

# 信用等级公告

联合[2015]683 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深圳卓越世纪城房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一五年十一月二十日

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

## 2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券发行规模：不超过 25 亿元（含）

本期债券发行规模：基础发行规模 10 亿元，

可超额配售不超过 15 亿元

本次债券期限：不超过 7 年（含）

本期债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

债券全额收购承诺方：实际控制人李华、卓越

置业集团有限公司（开曼群岛）

评级时间：2015 年 11 月 20 日

### 主要财务数据

| 项目               | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 15 年 6 月 |
|------------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 110.39 | 116.38 | 117.20 | 119.89   |
| 所有者权益(亿元)        | 52.55  | 58.46  | 64.85  | 67.86    |
| 长期债务(亿元)         | 20.09  | 22.06  | 21.56  | 21.21    |
| 全部债务(亿元)         | 29.50  | 29.07  | 22.06  | 21.77    |
| 营业收入(亿元)         | 25.02  | 3.34   | 3.50   | 1.88     |
| 净利润(亿元)          | 10.44  | 5.91   | 6.39   | 3.01     |
| EBITDA(亿元)       | 15.78  | 10.35  | 10.13  | --       |
| 经营性净现金流(亿元)      | 2.61   | 7.53   | 18.80  | 3.12     |
| 营业利润率(%)         | 45.36  | 75.71  | 89.23  | 90.00    |
| 净资产收益率(%)        | --     | 10.65  | 10.36  | 4.54     |
| 资产负债率(%)         | 52.40  | 49.77  | 44.67  | 43.40    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 35.95  | 33.21  | 25.38  | 24.29    |
| 流动比率             | 1.20   | 1.02   | 0.74   | 0.80     |
| EBITDA 全部债务比(倍)  | 0.53   | 0.36   | 0.46   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 7.76   | 4.42   | 5.25   | --       |
| EBITDA/本次发债额度(倍) | 0.63   | 0.41   | 0.41   | --       |

注：本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为卓越集团投资有限公司（以下简称“卓越集团”）下属的商业地产开发及运营商，开发并运营深圳卓越世纪中心项目，该项目位于深圳市福田区中心区核心地段；公司物业租赁出租率高，单位租金水平平稳上升，物业租赁收入稳步提高；自持物业价值上涨较快，公司资产保值增值能力较强。同时，联合评级也关注到公司地产开发项目数量少、房产销售收入大幅下降、公允价值变动对利润影响大、公司对关联企业长期应收款规模较大以及公司存在一定的或有负债风险等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司自持物业单位租金平稳上升；加之拟收购项目的完成，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 深圳市是中国改革开放的前沿，商业与金融业非常发达，成熟的市场环境为商业地产提供了良好的基础。

2. 公司自持物业卓越世纪中心位于深圳市中心区的核心地段，近年来公司租赁业务发展良好，物业保值增值能力较强。

3. 公司租赁业务以商业写字楼为主，位于深圳市中心区，租赁业务可以为公司发展提供稳定的现金流。

4. 公司股东卓越集团资源丰富，按照卓越集团规划，公司将成为世纪城系列高端商业地产及世纪城品牌的运营主体。

5. 实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛）作为承诺人，承诺公司在偿债保障金专户的资金不足以兑付本次债券情况下，债券持有人有权要求承诺人收购本次债券。

## 关注

1. 目前深圳 CBD 区域内高端商业物业云集，且存在较大规模在建的商业物业，如果市场需求的增长无法消化供应量的增长，则可能出现在租金、服务等方面的激烈竞争。

2. 公司盈利能力对公允价值变动收益的依赖大。

3. 公司对联营企业以股东借款的形式支持相关项目开发投资，款项回收受到联营企业项目开发质量的影响。

4. 公司对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

5. 公司借款主要以投资性房地产进行抵押，抵押资产规模较大。

## 分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

闫 欣

电话：010-85172818

邮箱：yanx@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与深圳卓越世纪城房地产开发有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与深圳卓越世纪城房地产开发有限公司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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因深圳卓越世纪城房地产开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由深圳卓越世纪城房地产开发有限公司提供，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深圳卓越世纪城房地产开发有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

周旭 杨娜 同欣

联合信用评级有限公司

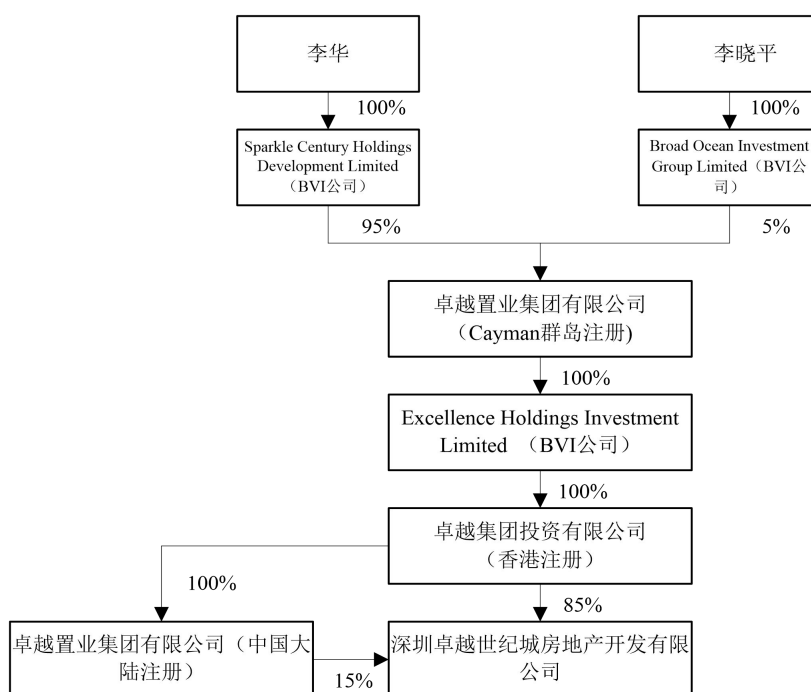


## 一、主体概况

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

后历经数次增资及股权转让，截至2015年6月底，公司注册资本48,800万港元，卓越集团投资有限公司（香港注册，以下简称“卓越集团”）出资41,500万港元，出资比率85%；卓越置业集团有限公司（中国大陆注册，以下简称“卓越置业”）出资41,500万港元，出资比率15%。公司控股股东为卓越集团，公司实际控制人为自然人李华先生。公司2015年6月末的股权结构如下图所示。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为自有物业租赁、物业管理（取得相关资质后方可从事经营）、酒店管理、市场营销策划、平面设计、企业管理咨询、经济信息咨询。公司目前主要业务是自有物业的租赁及管理。截至2015年6月底，公司设有财务部、资产管理部、商业运营部、投资发展部、人事行政部5个职能部门（详见附件1）。截至2015年6月末，公司员工合计62人。

截至2014年底，公司合并资产总计117.20亿元，负债合计52.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）64.85亿元。2014年公司实现营业收入3.50亿元，净利润（含少数股东损益）6.39亿元，归属于母公司所有者的净利润6.39亿元，经营活动现金流量净额为18.80亿元，现金及现金等价物增加额-1.02亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总计119.89亿元，负债合计52.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.86亿元。2015年1~6月公司实现营业收入1.88亿元，净利润（含少数股东损益）3.01亿元，归属于母公司所有者的净利润3.01亿元，经营活动现金流量净额为3.12亿元，现金及现金等

价物增加额0.28亿元。

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、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“深圳卓越世纪城房地产开发有限公司 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为 25 亿元，期限为不超过 7 年，拟分期发行。本次债券面值为 100 元，按面值平价发行，本次债券面向合格投资者公开发行。

第一期债券（以下简称“本期债券”）基础发行规模 10 亿元，可超额配售不超过 15 亿元。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，债券票面利率通过簿记建档方式确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息，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。

本次债券由实际控制人李华、卓越置业集团有限公司（开曼群岛）就本次债券兑付作出全额收购承诺，发生以下任一情形时，债券持有人有权要求承诺人任何一方或双方收购其持有的本期债券：（1）在兑付日（T 日）前的第 3 个工作日（T-3 个工作日之日），公司在偿债保障金专户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），公司在偿债保障金专户中的资金不足以兑付本次债券。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（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）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。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟全部用于补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主营业务是商业物业租赁，属于房地产行业中的商业地产行业。

### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展

相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

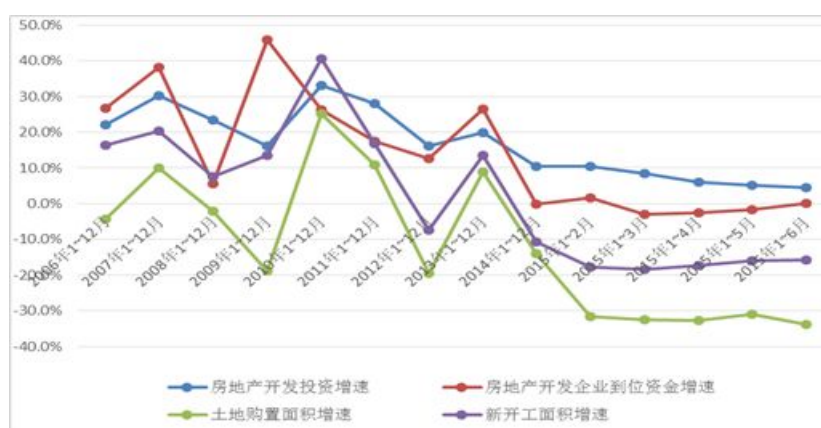
第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况（单位：%）



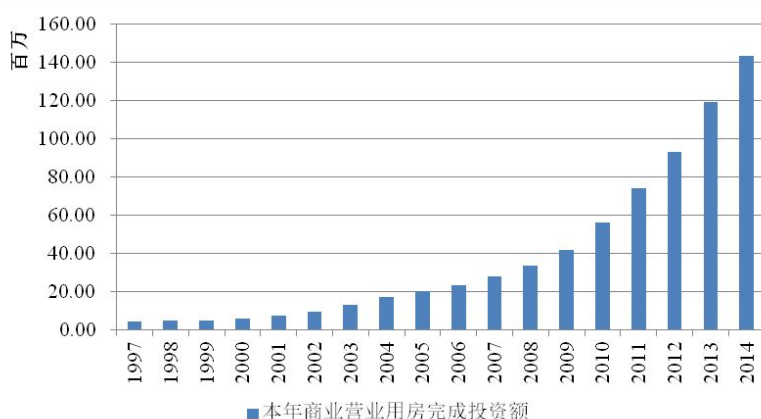
资料来源：国家统计局，联合评级整理。

## 商业地产概况

商业地产行业是房地产行业的一个子行业，一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。由于受房地产调控政策影响相对较小，近年来我国商业地产发展速度较快。2014年，我国商业营业用房完成投资额1.43万亿元，占当年全国房地产行业投资完成总额的15.10%。

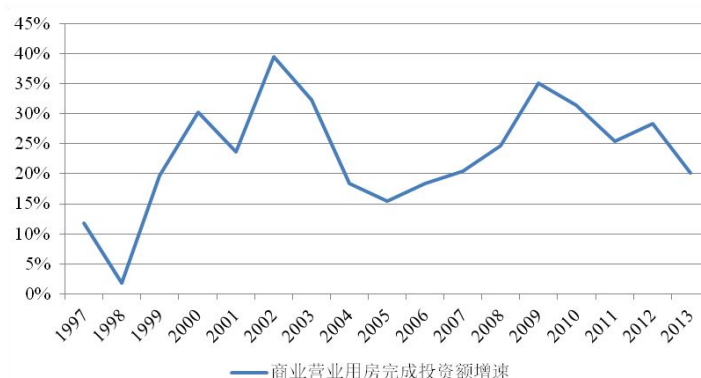
图3 全国商业营业用房完成投资情况



数据来源：Wind

近年来，随着我国国民经济快速发展，人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平。如下图所示，2005年以来，商业营业用房投资额增速保持了年均21.54%的较高增速，特别是2008年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在2010年达到35.11%的高水平，其后，随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房投资增速逐年回落，2014年增速为20.10%，仍处于较高水平。

