跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1241 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”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：

二零一八年六月二十五日

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

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司
公司债券 2018 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	2017 年 6 月 23 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 16 卓越 01 兑付作出全额收购承诺。

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	191.12	180.64
所有者权益（亿元）	74.15	77.54
长期债务（亿元）	67.59	58.11
全部债务（亿元）	71.24	65.51
营业收入（亿元）	14.00	15.17
净利润（亿元）	3.30	3.40
EBITDA（亿元）	7.54	9.15
经营性净现金流（亿元）	-9.01	8.59
营业利润率（%）	38.08	59.77
净资产收益率（%）	4.57	4.48
资产负债率（%）	61.20	57.07
全部债务资本化比率（%）	49.00	45.79
流动比率（倍）	2.68	2.61
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.29
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.30	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；4、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

2017 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，公司房产销售收入有所增加，货币资金较充裕，债务负担有所减轻，债务结构合理。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到其他应收款对资金形成占用、受限资产规模较大、存在一定或有负债风险等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

随着公司自持物业青岛卓越世纪中心的对外出租以及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的对外销售，公司盈利能力有望保持稳定。

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“16卓越01”情况下，债券持有人有权要求承诺人收购“16卓越01”。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，2017 年租金收入规模保持稳定，为公司提供稳定的现金流。

2．2017 年，青岛卓越世纪中心项目基本销售完毕，公司房产销售收入有所增加；同时自持部分逐步开业，将给公司带来一定的现金流补充。

3．公司货币资金较充裕，债务负担有所减轻，债务结构合理，短期偿债能力较强。

4．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“16卓越01”，此承诺对本次债券的信用状况有一定的积极作用。

关注

1．公司业务单一，且商业地产经营易受区域环境影响。

2．随着青岛卓越世纪中心项目2#、3#、4#号楼完工交付并确认营业收入，而其他项目处于建设期，未来1~2年公司可能存在因房地产销售收入减少，而导致营业收入下滑。

3．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；公司受限资产规模较大；公司利润规模对投资性房地产公允价值变动收益的依赖较大，且存在一定或有负债风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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：

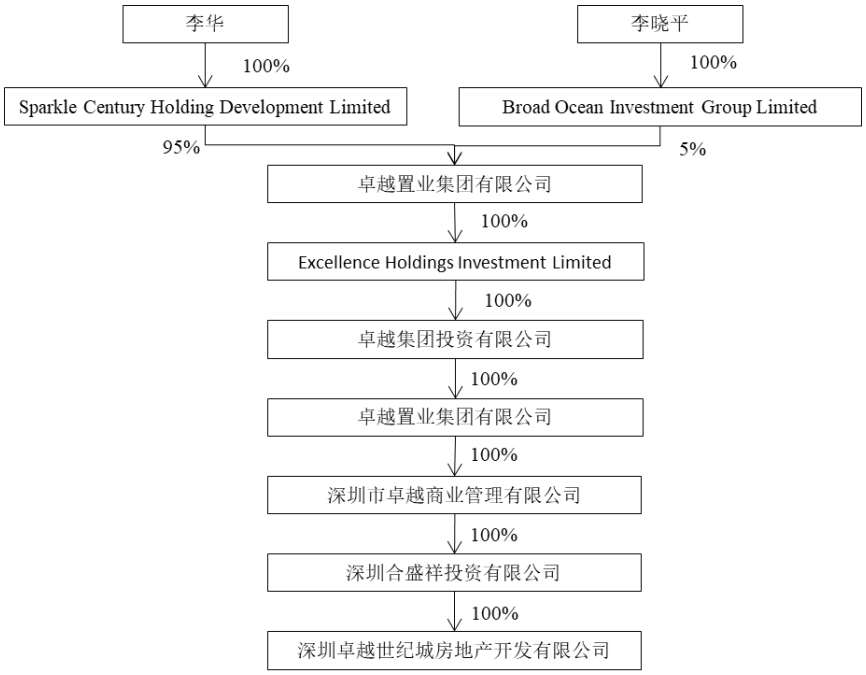
联合信用评级有限公司

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，卓越置业集团有限公司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2017年底，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2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围和组织结构无变更；截至2017年底，公司合并范围子公司共7家，在职员工75人。

