跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1647 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发行的“16 卓越 01”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：

二〇一九年六月二十五日

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2019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	债券余额	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	23.70亿元	5年（3+2）	AAA	AAA	2018/12/3

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：2019年6月25日

主要财务数据

发行人-深圳卓越世纪城房地产开发有限公司

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	191.12	180.64	181.60
所有者权益（亿元）	74.15	77.54	81.68
全部债务（亿元）	71.24	65.51	52.73
营业收入（亿元）	14.00	15.17	7.78
净利润（亿元）	3.30	3.40	4.14
EBITDA（亿元）	7.54	9.15	9.29
经营性净现金流（亿元）	-9.00	8.59	10.62
营业利润率（%）	38.08	59.77	67.62
净资产收益率（%）	4.57	4.48	5.19
资产负债率（%）	61.20	57.07	55.02
全部债务资本化比率（%）	49.00	45.79	38.00
流动比率（倍）	2.68	2.61	1.48
EBITDA全部债务比（倍）	0.11	0.14	0.18
EBITDA利息倍数（倍）	2.33	2.29	2.70
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.32	0.39	0.39

担保方-深圳市卓越商业管理有限公司

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	809.99	1,326.62	1,452.34	1,420.10
所有者权益（亿元）	190.50	422.47	484.45	484.78
营业收入（亿元）	147.61	113.07	198.47	8.22
净利润（亿元）	26.72	213.59	62.04	0.30
资产负债率（%）	76.04	68.15	66.64	65.86

注：1、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；2、2017年财务数据采用2018年审计报告中的期初数/上年数，经追溯调整；3、担保方其他应付款中的债务已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入长期债务；4、担保方2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；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

2018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”）租赁收入大幅增长，综合毛利率水平显著提升，主要物业租赁项目经营状况良好，能够为公司贡献较为稳定的现金流，债务负担较轻且债务结构较合理。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司可售项目资源不足、关联方对公司资金占用较大、货币资金规模大幅减少、利润水平受公允价值变动收益影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司自持物业的运营逐渐成熟，公司租赁收入有望保持稳定增长。

“16卓越01”由卓越商业管理有限公司（以下简称“卓越商业”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。卓越商业作为深圳市商业地产主要的开发商之一，2018年经营状况保持良好，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”；同时维持“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年租金收入增长，租金水平显著提升，其他自持物业运营状况保持良好。

2．公司经营性现金流状况佳，2018年债务规模下降，整体债务负担较轻，且债务期限结构较合理。

3．担保方卓越商业是深圳市商业地产主要的开发商之一，持有的大部分物业位于深圳各CBD核心区域，区位优势突出，2018年签约销售规模增长，资产及权益规模进一步扩大，债务负担较合理，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．公司对关联方的其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，2018 年公司货币资金规模大幅减少；公司利润水平受公允价值变动收益影响较大。

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2019~2020 年面临一定的债券到期/回售压力。

分析师

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹
电话：010-85172818
邮箱：caomr@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：

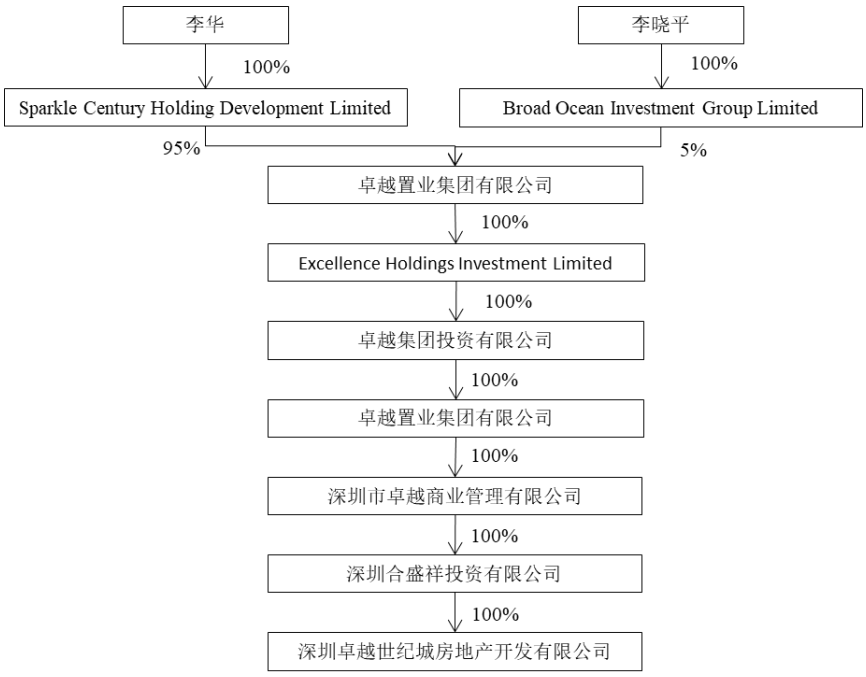
联合信用评级有限公司

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年以来，公司经营范围和组织结构无变更。截至2018年底，纳入公司合并范围的子公司共6家，公司在职员工120人。

截至2018年底，公司资产总额181.60亿元，负债合计99.93亿元，所有者权益合计81.68亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年，公司实现营业收入7.78亿元，净利润4.14亿元，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10.62亿元，现金及现金等价物净增加额-12.70亿元。

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

本报告对“16卓越01”进行跟踪。截至2018年底，“16卓越01”募集资金已全部使用完毕，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2019年1月21日发布上调利率公告，票面利率由5.50%上升至6.60%；于2019年1月25日发布投资者回购公告，债券回售金额1.30亿元。2019年2月25日，公司支付了上一计息年度的利息并兑付了债券回售金额。

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。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。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、%）

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
16卓越01	136223.SH	23.70	5年（3+2）	6.60	2016/2/25	公开

资料来源：Wind

三、行业分析

1．商业地产行业

从开发投资来看，2018年，我国商业营业用房完成投资额1.42万亿元，同比下降9.4%，占当期全国房地产开发投资完成额的11.79%；办公楼开发投资完成额0.60万亿元，同比下降11.3%，占当期全国房地产开发投资完成额的4.99%。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。2019年1~5月，我国商业营业用房完成投资额同比下降9.7%，办公楼开发投资完成额同比下降3.6%，开发投资规模呈进一步下降趋势。

从供需情况来看，2018年，我国商业营业用房竣工面积11,258.68万平方米，销售面积11,971.33万平方米；办公楼竣工面积3,884.04万平方米，销售面积4,363.32万平方米。与上年相比，商业地产供求关系进一步扭转，尤其是办公楼需求显著超过供给。2019年1~5月，商业营业用房竣工面积与销售面积基本持平，办公楼销售面积高于竣工面积的趋势仍持续。2018年，我国商业营业用房销售面积同比下降6.8%，销售额同比增长0.7%；办公楼销售面积和销售额同比分别下降8.3%和2.6%。2019年1~5月，商业营业用房及办公楼的销售状况进一步下滑。

