

跟踪评级公告

联合〔2019〕1019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：

二〇一九年六月十一日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级：

债券简称	债券规模	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+	2018/6/26
16 凯华 02	10 亿元	5 (3+2) 年	AA+	AA+	2018/6/26
16 凯华 03	4 亿元	5 年	AA+	AA+	2018/6/26

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：2019 年 6 月 11 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	221.17	225.06	234.88	239.05
所有者权益（亿元）	102.38	106.77	107.10	108.15
长期债务（亿元）	36.39	38.42	22.48	22.79
全部债务（亿元）	36.51	38.74	41.59	42.17
营业收入（亿元）	9.11	10.36	11.73	2.99
净利润（亿元）	6.32	4.45	5.83	1.05
EBITDA（亿元）	9.12	8.01	10.19	--
经营性净现金流（亿元）	2.08	5.84	12.81	3.91
营业利润率（%）	74.35	72.67	76.96	77.54
净资产收益率（%）	6.17	4.25	5.45	--
资产负债率（%）	53.71	52.56	54.40	54.76
全部债务资本化比率（%）	26.29	26.63	27.97	28.05
流动比率（倍）	1.05	1.15	0.49	0.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.21	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.52	4.83	5.68	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.38	0.49	--

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、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

2018 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，自持物业区域位置优良；轻纺城经营状况保持良好，凯华国际中心出租率和租金收入持续提升；营业收入规模持续上升，营业利润率仍处于较高水平，经营现金流情况较好；公司债务负担轻，间接融资渠道通畅。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，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，资产受限比例高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城运营趋于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仍有一定提升空间。

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 2018 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. 2018 年，公司经营状况持续向好，轻纺城出租率维持在较高水平，租金收入规模持续增长；凯华国际中心项目在出租率、平均租金和租金收入等方面均有显著提升。

2. 2018 年，公司营业收入规模持续增长，营业利润率仍处于较高水平，经营活动现金流净流入规模持续扩大。

3. 公司债务负担轻，间接融资渠道通畅。

4. 截至 2018 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到纺织行业景气度影响。

2. 公司受限资产比例高，公允价值变动收益对营业利润存在一定影响；所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱；公司于 2019 年面临一定的债券回售压力。

分析师

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

王彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@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：



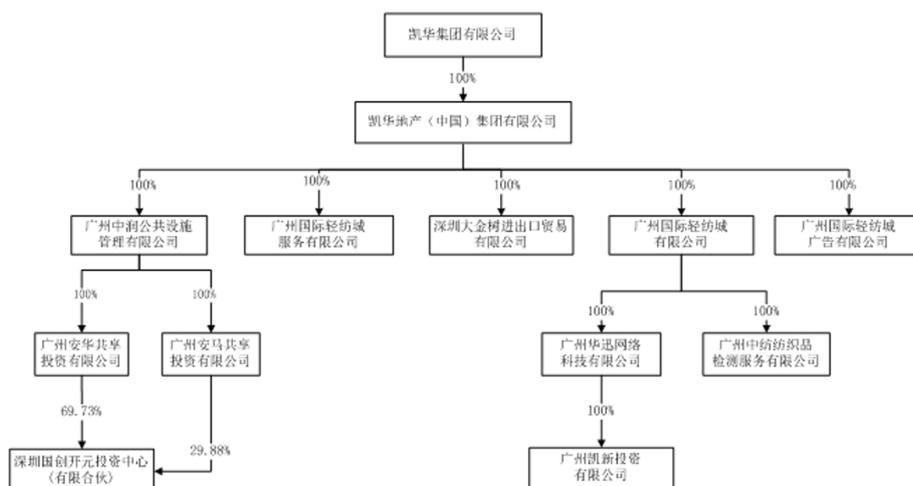
联合信用评级有限公司

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，公司注册资本增加至1.37亿元。2016年，公司更为现名。

截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为1.37亿元人民币，控股股东为凯华集团有限公司，持股比例为100.00%。公司实际控制人为Ho Mei女士。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019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11家，拥有在职员工合计492人。

截至2018年底，公司合并资产总额234.88亿元，负债合计127.78亿元，所有者权益合计107.10亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018年，公司实现营业收入11.73亿元，净利润5.83亿元，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12.81亿元，现金及现金等价物净增加额为8.52亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额239.05亿元，负债合计130.90亿元，所有者权益合计108.15亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019年1~3月，公司实现营业收入2.99亿元，净利润1.05亿元，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3.91亿元，现金及现金等价物净增加额为0.29亿元。

