跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1441 号

深圳市卓越商业管理有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳市卓越商业管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳市卓越商业管理有限公司发行的“18 卓越 06”和“20 卓越 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 七 月 九 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

深圳市卓越商业管理有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 卓越 06	30.00 亿元	3（2+1）年	AAA	AAA	2019/6/25
20 卓越 02	10.00 亿元	4（2+2）年	AAA	AAA	2020/3/12

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,326.62	1,578.33	1,462.80
所有者权益（亿元）	422.47	489.01	541.35
长期债务（亿元）	353.55	387.74	358.28
全部债务（亿元）	476.97	494.25	422.72
营业收入（亿元）	113.07	209.51	170.92
净利润（亿元）	213.59	62.76	50.51
EBITDA（亿元）	286.73	99.41	80.14
经营性净现金流（亿元）	46.84	75.11	34.12
营业利润率（%）	35.17	44.35	34.33
净资产收益率（%）	69.69	13.77	9.80
资产负债率（%）	68.15	69.02	62.99
全部债务资本化比率（%）	53.03	50.27	43.85
流动比率（倍）	1.70	1.35	1.15
EBITDA 全部债务比（倍）	0.60	0.20	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	8.47	2.46	2.13
EBITDA/待偿本金合计（倍）	7.17	2.49	2.00

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. 2017 年及 2018 年财务数据经追溯调整；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”）作为深圳市商业地产主要的开发商之一，行业地位突出，在土地储备、资金支持等方面可以获得股东卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）的支持，其所开发项目区位优势突出。公司债务负担较为合理，债务结构以长期债务为主。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司受深圳市商业地产环境影响较大，城市更新项目的不确定性较大，投资性房地产存在公允价值波动风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着股东土地注入以及公司在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 卓越 06”和“20 卓越 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．行业竞争力较强，物业区位优势突出。公司是深圳市商业地产主要的开发商之一，所开发及持有的大部分物业位于深圳各 CBD 核心区域，区位优势突出。

2．股东实力较强，支持力度较大。公司股东卓越置业集团是国内排名前 50 的房企，在深圳地区有较多城市更新项目，土地储备丰富，在土地获取、资金等方面可以支持公司发展。

3．权益规模保持增长，债务负担较合理。2019 年，公司所有者权益规模持续增长，债务规模有所下降，债务负担较为合理且以长期债务为主，较大规模的租金收入为公司贡献了利润和现金流。

关注

1．区域集中度较高。公司自持物业主要位于深圳市，经营状况受深圳市区域经济和商业地产市场的发展影响较大，2019 年深圳市商业地产市场整体租金水平下滑。

2．城市更新项目进度的不确定性较大。公司目前获取土地的方式主要为股东注入，尚未注入的土地主要为城市更新项目，不确定性较大。

3．投资性房地产公允价值波动风险。公司投资性房地产增值率较高，公允价值相对其租金收入规模较大，存在一定的公允价值波动风险。

分析师

罗星驰　登记编号（R0040218050005）
曹梦茹　登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

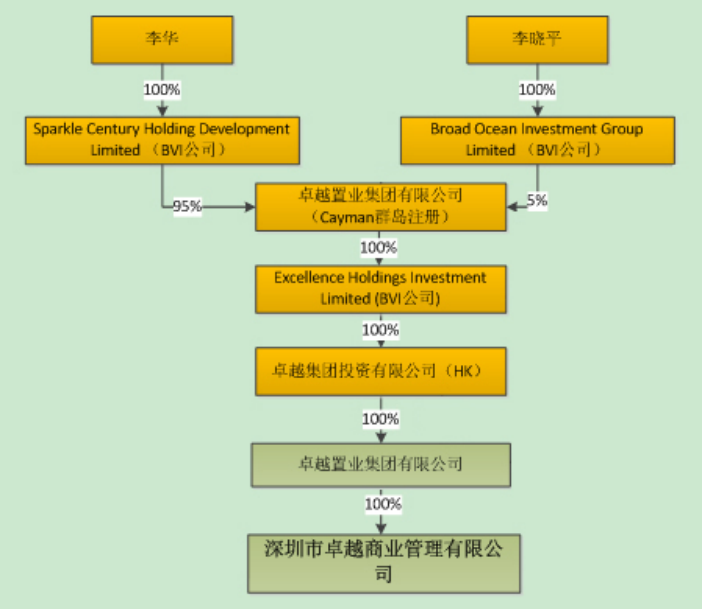
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”或“卓越商业”）成立于 2010 年 7 月 1 日，系由卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）出资设立的有限责任公司，初始注册资本为 0.10 亿元。历经多次股权转让、增资等，截至 2019 年底，公司注册资本及实收资本 30.00 亿元，卓越置业集团持有公司全部股权，公司实际控制人为李华先生。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围及组织结构未发生变化。截至2019年底，纳入公司合并范围的子公司共70家，公司本部在职员工共384人。

截至2019年底，公司资产合计1,462.80亿元，负债合计921.45亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计541.35亿元，其中归属于母公司所有者权益合计385.21亿元。2019年，公司实现营业收入170.92亿元，净利润（含少数股东损益）50.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润48.62亿元；经营活动现金流量净额34.12亿元，现金及现金等价物净增加额-31.56亿元。

