信 用 等 级 通 知 书

联合评字[2018]1904 号

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司公开发行的公司债券的信用状况进行了跟踪评级。经本公司信用评级委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；贵公司公开发行的“16 卓越 01”的债券信用等级为 AAA。

特此通知

联合信用评级有限公司

二零一八年十二月三日

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

跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1904 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 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 十二月 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
公开发行公司债券不定期跟踪评级报告

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	25.00 亿元	5 年（3+2）	AA	AAA	2018 年 6 月 25 日

担保方：深圳市卓越商业管理有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

增信措施：实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛）承诺对本期公司债券兑付全额收购

跟踪评级时间：2018 年 12 月 3 日

主要财务数据

发行人

项目	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	180.64	174.69
所有者权益（亿元）	77.54	77.68
长期债务（亿元）	58.11	58.19
全部债务（亿元）	65.51	63.60
营业收入（亿元）	15.17	4.13
净利润（亿元）	3.40	0.14
EBITDA（亿元）	9.15	--
经营性净现金流（亿元）	8.59	-9.87
营业利润率（%）	59.77	59.61
净资产收益率（%）	4.48	--
资产负债率（%）	57.07	55.53
全部债务资本化比率（%）	45.79	45.02
流动比率（倍）	2.61	3.13
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	--
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.37	--

担保方

项目	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	1,203.62	1,285.86
所有者权益（亿元）	423.22	444.47
营业收入（亿元）	104.41	86.58
净利润（亿元）	214.32	24.66
资产负债率（%）	64.84	65.43

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、担保方其他应付款中的债务已计入短期债务，长期应付款中的债务已计入长期债务。4、公司及担保方 2018 年 1~6 月财务报表未经审计，相关财务指标未年化。

评级观点

2018 年上半年，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”）收入同比增长，综合毛利率水平进一步提升，主要物业租赁项目经营稳定、能够贡献稳定现金流，资产与负债变动不大，债务负担小幅减轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到货币资金大幅减少、资产受限程度高、净利润同比下降、经营性现金流转为净流出、关联往来及关联担保规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2018年11月1日，根据“16卓越01”2018年第一次债券持有人会议决议公告，增加深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“卓越商业”）为“16卓越01”担保方。卓越商业近年进行多次资产重组，其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，所开发项目区位优势突出、保值增值潜力较好，其对“16卓越01”的担保具有显著的提升作用。

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期债券情况下，债券持有人有权要求承诺人收购本期债券。此承诺对“16卓越01”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”；同时上调“16 卓越 01”的债项信用等级为“AAA”。

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，2018 年上半年租金收入规模保持稳定。

2．担保方卓越商业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，持有的大部分物业位于深圳各CBD核心区域，区位优势突出。

3．担保方卓越商业近年进行多次资产重组，重组后净资产规模提升，营业收入持续增长，现金流状况良好，债务结构合理，其担保对“16卓越01”的信用水平有显著的提升作用。

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．公司对参股公司等关联方的其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

3．担保方卓越商业获取土地的方式主要为股东注入，且多为城市更新项目和并购项目，股东注入土地的时间与规模以及城市更新项目的进展存在一定不确定性。此外，卓越商业其他应收款规模较大，公允价值变动收益对利润水平有很大影响。

分析师

王安娜
电话：010-85172818
邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@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：

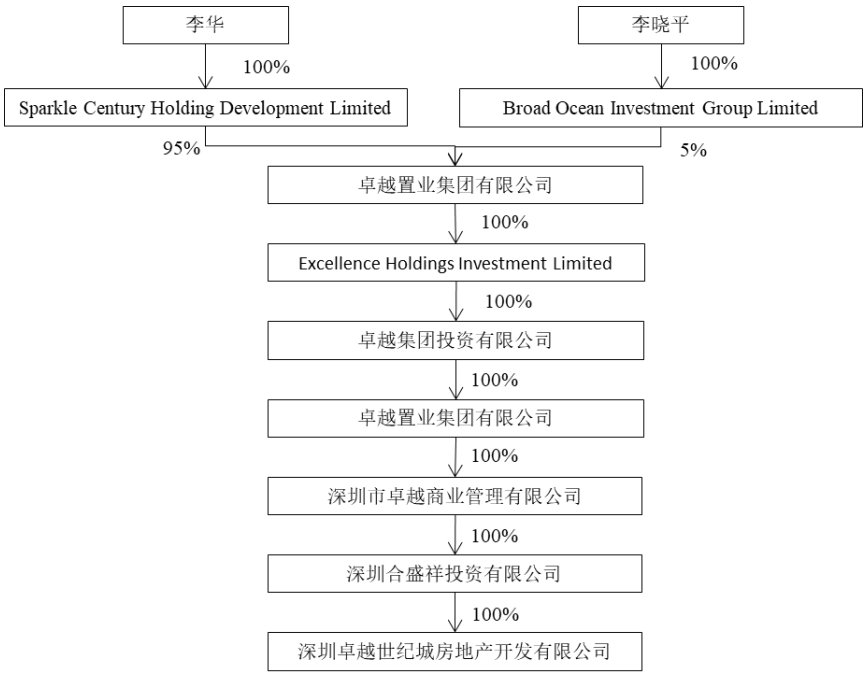
联合信用评级有限公司

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6月，卓越置业集团将其持有公司的全部股权转让给深圳合盛祥投资有限公司（以下简称“合盛祥投资”）；2016年12月，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。2017年12月，经公司董事会会议通过，卓越置业集团有限公司将其持有公司85%的股权按1元转让给合盛祥投资。历经数次增资及股权转让，截至2018年6月底，公司注册资本44,500.128万元，合盛祥投资为其控股股东，实际控制人仍为李华。

图1　截至2018年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供
注：图中卓越置业集团有限公司一为中国大陆注册，一为开曼群岛注册。

2018年1~6月，公司经营范围和组织结构无变更。

截至2018年6月底，公司合并资产总额174.69亿元，负债合计97.00亿元，所有者权益合计77.68亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年1~6月，公司实现营业收入4.13亿元，净利润0.14亿元，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-9.87亿元，现金及现金等价物净增加额-14.88亿元。

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

二、债券发行及募集资金使用情况

经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2018年2月26日兑付了自2017年2月25日至2018年2月24日期间的利息。

根据2018年11月1日出具的《深圳卓越世纪城房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券2018年第一次债券持有人会议决议公告》，会议审议通过了《关于增加深圳市卓越商业管理有限公司为16卓越01债券担保方的议案》。根据深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“卓越商业”）出具的《担保函》，“16卓越01”由卓越商业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

