跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]974 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公开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公开发行的“16 卓越 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十三日

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

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司
公司债券 2017 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	5 年（3+2）	AA	AA	2016 年 6 月 15 日

增信措施：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：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	156.21	185.84
所有者权益（亿元）	70.07	74.16
长期债务（亿元）	20.61	64.81
全部债务（亿元）	35.76	68.46
营业收入（亿元）	4.57	14.00
净利润（亿元）	4.61	3.31
EBITDA（亿元）	7.12	7.55
经营性净现金流（亿元）	18.46	-6.29
营业利润率（%）	87.62	38.11
净资产收益率（%）	6.78	4.59
资产负债率（%）	55.14	60.09
全部债务资本化比率（%）	33.79	48.00
流动比率（倍）	1.12	2.73
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	2.26	2.38
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.28	0.30

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；2、数据单位除特别说明外，均指人民币；3、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；4、由于公司 2016 年完成对四家公司同一控制下企业合并，对财务数据进行了追溯调整，2015 年相关数据与去年披露数据有所出入；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 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”）主要物业租赁项目经营稳定，随着青岛卓越世纪中心项目部分物业的竣工交付，公司房产销售收入大幅增加，带动收入规模明显提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司债务规模增长较快、期间费用对利润侵蚀加重、物业增值对利润贡献程度下降、公司关联方往来款规模较大等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

2016 年，公司同一控制企业合并广州地王广场，物业租赁项目进一步丰富。随着公司自持物业单位租金平稳上升及青岛卓越世纪中心的对外出租及收入结转，公司收入规模和盈利能力短期内有望有一定提升。

公司实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛注册，以下简称“卓越开曼”）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”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 卓越 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司主要自持物业项目卓越世纪中心位于深圳市中心区的核心地段，2016 年租金收入规模保持稳定。

2．2016 年，青岛卓越世纪中心项目部分物业的竣工交付，公司房产销售收入大幅增加，带动收入规模明显提升。

3．公司实际控制人李华、卓越开曼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。

关注

1. 公司商业地产经营易受区域环境影响，且公司房产开发项目储备较少，房产销售收入可持续性弱。

2. 公司利润规模对投资性房地产公允价值变动收益的依赖大，2016 年，公司自持物业增值幅度下降。公司投资性房地产仍面临一定价值波动风险。

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规模较大，对公司资金形成一定占用。

4. 公司投资性房地产受限比例较大，2016 年，公司债务增长较快，财务费用对利润侵蚀加重，盈利能力下降。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其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

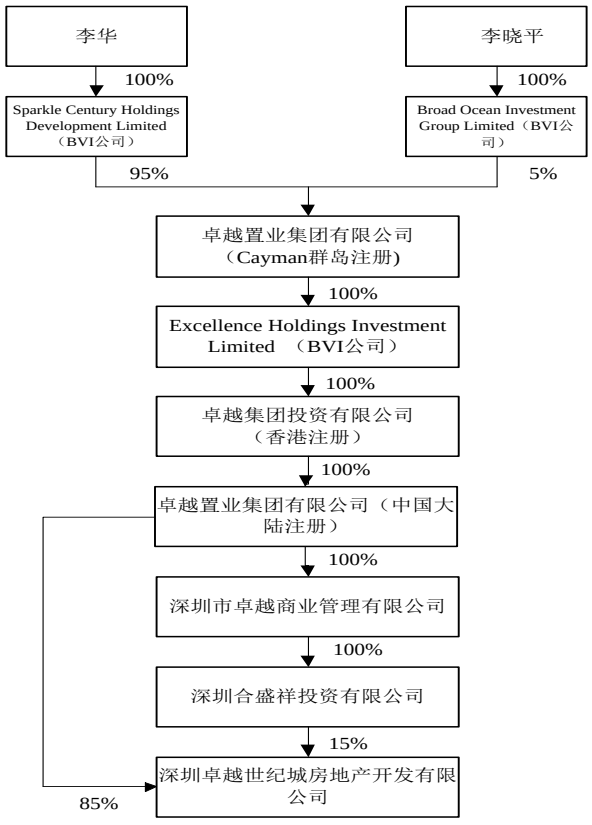
一、主体概况

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300万元人民币，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“卓越投资”）直接持有公司85%的股权；通过全资子公司卓越置业集团有限公司（中国大陆注册，以下简称“卓越置业集团”）持有公司15%的股权，卓越投资为公司控股股东，实际控制人为李华先生。

2016年7月，卓越投资将持有公司85%的股权委托其境内三级子公司深圳合盛祥投资有限公司（以下简称“合盛祥投资”）管理；2016年12月，为优化集团内部业务板块，卓越投资将其持有的公司85%的股权转让给卓越置业集团，由卓越置业集团向卓越投资定向增发实收资本作为支付对价，仍由合盛祥投资代为管理。股权收购完成后，公司注册资本由港币折算为人民币，变更为44,500.128万元[1]，卓越置业集团直接持有公司85%的股权，公司最终控股股东仍为卓越投资，公司控股股东、实际控制人未发生变更。

