

信用等级公告

联合[2018]026 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深圳市卓越商业管理有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一八年六月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳市卓越商业管理有限公司

面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 48 亿元（含 48 亿元），分期发行

债券期限：不超过 5 年

评级时间：2018 年 6 月 30 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	697.43	810.00	1,203.62
所有者权益（亿元）	162.09	190.50	423.22
长期债务（亿元）	196.83	275.50	346.21
全部债务（亿元）	280.28	350.59	433.96
营业收入（亿元）	62.00	147.61	104.41
净利润（亿元）	25.31	26.72	214.32
EBITDA（亿元）	37.87	39.52	286.82
经营性净现金流（亿元）	30.68	88.34	22.12
营业利润率（%）	31.16	29.51	36.41
净资产收益率（%）	18.56	15.16	69.84
资产负债率（%）	76.76	76.48	64.84
全部债务资本化比率（%）	63.36	64.79	50.63
流动比率（倍）	1.45	1.73	1.83
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.11	0.66
EBITDA 利息倍数（倍）	1.41	1.59	8.66
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.79	0.82	5.98

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、其他应付款中的债务已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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。公司在土地储备等方面获得股东卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）支持，所开发项目区位优势突出、保值增值潜力较好，销售规模不断扩大，债务结构合理。同时联合评级也关注到公司主要业务区域较为集中、股东对公司的资金占用较大、流动性压力加大、公允价值变动收益对公司利润影响很大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，未来随着在建项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司是深圳市商业地产主要的开发商之一，具有领先的商业地产开发运营经验，产品业态丰富。

2. 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. 公司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。

4. 公司资产规模不断扩大，经营性现金流状况良好，债务结构合理。

关注

1. 公司股东卓越置业集团拟注入公司的土地储备大部分位于深圳地区，公司的经营状况和盈利水平与深圳市商业地产市场的发展变化密切相关，需关注当地经济发展和政策变化情况对公司经营和信用水平的影响。

2. 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和股东并购项目，但股东注入土地的时间与规模和城市更新项目存在一定的不确定性。

3. 公司其他应收款规模较大，对公司的资金形成一定的占用；2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，流动性压力加大，公司减少新开工面积同时短期借款规模快速上升。

4. 公司投资性房地产公允价值相对其租金收入规模很大，同时公司利润水平受公允价值变动收益影响很大。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

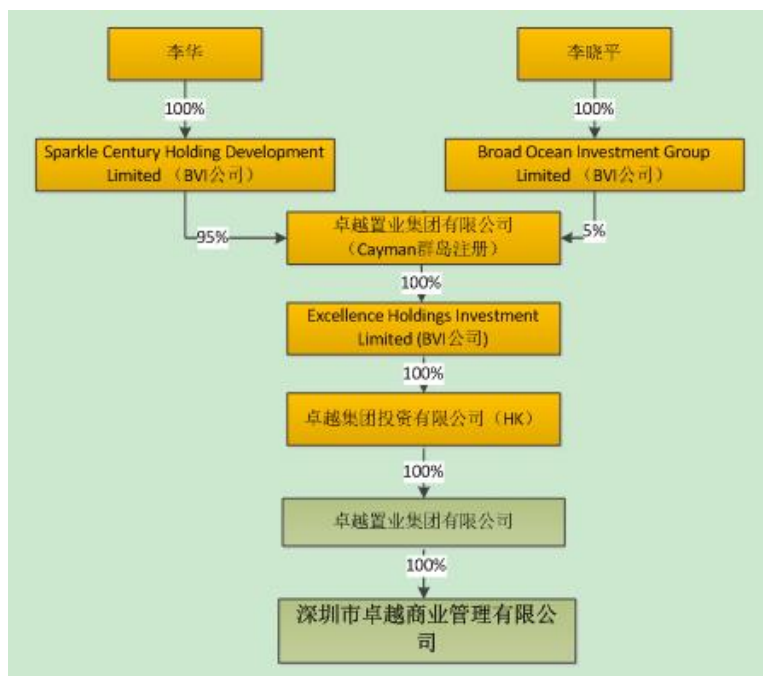


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。2015年9月，卓越置业集团增资29.90亿元，公司注册资本增至30.00亿元；同时，公司进行了一系列同一控制下企业合并，卓越置业集团将持有的9家子公司股权转让给公司。2016年6月，卓越置业集团以其持有的深圳卓越世纪城房地产开发有限公司（以下简称“卓越世纪城”）15%的股权作价1元转让给公司全资子公司深圳合盛祥投资有限公司（以下简称“合盛祥投资”）；2016年7月，卓越集团投资有限公司（香港）将持有的卓越世纪城85%股东权利全权委托给合盛祥投资代为行使，即合盛祥投资实际享有卓越世纪城100%表决权，并约定在委托期间（自2016年7月1日至2026年6月30日）合盛祥投资持有卓越世纪城51%的可变现回报。截至2017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2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：商业管理与商业管理顾问；清洁服务（不含外墙清洁）；经济信息咨询；日用百货、纺织品、服装、家用电器、电子产品、文化用品、体育用品及器材、仪器仪表、建材、化工产品（不含危险化学品）、机械设备、五金、家具、文艺美术品、金银珠宝首饰的销售，国内贸易。

截至2017年底，公司设人事行政部、财务管理部、资产租赁部、商业运营部、投资发展部、设计部、成本部、营销部和分公司项目部9个职能部门（见附件1）；纳入合并范围的子公司共40家；公司在职员工合计4,476人。

截至2017年底，公司资产总计1,203.62亿元，负债合计780.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计423.22亿元，其中归属于母公司所有者权益合计279.65亿元。2017年，公司实现营业收入104.41亿元，净利润（含少数股东损益）214.32亿元，其中归属于母公司所有者的净利润84.09亿元；经营活动产生的现金流量净额22.12亿元，现金及现金等价物净增加额-8.91亿元。

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、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“深圳市卓越商业管理有限公司面向合格投资者公开发行 2018 年公司债券”，本次债券发行规模不超过 48 亿元（含 48 亿元），分期发行。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行。本次债券发行期限不超过 5 年。本次债券为固定利率债券，票面利率将以公开方式向合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本次债券采用单利按年付息，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于深圳福田岗厦河园片区城中村改造项目及偿还银行贷款。

三、行业分析

公司主营业务为商业地产开发与销售、物业租赁与物业管理，属于商业地产行业。

1. 商业地产行业

（1）行业概况

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。

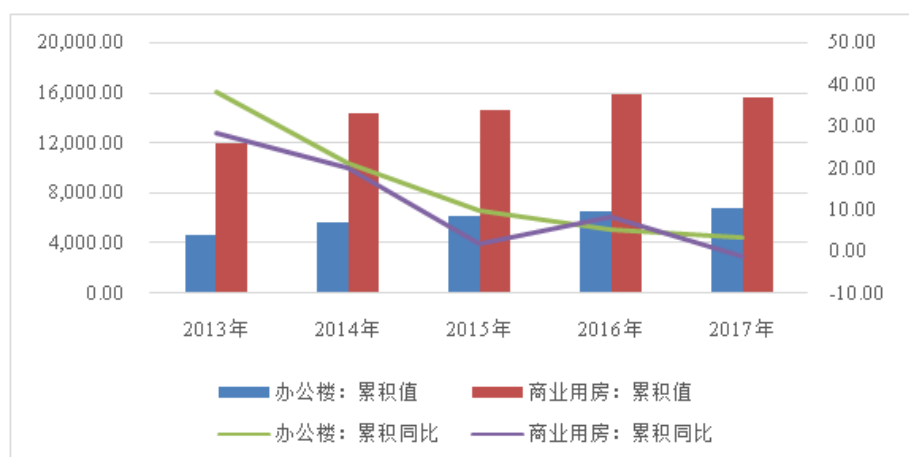
商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

2015年，在延续上年经济增速下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，商业地产投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于央行利好政策逐步出台，商业地产市场缓慢回暖。2015年，我国商业营业用房完成投资额1.46万亿元，同比增长1.80%（较上年回落18.3个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的15.22%；办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长10.1%（较上年回落11.2个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的6.47%。

2016年，商业地产市场进一步回暖。我国商业营业用房完成投资额1.58万亿元，同比增长8.4%（较上年提高6.6个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的15.40%；办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.2%（较上年回落4.9个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的6.34%。

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。我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

