信用评级公告

联合〔2022〕4671 号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳市卓越商业管理有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市卓越商业管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 卓越 02”的信用等级为 AAA，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：

二〇二二年六月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

深圳市卓越商业管理有限公司
2022年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳市卓越商业管理有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 卓越 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 卓越 02	10.00 亿元	2.60 亿元	2024/03/30

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 22 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

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	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
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

跟踪期内，深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”）作为卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）的重要控股平台，在区域布局和土地资源等方面仍具有较强优势。公司采取“商住并举”的发展模式，重点布局一二线核心城市，可通过城市更新一二级联动的方式在深圳获取优质土地资源。2021 年，公司租金收入进一步增长，债务负担及债务结构较合理。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主要业务区域较为集中、写字楼业态去化相对较慢、城市更新项目的不确定性及对资金的占用、项目获取主要依赖股东注入、投资性房地产存在价值波动风险和盈利能力下滑等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

公司位于深圳的城市更新储备较丰富，若能顺利转化，可为公司补充优质土地储备。公司主要自持物业地理位置较优越、运营成熟，可为公司贡献较稳定的现金流。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 卓越 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **行业地位较高，项目区位优势突出。**公司是深圳市商业地产主要的开发商之一，所开发及持有的大部分物业位于深圳各 CBD 核心区域。

2. **股东实力强，城市更新项目储备丰富。**公司股东卓越置业集团背景实力强，在深圳地区有较多城市更新项目，土地储备丰富，在土地获取等方面为公司发展提供了支持。

3. **租金收入规模较大。**公司自持物业运营良好，租金收入规模较大，贡献了较稳定的现金流，2021 年公司租金收入进一步增长。

4. **债务负担和债务结构较合理。**截至 2021 年底，公司全部债务规模较年初显著下降，公司债务负担较为合理，债务结构以长期债务为主。

分析师：罗星驰　曹梦茹
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

关注

1．**房地产市场运行存在不确定性，民营房企融资趋紧。**2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，房地产调控政策边际松动但未有大的改善，未来房地产市场运行存在一定不确定性。此外，民营房企融资环境整体收紧，2021 年公司筹资活动现金净流出规模较大，对公司现金流管理形成一定挑战。

2．**区域集中度较高，写字楼业态占比较大。**公司自持物业主要位于深圳市，经营状况受深圳市区域经济和商业地产市场的发展影响较大，近年来深圳市写字楼市场整体租金水平下滑，写字楼项目去化周期相对较长。

3．**城市更新项目进度的不确定性较大，项目获取主要依赖股东注入。**公司项目获取主要依赖卓越置业集团注入，在业务开展的独立性方面存在不足。尚未注入的土地主要为城市更新项目，不确定性较大，项目前期投入对公司资金形成一定占用。

4．**存在投资性房地产公允价值波动风险和盈利下滑风险。**受商业市场环境等因素影响，公司投资性房地产存在一定的公允价值波动风险。2021 年，公司利润总额同比下降，随着行业利润率下滑和股东注入公司的招拍挂项目增加，公司面临一定的盈利下滑风险。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	118.22	178.62	120.48
资产总额（亿元）	1627.82	1943.81	1689.76
所有者权益（亿元）	536.32	565.39	586.89
短期债务（亿元）	72.97	167.66	116.24
长期债务（亿元）	406.57	352.12	244.35
全部债务（亿元）	479.54	519.78	360.59
营业总收入（亿元）	170.66	131.53	304.00
利润总额（亿元）	61.97	45.02	34.64
EBITDA（亿元）	76.33	62.35	52.33
经营性净现金流（亿元）	73.74	55.91	107.00
营业利润率（%）	34.17	32.40	19.84
净资产收益率（%）	8.98	5.80	3.87
资产负债率（%）	67.05	70.91	65.27
全部债务资本化比率（%）	47.21	47.90	38.06
流动比率（%）	118.08	104.58	87.40
经营现金流动负债比（%）	13.64	6.30	14.77
现金短期债务比（倍）	1.62	1.07	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.72	1.87
全部债务/EBITDA（倍）	6.28	8.34	6.89
公司本部（母公司）			
项 目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	572.78	576.24	476.82
所有者权益（亿元）	87.89	95.49	108.24
全部债务（亿元）	144.53	109.66	50.05
营业总收入（亿元）	2.60	2.63	1.87
利润总额（亿元）	21.69	9.96	3.76
资产负债率（%）	84.66	83.43	77.30
全部债务资本化比率（%）	62.19	53.45	31.62
流动比率（%）	54.46	71.08	63.89
经营现金流动负债比（%）	2.48	1.17	-0.91

注：1. 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；2. 2020－2021 年末其他非流动负债中的债务已调整计入公司长期债务，租赁负债未计入公司长期债务；3. 本报告中 2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的期初数/上年数，2020 年财务数据采用 2021 年审计报告中的期初数/上年数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 卓越 02	AAA	AAA	稳定	2021/06/08	罗星驰 曹梦茹	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）	阅读报告
20 卓越 02	AAA	AAA	稳定	2020/03/12	罗星驰 曹梦茹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读报告

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：罗长弛　李昔昔

联合资信评估股份有限公司

深圳市卓越商业管理有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”或“卓越商业”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2010 年 7 月 1 日，系由卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）出资设立的有限责任公司。历经一系列增资及股权转让，截至 2021 年底，公司注册资本及实收资本均为 30.00 亿元，卓越置业集团持有公司全部股权，公司实际控制人为李华先生。跟踪期内，公司注册资本及股权结构未发生变化。

跟踪期内，公司主营业务仍以房地产开发销售和租赁服务为主，公司组织结构无变化。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1689.76 亿元，所有者权益 586.89 亿元（含少数股东权益 166.90 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 304.00 亿元，利润总额 34.64 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区金田路皇岗商务中心 1 号楼 6501；法定代表人：李华。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续公司债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2022 年 5 月底公司存续公司债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
20 卓越 02	10.00	2.60	2020/03/30	4（2+2）

注：“20卓越02”已于2022年3月30日完成回售，回售金额9.40亿元，票面利率由存续期前两年的5.80%上调至6.66%
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

[1] 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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政

策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域环境分析

1. 房地产行业分析

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑。2021 年下半年以来，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响，民营房企融资趋紧；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，房地产市场运行存在不确定性。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。

由于2017－2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7－12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7－12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

政策调控方面，2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

2. 商业地产行业分析

（1）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。2021年及2022年一季度，商业地产开发投资呈走弱态势。