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 2018 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 2018 年 7 月 12 日支付“16 凯华 01”自 2017 年 7 月 22 日至 2018 年 7 月 21 日期间的利息 2,800 万元；于 2018 年 10 月 10 日支付“16 凯华 02”自 2017 年 10 月 14 日至 2018 年 10 月 13 日期间的利息 3,500 万元；于 2018 年 10 月 10 日支付“16 凯华 03”自 2017 年 10 月 14 日至 2018 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

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。

2018 年，商业不动产变革压力愈发迫切。全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较 2017 年均出现下降，其中，2018 年商业营业用房投资完成额为 1.42 亿元，同比下降 9.40%；写字楼开发投资完成额 5,996.33 亿元，同比下降 11.30%。

从商业地产供求情况看，2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，比上年下降 11.1%。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，商业地产销售面积及销售额大幅下降，其中，全国商业地产销售额为 19,625.45 亿元，同比下降 0.35%；销售面积为 16,334.65 万平方米，同比下降 7.16%，为历年最大下滑水平，整体表现回落，供应过剩压力仍存。

商业地产出租方面，一线城市零售物业空置率较低，总体呈波动下降趋势，2018 年 9 月末深圳优质零售物业空置率仅为 3.90%，北京、上海空置率为 5.10%，广州空置率为 7.90%。二线城市零售物业空置率存在差异，其中宁波、杭州、南京、武汉、青岛空置率较低，2018 年 9 月均低于 5.00%；天津、重庆、沈阳空置率较高，2018 年 9 月末均在 11.00% 左右。

总体看，由于商业地产与经济增速紧密关联，行业发展较快且波动较大；2018 年随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓；去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大。

2. 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 2018 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 2018 年中国房地产企业商业物业价值 Top10 排行榜（单位：亿元）

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

资料来源：亿翰智库

总体看，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。

3. 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shoppingmall、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。

4. 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。

总体看，未来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。

5. 广州房地产市场发展概况

2018年，广州市实现地区生产总值22,859.35亿元，按可比价格计算，比上年增长6.2%。其中，第一产业增加值223.44亿元，第二产业增加值6,234.07亿元，第三产业增加值16,401.84亿元，同比分别增长2.5%、5.4%和6.6%。2018年，广州市三次产业比重由上年的1.03:27.95:71.02调整为0.98:27.27:71.75，第三产业比重同比提高0.73个百分点，产业结构不断优化。

工业生产方面，2018年，广州市规模以上工业增加值增长5.5%。三大支柱产业产值增长4.0%，其中汽车制造业增长6.1%；电子产品制造业逐渐回暖，累计增速在2018年三季度后逐月提升，全年增长2.8%；石油化工制造业下降0.2%。先进制造业中，电气机械、医药制造业产值分别增长9.2%和8.1%。部分传统行业增势较好，有色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业、家具制造业产值分别增长25.8%、17.9%和9.8%。整体看，广州市工业生产平稳增长。

固定资产投资方面，2018年，广州市完成固定资产投资5,938.40亿元，增长8.2%，同比加快2.5个百分点。其中，建设改造项目投资3,236.47亿元，增长16.2%，同比加快11.1个百分点。在富士康、乐金OLED等重点项目支撑下，工业投资高位运行，增长53.8%，占广州市固定资产投资总额的比重为16.0%，同比提升3.6个百分点。其中制造业投资增长65.6%，高技术制造业投资增长1.5倍。大项目引领作用显著，完成投资超50亿元的项目共11个，合计完成投资1,207.70亿元，增长1.2倍。