图2 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，联合评级整理

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

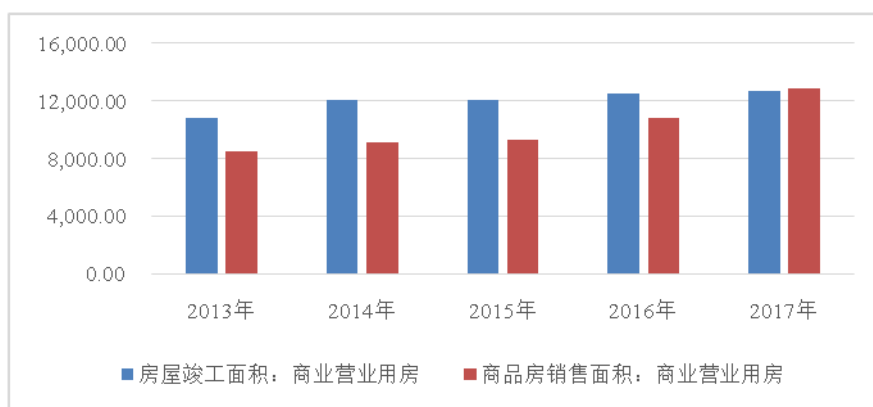
总体看，商业地产行业作为房地产行业的子行业有投资属性高、设计规划难度较大、资金回笼慢、开发融资渠道广、经营模式相对固定的特点；近几年行业发展较快、波动较大，2015年开发投资增速较上年进一步下降，进入2016年，商业地产在宽松政策下开始复苏，商业营业用房投资增速逐步回升，2017年随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓。

（2）市场供需情况

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，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，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，商业营业用房竣工面积12,670.26万平方米，销售面积12,838.14万平方米，供过于求的局面开始扭转。

图3 近年来全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米）

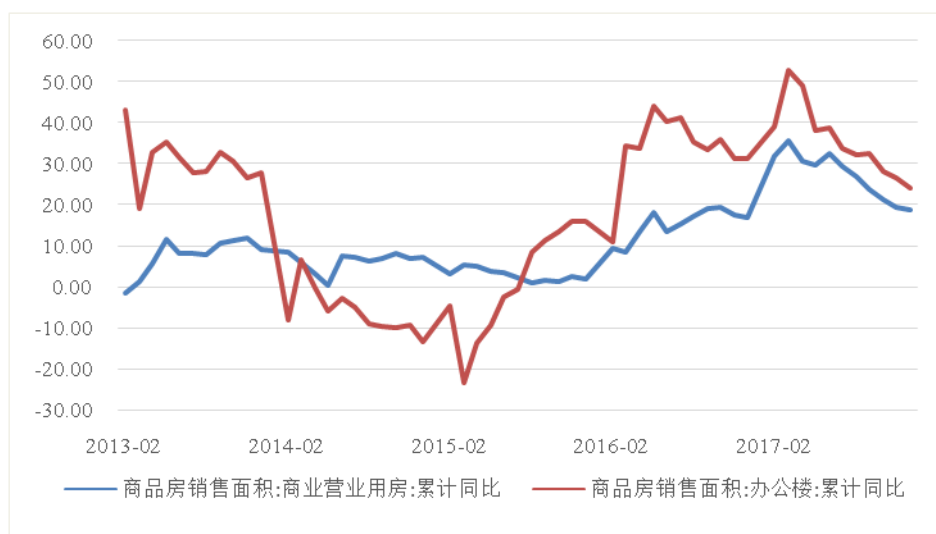


资料来源：Wind，联合评级整理

办公楼方面，近年来，办公楼的竣工面积略高于销售面积，办公楼市场整体上呈供需平衡的态势。2015年以来，金融业、高科技企业和服务业企业良好的发展势头，对办公楼租、售需求带来较强支撑所用，2016年办公楼甚至呈现需求略大于供应的市场格局。2017年，办公楼竣工面积4,006.54万平方米，销售面积4,756.21万平方米，需求进一步超过供给。

从销售情况来看，2015年，我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年增加1.90%和下降0.70%；随着市场需求增长，办公楼销售面积和销售额同比增加16.2%和26.9%。2016年，随着政府各项刺激政策以及房市景气度的回升，商业地产市场也开始升温，2016年全国商业营业用房销售面积和销售额分别同比增加17.48%和20.12%；办公楼销售面积和销售额分别同比增加31.4%和45.8%。2017年，全国商业营业用房销售面积和销售额分别同比增加18.70%和25.30%；办公楼销售面积和销售额分别同比增加24.30%和17.50%。

图4 全国商业营业用房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理。

从租金水平上看，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。2017年，写字楼方面，除上海优质写字楼租金水平有所下跌以外，其他一线城市优质写字楼租金水平稳中有升；零售物业方面，除北京优质零售物业首层租金波动上涨以外，其他一线城市优质零售物业租金水平稳中有跌。整体看，租金水平基本进入平稳阶段。

总体看，由于商业地产与经济增速紧密关联，在我国经济减速转型的背景下，近年来商业地产行业增速波动下行。但2015年以来随着政府有利政策逐步落实，商业地产景气度开始回升，2017年供过于求的局面开始扭转，租金水平基本进入平稳阶段。

（3）竞争格局

一方面，商业地产企业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。另一方面，目前商业地产行业的集中度仍属较低，行业竞争激烈。

从商业物业价值来看，根据2017年中国房地产企业商业物业价值TOP100排行榜，行业集中度进一步上升，行业门槛持续提升。此外，TOP10企业租金增速最快，核心物业更为优质，“强者恒强”效应明显。

表1 2017年中国房地产企业商业物业价值Top10排行榜（单位：亿元）

排名	企业名称	排名	企业名称
1	大连万达集团股份有限公司	6	九龙仓集团有限公司
2	华润置地有限公司	7	凯德置地（中国）投资有限公司
3	中粮集团有限公司	8	绿地控股集团股份有限公司
4	恒隆地产地产有限公司	9	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
5	新鸿基地产发展有限公司	10	嘉里建设有限公司

资料来源：亿翰智库

总体看，商业地产行业竞争激烈，规模优势显著，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业关注

行业竞争激烈，集中度上升

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑的共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对于开发商的资金周转产生一定的影响，加重其融资压力。

（5）行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为投入的关键，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

总体看，未来商业地产行业发展将更多与创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

2. 深圳市经济发展及商业地产市场概况

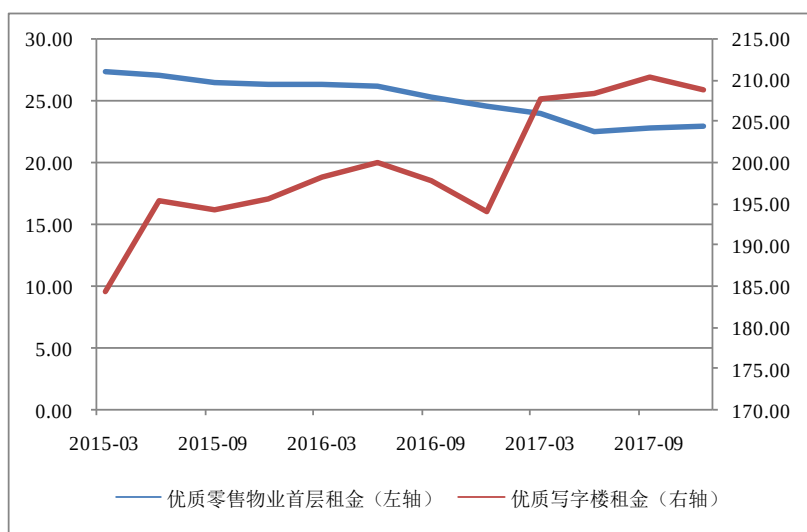
公司业务主要自持物业位于深圳地区，深圳地区的经济发展及商业地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

近年来，深圳市经济保持平稳增长。初步核算并经广东省统计局核定，2017年，深圳市全年实现地区生产总值 22,438.39 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.8%，经济增速升中趋稳。分产业看，第一产业增加值 18.54 亿元，同比增长 52.8%；第二产业增加值 9,266.83 亿元，同比增长 8.8%；第三产业增加值 13,153.02 亿元，同比增长 8.8%；三次产业结构为 0.1：41.3：58.6。截至 2017 年底，深圳市常住人口 1,252.83 万人，较上年末增加 61.99 万人，人口总量保持平稳增长。