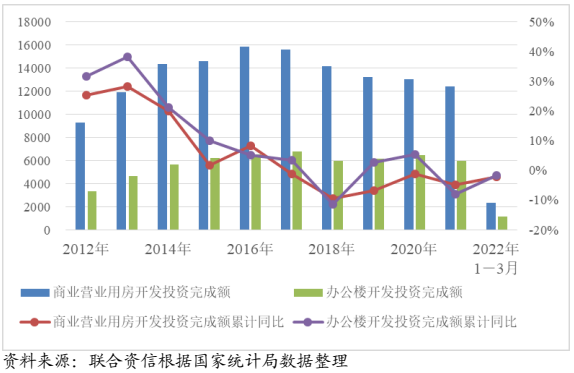
商业地产一般是指用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等；狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

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。

2021年，受房地产整体融资趋紧和部分地区疫情阶段性反弹等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为12444.76亿元，同比下降4.8%；办公楼开发投资完成额为5973.90亿元，同比下降8.0%。考虑到2020年同比数据受疫情影响较大，若与2019年数据相比，2021年商业营业用房和办公楼开发投资完成额分别下降5.9%和3.1%。

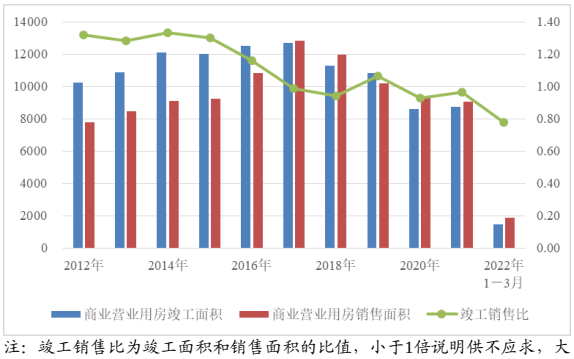
2022年1－3月，商业地产开发投资延续小幅下滑态势，商业营业用房和办公楼开发投资完成额同比分别下降2.1%和1.6%。

图 1　2012 年－2022 年 3 月全国商业营业用房和办公楼完成投资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

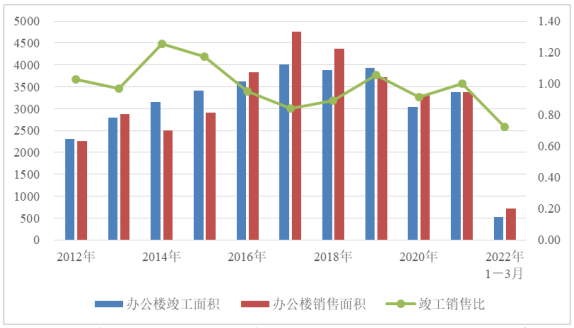
图 2　2012 年－2022 年 3 月全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



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：联合资信根据国家统计局数据整理

图 3　2012 年－2022 年 3 月全国办公楼供求情况（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：联合资信根据国家统计局数据整理

（2）市场供需

商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大；受疫情持续影响，全国商业地产销售景气度较疫情前仍有较大差距。

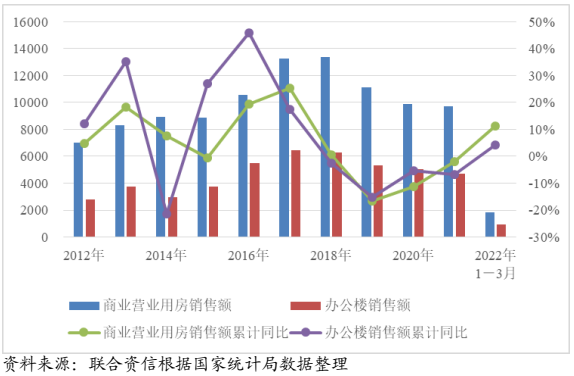
从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015 年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2021 年，全国商业营业用房竣工销售比为 0.96 倍，2022 年 1－3 月下降至 0.78 倍，但该指标下降主要系竣工面积显著减少所致，并非销售端的景气度提升。在疫情持续冲击和房地产融资环境恶化的情况下，商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，但整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

从办公楼供求情况看，2021 年，全国办公楼竣工销售比为 1.00 倍，2022 年 1－3 月下降至 0.72 倍，下降原因同样主要来自竣工面积下降。未来随着城市新区开发不断推进，办公楼市场仍将持续面临新增供应以及优胜劣汰的压力。

从销售端来看，2021 年，商业营业用房销售额为 9692.36 亿元，同比下降 2.0%；办公楼销售额为 4701.46 亿元，同比下降 6.9%。考虑到 2020 年同比数据受疫情影响较大，若与 2019 年数据相比，2021 年商业营业用房和办公楼销售额分别下降 13.01%和 11.78%。综上，商业地产整体销售景气度较疫情前仍有较大差距。2022 年 1－3 月，商业营业用房和办公楼销售额分别同比增长 11.30%和 4.10%，商业营业用房销售同比实现较大幅的恢复性增长。

图 4　2012 年—2022 年 3 月全国商业地产销售情况

（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

3. 深圳市经济发展及商业地产市场

2021 年，深圳市经济保持平稳增长，写字楼市场较上年显著回暖，零售物业市场需求表现活跃。

公司主要自持物业位于深圳地区，深圳地区的经济发展及商业地产市场情况对卓越商业业务发展具有重要影响。

2021 年，深圳市经济保持平稳增长，实现地区生产总值 30664.85 亿元，同比增长 6.7%，第二、三产业增加值比重分别占 37.0%和 62.9%。全年战略新兴产业增加值同比增长 6.7%，占地区生产总值的 39.6%。截至 2021 年底，深圳市常住人口 1768.16 万人，较上年底净流入 12.15 万人。整体来看，深圳市经济实力强，人口延续净流入态势。

空置率方面，近年来深圳城市更新持续推进，向市场供应了大量的产业研发用房，加上已有的总部基地、商务区规划，全市商业办公供应量持续增长，加剧商业办公用房空置。深圳市写字楼市场出现结构性供给过剩情况，核心地段写字楼基本保持供需均衡，非核心地段写字楼空置率上升。

根据第一太平戴维斯数据，写字楼方面，2021 年，深圳甲级写字楼租赁市场显著回暖，平均空置率自年初以来连续四个季度持续下降，截至 2021 年底为 22.7%，较上年底下降 5.2 个百分点。尽管市场需求保持旺盛，但由于部分业主愿意为租户提供租金优惠以进一步提高出租率，甲级写字楼平均租金水平仍保持微降，2021 年底为 184.1 元/平方米·月。

零售物业方面，2021 年，深圳市零售物业市场租赁需求表现活跃，受益于零售商在深圳积极扩张，截至 2021 年底深圳零售物业市场平均空置率下降至 7.5%。此外，受益于品牌级次提高，深圳多个存量零售项目租金上升，截至 2021 年底深圳全市首层平均租金水平为 631.6 元/平方米·月。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司注册资本及实收资本30.00亿元，卓越置业集团持有公司全部股权，公司实际控制人为李华先生。