图1　截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

[1]注册资本折算的汇率是分别根据股东缴款时的汇率计算

公司经营范围有所变更，包括：自有物业租赁、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；设计、制作、发布、代理国内外各类广告业务（取得相关许可后方可从事经营）。公司目前主要业务为自有物业的租赁及管理。2016年，公司合并范围新增加广州卓越地王广场经营管理有限公司，属于同一控制下企业合并，截至2016年底，公司合并范围子公司共2家，公司组织结构未发生变化，在职员工678人。

截至2016年末，公司合并资产总额185.84亿元，负债总额111.68亿元，所有者权益74.16亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现营业收入14.00亿元，净利润3.31亿元，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-6.29亿元，现金及现金等价物净增加额21.26亿元。

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”。

公司面向合格投资者公开发行25亿元公司债券，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”）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深圳市祥华置业发展有限公司（以下简称“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，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。公司于2017年2月25日兑付了自2016年2月25日至2017年2月24日期间的利息。

三、行业分析

1．行业概况

2016 年初，全国房地产行业在信贷刺激与去库存政策等多项利好刺激下行业景气度持续回暖，增速呈快速增长态势；二线及部分三线热点城市房地产市场在 2016 年下半年后呈较为乐观态势，但不同区域房地产市场仍明显分化，去库存成为房地产行业共识；进入 2016 年四季度，政府担心房地产行业泡沫化，因城施策的房地产调控政策再起。

2016 年，全国房地产开发投资额 102,581.00 亿元，较上年名义增长 6.90%，增速较上年同期增长 5.9 个百分点，投资增速有所回升。房屋新开工面积 166,928.00 万平方米，较上年增长 8.10%。全年土地购置面积 22,025.00 万平方米，较上年下降 3.45%。总体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，2016 年投资增速有所回升。

2016 年，全国 300 城市土地供需小幅下降，整体分化趋势没有改变，重点城市土地成交热度攀升带动地价及溢价率上涨，出让金总额较去年增加三成。2016 年，除二线城市外，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；二线城市土地出让金大幅上升 68%，三线城市土地出让金同比增长 7%，一线城市土地出让金同比下降 16%。各线城市楼面均价和土地溢价率均

有不同程度上升，一线城市楼面均价和土地溢价率分别增长 9%和提高 18 个百分点，到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别增长 74%和提高 34 个百分点，到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别增长 19%和提高 18 个百分点，到 887 元/平方米和 26%。

2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.05 亿元，同比增长 15.20%。其中，国内贷款 21,512.40 亿元，同比增长 6.40%；利用外资 140.44 亿元，同比下降 52.60%；自筹资金 49,132.85 亿元，同比增长 0.20%；其他资金 73,428.37 亿元，同比增长 31.90%。进入 10 月份，我国政府出于对房地产泡沫的担忧加强了对房地产企业资金来源的监管，10 月末起央行、银监会要求银行加强房地产贷款管理、控制银行理财投资非标比率、针对 16 个热点城市加强房地产领域理财资金监管；上交所、深交所分别出台《关于实施房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》和《关于试行房地产行业划分标准操作指引的通知》对房地产发债实施分类管理；发改委出台《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，对从事商业性房地产项目的企业债融资实行一刀切，禁止其发债；中国基金业协会对私募资管计划直接或者间接用于房地产价格上涨过快的城市普通住宅地产项目的，暂不予备案；不得通过委托贷款、信托计划、收益权/受益权等方式向地产企业融资；向下穿透审查底层资产。监管加强对房地产企业融资有一定不利影响。

市场供需方面，2016 年，随着房地产行业持续回暖，全国商品房销售面积和销售金额呈快速增长态势。2016 年，全国商品房销售面积 157,348.53 万平方米，同比增长 22.50%，其中住宅销售面积增长 22.40%，办公楼销售面积增长 31.40%，商业营业用房销售面积增长 16.80%；全国商品房销售金额 117,627.05 亿元，同比增长 34.78%，其中住宅销售金额增长 36.10%，办公楼销售面积增长 45.80%，商业营业用房销售面积增长 19.50%。截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539.00 万平方米，较上年末下降了 3.22%，主要系本年度房地产市场销售情况较好以及地方政府加大推进房地产行业去库存力度所致；其中，截至 2016 年底商品房住宅待售面积为 40,257.00 万平方米，较上年末下降了 11.00%，库存压力有所下降。

销售价格方面，2016 年以来全国房地产市场呈现持续企稳回暖态势。2016 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 13,035.00 元/平方米，较年初增长了 2,079.00 元/平米。一线城市住宅价格指数呈快速增长态势，全年同比增幅在 18%以上；二线城市住宅价格指数呈企稳至快速回升态势，同比增长率由 1 月份的 0.71%增长至年末的 17.89%；三线城市住宅价格指数呈企稳回升态势，同比增长率由 1 月份的-0.90%增长至年末的 9.24%。

2016 年，房地产行业集中度略有提升，2016 年房地产行业前 10 名企业销售额占比为 18.72%，较上年增长 1.85 个百分点；前 20 名企业销售额占比为 25.23%，较上年提高了 2.41 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 9.70%和 16.21%，较上年分别下降了 1.61 个百分点和提高了 1.59 个百分点（详见下表）。

