

# 跟踪评级公告

联合评字[2017]951 号

---

凯华地产（中国）集团有限公司：

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：

凯华地产（中国）集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

凯华地产（中国）集团有限公司公开发行的“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二零一七年六月二十六日

---

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](http://www.unitedratings.com.cn)

## 凯华地产（中国）集团有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级：

| 债券简称     | 债券规模  | 债券期限      | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间           |
|----------|-------|-----------|--------|--------|------------------|
| 16 凯华 01 | 7 亿元  | 5 (3+2) 年 | AA+    | AA+    | 2016 年 2 月 2 日   |
| 16 凯华 02 | 10 亿元 | 5 (3+2) 年 | AA+    | AA+    | 2016 年 10 月 25 日 |
| 16 凯华 03 | 4 亿元  | 5 年       | AA+    | AA+    | 2016 年 10 月 25 日 |

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

主要财务数据

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 |
|------------------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 208.80 | 221.17 |
| 所有者权益（亿元）        | 102.68 | 102.38 |
| 长期债务（亿元）         | 20.00  | 36.39  |
| 全部债务（亿元）         | 26.20  | 36.51  |
| 营业收入（亿元）         | 8.08   | 9.11   |
| 净利润（亿元）          | 9.51   | 6.32   |
| EBITDA（亿元）       | 13.66  | 9.12   |
| 经营性净现金流（亿元）      | 20.02  | 2.08   |
| 营业利润率（%）         | 76.54  | 74.35  |
| 净资产收益率（%）        | 9.49   | 6.17   |
| 资产负债率（%）         | 50.82  | 53.71  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 20.33  | 26.29  |
| 流动比率（倍）          | 0.67   | 1.05   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.52   | 0.25   |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 6.48   | 5.52   |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.65   | 0.43   |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2016 年，凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）经营状况保持稳定，营业收入规模有所上升，营业利润率仍处于较高水平；凯华国际中心正式投入运营，公司的经营规模进一步扩大；短期内公司偿债压力较小。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务形式较为单一；2016 年珠江新城 CBD 写字楼落成量较大，短期内凯华国际中心项目可能面临较大的竞争压力；经营活动净流入规模大幅下降等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城租金价格的上涨以及凯华国际中心运营逐渐步入正轨，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。

公司以持有的商业物业所有权为本期债券提供抵押担保，截至 2016 年底，抵押资产对“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的保护程度仍较好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2016 年，公司经营状况保持稳定，营业收入规模有所上升，营业利润率仍处于较高水平。

2. 凯华国际中心项目正式投入运营，未来随着项目出租率及出租价格的提升，其对公司营业收入的贡献或将进一步提高。

3. 短期内，公司整体投资规模不大，债务规模较小，公司偿债压力较小。

4. 2016 年，“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”抵押物价值变动较小，对债券的保护程度仍较好。

## 关注

1. 公司的业务形式较为单一，轻纺城的经营状况易受纺织行业景气度影响，收入存在一定的不确定性。

2. 2016 年，珠江新城 CBD 写字楼落成量较大，短期内凯华国际中心项目可能面临较大的竞争压力。

3. 受轻纺城商铺到期可租面积减少的影响，2016 年公司预收的租金及服务费减少，经营活动现金净流入规模大幅下降。

## 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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

凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）原名为广州凯华城房地产开发有限公司，于 2001 年 9 月在广州市工商行政管理局注册成立，由广州电机厂、广州友兴房地产开发有限公司与凯华集团有限公司（以下简称“凯华集团”）以合作经营方式设立。广州电机厂提供项目用地土地使用权，广州友兴房地产开发有限公司提供项目用地土地使用权以及房地产开发资质，凯华集团出资 0.70 亿元。2005 年 2 月广州市对外贸易经济合作局作出《关于合作企业广州凯华城房地产开发有限公司权益转让的批复》（穗外经贸资批[2005]30 号），同意广州电机厂、广州友兴房地产开发有限公司将其在公司的所有权益转让给凯华集团。

2007 年 9 月，广州市对外贸易经济合作局作出《关于外资企业广州凯华城房地产开发有限公司增资及增加经营范围的批复》（穗外经贸资批[2007]346 号），同意公司注册资本增加到 1.37 亿元。2016 年，公司更为现名。截至 2016 年底，公司注册资本 1.37 亿元人民币，控股股东为凯华集团，持股比例为 100.00%。公司实际控制人为 Ho Mei 女士。

公司及子公司经营范围包括：房地产开发经营；自有房地产经营活动；物业管理；房地产中介服务；房屋建筑工程施工；建筑工程后期装饰、装修和清理；室内装饰、装修；企业总部管理；企业管理服务（涉及许可经营项目的除外）；广告业；企业自有资金投资；软件开发；信息系统集成服务；信息技术咨询服务；针织品、纺织品、服装的检测；贸易代理；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；互联网商品销售（许可审批类商品除外）；货物进出口（专营专控商品除外）；停车场经营。

截至 2016 年，公司设有财务部、采购部、投资部、机电部、造价管理部、设计管理部、室内设计管理部、品牌管理部、法务审计部、工程项目管理部、信息管理部、产权管理部、市场营销二部、销售行政部、合约成本一部、合约成本二部、商业地产部（写字楼）、开发中心、人力资源部、总经办等 20 个职能部门；拥有全资子公司 7 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 221.17 亿元，负债合计 118.79 亿元，所有者权益合计 102.38 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 9.11 亿元，净利润 6.32 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额 2.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.58 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区金纺路 2 号 F7001 号铺；法定代表人：郑凯。

## 二、募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2016]997 号文核准批复，公司分别于 2016 年 7 月 21 日、2016 年 10 月 13 日和 2016 年 10 月 13 日发行了“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”，债券期限均为 5 年，其中“16 凯华 01”和“16 凯华 02”附第 3 年末公司调整票面利率及投资者回售选择权。

“16 凯华 01”募集资金 7.00 亿元，发行利率为 4.00%，已于 2016 年 8 月 15 日上市，债券代码为 136567.SH，第一个付息日为 2017 年 7 月 22 日；“16 凯华 02”募集资金为 10.00 亿元，发行利率为 3.50%，已于 2016 年 11 月 10 日上市，债券代码为 136757.SH，第一个付息日为 2017 年 10 月 14 日；“16 凯华 03”募集资金为 4.00 亿元，发行利率为 4.09%，已于 2016 年 11 月 10 日上市，债券代码为 136758.SH，第一个付息日为 2017 年 10 月 14 日。

