

信用等级公告

联合[2016]113号

广州凯华城房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广州凯华城房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

广州凯华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”

广州凯华城房地产开发有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券中，有抵押担保的债券（第一期）信用等级为 AA+，无抵押担保的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁华伟

二零一六年二月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

广州凯华城房地产开发有限公司

2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：

有抵押担保的债券（第一期）：AA+

无抵押担保的债券：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 40 亿元（含），分期发行，
第一期不超过 7 亿元

债券期限：不超过 5 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方式：第一期债券附抵押担保

抵押物：商业物业所有权

评级时间：2016 年 2 月 2 日

主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	140.09	191.64	208.80
所有者权益(亿元)	89.92	97.60	102.68
长期债务(亿元)	3.56	26.20	20.00
全部债务(亿元)	4.81	31.08	26.20
营业收入(亿元)	4.21	6.15	8.08
净利润(亿元)	4.21	7.68	9.51
EBITDA(亿元)	6.21	10.94	13.66
经营性净现金流(亿元)	1.61	20.63	20.02
营业利润率(%)	82.03	82.06	76.54
净资产收益率(%)	4.79	8.19	9.49
资产负债率(%)	35.81	49.07	50.82
全部债务资本化比率(%)	5.07	24.15	20.33
流动比率	2.12	0.72	0.67
EBITDA 全部债务比(倍)	1.29	0.35	0.52
EBITDA 利息倍数(倍)	17.62	6.94	6.48
EBITDA/本次发债额(倍)	0.16	0.27	0.34

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对广州凯华城房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“广州凯华城”）的评级反映了公司作为主要以商业地产出租和经营为主业的地产投资开发公司，其项下广州国际轻纺城（以下简称“轻纺城”）和凯华国际中心的规模较大、区位优势明显。轻纺城经营历史较长，近年来出租率和租金水平均保持较高水平。凯华国际中心的市场定位清晰，投入运营后有望使公司收入规模和盈利水平进一步提升。同时，联合评级也关注到公司业务形式较为单一，对分散整体经济波动风险有一定影响；中国纺织业成本比较优势下降可能对轻纺城租金水平产生的不利影响；中大纺织商圈同质批发城较多，轻纺城面临较大竞争压力；近期广州市办公楼集中入市体量较大，凯华国际中心项目的出租率及租金水平可能面临压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着轻纺城存量商户续签合约租金上涨以及凯华国际中心项目投入运营带来新的租金收入，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司以持有的商业物业所有权为第一期公司债券的所有本金及募集说明书约定的第一期公司债券利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、评估费、公证费用、执行费用）和其他应支付的费用提供抵押担保，抵押资产评估总价值为 158,054.00 万元，为第一期债券 7 亿元本金的覆盖倍数为 2.26 倍，对第一期债券的信用水平具有显著的积极影响。

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. 广州国际轻纺城项目位于华南地区规模最大的专业纺织市场群“中大纺织商圈”，是国内唯一的“一站式”服饰面料、辅料综合采购平台；轻纺城物业设施与配套服务较为完善，近年来，出租率和租金保持较高水平。

2. 广州国际轻纺城项目租赁期限以长期租赁为主，保证了轻纺城物业租赁与服务业务的稳定性。

3. 凯华国际中心项目位于珠江新城 CBD 核心区，项目区位优势明显，增值潜力较大。凯华国际中心项目投入运营后，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。

4. 公司财务状况良好，经营活动净现金流充沛、债务负担较轻，盈利能力较好，有较强的偿债能力。

关注

1. 公司业务以持有和运营大型综合市场和超甲级办公楼为主，形式较为单一，分散整体经济波动风险能力较弱；我国纺织行业持续低迷的运行情况可能对广州国际轻纺城项目的租金水平产生一定下行压力。

2. “中大纺织商圈”近年出现同质纺织原材料批发城较多，且建筑体量较大，广州国际轻纺城项目面临较为激烈的竞争。

3. 近期广州市办公楼集中入市体量较大，如果市场需求的增长无法消化供应量的增长，短期内，凯华国际中心项目的出租率及租金水平可能面临压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与广州凯华城房地产开发有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与广州凯华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，未因广州凯华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广州凯华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广州凯华城房地产开发有限公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券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：

钟明 唐雨 周欣

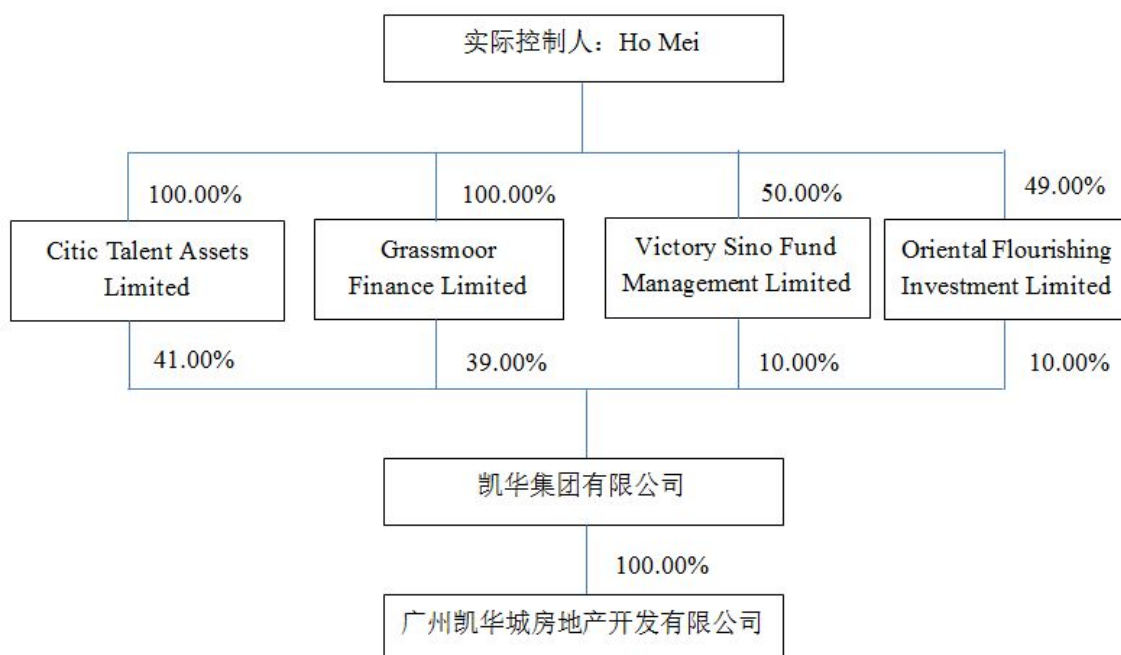


一、主体概况

广州凯华城房地产开发有限公司（以下简称“广州凯华城”或“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 7,000 万元人民币，占注册资本的 100%。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公司将其在公司的所有权益转让予凯华集团，凯华集团独资控股公司。

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。截至 2015 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。公司股权结构如下图所示：

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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；市场营销策划服务；投资管理服务；信息技术咨询服务；信息电子技术服务；物业管理。

截至 2015 年底，公司设有财务部、采购部、投资部、机电部、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、销售二部、销售行政部、合约成本一部、合约成本二部、商业地产部、人力资源部、总经办等 17 个职能部门（见附录 1）；拥有全资子公司 7 家，在职员工 508 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 208.80 亿元，负债合计 106.11 亿元，所有者权益 102.68 亿元；2015 年公司实现营业收入 8.08 亿元，净利润 9.51 亿元（全部为归属于母公司所有者净利润）；2015 年公司经营活动现金流量净额为 20.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.94 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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“广州凯华城房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券”，采取面向合格投资者公开发行方式发行。本次债券发行规模不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元），分期发行，第一期发行规模不超过 7 亿元。本次债券期限为不超过 5 年（含 5 年）。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国务院限定的利率水平。

本次债券拟采用抵押担保形式或无担保形式，其中第一期发行采用抵押担保形式，以后各期根据市场情况确定。公司以合法拥有的商业物业所有权为第一期公司债券提供抵押担保，被抵押的商业物业全部位于广州国际轻纺城，评估价值 158,054.00 万元。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金、偿还公司债务及适用的法律法规允许的其他用途。

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。目前，公司经营的自有物业是专业纺织品批发市场，公司自有物业租金水平受纺织行业影响较大。

（一）商业地产行业

1. 行业概况

商业地产作为经营性物业，其发展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，我国办公楼完成投资额0.56万亿元，商业营业用房完成投资额1.43万亿元，分别占当年全国房地产行业投资完成总额的5.94%和15.10%。截至2015年11月末，我国办公楼投资完成额0.57万亿元，高于2014年全年的投资完成额；商业营业用房投资完成额1.34万亿元。

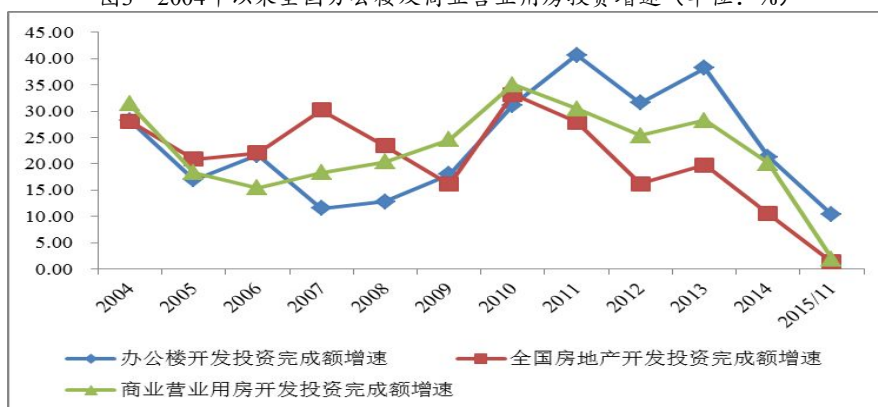
图2 2004年以来全国办公楼及商业营业用房完成投资情况（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯

近年来，随着我国经济增速放缓、产业结构调整、消费倾向变化等因素，商业地产投资增速出现分化。如下图所示，2008年~2013年，商业地产开发投资完成额增速大幅高于全国房地产投资增速，主要系在我国住宅房地产限购的政策背景下，很多之前做住宅市场的开发商盲目涌入商业地产领域；楼市调控下的地方政府也有极大的冲动通过商业地产弥补土地财政。同时，近年来随着国家产业结构的调整、大力发展先进制造业与现代服务业，服务业与高科技行业所占比重逐年增大，有效的带动了商业办公楼的需求；居民可支配收入显著提高，居民消费快速增长，也带动了商业营业用房的需求。2013年以来，随着前期商业地产大规模开发，市场略显过热，商业地产开发投资完成额增速有所下降。2014年商业营业用房完开发投资完成额同比增长20.10%，较上年下降了8.20个百分点。受二、三线城市办公楼前期投资过热的影响，办公楼开发投资完成额增速有所下降，2014年商业办公楼完成投资同比增长21.30%，较上年增速下降了16.90个百分点。进入2015年，受到新型购物中心及在线电子商务的双重压力下，全国各地开始出现百货关店潮，商业营业用房开发投资完成额增长资急速下降，截至2015年11月，商业营业用房开发投资完成额增速同比增长1.90%，较上年同期下降20.10%；办公楼受国内金融业、第三方服务业及高科技产业需求的有效支撑，办公楼开发投资完成额增速有所放缓但增速高于全国房地产行业开发投资完成额增速，截至2015年11月，办公楼开发投资完成额累计增速为10.30%，较上年同期增幅下降了14.30个百分点，高于全国房地产开发投资额增速9.00个百分点。

图3 2004年以来全国办公楼及商业营业用房投资增速（单位：%）



数据来源：WIND资讯

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身特点。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、商圈和商业办公区依赖性较强，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。

从经营模式上看，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，并出租给跨国公司、大型民营企业、大型国企各地分支机构、主力店和品牌店，同时销售一小部分商业物业。跨国公司、大型民营企业和大型国企各地分支机构是办公楼租赁的主体，起到提升办公楼的管理品质和品牌形象作用。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，部分商业物业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、企业租户、主力店和物业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。