从房地产行业发展情况来看，2018年，广州市房地产开发业完成投资2701.93亿元，与上年持平。按用途分，商品住宅开发投资1,733.76亿元，下降2.0%。其中，90平方米以下住宅投资515.24亿元，下降14.1%；144平方米以上住宅投资246.45亿元，下降31.4%；90~144平方米住宅完成投资972.07亿元，增长19.9%。办公楼完成投资287.49亿元，下降12.9%；商业营业用房完成投资267.78亿元，下降10.3%。写字楼市场方面，2018年，广州市一手写字楼物业新增供应89.72万平方米，同比微幅上升2%；网签面积83.28万平方米，同比上升52%；写字楼成交量达到103.8万平方米，连续三年增长。从成交区域来看，由于广州中心区域写字楼供应相对稀缺，2018年全年写字楼成交主要集中在外围区域（番禺区、黄埔区、南沙区、增城区、从化区、花都区），而中心区域（越秀区、荔湾区、海珠区、天河区、白云区）成交则减幅明显。写字楼租赁市场方面，2018年，受产业结构转型升级以及相关产业政策支持力度加大等因素影响，全年写字楼租赁市场需求强劲，全市空置率同比下降4.3个百分点至4.3%，平均租金同比增长11.2%至人民币每平方米每月190.9元；其中，越秀区空置率同比下降5.0个百分点至1.7%，租金同比上涨6.6%至人民币每平方米每月132.8元；天河区空置率同比下降3.1个百分点至1.8%，租金同比上涨7.1%至人民币每平方米每月176元；珠江新城空置率同比下降4.5个百分点至4.2%，租金同比上涨14.3%至人民币每平方米每月223.6元；琶洲空置率同比下降5.9个百分点至9.1%，租金同比上涨16.4%至人民币每平方米每月147.5元。珠江新城仍是2018年广州写字楼市场大宗租赁最活跃的商务区之一，尤其以近2年新交付使用写字楼为主，包括周大福中心、天盈广场等甲级写字楼，其中不少为新设企业。

总体来看，2018年，广州经济整体上保持了稳定发展态势，工业、商业、投资、营利性服务业等主要领域运行平稳，产业结构不断优化，为房地产市场发展提供了较好的外部环境。未来，随着广州持续推进产业结构转型升级，其写字楼租赁市场仍将有较大需求。

四、管理分析

2018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超甲级办公楼凯华国际中心两大核心物业。2018年，公司实现营业收入11.73亿元，同比增长13.23%，主要系物业租赁及服务业务收入增长所致；实现净利润5.83亿元，同比增长31.15%，净利润增速显著高于营业收入增速主要系一方面自持物业项目租金收入及平均租金水平有所增长，另一方面系投资性房地产公允价值变动收益增加所致。公司营业收入全部来源于主营业务。

从收入的构成来看，2018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。2018年，由于轻纺城及凯华国际中心项目出租率和租金水平有所提升，公司物业租赁及服务收入持续增长，收入占比有所提高；同期，公司实现物业管理及其他收入为1.31亿元，同比变动不大，收入占比小幅下降（具体如下表所示）。

表2 2016~2018年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年度			2017年度			2018年度		
	金额	占比	毛利率	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	10.42	88.80	96.65
物业管理及其他	1.26	13.89	38.75	1.34	12.91	37.40	1.31	11.20	37.76
合计	9.11	100.00	88.19	10.36	100.00	88.67	11.73	100.00	90.06

资料来源：公司提供，联合评级整理。

毛利率方面，2018年，公司物业租赁及服务业务毛利率为96.65%，较上年略有提升，主要系当期收入增加所致；该板块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37.76%，较上年略有提升；公司营业收入综合毛利率为90.06%，较上年增加1.39个百分点，主要系毛利较高的租赁及服务业务收入占比提高所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入2.99亿元；实现净利润1.05亿元。

总体看，2018年，随着公司自持物业项目出租率和单位租金水平的持续提升，其营业收入及利润规模均有所增长；毛利率维持在较高水平。但由于公司的业务收入来源较为单一，其轻纺城的经营状况易受到纺织行业景气度影响。

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，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。2018年，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。

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。2018年，轻纺城平均单位收益上涨到411元/平方米/月，较上年增长3.79%；出租率为98.93%，与上年比略有上升；轻纺城收入为8.32亿元，较上年增长4.31%，主要系轻纺城主力楼层新签合同单价上升所致。

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。

表 3 2016~2018 年轻纺城综合收益情况（单位：%、元/平方米/月、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
出租率	97.38	98.32	98.93
单位收益	385.00	396.00	411.00
年收入	76,827.00	79,781.00	83,220.00