表 1　2015~2016 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.72
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.23
前 10 大企业销售面积占比	11.31	9.70
前 20 大企业销售面积占比	14.62	16.21

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2016 年房地产行业呈持续回暖态势，房地产投资完成额、销售金额及销售价格均呈

快速增长态势；2016 年四季度以来政府主管部门加强了对房地产资金来源的监管，对房地产企业融资有一定不利影响；房地产行业集中度进一步提高。

2．行业政策

针对 2016 年我国房地产市场呈现的新局面，政策环境也呈新的变化，随着热点城市房价、地价快速上涨，政策分化进一步明显。中央层面，中央多次表态要抑制资产泡沫防范金融风险；地方层面，地方调控经历了从政策宽松到热点城市持续收紧的过程。

中央层面

2016年2月份，政府出台两项利好政策，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。

2016年3月，两会期间政府工作报告提出要以满足新市民需求为出发点，为“新市民”更好融入“新城镇”创造条件，并明确2016年深入推进新城镇化的三项重点工作。针对房地产方面，提出提高棚改货币化安置比率，完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳发展。

2016年4月，政治局会议提出，按照加快提高人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，有序消化房地产库存，注重解决区域性、结构性问题，实施差别化的调控政策。

2016年7月，政治局会议提出，去库存和补短板的指向要同有序引导城镇化进程和农民工市民化有机结合起来。

2016年10月，政治局会议提出，要坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。

2016年12月，中央经济工作会议强调“房子是用来住的、不是用来抄的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和有效机制。

地方层面

2016年初，地方积极出台各类措施推动去库存化，随着一线及热点二三线城市房价地价上涨较快，地方政策开始陆续出台调控政策。

一线城市率先出台调控政策收紧措施，2016年3月，深圳与上海市限购加码；5月北京通州商住限购；调控政策收紧趋势逐步向热点二线城市蔓延，苏州、南京等地通过限价、限贷、加强监管等措施稳楼市。十一前后，22个城市密集出台新一轮调控政策，通过提高购房门槛、调整贷款首付比率等遏制投机性需求；随后嘉兴市及下辖县嘉善县、张家口怀来县等一线城市周边的三、四线城市也加入限购行列。中央经济工作会议后，各地方政府积极响应，继续升级调控，截至2016末，全国合计有25个地级市和多个县级市出台了房地产调整收紧政策。2017年3月以来，一线城市北京、广州，热点二三线及其部分县级市合计17地房地产调控政策再度升级，从限贷、限购两方面进行调控。

三、四线城市库存压力依然严峻，去库存促销售的政策范围不断扩大。2016年，全国大部分省市开始落实去库存措施，设施更有针对性的因地制宜政策，多省强调实施“一市（县）一策”。河北、安徽和成都等省市提出了有保有压的政策方向，非热点地区加强去库存力度；广西、山东和湖南省提出了支持农民工购房的政策方向；海南省提出差别化供地的政策方向；西安市和辽宁省提出住房租赁市场建设的政策方向；湖南、浙江省提出加大棚改货币化安置比率的政策方向；南昌、绍兴、石家庄市和福建省鼓励非住宅去库存。

总体看，我国房地产政策进一步分化，对于热点城市呈持续收紧态势，通过限购、限贷、限价等方式进行调控；房地产库存压力较大的地区继续因地制宜实施去库存政策。

3．行业关注

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年 10 月份，我国房地产调控政策再度趋严，全国热点一、二线城市陆续出台调控政策从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

房地产开发资金来源监管趋严

房地产行业开发资金来源监管趋严，相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三、四线城市房地产市场增长相对较低；而一、二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

4．行业发展

地产金融化和资本化催生大地产格局，地产金融属性加速释放

大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

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，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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。

房企拓展第二主业意愿加强

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。

四、管理分析

2016年，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。2016 年以前，公司收入主要来自房产租赁业务，占营业收入比重 96%以上。2016 年，随着青岛卓越世纪中心项目 2#、3#和 4#号楼竣工交付，公司房产销售收入大幅增加，带动公司 2016 年营业收入同比增长 206.24%至 14.00 亿元，房产销售收入转变为公司收入主要来源，占营业收入比重为 68.58%。2016 年，公司实现房产租赁收入 4.29 亿元，同比减少 3.64%，主要系部分商场对租户重新定位，部分租户处于免租期所致；随着房产销售收入的确认，房产租赁收入占比大幅下降至 30.67%。2016 年，公司停车场收费业务收入 823.01 万元，收入较上年下降明显，主要系部分停车场升级改造，部分租户停租所致。公司其他业务收入为对租户的违约金收入，2016 年实现收入 219.51 万元。

毛利率变化方面，2015 年，公司未发生房产销售收入结转；2016 年，公司房产销售毛利率 22.31%；公司房产租赁业务毛利率 92.30%，较上年下降 5.18 个百分点，主要由于部分商场对租户重新定位引起租赁收入减少，同时青岛昌业商场处于装修阶段，目前只有费用支出。由于收入性质原因，公司停车场收费和其他业务收入毛利率为 100%，较上年没有变化。整体来看，2016 年，受毛利率较低的房产销售比重大幅增加影响，公司综合毛利率较上年下降 23.72 个百分点至 72.54%，但毛利率水平仍处于较高水平。

