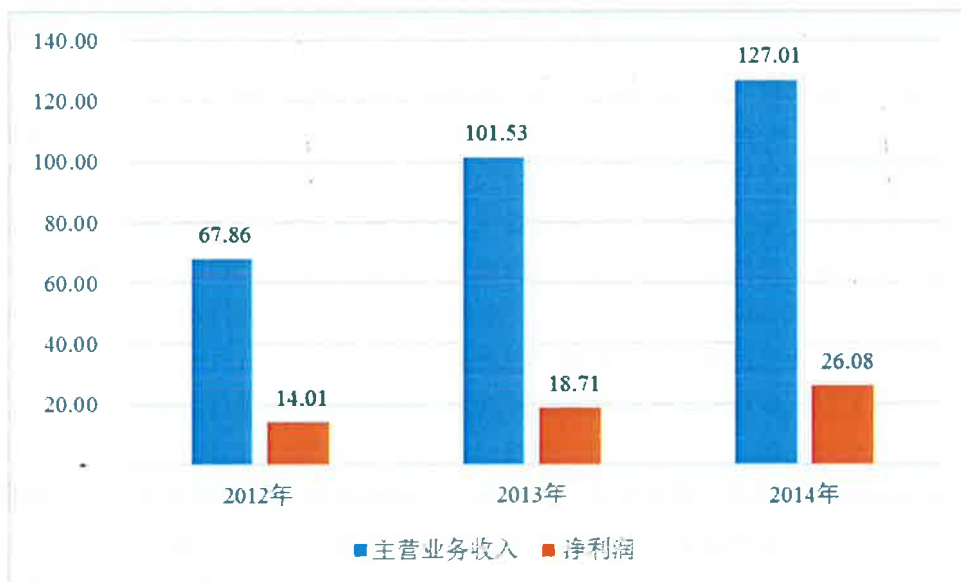
六、经营分析

1. 经营概况

公司具有房地产开发一级资质，业务板块包括商业物业运营、住宅地产业务和影院业务等三大板块，其中核心业务为商业物业运营。此外，公司还通过开展儿童乐园、影院业务、百货业务等，为其核心业务提供服务或补充。公司主要以商业地产的投资、开发和经营为主，并以小部分配套住宅物业开发为辅，开发项目主要包括购物中心、办公楼、步行街、SOHO、展销中心、影院等多种业态；自持物业主要包括优质购物中心、商业及写字楼。目前，公司业务涵盖房地产项目定位、规划设计、施工管理、营销策划、后期物业管理及后期物业运营等较为全面的产业链环节。

公司整体经营规模较大，近年来经营情况较好，如下图所示。2012~2014年，公司实现营业收入分别为67.86亿元、101.53亿元和127.01亿元，呈快速增长趋势，年均复合增长36.81%；公司实现净利润分别为14.01亿元、18.71亿元和26.08亿元，呈持续增长态势，年均复合增长36.43%。

图9 近三年公司主营业务收入及净利润情况 单位：亿元



资料来源：公司年报，联合评级整理。

2012~2014年，公司营业收入细分情况如下表所示，公司营业收入全部为主营业务收入。从主营业务收入构成看，公司业务收入主要来自于商业物业运营、住宅地产业务、影院业务和其他服务，其中：商业物业运营业务在公司主营业务收入中的比重逐年增加，从2012年的59.58%上升至2014年的67.21%；住宅地产业务在主营业务收入中的比重基本保持稳定，三年分别为29.96%、29.96%和28.09%。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组成，其中：受公司产品定位对市场需求匹配度的不断提升及公司在营销管理方面的不断提高，近三年公司商业地产销售收入呈不断上升趋势，占同期主营业务收入的比重由2012年的55.12%上升至2014年的63.86%；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，近三年公司房地产租赁业务收入规模不断增长，三年分别为3.02亿元、3.13

亿元和 4.26 亿元。受宏观经济不景气及电子商务对传统零售业冲击影响，公司百货业务近三年收入及收入占比波动下降，其占主营业务收入的比重由 2012 年的 2.08% 下降至 2014 年的 0.15%；2014 年以来公司不断对百货业务进行业态调整，并将其并入商业物业运营板块，故 2015 年 1~9 月，百货业务未单列于主营业务收入分类中。随着公司经营影院门店数的不断提高，近三年公司影院业务收入快速增长，三年分别为 1.03 亿元、1.48 亿元和 2.33 亿元。公司其他业务主要由物业管理、儿童游艺园等业务构成，占同期主营业务收入比例较小；2012 年公司其他业务收入占主营业务收入的比例稍高，主要系当年公司胶州湾项目代政府治理周边环境带来的建造配套业务收入较高所致，该业务已于当年全部完成。

表5 2012~2014年公司营业收入构成 单位：亿元、%

项 目	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商业物业运营	40.43	59.58	47.85	66.49	65.48	40.88	85.36	67.21	46.18
其中：商业地产销售	37.41	55.12	44.24	63.36	62.40	38.78	81.10	63.86	44.00
房地产租赁	3.02	4.46	92.47	3.13	3.09	83.50	4.26	3.36	87.61
住宅地产业务	20.33	29.96	34.90	30.42	29.96	40.95	35.67	28.09	24.75
百货业务	1.41	2.08	12.32	0.90	0.89	12.03	0.19	0.15	8.93
影院业务	1.03	1.52	52.32	1.48	1.46	56.20	2.33	1.84	56.67
其他	4.66	6.86	32.73	2.24	2.21	83.14	3.45	2.72	86.81
合 计	67.86	100.00	42.26	101.53	100.00	41.80	127.01	100.00	41.40

资料来源：公司年报，联合评级整理。

作为房地产行业，其毛利率水平受结算产品结构变化影响较大。毛利率方面，受公司土地成本较低、产品品牌口碑较好及公司商业物业运营能力较强影响，公司商业地产销售业务毛利率较高；2012~2014 年，公司商业物业运营毛利率呈波动态势，其中：商业地产销售业务毛利率三年分别为 44.24%、38.78% 和 44.00%，2013 年毛利率较低主要系当年集中结算项目所在区域产品性质毛利率较低所致；房地产租赁业务毛利率三年分别为 92.47%、83.50% 和 87.61%，2013 年毛利较低，主要系公司于当年进行商业业态管理、招商调改、提升现场管理等工作带来相关的人力和管理费用等成本上升所致。近三年，公司住宅地产业务毛利率有所波动，三年分别为 34.90%、40.95% 和 24.75%，呈波动下降趋势，主要系公司不同年份竣工结算的产品结构差异及不同区域土地成本差异、房产售价差异影响所致。近三年，受运营管理能力不断提升，公司影院业务毛利率较稳定，基本维持在 50.00% 以上水平，且呈现缓慢增长趋势；受百货行业不景气带来收入下降但相关运营成本变动不大影响，公司百货业务毛利率持续下降；公司其他业务毛利率水平较高，2013~2014 年均维持在 80.00% 以上水平，2012 年其他业务毛利率水平较低主要系同期建造配套业务收入占比较大但毛利率水平较低所致。整体上，由于商业物业运营业务收入和住宅地产业务收入占主营业务收入比重较大，其对公司综合毛利率水平影响较大；近三年，公司综合毛利率维持在较高水平，三年分别为 42.26%、41.80% 和 41.40%，呈现逐年小幅下降趋势。

近三年，公司主营业务收入按区域⁵划分情况如下表所示；公司营业收入主要来自于华东地区，其中，以浙江省和江苏省为主，区域集中度较高，符合公司立足于长三角地区的区域市场战略布

⁵华东地区指山东省、江苏省、安徽省、上海市、浙江省、江西省和福建省；华中地区指湖南省、湖北省、河南省和江西省；华北地区指北京市、天津市、河北省、山西省和内蒙古自治区；东北地区指辽宁省、吉林省和黑龙江省；西南地区指云南省、贵州省、四川省、重庆市和西藏自治区。

局。2013~2014 年，公司营业收入中华东地区占比有所下降，主要系公司业务拓展环渤海区域所致，但华东地区业务收入仍维持在 80.00%以上水平；公司华北地区营业收入占比有所提升，主要系天津地区项目逐年结转收入所致，2014 年华北地区营业收入占比为 12.28%。近年来，公司在维持华东地区业务持续增加的基础上不断加大其他地区业务投入，布局拓宽至东北地区、华中地区和西南地区，在一定程度上缓解了区域集中度较高风险。

表6 2012~2014年公司营业收入区域构成 单位：亿元

城市	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东地区	61.69	90.91%	82.20	80.96%	102.57	80.76%
华北地区	2.51	3.70%	13.31	13.11%	15.60	12.28%
东北地区	0.50	0.74%	5.43	5.35%	0.79	0.62%
华中地区	3.12	4.60%	0.26	0.26%	7.48	5.89%
西南地区	0.04	0.06%	0.33	0.33%	0.57	0.45%
合计	67.86	100.00%	101.53	100.00%	127.01	100.00%

资料来源：公司年报、联合评级整理。

2015 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 106.03 亿元，主要为商业物业运营收入和住宅地产业务收入，较上年同期增长 27.06%；公司实现净利润 14.03 亿元，较上年同期增长 19.62%；公司实现毛利率 32.37%，较上年同期略有下降，主要受同期商业地产销售业务毛利率有所下降影响。

总体看，公司已形成商业地产的投资、开发和经营为主，住宅地产开发为辅的经营模式，整体经营规模较大、经营稳健；公司商业物业运营收入规模较大且不断增长；持有物业出租收入稳步增长，为公司带来稳定的现金流入；整体毛利率水平较高、盈利规模较大；主营业务区域集中度较高。

2. 商业及住宅物业业务运营

公司主营业务以商业物业运营和住宅地产销售为主，其中商业物业运营主要以商业地产销售为主。公司大部分项目采取商业、住宅联动开发模式或商业广场开发、运营模式，公司商业物业和住宅物业在土地储备、土建招标和原材料采购、项目开发及销售等方面难以明确区分，故下文在土地储备、招标采购、项目开发及销售情况等方面将商业物业与住宅物业相结合进行分析，并单独分析公司自持商业物业运营情况。

（1）土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高。土地出让金的支付一般为先期支付 50%，并在规定期限内结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，竣工验收前支付款项不超过 70%，项目决算后一般付满 95%的款项，剩余 5%作为工程质保金。

拿地策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在“长三角地区”、“环渤海经济圈”

和“海西地区”的重点深耕城市的核心优良地段获取优质土地，严格控制土地成本，并保持土地储备规模能够满足未来 3~5 年开发需求；作为专业商业地产运营公司，公司要求对所选则商业物业土地区域市场商业氛围较好，或商业培育期最长不超过 3~5 年。公司会对拟进入城市的经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至 2015 年 9 月底，公司已进入 20 余个城市，其中包括 2 个一线城市、12 个二线城市和 7 个三线及以下城市⁶，公司本着“缔造精致物业”的理念，不断塑造品牌形象、打造精品商业物业的经营策略，对拟进入的城市进行严格的筛选，并控制进入地区和城市的数量。

目前，通过土地竞拍获得土地是公司获取土地的主要方式。从公司土地储备的具体执行情况来看，每年初公司会根据对当年房地产市场的预判以及每年开发量等制定当年的土地储备政策和规划，一般会保证公司未来 3~5 年的开发需求。区域公司、项目公司在发现合适的土地资源后，会同财务、工程、营销、成本、产品等部门，对项目进行初步沟通和论证，形成初步的可行性研究报告并上报公司。公司具有严格的土地内部评估流程，具体流程为：首先，对入围地块进行筛选；其次，对入围地块进行实地勘探并分级，对地块投资潜力和产品定位进行初步判断；再次，对不同方案的最高地价进行评估，进行多方案对比后，对投资价值进行分析、测算，并依托百货、影院等业态进行可行性研究，对土地获取价格、项目预计售价、开发成本等各方面形成框架性的要求；最后，将拟投资地块可行性研究报告递交公司投资委员会进行决策。决议形成后，区域公司和项目公司在前期可研框架下参与土地竞拍。

由于公司并不刻意追求规模扩张，公司土地储备规模保持稳健增长，以能满足公司未来 3~5 年开发需求为目标。近三年公司土地储备获取情况如下表所示。2013 年，公司实际购置土地面积 158.83 万平方米，对应建筑面积 321.76 万平方米；土地支出 150.22 亿元，公司购置土地规模和购地支出较 2012 年增长较大，主要系公司从战略考虑，对土地规模进行补充，拓展石狮、宁波、常州等市场所致；2014 年，公司实际购置土地面积 15.89 万平方米，对应建筑面积 90.79 万平方米，土地支出 27.40 亿元，公司购置土地规模和土地支出出现明显下降，主要系公司同期土地储备资源较为充沛，且公司根据自身发展阶段以及全国房地产市场情况，有意降低土地购置规模所致。截至 2014 年底，公司土地储备建筑面积约 1,087.82 万平方米，土地储备仍较充足。

表 7 近三年公司土地储备获取情况 单位：万平方米、亿元

	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出
2012 年	19.73	14.39	商业、住宅	6.60
2013 年	158.83	321.76	商业、住宅	150.22
2014 年	15.89	90.79	商业、住宅	27.40

数据来源：公司提供

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，如下表所示。截至 2015 年 9 月底，公司共在 17 个城市拥有 25 个项目的土地储备，其中：一线城市仅为上海，二线城市以苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等城市为主，三线及以下城市主要为石狮、常州及徐州等城市为主。从土地储备面积占比看，公司一线城市土地储备占 1.11%，二线城市土地储

⁶ 本文中一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括成都、重庆、杭州、南京、沈阳、苏州、天津、武汉、西安、长沙、大连、济南、宁波、青岛、无锡、厦门、郑州，三线城市包括：长春、常州、哈尔滨、福州、昆明、合肥、东莞、石家庄、呼和浩特、南昌、温州、佛山、贵阳、南宁、海口、湖州、唐山、临沂、嘉兴、绍兴、南通、徐州、泉州、太原、烟台、乌鲁木齐、潍坊、珠海、洛阳、中山、兰州、金华、淮安、吉林、威海、淄博、银川、扬州、芜湖、盐城、宜昌、西宁、襄阳、绵阳等。

备占 66.14%，三线及以下城市土地储备占 32.75%。从土地储备楼面均价看，公司在一线城市楼面均价仅为 837.48 元/平方米，处于极低水平，主要系公司土地获得时间较早⁷所致；公司在二、三线城市楼面均价分别为 2,580.07 元/平方米和 2,009.31 元/平方米，均处于较低水平。整体上，公司土地储备以二、三线城市为主，质量较好，价格较低。

表8 截至2015年9月底公司土地储备区域情况 单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

城市类型	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
项目数量	1	19	5	25
占地面积	42.82	345.96	122.88	511.66
总建筑面积	38.21	820.44	364.85	1,223.50
土地储备面积	11.22	669.80	331.65	1,012.66
土地储备面积占比	1.11%	66.14%	32.75%	100.00%
购地支出	3.20	211.68	73.31	288.19
楼面均价	837.48	2,580.07	2,009.31	2,355.45

资料来源：公司提供

注：公司土地储备面积=在建建筑面积+已获得土地权证的拟建建筑面积；楼面均价=购地支出/总建筑面积。

公司土地储备面积为项目全部面积，未单独计算公司权益部分，主要系公司大部分项目为 100%权益，少数项目受分期支付合作方土地款影响，项目所属权益随款项的分期支付而有所波动。

从土地储备的性质来看，公司土地储备主要由商业用地和住宅用地构成，如下表所示。截至 2015 年 9 月底，公司商业土地储备面积 407.03 万平方米，住宅土地储备面积 605.63 万平方米，分别占期末土地储备面积的比例为 40.19%和 59.18%。从楼面均价看，公司住宅用地均价较高，商业用地均价较低。

表8 截至2015年9月底公司土地储备性质情况 单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

土地性质	项目数	占地面积	总建筑面积	购地支出	土地储备面积	楼面均价
商业	14	268.63	536.16	88.19	407.03	1,644.88
住宅	11	243.02	687.34	200.00	605.63	2,909.73
总计	25	511.66	1,223.50	288.19	1,012.66	2,355.45

资料来源：公司提供

注：公司土地储备面积为项目全部面积，未单独计算公司权益部分，主要系公司大部分项目为 100%权益，少数项目受分期支付合作方土地款影响，项目所属权益随款项的分期支付而有所波动。

综合公司土地储备区域与土地储备性质来看，截至 2015 年 9 月底，公司土地储备中商业地产开发、运营几乎全部集中在二线城市，仅上海天马山新体验中心商业项目在一线城市；公司住宅地产土地储备二线与三线及以下城市的比例约为 1:1。公司土地储备分布符合公司战略需求，也有有效的降低了三线及以下城市商业物业较为饱和对公司整体经营带来的风险。