资料来源：公司提供

注：上表中“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。

商铺租金结算方面，部分商户会选择采用申请按揭贷款交清租赁期内的租金，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，且还款期限不得超过租赁期的一半，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 2018 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 2018 年底，公司在执行租赁合同中，除成熟区负一层商户选择一次性支付租金的比例有所下降以外，其余楼层商户选择一次性支付租金的比例整体上有所提高。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 2018 年底，轻纺城租户租赁期限仍以 6 年以上的长期租约为主。

表 4 2016~2018 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			分期支付的商户比重		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
成熟区	AB1 层	64.34	62.29	63.64	35.66	37.71	36.36
	CDEF 负 1 层	75.86	74.14	22.29	24.14	25.86	77.71
	CDEF1 层	76.71	76.47	78.59	23.29	23.53	21.41
半成熟区	CDEF2 层	41.38	42.70	46.29	58.62	57.30	53.71
	CDEF3 层	26.10	25.93	28.84	73.90	74.07	71.16
	CDEF4 层	69.70	71.60	74.75	30.30	28.40	25.25
成长区	AB2 层	98.15	98.09	98.21	1.85	1.91	1.79
	CDEF5 层	5.95	13.75	25.19	94.05	86.25	74.81
	CDEF6 层	66.67	7.14	18.57	33.33	92.86	81.43
综合区	CDEF7 层	5.56	5.00	5.00	94.44	95.00	95.00

资料来源：公司提供

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等项目供商户选择。在服务费厘定方面，与贸促推广业务相同。

2018年，公司贸促推广业务及电子信息增值业务合计实现收入约1.51亿元，同比基本持平。

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。2018年，公司实现物业管理费收入为1.31亿元，较上年基本持平。

总体看，轻纺城作为公司主要的业务收入来源，其2018年在出租率、租金水平及租金收入方面均有所提升，整体经营情况保持良好。

（2）凯华国际中心

2018年，公司凯华国际中心项目实现收入1.65亿元，同比大幅增长83.21%，主要系当期广州写字楼市场需求较为旺盛，该项目出租率及平均租金均较上年有显著提升所致。截至2018年底，凯华国际中心出租率约80%，平均租金单价约184元/平方米/月，项目经营情况较好。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。截至2018年底，凯华国际中心入驻的客户包括：美国银行、星展银行、渣打银行、南洋商业银行、玉山银行、VISA、三井住友、江苏银行、民生银行、平安保险、中国长城资产、默克药业、法国领事馆、沙特阿拉伯领事馆、阿联酋驻广州总领事馆，以及知名律师事务所、咨询服务公司等高端服务行业企业。目前，凯华国际中心已成为广州汇聚金融机构最多的甲级商厦之一。

总体看，2018年，随着凯华国际中心的持续运营，其在出租率、平均租金和租金收入等方面均有显著提升，项目经营情况良好。未来，随着该项目的持续运营，其出租率和租金水平有望进一步提升，租金收入仍有一定提升空间。

3. 升级改造项目

公司升级改造工程主要为对轻纺城和凯华国际中心两大核心物业的升级改造，计划投资总额约为10.85亿元；截至2018年底，已完成投资额5.30亿元，尚需投资5.55亿元，其尚需投资的规模尚可。考虑到公司主要在建项目建设周期较长，短期内，公司资金压力不大。

4. 自持物业

公司所持物业主要为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2018年底，公司轻纺城项目和凯华国际中心项目资产评估价值分别约为136亿元和69亿元，其中凯华国际中心项目评估值较上年底略有下降主要系公司当期将凯华国际中心部分楼层转为自用，故未列入评估范围所致；对应评估单价分别约为7万元/平方米和6万元/平方米，均

