

跟踪评级公告

联合[2018]1373 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“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”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”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十六日

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>

凯华地产（中国）集团有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

评级展望：稳定

上次评级结果：AA

评级展望：稳定

债项信用等级：

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 凯华 01	7 亿元	5 年	AA+	AA+	2017/6/26
16 凯华 02	10 亿元	5 年	AA+	AA+	2017/6/26
16 凯华 03	4 亿元	5 年	AA+	AA+	2017/6/26

担保方式：抵押物担保

抵押物：商业物业所有权

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	221.17	225.06	225.97
所有者权益（亿元）	102.38	106.77	107.70
长期债务（亿元）	36.39	38.42	38.26
全部债务（亿元）	36.51	38.74	38.70
营业收入（亿元）	9.11	10.36	2.65
净利润（亿元）	6.32	4.45	0.93
EBITDA（亿元）	9.12	8.01	--
经营性净现金流（亿元）	2.08	5.84	0.89
营业利润率（%）	74.35	72.67	78.91
净资产收益率（%）	6.17	4.25	--
资产负债率（%）	53.71	52.56	52.34
全部债务资本化比率（%）	26.29	26.63	26.43
流动比率（倍）	1.05	1.15	0.76
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.52	4.83	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.38	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

2017 年，凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）经营状况持续向好，营业收入规模有所上升，营业利润率仍处于较高水平；轻纺城经营状况保持良好，凯华国际中心出租率、平均租金和租金收入等均全面大幅提升，该项目运营状况持续改善；公司债务负担轻，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”）也关注到公司业务模式较为单一；短期内凯华国际中心项目可能面临一定的租金提升压力；公允价值变动收益对营业利润有一定影响；所有者权益稳定性弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城运营的逐渐成熟以及凯华国际中心的持续运营，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“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”提供抵押担保，截至 2017 年底，抵押资产对“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

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. 2017 年，公司经营状况持续向好，营业收入规模有所增长，营业利润率仍处于较高水平。

2. 2017 年，轻纺城出租率维持在较高水平，平均租金与租金收入规模均有所增长，轻纺城经营状况保持良好；随着凯华国际中心的持续运营，其出租率、平均租金和租金收入等均全面大幅提升，该项目运营状况持续改善。

3. 公司整体投资规模不大，债务规模较

小，且以长期债务为主，公司债务负担较轻，经营活动现金流持续净流入。

4. 截至 2017 年底，“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”抵押物价值对其自身待偿本金的覆盖倍数超过 2 倍，对债券的保护程度仍较好。

关注

1. 公司的业务模式较为单一，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. 2017 年，珠江新城 CBD 写字楼落成量较去年大幅回落，受 2016 年珠江新城 CBD 写字楼落成量较大影响，短期内凯华国际中心项目可能面临一定的租金提升压力。

3. 公司公允价值变动收益对营业利润影响较大；受公司自持物业升值速度放缓和财务费用增加的影响，公司净利润规模有所下降，整体盈利能力有所减弱。

4. 公司于 2019 年面临一定的债券回售压力；公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@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。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 2018 年 3 月底，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。

截至 2018 年 3 月底，公司经营范围与组织架构较上年无变化；纳入合并范围子公司共计 7 家，拥有在职员工合计 518 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 225.06 亿元，负债合计 118.29 亿元，所有者权益合计 106.77 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业收入 10.36 亿元，净利润 4.45 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 5.84 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -4.99 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 225.97 亿元，负债合计 118.27 亿元，所有者权益合计 107.70 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.65 亿元，净利润 0.93 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 0.89 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.76 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区金纺路 2 号 F7001 号商铺；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；“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；“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。

根据公司年报披露，截至 2017 年底，“16 凯华 01”募集资金共使用了 7.00 亿元，其中偿还银行贷款本金 0.63 亿元，补充营运资金 6.37 亿元；“16 凯华 02”和“16 凯华 03”募集资金共使用了 14.00 亿元，其中偿还银行贷款本金 12.04 亿元，补充营运资金 1.96 亿元，募集资金均按照约定用途使用。