截至2017年末，公司合并资产总额180.64亿元，负债总额103.10亿元，所有者权益77.54亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年，公司实现营业收入15.17亿元，净利润3.40亿元，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8.59亿元，现金及现金等价物净增加额-1.66亿元。

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。

三、行业分析

1. 商业地产行业

（1）行业概况

2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITS等新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中，出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较

高，对后续长期经营形成一定挑战。

总体看，商业地产行业作为房地产行业的子行业有投资属性高、设计规划难度较大、资金回笼慢、开发融资渠道广、经营模式相对固定的特点；2017年随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓。

（2）市场供需情况

2017年，商业营业用房竣工面积12,670.26万平方米，销售面积12,838.14万平方米，供过于求的局面开始扭转。办公楼方面，2017年，办公楼竣工面积4,006.54万平方米，销售面积4,756.21万平方米，需求进一步超过供给。从销售情况来看，2017年，全国商业营业用房销售面积和销售额分别同比增加18.70%和25.30%；办公楼销售面积和销售额分别同比增加24.30%和17.50%。从租金水平上看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。2017年，写字楼方面，除上海优质写字楼租金水平有所下跌以外，其他一线城市优质写字楼租金水平稳中有升；零售物业方面，除北京优质零售物业首层租金波动上涨以外，其他一线城市优质零售物业租金水平稳中有跌。整体看，租金水平基本进入平稳阶段。

总体看，2017年供过于求的局面开始扭转，租金水平基本进入平稳阶段。

（3）竞争格局

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

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

表 1　2017 年中国房地产企业商业物业价值 Top10 排行榜

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

资料来源：亿翰智库

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

（4）行业关注

行业竞争激烈，集中度上升

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

业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

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

（5）行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

行业金融化、退出手段多样化

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

2. 深圳市区域经济及商业地产情况

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

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

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

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

总体看，2017 年，深圳市经济保持平稳增长，商业地产供需两旺，供给较充足，优质办公楼的租金水平呈波动上升态势、增幅明显，优质零售物业首层租金近年来持续下降后已企稳。

四、管理分析

2017 年 6 月 17 日，公司董事会成员由李华、李晓平、王斗变更为李华、李晓平、李渊，公司董事长及法定代表人由李华变更为李晓平。2017 年 8 月 21 日，公司董事长及法定代表人由李

晓平变更为李华，董事会成员不变，公司董事、监事和高级管理人员变动不大。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

公司仍主要从事物业的租赁及管理、商业地产项目投资。

2017 年，随着青岛卓越世纪中心物业实现销售并结转，公司房产销售收入为 10.76 亿元，同比增长 12.04%；房产销售收入为公司收入主要来源，占营业收入比重为 70.90%。2017 年，公司实现房产租赁收入 4.05 亿元，同比减少 5.67%，主要系广州地王广场目前处于调整期且卓越世纪中心 intown 部分对租户重新定位，部分租户处于免租期所致；公司房产租赁收入占营业收入比重为 26.69%。公司停车场收费和其他业务收入规模较小，对公司业绩影响不大。

毛利率变化方面，2017 年，公司房产销售毛利率 30.14%，较上年上升 7.83 个百分点，主要系结转项目差异所致；公司房产租赁业务毛利率为 79.78%，较上年下降 12.52 个百分点，主要系卓越世纪中心 intown 部分 2017 年二季度进行装修升级，成本支出较多所致，但房产租赁业务毛利率仍处于较高水平。公司停车场收费和其他业务收入规模较小，对公司毛利率影响不大。综上，2017 年公司综合毛利率为 44.49%，较上年变动不大。

表 2　公司 2016~2017 年营业收入及利润率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年度			2017 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	107,563.08	70.90	30.14
房产租赁	42,932.80	30.67	92.30	40,496.48	26.69	79.78
停车场收费	823.01	0.59	100.00	749.05	0.49	100.00
其他	219.51	0.16	100.00	2,911.45	1.92	69.66
合计	**139,979.19**	**100.00**	**44.35**	**151,720.06**	**100.00**	**44.49**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，随着青岛卓越世纪中心项目房产销售收入的确认，公司营业收入同比有所增长；公司毛利率水平变动不大且仍处于较高水平。