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 2　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年以来，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。2018 年，深圳市实现地区生产总值 24,221.98 亿元，同比增长 7.6%，经济运行总体平稳，主要经济指标表现良好。

2018 年，深圳市优质零售物业首层租金从一季度的 23.3 元/平方米/天下降至四季度的 22.7 元/平方米/天，空置率由一季度的 4.5%下降至四季度的 3.5%；优质写字楼租金从一季度的 210.4 元/平方米/月波动增长至四季度的 211.7 元/平方米/月，空置率从一季度的 10.6%波动上升至四季度的 11.4%。租金水平有所波动但基本企稳，写字楼空置率有所上升。

总体看，2018 年，深圳市经济保持平稳增长，优质零售物业和优质写字楼的租金水平基本企稳，但写字楼空置率有所上升。

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，公司实现营业收入 7.78 亿元，同比减少 48.70%，主要系房产销售结转规模减少所致；实现净利润 4.14 亿元，同比增长 21.61%，主要系公允价值变动收益增长所致。

表 3　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	9.60	68.58	22.31	10.76	70.90	30.14	2.05	26.38	50.04
房产租赁	4.29	30.67	92.30	4.05	26.69	79.78	4.65	59.73	97.95
停车场收费	0.08	0.59	100.00	0.07	0.49	100.00	0.09	1.10	100.00

其他	0.02	0.16	100.00	0.29	1.92	69.66	1.00	12.79	14.26
合计	**14.00**	**100.00**	**44.35**	**15.17**	**100.00**	**44.49**	**7.78**	**100.00**	**74.63**

注：房产租赁收入为不含税收入。
资料来源：公司审计报告

从收入构成来看，2018 年，公司房产销售结转收入仅 2.05 亿元，收入占比大幅下降至 26.38%，仅为公司第二大收入来源；公司实现房产租赁收入 4.65 亿元，同比增长 14.80%，主要系深圳卓越世纪中心租金水平上涨及青岛卓越世纪中心免租期已过、开始产生租金收入所致，收入占比上升至接近 60%。公司项目数量不多，收入规模及占比受项目竣工结转节奏影响较大。

从毛利率来看，2018 年，公司房产销售毛利率大幅上升至 50.04%，主要系结转项目差异所致；房产租赁毛利率上升 18.17 个百分点，主要系 2017 年二季度卓越世纪中心 intown 部分装修升级，拉低当年毛利率所致，2018 年毛利率回升。综上，2018 年公司综合毛利率为 74.63%，同比上升 30.14 个百分点，主要系收入结构变动及主要板块毛利率上升所致。

总体看，2018 年公司房产销售结转规模较小，房产租赁成为最大收入来源，营业收入规模大幅下降，但毛利率水平显著提升。

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，青岛卓越世纪中心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。此外公司租赁广州地王广场物业面积 21,640 平方米并进行运营管理，管理期限截至 2042 年。

深圳卓越世纪中心在位于深圳市福田区 CBD 地段，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，区域位置优良，招租压力小。2018 年，公司租赁合同签订模式及租金收取模式未发生较大变化。

运营方面，2018 年，深圳卓越世纪中心出租率同比保持稳定，仍处于很高水平；写字楼和商铺租金水平分别同比上涨 6.67%和 31.18%，商铺租金增长较快，主要系部分入住商铺的租金优惠政策结束所致；租赁收入合计 4.53 亿元，同比增长 15.70%，其中写字楼租金收入 3.12 亿元，商铺租金收入 1.41 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 97.35%，是公司租金收入的主要来源。

表 4　深圳卓越世纪中心租赁情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
建筑面积（平方米）	117,672.05	117,672.05	117,672.05
其中：写字楼（平方米）	85,138.25	85,138.25	85,138.25
商铺（平方米）	32,533.78	32,533.78	32,533.78
出租率（%）	95.00	97.00	97.00
其中：写字楼（%）	94.21	94.00	94.00
商铺（%）	96.04	100.00	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	336.00
商铺（元/平方米/月）	407.00	417.00	547.00
租赁收入（万元）	38,808.87	39,117.46	45,257.11
其中：写字楼（万元）	28,160.80	28,578.49	31,196.02
商铺（万元）	10,648.07	10,538.97	14,061.09

注：表中租赁收入含税。
资料来源：公司提供

2018 年，横岗城市中心花园和公司代管的广州地王广场出租率和平均租金同比保持稳定。青岛卓越世纪中心于 2017 年底开业，位于青岛市中央商务区，该商务区周边规划将有 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，地理位置优越；青岛卓越世纪中心可出租面积 6.86 万平方米，业态以写字楼为主，包括部分裙楼商业，2018 年出租率仍为 100%，平均租金为 136 元/平方米/月，产生租赁收入 0.57 亿元。

表 5　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	2016 年	2017 年	2018 年
横岗城市中心花园	出租率	88	90	90
	平均租金	56	94	94
	租赁收入	210	313	320
广州地王广场	出租率	80	78	77
	平均租金	232	183	183
	租赁收入	4,687	3,249	3,431
青岛卓越世纪中心	出租率	--	100	100
	平均租金	--	--	136
	租赁收入	--	--	5,710

资料来源：公司提供
注：1、2017年青岛卓越世纪中心尚处于免租期，暂未产生租金收入；2、表中租赁收入含税。

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，2018 年租金收入规模增长较快，能够为公司提供稳定的现金流。

3．物业销售业务

截至 2018 年底，公司有一块尚未开发的土地储备，系位于南山区田厦南新路西片区的城市更新项目（以下简称“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，预计总投资额为 29.37 亿元，资金需求主要通过银行融资及房屋预售款解决，公司预计货值为 49.63 亿元，但该城市更新项目的开发进度不确定性较大。

2018 年，随着青岛卓越世纪中心尾盘持续销售以及上海维港项目开盘销售，公司实现签约销售面积 8.48 万平方米，签约销售金额 31.96 亿元，同比增长 137.74%，销售均价 3.77 万元/平方米。截至 2018 年底，青岛卓越世纪中心剩余部分尾盘，上海维港项目去化率达 79.08%，公司剩余可售货值不大，项目资源有待补充。由于上海维港项目于 2018 年底开盘销售，销售回款尚未完全体现在 2018 年财务数据中。

总体看，2018 年随着青岛卓越世纪中心的尾盘销售和上海维港项目开盘，公司签约销售金额大幅增长；但公司剩余可售项目资源有待补充，储备的城市更新项目开发时间的不确定性较大。

4．经营关注

（1）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。

（2）经营性现金流入下降风险

随着在售项目逐渐销售完毕，而储备的城市更新项目开发时间的不确定性较大，目前公司可售项目资源有待补充，未来一段时间公司可能因房地产销售收入减少而导致经营性现金流入规模下降。