公司注册地址：深圳市福田区金田路皇岗商务中心1号楼6501；法定代表人：李华。

二、债券发行及募集资金使用情况

经证监许可〔2018〕1739 号核准，公司获准发行面值不超过 48 亿元的公司债券。2018 年 12 月 18 日，公司完成发行“深圳市卓越商业管理有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”，债券简称“18 卓越 06”，发行规模 30.00 亿元，债券期限 3（2+1）年，票面利率 6.64%。截至 2019 年底，“18 卓越 06”募集资金已全部使用完毕，募集资金用途为偿还公司债券，与募集说明书承诺的使用用途一致。2019 年 12 月 18 日，公司支付了“18 卓越 06”上一计息年度的利息。

2020 年 3 月 30 日，公司完成发行“深圳市卓越商业管理有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种二）”，债券简称“20 卓越 02”，发行规模 10.00 亿元，债券期限

4（2+2）年，票面利率 5.80%，募集资金拟用于偿还“17 卓越 01”和“18 卓越 01”于 2020 年内回售的部分。截至本报告出具日，“20 卓越 02”尚未到第一个付息日。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
18卓越06	112827.SZ	30.00	3（2+1）年	6.64	2018/12/18	小公募
20卓越02	149085.SZ	10.00	4（2+2）年	5.80	2020/3/30	小公募

资料来源：Wind

三、行业及区域经济分析

1. 商业地产行业

2019年，全国商业营业用房开发投资同比进一步下降，办公楼开发投资小幅增长，销售面积和销售额同比下降幅度较大，租金整体呈下行态势，行业竞争激烈。2020年初新冠疫情对商业地产行业造成较大冲击。

从开发投资来看，2019年，商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.7%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.80%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

从供需情况来看，2019年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比分别下降15.0%和16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降14.7%和15.1%。2019年上半年，百街商铺平均租金为25.6元/平米·天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米·天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。2019年下半年，百MALL商铺平均租金为27.2元/平方米·天，环比上涨0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.9元/平米·天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

从竞争格局来看，商业地产行业延续强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。另一方面，商业地产行业的集中度仍属较低，行业竞争激烈。在中国房地产业协会、中国房地产测评中心发布的“2019中国房地产开发企业商业地产综合实力50强”榜单中，位列前十强的商业地产企业包括大连万达商业管理集团股份有限公司、红星美凯龙、华润置地有限公司、深圳市卓越商业管理有限公司等。

2020年初爆发的新冠疫情，对零售、贸易、酒店、娱乐等行业受到较大冲击，租赁活动或将收缩。受疫情影响企业对置换、扩张办公物业较为审慎，甚至当营收受到影响时削减高昂的写字楼租赁成本成为重要选择。这些无疑将减少或延迟写字楼和商铺新增需求，各业主对客户的争夺将进一步加剧。同时部分企业和当地政府要求减、免租金的诉求也将直接对业主造成影响。

2. 深圳市区域经济及商业地产情况

深圳市经济环境良好，为公司发展提供良好外部环境；2019 年深圳市写字楼市场结构性供给过剩，空置率持续提升，租金水平呈下降趋势。

公司自持物业主要位于深圳，深圳地区的经济发展及商业地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

2019 年，深圳市全年实现地区生产总值 26,927.09 亿元，比上年增长 6.7%。截至 2019 年底，深圳市常住人口 1,343.88 万人，较上年底增加 41.22 万人，人口净流入规模较大。2019 年，深圳市人均地区生产总值 203,489 元，同比增长 3.0%；全市居民人均可支配收入 62,522.40 元，同比增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 5.1%。

从商业地产开发情况来看，2019 年，深圳市优质写字楼供应 201.1 万平方米，同比大幅增长 129.66%，供应量的大幅增加将加剧市场的结构性供给过剩局面；优质零售物业供应 90.0 万平方米，同比减少 14.77%，供求状况有所改善。

从空置率来看，近年来深圳城市更新持续推进，向市场供应了大量的产业研发用房，加上已有的总部基地、商务区规划，全市商业办公供应量持续增长，加剧商业办公用房空置。深圳市写字楼市场出现结构性供给过剩情况，核心地段写字楼基本保持供需均衡，非核心地段写字楼空置率上升。2019 年以来，深圳市优质写字楼空置率整体呈上升趋势，截至 2019 年底为 20.00%，较上年底上升 8.63 个百分点。进入 2019 年，深圳优质写字楼租金水平则整体呈下降趋势，截至 2019 年底为 201.20 元/平方米·月，较上年底下降 4.96%。受到电商等因素冲击，深圳市优质零售物业首层租金有所下降，但全国范围来看，依旧保持较高水平，截至 2019 年底为 21.60 元/平方米·天，较上年底下降 4.85%。

四、管理分析

2019 年，公司董事、监事及高级管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司股东卓越置业集团是国内排名前 50 的综合型房企，公司是行业排名前 10 的商业地产平台；2019 年，公司收入仍主要来自房屋销售和租赁，销售结转规模有所减少，毛利率有所下降但仍处于较高水平。

公司是卓越置业集团旗下的商业地产开发、销售和运营平台，2019 年，“卓越”品牌仍具有较强的综合竞争力。在克而瑞 2019 年房企销售排行榜中，卓越置业集团全口径销售额排名第 38 名、权益口径排名第 45 名；在中国房地产业协会、中国房地产测评中心发布的“2019 中国房地产开发企业商业地产综合实力 50 强”榜单中，卓越商业位列前十强。

2019 年，公司实现营业收入 170.92 亿元，同比减少 18.42%，主要系项目结转规模下降所致；主营业务收入 168.21 亿元，在营业收入中占比很高，公司主营业务突出。随着收入规模减少，公司实现净利润 50.51 亿元，同比减少 19.52%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售收入	105.12	93.91	39.35	198.87	95.92	56.05	158.01	93.93	45.47
房屋租赁及其他	6.82	6.09	79.94	8.45	4.08	79.51	10.20	6.07	78.71
合计	**111.94**	**100.00**	**41.83**	**207.32**	**100.00**	**57.00**	**168.21**	**100.00**	**47.49**