图4 全国商业营业用房投资增速



数据来源：Wind

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。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的新兴融资渠道，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，同时销售一小部分商铺。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。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动，近年来保持了较高增速。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

|             | 2012 年    | 2013 年    | 2014 年    | 2015 年 1~6 月 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| 推出面积（万平方米）  | 158,084   | 177,964   | 135,659   | 47,372       |
| 同比          | -8%       | 13%       | -24%      | -29%         |
| 成交面积（万平方米）  | 119,595   | 143,569   | 104,032   | 33,362       |
| 同比          | -15%      | 20%       | -28%      | -40%         |
| 出让金（亿元）     | 19,504    | 31,305    | 23,412    | 7,835        |
| 同比          | -13%      | 61%       | -25%      | -38%         |
| 楼面均价（元/平方米） | 942       | 1,174     | 1,234     | 1,269        |
| 同比          | -1%       | 25%       | 5%        | 4%           |
| 土地平均溢价率     | 8%        | 16%       | 10%       | 10%          |
| 同比          | 下降 4 个百分点 | 上升 8 个百分点 | 下降 6 个百分点 | 下降 2 个百分点    |

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二、三、四线城市土地市场遇冷。

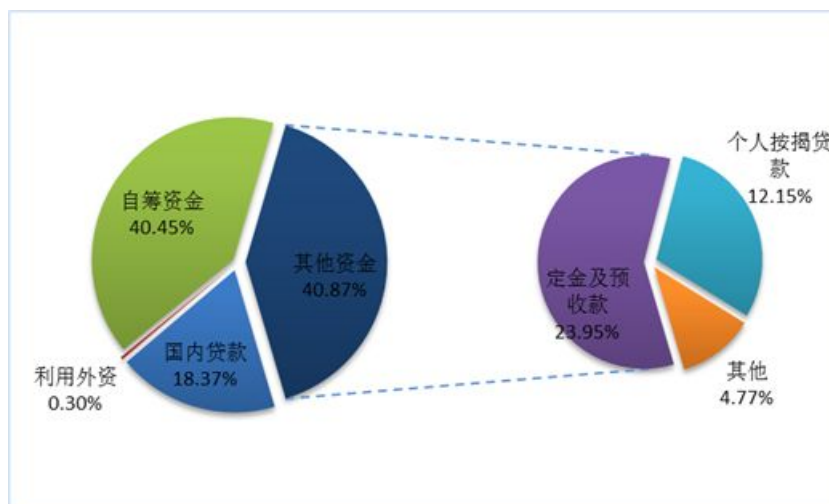
2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二、三、四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

## （2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。整体看，2014年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

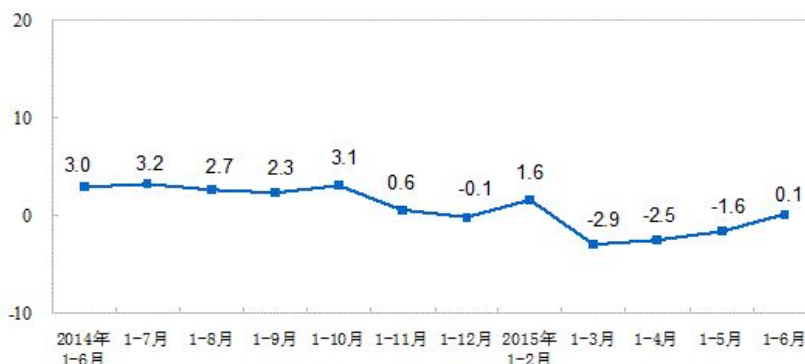
图5 2015年6月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，房地产开发企业到位资金增速较2014年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015年前6个月，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，降幅比1~5月份收窄1.7个百分点。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，下降2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

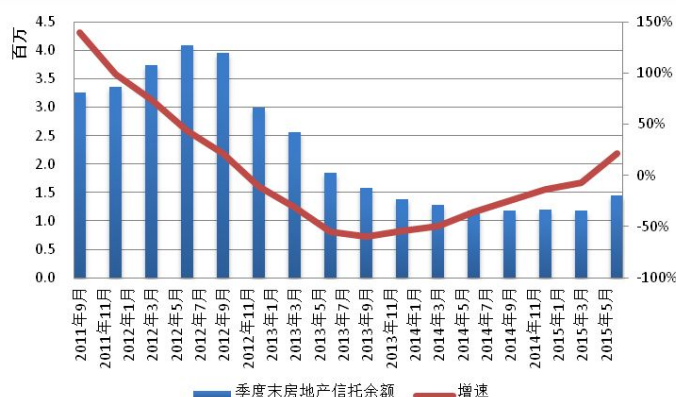
图6 全国房地产开发企业本年资金到位增速（单位：%）



资料来源：国家统计局

商业地产开发的资金来源除利用自有资金、利用外资和银行贷款外，还包括房地产信托融资，以及REITS、产业投资基金等创新融资手段。目前，我国商业房地产开发资金来源仍以银行贷款为主。房地产信托已成为重要补充手段，2015年6月末，房地产信托融资余额达到144.69亿元。长期来看，商业地产融资渠道单一迫使行业进行融资创新，其中包括REITS等在内新型融资途径尚处于发展初期，未来空间很大。

图7 商业地产资金来源中信托融资规模及其变化（单位：亿元）



数据来源：Wind

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；商业地产由于其投资属性较强，因此发展出信托融资、基金融资以及多种新兴融资方式，已成为传统融资方式的重要补充。

### （3）市场供需情况

从商业地产供求情况看，2008年以来商业营业用房的竣工面积和销售面积都保持了增长态势，其中竣工面积2008年~2014年平均增速达到9.37%，2014年全国商业营业用房竣工12,084万平方米；销售面积2008年~2014年以年均9.67%的速度增长，2014年末全国销售商业营业用房9,074万平方米。从供求关系来看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015年以来，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，商业营业用房供过于求的情况有所缓解，具体如下托所示。

图8 2006~2015年7月全国商业营业用房供求情况



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

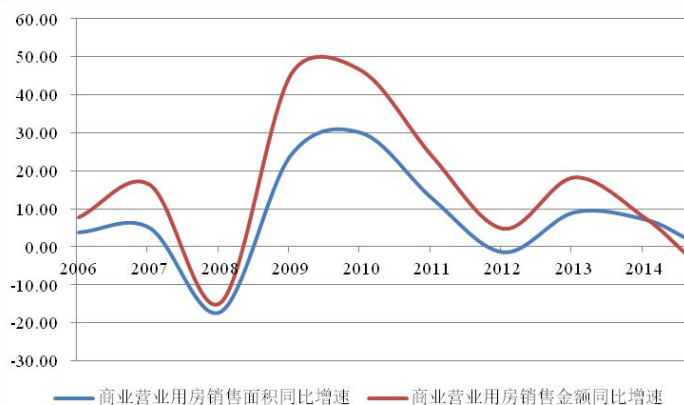
注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求。

从全国商业地产的增速来看，2008年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009年和2010年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加24.20%和29.90%，远超同期GDP增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2014年全国商业营业



用房销售面积和销售金额同比分别增加 7.20%和 7.60%。2015 年 1~7 月，由于我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，商业地产行业景气度持续下滑，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期增加 2.30%和下降 1.90%，具体如下图所示。

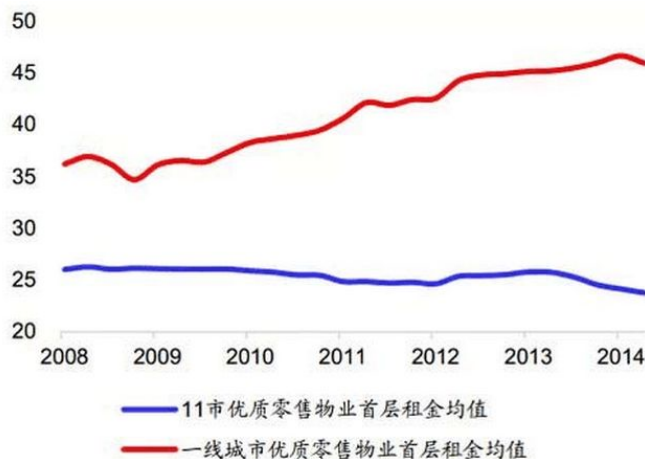
图 9 全国商业营业用房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

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，商业地产的处于供不应求状态，2008年以来租金保持持续稳步上涨；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，具体如下图所示。

图 10 商业物业租金情况（单位：元/平方米/天）



数据来源：联合评级整理

注：11城市指天津、沈阳、大连、南京、杭州、宁波、青岛、武汉、重庆、成都、西安。

总体看，由于商业地产与经济增速紧密关联，在我国经济减速转型的背景下，近年来商业地产行业增速波动下行。

### 3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表2 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

| 项目             | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 10.13% | 10.43% | 12.76% | 13.27% | 17.49% |
| 前 20 大企业销售额占比  | 14.24% | 14.54% | 17.62% | 18.25% | 23.49% |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 5.10%  | 5.73%  | 7.72%  | 8.37%  | 10.26% |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 7.09%  | 6.72%  | 10.38% | 11.12% | 13.51% |

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行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。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

| 排名 | 企业名称            | 排名 | 企业名称         |
|----|-----------------|----|--------------|
| 1  | 万科企业股份有限公司      | 6  | 碧桂园控股有限公司    |
| 2  | 恒大地产集团          | 7  | 世茂房地产控股有限公司  |
| 3  | 绿地控股集团有限公司      | 8  | 融创中国控股有限公司   |
| 4  | 保利房地产（集团）股份有限公司 | 9  | 龙湖地产有限公司     |
| 5  | 中国海外发展有限公司      | 10 | 广州富力地产股份有限公司 |

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

注：因大连万达集团对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，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. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2012 年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入 2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表4 2013年~2015年6月主要房地产调控政策

| 年份       | 调控政策                             |
|----------|----------------------------------|
| 2013年2月  | 国务院“新国五条”                        |
| 2013年3月  | 国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》     |
| 2014年9月  | 央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》   |
| 2014年10月 | 住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》 |
| 2015年3月  | 国务院《不动产登记暂行条例》                   |
| 2015年3月  | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例          |
| 2015年3月  | 财政部、国税总局文放宽转卖二套房营业税免征期限          |

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月三次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至5.4%，公积金贷款利率降至3.5%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

## 5. 行业关注

### 资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

### 行业集中度低，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去几年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，由于住宅地产限购政策和景气度下滑的因素的影响，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。

### **复合型人才短缺**

商业地产规划设计难度大，开发周期长，后期管理复杂，需要熟悉各个环节的复合型人才参与开发建设和管理经营。目前我国商业地产市场成熟度不高，此类人才十分紧缺，对未来我国商业地产行业的长期发展构成挑战。

## **6. 行业发展**

### **调控政策去行政化和长期化**

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

### **行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升**

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。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是成为关键投入，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才最具竞争实力。

目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，特别是房地产金融包括 REITs 的发展，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，相信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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，商业地产行业发展将更多于创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