表 2　公司 2015~2016 年营业收入及利润率情况（单位：万元、%）

项目	2015 年度			2016 年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售	--	--	--	96,003.87	68.58	22.31
房产租赁	44,555.32	97.48	93.95	42,932.80	30.67	92.30
停车场收费	1,038.33	2.27	100.00	823.01	0.59	100.00
其他	115.35	0.25	100.00	219.51	0.16	100.00
合计	**45,709.00**	**100.00**	**96.26**	**139,979.19**	**100.00**	**72.54**

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：2016年，公司通过同一控制下企业合并，获得广州卓越地王广场经营管理有限公司100%的股权，新增对外出租物业广州地王广场，公司对2015年报表进行了追溯调整。

总体看，2016 年，随着青岛卓越世纪中心项目房产销售收入的确认，公司营业收入同比大幅增长；公司持有卓越世纪中心等优质物业，但受跟踪期内租户调整影响，房产租赁收入及毛利率较上年有所下降；停车场收费业务和其他业务受限于收入规模，对公司经营影响较小，公司毛利率水平有所下降但仍处于较高水平。

2．物业租赁业务

2016 年，公司通过同一控制下企业合并，获得广州卓越地王广场经营管理有限公司 100%的股权，新增对外出租物业广州地王广场。截至 2016 年底，公司运营的项目主要是深圳卓越世纪中心、横岗中心花园商铺、青岛卓越世纪中心以及广州地王广场。

深圳卓越世纪中心

深圳卓越世纪中心在深圳市中心区，系公司与深圳市皇岗实业股份有限公司（以下简称“皇岗实业”）合作开发项目，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。项目业态成熟，招租压力小。2016 年，租赁合同签订模式

及租金收取模式未发生较大变化。

深圳卓越世纪中心运营情况方面，2016 年，深圳卓越世纪中心平均出租率为 95%，较上年下降 1 个百分点，系租赁期正常波动；其中，写字楼出租率为 94.21%，商铺物业出租率为 96.04%，较上年变化不大。

单位租金方面，2016 年，写字楼单位租金 276 元/平米/月，较上年变化不大；商铺单位租金 407 元/平米/月，较上年增长了 4.09%，主要由于深圳卓越世纪中心地理位置优越，随着入驻该区域写字楼的企业增多，办公楼职员消费需求增大，引起商铺单位租金上涨。

2016 年，受益于单位租金增长和稳定的出租率，深圳卓越世纪中心实现租金收入 3.88 亿元，较上年增长 1.70%，占物业租赁收入比重 90.44%，仍为物业租赁业务收入主要来源；其中，写字楼租金收入 2.82 亿元，商铺租金收入为 1.06 亿元。

表 3　2015~2016 年深圳卓越世纪中心租赁情况（单位：平方米、元/平方米/月、万元）

项目	2015 年	2016 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	96.00%	95.00%
其中：写字楼	95.00%	94.21%
商铺	96.00%	96.04%
平均租金	--	--
其中：写字楼	274.00	276.00
商铺	391.00	407.00
租赁收入	38,158.91	38,808.87
其中：写字楼	27,952.20	28,160.80
商铺	10,206.71	10,648.07

资料来源：公司提供

横岗中心城市花园

2016 年，横岗中心城市花园物业出租率为 88%，较上年提高 2 个百分点，主要系公司提高运营效率所致；平均租金 56 元/平方米/每月，较上年小幅提高；受益于出租率和租金的提高，横岗中心城市花园，2016 年租赁收入为 210 万元，较上年增长 5.00%

表 4　2015~2016 年横岗中心城市花园物业租赁情况 （单位：平方米、元/平方米/月、万元）

项目	2015 年	2016 年
建筑面积	4,811.66	4,811.66
出租率	86%	88%
平均租金	54	56
租赁收入	200	210

资料来源：公司提供

广州地王广场

广州地王广场位于广州市越秀区中山三路英雄广场地下，东接广州地铁一号线烈士陵园站，西临中华广场，是汇集服饰、餐饮、娱乐于一体的购物地下商场，租赁期限一般为 3~5 年签一次合同，主要是固定收益和浮动收益为主。广州地王广场主要针对年轻消费群体，由于年轻人的消

费需求和方式容易改变，地王广场经营效益收到一定影响，具体体现为出租率和租金的下降；2016年，广州地王广场物业出租率为80%，较上年下降7个百分点；平均租金为232元/平方米/每月，同比下降15.94%；租赁收入为4,687.07万元，较上年减少22.80%

表5　2015~2016年广州地王广场物业租赁情况　（单位：平方米、元/平方米/月、万元）

项目	2015年	2016年
建筑面积	21,640	21,640
出租率	87%	80%
平均租金	276	232
租赁收入	6,071.29	4,687.07

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业地理位置优越，商办写字楼与商铺业态发展较为均衡，出租率整体处于较高水平。

3．自持物业增值情况

公司所持物业主要包括横岗中心花园商铺、卓越世纪中心写字楼及商铺和青岛卓越世纪中心写字楼，2016年，公司自持物业资产评估价值为95.82亿元，公允价值变动1.94亿元，较2015的3.04亿元增值幅度下降明显，公司商业物业保值良好。

