

跟踪评级公告

联合[2016]635 号

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司：

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发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司发行的“16 卓越 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年七月十五日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 卓越 01	25 亿元	3 年	AA	AA	2015 年 11 月 20 日

担保方式：公司实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛）就本次公司债券兑付作出全额收购承诺

跟踪评级时间：2016 年 6 月 15 日

主要财务数据：

发行人

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	154.84	154.29
所有者权益（亿元）	65.84	68.78
长期债务（亿元）	39.06	20.61
全部债务（亿元）	46.96	35.35
营业收入（亿元）	3.50	3.96
净利润（亿元）	6.07	4.47
EBITDA（亿元）	9.81	6.74
经营性净现金流（亿元）	20.69	18.33
营业利润率（%）	89.23	89.66
净资产收益率（%）	--	6.65
资产负债率（%）	57.48	55.42
全部债务资本化比率（%）	41.63	33.95
流动比率（倍）	1.76	1.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	2.53	2.17
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.39	0.27

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

2015 年，深圳卓越世纪城房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“卓越世纪城”）物业租赁出租率高，单位租金水平平稳上升，物业租赁收入稳步提高；自持物业价值较高；公司收购了青岛卓越世纪中心项目，预计可为公司带来较大规模的销售收入和租金收入。同时，联合评级也关注到公允价值变动对公司利润影响大、公司对关联企业应收款项规模较大以及存在一定的或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司自持物业单位租金平稳上升；加之新收购项目青岛卓越世纪中心的逐步销售和出租，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

公司实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛）承诺公司在偿债保障金专户的资金不足以兑付本次债券情况下，债券持有人有权要求承诺人收购本次债券。此承诺对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 卓越 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，深圳市商业地产市场需求平稳，公司外部经营环境整体良好。

2. 公司自持物业卓越世纪中心位于深圳市中心区的核心地段，2015 年公司租赁业务发展良好，物业价值小幅增长，租金收入和现金流保持平稳增长。

3. 公司新收购的青岛卓越世纪中心项目位于青岛市中央商务区，发展前景良好，交通便利，有望成为公司新的收入和利润来源。

关注

1. 公司业务结构依旧单一，主要为商业地产开发和经营，受区域环境影响较大，且青岛卓越世纪中心项目面临一定的去化压力。

2. 公司投资性房地产公允价值增值较大，且公司营业利润对公允价值变动收益的依赖大。若所持物业市场环境发生变化，公司投资性房地产可能会面临价值下降风险，从而影响公司盈利能力和资产质量。

3. 公司对联营企业以股东借款的形式支持相关项目开发投资，款项回收受到联营企业项目开发质量的影响；同时，公司对股东等关联方其他应收款的规模较大，存在资金占用问题；公司财务费用规模较大；投资性房地产资产受限比例较大。

4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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它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：



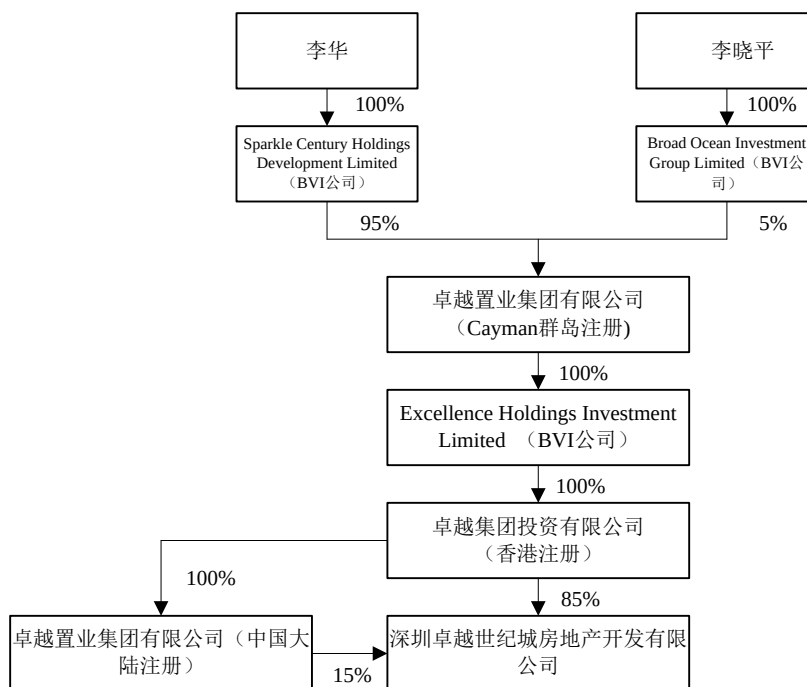
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“卓越世纪城”），前身系1994年5月在深圳市罗湖区成立的深圳先怡物业管理有限公司。公司初始注册资本为300万元，深圳永高实业有限公司出资人民币225万元，出资比例75%；先怡投资有限公司出资人民币75万元，出资比例为25%。经过历次名称变更，2006年3月20日公司更名为“深圳卓越世纪城房地产开发有限公司”。

后历经数次增资及股权转让，截至2015年底，公司注册资本48,800万港元，卓越集团投资有限公司（香港注册，以下简称“卓越集团”）出资41,500万港元，出资比率85%；卓越置业集团有限公司（中国大陆注册，以下简称“卓越置业”）出资7,300万港元，出资比率15%。公司控股股东为卓越集团，公司实际控制人为自然人李华先生。截至2015年底，公司股权结构未发生变化，如下图所示。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为自有物业租赁、物业管理（取得相关资质后方可从事经营）、酒店管理、市场营销策划、平面设计、企业管理咨询、经济信息咨询。公司目前主要业务是自有物业的租赁及管理；2015年，公司收购卓越集团（青岛）昌业房地产开发有限公司（以下简称“青岛昌业”），业务规模进一步扩大。截至2015年底，公司本部组织结构及员工人数未发生变化。

截至2015年末，公司合并资产总计154.29亿元，负债合计85.50亿元，所有者权益68.78亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015年公司实现营业收入3.96亿元，净利润4.47亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润，经营活动现金流量净额为18.33亿元，现金及现金等价物净增加额1.61亿元。

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、债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2752号文核准，公司于2016年2月25日发行公司债券“深圳市卓越世纪城房地产开发有限公司2016年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）募集资金25亿元，期限5年（3+2），附自发行日起第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期债券票面利率为5.50%，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。本期债券已于2016年3月17日在上海证券交易所挂牌上市，简称“16卓越01”，债券代码“136223.SH”。

公司本期债券扣除发行费用后募集资金净额24.80亿元，其中5.00亿元用于偿还卓越置业集团代垫的收购华润信托持有青岛昌业49%股权的股权收购款，2.45亿元用于偿还卓越置业集团代垫的祥华置业股权收购款，10.33亿元用于支付青岛昌业26.01%股权收购款（包括卓越置业对青岛昌业的出资15,300.00万元，卓越置业集团对青岛昌业的投资借款88,019.37万元），7.00亿元用于归还青岛昌业的项目开发贷款，上述募集资金的使用与募集说明书约定的用途一致。

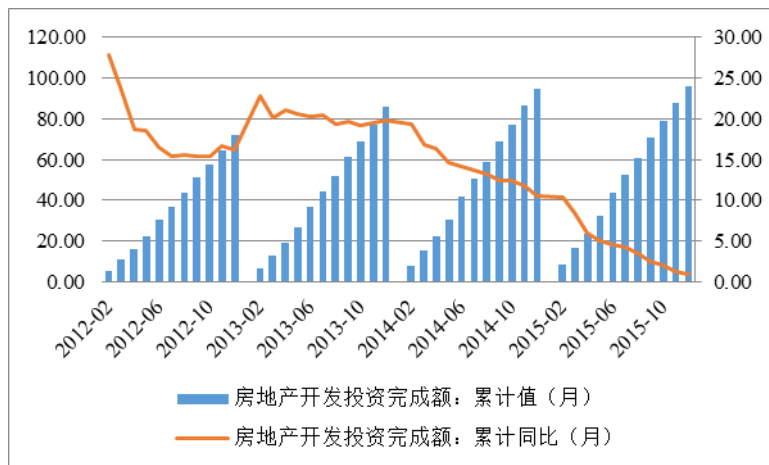
本期债券起息日为2016年2月25日，下一付息日为2017年2月25日，公司尚未付息。

