

信用评级公告

联合〔2022〕4717号

联合资信评估股份有限公司通过对上海世茂股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持上海世茂股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 G3”“20 世茂 G1”“20 世茂 G2”“20 世茂 G3”“20 世茂 G4”“21 沪世茂 MTN002”“21 沪世茂 MTN001”“20 沪世茂 MTN001”“19 沪世茂 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十一日

上海世茂股份有限公司

2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
上海世茂股份有限公司	AAA	负面	AAA	负面
19 世茂 G3	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G1	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G2	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G3	AAA	负面	AAA	负面
20 世茂 G4	AAA	负面	AAA	负面
21 沪世茂 MTN002	AAA	负面	AAA	负面
21 沪世茂 MTN001	AAA	负面	AAA	负面
20 沪世茂 MTN001	AAA	负面	AAA	负面
19 沪世茂 MTN001	AAA	负面	AAA	负面

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 世茂 G4	5.00	5.00	2022-09-24
20 世茂 G3	5.00	5.00	2022-09-01
20 世茂 G2	10.00	9.50	2022-07-07
20 世茂 G1	20.00	20.00	2023-03-05
19 世茂 G3	5.00	4.75	2023-05-22
21 沪世茂 MTN002	6.40	6.40	2023-05-06
21 沪世茂 MTN001	9.70	9.70	2023-03-16
20 沪世茂 MTN001	5.00	5.00	2023-01-09
19 沪世茂 MTN001	10.00	10.00	2022-10-21

注：1.上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的公开发行债券，数据单位为亿元；2.经债券持有人会议通过，19 世茂 G3 本金兑付日调整为 2023 年 5 月 22 日

评级时间：2022 年 6 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

上海世茂股份有限公司（以下简称“公司”）作为世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）旗下商业及综合体开发运营主体，2021 年，房地产租赁业务回暖，期末土地储备区位仍属较好。但随着行业经营环境下行、预售资金监管收紧以及融资环境恶化，公司销售回款及再融资受到不利影响，公司及关联方流动性压力逐步凸显。进入 2022 年，公司再融资未得到改善，销售下滑态势延续，并出现债券展期。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到行业下行压力加大、部分项目面临一定去化及减值风险、融资环境恶化、货币资金大幅减少以及集中偿债压力很大等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司将有较大规模债务到期，受行业环境和关联方流动性紧张影响，公司销售及融资状况不容乐观，偿债压力很大。目前公司正推动处置资产回笼流动性，但考虑到市场供需状况失衡，进度不确定性大。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 G3”“20 世茂 G1”“20 世茂 G2”“20 世茂 G3”“20 世茂 G4”“21 沪世茂 MTN002”“21 沪世茂 MTN001”“20 沪世茂 MTN001”“19 沪世茂 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为负面。

优势

- 1. 房地产租赁业务回暖。**2021 年，公司商业经营管理逐步从疫情影响中恢复，房地产租赁业务收入同比增长 5.87%至 8.63 亿元。公司持有较大规模的自持物业，主要分布于一二线城市，区位优势明显，核心物业整体出租率处于较高水平，可为公司带来现金流补充。
- 2. 土储区位较好。**截至 2021 年底，公司土地储备区域分布仍以一二线城市为主，占比超过 70%。

关注

- 1. 行业下行压力加大，部分项目面临一定去化及减值风险。**2021 年下半年开始，房地产行业下行压力加大，需求端大幅萎缩。截至 2021 年底，公司存货中开发产品占

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	4
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
自持物业规模较大, 区位优势明显, 出租率较高				+1

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

分析师: 杨野 卢瑞

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

比 22.35%, 考虑到公司产品结构主要为商业及综合体项目, 在行业下行背景下, 部分项目面临一定去化及减值风险。

- 销售下滑态势延续。**2021 年下半年开始, 公司销售规模呈明显下滑态势, 下半年签约销售金额同比下降近 31%; 2022 年 1-5 月, 公司销售签约金额同比下降 71%。此外, 需持续关注关联方相关舆情对公司销售的负面影响。
- 再融资环境恶化, 货币资金大幅减少, 集中偿债压力很大。**随着行业经营和融资环境恶化, 公司及关联方流动性压力凸显, 公司再融资产受到较大的负面影响。截至 2021 年底, 公司货币资金较上年底减少 38.06%, 考虑到商品房销售资金监管规模大, 公司可自由动用资金规模有限。目前公司公开发行债券已出现展期, 考虑到截至 2021 年底公司大规模债务将于一年内到期, 短期内公司销售和融资难有明显改善, 偿债压力很大。
- 合作开发规模大, 流动性风险传导下, 可能面临较大的开发进度风险。**公司合作开发规模较大, 合作方中世茂集团体系比重较大, 流动性风险传导下, 公司可能面临较大的开发进度风险。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	128.95	143.55	88.98	70.45
资产总额 (亿元)	1275.64	1493.05	1429.83	1384.91
所有者权益 (亿元)	482.04	499.12	489.85	492.56
短期债务 (亿元)	119.25	59.44	157.00	--
长期债务 (亿元)	117.01	185.05	227.57	--
全部债务 (亿元)	236.25	244.48	384.57	--
营业收入 (亿元)	214.49	217.05	193.92	26.42
利润总额 (亿元)	53.49	45.05	30.55	4.25
EBITDA (亿元)	58.12	48.65	35.99	--
经营性净现金流 (亿元)	47.11	48.40	-161.13	16.36
营业利润率 (%)	28.21	29.74	31.63	31.49
净资产收益率 (%)	7.97	6.51	4.36	--
资产负债率 (%)	62.21	66.57	65.74	64.43
全部债务资本化比率 (%)	32.89	32.88	43.98	--
流动比率 (%)	117.36	117.77	122.87	118.43
经营现金流动负债比 (%)	7.52	6.41	-24.43	--
现金短期债务比 (倍)	1.08	2.42	0.57	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.72	2.79	1.51	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.06	5.03	10.69	--
公司本部 (母公司)				