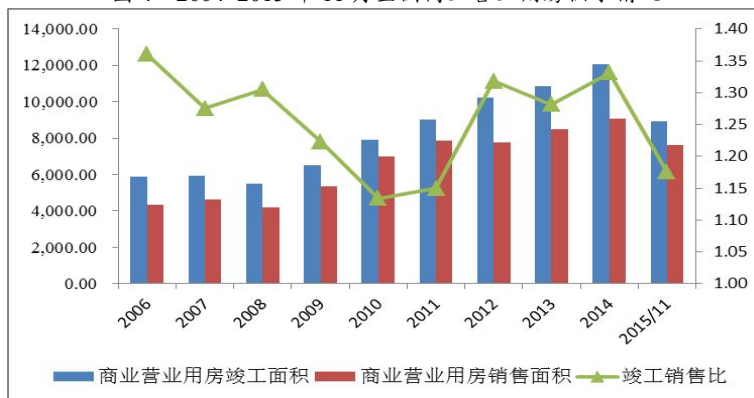
总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到政策驱动、资金成本和经济增速的推动，近年来发展较快，自2014年以来商业地产增速下降、分化加剧，办公楼表现出较为稳健的增长水平，商业营业用房增速下滑很快。

2. 市场供需

商业营业用房

从商业营业用房供求情况看，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2008~2014年年均增长达到89.73%，2014年全国商业营业用房竣工12,084.08万平方米；销售面积2008~2014年以年均增长率108.00%的速度增长，2014年末全国销售商业营业用房9,076.93万平方米。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，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发力度大幅减弱，商业营业用房供过于求的状况有所缓解，具体如下图所示。

图4 2004~2015年11月全国商业营业用房供求情况

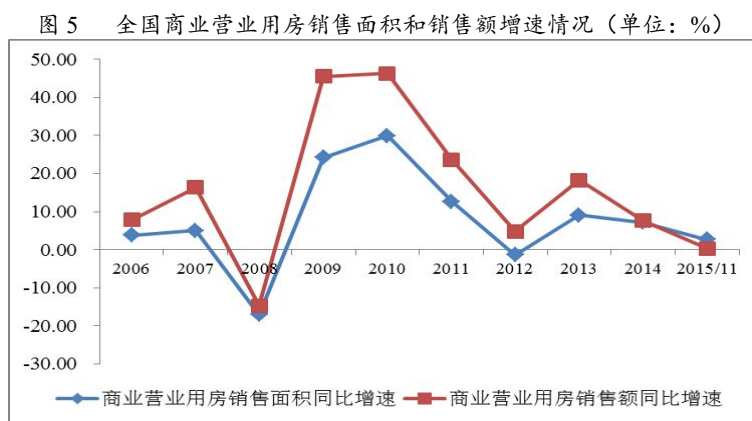


资料来源：WIND 资讯，联合评级整理。

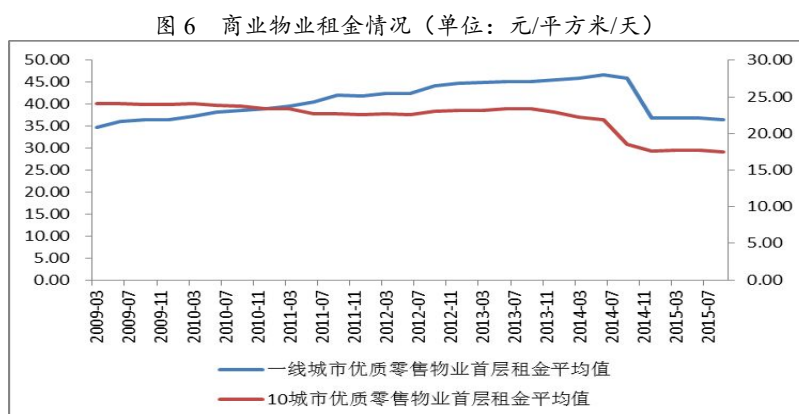
注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求。

从全国商业营业用房的增速来看，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1~11月，随着我国经济转型持续深入，国民经济增速进一步放缓，居民购物、娱乐习惯的改变，商业营业用房需求增速进一步放缓，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2.70%和0.30%，具体如下图所示。



从租金水平上看，一线城市零售物业，尤其核心商圈人流量大、本地居民消费能力强，租金水平与二线城市相比较为高。2014年三季度之前，一线城市租金水平一直处于上涨态势，其后租金水平下滑幅度较大；进入2015年以来，租金水平缓慢下降。二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金近年来持续走低；2014年二季度以来，二线城市零售物业租金水平下滑幅度较大；进入2015年，租金水平继续缓慢下滑。2014年三季度之后全国主要城市零售物业租金水平大幅下滑的主要原因是受到新型购物中心以及在电子商务的双重压力下，全国各地开始出现百货关闭店潮，其中包括百盛、万达及天虹等大型连锁百货商场。

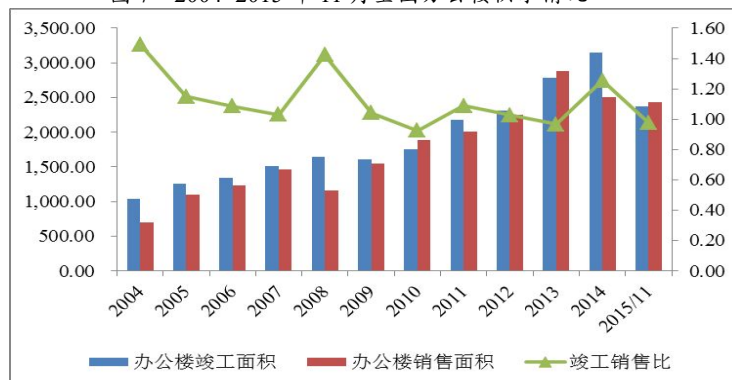


办公楼

从办公楼供求情况看，2008年以来办公楼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年年均增长达到111.77%，2014年全国办公楼竣工3,144.18万平方米；销售面积，2008年~2014年以年均增长率129.37%的速度增长，2014年末全国销售办公楼2,505.45 万平方米

米。从供求关系来看，近年来，办公楼的竣工面积略高于销售面积，开发商通常会持有其所开发的部分办公楼作为长期资产进行投资持有，办公楼市场整体上呈供需平衡的态势。2015年以来，金融业、高科技企业和服务业企业良好的发展势头，对办公楼租、售需求带来较强支撑作用，办公楼呈现需求略大于供应的市场格局，具体如下图所示。

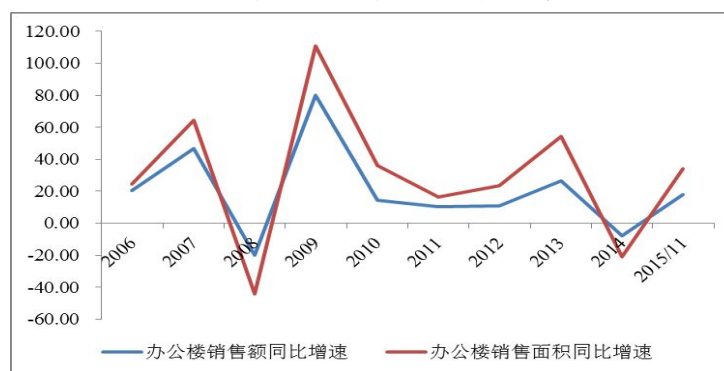
图 7 2004-2015 年 11 月全国办公楼供求情况



数据来源：WIND 资讯、联合评级整理

从全国办公楼的增速来看，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，全国办公楼销售面积同比大幅增加 80.00% 和 30.80%，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，大中型企业经营业绩下滑，在华外资企业竞争力减弱，2014 年全国办公楼销售面积和销售金额同比分别下降 7.80% 和 13.40%。2015 年 1~11 月，由于我国经济结构不断优化调整，经济改革不断深入，金融业、高科技产业和服务业发展势头良好，全国办公楼销售面积和销售金额分别较上年同期增加 18.00% 和 16.20%，具体如下图所示。

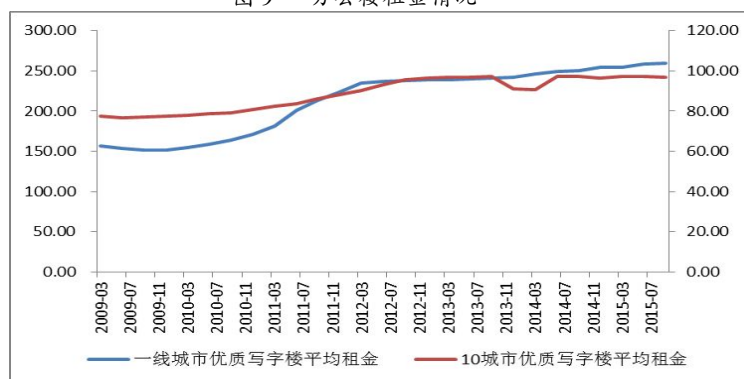
图 8 全国办公楼销售面积和销售额增速情况（单位：%）



数据来源：WIND 资讯、联合评级整理

从租金水平上看，一线城市经济体量巨大，高素质人力资源充沛，服务业发达，大中型民营、外资企业数量众多以及创业气氛活跃，企业对租赁办公楼的需求很大。2009 年以来，一线城市优质写字楼租金水平呈较快的增长态势。随着我国地域间经济发展不平衡的差距缩小，二线城市经济发展速度较快，企业活力不断提高，有效的带动了写字楼的租赁需求；同时二线城市写字楼供应量较大，部分二线城市如：重庆、西安等地区的写字楼呈现过热态势，二线城市写字楼租赁价格较为平稳。

图9 办公楼租金情况



数据来源：WIND资讯、联合评级整理

注：10城市指天津、沈阳、大连、南京、杭州、宁波、青岛、武汉、重庆、成都

左轴为一线城市优质办公楼租金刻度、右轴10城市优质办公楼租金刻度

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。随着我国经济结构调整，办公楼与商业营业用房出现分化，办公楼持续快速发展，商业营业用房快速增速下行。

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1 2010年~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、二线优质地块角逐只能在大房企之间进行。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2 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，随着金融危机的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3 2013年~2015年3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、国税总局发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

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。

商业营业用房景气度降低

随着居民消费习惯向网上购物转变，电子商务销售体系不断成熟，入驻商场/商铺的渠道费较高，都促使销售企业将商品移至网络端销售。同时，随着消费者消费意识日渐成熟，经济增长不断下行，消费者对商品价格敏感度提高，消费者更倾向于在诸如奥特莱斯的新型购物中心消费。传统购物中心/商铺对消费者和商户的吸引力不断下降，全国开始出现百货店关闭潮。

6. 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

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，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. 广州市商业地产情况

区域经济

广州市是国务院定位的国际大都市，国家三大综合性门户城市之一，经济总量大、人口密集、人均收入高、商业服务业发达。广州市下辖越秀区、荔湾区、天河区、海珠区等行政区，面积 7,434.4 平方公里，常住人口 1,308.05 万人。

从广州市的经济发展情况来看，2014 年，广州市实现地区生产总值（GDP）16,706.87 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 237.52 亿元，增长 1.8%；第二产业增加值 5,606.41 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 10,862.94 亿元，增长 9.4%。第一、二、三产业增加值的比例为 1.42:33.56:65.02。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.3%、30.9%和 68.8%。

2014 年年广州地区的财政总预算收入为 4,834 亿元，增长 9.1%。其中，国税部门组织收入 2,838 亿元，增长 10.0%；地税部门组织收入 1,418 亿元，增长 6.0%。一般公共预算收入 1,241.53 亿元，增长 8.7%。一般公共预算支出 1,434.26 亿元，增长 3.5%。

2015 年 1~10 月，广州市规模以上工业增加值 3,978.57 亿元，比上年同期（下同）增长 7.1%，；固定资产投资 3,976.29 亿元，增长 11.0%；全市社会消费品零售总额 6,530.65 亿元，增长 11.5%，其中批发和零售业增长 11.7%，住宿和餐饮业增长 10.6%；广州市完成进出口总值 6,922.20 亿元人民币，同比增长 4.0%，其中完成出口总值 4,209.64 亿元，同比增长 14.6%，进口总值 2,712.56 亿元，同比下降 9.0%。

整体上看，广州市经济发展水平较高，在全国处于前列，广州市商业地产外部发展环境良好。

广州市商业地产市场概况

近年来，随着广州市经济的快速发展以及广州市在珠三角区域经济的中心地位日渐凸显，广州市商业地产快速发展。目前，以办公楼为聚集区域的商业地产形成了珠江新城 CBD、体育中心、东风东、天河北、北京路、天河公园、市桥北河和琶洲 8 个商业集中区，其中珠江新城 CBD 为最大的商业办公中心。广州市甲级写字楼存量面积由 2009 年底的 178.85 万平方米增长到 2015 年 9 月底的 369.28 万平方米，近 5 年存量面积增长约 2 倍。以商铺、购物中心为主的商业地产形成了北京路、上下九、体育中心、岗顶、海珠广场、中华广场、中山八路、新港西和珠江新城等聚集区域的商业中心。

