



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪941号

深圳市卓越商业管理有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“深圳市卓越商业管理有限公司公开发行人2017年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AA⁺。特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月十七日

深圳市卓越商业管理有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	深圳市卓越商业管理有限公司		
债券简称	17 卓越 01		
债券代码	143339		
发行年限	5 年期，附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权		
起息日	2017/10/20		
发行规模	19.5 亿元		
上次评级时间	2018/06/26		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

卓越商业	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	190.50	422.47	484.45
总资产（亿元）	810.00	1,326.62	1,452.34
总债务（亿元）	337.11	488.55	540.16
营业总收入（亿元）	147.61	113.07	198.47
营业毛利率（%）	40.48	41.89	59.03
EBITDA（亿元）	39.52	286.73	98.37
所有者权益收益率（%）	14.03	50.56	12.81
资产负债率（%）	76.48	68.15	66.64
总债务/EBITDA（X）	8.53	1.70	5.49
EBITDA 利息倍数（X）	1.73	11.39	2.66
净负债率（%）	150.85	99.74	87.62

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016-2017年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据；
3、2018年末“其他流动负债”中有息债务调入短期债务；
2016-2018年末“其他非流动负债”和“长期应付款”中有息债务调入长期债务。

基本观点

跟踪期内，深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“卓越商业”或“公司”）得到其股东卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越集团”）的项目注入，当年销售业绩持续增长，同时物业租金收入稳步提升，为其带来较为稳定的现金流补充。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司可售资源相对不足，关联方往来款对公司资金形成较大占用可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持卓越商业主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“深圳市卓越商业管理有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 资产注入带动销售业绩提升。2018 年受益于卓越集团向公司注入其位于宁波及东莞等地的住宅及商办项目，公司销售业绩继续保持增长态势。当年公司签约销售面积和销售金额分别为 64.91 万平方米和 170.42 亿元，同比分别增长 104.96%和 9.54%。
- 租金收入稳步提升，对公司业绩形成有益补充。凭借明显的区位优势 and 较为成熟的运营管理经验，公司持有物业出租率保持较高水平，租金收入稳步增长。截至 2018 年末，公司出租物业项目主要分布在深圳等一线及二线重点城市核心地段，当年实现租金收入 8.63 亿元，同比增长 34.26%。

关 注

- 可售资源相对不足。截至 2018 年末，公司在建项目剩余可售面积为 111.76 万平方米，其中宁波杭州湾项目可售面积占比为 67.64%，与其目前销售规模相比，公司可售资源相对不足，未来业绩的提升将依赖于股东的资产注入。
- 关联方往来款对公司资金形成较大占用。截至

分析师

蒋 胜 tjiang@ccxr.com.cn

周 鹏 pzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月27日

2018年末,公司其他应收款账面价值为188.56亿元,较上年末下降52.17%,其中,关联方往来款账面价值为158.22亿元,仍需对关联方资金占用及其回收情况保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

深圳市卓越商业管理有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（证券代码为 143339，简称 17 卓越 01）于 2017 年 10 月 20 日发行结束，实际发行规模为人民币 19.5 亿元，票面利率为 6.48%，债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。17 卓越 01 募集总额人民币 19.5 亿元，公司已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调

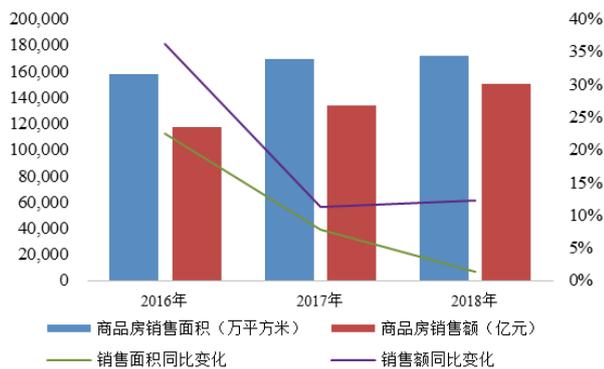
要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 1: 2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业

内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

跟踪期内，得益于宁波、东莞等地项目的注入，公司销售业绩继续保持增长态势，但公司可售资源相对不足，未来业绩的提升将依赖于股东的资产注入。

卓越商业作为卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越集团”）旗下专注于商业地产开发和管理的运营平台，涵盖高档写字楼、酒店、商场、商务公寓等多种业态。经过多年发展，公司积累了丰富的商业地产开发和运营经验，拥有较强的市场竞争力和深厚的品牌知名度。