2．物业租赁业务

公司主要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。2017 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，2017 年，深圳卓越世纪中心平均出租率为 97%，较上年提升 2 个百分点，系租赁期正常波动；其中，写字楼出租率为 94.00%，商铺物业出租率为 100.00%，较上年变化不大。

单位租金方面，2017 年，写字楼单位租金 315.00 元/平方米/月，较上年增长 14.13%；商铺单位租金 417.00 元/平方米/月，较上年增长 2.46%，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，写字楼和商铺单位租金上涨。

2017 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 3.91 亿元，较上年增长 0.80%，占物业租赁收入比重 96.59%，仍为物业租赁业务收入主要来源；其中，写字楼租金收入 2.86 亿元，商铺租金收入为 1.05 亿元。

表 3　2016~2017 年深圳卓越世纪中心租赁情况

项目	2016 年	2017 年
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（%）	95.00	97.00
其中：写字楼（%）	94.21	94.00
商铺（%）	96.04	100.00
平均租金（元/平方米/月）	--	--
其中：写字楼（元/平方米/月）	276.00	315.00
商铺（元/平方米/月）	407.00	417.00
租赁收入（万元）	38,808.87	39,117.46
其中：写字楼（万元）	28,160.80	28,578.49
商铺（万元）	10,648.07	10,538.97

资料来源：公司提供

2017 年，横岗中心城市花园物业项目出租率为 90%，较上年提高 10 个百分点，主要系公司提高运营效率所致；平均租金 94 元/平方米/月，较上年变动不大；受益于出租率的提高，横岗中心城市花园 2017 年租赁收入为 312 万元，较上年增长 98.73%。

2017 年，公司代管广州地王广场项目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，地王广场经营效益受到一定影响，具体体现为出租率和租金的下降；2017 年，广州地王广场物业出租率为 78%，较上年下降 2 个百分点；平均租金为 183 元/平方米/月，同比下降 21.12%；租赁收入为 3,249.00 万元，较上年减少 30.68%。

青岛卓越世纪中心项目于 2017 年底开业，可出租面积为 68,600 平方米，出租率为 100%；由于该项目尚处于免租期，因此暂未产生租金收入。

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，为公司提供稳定的现金流。

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，截至 2017 年底，公司自持物业资产评估价值为 95.82 亿元，投资成本为 23.63 亿元，增值率为 317.27%，考虑到平均评估单价为 5.32 万元/平方米，公司自持物业增值率较为合理。

表 4　截至 2017 年底公司自持物业情况(单位：平方米、亿元)

投资性房地产	用途	建筑面积	投资成本	评估价值	
				2016 年	2017 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	4,811.66	0.20	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	11.50	58.79	59.66
卓越世纪中心 3 号楼 3301~3319 共 4 套房地产	办公	189.34	0.03	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	0.03	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	0.27	1.34	1.36
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	0.44	2.39	2.43
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	4.08	24.47	24.83
青岛卓越世纪中心	商业	62,784.18	7.08	7.34	8.83
合计	**--**	**185,395.21**	**23.63**	**95.82**	**98.60**

资料来源：公司提供

总体看，截至 2017 年底，公司自持物业规模较大，但整体质量较高，考虑到评估单价较为合理，自持物业增值率尚可。

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，项目位于青岛市中央商务区。截至 2017 年底，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。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。同时随着上海鸿骍房地产开发有限公司（以下简称“上海鸿骍”）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。

2017 年，公司签约面积及签约销售金额同比有所增长，分别为 9.33 万平方米和 13.44 亿元；销售单价 14,417 元/平方米，较上年变动不大。

2017 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 7.40 万平方米和 10.76 亿元，分别同比增长 22.97%和 12.04%。

表 5　青岛卓越世纪中心项目销售情况

项目	2016 年	2017 年
签约面积（平方米）	70,362	93,254
签约金额（万元）	102,602	134,442
销售单价（元/平方米）	14,582	14,417
结算面积（平方米）	60,150	73,968
结算金额（万元）	96,004	107,563

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，签约面积及签约销售金额同比有所增长，青岛卓越世纪中心基本销售完毕，上海市闵行区马桥镇等项目可为之后公司销售补充一定存货。公司资本支出压力尚可，可售规模较大。