1. 商业地产行业

从开发投资来看，2018年1~9月，我国商业营业用房完成投资额1.06万亿元，较上年同期下降9.10%，占当期全国房地产投资完成额的12.01%；办公楼开发投资完成额0.44万亿元，较上年同期下降11.40%，占当期全国房地产投资完成额的4.97%。随着部分地区市场逐渐饱和，前三季度商业地产开发投资出现较大幅度下降。

从供需情况来看，2018年1~9月，我国商业营业用房竣工面积6,393.38万平方米，销售面积8,109.93万平方米；办公楼竣工面积1,938.73万平方米，销售面积2,948.99万平方米。与上年相比，前三季度商业地产供求关系进一步扭转，需求进一步超过供给。2018年1~9月，我国商业营业用房销售面积较上年同期减少1.10%、销售额较上年同期增长3.00%；办公楼销售面积和销售额较上年同期分别减少9.30%和5.00%。

从竞争格局来看，根据2018年中国房地产企业商业物业价值TOP100排行榜，TOP50集中度保持稳定，商业价值门槛整体提升。商业地产行业延续强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。另一方面，商业地产行业的集中度仍属较低，行业竞争激烈。

表 1　2018 年中国房地产企业商业物业价值 Top10 排行榜

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	绿地控股集团股份有限公司
2	华润置地有限公司	7	九龙仓集团有限公司
3	中粮集团有限公司	8	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司

4	恒隆地产地产有限公司	9	凯德置地（中国）投资有限公司
5	新鸿基地产发展有限公司	10	上海红星美凯龙商业管理股份有限公司

资料来源：亿翰智库

总体看，2018年前三季度，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产开发投资出现较大幅度下降，商业营业用房和办公楼销售面积均同比减少，行业竞争激烈。

2. 深圳市区域经济及商业地产情况

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

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，2018 年前三季度，深圳市生产总值 17,530.69 亿元，按可比价格计算，较上年同期增长 8.1%，经济运行总体平稳，主要经济指标表现良好。

2018 年，深圳优质零售物业首层租金从一季度的 23.30 元/平方米/天下降至三季度的 22.60 元/平方米/天，优质写字楼租金从一季度的 210.40 元/平方米/月上升至三季度的 212.60 元/平方米/月，但整体波动幅度不大，基本企稳；优质零售物业空置率由一季度的 4.50%下降至三季度的 3.90%，优质写字楼空置率由一季度的 10.60%下降至三季度的 9.10%，空置率持续下降。

总体看，2018 年以来，深圳市经济保持平稳增长，优质零售物业和优质办公楼的租金水平基本企稳、空置率持续下降。

四、管理分析

2018 年以来，公司董事、监事和高级管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主要从事住宅与商业地产的开发与持有经营业务。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 4.13 亿元，较上年同期增长 40.41%，主要系公司房产销售、房产租赁和其他业务收入均有所增长所致；实现净利润 0.14 亿元，较上年同期减少 59.35%，主要系公司本报告期内未确认补贴收入，而上年同期青岛卓越世纪中心项目确认了 9,000 万元补贴收入所致。

2018 年 1~6 月，公司房产销售收入较上年同期增长 37.61%，主要系随着青岛卓越世纪中心裙楼商业的开业，人气提升，剩余的尾盘销售价格提升、结转收入增加所致；房产租赁收入较上年同期增长 19.32%，主要系深圳卓越世纪中心写字楼租金水平上涨所致；其他收入较上年同期大幅增长 554.47%，主要系公司向参股的中山市地产项目合作方提供借款收取资金占用费 1,841.70 万元以及水电等物业费收入增加所致。

毛利率方面，公司房产销售和房产租赁毛利率变动不大，但由于毛利率较高的房产租赁板块收入占比上升，2018 年 1~6 月，公司综合毛利率上升至 66.61%。

表 2　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年 1~6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售	107,563.08	70.90	30.14	12,717.86	30.76	29.58
房产租赁	40,496.48	26.69	79.78	23,147.03	55.99	82.19
停车场收费	749.05	0.49	100.00	341.19	0.83	100.00
其他	2,911.45	1.92	69.66	5,138.63	12.43	85.86
合计	**151,720.06**	**100.00**	**44.49**	**41,344.70**	**100.00**	**66.61**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年上半年公司营业收入规模同比有所增长，各板块毛利率水平变动不大；随着房产租赁板块收入占比上升，公司综合毛利率有较大提升。

2．物业租赁业务

公司自持租赁物业主要是深圳卓越世纪中心写字楼、商业物业以及深圳龙岗区横岗城市中心花园商业物业的租赁及管理，公司用于出租的自有物业面积合计 122,483.69 平方米，此外管理广州地王广场物业面积 21,640 平方米，管理期限截至 2042 年。

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。2018 年 1~6 月，租赁合同签订模式及租金收取模式未发生较大变化。

运营情况方面，2018 年 1~6 月，深圳卓越世纪中心出租率较上年保持稳定，仍处于很高水平；写字楼租金水平有所上涨，但商铺平均租金小幅下滑，主要系卓越 itown 升级改造，对新入住商户有免租期及租金优惠政策所致；租赁收入合计 1.98 亿元，其中写字楼租金收入 1.43 亿元，商铺租金收入 0.54 亿元；深圳卓越世纪中心的租赁收入占公司房产租赁收入的 85.42%，仍是公司房产租赁收入的主要来源。

表 3　深圳卓越世纪中心租赁情况

项目	2017 年	2018 年 1~6 月
建筑面积（平方米）	117,672.05	117,672.05
其中：写字楼（平方米）	85,138.25	85,138.25
商铺（平方米）	32,533.78	32,533.78
出租率（%）	97.00	97.00
其中：写字楼（%）	94.00	94.00
商铺（%）	100.00	100.00
平均租金（元/平方米/月）	--	--
其中：写字楼（元/平方米/月）	315.00	330.00
商铺（元/平方米/月）	417.00	394.00
租赁收入（万元）	39,117.46	19,771.50
其中：写字楼（万元）	28,578.49	14,335.50
商铺（万元）	10,538.97	5,436.00

