

信用等级公告

联合〔2020〕424号

深圳市卓越商业管理有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳市卓越商业管理有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

深圳市卓越商业管理有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳市卓越商业管理有限公司拟发行的 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：


二〇二〇年三月十二日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

深圳市卓越商业管理有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
 公司主体信用等级：AAA
 评级展望：稳定
 发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元）
 债券期限：不超过 5 年（含 5 年）
 评级时间：2020 年 3 月 12 日
 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	809.99	1,326.62	1,452.34	1,366.90
所有者权益（亿元）	190.50	422.47	484.45	501.55
长期债务（亿元）	275.50	371.28	398.72	364.12
全部债务（亿元）	350.59	474.55	540.16	442.88
营业收入（亿元）	147.61	113.07	198.47	97.17
净利润（亿元）	26.72	213.59	62.04	17.46
EBITDA（亿元）	39.52	286.73	98.37	--
经营性净现金流（亿元）	88.34	46.84	32.48	28.80
营业利润率（%）	29.51	35.17	45.47	32.57
净资产收益率（%）	15.16	69.69	13.68	--
资产负债率（%）	76.04	68.15	66.64	63.31
全部债务资本化比率（%）	64.79	52.90	52.72	46.89
流动比率（倍）	1.75	1.70	1.33	1.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.60	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	8.47	2.34	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.95	28.67	9.84	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他应付款中的债务已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入长期债务

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”或“卓越商业”）的评级反映了公司作为卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）的商业地产运营平台，是深圳市商业地产主要的开发商之一，具有丰富的商业地产开发运营经验。公司在土地储备等方面获得股东卓越置业集团大力支持，销售规模持续扩大，自持物业主要位于深圳市核心区域，债务负担及债务结构较合理，未来卓越置业集团拟将深圳的城市更新项目进一步注入公司。同时联合评级也关注到公司主要业务区域较为集中、城市更新项目的不确定性以及对资金的占用、投资性房地产存在价值波动风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备地理位置优越，未来随着项目开发销售的推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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，区位优势突出。

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，在土地获取等方面可以支持公司发展。

3. 销售金额持续增长，租金收入规模较大。公司签约销售金额逐年增长，项目整体去化情况较好；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。

4. **债务负担及债务结构较合理。**公司债务指标逐年下降，债务负担较合理，长期债务占比高。

关注

1. **区域集中度较高。**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，2019年深圳市商业地产市场整体租金水平下滑。

2. **城市更新项目进度的不确定性较大。**公司目前获取土地的方式主要为股东注入，尚未注入的土地主要为城市更新项目，不确定性较大。

3. **项目投资的往来款对公司资金占用较大。**公司作为卓越置业集团下属的商业地产平台，因拟注入公司的项目，公司前期投入资金，投资所产生的往来款规模较大，对公司资金造成占用。

4. **公允价值变动收益对利润影响较大。**公司投资性房地产公允价值相对其租金收入规模很大，存在一定的价值波动风险；公司利润水平受公允价值变动收益影响较大。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

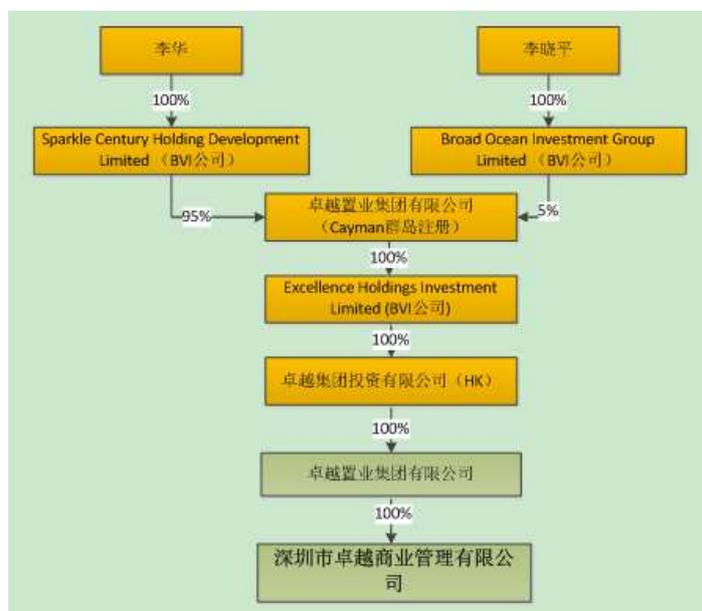


联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“公司”或“卓越商业”）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，初始注册资本为0.10亿元。2015年9月，卓越置业集团增资29.90亿元，公司注册资本增至30.00亿元；同时，公司进行了一系列同一控制下企业合并，卓越置业集团将持有的9家子公司股权转让给公司。2016年6月，卓越置业集团以其持有的深圳卓越世纪城房地产开发有限公司（以下简称“卓越世纪城”）15%的股权作价1元转让给公司全资子公司深圳合盛祥投资有限公司（以下简称“合盛祥投资”）；2016年7月，卓越集团投资有限公司（香港）将持有的卓越世纪城85%股东权利全权委托给合盛祥投资代为行使，即合盛祥投资实际享有卓越世纪城100%表决权，并约定在委托期间（自2016年7月1日至2026年6月30日）合盛祥投资持有卓越世纪城51%的可变现回报。截至2019年9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。

图1 截至2019年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：商业管理与商业管理顾问；清洁服务（不含外墙清洁）；经济信息咨询；日用百货、纺织品、服装、家用电器、电子产品、文化用品、体育用品及器材、仪器仪表、建材、化工产品（不含危险化学品）、机械设备、五金、家具、文艺艺术品、金银珠宝首饰的销售，国内贸易。

截至2019年9月底，公司设人事行政部、财务管理部、资产租赁部、商业运营部、投资发展部、设计部、成本部、营销部和分公司项目部9个职能部门（见附件1）；纳入合并范围的子公司共66家，本部在职员工386人。

截至2018年底，公司资产合计1,452.34亿元，负债合计967.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计484.45亿元，其中归属于母公司所有者权益合计333.53亿元。2018年，公司实现营业收入198.47亿元，净利润（含少数股东损益）62.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润42.03亿元；经营活动现金流量净额32.48亿元，现金及现金等价物净增加额50.82亿元。

截至2019年9月底，公司资产合计1,366.90亿元，负债合计865.35亿元，所有者权益（含少数股

东权益)合计501.55亿元,其中归属于母公司所有者权益合计345.40亿元。2019年1—9月,公司实现营业收入97.17亿元,净利润(含少数股东损益)17.46亿元,其中归属于母公司所有者的净利润12.22亿元;经营活动现金流量净额28.80亿元,现金及现金等价物净增加额-50.16亿元。

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。

二、本次(期)债券及债券募集资金用途

1. 本次(期)债券概况

经“证监许可(2018)1739号”核准,公司获准发行面值不超过48亿元的公司债券。本次债券分期发行,首期已发行规模为30亿元,本期发行为第二次发行,本期发行规模不超过10亿元(含10亿元)。本期债券面值为100元,按面值平价发行。本期债券发行期限不超过5年(含5年)。本期债券为固定利率债券,票面利率将以公开方式向合格投资者进行询价,由公司和簿记管理人根据利率询价情况确定利率区间后,通过簿记建档方式确定。本期债券采用单利按年付息,到期一次还本。利息每年支付一次,最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于偿还公司债券于2020年、2021年到期及回售的部分,具体如下。

表1 募集资金拟用于偿还的公司债券情况(单位:亿元、%)

债券简称	债券余额	发行日期	到期日	回售日	利率
16卓越01	23.70	2016/2/26	2021/2/25	2019/2/26	5.50
17卓越01	19.50	2017/10/20	2022/10/20	2020/10/20	6.48
18卓越01	3.00	2018/4/2	2023/4/2	2020/4/2	7.20

资料来源:公司提供

在本期公司债券募集资金到位之前,公司可根据实际情况,本着有利于优化公司债务结构、尽可能节省财务费用的原则,以自筹资金根据募集说明书中的约定偿还公司债券,并在募集资金到位后予以置换。

在上述拟使用募集资金偿付的公司债券到期回售前,为提高资金使用效率、降低财务费用,在保证不影响募集资金到期偿付公司债券的前提下,公司可根据实际情况,将部分闲置募集资金用于暂时补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为商业地产开发与销售、物业租赁与物业管理,属于商业地产行业。

1. 商业地产行业

(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,近年来保持了较高增长,但增速明显下降。2018年随着部分地区市场饱和,投资增速再度放缓。

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。

2016年，商业地产市场进一步回暖。我国商业营业用房完成投资额1.58万亿元，同比增长8.4%（较上年提高6.6个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的15.40%；办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.2%（较上年回落4.9个百分点），占当年全国房地产行业投资完成总额的6.34%。

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。我国商业营业用房完成投资额1.56万亿元，同比增长3.5%（较上年下降4.9个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%；办公楼开发投资完成额0.68万亿元，同比下降1.2%（较上年下降6.4个百分点），占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。

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9.40%；写字楼开发投资完成额5,996.33亿元，同比下降11.30%。2019年1—11月，全国商业开发投资额为17,673亿元，同比下降4.4%，投资增速持续放缓。其中，我国商业营业用房完成投资额1.21万亿元，同比增长2.5%；办公楼开发投资完成额5,556亿元，同比下降7.3%。

图2 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

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市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，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。