注：1、2017年数据采用2018年审计报告的上年数，2018年数据采用2019年审计报告的上年数，经追溯调整；2、房屋租赁收入为不含税收入
资料来源：公司审计报告

从收入构成来看，2019年，房屋销售收入仍是公司主要收入来源，占比达93.93%。房屋销售收入同比有所减少，主要系2018年深圳卓越前海金融中心等项目结转均价较高，2019年结转项目均价相对较低所致。房屋租赁及其他收入10.20亿元，同比增长20.71%，主要系租金收入增长所致；租金收入在主营业务收入中的占比虽仍较小，但为公司贡献了一定规模的现金流和利润。

从毛利率来看，2019年，公司房屋销售毛利率下降至45.47%，主要系2018年结转的深圳卓越前海金融中心、卓越前海时代广场项目毛利率较高所致。公司项目以城市更新类项目为主，土地成本较低，区域以一线城市为主，房屋销售价格较高，故房屋销售毛利率仍处于较高水平。公司房屋租赁及其他业务毛利率同比基本保持稳定。

2. 土地储备

公司土地主要由卓越置业集团以股权注入的方式获得，所获的土地主要位于深圳，多为城市更新用地，成本较低，区位较好，但城市更新项目的周期存在较大的不确定性，对公司资金形成一定占用。

公司开发项目的获取、报规、拆迁、土地出让金支付和开发主体资格确认等前期工作均由股东卓越置业集团完成，再以项目公司股权形式注入公司，目前公司账面无未开发的土地储备。作为卓越置业集团旗下的商业地产平台，卓越置业集团主要将商业业态和综合体业态的项目注入公司。对于拟注入公司的城市更新项目，前期拆迁成本等相关支出由公司承担，对公司资金形成一定占用。

截至2019年底，卓越置业集团土地储备近5,000万平方米。卓越置业集团主要通过城市更新、收并购和招拍挂的方式，布局核心一、二线城市及高增长城市，土地储备中70%位于粤港澳大湾区。卓越置业集团在深圳市从事城市更新较早，截至2019年底，已立项的城市更新项目可售建筑面积约700万平方米。对于城市更新项目，卓越置业集团项目公司主要承担以下职责：各村股份公司按现状提供可供改造的项目用地，项目公司负责投入该项目的全额建设资金，对该项目区域进行整体改造，并全面负责办理纳入深圳市城市更新单元计划、土地出让、规划、设计、施工、监理等各个环节的手续，取得土地的土地使用权证，并实施该项目的规划设计、开发、建设、经营、管理等工作。卓越置业集团基本在土地运作前期工作完成后将项目公司股权注入公司。

根据卓越置业集团2017年3月7日股东决定，卓越置业集团拟将下表中储备土地在主体资格确认（包括取得土地证或签署土地合同）后一年内，将土地储备的对应项目公司股权100%注入公司名下。截至2019年底，卓越置业集团拟注入公司的土地储备全部位于深圳，规划建筑面积合计679.06万平方米，其中已取得土地证的规划建筑面积30.28万平方米，城市更新项目周期存在较大不确定性。

表3　截至2019年底卓越置业集团拟注入公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目	地区	位置	业态	状态	占地面积	规划建筑面积
桥东	深圳	盐田区沙头角街道	商住混合	已确权，已取得土地证	1.36	7.90
谭屋围	深圳	大鹏新区葵涌街道	商住混合	已确权，已取得土地证	5.65	22.38
罗湖区项目	深圳	罗湖区上步北路银湖路	商业、公寓、住宅、酒店办公	未确权，已与合作方签订意向协议	4.95	46.87
南新项目	深圳	南山区南新路	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	1.71	14.38
油松	深圳	龙华区红花街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	4.13	25.34
赤岭头	深圳	龙华区大浪街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	4.86	39.81
汤坑一期	深圳	坪山区碧岭街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	5.54	30.24
横朗一期	深圳	龙华区龙华街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	4.69	17.83
赖屋山一期	深圳	龙华区大浪街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	10.00	40.00
牛湖一期	深圳	龙华区观澜街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	5.15	29.37
汤坑二期	深圳	坪山区碧岭街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	2.21	11.01
横朗二期	深圳	龙华区龙华街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	6.69	25.41
横头双伍一期	深圳	大鹏新区葵涌街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	3.53	18.36
汤坑三期	深圳	坪山区碧岭街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	1.77	9.80
赖屋山二期	深圳	龙华区大浪街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	3.00	12.00
松岗一期	深圳	宝安区松岗街道	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	11.56	76.32
福田区项目	深圳	福田区南	商业、公寓、住宅、写字楼	未确权	31.40	240.00
陶厦	深圳	--	商住混合	未确权	2.19	12.04
合计	**--**	**--**	**--**	**--**	**110.39**	**679.06**

资料来源：公司提供

3. 项目开发建设情况

公司新开工和竣工面积均同比增长，在建项目尚需投资规模一般，资本支出压力尚可。

2019 年，公司新开工面积同比增长 78.10%，主要系长沙浅水湾等项目开工所致；竣工面积同比增长 117.55%，主要系东莞、深圳和杭州等地部分项目竣工所致。截至 2019 年底，公司在建面积 167.51 万平方米，较年初减少 1.23%，变化不大。

表 4　公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	7.56	27.75	49.42
竣工面积	71.81	23.68	51.52
期末在建面积	165.53	169.60	167.51