资料来源：公司提供

2018 年 1~6 月，横岗城市中心花园项目和公司代管的广州地王广场项目出租率和平均租金较

2017 年未发生变化；青岛卓越世纪中心出租率仍为 100%，平均租金为 136 元/平方米/月，产生租赁收入 0.28 亿元。

表 4　公司其他自持物业租赁情况（单位：%、元/平方米/月、万元）

自持物业	项目	2017 年	2018 年 1~6 月
横岗城市中心花园	出租率	90	90
	平均租金	94	94
	租赁收入	313	163
广州地王广场	出租率	78	77
	平均租金	183	183
	租赁收入	3,249	1,715
青岛卓越世纪中心	出租率	100	100
	平均租金	--	136
	租赁收入	--	2,758

资料来源：公司提供
注：2017年青岛卓越世纪中心尚处于免租期，暂未产生租金收入。

总体看，公司自持物业地理位置优越，出租率整体处于较高水平，租金收入规模较为稳定，能够为公司提供稳定的现金流。

3．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，项目位于青岛市中央商务区。截至 2018 年 6 月底，青岛卓越世纪中心 2#、3#、4#楼已通过直接销售方式基本销售完毕，目前剩余部分尾盘。南山区田厦南新路西片区改造项目（以下简称“南新项目”）为城市更新项目，目前处于建设期。同时随着上海鸿骓房地产开发有限公司（以下简称“上海鸿骓”）纳入合并范围，其旗下上海市闵行区马桥镇项目（以下简称“马桥项目”）可为公司带来一定的存货补充。其中，南新项目占地面积为 1.71 万平方米，建筑面积为 14.38 万平方米，总投资额为 29.37 亿元，资金需求主要通过银行融资及房屋预售款解决，货值为 49.63 亿元。马桥项目 1.96 万平方米，建筑面积 4.73 万平方米，总投资额为 7.86 亿元，该项目委托卓越置业集团投资建设，资金缺口主要由股东解决，货值为 9.30 亿元；综上，公司资本支出压力尚可。

2018 年 1~6 月，公司签约销售面积 4.36 万平方米，签约销售金额 9.50 亿元，销售单价 2.17 万元/平方米。

总体看，公司地产开发项目数量较少，随着青岛卓越世纪中心逐步去化以及其他项目尚处于建设期，短期内公司可售项目规模一般。

4．经营关注

公司业务较单一，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。

营业收入下降风险

随着青岛卓越世纪中心项目逐渐销售完毕、仅剩余部分尾盘，而上海市闵行区马桥镇项目和南山区田厦南新路西片区改造项目处于建设期，公司可售项目较少，未来一段时间公司可能因房地产销售收入减少而导致营业收入下滑。

5．未来发展

公司作为写字楼、商业物业运营商，将整合卓越置业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卓越置业集团进行开发，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 2018 年半年度财务报表未经审计。公司财务报表按新会计准则进行编制。

截至2018年6月底，公司合并资产总额174.69亿元，负债合计97.00亿元，所有者权益合计77.68亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年1~6月，公司实现营业收入4.13亿元，净利润0.14亿元，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-9.87亿元，现金及现金等价物净增加额-14.88亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 174.69 亿元，较年初减少 3.20%，变动不大；其中，流动资产占 34.95%，非流动资产占 65.05%，流动资产占比较年初有所下降。

流动资产方面，截至 2018 年 6 月底，公司流动资产 61.05 亿元，较年初减少 8.06%，主要系货币资金减少所致；流动资产主要由货币资金（占 13.27%）、其他应收款（占 49.29%）和存货（占 35.10%）构成。截至 2018 年 6 月底，公司货币资金 8.10 亿元，较年初减少 60.32%，主要系公司增加向参股的中山项目合作方提供借款、向关联方提供资金支持以及偿还到期借款本息所致；公司其他应收款 30.09 亿元，较年初增长 32.44%，主要系公司增加向参股的中山项目合作方提供借款、向关联方提供资金支持所致；公司存货 21.43 亿元，较年初增长 1.37%。

非流动资产方面，截至 2018 年 6 月底，公司非流动资产 113.64 亿元，较年初增长 0.09%，变化不大；非流动资产主要由长期应收款（占 10.06%）和投资性房地产（占 86.77%）构成。

截至 2018 年 6 月底，公司受限资产 103.70 亿元，占资产总额的 59.36%，受限比例高。

表 5　截至 2018 年 6 月底公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	0.52	贷款保证金账户及监管账户存入的资金
存货	19.03	子公司借款担保
投资性房地产	83.90	自身及对关联方借款、保函担保

固定资产	0.25	自身及对关联方借款、保函担保
合计	**103.70**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年上半年，公司增加向参股的中山项目合作方提供借款、向关联方提供资金支持以及偿还到期借款本息，货币资金规模大幅减少，关联方资金占用增加，整体资产规模有所缩小；公司资产受限程度高，整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

负债

截至 2018 年 6 月底，公司负债合计 97.00 亿元，较年初减少 5.45%，主要系流动负债减少所致；其中，流动负债占 20.12%，非流动负债占 79.88%，流动负债占比较年初有所下降。

流动负债方面，截至 2018 年 6 月底，公司流动负债 19.52 亿元，较年初减少 22.49%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债减少所致；流动负债主要由应付账款（占 18.56%）、应交税费（占 8.59%）、应付利息（占 7.12%）、其他应付款（占 33.48%）和一年内到期的非流动负债（占 27.23%）构成。截至 2018 年 6 月底，公司其他应付款 6.53 亿元，较年初减少 47.00%，主要系公司向关联方的往来借款减少所致。

非流动负债方面，截至 2018 年 6 月底，公司非流动负债 77.49 亿元，较年初变化不大；非流动负债主要由长期借款（占 22.33%）、应付债券（占 52.77%）和递延所得税负债（占 24.21%）构成；长期借款 17.30 亿元，其中未来 1~2 年内到期金额 7.42 亿元；应付债券 40.89 亿元，其中“16 卓越 01”发行规模 25.00 亿元，将于 2019 年 2 月进入回售期，“16 卓越 02”发行规模 16.05 亿元，于 2018 年 7 月实施回售后余额 10.50 亿元，将于 2019 年 7 月到期。公司 2019 年面临一定的集中偿付压力。

债务方面，截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 63.60 亿元，较年初减少 2.91%，变化不大；其中，短期债务占 8.50%，长期债务占 91.50%，仍以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 55.53%、45.02%和 42.83%，较年初分别下降了 1.54 个百分点、0.78 个百分点和 0.01 个百分点，债务负担小幅减轻。

总体看，公司负债规模有所减少，债务负担小幅减轻，债务结构以长期债务为主，整体债务负担一般，但 2019 年面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 77.68 亿元，较年初变动不大，全部为归属于母公司所有者权益；其中，实收资本占 5.73%，其他综合收益占 45.76%，未分配利润占 45.49%，构成较年初变化不大，稳定性一般。