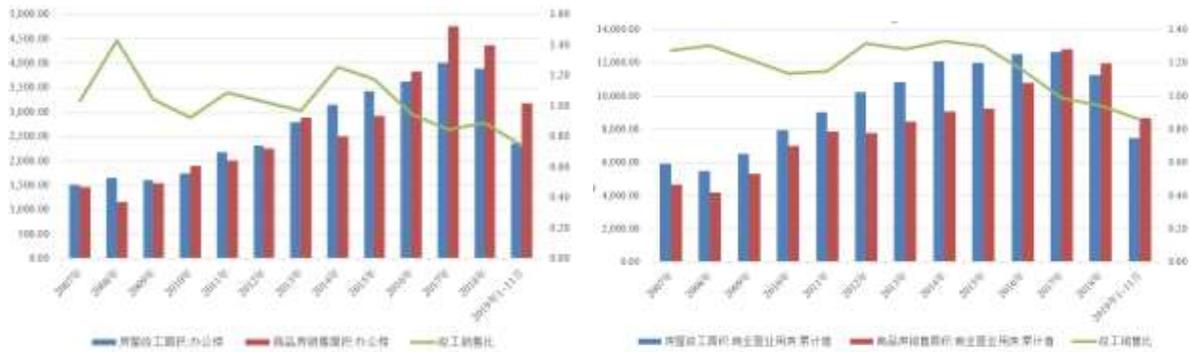
（2）市场供需情况

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，由于经济增速放缓导致商业地产景气度下降，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，商业营业用房竣工面积12,670.26万平方米，销售面积12,838.14万平方米，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1—11月，我国商业营业用房竣工面积达7,481.22万平方米，同比下降10.20%；全国商业地产销售面积为8,694.44万平方米，同比下降14.10%。

从办公楼供求情况看，2008年以来，办公楼的竣工面积和销售面积呈波动下降态势。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1—11月，办公楼竣工面积2,356.87万平方米，同比下降9.70%；办公楼销售面积4,556.39万平方米，同比下降11.90%。

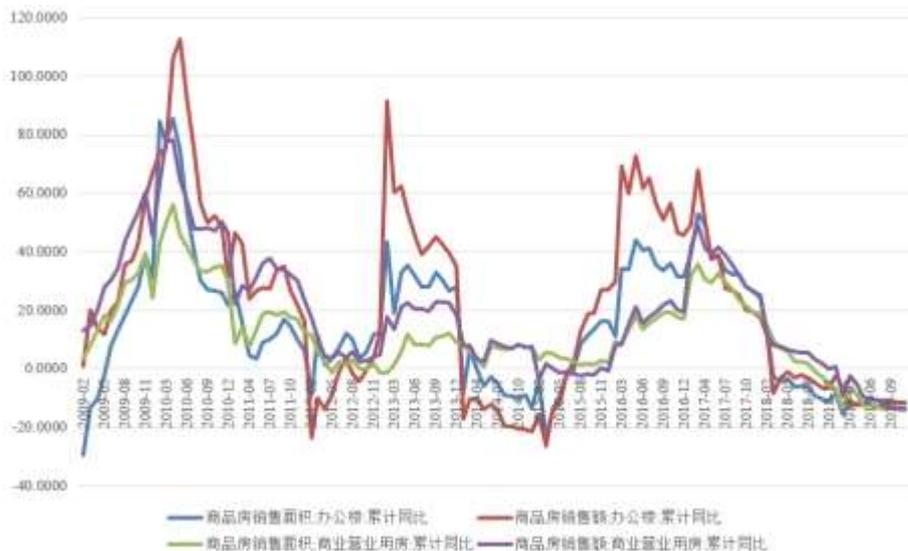
图3 2008 - 2019年9月全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、%）



注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求
资料来源：Wind，联合评级整理

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24.20%和29.90%，办公楼销售面积同比大幅增长30.80%和21.90%，远超同期GDP增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，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13.60%和9.40%；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1-11月，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14.10%和13.50%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降11.90%和11.30%。

图4 全国商业营业用房和办公楼销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

从租金水平上看，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。2017年，写字楼方面，除上海优质写字楼租金水平有所下跌以外，其他一线城市优质写字楼租金水平稳中有升；零售物业方面，除北京优质零售物业首层租金波动上涨以外，其

他一线城市优质零售物业租金水平稳中有跌。2019年上半年，百街商铺平均租金为25.6元/平米·天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米·天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。2019年下半年，百MALL商铺平均租金为27.2元/平方米·天，环比上涨0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.9元/平米·天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

（3）竞争格局

商业地产行业竞争激烈，规模优势显著，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

从行业竞争来看，商业地产行业延续强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。另一方面，商业地产行业的集中度仍属较低，行业竞争激烈。在中国房地产业协会、中国房地产测评中心发布的“2019中国房地产开发企业商业地产综合实力50强”榜单中，位列前十强的商业地产企业包括大连万达商业管理集团股份有限公司、红星美凯龙、华润置地有限公司、深圳市卓越商业管理有限公司等。

（4）行业关注

行业竞争激烈，集中度上升

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑的共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对于开发商的资金周转产生一定的影响，加重其融资压力。

（5）行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为投入的关键，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来

中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

2. 深圳市经济发展及商业地产市场概况

深圳市经济环境良好，为公司发展提供良好外部环境；2019 年以来深圳市写字楼市场结构性供给过剩，空置率持续提升，租金水平呈下降趋势。

公司业务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公司业务发展具有重要影响。

近年来，深圳市经济保持平稳增长。初步核算并经广东省统计局核定，2018 年，深圳市全年实现地区生产总值 24,221.98 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 22.09 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 9,961.95 亿元，增长 9.3%；第三产业增加值 14,237.94 亿元，增长 6.4%。第一产业增加值占全市地区生产总值的比重为 0.1%，第二产业增加值比重为 41.1%，第三产业增加值比重为 58.8%。

从商业地产开发情况来看，深圳市近年优质写字楼新增供应量有所波动，2016—2018 年分别为 130.0 万平方米、108.0 万平方米和 88 万平方米；优质零售物业快速增长，近三年分别为 48.50 万平方米、86.50 万平方米和 105.60 万平方米。

从空置率上看，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。2019 年 1—9 月，深圳市优质写字楼新增供应量为 174.10 万平方米，较上年同期大幅增长。2019 年以来，深圳市优质写字楼空置率整体呈上升趋势，截至 2019 年 9 月底上升至 19.10%，较 2018 年 9 月底上升 10 个百分点。进入 2019 年，深圳优质写字楼租金水平则整体呈下降趋势，截至 2019 年 9 月底为 204.50 元/平方米/月，较上年同期下降 3.81%。受到电商冲击，深圳市优质零售物业首层租金有所下降，但全国范围来看，依旧保持较高水平，截至 2019 年 9 月底为 21.90 元/平方米/天。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是卓越置业集团旗下的商业地产平台，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。

作为卓越置业集团的商业地产开发运营平台，公司布局深圳市福田 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，具有丰富的商业地产开发运营经验。公司主营开发、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 2019 年 9 月底，公司已运营物业建筑面积 38 万平方米，在售项目可售建筑面积 329.43 万平方米。2018 年，公司房地产销售金额 163.00 亿元，获得租金收入 8.63 亿元（含税），在商业地产领域规模领先。

公司在深圳市已成功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。结合母公司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。

2. 人员素质

公司管理人员具备多年的行业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工构成较合理，能够满足目前经营需要。

截至2019年9月底，公司设执行董事1名；未设监事会，设监事1名；设总经理1名，均具备多年从业经验。

执行董事李华先生，香港特别行政区居民，1966年1月出生。李华先生1984年毕业于华南理工大学机械自动化专业，1984年至1989年先后任职于深圳团委组织部、市直属机关团委，1989年至1992年先后任深圳市家用工业公司总经理助理、上海太平洋公司深圳办事处主任，1992年后先后设立先怡投资有限公司、卓越集团投资有限公司并任董事局主席。李华先生现任卓越置业集团有限公司董事长、深圳卓越世纪城房地产开发有限公司董事长、公司执行董事。

总经理李晓平先生，1958年5月生。李晓平先生1987年获中国社会科学院经济研究所硕士，1988年至1989年任桂林电子工业学院讲师，1989年至1993年任职于深圳市政府经济发展局，1993年至1996年任深圳市永高实业有限公司总经理，1996年以后任卓越置业集团有限公司总裁、深圳卓越世纪城房地产开发有限公司总裁、公司总经理。

截至2019年9月底，公司本部在职员工合计386人。从专业构成来看，财务人员占19.17%，技术人员占45.60%，管理人员占14.25%，市场营销人员占20.98%；从教育程度来看，大专以下学历人员占7.77%，大专学历人员占23.06%，本科及以上学历人员占69.17%；从年龄构成来看，30岁以下人员占43.01%，30~40岁人员占43.26%，40~50岁人员占12.18%，50岁以上人员占1.55%。

3. 股东支持

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领先的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、嘉兴等全国多个一、二线城市，根据克而瑞销售金额排行榜，2018年卓越置业集团销售额553亿元，位于房地产销售金额排行榜的第48位；2019年，卓越置业集团全口径销售金额为949.50亿元，位列38位；2018年获中国指数研究院“2018中国房地产百强企业（第31位）”及“盈利性TOP10”奖项；同时获得中国房地产业协会、中国房地产测评中心“2018中国房地产500强”称号，位列44位。

