

信用评级公告

联合〔2021〕4867号

联合资信评估股份有限公司通过对凯华地产(中国)集团有限公司及其拟发行的凯华地产(中国)集团有限公司2021年公开发行公司债券(第一期)的信用状况进行综合分析和评估,确定凯华地产(中国)集团有限公司主体长期信用等级为AA,凯华地产(中国)集团有限公司2021年公开发行公司债券(第一期)信用等级为AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年八月三日

凯华地产（中国）集团有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期公司债券信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 7 亿元（含）

本期公司债券期限：品种一期限为 4 年，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 5 年，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方式：以持有的商业物业所有权为本期公司债券提供抵押担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司债务

评级时间：2021 年 8 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA	
评价内容	评价结果		风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域 风险	2	
			行业风险	3	
		自身 竞争力	基础素质	2	
			企业管理	1	
			经营分析	5	
财务风险	F1	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	1	
		资本结构		2	
		偿债能力		1	
调整因素和理由				调整子级	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司经营状况稳定向好，广州国际轻纺城（以下简称“轻纺城”）和凯华国际中心两大物业区位优势良好，公司债务负担较轻，融资成本较低，间接融资渠道较通畅。同时，联合资信也关注到公司业务模式较为单一且易受行业景气度影响，公允价值变动收益和投资收益对公司利润水平存在一定影响，2021 年公司面临债券集中偿付压力以及权益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期公司债券保障能力较好。

公司以持有的商业物业所有权为本期发行债券提供抵押担保。用于本期公司债券的抵押资产评估总价值为 14.05 亿元，约为本期公司债券本金发行上限（7.00 亿元）的 2.01 倍，对本期公司债券的信用水平具有积极影响。

未来，随着轻纺城和凯华国际中心持续运营，公司收入规模和盈利水平稳定向好。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司经营状况稳定向好，两大物业区域布局良好。公司两大物业区域布局良好、租金收入规模平稳提升。2018—2020 年，公司营业收入年均复合增长 2.70%，整体毛利率维持在较高水平。
2. 公司现金类资产较充足，债务负担较轻，融资成本较低，间接融资渠道较畅通。截至 2020 年底，公司全部债务资本化比率 37.32%；银行授信剩余可使用额度 55.10 亿元。整体看，公司现金类资产较充足，债务负担较轻，融资成本较低，间接融资渠道较畅通。
3. 抵押物对本期公司债券保护程度较好。公司以自持商业物业所有权为本期发行债券提供抵押担保。截至 2021 年 5 月 18 日，抵押物价值对本期公司债券本金发行上限的覆

分析师：曹梦茹
王彦

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

盖倍数为 2.01 倍，对本期公司债券的保护程度较好。

关注

1. **公司业务模式较为单一。**公司营业收入主要来自轻纺城和凯华国际中心两大自持物业的租赁及服务收入，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. **公司投资收益对利润水平有一定影响。**截至 2020 年底，流动资产中交易性金融资产占比 76.32%；当年营业利润中投资收益占比 20.28%。公司投资收益对利润水平有一定影响且具有不确定性。
3. **2021 年，公司债务存在集中到期情况。**公司“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”债券（余额合计 21.00 亿元）均于 2021 年到期，公司存在债券集中偿付压力。
4. **截至 2020 年底，公司资产受限比例高，权益稳定性较弱。**截至 2020 年底，公司资产受限比例（占 67.31%）高；所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

主要财务数据：

公司（合并口径）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	13.73	31.32	53.30
资产总额(亿元)	234.88	255.08	276.98
所有者权益(亿元)	107.10	109.45	113.58
短期债务(亿元)	19.11	7.59	46.76
长期债务(亿元)	22.48	42.11	20.87
全部债务(亿元)	41.59	49.70	67.62
营业收入(亿元)	11.73	12.12	12.37
利润总额(亿元)	7.76	6.43	8.86
EBITDA(亿元)	10.19	9.37	12.37
经营性净现金流(亿元)	12.81	16.28	7.33
营业利润率(%)	76.96	76.38	81.22
净资产收益率(%)	5.45	4.46	6.03
资产负债率(%)	54.40	57.09	58.99
全部债务资本化比率(%)	27.97	31.23	37.32
流动比率(%)	49.24	184.76	94.34
经营现金流动负债比(%)	43.31	87.69	12.52
现金短期债务比(倍)	0.72	4.13	1.14
EBITDA 利息倍数(倍)	5.68	4.36	4.69
全部债务/EBITDA(倍)	4.08	5.30	5.47
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	213.18	227.32	232.96
所有者权益（亿元）	106.85	108.75	111.99
全部债务(亿元)	32.65	37.21	38.86
营业收入(亿元)	8.30	8.85	9.17
利润总额(亿元)	6.86	5.51	7.46
资产负债率(%)	49.88	52.16	51.93
全部债务资本化比率(%)	23.41	25.49	25.76
流动比率(%)	15.77	159.17	65.00
经营现金流动负债比(%)	36.55	126.02	20.76

注：集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

资料来源：财务报告

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/06/19	支亚梅 王彦	房地产企业信用评级方法 V3.0.201907/房地产行业企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AA	稳定	2016/02/02	钟月光 唐玉丽 闫欣	房地产行业企业信用评级方法（2015年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

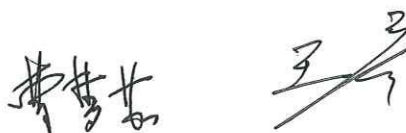
三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

凯华地产（中国）集团有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、企业基本情况

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 2020 年底，公司注册资本为 1.37 亿元，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 Homei 女士。公司股权结构详见附件 1-1。

2020 年，公司经营范围：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 2020 年底，公司根据自身运营商的经营特点和公司未来发展规划，设立了总经办、人力资源部、财务管理部、公共关系与企业宣传部、信息管理部、法务审计部、商业地产部、设计管理部、成本管理部、合约成本部、物业优化委员会 11 个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2020 年底，纳入合并范围子公司共计 11 家，公司内部在职员工合计 463 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 276.98 亿元，所有者权益 113.58 亿元（无少数股东权益）；2020 年，公司实现营业收入 12.37 亿元，利润总额 8.86 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区金纺路 2 号 F7001；法定代表人：郑凯。

二、债券概况及募集资金使用情况

1. 本期公司债券概况

本期公司债券分两个品种，其中品种一债券全称为“凯华地产（中国）集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，品种二债券全称为“凯华地产（中国）集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（品

种二）”。本期公司债券面值 100 元，按面值平价发行。本期公司债券发行规模为不超过 7 亿元（含 7 亿元）。本期公司债券分两个品种，品种一期限为 4 年，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为期限为 5 年，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期公司债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期公司债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。

调整票面利率选择权：公司有权决定是否在本期公司债券品种一存续期的第 2 年末调整本期公司债券后 2 年的票面利率，调整后票面利率在债券存续期后 2 年固定不变。公司将于本期公司债券品种一存续期的第 2 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在上海证券交易所指定的信息披露媒体上发布是否调整本期公司债券票面利率、调整方式（加/减）以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则本期公司债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司有权决定是否在本期公司债券品种二存续期的第 3 年末调整本期公司债券后 2 年的票面利率，调整后票面利率在债券存续期后 2 年固定不变。公司将于本期公司债券品种二存续期的第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，在上海证券交易所指定的信息披露媒体上发布是否调整本期公司债券票面利率、调整方式（加/减）以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则本期公司债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