总体看，公司所有者权益规模和结构变动不大，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 4.13 亿元，较上年同期增长 40.41%，主要系公司房产销售、房产租赁和其他业务收入均有所增长所致；实现净利润 0.14 亿元，较上年同期减少 59.35%，主要系公司本报告期内未确认补贴收入，而上年同期青岛卓越世纪中心项目确认了 9,000 万元补贴收入所致。

期间费用方面，2018 年 1~6 月，公司费用总额 2.09 亿元，较上年同期减少 12.63%，主要系财

务费用减少所致；其中，销售费用占 12.71%，管理费用占 11.15%，财务费用占 76.14%，主要由财务费用构成。

利润构成方面，2018 年 1~6 月，公司实现营业外收入 0.08 亿元，占利润总额的 18.59%，对利润规模有一定影响。

总体看，公司营业收入规模同比增长，但受补贴收入减少影响，净利润规模下降；营业外收入对公司利润规模仍有一定影响。

5. 现金流

2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.87 亿元，净流出规模较大主要系公司向参股的中山项目合作方提供借款、向关联方提供资金支持所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.17 亿元，规模不大；筹资活动产生的现金流量净额为-4.84 亿元，净流出规模较上年同期有所减少。

总体看，受项目合作、关联往来影响，公司经营活动现金流净流出规模较大；投资活动现金流规模较小；考虑到公司的在建房地产项目，公司未来仍存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年 6 月底，公司流动比率由年初的 2.61 倍上升至 3.13 倍，速动比率由年初的 1.79 倍上升至 2.03 倍，主要系流动负债减少所致；现金短期债务比由年初的 3.10 倍下降至 1.50 倍，主要系货币资金减少所致，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍属尚可。整体看，公司短期偿债能力指标较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 9.15 亿元，较上年增长 21.57%，主要系计入财务费用的利息支出和利润总额有所增长所致；公司 EBITDA 结构中利润总额占 53.32%、计入财务费用的利息支出占 38.41%、折旧占 6.94%、摊销占 1.33%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.29 倍，较上年有所下降，主要系公司利息成本上升所致；EBITDA 全部债务比为 0.14 倍，较上年有所上升，主要系公司债务规模下降所致。整体看，公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2018 年 6 月底，公司获得的银行综合授信额度 21.50 亿元，剩余额度 0.83 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 6 月底，公司对外担保 54.88 亿元，占净资产的 70.65%，主要是对卓越置业集团、卓越商业、深圳卓越酒店管理有限公司等关联方的担保。公司对外担保规模大，存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 6 月底，公司存在一起重大未决诉讼。案件原告为深圳市中信嘉华置业投资有限公司，被告一为卓越世纪城，被告二为深圳市金利居房地产开发有限公司，2007 年 10 月 29 日，原告与深圳市瑞灿实业有限公司、卓越置业集团、被告一卓越世纪城签订《股权转让协议》，约定原告与深圳市瑞灿实业有限公司将所持被告二金利居股权转让给卓越置业集团和被告一卓越世纪城。后因股权转让手续办理完毕，被告一卓越世纪城未向原告足额支付股权转让款，原告于 2016 年 7 月 25 日诉至深圳市福田区人民法院；涉案金额 7,425.38 万元，目前案件处于一审中。

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 2018 年 10 月 23 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，公司短期偿债能力指标较强，长期偿债能力指标尚可；考虑到公司项目的区域分布、自持物业的运营情况等，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 6 月底，公司现金类资产 8.10 亿元，为待偿债券本金（25.00 亿元）的 0.32 倍，覆盖程度一般；公司净资产 77.68 亿元，为待偿债券本金的 3.11 倍，覆盖程度较好。

从现金流情况来看，2018 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流入 5.35 亿元，为待偿债券本金的 0.21 倍，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，公司对待偿债券本金的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

1. 债权保护条款

全额收购承诺

为确保“16 卓越 01”如期兑付，实际控制人李华和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次债券，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）前全额收购本次债券，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）本次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，本次债券的期限、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。

担保条款

卓越商业与公司签署了《担保协议书》，并出具了《担保函》，卓越商业为卓越世纪城发行本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

担保人保证的范围包括：本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为自债券发行之日起至债券到期之日后两年。

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 2017 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 2017 年底，卓越开曼总资产合计 1,687.62 亿元，所有者权益合计 569.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 441.64 亿元。2017 年，卓越开曼实现营业收入 286.02 亿元，净利润 192.72 亿元；经营活动现金流量净额为 7.69 亿元。截至 2017 年底，卓越开曼的资产负债率为 66.28%。

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。

3. 担保人信用分析

（1）主体概况

卓越商业成立于 2010 年 7 月 1 日，系由卓越置业集团出资设立的有限责任公司，初始注册资本为人民币 1,000 万元，卓越置业集团以货币认缴出资人民币 1,000 万元，占注册资本的 100%。经过数次增资，截至 2018 年 6 月底，卓越商业注册资本及实收资本 30.00 亿元，卓越置业集团持有卓越商业全部股权，卓越商业实际控制人为李华先生。

卓越商业经营范围包括：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，其他国内贸易（以上法律法规、国务院决定规定登记前须审批的项目除外）。

目前卓越商业作为卓越置业集团最重要的商业地产板块的平台，专注于商业地产开发和管理，旗下商务产品涵盖高档写字楼、酒店、商场、商务公寓等多种产品类型，主要业务板块为商业地产开发和运营，开发模式以独立开发为主，开发项目主要集中于深圳和上海。

截至 2017 年底，卓越商业资产总计 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，卓越商业实现营业收入 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。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业资产总计 1,285.86 亿元，负债合计 841.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 444.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 292.11 亿元。2018 年 1~6 月，卓越商业实现营业收入 86.58 亿元，净利润（含少数股东损益）24.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.22 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.85 亿元。

总体看，卓越商业作为卓越置业集团下属的从事商业地产开发与销售的重要实体，资产和收入规模较大，债务规模适中，卓越商业对本次债券提供的无条件不可撤销的连带责任担保对本次债券的信用状况具有显著的提升作用。

（2）规模与竞争力

作为深圳市 CBD 物业主要的开发商之一，卓越商业具有领先的 CBD 商业地产开发运营经验，实力雄厚，目前卓越商业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、以及后海总部基地），位置具有稀缺性。同时，卓越商业上海项目宝山、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，卓越商业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，卓越商业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。