5．未来发展

未来，公司将通过服务创新建立差异化的物业租赁竞争优势，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。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，全面提升深圳卓越世纪中心、青岛卓越世纪中心、广州地王广场的运营水平。此外，公司计划尽快推进上海维港项目和南新项目的建设及销售，提升项目收益水平，进一步加强与卓越置业集团的合作，投资部分具有区位优势及增值潜力的项目，提升资金收益。

总体看，公司经营战略清晰，符合公司未来发展需要。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2018 年财务报表已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年，公司主要会计政策未发生变更，但会计估计发生变更，公司原固定资产-房屋建筑物按照 20 年的使用年限计提折旧，自 2018 年 1 月 1 日起，改按 30 年的使用年限计提折旧；此项会计估计变更采用未来适用法，对 2018 年度损益的影响较小。2018 年，公司处置一家子公司，合并范围的变动对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司资产总额181.60亿元，负债合计99.93亿元，所有者权益合计81.68亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年，公司实现营业收入7.78亿元，净利润4.14亿元，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10.62亿元，现金及现金等价物净增加额-12.70亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 181.60 亿元，较年初增长 0.53%；其中，流动资产占 34.62%，非流动资产占 65.38%，仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 62.87 亿元，较年初减少 6.31%，主要系货币资金减少所致；流动资产主要由货币资金（占 21.16%）、其他应收款（占 43.32%）和存货（占 33.52%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 13.30 亿元，较年初减少 41.94%，主要系偿债规模较大所致；其中，银行存款占 76.01%，其他货币资金占 23.99%（为受限的借款保证金和票据保证金），受限比例较高。

截至 2018 年底，公司其他应收款 27.23 亿元，较年初增长 26.96%，主要系往来款增加所致；公司累计计提坏账准备 0.18 亿元，计提比例较低，主要系关联方往来款占比较大；前五大其他应收款余额合计占 94.47%，集中度很高，其中应收卓越商业的往来款 17.87 亿元，间接控股股东对公司的资金占用较大。

截至 2018 年底，公司存货 21.07 亿元，较年初减少 0.22%；其中，开发产品占 66.57%，主要系青岛卓越世纪中心尚未结转的尾盘，开发成本占 33.43%，主要系上海维港项目；公司未计提存货跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 118.73 亿元，较年初增长 4.58%，主要由长期应收款（占 9.63%）

和投资性房地产（占 87.29%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应收款 11.44 亿元，较年初保持不变；公司将持有深圳市祥华置业发展有限公司（以下简称“祥华置业”）的全部股权委托给卓越置业集团代为管理和经营，长期应收款全部为应收对祥华置业的借款。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 103.64 亿元，较年初增长 5.11%，主要系青岛卓越世纪中心评估增值所致；其中，深圳卓越世纪中心（商业）公允价值 28.98 亿元，福田皇岗商务中心（写字楼）公允价值 59.95 亿元，深圳横岗城市中心花园公允价值 1.20 亿元，较年初均变动不大；青岛卓越世纪中心公允价值 13.52 亿元，较年初大幅增长 53.09%，主要系市值变动及预估成本与实际成本差异变动所致，青岛卓越世纪中心于 2018 年开始获取租金收入。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 57.21 亿元，占资产总额的 31.50%，受限比例较高，包括作为保证金的货币资金 3.19 亿元、用于抵押贷款的存货 7.64 亿元和用于抵押贷款的投资性房地产 46.38 亿元（占投资性房地产总额的 44.75%）。

总体看，2018 年，公司资产规模变化不大；资产构成中，受偿债规模较大影响，货币资金大幅减少，青岛卓越世纪中心开始获取租金收入后评估价值大幅增长；公司资产受限比例较高，关联方对公司资金占用较大；考虑到公司持有的优质物业，公司整体资产质量较好。

3．负债和所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 99.92 亿元，较年初减少 3.08%；其中，流动负债占 42.59%，非流动负债占 57.41%，流动负债占比大幅上升 17.67 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 42.56 亿元，较年初增长 65.65%，主要系其他应付款增加所致；流动负债主要由应付账款（占 6.95%）、预收款项（占 5.86%）、其他应付款（占 48.52%）和一年内到期的非流动负债（占 30.82%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款 2.96 亿元，较年初减少 15.33%，主要系工程款结算所致；预收款项 2.50 亿元，较年初增长 121.73%，主要系上海维港项目开盘销售所致；其他应付款 20.65 亿元，较年初增长 106.96%，主要系往来款增加所致，其中应付卓越置业集团 15.58 亿元；一年内到期的非流动负债 13.11 亿元，较年初增长 77.34%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 57.37 亿元，较年初减少 25.89%，主要系应付债券减少所致；非流动负债由长期借款（占 20.91%）、应付债券（占 43.42%）和递延所得税负债（占 34.82%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 11.99 亿元，较年初减少 30.52%，主要系部分转入一年内到期的非流动负债所致，借款类型均为保证加抵押借款；应付债券 24.91 亿元，较年初减少 39.02%，主要系公司债券回售所致；递延所得税负债 19.97 亿元，较年初增长 6.49%，主要系公允价值变动引起的应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 50.07 亿元，较年初减少 23.57%；其中，短期债务占 26.30%，长期债务占 73.70%，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 55.02%、38.00%和 31.12%，较年初分别下降了 2.05 个百分点、7.79 个百分点和 11.72 个百分点，债务负担下降至较轻水平。从债务期限结构来看，公司债务集中偿付压力一般。

表 6　截至 2018 年底公司债务期限分布（单位：亿元）

时间	到期借款金额	到期债券金额	全部到期债务
2019 年	2.74	10.47	13.21
2020 年	0.65	0.00	0.65
2021 年及以后	11.34	24.87	36.21
合计	**14.68**	**35.34**	**50.07**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司负债规模小幅收缩，随着预收款项的增长和股东往来款的增加，流动负债占比大幅上升；公司债务规模有所减少，整体债务负担较轻，且集中偿付压力一般。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 81.68 亿元，较年初增长 5.33%，系未分配利润增加所致，全部为归属于母公司所有者权益；其中，实收资本占 5.45%，资本公积占 0.45%，其他综合收益占 43.52%，盈余公积占 2.43%，未分配利润占 48.16%，其他综合收益和未分配利润占比较高，权益稳定性仍属较弱。

总体看，2018 年公司所有者权益规模小幅增长，权益稳定性仍属较弱。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 7.78 亿元，同比减少 48.70%，主要系房产销售结转规模减少所致；实现净利润 4.14 亿元，同比增长 21.61%，主要系公允价值变动收益增长所致。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额 4.65 亿元，同比减少 14.04%，主要系财务费用减少所致；其中，销售费用占 11.21%，管理费用占 13.63%，财务费用占 61.12%。2018 年，公司财务费用 3.30 亿元，同比减少 19.02%，主要系利息支出减少及当年未产生融资租赁费用所致。