公司于 2017 年 7 月 14 日支付“16 凯华 01”自 2016 年 7 月 22 日至 2017 年 7 月 21 日期间的利息 2,800 万元；于 2017 年 10 月 11 日支付“16 凯华 02”自 2016 年 10 月 14 日至 2017 年 10 月 13 日期间的利息 3,500 万元；于 2017 年 10 月 11 日支付“16 凯华 03”自 2016 年 10 月 14 日至 2017 年 10 月 13 日期间的利息 1,636 万元。

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。

1. 行业概况

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

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

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

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

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

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

2. 市场供需情况

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

总体看，2017年供过于求的局面开始扭转，租金水平基本进入平稳阶段。

3. 竞争格局

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

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

表 1 2017 年中国房地产企业商业物业价值 Top10

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

资料来源：亿翰智库

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

4. 行业关注

（1）行业竞争激烈，集中度上升

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

（2）投资回报期长，现金回笼慢

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

5. 行业发展

（1）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

（2）行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产

相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

四、管理分析

2017年，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括物业租赁及服务、物业管理及其他两个板块，持有广州国际轻纺城和凯华国际中心两大核心物业。2017年，公司实现营业收入10.36亿元，同比增长13.75%，主要系公司物业租赁及服务收入增加所致；公司实现净利润4.45亿元，同比下降29.70%，主要系凯华国际中心正式交付并投入使用以来，公司停止利息资本化，从而导致费用化的利息支出增加而使财务费用增加，以及投资性房地产公允价值变动收益减少所致。公司营业收入全部来源于主营业务。

从收入的构成来看，2017年，公司物业租赁及服务及物业管理及其他占营业收入的比重变化很小。2017年，随着超甲级办公楼凯华国际中心出租率和租金水平的提升，以及广州国际轻纺城商铺租金价格的增长，公司实现物业租赁及服务收入为9.02亿元，同比增长15.05%；公司实现物业管理及其他收入为1.34亿元，同比增长6.35%，主要系公司停车场单价上调，以及营改增导致的账务差异所致。

表2 2016~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年度			2017年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
物业租赁及服务	7.84	86.11	96.16	9.02	87.09	96.27
物业管理及其他	1.26	13.89	38.75	1.34	12.91	37.40
合计	9.11	100.00	88.19	10.36	100.00	88.67

资料来源：公司提供，联合评级整理。

毛利率方面，2017年，公司物业租赁及服务业务毛利率为96.27%，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，无需摊销折旧费用所致；公司物业管理及其他业务毛利率为37.40%，较上年下降1.35个百分点；公司营业收入综合毛利率为88.67%，较上年增加0.48个百分点，变化很小。

2018年1~3月，公司实现营业收入2.65亿元；实现净利润0.93亿元。

总体看，随着超甲级办公楼凯华国际中心出租率和租金水平的提升，以及广州国际轻纺城商铺租金价格的增长，公司营业收入规模有所增长；毛利率维持在较高的水平。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

（1）广州国际轻纺城物业经营

广州国际轻纺城是国内一站式服饰面料、辅料综合采购平台，拥有国内最大的服饰辅料专业

市场，是全国规模最大、经营品种繁多的纺织品集散中心之一，纺织品行业景气度对公司经营状况有较大影响。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 81.09%、12.54%和 6.37%。

表 3 2016~2017 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	2016 年			2017 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	82.68	93	515	91.69	87	535
CDEF6 层	成长区	99.70	40	906	99.80	45	1,001
CDEF5 层		97.12	45	967	99.00	46	1,019
CDEF4 层	半成熟区	99.63	302	7,261	100.00	298	7,180
CDEF3 层		97.21	455	10,810	98.00	297	7,118
CDEF2 层		98.01	634	15,421	99.63	502	12,414
CDEF1 层	成熟区	100.00	839	18,955	100.00	1,218	27,512
CDEF 负 1 层		98.94	425	15,139	99.10	436	15,538
AB2 层	成长区	87.36	42	396	84.42	68	622
AB1 层	成熟区	95.41	648	6,458	100.00	655	6,841
轻纺城总体		97.38	385	76,827	98.32	396	79,781

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。2017 年，轻纺城出租均价上涨到 396 元/平方米/月，较上年增长 2.86%；轻纺城出租率为 98.32%，与上年基本持平；轻纺城收入为 7.98 亿元，较上年增长 3.85%，变化不大。

