信用评级公告

联合〔2021〕3915 号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市卓越商业管理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，确定维持深圳市卓越商业管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 卓越 06”和“20 卓越 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

深圳市卓越商业管理有限公司
公开发行公司债券2021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
深圳市卓越商业管理有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 卓越 06	AAA	稳定	AAA	稳定
20 卓越 02	AAA	稳定	AAA	稳定

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
18 卓越 06	30.00 亿元	25.15 亿元	2021/12/18
20 卓越 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/03/30

注：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债券，表中 20 卓越 02 到期兑付日为债券首次行权日

评级时间：2021 年 6 月 8 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	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		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	1
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”或“卓越商业”）的评级反映了公司作为卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）的商业地产运营平台，是深圳市商业地产主要的开发商之一，具有丰富的商业地产开发运营经验，自持物业主要位于深圳市核心区域，未来卓越置业集团拟将深圳的城市更新项目进一步注入公司。2020 年，公司在获得股东卓越置业集团大力支持，注入项目数量显著增加，项目开发规模大幅增长，债务负担及债务结构仍较合理。同时联合资信也关注到公司主要业务区域较为集中、城市更新项目的不确定性及对资金的占用、投资性房地产存在价值波动风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，同时维持“18 卓越 06”和“20 卓越 02”的信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”。

优势

1. **行业地位较高，项目区位优势突出。**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. **股东实力强，城市更新项目储备丰富。**公司股东卓越置业集团背景实力强，在深圳地区有较多城市更新项目，土地储备丰富，在土地获取等方面可以支持公司发展。
3. **租金收入规模较大。**公司自持物业运营良好，租金收入规模较大，贡献了较稳定的现金流，2020 年公司租金收入进一步增长。
4. **权益规模保持增长，债务负担较合理。**截至 2020 年底，公司所有者权益规模保持增长，全部债务规模有所下降，整体债务负担及债务结构较为合理。

分析师

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

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

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，2020 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，项目投入对公司资金形成一定占用。
3. **公允价值变动收益对利润影响较大。**公司投资性房地产公允价值相对其租金收入规模很大，存在一定的价值波动风险；公司利润水平受公允价值变动收益影响较大。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	128.46	118.22	171.59
资产总额（亿元）	1,578.33	1,627.82	1,738.47
所有者权益（亿元）	489.01	536.32	560.65
短期债务（亿元）	137.29	72.97	124.47
长期债务（亿元）	387.74	406.57	345.82
全部债务（亿元）	525.04	479.54	470.29
营业收入（亿元）	209.51	170.66	131.52
利润总额（亿元）	83.80	61.97	44.73
EBITDA（亿元）	99.87	76.33	62.06
经营性净现金流（亿元）	75.11	73.74	46.12
营业利润率（%）	44.35	34.17	32.43
净资产收益率（%）	12.79	8.98	5.78
资产负债率（%）	69.02	67.05	67.75
全部债务资本化比率（%）	51.78	47.21	45.62
流动比率（%）	134.83	118.08	105.90
经营现金流动负债比（%）	13.76	13.64	6.64
现金短期债务比（倍）	0.94	1.62	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	1.77	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	5.26	6.28	7.58
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	499.99	572.78	576.24
所有者权益（亿元）	59.20	87.89	95.49
全部债务（亿元）	155.95	144.53	109.66
营业收入（亿元）	1.23	2.60	2.63
利润总额（亿元）	-2.06	21.69	9.96
资产负债率（%）	88.16	84.66	83.43
全部债务资本化比率（%）	72.48	62.19	53.45
流动比率（%）	79.55	54.46	71.08
经营现金流动负债比（%）	-1.20	2.48	1.17

注：1. 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；2. 2018 年底其他流动负债中的债务已调整计入公司短期债务，2020 年底其他非流动负债中的债务已调整计入公司长期债务；3. 本报告中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告中的期初数/上年数，2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的期初数/上年数

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
18 卓越 06	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读报告
18 卓越 06	AAA	AAA	稳定	2018/06/30	王安娜 候珍珍	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读报告
20 卓越 02	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读报告
20 卓越 02	AAA	AAA	稳定	2020/03/12	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读报告

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、本报告引用的资料主要由深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

深圳市卓越商业管理有限公司
公开发行公司债券 2021 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”）关于深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”或“卓越商业”）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。历经一系列增资及股权转让，截至 2020 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。跟踪期内，公司注册资本及股权结构未发生变化。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司组织结构变化不大。截至 2020 年底，纳入公司合并范围的子公司共 95 家，公司本部在职员工 390 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1,738.47 亿元，所有者权益 560.65 亿元（含少数股东权益 160.56 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 131.52 亿元，利润总额 44.73 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 4 月底，公司由联合资信评级的存续公司债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 4 月底公司存续公司债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
18 卓越 06	30.00	25.15	2018/12/18	3（2+1）年
20 卓越 02	10.00	10.00	2020/03/30	4（2+2）年

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

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2016－2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30

规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016—2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融

资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。

积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。

稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增

速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、行业及区域环境分析

1. 房地产行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2017 年以来随着部分地区市场饱和，商业地产投资增速有所放缓，但 2020 年投资增速呈现企稳回升态势，办公楼开发投资增速回升较显著。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。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。

2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，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2.76%，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%。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1－2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1－2月受新冠肺炎疫情影响所致，可比性不大。

图 1　2011－2020 年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

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。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；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，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，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，因此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。

2. 市场供需

近年来，商业地产去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大；2019 年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，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，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017 年，供过于求的局面开始扭转。2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%；增速较上年下降 12.36 个百分点。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用房销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.80%，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10,814.18 万平方米，同比下降 3.95%；商业营业用房销售面积 10,172.87 万平方米，同比下降 15.02%。2020 年，全国商业营业用房竣工面积 8,620.62 万平方米、销售面积 9,288.46 万平方米，销售面积大于竣工面积，整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比增下降 3.06%，增速较上年下降 13.46 个百分点；办公楼销售面积 4,363.32 万平方米，同比下降 8.26%，增速较上年下降 32.57 个百分点。2019 年，全国办公楼竣工面积 3,923.39 万平方米，同比微增 1.01%；办公楼销售面积 3,722.76 万平方米，同比下降 14.68%。2020 年，全国办公楼竣工面积 3,041.59 万平方米、销售面积 3,334.33 万平方米，供需关系小幅扭转。

图 2　2011－2020 年全国办公楼和商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



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

资料来源：Wind，联合资信整理

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 24.2%和 29.9%，办公楼销售面积同比大幅增长 30.8%和 21.9%，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，2018 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降 13.6%和 9.4%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降 15.70%和 6.20%。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%。2020 年，全国商业营业用房销售面积同比下降 8.69%，办公楼销售面积同比下降 10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