三、行业分析和区域经济

1. 行业概况

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图2 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

从土地供应量来看，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米、%)

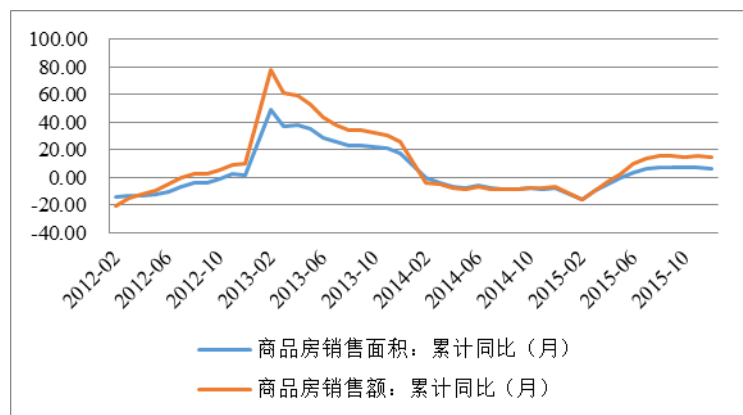
项 目	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	6.56	5.79
成交土地占地面积	5.71	4.68
成交土地占比	87.65	80.83
土地平均溢价率	11.75	16.81

资料来源: Wind 资讯

开发资金来源方面, 2015 年国内融资环境全面宽松, 央行多次降准降息, A 股再融资活跃延续, 房企银行间市场中中期票据发行开闸, 证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人, 大大降低发行债券门槛, 且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债, 房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年, 房地产开发企业到位资金 125,203 亿元, 比上年增长 2.6%。其中, 国内贷款 20,214 亿元, 下降 4.8%; 利用外资 297 亿元, 下降 53.6%; 自筹资金 49,038 亿元, 下降 2.7%; 其他资金 55,655 亿元, 增长 12.0%。总体看, 2015 年以来, 房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点, 资金压力获得一定缓解。

从商品房市场供求情况看, 2015 年, 房地产企业主动把握政策改善机遇, 全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正, 销售额增长主要由价格增长带动, 整体销售仍以去库存为主。2015 年, 商品房销售面积 12.85 亿平方米, 同比增长 6.5%, 增速高于 2014 年的-7.60%; 商品房销售额 87,280.84 亿元, 同比增长 14.4%, 增速高于 2014 年的-6.30%。

图 3 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速 (单位: %)



数据来源: wind 资讯

从商品房销售价格看, 2015 年以来, 房地产行业受到多重宽松政策调整影响, 重点城市商品住宅成交面积明显回升, 市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月, 百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米, 同比增长 4.15%, 增速较上年同期增加 6.84 个百分点; 环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势, 且增幅相对较大; 二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌, 2015 年 5 月份开始有所好转, 11~12 月份回暖趋势较为明显; 三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌, 8 月份开始虽有所回升, 但回升趋势并不明显。

2. 行业政策

针对我国房地产行业投资增速明显放缓, 各地土地出让情况不佳, 以及我国房地产去库存压

力较大等因素，2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

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

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

房地产库存量过大

国家统计局的数据显示，截至 2015 年 12 月底，商品房待售面积累计 71,853 万平方米，比 11 月底增加 2,217 万平方米。房屋施工面积为 735,693.37 万平方米，较 11 月底增加 11,703.45 万平方米；其中住宅施工面积为 511,570 万平方米，下降 0.7%。高库存使房企继续加大房地产投资的能力和意愿下降，房地产带动经济增长的作用明显下降。2015 年 12 月底，全国房地产开发投资 95,979 亿元，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，连续下行 23 个月。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化：三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率呈下降趋势

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价，尤其在一线城市较高的拆迁成本和拆迁难度直接推高了地价，土地市场上 2015 年以来一线城市地王频出，多次出现“面粉贵过面包”的情形；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少

有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

房企拓展第二主业主愿加强

受房地产企业毛利率逐渐下滑以及房地产行业库存量高企因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。近几年，房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、资源能源、军工、材料、TMT等。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业会呈缓慢增长的趋势，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时房地产企业转型趋势会更加明显未来房地产企业中会出现较为成功的转型案例。

5. 深圳商业地产情况

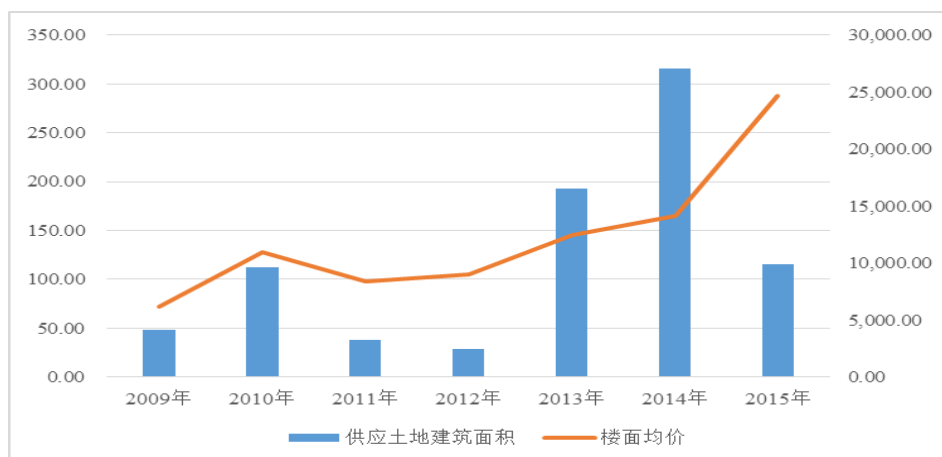
深圳是我国最早对外开放的特区城市，经济总量大、人口密集、人均收入高、商业服务业发达，是我国四个一线城市之一。深圳市面积 1,996.85 平方公里，常住人口 1,977.89 万人。从深圳的经济发展情况来看，2015 年，深圳市生产总值达 17,502.99 亿元，同比增长 8.9%；全市规模以上(下同)工业增加值 6,785.01 亿元，同比增长 7.7%；全年固定资产投资 3,298.31 亿元，增长 21.4%，增速创自 1999 年以来连续 17 年新高；从投资渠道看，房地产开发项目投资 1,331.03 亿元，增长 24.5%，保持较高的增长速度。2015 年，深圳市第三产业比重继续上升，现代服务业快速发展，二三产业结构由上年的 42.6: 57.4 调整为 41.2:58.8，服务业占比提高了 1.4 个百分点。整体看，深圳市地区经济发展态势良好，第三产业占比有所提高。

从深圳市主要的商业地产分布情况来看，目前深圳的商圈主要有罗湖区东门-华强北商圈、福田中心区、南山片区、宝安中心区、龙岗中心区等，其中罗湖区属于较为成熟的商业片区。

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，近几年深圳市商服用地的供应量波动明显，2010 年形成年供地规划建筑面积 112.27 万平米的高峰后逐年回落，至 2012 年跌至年供地 28.05 万平米的低水平，之后逐年回升，2014 年深圳市供应商服用地 316.11 万平米，而 2015 年则下降至 115.78 万平米。

由于深圳市商业地产供需两旺，同时受制于深圳市城市布局导致关内土地较为稀缺的影响，近年来深圳市商服用地的成交价格均保持上升态势，2014 年商服用地成交均价楼面达到 1.46 万元/平方米，2015 年以来，受到深圳市房地产市场快速回暖的推动，商服用地成交均价大幅攀升至 2.47 万元/平方米，具体如下图所示。