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	400.54	444.48	423.24	420.51
所有者权益(亿元)	99.89	104.03	107.90	109.52
全部债务(亿元)	148.70	135.81	139.33	105.87
营业收入(亿元)	2.95	3.81	3.93	0.08
利润总额(亿元)	10.28	11.75	10.37	1.30
资产负债率(%)	75.06	76.59	74.51	73.96
全部债务资本化比率(%)	59.82	56.62	56.36	49.15
流动比率(%)	28.96	54.51	40.54	35.12
经营现金流流动负债比(%)	-4.69	4.37	-8.26	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务, 长期应付款中有息债务部分已计入长期债务; 租赁负债未计入债务核算; 4. 2019年数据为2020年期初数; 5. 2022年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 6. "--"表示指标不适用

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19世茂G3 20世茂G1 20世茂G2 20世茂G3 20世茂G4 19沪世茂MTN001 20沪世茂MTN001 21沪世茂MTN001 21沪世茂MTN002	AAA	AAA	负面	2021/12/29	卢瑞 杨野	房地产行业信用评级方法(V3.0.201907)/ 房地产行业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907)	阅读全文
20世茂G1	AAA	AAA	稳定	2020/2/14	罗星驰 王彦		阅读全文
20世茂G2	AAA	AAA	稳定	2020/4/30	罗星驰 卢瑞		阅读全文
20世茂G3	AAA	AAA	稳定	2020/8/14			阅读全文
20世茂G4	AAA	AAA	稳定	2020/9/16			阅读全文
21沪世茂MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/02/09	杨栋 王聪		阅读全文
21沪世茂MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/04/12	文锦华		阅读全文
20沪世茂MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/28	杨栋 王聪		阅读全文
19沪世茂MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/04/29	杨栋 王聪		房地产行业信用评级方法 阅读全文
19世茂G3	AAA	AAA	稳定	2019/4/15	宋莹莹 卢瑞		原联合信用评级有限公司房地产行业信用评级方法(2018年) 阅读全文

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受上海世茂股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

上海世茂股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

公司前身为上海万象（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）。后经一系列增资、股权转让等，截至2021年底，公司股本为37.51亿元，控股股东为峰盈国际有限公司（以下简称“峰盈国际”），持股比例43.73%，间接股东为港股上市公司世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”），实际控制人为许荣茂先生。

截至2022年1月19日，公司实际控制人许荣茂先生控制的峰盈国际、西藏世茂企业发展有限公司及上海世茂投资管理有限公司三家公司共持有公司股份合计为27.44亿股，占公司总股本比例为73.15%，其中质押股份数为11.03亿股，占其所持股份比例为40.21%，占总股本比例为29.42%。

截至2021年底，公司内设投资拓展部、融资部、法务管理部、营销管理部等多个职能部门。

截至2021年底，公司合并资产总额1429.83亿元，所有者权益489.85亿元（含少数股东权益231.76亿元）；2021年，公司实现营业总收入193.92亿元，利润总额30.55亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额1384.91亿元，所有者权益492.56亿元（含少数股东权益233.81亿元）；2022年1-3月，公

司实现营业总收入26.42亿元，利润总额4.25亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区南京西路268号；法定代表人：吴凌华

三、债券概况

截至2022年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，各债券募集资金均已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

表1 截至2022年5月底联合资信评级存续债券概况
(单位：亿元)

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 世茂 G4	5.00	5.00	2022-09-24
20 世茂 G3	5.00	5.00	2022-09-01
20 世茂 G2	10.00	9.50	2022-07-07
20 世茂 G1	20.00	20.00	2023-03-05
19 世茂 G3	5.00	4.75	2023-05-22
21 沪世茂 MTN002	6.40	6.40	2023-05-06
21 沪世茂 MTN001	9.70	9.70	2023-03-16
20 沪世茂 MTN001	5.00	5.00	2023-01-09
19 沪世茂 MTN001	10.00	10.00	2022-10-21

注：经债券持有人会议通过，19世茂G3本金兑付日调整为2023年5月22日
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速

