

信用评级公告

联合〔2023〕4706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”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：

二〇二三年六月二十一日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

深圳市卓越商业管理有限公司 2023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：2023 年 6 月 21 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	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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：

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	2	
			盈利能力	2	
			现金流量	1	
		资本结构		1	
		偿债能力		2	
		指示评级			aa ⁺
		个体调整因素：其他有利因素			+1
个体信用等级			aaa		
外部支持调整因素：--			--		
评级结果			AAA		

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”）重要的房地产开发及商业地产开发运营平台，在区域布局和土地资源获取等方面仍具有较强优势。2022 年，公司继续采取“商住并举”的发展模式，接收了股东卓越置业集团注入的 4 个可售项目；自持物业租金收入保持增长，为公司贡献较稳定的利润和现金流；债务规模和杠杆水平下降，债务负担适中。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，跟踪期内房地产市场运行仍存在不确定性，2022 年公司并表口径销售规模和账面货币资金有一定下降；面临一定的盈利下滑风险；2022 年公司主要自持物业租金单价同比下降，部分物业估值单价略有下降；写字楼去化周期较长；公司项目获取主要依赖股东注入，注入进度不确定性较大，前期支出一定程度上占用公司资金等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

股东拟注入公司的城市更新项目规模较大，若能顺利转化，可为公司补充优质土储。公司主要自持商业物业地理位置较优越、运营成熟，预计可继续为公司贡献较稳定的现金流和利润，但需关注其存在一定的估值波动风险。

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. 商业物业区位优势突出，租金收入保持增长，毛利率维持在较高水平。作为深圳市商业地产开发商之一，公司所开发及持有的大部分物业位于深圳各 CBD 核心区域。2022 年，公司自持物业产生的租金收入合计 13.41 亿元（不含税），同比增长 11.94%，毛利率 89.54%，继续为公司贡献较稳定的利润和现金流。

2. 股东实力强，城市更新项目储备丰富，为公司提供可售项目资源。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支持。2022 年，卓越置业集团注入公司 4 个可售项目，建筑面积合计 102.06 万平方米。截至 2022

分析师：曹梦茹 赵兮

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

年底，卓越置业集团拟注入公司的城市更新项目全部位于深圳，规划建筑面积合计 654.60 万平方米。

3. **债务规模和杠杆水平下降，债务负担适中。**截至 2022 年底，公司全部债务 256.31 亿元，较年初下降 30.06%；全部债务资本化比率为 29.41%，较年初下降 9.01 个百分点，债务负担适中。

关注

1. **房地产市场运行仍存在不确定性，公司并表销售规模和货币资金有一定下降；面临一定的盈利下滑风险。**跟踪期内，房地产市场景气度仍较低迷，房企融资环境尚未全面修复。2022 年公司并表口径签约销售面积和签约销售金额分别同比下降 30.07%和 20.49%，当期公司筹资活动现金仍为较大规模净流出，债务规模下降的同时亦对货币资金形成一定消耗；截至 2022 年底，公司货币资金 63.81 亿元，较年初下降 48.51%，对短期债务的覆盖程度有所下降。此外，未来房地产市场运行存在不确定性，公司面临一定的盈利下滑风险。

2. **2022 年主要自持物业租金单价同比下降，部分物业估值单价略有下降；写字楼去化周期较长。**公司自持物业主要位于深圳，其总体经营状况及估值水平受深圳区域经济和商业地产市场环境的影响较大。2022 年，公司主要自持物业租金单价同比下降，部分物业 2022 年估值单价略有下降，未来公司投资性房地产仍面临估值波动风险。受写字楼市场竞争形势影响，公司写字楼去化周期相对较长，未来去化或仍将承压。

3. **项目获取主要依赖股东注入，注入进度不确定性较大，前期支出一定程度上占用公司资金。**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一定不足。股东拟注入公司的土地储备主要为城市更新项目，注入规模和注入时间不确定性较大，公司承担的城市更新项目前期拆迁款等支出对资金形成一定占用。

主要财务数据：

项 目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	178.62	125.06	64.71	57.24
资产总额（亿元）	1943.81	1793.47	1545.08	1494.83
所有者权益（亿元）	565.39	587.49	615.28	619.17
短期债务（亿元）	167.66	118.85	89.05	55.46
长期债务（亿元）	352.12	247.63	167.26	144.17
全部债务（亿元）	519.78	366.48	256.31	199.63

营业总收入（亿元）	131.53	304.01	264.25	35.34
利润总额（亿元）	45.02	33.60	41.04	5.30
EBITDA（亿元）	62.35	52.14	66.01	/
经营性净现金流（亿元）	55.91	86.12	47.05	-2.37
营业利润率（%）	32.40	19.83	30.01	24.04
净资产收益率（%）	5.80	3.73	4.65	--
资产负债率（%）	70.91	67.24	60.18	58.58
调整后资产负债率（%）	63.11	58.99	53.17	51.68
全部债务资本化比率（%）	47.90	38.42	29.41	24.38
流动比率（%）	104.58	88.72	76.85	75.67
经营现金流流动负债比	6.30	10.45	7.51	--
现金短期债务比（倍）	1.07	1.05	0.73	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.87	2.69	/
全部债务/EBITDA（倍）	8.34	7.03	3.88	/

公司本部

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	576.24	476.82	462.42	485.93
所有者权益（亿元）	95.49	108.24	110.47	110.42
全部债务（亿元）	109.66	50.05	39.35	42.86
营业总收入（亿元）	2.63	1.87	1.29	0.00
利润总额（亿元）	9.96	3.76	0.98	-0.06
资产负债率（%）	83.43	77.30	76.11	77.28
全部债务资本化比率（%）	53.45	31.62	26.26	27.96
流动比率（%）	71.08	63.89	58.70	64.03
经营现金流流动负债比	1.17	-0.91	1.87	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，主要系四舍五入所致；数据单位除特别说明外均为人民币；2. 公司 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数，公司 2023 年一季度财务数据未经审计；3. 已将公司合并口径其他非流动负债中的有息部分计入长期债务，租赁负债未计入债务；4. “/”表示数据未获取，“--”表示数据不适用或计算无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告、季度报告及公司提供资料整理

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	2022/06/22	罗星驰 曹梦茹	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）	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

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股份有限公司（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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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：

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

2023 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 2023 年 3 月底，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（公司股权结构图见附件 1-1）。2023 年 3 月，为进一步完善法人治理结构，公司决定成立董事会（公司最新组织架构图见附件 1-2）。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，仍为房地产开发销售和租赁服务。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1545.08 亿元，所有者权益 615.28 亿元（含少数股东权益 176.29 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 264.25 亿元，利润总额 41.04 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1494.83 亿元，所有者权益 619.17 亿元（含少数股东权益 177.00 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 35.34 亿元，利润总额 5.30 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 2023 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 2023 年 5 月底公司存续公司债券概况
(单位：亿元、年)