商业地产市场方面，近年来，深圳市的商业地产市场发展迅速，供求旺盛。从商服用地的供应情况看，2015~2017 年，深圳市商服用地年供地规划建筑面积分别为 213.94 万平方米、352.42 万平方米和 419.72 万平方米，逐年快速增长。从成交情况来看，2015~2017 年，深圳市商服用地成交土地规划建筑面积分别为 118.44 万平方米、327.66 万平方米和 391.63 万平方米，逐年增长，但成交面积均小于供地面积，商服土地供给较充足。

从深圳市商业物业的租金情况来看，受电商等因素影响，近年来深圳市优质零售物业首层租金呈持续下降态势，2017 年下半年以来租金水平企稳，2017 年四季度租金水平为 22.90 元/平方米/天。深圳市优质办公楼租金水平波动上升，近年来上涨幅度较大，从 2015 年一季度的 184.30 元/平方米/月上涨至 2017 年四季度的 208.70 元/平方米/月，增幅明显。

图5 深圳市商业物业租金情况（单位：元/平方米/天、元/平方米/月）



资料来源：Wind

总体看，近年来，深圳市经济保持平稳增长，商业地产供需两旺，供给较充足，优质办公楼的租金水平呈波动上升态势、增幅明显，优质零售物业首层租金近年来持续下降后已企稳。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

作为深圳市 CBD 物业主要的开发商之一，公司具有领先的 CBD 商业地产开发运营经验，实力雄厚，目前公司在开发的深圳物业均处于深圳各地区的核心位置（深圳福田 CBD、前海深港现代服务业合作区、以及前海总部基地），位置具有稀缺性。同时，公司上海项目宝山、奉贤、青浦项目也都位于各区核心地区，青岛卓越城位于青岛 CBD 核心位置，公司所开发物业具有较大的增值潜力，在有利于物业销售的同时，对于自持部分的增值也有着积极意义。

商业业态方面，公司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、精装美宅以及都会综合体，提升各产品的独特特征，不断丰富产品，促使商业业态更加多元化，促进线上线下融合，打造面向都市生态圈的商务生活平台。

公司开发代表项目深圳前海金融中心获得美国 LEED 金级预认证，为前海总部基地新地标；位于深圳前海深港现代服务业合作区、前海自贸区核心位置的卓越前海壹号是深圳前海地标，也是 2015 年深圳销量冠军。

总体看，公司具有领先的 CBD 商业地产开发运营经验，所开发项目所在位置稀缺，质量较高；同时公司不断丰富产品业态，区域内综合竞争实力较强。

2. 人员素质

截至 2017 年底，公司设执行董事 1 名；未设监事会，设监事 1 名；高级管理人员 1 名，均具备多年从业经验。

执行董事李华先生，香港特别行政区居民，1966 年 1 月出生。李华先生 1984 年毕业于华南理工大学机械自动化专业，1984 年至 1989 年先后任职于深圳团委组织部、市直属机关团委，1989 年至 1992 年先后任深圳市家用工业公司总经理助理、上海太平洋公司深圳办事处主任，1992 年后先后设立先

怡投资有限公司、卓越集团投资有限公司并任董事局主席。李华先生现任卓越置业集团有限公司董事长，深圳卓越世纪城房地产开发有限公司董事长，公司执行董事。

总经理李晓平先生，1958年5月生。李晓平先生1987年获中国社会科学院经济研究所硕士，1988年至1989年任桂林电子工业学院讲师，1989年至1993年任职于深圳市政府经济发展局，1993年至1996年任深圳市永高实业有限公司总经理，1996年以后任卓越置业集团有限公司总裁，深圳卓越世纪城房地产开发有限公司总裁，公司总经理。

截至2017年底，公司在职员工合计4,651人。其中，从岗位分布来看，销售人员占25.13%，工程人员占59.04%，财务人员占1.98%，行政人员占2.35%，其他人员（包括人力资源、成本控制、采购、客服、战略投资等人员）占11.50%。

总体看，公司高级管理人员具备多年的行业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

3. 股东支持

公司股东为卓越置业集团，卓越置业集团是行业内领先的大型商业及住宅综合性地产开发商，专业从事商业及住宅地产开发运营二十年，在深圳地区有五十多个城市更新项目，土地储备丰富，同时其业务遍及深圳、北京、上海、广州、重庆、武汉、长沙、青岛、杭州、东莞、惠州、南京、嘉兴等全国多个一二线城市，根据克尔瑞销售金额T200排行榜，2017年卓越置业集团销售额376.10亿元，位于房地产销售额排行榜的第54位，连续13年荣列中国指数研究院百强企业；2018年荣获中国指数研究院“2018中国房地产百强企业（第31位）”及“盈利性TOP10”奖项；同时获得中国房地产业协会、中国房地产测评中心“2018中国房地产500强”，位列44位。

根据卓越置业集团的规划，公司未来将成为其高端商业地产的运营主体。作为卓越置业集团全资子公司，公司在土地获取等方面获得较大的支持。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。

总体看，公司股东卓越置业集团背景实力强，土地储备丰富，在土地获取等方面支持公司发展。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》及现代企业制度要求，制定了《公司章程》并建立了由执行董事、监事、经营层组成的法人治理结构体系。

公司不设股东会，卓越置业集团是公司全资控股股东，享有法律法规和《公司章程》规定的合法权利。

公司不设董事会，设执行董事1名，对股东负责。公司执行董事为公司法定代表人，由股东委任产生，任期三年，可连选连任。执行董事负责决定公司的经营计划和投资方案等。

公司不设监事会，设监事1名，由股东委任，任期三年。监事负责检查公司财务、行使监督职责等。

公司设经营管理机构，经营管理机构设经理1名，并根据公司情况设若干管理部门。经理由执行董事聘任或解聘，任期三年，对执行董事负责。经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施股东决定或执行董事决议等。

总体看，公司法人治理结构较简单，运行较规范。

2. 管理制度

截至2017年底，公司设人事行政部、财务管理部、资产租赁部、商业运营部、投资发展部、设计部、成本部、营销部和分公司项目部9个职能部门。公司在遵循卓越置业集团各项管理制度的基础上，建立了包括会计核算、财务管理、审计、人力资源管理、行政管理、商业资产及运营管理、销售合同管理、租赁合同管理、融资管理、对外投资管理等在内的一系列内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》、《会计核算制度》、《资金管理制度》、《现金存量管理制度》、《财务档案管理办法》等制度，对公司的财务管理体系和财务部门的职责进行了规范，规定了公司财务会计管理及预算管理的原则和要求，明确了公司投资管理、资产管理、资金管理、固定资产管理、应收账款管理、负债及担保管理、收入成本费用等各方面财务行为的职能权限和防范风险流程。

业务管理方面，公司制定了《商业资产管理制度》、《商业运营管理制度》、《项目租金收缴管理规范》、《销售合同管理规范》、《租赁合同管理规范》等制度，对商业资产的开发、运营和销售进行规范，明确了商业资产开发、运营和销售部门设置及职责权限，规定了商业团队建设、管理以及安全品质检查的流程体系，并规范了客户服务、突发事件等的应急措施、客户信息管理等业务流程，为改善管理、提升效率、提高服务质量、打造核心竞争力提供制度保证。

投融资管理方面，公司制定了《融资规范制度》、《新获取项目股权合作指引》等制度，规定了公司投资、融资的审批程序，在对外投资方面对合作模式、资金投入、收益分配、品牌管理及后续运营等方面进行了规定，以确保公司投资、融资活动的合规顺利开展。

对外担保方面，公司指定《对外担保管理办法》，根据《对外担保管理办法》，公司对外担保事项由执行董事或股东作出决定。公司下列对外担保行为，必须经股东审议决定：公司及公司控股子公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的50%以后提供的任何担保；公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的30%以后提供的任何担保；连续十二个月内担保金额超过最近一期经审计总资产的30%；连续十二个月内担保金额超过最近一期经审计净资产的50%且绝对金额超过5,000万元人民币；为资产负债率超过70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。除前述情形以外的其他对外担保，由执行董事作出决定。