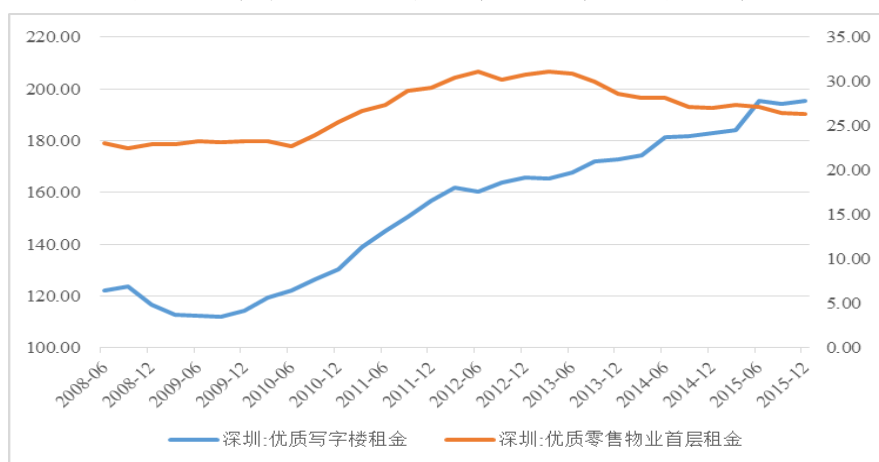
图4 深圳市商服用地供应和成交价格情况（单位：万平方米、元/平方米）



数据来源：Wind资讯

从深圳市商业物业的租金情况来看，2009年以来，深圳市优质办公楼的租金水平整体呈上升趋势，由2009年最低的112.20元/平方米/月增至2015年底的195.60元/平方米/月，增幅明显。而零售物业受电商等因素影响，自2013年以来，深圳市优质零售物业首层租金则呈缓慢下降趋势，由最高点的31.10元/平方米/天降至26.30元/平方米/天。

图5 深圳市商业物业租金情况（单位：元/平方米/月、元/平方米/天）



数据来源：Wind资讯

总体看，深圳市商业地产保持良好发展，受供应量限制，深圳商业地产需求旺盛，成交价格上升较快；同时，优质办公楼物业租金呈持续上升趋势，而零售物业租金则有所下降。但市场景气度持续上行，商服用地成交价格上涨过快，未来深圳市或将面临一定的政策调控或市场调整压力。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事住宅与商业地产的开发与持有经营业务。目前公司主要租赁的物业包括深圳卓越·世纪中心1号楼及配套商铺INTOWN商场、横岗中心花园商铺等。2015年，公司实现主营业务收入3.96亿元，较2014年增长13.17%，主要系房产租赁收入增加所致。2015年，公司实现净利润4.47亿元，较2014年下降26.36%，主要系公司自持物业增值幅度较2014年减少所致。2015年，公司收购青岛卓越世纪中心项目，但该项目尚未结转销售收入或产生租金收入。2014~2015年，公司营业收入及毛利率情况如下表所示。

表 2 公司 2014~2015 年主营业务收入及利润率情况（单位：万元、%）

项目	2014 年度			2015 年度			2015 年较 2014 年变化		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	营业收入同比增长	营业收入结构变化	毛利率百分比变化
房产租赁	33,822.07	96.57	95.00	38,484.03	97.09	96.15	13.78	0.52	1.15
停车场收费	1,078.86	3.08	100.00	1,038.33	2.62	100.00	-3.76	-0.46	0.00
其他	122.98	0.35	100.00	115.35	0.29	100.00	-6.20	-0.06	0.00
合计	35,023.91	100.00	95.17	39,637.71	100.00	96.26	13.17	0.00	1.09

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从公司主营业务的收入构成来看，租金收入成为公司的主要收入来源，2015 年公司实现租金收入 3.85 亿元，较 2014 年增长 13.78%；房产租赁业务收入占比为 97.09%。停车场收入业务收入略有下降，停车场收费收入占 2.62%；2015 年公司实现停车场收费 0.10 亿元，较上年下降 3.76%，主要系公司拆除了部分升降车位所致。

毛利率变化方面，公司综合毛利率较为稳定，2015 年为 96.26%，较 2014 年增加 1.09 个百分点。从主营业务细分看，2015 年公司房产租赁业务毛利率 96.15%，较上年增长 1.15 个百分点，主要系公司提高运营效率所致。公司房屋租赁业务毛利率较高主要系公司将出租物业划分为以公允价值计量的投资性房地产，不计提折旧所致。公司停车场收费和其他业务收入占比很小，对毛利率影响不大。

总体看，公司持有卓越世纪中心等优质物业，房产租赁是公司主要收入来源，毛利率水平较为稳定；公允价值变动收益在营业利润中占比很高，受 2015 年公允价值变动收益下降的影响，公司净利润有所下降。

2. 物业租赁经营

项目概况与经营模式

2015 年，公司收购了青岛昌业的青岛卓越世纪中心项目，该项目目前尚处于建设当中，未形成租金收入。截至 2015 年底，公司运营的项目主要是横岗中心花园项目与卓越·世纪中心项目，与 2014 年相比未发生变化。横岗中心花园项目与卓越·世纪中心项目物业情况如下表所示。

表 3 卓越·世纪中心项目物业情况（单位：平方米、层、米、万元）

项目	物业类型	建筑面积	层数	高度	备注
1 号楼	办公	120,282	65	280	出售+持有

2 号楼	办公+酒店+公寓	101,437	59	268	交付合作方
3 号楼	办公	37,388	34	150	2012 年之前基本售罄
4 号楼	办公	64,429	38	185	2012 年之前大多出售
B1-L4	商场	46,000	5	--	自持物业
合计		369,536	--	--	

资料来源：公司提供

注：1号楼中3,374.05平方米的写字楼用于公司办公。

物业租金经营模式方面，公司物业租赁仍以商办物业为主、商铺物业为辅，二者相互补充、相互促进。公司商办物业租户以金融、科技、商贸公司为主，在写字楼内办公的公司职员为商铺物业业主提供可观的消费群体；商铺物业业主为写字楼内办公职员提供包括餐饮、娱乐、购物等一系列服务活动，增加了商办物业出租的吸引力。目前，公司写字楼租赁业态金融机构约占比 50%、电子科技行业约占比 20%、物流及地产行业约占比 10%。

深圳卓越世纪中心在深圳市中心区，位置稀缺，公司项目业态成熟，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，每月收取固定租金。其中针对服装销售客户的商铺租赁合同公司与商户协议收取基本租金（约定保底销售额）以及销售提成（按销售额确定）。针对租金的收取上，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。

出租运营情况

卓越·世纪中心项目建筑面积共 11.77 万平方米，其中商办物业建筑面积 8.51 万平方米，商铺物业建筑面积 3.25 万平方米。

表 4 2014 年~2015 年年卓越·世纪中心租赁情况
(单位：平方米、元/平方米/月、万元)

项目	2014 年	2015 年
建筑面积	117,672.05	117,672.05
其中：写字楼	85,138.25	85,138.25
商铺	32,533.78	32,533.78
出租率	99%	96%
其中：写字楼	100%	95%
商铺	97%	96%
平均租金	265	309
其中：写字楼	240	274
商铺	342	391
租赁收入	33,481.54	38,158.91
其中：写字楼	24,602.45	27,952.20
商铺	8,879.09	10,206.71

资料来源：公司提供

注：实际可租面积约为建筑面积的68%。

出租率方面，2015 年公司物业平均出租率为 96%，较上年下降 3 个百分点，主要系商办物业年底租约到期换租导致空置和少量退租以及商铺物业年底租约到期换租导致空置所致。其中，2015 年商办写字楼出租率为 95%，较上年下降 5 个百分点；商铺物业出租率为 96%，较上年下降了 1 个百分点。