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，入驻前商户用自有资金缴付 40%首期款，然后向银行申请 60%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。从 2006 年至 2017 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 2017 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 4 2016~2017 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			
		一次性支付比重		分期支付比重	
		2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
成熟区	AB1 层	64.34	62.29	35.66	37.71
	CDEF 负 1 层	75.86	74.14	24.14	25.86
	CDEF1 层	76.71	76.47	23.29	23.53
半成熟区	CDEF2 层	41.38	42.70	58.62	57.30
	CDEF3 层	26.10	25.93	73.90	74.07

	CDEF4 层	69.70	71.60	30.30	28.40
成长区	AB2 层	98.15	98.09	1.85	1.91
	CDEF5 层	5.95	13.75	94.05	86.25
	CDEF6 层	66.67	7.14	33.33	92.86
综合区	CDEF7 层	5.56	5.00	94.44	95.00

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 2017 年底，公司在执行合同中，受招商政策调整影响，对当年到期合同续租时，签订 3 年期租约的租户比例提高；具体看，3 年以内（含）合同期的商铺占比为 24.65%，较上年底增加 8.67 个百分点；3~6 年以内（含）合同期的商铺占比为 16.47%，较上年底减少 3.24 个百分点；6~12 年以内（含）合同期的商铺占比为 51.31%，较上年底减少 5.13 个百分点；12 年以上合同期的商铺占比为 7.57%，较上年底变化很小。

表 5 公司 2016~2017 年底在执行合同租赁期限情况（单位：%）

租赁期限	占比	
	2016 年	2017 年
3 年以内（含 3 年）	15.98	24.65
3~6 年（含 6 年）	19.71	16.47
6~12 年（含 12 年）	56.44	51.31
12 年以上	7.87	7.57
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促推广业务和电子信息增值业务。

贸促推广业务方面，贸促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，上述各类贸促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；在贸促服务签约期限方面，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。

2017 年，公司贸促推广业务实现收入 1.00 亿元，较上年同期增长 13.67%，主要系公司引入较多的新型实力商户，此类商户在贸促推广业务方面投入加大所致；电子信息增值业务实现收入

0.51 亿元，较上年同期下降 11.15%，主要系随着面料行业实体店铺的优势凸显，2017 年新签约电子信息增值服务的合同数较 2016 年有所下降所致。

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。2017 年，公司实现物业管理费收入为 1.34 亿元，较上年增长 0.08 亿元。

总体看，轻纺城作为公司主要的业务收入来源，2017 年的整体经营情况较上年有所改善。

(2) 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，2016 年广州甲级写字楼新增供应量为历年来新高，其中有超过 70% 集中于珠江新城，进入 2017 年之后，入市的写字楼数量明显减少。近几年来，珠江新城 CBD 中轴线新增办公楼物业有周大福 K11 项目、侨鑫国际金融中心、天盈广场·东塔和环球都会广场项目等，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，短期内凯华国际中心项目可能面临一定的租金提升压力。

凯华国际中心于 2016 年 1 月开始预租，于 2016 年 11 月开业，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，随着凯华国际中心项目的持续运营，2017 年，凯华国际中心项目出租率、平均租金和租金收入等均全面大幅提升，该项目运营状况持续改善；具体看，截至 2017 年底，公司实际出租面积为 7.23 万平方米，出租率为 67.36%；2017 年平均租金为 165.10 元/平方米/月，平均租赁期限为 4.78 年，全年签约金额 6.77 亿元，确认收入金额为 0.90 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金融业包括中国长城资产、美国银行、民生银行、渣打银行、南洋银行、江苏银行、VISA、平安财险、三井住友保险、东兴证券等；领事馆包括法国领事馆、阿联酋领事馆、沙特领事馆；高端服务业包括盈科、广东广悦律师事务所等。

表 6 2016~2017 年凯华国际中心出租情况（单位：平方米、%、万元、元/平方米/月）

项目名称	年份	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	确认收入
凯华国际中心	2016 年	112,591.57	35,110.29	31.00	28,167.09	142.00	4.20	1,466.56
	2017 年	107,293.42	72,275.20	67.36	67,702.72	165.10	4.78	9,017.11