回售条款：公司发出是否调整本期公司债

券品种一票面利率、调整方式（加/减）以及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期公司债券品种一存续期的第 2 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将其持有的本期公司债券品种一全部或部分按面值回售给公司或选择继续持有本期公司债券品种一；若投资者行使回售选择权，本期公司债券品种一存续期的第 2 个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照上海证券交易所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。公司发出是否调整本期公司债券品种二票面利率、调整方式（加/减）以及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期公司债券品种二存续期的第 3 个计息年度的投资者回售登记期内进行登记，将其持有的本期公司债券品种二全部或部分按面值回售给公司或选择继续持有本期公司债券品种二；若投资者行使回售选择权，本期公司债券品种二存续期的第 3 个计息年度付息日即为回售支付日，公司将按照上海证券交易所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

本期公司债券拟采用抵押担保形式或无担保形式。公司以合法拥有的商业物业所有权为本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（以下简称“轻纺城”），中联国际评估咨询有限公司以 2021 年 5 月 18 日为评估基准日出具了《凯华地产（中国）集团有限公司抵押资产涉及其持有的位于海珠区金纺路 2 号、66 号、90 号、92 号、纺城南路 5 号、9 号、11 号、13 号、15 号、17 号房地产价值资产评估报告书》被抵押的商业物业评估价值 14.05 亿元。

2. 本期公司债券募集资金用途

本期发行的公司债券的募集资金拟用于偿

还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 1 2017 - 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)

1. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2. 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使

用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收支增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.90 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相

关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创

2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元,缺口较2020年和2019年同期值有所收窄,可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元,同比增长47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出1.73万亿元,同比减少12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而3月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021年一季度,全国居民人均可支配收入9730.00元,扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时,因地

制宜增加经济困难省份信贷投放,支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强势增长;固定资产投资修复过程仍将持续,投资结构有望优化:房地产投资虽然韧性较强,但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计2021年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业,主要受到资金成本和经济增速的推动。2017年以来随着部分地区市场饱和,商业地产投资增速有所放缓,但2020年投资增速呈现企稳回升态势,办公楼开发投资增速回升较显著。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲,商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业,包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等,狭义上看,商业地产主要指专用于商业的物业形式,包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业,主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响;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。

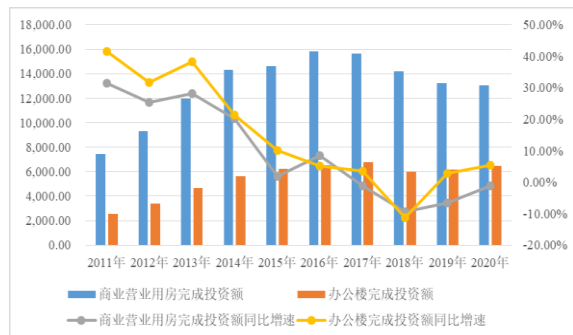
2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.76%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1—2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1—2月受新冠肺炎疫情影响所致，可比性不大。

图1 2011—2020年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可

选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITs的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

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

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

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立

品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

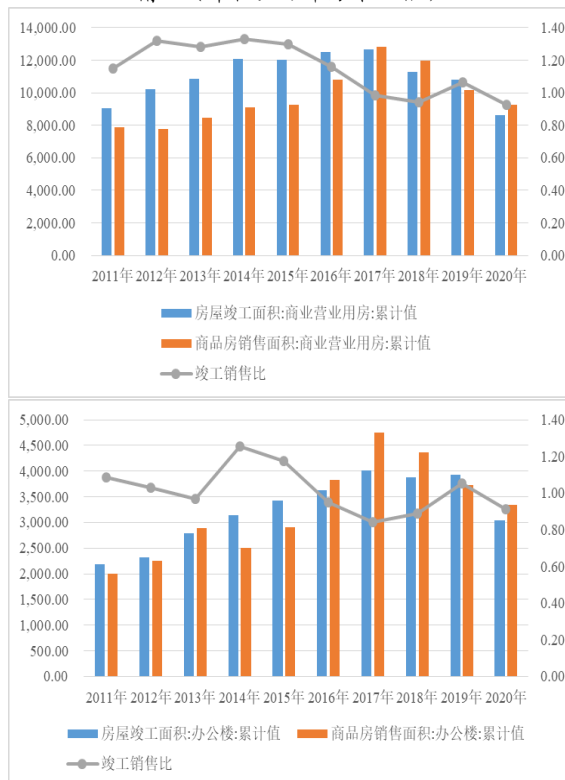
2. 市场供需

近年来，商业地产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；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，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增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017年，供过于求的局面开始扭转。2018年，我国商业营业用房竣工面积达11,258.68万平方米，同比下降11.14%；增速较上年下降12.36个百分点。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，我国商业营业用房销售面积11,971.33万平方米，同比下降6.80%，供应过剩压力仍存。2019年，全国商业营业用房竣工面积10,814.18万平方米，同比下降3.95%；商业营业用房销售面积10,172.87万平方米，同比下降15.02%。2020年，全国商业营业用房竣工面积8,620.62万平方米、销售面积9,288.46万平方米，销售面积大于竣工面积，整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看，2018年办公楼竣工面积3,884.04万平方米，同比增下降3.06%，增速较上年下降13.46个百分点；办公楼销售面积4,363.32万平方米，同比下降8.26%，增速较上年下降32.57个百分点。2019年，全国办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比微增1.01%；办公楼销售面积3,722.76万平方米，同比下降14.68%。2020年，全国办公楼竣工面积3,041.59万平方米、销售面积3,334.33万平方米，供需关系小幅扭转。

图2 2011—2020年全国办公楼和商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）

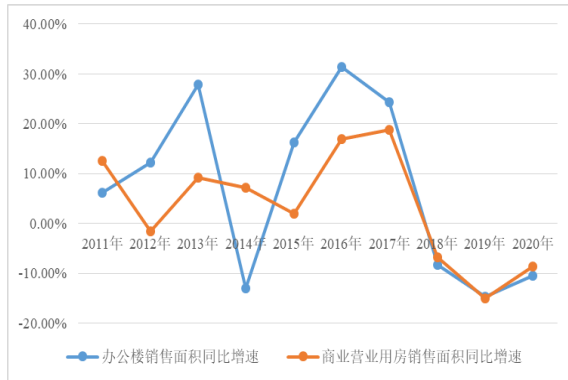


注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求

资料来源：Wind，联合资信整理

从全国商业地产的增速来看，2008年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009年和2010年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加24.2%和29.9%，办公楼销售面积同比大幅增长30.8%和21.9%，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，2018年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降13.6%和9.4%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降15.70%和6.20%。2019年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比下降15.0%和16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降14.7%和15.1%。2020年，全国商业营业用房销售面积同比下降8.69%，办公楼销售面积同比下降10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

图3 2011—2020年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，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。而进入2015年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。根据赢商大数据统计，2020年上半年全国19城964个样本购物中心的平均空置率为8.88%，下半年进一步上升至11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为10.06%、二线城市为12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近30%，一线城市写字楼空置率在20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过25%。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 广州市经济发展

2020年，广州市区域经济和房地产市场发展强劲，楼市整体平稳发展。

公司主营业务收入来自于广州市，广州市的经济及房地产市场发展状况对公司的经营具有较大影响。

2020年，广州市实现地区生产总值25019.11亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长2.70%。其中，第一产业增加值288.08亿元，增长9.80%；第二产业增加值6590.39亿元，增长3.30%；第三产业增加值18140.64亿元，增长2.30%。第一、二、三次产业增加值的比例为1.15:26.34:72.51。第二、三产业对经济增长的贡献率分别为38.70%和57.50%。