单位租金方面，2015 年平均单位租金 309 元/平方米/月，较上年增长了 21.13%，其中 2015

年商办写字楼单位租金 274 元/平米/月，较上年增长 14.17%，一方面系深圳楼市向好，带动物业租赁单价增长，另一方面系公司自持物业世纪中心地理位置优越以及福田区 CBD 企业聚集效应强，大量企业入驻该区域的写字楼；2015 年商铺单位租金 391 元/平米/月，较上年增长了 14.33%，主要系随着入驻企业增多，办公楼职员消费需求增大所致。

租金收入方面，随着单位租金上涨的影响，2015 年租金收入较上年末增长 13.97%，2015 年租金收入为 3.82 亿元；其中，2015 年写字楼租金收入 2.80 亿元，商铺租金收入为 1.02 亿元。

2015 年，横岗中心城市花园物业出租收入为 200.03 万元，较 2014 年的 340.53 万元减少 140.50 万元，主要系 2014 年公司收回一名租户多年未支付的 100 多万元租金，此项收入不具备可持续性。

总体看，公司自持物业地理位置优越，商办与商铺业态发展较为均衡，近年商办及商铺物业收入平稳增长；公司自持物业出租率高、平均租金稳定增长，发展态势良好。

3. 自持物业增值情况

公司所持物业横岗中心城市花园商铺、卓越·世纪中心写字楼和卓越·世纪中心商铺位于深圳市核心地段的较好位置，其中公司卓越·世纪中心项目物业价值近年增长较快，2015 年，公司自持物业资产评估价值为 88.16 亿元，公允价值变动 3.04 亿元，较 2014 年增值 3.57%。

表 5 近两年公司自持物业公允价值变动情况(单位：平方米、亿元、万元/平方米)

投资性房地产	用途	建筑面积	评估时间		2015 年 评估单价
			2014 年	2015 年	
横岗城市中心花园 1、2 栋及 商场 1A011 等共 519 套房地产	商业金 融业	4,811.66	1.20	1.20	2.50
皇岗商务中心 1 号楼 1301~6403 共 289 套房地产	办公	82,751.89	56.27	58.73	7.10
卓越世纪中心 3 号楼 3301~3319 共 4 套房地产	办公	189.34	0.13	0.13	6.87
卓越世纪中心 3 号楼 515~519 共 5 套房地产	办公	250.39	0.17	0.16	6.27
卓越世纪中心 4 号楼 3801~3804 共 4 套房地产	办公	1,946.63	1.32	1.34	6.87
皇岗商务中心 1 号楼负 101~ 负 111、101~401 共 18 套房地 产	商业	3,194.86	2.56	2.22	6.94
卓越世纪中心裙楼 3、4 号裙 楼 1 负 1012~1085、1001~4002 共 329 套房地产	商业	29,338.92	23.47	24.39	8.31
合计	--	122,483.69	85.12	88.16	--
公允价值变动	--	--	7.16	3.04	--

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业位于深圳市的核心地段，近年来增值较快；2015 年，公司自持物业增值幅度有所下降。

4. 青岛卓越世纪中心项目情况

公司未来计划将整合集团内世纪城系列产品，扩大持有的写字楼、商业物业面积，发挥规模经营优势。2015 年，公司收购青岛昌业，并取得控制。

青岛昌业成立于 2011 年，经增资后，截至 2014 年底，青岛昌业的股东分别为公司（持股

24.99%)、卓越置业(持股 26.01%)和华润深国投信托有限公司(持股 49%);其中,公司将所持股权委托卓越置业代为持有。2015 年 8 月 13 日,公司收购华润深国投信托有限公司所持青岛昌业的股权,并完成股权过户;2015 年 12 月 28 日,公司收购卓越置业所持股权,并解除代持协议。收购完成后青岛昌业成为公司的全资子公司。青岛昌业主要负责青岛卓越世纪中心项目建设。

青岛卓越世纪中心项目位于青岛市中央商务区,发展前景良好,交通便利。青岛市中央商务区将规划成为集“一心、一带、两区、三轴”于一体的综合性商务中心,南起延吉路,北至辽源路,西起山东路,东至福州路,区域内三纵三横交通网络覆盖整个 CBD。周边规划将有超过 30 多条公交线路覆盖,地下 M3、M4、M5 三条地铁线也将贯穿整个 CBD,设有 4 个地铁站,其中 2 处为枢纽换乘站。CBD 总规划 500 万平方米,涵盖酒店、商业配套、商务办公、居住等,已有 17 栋配套设施齐全的甲级写字楼纷纷落户中央商务区整合五大尖端配套,区域内市政、商业、金融、酒店、交通充分互动,满足商务人士商务办公需求。

青岛卓越世纪中心项目占地 29,941.80 平方米,根据青岛市市北区发展和改革局(北政发改发【2011】116 号)备案文件,项目总投资 45 亿元,项目建筑内容包括 1-4 号塔楼及商业裙楼,总建筑面积 437,206.59 平方米,地上建筑面积 327,824.27 平方米,其中写字楼建筑面积 271,744.27 平方米,裙楼商业建筑面积 56,080.00 平方米,地下建筑面积 109,382.32 平方米。截至 2015 年末,青岛卓越世纪中心项目 1 号、2 号、3 号、4 号楼已主体封顶,外立面基本完成,正在进行室内工程施工建设,尚需完成投资额 8 亿元(计划数)。

表 6 青岛卓越世纪中心项目情况(单位:层、平方米、米)

项目	1 号楼	2 号楼	3 号楼	4 号楼
层数	57	38	39	24
体量	111,732.16	63,491.38	65,487.34	30,097.25
高度	249	160	160	160

资料来源:公司提供

该项目拟采取租售结合的模式,其中 2、3、4 号写字楼物业合计 159,076 平方米用于销售,1 号写字楼物业 111,732.16 平方米及裙楼商业 56,079.70 平方米自持,并对外出租。

2013 年 11 月,青岛昌业已取得了 3、4 号楼 95,584.59 平方米的预售许可。2014~2015 年期间,公司累计签约面积 20,925.69 平方米,占可售面积的 21.89%,签约金额合计 3.43 亿元。其中,2015 年,公司签约销售面积为 7,651.99 平方米,较上年降幅较大,主要系 2015 年上半年房地产市场景气度较差所致;2015 年该项目销售单价为 15,961.8 元/平方米,较上年下降了 667.2 元/平方米,主要系 2015 年上半年进行团购促销所致。进入 2016 年,公司根据市场环境进行了调整,销售单价上升为 18,500 元/平方米。

表 7 青岛卓越世纪中心项目销售情况

项目	2014 年	2015 年
签约面积(平方米)	13,273.7	7,651.99
签约金额(万元)	22,073.58	12,213.95
销售单价(元/平方米)	16,629	15,961.8
结算面积(平方米)	0	0
结算金额(万元)	0	0

资料来源:公司提供

自持部分物业预计自 2017 年开始对外出租，根据公司预测，至 2021 年可带来 91,515.71 万元租金收入，未来自持物业现金流入情况如下：

表 8 青岛卓越世纪中心项目租赁业务未来收入预测(单位：万元)

物业类型	物业面积	租金收入				
		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度
写字楼	111,732.16	8,074.88	10,093.60	11,439.42	12,839.06	145,347.90
裙楼商业	56,079.70	5,971.82	6,512.79	7,074.84	7,341.82	76,326.82
合计	167,811.86	14,046.70	16,606.40	18,514.26	20,180.88	221,674.72

资料来源：公司提供

注：公司出租率预测值，写字楼出租率2017~2021年分别为60%、75%、85%、90%和100%；裙楼商业出租率分别为85%、90%、95%、97%。

总体看，公司收购项目位于青岛市的核心区，交通优良；未来青岛卓越世纪中心项目实现对外销售和部分自持出租经营，预计可为公司较大规模的销售收入和稳定的租金现金流入；但受房地产行业景气度影响，2015 年公司收购项目签约销售面积有所下降，已签约销售面积占比不高，该项目存在一定去化压力。