总体看，尽管公司土地储备量增速有所放缓，但土地储备规模仍然较大，能够满足公司未来滚动开发需求；公司土地储备以二线城市商业和住宅为主，三线及以下城市住宅为辅，区域分布和土地性质分配较为合理，土地储备质量较高，价格较为合理，为公司有效抵御行业系统风险、渡过经济发展不确定时期以及为拓展项目运营空间、确保项目利润收益提供了有效的保障。

⁷ 土地获取时间为 2005 年，后受政府未及时交地影响，公司开工时间有所拖延，公司从未违反《闲置土地处置办法》的相关规定。

（2）土建招标和原材料采购

公司将采购分为土建、装修、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

土建招标

土建招标采购是公司发包量最大的采购项目，近年来随着公司项目规模的快速扩大，公司每年发包量不断提高，2013年以来每年发包规模均超过100亿元。由于该等供应商主要提供建造服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过供应商管理和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

公司选择实力较强的土建方进行合作。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由工程项目公司、区域公司和公司总部三方联合进行招标和评标，以保证土建方的选择过程公平、透明。

工程造价管理方面，公司依据各地区历史项目数据，并参考周边地区相应的施工造价情况，能够较为准确的确定公司的合理造价范围。公司依据该造价范围与建设方沟通，确定最终工程价格，并签订包干协议。建设方依据工程造价控制自身成本，一般情况下不会出现因建设方原因的成本上调。

供应商管理方面，公司管理与监察中心主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面对供应商进行考核，定期对供应商进行考核，对于考核不达标的供应商公司要求其整改，若供应商不能按要求完成整改，公司将采用法律途径或其他正常途径终止合作。

经过多年经营，公司积累了较多的土建承包方的资源，目前公司与全国多家建筑企业合作。2012~2014年，公司前十名供应商占同期建筑发包量的24.66%、16.46%和19.30%，集中度较低，公司不存在依赖少数固定供应商的情况。

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约70%的工程款，工程完工验收后，支付审计后的差额工程款，剩余5%工程款于两年质保期后支付。

材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括电梯、管线、电缆、墙砖地砖、洁具、空调、热水器等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等；公司会与总包方签订原材料采购框架协议，一方面，对部分原材料及设备规定相关品牌、规格、型号、厂家、价格等；另一方面，对部分原材料（如：钢材、混凝土等）按市场价格进行浮动计价调整；尽管公司大部分原材料由总包方代为采购，但公司通过指定供应商、指定价格等方式从源头控制了原材料采购质量。

公司对甲供材料采取集中采购、分散供货的模式，由公司总部根据建设计划确定采购规模。公司的原材料采购均采取招标方式进行，由项目公司、区域公司和公司总部共同组织原材料采购招标。公司建立了供应商数据库，对新进入的供应商会实地考察其生产设施和经营状况，经一系列评判后，将合格者纳入公司供应商体系。公司主要与各个主要材料的全国排名前列供应商合作，一般要求供应商在价格和供货能力方面配合公司需求。招标过程由项目公司、区域公司和公司总部共同参与，要求从多家供应商中选取两到三家具有价格和供货优势的供应商进行合作。

成本控制方面，公司依据历年来在各个不同地区的采购历史数据，形成了各种主要材料的价格指导区间，能够有效防止过高和过低价格对公司正常成本管控和质量控制的干扰。供货价格每

年根据行情进行调整；对于乙供材料，公司会根据期间原材料价格变动调整施工合同造价。

公司与供应商签订合同后，项目公司根据建设进度向供应商发出发货指令，并定期对供应商的供货及时性、供货质量等进行综合履约评判，并进行打分，对于不合格或者出现重大投诉的供应商剔除出供应商库，在未来几年将不与之合作。

货款支付方面，公司按照与供应商的合同约定周期进行付款，不同合同条款的支付方式有所不同；同时，公司依据合同中的资金计划，在付款前由公司总部成本部复核、财务部审批后，才支付货款。

总体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施，公司对采购成本具有较强的控制能力。

（3）项目开发

公司房地产项目开发主要为商业地产项目开发和住宅地产项目开发。公司采用总公司、区域公司、项目公司的三层管理架构，项目开发均以项目公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在获取时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年初，公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标按照项目公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度。项目公司各部门与公司总部成本管理部、营销管理部、融资部等配合进行年度计划制定及相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度，资金回笼速度可以满足公司项目滚动开发节奏。公司定期对现有项目的建设、销售等情况进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

公司通过不断加强管理来提高项目周转速度。项目公司根据公司下达的工程计划中的主要工程节点，结合自身情况进行细化，并进行跟踪监控，确保工程进度。公司项目从获取土地证到实现预售一般需要 9~10 个月。

质量管理方面，项目公司对工程质量进行严格管控，各项目公司工程人员和项目监理负责所在项目工程质量的日常管理，公司工程管理部不定期对工程质量进行“飞行检查⁸”，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，及时向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改，整改不到位的，计入公司考评打分系统。

近三年，公司房地产开发建设情况如下表所示。新开工面积方面，2013 年受公司拿地规模大幅增加影响，公司同期新开工面积大幅提高；近三年，受公司销售量快速增长影响，且开发面积满足未来销售需求，公司新开工面积由 2012 年的 90.91 万平方米上升至 2014 年的 196.03 万平方米，升幅较大。受公司前期预售增加影响，公司竣工面积有所上升，2013 年公司竣工面积 97.97 万平方米，较 2012 年提高 37.73%；尽管 2013 年公司新开工面积大幅增长，但公司为保持经营持续性，严格控制项目工程开发进度，故 2014 年公司竣工面积与 2013 年基本持平。近三年，受公司销售情况、经营规模、管理能力不断提高影响，公司在建面积呈持续增长趋势，年均复合增长 42.42%。未来随着公司在建项目规模的不断增加，对公司经营管理能力提出更高的要求。

表 9 2012~2014 年公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
当期新开工面积（万平方米）	90.91	233.24	196.03

⁸ 飞行检查指在不通知被检查单位或被检查人的情况下，检查组直接到对方工地所在地，并对其进行检查，以达到检查真实水平和状况的目的。

当期竣工面积（万平方米）	71.13	97.97	97.94
期末在建面积（万平方米）	301.13	437.98	610.83

资料来源：公司提供

注：竣工面积为结转收入面积、投资性房地产竣工面积、未售已竣工面积、不可销售公共区域部位面积等。

截至 2015 年底，公司在建项目开发情况如下表所示；公司在建项目 19 个，主要集中在山东省、江苏省和浙江省，其中，预计于 2016 年底竣工项目 11 个。公司在建项目计划总投资金额 863.15 亿元，截至 2015 年底已投资金额 554.85 亿元，2016~2018 年计划投资金额分别为 108.68 亿元、74.11 亿元和 99.90 亿元。公司未来项目投资规模较大，面临一定的资金需求。

表 10 截至 2015 年底公司在建项目开发情况 单位：亿元、年

序号	项目名称	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		
								2016 年	2017 年	2018 年
1	天津世茂悦府项目	2012	2016	住宅/商业	39.00	14.38	37%	6.00	10.00	8.62
2	济南世茂国际广场项目	2012	2016	商业	42.77	41.77	98%	1.00	--	--
3	常熟世茂世纪中心项目	2007	2015	商业	50.81	50.81	100%	--	--	--
4	苏州世茂商业二期项目	2008	2015	商业	22.29	17.93	80%	4.36	--	--
5	苏州木渎世茂御珑墅项目	2013	2015	住宅	12.29	11.30	92%	0.99	--	--
6	青岛胶南世茂国际中心项目	2012	2018	商业	40.00	4.85	12%	5.00	10.00	8.00
7	青岛胶南世茂诺沙湾项目	2012	2016	住宅/商业	40.00	33.09	83%	4.80	2.11	--
8	徐州世茂商业项目	2009	2015	商业	15.00	13.14	88%	1.86	--	--
9	常州世茂广场项目	2009	2015	商业	12.30	7.53	61%	4.77	--	--
10	宁波包家漕项目	2013	2015	商业	10.48	6.19	59%	4.29	--	--
11	南京世茂外滩新城二期项目	2010	2018	住宅/商业	100.00	65.00	65%	5.00	5.00	25.00
12	上海天马山新体验中心商业项目	2009	2016	商业	27.93	26.93	96%	1.00	--	--
13	武汉蔡甸世茂嘉年华项目	2010	2016	商业	45.00	29.24	65%	15.76	--	--
14	沈阳世茂商业项目	2008	2016	商业	60.00	15.35	26%	8.00	12.00	24.65
15	石狮世茂摩天城项目	2014	2018	住宅/商业	200.37	106.90	53%	30.01	25.00	25.00
16	厦门世茂海峡大厦项目	2010	2015	商业	50.00	45.65	91%	4.35	--	--
17	济南世茂天城项目	2014	2018	住宅/商业	61.95	33.32	54%	10.00	10.00	8.63
18	常熟黄河路	2013	2015	住宅	15.48	14.52	94%	0.96	--	--
19	宁波滨江项目	2013	2015	住宅/商业	17.47	16.94	97%	0.53	--	--
合计					863.15	554.85	64%	108.68	74.11	99.90

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。已投资金额为截至 2015 年底会计口径完成投资额，关于完工项目实际投资额将以最终审计额为准，但两者之间差额较小。关于序号 3 项目，2014 年公司年报披露计划总投资额为 49.25 亿元，但截至 2015 年 12 月底已超支，故此处计划投资金额为原计划投资额为截至 2015 年底实际投资金额。

南京世茂外滩新城二期项目由公司下属子公司南京世茂房地产开发有限公司实施建设。该项目位于南京市秦淮河入口长江沿岸地区，沿滨江大道展开约 2 公里，西侧濒临长江，南侧临三汊河（秦淮河入长江处），具有极佳的区位和景观优势。该项目规划建筑面积约为 125 万平方米，拥有 18 栋 24~53 层的高层和超高层江景住宅，社区内规划有南京距离长江最近的五星级酒店、八大世界风情主题园林、拥沿江休闲商业中心、大型购物超市及大型专业主题会所等，建成后将成为南京长江沿岸的标志性建筑群。该项目计划投资总额 100.00 亿元，截至 2015 年底已投资 65.00 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

沈阳世茂商业项目位于辽宁省沈阳市和平区文体西路 25 号，由下属子公司沈阳世茂新世纪房

地产开发有限公司实施建设。该项目由超高层带装修酒店式公寓、超高层写字楼世茂环球中心及商业广场组成；规划建筑面积 88 万平方米，计划投资总额 60.00 亿元，截至 2015 年底已投资 15.35 亿元，预计项目将于 2018 年全部建设完毕。

济南世茂国际广场项目由公司下属子公司济南世茂置业有限公司实施建设。该项目位于济南市解放阁附近，南临黑虎泉西路，北邻泉城路、黑虎泉北路，西临舜井街，地理位置极佳。该项目总体分为北区和南区两个区域，规划总建筑面积约 36 万平方米，将集写字楼、公寓、商业等于一体，涵盖街区商业、大型卖场、世茂影院、世茂百货、世天儿童发展中心、休闲美食广场、5A 甲级写字楼、时尚生活中心等业态；其中，北区世茂国际广场已于 2014 年 5 月 1 日正式对外营业。该项目计划总投资 42.77 亿元，截至 2015 年底，已完成投资 41.77 亿元，预计将于 2016 年全部建设完毕。

常熟世茂世纪中心项目由公司下属子公司常熟世茂新发展置业有限公司实施建设。该项目位于常熟东北部中央商业区世纪大道以西，周边紧邻学校、医院、展览中心等城市配套设施，地理位置较好，交通十分便利。该项目规划建筑面积 110 万平方米，是集高端住宅、地标写字楼、旗舰店超市、大型主题卖场、大型零售店、豪华酒店等多功能于一体的城市综合体；该项目建成将成为常熟最大规模“一站式”消费购物中心。该项目计划投资总额 50.81 亿元，截至 2015 年底已全部投资完毕。

未来公司主要拟建项目为青岛世奥大厦项目和昆山新纪元项目，计划总投资金额 33.03 亿元。其中青岛世奥大厦项目，位于山东省青岛市东海西路，将由公司下属子公司青岛世奥投资发展有限公司实施建设，规划为集商业、办公、酒店及 SOHO 于一体的城市综合体；该项目规划建筑面积约 14 万平方米，包括高 333 米的塔楼主体，计划投资总额 27.03 亿元。

总体看，公司对项目开发进度进行严格控制，对工程及成本进行严格管理；公司在建及拟建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

（4）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。公司以开发城市综合商业体为主，较大的项目规模使公司能享有较低土地成本及优惠政府政策等规模经济效益，同时，公司基于当地市场情况及对现金流量的需求，出售部分商业物业，并保留部分用以出租使用，以获取稳定的租金收入及享受物业资本升值。

公司商业物业涵盖写字楼、商业广场、商场、SOHO、步行街、大卖场、展销中心、街铺等多种业态，其客户主要为自营类客户和投资类客户；自营类客户由公司所开发的商业物业定位及类型所决定，其购买商业物业的主要目的为自用及经营；投资类客户主要为对商业物业租赁和未来的资产投资价值有偏好的客户群体，其购买商业物业的主要目的为对外租赁和再次出售。公司住宅物业多为商业物业配套项目，按照不同城市的商业项目规划，公司住宅物业涵盖多层、高层中高档住宅及别墅等多种业态，其客户多为刚需用户和改善型用户。

房产销售方面，公司以对客户的需求调研成果、区域市场未来 2~3 年的竞争形势与供货结构研究结果作为项目整体销售规划和设计的重要参考资料；同时，公司采用分期建造、分期销售的滚动开发模式，以便公司对市场需求变化及时作出调整，并从项目开始阶段不断进行区域商业运营环境的培育，为后期开发的商业物业销售做好铺垫。公司对所开发的项目采用期房预售与现房销售相结合的销售方式；当公司开发项目达到政府规定的预售条件时，公司及时办理《商品房预售许可证》。对于商业地产，一般的付款模式为客户全额付款或办理商业抵押贷款，对于商业抵押

贷款方式一般要求首付不低于 50%。

销售计划方面，公司年初依据自身战略和市场情况制定年度销售计划，并分解落实到项目公司，公司定期对项目公司销售进度情况进行考核并设定相关的奖惩措施；公司将针对项目公司客户成交量、成交情况等对销售方案、计划及时进行调整，以确保月度、年度销售计划的顺利完成。

销售方式方面，公司在制定统一的销售推广策略和计划的基础上，采用自主销售与委托代理相结合的模式，通过资源共享实现公司的销售目标。公司要求项目对外销售时均已具备良好的工程形象和销售形象，能够为客户提供直观的购房体验和感受。

销售价格方面，公司参考周边对标项目价格或同城同品质项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格，一般较周边楼盘略有溢价以体现公司品牌价值。对于商业物业，公司对于较好位置进行自持，并通过零售物业定制模式引进超市、大卖场、影院等多种业态进行区域市场培育，同时，公司通过自身资源优势和商业运营管理优势，在项目销售期间为业主提供租赁通道的方式实现公司的去化目标，因此，公司很少采用降价促销等方式加快楼盘回款，而是在蓄客阶段做好充分准备，通过提升项目内在质量、客户品牌认同度和为客户提供资源的方式提升销售速度。

结算模式方面，公司在签订销售合同、达到竣工交付条件且业主按销售合同付款三个条件同时满足时，可确认物业销售收入。

近三年，公司物业销售情况如下表所示；公司协议销售面积和销售金额呈快速增长趋势，为公司未来销售收入提供保障。协议销售面积方面，近三年公司商业物业协议销售面积有所波动，分别为 46.82 万平方米、78.65 万平方米和 32.50 万平方米；住宅物业协议销售面积也有所波动，三年分别为 17.07 万平方米、19.28 万平方米和 91.01 万平方米；2014 年公司商业物业协议销售面积下降较大但住宅物业协议销售面积增加较快，主要系当期达到预售条件的主要为南京世茂外滩新城二期住宅物业和石狮世茂摩天城项目住宅部分，且同期达到预售条件的商业物业较少所致。协议销售均价方面，公司商业物业和住宅物业协议销售均价有所波动，主要系不同时期达到预售条件的项目所在区域不同所致，其中 2013 年住宅物业在青岛、无锡、南京等地销售均价较高，2014 年受市场不景气影响和新开盘住宅位于均价较低二三线城市综合影响，公司住宅物业销售均价有所下滑；2014 年达到可销售条件商业物业主要位于上海、济南、武汉等地核心区域，销售均价较高，故公司 2014 年商业物业销售均价有所上升。整体上，公司协议销售均价较为平稳，2014 年受市场不景气影响略有下滑。从结转情况看，受公司对项目开发进度和收入结构严格控制影响，近三年公司物业结转收入面积稳步增长，其中商业物业结转收入面积略有波动，住宅物业结转收入面积稳定增长；受公司持续强化物业销售力度、不断对所建商业物业周边环境进行培育及零售定制业务模式的推广影响，公司结转收入金额快速增长，其中主要来自于商业物业销售规模的快速增长。