2020年，广州市房地产开发业完成投资3293.95亿元，比上年增长6.20%。商品住宅开发投资2155.21亿元，增长3.30%。其中，90平方米及以下住宅完成投资604.38亿元，增长3.4%；90-144平方米住宅完成投资1302.63亿元，下降1.50%；144平方米以上住宅完成投资248.19亿元，增长37.7%。办公楼完成投资405.88亿元，增长23.80%；商业营业用房完成投资235.42亿元，下降20.90%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本为1.37亿元，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 Homei 女士。

2. 企业规模及竞争力

公司规模一般，公司两大物业项目地理位置良好且运营稳健，在行业内具有一定竞争力。公司于 2001 年成立，是凯华集团有限公司的全资企业，在国内一线城市物业投资和运营管理中商业服务机构具有一定竞争力。公司业务涵盖高端写字楼、主题商城等领域。截至 2020 年底，公司管理总资产近 277.00 亿元，运营物业面积逾 30.00 万平方米。

轻纺城于 2003 年开工，2005 年竣工投入使用，是国内规模排名前列的纺织品集散中心和一站式服饰面料、辅料综合采购平台。轻纺城建筑面积 20.00 万平方米，可供出租商铺面积 16.20 万平方米，停车位逾千个，建筑主体含地下二层，地上七层。轻纺城入驻商户以内贸交易为主，出租率水平很高，平均单位收益稳步增长，截至 2020 年底，轻纺城单位收益逾 450.00 元/平方米/月，实现综合收入 10.14 亿元。区域位置方面，轻纺城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，紧靠瑞康路，北接新港西路，向南可连通逸景路、新滘南路，交通条件便利。内部设计方面，公司为满足采购者对服饰面料辨色的需求，规划设计了 11 个玻璃天幕（总面积近 1.50 万平方米）；楼内垂直和滚动电梯共 102 部，消费者体验感较好。此外，公司定期对内部配套设备进行维护保养。

凯华国际中心写字楼于 2014 年投资建造，于 2016 年 1 月预租，并于 2016 年 11 月正式开业。凯华国际中心总建筑面积约 15.00 万平方米。凯华国际中心地处广州国家级枢纽中央商务区——珠江新城的核心地段，紧邻广州地标建筑广州东塔、K11 购物艺术中心、丽思卡尔顿酒店、瑰丽酒店等商业配套基础设施，地理位置优越。凯华国际中心租户质量高，租金收入逐年增长，为公司收入及利润形成有效补充。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社

会信用代码：91440101731584118M），截至 2021 年 4 月 26 日，公司未结清和已结清信贷信息中不存在关注类或不良类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 人员素质

公司高层管理人员具有良好的从业素质；员工整体素质能够满足公司日常经营需求。

截至 2020 年底，公司共有董事 3 名、高级管理人员 2 名，监事 1 名。公司核心团队稳定且具备良好的从业素质。

公司董事长、总经理郑凯女士，1966 年出生，中国国籍，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 年进入凯华地产工作，历任总经办主任、副总经理，现任公司董事长、总经理。

截至 2020 年底，公司员工共 463 人。从岗位结构和文化素质构成来看，公司员工素质能够满足目前经营需要。

表 3 截至 2020 年底公司人员构成情况

项目		员工人数（人）
文化素质	硕士及以上	16
	本科	151
	大专	122
	高中及以下	174
	合计	463
岗位构成	董事	3
	中高层管理者	44
	高级专业技术人员及基层管理者	106
	基层员工	310
	合计	463
年龄构成	30 岁以下	79
	30 至 50 岁	332
	50 岁以上	52
	合计	463

资料来源：公司提供

2. 管理水平

公司部门设置齐全，内部管理制度较为健

全。

截至 2020 年底，公司根据自身运营商的经营特点和公司未来发展规划，设立了总经办、人力资源部、财务管理部、公共关系与企业传讯部、信息管理部、法务审计部、商业地产部、设计管理部、成本管理部、合约成本部、物业优化委员会 11 个职能部门（见附件 1-2）；公司组织架构设置合理，能够为公司正常经营提供保障。

财务管理制度方面，公司制定了《预算管理制度》《费用报销及付款管理制度》《实物资产管理制度》《收入管理制度》等文件，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《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《投资管理规定》《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。公司内部管理制度较为健全。

七、经营分析

1. 经营概况

公司业务以物业租赁及服务为主。2018—2020 年，公司营业收入稳步增长，综合毛利率维持在较高水平。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 2.70%。2020 年，公司营业收入同比增长 2.08%。公司业务以物业租赁及服务为主，物业管理及其他板块为公司收入的补充来源。2018—2020 年，公司主营业务收入中物业租赁及服务收入占比均在 88.00%以上。

公司物业服务主要内容包括贸促推广服务和电子信息增值服务；其他收入内容主要包括面料检测服务收入和广告宣传收入。从收入构成来看，2018—2020 年，物业租赁及服务收入持续增长，年均复合增长 3.68%；物业管理及其他收入逐年下降，年均复合下降 5.49%，主要系供电局连续下调电价所致。2020 年，物业租赁及服务收入同比增长 3.23%；受疫情影响公司物业管理及其他业务收入同比减少 8.59%。

公司毛利率维持在较高水平。2018—2020 年，公司综合毛利率均在 88.00%以上，其中物业租赁及服务业务毛利率水平较高。2018—

2020 年，公司物业租赁及服务业务毛利率维持在 95.00%以上，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。2018—

2020 年，公司物业管理及其他业务毛利率波动上升。2019 年，公司物业管理及其他业务毛利率下降主要系人工及维修保养费用增加所致。

表 4 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
物业租赁及服务	10.42	88.80	96.65	10.85	89.52	95.02	11.20	90.55	96.25
物业管理及其他	1.31	11.20	37.76	1.28	10.48	34.56	1.17	9.45	38.46
合计	11.73	100.00	90.06	12.12	100.00	88.70	12.37	100.00	90.78

注：尾差系数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 广州国际轻纺城物业项目

2018—2020 年，轻纺城收入规模持续增长，出租率水平很高；但轻纺城物业经营状况易受纺织品行业景气度影响。

轻纺城于 2003 年开工，2005 年竣工投入使用，是国内规模排名前列的纺织品集散中心和一站式服饰面料、辅料综合采购平台。截至 2020 年底，轻纺城可租面积为 16.20 万平方米，轻纺城物业评估价值 137.81 亿元。轻纺城物业经营状况易受纺织品行业景气度影响。

2018—2020 年，轻纺城物业收入是公司收入的重要来源。随着轻纺城出租率和租金水平稳定向好，2018—2020 年，轻纺城收入逐年增长，年均复合增长 2.61%。

表 5 2018—2020 年轻纺城板块收入情况（单位：亿元）

业务板块	2018 年	2019 年	2020 年
物业租赁及服务	8.32	8.70	8.97
物业管理及其他	1.31	1.28	1.17
合计	9.63	9.98	10.14

资料来源：公司提供

（1）物业租赁及服务

轻纺城商铺租金结算主要为预收制，并采取一次性支付与分期支付相结合的方式。公司于 2007 年开始实施商户租赁贷模式，符合条件的租户在一次性预付租赁合同总额 40%的首款后，向银行贷款，公司可为其向银行提供担保，贷款期限最长不超过 5 年，客户贷款后银行将一次性把款项划至公司指定账户，客户对