## **7. 深圳商业地产情况**

### **经济发展水平**

深圳是我国最早对外开放的特区城市，经济总量大、人口密集、人均收入高、商业服务业发



达，是我国四个一线城市之一。深圳市下辖罗湖、福田、南山、盐田、宝安、龙岗等行政区，以及光明新区、龙华新区等功能区，面积 1,996.85 平方公里，常住人口 1,977.89 万人。

从深圳的经济发展情况来看，2014 年深圳市生产总值（GDP）达 16,001.98 亿元，按可比价计算比上年（下同）增长 8.8%。从总量看，经济规模持续扩大，继续居于内地大中城市第四位；从增速看，全年增速比全国和全省分别高 1.4 和 1.0 个百分点；分产业看，第一产业下降 19.4%，第二产业增长 7.7%，第三产业增长 9.8%。全年深圳市规模以上工业增加值 6,501.06 亿元，增长 8.4%，高于全国 0.1 个百分点，与全省持平。全年深圳市固定资产投资 2,717.42 亿元，增长 13.6%。其中，第二产业投资增长 46.0%，占固定资产投资比重 19.2%；第三产业投资增长 8.1%，占固定资产投资比重 80.8%。城市更新改造投资增长 11.8%，占固定资产投资比重 14.7%。社会投资超过八成。原特区外投资达到 71.1%。全年深圳市社会消费品零售总额 4,844.00 亿元，增长 9.3%；商品销售总额 21,489.61 亿元，增长 10.8%。

全年深圳市完成公共财政预算收入 2,082.44 亿元，比上年增长 20.3%。其中税收收入 1,754.55 亿元，增长 17.1%。公共财政预算支出 2,166.14 亿元，增长 28.1%。

2015 年 1~5 月，深圳市规模以上工业增加值 2,379.62 亿元，比上年同期（下同）增长 7.5%，同比提高 1.0 个百分点；固定资产投资 954.55 亿元，增长 16.6%，同比提高 4.9 个百分点。其中，第二产业固定资产投资增长 6.4%，第三产业固定资产投资增长 18.6%；全市社会消费品零售总额 1,952.00 亿元，增长 1.7%，剔除一次性政策因素同比增长 10.2%，同比提高 2.2 个百分点。

整体上看，深圳市经济发展水平较高，在全国处于前列，有利于商业地产的发展。

### 深圳商业地产市场概况

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

图11 深圳市主要商业区域分布

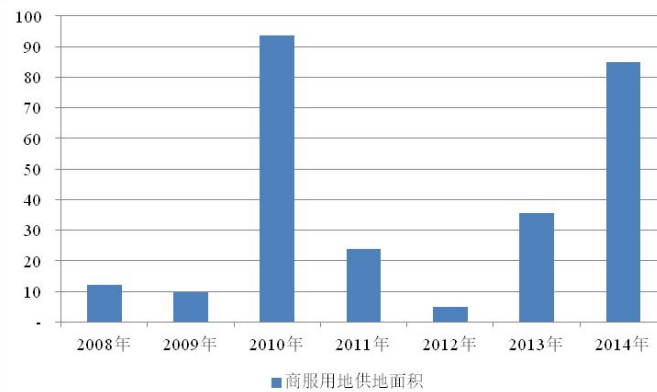


资料来源：世联行

### 市场供求

近年来，深圳市的商业地产市场发展迅速，供求旺盛。从商服用地的供应情况看，近几年深圳市商服用地的供应量波动明显，2010 年形成年供地 93.79 万平米的工地高峰后逐年回落，至 2012 年跌至年供地 5.00 万平米的低水平，之后逐年回升，2014 年深圳市供应商服用地 84.90 万平米，具体如下图所示。

图12 深圳市商服用地供应情况（单位：万平方米）

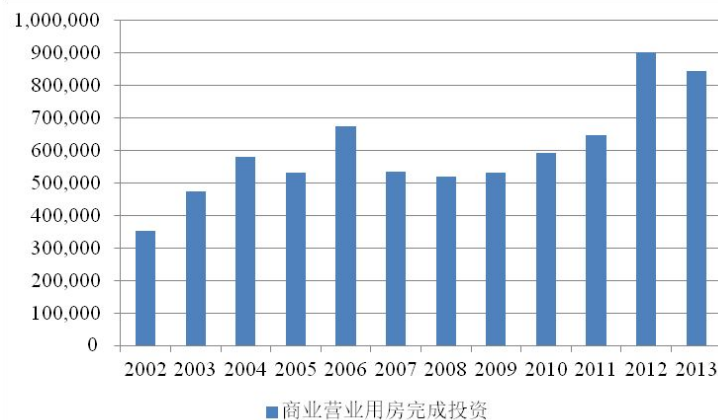


数据来源：Wind

从深圳市商服用地的规划建筑面积看，2012 年以前均保持在年 150 万平方米以下，2013 年随着房地产调控政策的深入，住宅地产景气度下降，但商业地产不受限购政策影响，房地产开发企业纷纷加大对商业地产的投资，导致 2013 年深圳市商服用地规划建筑面积大幅增加至 288.99 万平米，2014 年继续维持在 243.62 万平米的高位。

强劲的投资需求反映在近年来深圳市商业地产的完成投资额方面，如下图所示，2008 年以来，深圳市商业营业用房完成投资额逐年上升，2012 年达到年投资 90.11 亿元的高峰水平，之后几年也保持了较高的投资规模。

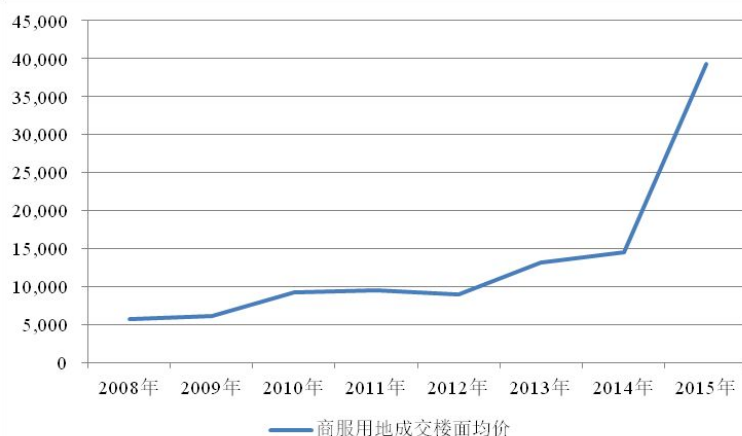
图13 深圳市商业营业用房投资情况（单位：万元）



资料来源：Wind

由于深圳市商业地产供需两旺，同时受制于深圳市城市布局导致关内土地较为稀缺的影响，近年来深圳市商服用地的成交价格均保持上升态势，2014 年商服用地成交均价楼面达到 1.46 万元/平方米，2015 年以来，收到深圳市房地产市场快速回暖的推动，商服用地成交均价大幅攀升至 3.93 万元/平方米，如下图所示。

图14 深圳市商服用地楼面成交价格情况（单位：万元/平方米）



数据来源：Wind

分区域来看，近年来，深圳关内土地需求，商业项目开发空间有限，商业物业增量主要来自吸纳人口较多的龙岗和宝安两个区域。2014年深圳市商业物业的成交主要集中在宝安区和龙岗区，合计供应占比分别为86%，成交占比76%，如下图所示。

图15 深圳市各区商业物业成交情况



资料来源：易居中国

整体上看，深圳市商业地产近年来保持良好发展，特别是2013年来，深圳商业地产供求旺盛，投资规模和交易规模明显提升，成交价格上升较快。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是卓越集团的全资控股子公司，是集团公司卓越世纪城项目和深圳龙岗区横岗城市中心花园商业物业资产的租赁与管理主体，公司具有房地产开发二级资质。公司自成立以来先后开发了深圳龙岗区横岗城市中心花园和深圳卓越世纪中心项目，经营模式采取租售结合的方式，在项

目建成后，部分通过销售实现资金回笼，剩余部分自持出租，获取稳定的租金收益及物业增值收益。目前，公司持有物业的主要资产是卓越世纪中心项目，该项目是甲级写字楼，位于深圳市中心区的核心地段，毗邻深圳会展中心和深圳证券交易所，拥有深圳市中心区稀缺的写字楼资源。卓越世纪中心项目是深圳市中心区的地标之一，在深圳中心区可租赁写字楼群里有很高的品牌优势，写字楼物业管理服务有较好的口碑。

截至2015年6月底，公司合计持有办公物业面积12.25万平方米，公司物业出租率高，租金水平持续上涨，同时物业资产也稳步增值，为公司带来良好的效益。

总体看，目前公司主营商业地产出租与管理，主要自持物业是深圳卓越世纪中心项目，系深圳市核心区地标之一，位置资源具有稀缺性，与周边物业相比具有较强的竞争力。

## 2. 人员素质

公司现有董事长、董事、监事、总经理、财务经理共6人；公司高级管理人员均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长李华先生，1966年出生，华南理工大学机械自动化专业。1984年至1989年先后任职于深圳团委组织部、市直属机关团委，1989年至1992年先后任深圳市家用工业公司总经理助理、上海太平洋公司深圳办事处主任，1992年后先后设立先怡投资有限公司、卓越集团投资有限公司并任董事局主席。李华先生现任卓越置业集团有限公司董事长，兼任深圳市政协香港委员、深圳市总商会副会长、中国光彩事业促进会深圳分会副会长、香港东华三院总理、深圳市海外联谊会常务理事、深圳治安基金会副会长。

公司总经理李晓平先生，1958年出生，中国社会科学院经济研究所硕士。1988年至1989年任桂林电子工业学院讲师，1989年至1993年任职于深圳市政府经济发展局，1993年至1996年任深圳市永高实业有限公司总经理，1996年以后任卓越置业集团有限公司总裁。现任公司副董事长、总经理。

截至2015年6月底，公司在职员工62人，其中资产管理人员占19.40%，商业运营人员占25.80%，财务人员占12.90%，行政人员占9.60%，其他人员占32.30%；从文化程度看，大专及以下学历人员占33.90%，本科学历占58.00%，本科以上学历占8.10%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，主要管理人员是公司的创始人，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

## 3. 区位优势

深圳市作为中国一线城市，处于珠三角经济圈的核心，经济发达。2014年生产总值16,001.98亿元，比上年增长8.8%，仅次于上海、北京、广州；现代服务业增加值6,201.06亿元，比上年增长10.5%，占GDP比重为38.75%；金融业发达，实现金融业增加值2,237.54亿元，比上年增长13.8%；完成固定资产投资额2,717.42亿元，比上年增长13.6%；实现社会消费品零售总额4,844.00亿元，比上年增长9.3%，其中，批发和零售业零售额4,321.54亿元，增长9.3%；外贸进出口总额4,877.65亿美元，其中出口总额2,844.03亿美元，分别占全国和广东省出口总额的比重为12.1%和44.0%；进口总额2,033.62亿美元，进出口规模连续三年居内地城市首位，出口总额连续二十二年居内地城市首位。

公司所运营管理的核心物业卓越世纪中心位于深圳CBD核心区域，同时继罗湖商圈、华强北商圈之后，深圳CBD中心区商圈逐渐形成，中心城、晶岛国际广场、Coco Park、购物公园、天虹君尚购物广场、平安国际金融中心（在建）、金地大百汇（在建）等购物中心相继建成运营，商