跟踪期内，公司开发节奏明显放缓，新开工面积和竣工面积同比均有所下降。2018年公司新开工面积 27.75 万平方米，同比下降 61.36%；竣工面积 23.68 万平方米，同比下降 85.69%。

表 1：2016~2018 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018
新开工面积	73.32	71.81	27.75
竣工面积	229.78	165.33	23.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，跟踪期内公司在深圳区域的销售有所下滑，但受益于宁波、东莞等地住宅及商办项目的注入，2018 年公司签约销售金额继续保持增长态势。当年公司实现销售面积 64.91 万平方米，同比增长 104.96%；销售均价为 26,255 元/平方米，同比下降 46.56%，主要系当年来自深圳区域的销售金额占比下降较多所致。同期，2018 年公司实现销售金额 170.42 亿元，同比增长 9.54%。

表 3：截至 2018 年末卓越商业在建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目	地区	性质	总建筑面积	可售面积	剩余可售面积	预计总投资金额	已投资金额	已竣工/拟竣工时间
深圳中心天元（一期、二期）	深圳	写字楼、商业、公寓、住宅	86.81	21.78	16.71	221.17	169.61	2018 年 12 月 / 2020 年 6 月
深圳前海卓越金融中心（一期、二期、三期）	深圳	写字楼、公寓	66.78	37.31	14.22	189.00	171.12	2019 年 11 月
上海维港	上海	商住混合	4.73	4.26	0.38	7.86	7.05	2019 年 2 月
杭州时代广场	杭州	商住混合	21.27	-	-	39.08	12.27	2021 年 5 月
杭州湾	宁波	写字楼、商业、公寓、住宅	101.78	97.20	75.59	84.22	22.51	2023 年 3 月
东莞维港	东莞	商住混合	29.71	21.72	0.61	37.73	18.39	2019 年 9 月
中寰（百晟）	东莞	商住混合	7.55	5.81	0.04	11.00	5.40	2019 年 6 月

分城市来看，公司在深耕以深圳和上海为核心的区域市场的同时，积极拓展重点二线城市。2018 年，公司销售业绩主要来自东莞、深圳、上海、宁波和青岛等城市，分别实现销售金额 70.19 亿元、34.87 亿元、28.52 亿元、27.03 亿元和 9.81 亿元，占比分别为 41.19%、20.46%、16.73%、15.86% 和 5.76%。

表 2：2016~2018 年公司房地产业务销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

城市/区域	2016		2017		2018	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
东莞	-	-	-	-	30.01	70.19
深圳	7.60	63.02	14.15	126.48	2.18	34.87
上海	9.77	20.39	8.19	15.66	6.52	28.52
宁波	-	-	-	-	21.61	27.03
青岛	7.06	10.32	9.33	13.44	4.59	9.81
合计	24.43	93.74	31.67	155.58	64.91	170.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目共计 10 个，分别位于深圳、上海、杭州、宁波和东莞等城市，总建筑面积 349.90 万平方米，总可售面积 211.96 万平方米，剩余可售面积 111.76 万平方米，其中宁波和深圳的项目储备占比分别为 67.64% 和 27.68%。上述在建项目预计总投资额 621.11 亿元，已投资金额 422.98 亿元，尚需投资金额 198.13 亿元。公司可售项目具有良好的区位优势，但其储备量有所不足，未来业绩增长或将持续依赖于卓越集团的项目注入。

中寰（巨汉）	东莞	商住混合	16.8	12.29	3.62	19.85	9.09	2020年1月
东坑蔚蓝松湖	东莞	商住混合	2.69	1.92	0.57	2.52	1.33	2020年1月
东莞蔚蓝岸	东莞	商住混合	11.78	9.66	0.02	8.68	6.20	2019年7月
合计	-	-	349.90	211.96	111.76	621.11	422.98	-