5. 经营效率

从存货周转率看，2015 年，公司青岛世纪城项目持续建设，公司存货规模较大，但收入尚未结转且目前营业成本规模很小，导致周转率较低，为 0.01 次。流动资产周转率方面，受存货规模较大影响，2015 年公司流动资产周转次数为 0.07 次。2015 年，受公司投资性房地产规模较大且以出租业务为主影响，公司总资产周转次数处于较低水平，为 0.03 次。

表 9 2015 年主要房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

指标名称	SOHO 中国	北京北辰实业股份	中国国贸	卓越世纪城
存货周转率	0.06	0.16	44.78	0.01
流动资产周转率	0.09	0.21	2.59	0.07
总资产周转率	0.02	0.15	0.22	0.03

资料来源：Wind 资讯；卓越世纪城为联合评级计算。

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司近年经营效率较为稳定，受公司自持物业规模较大及存货正处于建设开发期，尚未形成收入影响，公司经营效率较低。

6. 关联交易

公司关联交易主要为与关联方的资金往来及部分租赁业务。

对关联方应收款方面，截至 2015 年底，公司对关联方的其他应收款为 15.78 亿元，在同期流动资产中的占比分别为 30.46%，占比较高，主要是子公司青岛昌业应收公司股东卓越置业 15.50 亿元款项。该款项的形成原因主要为：为充分利用卓越置业项目开发管理、信用及资产规模的优势，青岛昌业在开发青岛卓越世纪中心项目时，由卓越置业统一管理资金，卓越置业根据项目进度拨付工程款项。伴随工程的推进，该款项将逐步下降。同时，截至 2015 年底，公司对关联方的长期应收款为 11.44 亿元，在同期非流动资产中的占比为 11.16%，公司长期应收款是对其联营公

司深圳市祥华置业发展有限公司（以下简称“祥华置业”）开发项目提供的借款。

对关联方的应付款方面，截至 2015 年底，公司对关联方的其他应付款为 11.24 亿元，在同期流动负债中的占比为 23.85%，占比较高。

公司关联交易中提供商品和劳务的收入主要是公司所持物业向关联方租赁收入，关联方以卓越置业集团有限公司、深圳市卓越创业投资有限责任公司和深圳市卓越地产顾问有限公司为主。2014~2015 年，公司向关联方提供租赁场所产生的租金收入分别为 124.35 万元和 125.10 万元，关联租金收入金额较小。

总体看，公司与关联方之间的业务往来以在建项目的资金拆借为主。目前，因资金拆出造成的其他应收款在流动资产的占比相对较高，对公司经营和财务独立性有一定影响；公司长期应收款主要系以股东借款方式支持联营企业项目开发，款项回收受到联营企业投资项目开发进度影响。

7. 经营关注

公司业务单一，受区域市场经济波动影响较大

公司主要运营项目为深圳世纪中心项目，新收购青岛卓越世纪中心项目也为商业地产；目前公司收入主要来源于商业地产出租，业务比较单一，受区域市场经济波动影响较大。

公司物业销售存在一定去化压力

受房地产行业景气度影响，2015 年公司青岛世纪城项目签约销售面积有所下降，公司已签约销售面积只占目前可售面积的 21.89%，公司物业销售存在一定去化压力。

盈利能力和资产质量对投资性房地产增值依赖度较高

公司投资性房地产对公司的盈利贡献大，且累计增值金额高，若深圳市商业地产环境发生变化，公司投资性房地产会面临价值下降风险，则将对公司盈利能力和资产质量产生不利影响。

对关联企业投资和关联方资金占用的风险

公司对联营公司祥华置业以股东借款的形式支持相关项目开发。截至 2015 年底，借款余额合计达到 11.24 亿元，规模较大，联营公司的项目开发质量将影响该长期应收款的回款质量和投资收益。同时公司对关联方其他应收款规模较大，可能存在一定的资金占用风险。

8. 未来发展

公司作为写字楼、商业物业运营商，将坚持发挥商业物业运营的经验优势，进一步通过整合集团世纪城系列产品，提高服务水平，不断拓展核心竞争力，打造卓越世纪城商业地产品牌。

公司将整合集团内世纪城系列产品，扩大持有的写字楼、商业物业面积，发挥规模经营优势，未来形成商业地产前期由集团进行开发，后期由公司持有并运营管理的经营模式，发挥公司商业地产运营管理方面的优势，降低前期开发的风险。

在服务方面，公司将通过服务创新建立差异化的竞争优势，坚持以满足客户需求为服务宗旨，通过整合资源，为客户提供全方位、多元化的服务，根据市场需求，动态调整物业定位，进而提升公司的核心价值和品牌吸引力。在稳定租金水平、提高现有出租率的基础上，加强调研，优化客户结构，吸纳更多具有行业领导实力和良好资信的优质客户，避免经营风险。

在商业物业经营方面，公司通过提升入驻商户品质、增加各种经营点位、拓展商业收入领域、商业内部结构的改扩建以及加强内部目标执行与管理等方式，全面提升世纪城的经营能力，同时打破商位终身制，实行市场退出机制，加速新陈代谢，激发市场内生动力。

总体看，公司经营战略清晰，未来主要从事低风险、现金流稳定的商业地产运营业务；同时公司致力于提高自身经营能力，优化管理机制，未来发展前景较好。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度审计报告由大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按新会计准则进行编制。

2015 年，公司合并范围新增加一家子公司卓越集团（青岛）昌业房地产开发有限公司，属于同一控制下企业合并，因此对 2014 年数据进行了追溯调整。下文分析涉及到 2014 年的数据均采用追溯调整后的财务数据。考虑到公司经营业务未发生变化，且财务数据已追溯调整，数据可比性强。

截至 2015 年末，公司合并资产总计 154.29 亿元，负债合计 85.50 亿元，所有者权益 68.78 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2015 年，公司实现营业收入 3.96 亿元，净利润 4.47 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动现金流量净额为 18.33 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.61 亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2015 年末，公司合并资产总额 154.29 亿元，较年初略微下降 0.36%，主要系公司其他应收款减少所致；其中，流动资产占比 33.58%，非流动资产占比 66.42%，公司资产以非流动资产为主，符合商业地产运营企业的特征。

流动资产方面，截至 2015 年末，公司流动资产合计 51.81 亿元，较年初减少 10.41%，主要系其他应收款和其他流动资产减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 6.42%）、其他应收款（占 31.58%）和存货（占 60.44%）构成。

截至 2015 年末，公司货币资金 3.33 亿元，较年初增长 117.65%；其构成主要为银行存款（占比 92.73%）和其他货币资金（占比 7.27%）。公司其他货币资金由按揭保证金（占比 39.50%）、借款保证金（占比 8.27%）和票据保证金（占比 52.24%）构成；公司受限资金占比较低。

截至 2015 年末，公司其他应收款账面价值 16.36 亿元，其中应收卓越置业的往来款项 15.50 亿元（占比达到 94.28%），主要是子公司青岛昌业应收股东卓越置业的往来款项。由于青岛昌业在开发青岛卓越世纪中心项目时，由卓越置业统一管理资金，卓越置业根据项目进度拨付工程款项；伴随青岛卓越世纪中心项目不断推进，青岛昌业逐渐收回卓越置业往来款，截至 2015 年末，公司其他应收款较年初减少 31.94%。截至 2015 年末，公司其他应收款中，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面余额 210.79 万元（占比 0.13%），计提坏账准备 210.44 万元，主要是公司应收深圳市财政局的款项，由于已过申请期预计无法回收；账龄组合账面余额 0.64 亿元（占比 3.91%），合计计提坏账准备 604.96 万元，计提较为充分；关联方组合期末账面余额 15.78 亿元（占比 95.96%），未计提坏账准备。从账龄结构来看，公司其他应收款账龄组合中 1 年以内（含 1 年）的占比 47.17%、1~3 年（含 3 年）的占比 27.66%、3 年以上的占比 25.17%，公司其他应收款账龄结构较短。公司其他应收款中来自前五名单位的合计占比 98.96%，集中度较高。未来，卓越置业将根据青岛卓越世纪中心项目的进度在 2017 年底之前归还往来款 10 亿元，剩余 5.50 亿元将折抵项目投资款投资于其他开发项目。