表6　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	评估价值	
			2015年	2016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
皇岗商务中心1号楼1301~6403共289套房地产	办公	82,751.89	58.73	58.79
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
卓越世纪中心3号楼515~519共5套房地产	办公	250.39	0.16	0.16
卓越世纪中心4号楼3801~3804共4套房地产	办公	1,946.63	1.34	1.34
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	2.22	2.39
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	24.39	24.47
青岛卓越世纪中心		62,784.18		7.34
合计	**--**	**185,395.21**	**88.16**	**95.82**
公允价值变动	**--**	**--**	**3.04**	**1.94**

资料来源：公司提供

总体看，2016年，随着房地产市场行情降温，公司自持物业增值幅度有所下降，物业整体质量较高，保值情况良好。

4．物业销售业务

公司物业开发及销售项目主要为青岛卓越世纪中心，由青岛昌业负责运营，项目位于青岛市中央商务区，该区域未来将规划成为集“一心、一带、两区、三轴”于一体的综合性商务中心，周边规划将有超过 30 多条公交线路覆盖，地下设有 4 个地铁站，其中 2 处为枢纽换乘站。

青岛卓越世纪中心项目占地 2.99 万平方米，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 43.72 万平方米，地上建筑面积 32.78 万平方米，其中写字楼建筑面积 27.17 万平方米，裙楼商业建筑面积 5.61 万平方米，地下建筑面积 10.94 万平方米。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 15.91 万平方米用于销售，1 号写字楼物业 11.17 万平方米及裙楼商业 5.61 万平方米自持，并对外出租。

青岛卓越世纪中心 2~4 号楼写字楼物业于 2014 年开始预售，截至 2016 年末，青岛卓越世纪中心 2~4 号楼，累计签约面积 13.03 万平方米，销售比例 81.93%。青岛卓越世纪中心 1 号楼主体已经完工，目前在进行内部装修，预计 2017 年 10 月开始对外出租。

2016 年，由于 2 号楼整体销售给信达金融租赁，当期项目签约面积及签约销售金额同比大幅增长，分别为 10.94 万平方米和 16.02 亿元；销售单价 14,649 元/平方米，较上年下降 8.22%，主要系 2 号楼整体销售，给予一定的价格优惠所致。2016 年，青岛卓越世纪项目部分物业竣工交付，项目结算面积及结算金额分别为 6.02 万平方米和 9.60 亿元，带动房产销售板块及公司营业收入明显提升。

表 7　青岛卓越世纪中心项目销售情况

项目	2015 年	2016 年
签约面积（平方米）	7,651.99	109,400.00
签约金额（万元）	12,213.95	160,200.00
销售单价（元/平方米）	15,961.80	14,649.00
结算面积（平方米）	0.00	60,150.00
结算金额（万元）	0.00	96,004.00

资料来源：公司提供

青岛卓越世纪中心项目部分物业预计自 2017 年 10 月开始对外出租，根据公司预测，至 2021 年可带来 9.15 亿元租金收入，未来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：平方米、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，2016 年，公司合并广州地王广场，物业租赁规模进一步扩大，青岛卓越世纪中心项目部分物业竣工交付，带动公司收入规模大幅提升。

5．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卓越世纪中心、横岗中心城市花园和广州地王广场；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。

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，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。

6．未来发展

公司作为写字楼、商业物业运营商，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

1．财务概况

公司提供的 2016 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。

2016 年，公司合并范围新增加 1 家子公司广州卓越地王广场经营管理有限公司，属于同一控制下企业合并。由于企业合并以及会计差错更正，公司对 2015 年数据进行了追溯调整。下文分析涉及到 2015 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2016年末，公司合并资产总额185.84亿元，负债总额111.68亿元，所有者权益74.16亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016年，公司实现营业收入14.00亿元，净利润3.31亿元，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-6.29亿元，现金及现金等价物净增加额21.26亿元。

2．资产质量

资产

截至 2016 年末，公司合并资产总额 185.54 亿元，较年初增长 18.96%，主要系公司流动资产大幅增长所致；其中，流动资产占比 40.37%，较去年提高 6.09 个百分点；非流动资产占比 59.63%，

非流动资产占比较大，符合商业地产运营企业的特征。

流动资产方面，截至 2016 年末，公司流动资产合计 75.02 亿元，较年初增长 40.10%，主要系货币资金和其他应收款大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 32.74%）、其他应收款（占 35.51%）和存货（占 30.33%）构成。

截至 2016 年末，公司货币资金 24.56 亿元，较年初增长 612.53%，主要系公司 2016 年发行两期公司债券所致；其构成主要为银行存款（占比 99.62%）和其他货币资金（占比 0.38%）。公司其他货币资金由按揭保证金（占比 78.64%）和借款保证金（占比 21.36%）构成，且全部为受限制的货币资金，公司受限资金占比较低。