总体看，公司相关管理制度较为健全，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司开发及运营的房地产项目主要位于深圳和上海一线城市的 CBD 核心区域，项目类型主要是集办公、购物、餐饮于一体的高端商业地产项目，由于国内房地产市场景气度较高以及公司自身发展扩张，公司的营业收入波动增长。2015~2017 年，因结转节奏不同，公司营业收入分别为 62.00 亿元、147.61 亿元和 104.41 亿元，呈波动增长态势；未来随着前海一号项目达到收入结转条件，营业收入将有所上升。2015~2017 年，公司净利润分别为 25.31 亿元、26.72 亿元和 214.32 亿元，逐年增长；其中 2017 年同比大幅增长 702.01%，主要系公允价值变动收益规模巨大所致。

公司主营业务为房屋销售和租赁，2015~2017 年，公司主营业务收入占营业收入的比例均在 95% 以上，公司主营业务突出。公司主营业务中，房屋销售收入分别为 57.09 亿元、142.20 亿元和 96.46 亿元，呈波动增长态势，主要系公司交付项目规模波动增长所致；房屋销售收入在主营业务收入中

的占比均在 90%以上，是公司主营业务的主要收入来源。2015~2017 年，房屋租赁及其他收入逐年增长，2017 年达 6.82 亿元，主要系卓悦汇项目于 2016 年开业、2017 年全面完成招租，租金收入大幅增长所致。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	57.09	92.41	41.59	142.20	96.49	38.88	96.46	93.40	40.19
房屋租赁及其他	4.69	7.59	94.10	5.18	3.51	85.36	6.82	6.60	79.94
合计	61.78	100.00	45.57	147.38	100.00	40.52	103.28	100.00	42.82

资料来源：公司审计报告

从毛利率来看，2015~2017 年，公司房屋销售毛利率波动下降，但基本稳定在 40%左右。同期，房屋租赁及其他业务毛利率逐年下降，其中 2016 年同比下降 8.74 个百分点，主要系体量较大的卓悦汇项目刚投入运营，存在免租期所致；2017 年同比下降 5.42 个百分点，主要系公司业务规模扩张，运营管理、装修费用等成本增加所致。受上述因素影响，2015~2017 年，公司主营业务毛利率分别为 45.57%、40.52%和 42.82%，处于较高水平。

总体看，公司营业收入主要来自房屋销售，随着交付项目规模的波动，近三年公司营业收入波动增长；净利润逐年增长，但受公允价值变动收益影响很大；公司主营业务毛利率小幅波动下降，但仍处于较高水平。

2. 土地储备

公司获取土地的方式主要为股东卓越置业集团获取土地进行前期运作，后期将项目公司以股权方式注入到公司名下。目前，卓越置业集团土地储备量较大，多为前期并购得来的历史用地。

卓越置业集团土地储备策略方面，卓越置业集团本着开发精品项目的原则，对土地储备进行详细筛选，主要通过收并购和招拍挂的方式，布局一线城市和强二线城市。另外也通过产业升级和城市综合体运营等方式与当地政府进行前期沟通，配合地方政府城市运营和转型升级的需求，以便获得更加有利的土地资源。从卓越置业集团土地储备的具体执行情况来看，每年初卓越置业集团会根据对当年房地产市场的预判制定当年的土地储备政策和规划，由卓越置业集团项目开发部门负责获取新项目信息并于当地进行前期沟通，形成初步的可行性研究报告后报卓越置业集团审批。

卓越置业集团位于深圳市的土地储备均为城市更新项目。对于城市更新项目公司，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。在成本处理方面，公司土地主要依靠集团土地储备项目公司股权转让获得，因此无征地成本。公司土地使用权成本主要为项目公司拆迁成本，并表后计入公司存货。此外，卓越置业集团积极拓展其他区域，布局一线城市，在北京上海均有项目储备。

根据卓越置业集团 2017 年 3 月 7 日股东决定，卓越置业集团拟将以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%注入到公司名下。卓越置业集团拟注入公司的土地具体情况如下表所示。

表3 卓越置业集团拟注入公司土地储备情况（单位：平方米）

项目	地区	业态	状态	占地面积	规划建筑面积
罗湖区项目	深圳	商业、公寓、住宅、酒店办公	未确权，已与合作方签订意向协议	49,500.00	468,710.00
福田区项目	深圳	商业、公寓、住宅、写字楼	未确权	314,000.00	2,400,000.00
滨江区项目	杭州	商业、住宅、公寓、酒店	已确权，取得土地证	15,161.00	222,400.00
塘厦项目	东莞	商业、公寓、住宅	已确权，取得土地证	33,079.25	96,828.00
莞城区项目	东莞	商业、公寓、办公	已确权，已与合作方签订协议	55,307.00	188,303.00
南新项目	深圳	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	17,067.23	143,765.00
合计	--	--	--	484,114.48	3,331,703.00

资料来源：公司提供

从卓越置业集团拟注入公司的土地储备的分布上来看，总占地面积为 48.41 万平方米，规划建筑面积为 333.17 万平方米，且土地储备主要集中在深圳，占地面积约为全部拟注入公司土地储备的 78.61%，剩余的土地储备分布于杭州、东莞，土地储备多为历史用地，土地性质主要为商业和住宅用地，不需要变更土地性质。公司通过卓越置业集团获得的旧改项目的拿地成本较低，利润较丰厚，但项目周期较长。

未来公司将独自进行商业地产项目的运作，将独自拿地，独自成立项目公司进行开发，包括从公开市场招拍挂或者收并购到前期的项目开发以及后期的项目销售，从而保持业务的独立性。

总体看，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、杭州和东莞等地区，多为历史用地，成本较低，土地质量较高。未来公司土地储备获取将独立进行，且旧改项目获取存在一定的不确定性。

3. 项目建设开发情况

公司开发模式以独立开发为主。公司作为卓越置业集团商业地产运营领域的全资子公司，已成功开发运营的项目包括深圳卓越世纪中心、城市综合体卓越城和后海金融中心等，今年将陆续在建前海卓越金融中心、深圳中心、前海时代广场项目等。

公司项目主要位于深圳，且均为城市更新项目。公司内部各专业部门对目标项目从不同的专业角度进行研判，首先由公司项目拓展中心负责获取新项目信息并进行前期沟通，再由营销管理中心结合市场调研提出初步产品定位，设计管理中心提出概念规划，成本管理中心提出项目估算成本，协同财务管理中心提出项目投资测算，充分研究项目各种风险因素，形成可行性研究报告后报公司审批。审批通过后，立即签订合作协议锁定项目，制定详细开发工作计划并实施。

从公司项目开发建设情况来看，2015~2017 年，公司新开工面积波动较大，分别为 38.75 万平方米、73.32 万平方米和 7.56 万平方米，主要系公司在建面积较大，放缓开发节奏所致。2015~2017 年，公司竣工面积波动增长，2016~2017 年竣工规模均较大。截至 2017 年底，公司在建面积 165.53 万平方米，开发规模较大，能够满足未来一段时间的销售需要。

表 4 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
新开工面积	38.75	73.32	7.56
竣工面积	35.97	83.00	71.81
期末在建面积	239.46	229.78	165.53

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2017 年底，公司在建项目共 5 个，位于上海和深圳，计划总投资 466.87 亿元，尚需投资 117.85 亿元，其中 2018 年、2019 年和 2020 年分别需投资 44.50 亿元、38.24 亿元和 15.60 亿元，考虑到公司销售回款情况，资金支出压力尚可。

表 5 截至 2017 年底公司在建地产项目基本情况（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			已竣工/拟竣工时间
					2018 年	2019 年	2020 年	
上海青浦卓越世纪中心（一期、二期、三期）	公寓、商铺、写字楼	40.36	34.64	27.79	2.22	1.68	1.66	2019 年 3 月
深圳中心天元（一期、二期）	写字楼、商业、公寓、住宅	86.81	221.17	145.34	26.08	24.00	8.00	2018 年 12 月/2019 年 4 月
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	161.54	12.00	10.00	5.00	2019 年 8 月
上海维港	商住混合	4.73	7.86	5.81	1.20	0.50	0.34	2018 年 9 月
深圳辛养项目	商住混合	27.75	14.20	8.54	3.00	2.06	0.60	2020 年 9 月
合计	--	226.43	466.87	349.02	44.50	38.24	15.60	--

资料来源：公司提供

总体看，2016 年公司加大施工力度，新开工和竣工面积均较大；2017 年公司开发规模有所下降，但在建面积仍较大；考虑到公司投资和销售回款情况，公司资本支出压力尚可。

4. 房产销售情况

从销售模式看，公司采取以自有销售为主，其他销售为补充的销售模式。公司坚持随行就市的销售政策，根据公司的资金情况，结合市场形势，灵活调整产品价格，确保公司资金余额充裕。