表 10 截至 2015 年末公司其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

单位名称	是否为关联方	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额的比例
卓越置业集团有限公司	是	往来款	155,000.00	1 年以内	94.28
深圳永高实业有限公司	否	往来款	4,101.88	1~3 年	2.49
深圳市卓越物业管理有限公司	是	往来款	2,121.81	1~3 年	1.29
深圳市皇岗实业股份有限公司	否	垫付工地水电费	895.58	3 年以上	0.54
深圳市卓越康华贸易有限公司	是	往来款	600.00	1 年以内	0.36
合计	--	--	162,719.26	--	98.96

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年末，公司存货 31.32 亿元，较年初增长 22.98%，系公司对青岛卓越世纪中心项目增加投资所致；公司存货全部为青岛卓越世纪中心的开发成本，考虑青岛市房地产市场景气度较好，未计提跌价准备。公司存货 2015 年期末余额含有借款费用资本化金额 4.83 亿元，占比 15.41%；存货用于贷款抵押而使用权受限部分占比 39.49%；公司存货受限比例较高。

截至 2015 年末，公司其他流动资产 0.62 亿元，主要为理财产品、预缴营业税、预缴土地增值税和预缴附加税；公司其他流动资产较年初大幅减少 90.87%，主要系公司 2015 年收回委托贷款 6.50 亿元所致。

非流动资产方面，截至 2015 年末，公司非流动资产 102.48 亿元，较年初增长 5.63%，主要由长期应收款（占比 11.16%）和投资性房地产（占比 86.03%）构成。

公司长期应收款主要系对联营企业的股东借款，以支持相关项目开发。截至 2015 年末，公司长期应收款 11.44 亿元，与年初持平，全部为公司对深圳市祥华置业发展有限公司（以下简称“祥华置业”）的无息借款；公司长期应收款主要来自关联方，未计提坏账准备。祥华置业资金主要是用于下属子公司北京恒银房地产开发有限公司昌平区北七家镇中心起步区（海鶄落新村建设）土地一级开发项目，该项目分四期开发，其中第一、四期经北京市发展和改革委员会核准通过，总投资分别为 13.86 亿元和 11.30 亿元。公司长期应收款回收受到该项目开发进度的影响。

公司投资性房地产按公允价值计量。其中卓越·世纪中心项目的商铺及写字楼位于深圳市核心地段，周边配套较好，近年公允价值持续上涨，为公司贡献了较好的收益，使得其账面价值逐年上升。截至 2015 年末，公司投资性房地产 88.16 亿元，较年初增加 3.57%，全部为商铺和写字楼；其中，累计公允价值变动为 71.07 亿元，占比达 80.61%。截至 2015 年末，用于借款抵押的投资性房地产账面价值为 86.70 亿元，占投资性房地产总额的 98.34%。总体上看，公司投资性房地产增值幅度大，且受限比例较高。

总体看，公司资产规模逐年增长，结构以非流动资产为主；公司非流动资产中投资性房地产占比较大，符合商业地产运营企业的特征，投资性房地产增值幅度大，对公司资产质量影响大，但大部分已设立抵押；公司流动资产中来自股东单位的往来款及存货占比较大，其中存货受限比例较高。整体上看，公司整体资产质量一般。

负债

截至 2015 年末，公司负债合计 85.50 亿元，较年初减少 3.93%，主要系公司长期借款减少所致；其中，流动负债占比 55.12%，非流动负债占比 44.88%，非流动负债占比较年初下降 18.12 个百分点，公司负债转为以流动负债为主。

截至 2015 年末，公司流动负债 47.13 亿元，较年初增长 43.11%，主要系应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占 9.02%）、

预收款项（占 9.06%）、应交税费（占 18.68%）、其他应付款（占 31.80%）和一年内到期的非流动负债（占 30.64%）构成。

截至 2015 年末，公司应付账款 4.25 亿元，主要为应付工程款（占比 99.14%），较年初增长 26.02%，主要系青岛卓越世纪中心项目投资增加，从而使得应付工程款增加所致。

截至 2015 年末，公司预收款项 4.27 亿元，全部为预收售房款；较年初增长 40.73%，主要系 2013 年青岛昌业开始预售收到的预收售房款增加所致。

截至 2015 年末，公司应交税费 8.80 亿元，较年初略微增长 0.07%，主要为土地增值税（占 99.22%）。

截至 2015 年末，公司其他应付款 14.98 亿元，较年初增长 53.16%，主要系关联方往来款增加所致；其构成主要由往来款（占 82.19%）和购房定金（占 16.02%）构成；其中，账龄超过 1 年的其他应付款占比 12.32%，系公司应付给卓越置业集团（青岛）有限公司和深圳永高实业有限公司的往来款项。公司应付关联方往来款中，应付股东卓越置业的往来款 9.55 亿元、应付卓越置业集团（青岛）有限公司的往来款 1.03 亿元、应付深圳市卓越商业管理有限公司的往来款 0.63 亿元，三者合计占公司其他应付款的 74.76%；公司应付往来款集中度较高。

截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债 14.44 亿元，全部为一年内到期的长期借款；较年初增长 82.78%，主要系长期借款转入所致。

截至 2015 年末，公司非流动负债 38.37 亿元，较年初减少 31.55%，主要系长期借款偿还及转入一年内到期的非流动负债所致；公司非流动负债主要包括长期借款（占比 53.70%）和递延所得税负债（占比 46.30%）。

公司长期借款主要为保证担保加抵押担保（抵押物主要为皇岗商务中心商铺与写字楼）的固定资产贷款与物业经营贷款。截至 2015 年末，公司长期借款为 20.61 亿元，较年初减少 47.24%，主要系长期借款临近到期转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款全部为保证加抵押借款。从还款期限来看，借款到期日分布在 2022 年到 2027 年之间；其中，借款到期日为 2022 年的占比 22.85%，借款到期日为 2024 年的占比 35.32%，借款到期日为 2027 年的占比 41.83%，总体看，公司长期借款期限较长，集中度较低。

截至 2015 年末，公司递延所得税负债 17.77 亿元，较年初增长 4.47%，全部来自投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异。

从债务规模看，2015 年公司债务规模下降明显，但短期债务规模较大。截至 2015 年末，公司全部债务合计达 35.35 亿元，较年初减少 24.72%，主要系公司长期借款减少所致。债务构成中，短期债务占比 41.71%，较年初上升 24.88 个百分点，系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；长期债务占比 58.29%。

伴随 2015 年公司借款规模下降，公司资产负债率由年初的 57.48%下降为 55.42%；公司全部债务资本化比率由 41.63%下降为 33.95%；公司长期债务资本化比率则由 37.23%下降为 23.05%，主要系公司长期债务减少而所有者权益增长所致。整体看，公司债务负担较轻。

总体看，2015 年公司负债规模有所下降，公司负债转为以流动负债为主；从行业性质来看，公司负债水平尚可。公司债务以长期借款为主，借款到期期限比较分散，但 2015 年公司短期债务增长迅速，公司存在一定的短期资金支付压力。

所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益合计 68.78 亿元，较年初增长 4.47%，主要来自未分配利润的增长。公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中，实收资本 4.45 亿元（占 6.47%），

较年初未发生变化；资本公积 0.33 亿元（占 0.49%），全部为资本溢价，较年初减少 78.22%，系因公司 2015 年合并卓越集团（青岛）昌业房地产开发有限公司转回资本溢价所致；其他综合收益 34.77 亿元（占比 50.55%），系公司对投资性房地产追溯调整所致；盈余公积 1.89 亿元（占 2.75%），全部为法定盈余公积，较年初减少 14.92%，系合并冲减所致；未分配利润 27.34 亿元（占 39.74%），较年初增长 19.57%。公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较高，权益结构的稳定性较弱。