图 3　2011－2020 年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。而进入 2015 年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。根据赢商大数据统计，2020 年上半年全国 19 城 964 个样本购物中心的平均空置率为 8.88%，下半年进一步上升至 11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为 10.06%、二线城市为 12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020 年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近 30%，一线城市写字楼空置率在 20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过 25%。

3. 深圳市经济发展及商业地产市场

深圳市经济环境良好，但近两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；零售物业租金水平虽有所下降但基本保持平稳。

公司业务主要自持物业位于深圳地区，深圳地区的经济发展及商业地产市场情况对卓越商业业务发展具有重要影响。

近年来，深圳市经济保持平稳增长。2018－2020 年，深圳市地区生产总值同比增速分别为 7.6%、6.7%和 3.1%，2020 年在新冠肺炎疫情影响下仍实现逆势增长。2020 年，深圳市实现地区生产总值 27,670.24 亿元，三次产业结构为 0.1：37.8：62.1。截至 2020 年底，深圳市常住人口 1,756.01 万人，较上年底净增加 412.13 万人，人口大幅净流入。整体来看，深圳市经济实力强，人口呈净流入态势。

从商业地产市场情况来看，深圳市近年优质写字楼新增供应量有所波动，根据世邦魏理仕数据，2020 年深圳市写字楼总体供应量超过 130 万平方米，全年录得净吸纳量 72 万平方米，市场结构性供给过剩状况仍然存在。

空置率方面，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。2020 年，深圳市优质写字楼空置率波动上升，四季度空置率为 22.5%。零售物业空置率保持较低水平，2020 年四季度为 2.5%。

租金方面，2019 年以来深圳市优质写字楼租金水平呈持续下降趋势，2020 年四季度为 191.9 元/平方米·月，较 2018 年四季度下降约 9.35%。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，但与全国其他城市相比，依旧处于较高水平，2020 年四季度为 22.0 元/平方米·天，较 2018 年四季度小幅下降 3.08%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020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。

2. 企业规模和竞争力

公司是卓越置业集团旗下的商业地产平台，自持物业主要位于深圳市核心区域，区位及成本优势突出，品牌知名度较高。

跟踪期内，公司保持突出的项目区位优势。作为卓越置业集团的商业地产开发运营平台，公司布局深圳市福田CBD、前海深港合作区、后海总部基地、梅林北中央商务区、深圳宝安中心区以及上海南桥新城和青浦新城、青岛中央商务等核心城市核心位置，具有丰富的商业地产开发运营经验。公司主营开发、销售和运营管理商业物业，产品包括超甲型写字楼、大型商业广场、购物中心、住宅以及都会综合体，卓越后海金融中心、深圳前海壹号均成为区域地标型项目。截至2020年底，公司已运营物业建筑面积65.51万平方米，公司在售项目未售面积约94.71万平方米。2020年，公司房地产签约销售金额195.80亿元，获得租金收入10.98亿元（含税）。

公司在深圳市已成功开发运营的项目包括皇岗商务中心商业、城市综合体卓越梅林中心广场和卓越后海金融中心等，主要位于各区CBD核心位置，且均为城市更新项目，综合土地成本较低。结合控股股东卓越置业集团在城市更新领域具有丰富的开发经验和销售业绩，“卓越”品牌在深圳市具有较强的品牌影响力。在中国房地产业协会、中国房地产测评中心发布的2019年及2020年“中国房地产开发企业商业地产综合实力50强”榜单中，公司位列前十强。

3. 人员素质

公司管理层和本部员工构成较稳定。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变化。截至 2020 年底，公司本部在职员工 390 人，人数及员工构成较年初变化不大。

4. 股东支持

公司股东卓越置业集团房地产开发业务规模大，土地储备丰富，在土地获取等方面为公司发展提供了支持。

公司股东卓越置业集团是行业内大型商业及住宅综合性地产开发商，从事商业及住宅地产开发运营二十余年，在深圳地区有六十多个城市更新项目，土地储备丰富，其业务分布在深圳、北京、上海、广州、重庆、武汉、长沙、青岛、杭州、东莞、惠州、南京、嘉兴等城市。在克而瑞2020年房企操盘榜TOP200中，卓越置业集团操盘金额排名第41名、操盘面积排名第51名。

公司是卓越置业集团旗下的商业地产运营主体，2015年以来卓越置业集团持续整合商业地产资源注入公司。未来随着城市更新项目的推进，卓越置业集团仍将继续向公司注入商业地产项目（含综合体项目）。近年来，卓越置业集团以项目公司股权转让方式注入公司的项目主要包括上海宝山商务中心、上海奉贤世纪中心、上海青浦世纪中心、卓越梅林中心广场、青岛卓越世纪中心、深圳卓越前海金融中心、皇岗商务中心商业、横岗中心城市花园、青岛卓越世纪中心、上海维港、深圳中心天元、卓越前海时代广场项目、东莞蔚蓝山项目、东莞蔚蓝岸项目、东莞维港项目、杭州湾项目等。根据卓越置业集团2017年3月7日股东决定，卓越置业集团拟将部分土地储备的对应项目公司股权100%注入到公司名下以支持公司发展（详见“公司经营”分析）。

截至2020年底，卓越置业集团土地储备超过5,000万平方。卓越置业集团主要通过收并购、

招拍挂以及城市更新的方式获取土地，主要布局在粤港澳大湾区、长三角经济圈、环渤海经济圈等三大经济圈及中西部地区重要省会城市，项目主要位于一二线城市及环一线周边城市，土地储备中约70%位于粤港澳大湾区及长三角。财务方面，截至2020年底，卓越置业集团合并资产总额2,681.65亿元，所有者权益合计759.21亿元；2020年，卓越置业集团实现营业收入312.70亿元，净利润59.90亿元。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行出具的企业征信报告，截至2021年5月24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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定。

2020年，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化，公司治理与管理较为稳定。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司收入仍主要来自房地产销售和租赁服务；受新冠肺炎疫情等因素影响，公司营业收入同比有所下降；公司项目主要通过城市更新获取，毛利率虽有所下降，但仍处于较高水平。

公司主营业务仍为商业地产开发、销售和运营管理。作为卓越置业集团旗下的商业地产和综合体项目开发运营主体，公司项目业态包括住宅、办公、商业等，办公业态采取自持、散售和整售相结合的方式。2020年，公司实现营业收入131.52亿元，同比下降22.93%，主要系受新冠肺炎疫情等因素影响，结转规模下降所致。公司主营业务在营业收入中的占比超过90%，主营业务突出。

从收入构成来看，2020年，房地产销售仍是公司主营业务收入的主要来源，收入占比超过90%。租赁服务收入规模保持增长，收入占比持续上升，为公司贡献了较稳定的现金流和利润。