注：杭州时代广场目前未实现预售，可售面积尚未确定。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

凭借突出的区位优势 and 较为成熟的运营经验，跟踪期内公司自持物业租金收入持续增长，可提供较为稳定的现金流来源。

作为卓越集团旗下商业物业的运营平台，公司出租物业主要包括写字楼和商场。截至 2018 年末，公司旗下出租物业项目 10 个，总建筑面积为 38.00 万平方米，分布在深圳、青岛和广州等城市的核心区域或地段，其中位于深圳的出租物业总建筑面积为 28.98 万平方米，占比达 76.26%。从业态来看，写字楼和商场物业建筑面积占总建筑面积比重分别为 40.13% 和 59.87%。

得益于良好的出租率以及较高的租金水平，2018 年公司实现物业租金收入 8.63 亿元，同比增长 34.26%，主要来自深圳的卓越世纪中心项目（包括皇岗商务中心和卓越世纪城中心两部分）和卓悦汇项目。其中，卓越世纪中心项目实现租金收入 4.53 亿元，同比增长 15.70%，主要系平均租金水平上升所致，占当年物业租金收入比重为 52.44%，系公司租赁业务收入来源最大的项目；卓悦汇项目实现租金收入 2.34 亿元，同比增长 37.22%，占当年物业租金收入比重为 27.13%。

表 4：截至 2018 年末公司出租物业情况

单位：万平方米、亿元

	地区	业态	建筑面积	出租率	租金收入
卓越城北区和南区商场（卓悦汇）	深圳	商场	9.23	99%	2.34
后海金融中心商场	深圳	商场	0.73	97%	0.27
卓越城北区写字楼	深圳	写字楼	1.04	96%	0.22
皇岗商务中心	深圳	写字楼	8.51	94%	3.12
卓越世纪城中心	深圳	商场	3.25	100%	1.41
横岗中心城市花园	深圳	商场	0.48	90%	0.03
广州地王广场	广州	商场	2.16	77%	0.34
青岛大融城	青岛	商场	6.86	100%	0.57
金地中心	深圳	写字楼	5.70	76%	0.29
卓越时代广场一期	深圳	商场	0.04	100%	0.03
合计	-	-	38.00	-	8.63

注：广州地王广场系公司代管物业，管理期限截至 2042 年。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

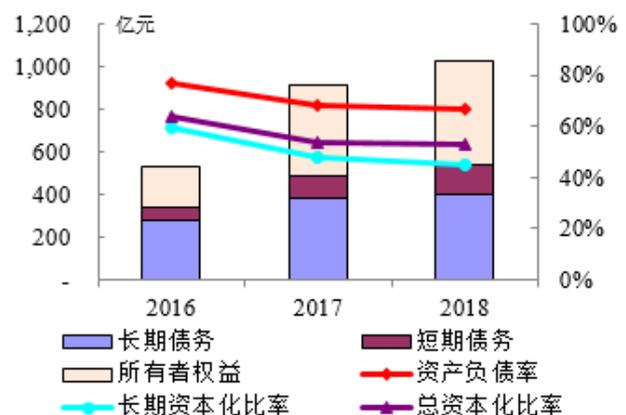
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告。由于 2017~2018 年公司均发生同一控制下的企业合并，故本报告中 2016~2017 年财务数据均采用重述后可比数据。

资本结构

随着业务规模持续扩张，跟踪期内公司资产规模保持稳步增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 1,452.34 亿元，较上年末增长 9.48%。受益于盈余留存，同期末公司所有者权益（含少数股东权益）增加至 484.45 亿元，较上年末增长 14.67%。负债方面，随着在建项目开发进度不断推进，公司债务规模有所增长。2018 年末公司负债总额为 967.90 亿元，较上年末增长 7.05%。受此影响，公司财务杠杆水平持续回落，2018 年末公司资产负债率和净负债率分别为 66.64% 和 87.62%，较上年末回落 1.51 个百分点和 12.11 个百分点。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产中非流动资产规模略高于流动资产，且其占比持续提升。截至 2018 年末，公司非流动资产账面价值为 833.94 亿元，占比较上年末提升 10.95 个百分点至 57.42%。公司非流动资产主要由投资性房地产、可供出售金融资产和