市场供求

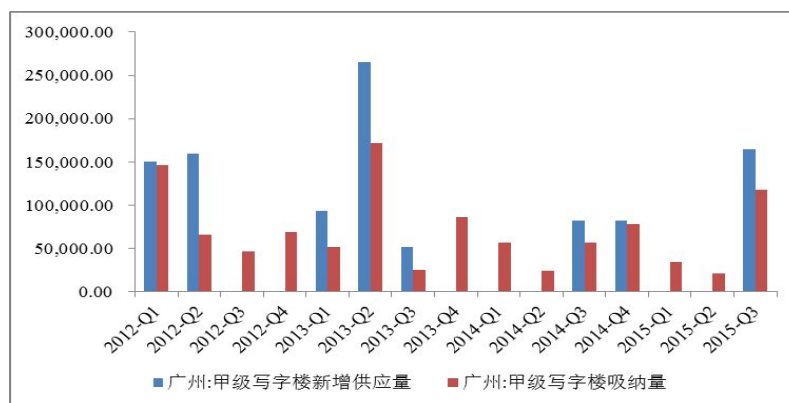
① 办公楼市场

从广州市办公楼市场需求看，2012 年，出于对中国经济发展前景的担忧，办公楼租赁市场全年整体增长受限。外资企业对办公室扩充更加谨慎，部分跨国企业宣布未来将缩小办公规模或整合多个办公场所。出口贸易增速下降对出口类企业的写字楼需求的影响逐渐显现，致使贸易、物流和国际电子商贸类企业的写字楼需求均出现下降；尽管外资企业需求呈下降趋势，来自于内资企业的租赁需求是甲级写字楼租赁市场的主导力量，全年办公楼市场吸纳量为 328,700 平方米。

2013年，随着对经济预期信心增强，广州市办公楼租赁市场逐步回暖，内资企业的租赁情况活跃度增强；但是外企企业面对日益激烈竞争的市场环境和业绩增速放缓，众多外资企业延迟其扩张计划；自用型买家需求增多，散售项目交易量增长；全年办公楼市场吸纳量为336,160平方米，较上年增加2.27%。2014年，国内经济增长进一步下滑，广州市内企业对办公楼的租赁需求有所下降，内资企业的逆势扩张和升级需求有力支撑了整体租赁市场，其中保险、金融和专业服务业是主要租赁需求的来源；同时，跨国公司为了享受诸如租金折扣和免租期延长等优惠，对新入市项目和未来竣工项目需求较大；全年办公楼市场吸纳量为216,588平方米，较上年下降了35.57%。进入2015年，尽管经济增速有放缓的迹象，但广州市写字楼市场仍然保持基本稳定，大部分内资金融公司、IT公司和专业服务机构的扩张需求没有受到影响，继续享受大量优质新增供应和稳定租金水平带来提升办公环境的机会；截至2015年9月末，广州市办公楼市场吸纳量为173,621平方米，较上年同期增长了25.75%。

从广州市办公楼市场供应看，2012年，广州市共有4幢甲级写字楼入市，全年新增供应量为309,500平方米。2013年，新入市办公楼较多，全年新增供应量为410,400平方米，较上年增长32.60%。2014年，开发商出于对未来经济下行的担忧放慢了办公楼的开发速度，新入市办公楼显著减少，全年新增供应量为164,000平方米。进入2015年，新入市办公楼数量有所增多，截至3季度，办公楼新增供应量为164,800平方米，较上年同期增长100.98%。根据仲联量行数据，自2015年三季度后未来的12个月内，广州市甲级写字楼新增供应量约增加1,000,000平方米，约占广州市甲级写字楼总存量的27.08%，甲级写字楼市场面临新开盘写字楼集中入市的情况。

图10 2012年~2015年9月广州市办公楼供需情况（单位：平方米）



资料来源：WIND资讯

从广州市办公楼市场租赁价格看，2012年，受租赁市场需求的稳定增长且三、四季度没有新办公楼入市，全年办公楼租金呈稳定增长态势，其中四季度广州市甲级写字楼平均租金为165.10元/平方米/月。2013年，广州市甲级办公楼租赁市场需求较为强劲。但是，由于二、三季度新入市办公楼新增供应量较大，导致三、四季度租金环比下降。2014年，随着经济增速放缓，广州市写字楼租赁需求随之放缓；三、四季度，新入市办公楼新增供应量大于吸纳量，租金水平连续3个季度环比下降。进入2015年，一季度租金延续上年下降趋势；受益于一、二季度无新增办公楼入市，2~3季度租金水平环比上升。2015年三季度，甲级写字楼新增供应量164,800平方米，预计会对未来租金水平会产生一定压力。根据仲联量行数据，自2015年三季度后未来的12个月内，广州市甲级写字楼供应量增加较多，占到存量面积的27.08%，会对目前上升的租金水平产生较大向下压力。

图11 2012年~2015年9月广州市办公楼租金情况 (单位: 元/平方米/月、%)



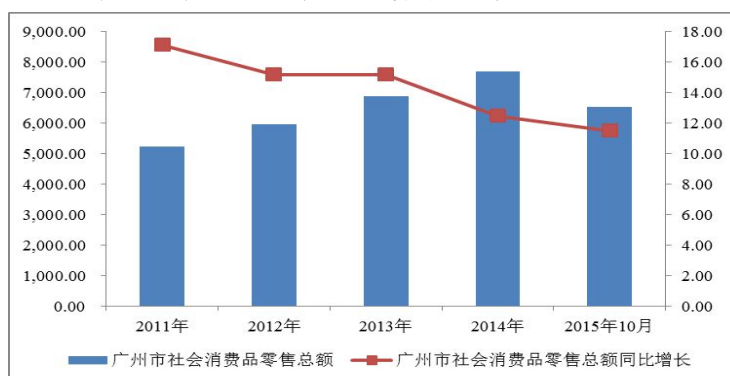
资料来源: WIND资讯

总体看,广州市办公楼市场近年发展较快,虽然国内经济增长不断放缓,但是受到金融、服务业和民营企业需求的有力支撑,办公楼市场需求保持稳健态势。考虑到2016年一段时间内广州市甲级写字楼会大批量集中入市,预计可能对出租率和租金水平产生较大的压力。

② 商业营业用房市场

近年来随着经济结构调整,居民收入水平提高,广州市社会消费品零售总额呈增长快、规模大的发展态势,较大带动了广州地区商业营业用房的市場需求。2012~2014年,广州市社会消费品零售总额分别为5,977.27亿元、6,882.85亿元和7,697.85亿元,占广州市GDP总额约46%。2012~2014年,广州市社会消费品零售总额同比增长分别为15.20%、15.20%和12.50%,呈下降趋势;进入2015年增幅回落至11.50%;主要系随着经济增速的下降,居民收入增速有所下降进而带动广州市社会消费品零售总额增速下降,同时基数效应也对增速下降产生一定影响,但是广州市社会消费品零售总额同比增幅仍高于GDP增幅约3个百分点。广州市较为强劲的社会消费能力对商业营业用房市场的发展有较大的带动作用。

图12 2011年~2015年10月广州市居民消费情况 (单位: 亿元、%)



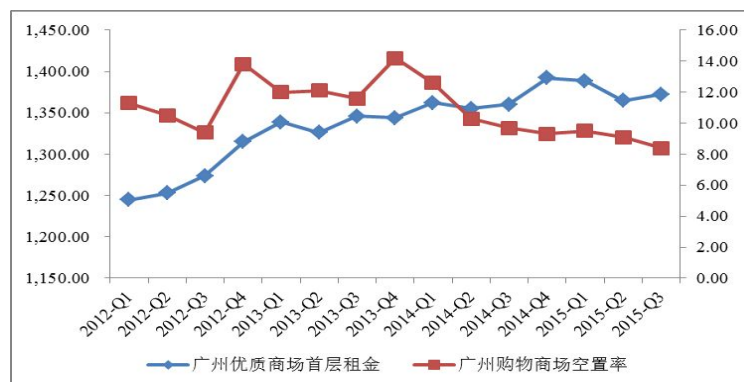
资料来源: WIND资讯、联合评级整理

从供应方面看,近三年广州市内陆续有商业中心建成投入。2012年,新入市优质商铺合计建筑面积182,000平方米,优质零售物业总存量约为142万平方米,其中进入市场的物业有番禺区的海印又一城、珠江新城的阳光新天地和番禺区市桥的奥园广场。2013年,新入市优质商铺合计建筑面积282,700.00平方米,优质零售物业总存量约为170.27万平方米,其中进入市场的物业有珠江新城的花城汇(北区)/(中区)、太阳新天地、海珠区的乐峰广场和荔湾区的西城都荟。2014年,新入市优质商铺合计建筑面积320,000平方米,优质零售物业总存量约为217万平方米,其中新入市的物业有珠江新城的花城汇(南区)、增城南区的万达广场、番禺市桥的荔园广场、番禺万博的万达广场。2015年,新增供应集中在下半年,位于萝岗科学城的万达广场满租开业,推动广

州市优质零售物业总存量至约 227 万平方米。

从广州市商业营业用房市场运行看，受电商平台及新型购物中心的冲击和零售额增速放缓等因素，传统线下零售商陆续从购物中心退租。但是随着广州市居民收入提高，消费水平升级等因素驱动快时尚消费品和中端国际品牌仍逐步进入广州市进行业务扩张；购物中心逐渐成为居民的生活体验中心，餐饮、电影院、教育机构等商户租赁需求强劲，广州市优质商场首层租金水平保持稳健态势，2013 年起租金水平稳定在 1,300 元/月/平方米以上的水平，2015 年三季度租金水平为 1,372.40 元/平方米/月，较上年同期增长 0.91%。随着在珠江新城工作的白领及周边居住人群增加，该商圈市场氛围逐渐浓厚，餐饮类租户进驻活跃，整体带动了优质商场空置率的下行，广州市优质商场首层租金空置率由 2012 年 1 季度的 11.30% 下降到 2015 年三季度的 8.40%。

图 13 2012 年~2015 年 9 月广州市优质商场首层租金与空置率情况（单位：元/平方米/月、%）



资料来源：WIND 资讯、联合评级整理

总体看，广州市商业营业用房受广州市社会零售总额的增长保持稳定增长态势，购物中心逐步向消费体验中心转变，现场提供消费型商户与快时尚消费品商户租赁需求强劲。

（二）纺织业运行情况

纺织工业是我国国民经济的传统支柱产业和重要的民生产业，也是国际竞争优势明显的产业，在繁荣市场、扩大出口、吸纳社会就业、增加农民收入和促进城镇化发展等方面发挥着重要作用。

2010 年，随着金融危机的慢慢减退，东南亚纺织行业配套产品进口需求增加以及纺织原料价格上涨，纺织品出口提价，伴随着产业结构调整 and 产业升级步伐继续加快以及内外销市场继续向好，我国纺织行业各项指标开始回稳。2010 年上半年，在内需市场稳步增长、国际市场逐渐转好的拉动下，纺织业运行保持良好态势，我国纺织业加快转变发展方式，不断提升科技、管理和营销水平，生产、出口及利润实现平稳增长，企业利润逐步提升。进入 2010 年下半年，随着棉花等原材料价格快速高涨，纺织企业生产成本明显提升，企业利润空间收到挤压，行业景气有所下降。2012 年，出口欧美疲软、原材料和人工成本持续上升、订单向东南亚转移，许多外贸企业处在亏本或亏本边缘。面对恶劣的外部环境，企业通过一系列措施积极探寻出路，提高自动化水平，投入电子商务，建立品牌转内销。2013 年至今，纺织行业面临的外部环境总体好于前期，内需市场基本面依然良好，且随着各项宏观调控措施及市场信心稳定，内销市场增速仍有稳步提升的空间。但是原材市场仍存在较大不确定性，节能、环保压力加大，调整升级任务紧迫；原材料、劳动力等要素价格以及渠道费用持续上升；纺织品服装制造的比较优势减弱；以核心技术、品牌为优势的竞争优势尚待培育；订单持续向周边国家转移。进入 2015 年，纺织业面对转型挑战，工业品价格持续下降，生产要素成本上升，企业生产困难增多；同时创新不足，产能过剩的问题突出。与此同时，国际竞争加剧，环保压力加大，行业下行压力依然较大。

图13 2008年以来我国纺织业运行情况（单位：%、亿元）



数据来源：WIND资讯

总体看，我国纺织服装行业处在高速发展后期，随着国际竞争压力增大，各项要素成本上升，纺织品服装业的国际比较优势下降，产能及订单不断向周边国家转移，纺织品服装行业面临较大的下行压力。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于2001年，主要以商业地产出租和经营为主业，目前，公司持有两大核心物业，分别为广州国际轻纺城（以下简称“轻纺城”）和凯华国际中心。