2. 企业规模和竞争力

公司自持物业主要位于深圳市核心区域，区位及成本优势突出，品牌知名度较高。

跟踪期内，公司保持突出的项目区位优势。公司商业地产项目主要布局深圳市福田CBD、前海深港合作区、后海总部基地、梅林北中央商务区、深圳宝安中心区以及上海南桥新城和青浦新城、青岛中央商务等核心城市核心位置。公司具有丰富的商业地产开发运营经验，是深圳市商业地产主要的开发商之一，主营开发、销售和运营管理商业物业，产品包括超甲型写字楼、大型商业广场、购物中心、住宅以及都会综合体，卓越后海金融中心、深圳前海壹号均成为区域地标型项目。截至2021年底，公司主要持有物业建筑面积77.92万平方米，公司在售项目未售面积约98.95万平方米。2021年，公司房地产签约销售金额164.66亿元，租金收入14.82亿元（含税）。

公司在深圳市已开发运营的项目包括皇岗商务中心商业、城市综合体卓越梅林中心广场和卓越后海金融中心等，主要位于各区CBD核心位置，且均为城市更新项目，综合土地成本较低。结合控股股东卓越置业集团在城市更新领域具有丰富的开发经验和销售业绩，“卓越”品牌在深圳市具有较强的品牌影响力。

3. 企业信用记录

根据企业征信报告，截至2022年6月2日，公司本部未结清和已结清信贷信息中，均无不良或关注类信贷信息。

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。

截至2022年6月5日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定。

2021年，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化，公司治理与管理较为稳定。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司收入仍主要来自房地产销售和租赁服务。随着深圳以外区域的项目逐步结转，公司营业总收入同比大幅增长，但毛利率下降至行业一般水平。

公司是卓越置业集团旗下的重要平台，近年来定位由商业地产转变为商住并举，项目业态包括住宅、办公、商业等，办公业态部分自持、部分对外出售。2015 年以来卓越置业集团持续整合商业地产资源，主要将商业业态和综合体业态的项目注入公司。公司城市更新项目的获取、报规、拆迁、土地出让金支付和开发主体资格确认等前期工作主要由股东卓越置业集团完成，再以项目公司股权形式注入公司。对于拟注入公司的城市更新项目，前期拆迁成本等相关支出由公司承担，对公司资金形成一定占用。2020 年以来，随着卓越置业集团加大市场化拿地力度，尤其是加大长三角区域投拓力度，卓越置业集团注入公司的招拍挂项目数量显著增加，住宅业态占比上升。

2021年，公司实现营业总收入304.00亿元，同比大幅增长131.12%，主要系公司多个项目集中竣工交付所致。公司主营业务在营业总收入中的占比超过90%，主营业务突出。

从收入构成来看，2021年，房地产销售仍是公司主营业务收入的主要来源，收入占比超过90%。租赁服务收入规模保持增长，为公司贡献了较稳定的现金流和利润。

从毛利率来看，近年来，随着行业整体利润率下滑以及疫情对项目进度造成一定影响，公司主营业务毛利率有所下降。以往公司结转项目以深圳的城市更新项目为主，土地成本较低，房屋销售价格较高，毛利率处于较高水平；2021年，公司结转的部分项目位于新一线城市，项目毛利率相对较低，导致公司房地产销售毛利率下降至行业一般水平。

表 3　2019－2021 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	155.43	92.48	44.53	115.28	91.09	33.10	283.84	95.07	19.24
租赁服务	8.92	5.31	87.57	9.80	7.74	89.46	11.98	4.01	91.70
其他	3.71	2.21	72.58	1.48	1.17	-0.28	2.75	0.92	21.57
合计	**168.07**	**100.00**	**47.44**	**126.56**	**100.00**	**37.07**	**298.56**	**100.00**	**22.16**

注：上表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
资料来源：联合资信根据审计报告整理

2. 土地储备

公司获取项目存在一定的不确定性，且部分城市更新项目的周期较长，对资金形成一定占用。公司项目获取主要依赖股东注入，在业务开展的独立性方面存在不足。2021 年卓越置业集团注入公司的项目规模减少，公司存在一定补库存需求。

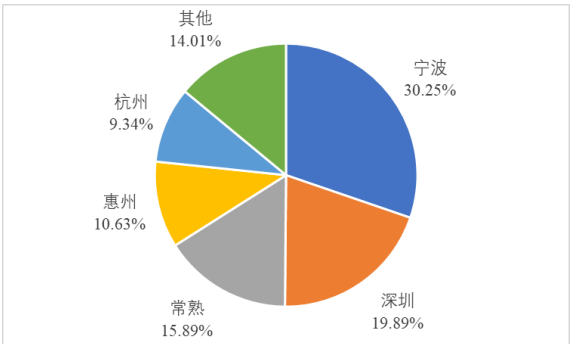
卓越商业的土地储备主要由卓越置业集团拿地后注入。根据卓越置业集团 2017 年 3 月 7 日的股东决定，卓越置业集团拟将部分城市更

新项目在主体资格确认（包括取得土地证或签署土地合同）后一年内，将土地储备的对应项目公司股权100%注入公司名下。截至2021年底，卓越置业集团拟注入公司的城市更新土地储备全部位于深圳，规划建筑面积合计645.57万平方米，其中已取得土地证的规划建筑面积67.60万平方米。城市更新项目周期较长，一般需3~5年，项目注入公司的时间存在不确定性。公司项目获取主要依赖股东注入，在业务独立性方面存在不足。公司尚未获取待转入的城市更新项目对公司的资金占用合计约121亿元（主要计入其他非流动资产），相关项目的预计货值约998亿元。

2020年，卓越置业集团注入公司的项目数量显著增加，新增项目建筑面积合计337.90万平方米。2021年，卓越置业集团向公司注入位于深圳和宁波的可售项目，建筑面积合计71.03万平方米，截至2021年底项目处于在建在售阶段。

截至2021年底，公司在售项目未售面积98.95万平方米，预计可满足公司未来一年以上的销售需要，公司存在一定的补库存需求。公司在售项目主要位于大湾区和长三角地区，未售面积按业态区分，纯住宅占20.85%，商住混合占28.73%，综合体占50.42%。

图5　公司在售项目未售面积城市分布



注：其他城市包括长沙、上海、佛山、青岛、东莞和嘉兴
资料来源：根据公司提供资料整理

3. 项目开发

受卓越置业集团注入公司项目规模波动和开发节奏的影响，2021年公司新开工面积下降、竣工面积大幅增长，在建项目资本支出压力尚可。

2021年，公司新开工面积同比下降，主要系上年新开工的惠州东部蔚蓝海岸项目体量较大，而当年卓越置业集团注入公司的项目规模减少所致。同期，公司竣工面积同比显著增加，集中竣工规模较大，期末在建面积大幅下降。

表4　公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2019年	2020年	2021年
新开工面积	49.42	65.01	28.96
竣工面积	51.52	58.44	142.60
期末在建面积	167.51	313.35	199.71