总体看，2015 年公司所有者权益增长较快，但未分配利润占比较大，权益结构的稳定性较弱。

2. 盈利能力

公司主要从事商业地产的开发与经营，收入主要来自办公楼与商铺的出租，部分收入来自停车场收费。2015 年，公司实现营业收入 3.96 亿元，较 2014 年增长 13.17%，系房产租金收入增长所致，其中房产租赁收入 3.85 亿元（占比 97.09%）、停车场收费收入 1,038.33 万元（占比 2.62%）。2015 年，公司实现营业利润 5.13 亿元，较 2014 年减少 34.23%；实现净利润 4.47 亿元，较 2014 年减少 26.26%，主要系当年确认的投资性房地产公允价值变动收益减少所致；公司净利润全部为归属于母公司所有者的净利润。

从营业利润构成来看，除了营业收入形成的收益，投资性房地产的公允价值变动及投资收益对利润构成也形成较大贡献，如下表所示。公司投资性房地产的公允价值变动收益规模较大，是公司营业利润的重要来源。2015 年，公司公允价值变动收益 3.04 亿元，占营业利润的比重为 59.23%，但同比减少 57.51%，导致公司营业利润大幅下降。此外，2015 年公司实现投资收益 0.60 亿元，同比增长 235.41%，占营业利润的比重为 11.64%；公司投资收益主要来自委托贷款和理财产品。公允价值变动收益和投资收益对公司盈利影响较大。

表 11 2014~2015 年公司利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2015 年	增长率
营业利润	7.80	5.13	34.23
营业收入	3.50	3.96	13.17
公允价值变动收益	7.16	3.04	-57.51
投资收益	0.18	0.60	235.41

资料来源：公司审计报告

期间费用方面，2015 年，公司期间费用总额 2.05 亿元，较 2014 年减少 22.11%，主要来自销售费用和财务费用的减少；其构成中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 10.71%、17.87%和 71.43%。2015 年，公司销售费用 2,197.52 万元，较 2014 年减少 41.38%，主要系公司房地产开发及销售业务减少带来销售费用减少。2015 年，公司财务费用 14,657.15 万元，较 2014 年减少 23.83%，主要系公司偿还部分长期借款带来利息支出减少所致，但公司财务费用规模依旧很大，对利润形成较大侵蚀，考虑到公司 2016 年发行“16 卓越 01”债，未来公司财务费用规模将进一步增加。2015 年，公司费用收入比 51.77%，较 2014 年大幅下降 23.46 个百分点，公司费用控制能力有所提高，但仍处于较高水平。

从盈利指标来看，2015 年，公司主营业务毛利率为 96.25%、营业利润率为 89.66%，均略高于 2014 年的 95.15%和 89.23%。从行业比较来看，如下表所示，公司净资产收益率、总资产收益率均处于行业中等水平，销售毛利率处于行业较高水平。公允价值变动对公司盈利贡献较大，公司盈利能力指标处于较好水平。

表 12 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况 (单位: %)

指标名称	SOHO 中国	北京北辰实业股份	中国国贸	卓越世纪城
净资产收益率	1.42	4.67	11.54	6.65
总资产报酬率	3.05	3.60	9.47	4.34
销售毛利率	73.75	38.94	51.33	96.26

资料来源: Wind 资讯; 卓越世纪城为联合评级计算。

注: 为便于同业比较, 本表数据引自 wind, 应收账款及存货计算均为净额口径, 与本报告附表口径有一定差异。

总体看, 公司营业收入主要来自办公楼与商铺出租获取的租金, 目前公司经营模式成熟, 成本较低; 但公司营业利润对公允价值变动收益依赖较高; 受公司房地产开发销售业务规模减少以及偿还借款的影响, 公司销售费用、财务费用规模减少, 但公司财务费用仍保持在较大规模, 未来财务费用或将进一步上升。

3. 现金流

从经营活动来看, 2015 年, 公司经营活动现金净流入 18.33 亿元, 较 2014 年减少 11.41%。2015 年公司经营活动现金流入 32.30 亿元, 较 2014 年减少 17.48%, 主要系公司对往来资金进行规范清理收回往来欠款所致。其中销售商品提供劳务收到的现金 6.58 亿元, 主要来自物业租金收入以及青岛昌业的预售房款, 收到其他与经营活动有关的现金 25.72 亿元, 主要为卓越集团与卓越置业因资金周转而发生的短期资金往来, 以及青岛昌业收回卓越置业的工程款项。2015 年, 公司经营活动现金流出 13.97 亿元, 较 2014 年减少 24.28%, 其中购买商品、接受劳务支付的现金 3.75 亿元, 支付其他与经营活动有关的现金 9.59 亿元, 主要为卓越集团因青岛昌业、祥华置业建设项目对卓越置业支付的工程款项等。从收入实现质量来看, 2015 年, 公司现金收入比率为 165.99%, 大幅高于 2014 年的 149.44%, 主要系青岛卓越世纪城项目达到预售但尚未结转收入所致, 目前公司现金收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2015 年公司投资活动现金净流出 7.01 亿元, 较 2014 年减少 35.41%。2015 年公司投资活动现金流入 9.11 亿元, 较 2014 年增长 47.86 倍, 主要为收回投资 8.50 亿元, 系公司分别收回青岛创和嘉祺实业有限公司 2.00 亿元委托贷款和深圳市俊唯置业开发有限公司 6.50 亿元委托贷款。2015 年, 公司投资活动现金流出 16.13 亿元, 较 2014 年增长 46.02%, 主要为公司支付的收购青岛昌业股权款以及公司向合作地产公司青岛创和嘉祺实业有限公司提供的借款。

从筹资活动来看, 2015 年公司筹资活动现金净流出 9.71 亿元, 较 2014 年减少 11.99%。公司 2015 年无筹资活动现金流入; 筹资活动现金流出主要为青岛昌业偿还项目开发贷款、卓越集团归还到期的经营性物业贷款本金以及支付贷款利息。

总体看, 2015 年公司经营活动现金流入规模小于 2014 年, 主要系往来款规模减少所致, 公司现金收入实现质量较好; 公司投资活动现金净流出规模有所下降; 公司筹资活动现金流持续净流出。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2015 年, 公司流动比率和速动比率分别 1.10 倍和 0.43 倍, 均低于 2014 年的 1.76 倍和 0.98 倍, 主要系一年内到期的非流动负债和预收款项等增长所致; 公司资产构成中流动资产占比较低, 公司流动比率处于较低水平。2015 年, 公司现金短期债务比为 0.23 倍, 较 2014 年的 0.19 倍有所上升, 但仍属较低水平。总体看, 公司短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 6.74 亿元，较 2014 年减少 31.28%，主要系利润总额减少所致；公司 EBITDA 结构中利润总额占 77.69%、计入财务费用的利息支出占 21.91%、折旧占 0.41%。2015 年，公司 EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比分别为 2.17 倍、0.19 倍，均低于 2014 年的 2.53 倍、0.21 倍；公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力仍属较好水平。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年末，公司共获得银行授信 23.70 亿元，已使用额度 23.68 亿元；公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年末，公司不存在重大未决诉讼。

截至 2015 年末，公司对外担保主合同金额合计 52.28 亿元，占净资产的 73.09%，担保主合同余额合计 33.59 亿元，担保金额高。被担保企业主要系股东卓越置业等关联企业，其中深圳市盛恒达电梯有限公司（以下简称“盛恒达”）原为公司股东卓越置业的设备供应商，由于股东的股权收购，目前也已转为关联方。卓越置业是公司主要的对外担保方，截至 2015 年末，公司对卓越置业累计担保主合同金额 201,358.00 万元、担保主合同余额 118,900.00 万元，在公司对外担保中占比较高。考虑到公司对外担保余额较大，虽以关联方为主，但无相关反担保措施，公司仍存在一定的或有负债风险。