分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP总额(万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP增速(%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速(%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速(%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资(%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资(%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资(%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售(%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速(%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速(%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI涨幅(%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI涨幅(%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速(%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速(%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速(%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率(%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速(%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺

差1629.40亿美元。

CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府

债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保

物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，

进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及

地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象；2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表3 2019—2021年房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，

针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	—	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益

2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。

2. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91310000132202878T），截至2022年5月11日，公司未结清信贷信息中无不良或关注类信贷记录，已结清信贷信息中关注类短期借款33笔，均已按时还款。

截至2022年6月13日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司首席财务官变动频繁。

根据公司公告，2021年12月13日，因业务发展需要，公司原副总裁兼首席财务官张杰升任为公司高级副总裁，不再担任公司首席财务官，公司董事会聘任孙岩先生担任公司副总裁兼首席财务官的职务。2022年2月11日，因业务发展需要，孙岩先生不再担任公司首席财务官，公司董事会已聘任董事会秘书俞峰先生担任公司副总裁兼首席财务官。

2022年2月25日，公司原高级副总裁张杰先生因个人原因，辞去公司高级副总裁的职务，并不在公司担任其他职务。

八、重大事项

19世茂G3展期。

公司于2019年发行的“上海世茂股份有限

公司公开发行2019年公司债券（第三期）”（债券简称“19世茂G3”）原到期日为2022年5月22日，经债券持有人会议通过，19世茂G3本金兑付日调整为2023年5月22日。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司收入及利润规模同比均有所下降，主营业务毛利率小幅上升。2022年一季度，公司收入及利润规模进一步减少。

2021年，公司实现营业收入193.92亿元，受房地产销售收入下降影响，同比减少10.66%；实现净利润21.35亿元，同比减少34.27%，主要系营业收入下降、期间费用上升以及存货跌价损失增加等共同影响所致。

收入构成方面，2021年，公司住宅及商业项目交付结转规模均有所下降，住宅销售收入、商业地产销售收入分别同比减少22.60%和5.99%，房地产销售收入合计占主营业务收入比重仍超过90%；商业物业经营管理从疫情阶段逐步恢复，公司房地产租赁收入同比增长5.87%。

毛利率方面，受到当期结转项目差异影响，2021年，公司住宅销售毛利率同比下降6.31个百分点，商业地产销售毛利率同比上升4.28个百分点；受益于共享办公等转租业务经营成本下降，房地产租赁毛利率同比上升5.87个百分点。受以上综合影响，2021年公司主营业务毛利率同比上升1.30个百分点。

表 6 2019—2021 年公司主营业务收入及毛利率情况

项目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
住宅销售	136.17	63.49	33.60	103.28	47.58	32.00	79.94	41.61	25.69
商业地产销售	63.77	29.73	27.38	99.16	45.69	31.63	93.22	48.52	35.91
房地产租赁	7.33	3.42	80.20	6.87	3.17	87.51	8.63	4.49	93.38
酒店服务业务	2.63	1.23	61.73	1.93	0.89	60.85	1.99	1.04	57.99
物业管理	4.33	2.02	99.33	4.62	2.13	99.31	5.23	2.72	99.16
其他	0.26	0.12	25.84	1.20	0.55	46.63	3.10	1.61	64.63
合计	214.49	100.00	35.01	217.05	100.00	35.35	192.11	100.00	36.65

注：尾数差异系四舍五入导致；2019 年、2020 年营业收入全部为主营业务收入
资料来源：公司年报

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 26.42 亿元，同比减少 28.34%；实现净利润 3.01 亿元，同比减少 41.69%；综合毛利率为 38.03%，较 2021 年全年有所上升。

2. 房地产销售业务分析

(1) 土地储备

2021 年公司拿地节奏大幅放缓。公司土地储备区域分布以一二线城市为主，但权益占比不高。在行业下行背景下，需关注商业项目周转效率、低能级区域项目去化情况以及相关舆情对销售的负面影响。

2021 年，公司拿地节奏大幅减缓，仅于上半年在杭州、长沙、宁波通过招拍挂方式获取三幅商办综合用地，土地支出 45.72 亿元。

表 7 公司土地储备获取情况

(单位：万平方米、%、万元/平方米)

项目名称	建筑面积	土地性质	权益占比	楼面均价
杭州笕桥项目	15.29	商服用地	51	1.14
长沙芙蓉项目	11.34	商服用地	51	0.74
宁波江北慈城项目	19.42	商服用地	51	1.02

数据来源：公司提供

截至 2021 年底，公司土地储备（在建拟建建筑面积）1802 万平方米，主要为商业及综合体项目，权益占比约 45%，区域分布以一二线城市为主。在行业下行背景下，需关注商业项目周转效率、低能级区域项目去化情况以及相关负面舆情对销售的负面影响。

表 8 截至 2021 年底公司土地储备情况

(单位：万平方米、%)