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 卓越 02	10.00	2.60	2020/03/30	4 (2+1+1)

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支

撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析

1. 房地产行业分析

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。完整版行业分析详见[《2023 年房地产行业分析》](#)。

2. 商业地产行业分析

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。受需求不振影响，自 2021 年以来，商业地产开发投资呈走弱态势。叠加外部环境等影响，商业地产竣工面积有所下降，商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大。2023 年一季度，全国商业营业用房和办公楼开发投资完成额和销售额均同比下降。随着消费需求集中释放，商业地产可能短期企稳，但行业景气度仍面临一定压力；长期来看存量更新改造和轻资产输出将促进行业发展，商业不动产 REITs 试点新政对于推动商业地产行业发展将起到积极作用。详见[《2023 年一季度商业地产行业分析》](#)。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，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

公司商业地产开发运营经验丰富，自持物业主要位于深圳市核心区域，区位优势明显，品牌知名度较高；公司城市更新项目主要由股东卓越置业集团注入，具有一定的成本优势。

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，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。跟踪期内，公司保持突出的项目区位优势，商业地产项目主要布局深圳市福田区 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。截至 2022 年底，公司主要持有物业建筑面积 77.96 万平方米。2022 年，公司实现租赁服务收入 13.41 亿元（不含税），毛利率 89.54%。

公司在深圳市已开发运营的城市更新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，多位于各区 CBD 核心位置，主要由股东卓越置业集团注入，因拿地时间较早，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。2022 年，公司全口径签约销售金额合计 206.67 亿元，占卓越置业集团同期销售金额的 27.83%；同期，公司实现房地产销售收入 238.32 亿元，毛利率 34.06%。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4403010010124893），截至 2023 年 6 月 5 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2023年6月20日,联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司新成立董事会,治理结构进一步完善,主要经营战略和管理制度未发生重大变化。

2023年4月,公司发布公告称,为进一步完善法人治理结构,公司于2023年3月28日作出如下股东决定:(1)成立董事会,选举李华、李晓平、张昊为公司董事,任期3年;同时免去李华原执行董事兼法定代表人的职务;(2)选举李华为公司董事长兼法定代表人,任期3年;(3)同意免去王庆原监事职务,委任古松为公司监事,任期3年。公司已于2023年4月11日完成工商变更登记手续。

表2 新任职人员基本情况

姓名	职务	性别	任期
李华	董事长	男	2023年3月28日-2026年6月28日
李晓平	总经理、董事	男	
张昊	董事	男	
古松	监事	女	

资料来源:公司公告,联合资信整理

表3 2020—2022年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2020年			2021年			2022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	115.28	91.09	33.10	283.84	95.07	19.24	238.32	93.58	34.06
租赁服务	9.80	7.74	89.46	11.98	4.01	91.70	13.41	5.26	89.54
其他	1.48	1.17	-0.28	2.75	0.92	21.57	2.95	1.16	19.69
合计	126.56	100.00	37.07	298.56	100.00	22.16	254.67	100.00	36.81

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:联合资信根据公司提供的资料整理

2. 土地储备

2022年,股东卓越置业集团向公司注入4个可售项目,注入项目规模较2021年略有增加;公司在拟注入城市更新项目的前期投入对公司资金形成一定占用;公司剩余可售项目城市布局整体较好,结合近年销售规模看,公司存在一定的补库存需求。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年,公司收入仍主要来自房地产销售和租赁服务。受房地产项目竣工交付节奏影响,2022年,公司房地产开发项目结转收入同比下降,结转平均毛利率同比增长;租赁服务收入保持增长,毛利率仍维持在较高水平。

收入方面,2022年,公司主营业务收入同比下降14.70%,主要系房地产销售收入同比下降所致。公司主营业务收入占营业总收入比重在95%以上,主营业务仍突出。受竣工交付节奏影响,2022年房地产项目交付规模下降导致房地产项目结转收入同比下降16.04%;租赁服务收入保持增长,继续为公司贡献较稳定的现金流和利润。

毛利率方面,2022年,公司房地产销售毛利率同比提高14.82个百分点,主要系不同年份公司主力结转项目区位、业态和利润率等均存在差异,2022年结转项目平均利润率较高所致;租赁服务毛利率同比微降,但仍维持在较高水平。

2023年一季度,公司营业总收入35.34亿元,同比下降5.89%,主要系当期房地产项目结转收入较上年同期减少所致。

2022年,公司新获取4个项目,均为卓越置业集团注入(注入时即为可售状态),分别位于广州、西安和东莞,计容建筑面积合计102.06万平方米(2021年卓越置业集团注入公司项目计容建筑面积合计71.03万平方米)。截至2022年底,公司新获取的4个可售项目均处于在建在售阶段。

截至 2022 年底，卓越置业集团拟注入公司的城市更新项目全部位于深圳，规划建筑面积合计 654.60 万平方米（详见附件 2-1）。其中，拟于 2023 年注入公司的城市更新项目规划建筑面积合计 198.01 万平方米。城市更新项目周期一般较长，项目实际注入公司的时间存在一定

的不确定性。因股东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。截至 2022 年底，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 111.64 亿元（主要计入其他非流动资产科目），相关项目预计货值约 755 亿元。

表 4 2022 年公司新增土地储备情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

序号	城市	持有待开发土地的名称	股东取得地块时间	股东拿地方式	权益比例	是否并表	占地面积	计容建筑面积	土地价款	楼面均价
1	广州	广州晴翠府	2021/5/18	招拍挂	100%	是	4.96	19.58	30.86	15766
2	西安	西安卓越坊（里）项目	2019/8/26	招拍挂（勾地）	100%	是	9.84	42.34	13.51	3192
3	东莞	卓越蔚蓝领秀	2006/8/8	收并购	100%	是	2.85	11.19	3.04	2713
4	西安	西安阎良卓越府	2020/11/5	招拍挂	100%	是	8.11	28.96	3.47	1198
合计							25.75	102.06	50.88	4985.86

注：表中 4 个项目均为股东卓越置业集团拿地后注入公司；2022 年 9 月 29 日，卓越蔚蓝领秀项目新获取土地证
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2022 年底，公司全口径在售项目剩余可售面积合计 120.24 万平方米（详见附件 2-2），其中在建项目剩余可售面积 93.17 万平方米，已完工项目剩余可售面积 27.07 万平方米。从城市分布看，公司剩余可售项目多分布在经济较发达的一二线城市，城市布局整体较好。结合公司近三年销售规模看，预计可满足未来 1~2 年的销售需求，公司存在一定的补库存需求。公司项目获取主要依赖股东注入，在业务开展独立性方面存在一定不足。