较上年底略有提升。

总体看，公司自持物业区域位置良好；受部分物业转为自用影响，凯华国际中心项目评估值小幅下降。

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到纺织行业景气度影响。

(2) 公司自持物业采用公允价值计量，若未来相关物业经营情况出现波动，则或将对公司盈利水平产生一定影响。

6. 未来发展

公司将专注于深耕持有型物业，坚持低杠杆运营，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，公司仍将聚焦发展商铺租赁、市场营运和物业管理三大核心业务板块。对于凯华国际中心物业，公司将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，持续提升物业价值。未来，公司将继续在核心城市、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 2018 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 2018 年最新会计准则编制。合并范围方面，2018 年公司合并报表新增子公司 4 家，分别为广州凯新投资有限公司、深圳国创开元投资中心（有限合伙）、广州安华共享投资有限公司和广州安马共享投资有限公司，均为项目投资公司；截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共有 11 家。整体看，2018 年会计政策变更及合并范围变化公司对财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 234.88 亿元，负债合计 127.78 亿元，所有者权益合计 107.10 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年，公司实现营业收入 11.73 亿元，净利润 5.83 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 12.81 亿元，现金及现金等价物净增加额为 8.52 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 239.05 亿元，负债合计 130.90 亿元，所有者权益合计 108.15 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.99 亿元，净利润 1.05 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 3.91 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.29 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 234.88 亿元，较年初增长 4.36%，变化不大；其中，流动资产占 6.20%，非流动资产占 93.80%，资产结构较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产为 14.56 亿元，较年初增长 17.80%，主要系货币资金增加所致；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 94.27% 和 5.36%。

截至 2018 年底，公司货币资金为 13.73 亿元，较年初大幅增加 8.52 亿元，主要系一方面轻纺

城主力楼层集中到期续约以及凯华国际中心租金收入增长，另一方面公司收回部分大额到期的银行理财产品所致；公司货币资金以银行存款为主，占 99.82%；公司货币资金无受限情况。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 0.78 亿元，较年初大幅减少 6.31 亿元，主要系公司赎回理财产品所致。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 220.32 亿元，较年初增长 3.58%；其中，仍以投资性房地产为主，占比为 93.54%。

截至 2018 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 206.09 亿元，较年初基本保持稳定；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；从受限情况看，公司账面价值 105.61 亿元的投资性房地产（主要为凯华国际中心地面以上商铺和写字楼，以及广州国际轻纺城部分商铺及车位）作为银行借款的抵押物，账面价值为 44.50 亿元的投资性房地产（主要为广州国际轻纺城部分商铺及车位）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 72.84%，受限比例高。

截至 2018 年底，公司受限资产规模为 152.77 亿元，占总资产的比例为 65.05%；主要为因抵押而受限的投资性房地产 150.11 亿元；整体看，公司资产受限比例高。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 239.05 亿元，较年初增长 1.77%；其中，公司流动资产占比 7.78%，非流动资产占比 92.22%，构成较年初变动不大。

总体看，2018 年，公司资产规模有所增长，货币资金比较充裕，以投资性房地产为主的非流动资产占比仍较大。公司投资性房地产区位优势明显，但受限比例高；其整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 127.78 亿元，较年初增长 8.02%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 23.14%，非流动负债占 76.86%，流动负债占比有所上升，公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 29.57 亿元，较年初大幅增长 175.42%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致；公司流动负债以预收账款（占 29.98%）和一年内到期的非流动负债（占 64.63%）为主。

截至 2018 年底，公司预收款项为 8.87 亿元，较年初增长 7.13%，主要系一年内到期的轻纺城租户缴纳的租金和服务费用增长所致。公司一年内到期的非流动负债为 19.11 亿元，较年初大幅增加 18.79 亿元，主要系“16 凯华 01”和“16 凯华 02”两只债券于 2019 年面临回售，因此将其转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 98.21 亿元，较年初下降 8.69%，主要系应付债券大幅下降所致；非流动负债主要由长期借款（占 18.84%）、递延收益（占 39.69%）和递延所得税负债（占 35.30%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 18.50 亿元，较年初增长 5.37%；公司长期借款全部为抵押借款；从期限结构看，其长期借款到期日均在 5 年及 5 年以上。截至 2018 年底，公司应付债券为 3.98 亿元，较年初大幅下降 16.88 亿元，主要系“16 凯华 01”和“16 凯华 02”两只债券于 2019 年面临回售，因此将其转入一年内到期的非流动负债所致；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 2018 年底，公司递延收益（主要为轻纺城一年以上到期的租户缴纳的预付租金及服务

用)为 38.97 亿元,较年初增长 15.44%,主要系轻纺城主力楼层集中到期续约所致;公司递延所得税负债为 34.67 亿元,较年初小幅增长 3.57%,主要系投资性房地产公允价值变动影响所致。

截至 2018 年底,公司全部债务 41.59 亿元,较年初增长 7.34%,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 45.96%和 54.04%,受一年内到期的非流动负债大幅增长影响,公司短期债务占比大幅提升,但债务结构仍以长期债务为主。截至 2018 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 54.40%、27.97%和 17.35%,较年初分别增加 1.84 个百分点、增加 1.34 个百分点和减少 9.12 个百分点,受部分债券面临回售划入一年内到期的非流动负债影响,公司长期债务资本化比率显著下降;整体看,公司债务负担仍较轻。