区域分布	在建及拟建建筑面积	占比
一线城市	184	10
二线城市	1119	62
三线城市	502	28
合计	1802	100

注：1. 各城市建筑面积为整数相加，与合计数存在差异系尾数差异系四舍五入导致；2. 为减少尾数差异，占比未精确到小数；3. 一线城市：深圳；二线城市：成都、福州、杭州、济南、昆明、南昌、南京、宁波、青岛、泉州、厦门、沈阳、天津、无锡、武汉、长沙、重庆、珠海；三线及以下城市：常熟、怀来、荆门、昆山、茂名、眉山、三亚、石狮、蒙阳、永泰、张家港、肇庆、淄博

数据来源：公司年报

(2) 项目建设开发情况

2021 年，行业需求端疲软以及资金端承压导致投拓积极性大幅削弱，公司新开工规模大幅减少。公司在建项目规模较大，后续面临较大资金支出压力。

行业需求端疲软、资金端承压共同导致公司投资动力减弱，2021 年，公司新开工面积同比减少 36.99%；竣工方面，随着已售项目开发建设的推进，竣工面积同比大幅增长 106.58%。

表 9 公司房地产项目开发情况

(单位：万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	255.30	289.00	182.09
竣工面积	96.70	99.00	204.51

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司在建及拟建项目计划总投资 2743 亿元，尚需投资 989 亿元，尚需权益投资 510 亿元。

(3) 房产销售情况

2021年，公司签约销售规模有所增长，销售集中度较高，销售均价下降明显。2021年下半年开始，公司销售规模呈明显下滑态势，进入2022年，公司销售颓势有所加剧。

2021年下半年以来，市场销售端遇冷，行业下行压力逐步凸显，受此影响，公司2021年6—12月签约销售金额同比下降近31%，受益于上半年销售增长拉动，公司全年销售金额同比增长5.87%；销售均价同比下降28.17%。

表 10 公司房地产项目销售情况
(单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2019年	2020年	2021年
签约销售面积	123.10	108.01	158.94
其中: 商业	38.44	44.46	69.13
住宅	84.66	63.55	89.81
签约销售金额	243.56	271.85	287.82
其中: 商业	95.91	134.51	146.80
住宅	147.65	137.33	141.03
签约销售均价	1.98	2.52	1.81
其中: 商业	2.50	3.03	2.12
住宅	1.74	2.16	1.57

注: 公司房地产项目销售数据为全口径; 尾数差异系四舍五入导致
资料来源: 公司提供

销售区域方面，2021年公司一线城市签约销售金额占比为12.47%，二线城市占比为69.91%，三线及以下城市占比为17.62%，以二线城市为主。分城市看，杭州、深圳、济南、宁波、珠海、福州、武汉、泉州合计销售金额贡献占比达70.49%，销售集中度较高。

2022年1—5月，公司销售签约面积约24万平方米，同比下降59%；销售签约金额约36亿元，同比下降71%，完成年度签约目标的28%，销售情况不及预期。

3. 房地产租赁业务

2021年，公司房地产租赁业务有所回暖，核心物业出租率处于较高水平，同时需关注公允价值波动风险。

公司自持物业主要为写字楼和商业广场，主要分布于长三角及环渤海区域一二线城市，整体出租率较高。

2021年，公司房地产租赁收入8.63亿元，同比增长5.87%。其中，核心物业包括：绍兴世茂广场、昆山世茂广场、北京世茂大厦、济南世茂广场、厦门世茂Emall、南京雨花世茂智汇园(52+)、深圳前海世茂大厦等，租金收入合计6.24亿元，收入贡献比超过70%，出租率均在75%以上。

4. 经营效率

公司经营效率指标有待提升。

2021年，公司存货周转率、总资产周转率同比均有所下降，与同行业其他公司比较，公司经营效率指标有待提升。

表 11 2021年经营效率指标比较(单位: 次)

公司简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
宝龙地产	0.36	0.30	0.18
龙光集团	0.55	0.38	0.30
雅居乐集团	0.53	0.33	0.23
世茂股份	0.20	0.23	0.13

注: 为便于与同行业公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源: 联合资信整理

5. 未来发展

公司近期目标以化解流动性风险为主, 努力降低支出, 并有非核心资产优化计划, 需关注其落实情况。

“控量保质”为公司2022年公司经营发展的主要目标。“去库存、保交付”将是公司房开业务的主要方向。商业经营与管理方面, 公司将继续推动“降空置、调结构、树标杆”工作的落实, 通过运营标准化建设和体系化管理充分挖掘经营资源, 提升运营效率。

公司将继续优化业务流程, 推动管理下沉, 以降本增效为主要目标, 打造更为扁平的组织结构。

防控流动性风险方面, 投资端, 公司将暂缓重资产投资并将积极推动非核心资产的优化。开发端, 公司将主动调整开发节奏, 落实阶段性停缓建以减少开发建设投资。运营端, 公司将加强现金流管控, 以收定支, 量入为出, 尤其对于在营商办项目, 将最大化推行总部及区域的经营物资集采, 控费增效。