表 11 公司近年物业销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
协议销售面积（万平方米）	63.89	97.93	123.51
其中：商业	46.82	78.65	32.50
住宅	17.07	19.28	91.01
协议销售金额（亿元）	85.26	130.05	160.35
其中：商业	62.03	95.61	49.04
住宅	23.23	34.44	111.31
协议销售均价（万元/平方米）	1.33	1.33	1.30
其中：商业	1.32	1.22	1.51

住宅	1.36	1.79	1.22
结转收入面积（万平方米）	57.02	67.10	69.36
其中：商业	38.37	47.75	43.31
住宅	18.65	19.35	26.05
结转收入（亿元）	57.73	93.78	116.78
其中：商业	37.41	63.36	81.10
住宅	20.33	30.42	35.67

资料来源：公司提供

在宏观经济不景气及三四线城市商业地产饱和的宏观背景下，公司通过对商业物业培育、创新零售定制业务等手段来提高物业的去化速度。截至 2015 年底，公司在售项目情况如下表所示。公司按照各项目建设开发周期以及项目销售推进计划逐步推动在售项目的签约销售进度。截至 2015 年底，公司在售项目 21 个，其中商业与住宅销售面积占比约为 6:4。公司大部分项目为城市综合体，住宅物业为商业物业的配套设施；开发面积较大，周期较长。从在售情况看，公司于 2013 年以前开发并预计于 2015 年和 2016 年竣工的项目，目前大部分处于尾盘销售或销售进度在 75% 以上；受公司根据市场行情控制销售进度、逐步培育商业市场氛围减缓预售节奏影响，常州世茂广场、天津世茂悦府项目销售情况较慢，但销售进度均在 50% 以上。公司于 2013 年以后开发的项目，部分由于开盘较早处于尾盘销售或销售进度在 60% 以上；宁波滨江项目、宁波包家漕项目受开盘时间较晚影响，目前销售进度较低。整体上，公司住宅物业去化速度较快，商业物业去化速度维持在 65% 左右水平；项目开发进度与销售情况匹配较好。从销售区域看，公司物业主要集中在二、三线城市，需持续关注宏观经济走低对商业地产带来的负面影响及房地产行业相关政策对公司销售带来的影响。

表 12 截至 2015 年 12 月底公司在售项目情况表

序号	项目名称	物业性质	开工时间	预计完工时间	项目销售进度
1	常熟世纪中心	住宅、商业	2007	2015	尾盘销售
2	苏州世茂广场	商业	2008	2015	尾盘销售
3	苏州木渎	住宅	2013	2015	尾盘销售
4	常熟黄河路	住宅	2013	2016	>80%
5	苏州园区	住宅	2014	2017	>70%
6	青岛诺沙湾	住宅	2012	2016	>80%
7	青岛国际中心	商业	2012	2018	>25%
8	青岛拾贰府	住宅	2012	2015	尾盘销售
9	济南国际广场	商业	2012	2016	>75%
10	济南天城	住宅、商业	2014	2018	>60%
11	徐州世茂商业	商业	2009	2016	>75%
12	常州世茂广场	商业	2009	2016	>50%
13	无锡世茂项目	住宅、商业	2012	2017	尾盘销售
14	宁波滨江	住宅	2013	2016	>45%
15	宁波包家漕	商业	2013	2016	>25%
16	天津世茂悦府项目	住宅	2012	2016	>60%
17	厦门世茂海峡大厦项目	商业	2010	2015	尾盘销售
18	南京世茂外滩新城项目	住宅	2010	2018	>85%
19	武汉汉蔡甸世茂嘉年华项目	商业	2010	2016	>85%
20	上海天马山新体验中心商业项目	商业	2009	2016	>80%
21	石狮世茂摩天城项目	住宅、商业	2014	2018	>50%

资料来源：公司提供

注：上述销售进度指已取得预售许可证且已对外推盘销售的销售进度，公司在建但未推盘项目在上表中并无体现。

总体看，近三年公司销售情况较好，结转收入金额快速增长，且协议销售金额的不断增长为公司未来销售收入实现奠定基础；公司项目滚动开发、滚动销售，目前在售项目整体库存压力不大。未来随着新项目开工及相关项目分期实现预售，为公司维持较大规模销售收入提供保障；但联合评级也关注到公司物业主要集中在二三线城市，需持续关注宏观经济及房地产政策对公司销售带来的影响。

（5）自持物业情况

公司持有部分商业物业，且合理控制自持物业和销售商业物业的比重。公司自持物业主要为位于长三角区域及环渤海区域的写字楼和商业广场，以自行培育项目商业环境获得增值为目的，并以租赁形式获得稳定的现金流。

自持商业物业租赁

2012 年由于公司部分自持商业广场业态为百货，相关收入计入百货业务收入，但受宏观经济、市场消费群体需求变化及市场消费习惯变化影响，2013 年公司主动调整经营策略和管理方式，逐步将百货业务进行调整发展其他商业业态，因此，2012 年公司自持物业租赁情况较 2013 年和 2014 年可比性不强，故下文仅对公司 2013~2014 年商业物业租赁情况进行分析。

近两年，公司物业租赁情况如下表所示。随着公司商业项目不断竣工，公司自持商业广场面积不断增加，主要为昆山世茂广场、常熟欧尚及卢米埃影院、济南世茂广场、北京世茂·工三等；公司自持办公楼主要为北京世茂大厦，近两年可租面积较为稳定。在出租率方面，公司所持物业出租率均维持 95% 左右水平，整体出租率较高；租金收入方面，随着公司自持物业面积不断增大，出租面积不断增多及出租率较为稳定，综合影响下近两年公司租金收入水平稳步提升；年租金收入占房地产公允价值比例方面，办公楼及商业广场分别维持在 5% 及 3% 的水平，较为稳定，公司其他物业类型包括街铺、步行街等，受公司对部分城市物业出售并公司一二线城市主要物业公允价值上升综合影响，2014 年公司其他物业租金收入占房地产公允价值比例有所下降，但对公司商业物业租赁业务整体影响不大。整体上，随着公司不断新增商业广场物业面积，且公司大部分商业广场物业处于培育期，租金收入水平一般且上升幅度不大，公司 2014 年租金收入占房地产公允价值比例有所下降。未来随着公司对所持商业物业培育的逐渐成熟及公司自持物业的不断增多，公司租金收入规模将进一步提升，且租金收入回报具有一定的上升空间。

表 13 2013~2014 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	可租面积	已租面积	出租率	租金收入	年租金收入占房地产公允价值比
2013 年	办公楼	7.02	5.92	5.92	100%	1.21	5%
	广场	79.49	55.84	52.63	94%	1.76	3%
	其他	9.38	5.08	5.08	100%	0.16	6%
	合计	95.88	66.84	63.64	95%	3.13	4%
2014 年	办公楼	7.02	5.84	5.79	99%	1.35	5%
	广场	104.42	61.59	58.28	95%	2.77	3%
	其他	4.58	0.29	0.29	100%	0.15	4%
	合计	116.02	67.72	64.36	95%	4.26	3%

资料来源：公司年报

在租赁期限方面，公司自持主要商业广场一般与客户签订最短 5 年、最长 20 年的租赁期限，在精选优质客户的同时通过与租赁客户的战略合作关系提升自身物业的商业氛围和商业品位。在客户方面，公司与国内外近 400 家知名商业企业建立了战略合作伙伴关系，客户范围涵盖商业、

零售、体验店、餐饮等多种业态，如：麦当劳、星巴克、大润发超市、H&M、无印良品等。租金收取方面，公司按合同约定采取按月、按季度或按半年度方式收取；租赁装修免租期视客户类型、租赁面积、租赁期限等不同而有所差异，一般会在具体租赁合同中进行约定。

截至 2015 年 6 月底，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均维持在较高水平。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且单位租金水平不断上升；处于二、三线城市物业租金水平较低，但随着公司对所持商业的不断培育，公司在苏州、常熟、芜湖等地的商业物业单位租金水平较为稳定或略有上升；受公司对部分商业业态进行调整影响，2014 年公司昆山世茂华东商城及徐州世茂商场单位租金水平有所下降。

表 14 截至 2015 年 6 月底公司主要自持物业情况 单位：万平方米、万元、元/平方米/天

序号	项目名称	所在地	业态	建筑面积	可租面积	出租率	2013 年		2014 年	
							收入	单位租金	收入	单位租金
1	北京世茂·工三	环渤海	广场	7.78	2.76	99%	3,319	3.61	6,455	6.78
2	北京世茂大厦	环渤海	写字楼	7.02	5.54	96%	12,131	5.75	13,477	6.32
3	昆山世茂华东商城	长三角	广场	8.82	5.25	97%	1,704	0.86	1,096	0.53
4	昆山国际城	长三角	广场	8.70	4.82	99%	1,403	0.80	1,801	1.01
5	苏州世茂运河城一期	长三角	广场	5.00	2.39	100%	784	0.90	789	0.91
6	常熟卢米埃影院	长三角	广场	0.46	0.28	100%	76	0.75	90	0.88
7	常熟欧尚	长三角	广场	4.34	4.20	100%	1,030	0.67	1,027	0.67
8	徐州世茂商业	长三角	广场	5.95	3.71	100%	799	0.59	665	0.49
9	芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	长三角	广场	3.84	2.45	90%	496	0.55	701	0.78
10	芜湖文化艺术中心	长三角	广场	4.29	--	--	--	--	--	--
11	上海上卧副楼	长三角	广场	0.29	0.29	100%	247	2.33	247	2.33
12	上海世茂商都	长三角	广场	0.96	0.72	93%	1,888	6.97	1,995	7.63
13	济南世茂广场-北区	环渤海	广场	13.22	7.79	99%	--	--	5,622	2.91
14	苏州世茂运河城二期	长三角	广场	7.07	2.76	--	--	--	--	--
合计		--	--	77.74	40.20	--	23,876	2.01	33,965	2.28

资料来源：公司提供

公司所持的重要商业物业项目包括北京世茂大厦、北京世茂·工三及昆山世茂广场等，其中，世茂广场为公司自建并对外租赁的重要商业物业品牌，以世茂·工三、昆山世茂广场和济南世茂国际广场为重要代表。

北京世茂大厦，座落于北京朝阳区建国路甲 92 号，项目占地约 0.72 万平米，总建面约 7.2 万平米，其中 1 至 4 层为综合商业物业，5 至 21 层为写字楼办公物业。目前，北京世茂大厦已全部竣工投入使用。大厦楼体内部规划有 820 至 2,551 平方米等多样化商务空间，可灵活布局，自由组合。已签约的客户基本上为来自美国、日本、英国等地，从事 IT、资讯、金融行业的国际大型企业。

北京世茂·工三位于北京三里屯核心区工体北门正对面，使馆区、CBD、东直门商圈、燕莎商圈、朝外商圈、建国门商圈四周环绕，地理位置极佳。该广场于 2011 年 12 月开业，自持商业面积约 5 万平方米，是涵盖快时尚、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。

昆山世茂广场，地处昆山市东部城市中心区域，北靠前进东路，南邻规划城市道路、景王路，东起环城东路。该广场一期于 2011 年 4 月 29 日开业，自持建筑面积 8.8 万平方米，分为地上 3 层，地下 1 层，是集多种娱乐形态为一体的餐饮娱乐中心。该广场二期于 2012 年 9 月 2 日开业，自持建筑面积 8.8 万平方米，是涵盖影院、超市、零售、餐饮等多元业态的商业物业群。

济南世茂国际广场位于济南市中心核心区域，毗邻济南标志性建筑解放阁、泉城广场，北接济南“金街”泉城路，建筑面积约 13 万平方米，是公司精心打造的集创意、社交、时尚与商业等全新消费理念融为一体的商业中心，于 2014 年 5 月 1 日正式对外营业。

总体看，公司自持商业物业面积不断增多，出租率较高且较为稳定，租金收入稳步提升。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。

自持商业物业公允价值变动情况

公司自持物业少部分位于北京、上海等一线城市，大部分集中于济南、苏州、昆山等二三线城市。近三年，公司自持物业公允价值分别为 120.33 亿元、133.04 亿元和 175.31 亿元，除自持办公物业及小面积商业物业外，公司主要用于出租物业公允价值变动情况如下表所示。近三年，公司主要自持物业公允价值分别为 100.09 亿元、111.24 亿元和 121.33 亿元，年均复合增长 10.10%，其中，除芜湖文化艺术中心外，公司其他主要自持物业公允价值呈现逐年上升的趋势；从 2014 年评估单价看，公司主要自持物业与物业所在城市和物业所处区位房地产市场同期价格相符，评估价值较为合理。

表 15 2012~2014 年公司主要自持物业公允价值变动情况 单位：万平方米、亿元、元/平方米

序号	项目	建筑面积	物业评估价值			2014 年评估单价
			2012 年	2013 年	2014 年	
1	北京世茂·工三	7.78	24.96	25.00	25.98	33,386.21
2	北京世茂大厦	7.02	22.12	24.84	26.13	37,235.54
3	昆山世茂华东商城	8.82	7.19	7.20	7.42	8,408.03
4	昆山国际城	8.70	6.60	6.64	6.78	7,796.47
5	苏州世茂运河城一期	5.00	2.90	2.91	2.93	5,860.83
6	常熟卢米埃影院	0.46	0.21	0.22	0.23	5,009.39
7	常熟欧尚	4.34	1.92	1.95	2.00	4,612.82
8	徐州世茂商业	5.95	6.00	6.02	6.02	10,122.55
9	芜湖世茂滨江花园玫瑰坊	3.84	2.94	3.02	3.02	7,867.32
10	芜湖文化艺术中心	4.29	4.29	3.68	3.68	8,575.99
11	上海上卧副楼	0.29	0.32	0.32	0.33	11,309.33
12	上海世茂商都	0.96	4.52	4.67	4.78	49,872.14
13	济南世茂广场	13.22	11.36	18.28	22.10	16,714.95
14	苏州世茂运河城二期	7.07	4.76	6.49	9.93	14,036.23
合计		77.74	100.09	111.24	121.33	15,607.70

资料来源：公司提供

商业物业定制模式

在宏观经济不景气、居民消费结构和消费习惯转变对商业地产带来一定冲击的宏观经济背景下，公司立足于商业地产的开发、建设和运营服务，不断提升自己的行业竞争地位，通过自持物业培养项目商业氛围和商业物业定制模式在提升自身销售目标的同时也促进了商业物业运营收入的不断增长。未来公司将继续维持商业物业自持租赁与对外出售的平衡，在应对市场变化的同时努力保持稳定增长的业务收入，并将进一步提升自持物业租赁的比重和商业物业运营的核心竞争力。

在商业物业运营过程中，公司针对客户群体不同的需求并本着因地制宜的基本原则，通过开展零售物业定制的业务模式，在实现商业物业租赁收入的同时也实现商业物业出售收入。零售物业定制模式指商业物业项目中，在项目定位与产品设计阶段，就已经与目标客户（通常为机构客

户) 接触并谈判, 提前签订商业物业租赁或者销售协议, 并在协议中对价格、付款方式、交付时间、物业面积、物业结构(层高、进深、荷载、出入口通道等)、市政(水、电、燃气、道路)等方面做出明确约定的商业物业开发运营模式。

定制商业物业并对外租赁方面, 公司已在昆山世茂广场二期、徐州世茂商业和常熟世茂广场等项目中完成了对大润发超市的定制租赁, 并通过定制租赁与欧尚超市、百盛百货等知名商业品牌建立了良好的合作关系。定制商业物业并对外出售方面, 位于常熟世茂商务区的常客隆项目和交家电项目即是公司通过定制模式所销售的商业物业项目。

总体看, 公司自持物业所处区域较好, 自持物业面积随公司项目开发规模增大而不断增加; 近两年公司租赁收入稳定增长、租赁客户较为稳定、出租率较高、单位租赁面积稳定中有所增长、自持物业公允价值较为合理; 未来随着公司商业物业定制模式的持续推进和商业运营能力的不断提升, 自持物业租赁业务规模将不断增长, 并为公司提供稳定的现金流入, 提升公司可持续发展能力及持续盈利能力。