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2019 年底，公司在建项目共 8 个，位于深圳、上海、长沙、杭州、宁波和东莞，均为优质一、二线城市。项目累计投资进度为 81.15%，尚需投资 120.34 亿元，其中 2020 年计划投资 59.54 亿元，公司资本支出压力尚可。

表 5　截至 2019 年底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	计划总投资	累计完成投资	剩余投资计划		
					2020 年	2021 年	2022 年
深圳中心天元（一期、二期）	写字楼、商业、公寓、住宅	86.81	221.17	195.68	12.00	2.85	10.64
深圳前海卓越金融中心（一期、二期、三期）	写字楼、公寓	66.78	189.00	177.48	11.04	0.48	--
上海维港	商住混合	4.73	7.86	7.70	0.17	--	--
长沙浅水湾	商住混合	45.48	39.56	38.68	0.71	0.17	--
杭州时代广场	商住混合	21.27	39.08	17.66	7.65	13.75	0.03
宁波杭州湾	住宅、公寓、商铺、写字楼	101.78	84.22	32.53	18.81	19.47	13.41
东莞维港	商住混合	29.71	37.73	32.53	5.19	--	--
东莞中寰（巨汉）	商住混合	16.80	19.85	15.88	3.98	--	--
合计	**--**	**373.36**	**638.47**	**518.13**	**59.54**	**36.72**	**24.08**

注：含分期开工项目面积，与表4在建面积统计口径存在差异
资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

公司签约销售面积和金额同比变化不大，项目整体去化情况较好，剩余可售面积一般，剩余可售项目主要位于宁波、杭州和深圳。

从销售情况来看，2019 年，公司签约销售面积同比增长 1.37%，签约销售金额同比减少 0.64%，变化不大，销售项目主要位于深圳、宁波等地。从结转情况来看，公司结转面积同比大幅增长 117.87%，结转收入下降主要系结转项目均价相对较低所致，2019 年公司结转收入主要来自东莞、深圳和杭州。

表6　公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积	31.67	62.75	63.61
签约销售金额	155.58	163.00	161.96
签约销售均价	4.91	2.60	2.55
结转面积	25.90	33.47	72.92
结转收入	100.08	187.88	158.01
结转均价	3.86	5.61	2.17

注：2018年公司签约销售数据经追溯调整
资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至 2019 年底，公司项目累计去化率约 77%，整体去化情况较好。截至 2019 年底，公司未售面积 88.91 万平方米，主要集中在宁波杭州湾、杭州傲璇城和深圳岗厦天元花园等项目。其中，深圳卓越前海金融中心和深圳岗厦天元花园剩余可售面积较大，主要系部分项目尚未取得预售证所致；宁波杭州湾项目去化率较低，主要系采取分期开发销售所致。

表 7　截至 2019 年底公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	城市	可售面积	未售面积	2019年销售面积	2019年销售金额
深圳卓越前海金融中心	深圳	33.10	9.57	0.44	7.74
卓越梅林中心广场（南一区）写字楼	深圳	4.81	0.07	--	--
卓越前海时代广场	深圳	12.70	0.49	0.67	9.93
深圳岗厦天元花园	深圳	21.78	15.68	1.04	19.25
深圳弥敦道	深圳	4.96	0.19	1.62	6.53
上海宝山卓越商务中心	上海	16.01	0.001	--	--
上海奉贤卓越世纪中心	上海	28.07	2.46	--	--
上海维港	上海	4.26	0.07	1.34	7.31
青岛卓越世纪中心	青岛	26.79	0.21	--	--
东莞蔚蓝山	东莞	17.20	0.01	0.06	0.12
东莞蔚蓝岸	东莞	9.71	0.01	1.47	3.12
东莞维港	东莞	21.72	0.14	2.70	7.23
东莞中寰（百晟）	东莞	6.56	0.005	2.09	5.23
东莞中寰（巨汉）	东莞	15.69	1.01	6.01	12.46
东莞蔚蓝松湖	东莞	3.71	0.03	3.47	6.68
东莞蔚蓝郡	东莞	7.41	--	0.16	0.33
杭州湾项目	宁波	97.20	39.60	35.99	48.04
长沙浅水湾	长沙	37.37	5.75	0.47	0.51
杭州蔚蓝领秀	杭州	23.19	--	0.53	0.63
杭州傲璇城	杭州	14.30	13.61	5.56	26.84
合计	**--**	**406.54**	**88.91**	**63.61**	**161.96**

资料来源：公司提供

5. 自持物业

2019 年随着新开业项目增加，公司租金收入有所增长，但部分深圳主力项目受区域经济影响租金收入下滑；公司自持物业评估价值相对其租金收入偏高，存在价值波动风险；疫情对公司 2020 年租金收入有一定影响。

截至 2019 年底，公司自持物业主要位于深圳，部分位于青岛，业态以写字楼为主、商业为辅。公司位于深圳的自持物业基本布局深圳各 CBD 核心区域，卓越后海金融中心所在的后海总部基地、卓越城（又名梅林中心广场）所在的梅林北中央商务区以及皇岗商务中心所处的福田 CBD 区等具有一定商业集群优势。截至 2019 年底，除金地中心和青岛世纪中心写字楼运营时间较短、出租率相对较低以外，其他自持物业出租率较高。