圈集群效应显现，受益于周边高档办公、住宅、酒店集中，聚集了大量人气。深圳CBD重点发展总部经济、会展经济、文化经济、金融证券、保险、产权交易、旅游、中介、传媒等，吸引国内外知名企业总部落户，是集行政、金融、商务、文化、信息、会展、旅游于一体的现代化国际性城市中心。

总体看，公司物业所在城市深圳市作为中国一线城市，金融、服务业和国际贸易规模位于内地城市首位，为商业地产发展奠定了良好的基础；深圳CBD区聚集优势明显，商业中心地位凸显，未来发展潜力巨大，为公司商业地产运营提供了较为优良的市场环境。

#### 4. 股东背景和品牌优势

公司股东卓越集团是行业内领先的大型商业及住宅综合性地产开发商，专业从事商业及住宅地产开发运营二十年，业务遍及深圳、北京、上海、广州、重庆、成都、武汉、长沙、西安、青岛、杭州、东莞、惠州等全国14大城市，2014年卓越集团销售额164亿元，位于房地产销售额TOP50榜的第48位，连续12年荣列中国指数研究院“中国房地产百强企业（第22位）”及“盈利性TOP10”奖项；同时获得中国房地产测评中心“2015中国房地产开发企业综合实力100强”、“2015中国房地产开发企业商业地产10强”称号，连续11年荣获《经济观察报》、新浪乐居联合评选的“中国蓝筹地产”称号，稳居行业标杆，卓越集团旗下子公司卓越物业作为中国领先的商务不动产服务运营商，荣登“中国蓝筹地产社区营运金牌榜”，服务于CBD区域、高新科技园区体量最多、最核心的客户群体，并成为众多国内知名企业、世界五百强企业长期可靠的物业服务战略合作伙伴；2013年卓越集团被中国房地产业协会评为“中国商业地产10强”，列三甲。作为深圳市CBD物业最主要的开发商之一，卓越集团具有领先的CBD商业地产开发运营经验，实力雄厚，累计开发房地产面积超过1,160万平方米，土地储备超过3,000万平方米。

根据卓越集团的规划，公司未来将成为集团世纪城系列高端商业地产及世纪城品牌的运营主体，其中公司深圳卓越世纪中心项目2009年获得美国LEED金级认证，为华南区域首个LEED金级商业地产项目，以及香港“亚洲国际地产投资交易会议2009-2010中国城市建筑新地标研究成果发布会”颁发的“2009-2010中国城市建筑新地标”，具有良好的品牌优势。

总体看，公司股东实力雄厚，品牌优势明显，为公司提供了较为良好的发展基础。

### 五、管理分析

#### 1. 治理结构

公司按照《公司法》、《中外合资经营企业法》、《中外合资经营企业法实施条例》及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事、经营层组成的法人治理结构体系；同时建立了相对完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成了集中控制、分级管理、责权利分明的管理机制，确保公司经营工作有序、高效地进行。公司董事会是公司的最高权力机构，由3名董事组成，全部由股东委派。公司未设监事会，设有监事1名，对公司董事、高级管理人员执行公司职务行为进行监督，检查公司财务。公司设立总经理1名，由董事会进行聘任，总经理对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织领导公司的日常生产、技术和经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

## 2. 管理体制

公司根据商业地产运营商的经营特点和公司未来发展规划，设立了财务部、资产管理部、商业运营部、投资发展部、人事行政部 5 个职能部门。

财务管理制度方面，公司制定了《财务管理制度》、《会计核算制度》、《资金管理制度》、《现金存量管理制度》、《财务档案管理办法》，对公司的财务管理体系及财务部门的职责进行了规范，规定了公司财务会计管理及预算管理的原则及要求，明确了公司投资管理、资产管理、资金管理、固定资产管理、应收及预付账款管理、负债及担保管理、收入成本费用等各方面财务行为的职能权限和防范风险流程；规定了公司会计核算、会计报表的编制方法及要求，保证了公司按照《中华人民共和国会计法》等法律法规和规章制度进行会计确认和计量、编制财务报告；同时明确会计档案的分类、整理、归档、借阅、保管的要求。

业务制度方面，公司制定了《商业资产管理制度》、《商业运营管理制度》、《项目租金收缴管理规范》、《租赁合同管理规范》等业务管理制度，对商业资产的开发管理、运营进行规范，明确了商业资产开发管理、运营部门设置及职责权限，规定了商业团队建设、管理以及安全品质检查的流程体系，并规范了客户服务、租金催缴、突发事件的应急措施、租户信息管理等业务流程，为改善管理、提升效率、提高服务质量、打造核心竞争力提供制度保证，为公司商业资产高效、稳定、安全运营做好基础工作。

融资、投资管理方面，公司制定了《融资规范制度》、《新获取项目股权合作指引》等制度，规定了公司投资、融资的审批程序，在对外投资方面对合作模式、资金投入、收益分配、品牌管理及后续运营等方面进行了规定，保证了公司投资、融资活动的合规顺利开展。

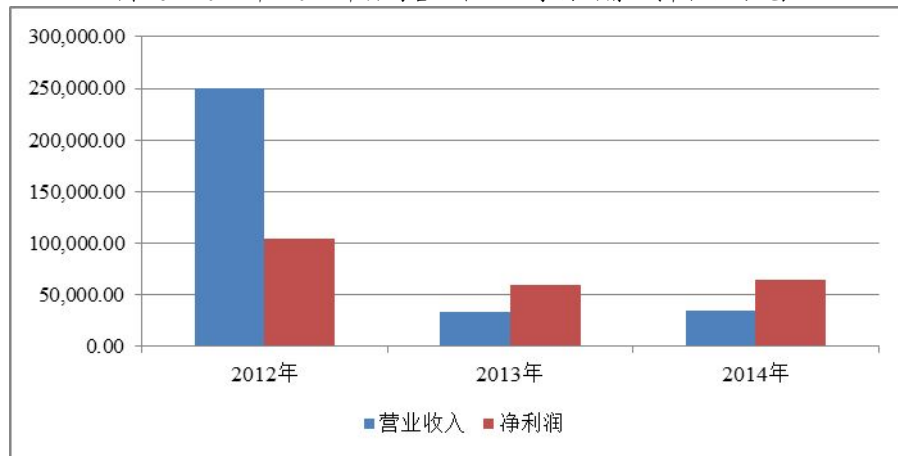
总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

## 六、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，2000 年以来先后通过自主开发、合作开发方式开发了横岗中心花园项目、卓越·世纪中心项目。公司项目通过租售结合的方式进行运营，截至 2012 年已完成上述两项目的销售。目前公司主要从事卓越·世纪中心 1 号楼及配套商铺 INTOWN 商场、横岗中心花园商铺的租赁业务。受 2012 年公司开发楼盘陆续售罄的影响，近三年公司营业收入规模呈现波动下降态势，三年复合下降 62.58%，2014 年实现营业收入 3.50 亿元，较上年增加了 4.93%；2012~2014 年，公司净利润波动下降 21.80%，2014 年公司实现净利润 6.39 亿元，较上年增加了 8.01%。2013~2014 年，公司净利润大于公司营业收入，主要系公司自持物业升值较快致使公允价值变动损益增长很快，分别为 8.29 亿元和 7.16 亿元，公允价值变动损益对公司利润总额贡献很大。

图 16 2012 年~2014 年公司营业收入及净利润情况(单位: 万元)



资料来源: 公司审计报告

从公司主营业务的收入构成来看, 2012 年房地产销售业务是公司主要收入来源, 该板块实现收入 23.19 亿元, 占销售收入的 92.69%, 主要来自于深圳卓越世纪中心项目销售; 其余主要由房产租赁构成, 房产租赁收入 1.77 亿元。2013 年, 受深圳卓越世纪中心项目可售物业逐渐售罄, 公司房地产销售业务收入为 0.77 亿元, 占比 22.98%; 公司实现租金收入 2.46 亿元, 较年初增长 39.15%, 收入占比扩大至 94.92%, 租金收入主要来源于深圳卓越世纪中心项目、深圳龙岗区横岗城市中心花园自持的办公楼、商业物业的出租。2014 年, 公司所有已开发楼盘收入全部结转, 租金收入成为公司的主要收入来源; 公司实现租金收入 3.38 亿元, 较年初增长 37.25%; 随着入驻企业的增多, 停车场收入业务增长较快, 停车场收费收入三年复合增长, 2014 年公司停车场收费收入 0.11 亿元, 收入占比 3.08%。

毛利率变化方面, 受公司房地产销售业务占比逐年减少影响, 公司近三年整体毛利率呈稳步上升的趋势, 2014 年整体毛利率为 95.17%。从主营业务细分看, 2013 年公司房地产销售业务毛利率 49.64%, 较年初下降较快, 主要系 2013 年该收入均来自卓越·世纪中心 4 号楼部分办公物业的出售 (2012 年主要来自 1 号楼部分办公物业的出售), 4 号楼的楼层较低, 单位地价较高, 使得当年毛利率较低。公司租赁业务毛利率近年较为稳定, 保持了较高水平, 三年毛利率在 95% 左右, 房屋租赁业务毛利率较高主要系公司将出租物业划分为以公允价值计量的投资性房地产, 不计提折旧所致。

表 5 2012 年~2014 年公司主营业务细分情况 (单位: 万元、%)

| 项目    | 2012 年度    |       |        | 2013 年度   |       |        | 2014 年度   |       |       |
|-------|------------|-------|--------|-----------|-------|--------|-----------|-------|-------|
|       | 金额         | 占比    | 毛利率    | 金额        | 占比    | 毛利率    | 金额        | 占比    | 毛利率   |
| 房产销售  | 231,873.60 | 92.69 | 77.64  | 7,670.28  | 22.98 | 49.64  | -         | -     | -     |
| 房产租赁  | 17,709.27  | 7.08  | 98.90  | 24,642.55 | 73.83 | 94.92  | 33,822.07 | 96.57 | 95.00 |
| 停车场收费 | 486.34     | 0.19  | 100.00 | 916.68    | 2.75  | 100.00 | 1,078.86  | 3.08  | 100   |
| 其他    | 103.18     | 0.04  | 100.00 | 149.7     | 0.45  | 100.00 | 122.98    | 0.35  | 100   |
| 合计    | 250,172.40 | 100   | 79.20  | 33,379.21 | 100   | 84.68  | 35,023.91 | 100   | 95.17 |

资料来源: 公司提供, 联合评级整理。

2015 年 1~6 月, 公司实现营业收入 1.88 亿元, 净利润 3.01 亿元。从主营业务构成看, 2015 年 1~6 月, 公司实现房产租赁收入 1.82 亿元, 占 96.84%, 停车场收费收入 532.23 万元, 占 2.83%。

总体看, 公司近三年由于开发项目售罄, 业务结构由房产销售转变为商业地产运营, 导致公司收入呈波动下降趋势; 但公司持有卓越世纪中心等优质物业, 房产租赁成为公司主要收入来源,

毛利率水平较为稳定。深圳卓越世纪中心位于深圳 CBD 核心区域，位置具有稀缺性，随着出租率及单位租金的上升，公司写字楼、商业物业的租金收入逐年提升。

## 2. 房地产开发及销售

近年来，公司主要开发了横岗中心花园项目与卓越·世纪中心项目，该两项目合计开发面积 7.4 万平方米，总建筑面积 53.6 万平方米，其中横岗中心花园项目于 2005 年售罄，收益情况较好。