十、财务分析

1. 财务概况

跟踪期内，公司更换审计机构，2021 年的财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并被出具了带强调事项段的无保留意见的审计结论。公司主营业务连续，财务可比性仍较强。公司 2022 年一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1429.83 亿元，所有者权益 489.85 亿元（含少数股东权益 231.76 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 193.92 亿元，利润总额 30.55 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1384.91 亿元，所有者权益 492.56 亿元（含少数股东权益 233.81 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 26.42 亿元，利润总额 4.25 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模有所减少，货币资金下降明显，可自由动用资金规模有限，存货中开发产品占比仍较高，部分项目面临一定去化及减值风险，资产整体受限比例较高。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1429.83 亿元，较上年底下降 4.23%，其中，流动资产占 56.67%，非流动资产占 43.33%。

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产 810.34 亿元，较上年底下降 8.95%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.97%）和存货（占 76.72%）构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 88.91 亿元，较上年底下降 38.06%，主要系支付大额应付类款项所致。其中，受限资金 3.36 亿元（保函、按揭担保等保证金、冻结资金），商品房销售监管资金 63.69 亿元，公司可自由动用资金规模有限。

截至 2021 年底，公司存货 621.73 亿元，较上年底变化不大，其中开发成本占 77.57%，开发产品占 22.35%。截至 2021 年底，公司累计计

提跌价准备 4.69 亿元，其中当期计提 4.66 亿元。考虑到公司开发产品中部分商业项目竣工时间较早，同时部分存货位于三线及以下城市，行业下行背景下，需关注公司存货去化及减值风险。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 619.49 亿元，较上年底变动不大，主要由投资性房地产构成。

截至 2021 年底，公司投资性房地产 555.20 亿元，较上年底增长 3.57%。公司的投资性房地产采用公允价值计量模式，2021 年公允价值变动 -1.68 亿元。公司投资性房地产存在一定价值波动风险，同时受限比例较高，具体见下表。

截至 2021 年底，公司资产受限程度较高。

表 12 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	3.36	0.24	保证金及资金冻结
其他应收款	0.60	0.04	借款保证金
存货	165.17	11.55	借款抵押
长期股权投资	0.26	0.02	借款质押
固定资产	12.80	0.90	借款抵押
无形资产	2.20	0.15	借款抵押
投资性房地产	347.39	24.30	借款抵押及诉讼冻结
合计	531.79	37.19	--

注：尾数差异系四舍五入导致；公司受监管的预售房款为 63.69 亿元，不含在上表数据中

资料来源：公司年报，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1384.91 亿元，规模与结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司权益稳定性仍较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 489.85 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 52.69%，少数股东权益占比为 47.31%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 7.66%、1.59%、8.05% 和 33.38%。所有者权益结构稳定

¹ 截至 2022 年 12 月 31 日，公司货币资金账面余额 88.91 亿元，其中受限资金 3.36 亿元，商品房销售监管资金 63.69 亿元；而同时点公司金融有息负债账面余额 376.30 亿元，其中一年内到期金额

148.73 亿元，远大于公司货币资金账面余额。另外，2022 年 1 季度公司销售签约金额 23 亿元，较上年度同比下降 59%。

性较弱。

截至2022年3月底，公司所有者权益492.56亿元，规模与结构较去年底变动不大。

(2) 负债

截至2021年底，公司债务规模上升明显，债务负担加重，集中偿债压力很大。同时，部分债务发生展期可能对公司后续的融资及信用状况产生负面影响。

截至2021年底，公司负债总额939.98亿元，较去年底下降5.43%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占70.16%，非流动负债占29.84%，仍以流动负债为主。

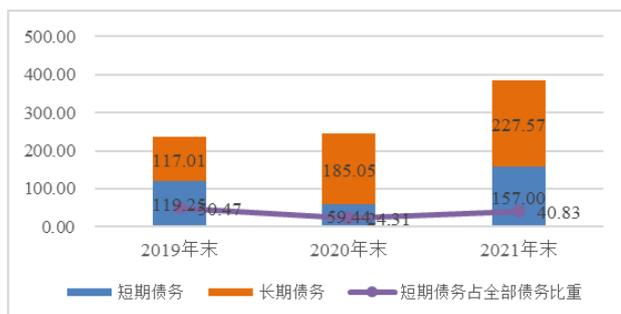
截至2021年底，公司短期借款16.13亿元，较去年底变动不大；公司其他应付款140.07亿

元，较去年底下降60.33%，主要系往来款大幅减少所致；一年内到期的非流动负债132.91亿元，随着长期借款和应付债券逐步到期，较上年底增长344.63%；合同负债95.00亿元，较上年底增长95.78%，主要系签约销售增长，同时结转规模下降等综合影响所致。

截至2021年底，公司长期借款186.59亿元，较去年底增长118.50%，主要系抵押借款大幅增长所致，公司长期借款主要为抵押借款，占73.95%（分母未扣除一年内到期的长期借款）。