利润构成方面，2018 年，公司实现公允价值变动收益 4.87 亿元，占当年营业利润的 86.59%，对利润贡献很大，主要来自青岛卓越世纪中心的评估价值增长。

盈利指标方面，2018 年，随着利润规模的增长，公司各项盈利指标均有所提升；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.41%、4.99%和 5.19%，同比分别上升了 0.61 个百分点、0.48 个百分点和 0.71 个百分点。

总体看，2018 年受结转规模较小影响，公司营业收入同比下降；但由于投资性房地产公允价值变动收益较大及期间费用减少，公司利润规模增长，盈利指标提升。

5．现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 142.76 亿元，同比增长 141.04%，主要系收到的往来款增加所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 10.02 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 132.74 亿元，主要为往来款。同期，公司经营活动现金流出 132.14 亿元，同比增长 160.95%，主要系支付的往来款增加所致。综上，公司经营活动现金流量净额 10.62 亿元，净流入规模同比增长 23.69%。

2018 年，公司投资活动现金流入及流出均规模较小，投资活动现金流量净额-0.25 亿元，维持小规模净流出状态。

2018 年，公司筹资活动现金流入 0.88 亿元，同比减少 90.48%，主要系随着青岛卓越世纪中心的竣工，公司融资需求下降所致；筹资活动现金流出 23.96 亿元，同比增长 23.66%，主要系偿债规模增加所致；综上，公司筹资活动现金流量净额-23.07 亿元，净流出规模同比增长 127.95%。

总体看，2018 年公司经营性现金流维持较大规模净流入，但公司与关联方之间资金往来频繁，

对公司财务独立性有一定影响；投资活动现金流规模较小；随着项目的逐渐建成销售，公司融资需求下降，偿债规模加大，筹资活动现金流维持较大规模的净流出。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 2.61 倍下降至 1.48 倍，速动比率由年初的 1.79 倍下降至 0.98 倍，现金短期债务比由年初的 3.10 倍下降至 1.01 倍，主要系货币资金减少及流动负债增加所致，但现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力指标有所下降，但仍属尚可。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 9.29 亿元，同比增长 1.45%，主要由利润总额（占 61.93%）和计入财务费用的利息支出（占 35.47%）构成。公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.29 倍上升至 2.70 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍上升至 0.19 倍，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期偿债能力指标小幅提升，仍属较强。

截至 2018 年底，公司获得农业银行授信额度 9.00 亿元、中国银行授信额度 3.50 亿元、工商银行授信 4.20 亿元，合计 16.70 亿元，其中尚未使用的授信额度 2.07 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 29.04 亿元，占所有者权益的 35.55%，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。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 2019 年 4 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，公司短期及长期偿债能力指标均属较强；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 年底，公司现金类资产和净资产分别为债券待偿本金（23.70 亿元）的 0.56 倍和 3.45 倍，覆盖程度尚可；从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为债券待偿本金的 0.39 倍，覆盖程度较高；从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入和净流入分别为债券待偿本金的 6.02 倍和 0.45 倍，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“16 卓越 01”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%[1]。

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。

[1] 公司未能提供卓越开曼 2018 年财务报表。

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，旗下商务产品涵盖高档写字楼、酒店、商场、商务公寓、住宅等多种产品类型，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2018年底，卓越商业资产合计1,452.34亿元，负债合计967.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计484.45亿元，其中归属于母公司所有者权益合计333.53亿元。2018年，卓越商业实现营业收入198.47亿元，净利润（含少数股东损益）62.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润42.03亿元；经营活动现金流量净额32.48亿元，现金及现金等价物净增加额50.82亿元。

截至2019年3月底，卓越商业资产合计1,420.10亿元，负债合计935.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计484.78亿元，其中归属于母公司所有者权益合计333.31亿元。2019年1~3月，卓越商业实现营业收入8.22亿元，净利润（含少数股东损益）0.30亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.26亿元；经营活动现金流量净额2.00亿元，现金及现金等价物净增加额-64.94亿元。

（2）经营分析

经营概况

2018 年，卓越商业实现营业收入 198.47 亿元，同比增长 75.52%，主要系房屋销售收入增加所致；实现净利润 62.04 亿元，同比减少 70.95%，主要系公允价值变动收益减少所致。卓越商业主营业务在营业收入中的占比很高，主营业务突出。

表7　卓越商业主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	142.20	96.49	38.88	105.12	93.91	39.35	187.88	95.72	57.83
房屋租赁及其他	5.18	3.51	85.36	6.82	6.09	79.94	8.40	4.28	79.83
合计	**147.38**	**100.00**	**40.52**	**111.94**	**100.00**	**41.83**	**196.28**	**100.00**	**58.77**

注：1、2017年数据采用2018年审计报告的上年数，经追溯调整；2、房屋租赁拟收入为不含税收入。
资料来源：卓越商业提供

从收入构成来看，2018 年，卓越商业实现房屋销售收入 187.88 亿元，同比增长 78.73%，主要系深圳项目结转金额较大所致，是卓越商业收入的主要来源；实现房屋租赁及其他收入 8.40 亿元，同比增长 23.12%，主要系卓悦汇租金收入增加以及青岛大融城免租期结束所致，为卓越商业补充了较稳定增长的现金流。

从毛利率来看，2018 年，卓越商业房屋销售毛利率同比上升 18.48 个百分点至 57.83%，毛利率处于很高水平，主要系当年卓越商业结转收入主要来自深圳项目所致，卓越商业位于深圳的城市更

新项目大多拿地时间较早，随着房价的上涨，项目利润空间大；房屋租赁及其他业务毛利率基本保持稳定。综上，2018 年，卓越商业主营业务毛利率大幅上升至 58.77%。

2019 年 1~3 月，卓越商业实现营业收入 8.22 亿元，同比减少 95.86%，主要系项目结转规模较小所致；实现净利润 0.30 亿元，上年同期净利润为 62.04 亿元（主要系结转规模较大及公允价值变动收益较大所致）。

总体看，2018 年随着深圳项目的结转，卓越商业收入规模大幅增长，毛利率水平显著提高；房屋租赁收入实现较快增长，为卓越商业补充了较稳定的现金流。

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。

表8　截至2018年底卓越置业集团拟注入卓越商业土地储备情况（单位：万平方米）

项目	地区	位置	业态	状态	占地面积	规划建筑面积
罗湖区项目	深圳	罗湖区上步北路银湖路	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	4.95	46.87
福田区项目	深圳	福田区南	商业、公寓、住宅、写字楼	未确认主体资格	31.40	240.00
南新项目	深圳	南山区南新路	商住混合	未确认主体资格，已与村股份公司签订协议	1.71	14.38
合计	--	--	--	--	**38.06**	**301.25**

资料来源：卓越商业提供

卓越置业集团拟注入卓越商业的土地储备全部位于深圳，总占地面积 38.06 万平方米，规划建筑面积 301.25 万平方米，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，存在较大的不确定性。