卓越·世纪中心项目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，公司与皇岗实业于 2005 年 6 月 9 日合作取得 B119-0087、B119-0088 地块土地使用权，土地面积合计 30,163.01 平方米。卓越·世纪中心项目定位于中心区主题性办公、商业中心，项目定位高于 CBD 原有商业办公项目，又与未来商业办公项目差异化共存，商业部分着眼于国际时尚与生活品位的品牌组合方式，保证项目长期的市场活力。卓越·世纪中心项目位于深圳市中心区，中心区内的甲级写字楼占深圳甲级写字楼 80% 以上，吸引了几乎深圳市所有的财富 500 强公司在此办公；中心区良好的办公环境、商业配套吸引越来越多的企业在此办公，为公司项目提供了稳定的客户源；项目位于龙岗线、龙华线和罗宝线三条地铁交汇处，交通便利。

卓越·世纪中心项目投资总额 36 亿元，占地面积 3 万平方米，建筑总面积 46.6 万平方米，建筑内容包括 1-4 号楼及商业裙楼（具体见下表），物业类型包括写字楼及商铺等。其中，2 号楼作为对项目占地的补偿交付给皇岗实业，3、4 号楼办公物业已于 2009 年 5 月开售，且 3 号楼办公物业 2012 年之前已全部售罄，4 号楼大多办公物业 2012 年之前已出售。

表 6 卓越·世纪中心项目物业情况（单位：平方米、层、米、万元）

| 项目    | 物业类型     | 建筑面积    | 层数（层） | 高度（米） | 累计销售收入（万元） | 备注           |
|-------|----------|---------|-------|-------|------------|--------------|
| 1 号楼  | 办公       | 120,282 | 65    | 280   | 204,692    | 出售+持有        |
| 2 号楼  | 办公+酒店+公寓 | 101,437 | 59    | 268   | --         | 交付合作方        |
| 3 号楼  | 办公       | 37,388  | 34    | 150   | 114,326    | 2012 年之前基本售罄 |
| 4 号楼  | 办公       | 64,429  | 38    | 185   | 212,468    | 2012 年之前大多出售 |
| B1-L4 | 商场       | 46,000  | 5     | --    | --         | 自持物业         |
| 合计    |          |         | --    | --    | 531,486    |              |

资料来源：公司提供

注：1 号楼中 3,374.05 平方米的写字楼用于公司办公。

近年公司大力推进 4 号楼办公部分物业尾盘及 1 号楼办公部分物业的出售，2012~2013 年分别实现签约面积 36,457.30 平方米、1,917.57 平方米，分别实现签约金额 22.61 亿元、7,670.28 万元，使得公司 2012-2013 年分别实现房屋销售收入 23.19 亿元和 7,670.28 万元。截至 2013 年末，公司卓越·世纪中心项目出售型办公物业已基本售罄。

表 7 2012 年~2014 年公司房地产开发业务情况

| 项目        | 2014 年 | 2013 年   | 2012 年     |
|-----------|--------|----------|------------|
| 签约面积（平方米） | 0      | 1,917.57 | 36,457.30  |
| 签约金额（万元）  | 0      | 7,670.28 | 226,110.20 |
| 结算面积（平方米） | 0      | 1,917.57 | 38,955.28  |
| 结算金额（万元）  | 0      | 7,670.28 | 231,873.60 |

资料来源：公司提供

总体看，公司主要项目卓越·世纪中心位于深圳市中心区地理位置很好，客源充足，交通便利，有利于公司开展商办租赁业务。公司项目销售情况较好，出售型办公物业都已基本售罄。



### 3. 物业租赁经营

公司主要物业卓越·世纪中心项目位于深圳市福田区福华三路与金田路交汇处，周边高级写字楼、高端酒店、高档住宅以及城市公共配套较集中，系深圳市核心地段。

物业租金经营模式方面，公司物业租赁形成了商办物业为主，商铺物业为辅，相互补充、相互促进的发展模式。商办物业租户以金融、科技、商贸公司为主，在写字楼内办公的公司职员为商铺物业业主提供可观的消费群体；商铺物业业主为写字楼内办公职员提供包括：餐饮、娱乐、购物等一系列工作间与工作时间外的服务活动，增加了商办物业出租的吸引力。深圳市福田区是金融企业的聚集地，以小型金融公司以及世界 500 强实业公司为主。公司近年营销力度逐年向金融类同时偏实业企业为主，引进较多对公业务的金融机构增加聚集优势以吸引中小金融机构及实业公司出租，同时公司推进 500 平米面积布局的写字楼以满足中小金融企业的出租需求。公司调整项目客户构成，加大力度吸引高利润、高产值的公司总部和业务稳定优质的企业入驻。目前，公司写字楼租赁业态金融机构约占比 50%、电子科技行业约占比 20%、物流及地产行业约占比 10%。2014 年月 6 月，公司引入卓越集团的“卓越 E+商务”业务，力图扩展商务地产的业务边界，“卓越 E+商务”为租赁客户提供资产管理、商务物业服务和商务配套三个维度的服务。

公司主要所持物业在深圳市中心区位置稀缺商业成熟，公司项目业态成熟，招租压力很小。商办租赁通常与客户签署 3 年期限的租赁合同，每月收取固定租金，在租赁合同中约定了年租金的增长率；商铺租赁通常与客户签署 2~3 年期限的租赁合同，每月收取固定租金。其中针对服装销售客户的商铺租赁合同公司与商户协议收取基本租金（约定保底销售额）以及销售提成（按销售额确定）。针对租金的收取上，客户向公司交 2~3 个月的押金，每个月 5 日向公司交纳当月租金。

卓越·世纪中心项目可出租面积共 11.77 万平方米，其中商办物业可出租面积 8.51 万平方米，商铺物业可出租面积 3.25 万平方米。①出租率方面，近年塔楼办公部分出租率的提高带动了配套商场的发展，使得公司整体出租率总体有所提高，年均增长率 6.07%，2014 年公司物业平均出租率 99%。其中商办写字楼出租率年均增长 7.83%，2014 年商办写字楼出租率 100%；商铺物业出租率年均增长 1.05%，2014 年商铺出租率 97%。②单位租金方面，平均单位租金也有所增加，单位租金年均增长率 7.34%，2014 年平均单位租金 265 元/平方米；其中商办写字楼单位租金年均增长 5.41%，2014 年商办写字楼单位租金 240 元/平米；商铺单位租金年均增长 12.55%，2014 年商铺单位租金 342 元/平米。③租金收入方面，随着单位租金上涨和出租率的提高，使得该项目近年租赁收入稳步上升，年均增长率 37.87%，三年租金收入分别为 1.76 亿元、2.45 亿元和 3.35 亿元。其中写字楼租金收入年均增长 31.56%，2014 年写字楼租金收入 2.46 亿元；商铺租金收入年均增长 61.59%，2014 年商铺租金收入 0.89 亿元。

此外，横岗中心城市花园物业近年租赁收入也有所提高，2012~2014 年分别为 93.70 万元、102.38 万元和 340.52 万元。

表 8 2012 年~2014 年卓越·世纪城租赁情况  
(单位：平方米、元/平方米、万元)

| 项目     | 2012 年     | 2013 年     | 2014 年     |
|--------|------------|------------|------------|
| 可出租面积  | 117,672.05 | 117,672.05 | 117,672.05 |
| 其中：写字楼 | 85,138.25  | 85,138.25  | 85,138.25  |
| 商铺     | 32,533.78  | 32,533.78  | 32,533.78  |
| 出租率    | 88%        | 98%        | 99%        |
| 其中：写字楼 | 86%        | 98%        | 100%       |
| 商铺     | 95%        | 96%        | 97%        |
| 平均租金   | 230        | 247        | 265        |
| 其中：写字楼 | 216        | 231        | 240        |

|        |           |           |           |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 商铺     | 270       | 296       | 342       |
| 租赁收入   | 17,615.57 | 24,540.16 | 33,481.54 |
| 其中：写字楼 | 14,215.01 | 16,907.83 | 24,602.45 |
| 商铺     | 3,400.56  | 7,632.33  | 8,879.09  |

资料来源：公司提供

总体看，公司自持物业地理位置优越，商办与商铺业态发展较为均衡，近年商办与商铺租赁业务增长平稳；公司自持物业出租率高、平均租金稳定增长，发展态势良好。

#### 4. 自持物业增值情况

公司所持物业横岗中心花园商铺、卓越·世纪中心写字楼和卓越·世纪中心商铺位于深圳市核心地段的较好位置，其中公司卓越·世纪中心项目物业价值近年增长较快，年均增长 10.53%。2012 年~2014 年，公司自持物业资产评估价值分别为 69.68 亿元、77.97 亿元和 85.12 亿元。

表 9 2012 年~2014 年公司自持物业公允价值变动情况(单位：平方米、亿元，元/平方米)

| 项目         | 建筑面积       | 物业评估价值 |        |        | 2014 年评估<br>单价 |
|------------|------------|--------|--------|--------|----------------|
|            |            | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |                |
| 横岗中心花园商铺   | 4,811.66   | 1.06   | 1.11   | 1.20   | 25,000         |
| 卓越·世纪中心写字楼 | 85,138.25  | 46.83  | 52.79  | 57.89  | 68,000         |
| 卓越·世纪中心商铺  | 32,533.78  | 21.80  | 24.07  | 26.03  | 80,000         |
| 合计         | 122,483.69 | 69.68  | 77.97  | 85.12  | --             |
| 公允价值变动收益   | --         | 5.98   | 8.29   | 7.16   | --             |

资料来源：公司提供

其中，卓越世纪中心写字楼 2014 年评估单价为 6.8 万元/平方米，商铺评估单价为 8.0 万元/平方米。卓越世纪中心位于深圳市 CBD 核心区，该区域定位高端商务办公及商业金融中心，周边写字楼销售价格区间为 60,000~75,000 元/平方米，商铺销售价格区间为 75,000~85,000 元/平方米。公司投资性房地产价值评估处于公允水平。

总体看，公司自持物业位于深圳市的核心地段，保值增值能力较强。

#### 5. 拟收购项目情况

公司未来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。目前，公司正在收购公司联营企业卓越集团（青岛）昌业房地产开发有限公司（以下简称“青岛昌业”）公司剩余 26.01% 的股权，收购完成后青岛昌业将成为公司的全资子公司。青岛昌业主要负责青岛卓越世纪中心项目建设。

青岛卓越世纪中心项目位于青岛市中央商务区。青岛市中央商务区于 2005 年获得市政府批准，08 年优化调整完毕，规划借鉴了全球著名都市的中央商务区。规划成为集“一心、一带、两区、三轴”于一体的综合性商务中心。南起延吉路，北至辽源路，西起山东路，东至福州路，区域内三纵三横交通网络覆盖整个 CBD，未来三纵道路开通后，将有效分流山东路，缓解拥堵的现状。周边规划将有超过 30 多条公交线路覆盖，地下 M3、M4、M5 三条地铁线也将贯穿整个 CBD，设有 4 个地铁站，其中 2 处为枢纽换乘站。总规划 500 万平方米，涵盖酒店、商业配套、商务办公、居住等，已有 17 栋配套设施齐全的甲级写字楼纷纷落户中央商务区整合五大尖端配套，区域内市政、商业、金融、酒店、交通充分互动，满足商务人士商务办公需求。

青岛卓越世纪中心项目占地 29,941.80 平方米，根据青岛市市北区发展和改革局（北政发改发

【2011】116号) 备案文件, 项目总投资 45 亿元, 项目建筑内容包括 1-4 号塔楼及商业裙楼, 总建筑面积 437,206.59 平方米, 地上建筑面积 327,824.27 平方米, 其中写字楼建筑面积 271,744.27 平方米, 裙楼商业建筑面积 56,080.00 平方米, 地下建筑面积 109,382.32 平方米。