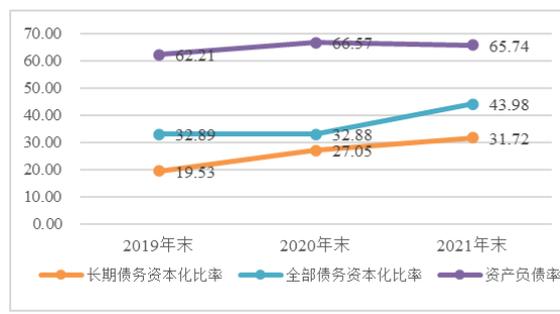
截至2021年底，公司应付债券40.98亿元，较去年底下降58.88%，主要系随着到期时间临近，重分类至流动负债所致。

图2 近年来公司债务结构（单位：亿元、%）



资料来源：公司年报，联合资信整理

图3 近年来公司债务杠杆水平（单位：%）



资料来源：公司年报，联合资信整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务384.57亿元，较去年底增长57.30%，主要系抵押借款增加所致。债务结构方面，短期债务占40.83%，长期债务占59.17%。从债务指标来看，截至2021年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较去年底分别提高11.10

个百分点和提高4.67个百分点。公司债务负担上升明显。

债务到期分布方面，公司一年内到期债务规模大，考虑到可自由动用资金规模有限且部分债务发生展期可能对公司后续的融资及信用状况产生负面影响，公司面临很大的集中偿债压力。

表13 截至2021年底公司有息债务期限分布情况

项目	1年内到期	1—3年到期	3—5年到期	5年及以后到期	小计
债券	72.72	40.98	--	--	113.70
贷款	76.01	113.04	9.80	63.75	262.60
应付票据	8.27	--	--	--	8.27
合计	157.00	154.02	9.80	63.75	384.57

注：上表有息债务不含租赁负债，尾数差异系四舍五入导致
数据来源：公司提供

截至2022年3月底，公司负债总额892.35亿元，较去年底下降5.07%，主要系应付债券减

少所致。其中，流动负债占72.55%，非流动负债占27.45%。

4. 盈利能力

2021年，公司收入及利润规模同比均有所下降，存货跌价损失对营业利润产生一定侵蚀，整体盈利能力有待提高。

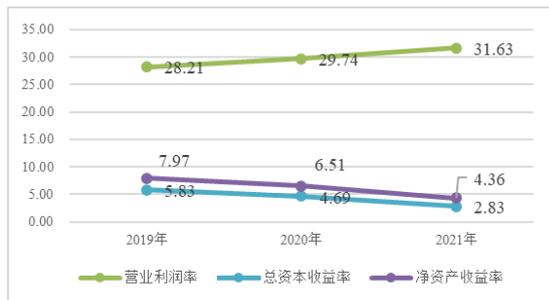
公司收入利润情况见上文。

2021年，公司费用总额为24.39亿元，同比增长17.19%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为53.69%、34.98%和11.33%。

非经常性损益方面，2021年，公司资产减值损失-4.66亿元，全部为存货跌价损失，占公司营业利润的比例为15.62%，对公司营业利润形成一定侵蚀。

2021年，公司相关盈利指标变动见下图，与同行业相比，公司整体盈利能力有待提高。

图4 2019-2021年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信整理

表14 2021年同行业公司盈利指标比较（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
宝龙地产	31.37	15.58	5.91
龙光集团	21.89	22.18	5.47
雅居乐集团	26.05	12.78	34.30
世茂股份	36.61	3.61	2.24

注：为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源：联合资信整理

5. 现金流

2021年，公司经营活动、投资活动现金流均呈净流出状态，考虑到公司在建工程支出敞口以及集中偿债压力，公司仍存在很大的对外融资需求。

表15 2019-2021年公司现金流情况

（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	307.72	337.58	288.52

经营活动现金流出小计	260.61	289.18	449.65
经营现金流量净额	47.11	48.40	-161.13
投资活动现金流入小计	11.80	17.86	7.33
投资活动现金流出小计	19.49	15.37	12.23
投资活动现金流量净额	-7.70	2.49	-4.90
筹资活动前现金流量净额	39.41	50.89	-166.03
筹资活动现金流入小计	402.47	436.95	347.70
筹资活动现金流出小计	421.67	484.13	220.41
筹资活动现金流量净额	-19.20	-47.18	127.29

资料来源：公司年报，联合资信整理

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入同比减少14.53%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金260.32亿元，同比增长23.68%；经营活动现金流出同比增长55.49%，主要系支付往来款大幅增加所致。2021年，公司经营活动现金流呈大额净流出。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比减少58.94%；投资活动现金流出同比减少20.43%。2021年，公司投资活动现金流转为净流出。

2021年，公司筹资活动前净现金流为负，存在较大对外融资需求。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比减少20.42%；筹资活动现金流出同比减少54.47%。2021年，公司筹资活动现金流呈净流入状态。