表 13 截至 2015 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保主合同金额	担保主合同余额	担保类型	担保是否已经履行完毕
深圳市卓越商业管理有限公司	60,000.00	59,000.00	保证担保	否
卓越置业集团有限公司	20,000.00	20,000.00	保证担保	否
卓越置业集团有限公司	20,000.00	20,000.00	保证担保	否
卓越置业集团有限公司	18,000.00	--	保证担保	否
卓越置业集团有限公司	6,000.00	6,000.00	保证担保	否
卓越置业集团有限公司	4,000.00	4,000.00	保证担保	否
深圳永高实业有限公司	18,000.00	18,000.00	保证担保	否
深圳市盛恒达电梯有限公司	6,000.00	6,000.00	保证担保	否
深圳市伟创利文化发展有限公司	2,109.00	1,543.26	保证担保	否
协进科技（深圳）有限公司	1,387.00	--	保证担保	否
亿宝德通讯技术（深圳）有限公司	1,333.00	511.60	保证担保	否
青岛丰拓机械有限公司	334.00	252.35	保证担保	否
中地策略(青岛)地产顾问有限公司	104.00	66.02	保证担保	否
卓越置业集团有限公司	71,474.64	66,900.00	抵押担保	否
卓越置业集团有限公司	45,000.00	2,000.00	抵押担保	否
卓越置业集团有限公司	16,883.36 ¹	--	抵押担保	否
深圳卓越南山房地产开发有限公司	30,000.00	20,800.00	抵押担保	否
深圳卓越酒店管理有限公司	15,998.24	16,000.00	抵押担保	否
深圳卓越酒店管理有限公司	42,960.84	19,587.20 ²	抵押担保	否
深圳市盛恒达电梯有限公司	60,000.00	61,761.76 ³	抵押担保	否
重庆国虹投资有限责任公司	9,962.00	13,500.00	抵押担保	否

¹ 担保合同金额为美元 2,600.00 万，此处按 2016 年 1 月 18 日企业信用报告中的折算汇率 1 美元=6.4936 元人民币折算为人民币。

² 担保合同余额为人民币 6,600.00 万元，美元 2,000.00 万元，此处担保合同余额按 2016 年 1 月 18 日企业信用报告中的折算汇率 1 美元=6.4936 元人民币将美元折算为人民币。

³ 担保合同余额为美元 8,200.00 万元，欧元 1,200.00 万元，此处担保合同余额按 2016 年 1 月 18 日企业信用报告中的折算汇率 1 美元=6.4936 元人民币、1 欧元=7.0952 元人民币将欧元、美元折算为人民币。

深圳市卓越商业管理有限公司	44,673.63	--	抵押担保	否
深圳市卓越商业管理有限公司	8,538.53	--	抵押担保	否
合计	502,758.24	335,922.19	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司债务负担较轻、整体偿债能力较好；但公司存在较大的对外担保，存在一定的或有负债风险。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044030400235330J），截至2016年1月18日，公司无关注类与不良类信贷信息记录。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达3.33亿元，约为“16卓越01”本金合计（25亿元）的0.13倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较低；净资产达68.78亿元，约为本次债券本金（25亿元）的2.75倍，公司较大规模的净资产能够对“16卓越01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为6.74亿元，约为债券本金合计（25亿元）的0.27倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入32.30亿元，约为债券本金合计（25亿元）的1.29倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、自持物业所处地域、区域品牌知名度等方面具有一定的竞争优势，加之公司未来将整合卓越集团相关商业地产，公司收入和盈利能力有望提升。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1. 全额收购承诺

为确保本次债券如期兑付，实际控制人李华、卓越开曼（合称“承诺人”）就本次债券兑付作出全额收购承诺，《承诺函》主要条款如下：

（1）发生以下任一情形时，债券持有人有权要求承诺人收购本次债券：

①根据本次债券募集说明书的规定，在兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券；

②在本次债券存续期内，如债券持有人会议根据本次债券募集说明书的规定通过关于提前兑付债券的议案，而在债券持有人大会通过的提前兑付日（T日）前的第3个工作日（T-3个工作日之日），发行人在专项偿债账户中的资金不足以兑付本次债券。

（2）如果债券持有人按照上述约定要求承诺人任何一方或双方收购本期债券，在符合中华人民共和国（仅为本承诺函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区，下同）相关法律法规及适用于承诺人的相关法律法规规定的前提下，承诺人承诺将自行或指定其实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日（T日）前全额收购本期债券，收购价格为计算至收

购日（如果收购日早于兑付日/提前兑付日，则应计算至兑付日/提前兑付日）本期债券的未偿还本息以及罚息（如有）、违约金（如有）、损害赔偿金（如有）的总和。

（3）经有关主管部门、发行人和债券持有人会议批准，本期债券的期限、还本付息方式等发生变更时，无需另行经承诺人同意，承诺人继续承担本承诺函项下的义务。

（4）债券持有人依法将债券转让或出质给第三人的，不影响承诺人在本承诺函项下的义务。

2. 承诺人卓越开曼基本状况

卓越开曼为开曼群岛注册公司，英文名为 Excellence Real Estate Group Limited，成立于 2007 年，注册资本为 5 万股，每股 1 美元。截至 2015 年底，卓越开曼实收资本为 8,800 万元。

根据卓越开曼未经审计的财务报表，截至 2015 年底，卓越开曼总资产合计 839.21 亿元，所有者权益合计 257.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 246.07 亿元。2015 年，卓越开曼实现营业收入 117.91 亿元，净利润 31.59 亿元；经营活动现金流量净额为 17.75 亿元。

截至 2015 年底，卓越开曼的资产负债率为 69.31%，全部债务资本化率为 53.98%。

总体上看，卓越开曼资产规模大，债务负担适中。实际控制人李华、卓越开曼就本次债券兑付做出的全额收购承诺对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

九、综合评价

2015 年，公司物业租赁出租率高，单位租金水平平稳上升，物业租赁收入稳步提高；自持物业价值较高；公司收购青岛卓越世纪中心项目，预计可为公司带来较大规模的销售收入和租金收入。同时，联合评级也关注到公允价值变动对公司利润影响大、公司对关联企业应收款项规模较大以及存在一定的或有负债风险等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司自持物业单位租金平稳上升；加之新收购项目青岛卓越世纪中心的销售和出租，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

公司实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛）承诺公司在偿债保障金专户的资金不足以兑付本次债券情况下，债券持有人有权要求承诺人收购本次债券。此承诺对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 卓越 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 深圳卓越世纪城房地产开发有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	154.84	154.29
所有者权益（亿元）	65.84	68.78
短期债务（亿元）	7.90	14.74
长期债务（亿元）	39.06	20.61
全部债务（亿元）	46.96	35.35
营业收入（亿元）	3.50	3.96
净利润（亿元）	6.07	4.47
EBITDA（亿元）	9.81	6.74
经营性净现金流（亿元）	20.69	18.33
应收账款周转次数（次）	--	110.12
存货周转次数（次）	--	0.01
总资产周转次数（次）	--	0.03
现金收入比率（%）	149.44	165.99
总资本收益率（%）	--	5.49
总资产报酬率（%）	--	4.34
净资产收益率（%）	--	6.65
营业利润率（%）	89.23	89.66
费用收入比（%）	75.23	51.77
资产负债率（%）	57.48	55.42
全部债务资本化比率（%）	41.63	33.95
长期债务资本化比率（%）	37.23	23.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.53	2.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.19
流动比率（倍）	1.76	1.10
速动比率（倍）	0.98	0.43
现金短期债务比（倍）	0.19	0.23
经营现金流动负债比率（%）	62.83	38.90

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。

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 - 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	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

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

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。