银行按月还本付息。若涉及商户违约，公司有权解除与该租户签订的租赁合同，收回商铺的租赁经营权；按照租赁合同租金总额的 30%向该租户收取违约金，并直接从该租户的预付租金中扣除。截至 2020 年底，公司为租赁贷款租户提供的担保余额为 5.77 亿元，商户还贷情况良好，未发生违约情况。

表 6 截至 2020 年底公司提供担保情况（单位：亿元、家）

项目	2021 年底	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年底	合计
还款额	2.09	1.68	1.51	0.43	0.06	5.77
还款商户个数	186	168	159	87	10	--

资料来源：公司提供

经营模式方面，为了保证经营户的利益和公司自身的稳定及可持续发展，公司所拥有的商业铺位只对外进行租赁，不进行产权销售。同时，公司严格筛选承租人，一般要求其从事纺织行业 5 年以上，且在承租期内必须有实际的经营内容，承租人转让商铺租赁权需得到公司授权并备案。

签约期限方面，轻纺城商铺租赁期限一般为 3 年、6 年和 10 年。截至 2020 年底，轻纺城租户租赁期限以 6~12 年长期租约（占 59.72%）为主，租户租赁期限结构可有效保障轻纺城物业租赁与服务业务的稳定性。

2018—2020 年，轻纺城物业租赁及服务收入在轻纺城收入占比均在 86.40%以上。轻纺城物业租赁业务收入持续稳步增长。2018—2020

年，轻纺城商铺租赁业务板块收入持续增长，年均复合增长 2.67%。2018—2020 年，轻纺城单位收益 411.00 元/平方米/月、431.25 元/平方米/月和 467.51 元/平方米/月，出租率和收缴率均维持在很高水平。

表 7 轻纺城物业租赁及服务板块收益情况
(单位: %、亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
出租率	98.93	99.34	98.71
年收入	8.32	8.70	8.97
收缴率	100.00	100.00	100.00

注：轻纺城从临地层的楼层到其他楼层商铺，租赁单价整体呈稳步增长态势，不同楼层区域的租金增速会有差异
资料来源：公司提供

物业服务主要包括贸易推广服务和电子信息增值服务。其中，贸易推广业务由广州国际轻纺城有限公司运营，贸易推广服务内容主要包括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、院校人才交流和买家接待、广交会会展活动接待及产品推广服务和“广州大学生时装周”活动推广等。公司对各类贸易推广服务定价标准按年度制定，并根据市场变化定期进行适当调整。服务签约期限一般为 3 年、6 年和 10 年。电子信息增值业务由广州华迅网络科技有限公司（以下简称“华迅科技”）运营，运营方式主要通过 PC 端和手机端电商平台提供服务，主要内容包括纺织面料/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。

2018—2020 年，公司贸易推广和电子信息增值两大业务实现收入合计分别为 1.51 亿元、1.57 亿元和 1.68 亿元。

(2) 物业管理及其他

公司物业管理由广州国际轻纺城服务有限公司运营，运营内容主要包括公用设施维护、绿化、卫生、安保和交通等。其他收入内容主要包括面料检测服务收入及广告费宣传收入。

3. 凯华国际中心物业项目

2018—2020 年，凯华国际中心收入规模逐年增长，出租率水平较高，客户质量很高。

凯华国际中心物业区位优势良好；物业管理外包给仲量联行物业管理服务有限公司，租金一般采取按月、按季方式收缴。截至 2020 年底，凯华国际中心可租面积为 10.73 万平方米、车位面积 8885 平方米，以写字楼（9.92 万平方米）为主。截至 2020 年底，凯华国际中心投资性房地产评估值 69.09 亿元，2020 年公允价值变动为 0.24 亿元，裙楼评估单价为 6.36 万元/平方米、办公楼评估单价为 6.17 万元/平方米，车位按个评估。

随着出租率及平均租金水平稳定向好，2018—2020 年，凯华国际中心板块实现收入持续增长，平均复合增长 11.74%。2020 年，凯华国际中心写字楼和裙楼平均租金 196.10 元/平方米/月和 207.87 元/平方米/月。凯华国际中心目前平均租赁期限为 4~5 年，出租率维持在较高水平，收缴率保持 100.00%。

表 8 凯华国际中心板块收入情况 (单位: 亿元)

业务板块	2018 年	2019 年	2020 年
物业租赁及其他	1.65	1.89	2.06

资料来源：公司提供

表 9 凯华国际中心出租情况
(单位: %、元/平方米/月、年)

项目名称	期间	出租率	平均租赁期限	收缴率
凯华国际中心写字楼	2018 年	84.22	4.62	100.00
	2019 年	88.02	4.01	100.00
	2020 年	93.93	3.99	100.00
凯华国际中心	2018 年	17.30 ³	4.78	100.00

3.凯华国际中心于 2016 年 11 月正式开业，裙楼仅为 1-6 层，面积占比较少，定位于大楼配套。首层全部为临街商铺、面积较小，单价较高；2018 年前，公司出于需要挑选符合标准的实力承

租人的考虑，3、4、6 层单价相对较低（5 层为避难层）不作拆散，一直空置到 2019 年才寻觅到了两家高档餐饮进驻，目前还剩下 3 楼全层空置，也在与意向租户洽谈中

裙楼	2019 年	81.17	5.57	100.00
	2020 年	81.17	5.49	100.00

资料来源：公司提供

凯华国际中心入驻客户质量很高。截至 2020 年底，凯华国际中心的入驻客户包括中国中金财富证券有限公司、美国银行有限公司、星展银行（中国）有限公司、渣打银行（中国）有限公司、南洋商业银行（中国）有限公司、玉山银行（中国）有限公司、三井住友（中国）有限公司、中国民生银行股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司等金融机构；法国、沙特阿拉伯、阿联酋等国家驻广州领事馆；知名律师事务所、咨询服务公司等专业服务机构。

4. 经营效率

2018—2020 年，公司经营效率尚可。

2018—2020 年，公司总资产周转次数和非流动资产周转次数变化不大，销售债权周转次数逐年下降。结合同行业经营效率对比情况，公司经营效率尚可。

表 10 公司主要经营指标情况（单位：次）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
总资产周转次数	0.05	0.05	0.05
销售债权周转次数	1534.00	1432.99	1354.85
非流动资产周转次数	0.05	0.05	0.06

注：数据尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信整理

表 11 2020 年同行业公司经营效率对比（单位：次）

企业简称	销售债权周转次数	非流动资产周转次数	总资产周转次数
兆泰	11.64	0.07	0.04
星河实业	28.09	0.04	0.03
北辰实业	172.10	1.58	0.20
凯华地产	1354.85	0.06	0.05

注：为便于同业比较，本表对比公司数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

公司发展战略思路较清晰。

自 2001 年成立开始，公司主营业务为持有高端商业物业，通过精心运营管理以获取长期并且可以持续增长的租金收入。公司未来将继续专注持有型商业物业，坚守低杠杆率运营，将每个物业打造成所在行业的标杆，稳健提升自

持物业的商业价值。

对于轻纺城物业，公司将继续通过细分客户，根据市场变化调整优化租户；提供个性化市场营销策划，为租户提供精准服务；继续提供物业、管理和服务三方面高标准运营，夯实轻纺城在纺织行业的标杆地位。