长期股权投资构成。其中，截至 2018 年末公司投资性房地产账面价值为 596.14 亿元，较上年末增长 6.65%，主要系房屋建筑物及在建工程。其中，2018 年末公司投资性房地产中岗厦河园片区城中村改造项目写字楼及商业裙楼和前海卓越金融中心（二期）自持写字楼及商业裙楼尚未办妥产权证书，账面价值为 420.45 亿元，占比达 70.53%；公司可供出售金融资产账面价值为 74.28 亿元，较上年末增长 1,829.89%，主要系公司对坭岗项目、松岗项目和油松项目投入的债务性本金大幅增加所致；公司长期股权投资账面价值为 73.25 亿元，较上年末增长 192.70%，主要系对深圳世纪鹏瑞置业有限公司、深圳世纪鹏源置业有限公司和深圳市卓越产城发展有限公司等联营企业追加投资所致。

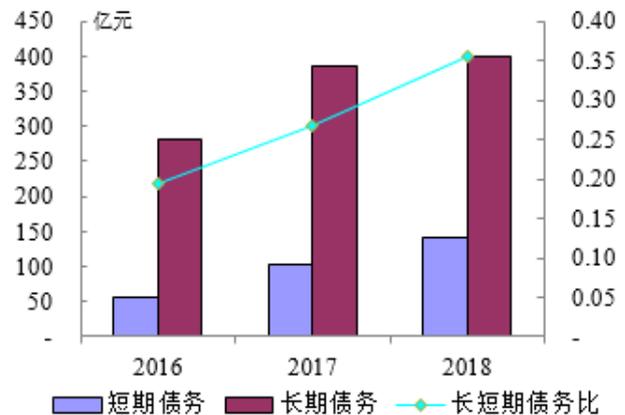
流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产合计 618.40 亿元，较上年末下降 12.92%，主要由其他应收款、存货和货币资金构成。其中，2018 年末公司其他应收款账面价值为 188.56 亿元，较上年末下降 52.17%，主要系应收控股股东卓越集团往来款转回较多所致；期末公司其他应收款中关联方往来款账面价值为 158.22 亿元，其中前五名分别为置业集团、深圳市卓越康合投资发展有限公司、深圳卓越南山房地产开发有限公司、深圳汎达实业发展有限公司和 Excellence Holdings Investment Limited，合计账面价值占关联方往来款比重为 63.25%，仍需对关联方资金占用及其回收情况保持关注。同期末，公司存货账面价值为 307.15 亿元，较上年末增长 31.34%，主要系本期合并范围扩大以及项目建设进度不断推进所致；期末公司存货中开发成本和开发产品账面价值分别为 256.93 亿元和 50.22 亿元，主要系深圳岗厦天元花园、杭州湾中心与蔚蓝海岸、前海卓越金融中心一期与二期、青岛卓越世纪中心一号楼和悦山花园与兴业园等项目。公司货币资金为 115.67 亿元，较上年末增长 72.15%，主要系公司债券发行规模增加以及收回与控股股东卓越集团之间的往来款较多所致。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和有息债务构成。其中，截至 2018 年末，公司预收款项为 204.77 亿元，较上年

末小幅增长 1.31%，主要系商品房预售款。同期末，公司应付账款为 51.17 亿元，较上年末下降 12.10%，主要系未付工程款，其中 1 年以内占比为 80.74%；公司其他应付款为 15.66 亿元，较上年末下降 25.14%，主要由往来款、押金保证金和售房诚意金构成，其中应付关联方往来款 3.22 亿元。

从有息债务规模来看，随着在建项目持续推进，公司对外融资需求增加，其有息债务持续攀升。截至 2018 年末，公司有息债务为 540.16 亿元，较上年末增长 10.56%。从债务期限结构看，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2017 年末的 0.27 倍升至 0.35 倍，有息债务以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

图 3：2016~2018 年末公司债务结构



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。截至 2018 年末，公司实收资本保持不变，仍为 30.00 亿元，占期末公司所有者权益合计的比重为 6.19%；资本公积为 88.91 亿元，较上年末增长 19.66%，系收购深圳前海卓越汇康投资有限公司的少数股东权益，受让对价与公司享有被合并方权益份额之间的差额所致，占期末公司所有者权益合计的比重为 18.35%；未分配利润为 190.69 亿元，较上年末增长 28.28%，占期末公司所有者权益合计的比重达 39.36%；少数股东权益为 150.91 亿元，较上年末小幅增长 3.71%，占公司期末所有者权益合计的比重达 31.15%。