3. 其他业务

公司在不断拓展主业同时, 也通过积极发展其他业务来分散单一行业集中风险与房地产行业区域集中度较高风险。公司其他业务包括影院业务、百货业务、文化传媒业务和儿童乐园业务等。

影院业务方面, 公司于 2010 年 5 月开始在全国发展较好城市开设世茂影城, 并培育自身影院品牌, 引进先进的国际设备和 3D 巨幕等高端荧幕, 一方面通过较高档影院提升公司所持物业商业氛围, 另一方面也为公司提供多元化的业务收入。公司影院业务运营主体为下属子公司世茂影院投资发展有限公司(以下简称“世茂影院”)。2012~2014 年, 公司共实现影院业务收入 1.03 亿元、1.48 亿元和 2.33 亿元, 维持稳定增长趋势; 同期, 公司分别新增门店数 3 家、4 家和 3 家, 新增银幕数 22 块、38 块和 25 块。截至 2014 年底, 公司影院坐落于绍兴、上海、苏州、昆山、重庆、福州、沈阳、徐州、烟台、昆明、贵阳、洛阳、南昌、济南、南通、北京等全国多个城市, 共拥有 17 家门店、148 块银幕和 2.36 万个座位, 为超过 660 万人次提供观影服务。公司影院业务收入包括票房收入和电影衍生品、食品饮料等非票房收入; 目前影院场地一部分为公司自持物业, 另一部分为公司向第三方租赁的场所。整体上, 随着公司门店管理能力、影片排片能力的提升和门店非票房收入的提高, 公司影院业务发展较好。

百货业务方面, 近三年, 受居民消费习惯和消费方式转变及宏观经济不景气影响, 百货行业整体较为低迷, 公司百货业务也受到相关影响。近三年, 公司百货业务收入呈快速下降趋势, 三年分别为 1.41 亿元、0.90 亿元和 0.19 亿元, 主要系百货业务受宏观经济及电子商务冲击较大, 公司逐步将百货业态调整出主营业务范围所致。公司百货业务收入主要为对百货门店的租赁收入, 未来随着公司应对市场变化及时进行主营业务战略调整的实施, 将百货业务并入商业物业运营业务, 公司将无相关百货业务收入。

文化传媒投资方面, 公司下属子公司上海世茂文化传媒有限公司自 2014 年起开始拓展文化传媒领域, 参与投资影视项目, 其中, 公司参与投资的电影《闺蜜》于 2014 年 7 月上映, 内地票房超过 2 亿元; 公司参与投资电视剧《一仆二主》、《二炮手》和《花红花火》等, 在国内重要卫视频道黄金时段开播, 并均获得较好的收视率和网络点击率。公司在文化传媒领域的发展, 在拓展公司品牌知名度的同时, 也拓宽了公司营业收入渠道。

儿童事业发展方面, 公司通过设立儿童乐园为所持物业或所建项目提供配套服务。截至 2014 年底, 公司共拥有儿童乐园 7 家, 分别位于烟台、绍兴、昆山、南昌等地。目前, 公司关于儿童

乐园的运营仍处于尝试阶段，相关收入在公司营业收入中的占比也非常小，但儿童事业发展业务作为公司提供更优质商业运营服务的重要补充，未来将在一定程度上提升公司的商业运营服务能力并丰富公司的商业盈利模式。

总体看，公司其他业务收入在主营业务中占比较小，但丰富了公司的收入结构，也在一定程度上提升了公司品牌知名度；未来随着公司在文化传媒和儿童事业发展方面的业务拓展，将辅助提升公司的盈利能力和商业物业运营能力。

4. 经营效率

近年来，伴随着公司经营规模的不断扩大，公司营业收入快速增长；受公司流动资产和资产总额增速慢于营业收入增速影响，公司流动资产周转率和总资产周转率均有所改善；2012~2014年，公司流动资产周转率分别为 0.33 次、0.39 次和 0.39 次，总资产周转率分别为 0.19 次、0.23 次和 0.23 次；伴随着公司运营能力的不断提高，公司存货周转率不断提高，近三年分别为 0.30 次、0.33 次和 0.34 次。

从同行业主要“开发+持有”类房地产上市公司比较情况看，公司流动资产周转率、总资产周转率、存货周转率均处于行业较高水平。

表 16 2014 年主要“开发+持有”类房地产上市公司经营效率指标情况 单位：次

证券简称	流动资产周转率	总资产周转率	存货周转率
金融街	0.34	0.27	0.33
万通地产	0.17	0.15	0.17
鲁商置业	0.20	0.20	0.19
中茵股份	0.43	0.24	0.39
阳光股份	0.30	0.14	0.22
世茂股份	0.39	0.23	0.34

资料来源：wind 资讯

注：本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，如流动资产周转率、存货周转率等，下同。

总体看，公司近三年的经营效率较高。

5. 关联交易

公司与参股公司、控股股东子公司等关联方存在一定规模的日常持续性关联交易，日常持续性关联交易主要包括采购商品/接受劳务（如接收施工劳务、购买钢材、水泥、木材及景观植物等）、出售商品/提供劳务（如提供有关地产专业服务与物业特务等）、租赁和担保。公司从关联方进行的交易以市场公允价格为基础执行。

从关联交易规模上看，2014 年公司从关联方采购、接受劳务的金额合计 0.03 亿元，公司向关联方销售、提供劳务金额合计 0.49 亿元，分别占营业成本和营业收入比重极小，其关联交易影响极小。

截至 2014 年底，公司与关联方之间的应付款总计 53.64 亿元，占同期资产总额的比例为 9.11%，其中公司与关联方的应付款主要为其他应付款，金额为 53.38 亿元，其他应付款项主要为公司日常经营过程中与关联方之间产生的准备金往来形成，公司应付款中与关联方的往来款没有固定偿还期限，不需要支付利息，对公司经营和财务独立性影响可控；公司与关联方应收账款总计 4.86 亿元，占同期负债总额的比例为 1.25%，占比较小，对公司经营影响很小。

总体看，关联交易在公司业务中所占比例较小，公司关联交易风险不大。

6. 重大事项

公司与万达院线战略合作

根据公司 2015 年 6 月 27 日公告, 公司与万达电影院线股份有限公司(以下简称“万达院线”, 股票代码: 002739) 达成战略合作并签订《万达电影院线股份有限公司与上海世茂股份有限公司、世茂影院投资发展有限公司之发行股份购买资产协议》(以下简称“协议”)。按照协议内容, 公司将向万达院线转让公司下属世茂影院所持有的重庆世茂影院管理有限公司等 15 家公司 100% 股权, 交易对价总额为 10 亿元, 万达院线将以向世茂影院非公开发行股份的方式进行购买; 发行股票种类为境内上市人民币普通股(A 股), 每股面值为 1 元; 发行价格为万达院线第三届董事会第二十一次会议决议公告日(2015 年 6 月 26 日)前 20 个交易日万达院线股票交易均价的 90%; 世茂影院通过本次交易取得的股份自本次股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。截至 2015 年 12 月底, 公司已完成中国证监会批复项下的相关资产交易过户给万达院线, 公司共认购万达院线股票 1,350.62 万股, 已于 2016 年 1 月 4 日上市。

按照公司与万达院线的战略合作协议, 公司目前在建及未来建设的商业地产项目中的电影院业态, 均由万达院线独家承租经营。

总体看, 公司与万达院线的战略合作和资产交易将进一步提高公司商业地产的区域竞争力、影响力和运营效益。尽管此次交易将使得影院业务收入调整出公司主营业务收入范围, 但将相应增加公司商业物业运营租赁收入, 且公司将分享万达院线未来在文化产业领域的发展成果, 从而进一步优化公司主营业务结构, 将对公司未来经营业绩产生积极影响。

非公开发行 A 股股票

公司于 2015 年 2 月 16 日第六届董事会第二十八次会议通过了《关于公司 2015 年度非公开发行 A 股股票方案的议案》, 公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票数量不超过 10,714.29 万股 A 股股票。此次募集资金将用于公司青岛国际中心二期项目、济南世茂国际广场南区三期项目和上海天马山项目三期。

公司于 2015 年 11 月 3 日收到中国证监会《关于核准上海世茂股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可【2015】2481 号), 核准公司非公开发行不超过 16,268.98 万股新股。2015 年 12 月 28 日, 公司共向 6 名合格投资者发行 15,166.84 万股新股, 发行价格为 9.89 元/股, 募集资金总额 15.00 亿元, 减除发行费用后募集资金净额 14.83 亿元。此次非公开发行新股已于 2015 年 12 月 24 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续, 并预计于 2016 年 12 月 24 日上市流通。

总体看, 此次非公开发行有补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金, 有助于公司在该地区项目的顺利开发, 对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

7. 经营关注

公司所处行业易受宏观政策影响

公司主营业务收入主要来自于商业物业开发、销售、运营、住宅物业销售和与商业物业运营相关的影院业务、百货业务、儿童乐园业务等, 受宏观经济影响较大。公司主营业务与国民经济的景气度关联性较强。现阶段国内经济形势面临较多不确定因素。如果未来国内经济增势放缓或宏观经济出现周期性波动, 将直接影响居民可支配收入, 进而影响居民消费信心和消费倾向, 这将加剧商业物业价格下跌预期; 如果公司未能对其有合理的预期并相应调整经营行为, 则将对公司的整体业绩和盈利能力产生不利影响。

未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

公司土地储备风险

公司在 20 余个城市具有土地储备，主要集中在长三角地区、环渤海地区和海西地区的二三线及三线以下城市，区域分布相对集中。虽然目前公司土地储备所处二三线城市（南京、厦门、长沙、苏州、武汉等）房地产市场情况相对稳定，风险不大，但目前我国二线、三线及三线以下城市去库存压力较大，仍须密切关注后续政策等因素对二三线及三线以下城市房地产市场影响给公司经营带来的相关风险。

商业物业开发及销售风险

公司目前所开发和销售的大部分集中在二线、三线或三线以下城市，部分城市商业地产处于较为饱和的状态。目前我国部分二三线及三线以下城市受宏观经济影响使得商业物业销售存在一定的压力，同时，公司目前在建及拟建物业规模较大，如公司未来未能针对市场环境变化、区域消费水平及消费结构变化、同类物业竞争等做出适当的战略调整，公司将面临较大的销售压力及去库存压力。

自持物业运营风险

尽管公司一直谨慎控制商业物业销售和自持物业的比例，且公司自持物业出租率较高，单位租金收入较稳定，但受大部分项目处于商业运营培育期影响，公司年租金收入占投资性房地产公允价值的比例并不高，整体租金收入水平一般。未来如公司未能根据市场需求变化对所持商业业态进行调整、公司商业物业培育未达预期或未能有效提升商业物业运营、服务能力，公司可能面临租金收入减少风险。同时，公司所自持物业主要位于二三线城市，未来如房地产市场出现下滑，公司面临自持物业公允价值下降风险。

经营管理能力风险

近三年，随着公司经营规模的快速扩大，公司主营业务收入快速增长，且主营业务除商业物业运营和住宅物业销售外，还涉及文化娱乐产业和儿童发展事业，业务结构较为多元化。未来随着公司项目规模的不断扩大，自持运营物业项目和面积的不断增多，以及在文化娱乐领域和商业物业运营配套设施或服务领域业务的不断拓展，这都将对公司运营能力和管理能力提出更高的要求。如公司未来在投资决策管理、财务管理、内控管理、项目管理及人才管理等方面未能满足公司发展需求，公司经营活动可能面临一定的不利影响。

8. 未来发展

在国家提出加快城镇化进程，重点发展现代服务业，不断提高居民收入、扩大内需消费的政策背景下，商业物业运营市场正迎来重要发展阶段，公司将积极把握发展契机，坚持贯彻既定的发展方针和策略，逐步推进公司各业态的有序地发展，确保公司持续稳健快速发展。

公司将继续长期投身于商业物业开发与运营领域，通过不断拓展核心竞争力，积极实施专业化开发和经营的发展策略，形成融合消费、文化和儿童发展等多元商业一体化的商业物业集合体，为社会提供高品质、多元化、因地制宜的商业物业和优质、高效的物业服务，努力成为以商业物业开发运营与多元商业业态并举的商业物业上市公司。

在商业物业运营方面，公司将增加自持物业的面积和比重，发挥自持精品商业物业在商业物业运营业务板块的核心地位，并将目标定为将目前自持物业和销售物业的三七比例调整为五五比

例。在未来三年内，公司将力争实现自持建筑面积为 200 万平方米左右商业物业的中期目标。通过未来 5~10 年的发展，公司将力争使自持物业产生的经营收入达到公司总收入的 30%。在增加自持物业面积的同时，为了保证业务收入及现金流的稳定，公司计划在未来三年内保持和稳步实现商业物业对外出售规模。

在多业态综合经营方面，公司将全面优化世茂广场的业务结构和内容，通过提升入驻商户品质、增加各种经营点位、拓展商业收入领域、商业内部结构的改扩建以及加强内部目标执行与管理等方式，全面提升世茂广场的经营能力。公司将加大在文化传媒、对外投资和儿童事业等方面的发展力度，寻求多个利润增长点，以确保公司可持续增长。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014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，三年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》、各项具体会计准则及相关规定编制，并根据财政部2014年发布的最新会计准则进行了追溯调整。公司2015年1~9月财务报表未经审计。

合并范围方面，2013年公司新纳入合并范围的子公司18家，不再纳入合并范围的子公司5家，2014年公司新纳入合并范围的子公司12家，不再纳入合并范围的子公司13家。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司合计101家，尽管公司纳入合并范围的子公司数量每年均有变化，但新纳入合并范围和不再纳入合并范围的子公司规模均不大，故财务数据可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额589.01亿元，负债合计388.65亿元，所有者权益200.35亿元，其中归属于母公司所有者权益160.78亿元。2014年，公司实现营业收入127.01亿元，净利润26.08亿元，其中少数股东损益7.16亿元，经营活动产生的现金流量净额0.76亿元，现金及现金等价物净增加额-2.91亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额650.71亿元，负债合计435.44亿元，所有者权益215.27亿元，其中归属于母公司所有者权益168.20亿元。2015年1~9月，公司实现营业收入106.03亿元，净利润14.03亿元，其中少数股东损益4.60亿元，经营活动产生的现金流量净额-7.53亿元，现金及现金等价物净增加额25.65亿元。

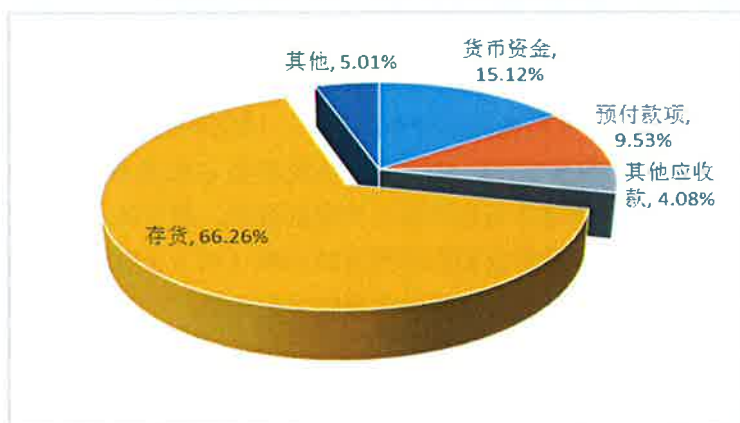
2. 资产质量

2012~2014年，随着公司经营规模不断扩大，公司资产规模逐年快速上升，年均复合增长率达25.71%，资产结构中流动资产占比较多，符合房地产开发企业的特征。近三年，公司流动资产占比均在60%左右，较为稳定。截至2014年底，公司资产总额为589.01亿元，其中流动资产占比58.27%，非流动资产占比41.73%。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产快速增长，年均复合增长27.67%，主要系预付款项和存货的快速增长所致。截至2014年底，公司流动资产合计343.21亿元，以货币资金（占比15.12%）、预付款项（占比9.53%）、其他应收款（占比4.08%）和存货（占比66.26%）为主。截至2014年底公司流动资产构成如下图所示。

图 10 截至 2014 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014年，公司货币资金规模波动增长，年均复合增长4.70%。截至2013年底，公司货币资金总额54.19亿元，较上年年末增长14.47%，主要系2013年公司济南、青岛等地项目销售回款增加所致。截至2014年底，公司货币资金总额51.90亿元，较上年末下降4.23%，主要系2014年公司加快开发进度，工程款项和新增土地款支付增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占比99.24%）、其他货币资金（占比0.73%）构成；其他货币资金主要为在途资金、银行开具保函的保证金和承兑汇票保证金。截至2014年底，公司货币资金中受限金额为11.62亿元质押担保银行借款和0.38亿元其他货币资金，受限资金占期末货币资金的23.29%，占比不大。