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，随着凯华国际中心的持续运营，其出租率、平均租金和租金收入等均全面大幅提升，该项目运营状况持续改善；2017 年，珠江新城 CBD 写字楼落成量较去年大幅回落，受 2016 年珠江新城 CBD 写字楼落成量较大影响，短期内凯华国际中心项目可能面临一定的租金提升压力。

3. 公司在建项目

截至 2017 年底，公司在建和拟建项目计划投资总额为 9.32 亿元，已完成投资额 6.93 亿元，尚需投资 2.39 亿元，拟投资额规模较小，公司短期内资金压力不大。

表 7 截至 2017 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 2017 年底累计投资	2018 年预计支出	2019~2020 年预计支出
凯华国际中心升级改造	80,320	2015 年 4 月	2020 年 5 月	68,320	10,000	2,000
广州国际轻纺城整体升级改造	6,360	2017 年 10 月	2019 年 12 月	760	3,100	2,500
拟建项目						
凯华国际集团总部办公室	6,500	2018 年 9 月	2019 年 4 月	248	3,900	2,352
合计	93,180	--	--	69,328	17,000	6,852

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。

4. 自持物业

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 2017 年底，公司自持物业资产评估价值为 206.30 亿元，较上年底增长 7.79%，主要系凯华国际中心评估增值所致。

表 8 2016~2017 年底公司主要自持物业评估情况（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	
		2016 年	2017 年	2016 年	2017 年
广州国际轻纺城	19.31	132.99	134.05	6.89	6.94
凯华国际中心	10.4/9.50(不含车位)	57.44	71.26	6.04	6.85
公允价值变动收益	--	2.89	1.29	--	--

资料来源：公司提供；

注：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 2016 年评估的物业面积为 9.50 万平米。2017 年凯华国际中心评估范围包括负一、负二、负四层车位，共 513 个，按个数评估，不计入评估面积。

总体看，公司自持物业地理位置良好，有较大的增值空间。

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) 2017 年，珠江新城 CBD 写字楼落成量较去年大幅回落，受 2016 年珠江新城 CBD 写字楼落成量较大影响，短期内凯华国际中心项目可能面临一定的租金提升压力。

6. 未来发展

公司将主营业务定位为持有高端商业物业，通过经营以获取长期且可以持续增长的租金收入。公司在未来继续秉承“寻找黄金位置、打造行业标杆项目”的发展理念，专注于深耕持有型物业，坚守低杠杆率运营，将每项核心物业打造成所在行业的标杆，务实稳健地提升自持物业的商业价值。

对于广州国际轻纺城物业，公司将通过商铺租赁、市场营运和物业管理三大核心业务板块塑造行业典范。对于凯华国际中心物业，扎根于公司对商业地产行业的经验优势，基于物业本身的地理位置优势，结合超甲级写字楼的综合配置，在明晰的租金策略下，在合同第一阶段完成吸纳

目标优质客户的战略目标，在合同第二阶段继续锁定优质客户续租及树立超甲级写字楼品牌。并继续与国际知名物业管理公司合作，按照国际化标准进行对物业进行全面管理，持续地提升物业价值，以期在未来十年内将其打造成为新的广州高端写字楼标杆。未来，公司仍将以“核心城市、成熟商圈、黄金地段，三者缺一不可”的原则继续在核心城市、核心区域、核心位置寻找投资项目。

总体看，公司战略思路清晰，有利于公司稳健发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 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》、各项具体会计准则及相关规定，以及 2017 年最新会计准则编制。2017 年公司合并报表范围无变化，2017 年会计政策变更对财务数据影响小，整体看，公司财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额225.06亿元，负债合计118.29亿元，所有者权益合计106.77亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017年，公司实现营业收入10.36亿元，净利润4.45亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额5.84亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.99亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额225.97亿元，负债合计118.27亿元，所有者权益合计107.70亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年1~3月，公司实现营业收入2.65亿元，净利润0.93亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额0.89亿元，现金及现金等价物净增加额为0.76亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 225.06 亿元，较年初增长 1.76%，变化不大；其中，流动资产占 5.49%，非流动资产占 94.51%，资产结构较上年底基本保持稳定，仍以非流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产为 12.36 亿元，较年初下降 12.68%，主要系货币资金减少所致；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 42.15%和 57.33%。