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，多为历史用地，成本较低，土地质量较高，但旧改项目的周期存在较大的不确定性。

项目建设开发情况

从公司项目开发建设情况来看，2018 年，卓越商业新开工面积有所增长，但规模仍属一般；竣工面积大幅减少，期末在建面积规模较大，能够为卓越商业未来一段时期的销售形成支撑。

表 9　卓越商业项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	73.32	7.56	27.75
竣工面积	83.00	71.81	23.68
期末在建面积	229.78	165.53	169.60

资料来源：卓越商业提供

从在建项目来看，截至 2018 年底，卓越商业在建项目共 10 个，位于深圳、上海、杭州、宁波和东莞，均为优质一、二线城市，卓越商业预计 2019 年在建项目投资金额 83.00 亿元，卓越商业面

临一定的资本支出压力。

表 10　截至 2018 年底卓越商业在建地产项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	计划总投资	累计完成投资	剩余投资计划			已竣工/拟竣工时间
					2019 年	2020 年	2021 年	
深圳中心天元（一期、二期）	写字楼、商业、公寓、住宅	86.81	221.17	169.61	26.00	12.00	2.85	2018 年 12 月/2020 年 6 月
深圳前海卓越金融中心（一期、二期、三期）	写字楼、公寓	66.78	189.00	171.12	10.00	4.50	0.48	2019 年 11 月
上海维港	商住混合	4.73	7.86	7.05	0.55	0.27	--	2019 年 2 月
杭州时代广场	商住混合	21.27	39.08	12.27	11.40	9.85	5.50	2021 年 5 月
宁波杭州湾	住宅、公寓、商铺、写字楼	101.78	84.22	22.51	9.83	18.81	19.47	2023 年 3 月
东莞维港	商住混合	29.71	37.73	18.39	13.90	4.92	0.44	2019 年 9 月
东莞中寰（百晟）	商住混合	7.55	11.00	5.40	3.64	1.93	0.02	2019 年 6 月
东莞中寰（巨汉）	商住混合	16.80	19.85	9.09	5.14	2.42	2.13	2020 年 1 月
东莞蔚蓝松湖	商住混合	2.69	2.52	1.33	0.82	0.23	0.10	2020 年 1 月
东莞蔚蓝岸	商住混合	11.78	8.68	6.20	1.73	0.53	0.22	2019 年 7 月
合计	--	**349.90**	**621.11**	**422.98**	**83.00**	**55.46**	**31.21**	--

资料来源：卓越商业提供
注：表5的期末在建面积与表6的的建筑面积不一致，主要系项目分期开发、统计口径不一致所致。

总体看，2018 年卓越商业新开工面积有所增长，在建面积较大，在建项目均位于优质一、二线城市，尚需投资规模较大，卓越商业面临一定的资本支出压力。

房产销售情况

从销售情况来看，2017 年，卓越商业签约销售项目主要位于深圳、上海等地，签约销售均价高；2018 年，卓越商业签约销售面积主要来自宁波及东莞项目，签约销售面积同比大幅增长 104.96%，但签约销售金额仅同比增长 9.54%至 170.42 亿元，签约销售均价大幅下滑。

表11　卓越商业项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	24.43	31.67	64.91
签约销售金额	93.74	155.58	170.42
签约销售均价	38,370.86	49,132.80	26,254.81

资料来源：卓越商业提供

从回款情况来看，除上海维港（回款率 52.00%）、东莞蔚蓝岸（回款率 65.00%）、东莞蔚蓝松湖（回款率 35.00%）和宁波杭州湾项目（回款率 56.00%）由于开盘时间较短、回款率较低以外，其他项目回款率均处于 85%以上水平。2018 年，卓越商业回款金额合计 112.83 亿元，占当年签约销售金额的 66.21%，整体回款率较低。

但从货值来看，卓越商业剩余可售货值约 535.38 亿元，其中深圳项目剩余可售货值约 405.08 亿元，剩余可售货值仍主要位于深圳。

表 12　截至 2018 年底卓越商业在售项目情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	地区	可售面积	未售面积	2018 年销售面积	2018 年销售金额	2018 年销售均价
深圳卓越前海金融中心	深圳	37.31	14.22	0.77	17.02	22.10

卓越梅林中心广场（南一区）写字楼	深圳	4.81	0.07	0.25	2.88	11.52
卓越前海时代广场	深圳	12.70	1.16	1.16	14.98	12.92
深圳岗厦天元花园	深圳	21.78	16.71	--	--	--
上海宝山卓越商务中心	上海	16.01	0.00	2.26	5.53	2.45
上海奉贤卓越世纪中心	上海	28.07	2.46	0.38	0.84	2.20
上海维港	上海	4.26	0.38	3.88	22.15	5.70
青岛卓越世纪中心	青岛	32.70	6.13	4.59	9.81	2.14
东莞蔚蓝山	东莞	17.16	0.02	0.13	0.31	2.49
东莞蔚蓝岸	东莞	9.66	0.02	6.86	15.12	2.20
东莞维港	东莞	21.72	0.61	8.55	21.93	2.57
东莞中寰（百晟）	东莞	5.81	0.04	4.46	10.96	2.46
东莞中寰（巨汉）	东莞	12.29	3.62	8.67	19.95	2.30
东莞蔚蓝松湖	东莞	1.92	0.57	1.34	1.92	1.43
杭州湾项目	宁波	97.20	75.59	21.61	27.03	1.25
合计	**--**	**323.41**	**121.60**	**64.91**	**170.42**	**2.63**

资料来源：卓越商业提供

总体看，2018 年卓越商业签约销售面积主要来自宁波及东莞项目，签约销售面积大幅增长但销售金额增长一般，由于部分项目于年底开盘，当年整体回款率较低；卓越商业剩余可售面积主要位于宁波，但剩余可售货值主要位于深圳，能够满足未来一段时期的销售需求。

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 2018 年底，卓越商业投资性房地产公允价值 596.14 亿元，占资产总额的 41.05%，规模很大，增值率高。

截至 2018 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。2018 年，随着卓悦汇的运营逐渐成熟，租金水平显著提升，租金收入大幅增长；青岛大融城 2016~2017 年处于免租期，无租金收入，2018 年租金收入达 0.57 亿元。卓越商业自持物业租金收入规模较大，成为卓越商业现金流的有力补充。此外，卓越商业在建的深圳中心天元项目体量较大，项目建成运营后，卓越商业租金收入有望大幅增长。

表 13　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	2018 年平均租金水平	2016 年租金收入	2017 年租金收入	2018 年租金收入	2018 年底评估价值
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	99	9.23	338	5,136.55	17,061.00	23,411.74	560,788.24
后海金融中心商场	深圳	97	0.73	522	1,037.39	2,560.00	2,672.88	60,781.95
卓越城北区写字楼	深圳	96	1.04	178	806.48	1,654.25	2,237.55	44,035.93
皇岗商务中心	深圳	94	8.51	336	28,160.80	28,578.49	31,196.02	619,684.99
卓越世纪中心	深圳	100	3.25	547	10,648.07	10,538.97	14,061.09	269,562.28
横岗中心城市花园	深圳	90	0.48	94	157.00	312.63	320.42	12,019.53