卓越商业开发代表项目深圳后海金融中心获得美国 LEED 金级预认证，为后海总部基地新地标；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。截至 2018 年 6 月底，卓越商业土地储备总占地面积为 48.41 万平方米，规划建筑面积为 333.17 万平方米

总体看，卓越商业具有领先的 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；同时卓越商业不断丰富产品业态，区域内综合竞争实力较强。

（3）经营分析

经营概况

卓越商业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卓越商业自身发展扩张，卓越商业的营业收入大幅增长。2015~2017 年，卓越商业营业收入分别为 62.00 亿元、147.61 亿元和 104.41 亿元，年均复合增长 29.78%，主要系交付项目增加导致房屋销售收入增长所致；净利润分别为 25.31 亿元、26.72 亿元和 214.32 亿元，其中 2017 年净利润大幅增长，主要系公司投资性房地产公允价值变动收益大幅增加所致；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。

卓越商业主营业务为房屋销售和租赁，2015~2017 年，卓越商业主营业务收入分别为 61.78 亿元、147.38 亿元和 103.28 亿元，占营业收入的比例均在 95%以上，卓越商业主营业务突出。卓越商业主营业务中，2015~2017 年，房屋销售收入分别为 57.09 亿元、142.20 亿元和 96.46 亿元，年均复合增长 29.99%；卓越商业房屋销售收入占主营业务收入比例分别为 92.41%、96.49%和 93.40%，是卓越商业主营业务的主要收入来源。2015~2017 年，房屋租赁及其他收入分别为 4.69 亿元、5.18 亿元和 6.82 亿元，年均复合增长 20.59%，主要系自持物业租赁面积增加所致。卓越商业房屋租赁及其他收入占主营业务收入比例分别为 7.59%、3.51%和 6.60%。

表6　2015~2017年卓越商业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：卓越商业审计报告

从毛利率来看，2015~2017 年，卓越商业房屋销售毛利率分别为 41.59%、38.88%和 40.19%，毛利率波动下降，主要系毛利率相对较低的上海和青岛项目结转收入占比上升所致；房屋租赁及其他业务毛利率三年分别为 94.10%、85.36%和 79.94%，2016 年下降较多，主要系体量较大的卓悦汇刚投入运营，有一段免租期所致。卓越商业综合毛利率分别为 45.57%、40.52%和 42.82%，呈波动下降态势但仍处于高位。

2018 年 1~6 月，卓越商业实现营业收入 86.58 亿元，占 2017 年全年营业收入的 82.92%；实现净利润 24.66 亿元，是 2017 年全年净利润的 0.12 倍，主要系 2017 年公允价值变动收益达 231.28 亿元所致。

总体看，卓越商业营业收入主要来自房屋销售，近三年卓越商业收入波动增长，毛利率有所波动但仍处于较高水平。

土地储备

土地储备策略方面，卓越商业获取城市更新项目的方式主要为：根据卓越商业与卓越置业集团业务合作约定，卓越置业集团成立项目公司建设开发土地，待主体资格确认后，以股权方式注入到卓越商业名下。目前，卓越集团土地储备量较大，多为以前并购时得来的历史用地。根据卓越置业集团 2017 年 5 月 31 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%注入到卓越商业名下。卓越置业集团拟注入卓越商业的土地具体情况如下表所示。

表7　截至2018年6月底卓越置业集团拟注入卓越商业土地储备情况（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	未确认主体资格，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	未确认主体资格	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，取得土地证	55,307.00	188,303.00
南新项目	深圳	商住混合	未确认主体资格，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：卓越商业提供

从卓越置业集团拟注入卓越商业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卓越商业土地储备的 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。卓越商业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，且项目获取主要通过卓越置业集团注入，存在一定的不确定性。

总体看，卓越商业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。未来卓越商业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。

项目建设开发情况

从卓越商业项目开发建设情况来看，2015~2017 年，按照卓越商业工程规划，卓越商业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，主要系在建面积较大，放缓开发节奏所致。2015~2017 年，卓越商业竣工面积波动增长，分别为 35.97 万平方米、83.00 万平方米和 71.81 万平方米，2016~2017 年竣工规模均较大。2018 年 1~6 月，卓越商业无新开工面积和竣工面积。截至 2018 年 6 月底，卓越商业期末在建面积 226.43 万平方米，项目开发规模较大，能够满足未来一段时间销售需要。

从在建项目来看，截至 2018 年 6 月底，卓越商业在建项目共 5 个，分布在深圳和上海地区，预计总投资 466.87 亿元，尚需投资 99.17 亿元，其中 2018 年 7~12 月、2019 年和 2020 年分别需投资 26.82 亿元、38.24 亿元和 15.60 亿元，考虑到卓越商业销售回款情况，资金支出压力尚可。

总体看，2016 年卓越商业加大施工力度，新开工和竣工面积均较大；2017 年卓越商业开发规模有所下降，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。

房产销售情况

从销售情况来看，2015~2017 年，卓越商业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，卓越商业签约销售均价波动上涨；综上影响，卓越商业签约销售金额波动增长，2017 年达 155.58 亿元。近三年，卓越商业销售回款率均为 97%，处于很高水平。从结转情况来看，2015~2017 年，卓越商业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8　卓越商业项目销售情况（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
签约销售面积	21.52	24.43	31.67	10.80
签约销售金额	101.79	93.74	155.58	40.09
签约销售均价	47,300.19	38,370.86	49,132.80	37,085.15
结转面积	30.91	63.10	25.90	11.96
结转收入	57.09	142.20	100.08	82.09

资料来源：卓越商业提供

从去化情况来看，截至 2018 年 6 月底，卓越商业可售项目主要位于深圳、上海和青岛等地；可售项目未出售面积 57.08 万平方米，规模尚可，能够满足未来几年的销售需求。

总体看，近三年卓越商业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。

自持物业情况

卓越商业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，卓越商业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，卓越商业投资性房地产账面价值 558.98 亿元，占卓越商业总资产比例为 46.44%，规模较大，累计增值率为 218.64%。

截至 2017 年底，卓越商业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，主要系卓越商业物业服务质量较高所致。2015~2017 年，卓越商业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；卓悦汇于 2016 年 8 月正式开业，2017 年租金收入达到较大规模，成为卓越商业租金收入的重要来源。2018 年 1~6 月，卓越商业实现租金收入 3.50 亿元。

表 9　卓越商业主要持有物业情况（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：卓越商业提供
注：卓越大融城项目在免租期，尚未产生租金收入。

总体看，卓越商业自持物业规模较大，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。卓越商业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。