截至 2017 年底，公司货币资金为 5.21 亿元，较年初下降 48.92%，主要系公司支付了凯华国际中心工程尾款及契税以及年末以自有资金购买理财所致；公司货币资金以银行存款为主，占 99.57%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 7.09 亿元，较年初增长 83.55%，主要系公司购买理财所致。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 212.70 亿元，较年初增长 2.75%；公司非流动资产构成变化不大，以投资性房地产为主，占比为 96.99%。截至 2017 年底，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，公司投资性房地产账面价值为 206.30 亿元，较年初增长 7.79%，主要系凯华国际中心全部交付所致；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；公司账面价值 25.57 亿元的投资性房地产作为长期借款的抵押物，账面价值为 44.43 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 33.93%，受限比例较高。

截至 2017 年底，公司资产中账面价值为 70 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，占总资产的比例为 31.10%，资产受限比例较高。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 225.97 亿元，较年初增长 0.40%；其中，公司流动资产占比 3.67%，非流动资产占比 96.33%，构成较年初变动不大。

总体看，公司资产规模变动不大，流动资产规模较小，以投资性房地产为主的非流动资产占比仍较大。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。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 118.29 亿元，较年初变化很小；其中流动负债占 9.08%，非流动负债占 90.92%，非流动负债占比略有上升，公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债为 10.74 亿元，较年初下降 20.12%，主要系应付股利减少所致；公司流动负债以应付账款（占 5.43%）、预收账款（占 77.09%）和应交税费（占 7.05%）为主。截至 2017 年底，公司应付账款为 0.58 亿元，较年初下降 42.09%，主要系当年支付了上年末预提的凯华国际中心项目应付工程进度款所致；公司预收账款为 8.28 亿元，较年初增长 6.67%，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 0.76 亿元，较年初增长 9.95%，主要系应交房产税和增值税增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 107.56 亿元，较年初增长 2.11%；非流动负债主要由长期借款（占 16.32%）、应付债券（占 19.40%）、递延收益（占 31.39%）和递延所得税负债（占 31.12%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 17.56 亿元，较年初增长 12.58%；公司长期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 9 截至 2017 年底公司长期借款期限结构（单位：年、亿元）

年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	合计
还本金额	2.01	2.29	2.81	2.81	2.85	1.63	1.01	0.57	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	0.26	17.56

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司应付债券为 20.86 亿元，为公司于 2016 年发行的“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”，若投资者全部行使回售权，公司债券将于 2019 年到期 17.00 亿元，于 2021 年到期 4.00 亿元；公司于 2019 年面临一定的债券回售压力。

截至 2017 年底，公司递延收益（主要为轻纺城租户缴纳的预付租金及服务费用）为 33.76 亿元，较年初下降 3.37%。公司递延所得税负债为 33.47 亿元，较年初小幅增长 2.99%，主要系投资性房地产公允价值变动影响所致。

截至 2017 年底，公司全部债务 38.74 亿元，较年初增长 6.11%，主要系公司长期借款增加所致；其中短期债务和长期债务占比分别为 0.85%和 99.15%，债务结构基本无变化，仍以长期债务为主。截至 2017 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 52.56%、26.63%和 26.46%，较年初分别减少 1.15 个百分点、增加 0.34 个百分点和增加 0.24 个百分点，债务指标基本无变化，公司债务负担仍较轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 118.27 亿元，较年初小幅下降 0.02%；负债结构较年初变动很小。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 38.70 亿元，较年初基本无变化；其中短期债务 0.44 亿元（占 1.14%）、长期债务 38.26 亿元（占 98.86%），仍以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资

本化比率和长期债务资本化比率分别为52.34%、26.43%和26.21%，较年初基本无变化。

总体看，2017年，公司负债规模变化很小，仍以非流动负债为主；债务以长期借款和应付债券为主，债务结构处于较好水平，但公司于2019年面临一定的债券回售压力；公司债务规模较年初变化很小，债务负担较轻。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计106.77亿元，较年初增长4.28%，主要系未分配利润增长所致；公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中，实收资本占1.28%，盈余公积占0.64%，未分配利润占98.08%。公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性弱。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计107.70亿元，与年初基本持平，全部为归属于母公司所有者权益，所有者权益构成较年初变化很小。