2022年1-3月，公司经营活动现金流量净额为16.36亿元，投资活动现金流量净额为0.74亿元，筹资活动现金流量净额为-45.32亿元。

6. 偿债指标

公司短期、长期偿债能力指标均较弱，需关注或有负债风险对公司流动性的进一步削弱。

2021年，公司短期、长期偿债能力指标均较弱。

表16 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债指标	流动比率(%)	117.36	117.77	122.87	118.43
	速动比率(%)	39.59	35.09	28.60	25.11
	经营现金/流动负债(%)	7.52	6.41	-24.43	--
	经营现金/短期债务(倍)	0.40	0.81	-1.03	--

	现金短期债务比(倍)	1.08	2.42	0.57	--
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	58.12	48.65	35.99	--
	全部债务/EBITDA(倍)	4.06	5.03	10.69	--
	EBITDA/利息支出(倍)	2.72	2.79	1.51	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，未决诉讼仲裁形成的或有负债方面：(1) 与中国银行股份有限公司杭州经济技术开发区支行涉诉事项，公司作为被告初始涉诉金额 3.90 亿元。(2) 与北京城建集团有限责任公司涉诉事项，公司作为被告初始涉诉金额 2.09 亿元。(3) 与北京城建集团有限责任公司涉诉事项，公司作为被告初始涉诉金额 2.58 亿元。

截至 2021 年底，公司对外担保金额 12.25 亿元，系对合营企业济南骏茂房地产开发有限公司的关联方担保。

截至 2021 年底，公司获取银行授信额度合计 347.62 亿元，未使用 51.06 亿元。

7. 母公司财务分析

母公司货币资金规模较小，杠杆水平较高；所有者权益稳定性一般，利润仍以投资收益为主。

截至 2021 年底，母公司资产总额 423.24 亿元，较上年底下降 4.78%。其中，流动资产占 24.13%，非流动资产占 75.87%。从构成看，流动资产主要由货币资金(占 5.97%)与其他应收款(占 92.09%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占 95.03%)构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 6.10 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 315.34 亿元，较上年底下降 7.38%。其中，流动负债占 79.90%，非流动负债占 20.10%。从构成看，流动负债主要由其他应付款(占 66.81%)和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债主要由长期借款(占 32.11%)和应付债券(占 64.66%)构成。

截至 2021 年底，母公司全部债务 139.33 亿元。其中，短期债务占 55.98%、长期债务占 44.02%。截至 2021 年底，母公司短期债务为

78.00 亿元，存在很大的债务偿付压力。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 74.51%，全部债务资本化比率 56.36%，母公司杠杆水平较高。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 107.90 亿元，较上年底增长 3.72%。在所有者权益中，实收资本为 37.51 亿元(占 34.76%)、资本公积合计 21.14 亿元(占 19.59%)、未分配利润合计 33.57 亿元(占 31.11%)、盈余公积合计 9.26 亿元(占 8.58%)。

2021 年，母公司营业总收入为 3.93 亿元，营业收入为 3.93 亿元，利润总额为 10.37 亿元。同期，母公司投资收益为 13.52 亿元，利润仍以投资收益为主。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 -20.82 亿元，投资活动现金流净额 12.57 亿元，筹资活动现金流净额 -5.72 亿元。

十一、股东支持

世茂集团加强自身资产处置力度的同时，积极协助推动公司资产处置计划，并给予公司一定的资金支持。

世茂集团已设立专门资产处置平台，自 2022 年 1 月至今，已完成广州亚运城项目、上海外滩茂悦大酒店项目、上海黄浦路 229 号地块等多宗一二线城市经营性资产的处置，回笼资金。同时，世茂集团积极协助推动公司部分资产处置计划。

目前，公司持有的北京世茂大厦、上海世茂人民广场 52+商业项目、南京希尔顿酒店等项目均在在与购买人洽谈具体转让方案，考虑到市场供需状况失衡，进度不确定性大。

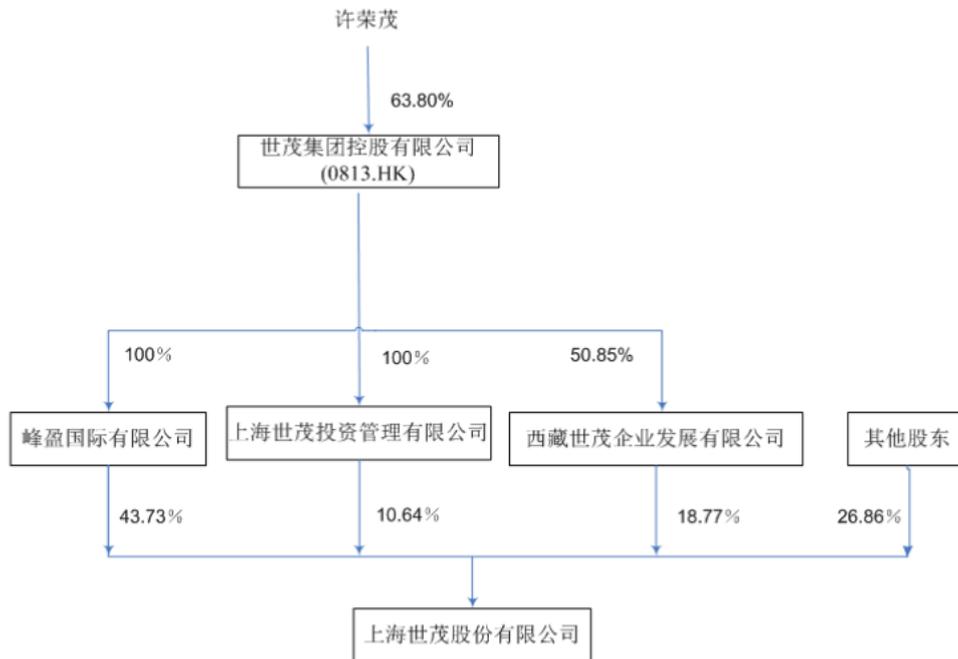
世茂集团加强资产处置力度的同时，也给予公司一定的资金支持。2022 年一季度，世茂集团及其下属公司给予公司拆借资金约 16 亿元。