2022 年，公司新开工面积和竣工面积较 2021 年变化不大，期末在建面积略有下降。

表 5 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
新开工面积	65.01	28.96	28.93
竣工面积	58.44	142.60	141.37
期末在建面积	313.35	199.71	168.12

注：数据为并表口径；2022 年末在建面积不符合上期期末在建面积+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

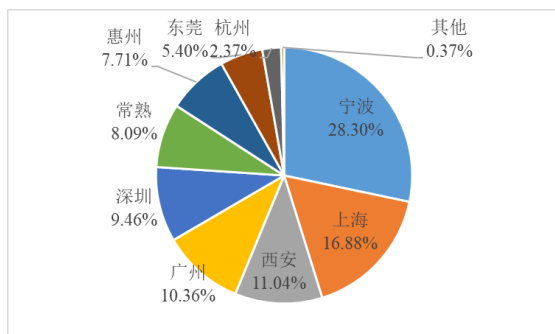
从在建项目投资情况看，截至 2022 年底，公司全口径在建项目未来尚需投资规模合计 30.71 亿元，累计投资进度为 94.54%，公司在建项目资本支出压力尚可。

4. 物业销售

2022 年，公司并表口径签约销售规模同比有所下降，全口径签约销售金额同比略有增长；公司住宅整体去化情况较好，但写字楼去化周期较长，受写字楼市场竞争环境影响后续去化压力或仍较大。

从销售情况来看，2022 年，公司并表口径签约销售面积和签约销售金额分别同比下降 30.07% 和 20.49%，签约销售均价同比提高 13.56%。分城市看，2022 年并表口径签约销售金额中深圳

图 1 公司在售项目剩余可售面积城市分布



注：其他城市包括佛山、青岛和嘉兴

资料来源：根据公司提供资料整理

3. 项目开发

2022 年，公司新开工面积和竣工面积较上年变化不大，在建项目资本支出压力尚可。

占比64.19%，主要为深圳中心天元项目¹销售贡献，其余城市销售占比均在7%以下。

2022年，公司全口径签约销售面积同比下降2.44%，签约销售均价同比增长20.22%，签约销售金额同比增长17.31%。2022年，公司全口径签约销售金额占卓越置业集团同期销售额的27.83%。2022年，公司全口径签约销售规模较并表口径差异较大主要系公司非并表项目北京奥森春晓、北京北清云际和徐州晴翠四季等项目²2022年销售规模较大所致。

表6 公司物业销售情况
(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

类别	项目	2020年	2021年	2022年
并表口径	签约销售面积	71.92	54.93	38.41
	签约销售金额	189.52	161.85	128.69
	签约销售均价	2.64	2.95	3.35
全口径	签约销售面积	72.24	64.67	63.09
	签约销售金额	195.80	176.18	206.67 ³
	签约销售均价	2.71	2.72	3.27

资料来源：公司提供

从去化情况来看，截至2022年底，公司在售项目累计去化率约为79%（详见附件2-2），住宅整体去化情况较好，但写字楼平均去化周期较长。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，对公司项目去化速度可能造成一定影响。受宏观经济和行业环境等因素影响，未来公司写字楼去化压力或仍较大。

5. 物业租赁

2022年，公司主要自持物业租金单价均较上年有所下降，但因部分新投入物业运营逐步成熟、租金收入同比增幅很大，2022年公司租金收入总额同比增长；2022年，受商业地产市场环境的影响，公司多数自持物业估值单价较上

年略有下降。跟踪期内，深圳市商业地产景气度整体面临一定压力，公司自持物业未来仍存在估值波动风险。

截至2022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，卓越前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。

2022年，公司含税租金收入同比增长6.35%，其中卓悦中心租金收入同比增长18.72%，主要系卓悦中心北区于2021年底开业、2022年可租面积增加所致；前海壹号写字楼和前海壹号INTOWN项目2022年租金收入同比增幅较大，主要系此两个项目为2021年新投入市场，2022年运营逐步成熟所致。2022年，公司主要自持物业租金单价较上年均有所下降，主要系受外部特定因素影响2022年深圳商业地产景气度整体面临一定压力所致。

根据公司最近一次自持物业估值结果，以2022年12月31日为评估时点，公司投资性房地产评估单价均值为70917.47元/平方米，较上年底增长1.34%，其中除深圳中心天元写字楼及商业裙楼项目和上海铂尔曼酒店项目估值单价较上年底分别增长0.34%和0.93%，深圳卓越时代广场一期商铺项目估值单价与上年底持平外，其余物业项目评估单价均较上年底微降；投资性房地产总建筑面积合计101.69万平方米，较上年底下降1.81%，主要系2022年公司出售部分物业所致；评估总额721.13亿元，较上年底下降0.49%。公司自持物业主要位于深圳，其估值受深圳市商业地产市场环境变动影响大，未来仍存在估值波动风险。

¹ 深圳中心天元项目为公司和金地（集团）股份有限公司（以下简称“金地”）、深圳市大百汇房地产有限公司（以下简称“大百汇”）三家的合作项目，从股权穿透看，公司占47%，金地占21%，大百汇占32%，从控制权看，公司占79%，金地占21%，大百汇目前只保留分红权但不参与经营决策，公司将该项目纳入合并报表。2022年，深圳中心天元项目实现签约销售面积7万平方米，签约销售金额81.86亿元。

² 2022年，北京奥森春晓、北京北清云际和徐州晴翠四季项目签约销售面积分别为2.12万平方米、3.66万平方米和4.72万平方米，签约销售金额分别为13.35亿元、22.69亿元和8.28亿元，公司对上述项目持股比例分别为17%、40%和33%。