公司是卓越置业集团旗下的商业地产运营主体，2015年以来卓越置业集团持续整合商业地产资源注入公司。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商业地产项目（含综合体项目）。2016—2018年，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、广州地王广场、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（详见“公司经营”分析）。

截至2018年底，卓越置业集团土地储备超过5,000万平方。卓越置业集团主要通过收并购和招拍

挂的方式获取土地，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。财务方面，截至2018年底，卓越置业集团合并资产总额1,979.30亿元，所有者权益合计691.81亿元（含少数股东权益143.58亿元）；2018年，卓越置业集团实现营业收入305.76亿元，利润总额97.22亿元，其中公允价值变动收益16.62亿元。

五、公司管理

1. 治理结构

公司法人治理结构较简单，运行较规范。

公司按照《公司法》及现代企业制度要求，制定了《公司章程》并建立了由执行董事、监事、经营层组成的法人治理结构体系。

公司不设股东会，卓越置业集团是公司全资控股股东，享有法律法规和《公司章程》规定的合法权利。

公司不设董事会，设执行董事1名，对股东负责。公司执行董事为公司法定代表人，由股东委任产生，任期三年，可连选连任。执行董事负责决定公司的经营计划和投资方案等。

公司不设监事会，设监事1名，由股东委任，任期三年。监事负责检查公司财务、行使监督职责等。

公司设经营管理机构，经营管理机构设经理1名，并根据公司情况设若干管理部门。经理由执行董事聘任或解聘，任期三年，对执行董事负责。经理负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施股东决定或执行董事决议等。

2. 管理制度

公司相关管理制度较为健全，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

截至2019年9月底，公司设人事行政部、财务管理部、资产租赁部、商业运营部、投资发展部、设计部、成本部、营销部和分公司项目部9个职能部门。公司在遵循卓越置业集团各项管理制度的基础上，建立了包括会计核算、财务管理、审计、人力资源管理、行政管理、商业资产及运营管理、销售合同管理、租赁合同管理、融资管理、对外投资管理等在内的一系列内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》《会计核算制度》《资金管理制度》《现金存量管理制度》《财务档案管理办法》等制度，对公司的财务管理体系和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和要求，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。

业务管理方面，公司制定了《商业资产管理制度》《商业运营管理制度》《项目租金收缴管理规范》《销售合同管理规范》《租赁合同管理规范》等制度，对商业资产的开发、运营和销售进行规范，明确了商业资产开发、运营和销售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、突发事件等的应急措施、客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。

投融资管理方面，公司制定了《融资规范制度》《新获取项目股权合作指引》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，以确保公司投资、融资活动的合规顺利开展。

对外担保方面，公司指定《对外担保管理办法》，根据《对外担保管理办法》，公司对外担保事项由执行董事或股东作出决定。公司下列对外担保行为，必须经股东审议决定：公司及公司控股子公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的50%以后提供的任何担保；公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的30%以后提供的任何担保；连续十二个月内担保金额超过最近一期经审计总资产的30%；连续十二个月内担保金额超过最近一期经审计净资产的50%且绝对金额超过5,000万元人民币；为资产负债率超过70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。除前述情形以外的其他对外担保，由执行董事作出决定。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来自房屋销售和租赁收入，随着交付项目规模的波动，近三年公司营业收入波动增长；公司主营业务毛利率逐年上升，处于较高水平。

公司主营业务为商业地产开发、销售和运营管理。2016—2018年，公司主营业务收入波动增长，年均复合增长15.40%，主要系结转规模波动所致。2018年公司实现主营业务收入196.28亿元，同比增长75.34%。

收入构成上，2016—2018年，房屋销售是公司主营业务收入的主要来源，占比一直超过90%。2018年，公司实现房屋销售收入187.88亿元，同比增长78.73%，主要系深圳卓越前海金融中心等项目结转收入增加所致。近三年，公司房屋租赁及其他业务快速增长，年均复合增长27.34%，2018年为8.40亿元，占主营业务收入比重较小，2018年占比为4.28%。

从毛利率看，公司项目以城市更新为主，土地成本较低，区域以一线城市为主，房屋销售价格较高，故房屋销售毛利率保持在较高水平，2018年为57.83%，同比大幅提升，主要系本期结转项目中深圳卓越前海金融中心、卓越前海时代广场项目毛利率较高所致。房屋租赁及其他业务毛利率小幅下降，主要系新项目投入运营初期有免租期以及运营成本的增加所致，2018年为79.83%。综合以上，公司主营业务毛利率波动上升，2016—2018年，分别为40.52%、41.83%及58.77%。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋销售收入	142.20	96.49	38.88	105.12	93.91	39.35	187.88	95.72	57.83
房屋租赁及其他	5.18	3.51	85.36	6.82	6.09	79.94	8.40	4.28	79.83
合计	147.38	100.00	40.52	111.94	100.00	41.83	196.28	100.00	58.77

注：1、2017年数据采用2018年审计报告的上年数，经追溯调整；2、房屋租赁收入为不含税收入
资料来源：公司审计报告

2019年1—9月，公司实现主营业务收入96.06亿元，为2018年全年的48.94%，主要系公司前三季度结转项目较少所致。2019年1—9月，公司主营业务毛利率为46.24%，较2018年下降14.59个百分点，主要系2018年结转的前海金融中心和卓越前海时代广场项目毛利率较高所致。

2. 土地储备

公司土地主要由卓越置业集团以股权注入的方式获得，所获的土地主要位于深圳，多为城市更新用地，成本较低，区位较好，但城市更新项目的周期存在较大的不确定性。

公司开发项目的获取、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均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，目前公司账面无未开发的土地储备。

截至 2018 年底，卓越置业集团土地储备超过 5,000 万平方米。卓越置业集团主要通过收并购和招拍挂的方式，布局核心一、二线城市及高增长城市，土地储备中 70% 位于粤港澳大湾区。卓越置业集团在深圳市从事城市更新较早，截至 2018 年底，已立项的城市更新项目可售建筑面积约 687.60 万平方米。对于城市更新项目，卓越置业集团项目公司主要承担以下职责：各村股份公司按现状提供可供改造的项目用地，项目公司负责投入该项目的全额建设资金，对该项目区域进行整体改造，并全面负责办理纳入深圳市城市更新单元计划、土地出让、规划、设计、施工、监理等各个环节的手续，取得土地的土地使用权证，并实施该项目的规划设计、开发、建设、经营、管理等工作。

卓越置业集团基本在土地运作前期工作完成后将项目公司股权注入公司，故公司无征地成本。公司土地使用权成本主要为项目公司拆迁成本，并表后计入公司存货。

根据卓越置业集团 2017 年 3 月 7 日股东决定，卓越置业集团拟将下表中储备土地在主体资格确认（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 2019 年 9 月底，公司已取得卓越置业集团土地储备共 3 块，合计规划建筑面积 50.75 万平方米。

表3 截至2019年9月底卓越置业集团注入公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目	地区	业态	状态	占地面积	规划建筑面积
已注入					
滨江区项目	杭州	商业、住宅、公寓、酒店	已确权，取得土地证	1.52	22.24
塘厦项目	东莞	商业、公寓、住宅	已确权，取得土地证	3.31	9.68
莞城区项目	东莞	商业、公寓、办公	已确权，已与合作方签订协议	5.53	18.83
合计	--	--	--	10.36	50.75
拟注入					
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	4.95	46.87
福田区项目	深圳	商业、公寓、住宅、写字楼	未确权	31.40	240.00
南新项目	深圳	商住混合	未确权，已与村股份公司签订协议	1.71	14.38
合计	--	--	--	38.06	301.25

资料来源：公司提供

从卓越置业集团拟注入公司的土地储备的分布上来看，总占地面积为 38.06 万平方米，规划建筑面积为 301.25 万平方米，且土地储备主要全部位于深圳地区，拿地较早，土地性质主要为商业和住宅用地，不需要变更土地性质。公司通过卓越置业集团获得的旧改项目拿地成本较低，利润较丰厚，但项目周期较长。

未来公司将独自进行商业地产项目的运作，独自拿地，独自成立项目公司进行开发，包括从公开市场招拍挂或者收并购到前期的项目开发以及后期的项目销售，从而保持业务的独立性。

3. 项目建设开发情况

公司在建项目主要位于深圳、杭州和东莞，在建面积较大；考虑到公司投资和销售回款情况，公司资本支出压力尚可。

公司目前主要开发深圳地区城市更新项目，在上海、青岛等地也有项目拓展。公司开发产品主要包括写字楼、购物中心、公寓和配套住宅等，根据产品的区位和业态来计划自持或销售，一般仅自持核心城市、核心区域的核心物业。

从公司房地产开发建设情况看，2016—2018年，公司房地产开发新开工面积波动较大，2016年公司新获取项目较多开工规模较大，2017年公司以开发在建项目为主，新开工面积较小，为7.56万平方米。2018年公司新开工面积有所回升。近三年，随着项目建设进度推进，公司竣工面积持续下降，2018年，公司调整开发节奏，竣工面积有所下降，为23.68万平方米。2016—2018年，公司期末在建面积波动下降，2018年公司期末在建面积为169.60万平方米。