根据公司年报披露，截至 2016 年底，“16 凯华 01”募集资金共使用了 2.63 亿元，其中偿还银行贷款本金 0.63 亿元，补充营运资金 2.00 亿元；“16 凯华 02”和“16 凯华 03”募集资金共使

用了 13.51 亿元，其中偿还银行贷款本金 12.04 亿元，补充营运资金 1.47 亿元，募集资金均按照约定用途使用。

### 三、行业分析

公司主营业务是商业物业租赁，属于商业地产行业。目前，公司经营的自有物业是专业纺织品批发市场和高端写字楼，公司自有物业租金水平受相关行业影响较大。

#### 1. 商业地产行业

##### （1）行业概况

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。

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，能够快速实现资金回笼，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。

2015~2016年，全国商业营业用房投资完成额增速分别为1.80%和8.40%，办公楼投资完成额增速分别为10.10%和5.20%。2016年，商业营业用房和办公楼完成投资额分别为1.58万亿元和0.65万亿元，分别占当年全国房地产行业投资完成总额的15.44%和6.37%。

从商业地产供求情况看，2015~2016年，办公楼竣工面积增速分别为8.80%和6.10%，商业营业用房竣工面积增速-0.50%和4.10%，2016年商业地产供应规模呈增长趋势。2015~2016年，办公楼销售面积增速分别为16.20%和31.40%，商业营业用房销售面积增速分别为1.90%和16.80%，商业地产需求量有所增加，2016年需求增幅尤为明显。

总体看，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，近年商业地产规模持续增长，但投资增速有所下滑。

##### （2）竞争格局

商业地产企业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。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。

从商业物业价值来看，依据 2016 年中国房地产企业商业物业价值 Top100 排行榜，前 10 名分别为万达集团、华润置地、九龙仓、恒隆地产、中粮集团、新鸿基、凯德集团、绿地集团、陆家嘴和世茂集团，物业价值分别为 2,302 亿元、1,120 亿元、808 亿元、807 亿元、773 亿元、699 亿元、696 亿元、668 亿元、603 亿元、468 亿元，前 10 名企业的物业合计价值占 Top100 总价值的 43.00%，商业地产规模分化明显。

总体看，商业地产企业规模优势明显，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

### （3）行业关注

#### 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。

### （4）行业发展

#### 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性是成为关键投入，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，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，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，未来几年，商业地产行业发展将更多与创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

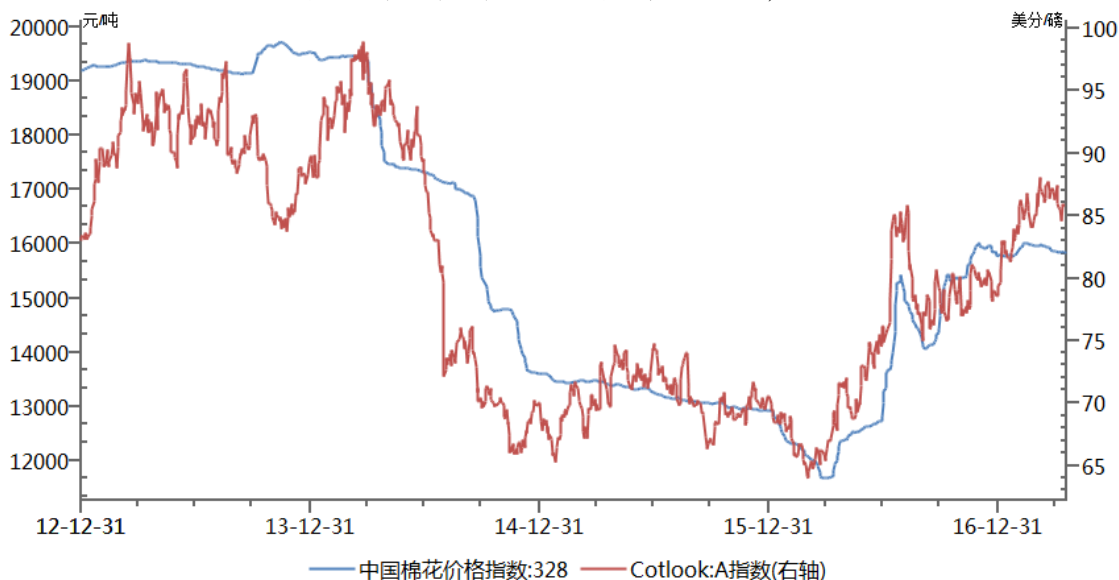
## 2. 纺织业运行情况

2016 年，由于国内外市场需求低迷、纺织产品附加值过低、行业竞争加剧、资源环境约束增大以及生产要素成本上升，加上中国纺织业之前高速增长中所形成和积累的供给侧、结构性以及体制性问题，我国纺织服装行业主要经济运行指标增速延续了 2015 年以来的平缓增长状态。据国家

统计局数据, 2016 年我国服装行业规模以上(年主营业务收入 2,000 万元及以上)企业 15,715 家, 累计实现主营业务收入 23,605.09 亿元, 同比增长 4.61%, 增幅较 2015 年下降 1.02 个百分点。利润总额 1,364.71 亿元, 较上年增长 2.35%, 增幅较 2015 年下降 1.61 个百分点。亏损企业 1,668 家, 亏损面为 10.61%, 比 2015 年下降 0.46 个百分点。2016 年我国服装行业工业增加值增速为 3.8%, 较 2015 年下降 0.6 个百分点; 2016 年 12 月当月服装行业工业增加值增速为 2.4%。2016 年纺织业工业增加值增速为 5.5%, 较 2015 年下降 1.5 个百分点; 2016 年 12 月当月纺织业工业增加值增速为 2.2%。2016 年我国规模以上服装企业销售利润率为 5.78%, 比 2015 年下降 0.13 个百分点; 销售毛利率 13.93%, 比 2015 年下降 0.21 个百分点。三费比例为 7.89%, 比 2015 年下降 0.03 个百分点。