注：2020年期末在建面积不符合上期末在建面积+当期新开工面积-当期竣工面积的勾稽关系，主要系股东注入项目所致
资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2021年底，公司在建项目共18个，项目累计投资进度为93.15%，预计2022年投资54.30亿元，公司资本支出压力尚可。

4. 物业销售

2021年，公司签约销售面积和签约销售金额同比下降，项目整体去化情况较好，但写字楼业态存在一定的去化风险。

从销售情况来看，2021年，公司签约销售面积和签约销售金额分别同比下降约31.31%和15.90%；随着深圳项目销售金额占比上升，公司签约销售均价显著上涨。

表5　公司项目销售及结转情况
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2019年	2020年	2021年
签约销售面积	63.61	72.24	49.62
签约销售金额	161.96	195.80	164.66
签约销售均价	2.55	2.71	3.32
结转面积	72.92	48.81	120.61
结转收入	158.01	115.28	283.84
结转均价	2.17	2.36	2.35

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至2021年底，公司在售项目累计去化率约为81.16%，整体去化情况较好。近年来，公司项目主要分布的地区写字楼空置率有所上升，市场竞争较激烈，对公司的项目去化进度可能造成一定影响。受宏观经济和

疫情等因素影响，后续公司面临的写字楼去化压力预计将有所加大。

5. 物业租赁情况

2021 年公司租金收入进一步增长，但自持物业存在评估价值波动风险。

截至 2021 年底，公司自持物业主要位于深圳，部分位于青岛，业态以写字楼为主、商业为辅。公司位于深圳的自持物业基本布局在深圳各 CBD 核心区域，卓越后海金融中心所在的后海总部基地、卓越城（又名梅林中心广场）所在的梅林北中央商务区以及皇岗商务中心所处的福田 CBD 区等具有一定商业集群优势。2021 年，公司新增前海壹号写字楼和前海壹号 INTOWN 项目，前海壹号写字楼运营时间较短、出租率相对较低。公司其他主要自持物业出租率良好。

2021 年，公司含税租金收入同比增长 34.95%，多个项目经过逐步培育，租金收入增幅较大，仅卓越城北区写字楼和皇岗商务中心项目租金收入小幅下滑。

截至 2021 年底，公司投资性房地产账面价值 724.19 亿元，其成本合计 275.33 亿元，累计增值率为 163.03%。公司投资性房地产按评估价值入账，存在一定的价值波动风险。

表 6　截至 2021 年底公司主要持有物业情况（单位：个、万平方米、元/平方米·月、万元）

物业名称	地区	主要商户类型	商户个数	出租率	建筑面积	2021 年平均租金水平	2019 年租金收入	2020 年租金收入	2021 年租金收入
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	餐饮、服装	161	98%	9.23	442	21722	23988	29754
后海金融中心商场	深圳	餐饮	17	97%	0.73	591	2621	2738	3205
卓越城北区写字楼	深圳	办公	9	93%	1.04	193	2144	2527	2331
皇岗商务中心	深圳	办公	129	85%	8.51	300	22324	22154	16405
横岗城市中心花园	深圳	餐饮	5	100%	0.48	82	354	269	269
卓越世纪城中心	深圳	餐饮	80	99%	3.25	613	14371	12496	15299
青岛大融城	青岛	餐饮、服装	164	98%	6.86	155	6442	4950	6164
金地中心	深圳	办公、商业	20	87%	5.80	282	8354	12179	15450
卓越时代广场一期	深圳	银行	1	100%	0.04	693	511	544	961
青岛世纪中心写字楼	青岛	办公	180	84%	11.14	110	3536	7062	8859
卓悦中心	深圳	餐饮、服装	367	92%	18.43	454	8719	20891	37230
前海壹号写字楼	深圳	办公	37	68%	8.82	190	--	--	7199
前海壹号 INTOWN	深圳	餐饮	82	93%	3.59	515	--	--	5049
合计	--	--	**1252**	--	**77.92**	--	**91098**	**109799**	**148175**

注：表中公司提供的租金收入为含税收入，与审计报告中的租赁服务收入存在差异
资料来源：公司提供

6. 关联交易

股东方为公司提供关联担保的规模较大；深圳城市更新项目资金占用较大，使公司形成了较大规模的应收关联方款项。

2021 年，公司购销商品、接受和提供劳务的关联交易规模不大，但有较大规模的关联担保和关联方往来。

截至 2021 年底，关联方为公司提供担保金额合计 249.69 亿元，主要系卓越置业集团及实际控制人为公司及下属公司提供的担保；公司为关联方提供担保金额合计 113.67 亿元。公司在融资方面获得股东担保支持的力度较大。

截至 2021 年底，公司应收关联方款项账面余额合计 219.59 亿元，应付关联方款项合计 80.76 亿元。由于公司本部尚无房地产开发资质，公司项目主要由卓越置业集团注入。拟注入公司的深圳城市更新项目资金占用较大，使公司形成了较大规模的应收关联方款项。

7. 经营效率

2021 年公司经营效率指标显著提升。

2021 年，公司项目集中结转规模较大，营

业总收入大幅增长，带动经营效率指标显著提升。公司存货周转次数由上年的 0.17 次上升至 0.50 次，总资产周转次数由上年的 0.07 次上升至 0.17 次。与同行业相比，2021 年公司经营效率较高。

表 7　2021 年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
万科 A	0.34	0.29	0.24
时代控股	0.37	0.28	0.23
大华集团	0.14	0.15	0.14
新湖中宝	0.26	0.22	0.13
公司	**0.55**	**0.44**	**0.18**
行业中位数	0.27	--	0.19

注：1. 为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. 行业中位数来自 Wind 房地产沪深上市公司统计；3. “万科 A”为万科企业股份有限公司的简称，“时代控股”为广州市时代控股集团有限公司的简称，“大华集团”为大华（集团）有限公司的简称，“新湖中宝”为新湖中宝股份有限公司的简称

资料来源：Wind

8. 未来发展

公司未来发展战略符合公司发展需要。

公司将继续采取“商住并举、双轮驱动、综合发展”的发展模式，地产开发主要由卓越置业集团通过城市更新、招拍挂和收并购等方式获取土地资源后注入公司，深耕粤港澳湾区，布局核心一二线城市，重点定位于主流客户需求；自持物业方面，根据公司“核心城市-核心区域-核心物业”的自持物业选取标准，内部增持部分优质物业，获取稳定现金流和物业增值收益。

九、财务分析

1. 财务概况

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2021年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。2021年，公司发生了同一控制下企业合并，本报告中2020年财务数据采用2021年审计报告的期初数/上年数，财务数据可比性较强。截至2021年底，公司合并范围内共有子公司110家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1689.76 亿元，所有者权益 586.89 亿元（含少数股东权益 166.90 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 304.00 亿元，利润总额 34.64 亿元。