公司预付款项主要由预付股权转让款和预付土地款等构成，2012~2014年，公司预付款项在波动中快速增长，年均复合增长382.79%。截至2013年底，公司预付款项35.39亿元，较上年年末增长2,422.81%，主要系受让申银万国证券股份有限公司7.74%股份，预付21.86亿元转让款所致。截至2014年底，公司预付款项为32.70亿元，较上年年末下降7.61%，主要系公司受让申银万国证券股份有限公司股份未获得中国证监会批复，公司同期收到返还的全部股权款带来的预付款项的减少和同期公司支付石狮、宁波等地土地预付款带来的预付款项的增加综合所致。公司2014年末预付款项金额前五名情况如下表所示，前五名合计占预付款项的91.81%，集中度较高。

表 17 截至 2014 年底公司预付款前五名构成情况 单位：万元

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
石狮市国土资源局	非关联方	171,600.00	52.48%	1 年以内	土地款
招商局地产控股股份有限公司	非关联方	79,151.96	24.21%	1 年以内及 1 至 2 年	宁波湾头 3 号土地及运营资金
平安大华汇通财富管理有限公司	非关联方	20,941.05	6.40%	1 年以内	预付股权转让款
济南市历城区人民政府	非关联方	16,000.00	4.89%	1 年以内及 1 至 2 年	西彩石土地熟化费
上海长江财富资产管理有限公司	非关联方	12,520.00	3.83%	1 年以内	预付股权转让款
合计		300,213.01	91.81%	--	--

资料来源：公司年报

公司的其他应收款主要是应收关联方往来款项与商业物业运营业务相关的各项土地保证金。2012~2014年，公司其他应收账款有所波动，年均复合增长23.30%。截至2013年底，公司其他应

收款余额为8.59亿元，较上年年末减少6.81%；截至2014年底，公司其他应收款余额为14.02亿元，较上年年末大幅增长63.15%，主要系公司支付商业物业运营业务相关的各项保证金增加、公司部分股权转让款及与关联方的往来款项增加所致。其中，坏账准备计提提前采用账龄分析法的其他应收款占比21.12%，从账龄上看1年以内的占比为40.78%，1至2年的占比为38.30%，其余账龄为2年以上；公司其他应收款坏账准备0.31亿元，计提坏账准备占账龄分析法其他应收款的比例为10.10%，公司其他应收款坏账准备不存在计提不充分的情况。截至2014年底，公司其他应收款前五名欠款单位欠款总额占其他应收款余额的比例为79.54%（如下表所示），集中度较高；公司其他应收款部分为股权转让款，需持续关注相关款项的回收风险。

表 18 2014 年底公司其他应收款前五名欠款情况 单位：万元

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款 期末余额比例	账龄
上海凯石益正资产管理有限公司	股权转让款	61,980.00	43.27%	1 年以内
苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	关联方往来款	23,871.70	16.67%	1 年以内
无锡世茂新发展置业有限公司	关联方往来款	21,983.86	15.35%	1 至 2 年及 2 至 3 年
石狮市国土资源局	履约保证金	3,400.00	2.37%	1 至 2 年
嘉兴世茂新世纪置业有限公司	关联方往来款	2,691.94	1.88%	1 年以内
合计		113,927.50	79.54%	--

资料来源：公司年报

2012~2014年，随着经营规模的扩大，公司存货快速增长，年均复合增长率为24.71%，主要系公司商业物业运营业务持续增长，处于开发中的项目产品持续增加所致。截至2014年底，公司存货227.42亿元，较上年年末增长9.30%，公司存货占总资产的比例较高，2014年为66.26%。截至2014年底，公司存货中的开发成本占比77.96%，开发产品占比21.27%，公司存货的开发成本主要为各城市在建及拟建商业广场项目，开发产品主要为已建好待售项目。公司土地储备较为丰富，随着相关项目的开发和土地的利用，对公司未来盈利能力提供了有力保障。截至2014年底，公司共计提存货跌价准备330万元，主要为计入出租开发产品的世茂湖滨花园地下车库计提的坏账准备，由于公司开发成本和开发产品的入账成本低于可变现净值，故未对其计提存货跌价准备。截至2014年底，公司受限存货账面价值为87.58亿元（占存货余额的38.50%），受限比例尚可。截至2014年底公司存货明细如下表所示。

表 19 截至 2014 年底存货明细 单位：万元

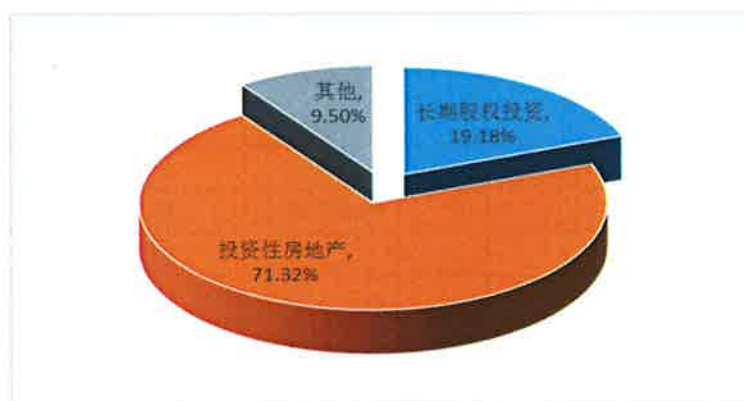
项目	2014年期末余额			
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面价值比例
库存商品	840.98	--	840.98	0.04%
周转材料	47.14	--	47.14	0.00%
开发成本	1,773,260.02	--	1,773,260.02	77.96%
开发产品	494,072.58	--	494,072.58	21.72%
出租开发产品	6,341.79	330.00	6,011.79	0.28%
合计	2,274,562.52	330.00	2,274,232.52	100.00%

资料来源：公司年报

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为23.11%，主要系长期股权投资与投资性房地产增长较多所致。截至2014年底，公司非流动资产合计245.79亿元，较上年年末增长31.20%。公司非流动资产以投资性房地产与长期股权投资为主，如下图所示。

图11 截至2014年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长48.50%，主要系公司业务规模扩大带来的相关联营与合营企业的投资增加所致。截至2014年底，公司长期股权投资余额为47.13亿元，较上年年末增长55.05%，主要系公司新增合营企业苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司和长沙世茂投资有限公司等公司所致。截至2014年底，公司对合营企业的投资额为37.35亿元（占长期股权投资总额79.25%）、对联营企业的投资额为9.78亿元（占长期股权投资总额20.75%）。

2012~2014年，随着公司自持物业规模的不断增加，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长20.70%。截至2014年底，公司投资性房地产为175.31亿元，较上年年末大幅增长31.77%，主要系2014年度公司积极扩张商业物业运营业务，新增自持商业物业规模较大；同时，公司物业价值上升也导致了投资性房地产价值的增加。截至2014年底，公司受限投资性房地产账面价值为75.21亿元（占投资性房地产总额42.90%），受限比例尚可。公司近三年投资性房地产明细如下表所示；参照公司投资性房地产所在各城市房地产市场近年来发展情况及商业物业价格，公司投资性房地产公允价值较为合理；如果未来公司投资性房地产所在区域房地产市场受政策影响或宏观调控影响发生波动，公司投资性房地产公允价值变动值得关注。

表20 2012~2014年公司投资性房地产明细 单位：万元

投资性房地产项目	2012年公允价值	2013年公允价值	2014年公允价值
北京世茂大厦	221,200.00	248,400.00	261,300.00
上海南京西路258号世茂商都大厦	45,200.00	46,700.00	47,800.00
常熟珠江东路98号商业楼	19,200.00	19,500.00	20,000.00
上海贵州路79-85号上卧副楼	3,150.00	3,210.00	3,280.00
北京世茂国际中心	249,600.00	250,000.00	259,800.00
昆山世茂华东商城	71,900.00	72,000.00	74,200.00
苏州世茂运河城一期	29,000.00	29,100.00	29,300.00
芜湖世茂滨江花园4-1号地块特色商业街A区、C区	29,400.00	30,200.00	30,200.00
常熟卢米埃影城	2,100.00	2,200.00	2,300.00

沈阳世茂商业 S2	44,400.00	44,500.00	44,500.00
徐州世茂商业	60,000.00	60,200.00	60,200.00
苏州世茂运河城二期	47,600.00	64,900.00	99,300.00
昆山国际城	66,000.00	66,400.00	67,800.00
厦门世茂海峡大厦	--	--	103,700.00
芜湖文化艺术中心	42,900.00	36,800.00	36,800.00
常熟世茂世纪中心 1B 商业	27,100.00	27,100.00	--
杭州世茂广场	41,100.00	--	--
济南世茂广场	113,600.00	182,800.00	221,000.00
武汉世茂嘉年华商业中心	47,300.00	58,600.00	131,300.00
沈阳世茂商业 S3	42,500.00	43,800.00	49,200.00
余山纳米城	--	44,000.00	69,000.00
石狮世茂国际广场	--	--	43,600.00
合计	1,203,250.00	1,330,410.00	1,753,080.00

资料来源：公司年报

截至2015年9月底，公司资产总额为650.71亿元，较2014年底增长10.48%。公司资产中流动资产和非流动资产的构成变化较小，公司流动资产占比仍然相对较多。流动资产方面，截至2015年9月底，公司货币资金为77.50亿元，较年初大幅上升49.34%，主要系销售回款及发行融资券所致；公司预付款为19.77亿元，较年初大幅下降39.54%，主要系前期所购土地后续款项大量付清从而结转所致；公司其他应收款为25.07亿元，较年初大幅上升78.86%，主要系关联方往来款增加所致；公司存货为258.89亿元，较年初大幅上升13.83%，主要系2015年前三季度土地储备及项目开发增加所致。非流动资产仍以投资性房地产与长期股权投资为主，截至2015年9月底，公司长期股权投资为22.40亿元，较2014年底下降52.46%，主要系2015年前三季度内变更合并范围所致；公司投资性房地产为201.35亿元，较2014年底增长14.85%，主要系公司于2015年前三季度新增投资性房地产及投资性房地产公允价值增值所致。

总体看，近年来随着公司商业物业运营业务扩大，公司资产规模增长较快。公司资产中流动资产占比相对较多，货币资金规模较大，货币资金、存货与投资性房地产有一定的受限比例，但比例不高；非流动资产以投资性房地产与长期股权投资为主。公司资产结构符合行业特征，整体资产质量较好。

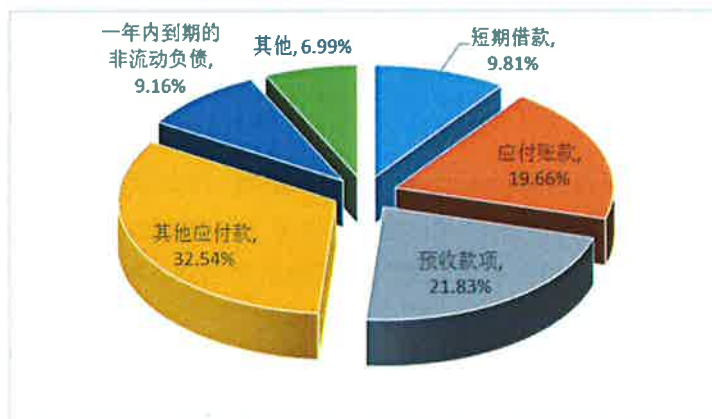
3. 负债及所有者权益

伴随着公司业务规模的不断扩大，公司负债规模也不断增长。2012~2014 年，公司负债规模快速增长，三年复合增率 29.09%。公司负债以流动负债为主，截至 2014 年底，公司负债合计 388.65 亿元，其中流动负债占比 78.29%，非流动负债占比 21.71%。

流动负债

2012~2014年，公司流动负债快速增长，年均复合增长36.82%。截至2014年底，公司流动负债合计304.29亿元，较上年年末增长19.41%，主要系预收款项、应付账款与其他应付款的大幅上升所致。公司流动负债以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。截至2014年底公司流动负债构成如下图所示。

图12 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

注：各项之和不等于100%系四舍五入所致

公司短期借款主要由质押借款、信托借款与委托借款构成。2012~2014年，公司短期借款快速增长，年均复合增长43.26%，主要系公司业务规模扩大带来的融资需求增加所致。截至2014年底，公司短期借款29.86亿元，较上年年末增长20.01%，其中质押借款与信托借款大幅上升，主要系公司项目发展需要带来的资金需求量增加所致。

公司应付账款主要由应付工程款构成。2012~2014年，随着公司经营规模的扩大、工程项目大幅增多，公司应付账款快速增长，年均复合增长49.27%。截至2014年底，公司应付账款59.84亿元，较上年年末增长32.84%，主要系按完工进度预提的应付工程款增加所致；从应付账款结构来看，公司应实际支付工程建造类账款以及预提的工程建造类账款合计占应付账款总额90%以上，且支付对象为各类工程建造供应商；从应付账款账龄来看，1年以内的占比75.28%，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。

2012~2014年，随着公司商业地产项目实现的预售规模持续增长，公司预收款项增速较快，年均复合增长56.35%。截至2014年底，公司预收款项为66.44亿元，较上年年末增长52.19%，主要为公司所收的预收售楼款（占预收款项总额98.65%）。公司预售中项目较多，不同项目竣工时间有所差异；从账龄上看，截至2014年底，公司预收款项中账龄在1年以内的占比81.58%，1年以上的占比18.42%。公司预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入；从2014年公司预收款项规模来看，公司未来结转收入规模仍较大。

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。2012~2014年，公司其他应付款在波动中有所增长，年均复合增长率为31.13%。截至2013年底，公司其他应付款为111.60亿元，较上年年末大幅增长93.82%，主要系应付关联方往来增加所致。截至2014年底，公司其他应付款为99.00亿元，较上年年末下降11.29%，主要系公司于2014年归还了部分关联方往来款项所致。截至2014年底，公司其他应付款前五名情况如下表所示，公司其他应付款前五名占比43.33%，集中度一般；从账龄看，1年以内的占比89.96%，其余为1年以上。

表21 2014年底公司其他应付款前五名欠款情况 单位：万元

单位名称	是否为关联方	金额	占其他应付款期末余额比例
单位一	否	126,518.25	12.78%
单位二	是	97,392.47	9.84%
单位三	是	83,165.24	8.40%

单位四	是	61,072.48	6.17%
单位五	否	60,783.08	6.14%
合计		428,931.52	43.33%

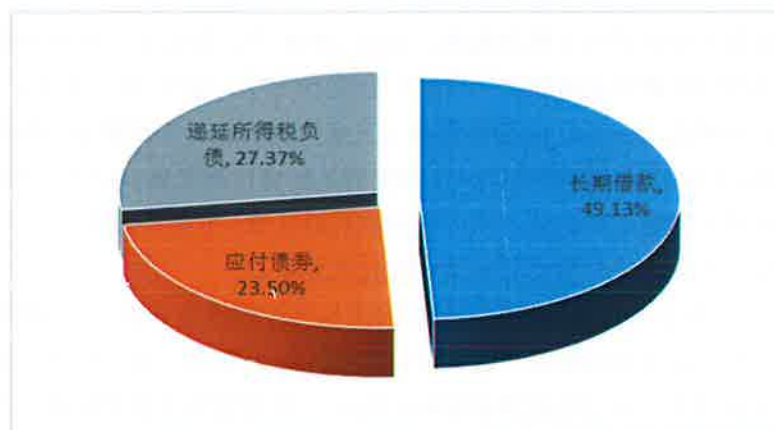
资料来源：公司提供

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，年均复合增长1.92%；截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债为17.68亿元，较上年年末下降34.12%，主要系同期到期需归还的贷款减少所致；截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债为27.89亿元，较上年年末增长57.70%，主要系长期借款结转较多所致。

非流动负债

2012~2014年，公司非流动负债有所波动，年均复合增长9.26%。截至2013年底，公司非流动性负债合计86.73亿元，较上年年末增长22.74%，主要系公司主营业务经营规模扩大，资产规模不断增加，相应资金需求增加所致。截至2014年底，公司非流动负债合计84.36亿元，较上年年末减少2.73%，主要系公司调整负债结构所致。截至2014年底，公司非流动负债主要以长期借款（占比49.13%）、应付债券（占比23.50%）和递延所得税负债（占比27.37%）为主，如下图所示。

图 13 截至 2014 年底公司非流动负债构成



数据来源：公司年报

2012~2014年，公司长期借款在波动中有所下降，年均复合减少11.57%。截至2013年底，公司长期借款为67.23亿元，较上年末大幅增长26.84%，主要系公司项目开发量增加引起项目配套资金需求增加所致。截至2014年底，公司长期借款合计41.45亿元，较上年末下降38.35%，主要系公司部分长期借款到期，且公司同期发行债券调整负债结构所致；从借款类型来看，公司长期借款主要由信托贷款（占比26.54%）与抵押借款（占比61.88%）构成。