表 7 公司主要持有物业情况（单位：万平方米、元/平方米·月、万元）

物业名称	地区	主要商户类型	2022 年底 建筑面积	2021 年平 均出租率	2022 年平 均出租率	2021 年平 均租金水 平	2022 年平 均租金水 平	2021 年租 金收入	2022 年租 金收入
卓越城北 区和南区 商场（卓 悦汇）	深圳	餐饮、服装	9.23	98%	98%	442	411	29754	28747
后海金融 中心商场	深圳	餐饮	0.73	97%	100%	591	530	3205	2102
卓越城北 区写字楼	深圳	办公	1.04	93%	99%	193	170	2331	1899
皇岗商务 中心	深圳	办公	8.57	85%	85%	300	280	16405	17268
横岗城市 中心花园	深圳	餐饮	0.48	100%	100%	82	82	269	269
卓越世纪 城中心	深圳	餐饮	3.20	99%	96%	613	569	15299	13848
青岛大融 城	青岛	餐饮、服装	6.86	98%	94%	155	140	6164	5119
金地中心	深圳	办公、商业	5.87	87%	77%	282	280	15450	13643
卓越时代 广场一期	深圳	商业	0.04	100%	100%	693	693	961	961
青岛世纪 中心写字 楼	青岛	办公	11.15	84%	81%	110	105	8859	9902
卓悦中心	深圳	餐饮、服装	18.38	92%	92%	454	429	37230	44201
前海壹号 写字楼	深圳	办公	8.82	68%	75%	190	180	7199	11298
前海壹号 INTOWN	深圳	餐饮	3.59	93%	98%	515	470	5049	8331
合计	--	--	77.96	--	--	--	--	148175	157588

注：1.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；2.2021 年青岛世纪中心写字楼、前海壹号写字楼和前海壹号 INTOWN 均为招租初期，商户有装修期和部分免租期，公司对出租率的统计口径为在租期间出租率

资料来源：公司提供

6. 关联交易

公司与股东互相提供担保规模较大，股东对公司融资担保方面支持力度较大；城市更新项目对公司资金形成较大占用，使公司形成了较大规模的应收关联方款项。

2022 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 2022 年底，关联方为公司提供担保金额合计 213.09 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 259.42 亿元。公司与股东方互保规模较大，公司在融资方面获得股东担保支持的力度较大。

截至 2022 年底，公司应收关联方款项账面余额合计 214.79 亿元，应付关联方款项合计 105.85 亿元。因股东拟注入公司的城市更新项

目前期拆迁款等相关支出由公司承担，使公司形成了较大规模的应收关联方款项，对公司资金形成一定占用。

7. 经营效率

2022 年，公司经营效率指标表现良好。

2022 年，公司存货周转次数由上年的 0.47 次下降至 0.43 次，流动资产周转次数由上年的 0.42 次提升至 0.55 次，总资产周转次数与上年持平，为 0.16 次。与同业相比，2022 年公司经营指标表现良好。

表 8 2022 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
金地集团	0.56	0.35	0.27
大华集团	0.22	0.22	0.21

美的置业	0.41	0.30	0.26
公司	0.47	0.47	0.16

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. “金地集团”为金地(集团)股份有限公司的简称，“大华集团”为大华(集团)有限公司的简称，“美的置业”为美的置业集团有限公司的简称，下同

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；城市布局方面，深耕粤港澳大湾区，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2022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。公司2023年一季度财务数

据未经审计。

截至2022年底，公司合并资产总额1545.08亿元，所有者权益615.28亿元（含少数股东权益176.29亿元）；2022年，公司实现营业总收入264.25亿元，利润总额41.04亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1494.83亿元，所有者权益619.17亿元（含少数股东权益177.00亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入35.34亿元，利润总额5.30亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着房地产开发项目陆续结转，公司存货规模进一步下降，同时公司净偿还债务导致货币资金下降，资产规模进一步收缩；公司存货和投资性房地产位置较优越，但城市更新项目前期投资支出仍对公司资金形成一定占用；公司投资性房地产未来仍存在估值波动风险；公司资产受限程度整体一般。

截至2022年底，公司合并资产总额较年初下降13.85%，主要系存货和货币资金减少所致，受此影响公司非流动资产占比较年初继续提升，公司资产中投资性房地产占比仍较大。

表9 公司资产主要构成（单位：亿元）

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	928.08	47.75%	731.15	40.77%	481.28	31.15%	440.04	29.44%
货币资金	178.62	9.19%	123.93	6.91%	63.81	4.13%	56.34	3.77%
存货	539.76	27.77%	455.10	25.38%	319.51	20.68%	297.57	19.91%
其他应收款（合计）	183.84	9.46%	120.83	6.74%	76.47	4.95%	66.63	4.46%
非流动资产	1015.73	52.25%	1062.31	59.23%	1063.80	68.85%	1054.79	70.56%
长期股权投资	102.66	5.28%	128.25	7.15%	128.54	8.32%	127.01	8.50%
投资性房地产	714.55	36.76%	724.19	40.38%	721.13	46.67%	721.13	48.24%
其他非流动资产	80.40	4.14%	145.63	8.12%	153.07	9.91%	146.36	9.79%
资产总额	1943.81	100.00%	1793.47	100.00%	1545.08	100.00%	1494.83	100.00%

注：占比指该科目在资产总额中的占比

资料来源：公司审计报告及季度报告，联合资信整理

截至2022年底，公司货币资金较年初下降48.51%，主要系公司继续保持较大偿债力度所致。货币资金中，因借款质押给银行的定期存款、保证金等受限资金合计15.54亿元，受限比例为24.35%。

截至2022年底，公司存货较年初下降29.80%，主要系2022年房地产开发项目结转规模大于新获取项目规模及新增资本支出所致。存货中开发成本和开发产品占比分别为69.31%和30.58%，开发产品占比偏高，主要系已完工

未售项目中部分写字楼项目去化周期较长所致。公司未对存货计提跌价准备。公司存货大多位于优质一二线城市和强三线城市，存货质量整体较高，但考虑到近年来公司项目所在区域写字楼空置率有所上升，市场竞争较激烈，公司存货仍面临一定的跌价风险。

截至 2022 年底，公司其他应收款（合计）较年初下降 36.71%，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 2.48 亿元，计提比例较低。2022 年底其他应收款余额中，关联方往来款占 57.94%，非关联方往来款占 20.59%，关联方往来款仍对公司资金形成较大占用。

表 10 截至 2022 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
北京卓华房地产开发有限公司	12.93	关联方往来款
卓越置业（广东）有限公司	4.95	关联方往来款
北京力汇房地产开发有限公司	4.20	关联方往来款
陕建融创（北京）置业咨询有限公司	3.10	往来款
中国电子科技开发有限公司	2.83	关联方往来款
合计	28.01	--

资料来源：公司审计报告

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。截至 2022 年底，公司投资性房地产较年初下降 0.42%，主要系 2022 年投资性房地产评估价值变动所致（详见上文物业租赁部分）。公司投资性房地产主要为位于深圳的商业和写字楼，以及少量位于青岛的商业、写字楼和 2 个位于上海的酒店。公司在深圳的投资性房地产地理位置较优越，但其公允价值易受深圳市商业地产市场景气度变动影响，未来仍存在估值波动风险。