2. 资产质量

截至 2021 年底，受存货集中结转以及货币资金下降等因素影响，公司资产规模有所减少；公司存货和投资性房地产位置较优越，资产受限程度一般，但城市更新项目仍对公司资金形成一定占用，且投资性房地产存在公允价值波动风险。

截至2021年底，公司资产总额较年初下降13.07%，主要系流动资产减少所致。公司投资性房地产规模较大，非流动资产占比较年初有所上升。

表 8　2019－2021 年末公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**638.47**	**39.22**	**928.08**	**47.75**	**633.06**	**37.46**
货币资金	118.22	7.26	178.62	9.19	119.36	7.06
其他应收款（合计）	107.42	6.60	183.84	9.46	90.25	5.34
存货	399.35	24.53	539.76	27.77	395.30	23.39
非流动资产	**989.35**	**60.78**	**1015.73**	**52.25**	**1056.70**	**62.54**
长期股权投资	99.28	6.10	102.66	5.28	123.36	7.30
投资性房地产	678.71	41.69	714.55	36.76	724.19	42.86
其他非流动资产	97.98	6.02	80.40	4.14	145.63	8.62
资产总额	**1627.82**	**100.00**	**1943.81**	**100.00**	**1689.76**	**100.00**

注：占比指该科目在资产总额中的占比

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较年初下降 31.79%，主要科目货币资金、其他应收款（合计）和存货降幅均较大。

截至 2021 年底，公司货币资金较年初下降 33.18%，主要系偿债支出所致。其中，保证金等受限资金 3.94 亿元，受限比例为 3.30%。

截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）较年初下降 50.91%，主要系公司进一步清理关联方往来款所致。公司对其他应收款累计计提坏账准备 2.36 亿元，计提比例较低，主要系未对关联方往来款计提坏账所致。其他应收款余额中，关联方往来款占 59.87%，非关联方往来款占 21.90%，关联方往来款对公司资金形成较大占用。

表 9　截至 2021 年底公司前五大其他应收款情况

（单位：亿元）

单位名称	余额	款项性质
北京力汇房地产开发有限公司	17.57	关联方往来款
北京卓华房地产开发有限公司	12.93	关联方往来款
北京力盈房地产开发有限公司	5.25	关联方往来款
金地（集团）股份有限公司	1.78	关联方往来款
嘉兴卓骓房地产开发有限公司	1.63	关联方往来款
合计	**39.15**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司存货较年初下降 26.76%，主要系集中结转所致。其中，开发产品占 34.25%，开发成本占 65.69%，开发产品占比偏高，主要系公司写字楼业态占比较大所致。公司未对存货计提跌价准备。公司存货项目均位于优质一二线城市和强三线城市，存货质量较高、跌价风险较小。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较年初增长 4.03%，规模和构成较年初变化不大。

截至 2021 年底，公司长期股权投资较年初增长 20.17%，主要系合作开发项目增加所致。2021 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为 2.82 亿元。

截至 2021 年底，公司投资性房地产较年初增长 1.35%。投资性房地产成本合计 275.33 亿元，公允价值变动合计 448.87 亿元，累计增值率为 163.03%。公司投资性房地产主要位于深圳，地理位置较优越，但其公允价值易受深圳市房地产市场波动影响。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产较年初增长 81.14%，主要系对卓越置业集团旗下的城市更新项目公司提供借款所致。其他非流动资产中金额较大的包括对深圳卓越松岗城市更新有限公司的借款 25.92 亿元、对深圳卓越妮岗房地产开发有限公司的借款 22.31 亿元、对深圳卓越盛祥城市更新有限公司的借款 21.90 亿元以及对深圳市正基房地产开发有限公司的借款 21.12 亿元等。上述公司负责的城市更新项目在达到可开发状态后拟注入公司，项目前期支出由公司支付。

截至 2021 年底，公司受限资产占资产总额的 20.95%，受限程度一般。其中，投资性房地产的受限比例为 43.06%，公司仍有一定的融资空间。

表10　截至2021年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

项目	受限金额	在该科目中的占比
货币资金	3.28	2.74
存货	38.87	9.83
投资性房地产	311.83	43.06
固定资产	0.07	0.28
合计	**354.05**	**20.95**

资料来源：公司债券年度报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益规模和构成变化不大，权益稳定性尚可。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 586.89 亿元，较年初增长 3.80%。其中，未分配利润占 44.14%，少数股东权益占 28.44%，权益结构较年初变化不大。考虑到公司少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，公司权益稳定性仍属尚可。

（2）负债

截至 2021 年底，公司负债规模有所下降，但工程款支付压力有所加大；公司债务规模显

著下降，整体债务负担和债务结构较合理。

截至2021年底，公司负债较年初下降19.99%，流动负债和非流动负债均有所减少，负债结构较年初变化不大。

表11 公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019年底		2020年底		2021年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**540.70**	**49.54**	**887.43**	**64.38**	**724.28**	**65.67**
应付票据及应付账款（合计）	65.33	5.99	74.31	5.39	114.54	10.39
合同负债	270.09	24.75	411.27	29.84	318.12	28.84
其他应付款（合计）	53.91	4.94	144.90	10.51	104.78	9.50
一年内到期的非流动负债	67.73	6.21	160.37	11.63	98.39	8.92
非流动负债	**550.80**	**50.46**	**490.99**	**35.62**	**378.58**	**34.33**
长期借款	291.90	26.74	268.65	19.49	193.68	17.56
应付债券	114.67	10.51	49.21	3.57	17.72	1.61
递延所得税负债	110.06	10.08	121.27	8.80	124.36	11.28
负债总额	**1091.49**	**100.00**	**1378.42**	**100.00**	**1102.87**	**100.00**

注：占比指该科目在负债总额中的占比
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

流动负债方面，截至2021年底，公司流动负债较年初下降18.38%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和合同负债减少所致。

截至2021年底，公司应付票据及应付账款合计较年初增长54.15%。其中，应付票据13.84亿元，较年初增加12.71亿元，均为商业承兑汇票；应付账款100.71亿元，较年初增长37.61%，主要系应付工程款增加所致，账龄大部分为1年以内。公司工程款支付压力有所加大。

截至2021年底，公司合同负债较年初下降22.65%，主要系当年集中结转所致。较大规模的合同负债为公司未来的收入结转提供了支撑。

截至2021年底，公司其他应付款（合计）较年初下降27.69%，主要系关联和非关联方往来款均有所减少所致。其中，关联方往来款78.12亿元。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较年初下降38.65%，一年内到期的长期借款和应付债券均大幅减少。