从销售计划的制定和考核来看，公司年初会依据可售面积、可售金额、公司战略以及市场情况制定年度销售计划，并按制定计划对地区分公司的销售和营销部门进行考核。

从销售情况来看，2015~2017 年，公司签约销售面积逐年增长，2017 年达 31.67 万平方米；受所销售项目业态不同及项目所在城市不同的影响，公司签约销售均价波动上涨；综上影响，公司签约销售金额波动增长，2017 年达 155.58 亿元。近三年，公司销售回款率均为 97%，处于很高水平。从结转情况来看，2015~2017 年，公司结转面积及结转收入波动增长，2016 年交付结转较集中，2017 年交付结转规模缩小。

表 6 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
签约销售面积	21.52	24.43	31.67
签约销售金额	101.79	93.74	155.58
销售回款率	97	97	97
签约销售均价	47,300.19	38,370.86	49,132.80
结转面积	30.91	63.10	25.90
结转收入	57.09	142.20	100.08

资料来源：公司提供

注：公司签约销售金额数据未进行追溯调整，与现金流量表中销售商品、提供劳务收到的现金差异较大。

从去化情况来看，截至 2017 年底，公司可售项目共 10 个，位于深圳、上海和青岛，可售项目未出售面积 67.89 万平方米，规模尚可，能够满足未来两年左右的销售需求。去化率方面，由于公

司部分项目尚未开展预售，公司项目整体去化速度一般；其中，深圳卓越前海金融中心、深圳岗厦天元花园、上海维港项目去化率较低，主要系其部分项目尚未取得预售证所致；上海青浦卓越世纪中心去化率较低，主要系剩余部分整体转让所致；青岛卓越世纪中心去化率较低，主要系剩余部分计划改为自持所致。

表 7 截至 2017 年底公司可售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在地区	可售面积	截至 2017 年底 未售面积	去化率
深圳卓越前海金融中心	深圳	373,086.00	149,863.97	59.83
卓越梅林中心广场(北区)	深圳	100,586.20	10,407.81	89.65
卓越梅林中心广场(南一区)写字楼	深圳	48,146.78	3,192.44	93.37
卓越前海时代广场	深圳	126,964.85	23,218.00	81.71
深圳岗厦天元花园	深圳	217,804.00	167,128.00	23.27
上海宝山卓越商务中心	上海	160,113.00	22,601.00	85.88
上海奉贤卓越世纪中心	上海	280,710.00	28,409.44	89.88
上海青浦卓越世纪中心	上海	305,256.00	147,389.87	51.72
上海维港	上海	19,500.00	19,500.00	0.00
青岛卓越世纪中心	青岛	326,987.86	107,191.95	67.22
合计	--	1,959,154.69	678,902.48	65.35

资料来源：公司提供

注：去化率（累计已销售比例）=已销售面积/规划总可售面积*100%。

总体看，近三年公司销售面积和销售金额波动增长，可售项目销售区域主要集中于深圳和上海等地区；剩余可售项目销售前景良好，剩余可售面积可以满足未来一段时间销售需求。

5. 自持物业情况

公司会预留部分开发项目的办公楼或商业中心作为自持物业收取租金收入。物业形态以商办物业（写字楼）为主，商铺物业为辅，公司所开发的大部分自持物业均位于深圳各 CBD 核心区域，区位优势突出。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 558.98 亿元，占公司总资产比例为 46.44%，规模较大，累计增值率为 218.64%。

物业招租方面，公司自持物业所在地区位置较为稀缺，招租压力很小。商办租赁通常与客户签署 3 年期限的租赁合同，每月收取固定租金，在租赁合同中约定了年租金的增长率；商铺租赁通常与客户签署 2~3 年期限的租赁合同，对大部分商户每月收取固定租金。租金收取方式上，客户向公司交 2~3 个月的押金，每个月 5 日向公司交纳当月租金。

客户选择方面，公司近年营销方向转变为金融类企业与实力较强的制造业企业，引进较多对公业务的金融机构以增加聚集优势吸引中小金融机构及实业公司出租，同时公司推进 500 平米面积布局的写字楼以满足中小金融企业的出租需求。公司调整项目客户构成，加大力度吸引高利润、高产值的公司总部和业务稳定优质的企业入驻。目前，公司写字楼租赁业态的客户中，金融机构约占比 50%、电子科技行业约占比 20%、物流及地产行业约占比 10%。

截至 2017 年底，公司主要持有物业位于深圳、广州和青岛地区，总建筑面积 45.45 万平方米，平均租金水平高于区域平均水平 10~15%，且出租率处于较高水平，主要系公司物业服务质量较高所致。2015~2017 年，公司自持物业租金收入分别为 4.51 亿元、5.06 亿元和 6.40 亿元，逐年增长，其中广州地王广场租金收入有所下降，主要系该项目策略性的清走部分低端零售及餐饮品牌，引入具

有市场影响力的主力店及体验店，升级改造造成了短暂性的租金下降所致；卓悦汇于 2016 年 8 月正式开业，2017 年租金收入达到较大规模，成为公司租金收入的重要来源。

表 8 公司主要持有物业情况（单位：万平方米、%、元/平方米/月、万元）

物业名称	地区	出租率	建筑面积	2017 年平均租金水平	2015 年租金收入	2016 年租金收入	2017 年租金收入
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	97.00	9.15	295	49.10	5,136.55	17,061.00
后海金融中心商场	深圳	100.00	0.73	415	--	1,037.39	2,560.00
卓越城北区写字楼	深圳	100.00	0.68	160	652.30	806.48	1,654.25
卓越世纪中心写字楼	深圳	94.65	8.51	315	27,952.00	28,160.80	28,578.49
卓越世纪中心商场	深圳	95.40	3.25	417	10,206.00	10,648.07	10,538.97
横岗中心城市花园	深圳	89.10	0.48	94	200.00	157.00	312.63
广州地王广场	广州	78.00	2.16	157	6,071.29	4,687.07	3,249.00
卓越世纪中心写字楼（青岛）	青岛	--	14.21	--	--	--	--
卓越大融城	青岛	80.00	6.28	--	--	--	--
合计	--	--	45.45	--	45,130.69	50,633.36	63,954.34

资料来源：公司提供

注：卓越世纪中心已竣工，正在进行后续装修和施工，预计 2017 年底开业；卓越大融城项目在免租期，尚未产生租金收入。

除上述公司自持物业，公司资产租赁部和商业运营部门将分别进行写字楼和商场物业的管理输出，以收取管理费或者包租的形式拓展外部项目，运用轻资产的运营模式充分发挥公司商业物业运营能力，为公司提供新的业务增长点。

总体看，公司自持物业规模较大，形态以商办物业（写字楼）为主，商铺物业为辅，经营情况稳定，租金收入稳步增长。公司自持物业评估价值相对其租金收入明显偏高，需关注其减值情况。

6. 经营效率

2015~2017 年，公司经营效率指标均呈波动上升态势，存货周转次数分别为 0.15 次、0.36 次和 0.32 次，流动资产周转次数分别为 0.16 次、0.31 次和 0.19 次，总资产周转次数分别为 0.10 次、0.20 次和 0.12 次。2016 年公司经营效率指标上升，主要系公司当年集中交付规模较大所致；2017 年公司经营效率指标下降，主要系当年交付结转规模缩小所致。

从同行业比较来看，2017 年公司经营效率指标一般。

表 9 2017 年商业地产行业上市公司经营效率指标情况（单位：%）

公司简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
金融街	0.30	0.31	0.21
世茂股份	0.34	0.36	0.22
南国置业	0.16	0.15	0.14
上海临港	0.15	0.23	0.17
卓越商业	0.32	0.19	0.12

资料来源：Wind，公司审计报告

注：上市公司数据来自 Wind，公司数据由联合评级计算。联合评级与 Wind 的计算公式存在少许差异。

总体看，随着公司交付结转规模的波动，公司经营效率指标波动上升，2017 年经营效率一般。

7. 经营关注

(1) 公司主要业务区域较为集中

拟注入公司的土地储备大部分位于深圳地区，公司的经营状况和盈利水平与深圳市商业地产市场的发展变化密切相关，需要持续关注当地经济发展和政策变化情况对公司经营和信用水平的影响。

(2) 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。

(3) 投资性房地产贬值风险

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 558.98 亿元，相对其租金收入规模较大，需关注公司自持物业的未来盈利能力对其公允价值的支持情况。