经营关注

卓越商业主要业务区域较为集中

拟注入卓越商业的土地储备大部分位于深圳地区，卓越商业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卓越商业经营和信用水平的影响。

未来土储获取和城市更新项目存在一定不确定性

卓越商业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。

投资性房地产规模较大

截至 2018 年 6 月底，卓越商业投资性房地产账面价值为 559.97 亿元，规模较大，需关注卓越商业自持物业的未来盈利能力对其公允价值的支持情况。

未来发展

卓越商业作为国内水平较高的商业物业开发商，将继续发挥在商业物业领域的经验优势，在全国经济发达的重点城市不断开发具有商业影响力的物业，拓展核心竞争力，打造出卓越商业地产品牌。

卓越商业将利用良好的平台布局及先发优势，在已进入的城市中实现收入及利润的持续增长，并依托其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，持续巩固并扩大先发优势。同时卓越商业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、精装美宅以及都会综合体，系统提升各产品的独特特征，根据具体的市场及项目机会，采用合适的产品拓展卓越商业的业务，最大程度地捕捉中国消费升级带来的发展机遇。

卓越商业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，为卓越商业业务经营提供数据支持，最终帮助改进消费体验、提升卓越商业的运营效率及产出。

（4）财务分析

近年来，卓越商业多次进行资产重组，对卓越商业业务和规模造成很大影响。本报告使用的连审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。卓越商业提供了经中汇会计

师事务所（特殊普通合伙）审计的 2015~2017 年财务报告，审计意见为标准无保留意见。公司 2018 年 1~6 月财务报表未经审计。卓越商业执行财务部颁布的最新版企业会计准则。

资产质量

2015~2017 年，卓越商业资产规模逐年增长，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，卓越商业资产总计 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%，流动资产和非流动资产占比相差较小。

流动资产

2015~2017 年，卓越商业流动资产逐年增长，年均复合增长 15.36%。截至 2016 年底，卓越商业流动资产较年初增长 18.11%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。截至 2017 年底，卓越商业流动资产为 589.70 亿元，较年初增长 12.67%，主要系其他应收款增加所致。卓越商业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。

2015~2017 年，卓越商业货币资金波动增长，年均复合增长 40.46%，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，卓越商业货币资金为 49.52 亿元，较年初变动不大；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、保证金户和贷款监管户资金、冻结款和在途资金，卓越商业货币资金受限程度一般。

2015~2017 年，卓越商业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，卓越商业其他应收款 350.93 亿元，较年初增长 49.69%；其他应收款余额中，往来款占 94.50%，其余为代垫代付款、押金保证金等；卓越商业累计计提坏账准备 0.68 亿元，整体计提比例为 0.24%，卓越商业不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 95.28%，其中应收股东往来款 315.80 亿元，股东对卓越商业的资金占用较大，主要系股东对其子公司的资金进行集中管理所致，对卓越商业的财务独立性有一定影响。

表 10　截至 2017 年底卓越商业前五大其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比
卓越置业集团有限公司	315.80	94.45
深圳市恒涛投资发展有限公司	6.27	1.87
南京卓泓晟房地产开发有限公司	5.15	1.54
中山市公共资源交易中心	4.93	1.47
大百汇实业集团有限公司	2.22	0.66
合计	**334.36**	**100.00**

资料来源：卓越商业审计报告

2015~2017 年，卓越商业存货持续下降，年均复合下降 17.99%。截至 2017 年底，卓越商业存货 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；其中，开发成本占 73.62%，开发产品占 26.38%；卓越商业存货主要位于深圳、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。截至 2017 年底，受限存货账面价值为 50.28 亿元，受限比例为 28.53%，受限规模一般。

非流动资产

2015~2017 年，卓越商业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，卓越商业非流动资产合计 613.91 亿元，较年初增长 1.14 倍；卓越商业非流动资产主要由投资性房地产（占 91.05%）构成。

卓越商业投资性房地产采用公允价值模式计量。2015~2017 年，卓越商业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，卓越商业投资性房地产 558.98 亿元，较年初增长 1.20 倍；卓越商业投资性房地产成本合计 175.43 亿元，累计增值率为 2.19 倍；用于借款抵押的投资性房地产占 24.54%，受限比例一般。卓越商业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，具备较好的保值增值能力。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业资产总计 1,285.86 亿元，较年初增长 6.83%，主要系货币资金和其他应收款增加所致。资产结构中，流动资产占 51.53%，非流动资产占 48.47%，流动资产占比较年初小幅增长。其中货币资金较年初增长 48.78%至 73.68 亿元，主要系卓越商业偿还债务和关联方往来款支付的现金减少所致；其他应收款较年初增长 17.76%至 413.25 亿元。投资性房地产 559.97 亿元，在卓越商业资产总额中占比较高，卓越商业资产质量受深圳市房地产市场景气度影响较大。截至 2018 年 6 月底，卓越商业受限资产合计 305.58 亿元，占资产总额的 23.76%，受限程度一般。

总体看，近三年卓越商业资产规模持续扩大，存货和投资性房地产所处位置较优越，资产受限程度一般，但股东对卓越商业的资金占用较大，对财务独立性造成一定影响；卓越商业投资性房地产评估增值幅度较大，卓越商业资产质量受深圳市房地产市场景气度影响较大。

负债及所有者权益

负债

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

2015~2017 年，卓越商业流动负债波动增长，年均复合增长 2.62%。截至 2017 年底，卓越商业流动负债 322.09 亿元，较年初增长 6.33%；卓越商业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%）、其他应付款（占 4.84%）和一年内到期的非流动负债（占 17.30%）构成。

截至 2017 年底，公司新增 32.03 亿元短期借款，其中保证借款占比 81.17%，抵押加保证借款占比 18.83%。

2015~2017 年，卓越商业应付账款波动增长，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，卓越商业应付账款 47.92 亿元，较年初下降 13.58%，账龄在 1 年以内占比为 64.77%，1~2 年占比为 34.09%。

2015~2017 年，卓越商业预收款项波动下降，年均复合下降 6.21%。截至 2017 年底，卓越商业预收款项为 136.17 亿元，较年初变动不大；卓越商业预收款项主要为预收房款。

2015~2017 年，卓越商业应交税费波动增长，年均复合增长 6.16%，主要系卓越商业项目毛利率较高，随着业务规模扩大、应交土地增值税逐年增加所致。截至 2017 年底，卓越商业应交税费 30.86 亿元，较年初下降 11.76%，主要系应交土地增值税有所下降所致，其中土地增值税占 70.97%，企业所得税占 25.26%。