广州地王广场	广州	77	2.16	183	4,687.07	3,249.00	3,430.63	--
青岛大融城	青岛	100	6.86	136	--	--	5,709.52	135,156.00
金地中心	深圳	76	5.70	320	--	--	2,925.19	--
卓越时代广场一期	深圳	100	0.04	693	311.80	324.79	333.18	6,596.83
合计	--	--	**45.45**	--	**50,945.16**	**64,279.13**	**86,298.22**	--

资料来源：卓越商业提供

总体看，卓越商业自持物业规模较大，形态以写字楼为主，商铺物业为辅，经营情况较稳定，租金收入稳步增长。但卓越商业自持物业评估价值相对其租金收入明显偏高，可能存在一定的价值波动风险。

经营关注

公司主要业务区域较为集中

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

未来土储获取和城市更新项目存在一定不确定性

公司目前获取土地的方式主要为股东注入，且多为深圳城市更新项目，股东注入土地的时间与规模存在不确定性；同时城市更新项目周期较长，存在一定的不确定性。

投资性房地产价值波动风险

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 596.14 亿元，相对其租金收入规模较大，公司自持物业的盈利能力对其公允价值的支撑较弱，可能存在一定的价值波动风险。

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。

总体看，卓越商业未来发展战略符合公司的发展需要，具有可行性。

（3）财务分析

卓越商业 2018 年底合并财务报表已经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年，卓越商业按照《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》等相关规定，对会计政策变更采用追溯调整法，对 2017 年财务数据进行了追溯调整。此外，卓越商业原固定资产-房屋建筑物按照 20 年的使用年限计提折旧，自 2018 年 1 月 1 日起，改按 30 年的使用年限计提折旧；此项会计估计变更采用未来适用法，对 2018 年度损益的影响较小。合并范围变动方面，2018 年，卓越商业非同一控制下企业合并新增子公司 1 家，同一控制下企业合并新增子公司 6 家，处置子公司 1 家，新设子公司 3 家。考虑到数据已经追溯调整，卓越商业财务数据可比性较强。

资产质量

截至 2018 年底，卓越商业资产总额 1,452.34 亿元，较年初增长 9.48%，主要系非流动资产增加所致；其中流动资产占 42.58%，非流动资产占 57.42%，非流动资产占比有所上升。

流动资产

截至 2018 年底，卓越商业流动资产 618.40 亿元，较年初减少 12.92%，主要系其他应收款减少所致；流动资产主要由货币资金（占 18.70%）、其他应收款（合计）（占 30.49%）和存货（占 49.67%）构成。

截至 2018 年底，卓越商业货币资金 115.67 亿元，较年初大幅增长 72.15%，主要系年末发行债券收到募集资金所致；其中使用受限的货币资金 9.57 亿元（占 8.27%），主要为借款质押的定期存款、保证金户和冻结款，受限比例一般。

截至 2018 年底，卓越商业其他应收款（合计）188.56 亿元，较年初减少 52.17%，主要系关联方往来款减少所致；其中，应收利息 1.96 亿元，应收股利 1.24 亿元，其他应收款 185.36 亿元；卓越商业对其他应收款累计计提坏账准备 0.76 亿元，计提比例较低，主要系未对关联方往来款计提所致；卓越商业前五大其他应收款均为关联方往来款，合计 100.07 亿元，集中度高，关联方对卓越商业资金形成较大占用。

截至 2018 年底，卓越商业存货 307.15 亿元，较年初增长 31.34%，主要系项目开发规模扩大所致；其中开发成本占 84.53%，开发产品占 15.47%，未计提跌价准备；卓越商业存货项目均位于优质一、二线城市，存货质量较高、跌价风险较小。

非流动资产

截至 2018 年底，卓越商业非流动资产 833.94 亿元，较年初增长 35.27%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产增加所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占 8.91%）、长期股权投资（占 8.78%）、投资性房地产（占 71.49%）和其他非流动资产（占 7.98%）构成。

截至 2018 年底，卓越商业可供出售金融资产由年初的 3.85 亿元大幅增加至 74.28 亿元，主要系可供出售债务工具增加所致；2018 年 12 月，卓越商业分别与深圳卓越坭岗房地产开发有限公司、深圳卓越松岗城市更新有限公司和深圳市正基房地产开发有限公司签订了《坭岗项目投资协议》、《松岗项目投资协议》和《油松项目投资协议》，按照协议约定，卓越商业合计投入本金 69.35 亿元，计入可供出售债务工具。

截至 2018 年底，卓越商业长期股权投资 73.25 亿元，较年初增长 1.93 倍，主要系对多家深圳的合作项目公司追加投资所致；2018 年，卓越商业权益法下确认的长期股权投资收益 2.04 亿元。

截至 2018 年底，卓越商业投资性房地产 596.14 亿元，较年初增长 6.65%，主要系存货转入及公允价值变动所致；投资性房地产成本合计 201.52 亿元，公允价值变动合计 396.42 亿元，累计增值率为 195.82%。卓越商业投资性房地产位于深圳、广州及青岛，地理位置较优越，但其公允价值受深圳市房地产市场波动影响较大。

截至 2018 年底，卓越商业其他非流动资产由年初的 0.21 亿元增加至 66.55 亿元，主要系对外提供借款所致，其中借款规模较大的有深圳卓越盛祥城市更新有限公司 21.90 亿元、深圳卓越康诚城市更新投资有限公司 10.45 亿元、深圳卓越宏瑞城市更新有限公司 9.95 亿元等，对卓越商业资金形成较大占用。

截至 2018 年底，卓越商业受限资产合计 197.90 亿元，占资产总额的 13.63%，包括货币资金 9.57 亿元、投资性房地产 151.96 亿元、存货 36.15 亿元、固定资产 0.22 亿元，受限比例一般。卓越商业投资性房地产受限比例为 25.49%，仍有一定的融资空间。

截至 2019 年 3 月底，卓越商业资产总额 1,420.10 亿元，较年初减少 2.22%，流动资产与非流动资产的占比变化不大；卓越商业货币资金较年初减少 56.25%至 50.60 亿元，主要系用于偿债支出所致。

总体看，卓越商业资产规模进一步增长，非流动资产占比较高；存货和投资性房地产所处位置较优越，但投资性房地产公允价值受深圳市房地产市场景气度影响较大；关联方对卓越商业资金占用较大，对卓越商业财务独立性造成一定影响；卓越商业整体资产质量较好。