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。

营业收入下降风险

随着青岛卓越世纪中心项目 2#、3#、4#号楼完工交付并确认营业收入，而上海市阂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，未来 1~2 年公司可能存在因房地产销售收入减少，而导致营业收入下滑。

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 2017 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。公司财务报表按最新会计准则进行编制。

2017 年，公司合并范围新增加 5 家子公司，其中上海盈资物业管理有限公司与上海鸿骓为同一控制下企业合并。由于企业合并，公司对 2016 年数据进行了追溯调整。下文分析涉及到 2016 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2017年末，公司合并资产总额180.64亿元，负债总额103.10亿元，所有者权益77.54亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年，公司实现营业收入15.17亿元，净利润3.40亿元，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8.59亿元，现金及现金等价物净增加额-1.66亿元。

2．资产质量

截至 2017 年末，公司合并资产总额 180.64 亿元，较年初减少 5.48%，主要系公司流动资产减少所致；其中，流动资产占比 37.15%，非流动资产占比 62.85%，非流动资产占比有所提升。

流动资产方面，截至 2017 年末，公司流动资产合计 67.10 亿元，较年初减少 16.43%，主要系其他应收款和存货减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 34.15%）、其他应收款（占 31.97%）和存货（占 31.47%）构成。

截至 2017 年末，公司货币资金 22.91 亿元，较年初减少 6.71%，主要系公司 2017 年偿还债务规模较大所致；其构成主要为银行存款（占 99.54%）。公司受限制的货币资金主要为按揭保证金和借款保证金，合计 0.10 亿元，占比为 0.46%，公司受限资金占比低。

公司其他应收款主要为关联方往来款（占 71.47%）和保证金（占 27.81%）。截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值 21.45 亿元，较年初减少 21.16%，主要系 2016 年公司因委托股东建设上海市闵行区马桥镇项目、南山区田厦南新路西片区改造项目，向股东提供资金支持，2017 年相关资金收回所致；截至 2017 年末，其他应收款计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例 0.81%，考虑到其他应收款款项性质主要为往来款和保证金，计提比例尚可；公司其他应收款金额较大，对资金形成一定的占用。

截至 2017 年末，公司存货 21.12 亿元，较年初减少 23.08%，主要系公司 2017 年青岛卓越世纪中心物业销售所致；公司存货主要由开发产品（占 70.76%）和开发成本（占 29.22%）构成；其中，开发成本全部为马桥项目，预计 2018 年内竣工；开发产品为青岛卓越世纪中心，考虑上海市和青岛市房地产市场景气度较好，公司未计提跌价准备。

非流动资产方面，截至2017年末，公司非流动资产113.54亿元，较年初变动不大；公司非流动资产主要由长期应收款（占10.07%）和投资性房地产（占86.84%）构成。

截至 2017 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。截至 2017 年末，公司投资性房地产 98.60 亿元，较年初变动不大；公司投资性房地产全部为商铺和写字楼。

截至 2017 年末，公司所有权或使用权受限资产 70.71 亿元，其中，货币资金 0.10 亿元，全部为保证金；存货 7.64 亿元，用于抵押贷款或为关联方贷款提供担保；投资性房地产 62.97 亿元，用于抵押贷款或为关联方贷款提供担保。公司所有权或使用权受限资产占资产总额 39.14%，占比较高。

总体看，2017 年，由于其他应收款相关资金收回和青岛卓越世纪中心物业进行销售，公司资产规模有所下降；流动资产中，货币资金较充裕，存货中开发产品占比较大，其他应收款占比较大，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；公司受限资产规模较大，资产质量一般。

3．负债和所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债合计 103.10 亿元，较年初减少 11.86%，流动负债和非流动负债均有所下降；其中，流动负债占比 24.92%，非流动负债占比 75.08%，负债结构变动不大。

截至 2017 年末，公司流动负债 25.69 亿元，较年初减少 14.28%，主要系应交税费减少所致；公司流动负债主要由应付账款（占 13.59%）、应交税费（占 7.71%）、应付利息（占 6.36%）、其他应付款（占 38.83%）和一年内到期的非流动负债（占 28.79%）构成。