对于凯华国际中心物业，公司将利用物业自身的区位优势，结合公司商业地产运营经验优势，锁定优质租户续租并逐步提升租金，与国际知名物业管理公司合作，按照国际化标准对物业进行全面管理，持续地提升物业价值。

公司对于投资项目的选择坚持“核心城市、成熟商圈、黄金地段”三个标准，投资态度较谨慎。公司发展战略思路较清晰。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年度财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围未发生变化；2020 年，公司新增 1 家子公司，减少 1 家子公司。截至 2020 年底，公司拥有合并范围内子公司共 11 家。合并范围变动对财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 276.98 亿元，所有者权益 113.58 亿元（无少数股东权益）；2020 年，公司实现营业收入 12.37 亿元，利润总额 8.86 亿元。

2. 资产质量

2018—2020 年末，公司现金类资产较为充足，投资性房地产地理位置和运营情况较好；流动资产中交易性金融资产占比较大。截至 2020 年底，公司资产受限程度高。

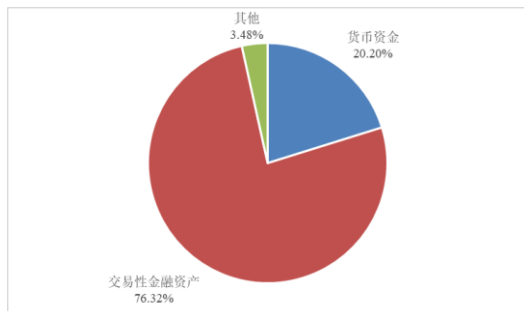
2018—2020 年末，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 8.59%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 276.98 亿元，较上年底增长 8.58%。公司资产以非流动资产（占 80.07%）为

主。

(1) 流动资产

2018—2020 年末,公司流动资产持续增长,年均复合增长 94.74%。截至 2020 年底,公司流动资产 55.21 亿元,较上年底增长 60.97%,主要系交易性金融资产增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 4 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：财务报告

2018—2020 年末,公司货币资金波动减少,年均复合下降 9.85%。截至 2019 年底,公司货币资金 16.98 亿元,较上年底增长 23.68%,主要系本期轻纺城部分租金单价相对较高的楼层集中到期续约且凯华国际中心出租率有所提升所致;截至 2020 年底,公司货币资金 11.15 亿元,较上年底下降 34.29%,主要系公司利用闲置资金进行投资所致。截至 2020 年底,公司无受限货币资金。

截至 2019 年底,公司新增交易性金融资产 14.35 亿元,主要系公司利用部分闲置自有资金投资于资质和信用良好的 AAA 级央企、国企债券所致⁴。截至 2020 年底,公司交易性金融资产 42.14 亿元,较上年底增长 193.71%。截至 2020 年底,公司交易性金融资产受限比例为 87.79%。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末,公司非流动资产持续增长,平均复合增长 0.33%。截至 2020 年底,公司非流动资产 221.76 亿元,较上年底增长 0.45%。公司非流动资产主要由投资性房地产(占 93.74%)构成。

公司对投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。2018—2020 年末,公司投资性房地产持续增长,年均复合增长 0.43%。2018—2020 年公允价值收益分别为 1.90 亿元、0.07 亿元和 1.52 亿元;公司经营租赁及服务板块收入分别为 10.42 亿元、10.85 亿元和 11.20 亿元。考虑到公司投资性房地产区位布局和经营状况较好,公允价值变动与当年租金收入趋势较匹配。截至 2020 年底,公司投资性房地产 207.88 亿元,投资性房地产受限比例 70.69%。

截至 2020 年底,公司总资产中受限资产占比为 67.31%。整体看,公司资产受限比例高。

表 12 截至 2020 年底公司受限资产情况(单位:亿元)

资产名称	金额	用途
交易性金融资产	37.00	其他流动负债抵押物
投资性房地产	146.96	公司债和银行借款抵押
固定资产	2.48	银行借款抵押
合计	186.44	--

资料来源：财务报告

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益持续增长,但权益稳定性较弱。

2018—2020 年末,公司所有者权益持续增长,年均复合增长 2.98%。截至 2020 年底,公司所有者权益合计 113.58 亿元,较上年底增长 3.77%,全部为归属于母公司所有者权益。所有者权益中,实收资本、盈余公积和未分配利润分别占 1.21%、0.60%和 98.19%。公司所有者权益中未分配利润占比高,权益稳定性较弱。

(2) 负债

截至 2020 年底,公司债务负担较轻,融资成本较低。考虑到 2021 年公司债券将集中到期,公司面临一定的集中偿付压力。

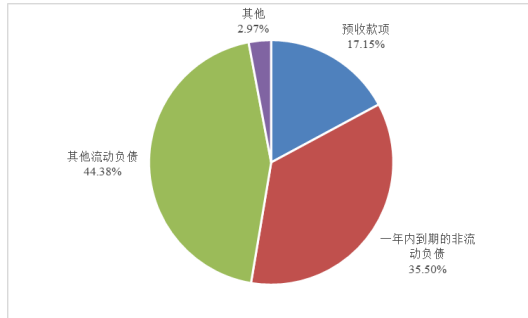
2018—2020 年末,公司负债总额持续增长,年均复合增长 13.08%。截至 2020 年底,公司负债总额 163.40 亿元,较上年底增长 12.20%。公司负债以非流动负债(占 64.18%)为主。

⁴ 投资标的的主要为优质的 AAA 央企国企公司债,流动性强、久期短、易变现,组合到期收益率约 3.9%,通过一天期限的质押式回购融资,令本金预

期收益率增厚至 5%-6%。

流动负债方面，2018—2020 年末，公司负债总额波动增长，平均复合增长 40.68%。其中，截至 2019 年底，公司流动负债 18.56 亿元，较上年底下降 37.22%；截至 2020 年底，公司流动负债 58.53 亿元，较上年底增长 215.27%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 5 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：财务报告

2018—2020 年末，随着公司出租率和平均租金有所上升，公司预收款项持续增长，年均复合增长 6.40%。截至 2020 年底，公司预收款项 10.04 亿元，较上年底增长 7.90%。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 4.27%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 20.78 亿元，较上年底增长 673.88%，主要系“16 凯华 01”“16 凯华 02”“16 凯华 03”三只公司债券重分类到一年内到期的非流动负债所致。

表 13 截至 2020 年底公司存续债务融资工具情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
16 凯华 01	2021-7-22	7.00
16 凯华 02	2021-10-14	10.00
16 凯华 03	2021-10-14	4.00
合计	--	21.00

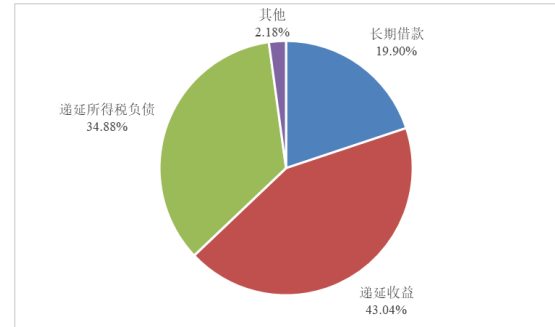
资料来源：Wind

2019 年，公司当期新增其他流动负债 4.90 亿元，全部为质押式回购融资借款，该部分资金用途主要用于投资 AAA 级央企和国企债券。考虑到该部分借款期限（1~14 天不等）较短，公司以净额变动列示。截至 2020 年底，公司其他流动负债 25.98 亿元，较上年底增长 429.71%。