负债及所有者权益

负债

截至2018年底，卓越商业负债合计967.90亿元，较年初增长7.05%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占47.88%，非流动负债占52.12%，较年初变化不大。

截至2018年底，卓越商业流动负债463.43亿元，较年初增长11.05%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致；流动负债主要由应付账款（占11.04%）、预收款项（占44.19%）、应交税费（占10.71%）、一年内到期非流动负债（占21.02%）和其他流动负债（占7.56%）所致。

截至2018年底，卓越商业应付账款51.17亿元，较年初减少12.01%，主要系工程款结算所致；预收款项204.77亿元，较年初增长1.31%，卓越商业较大规模的预收款项为未来的收入结转提供有力支撑；应交税费49.63亿元，较年初增长55.78%，主要系土地增值税及企业所得税增加所致；一年内到期的非流动负债97.42亿元，较年初增长36.74%，卓越商业短期偿债压力有所加大；新增其他流动负债35.05亿元，主要系短期应付债券30.79亿元（卓越商业子公司发行的4.50亿美元7.3%优先票据，到期日为2019年4月18日）和关联方借款4.26亿元，已计入卓越商业短期债务。

截至2018年底，卓越商业非流动负债504.47亿元，较年初增长3.62%，主要由长期借款（占52.05%）、应付债券（占19.27%）、长期应付款（占6.43%）和递延所得税负债（占20.77%）构成。

截至2018年底，卓越商业长期借款262.60亿元，较年初减少10.22%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致，其构成以保证借款、保证+抵押借款、保证+质押借款和保证+抵押+质押借款为主；应付债券97.20亿元，较年初增长61.36%，主要系发行多期公司债券所致；长期应付款32.42亿元，较年初增长74.61%，主要系新增沈阳金地鸿业房地产开发有限公司借款15.74亿元、深圳卓越酒店管理有限公司借款8.00亿元、深圳新锦泽市场营销策划有限公司借款6.00亿元所致，已计入卓越商业长期债务；递延所得税负债104.79亿元，较年初增长3.72%。

截至2018年底，卓越商业全部债务540.16亿元，较年初增长13.83%；其中短期债务占26.19%，长期债务占73.81%，以长期债务为主；卓越商业资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为66.64%、52.72%和45.15%，较年初分别下降了1.51个百分点、0.18个百分点和1.63个百分点，主要系权益规模增长较快所致，卓越商业债务负担仍属合理。

截至2019年3月底，卓越商业负债合计935.33亿元，较年初减少3.36%，负债规模及结构变化不大；卓越商业全部债务491.02亿元，较年初减少9.10%，其中短期债务占21.10%，长期债务占78.80%，长期债务占比进一步上升；卓越商业资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率继续小幅下降至65.86%、50.32%和44.39%；从期限分布来看，2019~2020年卓越商业面临一定的债券到期/回售压力。

表 14　截至 2019 年 3 月底卓越商业债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年 4~12 月	101.81	40.60	101.81	40.60
2020 年	67.94	0.00	120.08	52.13
2021 年及以后	321.27	95.93	269.14	43.80
合计	**491.02**	**136.54**	**491.02**	**136.54**

注：1、卓越商业发行的美元债4.50亿美元（折合人民币30.12亿元）已于2019年4月18日偿还；2、到期债务金额包含到期债券金额。
资料来源：卓越商业提供

总体看，2018年卓越商业负债规模有所增长，较大规模的预收款项为未来收入结转提供支撑；卓越商业债务规模扩张，以长期债务为主，整体债务负担仍属合理，但2019~2020年面临一定的债券到期/回售压力。

所有者权益

截至2018年底，卓越商业所有者权益合计484.45亿元，较年初增长14.67%，主要系未分配利润增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占68.85%，少数股东权益占31.15%；归属于母公司所有者权益合计333.53亿元，其中，实收资本占8.99%，资本公积占26.66%，其他综合收益（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）占7.18%，未分配利润占57.17%。考虑到卓越商业少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，卓越商业权益稳定性尚可。

截至2019年3月底，卓越商业所有者权益合计484.78亿元，权益规模及构成较年初变动很小。

总体看，2018年随着未分配利润增长，卓越商业所有者权益规模进一步扩大，权益稳定性尚可。

盈利能力

2018 年，卓越商业实现营业收入 198.47 亿元，同比增长 75.52%，主要系房屋销售收入增加所致；实现净利润 62.04 亿元，同比减少 70.95%，主要系公允价值变动收益减少所致。

从期间费用来看，2018 年，卓越商业费用总额 21.77 亿元，同比增长 27.50%，主要系财务费用增加所致；其中，销售费用占 19.32%，管理费用占 20.36%，财务费用占 60.33%，财务费用对利润侵蚀较大。2018 年，卓越商业销售费用同比减少 13.09%，主要系营销推广费减少所致；管理费用同比增长 32.24%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用同比增长 47.82%，主要系债务规模扩大、利息支出增加所致。

从利润构成来看，2018 年，卓越商业实现公允价值变动收益 11.11 亿元（上年为 231.28 亿元，主要来自岗厦中心天元项目评估增值），占营业利润的 13.39%，对利润有一定影响；卓越商业实现投资收益 3.30 亿元（上年为 24.14 亿元，主要来自权益法核算下的长期股权投资收益），对当期利润影响较小。2018 年卓越商业利润大部分来自主营业务。

从盈利指标来看，2018 年，受利润规模下降影响，卓越商业总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均同比大幅下滑，分别为 8.00%、7.04%和 13.68%，但整体盈利能力仍属较强。

2019 年 1~3 月，卓越商业实现营业收入 8.22 亿元，同比减少 95.86%，主要系项目结转规模较小所致；实现净利润 0.30 亿元，上年同期净利润为 62.04 亿元（主要系结转规模较大及公允价值变动收益较大所致）。

总体看，2018 年卓越商业收入规模大幅增长，但受公允价值变动收益减少影响，净利润规模下降，盈利能力指标下滑；卓越商业财务费用快速增长，对利润的侵蚀加大。

现金流

从经营活动来看，2018 年，卓越商业经营活动现金流入 134.70 亿元，同比减少 18.95%，主要系项目销售回款减少所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 112.83 亿元；经营活动现金流出 102.22 亿元，同比减少 14.35%，主要系项目开发建设支出及往来款支出减少所致；综上，卓越商业经营活动现金流量净额 32.48 亿元，维持净流入但规模同比减少 30.65%。

从投资活动来看，2018 年，卓越商业投资活动现金流入 0.51 亿元，规模较小；投资活动现金流出 209.58 亿元，主要系对合作项目公司和城市更新项目的投资；综上，投资活动现金流净额-209.07 亿元，净流出规模大幅增长。

从筹资活动来看，2018 年，卓越商业筹资活动现金流入 485.64 亿元，同比增长 27.99%，主要系合并外关联方往来款增加所致，其中发行债券收到的现金 81.12 亿元，取得借款收到的现金 238.02