原材料方面, 2016 年, 受国际油价上涨以及供给侧结构改革初见成效等因素影响, 大宗商品价格随之上涨, 主要原料棉花和化纤原料价格呈止跌启涨趋势。棉花价格方面, 棉花价格水平持续上涨, 截至 2016 年底, 国内 328 棉花价格已涨至 15,798 元/吨, 同比增长 22.26%。国际棉价方面, 2016 年受美棉出口情况较好以及印度新棉上市量较少等因素影响, 国际市场棉价也呈现上涨趋势, 截至 2016 年底, 进口棉花到港价由 2015 年底的 74.74 美分/磅上涨至 83.24 美分/磅, 同比增长 11.37%。总体看, 国内外棉花价格变化趋同明显。化纤类服装面料价格方面, 2016 年化纤产品价格指数较 2015 年呈现普遍上涨趋势, 化纤板块的 14 种商品中, 同比上涨的商品共 13 种, 涨幅前 3 的商品分别为涤纶 FDY(+44.53%)、涤纶 POY(+42.33%)和涤纶 DTY+(35.52%), 同比下降的商品仅氨纶(-11.36%)。截至 2016 年底, 中国纺织材料化纤类价格指数由年初的 66.34 涨至年底的 85.36。总体看, 主要原材料的价格上涨将加重服装制造企业成本压力。

图1 近年国内外棉花价格走势(单位: 元/吨, 美分/磅)



资料来源: Wind资讯

从进出口来看, 2016 年我国纺织品服装国际需求进一步下降, 2016 年我国累计完成服装及衣着附件出口 1,594.47 亿美元, 同比下降 9.35%, 降幅较 2015 年扩大 3 个百分点; 服装出口数量为 295.93 亿件, 同比下降 2.75%, 降幅较 2015 年收窄 4.16 个百分点。服装出口平均单价 4.29 美元/件, 同比下降 7.54%, 降幅较 2015 年扩大 7.54 个百分点。亚洲、欧洲和北美洲是我国最主要的三个出口市场, 2016 年我国对亚洲、欧洲和北美洲的出口额占据全部纺织服装行业出口总额分别为

36.68%、27.97%和 22.58%。据海关统计，2016 年我国服装及衣着附件进口 77.52 亿美元，同比下降 1.8%，进口数量为 5.15 亿件，同比增长 9.5%。从进口国别和地区来看，我国从东盟、孟加拉国、土耳其进口服装金额增幅明显，增幅分别为 12.44%、11.01%、9.26%。

政策方面，2016 年 9 月，工业和信息化部编制发布了《纺织工业发展规划（2016-2020 年）》，提出要以提高发展质量和效益为中心，以推进供给侧结构性改革为主线，以增品种、提品质、创品牌的“三品”战略为重点，增强产业创新能力，优化产业结构，推进智能制造和绿色制造，形成发展新动能，创造竞争新优势，促进产业迈向中高端，初步建成纺织强国，为“十三五”时期指导纺织工业发展、促进纺织未来工业转型升级提供了政策指导。

总体看，受宏观经济环境增长放缓、国内市场终端需求持续疲软以及原材料价格波动导致成本上涨等多方面因素影响，纺织服装行业整体盈利能力增速放缓。未来，纺织服装行业仍需积极推进产业结构升级，淘汰落后产能，加快行业整合，并向产业链的高附加值环节拓展，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

#### 四、管理与经营分析

##### 1. 管理分析

2016 年，公司高层管理人员、组织架构和相关的规章制度未发生变化，经营团队保持稳定。

##### 2. 经营分析

###### （1）经营概况

2016 年，公司实现营业收入为 9.11 亿元，较上年增长 12.73%，主要系 2016 年超甲级办公楼凯华国际中心正式投入运营、广州国际轻纺城商铺租金价格提升，以及公司物业管理业务的运营主体广州国际轻纺城服务有限公司于 2015 年 5 月起才纳入公司合并范围，当年确认收入时，只确认了 5~12 月的收入，而 2016 年确认了全年的收入所致；公司营业收入全部来源于主营业务。

从收入的构成来看，2016 年，公司实现物业租赁及服务收入为 7.84 亿元，较上年增长 9.13%，主要系 2016 年超甲级办公楼凯华国际中心正式投入运营以及广州国际轻纺城商铺租金价格提升所致；公司实现物业管理及其他收入为 1.26 亿元，较上年增长 41.72%，主要系公司物业管理的运营主体广州国际轻纺城服务有限公司于 2015 年 5 月起才纳入合并范围，当年确认收入时，只确认了 5~12 月的收入，而 2016 年确认了全年的收入所致。

毛利率方面，2016 年公司主营业务综合毛利率为 88.19%，较上年下降 3.32 个百分点，主要系物业管理及其他业务毛利率下降所致；公司物业租赁及服务业务毛利率为 96.16%，与上年基本持平，毛利率较高主要系公司对出租资产采用公允价值计量，无需摊销至营业成本所致；公司物业管理及其他业务毛利率为 38.75%，较上年下降了 9.61 个百分点，主要系人工成本上升所致。

表 1 2015~2016 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目      | 2015 年度 |        |       | 2016 年度 |        |       |
|---------|---------|--------|-------|---------|--------|-------|
|         | 金额      | 占比     | 毛利率   | 金额      | 占比     | 毛利率   |
| 物业租赁及服务 | 7.19    | 88.97  | 96.86 | 7.84    | 86.11  | 96.16 |
| 物业管理及其他 | 0.89    | 11.03  | 48.36 | 1.26    | 13.89  | 38.75 |
| 合计      | 8.08    | 100.00 | 91.51 | 9.11    | 100.00 | 88.19 |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，随着公司业务规模的扩大，2016 年公司主营业务收入规模有所上升，毛利率略有下降。未来随着凯华国际中心的出租率及出租价格的上升，公司的营业收入或将得到进一步提升。但是，公司的业务收入来源较为单一，轻纺城的经营状况易受纺织行业景气度影响，收入存在一定的不确定性。

## (2) 业务运营

### 广州国际轻纺城物业经营

公司轻纺城业务收入主要由商铺租金收入和增值业务收入（包括贸促推广收入和电商推广收入）构成，其中商铺租金收入、贸促推广收入和电商推广收入占比分别约为 81%、10%和 9%。