截至 2017 年末，公司应付账款 3.49 亿元，较年初减少 19.16%，主要系应付承包工程款减少所致。

截至 2017 年末，公司应交税费 1.98 亿元，较年初减少 80.48%，主要系 2017 年公司缴纳深圳卓越世纪中心物业销售部分计提的土地增值税所致。

截至 2017 年末，公司应付利息 1.63 亿元，较年初变动不大。

截至 2017 年末，公司其他应付款 9.98 亿元，较年初增长 3.13%，变动不大；其构成主要由往来款（占 80.48%）、租赁意向金和押金（占 10.37%）和履约保证金（占 5.02%）构成。

截至 2017 年末，公司一年内到期的非流动负债 7.40 亿元，全部为一年内到期的长期借款，较年初大幅增长 102.81%，主要系长期借款转入所致。

截至 2017 年末，公司非流动负债 77.41 亿元，较年初大幅减少 11.03%，主要系长期借款减少所致；公司非流动负债主要包括长期借款（占 22.30%）、应付债券（占 52.77%）和递延所得税负债（占 24.23%）。

截至 2017 年末，公司长期借款为 17.26 亿元，较年初减少 35.65%，主要系公司长期借款部分本金到期，计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。

截至 2017 年末，公司应付债券 40.85 亿元，为 2016 年发行的两期公司债券（16 卓越 01、16 卓越 02）。

截至 2017 年末，公司递延所得税负债 18.76 亿元，较年初变动不大，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，截至 2017 年末，公司全部债务合计达 65.51 亿元，较年初减少 8.05%，主要系公司偿还部分债务所致。债务构成中，短期债务占 11.29%，长期债务占 88.71%，债务结构合理。伴随 2017 年公司债务的偿还，截至 2017 年末，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 57.07%、45.79%和 42.84%，较年初分别下降 4.13 个百分点、3.21 个百分点和 4.85 个百分点。整体看，公司债务负担有所减轻。

总体看，2017 年，随着应交税费的缴纳以及债务的到期偿还，公司负债规模有所下降。同时公司债务负担有所减轻，债务结构合理。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益合计 77.54 亿元，较年初增长 4.58%；公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中，实收资本占 5.74%，资本公积占 0.47%，其他综合收益占 45.84%，盈余公积占 2.56%，未分配利润占 45.39%。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，2017 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

2017 年，公司实现营业收入 15.17 亿元，同比增长 8.39%，主要系项目结转规模增加所致。2017 年，公司实现营业利润 4.83 亿元，同比增长 40.74%，主要系 2017 年缴纳深圳卓越世纪中心物业销售部分计提的增值税，计提数额大于实缴数额，差额冲减当年度税金所致。2017 年，实现净利润 3.40 亿元，同比增长 3.17%，增速低于营业利润增速，主要系青岛卓越世纪中心财政补贴收入计入其他收益所致；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，2017 年，公司期间费用总额 5.41 亿元，同比大幅增长 40.85%，主要系财务费用增长所致；其构成中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 15.00%、9.53%和 75.47%。2017 年，公司销售费用 0.81 亿元，同比增长 42.18%，主要系销售规模扩大，推广费用增长所致；管理费用 0.52 亿元，同比减少 16.59%，主要系福利与薪酬减少所致；公司财务费用 4.08 亿元，同比增长 53.95%，主要系利息支出以及融资租赁费用大幅增长所致。

从营业利润构成来看，2017 年，公司公允价值变动收益 0.99 亿元，同比减少 48.93%，主要系投资性房地产 2017 年增值幅度较小所致；2016~2017 年，公司公允价值变动收益占营业利润的比重为 56.15%和 20.50%，对公司营业利润有一定影响。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 59.77%，较上年提高 21.68 个百分点，主要系 2017 年缴纳深圳卓越世纪中心物业销售部分计提的增值税，计提数额大于实缴数额，差额冲减当年度税金所致。公司总资本收益率、总资产收益率和净资产收益率分别为 4.80%、4.52%和 4.48%，较上年变动不大。