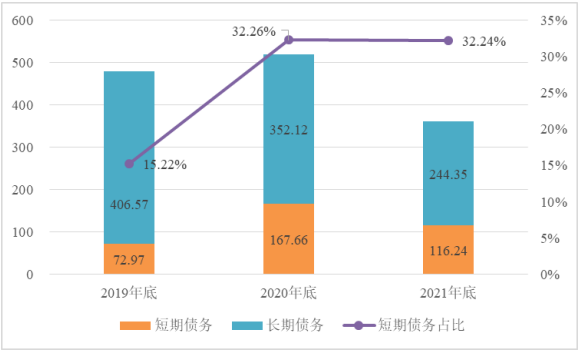
非流动负债方面，截至2021年底，公司非流动负债较年初下降22.89%，主要系长期借款和应付债券减少所致。

截至2021年底，公司长期借款较年初下降27.90%。其中，第三方保证借款占53.47%，抵押+第三方保证借款占21.45%，质押+抵押+第三方保证借款占24.90%。

截至2021年底，公司递延所得税负债较年初增长2.55%，主要来自公允价值变动产生的应纳税暂时性差异。

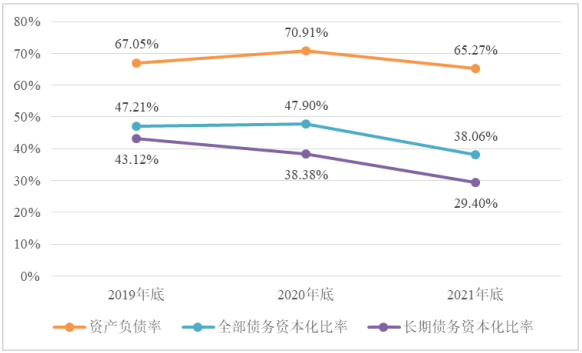
债务方面，截至2021年底，公司全部债务360.59亿元，较年初下降30.63%。其中，短期债务占32.24%，长期债务占67.76%，债务结构以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初下降5.65个百分点、9.84个百分点和8.98个百分点，债务负担有所减轻，整体债务负担较合理。

图6 2019－2021年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图7　2019－2021年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

期限结构方面，截至 2021 年底，公司有息债务期限较分散，未来两年到期债务规模较稳定。

表 12　截至 2021 年底公司有息债务期限结构

到期时间	到期债务规模（亿元）	占比
2022 年	102.04	29.61%
2023 年	106.78	30.98%
2024 年	32.37	9.39%
2025 年及以后	103.45	30.02%
合计	**344.64**	**100.00%**

注：表中到期债务为公司统计口径，与联合资信全部债务计算口径存在差异。公司债务统计口径中不含应付票据和应付利息
资料来源：公司提供

存续债券方面，截至 2022 年 5 月底，公司存续境内债券 2.60 亿元、存续美元债券 4.50 亿美元（折合人民币约 30.57 亿元）。其中，于 2022 年 6－12 月到期的债券余额合计约 16.98 亿元。

表 13　截至 2022 年 5 月底公司存续债券情况

债券简称	起息日期	债券期限	回售时间	到期时间	票面利率	债券余额
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.80% N20220815	2019/08/15	3 年	--	2022/08/15	6.80%	1.50 亿美元
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.80% N20221219	2019/12/19	3 年	--	2022/12/19	6.80%	1.00 亿美元
EXCELLENCE COMMERCIAL 6.8% N2023	2020/03/04	3 年	--	2023/03/04	6.80%	1.00 亿美元
20 卓越 02	2020/03/30	4（2+2）年	2022/03/30	2024/03/30	6.66%	2.60 亿元
卓越商业 2.91% B20250324	2022/03/24	3 年	--	2025/03/24	2.91%	1.00 亿美元
境内债合计	--	--	--	--	--	**2.60 亿元**
美元债合计	--	--	--	--	--	**4.50 亿美元**

注：表中未列出公司所发行的资产支持证券。截至2022年5月底，公司发行的资产支持证券余额合计40.12亿元（不含次级产品）
资料来源：Wind

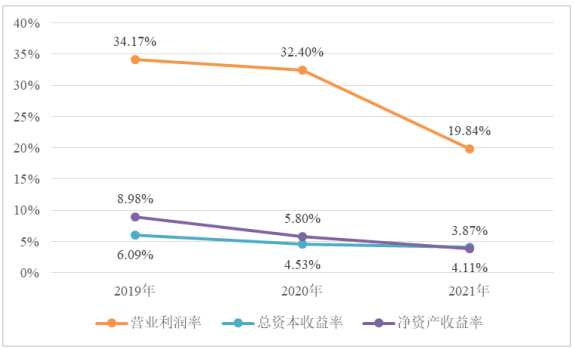
4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入同比增长，但利润总额同比下降，盈利能力有所下滑。

2021 年，公司营业总收入分析见经营概况部分；公司利润总额 34.64 亿元，同比下降 23.05%，主要系房地产销售毛利率下降以及公允价值变动收益大幅减少所致。2021 年，公司利润主要来自主营业务。

期间费用方面，2021年，公司费用总额27.45亿元，同比增长 20.51%，主要系销售费用和财务费用增加所致。其中，销售费用占 30.31%，管理费用占 19.25%，财务费用占 50.44%。2021 年，公司销售费用同比增长 39.24%，主要系营销推广费增加所致。

图 8　2019－2021 年公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

盈利指标方面，2021 年，公司主要盈利指标有所下降。与所选公司相比，公司销售毛利率和总资产报酬率一般，净资产收益率偏低。

表 14　2021 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	营业收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
万科 A	4527.98	21.82	2.96	9.78
时代控股	440.16	31.54	4.79	18.28
大华集团	261.59	35.41	2.60	9.58
新湖中宝	168.91	22.20	3.66	5.74
公司	**304.00**	**23.07**	**2.71**	**4.25**

注：为了便于对比，上表相关数据均来自 Wind，Wind 计算公式与联合资信计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

5. 现金流

2021 年，公司筹资活动前现金流保持净流入，筹资活动现金流仍为净流出。行业融资趋紧对公司现金流管理形成一定挑战，公司更加依赖内生现金流。

表 15　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	175.70	239.83	237.40
经营活动现金流出小计	101.96	183.92	130.40
经营活动现金流量净额	**73.74**	**55.91**	**107.00**
投资活动现金流入小计	0.42	29.02	20.27
投资活动现金流出小计	66.09	17.09	24.98
投资活动现金流量净额	**-65.67**	**11.93**	**-4.71**
筹资活动前现金流量净额	**8.07**	**67.84**	**102.29**
筹资活动现金流入小计	314.19	246.61	148.30
筹资活动现金流出小计	345.60	256.86	296.58
筹资活动现金流量净额	**-31.42**	**-10.25**	**-148.28**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动方面，2021 年，公司经营活动现金流入同比变化不大，其中销售商品、提供劳务收到的现金 232.61 亿元；经营活动现金流出同比下降 29.10%，资本支出有所缩减。综上，公司经营活动现金流仍保持净流入，2021 年净流入规模同比大幅增长 91.38%。