截至 2019 年 3 月底,公司负债合计 130.90 亿元,较年初小幅增长 2.44%;负债结构较年初变动很小。截至 2019 年 3 月底,公司全部债务 42.17 亿元,较年初变动较小;债务结构较年初无变化,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 54.76%、28.08%和 17.40%,债务负担小幅提高。

总体看,2018 年,公司负债及债务规模均有所增长;受部分债券面临回售转入一年内到期的非流动负债科目影响,流动负债及短期债务占比均显著提升;公司债务负担轻,但公司于 2019 年面临一定的债券回售压力。

所有者权益

截至 2018 年底,公司所有者权益合计 107.10 亿元,较年初基本持平;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 2019 年 3 月底,公司所有者权益合计 108.15 亿元,较年初变化不大,全部为归属于母公司所有者权益。

总体看,2018 年,公司所有者权益规模变化很小,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

2018 年,公司实现营业收入 11.73 亿元,同比增长 13.23%,主要系轻纺城及凯华国际中心项目出租率和租金水平均有所提升所致;实现净利润 5.83 亿元,同比增长 31.15%,净利润增速显著高于营业收入增速主要系一方面自持物业项目租金收入及平均租金水平均有所增长,另一方面系投资性房地产公允价值变动收益增加所致。

期间费用方面,2018 年,公司期间费用合计 3.36 亿元,同比增长 3.29%;其中,销售费用、管理费用、财务费用分别占 3.53%、43.90%和 52.57%。2018 年,公司销售费用 0.12 亿元,同比下降 49.11%,主要系销售代理费下降所致;公司管理费用 1.47 亿元,同比增长 2.73%;公司财务费用 1.76 亿元,同比增长 11.52%,主要系借款规模有所增长以及资本化利息下降所致。2018 年,公司费用收入比为 28.61%,同比下降 2.75 个百分点;整体看,公司费用控制能力尚可。

从利润构成来看,2018 年,公司实现投资收益 0.22 亿元,同比增加 0.03 亿元;公允价值变动收益为 1.90 亿元,同比增长 47.29%,主要系投资性房地产公允价值变动收益增加所致。2018 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 2.84%和 24.53%,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,2018 年公司营业利润率为 76.96%,较年初上升 4.29 个百分点;随着公司利润规模的增长,公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.18%、4.15%和 5.45%,

各项指标与上年相比分别增加 0.90 个百分点、0.78 个百分点和 1.20 个百分点，公司盈利能力有所提高。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.99 亿元；实现净利润 1.05 亿元。

总体看，2018 年，由于轻纺城及凯华国际中心项目出租率和租金水平均有所提升，公司营业收入及利润规模均有所增长，整体盈利能力有所提升，盈利稳定性较好；但公司公允价值变动收益对营业利润有一定影响，期间费用控制能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入由上年的 10.56 亿元增加至 18.12 亿元，主要系轻纺城主力楼层租户到期续约以及凯华国际中心项目租金收入增长所致；同期，公司经营活动现金流出由上年的 4.71 亿元增加至 5.31 亿元，主要系支付的各项经营税费增加所致。综合以上因素，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 12.81 亿元，同比增加 6.97 亿元，净流入规模持续扩大。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 49.24 亿元，同比大幅增长 119.14%，主要系赎回到期银行理财产品所致；同期，公司投资活动现金流出为 49.09 亿元，同比增长 59.90%，主要系公司购买理财产品所致；综合以上因素，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.15 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 3.13 亿元，同比下降 25.81%；公司筹资活动现金流出为 7.57 亿元，同比增长 11.07%，主要系公司当期分配了 2016~2017 年股息所致。综合以上因素，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -4.45 亿元，净流出规模有所扩大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 3.91 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -3.92 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 0.30 亿元。