公司其他应收款主要为关联方往来款（占比 96.96%）。截至 2016 年末，公司其他应收款账面价值 26.64 亿元，较年初增长 48.26%；其中，新增股东卓越商置的往来款项 21.83 亿元（占比达到 81.72%），主要系集团统一资金管理所致；截至 2016 年末，其他应收款计坏账账准备 0.08 亿元，计提比例 0.30%；公司对股东的往来款金额较大，对资金形成一定的占用。

截至 2016 年末，公司存货 22.75 亿元，较年初减少 27.34%，主要系公司青岛世纪中心商铺由开发成本转入投资性房地产所致；公司存货主要由开发产品（占比 45.70%）和开发成本（占比 54.30%）构成；其中，开发成本全部为青岛卓越世纪中心项目，预计 2017 年内竣工。考虑青岛市房地产市场景气度较好，未计提跌价准备。

非流动资产方面，截至2016年末，公司非流动资产110.82亿元，较年初增长7.94%，主要系投资性房地产增长所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占比10.32%）和投资性房地产（占比86.47%）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 2016 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（海鹊落新村建设）土地一级开发项目，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 2016 年末，公司投资性房地产 95.82 亿元，较年初增长 8.68%，主要系公司青岛卓越世纪中心自持物业由存货调整进入投资性房地产，并按公允价值计量所致；公司投资性房地产全部为商铺和写字楼；其中，公允价值变动为 2.43 亿元，占比达 2.54%，增值幅度较上年大幅降低。

截至 2016 年末，公司所有权或使用权受限资产 84.12 亿元，其中，货币资金占比 0.11%，全部为保证金；存货占比 9.72%，用于抵押贷款；投资性房地产 90.17%，用于抵押贷款。公司所有权或使用权受限资产占资产总额 45.26%，占比较大。

总体看，2016 年，公司资产规模进一步增长，非流动资产占比较大；流动资产中存货和股东往来款占比较大，对资金形成一定程度的占用。非流动资产中投资性房地产占比大，大部分已被抵押；公司资产流动性较弱，资产质量一般。

3．负债和所有者权益

负债

截至 2016 年末，公司负债合计 116.68 亿元，较年初增长 29.64%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占比 24.59%，非流动负债占比由年初的 44.55%提升至 75.41%，公司负债转

为以非流动负债为主。

截至 2016 年末，公司流动负债 27.46 亿元，较年初减少 42.52%，主要系其他应付款以及一年内到期的非流动负债减少所致；公司流动负债主要由应付账款（占 15.15%）、应交税费（占 36.97%）、应付利息（占 5.79%）、其他应付款（占 26.68%）和一年内到期的非流动负债（占 13.28%）构成。

截至 2016 年末，公司应付账款 4.16 亿元，较年初小幅减少 2.73%，变化不大；主要为应付承包工程款（占比 94.04%）。

截至 2016 年末，公司应交税费 10.15 亿元，较年初增长 15.10%，主要系应交土地增值税增长所致；公司应交税费主要为应交土地增值税，占应交税费总额 86.04%。

截至 2016 年末，公司应付利息 1.59 亿元，较年初大幅增长 5,178.19%，主要系 2016 年发行公司债券，应付债券利息增长所致。

截至 2016 年末，公司其他应付款 7.33 亿元，较年初减少 51.57%，主要系公司偿还股东卓越置业集团代垫的收购青岛昌业和祥华置业股权的款项所致；其构成主要由往来款（占 15.87%）、租赁意向金和押金（占 15.50%）和融资租赁合同预收意向金（占 65.35%）构成；其中，账龄超过 1 年的其他应付款为公司与深圳永高实业有限公司的往来款项，占比 11.19%，其他应付款账龄结构以一年以内为主。

截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债 3.65 亿元，全部为一年内到期的长期借款；较年初大幅减少 75.45%，主要系公司偿还了青岛昌业项目开发贷款所致。

截至 2016 年末，公司非流动负债 84.22 亿元，较年初大幅增长 119.48%，主要系 2016 年发行公司债券引起应付债券大幅增长所致；公司非流动负债主要包括长期借款（占比 28.55%）、应付债券（占比 48.41%）和递延所得税负债（占比 21.98%）。

截至 2016 年末，公司长期借款为 24.04 亿元，较年初增长 16.67%，主要系青岛昌业新增分别向渤海银行以及信达金融租赁有限公司签订的保证并抵押借款所致；公司长期借款全部为保证加抵押借款，从还款期限来看，借款到期日主要分布在 2019 年到 2027 年之间；其中，借款到期日为 2019 年的占比 24.96%，借款到期日为 2022 年的占比 4.12%，借款到期日为 2024 年的占比 30.37%，借款到期日为 2027 年的占比 40.65%，总体看，公司长期借款偿还期限较为分散，集中偿付的风险较小。

截至 2016 年末，公司应付债券 40.77 亿元，为 2016 年发行的两期公司债券（16 卓越 01、16 卓越 02）。

截至 2016 年末，公司递延所得税负债 18.51 亿元，较年初增长 4.41%，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，2016 年公司债务规模上升明显，长期债务规模较大。截至 2016 年末，公司全部债务合计达 68.46 亿元，较年初大幅增长 91.43%，主要系公司应付债券大幅增长所致。债务构成中，短期债务占比 5.33%，较年初下降 37.05 个百分点，系偿还大额一年内到期的长期借款所致；长期债务占比 94.67%。伴随 2016 年公司债券的发行，公司资产负债率由年初的 55.14%上升为 60.09%；公司全部债务资本化比率由年初的 33.79%上升为 48.00%；公司长期债务资本化比率则由年初的 22.72%上升为 46.64%。整体看，公司债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