从毛利率来看，公司房地产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，故房地产销售毛利率保持在较高水平。2020年，随着结转项目的变化，公司房地产销售毛利率同比下降，但仍处于较高水平。公司租赁服务毛利率稳步上升。

表 3　2018－2020 年公司主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	198.87	95.92	56.05	155.43	92.48	44.53	115.28	91.09	33.10
租赁服务	8.45	4.08	79.51	8.92	5.31	87.57	9.80	7.74	89.46
其他	--	--	--	3.71	2.21	72.58	1.48	1.17	-0.28
合计	**207.32**	**100.00**	**57.00**	**168.07**	**100.00**	**47.44**	**126.56**	**100.00**	**37.07**

注：上表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
资料来源：公司提供

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，2020 年随着卓越置业集团加大市场化拿地力度，注入公司的项目数量显著增加；公司获取项目存在一定的不确定性，且部分城市更新项目的周期较长，对资金形成一定占用。

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。公司是卓越置业集团旗下的商业地产平台，2015 年以来卓越置业集团持续整合商业地产资源，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。

对于城市更新项目，卓越置业集团旗下的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。卓越置业集团在土地运作前期工作完成后，在适当的时机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%注入卓越商业名下。截至2020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644.80万平方米，其中已取得土地证的规划建筑面积30.35万平方米，城市更新项目周期存在较大不确定性。

表4　截至2020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	22.45
陶厦	深圳	--	商住混合	已确权	2.45	12.21
南新项目	深圳	南山区南新路	商住混合	已确权	1.70	11.57
油松	深圳	龙华区红花街道	商住混合	已确权	3.95	25.04
赖屋山一期	深圳	龙华区大浪街道	商住混合	已确权	10.00	40.00
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	8.35	48.45
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
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	5.13	43.35
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
合计	--	--	--	--	**107.43**	**644.80**

资料来源：公司提供

2020年，随着卓越置业集团加大市场化拿地力度，尤其是加大长三角区域投拓力度，卓越置业集团注入公司的项目数量显著增加，新增项目建筑面积合计337.90万平方米，包括上海、嘉兴、常熟、重庆、佛山、惠州等城市的住宅或商住混合项目，截至2020年底上述新注入项目均已处于在建状态。

3. 项目开发

2020年公司新开工面积有所增长，竣工面

积基本保持平稳；公司在建项目资本支出压力尚可。

从项目开发情况来看，2020 年，公司新开工面积同比有所增长；竣工面积小幅增长，基本保持平稳。截至 2020 年底，公司期末在建面积大幅增加，主要系多个项目注入公司，尤其惠州项目面积较大所致。

表 5　公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	27.75	49.42	65.01
竣工面积	23.68	51.52	58.44
期末在建面积	169.60	167.51	313.35

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2020 年底，公司在建项目共 15 个，位于深圳、东莞、佛山、惠州、长沙、重庆、上海、杭州、宁波、嘉兴、常熟和青岛等优质一二线城市及强三线城市。项目累计投资进度为 84.15%，预计 2021 年投资 58.74 亿元，公司资本支出压力尚可。

表 6　截至 2020 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		
					2021 年	2022 年	2023 年
深圳中心天元（一期、二期）	写字楼、商业、公寓、住宅	86.81	221.17	207.68	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	188.52	0.48	--	--
长沙浅水湾	商住混合	45.48	39.56	39.39	0.17	--	--
杭州时代广场	商住混合	21.27	39.08	25.31	7.74	6.03	--
宁波杭州湾	住宅、公寓、商铺、写字楼	101.78	84.22	51.34	19.47	13.41	--
东莞维港	商住混合	29.71	37.73	37.73	--	--	--
东莞中寰（巨汉）	商住混合	16.80	19.85	18.65	1.20	--	--
重庆西麓九里	住宅	18.72	15.65	11.90	2.22	1.33	0.20
青岛维港	住宅	14.23	16.92	15.90	0.50	0.40	0.12
惠州东部蔚蓝海岸	商住混合	211.42	98.16	44.94	7.90	7.07	1.00
常熟湖语尚院	住宅	28.69	32.49	23.13	9.36	--	--
常熟镜湖宸院	住宅	21.28	24.42	20.02	4.40	--	--
上海光语著	住宅	15.47	28.05	27.52	0.52	--	--
平湖玲珑湾	住宅	5.41	5.49	4.51	0.98	--	--
佛山浅水湾	商住混合	22.69	30.05	25.57	0.94	2.54	1.00
合计	--	**706.53**	**881.84**	**742.11**	**58.74**	**41.42**	**2.32**

注：含分期开工项目面积，与项目开发情况表中的在建面积统计口径存在差异
资料来源：公司提供

4. 物业销售

2020 年，卓越商业签约销售面积和签约销售金额同比增长，项目整体去化情况较好，剩余可售面积尚可，但写字楼业态存在一定的去化风险。

从销售情况来看，2020年，公司签约销售面积和签约销售金额同比分别增长13.57%和20.89%，签约销售均价小幅上涨，销售状况向好。从结转情况来看，2020年，公司结转面积和结转收入同比均有所下降，主要系受新冠肺炎疫情等因素影响所致。

表 7　公司项目销售及结转情况
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	62.75	63.61	72.24
签约销售金额	163.00	161.96	195.80
签约销售均价	2.60	2.55	2.71
结转面积	33.47	72.92	48.81
结转收入	187.88	158.01	115.28
结转均价	5.61	2.17	2.36

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 2020 年底，公司在

售项目累计去化率约为81.85%，整体去化情况较好。截至2020年底，公司在售项目未售面积94.71万平方米，预计可满足公司未来一年以上的销售需要，项目业态以写字楼和住宅为主。近年来，公司项目主要分布的地区写字楼空置率有所上升，市场竞争较激烈，对公司的项目去化进度可能造成一定影响。考虑到2020年公司新开工面积大幅增长，将形成较大规模的可售面积，后续卓越商业销售压力将有所加大。

表8　截至2020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	2020年销售面积	2020年销售金额
深圳卓越前海金融中心	深圳	33.10	6.51	3.06	29.23
卓越梅林中心广场（南一区）写字楼	深圳	4.81	0.07	0.00	0.00
卓越前海时代广场	深圳	12.70	0.05	0.44	3.85
深圳岗厦天元花园	深圳	21.78	13.31	2.37	35.54
上海奉贤卓越世纪中心	上海	28.07	2.46	0.00	0.00
东莞中寰（巨汉）	东莞	15.69	0.19	0.73	1.07
东莞蔚蓝松湖	东莞	3.71	0.00	0.03	0.04
杭州湾项目	宁波	97.20	30.01	9.58	13.99
长沙浅水湾	长沙	37.37	4.90	0.85	1.15
杭州傲璇城	杭州	14.30	10.34	3.27	13.87
深圳弥敦道	深圳	4.99	0.00	0.22	0.67
青岛天元	青岛	13.04	0.54	7.14	17.02
东部蔚蓝海岸	惠州	152.96	10.72	20.76	35.13
佛山浅水湾	佛山	15.31	4.18	4.17	10.00
青岛维港	青岛	10.12	1.08	1.16	3.10
卓越玲珑湾	嘉兴	13.87	0.08	8.86	14.20
湖语尚院	常熟	20.53	4.44	2.00	3.86
上海光语著	上海	9.34	3.70	2.10	7.26
重庆西麓九里	重庆	13.05	2.13	5.50	5.82
合计	**--**	**521.94**	**94.71**	**72.24**	**195.80**