公司其他非流动资产主要为对股东拟注入公司的城市更新项目前期拆迁款等支出提供的借款。截至 2022 年底，公司其他非流动资产较年初增长 5.11%。其中，余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、对深圳卓越坭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。

截至 2022 年底，公司受限资产占资产总额的 21.87%，受限程度一般。

表 11 截至 2022 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	15.54	24.35%
存货	20.40	6.38%
投资性房地产	301.76	41.85%
固定资产	0.25	0.94%
合计	337.95	--

资料来源：公司债券年度报告

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底下降 3.25%，构成较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，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 2022 年底，公司所有者权益 615.28 亿元，较年初增长 4.73%，主要系经营利润累积带来的未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 71.35%，少数股东权益占比为 28.65%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.88%、16.53%、4.47%和 45.15%。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。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司保持较大偿债力度，负债规模收缩，财务杠杆水平进一步下降；公司债务负担适中，融资渠道以银行贷款为主，稳定性相对较好，但 2023 年到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

截至 2022 年底，公司负债总额较年初下降 22.90%，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 12 公司负债主要构成 (单位: 亿元)

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	887.43	64.38%	824.09	68.33%	626.29	67.36%	581.51	66.41%
应付账款	73.18	5.31%	103.95	8.62%	77.13	8.30%	65.80	7.51%
其他应付款 (合计)	144.90	10.51%	151.99	12.60%	140.45	15.11%	172.22	19.67%
一年内到期的非流动负债	160.37	11.63%	98.74	8.19%	84.16	9.05%	53.25	6.08%
合同负债	411.27	29.84%	360.75	29.91%	231.14	24.86%	213.55	24.39%
非流动负债	490.99	35.62%	381.89	31.67%	303.51	32.64%	294.14	33.59%
长期借款	268.65	19.49%	196.97	16.33%	122.37	13.16%	116.71	13.33%
递延所得税负债	121.27	8.80%	124.38	10.31%	114.86	12.35%	115.30	13.17%
负债总额	1378.42	100.00%	1205.98	100.00%	929.80	100.00%	875.66	100.00%

注: 占比指该科目在负债总额中的占比

资料来源: 公司审计报告及季度报告, 联合资信整理

截至 2022 年底, 公司应付账款较年初下降 25.80%, 主要系应付工程款减少所致。

截至 2022 年底, 公司其他应付款 (合计) 较年初下降 7.59%, 主要系公司进一步清理关联方往来款后其规模下降所致, 2022 年末应付关联方往来款余额为 103.00 亿元。

截至 2022 年底, 公司一年内到期的非流动负债较年初下降 14.77%, 主要系偿还一年内到期债务所致。

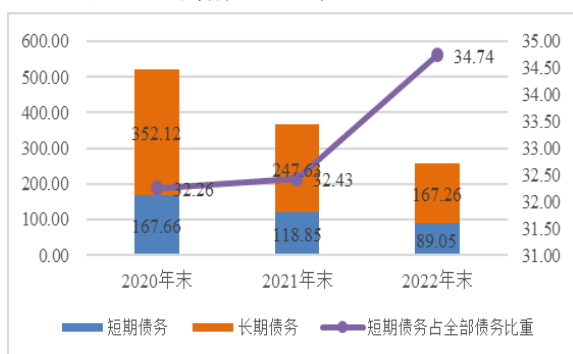
截至 2022 年底, 公司合同负债较年初下降 35.93%, 主要系当年项目结转规模较大所致。公司尚存在较大规模的合同负债, 为公司未来

收入结转提供支撑。

截至 2022 年底, 公司非流动负债较年初下降 20.52%, 主要系偿还长期借款所致, 期末长期借款余额较年初下降 37.88%。

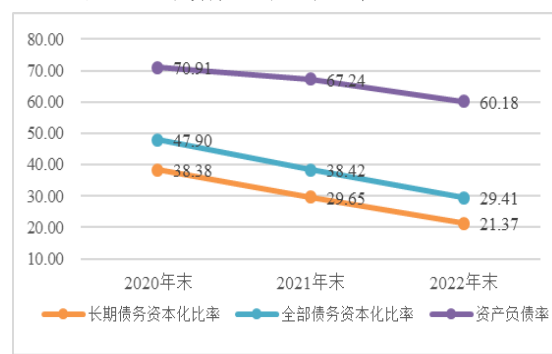
截至 2022 年底, 公司全部债务较年初下降 30.06%, 债务结构变化不大, 仍以长期债务为主。从债务指标看, 截至 2022 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别下降 7.06 个百分点、下降 9.01 个百分点和下降 8.28 个百分点。公司财务杠杆水平继续降低, 债务负担适中。

图 2 公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司审计报告及公司提供资料, 联合资信整理

图 3 公司债务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 公司审计报告及公司提供资料, 联合资信整理

融资渠道及债务期限结构方面, 公司债务近八成来自银行贷款, 融资渠道稳定性相对较好。但结合公司非受限货币资金规模看 (2022 年

底为 48.27 亿元), 2023 年到期债务规模较大, 存在一定的集中偿付压力。

表 13 截至 2022 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年以内	1-3 年	3 年以上	合计	占比
银行贷款	76.22	44.35	78.02	198.59	78.99%
信用类债券	7.94	22.08	0.00	30.02	11.94%
信托借款（CMBS）	0.00	0.00	22.81	22.81	9.07%
合计	84.16	66.43	100.83	251.42	100.00%
占比	33.47%	26.42%	40.10%	100.00%	--

注：表中债务数据为公司统计口径，与联合资信债务计算口径存在差异

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额较上年底下降 5.82%，主要系偿还一年内到期的非流动负债、项目结转导致合同负债下降以及支付工程款及税费所致，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

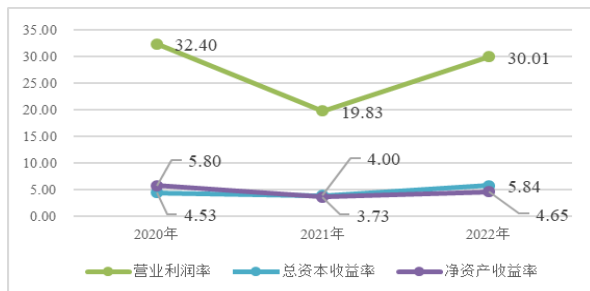
2022 年，公司营业总收入同比下降，毛利率较上年大幅回升，投资性房地产公允价值有一定下降，但利润总额同比增长，盈利指标整体有所提升。

2022 年，公司收入及毛利率分析见上文经营概况；同期，公司利润总额 41.04 亿元，同比增长 22.14%。2023 年一季度，公司实现营业总收入 35.34 亿元，利润总额 5.30 亿元。