亿元，合并外关联方往来款 165.99 亿元，融资渠道较多元；筹资活动现金流出 258.67 亿元，同比增长 18.01%，主要系偿债支出增加所致；综上，卓越商业筹资活动现金流量净额 226.97 亿元，由上年的净流出转为大规模的净流入。

2019 年 1~3 月，卓越商业经营活动现金流量净额 2.00 亿元，投资活动现金流量净额-0.60 亿元，筹资活动现金流量净额-66.37 亿元，卓越商业偿债规模较大。

总体看，2018 年卓越商业经营性现金流维持净流入，随着非并表项目投资的增加，投资性现金流大规模净流出，筹资性现金流大规模净流入；2019 年一季度，卓越商业偿债规模较大，未来卓越商业仍面临较强的融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，卓越商业流动比率从年初的 1.70 倍下降至 1.33 倍，速动比率由年初的 1.14 倍下降至 0.67 倍，随着其他应收款的减少和流动负债的增加，指标有所下滑；现金短期债务比由年初的 0.65 倍上升至 0.82 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。截至 2019 年 3 月底，卓越商业现金短期债务比下降至 0.49 倍，考虑到卓越商业股东对资金进行集中管理，卓越商业有望获得关联方的资金支持。2019 年 4 月，卓越商业偿付了发行的美元债 4.50 亿美元（折合人民币 30.12 亿元），偿付后短期偿债压力大幅减轻。整体看，卓越商业短期偿债能力指标有待提升。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，卓越商业 EBITDA 为 98.37 亿元，同比减少 65.69%，主要系利润总额减少所致；其中利润总额占 84.36%，计入财务费用的利息支出占 15.11%。2018 年，卓越商业 EBITDA 利息倍数由上年的 8.47 倍下降至 2.34 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.60 倍下降至 0.18 倍，EBTIDA 对利息和债务的覆盖程度一般。整体看，卓越商业长期偿债能力指标一般。

截至 2018 年底，卓越商业获得的银行授信额度合计 492.97 亿元，其中未使用的授信额度 161.82 亿元，卓越商业间接融资渠道较畅通。

截至 2018 年底，卓越商业对外担保余额合计 45.45 亿元，占所有者权益的 9.38%。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 年底，卓越商业未决诉讼、仲裁案件共 4 笔，其中 3 笔卓越商业作为被告、1 笔卓越商业作为原告，涉案金额合计 1.77 亿元，或有负债风险可控。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G10440305049162906），截至 2019 年 4 月 26 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指标有待提升，长期偿债能力一般，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公司带来稳定的现金流入，卓越商业整体偿债能力极强。

（4）担保效果评价

以2019年3月底的财务数据测算，“16卓越01”待偿本金（23.70亿元）占担保方卓越商业资产总额的1.67%、所有者权益的4.89%，占比较低。2018年，卓越商业EBITDA为98.37亿元，为“16卓越01”待偿本金的4.15倍，覆盖程度较高；卓越商业经营活动现金流入量134.70亿元，为“16卓越01”待偿本金的5.68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，公司租赁收入大幅增长，综合毛利率水平显著提升，主要物业租赁项目经营状况良好，能够为公司贡献较为稳定的现金流，资产质量较好，债务负担较轻且债务结构较合理。同时，联合评级也关注到公司可售项目资源不足、关联方对公司资金占用较大、货币资金规模大幅减少、利润水平受公允价值变动收益影响较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着公司自持物业的运营逐渐成熟，公司租赁收入有望保持稳定增长。

“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。卓越商业作为深圳市商业地产主要的开发商之一，2018 年经营状况保持良好，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”；同时维持“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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	191.12	180.64	181.60
所有者权益（亿元）	74.15	77.54	81.68
短期债务（亿元）	3.65	7.40	13.17
长期债务（亿元）	67.59	58.11	36.90
全部债务（亿元）	71.24	65.51	50.07
营业收入（亿元）	14.00	15.17	7.78
净利润（亿元）	3.30	3.40	4.14
EBITDA（亿元）	7.54	9.15	9.29
经营性净现金流（亿元）	-9.00	8.59	10.62
流动资产周转次数（次）	38.26	0.21	0.12
存货周转次数（次）	0.27	0.38	0.09
总资产周转次数（次）	0.08	0.08	0.04
现金收入比率（%）	61.50	74.63	128.77
总资本收益率（%）	4.82	4.84	5.41
总资产报酬率（%）	4.11	4.58	4.99
净资产收益率（%）	4.57	4.48	5.19
营业利润率（%）	38.08	59.77	67.62
费用收入比（%）	27.42	35.63	59.71
资产负债率（%）	61.20	57.07	55.02
全部债务资本化比率（%）	49.00	45.79	38.00
长期债务资本化比率（%）	47.69	42.84	31.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	2.29	2.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14	0.19
流动比率（倍）	2.68	2.61	1.48
速动比率（倍）	1.76	1.79	0.98
现金短期债务比（倍）	6.74	3.10	1.01
经营现金流动负债比率（%）	-30.06	33.44	24.97
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.32	0.39	0.39

注：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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	809.99	1,326.62	1,452.34	1,420.10
所有者权益（亿元）	190.50	422.47	484.45	484.78
短期债务（亿元）	75.09	103.27	141.45	138.46
长期债务（亿元）	275.50	371.28	398.72	386.95
全部债务（亿元）	350.59	474.55	540.16	491.02
营业收入（亿元）	147.61	113.07	198.47	8.22
净利润（亿元）	26.72	213.59	62.04	0.30
EBITDA（亿元）	39.52	286.73	98.37	--
经营性净现金流（亿元）	88.34	46.84	32.48	2.00
流动资产周转次数（次）	0.31	0.18	0.30	--
存货周转次数（次）	0.36	0.28	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.11	0.14	--
现金收入比率（%）	84.68	134.53	56.85	328.75
总资本收益率（%）	6.19	30.86	8.00	--
总资产报酬率（%）	5.18	26.79	7.04	--
净资产收益率（%）	15.16	69.69	13.68	--
营业利润率（%）	29.51	35.17	45.47	55.88
费用收入比（%）	7.50	15.10	10.97	49.80
资产负债率（%）	76.04	68.15	66.64	65.86
全部债务资本化比率（%）	64.79	52.90	52.72	50.32
长期债务资本化比率（%）	59.12	46.78	45.15	44.39
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	8.47	2.34	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.60	0.18	--
流动比率（倍）	1.75	1.70	1.33	1.32
速动比率（倍）	0.99	1.14	0.67	0.59
现金短期债务比（倍）	0.66	0.65	0.82	0.37
经营现金流动负债比率（%）	29.51	11.22	7.01	0.45

注：1、2017 年财务数据采用 2018 年审计报告中的期初数/上年数，经追溯调整；2、其他应付款中的债务已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入长期债务；3、担保方 2019 年一季度财务数据未经审计，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。