轻纺城

位于广州中大商圈的轻纺城是国内唯一的一站式服饰面料、辅料综合采购平台，拥有国内最大的服饰辅料专业市场，是全国规模较大、经营品种较多的纺织品集散中心之一。从经营历史和经营规模看，轻纺城于2005年竣工投入使用，截至目前已经营超过10年。轻纺城建筑面积约20万平方米，可供出租商铺面积16.95万平方米，停车位763个，建筑主体含地下二层，地上七层，入驻商户主要以针织产品、内贸交易为主。

从区域位置看，轻纺城地处中大纺织批发商圈新港西路和瑞康路的交界处，位于广州市海珠区路网交通发达的区域，西邻东晓路，东邻广州大道，紧靠40米瑞康路，北接新港西路，向南可连通逸景路、新滘南路，距离琶州国际会展中心、内环路和华南快速干线入口均需5分钟车程，交通条件较为便利。

从内部设计情况看，轻纺城为贴切迎合服饰面料采购辨色的需求，商场规划设计了总面积近1.5万平方米的共11个采光中庭，自然光可以覆盖全楼，为全国首例；同时规划了纵横交错的垂直运输系统，楼内布置了102部垂直/滚动电梯。为方便客流往上流动，持续提升物业价值，公司目前正策划包括增加“飞天梯”在内的大规模内部配套设施升级改造工程。

从出租率和每平米平均收益水平看，2015年轻纺城的出租率达到97.68%，在广州地区的商业地产中处于高水平；轻纺城每平米平均收益¹为362元/平方米，三年年均增长23.59%，在广州地区的商业地产中处于高水平。

凯华国际中心

为进一步在商业地产运营领域进行开拓和发展，公司2014年投资了总建筑面积15万平米的超甲级写字楼凯华国际中心。凯华国际中心位于成熟的广州CBD珠江新城黄金位置，紧邻广州地标周大福中心(K11)，与丽斯卡尔顿、ROSEWOOD HOTEL 两间五星级酒店、ROSEWOOD HOTEL

¹ 此处收益包括商铺租赁收入、贸促推广收入和电商推广收入。

服务式公寓、K11 商场、K11 办公楼、环球大厦办公楼等，组成广州最大的、近百万平米的大型多业态城市综合体。凯华国际中心于 2016 年 1 月正式开始招租，吸引国际 500 强企业和国内大型实力租户，以金融及高端服务业为主要目标客户，并将于 2016 年 10 月开业，有望成为公司物业租赁及服务业务的又一重要支柱。

总体看，公司目前经营的轻纺城在经营历史和规模、区域位置、内部设计、出租率和租金水平等方面具有较强优势；公司拟投入运营的凯华国际中心项目区位优势明显，未来增值潜力较大，投入运营后有望为公司提供新的利润增长点。

2. 人员素质

公司现有董事长、董事、监事、总经理、财务总监共 6 人，均有丰富的行业经验和管理经验，较为了解行业的整体状况和公司的运营发展情况。

公司董事长兼总经理郑凯女士，49 岁，华南理工大学工学学士（工业管理工程专业），会计师。曾任职于华南理工大学、珠海供电局。2003 年进入公司工作，历任总经办主任、副总经理。目前任公司董事长兼总经理、广州国际轻纺城有限公司董事长。

截至 2015 年底，公司共有员工 508 人。其中工程类人员 26 人，占员工总数的 5.12%；市场类人员 34 人，占员工总数的 6.69%；物业服务类人员 333 人，占员工总数的 65.55%；职能类人员 115 人，占员工总数的 22.64%。大学本科及以上学历 157 人，占员工总数的 30.91%；大学专科学历 127 人，占员工总数的 25.00%；大专及以下学历 223 人，占员工总数的 43.90%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《外资企业法》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。公司董事会是公司的最高权力机构，由 3 名董事组成，任期三年。董事会会议按照相关流程规定召开，负责公司重大事项的决策。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，总经理直接对董事会负责，执行董事会的各项决定，组织领导公司的日常生产、技术、生产安全和经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构较简单，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、采购部、投资部、机电部、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、销售二部、销售行政部、合约成本一部、合约成本二部、商业地产部、人力资源部、总经办等 17 个职能部门。

财务管理制度方面，公司制定了《预算管理规程》、《现金管理规程》、《票据管理规程》、《收款管理规程》等，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。

内部审计制度方面，公司制定了《内部审计制度》，规定了公司内部审计机构及审计人员的职责与权限，内部审计机构及审计人员就公司的经营管理活动开展各类专项审计，了解审计发现的情况及督促审计整改的实施。

业务制度方面，公司制定了《生产采购管理制度》、《商铺租赁档案合同管理规程》、《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。

关联交易管理方面，公司制定了《关联交易管理规定》。公司的关联交易应遵循诚实信用、不损害公司及非关联股东合法权益、关联股东及董事回避、公开、公平、公正的基本原则。关联交易的价格或收费原则上不偏离市场，按独立第三方的标准。

融资、投资管理方面，公司制定了《投资管理规程》、《融资管理规程》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。

对外担保方面，公司制定了《对外担保管理规程》对担保审批权限、风险评估、担保执行监控、披露流程等相关活动进行规范，严格控制担保风险。对外担保或其他方式的对外提供资金事项，均需严格按照公司章程的规定，履行法定的审议程序。重大对外担保事项需报公司董事会批准。

人力资源管理制度方面，公司制定了《工作时间管理制度》、《薪酬管理规定》等，对公司劳动定员管理、内部劳动调配管理、劳动合同管理、职工奖惩办法和职工培训管理办法等做出了规定。

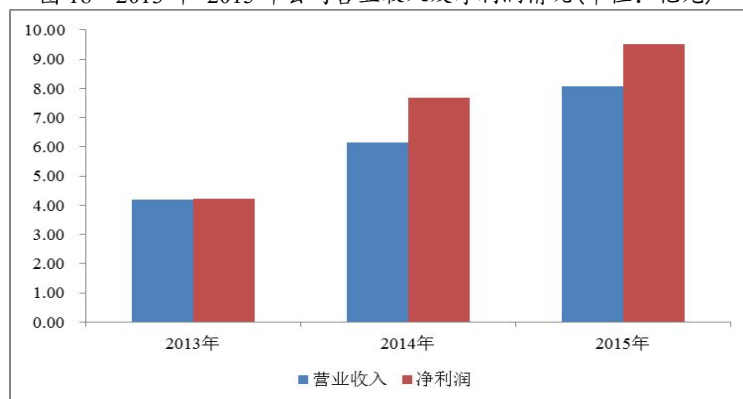
总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要在中大纺织商圈从事自有物业轻纺城的租赁与物业管理业务。2013~2015年，公司发展速度较快，营业收入年均增长38.61%，主要系轻纺城平均租金逐年增加，出租率提高以及收购关联公司广州国际轻纺城有限公司和广州国际轻纺城服务有限公司增加了贸促推广服务、电子信息增值服务和物业管理服务业务收入所致；2015年公司实现营业收入8.08亿元，较上年增长31.49%，主要系2015年租金水平提高、租金收入增长，以及收购了关联公司广州国际轻纺城服务有限公司导致公司合并范围内新增物业管理收入所致。2013~2015年，公司净利润总额及增长速度高于营业收入，主要系公司的自有物业增值较快所致，公司净利润年均增长50.27%；2015年，公司实现净利润9.51亿元，较上年增长23.79%。

图 18 2013 年~2015 年公司营业收入及净利润情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司审计报告

从公司主营业务的收入构成来看, 2015 年公司收购了关联公司广州国际轻纺城服务有限公司(从事轻纺城的物业管理业务), 增加了物业管理服务。2013~2015 年, 公司物业租赁及服务收入增加较快, 年均增长 30.73%, 主要系轻纺城平均租金增长较快, 出租率逐年提高以及收购关联公司增加贸促推广服务、电子信息增值业务所致; 2015 年, 公司物业租赁及服务业务实现收入 7.19 亿元, 占比 88.95%。公司物业管理业务于 2015 年 5 月并入合并报表; 2015 年, 公司物业管理及其他业务实现收入 0.89 亿元, 占比 11.05%。

毛利率方面, 近几年公司主营业务整体毛利较高, 平均在 90.00%以上, 主要系公司自持物业采取公允价值计量法, 营业成本不含物业折旧, 使得其营业利润率处于较高水平。2013~2015 年, 公司物业租赁及服务业务毛利率逐年小幅下降, 其中 2014 年, 公司物业租赁及服务业务毛利率为 97.59%, 较上年下降 2.24%, 主要系公司收购广州国际轻纺城有限公司增加贸促推广服务, 该项服务所需人工成本较高所致; 2015 年, 公司物业租赁及服务业务毛利率为 96.86%, 较上年下降 0.73%, 主要系公司当年收购了广州国际轻纺城服务有限公司和广州国际轻纺城广告有限公司, 上述公司业务人工成本较高所致。2014~2015 年, 物业管理及其他服务毛利率增长迅速, 主要系 2015 年公司收购关联公司增加了物业管理业务所致; 2015 年, 公司物业管理及其他业务毛利率为 48.42%。

表 4 2013 年~2015 年公司主营业务收入细分情况 (单位: 亿元、%)

项目	2013 年度			2014 年度			2015 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	4.21	100.00	99.83	6.13	99.78	97.59	7.19	88.95	96.86
物业管理及其他	--	--	--	0.01	0.22	4.46	0.89	11.05	48.42
合计	4.21	100.00	99.83	6.15	100.00	97.39	8.08	100.00	91.51

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

总体看, 公司作为中大纺织商圈最大的纺织品专业批发市场, 主营业务突出; 面对纺织行业下行的市场环境, 公司凭借其优质管理与增值服务实现了营业收入较快增长; 近几年由于新收购公司业务人工成本较高, 公司物业租赁及服务业务毛利率有所下降, 但整体毛利率仍处于较高水平。

2. 广州国际轻纺城概况

轻纺城于 2003 年开工, 2005 年竣工投入使用, 目前已经运营 10 年。从轻纺城功能区域分布情况看, 公司根据轻纺城的楼层结构与纺织业批发业特点对各楼层不同市场功能进行了合理布局。负 1 层是辅料交易广场, 提供服装制造所需的拉链、五金、花边、纽扣等原料的交易场所, 目前

拥有商户 816 家，实现出租率 98.56%；1 层的品牌面料交易中心是大客户现货交易区，每天进行纺织品现货交易，支撑纺织业批发市场的交易流量，目前拥有商户 563 家，实现出租率约 100%；2~3 层的品牌面料交易中心，是以订单交易方式为主的市场，主要进行纺织面料产品的展示与拣选，客户在此选好面料后进行订购，目前拥有商户共 909 家，实现出租率约 96.11%；4 层的面料交易中心是实力型商户的旗舰店，商户在此搭建自己的宣传展示窗口和客服中心，增加入驻商户与品牌服装厂商的粘性，向品牌服装厂商设计师和采购经理提供商务交流的场所，目前拥有商户 220 家，实现出租率约 97.92%；5~6 层品牌面料常年展贸展示中心，入驻商户大都是公司型客户，商户以成衣形式展示面料，主要面对的是品牌服装厂商的采购经理和设计总监，目前共拥有商户 159 家，实现出租率约 99.40%；7 层是综合服务区，主要以会议室、展览厅、餐饮区构成为主，为入驻商户提供展览、推介、会务服务。餐饮区引入快餐类品牌企业入驻，为入驻商户工作人员提供餐饮保障，目前共拥有商户 11 家，实现出租率约 80.18%。

表 5 轻纺城功能区域分布情况（单位：平方米、家）

区 位	经营定位	商铺产权面积	商铺可出租面积	商铺已出租面积	商户数量
CDEF7 层	综合服务区（检测中心、银行、餐饮、多功能服务区）	18,698.46	4,567.00	3,662.00	11
CDEF6 层	品牌面料常年展贸中心	18,746.58	18,746.58	18,691.16	79
CDEF5 层	品牌面料常年展贸中心	18,479.91	18,479.91	18,311.78	80
CDEF4 层	面料交易中心	20,067.60	20,083.37	19,665.30	220
CDEF3 层	面料交易中心	20,333.69	20,361.44	19,471.10	358
CDEF2 层	面料交易中心	20,648.11	20,697.53	20,492.31	371
CDEF1 层	面料交易中心	20,120.44	18,826.00	18,826.00	389
CDEF 负 1 层	辅料交易广场（五金、拉链、花边、纽扣区）	30,159.43	29,999.61	29,568.57	816
AB2 层	饰品交易中心	9,392.15	9,085.08	8,230.84	180
AB1 层	面料交易中心	8,645.65	8,693.29	8,693.29	174
合 计	--	185,292.02	169,539.81	165,612.35	2,678