2022 年，公司费用总额为 33.07 亿元，同比增长 16.92%，主要系财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 23.38%、12.38%和 64.24%。其中，2022 年财务费用 21.25 亿元，同比增长 53.56%，主要系随着项目陆续竣工，当期资本化利息金额大幅下降，计入财务费用的利息支出同比增长所致。

2022 年，公司确认公允价值变动损失 8.81 亿元，主要系投资性房地产估值变动所致。

图 4 2020—2022 年公司盈利指标（单位：%）



资料来源：联合资信根据公司审计报告计算

盈利指标方面，2022 年，公司主要盈利指标同比均有所提升。与同行业公司相比，公司销售毛利率和总资产报酬率较高，净资产收益率偏低。

表 14 2022 年同行业公司盈利指标对比

公司简称	营业总收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
金地集团	1202.08	20.66	3.10	9.53
大华集团	421.82	24.77	2.17	6.88
美的置业	766.46	18.71	1.91	7.44
公司	264.25	36.80	3.79	4.47

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

2022 年，公司筹资活动前现金流保持较大规模净流入，筹资活动现金流仍大规模净流出。跟踪期内，房企融资环境尚未全面修复，对公司现金流管理带来一定挑战，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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年一季度
经营活动现金流入小计	239.83	258.77	162.44	35.53
经营活动现金流出小计	183.92	172.66	115.39	37.90
经营活动现金流量净额	55.91	86.12	47.05	-2.37
投资活动现金流入小计	29.02	20.27	13.10	10.47
投资活动现金流出小计	17.09	29.93	15.85	0.36
投资活动现金流量净额	11.93	-9.66	-2.75	10.11
筹资活动前现金流量净额	67.84	76.46	44.31	7.74
筹资活动现金流入小计	246.61	185.76	80.38	46.88
筹资活动现金流出小计	256.86	305.23	195.85	62.04
筹资活动现金流量净额	-10.25	-119.46	-115.47	-15.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告及季度报告整理

从经营活动来看, 2022 年, 公司经营活动现金流入和流出额分别同比下降 37.23% 和 33.17%, 主要系销售回款同比减少以及开发项目资本支出规模缩减所致, 当年公司经营活动现金仍保持净流入, 但净流入规模同比下降 45.36%。

从投资活动来看, 2022 年, 公司投资活动现金流入和流出规模较上年均有所下降, 主要系收到和支付的对外有息借款减少所致。2022 年, 公司投资活动现金净流出规模有所收窄。

2022 年, 公司筹资活动前现金保持净流入, 但规模同比下降 42.05%。

从筹资活动来看, 2022 年, 公司筹资活动现金流入同比下降 56.73%, 主要系合并外关联方借款下降及当期新增借款减少所致; 筹资活动现金流出同比下降 35.84%, 主要系当期偿债支出下降所致。综上, 2022 年, 公司筹资活动现金继续大规模净流出。跟踪期内, 房企融资环境尚未全面修复, 对公司现金流管理带来一定挑战, 公司更加依赖内生现金流。

2023 年一季度, 公司筹资活动前现金流仍为净流入, 筹资活动现金流仍为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现一般, 长期偿债指标表现较强。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
短期偿债能力	流动比率 (%)	104.58	88.72	76.85	75.67
	速动比率 (%)	43.76	33.50	25.83	24.50
	经营现金/流动负债 (%)	6.30	10.45	7.51	--
	经营现金/短期债务 (倍)	0.33	0.72	0.53	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.07	1.05	0.73	1.03
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	62.35	52.14	66.01	/
	全部债务/EBITDA (倍)	8.34	7.03	3.88	/
	经营现金/全部债务 (倍)	0.11	0.23	0.18	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.72	1.87	2.69	/
	经营现金/利息支出 (倍)	1.54	3.08	1.92	--

注: “/” 表示数据未获取, “--” 表示数据不适用或计算无意义

资料来源: 根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看, 2022 年末, 公司各项短期偿债指标均较年初有所下降, 现金短期债务比降至 1 倍以下, 短期偿债指标表现有所下降; 2023 年 3 月末, 受短期债务余额较上年底下降较多影响, 期末公司现金短期债务比回升至 1 倍以上。整体看, 公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债指标看, 2022 年, 公司 EBITDA 同比增长 26.60%, EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所提升; 受当期经营活动净现金流同比下降影响, 经营现金对全部债务和利息支出的覆盖程度有所下降, 但整体看公司长期偿债指标表现仍属较强。

对外担保方面, 截至 2022 年底, 公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为 260.43 亿元 (占期末净资产的比重为 42.33%), 其中为控股股东、实际控制人及其他关联方提供担保的金额为 259.42 亿元。公司对外担保规模较大, 但考虑到担保类型以关联方担保为主, 或有负债风险相对可控。

未决诉讼方面, 截至 2023 年 3 月底, 公司有一笔涉案金额超过 1000 万元的未决诉讼、仲裁案件, 系公司下属子公司与中国建筑第八工程局有限公司的总包纠纷案件, 案件标的 4348.41 万元, 目前法院正在审理中。结合公司业务体量看, 公司未决诉讼引发的或有风险相对可控。

银行授信方面, 截至 2023 年 3 月底, 公司获得的银行授信额度合计 412.35 亿元, 其中未使用授信额度 198.19 亿元。

7. 公司本部财务分析

公司业务主要由下属子公司负责具体运营, 本部主要系职能平台, 收入规模很小, 债务负担较轻, 权益稳定性较强。

截至 2022 年底, 公司本部资产总额 462.42 亿元, 较年初下降 3.02%。其中, 流动资产 185.01 亿元 (占比 40.01%), 非流动资产 277.41 亿元 (占比 59.99%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金 (占 11.09%)、其他应收款 (合计) (占 87.71%); 非流动资产主要由长期股权投资 (占 43.46%)、其他非流动资产 (占 56.54%) 构成, 其他非流动

资产主要为对股东拟注入公司的城市更新项目提供的借款。截至2022年底，公司本部货币资金为20.52亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额351.94亿元，较年初下降4.51%。其中，流动负债315.18亿元（占比89.55%），非流动负债36.76亿元（占比10.45%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占98.58%）构成；非流动负债主要由长期借款（占77.40%）、应付债券（占22.60%）构成。公司本部2022年资产负债率为76.11%，较2021年下降1.19个百分点。截至2022年底，公司本部全部债务39.35亿元。其中，短期债务占6.57%、长期债务占93.43%。截至2022年底，公司本部全部债务资本化比率26.26%，公司本部债务负担较轻。