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金流入主要系收回对外有息借款，同比下降 30.13%；投资活动现金流出同比增长 46.18%，主要系投资支付的现金增加所致。综上，公司投资活动现金流波动较大，2021 年转为小幅净流出。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额持续净流入，同比增长 50.80%。随着房地产行业融资趋紧，公司更加依赖内生现金流。

筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入同比下降 39.87%，吸收投资和取得借款收到的现金均降幅较大；筹资活动现金流出同比增长 15.46%，偿债支出有所增长。综上，公司筹资活动现金流持续净流出，2021 年净流出规模较大，行业融资环境变化对于公司现金流管理形成一定挑战。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标一般、长期偿债指标较强，考虑到公司投资性房地产地理位置较优越，自持物业项目能带来较稳定的现金流入，且未来卓越置业集团拟进一步将城市更新项目注入公司，公司偿债指标表现良好。

表 16　公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率（%）	118.08	104.58	87.40
	速动比率（%）	44.22	43.76	32.83
	经营现金/流动负债（%）	13.64	6.30	14.77
	经营现金/短期债务（倍）	1.01	0.33	0.92
	现金类资产/短期债务（倍）	1.62	1.07	1.04
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	76.33	62.35	52.33
	全部债务/EBITDA（倍）	6.28	8.34	6.89
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.11	0.30
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.72	1.87
	经营现金/利息支出（倍）	1.71	1.54	3.83

资料来源：根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率较年初均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度偏低；现金短期债务比小幅下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债指标一般。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比下降 16.06%，主要系利润总额减少所致；公司 EBITDA 利息倍数同比小幅增长，全部债务/EBITDA 同比下降，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度较强。整体看，公司长期偿债指标较强。

对外担保方面，截至 2021 年底，除阶段性按揭担保以外，公司对外担保 113.67 亿元，担保比率为 19.37%。考虑到公司对外担保以关联方担保为主，对外担保方面的或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面，截至 2021 年底，公司无涉案金额超过 1000 万元的未决诉讼、仲裁案件。

银行授信方面，截至 2021 年底，公司获得的银行授信额度合计 398.07 亿元，其中未使用授信额度 128.84 亿元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产以对外投资和应收类款项为主，债务负担一般，权益稳定性较强，利润主要来自投资收益。2021 年公司本部筹资活动现金净流出，收回投资收到现金规模较大，短期偿债指标很强。

资产方面，截至2021年底，公司本部资产总额476.82亿元，较年初下降17.25%，主要系货币资金、其他应收款和可供出售金融资产减少所致。公司本部资产总额主要由其他应收款、长期股权投资和其他非流动资产构成，其他非流动资产主要为对外提供借款。公司本部货币资金35.36亿元，规模一般。

负债方面，截至2021年底，公司本部负债总额368.58亿元，较年初下降23.33%，主要系其他应付款和有息债务减少所致。截至2021年底，公司本部全部债务50.05亿元，较年初下降54.36%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为77.30%和31.62%，债务负担一般。

所有者权益方面，截至2021年底，公司本部所有者权益108.24亿元，较年初增长13.34%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。公司本部所有者权益中实收资本和资本公积合计占78.14%，权益稳定性较强。

盈利方面，2021年，公司本部营业总收入规模较小，利润主要来自投资收益。随着投资收益规模减少，2021年公司本部利润总额为3.76亿元，同比下降62.22%。

现金流方面，2021年，公司本部经营活动现金流规模较小；投资活动现金流由净流出转为净流入42.60亿元，收回投资收到的现金规模较大；筹资活动现金流由净流入转为净流出80.50亿元，公司本部融资规模下降。

偿债指标方面，截至2021年底，公司本部现金短期债务比上升至4.69倍，短期偿债指标很强。

十、外部支持

公司股东卓越置业集团房地产开发业务规模大，土地储备丰富，在土地获取等方面为公司发展提供了支持。

公司股东卓越置业集团是行业内大型商业及住宅综合性地产开发商，从事商业及住宅地产开发运营二十余年，在深圳地区有六十多个城市更新项目，土地储备丰富，其业务分布在深圳、北京、上海、广州、重庆、武汉、长沙、青岛、杭州、东莞、惠州、南京、嘉兴等城市。在克而瑞2021年权益销售排行榜中，卓越置业集团排名第35位。

公司是卓越置业集团旗下的重要运营主体，2015年以来卓越置业集团持续整合商业地产资源注入公司。随着公司定位转变为“商住并举”，注入公司的住宅项目有所增加。未来随着城市更新项目的推进，卓越置业集团仍将继续向公司注入深圳的优质资源。近年来，卓越置业集团以项目公司股权转让方式注入公司的项目主要包括上海宝山商务中心、上海奉贤世纪中心、上海青浦世纪中心、卓越梅林中心广场、青岛卓越世纪中心、深圳卓越前海金融中心、皇岗商务中心商业、横岗中心城市花园、青岛卓越世纪中心、上海维港、深圳中心天元、卓越前海时代广场项目、东莞蔚蓝山项目、东莞蔚蓝岸项目、东莞维港项目、杭州湾项目等。根据卓越置业集团2017年3月7日的股东决定，卓越置业集团拟将部分土地储备的对应项目公司股权100%注入到公司名下以支持公司发展。此外，公司资金独立进行管理，卓越置业集团未对公司资金进行归集。

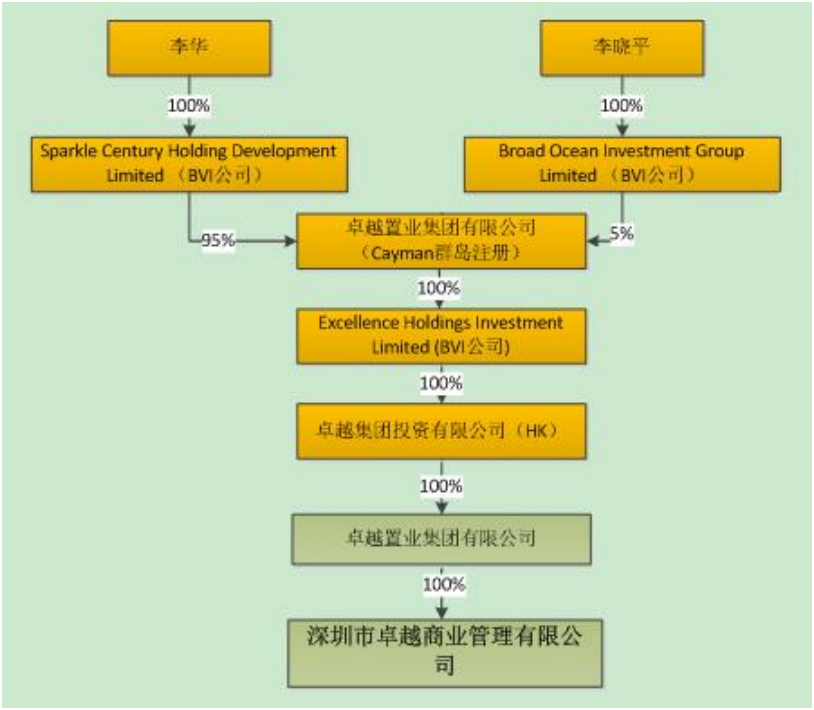
截至2021年底，卓越置业集团土地储备超过6000万平方米。卓越置业集团主要通过收并购、招拍挂以及城市更新的方式获取土地，主要布局