2014年公司新增应付债券19.82亿元，主要为公司发行的分别于2017年4月和8月到期的20亿元中期票据，其发行概况如下表所示；公司应付债券对公司短期构成的资金偿付压力不大。

表 22 2014 年公司应付债券概况

债券名称	发行日期	发行金额	债券期限	票面利率	2014年期末余额
14沪世茂MTN001	2014.04.11	10亿元	3年	8.37%	9.92亿元
14沪世茂MTN002	2014.08.20	10亿元	3年	7.60%	9.90亿元

合计	20亿元	--	--	19.82亿元
----	------	----	----	---------

资料来源：公司年报

2012~2014年，公司递延所得税负债不断增长，年均复合增长14.34%。截至2014年底，公司递延所得税负债为23.09亿元，较上年年末增长18.42%，主要系以公允价值计量的资产期末价值增加引起企业所得税的时间性差异所致。

2012~2014年，公司全部债务逐年稳步上升，三年复合增长率为13.26%；其中，随着公司项目规模的不断扩大及融资需求不断增多，公司短期债务逐年增长，近三年分别为41.40亿元、43.16亿元和59.84亿元，公司长期债务有所波动，近三年分别为53.00亿元、67.23亿元和61.27亿元，2014年长期债务有所减少主要系同期一年内到期的非流动负债大幅增加所致。截至2014年底，公司全部债务为121.11亿元（占负债总额31.16%），其中短期债务和长期债务分别占比49.41%和50.59%，公司长短期债务结构较为均衡。近三年，尽管公司经营规模不断扩大、公司融资规模不断增加，但公司严格控制债务整体增长规模和负债结构；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三年均呈2013年小幅增长、2014年小幅下降的态势。截至2014年底，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65.98%、37.68%和23.42%，公司整体债务负担尚可。

截至2015年9月底，受公司业务发展需要增加融资需求影响，公司负债合计435.44亿元，较年初增长了12.04%，其中受公司新增长期借款和发行30亿元中期票据影响，公司长期借款较年初上升48.44%至61.53亿元，应付债券较年初上升150.85%至49.72亿元；受公司发行40亿元短期融资券影响，公司新增其他流动负债39.84亿元。与此同时，受公司调整长短期债务结构比例影响，公司一年内到期的非流动负债较年初大幅下降47.46%，短期借款较年初下降66.51%，公司负债中流动负债占比由78.29%下降至68.09%。

截至2015年9月底，公司全部债务规模181.07亿元，较年初上升49.51%，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66.92%、45.69%和34.07%，较年初分别上升0.93个百分点、8.01个百分点和10.65个百分点，长期债务资本化比率上升较快，主要系公司发行中期票据和增加长期借款所致；尽管公司长期债务增长较快，但公司整体债务负担仍处于可控水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，资产负债率水平尚可；随着经营规模的不断扩大，公司全部债务规模呈不断上升趋势，整体债务负担尚可；目前公司在不断进行债务结构调整，长期债务比例上升幅度较大，但公司债务结构仍有改善空间。未来随着公司商业物业运营业务的推进，公司负债规模预期仍有所增加，但公司负债比率仍处于行业中较好水平，财务弹性良好。

所有者权益

2012~2014年，受未分配利润的不断增长影响，公司所有者权益年逐年增长，年均复合增长19.83%。截至2014年底，公司所有者权益为200.35亿元，较上年年末增长23.48%，其中归属于母公司所有者权益为160.78亿元，归属于母公司所有者权益构成中，股本占7.29%，资本公积占18.61%，盈余公积占1.85%，未分配利润占45.94%，其他综合收益占26.30%；截至2014年底，公司其他综合收益42.29亿元，其中，由投资性房地产转换公允价值变动差额占比87.85%，长期股权投资应享有合营、联营企业的其他综合收益占比8.36%，公司持有海通证券股份有限公司850.00万股流通股公允价值变动损益占比3.42%，其他占比0.37%。公司归属母公司所有者权益中股本和资本公积合计占比较小，所有者权益稳定性一般。

截至2015年9月底，公司所有者权益为215.27亿元，较2014年底增长7.44%，主要系股本和未分配利润增长所致；其中，公司股本为17.62亿元，较年初增长50.30%，主要系公司进行了年度利

利润分配（每10股转增5股）及股权激励所致；公司未分配利润为81.30亿元，较上年年初增长10.07%，主要系公司实现利润所致。

总体看，公司所有者权益逐年增长，未分配利润和其他综合收益占比较大，权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

公司的营业收入主要来自于商业物业运营业务、住宅地产业务和影院业务，其中以商业运营板块为主。公司营业收入与营业成本全部为主营业务收入与主营业务成本。2012~2014年，公司实现营业收入分别为67.86亿元、101.53亿元和127.01亿元，年均复合增长36.81%，2014年较2013年同比增长25.09%，主要系公司地产业务收入增加，商铺租赁业务及电影院业务等商业业态收入增加所致。同期，公司营业成本分别为39.18亿元、59.09亿元和74.43亿元，年均复合增长37.83%，2014年较2013年同比增加25.96%。

2012~2014年，公司分别实现净利润14.01亿元、18.71亿元和26.08亿元（其中归属于母公司所有者的净利润分别为13.66亿元、16.43亿元和18.92亿元），年复合增长率为36.43%，实现利润总额分别为18.81亿元、24.21亿元和34.88亿元，年复合增长率为36.19%，主要系公司销售收入大幅增加所致；同期，公司投资收益分别为2.35亿元、-0.02亿元和4.46亿元，占同期利润总额的比例均不大；公司2013年投资收益较2012年同比减少100.91%，主要系公司2013年未发生大额股权转让收益；公司2014年投资收益较2013年大幅上升主要系出售嘉兴世茂股权获得投资收益及本期出售部分海通证券获益所致。

从盈利指标看，2012~2014年，公司营业利润率有所波动，但波动不大，三年分别为33.28%、31.31%和31.41%。公司2014年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均增长较快，2014年分别为9.07%、6.54%和14.38%，主要系公司在商业物业运营与管理方面实现快速增长与发展所致。公司目前各项盈利指标均处于较高水平。

期间费用方面，2012~2014年，随着公司业务规模的不断扩大，公司期间费用有一定上升，年均复合增长13.36%，但是所占营业收入比重呈逐年下降趋势，三年分别为14.39%、11.01%和9.88%，公司期间费用控制能力较强。2014年公司期间费用总额为12.55亿元，较2013年增加12.32%。2012~2014年，公司管理费用增长较快且占比较高，三年占期间费用的比例分别为47.34%、49.32%和49.38%，2014年同比增长12.46%，主要系随着公司商业物业运营业务的经营规模增加及电影院等商业业态规模扩大，相应的人工费用等运营管理成本增加所致。2012~2014年，公司销售费用增长较快且占比也相对较高，三年占期间费用的比例分别为44.04%、44.71%和45.57%，2014年同比增长14.50%，主要系随着公司经营规模扩大，相应的企划费用、物业经营费用等大幅增加所致。2012~2014年，公司财务费用逐年减少，且三年占期间费用的比例逐年下降，三年分别为8.62%、5.97%和5.04%，2014年同比增长5.14%，主要系公司近年来加强了利息资本化管理以及公司通过发行中期票据低费率融资形式，降低融资成本所致。

2015年以来，公司继续保持着良好的经营状况。2015年1~9月份，公司已实现营业收入106.03亿元，较上年同期大幅增长27.06%；净利润14.03亿元，较上年同期增长19.62%，增长主要系公司商业物业运营收入增加所致。

总体看，公司近三年来盈利能力呈稳定增长趋势，随着公司商业物业运营能力与公司管理能力的不断提高，公司盈利水平较高，期间费用控制能力较强。未来随着公司业务规模的不断增加和多元化业务格局的不断发展，公司整体经营和盈利能力有进一步提升的空间。

5. 现金流

从经营活动看，公司 2012~2014 年经营活动产生的净现金流波动下降，三年分别为 17.48 亿元、24.98 亿元和 0.76 亿元，三年复合下降 79.12%。2013 年经营活动产生的净现金流较 2012 年增长 42.96%，主要系公司于 2013 年度因销售收入上升使得销售商品现金流入大量上升；2014 年经营活动产生的净现金流较 2013 年大幅下降 96.95%，主要系公司商业物业项目增加支付工程款且新增土地款支付所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要是由押金、保证金、往来款、政府补助款以及利息收入构成，近三年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 47.41 亿元、94.40 亿元、61.06 亿元，占经营活动现金流入的比例较高，三年分别为 37.28%、45.49%和 36.33%；其中 2013 年较 2012 年增长 99.11%，主要系收到的关联公司款项及各类保证金所致，关联公司款项主要包括收到上海世茂建设有限公司等股东方的资金支持款合计约 15 亿元、收到福建世茂新里程投资发展有限公司等合营联营企业的房屋销售款合计约 30 亿元、收到珠海横琴瑞尚股权投资合伙企业（公司重要子公司之股东）资金款项约 6 亿元，各类保证金合计约 8 亿元，主要由公司向租赁商户、施工建筑单位所收取的保证金以及收回原先向政府缴纳的保证金组成。2014 年比 2013 年同比下降 35.32%，主要原因是收到的关联公司款项及各类保证金下降所致。公司支付的其他与经营活动有关的现金主要由押金、保证金、经营与管理费和往来款构成，近三年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 40.64 亿元、37.40 亿元、29.80 亿元，占经营活动现金出的比例分别为 37.05%、20.49%和 17.81%；公司支付其他与经营活动有关的现金近三年呈下降趋势，主要系公司支付的各类投标保证金和招标押金的减少所致。从收入实现质量来看，2012~2014 年公司现金收入比分别为 117.52%、111.39%和 84.24%，尽管受客户购房按揭款银行实际支付公司时点有所差异使得公司经营活动现金流入量有所下降，进而导致公司 2014 年现金收入比下降较多，但公司总体收入实现质量较好。

从投资活动来看，2012~2014 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-12.68亿元、-34.15 亿元和-12.22亿元。2013 年投资活动产生的净现金流较 2012 年流出较大，主要系公司增加合营、联营企业股权投资所致；2014 年投资活动产生的现金流量净额较 2013 年流出有所下降，主要系公司于 2014 年出让合作开发地产项目收到的转让子公司股权款 13.30 亿元所致。

2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-7.61 亿元、16.03 亿元和 8.54 亿元，公司筹资活动现金流入和流出主要分别为取得借款获取的现金和偿还债务支付的现金。2013 年筹资活动产生的现金流量净额较 2012 年大幅增加 23.64 亿元，主要系公司于 2013 年大幅增加了负债规模所致。2014 年年筹资活动产生的现金流量净额较 2013 年减少了 7.49 亿元，主要系公司于 2014 年归还了部分到期借款所致。

2015 年 1~9 月，公司经营规模继续扩大，经营活动现金净流出 7.53 亿元；投资活动现金净流出 7.29 亿元，较上年同期净流出有较大的减少，主要对外投资活动减少所致；筹资活动的现金净额为 40.47 亿元，筹资规模较上年同期大幅增长。

总体看，公司现金流规模较大，公司现金获得能力较强，但是因公司自 2014 年以来对商业地产业务的大量推进，公司经营活动所产生的现金流净额无法满足自身的投资需要，公司存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率分别从 2012 年的 1.30 倍和 0.40 倍下降到 2014 年的 1.13 倍和 0.38 倍，公司 2013 年、2014 年流动比率下降主要系公司加快开发进度应支付

的工程款以及销售形成预收款增加导致负债上升所致。截至 2015 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.36 倍和 0.49 倍。整体上，虽然公司 2015 年 9 月的短期偿债指标较 2014 年末有明显回升，但整体仍处于一般水平。

从长期偿债能力指标看，公司资产负债率由 2012 年底的 62.57% 波动上升至 2014 年底的 65.98%，公司资产负债率在行业内处于较低水平；2012~2014 年，公司 EBITDA 大幅增长，分别为 20.64 亿元、26.10 亿元和 37.01 亿元；近三年公司 EBITDA 构成较为稳定，其中，利润总额占比较高（2014 年占比 94.25%），其次为计入财务费用的利息支出（2014 年占比 2.35%）。2012~2014 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.24 倍和 0.31 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力趋好；公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.42 倍、3.67 倍和 3.08 倍，公司对全部债务利息的保障程度较好；经营现金债务保护倍数分别为 0.19 倍、0.23 倍和 0.01 倍，经营活动现金流对全部债务保障能力一般，且 2014 年有明显下降。

2015 年 12 月 24 日，公司成功于上海证券交易所非公开发行股票 15,166.84 万股，共募集资金总额 15.00 亿元。本次非公开发行使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，在一定程度上优化了公司的资产负债结构，提高了公司的流动比率和速动比率，并提升了公司后续持续融资能力和抗风险能力，对公司短期偿债能力和长期偿债能力都具有积极的影响。

截至 2015 年 9 月底，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，公司对外担保额度合计 25.90 亿元，担保比率不高，为 12.03%。公司对外担保企业全部为公司联营企业，目前经营、运作状况良好，公司对外担保风险较低。

表 23 截至 2015 年 9 月底公司对外担保概况 单位：亿元

序号	担保对象	担保方式	担保金额
1	苏州工业园区世茂湖滨置业有限公司	连带保证	10.00
2	苏州工业园区世茂世纪置业有限公司	连带保证	3.00
3	绍兴世茂投资发展有限公司*	连带保证	3.00
4	长沙世茂投资有限公司	连带保证	9.90
合计		--	25.90

资料来源：公司提供

截至 2015 年 9 月底，公司没有对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

截至 2016 年 1 月 5 日，根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：G10310101001496109），公司无未结清不良信贷信息。公司近三年在中国人民银行征信系统无违约记录。

公司与各大银行、融资租赁公司等金融机构建立了良好的长期合作伙伴关系，截至 2015 年 9 月底，公司及控股子公司已获银行授信额度 222.60 亿元，已使用 112.81 亿元，剩余授信额度 109.79 亿元，且公司为上海证券交易所上市公司，间接融资渠道较宽。

总体看，公司目前债务负担尚可，整体偿债能力较强。未来随着公司相关项目结转收入及其他业务的不断发展，公司盈利水平有望提高，整体偿债能力也有望得到改善。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截至 2015 年 9 月底，公司全部债务总额为 181.07 亿元，本次拟发行债券规模为 80.00 亿元，

相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度对公司影响较大。

以 2015 年 9 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 80.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 70.54%、54.81%和 47.05%，债务负担有明显加重，但考虑到公司 2015 年非公开发行股票预案已经获得证监会批复，公司上述以 2015 年 9 月末测算的债务指标将略有下降；同时，考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还银行贷款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 37.01 亿元，为本次公司债券发行额度（80.00 亿元）的 46.26 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2014 年经营活动产生的现金流入 106.99 亿元，为本次公司债券发行额度（80.00 亿元）的 1.34 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本次债券覆盖程度较好。

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，商业物业运营能力较强，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，公司对本次债券的偿还能力较强。