资料来源：公司提供

从周边竞争情况看，自轻纺城运营以来，中大纺织商圈先后成立了多个纺织面辅料批发城，如广州长江轻纺城、长江服装辅料市场、长江纺织城、长江布匹纺织城、珠江国际纺织城、顺华纺织辅料交易中心和鸿洲国际纺织城等。上述纺织城建筑体量较大、经营业态与轻纺城相似，虽然轻纺城取得了先发优势、信息优势、商户聚集优势且服务质量不断提升，但是其经营与管理模式易被竞争对手模仿，仍面临一定的竞争压力。

总体看，公司轻纺城物业经营历史较长，内部功能区域分布合理，场内出租率较高，但由于周边经营业态相似的竞争对手较多，公司轻纺城运营面临一定的竞争压力。

3. 广州国际轻纺城物业经营

公司目前营业收入以轻纺城的租金收入为主，为了保证租金收入的持续性、自持物业的增值性、入驻商户的优质性、增加入驻商户的粘性和轻纺城的市场聚集优势，公司在市场开发、经营管理、促贸服务、电子商务和对入驻商户的资金支持等方面设立了专职部门进行经营管理。

（1）轻纺城经营管理

市场开拓方面，对于优质客户的首次招商，公司招商部主动寻找客户，建立了遍布全国的纺织商户资料库，通过现场考察及电话沟通充分了解每一个意向客户的商业信息，包括：生产能力、经营网点分布、经营产品特点、产品购销渠道、企业运营理念等，通过细致专业的甄选，进入备选客户名单。在商铺租赁合同到期或转租进行客户结构调整时，择机将其引进。

二手铺面交易方面，部分商户在租赁期内不再经营纺织品销售业务，此类商户有转租铺面的意向。公司为避免炒家哄抬轻纺城租金价格增加商户租赁成本以及优化客户结构，对商户转租铺面交易进行审核（转租价格由转租商户与租赁下家自行决定）。商户需在轻纺城内经营一年以上才具有转租资格。对于商铺的租赁下家，公司会对其营业资质、经营实力、和诚信度等方面进行考察，通过3个月的考核期后，允许其入场经营。每年轻纺城的存量商户中会有4~5%的商户有转租需求，公司通过对二手铺面交易审核来调控市场的经营业态、供给产品和商户成份，优化客户结构；二手铺面转租交易也提供了铺面租金市场化定价机制。

合同期满后续约方面，公司建立了商户信息数据库，凡是入驻轻纺城的商户都会进入公司数据库系统，采集信息包括如：店长资料、铺面装修情况、经营业态、销售产品类型、物业报修/报检事项、下游服装企业投诉情况等数据，公司通过对客户进行质量分析，同时结合面料市场趋势与产品结构发展态势，决定是否与商户续租。经营管理方面，从商户签约伊始，公司客服人员与物业管理人员组成服务项目团队，对新入驻商户的店面装修、店面布置、招牌设计、货品摆放、开业支持进行全面辅导。商户营业期内，公司客服人员会与商户进行不定期访谈，将商户最新信息录入客户信息系统；会定期检查商户是否遵守轻纺城的商业规则，处理下游纺织品采购商的投诉事宜，维护市场的市场秩序，使下游纺织采购商有较为优质的市场环境；了解商户的贸易促进需求、商户的产品结构、商户的转租需求、物业需求等信息为招商部、贸易促进部/广告部、物业管理部开展业务提供信息支持。

（2）轻纺城业务运营

目前，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%。近年来，轻纺城综合收入增长迅速，主要是商铺出租率和租金水平的提高以及由于贸促推广和电商推广等增值服务和水平的提升使得相关业务收入增加所致。

表6 2013年~2015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	2013年			2014年			2015年		
		出租率	单位收益	年收入	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	69.00	116	440	80.18	130	570	80.18	178	782
CDEF6层	成长区	81.45	30	545	99.70	32	718	99.70	36	817
CDEF5层		99.40	36	795	99.09	37	815	99.09	40	889
CDEF4层	半成熟区	25.70	77	477	91.98	315	6,975	97.92	352	8,311
CDEF3层		99.26	157	3,811	97.75	360	8,604	95.63	472	11,028
CDEF2层		99.97	261	6,485	100.00	499	12,385	99.01	670	16,474
CDEF1层	成熟区	100.00	574	12,967	100.00	577	13,042	100.00	582	13,150
CDEF负1层		97.85	369	13,008	97.93	389	13,707	98.56	402	14,272
AB2层	成长区	92.56	41	412	90.94	41	395	90.60	44	434
AB1层	成熟区	99.78	299	3,115	100.00	393	4,105	100.00	548	5,718
轻纺城总体		87.36	237	42,054	97.26	310	61,315	97.68	362	71,875

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。

① 商铺租赁业务

商铺租赁业务由公司经营。2013~2015年，在中大纺织商圈较稳定的商业气氛中，轻纺城收入呈逐年快速递增态势，主要系平均收益增长和出租率提高所致。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有着不同速度的增长。2015年，轻纺城均价上涨到362元/平方米/月；2013~2015年，轻纺城出租率年均增长4.51%，2015年出租率为97.68%，较上年增长0.42%；2013~2015年，轻纺城年收入年均增长30.73%，2015年收

入为 7.19 亿元，较上年增长 17.22%。

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。自成立以来，轻纺城商铺租金主要经历了三个调整阶段。2005 年至 2008 年或 2011 年是首个合同期，公司主要采取“以价就客”的经营策略，用优惠租金、短租期（3 至 6 年）、适宜的付款方式全数吸引优质租户，更以低租金、超长租期条件把当年营业额超过 10 亿元的十大针织大户全部吸纳入场。2008 年或 2011 年至 2014 年是第二个合同期，公司仍以相对优惠的租金水平，长短不一的“插花”租期和有约束力的付款方式续租旧客户，以培养客户忠诚度。并通过实力租户反复培育采购商对轻纺城的粘性，继续巩固轻纺城初步形成的行业标杆地位。2014 年至今是第三个合同期，公司开始适当提升租金水平，配合相应的长短不一的“插花”组合，获取该租金收入和未来每年持续稳定的现金流入。

具体来看，成熟区租金单价高，一铺难求，租期届满后租金增幅显著。其中，CDEF1 层超过 50%的商铺已于 2015 年提前一年续租（新合约在 2016 年中开始生效），签约均价为 1,811 元/平方米/月。2015 年 CDEF 负 1 层约 10%的商户续约，签约均价为 566 元/平方米/月（其他面积将于 2018 年到期）。AB1 区，在 2014 年存在大批长租商户旧合同到期并续约，2014 年的均价上升到 393 元/平方米/月，2015 年全年执行新续约合同，故继续大幅上涨。

半成熟区经过多年发展，目前的均价为 360~670 元/平方米/月。CDEF2 层及 CDEF3 层，由于 2014 年有较多长租合同集中到期，2014 年均价分别上涨到 499 和 360 元/平方米/月，租金收入也相应上涨，2015 年全年执行新合同及继续有部分租户续约，年收入分别上涨到了 16,474 万和 11,028 万。2013 年，公司对 CDEF4 层进行了大规模的升级改造，把功能定位从辅料改成面料，把原来的大面积商铺改成小面积商铺形式，成功实现了转型，改造后均价上涨到了 315 元/平方米/月。CDEF4 层，在 2013 年度基本上全年均处于停租改造时期，出租率低，之后商户大量入驻出租率显著提高。

目前，成长区尚处于培养客户阶段，公司控制租金增幅以吸纳优质客户。CDEF5、6 层，是展厅式写字楼，铺面面积大，租金单价低，租期短（2~3 年期），租金总额小，在未来的两三年后，将仿照 CDEF4 进行大面积商铺改成小面积商铺的改造。CDEF5 层由于楼层较高，2014 年下半年虽然有 100 多租户续约，但大部分在 11~12 月续约，对均价及年收入的影响不大，故租均价增长率较低；2015 年，由于上年续约的大批租户全年执行新合同，加上有约 50 户租户续约，故均价及年收入分别上升到 40 元/平方米/月和 889 万。CDEF6 层由于 2014 年有 160 多租户旧合同到期并续约，故均价有所上升，加上出租率从 81%上升到了 99%，2014 年年收入大幅上升；2015 年有约 50 户租户旧合同到期并续约，从而均价及年收入分别上升到 36 元/平方米/月和 817 万。AB2 层入驻的商户在 2006~2007 年签约，由于公司当时执行租期为 10 年的养商模式，其单价低，总额小，未来到期后也将仿照 CDEF4 楼进行改造，从辅料改成面料区，预计均价将大幅增长；AB2 层 2014 年租金比较稳定，但出租率下降导致年收入也略有下降；2015 年由于部分让利给商户的合同到期，公司通过自主招商从而提高了均价，年收入也有所上升。

综合服务区，包括检测中心、银行、快餐店及多功能服务区。2014 年，CDEF7 层出租率从 69%上升到 80%，故年收入大幅上升；2015 年一间银行退租，但新增了另一银行，而新增的银行租金远高于均价，导致均价大幅上升，从而年收入也大幅增加。

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限的租金；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。

表 7 近期租赁合同支付方式（单位：%）

成长状态	楼层	支付方式	
		一次性支付（含按揭）	分期支付
成熟区	AB1 层	53.53	46.47
	CDEF 负 1 层	78.94	21.06
	CDEF1 层	92.59	7.41
半成熟区	CDEF2 层	43.55	56.45
	CDEF3 层	27.73	72.27
	CDEF4 层	71.31	28.69
成长区	AB2 层	96.83	3.17
	CDEF5 层	100.00	0.00
	CDEF6 层	79.89	20.11
综合区	CDEF7 层	0.00	100.00

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，其中 3 年以上合同期的商铺占比为 77.24%，6 年以上合同期的商铺占比为 55.87%。具体来看，成熟区的租期以 8~12 年为主；半成熟区，CDEF2 层以 3~10 年为主，CDEF3 层以 2~6 年为主；成长区 CDEF5 和 6 层以 2~3 年为主，CDEF7 层以 6~8 年为主。

表 8 公司现有正在执行合同租赁期限情况（单位：间，%）

租赁期限	商铺数量	占比
3 年以内（含 3 年）	926	14.95
3-6 年（含 6 年）	1,137	29.18
6-12 年（含 12 年）	1,965	55.35
12 年以上	39	0.52
合计	4,067	100.00

资料来源：公司提供

注：由于存在一家商户租赁多个商铺，因而合同数量与商铺数量不一致，表中“占比”为按照商户所签订的合同数量进行统计的比例。

② 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，公司会为入驻商户提供贸促推广服务，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。具体来看，3 年及以内占比 19.34%，4 到 5 年占比 23.04%，6 年及以上占比 57.62%。

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科技网络有限公

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，等服务项目供商户选择。在服务费厘定方面，上述各类电子信息增值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。提供不同价格的服务项目；在签约期限方面，电子信息增值产品签约期限一般为 3 年、6 年和 10 年。具体来看 3 年及以内占比 28.82%，4 到 5 年占比 24.81%，6 年及以上占比 46.37%。

总体看，轻纺城已经发展为综合性专业纺织品批发商场，为客户提供优良的物业租赁服务、贸促推广服务、电子商务服务以及物业管理服务和配套设施。近年来，轻纺城内商户较为稳定，租期普遍较长，出租率保持在较高水平，租金水平有较大增长。随着轻纺城成长区进行持续的物业改造，以及其他区域合约陆续续签，未来公司平均综合收益会有较大幅度的增长。

4. 物业服务

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。公司为了提高服务质量，于 2011 年起聘请仲量联行香港分支机构做物业管理顾问服务，每半年进行专项审计，不定期做物业验查；聘请特恩斯市场研究公司做商户的满意度调查，形成反馈意见以使公司持续改进物业服务；聘请全球最大的设施服务公司 ISS 进行轻纺城的清洁服务。公司组建了 24 小时呼叫中心，新增了客服大厅叫号系统。构建了消防安全管理体系，落实消防安全责任制，签订消防安全责任书，为轻纺城项目和商户购买了商铺/商业楼宇财产一切险、公众责任险。为了保证商户的经营安全，公司在治安监控方面引入“中央控制”管理模式，配备全天候保安监控系统和大型监控中心，采用电子巡逻系统，进行 24 小时保安巡逻。2015 年，公司物业收入为 0.89 亿元。