在粤港澳大湾区、长三角经济圈、环渤海经济圈等三大经济圈及中西部地区重要省会城市，项目主要位于一二线城市及环一线周边城市，土地储备中约70%位于粤港澳大湾区及长三角地区。财务方面，截至2021年底，卓越置业集团合并资产总额2980.40亿元，所有者权益合计784.94亿元；2021年，卓越置业集团实现营业收入376.34亿元，净利润26.72亿元。

十一、结论

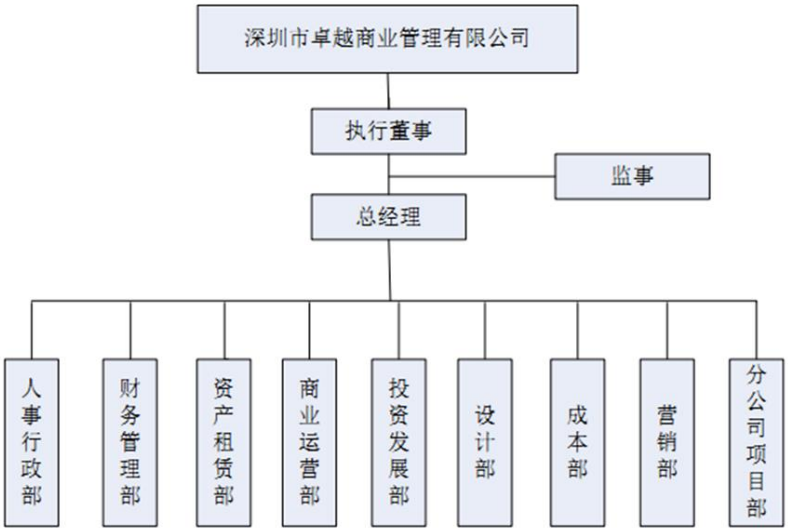
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，同时维持“20卓越02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底深圳市卓越商业管理有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底深圳市卓越商业管理有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年底深圳市卓越商业管理有限公司主要子公司情况

名称	成立日期	注册资本（万元）	股东	股东持股比例	主营业务	股权是否质押	质押比例
深圳卓越世纪城房地产开发有限公司	1994/05/03	44500.13	深圳合盛祥投资有限公司	100%	商业经营	否	--
深圳市圳宝实业有限公司	1982/06/17	10000.00	深圳市兆和科技有限公司	100%	商业经营	否	--
深圳卓越青浦房地产开发有限公司	2012/08/27	37500.00	卓越商业	80%	房地产开发	是	40%
			深圳市中普瑞科技有限公司	20%		是	20%
深圳市卓越宝中房地产开发有限公司	2014/02/11	20000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
深圳市金地大百汇房地产开发有限公司	2006/04/25	10000.00	深圳市大百汇房地产有限公司	33%	房地产开发	否	--
			深圳市鹏润房地产开发有限公司	32%		否	--
			深圳市金地旧城改造开发有限公司	35%		否	--
上海盈扑贸易有限公司	2017/04/28	100.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
佛山市胜华琦悦城房地产开发有限公司	2018/03/22	10000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--
惠州市卓越东部房地产开发有限公司	2007/03/07	3000.00	卓越商业	100%	房地产开发	否	--

注：表中所列子公司为 2021 年对公司合并口径财务数据有较大影响的子公司

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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	118.22	178.62	120.48
资产总额（亿元）	1627.82	1943.81	1689.76
所有者权益（亿元）	536.32	565.39	586.89
短期债务（亿元）	72.97	167.66	116.24
长期债务（亿元）	406.57	352.12	244.35
全部债务（亿元）	479.54	519.78	360.59
营业总收入（亿元）	170.66	131.53	304.00
利润总额（亿元）	61.97	45.02	34.64
EBITDA（亿元）	76.33	62.35	52.33
经营性净现金流（亿元）	73.74	55.91	107.00
财务指标			
销售债权周转次数（次）	161.53	49.23	100.49
存货周转次数（次）	0.24	0.17	0.50
总资产周转次数（次）	0.11	0.07	0.17
现金收入比（%）	97.88	162.00	76.52
营业利润率（%）	34.17	32.40	19.84
总资本收益率（%）	6.09	4.53	4.11
净资产收益率（%）	8.98	5.80	3.87
长期债务资本化比率（%）	43.12	38.38	29.40
全部债务资本化比率（%）	47.21	47.90	38.06
资产负债率（%）	67.05	70.91	65.27
流动比率（%）	118.08	104.58	87.40
速动比率（%）	44.22	43.76	32.83
经营现金流动负债比（%）	13.64	6.30	14.77
现金短期债务比（倍）	1.62	1.07	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.77	1.72	1.87
全部债务/EBITDA（倍）	6.28	8.34	6.89

注：1. 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；2. 2020－2021 年底其他非流动负债中的债务已调整计入公司长期债务，租赁负债未计入公司长期债务；3. 本报告中 2019 年财务数据采用 2020 年审计报告中的期初数/上年数，2020 年财务数据采用 2021 年审计报告中的期初数/上年数

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	27.81	84.71	37.79
资产总额（亿元）	572.78	576.24	476.82
所有者权益（亿元）	87.89	95.49	108.24
短期债务（亿元）	0.00	36.30	8.06
长期债务（亿元）	144.53	73.37	42.00
全部债务（亿元）	144.53	109.66	50.05
营业总收入（亿元）	2.60	2.63	1.87
利润总额（亿元）	21.69	9.96	3.76
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	8.44	4.58	-2.99
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）	0.00	0.00	0.00
现金收入比（%）	73.43	107.26	106.00
营业利润率（%）	96.19	97.00	98.18
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	24.68	9.19	3.68
长期债务资本化比率（%）	62.19	43.45	27.95
全部债务资本化比率（%）	62.19	53.45	31.62
资产负债率（%）	84.66	83.43	77.30
流动比率（%）	54.46	71.08	63.89
速动比率（%）	54.46	71.08	63.89
经营现金流动负债比（%）	2.48	1.17	-0.91
现金短期债务比（倍）	*	2.33	4.69
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：“/”表示数据未能获取，“*”表示因分母为零指标无法计算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持