表 2 2015~2016 年轻纺城综合收益情况（单位：%、元/平方米/月、万元）

| 楼层         | 成长状态 | 2015 年 |      |        | 2016 年 |      |        |
|------------|------|--------|------|--------|--------|------|--------|
|            |      | 出租率    | 单位收益 | 年收入    | 出租率    | 单位收益 | 年收入    |
| CDEF7 层    | 综合区  | 80.18  | 178  | 782    | 82.68  | 93   | 515    |
| CDEF6 层    | 成长区  | 99.70  | 36   | 817    | 99.70  | 40   | 906    |
| CDEF5 层    |      | 99.09  | 40   | 889    | 97.12  | 45   | 967    |
| CDEF4 层    | 半成熟区 | 97.92  | 352  | 8,311  | 99.63  | 302  | 7,261  |
| CDEF3 层    |      | 95.63  | 472  | 11,028 | 97.21  | 455  | 10,810 |
| CDEF2 层    |      | 99.01  | 670  | 16,474 | 98.01  | 634  | 15,421 |
| CDEF1 层    | 成熟区  | 100.00 | 582  | 13,150 | 100.00 | 839  | 18,955 |
| CDEF 负 1 层 |      | 98.56  | 402  | 14,272 | 98.94  | 425  | 15,139 |
| AB2 层      | 成长区  | 90.60  | 44   | 434    | 87.36  | 42   | 396    |
| AB1 层      | 成熟区  | 100.00 | 548  | 5,718  | 95.41  | 648  | 6,458  |
| 轻纺城总体      |      | 97.68  | 362  | 71,875 | 97.38  | 385  | 76,827 |

资料来源：公司提供

注：表中“年收入”包含公司的商铺租赁收入、贸促推广收入和电商推广收入。

### 商铺租赁业务

商铺租赁业务由公司经营。轻纺城从临地面的楼层到其他楼层商铺，租赁单价整体呈增长态势，不同成熟度的楼层区域的租金增速会有差异。2016 年，轻纺城出租均价上涨到 385 元/平方米/月，较上年增长 6.35%；2016 年，轻纺城出租率为 97.38%，与上年基本持平；2016 年轻纺城收入为 7.68 亿元，较上年增长 6.89%，主要系商铺平均租金水平提高所致。

在租金厘定方面，公司通过提前进行市场调研，了解市场租金行情，参考场内、外二手市场成交租金；与商户进行持续的沟通和交流，了解商户心目中的价格，包括租金承受力和敏感性；并根据现行合同的租金水平等进行综合考量。

商铺租金结算方面，部分资金充裕的商户会选择一次性交清租赁期内的租金；部分商户会选择分期支付租金，入驻前期先交纳首期租金，入住后商户分期向银行申请商铺租金按揭借款，银行将贷款直接汇入公司账户。对于申请按揭贷款的商户，公司向银行提供信用担保，作为银行向商户放款的基本条件。从 2006 年至 2016 年，公司已经完成及正在履约的担保贷款从未发生过任何违约。截至 2016 年底，公司在执行租赁合同中选择一次性交清租赁期内租金的商户整体上较上年底有所下降。

表 3 2015~2016 年底在执行租赁合同支付方式（单位：%）

| 成长状态 | 楼层         | 支付方式   |        |        |        |
|------|------------|--------|--------|--------|--------|
|      |            | 一次性支付  |        | 分期支付   |        |
|      |            | 2015 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2016 年 |
| 成熟区  | AB1 层      | 53.53  | 64.34  | 46.47  | 35.66  |
|      | CDEF 负 1 层 | 78.94  | 75.86  | 21.06  | 24.14  |
|      | CDEF1 层    | 92.59  | 76.71  | 7.41   | 23.29  |
| 半成熟区 | CDEF2 层    | 43.55  | 41.38  | 56.45  | 58.62  |
|      | CDEF3 层    | 27.73  | 26.10  | 72.27  | 73.90  |
|      | CDEF4 层    | 71.31  | 69.70  | 28.69  | 30.30  |
| 成长区  | AB2 层      | 96.83  | 98.15  | 3.17   | 1.85   |
|      | CDEF5 层    | 100.00 | 5.95   | 0.00   | 94.05  |
|      | CDEF6 层    | 79.89  | 66.67  | 20.11  | 33.33  |
| 综合区  | CDEF7 层    | 0.00   | 5.56   | 100.00 | 94.44  |

资料来源：公司提供

在签约期限方面，商铺租赁期限一般为 3 年、6 年和 10 年。截至 2016 年底，公司在执行合同中，3 年以内（含）合同期的商铺占比为 15.98%，较上年底小幅上升了 1.03 个百分点；3~6 年以内（含）合同期的商铺占比为 19.71%，较上年底下降了 9.47 个百分点；6~12 年以内（含）合同期的商铺占比为 56.44%，较上年底小幅上升了 1.09 个百分点；12 年以上合同期的商铺占比为 7.87%，较上年底上升了 7.35 个百分点，主要系部分租户希望能锁定铺位，选择签长期合同的租户数量上升所致。

表 4 公司 2015~2016 年底在执行合同租赁期限情况（单位：间、%）

| 租赁期限           | 占比     |        |
|----------------|--------|--------|
|                | 2015 年 | 2016 年 |
| 3 年以内（含 3 年）   | 14.95  | 15.98  |
| 3~6 年（含 6 年）   | 29.18  | 19.71  |
| 6~12 年（含 12 年） | 55.35  | 56.44  |
| 12 年以上         | 0.52   | 7.87   |
| 合计             | 100.00 | 100.00 |

资料来源：公司提供

注：表中“占比”为按照商户所签订的合同数量进行统计的比例。

### 增值业务

轻纺城增值业务主要包括贸易推广业务和电子信息增值业务。

贸易推广业务方面，公司会为入驻商户提供贸易推广服务，为轻纺城商户创造商机，并通过轻纺城的商贸平台，与全球的纺织采购商建立紧密联系，整合产业链资源，抓住国内外客商需求。贸易推广业务由公司的子公司广州国际轻纺城有限公司进行运营。广州国际轻纺城有限公司为商户提供专业的商务对接、资讯发布、专业知识讲座、咨询导购、会展贸易、交易投诉、院校人才交流、买家接待等全方位服务，广交会会展活动期间为客户提供接待及产品推广服务和“广州大学生时装周”活动推广等十多项服务，供商户选择。在服务费厘定方面，上述各类贸易推广服务的定价标准按照所提供不同项目的服务内容、性质、服务水平、服务周期及频率，按服务年度制定，并根据市场变化定期进行适当调整。目前，提供不同价格的服务项目；在贸易服务签约期限方面，期限一般为 3 年、6 年和 10 年。