注：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
资料来源：公司提供

5. 物业租赁情况

2020年公司租金收入保持增长，但部分深圳主力项目受区域经济和新冠肺炎疫情影响租金收入下滑；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。

截至2020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2020年底，除青岛世纪中心写字楼运营时间较短、出租率相对较低以外，其他主要自持物业出租率较高。公司自持物业的区域集中度较高，其经营状况易受深圳市商业地产景气度的影响。

2020年，公司实现租金收入（含税）10.98亿元，同比增长20.53%，主要系金地中心、青岛世纪中心写字楼和卓悦中心经过逐步培育，租金收入增幅较大所致。受深圳市商业地产景气度下降以及2020年新冠肺炎疫情影响，卓越世纪城中心租金收入降幅较显著。

截至2020年底，公司投资性房地产账面价值707.26亿元，在资产总额中的占比为40.68%，规模较大，其成本合计262.15亿元，累计增值率为169.80%。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 9　截至 2020 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	2018 年租金收入	2019 年租金收入	2020 年租金收入
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	餐饮、服装	228	97	9.23	406	23,411.74	21,722.29	23,988.00
后海金融中心商场	深圳	餐饮	20	100	0.73	554	2,672.88	2,621.27	2,738.34
卓越城北区写字楼	深圳	办公	9	93	1.04	185	2,237.55	2,143.84	2,527.23
皇岗商务中心	深圳	办公	104	80	8.51	276	31,196.02	22,324.05	22,154.21
横岗城市中心花园	深圳	餐饮	4	77	0.48	94	320.42	354.00	269.00
卓越世纪城中心	深圳	餐饮	83	95	3.25	601	14,061.09	14,370.54	12,496.11
青岛大融城	青岛	餐饮、服装	164	98	6.86	136	5,709.52	6,442.41	4,949.92
金地中心	深圳	办公、商业	20	80	5.8	320	2,925.19	8,354.00	12,178.86
卓越时代广场一期	深圳	银行	1	100	0.04	693	333.18	511.33	543.85
青岛世纪中心写字楼	青岛	办公	205	70	11.14	83	--	3,535.62	7,062.31
卓悦中心	深圳	餐饮、服装	367	91	18.43	500	--	8,718.90	20,891.21
合计	--	--	**1,205**	--	**65.51**	--	**82,867.59**	**91,098.24**	**109,799.04**

资料来源：公司提供

6. 关联交易

股东方为公司提供关联担保的规模较大；深圳城市更新项目资金占用较大，使公司形成了较大规模的应收关联方款项。

2020 年，公司购销商品、接受和提供劳务的关联交易规模不大，但有较大规模的关联担保和关联方往来。

截至 2020 年底，关联方为公司提供担保金额合计 324.15 亿元，主要系卓越置业集团及实际控制人为公司提供的担保；公司为关联方提供担保金额合计 101.56 亿元。公司在融资方面获得股东担保支持的力度较大。

截至 2020 年底，公司应收关联方款项合计 221.36 亿元，应付关联方款项合计 86.23 亿元。由于公司本部尚无房地产开发资质，公司项目主要由卓越置业集团注入。拟注入公司的深圳城市更新项目资金占用较大，使公司形成了较大规模的应收关联方款项。

7. 经营效率

2020 年公司经营效率一般。

2020 年，公司主要经营效率指标小幅下降，存货周转次数由上年的 0.24 次下降至 0.19 次，总资产周转次数由上年的 0.11 次下降至 0.08 次，主要系营业收入同比减少所致。与同行业相比，2020 年公司经营效率一般，公司总资产周转次数偏低主要系自持物业规模较大所致。

表 10　2020 年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.31	0.28	0.23
碧桂园	0.37	0.28	0.24
中国恒大	0.28	0.27	0.23
融创中国	0.35	0.30	0.23
旭辉控股集团	0.41	0.24	0.20
卓越商业	**0.22**	**0.22**	**0.08**
行业中位数	0.25	--	0.18

注：1. 为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. 行业中位数来自 Wind 房地产沪深上市公司统计

资料来源：Wind

8. 未来发展

公司未来发展战略合理。

公司致力于打造其商业物业品牌，持续提升品牌竞争力。未来公司将继续深耕一线城市及新一线城市，并完成环深粤港澳大湾区、环沪杭州湾区以及其他重点城市的全国布局。公司将继续通过湾区深耕，结合品牌效应，进一步提升可持续经营能力。

九、财务分析

1. 财务概况

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020年财务报告进行了审计并出具了标准无保

留意见的审计结论。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。根据《企业会计准则第14号——收入（2017年修订）》，公司自2020年1月1日起执行新收入准则。

从合并范围来看，2020年，公司通过非同一控制下企业合并增加1家子公司，通过同一控制下企业合并增加10家子公司，通过股权转让减少1家子公司，通过设立新增2家子公司，通过注销减少1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。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，2019年财务数据采用2020年审计报告的期初追溯调整数。

截至2020年底，公司合并资产总额1,738.47亿元，所有者权益560.65亿元（含少数股东权益160.56亿元）；2020年，公司实现营业收入131.52亿元，利润总额44.73亿元。

2. 资产质量

公司资产规模有所增长，资产结构变化不大；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。

截至2020年底，公司资产总额1,738.49亿元，较年初增长6.80%，主要系流动资产增加所致。公司投资性房地产规模较大，非流动资产占比较高，资产结构较年初变化不大。