总体看，2016 年，随着公司债券的发行，公司负债转为以非流动负债为主，公司负债规模有所上升，债务负担有所加重，从行业性质来看，公司债务规模处于可控水平。

所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 74.16 亿元，较年初增长 5.83%，主要系未分配利润的

增加所致。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，占比 6.00%，较年初无变化；资本公积 0.36 亿元，占比 0.49%，较年初无变化；其他综合收益 35.55 亿元，占比 47.93%，较年初小幅增长 2.23%，整体变动不大；盈余公积 198 亿元，占比 2.67%，较年初无变化；未分配利润 31.81 亿元，占比 42.90%，较年初增长 11.62%。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，2016 年公司所有者权益小幅增长，权益结构的稳定性较弱。

4．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 14.00 亿元，同比增长 206.24%，主要系青岛卓越世纪中心项目 2#、3#、4#号楼竣工，部分物业交付业主，确认房产销售收入，引起营业收入大幅增加所致。2016 年，公司实现营业利润 3.46 亿元，同比下降 34.91%，主要系财务费用大幅增加以及投资性房地产公允价值变动收益对利润的贡献大幅减少所致。2016 年，实现净利润 3.31 亿元，同比下降 28.16%；公司净利润全部为归属于母公司所有者的净利润。

期间费用方面，2016 年，公司期间费用总额 3.82 亿元，同比大幅增长 64.23%，主要来自销售费用和财务费用的增长；其构成中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 14.59%、16.11%和 69.30%。2016 年，由公司加大青岛卓越世纪中心项目销售力度，公司销售费用和管理费用分别同比增长 114.91%和 8.60%，至 0.56 亿元和 0.62 亿元；2016 年，公司财务费用 2.65 亿元，同比增长 76.49%，主要系公司 2016 年发行公司债券引起利息支出大幅增长所致。2016 年，公司费用收入比 27.32%，较 2015 年大幅下降 23.63 个百分点，主要系营业收入大幅增长所致。总体看，2016 年，随着营业收入的增长，公司费用控制能力有所提高，但大规模的期间费用仍对利润形成一定的侵蚀。

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对利润构成也形成较大贡献。2016 年，公司公允价值变动收益 1.94 亿元，同比减少 36.20%，主要系投资性房地产 2016 年增值幅度较小所致；公司公允价值变动收益占营业利润的比重为 56.15%（较去年减少 1.14 个百分点），由于占比较高，其规模下降引起公司营业利润大幅下降。2016 年，公司营业外收入 0.96 亿元，同比增长 728.90%，主要系收到青岛市政府针对青岛卓越世纪中心项目拨入的《服务业发展扶持资金》总计 0.83 亿元所致；2016 年，公司营业外收入占利润总额 21.86%；整体看，公司盈利能力对非经营性损益的依赖性较大。

从盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 38.11%，较上年的 87.62%，大幅下降，主要系毛利率较低的房地产销售收入大幅增长，且占比较高所致。公司总资本收益率、总资产收益率和净资产收益率分别为 4.88%、4.18%和 4.59%，较上年分别下降 0.72 个百分点、0.27 个百分点和 2.19 个百分点，公司盈利能力有所降低。

总体看，随着房地产销售收入的确认，公司营业收入大幅增长，但营业利润率大幅降低；公司营业利润对公允价值变动收益依赖较高；公司 2016 年发行公司债券，债务负担加重，公司财务费用大幅增长，对营业利润形成较大侵蚀，营业利润下滑较大。

5．现金流

2016，年公司经营活动现金流入 15.84 亿元，较 2015 年减少 54.62%，主要系收到关联方往来资金大幅减少所致；其中，销售商品提供劳务收到的现金 8.61 亿元，同比增长 19.74%，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 7.23 亿元，同比减少

73.91%，主要系收到关联方往来款较上年大幅减少所致。2016 年，公司经营活动现金流出 22.13 亿元，同比增长 34.62%，主要系支付经营活动往来款大幅增长所致；其中购买商品、接受劳务支付的现金 4.86 亿元，较年初增长 25.53%；支付其他与经营活动有关的现金 16.32 亿元，同比增长 38.29%，主要系支付关联方往来款增长所致。受以上综合影响，2016 年，公司经营活动现金净流由 2015 年净流入 18.46 亿元转为净流出 6.29 亿元，。

从投资活动看，2016 年，公司投资活动现金流入 12.21 亿元，同比增长 33.97%，主要系 2016 年末收回理财产品投资所致；2016 年，公司投资活动现金流出 20.91 亿元，同比增长 29.62%，主要由于 2016 年公司偿还了卓越置业集团提供的用于收购青岛昌业的股权款项所致；受以上综合影响，2016 年，公司投资活动现金净流出 8.70 亿元，同比增长 23.98%。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 56.42 亿元，主要来自发行公司债券融资款和预收融资租赁合同款。2016 年，公司筹资活动现金流出 20.16 亿元，同比增长 100.14%，主要系偿还大额长期借款所致。受以上综合影响，2016 年，公司筹资活动现金净流入 36.25 亿元，同比增长 459.88%。