2019年1—9月，公司新开工面积为33.32万平方米、竣工面积为19.14万平方米。公司项目主要位于深圳，且均为城市更新项目。公司内部各专业部门对目标项目从不同的专业角度进行研判，首先由公司项目拓展中心负责获取新项目信息并进行前期沟通，再由营销管理中心结合市场调研提出初步产品定位，设计管理中心提出概念规划，成本管理中心提出项目估算成本，协同财务管理中心提出项目投资测算，充分研究项目各种风险因素，形成可行性研究报告后报公司审批。审批通过后，立即签订合作协议锁定项目，制定详细开发工作计划并实施。

表4 公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
新开工面积	73.32	7.56	27.75	33.32
竣工面积	83.00	71.81	23.68	19.14
期末在建面积	229.78	165.53	169.60	183.78

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司持有在建项目10个，预计总投资627.61亿元，累计完成投资491.88亿元，尚需投资135.73亿元。公司在建项目总体量较大，但开发周期较长，单年资金支出压力不大。由于公司目前开发项目的获取、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均由卓越置业集团完成，再以项目公司股权形式注入公司，公司在土地支出方面资金压力较小。未来，若以公司作为主体获取土地资源，公司的资金压力或将上升。

表5 截至2019年9月底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	计划总投资	累计完成投资	剩余投资计划			已竣工/拟竣工时间
					2019年	2020年	2021年	
深圳中心天元（一期、二期）	写字楼、商业、公寓、住宅	86.81	221.17	188.26	7.42	12.00	2.85	2018年12月/2020年6月
深圳前海卓越金融中心（一期、二期、三期）	写字楼、公寓	66.78	189.00	176.97	4.24	4.50	0.48	2019年11月
上海维港	商住混合	4.73	7.86	7.67	0.03	0.17	--	2019年11月
杭州时代广场	商住混合	21.27	39.08	17.09	6.78	9.65	5.50	2022年8月
杭州湾	住宅、公寓、商铺、写字楼	101.78	84.22	29.88	2.46	18.81	19.47	2023年3月

东莞维港	商住混合	29.71	37.73	31.24	4.39	2.09	--	2020年6月
中寰（百晟）	商住混合	7.55	11.00	9.59	0.56	0.85	--	2019年12月
中寰（巨汉）	商住混合	16.8	19.85	15.15	2.97	1.20	0.52	2020年10月
东坑蔚蓝松湖	商住混合	3.82	2.52	1.85	0.35	0.23	0.10	2020年1月
东莞蔚蓝岸	商住混合	11.78	15.18	14.20	0.40	0.58	--	2019年10月
合计	--	351.03	627.61	491.88	29.60	50.07	28.92	--

注：表4的期末在建面积与表5的的建筑面积不一致，主要系项目分期开发、统计口径不一致所致
资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

公司签约销售金额逐年增长，2019年前三季度回款率显著提升，整体去化情况良好，剩余可售面积尚可，剩余可售项目主要位于深圳、宁波和青岛。

从销售模式看，公司采取以自有销售为主，其他销售为补充的销售模式。公司坚持随行就市的销售政策，根据公司的资金情况，结合市场形势，灵活调整产品价格，确保公司资金余额充裕。

从销售情况来看，2016—2018年，公司签约销售面积及签约销售金额均持续增长。2018年，公司签约销售面积为62.75万平方米，公司签约销售金额为163.00亿元，同比增长主要系公司合并6个东莞地区项目及杭州湾项目所致。受所销售产品不同、各地区写字楼市场景气度不同以及物业位置影响，公司签约销售均价波动下降，2018年，公司签约销售均价为26,254.81元/平米。2019年1—9月，公司签约销售面积为50.23万平发米，实现销售金额102.85亿元。

表6 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、%、元/平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
签约销售面积	24.43	31.67	62.75	50.23
签约销售金额	93.74	155.58	163.00	102.85
签约销售均价	38,370.86	49,132.80	25,976.19	20,473.51
结转面积	63.10	25.90	33.47	28.20
结转收入	142.20	100.08	187.88	88.80

注：2018年公司签约销售数据经追溯调整
资料来源：公司提供

截至2018年底，从回款情况来看，除上海维港（回款率52.00%）、东莞蔚蓝岸（回款率65.00%）、东莞蔚蓝松湖（回款率35.00%）和宁波杭州湾项目（回款率56.00%）由于开盘时间较短、回款率略低以外，其他项目回款率均处于85%以上水平。2018年，公司回款金额合计112.83亿元，占当年签约销售金额的66.21%；2019年1—9月，公司签约销售金额为102.85亿元，回款金额为85.29亿元，占当期签约销售金额的82.93%，主要系杭州项目体量较大，回款率略低（回款率73%）所致。

从去化情况来看，截至2019年9月底，公司可售项目15个，主要位于深圳、上海、青岛、东莞、宁波等地。公司项目可售面积合计329.43万平方米（含未取得预售许可证的面积），已取得预售证的剩余可售面积84.52万平方米，整体去化率处于良好水平。部分项目虽开盘较早但分期开发，后期项目尚未取得预售许可。公司部分项目去化速度较慢，其中，深圳卓越前海金融中心和深圳岗厦天元花园剩余可售面积较大，主要系部分项目尚未取得预售证所致；东莞中寰（巨汉）项目及杭州湾项目去化率较低，主要系上述项目均采用分期开发销售所致。由于公司开发项目拿地较早，且

以城市更新项目为主，综合土地成本较低，具备一定竞争力；上海和深圳项目主要位于各区 CBD 核心区域，区位优势显著，整体销售前景良好，剩余可售面积能够满足 1—2 年的销售需求，但实际销售仍取决于后续开发进度和预售许可的获取情况。公司剩余可售货值约 585 亿元，货值储备较充裕。

表 7 截至 2019 年 9 月底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在地区	可售面积	截至 2019 年 9 月底未售面积	2018 年销售面积	2018 年销售金额	2019 年 1—9 月销售面积	2019 年 1—9 月销售金额
深圳卓越前海金融中心	深圳	37.31	13.78	0.77	17.02	0.44	7.74
卓越梅林中心广场（南一区）写字楼	深圳	4.81	0.07	0.25	2.88	0.00	0.00
卓越前海时代广场	深圳	12.70	0.49	1.16	14.98	0.67	9.93
深圳岗厦天元花园	深圳	21.78	16.71	0.00	0.00	0.00	0.00
上海宝山卓越商务中心	上海	16.01	0.00	2.26	5.53	0.00	0.00
上海奉贤卓越世纪中心	上海	28.07	2.46	0.38	0.84	0.00	0.00
上海维港	上海	4.26	0.07	3.88	22.15	1.34	7.31
青岛卓越世纪中心	青岛	32.70	6.13	4.59	9.81	0.00	0.00
东莞蔚蓝山	东莞	17.20	0.01	0.13	0.31	0.06	0.12
东莞蔚蓝岸	东莞	9.71	0.01	6.86	15.12	1.47	3.12
东莞维港	东莞	21.72	0.14	8.55	21.93	2.70	7.23
东莞中寰（百晟）	东莞	6.56	0.00	4.46	10.96	2.09	5.23
东莞中寰（巨汉）	东莞	15.69	1.01	8.67	19.95	6.01	12.46
东莞蔚蓝松湖	东莞	3.71	0.03	1.34	1.92	3.47	6.68
杭州湾项目	宁波	97.20	43.60	21.61	27.03	31.99	43.02
合计	--	329.43	84.52	64.91	170.42	50.23	102.85

资料来源：公司提供

5. 自持物业情况

公司自持物业规模较大，业态以写字楼为主、商铺物业为辅，经营情况较稳定，租金收入逐年增长；公司自持物业评估价值相对其租金收入偏高，存在价值波动风险。

截至 2019 年 9 月底，公司在深圳、广州、青岛拥有在运营物业 10 个，包括写字楼和购物中心等，总建筑面积合计 38.00 万平方米。

公司持有物业主要位于深圳，基本布局深圳各 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。截至 2019 年 9 月底，公司各物业出租率保持较高水平，基本保持在 90% 以上。

物业招租方面，商办租赁通常与客户签署 3 年期限的租赁合同，每月收取固定租金，在租赁合同中约定了年租金的增长率；商铺租赁通常与客户签署 2—3 年期限的租赁合同，对大部分商户每月收取固定租金。租金收取方式上，客户向公司交 2—3 个月的押金，每个月 5 日向公司交纳当月租金。

租金水平方面，位于后海总部基地的卓越前海金融中心商场和位于福田 CBD 的皇岗商务中心和卓越前海金融中心商场水平较高，租金水平均在 500 元/平方米·月以上。卓越梅林中心广场所在的梅林北 CBD 是福田 CBD 的北延，是区域内首个商务及商业综合体，弥补了区域商业体缺乏的不足，目前租金水平在 338 元/平方米·月；卓越梅林中心广场北区写字楼尚有待培育，租金水平相对较低，为 178 元/平方米·月。

2016—2018 年，公司分别实现租金收入 5.09 亿元、6.43 亿元和 8.63 亿元，租金收入持续增长。

其中广州地王广场租金收入有所下降，主要系该项目策略性的清走部分低端零售及餐饮品牌，引入具有市场影响力的主力店及体验店，升级改造造成了短暂性的租金下降所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 596.14 亿元，占公司总资产比例为 41.05%，规模较大，累计增值率为 295.82%。公司投资性房地产按评估价值入账，评估价值相对其租金收入偏高，可能存在一定的价值波动风险。