2019 年，公司实现租金收入 9.11 亿元，同比增长 10.36%，主要系新增青岛世纪中心写字楼和卓悦中心租金收入所致。从单个项目来看，受深圳市商业地产景气度下降影响，作为公司租金重要来源的卓越汇和皇岗商务中心租金收入均同比下降，降幅分别为 7.22%和 27.30%，出租率和平均租金水平均有所下滑；卓越世纪城中心租金收入同比增长 2.20%，经营状况维持良好。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 678.71 亿元，占公司总资产比例为 46.40%，规模较大，成本合计 255.26 亿元，累计增值率为 165.89%。公司投资性房地产按评估价值入账，评估价值相对其租金收入偏高，可能存在一定的价值波动风险。

表 8　截至 2019 年底公司主要持有物业情况（单位：个、%、万平方米、元/平方米·月、万元）

物业名称	地区	主要商户类型	商户个数	出租率	建筑面积	平均租金水平	2017 年租金收入	2018 年租金收入	2019 年租金收入
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	餐饮、服装	161	99	9.23	406	17,061.00	23,411.74	21,722.29
后海金融中心商场	深圳	餐饮	17	99	0.73	522	2,560.00	2,672.88	2,621.27
卓越城北区写字楼	深圳	办公	9	100	1.04	178	1,654.25	2,237.55	2,143.84
皇岗商务中心	深圳	办公	129	90	8.51	256	28,578.49	31,196.02	22,324.05
横岗城市中心花园	深圳	餐饮	5	90	0.48	94	312.63	320.42	354.00
卓越世纪城中心	深圳	餐饮	80	95	3.25	407	10,538.97	14,061.09	14,370.54
青岛大融城	青岛	餐饮、服装	164	100	6.86	136	--	5,709.52	6,442.41
金地中心	深圳	办公、商业	20	80	5.8	320	--	2,925.19	8,354.00
卓越时代广场一期	深圳	银行	1	100	0.04	693	324.79	333.18	511.33
青岛世纪中心写字楼	青岛	办公	180	69	11.14	88	--	--	3,535.62
卓悦中心	深圳	餐饮、服装	367	90	18.43	500	--	--	8,718.90
合计	--	--	**1,128**	--	**65.03**	--	**60,717.50**	**82,547.17**	**91,098.24**

资料来源：公司提供

2020 年受疫情影响，公司旗下部分物业采取了租金减免活动，减免金额合计约 5,000 万元，对公司经营业绩将造成一定影响。

6. 关联交易

关联方为公司提供了较大规模的担保支持，城市更新项目对公司资金形成较大占用。

公司关联交易规模较小，但关联往来及关联担保规模较大。截至 2019 年底，公司实际控制人、卓越置业集团等关联方为公司提供的担保金额合计 303.67 亿元，公司为关联方提供的担保金额合计 85.90 亿元，关联方为公司提供了大规模的担保支持。

截至 2019 年底，公司应收关联方款项（计入其他应收款、长期应收款、其他非流动资产、可供出售金融资产等）合计 229.58 亿元，城市更新项目对公司资金形成较大占用；公司应付关联方款项合计 50.62 亿元，规模相对较小。

7. 经营关注

未来土储获取和城市更新项目存在一定不确定性

公司目前获取土地的方式主要为股东注入，且多为深圳城市更新项目，股东注入土地的时间与规模存在不确定性；同时城市更新项目周期较长，存在一定的不确定性。此外，卓越置业集团拟注入公司的城市更新项目前期拆迁成本等支出需由公司承担，对公司资金造成一定占用。

深圳市区域经济和商业地产环境对公司商业物业的销售和出租造成影响

2019 年，深圳市写字楼及商业物业租金水平呈下降趋势，整体空置率上升。公司项目主要集中在深圳市，外部环境的变化对公司租金收入造成较大影响。2019 年，作为公司重要租金收入来源的卓越汇和皇岗商务中心租金收入同比下降。2020 年初爆发的新冠疫情对商业地产行业造成较大冲击，公司为租户提供了合计约 5,000 万元的租金减免，2020 年公司租金收入将受到一定影响。此外，区域经济景气度的变动也对公司办公业态产品的销售造成影响。

投资性房地产价值波动风险

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 678.71 亿元，相对其租金收入规模较大，公司自持物业的盈利能力对其公允价值的支撑较弱，存在一定的价值波动风险。

8. 未来发展

公司未来发展战略符合公司的发展需要，具有可行性。

公司作为国内规模较大的商业物业开发商，未来将依托在商业物业领域的开发和运营经验，在全国经济发达的重点城市持续开发具有商业影响力的物业，拓展核心竞争力，打造卓越商业地产品牌竞争力。

公司将利用平台布局及先发优势，在已进入的城市中实现收入及利润的持续增长，并依托其可复制的业务模式，策略性地在经济发达及具增长潜力的城市获取项目，持续巩固并扩大先发优势。同时公司将不断完善核心产品系列，包括超甲型写字楼、大型商业广场、购物中心、住宅以及都会综合体，提升各产品的特征，根据具体的市场及项目机会，采用合适的产品拓展公司业务。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年合并财务报表已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。从合并范围来看，2019 年，公司通过同一控制下企业合并新增 8 家子公司，通过出售股权减少 1 家子公司，通过投资新设立 6 家子公司。近年来，公司多次进行资产重组，重组进入公司合并范围内子公司资产规模较大。为提升数据可比性，本报告中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告的期初追溯调整数。

截至2019年底，公司资产合计1,462.80亿元，负债合计921.45亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计541.35亿元，其中归属于母公司所有者权益合计385.21亿元。2019年，公司实现营业收入170.92亿元，净利润（含少数股东损益）50.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润48.62亿元；经营活动现金流量净额34.12亿元，现金及现金等价物净增加额-31.56亿元。