表 10 青岛卓越世纪中心项目情况

| 项目   | 1 号楼       | 2 号楼      | 3 号楼      | 4 号楼      |
|------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 层数   | 57         | 38        | 39        | 24        |
| 体量   | 111,732.16 | 63,491.38 | 65,487.34 | 30,097.25 |
| 高度   | 249        | 160       | 160       | 160       |
| 每层户数 | 10         | 10        | 26        | 21        |
| 面积区间 | 127-2,000  | 132-2,000 | 65-2,000  | 62-1,500  |
| 电梯   | 20         | 12        | 12        | 6         |
| 进深   | 34.1       | 34.3      | 34.3      | 32.8      |
| 面宽   | 45.3       | 53.5      | 53.5      | 45.5      |

资料来源: 公司提供

2013 年 11 月 18 日青岛昌业已取得 3、4 号楼 95,584.59 平方米预售许可。该项目未来拟采取租售结合的模式, 其中 2、3、4 号写字楼物业 159,076 平方米用于销售, 1 号写字楼物业 111,732.16 平方米及裙楼商业 56,079.70 平方米自持, 并对外出租。销售部分, 按均价 17,500 元/平方米计算, 预计未来 2 至 3 年可带来 278,382.95 万元的现金流入。自持部分物业自 2017 年对外出租, 根据公司预测, 至 2020 年可带来 69,348.24 万元租金收入, 未来自持物业现金流入情况如下:

表 11 青岛卓越世纪中心项目租赁业务未来收入预测(单位: 万元)

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

资料来源: 公司提供

总体看, 公司拟收购项目位于青岛市的核心区, 交通优良。未来青岛卓越世纪中心项目实现对外销售和部分自持出租经营, 可以为公司未来经营带来稳定的现金流。

## 6. 经营效率

从应收账款周转率看, 公司的租金收入以预付为主, 应收账款余额很少, 2014 年应收账款周转次数为 235.53 次。2013~2014 年, 随着公司租金收入逐年稳定提高, 流动资产周转次数有所上升, 分别为 0.12 次和 0.22 次。2013 年~2014 年, 由于公司自持物业公允价值增长速度与营业额增长速度接近, 因此公司总资产周转次数较为稳定, 两年均为 0.03 次。

总体看, 公司近年经营效率有所提高, 经营效率较为稳定。

## 7. 关联交易

公司关联交易主要为与关联方的资金往来及合作开发项目。2012~2014 年, 公司对关联方的其他应收款分别为 25.78 亿元、19.04 亿元和 3.14 亿元, 在同期流动资产中的占比分别为 87.08%、90.21%和 30.60%, 三年占比波动下降, 但占比仍属较高。2012~2014 年, 公司对关联方的长期应收款分别为 10.15 亿元、15.38 亿元和 19.89 亿元, 在同期非流动资产中的占比分别为 18.02%、

13.22%和 8.06%，三年占比幅度逐年降低，公司长期应收款是对其联营公司青岛昌业和深圳市祥华置业发展有限公司（以下简称“祥华置业”）开发项目提供的股东借款。2012~2014 年，公司对关联方的其他应付款分别为 0.13 亿元、0.12 亿元和 1.07 亿元，在同期流动负债中的占比分别为 0.53%、0.60%和 7.76%。

公司关联交易中提供商品和劳务的收入主要是公司所持物业向关联方租赁收入，关联方以卓越置业集团有限公司、深圳市卓越创业投资有限责任公司和深圳市卓越地产顾问有限公司为主。2012~2014 年，公司向关联方提供租赁场所产生的租金收入分别为 100.51 万元、114.66 万元和 124.35 万元，占同期租赁收入比率分别为 0.57%、0.47%和 0.37%，三年占比逐年下降，占比较小。

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

## 8. 经营关注

### 市场竞争风险

随着近些年深圳地区经济活动的日益活跃，除了公司所处的深圳 CBD 区域外，以前海为代表的新商务区域逐渐崛起，这些区域内的商务设施投资规模不断扩大，商务设施的档次不断提高，形成了与深圳 CBD 区域竞争客源的态势。而且目前深圳 CBD 区域内高端商业物业云集，且存在较大规模在建的商业物业，如果市场需求的增长无法消化供应量的增长，则可能出现在租金、服务等方面的激烈竞争。

### 对关联企业投资的风险

公司对联营公司青岛昌业、祥华置业以股东借款的形式支持相关项目开发。截至 2014 年底，两者借款余额合计达到 19.89 亿元，规模较大，联营公司的项目开发质量将影响该长期应收款的回款质量和投资收益。

### 公司业务单一，风险无法分散

公司主要开发项目为深圳世纪中心项目，目前收入主要来源于商业地产出租，业务比较单一，无法分散整体经济波动风险。

## 9. 未来发展

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

①公司将整合集团内世纪城系列产品，扩大持有的写字楼、商业物业面积，发挥规模经营优势，未来形成商业地产前期由集团进行开发，后期由公司持有并运营管理的经营模式，发挥公司商业地产运营管理方面的优势，降低前期开发的风险。②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。③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，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，面对市场主体两极分化趋势，通过动态考核，实行市场退出机制，加速新陈代谢，激发市场内生动力；④创新公司管理机制，提升行业影响力，加强运营



监管，提升系统运营能力、资源获取能力、定位策划能力等三大能力建设，突破人力资源瓶颈，巩固高端商业地产品牌优势，持续提升行业影响力。强化和延伸核心业务功能；进一步加大品牌推广力度；加强组织保障与人才建设。

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；同时提高自身经营能力，优化管理机制，公司未来发展前景较好。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 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；2015 年 6 月份财务报表未经审计。公司按新会计准则进行编制。公司 2012~2014 年合并范围未发生变化，财务数据可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总计117.20亿元，负债合计52.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）64.85亿元。2014年公司实现营业收入3.50亿元，净利润（含少数股东损益）6.39亿元，归属于母公司所有者的净利润6.39亿元，经营活动现金流量净额为18.80亿元，现金及现金等价物增加额-1.02亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总计 119.89 亿元，负债合计 52.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.86 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 1.88 亿元，净利润（含少数股东损益）3.01 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.01 亿元，经营活动现金流量净额为 3.12 亿元，现金及现金等价物增加额 0.28 亿元。

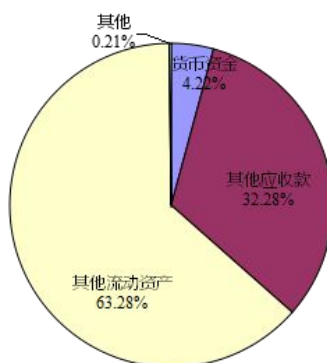
### 2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 3.04%；截至 2014 年底，公司合并资产总额 117.20 亿元，较年初增长 0.70%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占比 8.76%，非流动资产占比 91.24%，公司资产以非流动资产为主，符合商业地产运营企业的特征。

#### 流动资产

2012~2014 年，公司流动资产逐年减少，年均复合减少 41.09%，系其他应收款大幅减少所致；截至 2014 年末，公司流动资产合计 10.27 亿元，较年初减少 51.33%，主要由货币资金（占 4.22%）、其他应收款（占 32.28%）和其他流动资产（占 63.28%）构成，如下图所示：

图 17 截至 2014 年末公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金逐年减少，年均复合减少 61.59%；截至 2014 年末，公司货币

资金 0.43 亿元，较年初下降 70.13%；其中，库存现金 2.03 万元、占比 0.05%，银行存款 0.41 亿元、占比 94.54%，其他货币资金 234.70 万元、占比 5.41%。公司其他货币资金主要由按揭保证金 34.70 万元和借款保证金 200.00 万元构成，占比 5.41%，公司受限资金占比较低。

2012~2014 年，公司其他应收款逐年减少，年均复合减少 64.48%，系应收关联方款项减少所致；截至 2014 年末，公司其他应收款账面净额 3.32 亿元，较年初减少 83.12%。公司其他应收款账面余额主要由往来款（占比 92.85%）、垫付工地水电费（占比 3.64%）和保证金（占比 1.39%）构成；公司其他应收的往来款主要是公司与股东单位之间的往来款。截至 2014 年末，公司其他应收款中，关联方组合期末账面余额 3.14 亿元，未计提坏账准备；账龄组合期末账面余额 0.22 亿元，计提坏账准备 0.05 亿元；单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面余额 210.79 万元，计提坏账准备 210.44 万元，主要是公司应收深圳市财政局的款项，由于已过申请期预计无法回收。从账龄结构来看，公司其他应收款账龄组合中，1 年以内的占比 11.48%，1~3 年的占比 20.10%，3 年以上的占比 68.42%；公司其他应收款账龄结构较长。公司其他应收款中来自前五名单位的合计占比 96.19%，集中度较高。公司其他应收款存在一定的资金占用问题。

表 12 截至 2014 年底公司其他应收款期末余额前五名单位情况(单位：万元)

| 单位名称            | 是否为关联方 | 款项性质    | 2014 年底   | 账龄                              | 占其他应收款期末余额的比例(%) |
|-----------------|--------|---------|-----------|---------------------------------|------------------|
| 卓越置业集团有限公司      | 是      | 往来款     | 30,986.09 | 1 年以内                           | 91.54            |
| 深圳市皇岗实业股份有限公司   | 否      | 垫付工地水电费 | 895.58    | 2-3 年 228.83 万元；3 年以上 666.75 万元 | 2.65             |
| 深圳卓越维港房地产开发有限公司 | 是      | 往来款     | 404.39    | 3 年以上                           | 1.19             |
| 中国建筑第五工程局深圳分公司  | 是      | 往来款     | 166.67    | 3 年以上                           | 0.49             |
| 泛华工程有限公司深圳分公司   | 否      | 垫付工地水电费 | 109.86    | 3 年以上                           | 0.32             |
| 合计              |        |         | 32,562.58 |                                 | 96.19            |

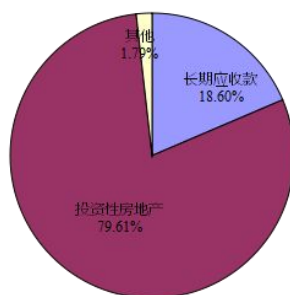
资料来源：审计报告

2014 年，公司其他流动资产新增委托贷款 6.50 亿元，系公司于 2014 年与江苏银行深圳分行、深圳市俊唯置业开发有限公司签订对公客户委托贷款借款合同，公司对外借出 6.50 亿元，年利率 12%，贷款期限自 2014 年 9 月 25 日起至 2015 年 9 月 24 日。截至 2015 年 9 月 1 日，该款项已收回。

### 非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 15.05%，主要来自长期应收款和投资性房地产的增长；截至 2014 年底，公司非流动资产 106.93 亿元，较年初增长 12.22%，主要由长期应收款（占比 18.60%）和投资性房地产（占比 79.61%）构成，如下图所示：

图 18 截至 2014 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告  
注：各项之和不等于 100% 系四舍五入所致。

公司长期应收款主要系对联营企业的股东借款，以支持相关项目开发。2012~2014 年，公司长期应收款逐年增长，年均复合增长 40.03%，系公司对关联方青岛昌业、祥华置业用于房地产项目开发的无息借款增加所致；截至 2014 年末，公司长期应收款 19.89 亿元，较上年末增长 29.34%，主要来自对青岛昌业（占 42.51%）和祥华置业（占 57.49%）的借款；公司长期应收款主要来自关联方，未计提坏账准备。其中，青岛昌业开发项目为青岛市卓越·世纪中心项目（具体情况见经营分析）；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（海鹞落新村建设）土地一级开发项目，该项目分四期开发，其中第一、四期经北京市发展和改革委员会核准通过，总投资分别为 13.86 亿元和 11.30 亿元。该款项回收受到关联方企业项目开发质量的影响。