2015~2017 年，卓越商业其他应付款波动增长，年均复合增长 21.88%，主要系往来款波动增长所致。截至 2017 年底，卓越商业其他应付款 15.59 亿元，较年初下降 22.60%，主要系往来款减少所致；其中，往来款占 62.23%，押金保证金占 16.63%，售房诚意金占比 13.60%。

2015~2017 年，卓越商业一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 9.72%，均为一年内到期的长期借款。截至 2017 底，卓越商业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，卓越商业非流动负债持续增长，年均复合增长 41.32%。截至 2017 年底，卓越商

业非流动负债较年初增长 44.76%，主要系长期借款和递延所得税负债增加所致；卓越商业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。

2015~2017 年，卓越商业长期借款逐年增长，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，卓越商业长期借款 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，子公司卓越世纪城发行两期公司债券，卓越商业新增应付债券科目。截至 2016 年底，卓越商业应付债券 40.77 亿元。2017 年，卓越商业发行 17 卓越 01 债券，发行规模为 19.50 亿元，票面利率为 6.48%。截至 2017 年底，公司应付债券余额为 60.24 亿元。

表 11　截至 2017 年底卓越商业应付债券情况（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，卓越商业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，卓越商业递延所得税负债 97.56 亿元，较年初增长 1.91 倍。

2015~2017 年，卓越商业全部债务逐年增长，年均复合增长 24.43%，主要系长期借款和发行债券所致。截至 2017 年底，卓越商业全部债务 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。2015~2017 年，卓越商业资产负债率分别为 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%，均波动下降。近三年，受合并范围扩大后投资性房地产大幅增长影响，卓越商业债务负担减轻，属合理水平。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业负债合计 841.40 亿元，较年初增长 7.82%，主要系长期借款增加所致；流动负债占 32.34%，非流动负债占 67.66%，流动负债占比有所下降；其中，长期借款 365.87 亿元，较年初增长 36.82%，主要系调整债务结构、增加长期债务所致。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业全部债务 511.53 亿元，较年初增长 17.88%，主要系长期借款增加所致；其中短期债务占 10.58%，长期债务占 89.42%，仍以长期债务为主；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.43%、53.51%和 50.72%，较年初分别增加了 0.60 个百分点、2.88 个百分点和 5.72 个百分点。

总体看，近三年卓越商业负债规模持续扩大，债务结构以长期债务为主；2017 年卓越商业合并范围扩大后投资性房地产大幅增长，卓越商业债务负担指标下降至合理水平；2018 年上半年，卓越商业债务负担基本维持稳定。

所有者权益

2015~2017 年，卓越商业所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 61.59%。截至 2017 年底，卓越商业所有者权益合计 423.22 亿元，较年初增长 122.16%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；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%。2015~2017 年，卓越商业少数股东权益逐年增长，年均复合增长 48.22%，主要系合作项目金地大百汇持续评估增值所致。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业所有者权益合计 444.47 亿元，较年初增长 5.02%；其中，归属于母公司所有者权益占 65.72%，少数股东权益占 34.28%，少数股东权益占比较年初有所上升；归属于母公司所有者权益合计 292.11 亿元，其中，实收资本占 10.27%，资本公积占 25.37%，其他综合收益占 8.22%，未分配利润占 56.14%，以未分配利润为主。

总体看，近三年卓越商业所有者权益规模持续扩大；卓越商业少数股东权益和未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

盈利能力

2015~2017 年，卓越商业营业收入分别为 62.00 亿元、147.61 亿元和 104.41 亿元，年均复合增长 29.78%，主要系项目结转规模扩大所致；营业成本逐年快速增长，年均复合增长 33.09%，增幅略大于营业收入增幅；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 1.86 倍，其中 2017 年净利润同比增长 7.02 倍，主要系投资性房地产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，卓越商业费用总额逐年增长，年均复合增长 15.90%。2017 年，卓越商业费用总额 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，卓越商业销售费用波动小幅下降，2016 年销售费用较上年增长 14.15%，主要系推广费用减少所致，2017 年销售费用较上年下降 13.87%至 3.45 亿元，主要系销售推广费用减少所致；管理费用持续下降，年均复合下降 11.15%，2017 年同比下降 19.45%，主要系应向卓越置业集团缴纳的服务费减少所致；财务费用波动增长，年均复合增长 49.37%，2017 年同比增长 1.29 倍，主要系偿付利息支出增加所致。2015~2017 年，卓越商业费用收入比分别为 17.32%、7.50%和 13.81%。

利润构成方面，2015~2017 年，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%，卓越商业利润水平受投资性房地产公允价值变动影响很大。

盈利指标方面，2015~2017 年，卓越商业营业利润率分别为 31.16%、29.51%和 36.41%，波动增长，主要系结转项目毛利率波动增长和收入结构变动所致。2015~2017 年，卓越商业总资本收益率分别为 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%，其中 2017 年受公允价值变动收益增长影响，盈利指标均大幅增长。

2018 年 1~6 月，卓越商业实现营业收入 86.58 亿元，占 2017 年全年营业收入的 82.92%；实现净利润 24.66 亿元，是 2017 年全年净利润的 0.12 倍，主要系 2017 年公允价值变动收益达 231.28 亿元所致。

总体看，近三年卓越商业收入和利润规模呈增长态势，其中 2017 年受公允价值变动收益增加影响，净利润大幅增长；卓越商业利润水平受投资性房地产公允价值变动影响很大。

现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，卓越商业经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 13.35%；其中 2016 年经营活动现金流入同比增长 0.88%，主要系与经营有关的暂收款规模（31.78 亿元）增长所致；2017 年，经营活动现金流入为 119.36 亿元，同比下降 25.57%，主要系卓越商业销售回款规模以及与经营有关的暂收款减少所致。同期，卓越商业经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 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

年经营活动现金流出为 97.24 亿元，同比增长 34.98%，主要系暂付保证金和押金增加所致。综上，卓越商业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，持续为净流入。

从投资活动来看，2015~2017 年，卓越商业投资活动现金流入规模均较小，主要来自收回投资收到的现金，2017 年，收回投资收到的现金为 10.99 亿元，同比大幅增长 5.46 倍；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 63.60%，主要系收并购支付的现金增加所致，2017 年，卓越商业投资活动现金流出为 15.46 亿元，同比变动不大。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，持续为净流出状态。