表 8 截至 2019 年 9 月底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	商户个数	出租率	建筑面积	平均租金水平	2016 年租金收入	2017 年租金收入	2018 年租金收入	2019 年 1-9 月租金收入
卓越梅林中心广场北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	餐饮、服装	161	99	9.23	406	5,136.55	17,061.00	23,411.74	19,320.78
卓越前海金融中心商场	深圳	餐饮	17	99	0.73	522	1,037.39	2,560.00	2,672.88	2,008.82
卓越梅林中心广场北区写字楼	深圳	办公	9	100	1.04	178	806.48	1,654.25	2,237.55	1,685.92
皇岗商务中心	深圳	办公	129	94	8.51	336	28,160.80	28,578.49	31,196.02	22,981.32
皇岗商务中心商业	深圳	餐饮	80	100	3.25	547	10,648.07	10,538.97	14,061.09	10,760.06
深圳中心天元一期商铺	深圳	银行、通讯	5	90	0.48	94	157.00	312.63	320.42	242.565
广州地王广场	广州	餐饮、服装、娱乐	230	77	2.16	180	4,687.07	3,249.00	3,430.63	2,483.68
青岛卓越世纪中心商业	青岛	餐饮、服装	164	100	6.86	136	--	--	5,709.52	4,881.69
深圳中心天元一期写字楼	深圳	办公	20	80	5.7	320	--	--	2,925.19	5,673.60
卓越时代广场一期	深圳	银行	1	100	0.04	693	311.80	324.79	333.18	266.38
合计	--	--	816	--	38.00	--	50,945.16	64,279.13	86,298.22	70,304.82

注：1. 青岛世纪中心商业及深圳中心天元一期写字楼于 2017 年底开业，2017 年暂无统计租金收入；2. 2018 年及 2019 年 1-9 月租金收入均为税后租金收入，故与表 3 中房屋租赁及其他数据存在差异
资料来源：公司提供

除上述公司自持物业，公司资产租赁部和商业运营部门将分别进行写字楼和商场物业的管理输出，以收取管理费或者包租的形式拓展外部项目，运用轻资产的运营模式充分发挥公司商业物业运营能力，为公司提供新的业务增长点。

6. 经营效率

公司经营效率指标波动下降，2018 年经营效率处于同行业较高水平。

2016—2018 年，公司经营效率指标均波动下降，存货周转次数分别为 0.36 次、0.28 次和 0.30 次，总资产周转次数分别为 0.20 次、0.11 次和 0.14 次，流动资产周转次数分别为 0.31 次、0.18 次和 0.30 次。从同行业比较来看，2018 年公司经营效率指标较高。

表 9 2018 年公司与同行业房企经营效率指标对比情况（单位：次）

公司简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
金融街	0.16	0.24	0.16
世茂股份	0.27	0.32	0.21
富力地产	0.28	0.32	0.23

大悦城	0.21	0.19	0.17
卓越商业	0.34	0.33	0.15

注：上表数据来自 Wind，联合评级与 Wind 的计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

7. 关联交易

关联方为公司提供了较大规模的担保支持，但对公司资金有一定占用。

公司关联交易规模较小，但关联往来及关联担保规模较大。截至 2019 年 9 月底，公司实际控制人、卓越置业集团等关联方为公司提供的担保金额合计 291.83 亿元，公司为关联方提供的担保金额合计 37.52 亿元，关联方为公司提供了大规模的担保支持。

截至 2019 年 9 月底，公司应收关联方款项合计 84.30 亿元，其中应收卓越置业集团 30.08 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司应付关联方款项合计 3.55 亿元，规模较小。

8. 经营关注

公司主要业务区域较为集中，深圳市写字楼空置率上升

拟注入公司的土地储备大部分位于深圳地区，公司的经营状况和盈利水平与深圳市商业地产市场的发展变化密切相关，当地经济发展和政策变化情况对公司经营和信用水平有较大影响。2018 年以来，深圳市优质写字楼空置率显著上升，公司面临的市场风险加大。

未来土储获取和城市更新项目存在一定不确定性

公司目前获取土地的方式主要为股东注入，且多为深圳城市更新项目，股东注入土地的时间与规模存在不确定性；同时城市更新项目周期较长，存在一定的不确定性。

投资性房地产价值波动风险

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值 596.14 亿元，相对其租金收入规模较大，公司自持物业的盈利能力对其公允价值的支撑较弱，存在一定的价值波动风险。

9. 未来发展

公司未来发展战略符合公司的发展需要，具有可行性。

公司作为国内规模较大的商业物业开发商，未来将依托在商业物业领域的开发和运营经验，在全国经济发达的重点城市持续开发具有商业影响力的物业，拓展核心竞争力，打造卓越商业地产品牌竞争力。

公司将利用平台布局及先发优势，在已进入的城市中实现收入及利润的持续增长，并依托其可复制的业务模式，策略性地在经济发达及具增长潜力的城市获取项目，持续巩固并扩大先发优势。同时公司将不断完善核心产品系列，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，提升各产品的特征，根据具体的市场及项目机会，采用合适的产品拓展公司业务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016—2018 年财务报告经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司按照财政部颁布的最新企业会计准则编制财务报表。公司提供的 2019 年 1—9 月财务报表数据未经审计。

从合并范围来看，2016 年，公司通过同一控制下企业合并新增 2 家子公司；2017 年，公司通过同

一控制下企业合并新增2家子公司，通过设立新增1家子公司；2018年，公司收购子公司1家，通过同一控制下企业合并新增6家子公司，通过投资新设立2家子公司，由于外部股东增资丧失控制权而不再纳入合并范围子公司1家。近年来，公司多次进行资产重组，重组进入公司合并范围内子公司资产规模较大。本报告财务分析中的2016年和2017年数据均为对同一控制下企业合并进行追溯调整后的审计数据，但由于2018年公司合并范围变化较大，2016年调整后财务数据与2017年调整后财务数据及2018年财务数据可比性较弱，2017年调整后财务数据与2018年财务数据可比性较强。

会计政策及会计估计变更方面，财政部于《关于印发修订〈企业会计准则第16号-政府补助〉的通知》《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》《财政部关于印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》和《关于2018年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，公司根据相关要求进行了会计政策变更。公司原固定资产—房屋建筑按照20年的使用年限计提折旧，自2018年1月1日起，改按30年的使用年限计提折旧，对2018年度损益影响为增加归属母公司股东的净利润873.72万元，增加少数股东损益46.91万元。总体看，会计政策和会计估计变更对公司财务数据影响较小。

截至2018年底，公司资产合计1,452.34亿元，负债合计967.90亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计484.45亿元，其中归属于母公司所有者权益合计333.53亿元。2018年，公司实现营业收入198.47亿元，净利润（含少数股东损益）62.04亿元，其中归属于母公司所有者的净利润42.03亿元；经营活动现金流量净额32.48亿元，现金及现金等价物净增加额50.82亿元。

截至2019年9月底，公司资产合计1,366.90亿元，负债合计865.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计501.55亿元，其中归属于母公司所有者权益合计345.40亿元。2019年1—9月，公司实现营业收入97.17亿元，净利润（含少数股东损益）17.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润12.22亿元；经营活动现金流量净额28.80亿元，现金及现金等价物净增加额-50.16亿元。

2. 资产质量

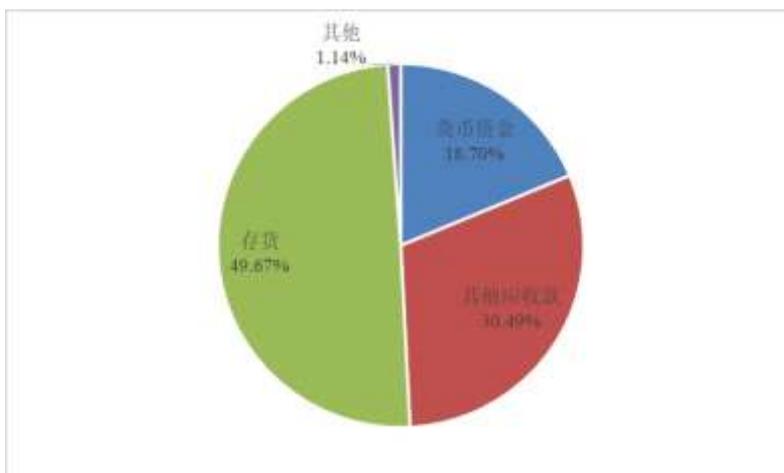
公司流动资产与非流动资产占比相近，存货和投资性房地产位置较优越，资产受限程度一般；但城市更新项目对公司资金形成较大占用，投资性房地产存在价值波动风险。

2016—2018年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长33.90%，主要系非流动资产增加所致。截至2018年底，公司资产总额1,452.34亿元，较年初增长9.48%。其中，流动资产占42.58%，非流动资产占57.42%。

（1）流动资产

2016—2018年，公司流动资产波动增长，年均复合增长8.70%。截至2018年底，公司流动资产618.40亿元，较年初减少12.92%，主要系其他应收款减少所致，主要构成如下图所示。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 52.51%。截至 2018 年底，公司货币资金 115.67 亿元，较年初大幅增长 72.15%，主要系年末发行债券收到募集资金所致。其中，使用受限的货币资金 9.57 亿元（占 8.27%），主要为借款质押的定期存款、保证金户和冻结款，受限比例一般。