8. 未来发展

公司的未来发展战略主要包括三个方面。第一，公司将巩固先发优势，打造卓越商业地产品牌。公司在国内已经具备了良好的商业布局及先发优势，后续将持续巩固该优势，并结合中国金融市场发展，借鉴国际经验，快速拓展市场占有率。公司将依托复制性极强的业务模式，策略性地在经济发达及具增长潜力的城市获取项目。第二，公司将丰富产品及商业业态，引领消费升级。公司致力于不断丰富产品，促使商业业态更加多元化，从而推动消费升级，促进线上线下融合，打造面向都市生态圈的商务生活平台。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、精装住宅以及都会综合体，系统提升各产品的独特特征。第三，公司将打造“卓越 E+”，推动业务创新。公司将重点打造以大数据为核心的 O2O 平台，包括“卓信金融、创优资产、智效办公、趣享生活”四大核心价值板块，持续优化硬件技术基础、丰富会员数据、提升云计算能力，挖掘消费者行为、习惯、偏好、趋势，为公司业务经营提供数据支持，最终帮助改进消费体验、提升公司的运营效率及产出。

总体看，公司未来发展战略符合公司的发展需要，具有可行性。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2015~2017年财务报表已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见的审计报告。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，2015年，公司通过同一控制下企业合并新增8家子公司，通过投资设立新增5家子公司；2016年，公司通过同一控制下企业合并新增2家子公司；2017年，公司通过同一控制下企业合并新增2家子公司，通过设立新增1家子公司。近年来，公司多次进行资产重组，对公司业务和规模造成很大影响。本报告使用的审计数据对同一控制下企业合并进行了追溯调整，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司资产总计1,203.62亿元，负债合计780.39亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计423.22亿元，其中归属于母公司所有者权益合计279.65亿元。2017年，公司实现营业收入104.41亿元，净利润（含少数股东损益）214.32亿元，其中归属于母公司所有者的净利润84.09亿元；经营活动产生的现金流量净额22.12亿元，现金及现金等价物净增加额-8.91亿元。

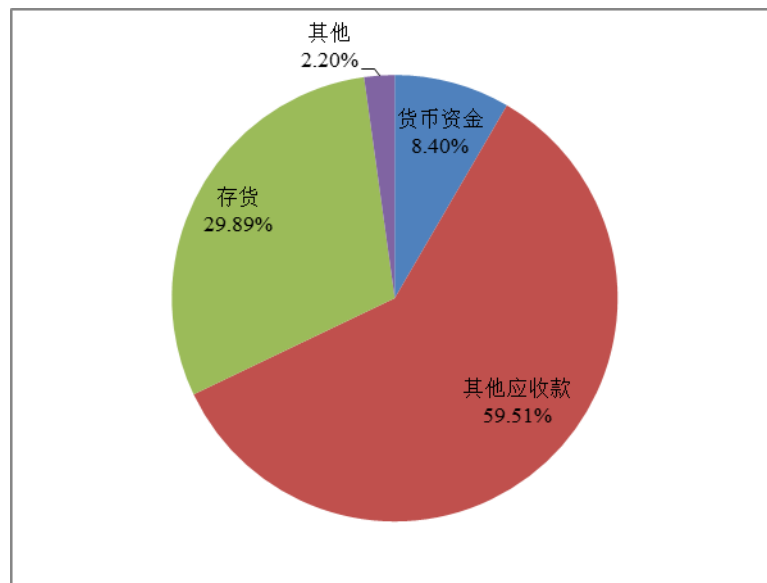
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 31.37%，主要系非流动资产持续增加所致。截至 2017 年底，公司资产总计 1,203.62 亿元，较年初增长 48.59%；其中，流动资产占 48.99%，非流动资产占 51.01%。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 15.36%，主要系其他应收款增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产合计 589.70 亿元，较年初增长 12.67%；公司流动资产主要由货币资金（占 8.40%）、其他应收款（占 59.51%）和存货（占 29.89%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 40.46%。截至 2016 年底，公司货币资金 49.73 亿元，较年初增长 98.14%，主要系与经营有关的暂收款增加、暂付款减少，以及工程开支减少所致；截至 2017 年底，公司货币资金 49.52 亿元，变动不大；其中，银行存款占 76.04%，其他货币资金（受限资金）占 23.96%，受限资金主要为保证金和贷款监管户资金、定期存款、冻结款、在途资金和支付宝及微信资金，公司货币资金受限比例较大。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 54.14%，主要系往来款增加所致。截至 2017 年底，公司其他应收款 350.93 亿元，较年初增长 49.69%；其他应收款余额中，往来款占 96.91%，其余为代垫代付款、押金保证金等；公司累计计提坏账准备 0.85 亿元，整体计提比例为 0.24%，公司未对往来款和押金保证金计提坏账准备，考虑到其他应收款主要由股东往来款构成，计提较合理；前五大其他应收款余额合计占 95.29%，其中应收股东往来款 315.80 亿元，股东对公司的资金占用较大，主要系股东对其子公司的资金进行集中管理所致，对公司的财务独立性有一定影响。

2015~2017 年，公司存货逐年减少，年均复合减少 17.99%。截至 2017 年底，公司存货 176.26 亿元，较年初减少 22.63%，主要系当年项目结转规模较大所致；公司存货主要由开发成本（占比 73.62%）和开发产品（26.38%）构成。公司存货主要位于深圳、上海、青岛等地，地理位置较优越，具备较强的保值增值能力，未计提跌价准备。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 55.38%，主要系投资性房地产持续增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 613.91 亿元，较年初增长 114.20%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 91.05%）构成。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 62.27%，主要系存货转入以及评估增值所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产 558.98 亿元，较年初增长 119.56%；公司投资性房地产成本合计 175.43 亿元，累计增值率为 218.64%；用于担保的投资性房地产占 78.21%，受限比例较大。公司投资性房地产主要为商铺和写字楼，大部分位于深圳，部分位于青岛，地理位置较优越。

表 10 截至 2017 年底公司前五大投资性房地产情况（单位：万元、%）

项目	位置	入账成本	评估价值	增值率
岗厦中心天元	深圳	1,028,104.16	3,306,687.43	221.63
前海金融中心	深圳	388,196.01	624,791.15	60.95
皇岗商务中心	深圳	118,348.97	613,513.16	418.39
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	36,225.28	556,876.21	1,437.26
卓越世纪城中心	深圳	45,223.60	272,197.43	501.89
合计	--	1,616,098.02	5,374,065.38	232.53

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司受限资产合计 343.73 亿元，占资产总额的 28.56%，受限制资产主要是公司持有的房地产物业、土地及货币资金等，受限资产规模较大。

总体看，近三年公司资产规模持续扩大，流动资产与非流动资产占比相近，存货和投资性房地产所处位置较优越，资产受限程度一般，但股东对公司的资金占用较大，对财务独立性造成一定影响；2017 年公司投资性房地产评估增值幅度较大，公司资产质量受深圳市房地产市场景气度影响较大。

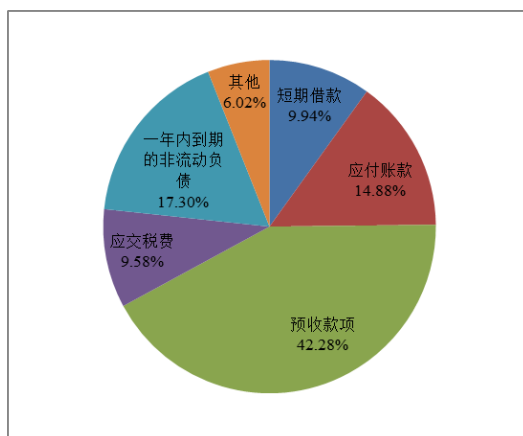
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 20.74%，主要系非流动负债增加所致。截至 2017 年底，公司负债合计 780.39 亿元，较年初增长 25.97%；其中，流动负债占 41.27%，非流动负债占 58.73%。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 2.62%。截至 2017 年底，公司流动负债 322.09 亿元，较年初增长 6.33%，主要系短期借款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 9.94%）、应付账款（占 14.88%）、预收款项（占 42.28%）、应交税费（占 9.58%）和一年内到期的非流动负债（占 17.30%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司短期借款分别为 3.48 亿元、0 亿元和 32.03 亿元。2017 年大幅增长，主要系开发规模扩大，公司融资规模扩大所致。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 13.14%，主要系开发规模扩大、应付工程款增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款 47.92 亿元，较年初减少 13.58%，主要系公司支付结算工程款所致。