十、综合评价

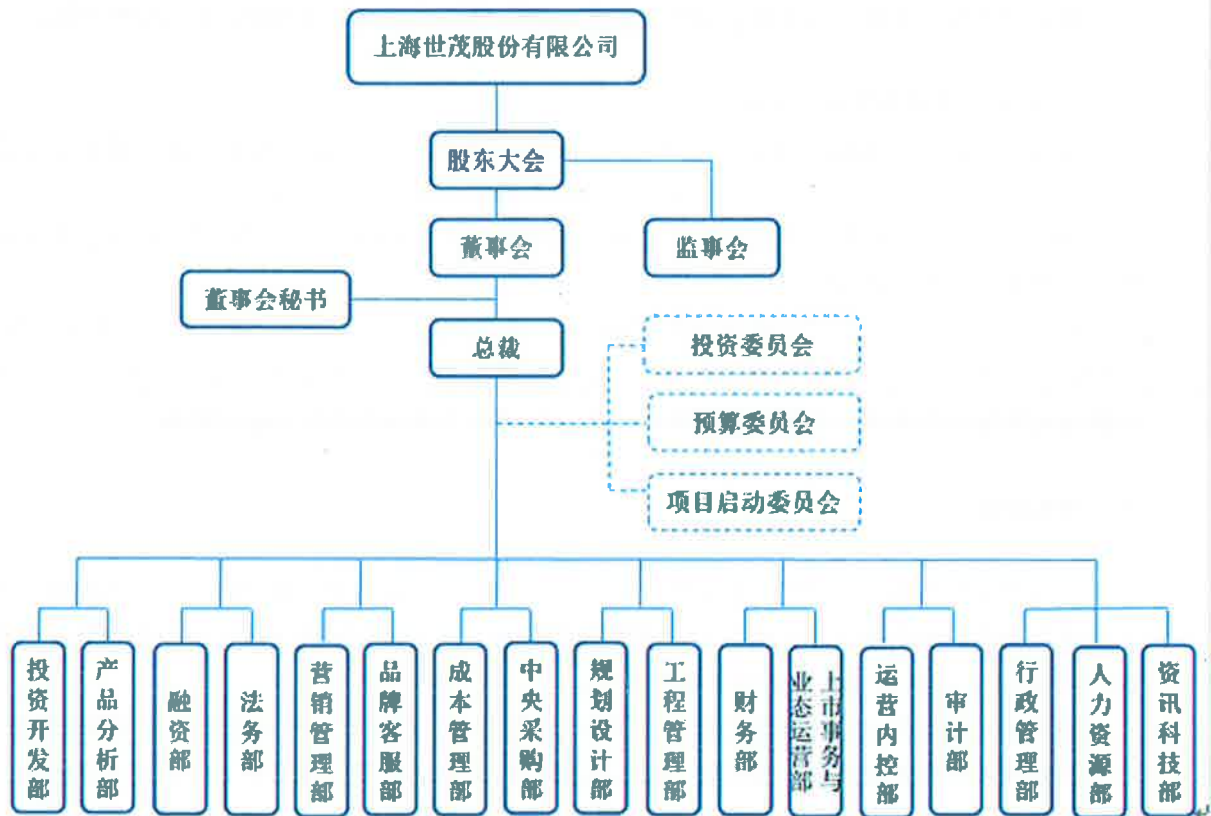
房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，行业整体已脱离了高速增长期；受资金成本约束和经济增速放缓影响，近年来我国商业地产开发投资增速逐步放缓，且 2015 年以来增速跌至趋近于零的水平。

公司作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高。公司商业物业在客户资源培育、专业运营团队培养方面优势明显。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司“缔造精致物业”理念的逐步深入，商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 上海世茂股份有限公司 组织结构图



附件 2 上海世茂股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额 (亿元)	372.73	503.83	589.01	650.71
所有者权益 (亿元)	139.52	162.26	200.35	215.27
短期债务 (亿元)	41.40	43.16	59.84	69.83
长期债务 (亿元)	53.00	67.23	61.27	111.25
全部债务 (亿元)	94.41	110.40	121.11	181.07
营业收入 (亿元)	67.86	101.53	127.01	106.03
净利润 (亿元)	14.01	18.71	26.08	14.03
EBITDA (亿元)	20.64	26.10	37.01	--
经营性净现金流 (亿元)	17.48	24.98	0.76	-7.53
应收账款周转次数 (次)	18.42	17.12	13.74	--
存货周转次数 (次)	0.30	0.33	0.34	--
总资产周转次数 (次)	0.19	0.23	0.23	0.17
现金收入比率 (%)	117.52	111.39	84.24	60.24
总资本收益率 (%)	6.36	7.65	9.07	4.14
总资产报酬率 (%)	5.58	5.68	6.54	3.11
净资产收益率 (%)	10.43	12.40	14.38	6.75
营业利润率 (%)	33.28	31.31	31.41	22.77
费用收入比 (%)	14.39	11.01	9.88	7.93
资产负债率 (%)	62.57	67.80	65.98	66.92
全部债务资本化比率 (%)	40.36	40.49	37.68	45.69
长期债务资本化比率 (%)	27.53	29.30	23.42	34.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.42	3.67	3.08	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.22	0.24	0.31	--
流动比率 (倍)	1.30	1.24	1.13	1.36
速动比率 (倍)	0.40	0.43	0.38	0.49
现金短期债务比 (倍)	1.14	1.26	0.87	1.11
经营现金流动负债比率 (%)	10.75	9.80	0.25	-2.54
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.26	0.33	0.46	-

注：2015 年三季度财务报告未经审计，相关指标未年化。

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	
333 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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次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 / 本次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 / 本次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 上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年上海世茂股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

上海世茂股份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。上海世茂股份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股份有限公司的相关状况，如发现上海世茂股份有限公司或本次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债券的信用等级。

如上海世茂股份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，可公布信用等级暂时失效，直至上海世茂股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次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股份有限公司公司、监管部门等。



联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券 信用等级的说明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2016 年 3 月 4 日出具“上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告”，确定上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券（以下简称“本次债券”）信用等级为 AA+。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“上海新世纪”）于 2015 年 8 月 12 日出具的《上海世茂股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告》中，对公司主体长期信用等级评定为 AA，其报告对公司经营和财务分析的时间节点为 2015 年 3 月 31 日。联合评级于 2016 年 3 月 4 日出具的《上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告》对公司的经营和财务分析的时间节点为 2015 年 9 月 30 日。在两个时间节点之间，公司的经营规模持续扩大。

联合评级对公司主体长期信用等级和本次债券信用等级的评定主要考虑了以下因素：

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，在品牌影响力、产品品质和公司综合竞争力等方面居于国内领先地位。公司作为上海交易所上市公司，2014 年以 127.01 亿元营业收入位居行业第 13 位，2015 年综合实力位居沪深上市房产综合实力前 10 位¹，公司综合竞争实力处于行业前列。

2、公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供了较大的盈利空间和利润弹性。公司土地储备主要以“长三角地区”为主，“环渤海经济圈”和“海西地区”为辅。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备面积 1,012.66 万平方米，按公司 2014 年竣工面积 97.94 万平方米测算，公司目前土地储备足够公司开发 5 年以上。尽管公司土地储备中二、三线城市占比较高，但主要为苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等近年来经济发展较好且区域房地产市场发展较为平稳的城市。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备综合楼面均价为 2,355.45 元/平方米，

¹ 资料来源：《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》。



考虑到商业与住宅土地储备占比约为 4:6，公司整体土地储备成本较低，提高了其应对宏观经济变化、房地产行业政策波动等的抗风险能力。

3、公司商业物业运营业务发展较好，盈利能力处于行业前列。公司形成了自身客户资源培育、商业物业定制和专业运营团队培养的商业物业运营模式。近年来，在商业地产较不景气的宏观环境下，公司商业物业运营业务收入依然不断提高。2012~2014 年，公司商业物业运营业务收入分别为 40.43 亿元、66.49 亿元和 85.36 亿元，年均复合增长率为 45.30%，增速较快；同期，尽管公司商业物业运营业务毛利率有所波动，但均能维持在 40.00%以上水平，公司盈利能力较强。公司与万达电影院线股份有限公司于 2015 年 6 月签订战略协议，有助于进一步提高公司商业地产区域竞争力、影响力、运营效益及未来在文化产业领域的发展。

4、公司自持物业地理位置较好，出租率较高，近三年租金收入稳步提升，为公司提供了较为稳定的经营性现金流入。公司拥有的北京世茂大厦、北京世茂·工三、济南世茂国际广场等商业物业，具有较高的区域知名度。

5、公司于 2015 年 12 月成功非公开发行 15,166.84 万股新股，共募集资金 15 亿元，使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，对公司偿债能力具有积极影响。此次非公开发行有效的补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

6、通过与其他评级机构出具的类似资产规模房地产企业数据对比（如下表所示）可见，公司资产总额、所有者权益规模、营业收入和净利润水平均处于类似企业同等水平或较高水平；同时，公司资产负债率处于类似企业较低水平。截至 2015 年 9 月底，公司资产规模 650.71 亿元，其中货币资金为 77.50 亿元，存货为 258.89 亿元，投资性房地产为 201.35 亿元；同期，公司全部债务规模 141.23 亿元，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 66.92%、39.62%和 34.07%；公司资产中货币资金、存货和投资性房地产受限比例不高，货币资金规模较大，资产质量较好，整体债务负担不重，财务安全性较高。

表1 公司与同类型企业相关数据对比 单位：亿元、%

发行人名称	数据时间	主体信用等级/ 评级机构	资产 总额	所有者 权益	资产负 债率	营业 收入	净利 润
复地(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	686.99	137.43	79.99	126.43	8.89
增城市碧桂园物业发展	2014/12/31	AA+/大公国际	684.36	163.88	72.83	111.71	19.87



有限公司							
信达投资有限公司	2014/12/31	AA+/大公国际	588.63	153.00	74.01	69.04	17.88
新城控股集团股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	511.14	122.50	76.03	206.74	17.92
中粮地产(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/鹏元资信	463.11	106.65	76.97	90.41	9.03
公司（世茂股份）	2015/9/30	AA+/联合评级	650.71	215.27	66.92	106.03	14.03

资料来源：联合评级根据公开资料整理

综合以上因素，联合评级认为，世茂股份作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高，商业物业运营能力较强。未来，随着公司商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升，整体偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

因此，经联合评级信用评级委员会评定，给予公司 AA+的主体长期信用等级及 AA+的本次债券信用等级。该信用等级的给出，保持了联合评级对工商企业信用评级政策和评级方法的一致性与连续性。

联合评级本次对公司的主体评级结果，可能与其他评级机构对公司的主体评级结果有所不同，主要是由于不同评级机构在评级理念、评级方法与体系、评级标准等方面皆存在一些差异，这些因素导致对同一家企业的评级结果可能会出现不同。此外，因评级时点不同，发行人主体的经营、财务及发展状况等均可能出现较大差异，导致各自的评级结果也可能出现不同。

联合评级本次对公司的主体及债项评级结果符合自身的信用评级政策、评级方法和评级程序，且符合内部及外部监管的相关执业规范及要求。在本次债券存续期内，联合评级将持续关注公司经营和财务表现，以便全面分析并及时揭示对其信用水平可能带来的影响。

特此说明

（以下无正文）

联合信用评级有限公司

2016年3月4日

联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券 信用等级的说明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2016 年 3 月 4 日出具“上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告”，确定上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券（以下简称“本次债券”）信用等级为 AA+。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“上海新世纪”）于 2015 年 8 月 12 日出具的《上海世茂股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告》中，对公司主体长期信用等级评定为 AA，其报告对公司经营和财务分析的时间节点为 2015 年 3 月 31 日。联合评级于 2016 年 3 月 4 日出具的《上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告》对公司的经营和财务分析的时间节点为 2015 年 9 月 30 日。在两个时间节点之间，公司的经营规模持续扩大。

联合评级对公司主体长期信用等级和本次债券信用等级的评定主要考虑了以下因素：

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，在品牌影响力、产品品质和公司综合竞争力等方面居于国内领先地位。公司作为上海交易所上市公司，2014 年以 127.01 亿元营业收入位居行业第 13 位，2015 年综合实力位居沪深上市房产综合实力前 10 位¹，公司综合竞争实力处于行业前列。

2、公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供了较大的盈利空间和利润弹性。公司土地储备主要以“长三角地区”为主，“环渤海经济圈”和“海西地区”为辅。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备面积 1,012.66 万平方米，按公司 2014 年竣工面积 97.94 万平方米测算，公司目前土地储备足够公司开发 5 年以上。尽管公司土地储备中二、三线城市占比较高，但主要为苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等近年来经济发展较好且区域房地产市场发展较为平稳的城市。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备综合楼面均价为 2,355.45 元/平方米，

¹ 资料来源：《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》。



考虑到商业与住宅土地储备占比约为 4:6，公司整体土地储备成本较低，提高了其应对宏观经济变化、房地产行业政策波动等的抗风险能力。

3、公司商业物业运营业务发展较好，盈利能力处于行业前列。公司形成了自身客户资源培育、商业物业定制和专业运营团队培养的商业物业运营模式。近年来，在商业地产较不景气的宏观环境下，公司商业物业运营业务收入依然不断提高。2012~2014 年，公司商业物业运营业务收入分别为 40.43 亿元、66.49 亿元和 85.36 亿元，年均复合增长率为 45.30%，增速较快；同期，尽管公司商业物业运营业务毛利率有所波动，但均能维持在 40.00%以上水平，公司盈利能力较强。公司与万达电影院线股份有限公司于 2015 年 6 月签订战略协议，有助于进一步提高公司商业地产区域竞争力、影响力、运营效益及未来在文化产业领域的发展。

4、公司自持物业地理位置较好，出租率较高，近三年租金收入稳步提升，为公司提供了较为稳定的经营性现金流入。公司拥有的北京世茂大厦、北京世茂·工三、济南世茂国际广场等商业物业，具有较高的区域知名度。

5、公司于 2015 年 12 月成功非公开发行 15,166.84 万股新股，共募集资金 15 亿元，使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，对公司偿债能力具有积极影响。此次非公开发行有效的补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

6、通过与其他评级机构出具的类似资产规模房地产企业数据对比（如下表所示）可见，公司资产总额、所有者权益规模、营业收入和净利润水平均处于类似企业同等水平或较高水平；同时，公司资产负债率处于类似企业较低水平。截至 2015 年 9 月底，公司资产规模 650.71 亿元，其中货币资金为 77.50 亿元，存货为 258.89 亿元，投资性房地产为 201.35 亿元；同期，公司全部债务规模 141.23 亿元，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 66.92%、39.62%和 34.07%；公司资产中货币资金、存货和投资性房地产受限比例不高，货币资金规模较大，资产质量较好，整体债务负担不重，财务安全性较高。

表1 公司与同类型企业相关数据对比 单位：亿元、%

发行人名称	数据时间	主体信用等级/ 评级机构	资产 总额	所有者 权益	资产负 债率	营业 收入	净利 润
复地(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	686.99	137.43	79.99	126.43	8.89
增城市碧桂园物业发展	2014/12/31	AA+/大公国际	684.36	163.88	72.83	111.71	19.87



有限公司							
信达投资有限公司	2014/12/31	AA+/大公国际	588.63	153.00	74.01	69.04	17.88
新城控股集团股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	511.14	122.50	76.03	206.74	17.92
中粮地产(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/鹏元资信	463.11	106.65	76.97	90.41	9.03
公司（世茂股份）	2015/9/30	AA+/联合评级	650.71	215.27	66.92	106.03	14.03

资料来源：联合评级根据公开资料整理

综合以上因素，联合评级认为，世茂股份作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高，商业物业运营能力较强。未来，随着公司商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升，整体偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

因此，经联合评级信用评级委员会评定，给予公司 AA+的主体长期信用等级及 AA+的本次债券信用等级。该信用等级的给出，保持了联合评级对工商企业信用评级政策和评级方法的一致性与连续性。

联合评级本次对公司的主体评级结果，可能与其他评级机构对公司的主体评级结果有所不同，主要是由于不同评级机构在评级理念、评级方法与体系、评级标准等方面皆存在一些差异，这些因素导致对同一家企业的评级结果可能会出现不同。此外，因评级时点不同，发行人主体的经营、财务及发展状况等均可能出现较大差异，导致各自的评级结果也可能会出现不同。

联合评级本次对公司的主体及债项评级结果符合自身的信用评级政策、评级方法和评级程序，且符合内部及外部监管的相关执业规范及要求。在本次债券存续期内，联合评级将持续关注公司经营和财务表现，以便全面分析并及时揭示对其信用水平可能带来的影响。

特此说明

（以下无正文）

联合信用评级有限公司

2016年3月4日



联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券 信用等级的说明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2016 年 3 月 4 日出具“上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告”，确定上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券（以下简称“本次债券”）信用等级为 AA+。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“上海新世纪”）于 2015 年 8 月 12 日出具的《上海世茂股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告》中，对公司主体长期信用等级评定为 AA，其报告对公司经营和财务分析的时间节点为 2015 年 3 月 31 日。联合评级于 2016 年 3 月 4 日出具的《上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告》对公司的经营和财务分析的时间节点为 2015 年 9 月 30 日。在两个时间节点之间，公司的经营规模持续扩大。

联合评级对公司主体长期信用等级和本次债券信用等级的评定主要考虑了以下因素：

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，在品牌影响力、产品品质和公司综合竞争力等方面居于国内领先地位。公司作为上海交易所上市公司，2014 年以 127.01 亿元营业收入位居行业第 13 位，2015 年综合实力位居沪深上市房产综合实力前 10 位¹，公司综合竞争实力处于行业前列。

2、公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供了较大的盈利空间和利润弹性。公司土地储备主要以“长三角地区”为主，“环渤海经济圈”和“海西地区”为辅。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备面积 1,012.66 万平方米，按公司 2014 年竣工面积 97.94 万平方米测算，公司目前土地储备足够公司开发 5 年以上。尽管公司土地储备中二、三线城市占比较高，但主要为苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等近年来经济发展较好且区域房地产市场发展较为平稳的城市。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备综合楼面均价为 2,355.45 元/平方米，