2. 资产质量

公司非流动资产占比较高，存货和投资性房地产位置较优越，资产受限程度一般；但城市更新项目对公司资金形成较大占用，投资性房地产存在价值波动风险。整体看，公司资产质量仍属较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 1,462.80 亿元，较年初减少 7.32%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 33.04%，非流动资产占 66.96%，公司投资性房地产规模较大，非流动资产占比较高。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 483.34 亿元，较年初减少 34.35%，主要系其他应收款减少所致。流动资产主要由货币资金（占 20.83%）、其他应收款（合计）（占 18.62%）和存货（占 58.80%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 100.66 亿元，较年初减少 21.64%，主要系投资规模较大、筹资活动现金流净流出所致。其中，使用受限的货币资金 13.44 亿元（占 13.35%），主要为借款质押的定期存款、保证金户和冻结款，受限比例一般。

公司是卓越置业集团下属的商业地产平台，卓越置业集团旗下的商业地产和综合体项目在主体

资格确认后均将注入公司，在主体资格确认之前不在公司合并范围内，但拆迁等相关支出需由公司支付，因此形成较大规模的关联方往来款。截至 2019 年底，公司其他应收款（合计）90.01 亿元，较年初减少 62.57%，主要系公司对往来款进行清理所致。其中，应收利息 8.12 亿元，应收股利 1.24 亿元，其他应收款 80.65 亿元。公司对其他应收款累计计提坏账准备 1.04 亿元，计提比例较低，主要系未对关联方往来款计提所致。公司前五大其他应收款均为关联方往来款，合计 47.02 亿元，集中度较高，关联方对公司资金形成较大占用。

表 9　截至 2019 年底前五大其他应收款情况（单位：亿元）

单位名称	余额	款项性质
深圳市卓越康合投资发展有限公司	18.55	关联方往来款
卓越置业集团（杭州）有限公司	7.26	关联方往来款
卓越置业集团重庆两江有限公司	7.18	关联方往来款
深圳市卓越泰高投资有限公司	7.12	关联方往来款
卓越置业集团有限公司	6.92	关联方往来款
合计	**47.02**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货 284.21 亿元，较年初减少 20.29%，主要系项目结转且当年开发投资减少所致。其中，开发成本占 88.87%，开发产品占 11.13%，未计提跌价准备。公司存货项目均位于优质一、二线城市，存货质量较高、跌价风险较小。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 979.46 亿元，较年初增长 16.31%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致。非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.52%）、长期股权投资（占 9.39%）、投资性房地产（占 69.29%）和其他非流动资产（占 10.00%）构成。

截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 73.63 亿元，较年初减少 0.88%。可供出售金融资产主要系公司对卓越置业集团旗下的城市更新类项目进行债权类投资产生。2018 年 12 月，公司分别与深圳卓越坭岗房地产开发有限公司、深圳卓越松岗城市更新有限公司和深圳市正基房地产开发有限公司签订了《坭岗项目投资协议》《松岗项目投资协议》和《油松项目投资协议》，按照协议约定，公司合计投入本金 69.35 亿元，计入可供出售债务工具。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 92.01 亿元，较年初增长 16.95%，主要系新增对合联营企业的投资以及确认投资收益所致。2019 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 5.28 亿元。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 678.71 亿元，较年初增长 13.85%，主要系存货转入及公允价值增加所致。投资性房地产成本合计 255.26 亿元，公允价值变动合计 423.45 亿元，累计增值率为 165.89%。公司投资性房地产位于深圳、广州及青岛，地理位置较优越，但其公允价值受深圳市房地产市场波动影响较大。

公司其他流动资产规模较大，主要系公司对卓越置业集团旗下的城市更新项目公司提供借款所致，借款规模较大的有深圳卓越盛祥城市更新有限公司借款 21.90 亿元、深圳卓越康诚城市更新投资有限公司借款 10.45 亿元、深圳卓越宏瑞城市更新有限公司借款 9.95 亿元等，对公司资金形成较大占用。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 97.98 亿元，较年初增长 47.23%，主要系对外提供借款进一步增加所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 205.32 亿元，占资产总额的 14.04%，包括受限货币资金 13.44 亿元以及为借款进行抵押的存货、投资性房地产和固定资产 191.88 亿元，受限比例一般。其中，公

司投资性房地产受限比率为25.52%，公司仍有一定的融资空间。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司负债规模和全部债务规模均有所下降，债务负担较合理且以长期债务为主。

截至2019年底，公司负债合计921.45亿元，较年初减少15.41%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占45.47%，非流动负债占54.53%，占比相近。

流动负债方面，截至2019年底，公司流动负债418.94亿元，较年初减少23.27%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债和其他流动负债减少所致。流动负债主要由应付账款（占12.76%）、预收款项（占45.98%）、应交税费（占14.73%）、其他应付款（合计）（占11.03%）和一年内到期的非流动负债（占15.20%）构成。

截至2019年底，公司应付账款53.47亿元，较年初减少7.93%，主要系工程款结算所致。预收款项192.63亿元，较年初减少31.00%，公司较大规模的预收款项为未来的收入结转提供支撑。应交税费61.71亿元，较年初增长21.68%，主要系土地增值税增加所致。其他应付款（合计）46.20亿元，较年初增长194.74%，主要系关联方往来款增加所致，其中关联方往来款占76.42%。一年内到期的非流动负债63.69亿元，较年初下降34.69%，主要系到期偿付所致。随着美元债的偿付和关联方借款的偿还，公司无其他流动负债。

非流动负债方面，截至2019年底，公司非流动负债502.51亿元，较年初减少7.51%，主要由长期借款（占48.48%）、应付债券（占22.82%）和递延所得税负债（占21.90%）构成。