截至2022年底，公司本部所有者权益为110.47亿元，较年初增长2.07%。在所有者权益中，实收资本为30.00亿元（占27.16%）、资本公积合计56.05亿元（占50.74%）、未分配利润合计22.40亿元（占20.28%）、盈余公积合计1.97亿元（占1.78%），权益稳定性较强。

2022年，公司本部营业总收入为1.29亿元，利润总额为0.98亿元。同期，公司本部投资收益为0.80亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为5.89亿元，投资活动现金流净额-5.97亿元，筹资活动现金流净额-18.53亿元。

截至2022年底，公司本部资产占合并口径的29.93%，负债占合并口径的37.85%，全部债务占合并口径的15.35%，所有者权益占合并口径的17.96%。2022年，公司本部营业总收入占合并口径的0.49%，利润总额占合并口径的2.40%。2023年3月底，公司本部主要财务指标占合并口径的比重较年初变化不大。

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，具有一定的行业地位，在项目获取等方面为公司发展提供较大力度支持。

1. 支持能力

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2022年权益销售排行榜中，卓越置业集团排名第28位，较上年提升7个位次。

截至2022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2022年底，卓越置业集团合并资产总额2940.32亿元，所有者权益合计810.24亿元；2022年，卓越置业集团实现营业总收入351.72亿元，净利润29.49亿元。

2. 支持可能性

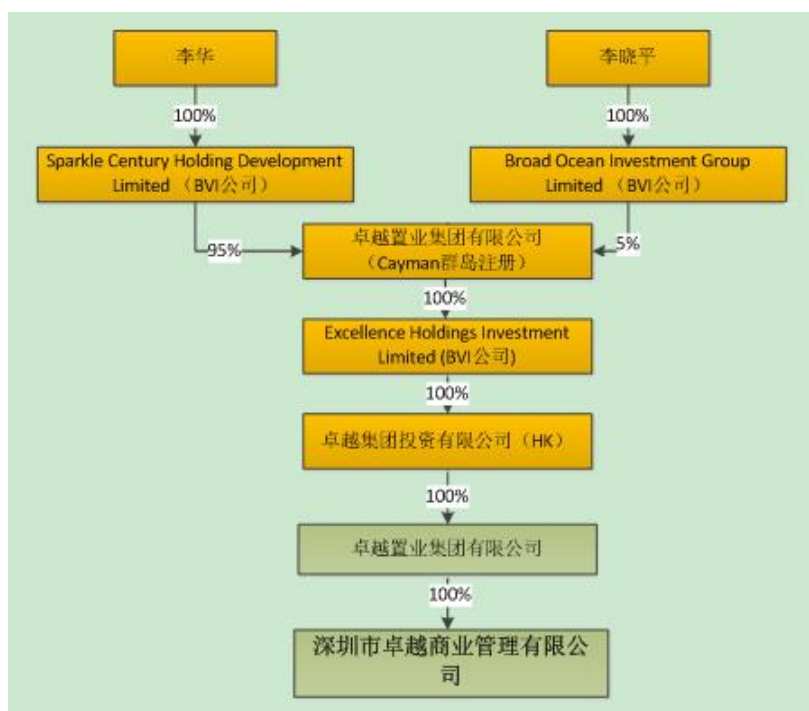
公司是卓越置业集团旗下重要的房地产二级开发及商业地产开发运营主体，2015年以来卓越置业集团持续整合商业地产资源注入公司。随着公司定位转变为“商住并举”，注入公司的住宅项目有所增加。未来随着城市更新项目的推进，卓越置业集团仍将继续向公司注入深圳的优质资源。近年来，卓越置业集团以项目公司股权转让方式注入公司的项目主要包括上海宝山商务中心、上海奉贤世纪中心、上海青浦世纪中心、卓越梅林中心广场、青岛卓越世纪中心、深圳卓越前海金融中心、皇岗商务中心商业、横岗中心城市花园、青岛卓越世纪中心、上海维港、深圳中心天元、卓越前海时代广场项目、东莞蔚蓝山项目、东莞蔚蓝岸项目、东莞维港项目、杭州湾项目等。根据卓越置业集团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。

十一、结论

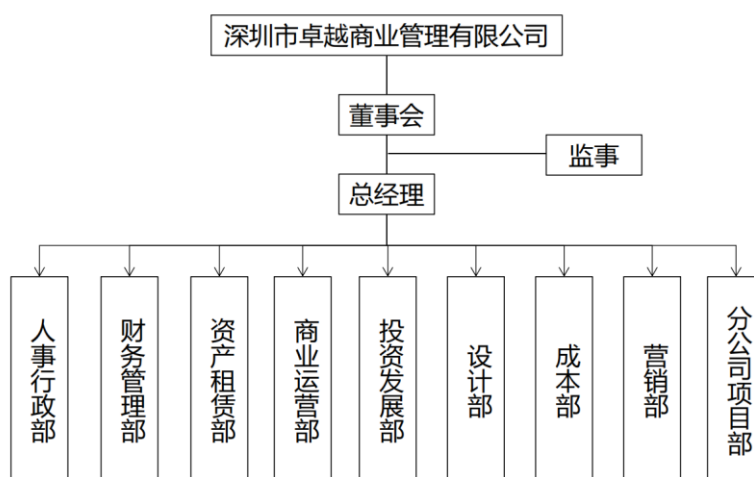
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,维持“20卓越02”的信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月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 2023 年 5 月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 2022 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	80%
			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 截至 2022 年底卓越置业集团有限公司 拟注入公司项目

序号	项目名称	地区	业态	项目进展	占地面积	规划建筑面积	拟注入时间
1	桥东一期	深圳	商住混合	已确权、已取得土地证	1.36	7.90	2023 年
2	谭屋围	深圳	商住混合	已确权、已取得土地证	5.65	22.45	2023 年
3	陶厦	深圳	商住混合	已确权、已取得土地证	2.45	12.21	2024 年
4	南新项目	深圳	商住混合	已确权	1.70	11.57	2023 年
5	油松	深圳	商住混合	已确权、已取得土地证	3.95	25.04	2024 年
6	赖屋山一期	深圳	商住混合	已确权	10.00	40.00	2023 年
7	赖屋山二期	深圳	商住混合	已确权	3.00	12.00	2023 年
8	罗湖区项目	深圳	商业、公寓、住宅、酒店、办公	未确权、已与合作方签订意向协议	8.35	48.45	2027 年
9	赤岭头	深圳	商住混合	已确权	4.86	39.81	2025 年
10	汤坑一期	深圳	商住混合	已确权	5.54	30.24	2023 年
11	汤坑二期	深圳	商住混合	已确权	2.21	11.01	2023 年
12	汤坑三期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	1.77	9.80	2023 年
13	汤坑四期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	1.77	9.80	2023 年
14	横朗一期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	4.69	17.83	2023 年
15	横朗二期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	6.69	25.41	2023 年
16	牛湖一期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	5.15	29.37	2026 年
17	横头双伍一期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	3.53	18.36	2026 年
18	松岗一期	深圳	商住混合	未确权、已与村股份公司签订协议	5.13	43.35	2027 年
19	福田区项目	深圳	商业、公寓、住宅、写字楼	未确权	31.40	240.00	2025 年
合计		--	--	--	109.20	654.60	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-2 截至 2022 年底深圳市卓越商业管理有限公司