十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 世茂 G3”“20 世茂 G1”

“20世茂G2”“20世茂G3”“20世茂G4”“21沪世茂MTN002”“21沪世茂MTN001”“20沪世茂MTN001”“19沪世茂MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为负面。

附件 1-1 截至 2021 年底上海世茂股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底上海世茂股份有限公司组织架构表

序号	部门
1	投资拓展部
2	融资部
3	法务管理部
4	营销管理部
5	品牌推广部
6	成本管理部
8	设计管理部
9	工程管理部
10	财务管理部
11	上市事务部
12	运营管理部
13	审计部
14	行政管理部
15	人力资源管理部
16	资讯科技部

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	128.95	143.55	88.98	70.45
资产总额 (亿元)	1275.64	1493.05	1429.83	1384.91
所有者权益 (亿元)	482.04	499.12	489.85	492.56
短期债务 (亿元)	119.25	59.44	157.00	--
长期债务 (亿元)	117.01	185.05	227.57	--
全部债务 (亿元)	236.25	244.48	384.57	--
营业收入 (亿元)	214.49	217.05	193.92	26.42
利润总额 (亿元)	53.49	45.05	30.55	4.25
EBITDA (亿元)	58.12	48.65	35.99	--
经营性净现金流 (亿元)	47.11	48.40	-161.13	16.36

财务指标

销售债权周转次数 (次)	7.72	6.37	6.25	--
存货周转次数 (次)	0.27	0.25	0.20	--
总资产周转次数 (次)	0.18	0.16	0.13	--
现金收入比 (%)	84.50	96.98	134.25	124.82
营业利润率 (%)	28.21	29.74	31.63	31.49
总资产收益率 (%)	5.83	4.69	2.83	--
净资产收益率 (%)	7.97	6.51	4.36	--
长期债务资本化比率 (%)	19.53	27.05	31.72	--
全部债务资本化比率 (%)	32.89	32.88	43.98	--
资产负债率 (%)	62.21	66.57	65.74	64.43
流动比率 (%)	117.36	117.77	122.87	118.43
速动比率 (%)	39.59	35.09	28.60	25.11
经营现金流动负债比 (%)	7.52	6.41	-24.43	--
现金短期债务比 (倍)	1.08	2.42	0.57	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.72	2.79	1.51	--
全部债务/EBITDA (倍)	4.06	5.03	10.69	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务, 长期应付款中有息债务部分已计入长期债务; 租赁负债未计入债务核算; 4. 2019 年数据为 2020 年期初数; 5. 2022 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	17.52	20.08	6.10	0.45
资产总额 (亿元)	400.54	444.48	423.24	420.51
所有者权益 (亿元)	99.89	104.03	107.90	109.52
短期债务 (亿元)	68.11	20.53	78.00	79.14
长期债务 (亿元)	80.59	115.28	61.33	26.73
全部债务 (亿元)	148.70	135.81	139.33	105.87
营业收入 (亿元)	2.95	3.81	3.93	0.08
利润总额 (亿元)	10.28	11.75	10.37	1.30
EBITDA (亿元)	10.28	11.75	10.37	--
经营性净现金流 (亿元)	-10.21	9.74	-20.82	29.37
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	/	/	/	--
存货周转次数 (次)	0.18	0.13	0.20	--
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比 (%)	46.79	106.41	77.90	78.57
营业利润率 (%)	97.29	97.83	97.64	78.40
总资产收益率 (%)	4.70	5.20	4.16	--
净资产收益率 (%)	11.69	11.99	9.54	--
长期债务资本化比率 (%)	44.65	52.56	36.24	19.62
全部债务资本化比率 (%)	59.82	56.62	56.36	49.15
资产负债率 (%)	75.06	76.59	74.51	73.96
流动比率 (%)	28.96	54.51	40.54	35.12
速动比率 (%)	28.86	54.41	40.45	35.04
经营现金流动负债比 (%)	-4.69	4.37	-8.26	--
现金短期债务比	0.26	0.98	0.08	0.01
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持