5. 凯华国际中心

公司已经开始发展写字楼租赁业务，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。目前公司凯华国际中心项目正在进行内部升级改造和装修，预计于 2016 年 10 月正式投入租赁使用。

凯华国际中心项目楼高 252 米，总计 53 层、总建筑面积 15 万平方米，其中 1~6 层为商业裙楼、7~53 层为办公空间、地下 4 层停车场共配备 810 个停车位。项目单层面积为 2,300 平方米，进深达 11~12 米，布局方正。项目外立面采用三层 LOW-E 玻璃，高效隔音、隔温，视野开阔。VAV 空调系统，鲜风量 40m³/时/人，PM2.5 有效过滤率 99%。

表 9 凯华国际中心项目情况

高度	252 米
层数	53 层
总建筑面积	15 万平方米
可出租面积	11 万平方米
项目单层面积	2,300 平方米
进深	11~12 米

楼层布局	1~6 层为商业裙楼 7~53 层为办公空间
停车位	负 1~负 4 层 810 个
外立面	三层 LOW-E 玻璃幕墙
VAV 空调系统	新风量 40m ³ /时/人；PM2.5 有效过滤率 99%
电梯	垂直电梯 26 台，扶梯 8 台

资料来源：公司提供

公司拟引进金融、高端服务业、电子商务和高端制造业的区域总部与销售中心类型的优质客户；25%的可租赁面积拟用于世界 500 强企业的招租，75%的可租赁面积拟用于符合上述行业在国内具有发展潜力的企业招租。公司拟分两期招租，2016 年开始第一期招租。目前，公司已经委托世邦魏理仕公司作为项目的首席招租代理，聘请仲联量作为物业服务机构。

从周边写字楼竞争情况看，近年来，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，市场开拓与凯华国际中心较为同质，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 月正式预租，目前参照相同地段写字楼的租金情况进行市场定价，2016 年出租率预计为 35%，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，在租金上给予一定优惠，租金定价低于周边平均水平，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，届时公司将会把租金调高至接近市场平均水平。

表 10 凯华国际中心周边相同地段写字楼的租金情况（单位：元/平方米/月）

写字楼	报价
东塔	150~300
侨鑫国际	200
越秀金融大厦	200~260
珠江城	200

资料来源：网络收集整理

公司计划于 2016 年 10 月正式运营凯华国际中心项目，根据公司预测，2016~2020 年合计租金收入约为 8.01 亿元，未来凯华国际中心经营及收入预测情况如下表所示。

表 11 凯华国际中心项目租赁业务未来收入预测

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
出租面积（平方米）	38,500	107,800	107,800	107,800	107,800
出租率（%）	35%	98%	98%	98%	98%
租金收入（万元）	3,118.50	14,627.25	20,790.00	20,790.00	20,790.00

资料来源：公司提供

总体看，公司拟开展的凯华国际中心项目位于珠江新城 CBD 的核心区，市场定位清晰，物业设施较为优良，周边交通便利配套设施较为成熟，项目落成后，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。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。

6. 自持物业增值情况

公司所持物业轻纺城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；拟开展的凯华国际中心项目位于珠江新城 CBD 的临江核心区，区域位置较好，商业气氛浓厚。轻纺城项目物业价值近年增长较快，年均增长 5.54%。2013~2015 年，公司自持物业资产评估价值

分别为 117.67 亿元、123.50 亿元和 182.84 亿元。

表 12 2013 年~2015 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			2015 评估单价
		2013	2014	2015	
广州国际轻纺城	19.31	117.67	123.50	131.06	6.79
凯华国际中心	9.26	--	--	51.78	5.59
公允价值变动收益	--	3.19	5.83	7.63	--

资料来源: 公司提供; 另外此处凯华国际中心仅为预售的 480 套数据, 不包括凯华国际中心项目中少量现售部分。

总体看, 轻纺城处于中大纺织市场的核心位置, 商圈成熟度高, 近年来公司对轻纺城进行了较为良好的管理, 轻纺城保持了持续增值的态势; 公司拟开展的凯华国际中心项目位于珠江新城 CBD 的临江核心区, 地域优势稀缺, 未来增值可期。

7. 公司在建及拟建项目

公司在建项目投资总额为 4.92 亿元, 资金来源全部是自有资金, 所有项目均将于 2016 年建设完成。截至 2015 年底, 公司在建项目已完成投资额 3.02 亿元, 尚未完成投资额 1.90 亿元。其中, 凯华国际中心升级改造工程项目是公司拟开展的物业凯华国际中心大楼进行的内外设施以及内部装修进行升级改造, 2016 年凯华国际中心升级改造工程计划投资 1.87 亿元。

表 13 公司在建项目情况 (单位: 万元)

序号	在建项目	总投资	资金来源	项目进展安排	截止 2015 年 12 月完成投资情况	2016 年投资计划
1	凯华国际中心升级改造工程	47,870	自有资金	2014/10/31 至 2016/10/31	29,215	18,655
2	广州国际轻纺城 1 号展馆升级改造工程	950		2015/8/15 至 2016/1/5	900	50
3	广州国际轻纺城负 2 夹层中央仓库区及卫生间改造升级改造工程	350		2015/11/10 至 2016/2/14	90	260
4	广州国际轻纺城 B5、#9 电房切非电源改造工程	50		2015/12/25 至 2016/2/14	15	35
	合计	49,220	--		30,220	19,000

资料来源: 公司提供

公司未来拟开展项目投资总额为 1.42 亿元, 主要是对轻纺城和凯华国际中心进行的升级改造项目。

表 14 公司拟建项目情况 (单位: 万元)

序号	拟建项目	拟投资总额	预计开工时间	预计完工时间	所在地	资金筹措方式
1	凯华国际集团办公室	3,000	2016/10/15	2017/6/30	广州凯华国际中心 51~53 层	自有资金
2	凯华国际中心餐厅	800	2016/6/1	2016/10/30	广州凯华国际中心 4 层	
3	凯华国际中心商业裙楼	200	2016/6/1	2016/10/30	广州凯华国际中心 6 层	
4	广州国际轻纺城 B5 电房 2#3#变低压进线联络柜更换供货及安装	42	2016/1/1	2016/2/15	广州国际轻纺城负 1 层	
5	广州国际轻纺城整体升级改造	10,000	2016/3/1	--	广州国际轻纺城负 2~7 层	
	合计	14,042	--	--	--	--

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。

8. 关联交易

2014年，公司向关联方深圳市三九国裕发展有限公司（以下简称“深圳三九”）收购了其拥有的联营公司广州国际轻纺城有限公司70%的股权，收购对价为人民币3,500万元。广州国际轻纺城有限公司及其全资子公司广州华迅网络科技有限公司主要为轻纺城的入驻商户提供贸促推广等增值服务。

2015年5月，公司向广州市三九国裕房地产开发有限公司（以下简称“广州三九”）和深圳三九收购了其分别持有的广州国际轻纺城服务有限公司的70%和30%股权，收购对价总额为人民币175.48万元。广州国际轻纺城服务有限公司主要为轻纺城的入驻商户提供物业管理服务。

2015年7月，公司向广州三九和深圳三九收购了其分别拥有的广州国际轻纺城广告有限公司的70%和30%股权，收购对价分别为人民币70.82万元和人民币30.35万元，合计人民币101.17万元。

总体看，公司近期收购的企业均系为轻纺城的商户提供增值服务的专业公司，收购行为有助于完善公司的业务链，为商户提供优质服务，增强轻纺城整体经营实力。

9. 经营关注

中大纺织商圈竞争风险

中大纺织商圈同类纺织原材料批发城较多，可租赁面积较大，轻纺城项目面临较为激烈的竞争。

业务单一且纺织品制造行业景气度低迷风险

公司主要经营项目为轻纺城项目，目前收入主要来源于商铺出租，业务比较单一。近年来，原材料、劳动力等要素价格以及融资成本、渠道费用持续上升，纺织品服装制造的比较优势减弱，订单持续向周边国家转移，企业生产困难增多，产能过剩的问题突出，行业下行压力较大，纺织行业持续低迷的运行情况对轻纺城的租金水平可能产生一定压力。

广州市办公楼集中入市风险

目前，珠江新城CBD高端物业云集，公司拟开展的凯华城项目面临较为激烈的竞争。根据仲联量行数据，自2015年三季度后未来12个月广州市办公楼集中入市体量较大，如果市场需求的无法消化供应量的增长，会对凯华国际中心项目的出租率及租金水平产生一定压力。

10. 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，公司未来发展前景可期。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 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，3 年均出具标准无保留审计意见。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。2014 年报表合并范围新增深圳大金树进出口贸易有限公司、广州国际轻纺城有限公司、广州华迅科技网络有限公司和广州中纺纺织品检测服务有限公司；2015 年报表合并范围新增广州国际轻纺城服务有限公司和广州国际轻纺城广告有限公司。考虑到公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

表 15 2013~2015 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	新增家数
2014 年	4
2015 年	2

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司合并资产总额 208.80 亿元，负债合计 106.11 亿元，所有者权益 102.68 亿元；2015 年公司实现营业收入 8.08 亿元，净利润 9.51 亿元（全部为归属于母公司所有者净利润）；2015 年公司经营活动现金流量净额为 20.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.94 亿元。

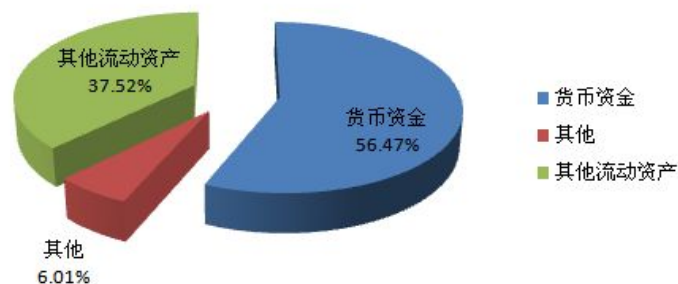
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模增长较快，年均增长 22.08%，主要是非流动资产的增加。截至 2015 年底，公司合并资产规模达 208.80 亿元，其中流动资产占 4.76%，非流动资产占 95.24%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产逐年下降，年均复合下降 25.27%，主要是货币资金和其他应收款的减少。截至 2015 年底，公司流动资产为 9.95 亿元，较 2014 年底减少 5.77%，主要系其他流动资产减少所致。近三年公司流动资产构成变化不大，以货币资金（占比为 56.47%）和其他流动资产（37.52%）为主，截至 2015 年底流动资产构成情况如下图所示。

图 19 公司 2015 年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金呈波动减少趋势，年均复合下降 34.75%，2014 年较 2013 年大幅减少 65.82%，主要系公司 2014 年购买的保本浮动收益类银行理财产品较 2013 年大幅增加并将该部分资产转入其他流动资产所致。截至 2015 年底，公司货币资金余额为 5.62 亿元，较 2014 年增长 24.53%，主要系 2015 年公司部分银行理财产品到期赎回所致。截至 2015 年底，公司货币资

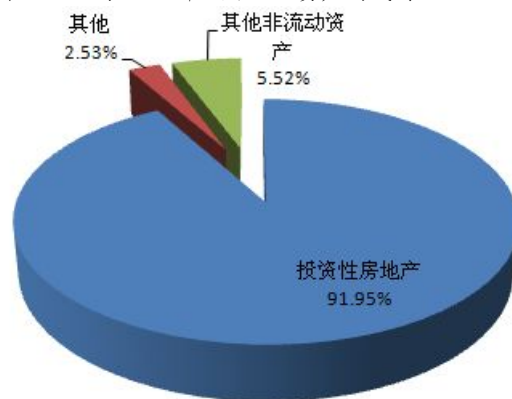
金主要为银行存款（占比 99.22%）和库存现金（占比 0.78%）。公司货币资金无受限资金。

2013~2015 年，公司其他流动资产波动增长，年均增长 169.03%，2014 年较 2013 年大幅增长 968.50%，主要系公司购买的银行理财产品增加所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产余额为 3.73 亿元，较 2014 年底下降 32.26%，主要系公司部分银行理财产品到期赎回导致可供出售金融资产减少所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产由可供出售金融资产（占比 91.36%）和预缴营业税金及附加（占比 8.64%）构成。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均增长 27.52%，主要是投资性房地产和其他非流动资产的增加。截至 2015 年底，非流动资产合计 198.85 亿元，较 2014 年底增长 9.81%，主要系投资性房地产增加所致。2013~2015 年，公司非流动资产构成变化不大，以投资性房地产（占比为 91.95%）和其他非流动资产（占比为 5.52%）为主，截至 2015 年底非流动资产构成情况如下图所示。