总体来看，受在建项目建设进度的持续推进以及合并范围增加的影响，公司资产规模稳步增长；得益于利润留存，公司自有资本实力进一步夯实，

财务杠杆水平持续回落；同时，公司有息债务主要以长期债务为主，债务期限结构与公司业务性质较为匹配。

流动性

公司资产中流动资产规模低于非流动资产，且流动资产占期末总资产的比重呈持续回落态势。2018 年末流动资产账面价值为 618.40 亿元，较上年末下降 12.92%，占同期末资产总额比重为 42.58%，较上年末回落 10.95 个百分点。从流动资产的结构来看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，上述科目占流动资产的比重分别为 18.70%、30.49% 和 49.67%。

表 5：2016~2018 年末公司流动资产分析

	2016	2017	2018
流动资产/总资产	64.62%	53.53%	42.58%
货币资金/流动资产	9.50%	9.46%	18.70%
其他应收款/流动资产	44.79%	55.52%	30.49%
存货/流动资产	43.53%	32.93%	49.67%
(货币资金+其他应收款+存货)/流动资产	97.82%	97.92%	98.86%

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

存货方面，受益于企业合并范围扩大以及在建项目建设进度的持续推进，公司存货规模快速增加。截至 2018 年末，公司存货账面价值较上年末大幅增长 31.34% 至 307.15 亿元。其中，开发成本和开发产品占比分别为 83.65% 和 16.35%，较上年末分别增加 10.35 个百分点和下降 10.35 个百分点。期末公司开发产品主要为青岛卓越世纪中心、东莞维港、深圳前海时代广场等商办及住宅项目，考虑到上述物业均位于一线及重点二线城市，其去化压力相对可控。

表 6：2016~2018 年末公司存货结构分析

	单位：亿元、%		
	2016	2017	2018
存货	227.83	233.86	307.15
存货同比增长率	26.18	2.65	31.34
开发成本	193.47	171.42	256.93
开发成本/存货	84.92	73.30	83.65
开发产品	34.36	62.44	50.22
开发产品/存货	15.08	26.70	16.35

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

资产周转效率方面，受益于项目结算进度加快，2018 年公司运营效率较上年有所提升，公司存货周转效率和总资产周转效率分别为 0.30 次/年和 0.14 次/年。

表 7：2016~2018 年末公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.43	0.28	0.30
总资产周转率（次/年）	0.23	0.11	0.14

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

受限资产方面，除附属公司部分股权存在质押外，截至 2018 年末公司受限资产规模为 203.68 亿元，占同期末资产总额比重为 14.02%，主要系因抵押贷款或为关联方贷款提供担保而受限投资性房地产和存货，分别为 151.96 亿元和 36.15 亿元。

从现金获取能力来看，近年公司经营活动净现金流持续保持净流入态势。受新开工项目较多，工程款支出较大影响，2018 年公司经营活动净现金流较上年同期有所回落，为 32.48 亿元，同比下降 30.65%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 112.83 亿元，同比下降 25.83%。同期，公司经营活动净现金流/短期债务为 0.23 倍，经营活动净现金流对其短期债务的保障力度有所弱化。

货币资金方面，受公司发行债券规模增长以及收回与控股股东卓越集团之间的往来款较多等因素影响，2018 年末公司货币资金增加至 115.67 亿元，较上年末增长 72.15%；同期末，公司货币资金/短期债务为 0.82 倍，公司货币资金对短期债务的保障程度仍有待提升。

表 8：2016~2018 年公司部分流动性指标

	单位：亿元		
项目	2016	2017	2018
货币资金	49.73	67.19	115.67
经营活动净现金流	88.34	46.84	32.48
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.61	0.45	0.23
货币资金/短期债务（X）	0.91	0.65	0.82

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内公司资产周转效率有所上升，存货去化亦有所改善，但经营活动净现金对短期债务保障力度有所弱化，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产开发与销售业务和物业租赁业务。2018年，公司实现营业收入198.47亿元，同比增长75.52%。其中，房地产销售收入为187.88亿元，同比增长78.73%，主要系前期开发的前海壹号 and 宝中项目等达到结转条件以及合并范围扩大所致。同期，公司营业毛利率为59.03%，较上年同期提升17.15个百分点。其中，房地产销售业务毛利率为57.83%，较上年同期提升18.48个百分点，主要系本期结转收入的前海壹号项目毛利率较高所致。