公司是卓越置业集团下属的商业地产平台，卓越置业集团旗下的商业地产和综合体项目在主体资格确认后均将注入公司，在主体资格确认之前不在公司合并范围内，但拆迁等相关支出需由公司支付，因此形成较大规模的关联方往来款。2016—2018 年，公司其他应收款波动减少，年均复合减少 10.32%。截至 2017 年底，公司其他应收款 394.27 亿元，较年初增长 68.18%，主要系往来款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款（合计）188.56 亿元，较年初减少 52.17%，主要系公司对往来款进行清理所致。其中，应收利息 1.96 亿元，应收股利 1.24 亿元，其他应收款 185.36 亿元。公司对其他应收款累计计提坏账准备 0.76 亿元，计提比例较低，主要系未对关联方往来款计提所致。公司前五大其他应收款均为关联方往来款，合计 100.07 亿元，集中度高，关联方对公司资金形成较大占用。

表 10 截至 2018 年底前五大其他应收款情况（单位：亿元）

单位名称	余额	款项性质
卓越置业集团有限公司	29.84	关联方往来款
深圳市卓越康合投资发展有限公司	23.69	关联方往来款
深圳卓越南山房地产开发有限公司	21.39	关联方往来款
深圳讯达实业发展有限公司	13.62	关联方往来款
Excellence Holdings Investment Limited	11.54	关联方往来款
合计	100.07	--

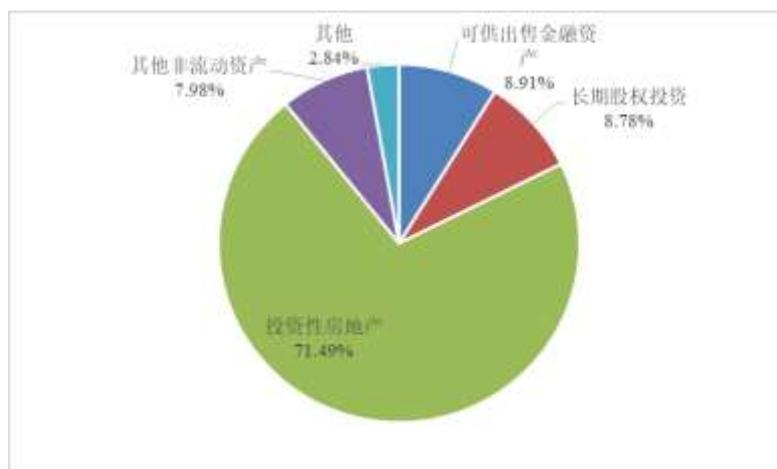
资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 16.11%，主要系项目持续开发投资所致。截至 2018 年底，公司存货 307.15 亿元，较年初增长 31.34%，主要系项目开发规模扩大所致。其中，开发成本占 84.53%，开发产品占 15.47%，未计提跌价准备。公司存货项目均位于优质一、二线城市，存货质量较高、跌价风险较小。

(2) 非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长70.58%。截至2017年底，公司非流动资产616.49亿元，较年初增长115.11%，主要系投资性房地产增加所致。截至2018年底，公司非流动资产833.94亿元，较年初增长35.27%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产增加所致，主要构成如下图所示。

图6 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司可供出售金融资产分别为3.20亿元、3.85亿元和74.28亿元，年均复合增长381.87%，2018年底大幅增长主要系公司对卓越置业集团下属旧改项目公司进行债权类投资所致。2018年12月，公司分别与深圳卓越坭岗房地产开发有限公司、深圳卓越松岗城市更新有限公司和深圳市正基房地产开发有限公司签订了《坭岗项目投资协议》《松岗项目投资协议》和《油松项目投资协议》，按照协议约定，公司合计投入本金69.35亿元，计入可供出售债务工具。

2016—2018年，公司长期股权投资分别为2.34亿元、25.03亿元和73.25亿元，年均复合增长459.81%。其中，2017年底长期股权投资较年初增长970.68%，主要系权益法下确认对深圳市金地旧城改造开发有限公司的投资损益增加23.77亿元所致；2018年底较年初增长192.70%，主要系增加对深圳世纪鹏瑞置业有限公司等联营企业的股权投资所致。2018年，公司权益法下确认的长期股权投资收益2.04亿元。

2016—2018年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长53.02%，主要系存货转入及公允价值增加所致。截至2018年底，公司投资性房地产596.14亿元，较年初增长6.65%。投资性房地产成本合计201.52亿元，公允价值变动合计396.42亿元，累计增值率为195.82%。公司投资性房地产位于深圳、广州及青岛，地理位置较优越，但其公允价值受深圳市房地产市场波动影响较大。

2016—2018年，公司其他非流动资产分别为2.32亿元、0.21亿元和66.55亿元。2018年底其他流动资产大幅增加，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，借款规模较大的有深圳卓越盛祥城市更新有限公司借款21.90亿元、深圳卓越康诚城市更新投资有限公司借款10.45亿元、深圳卓越宏瑞城市更新有限公司借款9.95亿元等，对公司资金形成较大占用。

截至2018年底，公司受限资产合计197.90亿元，占资产总额的13.63%，包括货币资金9.57亿元、投资性房地产151.96亿元、存货36.15亿元、固定资产0.22亿元，受限比例一般。公司投资性房地产受限比例为25.49%，公司仍有一定的融资空间。

截至2019年9月底，公司资产总额1,366.90亿元，较上年底下降5.88%，主要系货币资金和其

他应收款下降所致，非流动资产占比上升至 63.59%。流动资产中，公司货币资金 67.93 亿元，较上年年底下降 41.28%，主要系偿债支出金额较大所致；其他应收款 122.88 亿元，较上年年底下降 33.71%，主要系公司进一步清理关联方往来款所致；存货 300.00 亿元，较上年年底下降 2.33%。非流动资产中，公司可供出售金融资产 73.63 亿元，较上年年底变化不大；长期股权投资 84.22 亿元，较上年年底增长 14.97%；投资性房地产 596.14 亿元，较上年年底无变动；其他非流动资产 85.79 亿元，较年初增长 28.91%。

3. 负债及所有者权益

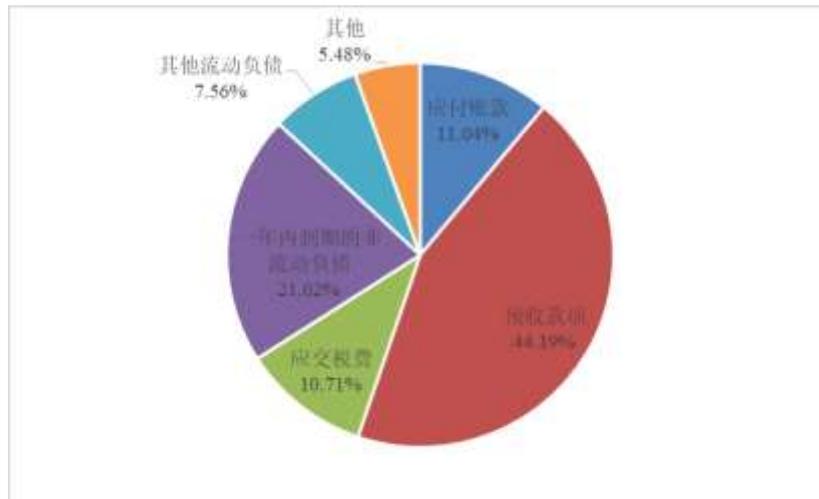
(1) 负债

公司债务负担较合理且以长期债务为主，2020 年公司到期及进入回售期的债券合计规模较大，公司可能面临一定的兑付压力。

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 25.35%。截至 2018 年底，公司负债合计 967.90 亿元，较年初增长 7.05%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 47.88%，非流动负债占 52.12%，占比相近。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 24.42%。截至 2018 年底，公司流动负债 463.43 亿元，较年初增长 11.05%，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，主要构成如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司短期借款分别为 0.00 亿元、32.03 亿元和 6.00 亿元，2018 年底短期借款大幅减少，主要系公司优化债务结构所致。

2016—2018 年，公司应付账款波动减少，年均复合减少 3.94%。截至 2018 年底，公司应付账款 51.17 亿元，较年初减少 12.01%，主要系工程款结算所致。

2016—2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 23.84%。截至 2018 年底，公司预收款项 204.77 亿元，较年初增长 1.31%，公司较大规模的预收款项为未来的收入结转提供支撑。

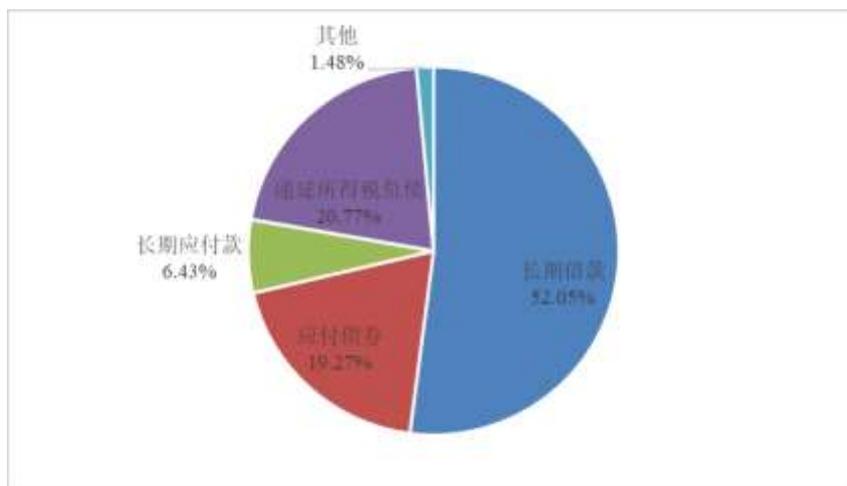
2016—2018 年，公司应交税费波动增长，年均复合增长 19.12%。截至 2018 年底，公司应交税费 49.63 亿元，较年初增长 55.78%，主要系土地增值税及企业所得税增加所致。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长33.15%。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债97.42亿元，较年初增长36.74%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