电子信息增值业务方面，轻纺城的电子信息增值业务由公司子公司广州华迅网络科技有限公司（以下简称“华迅科技”）进行运营。华迅科技开发了 PC 端和手机端电商平台为商户提供网络推广，该平台目前作为商户产品的展示平台，不进行实物交易。华迅科技提供纺织面料/辅料导购的终端导购服务、导购终端路线服务、移动应用采购平台产品导购服务、图片搜索引擎导购服务、电子信息智能采集器服务和带 RFID 功能的纺织品电子商务采购终端使用服务、带加密功能的 RFID 电子商务采购标签使用服务、求购平台采购信息自主查询服务、求购平台采购分类信息定制推送服务项目供商户选择。在服务费厘定方面，与贸促推广业务相同。

2016 年，公司贸促推广业务实现收入 0.88 亿元，较上年同期增长 19.92%，主要系部分楼层商户合约到期，面对行业的逐渐复苏和日益加剧的市场竞争，公司引入较多的新型实力商户，此类商户在贸促推广方面投入较大所致；电子信息增值业务实现收入 0.57 亿元，较上年同期下降了 9.94%，主要系面辅料行业电子商务日趋成熟，对比该业务刚开始推出的时候客户选择一揽子的高价业务组合，客户对该业务有更加清晰的了解，更倾向于选择与自身业务相关匹配度更高的产品组合，本年收入较往年略有下降。

#### 物业管理

公司物业管理业务由下属子公司广州国际轻纺城服务有限公司负责运营，物业管理服务主要向入驻商户提供轻纺城共用部分的设施、共用设备、绿化、环境卫生、安保、交通、广告等项目进行维护、修缮、服务与管理。物业管理服务所收费用主要有市场租赁管理费、空调费、水电费以及停车场管理费。2016 年，公司实现物业管理费收入为 1.24 亿元，较上年增长 40.12%，主要系广州国际轻纺城服务有限公司于 2015 年 5 月起才纳入公司合并范围，当年确认收入时，只确认了 5~12 月的收入，而 2016 年确认了全年的收入所致。

总体看，轻纺城作为公司主要的业务收入来源，2016 年的整体经营情况较上年有所提升。但是，轻纺城的经营情况易受纺织行业景气度影响，收入存在一定的不确定性。

#### 凯华国际中心

公司于 2014 年 4 月向广州富力嘉盛置业发展有限公司购置冼村路 2 号的富力盈耀大厦（竣工于 2015 年 12 月），后更名为凯华国际中心，位于珠江新城 CBD 的核心区。

从周边写字楼竞争情况看，珠江新城 CBD 高端写字楼落成楼盘数量较多。2015 年末至 2016 年上半年，珠江新城 CBD 中轴线新增办公楼物业有周大福 K11 项目和环球都会广场项目，其中 K11 是广州市的地标，上述写字楼可租面积较大，市场定位与凯华国际中心相同，凯华国际中心项目可能面临一定的竞争压力。

凯华国际中心于 2016 年 1 月开始预租，参照相同地段写字楼的租金情况进行市场定价，公司首期出租为了吸引世界 500 强与大型国有企业等优质企业入驻，首批招租的是低楼层，所以租金上给予一定优惠，2016 年租金拟定为略低于相同地段同等级别物业的平均租金水平，到 2017 年第三季度预计出租率达 80%以上，届时，随着出租率的提高，公司将会把租金调高至市场平均水平。截至 2016 年底，公司实际出租面积为 3.51 万平方米，出租率为 31%，平均租金为 142 元/平方米/月，平均租赁期限为 4.2 年；2016 年全年确认收入金额为 0.15 亿元，全部为出租收入，凯华国际中心的物业管理外包给第三方，因此，凯华国际中心项目无物业管理收入。目前凯华国际中心已入住的企业包括渣打银行（中国）有限公司、星展银行（中国）有限公司、中国民生银行股份有限公司信用卡中心、中国平安财产保险股份有限公司、亚太财产保险有限公司、勃林格殷格翰（中国）投资有限公司、施华洛世奇（广州）贸易有限公司和天翼电子商务有限公司等知名企业。

表 5 截至 2016 年底凯华国际中心出租情况（单位：平方米、%、万元、元/平方米/月、年）

| 项目名称   | 可出租面积      | 实际出租面积    | 出租率 | 签约金额      | 平均租金 | 平均租赁期限 | 2016 年确认收入 |
|--------|------------|-----------|-----|-----------|------|--------|------------|
| 凯华国际中心 | 112,591.57 | 35,110.29 | 31  | 28,167.09 | 142  | 4.2    | 1,466.56   |

资料来源：公司提供

总体看，2016 年凯华国际中心正式投入运营，当年实现收入规模较小，未来随着出租率的提高以及出租价格的上升，凯华国际中心的出租收入或将得到提升。但由于同期珠江新城 CBD 写字楼落成量较大，短期内凯华国际中心项目可能面临较大的竞争压力。

### 3. 自持物业增值情况

公司所持物业主要有轻纺城和凯华国际中心，前者位于中大纺织市场的核心位置，经过公司多年的经营，商户认可度很高；后者位于珠江新城 CBD 的临江核心区，区域位置较好，商业气氛浓厚。截至 2016 年底，公司自持物业资产评估价值为 191.40 亿元，较上年底增长 4.68%，主要系凯华国际中心评估增值以及 2016 年公司购入位于新港西路价值为 0.97 亿元的商铺所致。

表 6 2015~2016 年底公司自持物业公允价值变动情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

| 项 目      | 建筑面积      | 物业评估价值 |        | 评估单价   |        |
|----------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|          |           | 2015 年 | 2016 年 | 2015 年 | 2016 年 |
| 广州国际轻纺城  | 19.31     | 131.06 | 132.99 | 6.79   | 6.89   |
| 凯华国际中心   | 9.26/9.50 | 51.78  | 57.44  | 5.59   | 6.04   |
| 公允价值变动收益 | --        | 7.63   | 2.89   | --     | --     |

资料来源：公司提供；另外此处凯华国际中心 2015 年仅为已完成交易手续办理的 480 套数据，2016 年仅为已完成交易手续办理的 492 套数据，不包括凯华国际中心项目中少量未完成交易手续的部分。凯华国际中心 2015 年评估的物业面积为 9.26 万平方米，2016 年评估的物业面积为 9.50 万平米。