截至 2020 年底，质押回购融资借款的加权平均年利率为 2.45%。

非流动负债方面，2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.34%。截至 2020 年底，公司非流动负债 104.87 亿元，较上年底下降 17.47%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债构成如下图所示。

图 6 截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：财务报告

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 6.21%。其中，截至 2019 年底，公司长期借款 21.19 亿元，较上年底小幅增长 14.55%；截至 2020 年底，公司长期借款 20.87 亿元，均为抵押借款，较上年底小幅下降 1.52%。截至 2020 年底，长期借款的加权平均年利率为 5.05%。

公司递延收益主要为一年以上到期的租户预付租金及服务费用（包括老租户到期续约）。2018—2020 年末，公司递延收益波动增长，年均复合增长 7.62%。截至 2020 年底，公司递延收益 45.14 亿元，较上年底下降 4.30%。

有息负债方面，将其他流动负债中带息部分调入有息债务进行指标计算。2018—2020 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 27.52%。截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 36.06%。债务结构以短期债务（占 69.14%）为主。其中，短期债务较上年底增长 516.10%，长期债务较上年底下降 50.45%。

从债务指标来看，2018—2020 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续增长，长期债务资本化比率波动下降。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率较 2019

年底分别提高 1.90 个百分点和提高 6.09 个百分点,长期债务资本化比率较 2019 年底下降 12.26 个百分点,债务负担较轻。考虑到 2021 年公司债券将集中到期,公司面临一定的集中偿付压力。

表 14 截至 2020 年底全部债务期限分布情况(单位:亿元)

期限	其他流动负债	一年内到期的非流动负债	长期借款	债务合计
1 年内(含 1 年)	25.98	20.78	--	46.76
1~2 年(含 2 年)	--	--	3.33	3.33
2~5 年(含 5 年)	--	--	7.57	7.57
5 年以上	--	--	9.97	9.97
合计	25.98	20.78	20.87	67.63

资料来源:公司提供

表 17 公司债务及其相关指标情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	19.11	7.59	46.76
长期债务	22.48	42.11	20.87
全部债务	41.59	49.70	67.62
资产负债率	54.40	57.09	58.99
全部债务资本化比率	27.97	31.23	37.32
长期债务资本化比率	17.35	27.79	15.52

注:尾数差异系四舍五入造成

资料来源:联合资信根据财务报告整理

4. 盈利能力

2018-2020 年,公司营业收入稳步增长,利润规模波动增长;投资收益对公司利润规模有一定影响且具有不确定性。

2018-2020 年,公司营业收入持续增长,年均复合增长 2.70%;利润总额波动增长,年均复合增长 6.83%。2020 年,公司实现营业收入同比增长 2.08%;利润总额 8.86 亿元,同比上升 37.78%,主要系公允价值收益和投资收益增加所致。

2018-2020 年,公司费用总额持续增长,平均复合增长 6.70%,公司费用以财务费用和管理费用为主。其中,2018-2020 年,财务费用年均复合增长 10.40%,管理费用年均复合增长 4.87%。2020 年,公司费用总额为 3.82 亿元,

同比增长 7.98%,主要系财务费用增加所致。

2020 年,财务费用同比增长 22.49%,主要系公司债“16 凯华 01”于 2019 年 7 月续期时利率从 4.00%上调至 5.30%、公司债“16 凯华 02”于 2019 年 10 月续期时利率从 3.50%上调至 5.10%所致。

2018-2020 年,公司投资收益持续增长,年均复合增长 185.09%;公允价值变动收益波动下降,年均复合下降 35.11%。2020 年,公司投资收益同比增长 357.55%;公允价值变动收益同比上升 194.21%。2020 年,营业利润中投资收益和公允价值变动收益比重分别为 20.28%和 9.08%。投资收益和公允价值变动收益对公司营业利润有一定影响且具有不确定性。

2018-2020 年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动增长。2020 年,营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别增长 4.84 个百分点、0.96 个百分点和 1.57 个百分点。

表 15 公司盈利能力情况(单位:亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	11.73	12.12	12.37
营业成本	1.17	1.37	1.14
销售费用	0.12	0.11	0.07
管理费用	1.38	1.58	1.52
财务费用	1.76	1.76	2.15
研发费用	0.09	0.09	0.08
公允价值变动收益	1.90	0.27	0.80
投资收益	0.22	0.39	1.79
利润总额	7.76	6.43	8.86
营业利润率	76.96	76.38	81.22
总资本收益率	5.18	4.54	5.50
净资产收益率	5.45	4.46	6.03

资料来源:联合资信根据财务报告整理

表 16 2020 年同行业公司盈利能力对比(单位:%)

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
星河实业	63.39	3.50	2.86
北辰实业	23.96	1.61	1.57
兆泰	89.38	3.18	1.91
凯华地产	90.78	4.32	6.03

注:为便于同业比较,本表对比公司数据引自 Wind,与本报告附表口径有一定差异

资料来源:联合资信整理

5. 现金流分析

2018—2020 年，公司经营活动现金流持续净流入。2019—2020 年，公司投资活动现金流净额由净流入转为净流出，筹资活动现金流由净流出转为净流入。

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 17.97%；同期，公司经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 4.32%。2018—2020 年，公司经营活动现金净额波动下降，年均复合下降 24.36%。2020 年，公司物业经营活动现金流入同比下降 44.63%，主要系当年到期的商铺续租面积相对 2018-2019 年较少，导致本期租金及服务收到的现金流入同比减少所致；经营活动现金流出同比下降 15.31%，主要系支付的各项税费和购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.62%，主要系收回投资理财收到的现金增加所致；同期，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 39.88%，主要系投资交易性金融资产的现金支出所致。2019 年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。2020 年，公司投资活动现金流入同比增长 121.54%；投资活动现金流出同比增长 100.58%；公司投资活动现金流仍呈净流出状态，规模同比扩大 61.13%。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额由净流入转为净流出，2020 年，公司筹资活动前现金流量净流出规模同比增加 19.10 亿元。公司投资力度较大，经营活动现金流无法覆盖投资活动现金流。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 181.52%；筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 21.37%。2019 年，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入。2020 年，公司筹资活动现金流入同比增长 138.04%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出同比增长 63.46%，主要系偿还债务支付的现金增加

所致。2020 年公司筹资活动现金流呈净流入状态，规模同比增长 280.24%。2020 年，公司现金及现金等价物净增加额-5.82 亿元，同比由正转负。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	18.12	22.02	12.19
经营活动现金流出小计	5.31	5.74	4.86
经营活动现金流量净额	12.81	16.28	7.33
投资活动现金流入小计	49.24	31.28	69.29
投资活动现金流出小计	49.09	47.89	96.05
投资活动现金流量净额	0.15	-16.61	-26.76
筹资活动前现金流量净额	12.96	-0.33	-19.43
筹资活动现金流入小计	3.13	10.40	24.77
筹资活动现金流出小计	7.57	6.82	11.15
筹资活动现金流量净额	-4.45	3.58	13.61

资料来源：联合资信根据财务报告整理

6. 偿债能力

2018—2020 年，公司偿债能力较强，间接融资渠道较通畅。考虑到公司两大业地理位置较好，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。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年末，公司流动比率波动增长；速动比率波动增长；公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。公司经营现金流动负债比率波动下降。现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较好。其中，截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率较年初均下降 90.42 个百分点；经营现金流动负债比率较年初下降 75.17 个百分点，考虑到公司其他流动资产中变现能力较强的理财产品部分，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 波动增长；公司 EBITDA 利息倍数波动下降；EBITDA 对利息的覆盖程度很高；全部债务/EBITDA 持续增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