图 20 公司 2015 年底非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司投资性房地产快速增长，年均增长 24.66%，2014 年底较 2013 年底增长 4.96%。截至 2015 年底，公司投资性房地产余额 182.84 亿元，较 2014 年底大幅增长 48.05%，主要系广州富力嘉盛置业发展有限公司交付了部分公司 2014 年购买的凯华国际中心写字楼所致，公司已交付的部分确认为在建投资性房地产（未交付部分计入其他非流动资产）。截至 2015 年底，公司投资性房地产由房屋及建筑物（价值 131.06 亿元）和在建投资性房地产（价值 51.78 亿元）构成。其中，房屋及建筑物为公司经营的广州国际轻纺城中用于出租的投资性房地产，在建投资性房地产为已交付的、由公司进行内部装修的凯华国际中心写字楼。截至 2015 年底，公司账面价值 104.60 亿元的投资性房地产作为长期借款的抵押物，已抵押的投资性房地产占投资性房地产总额的比例为 57.21%。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，不计提折旧或进行摊销，在资产负债表日以投资性房地产的公允价值为基础调整其账面价值，公允价值与原账面价值之间的差额计入当期损益。2013~2015 年，公司投资性房地产公允价值分别增加 3.19 亿元、5.83 亿元和 7.63 亿元。根据广东中联羊城资产评估有限公司出具的中联羊城评字【2016】第 FHMPD0018 号、FHMPD0019 号和 FHMPD0021 号评估报告，2013~2015 年，轻纺城建筑面积共 193,070.9230 平方米的投资性房产市场价值评估值分别为 1,176,778 万元、1,234,926 和 1,310,785 万元；根据广东中联羊城资产评估有限公司出具的中联羊城评字【2016】第 FHMPD0020 号评估报告，2015 年凯华国际中心建筑面积共 92,622.26 平方米的投资性房产市场价值评估值为 517,611

万元。²

2013~2015年，公司其他非流动资产大幅增长，年均增长343.16%。2014年底较2013年底增加9,281.14%，主要系2014年公司购置的凯华国际中心写字楼尚在建设过程中且控制权不在公司，公司将该部分资产确认为其他非流动资产所致。截至2015年底，公司其他非流动资产余额为10.97亿元，较2014年底大幅减少79.07%，主要系2015年富力地产完成凯华国际中心写字楼部分单元的兴建工作并将控制权交予公司，公司将该等已交付写字楼确认为在建投资性房地产并将对应的购置成本从其他非流动资产科目转出所致。

总体看，公司资产中以投资性房地产为主的非流动资产占比较大；以货币资金和其他流动资产为主的流动资产占比较小，符合公司自持商业物业出租的业务模式特点。考虑到公司投资性房地产区位优势明显，增值潜力较大，公司整体资产质量较好。

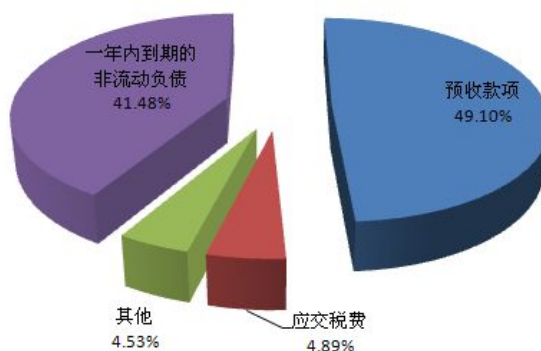
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债较快速增长，年均增长45.43%，主要系非流动负债增长所致。截至2015年底，公司负债合计106.11亿元，其中流动负债占比14.09%，非流动负债占比85.91%，公司债务构成以非流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债快速增长，年均增长33.28%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。2013~2015年，公司流动负债构成变化不大，截至2015年底，公司流动负债以一年内到期的非流动负债（占比为41.48%）和预收款项（占比为49.10%）为主，截至2015年底流动负债构成情况如下图所示。

图21 公司2015年底流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，年均增长123.21%，2014年底较2013年大幅增长291.43%，主要系公司一年内到期的长期银行借款增长所致。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为6.20亿元，较2014年底增长27.28%，全部为一年内到期的长期借款。

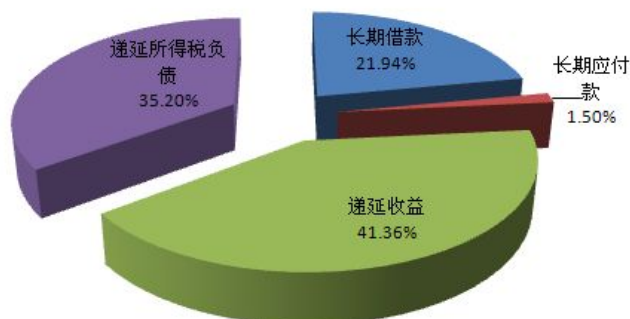
2013~2015年，公司预收款项快速增长，年均增长41.44%，2014年底较2013年大幅增长79.43%。截至2015年底，公司预收款项为7.34亿元，较2014年底增加11.49%，主要系公司重新与租户签订租赁及服务合同，而新签约合同的平均租金及服务价格大幅提高，从而收到的预付租金及服务费用较多所致。

2013~2015年，公司非流动负债快速增长，年均增长47.76%，主要系长期借款、长期应付款

² 517,611万元为对凯华国际中心项目中预售的480套评估对象的评估价值，不包括凯华国际中心项目中少量现售部分。

和递延收益增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债为 91.16 亿元，非流动负债主要由长期借款（占比为 21.94%）、递延收益（占比为 41.36%）和递延所得税负债（占比为 35.20%）构成，截至 2015 年底非流动负债构成情况如下图所示。

图22 公司2015年底非流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司长期借款波动增长，年均增长 136.99%，主要系 2014 年公司为购置富力盈耀大厦（后更名为凯华国际中心）向银行的抵押贷款大幅增加所致。截至 2015 年底，公司长期借款为 20.00 亿元，较 2014 年底下降 23.68%，主要系 2015 年公司无新的投资项目，银行借款减少所致。银行对公司支持力度较大，中长期贷款资金价格较为优惠，2015 年公司长期借款加权平均年利率约为 6.91%，公司以投资性房地产（轻纺城）作为长期借款的抵押物。其中，2~3 年到期的长期借款占比 39.00%，3~4 年到期的长期借款占比 29.73%，4~5 年到期的长期借款占比 17.79%，5~8 年到期的长期借款占比 13.48%，长期借款还款期限分布较为均匀。

2013~2015 年，公司递延收益快速增长，年均增长 94.37%，主要系公司重新与租户签订租赁及服务合同，而新签约合同的平均租金及服务价格大幅提高，从而收到的一年以上预付租金及服务费用大幅增加所致。截至 2015 年底，公司递延收益为 37.70 亿元，较 2014 年底增长 66.19%，主要系公司收到的一年以上到期的商铺租金和服务费转入递延收益增加所致。

2013~2015 年，公司递延所得税负债年均增长 7.32%。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 32.09 亿元，较 2014 年底增长 8.56%，主要系投资性房地产公允价值变化所致。

2013~2015 年，公司有息债务波动增长，年均增长 133.50%，主要是长期债务的增加。截至 2014 年底，全部债务 31.08 亿元，较 2013 年底大幅增长 546.62%，主要系 2014 年公司为购置凯华国际中心写字楼向银行借款大幅增加所致。截至 2015 年底，公司全部债务为 26.20 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 23.68%和 76.32%，以长期债务为主。2013~2015 年，公司资产负债率分别为 35.81%、49.07%和 50.82%；长期债务资本化比率分别为 3.81%、21.17%和 16.30%；全部债务资本化比率分别为 5.07%、24.15%和 20.33%，公司有息债务处于较低水平。

总体看，近三年公司债务规模波动较大，主要系 2014 年购置凯华国际中心导致借款增加。公司整体债务负担较轻。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益规模年均增长 6.86%，主要系未分配利润增加所致。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 102.68 亿元（全部为归属于母公司所有者权益），其中，实收资本占比 1.33%，盈余公积 0.67%，未分配利润占比 98.00%，所有者权益稳定性很弱。

总体看，公司未分配利润规模较大，所有者权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入快速增长，年均增长38.61%。2015年，公司营业收入为8.08亿元，较2014年增长31.49%，主要系广州国际轻纺城物业租赁及服务费的增加所致。2013~2015年，营业成本大幅增长，年均增长877.44%，主要系2014年和2015年公司合并范围扩大，尤其是2015年新增广州国际轻纺城服务有限公司人力成本较高所致。2015年公司营业成本为0.69亿元，较2014年大幅增加327.42%，主要系物业维护成本增加所致。2013~2015年，公司净利润增长较快，年均增长50.27%。2015年，公司实现净利润9.51亿元，全部为归属于母公司所有者净利润，较2014年增长23.79%，主要系公司轻纺城租金水平及出租率提高使得主营业务收入增加、投资性房地产公允价值大幅增加所致。整体看，公司盈利水平较高。

2013~2015年，受益于公司自持物业轻纺城升值较快的影响，公允价值变动收益增长较快，公司公允价值变动收益分别为3.19亿元、5.83亿元和7.63亿元，年均增长54.81%。近三年，公允价值变动收益分别占营业利润的57.54%、58.37%和58.82%，公允价值变动对营业利润贡献较大。

从期间费用来看，2013~2015年，公司费用总额逐年下降，年均复合减少8.53%，主要来自于财务费用的减少。2013~2015年，公司财务费用逐年降低，2015年公司财务费用支出为-0.18亿元，主要系公司定期存款利息收入增加及新增贷款对应所增加的利息资本化未计入损益表当期利息所致。2013~2015年，公司销售费用逐年降低，2015年公司的销售费用支出为0.19亿元，较2014年下降5.74%，主要系广告费用降低所致。2013~2015年，公司管理费用持续增长，年均增长25.44%，主要系一方面公司为了提升物业服务质量，聘请世界知名咨询机构的咨询服务费增加，另一方面公司合并范围内新增子公司所致。从费用构成来看，管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。近三年，公司费用收入比分别为28.85%、16.70%和12.56%，公司费用控制能力有所改善，但仍需提高。

从各项盈利指标来看，2013~2015年，公司营业利润率分别为82.03%、82.06%和76.54%，呈波动下降趋势，主要原因是公司于2014年并购广州国际轻纺城有限公司及下属全资子公司广州华迅网络科技有限公司，该购入公司为凯华城商户提供商业增值服务，该部分服务业务的人力成本相对较高。但因为公司为自持物业采取公允价值计量法，营业成本不含物业折旧，使得其营业利润率处于较高水平。2013~2015年，公司总资产收益率持续上升，主要系公司净利润持续增加所致，分别为4.89%、7.30%和7.58%。2013~2015年，公司总资产报酬率持续上升，主要系公司利润总额持续增加所致，近三年分别为4.31%、6.42%和6.64%。2013~2015年，公司净资产收益率持续上升，分别为4.79%、8.19%和9.49%。整体看，公司各项盈利指标处于较高水平。公司盈利能力受其公允价值变动损益影响较大，联合评级将持续关注公司投资性房地产的公允价值变动情况。

总体看，近年来轻纺城租金水平及出租率的提高使得公司收入规模及盈利水平随之提升，未来随着中大商圈租金整体提高以及凯华国际项目收益的回收，公司收入规模及盈利水平有望进一步提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流入分别为3.47亿元、23.44亿元和24.66亿元，年均增长166.59%，主要系自2014年年中大批长租旧合同到期并续约，续约价相比之前上涨较多导致均价及租金收入涨幅较大、加之部分较长租期商户采取预付的方式支付

租金所致。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流出分别为1.86亿元、2.81亿元和4.64亿元，年均增长57.76%，主要系随着业务收入增长，公司预缴营业税大幅度增长所致。2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为1.61亿元、20.63亿元和20.02亿元，经营活动现金流量净额呈波动上升趋势。2014年经营活动现金流量较2013年大幅增长，主要系轻纺城物业租金的大幅增加所致。从收入实现质量来看，公司近三年现金收入比分别为78.07%、295.61%和293.82%，收入实现质量呈大幅上升趋势，主要系租金收入涨幅较大、加之部分较长租期商户采取预付的方式支付租金所致。总体看，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2013~2015年，公司投资活动产生的现金流入分别为1.18亿元、19.75亿元和16.44亿元，年均增长273.65%，主要系投资理财产品及定期存款到期收回所致。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流出分别为0.74亿元、68.55亿元和19.99亿元，2014年大幅增加，主要系2014年投资购买凯华国际中心及购买理财产品所致。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为0.43亿元、-48.80亿元和-3.55亿元。2014年公司投资活动产生的现金流量净额大幅流出，主要系公司投资凯华国际中心写字楼的费用支出及购买理财产品所致。