总体看，2018 年，受轻纺城主力租户到期续约以及凯华国际中心项目租金收入增长影响，公司经营活动现金净流入规模持续扩大；经营现金流情况较好；未来融资需求不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，受部分应付债券转入一年内到期的非流动负债影响，公司流动比率和速动比率均由年初的 1.15 倍下降至 0.49 倍；经营现金流动负债比率为 43.31%，同比下降 11.11 个百分点，公司经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度尚可；公司现金短期债务比为 0.72 倍，较上年的 15.92 倍大幅下降，现金类资产对短期债务保护程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 10.19 亿元，同比增长 27.31%，主要系利润总额增加所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 76.15%）和计入财务费用的利息支出（占 17.60%）构成；EBITDA 利息倍数为 5.68 倍，较上年的 4.83 倍有所上升，EBITDA 对利息的保障能力尚可；公司 EBITDA 全部债务比为 0.25 倍，较上年的 0.21 倍略有上升，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2019 年 3 月底，公司已获银行授信额度 77.58 亿元，尚有 54.56 亿元额度未使用，公司间接融资渠道通畅。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大诉讼仲裁事项；公司对外担保余额为 7.18 亿元，占公司所有者权益的比例为 6.71%，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 2019 年 4 月 10 日，公司已结清及未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，2018 年，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较好。考虑到公司运营的广州国际轻纺城和凯华国际中心地理位置较好，租金收入持续增长，经营现金流情况较好；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2019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14.01亿元，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0.67倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达108.15亿元，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5.15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，2018年，公司EBITDA为10.19亿元，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0.49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2018年经营活动产生的现金流入18.12亿元，约为“16凯华01”、“16凯华02”和“16凯华03”待偿本金（21.00亿元）的0.86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”的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司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，随着凯华国际中心项目出租率及租金收入的持续提升，公司收入规模和盈利水平仍有一定提升空间。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 2018 年年度报告，“16 凯华 01”的抵押资产在评估基准日 2018 年 12 月 31 日的跟踪评估价值为 16.25 亿元（上次评级时点抵押物评估价值为 16.04 亿元），为“16 凯华 01”待偿本金（7.00 亿元）的 2.32 倍。根据公司审计报告披露，截至 2018 年底，公司应付债券抵押物账面价值为 44.50 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 28.25 亿元（上次评级时点抵押物评估价值为 28.39 亿元），为“16 凯华 02”和“16 凯华 03”合计待偿本金（14.00 亿元）的 2.02 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

2018 年，公司经营状况持续向好，自持物业区域位置优良；轻纺城经营状况保持良好，凯华国际中心出租率和租金收入持续提升；营业收入规模持续上升，营业利润率仍处于较高水平，经

营现金流情况较好；公司债务负担轻，间接融资渠道通畅。同时，联合评级也关注到公司业务模式较为单一，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，资产受限比例高等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城运营趋于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仍有一定提升空间。

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 2018 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 凯华地产（中国）集团有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	221.17	225.06	234.88	239.05
所有者权益（亿元）	102.38	106.77	107.10	108.15
短期债务（亿元）	0.13	0.33	19.11	19.38
长期债务（亿元）	36.39	38.42	22.48	22.79
全部债务（亿元）	36.51	38.74	41.59	42.17
营业收入（亿元）	9.11	10.36	11.73	2.99
净利润（亿元）	6.32	4.45	5.83	1.05
EBITDA（亿元）	9.12	8.01	10.19	--
经营性净现金流（亿元）	2.08	5.84	12.81	3.91
流动资产周转次数（次）	0.76	0.78	0.87	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.05	0.05	--
现金收入比率（%）	78.44	95.52	152.62	172.79
总资本收益率（%）	5.03	4.28	5.18	--
总资产报酬率（%）	4.08	3.38	4.15	--
净资产收益率（%）	6.17	4.25	5.45	--
营业利润率（%）	74.35	72.67	76.96	77.54
费用收入比（%）	20.09	31.36	28.61	32.02
资产负债率（%）	53.71	52.56	54.40	54.76
全部债务资本化比率（%）	26.29	26.63	27.97	28.05
长期债务资本化比率（%）	26.22	26.46	17.35	17.40
EBITDA 利息倍数（倍）	5.52	4.83	5.68	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.25	0.21	0.25	--
流动比率（倍）	1.05	1.15	0.49	0.62
速动比率（倍）	1.05	1.15	0.49	0.62
现金短期债务比（倍）	80.14	15.92	0.72	0.72
经营现金流动负债比率（%）	15.48	54.42	43.31	13.02
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.43	0.38	0.49	--

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、2019 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 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。