截至2018年底，公司新增其他流动负债35.05亿元，主要系短期应付债券30.79亿元（公司子公司发行的4.50亿美元7.3%优先票据，到期日为2019年4月18日）和关联方借款4.26亿元，已计入公司短期债务。

2016—2018年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长26.23%。截至2018年底，公司非流动负债504.47亿元，较年初增长3.62%，主要构成如下图所示。

图8 截至2018年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司长期借款波动增长，年均复合增长5.96%。截至2018年底，公司长期借款262.60亿元，较年初减少10.22%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致，其构成以保证借款、保证+抵押借款、保证+质押借款和保证+抵押+质押借款为主，股东卓越置业集团和实际控制人为公司借款提供了较大规模的担保。

2016—2018年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长54.41%。截至2018年底，公司应付债券97.20亿元，较年初增长61.36%，主要系发行公司债券和资产证券化产品所致。

截至2018年底，公司长期应付款32.42亿元，较年初增长74.61%，主要系新增沈阳金地鸿业房地产开发有限公司借款15.74亿元、深圳卓越酒店管理有限公司借款8.00亿元、深圳新锦泽市场营销策划有限公司借款6.00亿元所致，已计入公司长期债务。

2016—2018年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长76.78%，主要系公允价值变动产生的应纳税暂时性差异持续增加所致。截至2018年底，公司递延所得税负债104.79亿元，较年初增长3.72%。

2016—2018年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长24.13%。截至2018年底，公司全部债务540.16亿元，较年初增长13.83%。其中，短期债务占26.19%，长期债务占73.81%，以长期债务为主，债务结构较合理。2016—2018年，公司资产负债率分别为76.04%、68.15%和66.64%，全部债务资本化比率分别为64.79%、52.90%和52.72%，长期债务资本化比率分别为59.12%、46.78%和45.15%，上述指标均逐年下降，主要系所有者权益增长较快所致。公司债务负担较合理。

截至2019年9月底，公司负债合计865.35亿元，较上年底下降10.59%。其中，流动负债396.92

亿元，较上年底减少 14.35%，主要系短期借款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债减少所致；非流动负债 468.43 亿元，较年初减少 7.14%，主要系长期借款减少所致。

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务 442.88 亿元，较上年底减少 18.01%。其中，短期债务占 17.78%，长期债务占 82.22%，债务结构进一步优化。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.31%、46.89% 和 42.06%，较上年底均有所下降。

从债务期限分布来看，截至 2019 年 9 月底，公司债务期限分布较合理。2020 年，公司进入回售期的债券 52.18 亿元，假设债券全部回售，到期债务合计 112.97 亿元，公司可能面临一定的兑付压力。

表 11 截至 2019 年 9 月底公司有息债务期限分布情况（单位：亿元）

到期时间	到期债务（假设进入回售期的债券全部回售）	其中：到期债券	其中：进入回售期的债券
2019 年 10—12 月	26.77	--	--
2020 年	112.97	--	52.18
2021 年	123.21	33.84	9.99
2022 年及以后	152.57	17.62	--
合计	415.53	51.46	62.17

注：表中统计的为公司有息债务，与联合评级对全部债务的计算口径存在一定差异
资料来源：公司提供

（2）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，少数股东权益和未分配利润占比较高，但考虑到少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，公司权益稳定性尚可。

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 59.47%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 484.45 亿元，较年初增长 14.67%。其中，归属于母公司所有者权益占 68.85%，少数股东权益占 31.15%。归属于母公司所有者权益合计 333.53 亿元，实收资本占 8.99%，资本公积占 26.66%，其他综合收益（来自存货转换为投资性房地产时公允价值与账面价值差异的税后净额）占 7.18%，未分配利润占 57.17%。考虑到公司少数股东权益主要来自同一控制下的关联方，公司权益稳定性尚可。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 501.55 亿元，较上年底增长 14.67%，主要系未分配利润增加所致。其中，少数股东权益为 156.15 亿元，较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2017 年公司公允价值变动收益对利润影响很大；2018 年公司利润主要来自主营业务，整体盈利能力仍属较强；但公司财务费用增长较快，对利润形成侵蚀。

2016—2018 年，公司营业收入分别为 147.61 亿元、113.07 亿元和 198.47 亿元，年均复合增长 15.95%，主要系项目结转规模波动所致；公司净利润分别为 26.72 亿元、213.59 亿元和 62.04 亿元，2017 年同比大幅增长主要系公允价值变动收益很大所致；归属于母公司所有者的净利润分别为 20.23 亿元、83.58 亿元和 42.03 亿元。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 40.26%，2017 年增长主要系销售费用增加所致，2018 年增长主要系财务费用所致。2018 年，公司费用总额 21.77 亿元，同比增长 27.50%。其中，销售费用占 19.32%，管理费用占 20.36%，财务费用占 60.33%，财务费用对利润侵蚀较大。2016—2018 年，公司销售费用基本保持稳定，年均复合增长 2.46%；管理费用波

动增长，年均复合增长 12.46%，主要系 2018 年职工薪酬增加所致；财务费用逐年增长，年均复合增长 92.15%，2018 年财务费用为 13.13 亿元。

利润构成方面，公允价值变动收益和投资收益对公司利润影响较大。2016—2018 年，公允价值变动收益分别为 1.24 亿元、231.28 亿元和 11.11 亿元，分别占营业利润的 3.55%、83.28%和 13.39%，2017 年金额主要来自岗厦中心天元项目评估增值；投资收益分别为 1.27 亿元、24.14 亿元和 3.30 亿元，2017 年金额主要来自权益法核算下的长期股权投资收益。

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 6.19%、30.86%和 8.00%，总资产报酬率分别为 5.18%、26.79%和 7.04%，净资产收益率分别为 15.16%、69.69%和 13.68%，2017 年上述指标受公允价值变动收益影响很大。2018 年公司利润主要来自主营业务，从同行业对比来看，公司盈利能力仍属较强。

表 12 2018 年商业地产行业上市公司盈利能力指标对比（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
金融街	48.60	10.63	5.13
世茂股份	44.56	10.58	6.80
富力地产	37.91	12.72	6.30
大悦城	42.51	19.17	4.66
卓越商业	59.03	13.71	7.19

注：上表数据来自 Wind，联合评级与 Wind 的计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 97.17 亿元；同期，公司营业成本为 52.02 亿元，公司营业利润率为 32.57%。公司实现营业利润 22.68 亿元，净利润 17.46 亿元。

5. 现金流

公司经营活动现金流呈净流入态势，2018 年销售回款率相对较低；公司合作开发项目和城市更新项目支出较大，投资活动现金流持续净流出；公司有较大的融资需求。

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动减少，年均复合减少 8.36%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金波动减少所致。2018 年，公司经营活动现金流入 112.83 亿元，同比减少 25.83%，主要系项目销售回款有所减少所致。2016—2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 125.00 亿元、152.11 亿元和 112.83 亿元；同期，公司签约销售金额分别为 93.74 亿元、155.58 亿元和 163.00 亿元，2018 年回款率相对较低。2016—2018 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 19.12%。2018 年，公司经营活动现金流出 102.22 亿元，同比减少 14.35%，主要系购买商品、提供劳务支付的现金以及保证金、往来款等暂付款减少所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流量净额逐年减少但保持净流入，分别为 88.34 亿元、46.84 亿元和 32.48 亿元。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动减少，年均复合减少 45.79%，2018 年金额较小；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 265.92%，2018 年为 209.58 亿元，主要为投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金。2018 年，公司投资支付现金 144.59 亿元，主要为向联营企业和旧改项目的本金投入等；支付其他与投资活动有关的现金 63.94 亿元，主要为对外借款。2016—2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-13.90 亿元、-4.42 亿元和-209.70 亿元，保持现金净流出，2018 年净流出规模较大。

2016—2018 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 74.44 亿元、42.42 亿元和-176.59 亿元，

由净流入转为净流出。公司经营活动产生的现金流无法覆盖公司的投资支出，面临较大的融资需求。

从筹资活动来看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长49.90%，2018年为485.64亿元，同比增长75.56%，主要系借款规模和收到关联方往来款增加所致；筹资活动现金流出波动减少，年均复合减少1.36%，2017年为313.70亿元，同比大幅增长，主要系偿债规模和支付的关联方往来款增加所致，2018年同比下降17.54%，主要系支付关联方往来款减少所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为-49.70亿元、-37.09亿元和226.97亿元，波动幅度较大。

2019年1—9月，公司经营活动现金流入102.83亿元，经营活动现金流量净额为28.80亿元。同期，公司投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-34.70亿元和-44.30亿元。

6. 母公司财务分析

母公司口径资产以其他应收款、对外投资和提供借款为主；母公司作为主要融资主体，债务规模大，负债水平高。

2016—2018年，公司母公司口径资产总额大幅增长，年均复合增长87.60%。截至2018年底，公司母公司口径资产总额499.99亿元，主要由货币资金、其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产构成，占比分别为6.82%、39.40%、14.23%、15.00%和24.50%。