¹ 资料来源：《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》。

考虑到商业与住宅土地储备占比约为 4:6，公司整体土地储备成本较低，提高了其应对宏观经济变化、房地产行业政策波动等的抗风险能力。

3、公司商业物业运营业务发展较好，盈利能力处于行业前列。公司形成了自身客户资源培育、商业物业定制和专业运营团队培养的商业物业运营模式。近年来，在商业地产较不景气的宏观环境下，公司商业物业运营业务收入依然不断提高。2012~2014 年，公司商业物业运营业务收入分别为 40.43 亿元、66.49 亿元和 85.36 亿元，年均复合增长率为 45.30%，增速较快；同期，尽管公司商业物业运营业务毛利率有所波动，但均能维持在 40.00%以上水平，公司盈利能力较强。公司与万达电影院线股份有限公司于 2015 年 6 月签订战略协议，有助于进一步提高公司商业地产区域竞争力、影响力、运营效益及未来在文化产业领域的发展。

4、公司自持物业地理位置较好，出租率较高，近三年租金收入稳步提升，为公司提供了较为稳定的经营性现金流入。公司拥有的北京世茂大厦、北京世茂·工三、济南世茂国际广场等商业物业，具有较高的区域知名度。

5、公司于 2015 年 12 月成功非公开发行 15,166.84 万股新股，共募集资金 15 亿元，使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，对公司偿债能力具有积极影响。此次非公开发行有效的补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

6、通过与其他评级机构出具的类似资产规模房地产企业数据对比（如下表所示）可见，公司资产总额、所有者权益规模、营业收入和净利润水平均处于类似企业同等水平或较高水平；同时，公司资产负债率处于类似企业较低水平。截至 2015 年 9 月底，公司资产规模 650.71 亿元，其中货币资金为 77.50 亿元，存货为 258.89 亿元，投资性房地产为 201.35 亿元；同期，公司全部债务规模 141.23 亿元，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 66.92%、39.62%和 34.07%；公司资产中货币资金、存货和投资性房地产受限比例不高，货币资金规模较大，资产质量较好，整体债务负担不重，财务安全性较高。

表1 公司与同类型企业相关数据对比 单位：亿元、%

发行人名称	数据时间	主体信用等级/ 评级机构	资产 总额	所有者 权益	资产负 债率	营业 收入	净利 润
复地(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	686.99	137.43	79.99	126.43	8.89
增城市碧桂园物业发展	2014/12/31	AA+/大公国际	684.36	163.88	72.83	111.71	19.87



有限公司							
信达投资有限公司	2014/12/31	AA+/大公国际	588.63	153.00	74.01	69.04	17.88
新城控股集团股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	511.14	122.50	76.03	206.74	17.92
中粮地产(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/鹏元资信	463.11	106.65	76.97	90.41	9.03
公司（世茂股份）	2015/9/30	AA+/联合评级	650.71	215.27	66.92	106.03	14.03

资料来源：联合评级根据公开资料整理

综合以上因素，联合评级认为，世茂股份作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高，商业物业运营能力较强。未来，随着公司商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升，整体偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

因此，经联合评级信用评级委员会评定，给予公司 AA+的主体长期信用等级及 AA+的本次债券信用等级。该信用等级的给出，保持了联合评级对工商企业信用评级政策和评级方法的一致性与连续性。

联合评级本次对公司的主体评级结果，可能与其他评级机构对公司的主体评级结果有所不同，主要是由于不同评级机构在评级理念、评级方法与体系、评级标准等方面皆存在一些差异，这些因素导致对同一家企业的评级结果可能会出现不同。此外，因评级时点不同，发行人主体的经营、财务及发展状况等均可能出现较大差异，导致各自的评级结果也可能出现不同。

联合评级本次对公司的主体及债项评级结果符合自身的信用评级政策、评级方法和评级程序，且符合内部及外部监管的相关执业规范及要求。在本次债券存续期内，联合评级将持续关注公司经营和财务表现，以便全面分析并及时揭示对其信用水平可能带来的影响。

特此说明

（以下无正文）



联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券 信用等级的说明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2016 年 3 月 4 日出具“上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告”，确定上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券（以下简称“本次债券”）信用等级为 AA+。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“上海新世纪”）于 2015 年 8 月 12 日出具的《上海世茂股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告》中，对公司主体长期信用等级评定为 AA，其报告对公司经营和财务分析的时间节点为 2015 年 3 月 31 日。联合评级于 2016 年 3 月 4 日出具的《上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告》对公司的经营和财务分析的时间节点为 2015 年 9 月 30 日。在两个时间节点之间，公司的经营规模持续扩大。

联合评级对公司主体长期信用等级和本次债券信用等级的评定主要考虑了以下因素：

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，在品牌影响力、产品品质和公司综合竞争力等方面居于国内领先地位。公司作为上海交易所上市公司，2014 年以 127.01 亿元营业收入位居行业第 13 位，2015 年综合实力位居沪深上市房产综合实力前 10 位¹，公司综合竞争实力处于行业前列。

2、公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供了较大的盈利空间和利润弹性。公司土地储备主要以“长三角地区”为主，“环渤海经济圈”和“海西地区”为辅。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备面积 1,012.66 万平方米，按公司 2014 年竣工面积 97.94 万平方米测算，公司目前土地储备足够公司开发 5 年以上。尽管公司土地储备中二、三线城市占比较高，但主要为苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等近年来经济发展较好且区域房地产市场发展较为平稳的城市。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备综合楼面均价为 2,355.45 元/平方米，

¹ 资料来源：《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》。

考虑到商业与住宅土地储备占比约为 4:6，公司整体土地储备成本较低，提高了其应对宏观经济变化、房地产行业政策波动等的抗风险能力。

3、公司商业物业运营业务发展较好，盈利能力处于行业前列。公司形成了自身客户资源培育、商业物业定制和专业运营团队培养的商业物业运营模式。近年来，在商业地产较不景气的宏观环境下，公司商业物业运营业务收入依然不断提高。2012~2014 年，公司商业物业运营业务收入分别为 40.43 亿元、66.49 亿元和 85.36 亿元，年均复合增长率为 45.30%，增速较快；同期，尽管公司商业物业运营业务毛利率有所波动，但均能维持在 40.00%以上水平，公司盈利能力较强。公司与万达电影院线股份有限公司于 2015 年 6 月签订战略协议，有助于进一步提高公司商业地产区域竞争力、影响力、运营效益及未来在文化产业领域的发展。

4、公司自持物业地理位置较好，出租率较高，近三年租金收入稳步提升，为公司提供了较为稳定的经营性现金流入。公司拥有的北京世茂大厦、北京世茂·工三、济南世茂国际广场等商业物业，具有较高的区域知名度。

5、公司于 2015 年 12 月成功非公开发行 15,166.84 万股新股，共募集资金 15 亿元，使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，对公司偿债能力具有积极影响。此次非公开发行有效的补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

6、通过与其他评级机构出具的类似资产规模房地产企业数据对比（如下表所示）可见，公司资产总额、所有者权益规模、营业收入和净利润水平均处于类似企业同等水平或较高水平；同时，公司资产负债率处于类似企业较低水平。截至 2015 年 9 月底，公司资产规模 650.71 亿元，其中货币资金为 77.50 亿元，存货为 258.89 亿元，投资性房地产为 201.35 亿元；同期，公司全部债务规模 141.23 亿元，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 66.92%、39.62%和 34.07%；公司资产中货币资金、存货和投资性房地产受限比例不高，货币资金规模较大，资产质量较好，整体债务负担不重，财务安全性较高。

表1 公司与同类型企业相关数据对比 单位：亿元、%

发行人名称	数据时间	主体信用等级/ 评级机构	资产 总额	所有者 权益	资产负 债率	营业 收入	净利 润
复地(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	686.99	137.43	79.99	126.43	8.89
增城市碧桂园物业发展	2014/12/31	AA+/大公国际	684.36	163.88	72.83	111.71	19.87



有限公司							
信达投资有限公司	2014/12/31	AA+/大公国际	588.63	153.00	74.01	69.04	17.88
新城控股集团股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	511.14	122.50	76.03	206.74	17.92
中粮地产(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/鹏元资信	463.11	106.65	76.97	90.41	9.03
公司（世茂股份）	2015/9/30	AA+/联合评级	650.71	215.27	66.92	106.03	14.03

资料来源：联合评级根据公开资料整理

综合以上因素，联合评级认为，世茂股份作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高，商业物业运营能力较强。未来，随着公司商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升，整体偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

因此，经联合评级信用评级委员会评定，给予公司 AA+的主体长期信用等级及 AA+的本次债券信用等级。该信用等级的给出，保持了联合评级对工商企业信用评级政策和评级方法的一致性与连续性。

联合评级本次对公司的主体评级结果，可能与其他评级机构对公司的主体评级结果有所不同，主要是由于不同评级机构在评级理念、评级方法与体系、评级标准等方面皆存在一些差异，这些因素导致对同一家企业的评级结果可能会出现不同。此外，因评级时点不同，发行人主体的经营、财务及发展状况等均可能出现较大差异，导致各自的评级结果也可能出现不同。

联合评级本次对公司的主体及债项评级结果符合自身的信用评级政策、评级方法和评级程序，且符合内部及外部监管的相关执业规范及要求。在本次债券存续期内，联合评级将持续关注公司经营和财务表现，以便全面分析并及时揭示对其信用水平可能带来的影响。

特此说明

（以下无正文）

联合信用评级有限公司

2016年3月4日

联合信用评级有限公司关于 上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券 信用等级的说明

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）于 2016 年 3 月 4 日出具“上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告”，确定上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”或“世茂股份”）主体信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券（以下简称“本次债券”）信用等级为 AA+。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“上海新世纪”）于 2015 年 8 月 12 日出具的《上海世茂股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告》中，对公司主体长期信用等级评定为 AA，其报告对公司经营和财务分析的时间节点为 2015 年 3 月 31 日。联合评级于 2016 年 3 月 4 日出具的《上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券信用评级分析报告》对公司的经营和财务分析的时间节点为 2015 年 9 月 30 日。在两个时间节点之间，公司的经营规模持续扩大。

联合评级对公司主体长期信用等级和本次债券信用等级的评定主要考虑了以下因素：

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，在品牌影响力、产品品质和公司综合竞争力等方面居于国内领先地位。公司作为上海证券交易所上市公司，2014 年以 127.01 亿元营业收入位居行业第 13 位，2015 年综合实力位居沪深上市房产综合实力前 10 位¹，公司综合竞争实力处于行业前列。

2、公司土地储备规模较大、成本较低，为公司提供了较大的盈利空间和利润弹性。公司土地储备主要以“长三角地区”为主，“环渤海经济圈”和“海西地区”为辅。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备面积 1,012.66 万平方米，按公司 2014 年竣工面积 97.94 万平方米测算，公司目前土地储备足够公司开发 5 年以上。尽管公司土地储备中二、三线城市占比较高，但主要为苏州、青岛、济南、宁波、武汉、南京、厦门等近年来经济发展较好且区域房地产市场发展较为平稳的城市。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备综合楼面均价为 2,355.45 元/平方米，

¹ 资料来源：《2015 中国房地产上市公司 TOP10 研究报告》。

考虑到商业与住宅土地储备占比约为 4:6，公司整体土地储备成本较低，提高了其应对宏观经济变化、房地产行业政策波动等的抗风险能力。

3、公司商业物业运营业务发展较好，盈利能力处于行业前列。公司形成了自身客户资源培育、商业物业定制和专业运营团队培养的商业物业运营模式。近年来，在商业地产较不景气的宏观环境下，公司商业物业运营业务收入依然不断提高。2012~2014 年，公司商业物业运营业务收入分别为 40.43 亿元、66.49 亿元和 85.36 亿元，年均复合增长率为 45.30%，增速较快；同期，尽管公司商业物业运营业务毛利率有所波动，但均能维持在 40.00%以上水平，公司盈利能力较强。公司与万达电影院线股份有限公司于 2015 年 6 月签订战略协议，有助于进一步提高公司商业地产区域竞争力、影响力、运营效益及未来在文化产业领域的发展。

4、公司自持物业地理位置较好，出租率较高，近三年租金收入稳步提升，为公司提供了较为稳定的经营性现金流入。公司拥有的北京世茂大厦、北京世茂·工三、济南世茂国际广场等商业物业，具有较高的区域知名度。

5、公司于 2015 年 12 月成功非公开发行 15,166.84 万股新股，共募集资金 15 亿元，使得公司资产规模和净资产规模都有所增长，对公司偿债能力具有积极影响。此次非公开发行有效的补充公司在上海、济南、青岛三地项目的营运资金，有助于公司在该地区项目的顺利开发，对公司市场竞争力和未来盈利能力起到了很好的支持作用。

6、通过与其他评级机构出具的类似资产规模房地产企业数据对比（如下表所示）可见，公司资产总额、所有者权益规模、营业收入和净利润水平均处于类似企业同等水平或较高水平；同时，公司资产负债率处于类似企业较低水平。截至 2015 年 9 月底，公司资产规模 650.71 亿元，其中货币资金为 77.50 亿元，存货为 258.89 亿元，投资性房地产为 201.35 亿元；同期，公司全部债务规模 141.23 亿元，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 66.92%、39.62%和 34.07%；公司资产中货币资金、存货和投资性房地产受限比例不高，货币资金规模较大，资产质量较好，整体债务负担不重，财务安全性较高。

表1 公司与同类型企业相关数据对比 单位：亿元、%

发行人名称	数据时间	主体信用等级/ 评级机构	资产 总额	所有者 权益	资产负 债率	营业 收入	净利 润
复地(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	686.99	137.43	79.99	126.43	8.89
增城市碧桂园物业发展	2014/12/31	AA+/大公国际	684.36	163.88	72.83	111.71	19.87



有限公司								
信达投资有限公司	2014/12/31	AA+/大公国际	588.63	153.00	74.01	69.04	17.88	
新城控股集团股份有限公司	2014/12/31	AA+/中诚信	511.14	122.50	76.03	206.74	17.92	
中粮地产(集团)股份有限公司	2014/12/31	AA+/鹏元资信	463.11	106.65	76.97	90.41	9.03	
公司(世茂股份)	2015/9/30	AA+/联合评级	650.71	215.27	66.92	106.03	14.03	

资料来源：联合评级根据公开资料整理

综合以上因素，联合评级认为，世茂股份作为国内商业地产开发运营的龙头企业，近年来，在商业地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利能力强，品牌影响力大，资产质量良好，财务安全性较高，商业物业运营能力较强。未来，随着公司商业物业运营能力的逐步提升以及在文化、儿童事业等领域的协同发展，公司收入规模和盈利能力有望持续提升，整体偿债能力较强。同时，联合评级也关注到公司土地储备区域分布相对集中以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平带来的不利影响。

因此，经联合评级信用评级委员会评定，给予公司 AA+的主体长期信用等级及 AA+的本次债券信用等级。该信用等级的给出，保持了联合评级对工商企业信用评级政策和评级方法的一致性与连续性。

联合评级本次对公司的主体评级结果，可能与其他评级机构对公司的主体评级结果有所不同，主要是由于不同评级机构在评级理念、评级方法与体系、评级标准等方面皆存在一些差异，这些因素导致对同一家企业的评级结果可能会出现不同。此外，因评级时点不同，发行人主体的经营、财务及发展状况等均可能出现较大差异，导致各自的评级结果也可能出现不同。

联合评级本次对公司的主体及债项评级结果符合自身的信用评级政策、评级方法和评级程序，且符合内部及外部监管的相关执业规范及要求。在本次债券存续期内，联合评级将持续关注公司经营和财务表现，以便全面分析并及时揭示对其信用水平可能带来的影响。

特此说明

(以下无正文)

联合信用评级有限公司

2016年3月4日

复 印 无 效
仅限评级业务使用



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证



公司名称：联合信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：吴金
注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508
编号：ZPJ005



中国证券监督管理委员会(公章)

2009 年 9 月 3 日



营业执照

(副本)

统一社会信用代码

91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
 类型 有限责任公司(法人独资)
 住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508
 法定代表人 吴金善
 注册资本 叁仟万元人民币
 成立日期 二00二年五月十日
 营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日
 经营范围 从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介); 从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



2015 年 11 月 18 日

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名: 周道

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040214120001



2016年03月11日



证书有效截止日期 2016-12-31

证书取得日期 2014-12-17

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名：程家女

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R0040215080002



2016年03月11日

执业注册记录

2010-10-25 渤海证券股份有限公司 一般证券业务 S11501101000018



证书取得日期 2015-08-10 证书有效截止日期 2017-12-31

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。