总体看，2016 年，受关联方往来款影响，公司经营活动现金流量净额由正转负，公司现金收入实现质量下降明显；由于公司偿还股东垫付的收购子公司股权款，投资活动现金净流出规模上升；由于发行公司债券，公司筹资活动现金流量净额大幅提高。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年，受公司发行债券引起货币资金大幅增长以及偿还大额一年内到期的长期借款和股东往来款影响，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比，较上年均大幅提高，分别至 2.73 倍、1.90 倍和 6.74 倍。总体看，公司短期偿债能力提高明显。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 7.55 亿元，较 2015 年增长 5.98%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致；公司 EBITDA 结构中利润总额占 58.31%、计入财务费用的利息支出占 36.48%、折旧占 0.27%、摊销占 4.93%。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.38 倍，较上年提高 5.16%，主要系公司利息成本下降所致；EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，较上年下降 44.64%，主要系公司债务规模扩大所致。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年末，公司共获得银行授信 23.50 亿元，已使用额度 23.48 亿元；公司间接融资渠道有待拓宽。截至 2016 年末，公司不存在重大诉讼、仲裁事项。

截至 2016 年末，公司对外担保 21.14 亿元，占公司 2016 年末净资产的比例为 28.51%。其中，对关联方担保合同金额为 20.82 亿元，占公司对外担保总额的 98.51%，主要是对卓越置业集团、卓越商置等关联方企业的担保。被担保方目前信用状况良好，经营正常，公司或有负债风险较小。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（NO.B201702200182128840），截至 2017 年 2 月 20 日，公司已结清和未结清贷款中，无不良信贷信息记录。

总体看，随着公司发行公司债券，偿还借款和往来款，公司短期偿债能力提高明显，但长期偿债能力一般；公司或有负债风险较小，间接融资渠道有待拓展，整体偿债能力一般。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 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 24.58 亿元，约为待偿债券本金（25.00 亿元）的 0.98 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程

度一般；公司净资产为 74.16 亿元，约为待偿债券本金（25.00 亿元）2.97 倍，公司净资产能够对本次债券按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司 EBITDA 为7.55亿元，约为待偿债券本金（25.00亿元）的0.30倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入15.84亿元，约为待偿债券本金（25.00亿元）的0.63倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度一般。

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较强。

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，注册股本为 5 万股，每股 1 美元。截至 2016 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 2016 年底，卓越开曼总资产合计 979.98 亿元，所有者权益合计 295.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 282.48 亿元。2016 年，卓越开曼实现营业收入 226.42 亿元，净利润 38.33 亿元；经营活动现金流量净额为 38.39 亿元。

截至 2016 年底，卓越开曼的资产负债率为 69.81%，全部债务资本化率为 54.14%。

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

公司作为卓越投资下属的商业地产开发及运营商，物业租赁项目经营稳定，随着青岛卓越世纪中心项目部分物业的竣工交付，公司房产销售收入大幅增加，带动收入规模明显提升。同时，公司债务规模增长较快、期间费用对利润侵蚀加重、物业增值对利润贡献程度下降、公司关联方往来款规模较大等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

2016 年，公司同一控制企业合并广州地王广场，物业租赁项目进一步丰富。随着公司自持物业单位租金平稳上升及青岛卓越世纪中心的对外出租及收入结转，公司收入规模和盈利能力短期内有望有一定提升。

公司实际控制人李华和卓越开曼就本期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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“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	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	156.21	185.84
所有者权益（亿元）	70.07	74.16
短期债务（亿元）	15.15	3.65
长期债务（亿元）	20.61	64.81
全部债务（亿元）	35.76	68.46
营业收入（亿元）	4.57	14.00
净利润（亿元）	4.61	3.31
EBITDA（亿元）	7.12	7.55
经营性净现金流（亿元）	18.46	-6.29
应收账款周转次数(次)	124.90	38.26
存货周转次数（次）	0.01	0.29
总资产周转次数（次）	0.03	0.08
现金收入比率（%）	157.28	61.50
总资本收益率（%）	5.60	4.88
总资产报酬率（%）	4.46	4.18
净资产收益率（%）	6.78	4.59
营业利润率（%）	87.62	38.11
费用收入比（%）	50.95	27.32
资产负债率（%）	55.14	60.09
全部债务资本化比率（%）	33.79	48.00
长期债务资本化比率（%）	22.72	46.64
EBITDA 利息倍数（倍）	2.26	2.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.11
流动比率（倍）	1.12	2.73
速动比率（倍）	0.47	1.90
现金短期债务比（倍）	1.85	6.74
经营现金流动负债比率（%）	38.65	-22.91
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.27	0.30

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；2、数据单位除特别说明外，均指人民币；3、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；4、由于公司 2016 年完成对四家公司同一控制下企业合并，对财务数据进行了追溯调整，2015 年相关数据与去年披露数据有所出入；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-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。