表11　2018－2020年末公司资产主要构成

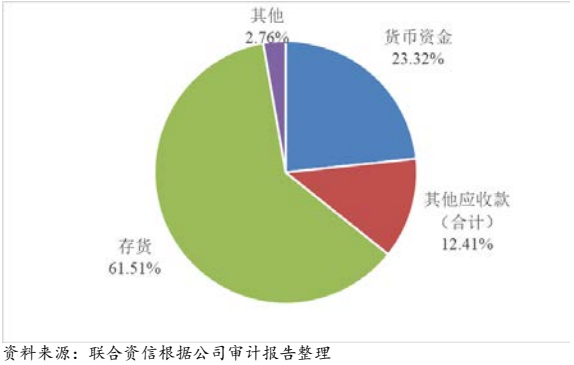
科目	2018年底		2019年底		2020年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**736.19**	**46.64**	**638.47**	**39.22**	**735.73**	**42.32**
货币资金	128.46	8.14	118.22	7.26	171.59	9.87
其他应收款（合计）	240.49	15.24	107.42	6.60	91.34	5.25
存货	356.56	22.59	399.35	24.53	452.54	26.03
非流动资产	**842.14**	**53.36**	**989.35**	**60.78**	**1,002.73**	**57.68**
可供出售金融资产	74.28	4.71	73.63	4.52	73.62	4.23
长期股权投资	78.67	4.98	99.28	6.10	101.06	5.81
投资性房地产	596.14	37.77	678.71	41.69	707.26	40.68
其他非流动资产	66.55	4.22	97.98	6.02	80.37	4.62
资产总额	**1,578.33**	**100.00**	**1,627.82**	**100.00**	**1,738.47**	**100.00**

注：占比指该科目在资产总额中的占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产735.73亿元，较年初增长15.23%，主要系货币资金和存货增加所致。流动资产主要构成如下图所示。

图4　截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2020年底，公司货币资金171.59亿元，较年初增长45.15%，主要系经营活动和投资活动现金流入增加，且对外投资和偿还借款减少所致。其中，受限货币资金15.69亿元，主要为用于质押的定期存款和保证金，受限规模一般。

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2020年底，公司其他应收款（合计）91.34亿元，较年初减少14.97%，主要系公

司对往来款进行清理所致。其中，应收利息 7.69 亿元，其他应收款 83.64 亿元。公司对其他应收款累计计提坏账准备 1.07 亿元，计提比例较低，主要系未对关联方往来款计提所致。其他应收款余额中，关联方往来款占 67.97%，往来款占 25.89%，关联方往来款对公司资金形成较大占用。

表 12　截至 2020 年底公司前五大其他应收款情况

（单位：亿元）

单位名称	余额	款项性质
嘉兴卓嘉房地产开发有限公司	8.96	关联方往来款
深圳市恒涛投资发展有限公司	6.53	往来款
上海卓置房地产开发有限公司	6.07	关联方往来款
金地（集团）股份有限公司	4.56	关联方往来款
上海茸鑫房地产开发有限公司	4.50	关联方往来款
合计	**30.62**	--

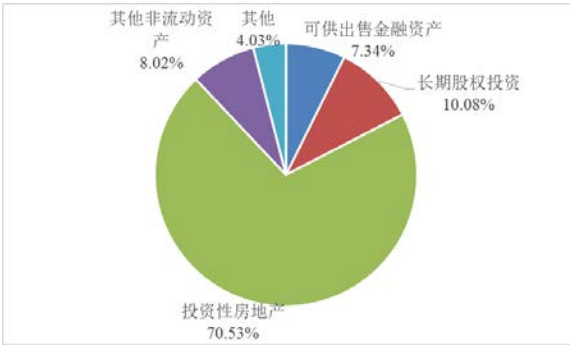
资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司存货 452.54 亿元，较年初增长 13.32%，主要系项目持续开发投资所致。其中，开发产品占 33.68%，开发成本占 66.32%，开发产品占比偏高，主要系公司写字楼业态占比较大所致。公司未对存货计提跌价准备。公司存货项目均位于优质一二线城市和强三线城市，存货质量较高、跌价风险较小。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 1,002.73 亿元，较年初增长 1.35%。非流动资产主要构成如下图所示。

图5　截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 73.62 亿元，较年初减少 0.01%。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 2020 年底，公司长期股权投资 101.06 亿元，较年初增长 1.79%。2020 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 2.40 亿元。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 707.26 亿元，较年初增长 4.21%。投资性房地产成本合计 262.15 亿元，公允价值变动合计 445.11 亿元，累计增值率为 169.80%。公司投资性房地产位于深圳及青岛，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。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产 80.37 亿元，较年初减少 17.97%，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的借款减少所致。其他非流动资产中金额较大的包括对深圳卓越盛祥城市更新有限公司的借款 21.90 亿元、对深圳卓越康诚城市更新投资有限公司的借款 10.45 亿元以及对深圳卓越宏瑞城市更新有限公司借款 9.95 亿元等。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 314.10 亿元，占资产总额的约 18.07%，受限比例一般。其中，投资性房地产的受限比例为 34.61%，公司仍有一定的融资空间。

表13　截至2020年底公司资产受限情况

项目	受限金额（亿元）	在该科目中的占比（%）
货币资金	15.69	9.14
存货	53.35	11.79
投资性房地产	244.80	34.61
固定资产	0.27	1.95
合计	**314.10**	**18.07**

资料来源：公司债券年度报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，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，权益稳

定性尚可。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 560.65 亿元，较年初增长 4.54%。其中，归属于母公司所有者权益占 71.36%，少数股东权益占 28.64%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 7.50%，资本公积占 24.24%，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 7.14%，未分配利润占 60.65%。考虑到公司少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，公司权益稳定性仍属尚可。

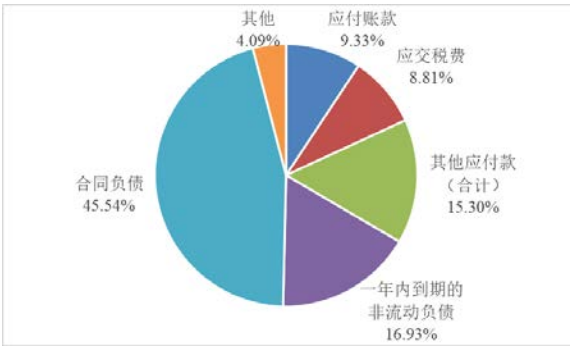
（2）负债

公司负债规模有所增长，其中合同负债占比较高；公司债务规模有所下降，债务负担及债务结构较合理。

截至 2020 年底，公司负债合计 1,177.82 亿元，较年初增长 7.91%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 58.99%，非流动负债占 41.01%，流动负债占比较高。

流动负债方面，截至 2020 年底，公司流动负债 694.74 亿元，较年初增长 28.49%，主要系合同负债、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债主要构成如下图所示。