在售项目销售情况

序号	项目名称	业态	城市	权益占比 (%)	总可售面积 (万平方米)	剩余可售面积 (万平方米)	销售进度
在建项目							
1	深圳中心天元（一期、二期）	写字楼、商业、公寓、住宅	深圳	25	22.25	4.86	78%
2	宁波杭州湾	住宅、公寓、商铺、写字楼	宁波	69	97.20	34.03	77%
3	杭州时代广场	商住混合	杭州	100	14.30	2.85	80%
4	惠州东部蔚蓝海岸	商住混合	惠州	100	152.96	9.27	94%
5	佛山浅水湾	商住混合	佛山	100	15.31	0.20	99%
6	湖语尚院	住宅	常熟	34	20.53	5.99	71%
7	镜湖宸院	住宅	常熟	34	19.86	3.74	81%
8	广州晴翠府	住宅	广州	100	12.76	12.46	2%
9	西安卓越坊（里）项目	住宅、公寓	西安	100	29.76	2.6	91%
10	卓越蔚蓝领秀	住宅	东莞	100	10.79	6.49	40%
11	西安阎良卓越府	住宅	西安	100	20.46	10.68	48%
小计					416.18	93.17	78%
已完工项目							
1	深圳前海卓越金融中心（一期、二期、三期）	写字楼、公寓	深圳	96	33.10	6.44	81%
2	深圳誉珑	住宅	深圳	80	12.29	0.08	99%
3	上海青浦卓越世纪中心	写字楼、公寓、商业	上海	80	42.05	12.10	61%
4	上海宝山时代广场	写字楼、公寓	上海	100	9.60	3.40	65%
5	上海奉贤卓越世纪中心	写字楼、住宅、公寓	上海	100	26.40	2.40	91%
6	上海维港	写字楼、住宅	上海	100	2.80	1.00	64%
7	青岛天元	酒店、住宅	青岛	100	13.04	0.13	99%
8	上海光语著	住宅	上海	49.51	9.34	1.40	85%
9	平湖明湖雅苑	住宅	嘉兴	100	13.87	0.07	100%
10	卓越玲珑湾	住宅	嘉兴	100	3.96	0.05	99%
小计					166.45	27.07	84%
合计					582.63	120.24	79%

注：数据为全口径，包括合联营项目
 资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	178.62	125.06	64.71	57.24
资产总额（亿元）	1943.81	1793.47	1545.08	1494.83
所有者权益（亿元）	565.39	587.49	615.28	619.17
短期债务（亿元）	167.66	118.85	89.05	55.46
长期债务（亿元）	352.12	247.63	167.26	144.17
全部债务（亿元）	519.78	366.48	256.31	199.63
营业总收入（亿元）	131.53	304.01	264.25	35.34
利润总额（亿元）	45.02	33.60	41.04	5.30
EBITDA（亿元）	62.35	52.14	66.01	/
经营性净现金流（亿元）	55.91	86.12	47.05	-2.37
财务指标				
销售债权周转次数（次）	49.23	100.32	129.73	--
存货周转次数（次）	0.17	0.47	0.43	--
总资产周转次数（次）	0.07	0.16	0.16	--
现金收入比（%）	162.00	81.62	56.26	55.69
营业利润率（%）	32.40	19.83	30.01	24.04
总资本收益率（%）	4.53	4.00	5.84	--
净资产收益率（%）	5.80	3.73	4.65	--
长期债务资本化比率（%）	38.38	29.65	21.37	18.89
全部债务资本化比率（%）	47.90	38.42	29.41	24.38
资产负债率（%）	70.91	67.24	60.18	58.58
调整后资产负债率（%）	63.11	58.99	53.17	51.68
流动比率（%）	104.58	88.72	76.85	75.67
速动比率（%）	43.76	33.50	25.83	24.50
经营现金流动负债比（%）	6.30	10.45	7.51	--
现金短期债务比（倍）	1.07	1.05	0.73	1.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.87	2.69	/
全部债务/EBITDA（倍）	8.34	7.03	3.88	/

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，主要系四舍五入所致；数据单位除特别说明外均为人民币；2. 公司 2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数，公司 2023 年一季度财务数据未经审计；3. 已将公司合并口径其他非流动负债中的有息部分计入长期债务，租赁负债未计入债务；4. “/”表示数据未获取，“—”表示数据不适用或计算无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告、季度报告及公司提供资料整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	84.71	37.79	22.73	17.60
资产总额（亿元）	576.24	476.82	462.42	485.93
所有者权益（亿元）	95.49	108.24	110.47	110.42
短期债务（亿元）	36.30	8.06	2.58	2.58
长期债务（亿元）	73.37	42.00	36.76	40.27
全部债务（亿元）	109.66	50.05	39.35	42.86
营业总收入（亿元）	2.63	1.87	1.29	0.00
利润总额（亿元）	9.96	3.76	0.98	-0.06
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	4.58	-2.99	5.89	-3.70
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（%）	107.26	106.00	106.00	--
营业利润率（%）	97.00	98.18	98.96	--
总资本收益率（%）	4.28	2.51	0.51	--
净资产收益率（%）	9.19	3.68	0.69	--
长期债务资本化比率（%）	43.45	27.95	24.97	26.73
全部债务资本化比率（%）	53.45	31.62	26.26	27.96
资产负债率（%）	83.43	77.30	76.11	77.28
流动比率（%）	71.08	63.89	58.70	64.03
速动比率（%）	71.08	63.89	58.70	64.03
经营现金流动负债比（%）	1.17	-0.91	1.87	--
现金短期债务比（倍）	2.33	4.69	8.80	6.81
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部 2023 年一季度财务数据未经审计；“/”表示数据未获取，“--”表示数据不适用或计算无意义

资料来源：联合资信根据公司审计报告、季度报告及公司提供资料整理

附件 4 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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×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 5-1 主体长期信用等级设置及含义

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 5-2 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 5-3 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