表 18 公司主要偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

主要偿债指标		2018 年	2019 年	2020 年
短期	流动比率	49.24	184.76	94.34

偿债能力指标	速动比率	49.24	184.76	94.34
	经营现金流动负债比率	43.31	87.69	12.52
	现金短期债务比	0.72	4.13	1.14
长期偿债能力指标	EBITDA	10.19	9.37	12.37
	EBITDA 利息倍数	5.68	4.36	4.69
	全部债务/EBITDA	4.08	5.30	5.47

资料来源：联合资信根据财务报告整理

截至2020年底，公司间接融资渠道较通畅。

表 19 截至 2020 年底银行授信情况（单位：亿元）

项目	综合授信额度	已使用额度	剩余额度
工商银行	59.98	26.98	33.00
农业银行	20.00	--	20.00
中国银行	5.00	2.90	2.10
合计	84.98	29.88	55.10

资料来源：公司年度报告

截至 2020 年底，公司对外担保余额为 5.29 亿元，占公司净资产 4.70%，全部为公司对轻纺城租户按揭贷款提供的信用担保。根据往年被担保方资信情况，公司或有负债风险不大。

截至 2020 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

7. 母公司财务分析

2020 年，母公司债务负担较轻，现金流情况较好。但母公司货币资金规模较小，权益稳定性偏弱。

截至 2020 年底，母公司资产总额 232.96 亿元，较上年末小幅增长 2.48%。母公司资产以非流动资产（占 91.19%）为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 87.51%）、货币资金（占 6.38%）和其他流动资产（占 5.06%）构成；非流动资产以投资性房地产（占 92.11%）为主。截至 2020 年底，母公司货币资金为 1.31 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 120.97 亿元，较上年末增长 2.03%。母公司负债以非流动负债（占 73.89%）为主。从构成看，流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占 70.79%）和预收款项（占 24.87%）构成，非流动负债主要由递延所得税负债（占 40.20%）、长期借款

（占 18.46%）和递延收益（占 38.82%）构成。资产负债率为 51.93%，母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 111.99 亿元，较上年末小幅增长 2.98%。在所有者权益中，未分配利润合计 109.93 亿元（占 98.17%）、实收资本为 1.37 亿元（占 1.22%）、盈余公积合计 0.69 亿元（占 0.61%）。

2020 年，母公司营业收入 9.17 亿元，利润总额 7.46 亿元，投资收益 1.19 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流净额为 6.56 亿元，投资活动现金流净额-8.48 亿元，筹资活动现金流净额-2.95 亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

本期公司债券的发行对于公司负债水平及债务负担有一定影响。

截至 2020 年底，公司全部债务总额为 67.62 亿元。本期拟发行公司债券规模不超过 7.00 亿元（含 7.00 亿元），相对于公司目前债务规模，本期公司债券发债规模较大。

以 2020 年底财务数据为基础，假设本期公司债券募集资金净额为 7.00 亿元，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 58.99%、37.32% 和 15.52% 上升至 60.00%、39.65% 和 19.70%。本期公司债券的发行对公司负债水平及债务负担有一定影响。考虑到公司拟将部分募集资金用于偿还债务，其实际债务指标或将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期公司债券保障能力较好。考虑到公司现金类资产较充裕，公司自持物业运营情况良好，公司能够通过持续经营取得较高的盈利水平。联合资信认为，公司对本期公司债券的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票

据)达 53.30 亿元,约为本期公司债券发行额度上限(7.00 亿元)的 7.61 倍,公司现金类资产对债券的覆盖程度高;净资产达 113.58 亿元,约为本期公司债券发行额度上限(7.00 亿元)的 16.23 倍,公司净资产对本期公司债券的按期偿付保障程度高。

从盈利情况来看,2020 年,公司 EBITDA 为 12.37 亿元,约为本期公司债券发行额度上限(7.00 亿元)的 1.77 倍,公司 EBITDA 对本期公司债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看,公司 2020 年经营活动产生的现金流入 12.19 亿元,约为本期公司债券发行额度上限(7.00 亿元)的 1.74 倍,公司经营活动现金流入量对本期公司债券的覆盖程度较好。考虑到公司自持物业运营情况良好,公司能够通过持续经营取得较高的盈利水平,联合资信认为,公司对本期公司债券的偿还能力很强。

十、债权保护条款

1. 担保条款

本期公司债券发行采用抵押担保形式。公司将以其合法拥有的部分商业物业作为抵押物为本期公司债券设定抵押担保,以保障公司按期足额支付本期公司债券的本息,一旦公司出现偿债困难,则可处置抵押物以清偿债务。

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,是指在公司不按募集说明书约定的期限支付本期公司债券的利息或兑付本期公司债券的本金时,全体本期公司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,向本期公司债券全体债券持有人提供抵押担保。本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《凯华地产(中国)集团有限公司

2021 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本期公司债券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本期公司债券的投资者,均视同自愿接受本抵押合同(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本期公司债券的到期兑付提供抵押担保,被抵押的商业物业为位于海珠区金纺路 2 号、66 号、90 号、92 号、纺城南路 5 号、9 号、11 号、13 号、15 号、17 号房地产 130 套,均位于广州国际轻纺城,建筑面积共 7,266.89 平方米。

为确定本期公司债券拟抵押资产的价值,中联国际评估咨询有限公司以 2021 年 5 月 18 日为评估基准日出具了《凯华地产(中国)集团有限公司抵押资产涉及其持有的位于海珠区金纺路 2 号、66 号、90 号、92 号、纺城南路 5 号、9 号、11 号、13 号、15 号、17 号房地产价值资产评估报告书》。根据评估对象、价值类型、资料收集情况等相关条件,对商铺和车位等房地产采用收益法进行评估。依据上述评估报告,在评估基准日,本期公司债券拟抵押的商业物业所有权的评估价值总计为 14.05 亿元,为本期公司债券发行规模上限 7.00 亿元的 2.01 倍。联合资信认为,抵押担保对本期公司债券的信用水平具有积极影响。

十一、结论

公司经营状况稳定向好,两大主要物业区位布局良好,公司债务负担较轻,融资成本较低,间接融资渠道较通畅。同时联合资信也关注到公司业务模式较为单一且易受行业景气度影响,公允价值变动收益和投资收益对公司利润造成一定影响,公司面临债券集中偿付压力,经营活动现金流无法覆盖投资活动现金流,2021