总体看，随着房地产结转项目增加，公司营业收入有所增长，盈利指标较上年变动不大；公允价值变动收益对公司营业利润有一定影响。

5．现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流入 59.23 亿元，较 2016 年增长 200.90%，主要系 2016 年公司因委托股东建设上海市闵行区马桥镇项目、南山区田厦南新路西片区改造项目，向股东提供资金支持，2017 年相关资金收回所致。2017 年，公司经营活动现金流出 50.64 亿元，同比增长 76.49%，主要系支付经营活动往来款大幅增长所致。受以上综合影响，2017 年，公司经营活动现金流量净额为 8.59 亿元，由负转正。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流入 47.54 万元，同比大幅减少 99.96%，主要系公司 2016 年收回理财产品规模较大所致；2017 年，公司投资活动现金流出 0.13 亿元，同比大幅减少 99.38%，主要由于 2016 年公司偿还卓越置业集团提供的用于收购青岛昌业的股权款项导致当年投资活动支出现金规模较大所致；受以上综合影响，2017 年，公司投资活动现金净流出 0.13 亿元，净流出规模大幅下降。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入 9.25 亿元，同比减少 84.37%，主要系取得借款规模减小所致。2017 年，公司筹资活动现金流出 19.37 亿元，较上年变动不大。受以上综合影响，2017 年，公司筹资活动现金净流出 10.12 亿元。

总体看，2017 年，受关联方往来款影响，公司经营活动现金流量净额由负转正；投资活动规模减小；由于偿还债务，公司筹资活动现金流量表现为净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年末，公司流动比率、速动比率分别为 2.61 倍和 1.79 倍，变动不大且保持在较高水平。截至 2017 年末，公司现金短期债务比为 3.10 倍，较上年 6.74 倍有所下降，主要系短期债务大幅提升所致。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 9.15 亿元，较 2016 年增长 21.44%，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。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年末，公司共获得银行授信 21.50 亿元，尚未使用额度 2.47 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年末，公司存在一起未决重大诉讼：公司与深圳市中信嘉华置业投资有限公司关于 2007 年深圳市金利居房地产开发有限公司股权转让纠纷案件，目前处于一审中，涉案金额为 0.74 亿元，公司可能面临一定或有负债风险。

截至 2017 年末，公司对外担保 46.09 亿元，占公司 2017 年末净资产的比例为 59.44%，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 2018 年 4 月 11 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，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可；公司存在一定或有负债风险，间接融资渠道有待拓展；随着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实现销售，公司整体偿债能力将有望得到提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 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 22.91 亿元，约为待偿债券本金（25 亿元）的 0.92 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；公司净资产为 77.54 亿元，约为待偿债券本金（25 亿元）的 3.10 倍，公司净资产能够对待偿债券本金按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为9.15亿元，约为待偿债券本金（25亿元）的0.37倍，公司 EBITDA 对待偿债券本金的覆盖程度较低。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入59.23亿元，约为待偿债券本金（25亿元）的2.37倍，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金的覆盖程度较高。

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，公司对待偿债券本金的偿还能力很强。

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、卓越置业集团有限公司（开曼群岛注册，以下简称“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 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。

九、综合评价

2017 年，公司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，公司房产销售收入有所增加，货币资金较充裕，债务负担有所减轻，债务结构合理。同时，联合评级也关注到其他应收款对资金形成占用、受限资产规模较大、存在一定或有负债风险等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

随着公司自持物业青岛卓越世纪中心的对外出租以及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的对外销售，公司盈利能力有望保持稳定。

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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	191.12	180.64
所有者权益（亿元）	74.15	77.54
短期债务（亿元）	3.65	7.40
长期债务（亿元）	67.59	58.11
全部债务（亿元）	71.24	65.51
营业收入（亿元）	14.00	15.17
净利润（亿元）	3.30	3.40
EBITDA（亿元）	7.54	9.15
经营性净现金流（亿元）	-9.01	8.59
应收账款周转次数(次)	38.26	16.18
存货周转次数（次）	0.27	0.35
总资产周转次数（次）	0.08	0.08
现金收入比率（%）	61.50	74.63
总资本收益率（%）	4.82	4.80
总资产报酬率（%）	4.11	4.52
净资产收益率（%）	4.57	4.48
营业利润率（%）	38.08	59.77
费用收入比（%）	27.42	35.63
资产负债率（%）	61.20	57.07
全部债务资本化比率（%）	49.00	45.79
长期债务资本化比率（%）	47.69	42.84
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.29
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14
流动比率（倍）	2.68	2.61
速动比率（倍）	1.76	1.79
现金短期债务比（倍）	6.74	3.10
经营现金流动负债比率（%）	-30.06	33.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.30	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；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　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。