总体看，2016 年公司自持物业价值继续上升，未来随着凯华国际中心完成交易手续的物业增加，公司自持物业的价值或将进一步提升。

### 4. 公司在建项目

公司在建和拟建项目投资总额为 7.30 亿元，2016 年 7 月底前的支出，资金来源于自有资金，2016 年 8 月以后的支出，资金来源于债券募集资金。截至 2016 年底，公司在建和拟建项目已完成投资额 4.92 亿元，尚需投资 2.38 亿元。

表 7 截至 2016 年底公司在建项目及拟建项目情况（单位：万元）

| 项目名称             | 总投资           | 开工时间        | 预计完工时间      | 截至 2016 年底累计投资 | 2017 年预计支出    | 2018~2019 年预计支出 |
|------------------|---------------|-------------|-------------|----------------|---------------|-----------------|
| 凯华国际中心升级改造工程     | 61,000        | 2015 年 4 月  | 2016 年 12 月 | 48,472         | 9,010         | 3,518           |
| B5、#9 电房切非电源改造工程 | 58            | 2015 年 12 月 | 2017 年 6 月  | 21             | 37            | --              |
| <b>拟建项目</b>      |               |             |             |                |               |                 |
| 凯华国际集团总部办公室      | 4,000         | 2017 年 8 月  | 2018 年 3 月  | 248            | 3,252         | 500             |
| 凯华国际中心餐厅         | 800           | 2017 年 8 月  | 2018 年 3 月  | --             | 600           | 200             |
| 广州国际轻纺城整体升级改造    | 7,160         | 2017 年 10 月 | 2019 年 12 月 | 429            | 581           | 6,150           |
| <b>合计</b>        | <b>73,018</b> | <b>--</b>   | <b>--</b>   | <b>49,170</b>  | <b>13,480</b> | <b>10,368</b>   |

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目待投资额与拟建项目拟投资额规模较小，公司短期内资金压力不大。

#### 5. 经营关注

（1）公司的业务收入来源较为单一，轻纺城的经营情况易受纺织行业景气度影响，收入存在一定的不确定性。

（2）2016 年，珠江新城 CBD 写字楼落成量较大，短期内凯华国际中心项目可能面临较大的竞争压力。

#### 6. 未来发展

未来，公司会继续在重点城市的核心区开拓商业地产的出租业务，长期持有自有物业。通过提高物业价值，加强精细化管理不断带动自持物业的增值空间。对于轻纺城项目，公司将继续以客户满意度为核心，建立长期、稳定的租户满意度和神秘顾客满意度调查机制；全面贯彻落实绩效管理；实现物业管理业务全面 IT 化等管理手段，向轻纺城租户及采购商输出国际水平的专业物业管理服务，持续将轻纺城打造成高标准持有型物业的典范，实现物业资产持续的保值、增值。凯华国际中心项目方面，公司将致力于打造珠江新城 CBD 的核心、超甲级写字楼物业；通过物业设施的不断更新、维护，提高凯华国际中心项目物业基础设施的质量；聘用国际优秀物业管理机构为客户提供优质的物业服务。

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；同时努力提高自身经营能力，优化管理机制。

### 五、财务分析

公司提供的 2016 年度合并财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及 2015 年最新会计准则修订指引编制。2016 年公司合并报表范围无变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 221.17 亿元，负债合计 118.79 亿元，所有者权益合计 102.38 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2016 年，公司实现营业收入 9.11 亿元，净利润 6.32 亿元，全部为归属于母公司所有者净利润；经营活动产生的现金流量净额 2.08 亿元，现金及现金等

价物净增加额 4.58 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 221.17 亿元，较年初增长 5.92%，主要系投资性房地产增长所致；公司资产构成中流动资产占 6.40%，非流动资产占 93.60%，资产结构较上年底基本保持稳定，公司资产仍以非流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产为 14.15 亿元，较年初增长 42.31%，主要系货币资金增长所致；公司流动资产以货币资金和其他流动资产为主，占比分别为 72.06%和 27.28%。截至 2016 年底，公司货币资金为 10.20 亿元，较年初增长 81.59%，主要系公司发行债券和取得借款所致。公司其他流动资产为 3.86 亿元，较年初增长 3.47%。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 207.01 亿元，较年初增长 4.10%，主要系投资性房地产增加所致；公司非流动资产构成变化不大，以投资性房地产（占比为 92.46%）和其他非流动资产（占比为 5.03%）为主。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值为 191.40 亿元，较年初增长 4.68%，主要系凯华国际中心评估增值以及 2016 年公司购入位于新港西路价值为 0.97 亿元的商铺所致；公司投资性房地产为公司经营的广州国际轻纺城以及凯华国际中心用于出租的房屋建筑物及相关土地使用权；账面价值 28.19 亿元的投资性房地产作为长期借款的抵押物，账面价值为 44.68 亿元的投资性房地产作为应付债券的抵押物，已抵押的投资性房地产占投资性房地产总额的比例为 38.07%，受限比例较高；公司对所有投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。公司其他非流动资产的账面价值为 10.41 亿元，较年初下降 5.16%，主要系预付的购房款（凯华国际中心写字楼）和预缴税金及附加减少所致。

截至 2016 年底，公司资产中账面价值为 72.87 亿元的投资性房地产因作为长期借款和应付债券的抵押物而所有权受到限制，受限比例为 32.95%，资产受限比例较高。

总体看，公司资产规模小幅上升，以投资性房地产为主的非流动资产占比仍较大；以货币资金和其他流动资产为主的流动资产规模虽有所上升，但占比仍较低。考虑到公司投资性房地产区位优势明显，增值潜力较大，但受限比例较高，公司整体资产质量尚可。

### 2. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计 118.79 亿元，较年初增长 11.94%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 11.32%，非流动负债占 88.68%，非流动负债占比有所上升，公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 13.44 亿元，较年初下降 10.12%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；公司流动负债以应付账款（占 7.48%）、预收账款（占 57.73%）、应交税费（占 5.12%）和应付股利（占 23.65%）为主。截至 2016 年底，公司应付账款为 1.01 亿元，较年初增加 0.81 亿元，主要系应付的工程款增加所致。公司预收账款为 7.76 亿元，较年初增长 5.67%，主要为预收广州国际轻纺城租户缴纳的租金和服务费用。公司应交税费为 0.69 亿元，较年初下降 5.82%，主要系因轻纺城项目现金流入周期性波动，2016 年 12 月租金净流入同比减少所致。公司应付股利为 3.18 亿元，为应付普通股股利。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 105.34 亿元，较年初增长 15.56%，主要系公司发行公司债券所致；非流动负债主要由长期借款（占 14.80%）、应付债券（占 19.74%）、递延收益（占 33.17%）和递延所得税负债（占比为 30.85%）构成。公司长期借款为 15.59 亿元，较年初下降 22.03%；公司银行借款全部为抵押借款，贷款到期明细如下表所示，公司长期借款到期期限较为分散，公司