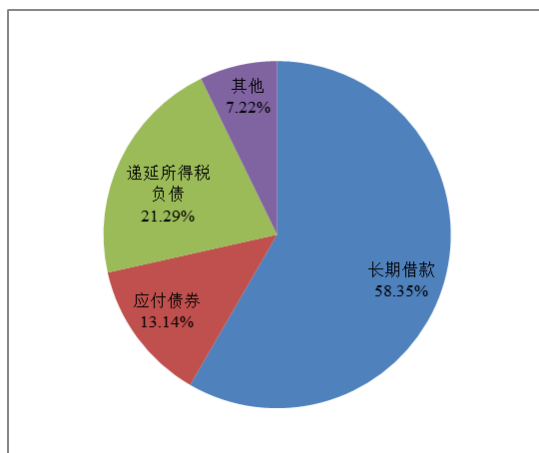
2015~2017 年，公司预收款项波动减少，年均复合减少 6.21%。截至 2016 年底，公司预收款项 133.51 亿元，较年初减少 13.75%，主要系当年项目结转规模扩大所致。截至 2017 年底，公司预收款项 136.17 亿元，较年初增长 1.99%。公司预收款项主要为预收房款。

2015~2017 年，公司应交税费波动增长，年均复合增长 6.16%，主要系公司项目毛利率较高，随着业务规模扩大、应交土地增值税增加所致。截至 2017 年底，公司应交税费 30.86 亿元，较年初减少 11.76%，其中土地增值税占 70.98%，企业所得税占 25.26%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动减少，年均复合减少 9.72%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 55.72 亿元，较年初变动不大。

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 41.32%。截至 2017 年底，公司非流动负债 458.30 亿元，较年初增长 44.76%，主要系长期借款和递延所得税负债增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 58.35%）、应付债券（占 13.14%）和递延所得税负债（占 21.29%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 16.61%，主要系项目开发规模扩大、项目开发贷款增加所致。截至 2017 年底，公司长期借款 267.41 亿元，较年初增长 14.33%；其中，信用借款占 8.20%，保证借款占 29.42%，保证加抵押借款占 37.42%，保证加质押借款占 22.62%，保证加质押加抵押借款占 2.33%。

2016 年，公司子公司卓越世纪城发行两期公司债券，分别为 16 卓越 01（5 年期、25.00 亿元）和 16 卓越 02（3 年期、16.05 亿元）；2017 年，公司发行一期公司债券 17 卓越 01（5 年期、19.50 亿元）。截至 2017 年底，公司应付债券 60.24 亿元。

表 11 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行时间	债券期限	发行规模	票面利率
16 卓越 01	2016/2/25	5（3+2）年	25.00	5.50
16 卓越 02	2016/7/22	3（2+1）年	16.05	5.80
17 卓越 01	2017/10/20	5（3+2）年	19.50	6.48
合计	--	--	60.55	--

资料来源：Wind 资讯

2015~2017 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 72.82%，主要系公允价值变动产生的应纳税暂时性差异持续增加所致。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 97.56 亿元，较年初增长 190.95%。

2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 24.43%，主要系长期借款持续增加所致。截至 2017 年底，公司全部债务 433.96 亿元，较年初增长 23.78%；其中，短期债务占 20.22%，长期债务占 79.78%，以长期债务为主。受益于所有者权益的大幅增长，2015~2017 年，公司资产负债率分别为 76.76%、76.48%和 64.84%，逐年下降；全部债务资本化比率分别为 63.36%、64.79%和 50.63%，长期债务资本化比率分别为 54.84%、59.12%和 45.00%，均呈下降趋势。

总体看，近三年公司负债规模持续扩大，流动负债与非流动负债占比相近；受益于所有者权益的大幅增长，公司债务指标有所下降，债务结构以长期债务为主。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 61.59%。截至 2016 年底，公司所有者权益较年初增长 17.53%，主要系未分配利润增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 423.22 亿元，较年初增长 122.16%，主要系少数股东权益以及未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占 66.08%，少数股东权益占 33.92%；归属于母公司所有者权益合计 279.65 亿元，其中，实收资本占 10.73%，资本公积占 26.51%，其他综合收益占 8.58%（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），未分配利润占 54.18%。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。

截至 2017 年底，公司资本公积 74.12 亿元，较年初增长 647.96%，主要系公司本期收购少数股东权益，受让对价与公司享有被合并方权益份额之间差额形成资本公积所致；截至 2017 年底，公司其他综合收益 24.01 亿元，较年初增长 104.61%，主要系存货转化为投资性房地产（采用公允价值计量）所致；截至 2017 年底，公司少数股东权益 143.57 亿元，较年初增长 101.48%，主要系子公司深圳市金地大百汇房地产开发有限公司（持股比例为 79%）投资性房地产评估增值所致。

总体看，受少数股东权益增加和未分配利润增长影响，近三年公司所有者权益规模持续扩大；公司未分配利润占比较大，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入分别为 62.00 亿元、147.61 亿元和 104.41 亿元，随着公司项目结转节奏变动而有所波动；营业成本波动增长，三年分别为 33.67 亿元、87.85 亿元和 59.64 亿元；净利润分别为 25.31 亿元、26.72 亿元和 214.32 亿元，年均复合增长 190.98%，其中 2016 年净利润同比增长 5.57%，主要系项目结转规模扩大所致；2017 年同比增长 702.01%，主要系公允价值变动收益大幅增长所致。归属于母公司所有者的净利润分别为 24.24 亿元、20.23 亿元和 84.09 亿元。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 15.90%，其中 2016 年同比增长主要系销售费用增加所致，2017 年同比增长主要系财务费用增加所致。2017 年，公司费用总额 14.42 亿元，其中，销售费用占 23.92%，管理费用占 19.57%，财务费用占 56.51%。2015~2017 年，公司销售费用波动下降，年均复合下降 0.85%，2016 年同比变化幅度不大，2017 年同比下降主要系营销推广费的减少所致；管理费用逐年减少，年均复合下降 11.15%，2016 年同比变化幅度不大，2017 年同比下降主要系服务费减少所致；财务费用波动增长，年均复合增长 49.37%，其中 2016 年同比变化幅度不大，2017 年同比大幅增长主要系计入财务费用的利息支出大幅增长所致。

利润构成方面，2015~2017 年，公司公允价值变动收益分别占当期营业利润的 86.08%、3.55% 和 83.01%，2015 与 2017 年，公司利润大部分来自公允价值变动收益，公司利润水平受投资性房地产公允价值变动影响很大。2015~2017 年，公司投资收益分别为-3.86 亿元、1.27 亿元和 24.14 亿元，占当期营业利润的比例分别为-11.36%、3.63%和 8.66%；2015 年为负，主要来自处置长沙市鹏跃房地产开发有限公司股权产生的投资亏损；2017 年大幅增长，主要来自被投资企业深圳市金地旧城改造开发有限公司投资收益增加所致。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 31.16%、29.51%和 36.41%，波动增长，主要系结转项目毛利率有所波动所致。2015~2017 年，公司总资产收益率分别为 6.93%、6.19%和 31.74%，总资产报酬率分别为 6.12%、5.18%和 28.44%，净资产收益率分别为 18.56%、15.16%和 69.84%，2017 年大幅增长，主要系投资性房地产公允价值大幅增长所致。从同行业上市公司对比来，公司盈利能力尚可。

表 12 2017 年商业地产行业上市公司盈利能力指标对比（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
金融街	29.41	10.49	5.33
世茂股份	44.91	10.71	6.27
南国置业	16.22	1.27	0.86
上海临港	54.03	7.36	5.43
卓越商业	42.82	69.84	28.44

资料来源：Wind 资讯，公司审计报告

注：上市公司数据来自 Wind 资讯，公司数据由联合评级计算。联合评级与 Wind 资讯的计算公式存在少许差异。

总体看，近三年公司收入波动增长，利润规模逐年增长，其中 2015 年和 2017 年利润水平受公允价值变动收益影响很大，2016 年利润大部分来自主营业务。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合减少 13.35%，其中 2017 年经营活动现金流入 119.36 亿元，同比减少 25.57%，主要系项目销售回款有所减少，且与经营有关的暂收款规模大幅减少所致。同期，公司经营活动现金流出波动减少，年均复合减少 12.94%；