总体看，随着未分配利润的增加，公司所有者权益权益规模小幅增长；公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入10.36亿元，同比增长13.75%，主要系公司物业租赁及服务收入增加所致；2017年，公司实现营业利润5.87亿元，同比下降28.89%，主要系财务费用增加，以及投资性房地产公允价值变动收益减少所致；公司实现净利润4.45亿元，同比下降29.70%，与营业利润变动趋势一致。

期间费用方面，2017年，公司期间费用合计3.25亿元，较年初增长77.54%，主要系财务费用增长所致；其中，销售费用、管理费用、财务费用分别占7.17%、44.14%和48.69%。2017年，公司销售费用0.23亿元，同比增长4.30%；公司管理费用1.43亿元，同比增长17.03%，主要系职工薪酬、折旧费和摊销费增加所致；公司财务费用1.58亿元，同比增长3.15倍，主要系是凯华国际中心正式交付并投入使用以来，公司停止利息资本化，从而导致费用化的利息支出增加所致。2017年，随着费用化的利息支出增加，公司费用收入比由20.09%提升至31.36%，费用控制能力一般。

从利润构成来看，2017年，公司实现投资收益0.19亿元，同比增加0.11亿元，主要系理财产品收益增加所致；公允价值变动收益为1.29亿元，同比下降55.42%，主要系投资性房地产公允价值变动收益减少所致。2017年，公司投资收益和公允价值变动收益占营业利润的比重分别为3.21%和21.98%，公司投资收益对营业利润影响不大，公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

从盈利指标来看，2017年公司营业利润率为72.67%，较年初变化不大；随着公司利润规模的减少、债务和所有者权益规模的增长，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.28%、3.38%和4.25%，各项指标与上年相比分别减少0.75个百分点、0.70个百分点和1.92个百分点，公司盈利能力有所下降。

2018年1~3月，公司实现营业收入2.65亿元；实现净利润0.93亿元。

总体看，2017年，公司营业收入增长，但受公司自持物业升值速度放缓和费用化的利息支出增加的影响，净利润规模有所下降，公司整体盈利能力有所减弱；公司公允价值变动收益对营业利润有一定影响。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2017年，公司经营活动现金流入由上年的7.57亿元增加至10.56亿元，主要系商铺到期需续约的面积增加，相应的商铺预收租金及服务费增加所致；同期，公司经营活

动现金流出由上年的 5.49 亿元下降至 4.71 亿元，主要系支付的各项经营税费减少所致。综合以上因素，2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 5.84 亿元，同比增加 3.76 亿元。从收入实现质量来看，2017 年，公司现金收入比由 2016 年的 78.44% 提升至 95.52%，主要系当年商铺到期面积比上年同期增加，预收租金及服务费用增加所致，公司收入实现质量尚可。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动产生的现金流入为 22.47 亿元，同比增长 33.57%，主要系收回投资理财产品的现金增加所致；同期，公司投资活动现金流出为 30.70 亿元，同比增长 55.95%，主要系公司支付了凯华国际中心房款尾款、契税等所致；综合以上因素，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -8.23 亿元，上年同期为 -2.86 亿元。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流入为 4.21 亿元，同比减少 34.35 亿元，主要系 2016 年公司发行债券并收到募集资金，2017 年公司未发行债券，以及 2017 年公司取得借款收到的现金减少所致；公司筹资活动现金流出为 6.82 亿元，同比减少 26.38 亿元，主要系偿还债务支付的现金大幅减少所致。综合以上因素，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -2.61 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.89 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -0.29 亿元，公司筹资活动产生的现金流量净额为 0.16 亿元。