公司投资性房地产按公允价值计量。其中卓越·世纪中心项目的商铺及写字楼位于深圳市核心地段，周边配套较好，近年公允价值持续上涨，为公司贡献了较好的收益，使得其账面价值逐年上升。2012~2014 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 10.53%；截至 2014 年末，公司投资性房地产 85.12 亿元，较年初增加 9.18%，其中，累计公允价值变动为 68.02 亿元，占比达 79.91%。截至 2015 年 6 月底，用于借款抵押的投资性房地产账面价值为 85.88 亿元，占总资产的 71.63%，公司抵押资产规模大。

截至 2015 年 6 月末，公司资产总计 119.89 亿元，较年初增长 2.30%；资产构成仍以非流动资产为主，占比 91.14%；公司资产结构基本保持稳定。

总体看，公司资产规模逐年增长，结构以非流动资产为主，非流动资产占比逐年上升；公司非流动资产中投资性房地产占比较大，符合商业地产运营企业的特征，但大部分已设立抵押，公司整体资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

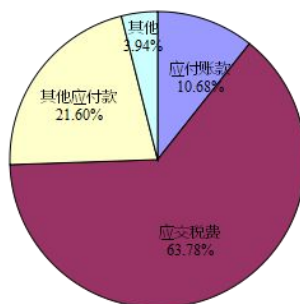
#### 负债

2012~2014 年，公司负债波动减少，年均复合减少 4.87%；截至 2014 年末，公司负债 52.35 亿元，较 2013 年底减少 9.62%，主要系应付账款大幅减少所致；其中，流动负债占比 26.34%，非流动负债占比 73.66%，公司负债以非流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债逐年减少，年均复合减少 25.15%，系应付账款、应交税费、一年内到期的非流动负债减少所致。截至 2014 年底，公司流动负债 13.79 亿元，较 2013 年底减少 33.22%，主要来自应付账款的减少；公司流动负债主要由应付账款（占 10.68%）、应交税费（占

63.78%) 和其他应付款 (占 21.60%) 构成, 如下图所示:

图 19 2014 年末公司流动负债构成



数据来源: 公司审计报告

注: 各项之和不等于 100% 系四舍五入所致

2012~2014 年, 公司应付账款逐年减少, 年均复合减少 40.34%, 主要系陆续结算房地产建筑公司项目开发的工程款所致; 截至 2014 年末, 公司应付账款 1.47 亿元, 较年初减少 47.28%, 主要由应付工程款 (占 88.45%)、应付设备款 (占 4.23%)、应付维修费 (占 1.38%) 和应付材料款 (占 5.94%) 构成。

2012~2014 年, 公司应交税费波动减少, 年均复合减少 6.94%; 截至 2014 年末, 公司应交税费 8.79 亿元, 较 2013 年末略微增长 0.12%, 主要由土地增值税 (占 99.31%)、房产税 (占 0.37%) 和营业税 (占 0.28%) 构成。

2012~2014 年, 公司其他应付款逐年增加, 年均复合增长 88.16%, 系关联往来款增多所致; 截至 2014 年末, 公司其他应付款 2.98 亿元, 较年初增长 49.09%, 主要由往来款 (占 63.48%)、租赁意向金和押金 (占 30.15%) 构成。在账龄超过 1 年的其他应付款中, 应付给深圳永高实业有限公司、深圳市卓越商业管理有限公司、深圳市卓越物业管理有限公司、深圳卓越房地产开发有限公司的往来款项和应付个人租赁意向金等款项合计 1.76 亿元。

2012~2014 年, 公司非流动负债逐年增长, 年均复合增长 7.72%, 主要来自长期借款和递延所得税负债的增长。截至 2014 年末, 公司非流动负债 38.56 亿元, 较 2013 年末增长 3.46%; 主要由长期借款 (占比 55.90%) 和递延所得税负债 (占比 44.10%) 构成。

公司长期借款主要为保证担保加抵押担保 (抵押物为卓越世纪中心) 的固定资产贷款与物业经营贷款, 借款期限较长 (10 年以上), 利率水平不高。2012~2014 年, 公司长期借款波动增长, 年均复合增长 3.59%; 截至 2014 年末, 公司长期借款为 21.56 亿元, 较年初减少 2.27%, 全部为保证加抵押借款。公司现有借款以每年还本的方式为主, 从还款期限来看, 借款到期日分布在 2022 年到 2027 年之间; 其中, 2016~2020 年之间需偿还本息合计 13.16 亿元。总体看, 公司长期借款集中度低。

2012~2014 年, 公司递延所得税负债逐年增长, 年均复合增长 13.74%; 截至 2014 年末, 公司递延所得税负债 17.00 亿元, 较 2013 年末增长 11.76%, 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, 2012~2014 年, 公司债务规模逐年减少, 年均复合减少 13.53%, 系公司借款减少所致; 截至 2014 年末, 公司全部债务合计达 22.06 亿元, 较 2013 年末减少 24.13%。公司债务中, 短期债务逐年减少至 0.50 亿元、占比 2.27%, 主要系一年内到期的非流动负债减少所致; 长期债务波动增长至 21.56 亿元、占比 97.73%, 主要系长期借款波动增加所致。



2012~2014 年，伴随公司资产逐年增长、负债波动减少，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均呈逐年减少趋势，其中，公司近三年资产负债率分别为 52.40%、49.77%、44.67%，全部债务资本化比率分别为 35.95%、33.21%、25.38%，长期债务资本化比率分别为 27.66%、27.39%、24.95%。整体看，公司债务负担较轻。

截至 2015 年 6 月末，公司负债合计 52.03 亿元，较年初减少 0.61%，其中流动负债占比 25.42%，非流动负债占比 74.58%，公司负债结构与年初相比变化不大。

总体看，公司负债规模波动减少，从行业性质来看，公司负债水平尚可。公司负债以长期借款为主，借款到期期限比较分散，公司集中到期偿付压力不大。

#### 所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 11.09%，主要来自盈余公积和未分配利润的增长；截至 2014 年末，公司所有者权益合计 64.85 亿元，较 2013 年末增长 10.93%，全部为归属于母公司所有者权益。

在归属于母公司的所有者权益中，公司实收资本 4.45 亿元（占 6.86%）；资本公积 34.77 亿元（占 53.62%），主要为其他资本公积，来自公司将投资性房地产的后续计量方式由成本计量模式变更为以公允价值计量模式、转换日的投资性房地产的公允价值与账面价值的差额；盈余公积 2.23 亿元（占 3.43%），全部为法定盈余公积；未分配利润 23.40 亿元（占 36.08%）。公司所有者权益中未分配利润占比较高、资本公积主要以其他资本公积为主，权益结构的稳定性一般。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益合计 67.86 亿元，较年初增长 4.65%，主要来自未分配利润增长所致；公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益增长较快，但未分配利润占比较大、资本公积主要以其他资本公积为主，权益结构的稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入波动减少，年均复合减少 62.58%，主要系公司开发房产完成销售，销售收入减少，盈利模式由房地产销售转为房产租赁所致。2012~2014 年，公司营业成本逐年大幅减少，年均复合减少 81.97%，系公司房产销售成本减少所致；2014 年公司营业成本 0.17 亿元，全部来自房产租赁业务。2012~2014 年，公司营业利润、利润总额、净利润均呈波动下降趋势，系公司营业收入波动下降影响所致。2014 年，公司营业利润、利润总额、净利润分别为 8.14 亿元、8.17 亿元、6.39 亿元，公司净利润全部为归属于母公司所有者的净利润。

从利润构成来看，2012~2014 年公司营业利润中公允价值变动收益占比较大，近三年公司公允价值变动收益分别为 5.98 亿元、8.29 亿元、7.16 亿元，占营业利润的比重分别为 43.52%、104.05%、87.96%。2013 年，扣除公允价值变动收益后，公司营业利润亏损 0.32 亿元，系公司因扩大投资增加了长期借款，导致财务费用较高所致。2012~2014 年，公司营业外收入分别为 59.40 万元、215.74 万元、363.26 万元，占利润总额的比重分别为 0.04%、0.27%、0.44%，公司盈利能力对营业外收入的依赖度低。

期间费用方面，2012~2014 年，公司期间费用逐年减少，年均复合减少 20.93%，主要来自销售费用和管理费用的减少；2014 年，公司费用总额 2.31 亿元，较 2013 年下降 18.87%，其中销售费用占 4.15%、管理费用占 12.16%、财务费用占 83.69%。2012~2014 年，公司财务费用分别为 2.39 亿元、2.35 亿元、1.93 亿元，呈逐年减少趋势，年均复合减少 10.04%；公司财务费用主要为利息支出，随着公司债务减少，公司利息支出逐年减少。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 14.77%、85.33%、65.97%，公司费用控制能力一般。

从盈利指标来看,2012~2014年,公司主营业务毛利率分别为79.19%、84.61%和95.15%,营业利润率分别为45.36%、75.71%和89.23%,均呈逐年增长趋势;2014年,公司的总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为9.53%、8.65%、10.36%,均略低于2013年的9.73%、9.10%、10.65%。总体上看,公司盈利能力较好。

2015年1~6月,公司实现营业收入1.88亿元,实现净利润3.01亿元。

总体看,受公司房地产销售收入下降的影响,公司营业收入快速下降;房产租赁收入在公司营业收入中占比不断提高;但公司盈利能力受公允价值变动损益影响大,公司费用控制能力有待提高。

## 5. 现金流

从经营活动来看,2012~2014年,公司经营活动现金流入逐年减少,年均复合减少32.74%,主要系公司房产销售收入下降所致;2014年,公司经营活动现金流入23.92亿元,较2013年减少4.67%,其中销售商品提供劳务收到的现金3.39亿元,收到其他与经营活动有关的现金20.52亿元,主要为往来款。2012~2014年,公司经营活动现金流出逐年减少,年均复合减少68.08%,系支付其他与经营活动有关的现金大幅减少所致;2014年,公司经营活动现金流出5.12亿元,其中购买商品、接受劳务支付的现金1.39亿元,支付其他与经营活动有关的现金3.32亿元,主要为往来款。2012~2014年,公司经营活动产生的现金呈净流入状态,三年分别为2.61亿元、7.53亿元、18.80亿元。从收入实现质量来看,2012~2014年,公司现金收入比率分别为95.38%、96.92%、96.92%,公司现金收入实现质量尚可。

从投资活动来看,2014年公司投资活动现金流入1,865.44万元,主要来自收回投资(占16.08%)和取得投资收益(占83.92%),公司2012年、2013年未发生投资活动现金流入。2012~2014年公司投资活动现金流出逐年增长,年均复合增长72.06%,主要系投资支出增加所致;2014年,公司投资活动现金流出11.04亿元,主要系对联营企业的投资支出。综上,2012~2014年,公司投资活动呈现现金净流出状态,三年分别净流出3.73亿元、6.23亿元、10.86亿元。

从筹资活动来看,2012~2014年公司筹资活动现金流入全部来自取得借款收到的现金,三年分别为15.29亿元、8.98亿元和0.21亿元,年均复合减少88.28%,系公司借款总额减少所致。2012~2014年,公司筹资活动现金流出波动减少,年均复合减少10.62%,主要系公司偿还债务及利息影响所致;2014年,公司筹资活动现金流出9.17亿元,其中偿还债务7.22亿元,利息支出1.95亿元。2012~2014年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为3.82亿元、-2.79亿元、-8.96亿元。