其中 2016 年同比减少 43.85%，主要系支付的项目开发款项以及暂付款减少所致；2017 年同比增长 34.98%，主要系往来款增加所致。综上，近三年公司经营活动现金流量净额分别为 30.68 亿元、88.34 亿元和 22.12 亿元。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动增长，主要来自收回投资收到的现金；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 27.10%，其中 2016 年同比增长主要系收并购支付的现金增加所致；2017 年同比变化幅度不大。综上，投资活动现金流量净额分别为-6.35 亿元、-13.90 亿元和-4.40 亿元，保持现金净流出，但规模相对较小。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 32.98%，其中 2016 年同比增长主要系发行债券及借款规模增加所致，2017 年同比增长主要系借款规模增加所致；筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 27.17%，其中 2016 年同比增长主要系偿债规模和支付的关联方往来款增加所致，2017 年同比变化幅度不大；综上，筹资活动现金流量净额分别为-29.71 亿元、-49.70 亿元和-26.63 亿元，保持净流出，呈波动减少趋势。

总体看，近三年公司经营活动保持现金净流入，投资活动保持现金净流出；受公司股东资金集中管理影响，筹资活动保持现金净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年底，公司流动比率分别为 1.45 倍、1.73 倍和 1.83 倍，速动比率分别为 0.59 倍、0.98 倍和 1.28 倍，其中 2016 年底指标上升主要系货币资金大幅增长所致，2017 年底指标上升主要系应交税费和其他应付款减少所致；现金短期债务比分别为 0.30 倍、0.66 倍和 0.56 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 175.19%，主要系利润总额增加所致。2017 年，公司 EBITDA 为 286.82 亿元，其中，利润总额占 97.20%，计入财务费用的利息支出占 2.64%，折旧和摊销占 0.17%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.41 倍、1.59 倍和 8.66 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.11 倍和 0.66 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司获得的金融机构授信额度合计 301.69 亿元，其中尚未使用的授信额度 189.57 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保余额合计 45.86 亿元，占所有者权益的 10.43%。考虑到公司对外担保以关联方担保为主，目前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 2017 年底，公司标的额在 1,000 万元以上的未决诉讼、仲裁案件共 4 起，涉案金额合计 1.63 亿元，公司存在一定的或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440305049162906），截至 2018 年 1 月 4 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息，已结清信贷信息中存在 2 笔欠息，系银行操作失误所致，银行已提供相关说明。

总体看，公司短期偿债能力指标一般，长期偿债能力较强，存在一定的或有负债风险，但考虑到公司存货和投资性房地产所处位置优越、保值增值潜力较好，城市更新项目利润率较高，优质自持物业项目能为公司带来稳定的现金流入，公司整体偿债能力极强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年底，公司全部债务总额 433.96 亿元；本次拟发行债券规模不超过 48 亿元，占全部债务的 11.06%，对公司债务负担有一定影响。

以 2017 年底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 48.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 66.19%、53.24% 和 48.23%，分别上升了 1.35 个百分点、2.62 个百分点和 3.23 个百分点，债务负担有所增加。考虑到本次债券募集资金拟全部用于偿还银行贷款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 2017 年的 EBITDA 为 286.82 亿元，为本次公司债券发行额度（48.00 亿元）的 5.98 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2017 年的经营活动现金流入量为 119.36 亿元，为本次公司债券发行额度（48.00 亿元）的 2.49 倍，对本次债券的覆盖程度较高。

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、保值增值潜力较好，销售规模持续扩大，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

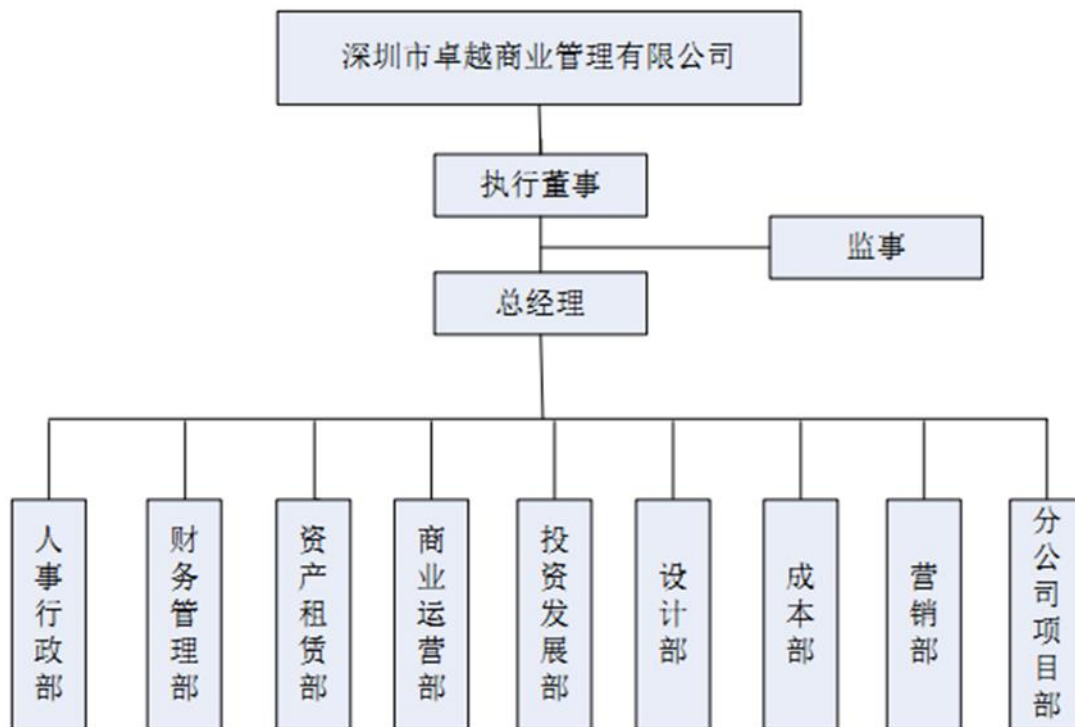
九、综合评价

公司作为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。公司在土地储备等方面获得股东支持，所开发项目区位优势突出、保值增值潜力较好，销售规模不断扩大，债务结构合理。同时联合评级也关注到公司主要业务区域较为集中、股东对公司的资金占用较大、流动性压力加大、公允价值变动收益对公司利润影响很大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，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

附件 1 深圳市卓越商业管理有限公司 组织结构图



附件 2 深圳市卓越商业管理有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	697.43	810.00	1,203.62
所有者权益（亿元）	162.09	190.50	423.22
短期债务（亿元）	83.45	75.09	87.75
长期债务（亿元）	196.83	275.50	346.21
全部债务（亿元）	280.28	350.59	433.96
营业收入（亿元）	62.00	147.61	104.41
净利润（亿元）	25.31	26.72	214.32
EBITDA（亿元）	37.87	39.52	286.82
经营性净现金流（亿元）	30.68	88.34	22.12
流动资产周转次数（次）	0.16	0.31	0.19
存货周转次数（次）	0.15	0.36	0.32
总资产周转次数（次）	0.10	0.20	0.12
现金收入比率（%）	252.87	84.68	103.16
总资本收益率（%）	6.93	6.19	31.74
总资产报酬率（%）	6.12	5.18	28.44
净资产收益率（%）	18.56	15.16	69.84
营业利润率（%）	31.16	29.51	36.41
费用收入比（%）	17.32	7.50	13.81
资产负债率（%）	76.76	76.48	64.84
全部债务资本化比率（%）	63.36	64.79	50.63
长期债务资本化比率（%）	54.84	59.12	45.00
EBITDA 利息倍数（倍）	1.41	1.59	8.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.11	0.66
流动比率（倍）	1.45	1.73	1.83
速动比率（倍）	0.59	0.98	1.28
现金短期债务比（倍）	0.30	0.66	0.56
经营现金流动负债比率（%）	10.03	29.16	6.87
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.79	0.82	5.98

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、其他应付款中的债务已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入长期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳市卓越商业管理有限公司面向合格投资者 公开发行 2018 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳市卓越商业管理有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市卓越商业管理有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市卓越商业管理有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳市卓越商业管理有限公司的相关状况，如发现深圳市卓越商业管理有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳市卓越商业管理有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至深圳市卓越商业管理有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳市卓越商业管理有限公司、监管部门等。