从筹资活动来看，2015~2017 年，卓越商业筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 32.98%，其中 2017 年为 251.01 亿元，同比增长 16.14%，主要系长期借款增加所致；筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 27.17%，主要系偿债规模和支付的关联方往来款增加所致，其中 2017 年为 277.63 亿元，同比变动不大。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，持续为净流出。

2018 年 1~6 月，卓越商业经营活动现金流量净额 8.22 亿元，保持现金净流入；投资活动现金流量净额-8.17 亿元；筹资活动现金流量净额 13.80 亿元。

总体看，卓越商业经营活动持续为净流入，投资活动现金流持续为净流出；卓越商业项目销售回款规模较大，融资压力有所减轻。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年底及 2018 年 6 月底，卓越商业流动比率分别为 1.45 倍、1.73 倍、1.83 倍和 2.44 倍，速动比率分别为 0.59 倍、0.98 倍、1.28 倍和 1.82 倍，其中 2017 年底指标上升主要系其他应收款大幅增长所致，2018 年 6 月底指标上升主要系货币资金增加所致；现金短期债务比分别为 0.30 倍、0.66 倍、0.56 倍和 1.36 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。2015~2017 年，卓越商业经营现金流动负债比率分别为 10.03%、29.16%和 6.87%，经营性净现金流对流动负债的覆盖程度较高。整体看，卓越商业短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，卓越商业 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 1.75 倍，主要系利润总额增加所致。2017 年，卓越商业 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，卓越商业 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好。整体看，卓越商业长期偿债能力较好。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业获得的金融机构授信额度合计 343.10 亿元，其中尚未使用的授信额度 174.95 亿元，卓越商业间接融资渠道有待进一步拓展。

截至 2018 年 6 月底，卓越商业对外担保共 37 笔，担保余额合计 78.39 亿元，占所有者权益的 17.64%。考虑到卓越商业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 2018 年 6 月底，卓越商业标的额在 1,000 万元以上的未决诉讼、仲裁案件共 4 起；其中卓越商业作为被告方的案件 3 起，包括股权转让纠纷和借款合同纠纷，股权转让案件处于一审阶段，涉案金额合计 1.43 亿元，借款合同纠纷处于执行阶段，涉案金额为 0.20 亿元；卓越商业作为原告方的案件 1 起，系房屋租赁合同纠纷，涉案金额合计约 0.13 亿元。卓越商业存在一定的或有负债风险。

根据卓越商业提供的企业信用报告（机构信用代码：G10440305049162906），截至 2018 年 10 月 12 日，卓越商业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，卓越商业短期偿债能力尚可，长期偿债能力较好，但考虑到卓越商业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卓越商业带来稳定的现金流入，卓越商业整体偿债能力极强。

（5）担保效果评价

以2018年6月底财务数据测算，“16卓越01”发行规模（25.00亿元）占担保方卓越商业资产总额的1.94%、所有者权益的5.62%，占比较低。2017年，卓越商业EBITDA为286.82亿元，是“16卓越01”发行规模的11.47倍，覆盖程度较高；卓越商业经营活动现金流入量119.36亿元，是“16卓越01”发行规模的4.77倍，覆盖程度较高。

综合来看，卓越商业经营状况较为稳定，整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，该担保对“16卓越01”的信用状况具有显著的提升作用。

九、综合评价

2018 年上半年，公司收入同比增长，综合毛利率水平进一步提升，主要物业租赁项目经营稳定、能够贡献稳定现金流，资产与负债变动不大，债务负担小幅减轻。同时，联合评级也关注到货币资金大幅减少、资产受限程度高、净利润同比下降、经营性现金流转为净流出、关联往来及关联担保规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2018年11月1日，根据“16卓越01”2018年第一次债券持有人会议决议公告，增加卓越商业为“16卓越01”担保方。卓越商业近年进行多次资产重组，其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，所开发项目区位优势突出、保值增值潜力较好，其对“16卓越01”的担保具有显著的提升作用。

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期债券情况下，债券持有人有权要求承诺人收购本期债券。此承诺对“16卓越01”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”；同时上调“16 卓越01”的债项信用等级为 AAA。

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	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	180.64	174.69
所有者权益（亿元）	77.54	77.68
短期债务（亿元）	7.40	5.41
长期债务（亿元）	58.11	58.19
全部债务（亿元）	65.51	63.60
营业收入（亿元）	15.17	4.13
净利润（亿元）	3.40	0.14
EBITDA（亿元）	9.15	--
经营性净现金流（亿元）	8.59	-9.87
流动资产周转次数（次）	0.21	--
存货周转次数（次）	0.38	--
总资产周转次数（次）	0.08	--
现金收入比率（%）	74.63	98.31
总资本收益率（%）	4.84	--
总资产报酬率（%）	4.58	--
净资产收益率（%）	4.48	--
营业利润率（%）	59.77	59.61
费用收入比（%）	35.63	50.49
资产负债率（%）	57.07	55.53
全部债务资本化比率（%）	45.79	45.02
长期债务资本化比率（%）	42.84	42.83
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	--
流动比率（倍）	2.61	3.13
速动比率（倍）	1.79	2.03
现金短期债务比（倍）	3.10	1.50
经营现金流动负债比率（%）	33.44	-50.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	--

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；公司 2018 年 1~6 月财务报表未经审计，相关财务指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件2 深圳市卓越商业管理有限公司
主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	697.43	810.00	1,203.62	1,285.86
所有者权益（亿元）	162.09	190.50	423.22	444.47
短期债务（亿元）	83.45	75.09	87.75	54.14
长期债务（亿元）	196.83	275.50	346.21	457.39
全部债务（亿元）	280.28	350.59	433.96	511.53
营业收入（亿元）	62.00	147.61	104.41	86.58
净利润（亿元）	25.31	26.72	214.32	24.66
EBITDA（亿元）	37.87	39.52	286.82	--
经营性净现金流（亿元）	30.68	88.34	22.12	8.22
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	56.88
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	43.60
费用收入比（%）	17.32	7.50	13.81	8.75
资产负债率（%）	76.76	76.48	64.84	65.43
全部债务资本化比率（%）	63.36	64.79	50.63	53.51
长期债务资本化比率（%）	54.84	59.12	45.00	50.72
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	2.44
速动比率（倍）	0.59	0.98	1.28	1.82
现金短期债务比（倍）	0.30	0.66	0.56	1.36
经营现金流动负债比率（%）	10.03	29.16	6.87	3.02

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，长期应付款中的债务已计入长期债务；4、2018 年 1~6 月财务报表经审计，相关指标未年化。

附件 3　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 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。