截至2019年底，公司长期借款243.62亿元，较年初减少16.15%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致，其构成以保证借款、保证+抵押借款、保证+质押借款和保证+抵押+质押借款为主，股东卓越置业集团和实际控制人为公司借款提供了较大规模的担保。应付债券114.67亿元，较年初增长17.96%，主要系发行境外债券所致；截至2020年5月底，公司存续债券情况如下表所示。长期应付款21.40亿元，较年初减少49.54%，均为常州金坤房地产开发有限公司借款。递延所得税负债110.06亿元，较年初增长4.14%。

表10　截至2020年5月底公司存续债券情况（单位：%、亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	票面利率	债券余额
16卓越01	2016/2/25	5年（3+2）	6.60	23.70
17卓越01	2017/10/20	5年（3+2）	6.48	19.50
18卓越04	2018/7/9	5年（3+2）	6.30	10.00
18卓越06	2018/12/18	3年（2+1）	6.64	30.00
20卓越02	2020/3/30	4年（2+2）	5.80	10.00
深圳市卓越商业管理7.60% N20211205	2018/12/6	3年	7.60	1.50亿美元
优美商业 7.2% N2022	2019/4/10	3年	7.20	1.00亿美元
深圳市卓越商业管理6.80% N20220815	2019/8/15	3年	6.80	1.50亿美元
深圳市卓越商业管理6.80% N20221219	2019/12/19	3年	6.80	1.00亿美元
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.8% N2023	2020/3/4	3年	6.80	1.00亿美元

资料来源：Wind

截至 2019 年底，公司全部债务 422.72 亿元，较年初减少 14.47%。其中，短期债务占 15.24%，长期债务占 84.76%，以长期债务为主。2019 年公司进行了较大规模的债务偿付并优化债务结构，债务负担有所减轻。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 62.99%、43.85%和 39.83%，较年初分别下降了 6.03 个百分点、6.42 个百分点和 4.40 个百分点，债务负担较合理。

（2）所有者权益

公司所有者权益规模有所增长，少数股东权益和未分配利润占比较高，但考虑到少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，公司权益稳定性尚可。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 541.35 亿元，较年初增长 10.70%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占 71.16%，少数股东权益占 28.84%。归属于母公司所有者权益合计 385.21 亿元，实收资本占 7.79%，资本公积占 25.47%，其他综合收益（来自存货转换为投资性房地产时公允价值与账面价值差异的税后净额）占 7.36%，未分配利润占 58.90%。考虑到公司少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，公司权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

公司收入和利润规模有所下降，费用总额有所减少；公司利润水平受公允价值变动收益和投资收益影响较大。

2019 年，公司实现营业收入 170.92 亿元，同比减少 18.42%，主要系项目结转均价下降所致；随着收入规模减少，公司实现净利润 50.51 亿元，同比减少 19.52%。

期间费用方面，2019 年，公司费用总额 18.50 亿元，同比减少 21.87%，主要系财务费用减少所致。其中，销售费用占 28.01%，管理费用占 17.21%，财务费用占 54.78%，财务费用对利润侵蚀较大。公司销售费用 5.18 亿元，同比增长 8.55%，主要系营销推广费增加所致；管理费用 3.18 亿元，同比减少 42.80%，主要系职工薪酬减少所致；财务费用 10.14 亿元，同比减少 24.02%，主要系利息支出减少、利息收入增加所致。

利润构成方面，公允价值变动收益和投资收益对公司利润影响较大。2019 年，公司实现公允价值变动收益 19.32 亿元，主要为投资性房地产评估增值，同比增长 73.97%，占当年营业利润的 29.83%；公司实现投资收益 5.32 亿元，同比增长 55.43%，主要来自权益法核算下的长期股权投资收益，占当年营业利润的 8.22%。

盈利指标方面，2019 年，公司营业利润率为 34.33%，同比下降 10.02 个百分点，主要系主营业务毛利率下降所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.68%、5.23%和 9.80%，同比分别下降了 1.57 个百分点、1.58 个百分点和 3.97 个百分点，随着利润规模的减少，公司盈利指标均有所下降。

5. 现金流

公司经营活动现金流仍为净流入，投资活动现金流仍为净流出，筹资活动现金流由净流入转为小幅净流出，公司仍存在一定的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 104.84 亿元，同比减少 45.22%，主要系公司根据施工进度分批次获取预售证，受开盘时间影响，项目销售回款同比下降所致。经营活动现金流出 70.73 亿元，同比减少 39.17%，主要系开发投资规模下降、资本支出减少所致。综上，公司经营活动现金流量净额 34.12 亿元，仍为净流入，但净流入金额同比减少 54.58%。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 0.42 亿元，规模较小；投资活动现金流出

65.26 亿元，同比减少 69.81%，主要系对合联营企业和旧改项目的本金投入以及对外借款减少所致。综上，公司投资活动现金流量净额-64.84 亿元，仍为净流出，但净流出金额同比减少 69.94%。2019 年，公司筹资活动前现金流量净额-30.72 亿元，保持净流出，公司仍存在一定的融资需求。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 311.82 亿元，同比减少 34.42%，主要系借款规模减少所致；筹资活动现金流出 312.55 亿元，同比增长 10.98%，主要系偿债支出增加所致。综上，公司筹资活动现金流量净额-0.72 亿元，由上年的大规模净流入转为小幅净流出。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力较强，但存在一定的或有负债风险；考虑到公司存货和投资性房地产地理位置优越，自持物业项目能为公司带来较稳定的现金流入，且未来卓越置业集团拟将商业地产和综合体类的城市更新项目注入公司，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率由年初的 1.35 倍小幅下降至 1.15 倍，速动比率由年初的 0.70 倍下降至 0.48 倍，现金短期债务比由年初的 1.21 倍上升至 1.56 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 80.14 亿元，同比减少 19.38%，主要系利润总额减少所致。EBITDA 中，计入财务费用的利息支出占 18.12%，利润总额占 81.07%。EBITDA 利息倍数由上年的 2.46 倍小幅下降至 2.13 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.20 倍小幅下降至 0.19 倍。整体看，公司长期偿债能力仍属较强。