图6　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据审计报告整理

截至2020年底，公司应付账款64.79亿元，较年初增长 1.09%。应付账款主要为应付工程款。

截至 2020 年底，公司合同负债 316.37 亿元，较年初增长 17.13%，主要系预收售房款增加所致。较大规模的合同负债为公司未来的收入结转提供支撑。

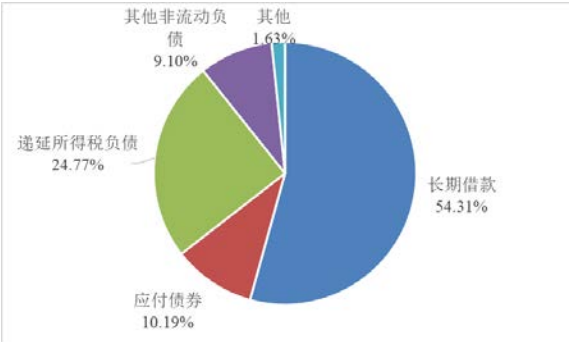
截至2020年底，公司应交税费61.23亿元，较年初减少 2.35%。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）106.27 亿元，较年初增长 97.13%，主要系关联方往来款增加所致。其中，关联方往来款 77.60 亿元，往来款 11.04 亿元。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 117.59 亿元，较年初增长 73.60%，到期偿付压力有所加大。

非流动负债方面，截至 2020 年底，公司非流动负债 483.08 亿元，较年初减少 12.30%，主要系应付债券减少所致。非流动负债主要构成如下图所示。

图7　截至2020年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司长期借款 262.35 亿元，较年初减少 10.12%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。其中，保证借款占 47.90%，抵押+保证借款占 26.18%，质押+抵押+保证借款占 16.51%。

截至2020年底，公司应付债券49.21亿元，较年初减少 57.08%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2021 年 4 月底，公司存续债券如下表所示。

表 14　截至 2021 年 4 月底公司存续债券情况（单位：%、亿元）

债券简称	起息日期	债券期限	回售时间	到期时间	票面利率	债券余额
18 卓越 04	2018/07/09	5 年（3+2）	2021/07/09	2023/07/09	6.30	10.00
深圳市卓越商业管理 7.60% N20211205	2018/12/05	3 年	--	2021/12/05	7.60	1.05 亿美元

18 卓越 06	2018/12/18	3 年（2+1）	--	2021/12/18	6.30	25.15
20 卓越 02	2020/03/30	4 年（2+2）	2022/03/30	2024/03/30	5.80	10.00
EXCELLENCE COMMERCIAL 7.2% N2022	2019/04/11	3 年	--	2022/04/11	7.20	1.00 亿美元
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.80% N20220815	2019/08/16	3 年	--	2022/08/16	6.80	1.50 亿美元
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.80% N20221219	2019/12/19	3 年	--	2022/12/19	6.80	1.00 亿美元
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.8% N2023	2020/03/04	3 年	--	2023/03/04	6.80	1.00 亿美元
境内债合计	--	--	--	--	--	**45.15**
美元债合计	--	--	--	--	--	**5.55 亿美元**

注：表中未列出公司所发行的资产支持证券。截至2021年4月底，公司发行的资产支持证券余额合计40.10亿元
资料来源：Wind

截至 2020 年底，公司长期应付款由年初的 21.40 亿元大幅下降至 6.23 亿元，主要系公司与关联方常州金坤房地产开发有限公司的借款减少所致。

截至 2020 年底，公司递延所得税负债 119.65 亿元，较年初增长 8.71%，主要系公允价值变动产生的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2020 年底，公司其他非流动负债 43.94 亿元，较年初增长 296.80%，主要系公司发行资产证券化产品以及进行北京金融资产交易所债权融资所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 470.29 亿元，较年初减少 1.93%。其中，短期债务占 26.47%，长期债务占 73.53%。公司资产负债率为 67.75%，较年初小幅上升 0.70 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 45.62%和 38.15%，较年初分别下降 1.59 个百分点和 4.97 个百分点，债务负担有所减轻。整体来看，公司债务负担较合理，债务期限分布较均衡。

表 15　截至 2020 年底公司债务期限结构

到期时间	到期债务规模（亿元）	占比（%）
2021 年	111.12	23.66
2022 年	134.37	28.62
2023 年	116.57	24.82
2024 年及以后	107.52	22.90
合计	**469.58**	**100.00**

注：公司提供的债务规模与联合资信全部债务计算口径存在少许差异，联合资信在计算全部债务时未对利息进行调整且包含了应付票据
资料来源：公司提供

表 16　截至 2020 年底公司重要财务杠杆指标情况

指标	剔除合同负债的资产负债率（%）	净负债率（%）	未受限现金短期债务比（倍）
卓越商业	60.58	53.28	1.25

注：剔除合同负债后的资产负债率=（负债-合同负债）/（资产-合同负债）；净负债率=（全部债务-货币资金）/所有者权益；未受限短期债务比=未受限货币资金/短期债务
资料来源：联合资信计算

4. 盈利能力

受新冠肺炎疫情等因素影响，2020 年公司收入和利润规模有所下降，且利润水平受公允价值变动收益影响较大，但整体盈利能力仍属较强。

2020 年，公司实现营业收入 131.52 亿元，同比下降 22.93%，主要系受新冠肺炎疫情等因素影响，结转规模下降所致；公司实现利润总额 44.73 亿元，同比减少 27.82%，随营业收入的下降同步减少。

期间费用方面，2020 年，公司费用总额 22.52 亿元，同比增长 8.12%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用占 25.24%，管理费用占 20.24%，财务费用占 54.51%，财务费用占比较高，主要系公司已完工产品规模较大，相关利息支出不再资本化所致。2020 年，公司销售费用同比减少 21.85%，主要系营销推广费减少所致；管理费用同比增长 31.92%，主要系职工薪酬和服务费增加所致；财务费用同比增长 21.56%，主要系费用化利息支出增加所致。

利润构成方面，公司公允价值变动收益对利润影响较大，此外投资收益对利润也有一定影响。2020 年，公司实现公允价值变动收益 23.07 亿元，同比增长 19.42%，来自投资性房地

产评估增值，占利润总额的 51.58%；公司实现投资收益 2.72 亿元，同比减少 45.64%，主要来自权益法核算的长期股权投资收益，占利润总额的 6.08%。

图 8　2018－2020 年公司盈利指标

（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

盈利指标方面，2020 年，公司主要盈利指标有所下降，营业利润率同比下降 1.74 个百分点至 32.43%，总资本收益率同比下降 1.35 个百分点至 4.74%，净资产收益率同比下降 3.19 个百分点至 5.78%。与同行业相比，公司销售毛利率与总资产报酬率较高，净资产收益率一般。

表 17　2020 年公司与同行业盈利情况对比

企业简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
金融街	32.86	1.20	7.03
世茂股份	35.35	3.33	6.02
新城控股	23.50	4.61	34.28
龙湖集团	29.28	6.56	19.77
卓越商业	**38.79**	**3.56**	**5.85**
行业中位值	24.89	1.51	6.02

注：1. 为便于比较，本表数据均引自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. 行业中位值来自 Wind 房地产行业沪深上市公司统计结果