总体看，2017 年，受商铺到期面积增加的影响，公司预收的租金及服务费用增加，经营活动现金净流入规模有所扩大，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。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率由年初的 1.05 倍上升至 1.15 倍，速动比率由年初的 1.05 倍上升至 1.15 倍，主要系 2017 年末预收了大量一年以上的租金及服务费用所致。2017 年，公司经营现金流动负债比率为 54.42%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较弱；公司现金短期债务比为 15.92 倍，较上年的 80.14 倍大幅下降，现金类资产对短期债务保护程度仍处于高水平。整体看，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 8.01 亿元，同比下降 12.24%，主要系利润总额下降所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 73.60%）和计入财务费用的利息支出（占 20.53%）构成；EBITDA 利息倍数为 4.83 倍，较上年的 5.52 倍有所下降，EBITDA 对利息的保障能力尚可；公司 EBITDA 全部债务比为 0.21 倍，较上年的 0.25 倍微幅下降，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司已获银行授信额度 77.58 亿元，尚有 58.68 亿元额度未使用，公司间接融资渠道通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项；公司对外担保余额为 5.33 亿元，占公司所有者权益的比例为 4.95%，全部为对轻纺城租户提供的担保，被担保方资信情况良好，公司待偿风险不大。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440105003965402），截至 2018 年 5 月 31 日，公司已结清业务中，因银行系统原因，存在 2 笔欠息，金额合计 75.98 万元，均已于应还本付息次日结清；公司未结清及已结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，2017 年，公司短期偿债能力仍较强，EBITDA 对债务的覆盖程度尚可。考虑到公司

运营的广州国际轻纺城和凯华国际中心可租面积较大，租金收入持续提升且规模较大，整体看，公司偿债能力很强。

七、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达5.98亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（21.00亿元）的0.28倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达107.70亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（21.00亿元）的5.13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，2017年，公司EBITDA为8.01亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（21.00亿元）的0.38倍，公司EBITDA对“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入10.56亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”待偿本金（21.00亿元）的0.50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持续运营，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升，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。

八、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，根据公司提供的2017年年度报告，“16凯华01”的抵押资产在评估基准日2017年12月31日的跟踪评估价值为16.04亿元（上次评级时点抵押物评估价值为15.89亿元），为“16凯华01”待偿本金（7.00亿元）的2.29倍。根据公司审计报告披露，截至2017年底，公司应付债券抵押物账面价值为44.43亿元，则可以得出“16凯华02”和“16凯华03”抵押物的账面价值为28.39亿元（上次评级时点抵押物评估价值为28.79亿元），为“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（14.00亿元）的2.03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”、“16凯华02”和“16凯华03”的抵押物价值变动较小，抵押资产对“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

九、综合评价

2017年，公司经营状况持续持续向好，营业收入规模有所上升，营业利润率仍处于较高水平；轻纺城经营状况保持良好，凯华国际中心出租率、平均租金和租金收入等均全面大幅提升，该项目运营状况持续改善；公司债务负担轻，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模式较为单一；短期内凯华国际中心项目可能面临一定的租金提升压力；公允价值变动收益对营业利润有一定影响；所有者权益稳定性弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城运营的逐渐成熟以及凯华国际中心的持续运营，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“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”提供抵押担保，截至 2017 年底，抵押资产对“16 凯华 01”、“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	221.17	225.06	225.97
所有者权益（亿元）	102.38	106.77	107.70
短期债务（亿元）	0.13	0.33	0.44
长期债务（亿元）	36.39	38.42	38.26
全部债务（亿元）	36.51	38.74	38.70
营业收入（亿元）	9.11	10.36	2.65
净利润（亿元）	6.32	4.45	0.93
EBITDA（亿元）	9.12	8.01	--
经营性净现金流（亿元）	2.08	5.84	0.89
流动资产周转次数（次）	0.76	0.78	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	--
现金收入比率（%）	78.44	95.52	90.74
总资本收益率（%）	5.03	4.28	--
总资产报酬率（%）	4.08	3.38	--
净资产收益率（%）	6.17	4.25	--
营业利润率（%）	74.35	72.67	78.91
费用收入比（%）	20.09	31.36	32.98
资产负债率（%）	53.71	52.56	52.34
全部债务资本化比率（%）	26.29	26.63	26.43
长期债务资本化比率（%）	26.22	26.46	26.21
EBITDA 利息倍数（倍）	5.52	4.83	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.21	--
流动比率（倍）	1.05	1.15	0.76
速动比率（倍）	1.05	1.15	0.76
现金短期债务比（倍）	80.14	15.92	13.58
经营现金流负债比率（%）	15.48	54.42	8.12
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.38	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
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。