无集中偿付压力。

表 8 截至 2016 年底公司长期借款期限结构（单位：年、亿元）

| 年度   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 合计    |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 还本金额 | 0.18 | 2.16 | 2.76 | 2.92 | 2.55 | 2.59 | 1.37 | 0.75 | 0.31 | 15.59 |

资料来源：公司提供

公司应付债券为 20.79 亿元，为公司于 2016 年发行“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”，债券期限均为 5 年。公司递延收益为 34.94 亿元，较年初下降 7.33%，主要系当年到期商铺减少，公司预收长租客户商铺租金和服务费减少所致。公司递延所得税负债为 32.50 亿元，较年初小幅增长 1.27%，主要系投资性房地产公允价值变化所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 36.51 亿元，较年初增长 39.35%，主要系公司发行债券所致。其中短期债务和长期债务占比分别为 0.35%和 99.65%，长期债务占比大幅上升，债务仍以长期债务为主。截至 2016 年底，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 53.71%、26.29%和 26.22%，较年初分别上升了 2.89、5.96 和 9.92 个百分点，债务指标上升明显，但公司债务负担仍较轻。

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 102.38 亿元（全部为归属于母公司所有者权益），其中，实收资本占比 1.34%，盈余公积 0.67%，未分配利润占比 97.93%，所有者权益结构较上年底保持稳定。

总体看，公司债务规模上升明显，但债务负担仍较轻；公司所有者权益中未分配利润占比较高，考虑到未分配利润较高部分是由于投资性房地产增值所致，权益稳定性尚可。

### 3. 盈利能力

随着公司业务规模的扩大，公司的营业收入有所上升，2016 年，公司实现营业收入为 9.11 亿元，较上年增长 12.73%。同期，公司营业成本为 1.08 亿元，较上年增长 56.82%，营业收入和成本增长不匹配主要系物业管理业务人工成本大幅上升所致。2016 年，公司实现净利润为 6.32 亿元，较上年下降 33.46%，主要系公司持有的物业公允价值变动损益减少所致。

从期间费用来看，2016 年，公司费用总额为 1.83 亿元，较上年增长 80.31%，主要系财务费用和管理费用增长所致。2016 年，公司财务费用由上年同期的-0.18 亿元增至 0.38 亿元，公司财务费用规模较小主要系部分利息支出资本化及银行存款带来部分利息收入所致；公司管理费用为 1.23 亿元，较上年增长 21.30%，主要系职工薪酬增加所致。2016 年，公司费用收入比由上年的 12.56%上升至 20.09%，公司费用控制能力尚可。

受益于自持物业升值的影响，公司公允价值变动损益规模较大，但是升值速度有所下降，2015~2016 年公司公允价值变动收益分别为 7.63 亿元和 2.89 亿元，公允价值变动损益占营业利润的比例分别为 58.82%和 36.56%，公允价值变动损益对营业利润贡献有所下降。

2016 年，公司实现营业外收入为 0.47 亿元，较上年增加 0.41 亿元，主要系公司处置深圳一栋别墅所致。近两年公司营业外收入占利润总额的比例分别为 0.43%和 5.63%，公司利润总额对营业外收入的依赖程度较低。

从各项盈利指标来看，2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率及净资产收益率分别为 5.03%、4.08%和 6.17%，较上年分别下降了 2.55、2.56 和 3.32 个百分点，公司盈利能力有所下降。

总体看，随着轻纺城租金水平的提高以及凯华国际中心投入运营，公司的收入规模有所上升，但是受公司自持物业升值速度放缓的影响，公司的盈利能力有所下降。未来随着轻纺城租金水平

的提高以及凯华国际中心运营步入正轨，公司收入规模及盈利水平有望得到提升。

#### 4. 现金流

从经营活动情况来看，2016 年，公司经营活动现金流入由上年的 24.66 亿元下降至 7.57 亿元，主要系 2016 年商铺到期面积比上年同期减少，预收租金及服务费用减少所致。同期，公司经营活动现金流出由上年的 4.64 亿元增加至 5.49 亿元，主要系随着公司经营规模的扩大带动各项成本上升所致。受公司经营活动现金流入大幅下降的影响，2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.08 亿元，较上年大幅下降 89.61%。从收入实现质量来看，2015~2016 年，公司现金收入比分别为 293.82%和 78.44%，现金收入比下降主要系 2016 年商铺到期面积比上年同期减少，预收租金及服务费用减少所致。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动产生的现金流入为 16.82 亿元，较上年小幅增长 2.33%；其中，公司收回投资收到的现金为 15.66 亿元，较上年小幅下降 1.79%，主要为公司购买的短期理财产品年内多次到期收回的现金。同期，公司投资活动现金流出为 19.68 亿元，较上年下降 1.54%；其中，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 3.94 亿元，上年同期为 7.84 亿元，主要为凯华国际中心房款及升级改造工程成本支出，另外公司在 2016 年购入位于新港西路的商铺，价值 0.97 亿元；投资支付的现金为 15.74 亿元，较上年增长 39.18%，主要为公司购买理财产品支付的现金。2015~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.55 亿元和-2.86 亿元。

从筹资活动情况来看，2015 年，公司无筹资活动现金流入；2016 年，公司筹资活动现金流入为 38.56 亿元，主要系发行“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”募集资金 20.77 亿元，银行借款收到现金 17.79 亿元所致。2016 年，公司筹资活动现金流出为 33.20 亿元，较上年增长 164.88%，主要系公司当年偿还的债务规模大幅上升所致。2015~2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-12.53 亿元和 5.36 亿元。