截至2019年底，公司获得的金融机构综合授信额度合计517.09亿元，尚未使用的授信额度224.01亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年底，公司对外担保余额（扣除按揭担保）合计 88.00 亿元，占所有者权益的 16.26%。考虑到公司对外担保以关联方担保为主，被担保方经营状况正常，对外担保方面的或有负债风险可控。

截至 2019 年底，公司标的额在 1,000 万元以上的未决诉讼、仲裁案件共 5 笔，涉案金额合计约 1.11 亿元，公司面临一定的或有负债风险。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G10440305049162906），截至 2020 年 5 月 15 日，公司未结清和已结清信贷信息中，均无不良或关注类信贷信息。

7. 母公司财务分析

母公司口径资产以其他应收款、对外投资和提供借款为主；母公司作为重要融资主体，债务负担较重，投资支出较大。

截至2019年底，公司母公司口径资产总额572.78亿元，较年初增长14.56%，主要系长期股权投资增加所致。母公司资产主要由其他应收款（占26.12%）、可供出售金融资产（占12.42%）、长期股权投资（占17.71%）和其他非流动资产（占35.84%）构成。

截至2019年底，公司母公司口径负债合计484.88亿元，较年初增长10.00%，主要系其他应付款增加所致。母公司负债主要由其他应付款（占70.03%）、长期借款（占14.84%）和应付债券（占14.96%）构成。截至2019年底，母公司口径资产负债率和全部债务资本化比率分别为84.66%和62.19%，母公司作为重要的融资主体，债务负担较重。

截至2019年底，公司母公司口径所有者权益合计87.89亿元，较年初增长48.46%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。母公司所有者权益主要由实收资本（占34.13%）、资本公积（占53.47%）

和未分配利润（占10.25%）构成。

2019年，母公司口径营业收入2.60亿元，同比增长110.85%，规模较小；母公司口径净利润为21.69亿元，由上年的净亏损2.06亿元转为盈利，主要系投资收益增加所致。

2019年，母公司口径经营活动现金流量净额8.44亿元，由净流出转为净流入；投资活动现金流量净额-103.96亿元，仍为净流出且规模较大；筹资活动现金流量净额83.96亿元，保持净流入。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）和净资产为“18 卓越 06”和“20 卓越 02”待偿本金合计（40.00 亿元）的 2.52 倍和 13.53 倍，覆盖程度良好。从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 是“18 卓越 06”和“20 卓越 02”待偿本金合计的 2.00 倍，覆盖程度良好。从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动现金流入和现金流量净额分别为“18 卓越 06”和“20 卓越 02”待偿本金合计的 2.62 倍和 0.85 倍，覆盖程度良好。

综合上述分析，并考虑到公司作为深圳市规模领先的商业地产开发商，项目位置优越，联合评级认为，公司对“18 卓越 06”和“20 卓越 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

2019 年，公司作为深圳市商业地产主要的开发商之一，行业地位突出，在土地储备、资金支持等方面可以获得股东卓越置业集团的支持，其所开发项目区位优势突出。公司债务负担较为合理，债务结构以长期债务为主。同时，联合评级也关注到公司受深圳市商业地产环境影响较大、租金收入有所下降，城市更新项目的不确定性较大，投资性房地产存在公允价值波动风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来随着股东土地注入以及公司在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18 卓越 06”和“20 卓越 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　深圳市卓越商业管理有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,326.62	1,578.33	1,462.80
所有者权益（亿元）	422.47	489.01	541.35
短期债务（亿元）	123.41	106.51	64.44
长期债务（亿元）	353.55	387.74	358.28
全部债务（亿元）	476.97	494.25	422.72
营业收入（亿元）	113.07	209.51	170.92
净利润（亿元）	213.59	62.76	50.51
EBITDA（亿元）	286.73	99.41	80.14
经营性净现金流（亿元）	46.84	75.11	34.12
流动资产周转次数（次）	49.85	145.88	161.77
存货周转次数（次）	0.28	0.30	0.28
总资产周转次数（次）	0.11	0.14	0.11
现金收入比率（%）	134.53	80.78	57.18
总资本收益率（%）	31.03	8.25	6.68
总资产报酬率（%）	26.79	6.81	5.23
净资产收益率（%）	69.69	13.77	9.80
营业利润率（%）	35.17	44.35	34.33
费用收入比（%）	15.10	11.30	10.83
资产负债率（%）	68.15	69.02	62.99
全部债务资本化比率（%）	53.03	50.27	43.85
长期债务资本化比率（%）	45.56	44.23	39.83
EBITDA 利息倍数（倍）	8.47	2.46	2.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.60	0.20	0.19
流动比率（倍）	1.70	1.35	1.15
速动比率（倍）	1.14	0.70	0.48
现金短期债务比（倍）	0.54	1.21	1.56
经营现金流动负债比率（%）	11.22	13.76	8.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	7.17	2.49	2.00

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. 2017 年及 2018 年财务数据经追溯调整；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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+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/非控股股东权益

附件 3　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。