2016—2018年，公司母公司口径负债逐年增长，年均复合增长166.18%，2018年底为440.79亿元。其中，其他应付款、长期借款和应付债券分别占64.56%、17.62%和16.40%。截至2018年底，公司母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为88.16%和72.48%，母公司作为主要的融资主体，债务负担较重。

2016—2018年，公司母公司口径所有者权益波动减少，年均复合减少13.90%，截至2018年底为59.20亿元，其中，实收资本、资本公积及未分配利润分别占比50.67%、54.04%和-4.71%。

2018年，公司母公司口径营业收入为1.23亿元，利润总额为-2.06亿元，主要成本支出为财务费用3.07亿元。

7. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力较强，但存在一定的或有负债风险；考虑到公司存货和投资性房地产地理位置优越，自持物业项目能为公司带来较稳定的现金流入，且未来卓越置业集团拟将商业地产和综合体类的城市更新项目注入公司，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标来看，2016—2018年，公司流动比率分别为1.75倍、1.70倍和1.33倍，速动比率分别为0.99倍、1.14倍和0.67倍，2018年底指标下降主要系其他应收款减少和流动负债增加所致。2016—2018年，公司现金短期债务比分别为0.66倍、0.65倍和0.82倍，截至2019年9月底为0.86倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018年，公司EBITDA分别为39.52亿元、286.73亿元和98.37亿元，2017年受公允价值变动收益影响很大。2018年，公司EBITDA为98.37亿元，同比减少65.69%，主要系利润总额减少所致，其中利润总额占84.36%，计入财务费用的利息支出占15.11%。2016—2018年，公司EBITDA利息倍数分别为1.59倍、8.47倍和2.34倍，EBITDA全部债务比分别为0.11倍、0.60倍和0.18倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2019年9月底，公司获得的金融机构授信总额为499.19亿元，尚未使用的授信额度281.80亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2019 年 9 月底,公司对外担保余额(扣除按揭担保)合计 43.40 亿元,占所有者权益的 8.65%。考虑到公司对外担保以关联方担保为主,被担保方经营状况正常,对外担保方面的或有负债风险可控。

截至 2019 年 9 月底,公司标的额在 1,000 万元以上的未决诉讼、仲裁案件共 5 笔,涉案金额合计约 1.15 亿元,公司面临一定的或有负债风险。

根据中国人民银行出具的企业征信报告(机构信用代码:G10440305049162906),截至 2020 年 2 月 21 日,公司无未结清的不良或关注类信贷信息,已结清信贷信息中存在 2 笔欠息,系银行操作失误所致,银行已提供相关说明。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 9 月底,公司全部债务 442.88 亿元。本期拟发行债券规模不超过 10.00 亿元,占全部债务的 2.26%,对公司债务负担影响较小。

以 2019 年 9 月底的财务数据为基础,假设募集资金净额为 10.00 亿元,本期债券发行后,在其他因素不变的情况下,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将分别为 63.57%、47.45%和 42.72%,分别上升了 0.27 个百分点、0.56 个百分点和 0.66 个百分点。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还公司债券于 2020 年到期及回售的部分,本期债券对公司债务负担的实际影响将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础,公司 2018 年的 EBITDA 为 98.37 亿元,为本期公司债券发行额度(10.00 亿元)的 9.84 倍,EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2018 年的经营活动现金流入量为 134.70 亿元,为本期公司债券发行额度的 13.47 倍,对本次债券的覆盖程度高。

综合上述分析,并考虑到公司作为深圳市规模领先的商业地产开发商,项目位置优越,销售规模持续扩大,自持物业运营情况良好,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力极强。

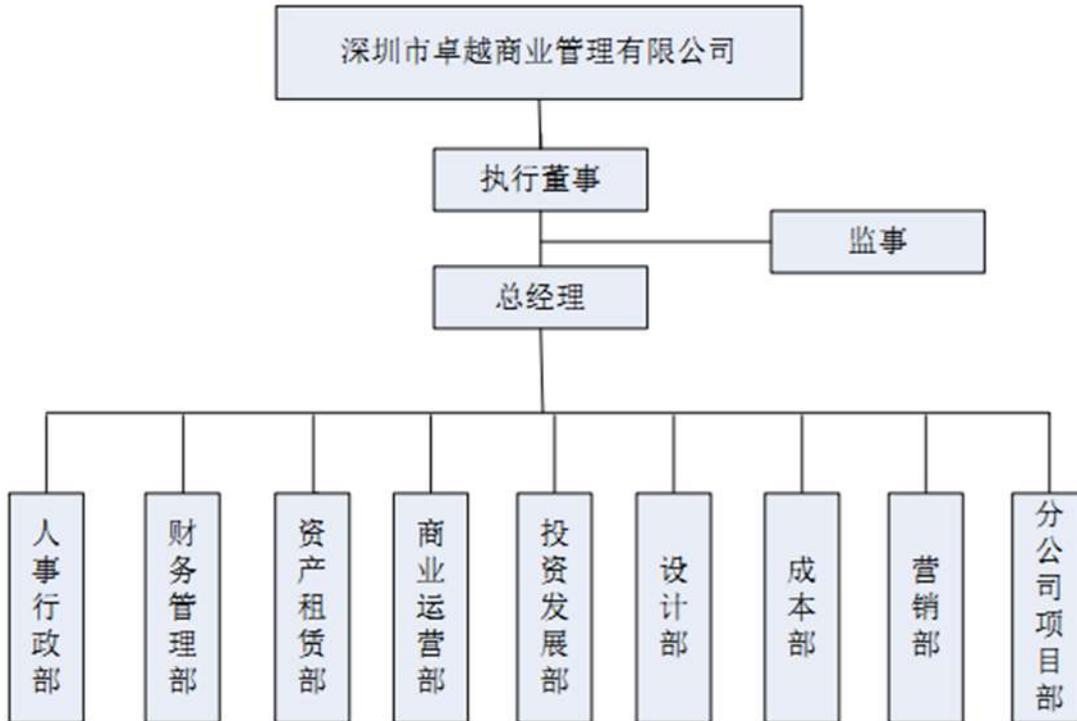
九、综合评价

公司作为卓越置业集团的商业地产运营平台,是深圳市商业地产主要的开发商之一,具有丰富的商业地产开发运营经验。公司在土地储备等方面获得股东卓越置业集团大力支持,销售规模持续扩大,自持物业主要位于深圳市核心区域,债务负担及债务结构较合理,未来卓越置业集团拟将深圳的城市更新项目进一步注入公司。同时联合评级也关注到公司主要业务区域较为集中、城市更新项目的不确定性以及对资金的占用、投资性房地产存在价值波动风险等因素对公司信用水平产生的不利影响。

公司项目储备地理位置优越,未来随着项目开发销售的推进,公司经营状况有望保持良好,联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上,基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底深圳市卓越商业管理有限公司
组织结构图



附件 2 深圳市卓越商业管理有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	809.99	1,326.62	1,452.34	1,366.90
所有者权益 (亿元)	190.50	422.47	484.45	501.55
短期债务 (亿元)	75.09	103.27	141.45	78.76
长期债务 (亿元)	275.50	371.28	398.72	364.12
全部债务 (亿元)	350.59	474.55	540.16	442.88
营业收入 (亿元)	147.61	113.07	198.47	97.17
净利润 (亿元)	26.72	213.59	62.04	17.46
EBITDA (亿元)	39.52	286.73	98.37	--
经营性净现金流 (亿元)	88.34	46.84	32.48	28.80
流动资产周转次数 (次)	0.31	0.18	0.30	--
存货周转次数 (次)	0.36	0.28	0.30	--
总资产周转次数 (次)	0.20	0.11	0.14	--
现金收入比率 (%)	84.68	134.53	56.85	87.77
总资本收益率 (%)	6.19	30.86	8.00	--
总资产报酬率 (%)	5.18	26.79	7.04	--
净资产收益率 (%)	15.16	69.69	13.68	--
营业利润率 (%)	29.51	35.17	45.47	32.57
费用收入比 (%)	7.50	15.10	10.97	11.55
资产负债率 (%)	76.04	68.15	66.64	63.31
全部债务资本化比率 (%)	64.79	52.90	52.72	46.89
长期债务资本化比率 (%)	59.12	46.78	45.15	42.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.59	8.47	2.34	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.60	0.18	--
流动比率 (倍)	1.75	1.70	1.33	1.25
速动比率 (倍)	0.99	1.14	0.67	0.50
现金短期债务比 (倍)	0.66	0.65	0.82	0.86
经营现金流动负债比率 (%)	29.51	11.22	7.01	7.26
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.95	28.67	9.84	--

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. 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告中的期初数/上年数, 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告中的期初数/上年数, 经追溯调整; 3. 其他应付款中的债务已计入短期债务, 长期应付款和其他非流动负债中的债务已计入长期债务; 4. 2019 年三季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳市卓越商业管理有限公司 2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳市卓越商业管理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。

深圳市卓越商业管理有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市卓越商业管理有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳市卓越商业管理有限公司的相关状况，如发现深圳市卓越商业管理有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳市卓越商业管理有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至深圳市卓越商业管理有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（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深圳市卓越商业管理有限公司、监管部门等。