资料来源：Wind

5. 现金流

2020 年，公司经营活动现金流持续净流入，能够覆盖投资活动现金流净流出；随着公司降低债务杠杆，筹资活动现金流仍为净流出，融资需求下降。公司现金流波动较大。

表 18　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	191.39	175.70	211.97
经营活动现金流出小计	116.27	101.96	165.84
经营现金流量净额	**75.11**	**73.74**	**46.12**
投资活动现金流入小计	0.52	0.42	28.73
投资活动现金流出小计	216.19	66.09	17.09
投资活动现金流量净额	**-215.67**	**-65.67**	**11.64**
筹资活动前现金流量净额	**-140.56**	**8.07**	**57.77**
筹资活动现金流入小计	475.45	314.19	250.34
筹资活动现金流出小计	281.62	345.60	256.49
筹资活动现金流量净额	**193.83**	**-31.42**	**-6.16**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 20.64%，主要系销售回款增加以及收到的往来款项增加所致；经营活动现金流出同比增长 62.65%，主要系公司加大项目投资开发力度所致。综上，公司经营活动现金流保持净流入，但规模同比减少 37.45%。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入由上年的 0.42 亿元增长至 28.73 亿元，主要系收回对外有息借款所致；投资活动现金流出同比减少 74.14%，主要系旧改项目本金投入减少所致，2020 年投资活动现金流出主要为对外提供有息借款。综上，公司投资活动现金流量净额由净流出转为净流入。

2020 年，公司筹资活动前现金流仍为净流入，且规模大幅增加，公司经营活动净现金流能够覆盖投资支出，融资需求下降。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入和流出分别同比减少 20.32%和 25.78%。随着公司降低债务杠杆，筹资活动现金流仍为净流出。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力均较强，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。

从短期偿债能力来看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，主要系公司持续清理其他应收款以及流动负债增长较快所致；现金短期债务比小幅下降，现金类资产对

短期债务的覆盖程度仍属较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力来看，2020 年，公司 EBITDA 同比减少 18.70%，主要系利润总额下降所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 72.08%）和计入财务费用的利息支出（占 26.43%）构成。公司 EBITDA 对利息的和全部债务的保障倍数有所下降，但仍属较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

表 19　公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	134.83	118.08	105.90
	速动比率（%）	69.53	44.22	40.76
	经营现金流动负债比（%）	13.76	13.64	6.64
	现金类资产/短期债务（倍）	0.94	1.62	1.38
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	99.87	76.33	62.06
	全部债务/EBITDA（倍）	5.26	6.28	7.58
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	1.77	1.71

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司获得的银行综合授信额度合计 529.24 亿元，其中剩余额度 181.07 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2020 年底，公司对外担保余额（不含按揭担保）合计 101.56 亿元，占所有者权益的 18.11%。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 2020 年底，公司存在一笔标的额在 1,000 万元以上的未决诉讼案件，案件系股权转让纠纷，公司为被告方，涉案金额为 0.13 亿元。

7. 母公司财务分析

母公司资产及权益规模变化不大，资产以其他应收款、对外投资和对外提供借款为主，权益稳定性较强；母公司作为重要融资主体，债务负担有所下降但仍偏重；母公司利润主要来自投资收益，现金流受对外借款和融资影响波动较大。

资产方面，截至2020年底，母公司资产总额576.24亿元，较年初变化不大，主要由其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产构成，其他非流动资产主要为对外提供借款。

权益方面，截至2020年底，母公司所有者权益95.49亿元，较年初增长8.65%，主要系未分配利润增加所致。其中实收资本占31.42%、资本公积占47.98%、未分配利润占18.62%，权益稳定性较强。

负债方面，截至2020年底，母公司负债总额480.74亿元，较年初变化不大，主要由其他应付款、长期借款和应付债券构成。母公司全部债务109.66亿元，较年初减少24.13%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为83.43%和53.45%，较年初均有所下降。母公司作为重要的融资主体，债务负担较重。

损益方面，母公司营业收入规模较小，利润主要来自投资收益。2020年，母公司实现利润总额9.96亿元，同比减少54.10%，主要系2019年子公司股利分配规模较大所致。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流量净额规模仍不大；投资活动现金流量净额由上年的-103.96亿元转为123.29亿元，随着对外借款的减少，由净流出转为净流入；筹资活动现金流量净额由上年的83.96亿元转为-70.67亿元，融资需求下降。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司对未来一年内待偿债券的偿还能力较强。

截至2021年4月底，公司存续债券（含公司债、美元债和资产支持证券）余额合计121.33亿元（美元债余额按1美元=6.50元人民币折算）。

其中，一年内到期债券余额（假设进入行权期的债券全额回售）为42.49亿元，系公司未来待偿债券本金峰值（即未来单一年度内债券到期或回售金额的最大值）。截至2020年底，公司现金类资产171.59亿元，对一年内待偿债券余额保障程度较高；2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障程度均较高。

表 20　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

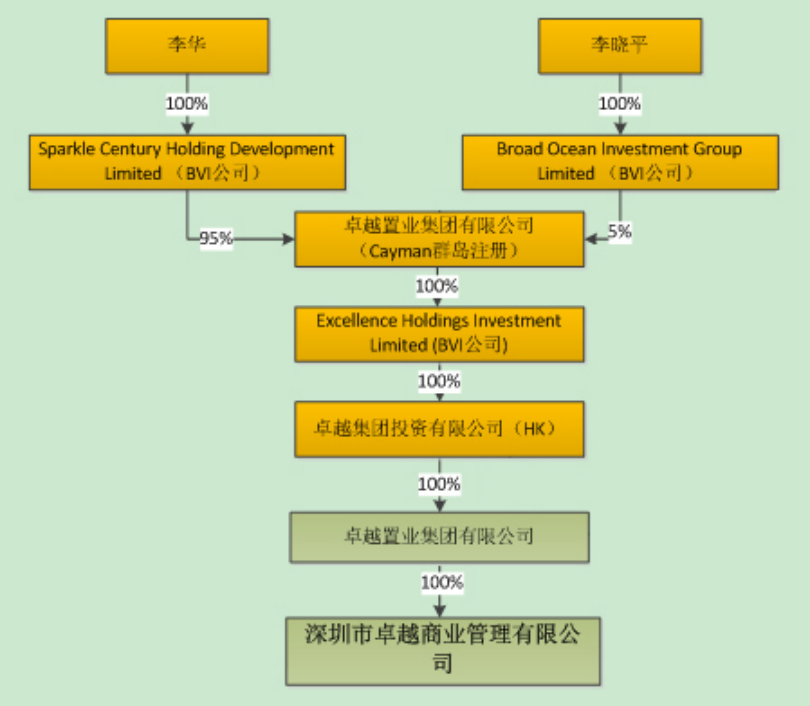
项目	2020 年
一年内到期债券余额	42.49
未来待偿债券本金峰值	42.49
现金类资产/一年内到期债券余额	4.04
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	4.99
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.09
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.46