年公司面临债券集中偿付压力以及所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

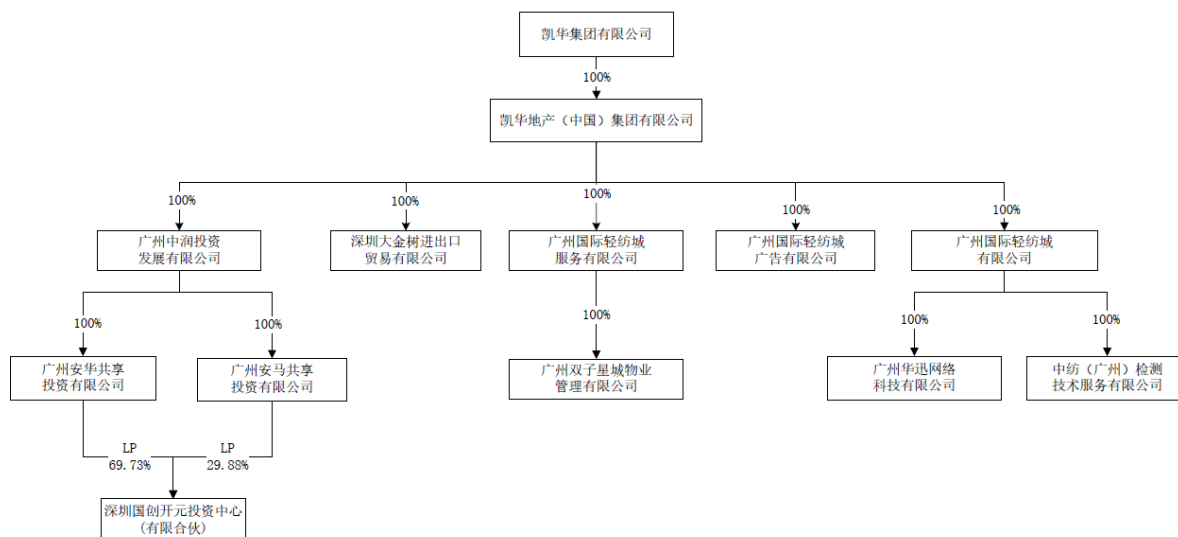
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期公司债券保障能力较好。

公司以持有的商业物业所有权为本期发行债券提供抵押担保,其中,用于本期公司债券的抵押资产评估总价值为 14.05 亿元,约为本期公司债券本金(7.00 亿元)的 2.01 倍,对本期公司债券的信用水平具有积极影响。

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将逐步趋于稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

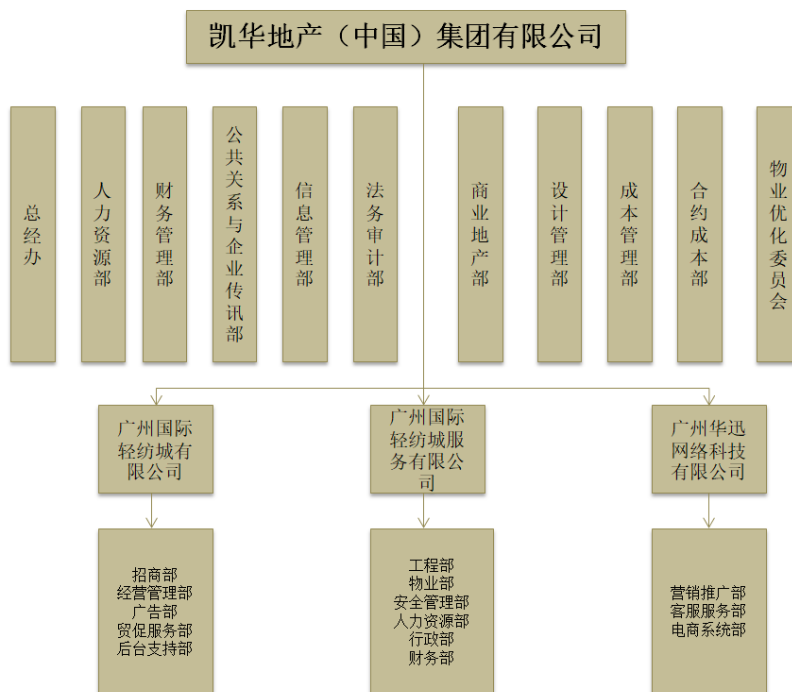
基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例	表决权比例
1	广州中润投资发展有限公司	商务服务业	100.00%	100.00%
2	深圳大金树进出口贸易有限公司	国内贸易及进出口业务	100.00%	100.00%
3	广州国际轻纺城有限公司	贸促会展	100.00%	100.00%
4	广州华迅网络科技有限公司	电子信息增值服务	100.00%	100.00%
5	中纺(广州)检测技术服务有限公司(原名为广州中纺纺织品检测服务有限公司)	检测服务	100.00%	100.00%
6	广州国际轻纺城服务有限公司	物业管理	100.00%	100.00%
7	广州国际轻纺城广告有限公司	广告策划	100.00%	100.00%
8	深圳国创开元投资中心(有限合伙)	项目投资	99.61%	100.00%
9	广州安华共享投资有限公司	项目投资	100.00%	100.00%
10	广州安马共享投资有限公司	项目投资	100.00%	100.00%
11	广州双子星城物业管理有限公司	物业管理	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	13.73	31.32	53.30
资产总额（亿元）	234.88	255.08	276.98
所有者权益（亿元）	107.10	109.45	113.58
短期债务（亿元）	19.11	7.59	46.76
长期债务（亿元）	22.48	42.11	20.87
全部债务（亿元）	41.59	49.70	67.62
营业收入（亿元）	11.73	12.12	12.37
利润总额（亿元）	7.76	6.43	8.86
EBITDA（亿元）	10.19	9.37	12.37
经营性净现金流（亿元）	12.81	16.28	7.33
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.87	0.50	0.28
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
现金收入比（%）	152.62	175.84	94.21
营业利润率（%）	76.96	76.38	81.22
总资本收益率（%）	5.18	4.54	5.50
净资产收益率（%）	5.45	4.46	6.03
长期债务资本化比率（%）	17.35	27.79	15.52
全部债务资本化比率（%）	27.97	31.23	37.32
资产负债率（%）	54.40	57.09	58.99
流动比率（%）	49.24	184.76	94.34
速动比率（%）	49.24	184.76	94.34
经营现金流动负债比（%）	43.31	87.69	12.52
现金短期债务比（倍）	0.72	4.13	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	5.68	4.36	4.69
全部债务/EBITDA（倍）	4.08	5.30	5.47

资料来源：财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.73	8.25	1.31
资产总额（亿元）	213.18	227.32	232.96
所有者权益（亿元）	106.85	108.75	111.99
短期债务（亿元）	17.76	1.33	22.36
长期债务（亿元）	14.89	35.88	16.50
全部债务（亿元）	32.65	37.21	38.86
营业收入（亿元）	8.30	8.85	9.17
利润总额（亿元）	6.86	5.51	7.46
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	9.57	12.64	6.56
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.04
现金收入比（%）	153.76	180.92	102.45
营业利润率（%）	81.20	81.41	85.97
总资产收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	4.93	4.06	5.29
长期债务资本化比率（%）	12.23	24.81	12.84
全部债务资本化比率（%）	23.41	25.49	25.76
资产负债率（%）	49.88	52.16	51.93
流动比率（%）	15.77	159.17	65.00
速动比率（%）	15.77	159.17	65.00
经营现金流动负债比（%）	36.55	126.02	20.76
现金短期债务比（倍）	0.21	6.18	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：“/”代表缺少资料无法计算，“--”代表不适用

资料来源：财务报告

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) 平均值×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益平均值×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 凯华地产（中国）集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年凯华地产（中国）集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

凯华地产（中国）集团有限公司应按联合资信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。凯华地产（中国）集团有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对凯华地产（中国）集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的重大事项，凯华地产（中国）集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注凯华地产（中国）集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，如发现凯华地产（中国）集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对凯华地产（中国）集团有限公司或本次（期）债券信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如凯华地产（中国）集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对凯华地产（中国）集团有限公司或本次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）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凯华地产（中国）集团有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。