从筹资活动情况来看，2013~2014年，公司筹资活动产生的现金流入分别为1.75亿元和36.12亿元，2014年较2013年大幅增长1,963.17%，主要系2014年为购置凯华国际中心写字楼向银行借款大幅增加所致。2015年公司无新增的对外筹资。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流出分别为1.74亿元、9.84亿元和12.53亿元，年均增长168.19%，主要系2014年因购入凯华国际中心项目所贷款项在2014和2015年还本付息以及2015年底分配之前年度股息所致。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.08亿元、26.28亿元和-12.53亿元。2014年度公司筹资活动产生的现金流量净额显著高于2013年，主要系2014年公司购置凯华国际中心增加大量外部融资所致。

总体看，近年来随着轻纺城物业出租率的提高及租金的大幅增加，公司经营活动现金流量净额大幅增加，公司经营活动现金流稳定保持在较高水平；2014年购置凯华国际中心项目使得对外投资的规模大幅增加，经营活动的现金流入不足以满足公司投资需求，公司对外融资规模相应大幅增加。未来，随着凯华国际中心项目投入运营，公司经营活动现金流水平有望进一步提升，考虑到公司近期无重大对外投资计划，公司筹资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司无存货，公司流动比率和速动比率一致，均为2.12倍、0.72倍和0.67倍，主要系流动负债大幅增加以及流动资产减少所致。2013~2015年，公司现金短期债务比分别为10.60倍、0.93倍和0.91倍，主要是短期债务增加所致；经营现金流动负债比分别为19.07%、140.79%和133.89%，主要是公司租金收入大幅增加所致。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司EBITDA年均增长48.33%，分别为6.21亿元、10.94亿元和13.66亿元，主要是营业利润增加所致。2015年，公司EBITDA由折旧（占比2.23%）、摊销（占比0.44%）、计入财务费用的利息支出（占比1.92%）和利润总额（占比95.40%）构成。2013~2015年，EBITDA利息倍数分别为17.62倍、6.94倍和6.48倍，EBITDA对利息的保障程度很高；2013~2015年，EBITDA全部债务比分别为1.29倍、0.35倍和0.52倍，EBITDA对全部债务的保护程度较高；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投入运营，公司偿债能力有望进一步提升。

截至 2015 年底，公司获得的银行授信额度为人民币 28.80 亿元，尚未使用的授信额度为人民币 27.59 亿元。

截至 2015 年底，公司对外担保余额 13.36 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 2015 年末，公司提供担保的按揭贷款未发生违约情况。

截至 2015 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 2015 年 12 月 7 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，担保代偿风险较小；公司间接融资渠道顺畅；目前公司偿债能力较强，伴随租金水平提升以及新增物业项目的投入使用，公司盈利水平有望提高，整体偿债能力也有望提升。

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 年底，公司负债总额为 106.11 亿元，本次拟发行债券规模为 40 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行后公司整体债务负担将大幅增加。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 40 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 58.73%、36.88%和 39.20%，考虑到公司募集资金部分将用于偿还银行贷款，实际指标将低于上述值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 24.66 亿元，是本次债券发行额度（40 亿元）的 0.62 倍，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较低；公司经营活动现金流量净额为 20.02 亿元，是本次债券发行额度（40 亿元）的 0.50 倍，经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较低；公司 2015 年 EBITDA 为 13.66 亿元，对本次债券发行额度（40 亿元）的保护倍数为 0.34 倍。公司 EBITDA 对本次债券的保护程度较好。

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 24.66 亿元，是首次债券发行额度（7 亿元）的 3.52 倍，经营活动现金流入量对首次债券的覆盖程度较高；公司经营活动现金流量净额为 20.02 亿元，是首次债券发行额度（7 亿元）的 2.86 倍，经营活动现金流入量对首次债券的覆盖程度较高；公司 2015 年 EBITDA 为 13.66 亿元，对首次债券发行额度（7 亿元）的保护倍数为 1.95 倍。公司 EBITDA 对首次债券的保护程度高。

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），近年来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，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款

1. 担保条款

公司以其合法拥有的部分商业物业作为抵押物为第一期债券设定抵押担保，以保障公司按期足额支付第一期公司债券的本息，一旦公司出现偿债困难，则可处置抵押物以清偿债务。抵押资产所担保范围包括本次债券第一期发行规模的所有本金及募集说明书约定的第一期公司债券利

息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、评估费、公证费用、执行费用）和其他应支付的费用。

全体债券持有人为债权人及抵押合同项下抵押权益的受益人，抵押权人为全体债券持有人在抵押合同下抵押权益的代理人。抵押合同所述的抵押权益，是指在公司不按债券募集说明书约定的期限支付第一期公司债券的利息或兑付第一期公司债券的本金时，全体债券持有人享有就抵押合同项下的抵押资产优先受偿的权利。

公司的董事会已就资产抵押事宜进行审议并出具了董事会决定，同意以公司拥有的商业物业为抵押物，向第一期债券全体债券持有人提供抵押担保。第一期公司债券抵押人为公司，抵押权人为中信建投证券股份有限公司，双方已经签署了《广州凯华城房地产开发有限公司与中信建投证券股份有限公司关于广州凯华城房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券(第一期)之抵押合同》，公司承诺以其合法拥有的商业物业向全体债券持有人设定抵押担保。

凡通过认购、交易、受让、继承、承继或其他合法方式取得并持有第一期公司债券的投资者，均视同自愿接受抵押合同（包括其修改或补充）的约束。但在抵押合同生效后，任何对合同的修改或变更除须经合同双方协商一致外，还须经债券持有人会议批准。

2. 抵押物分析

公司以合法拥有的商业物业所有权为第一期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2015年12月31日为评估基准日出具的中联羊城评字【2016】第FKMPD0022号资产评估报告，被抵押的商业物业全部位于广州国际轻纺城，评估价值158,054.00万元，其中，商铺495个，建筑面积共计24,080.71平方米；车位763个，建筑面积共计9,483.89平方米；货物周转用房79个，建筑面积共计6,353.29平方米。依据上述评估报告，在评估基准日，第一期债券拟抵押的土地使用权和地上建筑物所有权的评估价值总计为158,054.00万元，为本次公司债券第一期发行规模7亿元的2.26倍。

总体上看，公司用于第一次债券抵押担保的资产为公司合法拥有不动产资产，评估价值为158,054.00万元，按第一期发行规模7亿元计算，为第一次债券发行规模的2.26倍，联合评级认为抵押担保对第一期债券的信用水平具有显著的积极影响。

十、综合评价

公司作为主要以商业地产出租和经营为主业的地产投资开发公司，其项下轻纺城和凯华国际中心的规模较大、区位优势明显。轻纺城经营历史较长，近年来出租率和租金水平均保持较高水平。凯华国际中心的市场定位清晰，投入运营后有望使公司收入规模和盈利水平进一步提升。同时，联合评级也关注到公司业务形式较为单一，不利于分散整体经济波动风险；纺织业成本比较优势下降可能对轻纺城租金水平产生的不利影响；中大纺织商圈同质批发城较多，轻纺城面临一定的竞争压力；近期广州市办公楼集中入市体量较大，凯华国际中心项目的出租率及租金水平可能面临压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

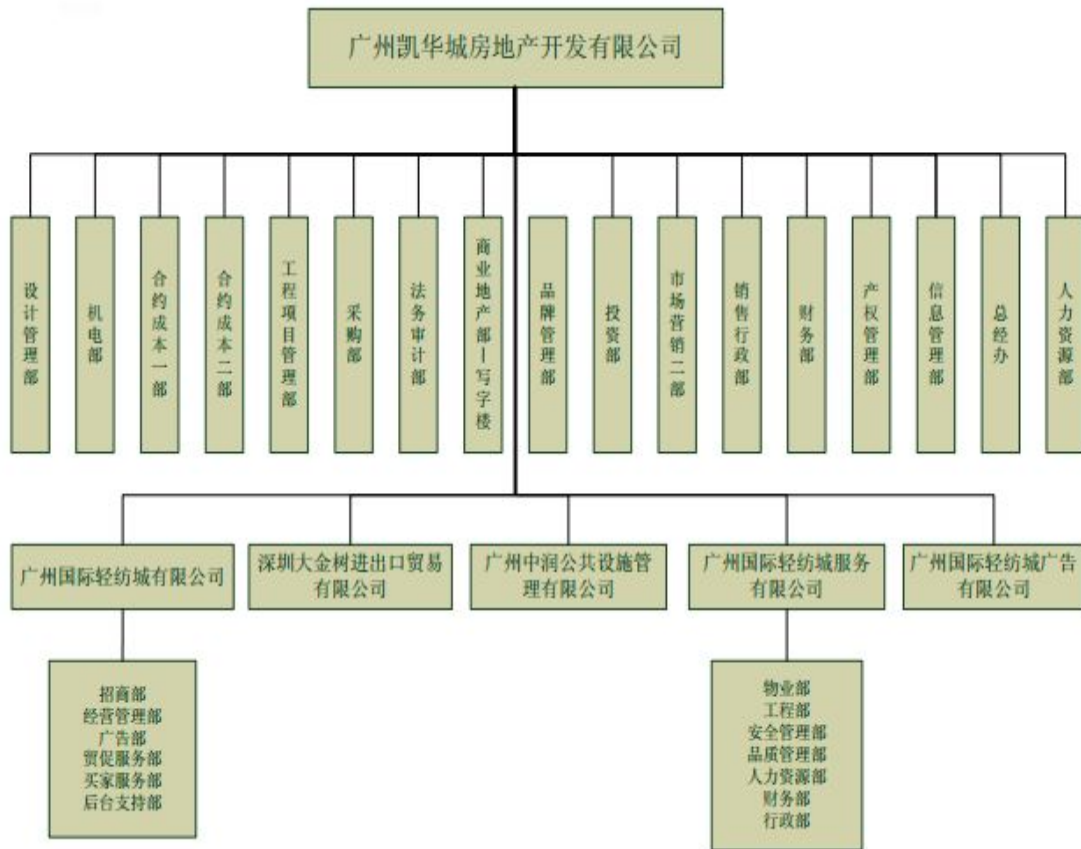
未来，随着轻纺城存量商户续签合约租金上涨以及凯华国际中心项目投入运营带来新的租金收入，公司收入规模和盈利水平有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司以持有的商业物业所有权为第一期公司债券的所有本金及募集说明书约定的第一期公司债券利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的合理费用（包括但不限于诉讼费用、律师费用、评

估费、公证费用、执行费用)和其他应支付的费用提供抵押担保,抵押资产评估总价值为 158,054.00 万元,为第一期债券 7 亿元本金的覆盖倍数为 2.26 倍,对第一期债券的信用水平具有显著的积极影响。

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 广州凯华城房地产开发有限公司组织机构图



附件 2 广州凯华城房地产开发有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	140.09	191.64	208.80
所有者权益 (亿元)	89.92	97.60	102.68
短期债务 (亿元)	1.25	4.87	6.20
长期债务 (亿元)	3.56	26.20	20.00
全部债务 (亿元)	4.81	31.08	26.20
营业收入 (亿元)	4.21	6.15	8.08
净利润 (亿元)	4.21	7.68	9.51
EBITDA (亿元)	6.21	10.94	13.66
经营性净现金流 (亿元)	1.61	20.63	20.02
应收账款周转次数(次)	--	30,551.86	10,343.43
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.04	0.04
现金收入比率 (%)	78.07	295.61	293.82
总资本收益率 (%)	4.89	7.30	7.58
总资产报酬率 (%)	4.31	6.42	6.64
净资产收益率 (%)	4.79	8.19	9.49
营业利润率 (%)	82.03	82.06	76.54
费用收入比 (%)	28.85	16.70	12.56
资产负债率 (%)	35.81	49.07	50.82
全部债务资本化比率 (%)	5.07	24.15	20.33
长期债务资本化比率 (%)	3.81	21.17	16.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.62	6.94	6.48
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.29	0.35	0.52
流动比率 (倍)	2.12	0.72	0.67
速动比率 (倍)	2.12	0.72	0.67
现金短期债务比 (倍)	10.60	0.93	0.91
经营现金流动负债比率 (%)	19.07	140.79	133.89
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.16	0.27	0.34

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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 广州凯华城房地产开发有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

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，在每年广州凯华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。

广州凯华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。广州凯华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广州凯华城房地产开发有限公司的相关状况，如发现广州凯华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。

如广州凯华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，直至广州凯华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广州凯华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

二零一六年二月二日