注：债券余额根据截至 2021 年 4 月底公司存续债券情况计算，计算一年内到期债券余额时假设进入回售期的债券全额回售
资料来源：联合资信整理

十一、结论

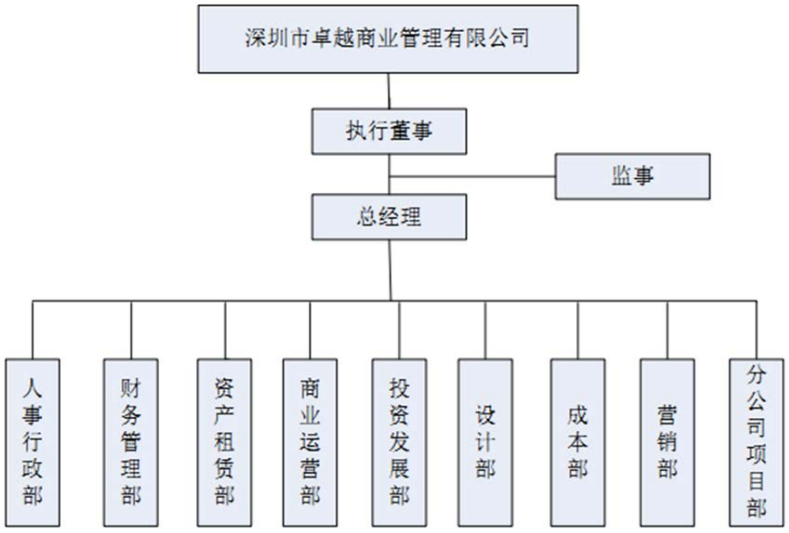
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，同时维持“18卓越06”和“20卓越02”的信用等级为AAA，评级展望为“稳定”。

附件 1-1 截至 2020 年底深圳市卓越商业管理有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底深圳市卓越商业管理有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底深圳市卓越商业管理有限公司主要子公司情况

名称	成立日期	注册资本（万元）	股东	股东持股比例	主营业务	股权是否质押	质押比例
深圳前海卓越汇康投资有限公司	2013/08/30	10,000.00	深圳鹏盛源置业有限公司	96%	房地产开发	是	7%
			卓越置业集团有限公司	4%		是	2%
深圳市卓越康华贸易有限公司	2011/08/15	12,500.00	卓越商业	60%	房地产开发	否	--
			深圳市卓越康华置业有限公司	32%		否	--
			深圳市高贵丽置业有限公司	8%		否	--
深圳卓越世纪城房地产开发有限公司	1994/05/03	44,500.13	卓越商业	100%	商业经营	否	--
深圳市卓越宝中房地产开发有限公司	2014/02/11	20,000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
深圳市金地大百汇房地产开发有限公司	2006/04/25	10,000.00	深圳市大百汇房地产有限公司	33%	房地产开发	否	--
			深圳市鹏润房地产开发有限公司	32%		否	--
			深圳市金地旧城改造开发有限公司	35%		否	--
上海鸿骝房地产开发有限公司	2016/04/22	10,000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
东莞百晟数码科技有限公司	2008/12/08	1,004.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
东莞市佳畅实业投资有限公司	2014/04/11	8,017.60	深圳世纪瑞盛贸易有限公司	90%	房地产开发	否	--
			东莞佳畅玩具有限公司	10%		否	--
东莞市鹏跃置业有限公司	2014/01/13	5,000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
东莞市富悦房地产有限公司	2006/07/17	10,000.00	深圳世纪瑞福贸易有限公司	90%	企业咨询管理	否	--
深圳汎达实业发展有限公司	2004/11/16	2,528.96	卓越商业	100%	房地产开发	是	100%
青岛卓越金海岸置业有限公司	2017/11/16	1,000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
青岛卓越御海置业有限公司	2018/03/29	9,337.27	卓越商业	100%	房地产开发	否	--

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	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	128.46	118.22	171.59
资产总额（亿元）	1,578.33	1,627.82	1,738.47
所有者权益（亿元）	489.01	536.32	560.65
短期债务（亿元）	137.29	72.97	124.47
长期债务（亿元）	387.74	406.57	345.82
全部债务（亿元）	525.04	479.54	470.29
营业收入（亿元）	209.51	170.66	131.52
利润总额（亿元）	83.80	61.97	44.73
EBITDA（亿元）	99.87	76.33	62.06
经营性净现金流（亿元）	75.11	73.74	46.12
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.29	0.25	0.19
存货周转次数（次）	0.30	0.24	0.19
总资产周转次数（次）	0.14	0.11	0.08
现金收入比（%）	80.78	97.88	140.83
营业利润率（%）	44.35	34.17	32.43
总资本收益率（%）	7.70	6.09	4.74
净资产收益率（%）	12.79	8.98	5.78
长期债务资本化比率（%）	44.23	43.12	38.15
全部债务资本化比率（%）	51.78	47.21	45.62
资产负债率（%）	69.02	67.05	67.75
流动比率（%）	134.83	118.08	105.90
速动比率（%）	69.53	44.22	40.76
经营现金流动负债比（%）	13.76	13.64	6.64
现金短期债务比（倍）	0.94	1.62	1.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.43	1.77	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	5.26	6.28	7.58

注：1. 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；2. 公司 2018 年底其他流动负债中的债务已计入短期债务，2020 年底其他非流动负债中的债务已计入长期债务；3. 本报告中 2018 年财务数据采用 2019 年审计报告中的期初数/上年数，2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的期初数/上年数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	34.10	27.81	84.71
资产总额（亿元）	499.99	572.78	576.24
所有者权益（亿元）	59.20	87.89	95.49
短期债务（亿元）	6.00	0.00	36.30
长期债务（亿元）	149.95	144.53	73.37
全部债务（亿元）	155.95	144.53	109.66
营业收入（亿元）	1.23	2.60	2.63
利润总额（亿元）	-2.06	21.69	9.96
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-3.50	8.44	4.58
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	100.53	73.43	107.26
营业利润率（%）	95.81	96.19	97.00
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	-3.49	24.68	9.19
长期债务资本化比率（%）	71.69	62.19	43.45
全部债务资本化比率（%）	72.48	62.19	53.45
资产负债率（%）	88.16	84.66	83.43
流动比率（%）	79.55	54.46	71.08
速动比率（%）	79.55	54.46	71.08
经营现金流动负债比（%）	-1.20	2.48	1.17
现金短期债务比（倍）	5.68	*	2.33
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：表中“/”表示无法计算相关指标，“*”表示计算结果无穷大或无穷小

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	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
总资产周转次数	营业收入/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	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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其含义

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　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 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。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。