2015年1~6月,公司经营活动现金流净额为3.12亿元;公司投资活动产生的现金流量净额为-1.56亿元,公司筹资活动产生的现金流量净额为-1.29亿元。

总体看,2012~2014年公司经营活动现金净流入增长较快、现金收入实现质量尚可,投资支出逐年增长,对融资的需求较大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012~2014年,公司流动比率分别为1.20倍、1.02倍、0.74倍,速动比率分别1.19倍、1.02倍和0.74倍,均呈逐年降低趋势。公司资产构成中流动资产占比较低,公司流动比率处于较低水平;公司流动资产中存货占比很低,使得公司速动比率与流动比率差别不大。近三年公司流动比率、速动比率大幅下降,主要是因为公司货币资金、其他应收款大幅下降导致流动资产减少所致。2012~2014年,公司现金短期债务比分别为0.31倍、0.21倍和0.87倍,

呈波动增加趋势，主要系公司短期债务大幅减少所致。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 15.78 亿元、10.35 亿元、10.13 亿元，呈逐年下降趋势；2014 年，公司 EBITDA 结构中利润总额占 80.71%、计入财务费用的利息支出占 19.04%、折旧占 0.25%。2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 7.76 倍、4.42 倍、5.25 倍，呈波动下降趋势，主要是受计入财务费用的利息支出波动影响；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.53 倍、0.36 倍和 0.46 倍，呈波动下降趋势，主要是 2013 年公司 EBITDA 下降较大而全部债务下降较小形成波动；公司 EBITDA 对利息支出和全部债务的保障能力较好。总体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2015 年 6 月末，公司共获得银行授信 23.70 亿元，已使用额度 23.68 亿元；公司间接融资空间不足。

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：G1044030400235330），截至 2015 年 7 月 16 日，公司无关注类与不良类信贷信息记录。

截至 2015 年 6 月末，公司不存在重大未决诉讼。截至 2015 年 6 月末，公司对外担保主合同金额合计 49.01 亿元，占净资产的 72.22%，担保主合同余额合计 25.71 亿元，担保金额高。被担保企业主要系股东卓越置业等关联企业以及深圳市盛恒达电梯有限公司（系公司股东卓越置业的设备供应商）等非关联方。考虑到公司对外担保余额较大，无相关反担保措施，且对非关联方盛恒达的担保余额较高，公司存在一定的或有负债风险。

表 13 截至 2015 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保人            | 担保主合同金额                | 担保主合同余额                | 担保类型 |
|-----------------|------------------------|------------------------|------|
| 卓越置业集团有限公司      | 20,000.00              | 20,000.00              | 保证担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 20,000.00              | 20,000.00              | 保证担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 18,000.00              | -                      | 保证担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 6,000.00               | 6,000.00               | 保证担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 4,000.00               | 4,000.00               | 保证担保 |
| 深圳市盛恒达电梯有限公司    | 20,000.00              | 7,000.00               | 保证担保 |
| 深圳市盛恒达电梯有限公司    | 6,000.00               | 6,000.00               | 保证担保 |
| 深圳市伟创利文化发展有限公司  | 2,109.00               | 1,650.56               | 保证担保 |
| 亿宝德通讯技术（深圳）有限公司 | 1,333.00               | 589.30                 | 保证担保 |
| 协进科技（深圳）有限公司    | 1,387.00               | -                      | 保证担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 99,981.96              | -                      | 抵押担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 71,474.64              | 67,000.00              | 抵押担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 45,000.00              | 2,000.00               | 抵押担保 |
| 卓越置业集团有限公司      | 15,910.95 <sup>1</sup> | -                      | 抵押担保 |
| 深圳卓越南山房地产开发有限公司 | 30,000.00              | 21,000.00              | 抵押担保 |
| 深圳卓越酒店管理有限公司    | 15,998.24              | 16,000.00              | 抵押担保 |
| 深圳卓越酒店管理有限公司    | 42,960.84              | 12,719.60 <sup>2</sup> | 抵押担保 |
| 深圳市盛恒达电梯有限公司    | 60,000.00              | 58,243.40 <sup>3</sup> | 抵押担保 |
| 重庆国虹投资有限责任公司    | 9,962.00               | 15,000.00              | 抵押担保 |
| 合计              | 490,117.63             | 257,202.86             | -    |

资料来源：公司提供

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

<sup>1</sup>担保合同金额为美元 2,600.00 万，此处按企业信用报告中的折算汇率折算为人民币。

<sup>2</sup>担保合同余额为人民币 6,600.00 万元，美元 1,000.00 万元，此处担保合同余额按企业信用报告中的折算汇率将美元折算为人民币。

<sup>3</sup>担保合同余额为美元 8,200.00 万元，欧元 1,200.00 万元，此处担保合同余额按企业信用报告中的折算汇率将欧元、美元折算为人民币。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司全部债务合计 21.77 亿元，本次拟发行债券规模为 25.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有显著影响。

以 2015 年 6 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 25.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 40.51%、40.80%和 53.16%，大幅高于发行前的 23.81%、24.29%、43.40%，债务负担增加显著，但仍属合理水平。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年末的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 10.13 亿元，为本次公司债券发行额度（25.00 亿元）的 0.41 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2014 年经营活动产生的现金流入 23.92 亿元，为本次公司债券发行额度（25.00 亿元）的 0.96 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高；现金类资产 0.43 亿元，为本次债券发行额度（25.00 亿元）的 0.02 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度很低。

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

## 九、综合评价

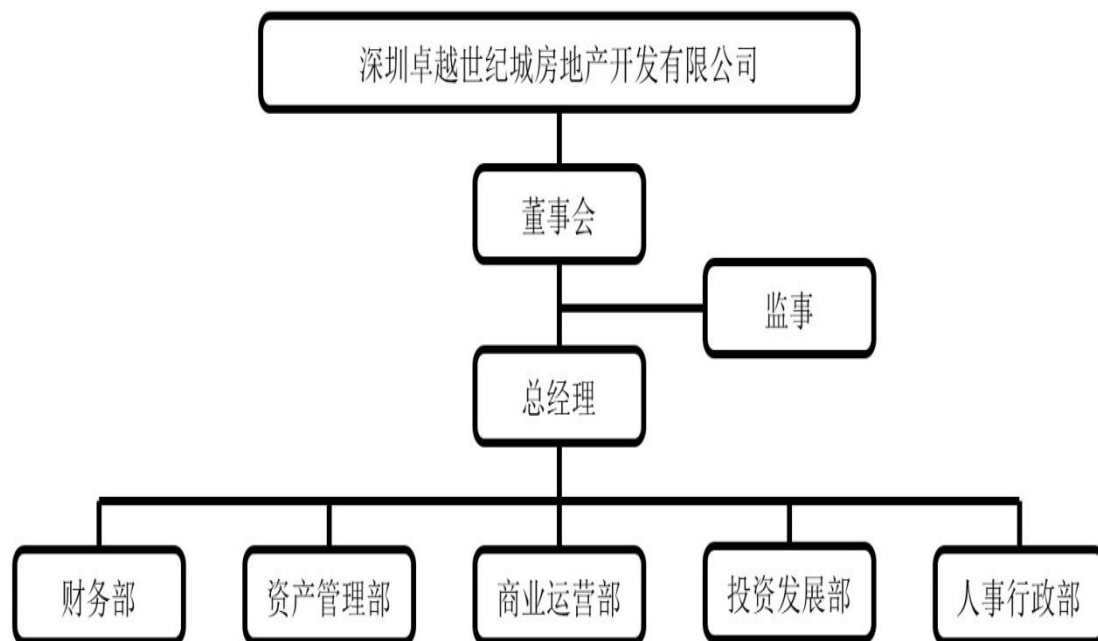
公司作为商业地产运营商，主要物业位于深圳市福田区中心区核心地段，近年公司物业租赁出租率高，单位租金水平平稳上升，物业租赁收入稳步提高，公司经营活动现金流稳步增长。自持物业价值上涨较快，公司资产保值增值能力较强。近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入保持基本平稳，盈利水平良好。同时，联合评级也关注到公司房产销售收入大幅下降、公允价值变动对利润影响大、公司对关联企业长期应收款规模较大以及公司存在一定的或有负债风险等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司自持物业单位租金平稳上升；拟收购项目的完成，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。



附件 1 深圳卓越世纪城房地产开发有限公司组织机构图



## 附件 2 深圳卓越世纪城房地产开发有限公司

### 主要财务指标

| 项目               | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年    | 2015 年 6 月 |
|------------------|--------|--------|-----------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 110.39 | 116.38 | 117.20    | 119.89     |
| 所有者权益（亿元）        | 52.55  | 58.46  | 64.85     | 67.86      |
| 短期债务（亿元）         | 9.41   | 7.01   | 0.50      | 0.56       |
| 长期债务（亿元）         | 20.09  | 22.06  | 21.56     | 21.21      |
| 全部债务（亿元）         | 29.50  | 29.07  | 22.06     | 21.77      |
| 营业收入（亿元）         | 25.02  | 3.34   | 3.50      | 1.88       |
| 净利润（亿元）          | 10.44  | 5.91   | 6.39      | 3.01       |
| EBITDA（亿元）       | 15.78  | 10.35  | 10.13     | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 2.61   | 7.53   | 18.80     | 3.12       |
| 应收账款周转次数（次）      | --     | --     | 235.53    | 119.00     |
| 存货周转次数（次）        | --     | 2.65   | 26,021.54 | 17,016.02  |
| 总资产周转次数（次）       | --     | 0.03   | 0.03      | 0.02       |
| 现金收入比率（%）        | 95.38  | 96.92  | 96.92     | 98.70      |
| 总资本收益率（%）        | --     | 9.73   | 9.53      | 3.41       |
| 总资产报酬率（%）        | --     | 9.10   | 8.65      | 3.04       |
| 净资产收益率（%）        | --     | 10.65  | 10.36     | 4.54       |
| 营业利润率（%）         | 45.36  | 75.71  | 89.23     | 90.00      |
| 费用收入比（%）         | 14.77  | 85.33  | 65.97     | 49.62      |
| 资产负债率（%）         | 52.40  | 49.77  | 44.67     | 43.40      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 35.95  | 33.21  | 25.38     | 24.29      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 27.66  | 27.39  | 24.95     | 23.81      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 7.76   | 4.42   | 5.25      | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.53   | 0.36   | 0.46      | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.20   | 1.02   | 0.74      | 0.80       |
| 速动比率（倍）          | 1.19   | 1.02   | 0.74      | 0.80       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.31   | 0.21   | 0.87      | 1.27       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 10.62  | 36.47  | 136.33    | 23.62      |
| EBITDA/本次发债额度（倍） | 0.63   | 0.41   | 0.41      | --         |

注：1、客户未提供 2011 年审计报告，2012 年部分指标未计算；

2、2015 年半年度相关财务指标未年化。

### 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -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]                                                                    |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%                                                                  |
| 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             | 负债总额 / 资产总计×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          |                                                                                             |
| 流动比率              | 流动资产合计 / 流动负债合计                                                                             |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计                                                                        |
| 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+应付短期债券+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。



## 联合信用评级有限公司关于 深圳卓越世纪城房地产开发有限公司 2016 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年深圳卓越世纪城房地产开发有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳卓越世纪城房地产开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳卓越世纪城房地产开发有限公司的相关状况，如发现深圳卓越世纪城房地产开发有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如深圳卓越世纪城房地产开发有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至深圳卓越世纪城房地产开发有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳卓越世纪城房地产开发有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十一月二十日