总体看，2016 年，受商铺到期面积减少的影响，公司预收的租金及服务费用减少，经营活动现金净流入规模大幅下降，公司整体投资规模不大，短期债务规模较小，短期内对外部资金依赖程度不高。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司发行债券及取得借款，公司的货币资金增加带动流动资产规模上升，同时公司无存货，故公司流动资产规模等于速动资产规模，公司流动比率等于速动比率，2016 年公司流动比率和速动比率均由上年的 0.67 倍上升至 1.05 倍，公司现金短期债务比由上年的 0.91 倍上升至 80.14 倍。整体看，公司短期偿债能力极强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 9.12 亿元，较上年下降 33.21%，主要系利润总额下降所致。2016 年，公司 EBITDA 由折旧（占 3.27%）、摊销（占 0.52%）、计入财务费用的利息支出（占 4.56%）和利润总额（占 91.65%）构成。随着 EBITDA 的下降以及债务规模的上升，2016 年 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别由上年的 6.48 倍和 0.52 倍下降至 5.52 倍和 0.25 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。未来随着轻纺城租金水平的提高以及凯华国际中心项目的运营步入正轨，公司偿债能力有望进一步提升。

截至 2016 年底，公司获得的银行授信额度为 11.25 亿元，已使用的银行授信额度为 7.79 亿元，尚未使用的授信额度为 3.46 亿元。2017 年 4 月 17 日，公司与中国工商银行股份有限公司广东省

分行营业部签署了《全面合作协议》，中国工商银行承诺为公司及下属企业提供总量 200.00 亿元人民币或等值外币的融资支持，公司间接融资渠道通畅。

截至 2016 年底，公司对外担保余额 9.11 亿元，较上年底减少了 4.25 亿元，对外担保均为对轻纺城优质租户的按揭贷款提供的保证担保。截至 2016 年底，公司提供担保的按揭贷款未发生违约情况。

截至 2016 年底，公司无重大诉讼情况。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440105003965402），截至 2017 年 4 月 12 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，未结清、已结清贷款全部为正常类贷款。

总体看，公司对外担保对象均为轻纺城租户，担保代偿风险可控；公司间接融资有待拓宽；2016 年，公司短期偿债能力有所增强，长期偿债能力略有下降但仍处于较好水平，公司整体偿债能力很强。

## 六、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达10.20亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”合计本金（21.00亿元）的0.49倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达102.38亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”合计本金（21.00亿元）的4.88倍，公司较大规模的净资产能够对“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为9.12亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”合计本金（21.00亿元）的0.43倍，公司EBITDA对“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入7.57亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”本金（21.00亿元）的0.36倍，公司经营活动现金流入量对“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司持有较大规模商业物业（轻纺城、凯华国际中心），轻纺城出租率和租金保持较高水平，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，未来随着轻纺城租金水平的提高以及凯华国际中心项目的运营步入正轨，联合评级认为，公司对“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”的偿还能力很强。

## 七、债权保护条款

公司以合法拥有的商业物业所有权为其发行的公司债券的到期兑付提供抵押担保，根据广东中联羊城资产评估有限公司以 2016 年 12 月 31 日为评估基准日出具的《中联羊城评字【2017】第 FLMPY0042 号》资产评估报告，“16 凯华 01”的抵押物评估价值为 15.89 亿元（上次评级时点抵押物评估价值为 15.81 亿元），为“16 凯华 01”本金（7.00 亿元）的 2.27 倍。截至 2016 年底，“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的抵押物评估报告尚在有效期内，未进行跟踪评估。根据公司审计报告披露，截至 2016 年底，公司应付债券抵押物账面价值为 44.68 亿元，则可以得出“16 凯华 02”和“16 凯华 03”抵押物的账面价值为 28.79 亿元，为“16 凯华 02”和“16 凯华 03”合计本金（14.00 亿元）的 2.06 倍，抵押资产对“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的保护程度仍较好。

总体上看，“16 凯华 01”的抵押物价值变动较小，“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的抵押物价值略有下降，但是抵押资产对“16 凯华 02”和“16 凯华 03”保护程度仍较好。

## 八、综合评价

2016 年，公司经营状况保持稳定，营业收入规模有所上升，营业利润率仍处于较高水平；凯华国际中心正式投入运营，公司的经营规模进一步扩大；短期内公司偿债压力较小。同时，联合评级也关注到公司业务形式较为单一；2016 年珠江新城 CBD 写字楼落成量较大，短期内凯华国际中心项目可能面临较大的竞争压力；经营活动净流入规模大幅下降等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城租金价格的上涨以及凯华国际中心运营逐渐步入正轨，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。

公司以持有的商业物业所有权为本期债券提供抵押担保，截至 2016 年底，抵押资产对“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的保护程度仍较好。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 广州凯华城房地产开发有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2015 年    | 2016 年   |
|------------------|-----------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 208.80    | 221.17   |
| 所有者权益（亿元）        | 102.68    | 102.38   |
| 短期债务（亿元）         | 6.20      | 0.13     |
| 长期债务（亿元）         | 20.00     | 36.39    |
| 全部债务（亿元）         | 26.20     | 36.51    |
| 营业收入（亿元）         | 8.08      | 9.11     |
| 净利润（亿元）          | 9.51      | 6.32     |
| EBITDA（亿元）       | 13.66     | 9.12     |
| 经营性净现金流（亿元）      | 20.02     | 2.08     |
| 应收账款周转次数(次)      | 10,343.43 | 1,528.67 |
| 存货周转次数（次）        | --        | --       |
| 总资产周转次数（次）       | 0.04      | 0.04     |
| 现金收入比率（%）        | 293.82    | 78.44    |
| 总资本收益率（%）        | 7.58      | 5.03     |
| 总资产报酬率（%）        | 6.64      | 4.08     |
| 净资产收益率（%）        | 9.49      | 6.17     |
| 营业利润率（%）         | 76.54     | 74.35    |
| 费用收入比（%）         | 12.56     | 20.09    |
| 资产负债率（%）         | 50.82     | 53.71    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 20.33     | 26.29    |
| 长期债务资本化比率（%）     | 16.30     | 26.22    |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 6.48      | 5.52     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.52      | 0.25     |
| 流动比率（倍）          | 0.67      | 1.05     |
| 速动比率（倍）          | 0.67      | 1.05     |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.91      | 80.14    |
| 经营现金流流动负债比率（%）   | 133.89    | 15.48    |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.65      | 0.43     |

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 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)^(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]                                                                   |
| 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              |                                                                                                |
| 总资产收益率            | (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 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。