表 9：2016~2018 年公司主营业务收入情况

单位：亿元

业务类型	2016	2017	2018
房地产销售	142.20	105.12	187.88
租赁服务及其他	5.18	6.82	8.40
合计	147.38	111.94	196.28

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

期间费用方面，2018年公司期间费用合计为21.77亿元，同比增长27.50%。其中，受债务融资规模较大影响，公司财务费用增长较快，为13.13亿元，同比增长47.82%；管理费用为4.43亿元，同比增长32.24%，主要系管理人员工资和行政费用增加所致。同期，公司三费收入占比为10.97%，较上年同期回落4.13个百分点。

表 10：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

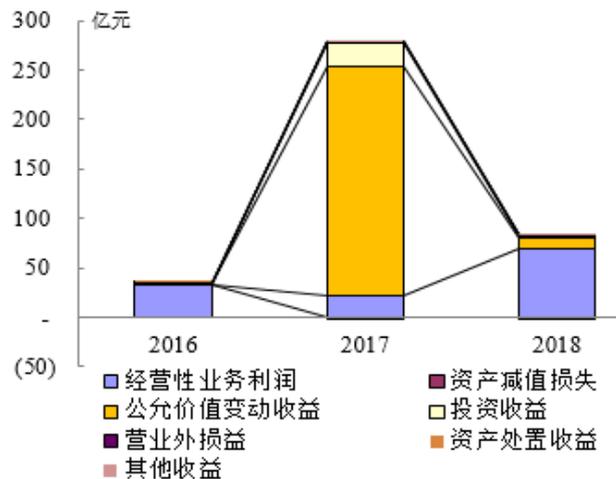
	2016	2017	2018
销售费用	4.01	4.84	4.20
管理费用	3.50	3.35	4.43
财务费用	3.56	8.88	13.13
三费合计	11.07	17.07	21.77
营业总收入	147.61	113.07	198.47
三费收入占比	7.50	15.10	10.97

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益和投资收益构成。2018年，公司实现利润总额82.99亿元，同比下降70.14%。其中，经营性业务利润为68.47亿元，同比增长201.76%，主要系当期结转收入规模和毛利率均大幅增长所致；公允价值变动收益为11.11亿元，同比下降95.20%，主要系2017年深圳中心天

元项目改用市场法计量导致当年公司公允价值变动损益较大所致；投资收益为3.30亿元，同比下降86.32%，主要系当期来自深圳市金地旧城改造开发有限公司等联营企业的投资收益大幅减少所致。综上，2018年公司实现净利润62.04亿元，同比下降70.95%；所有者权益收益率回落至12.81%。

图 4：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，受益于前海壹号和宝中项目等项目实现结转，跟踪期内公司业务规模和毛利率水平均有较大幅度提升，自主盈利能力明显增强；同时，随着自持物业规模上升，公司租赁服务业务收入实现稳步增长，对公司利润形成一定补充。

偿债能力

从债务规模来看，截至2018年末，公司有息债务为540.16亿元，较上年末增长10.56%。从债务期限结构看，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由2017年末的0.27倍升至0.35倍。

偿债能力方面，2018年公司经营活动净现金流为32.48亿元，同比下降30.65%，主要系新开工项目较多导致工程款支出较大；同期，公司经营活动净现金流/总债务为0.06倍，经营活动净现金流对债务本金的保障力度有待提升。从主要偿债能力指标来看，2018年公司EBITDA为98.37亿元，同比下降65.69%，主要由利润总额和利息支出构成。同期，公司总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为5.49倍和2.66倍，EBITDA对债务利息覆盖程度较好。

表 11: 2016~2018 年公司偿债能力分析

	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	54.95	103.27	141.45
总债务（亿元）	337.11	488.55	540.16
EBITDA（亿元）	39.52	286.73	98.37
资产负债率（%）	76.48	68.15	66.64
净负债率（%）	150.85	99.74	87.62
总资本化比率（%）	63.89	53.63	52.72
经营活动净现金流/总债务（X）	0.26	0.10	0.06
总债务/EBITDA（X）	8.53	1.70	5.49
EBITDA 利息倍数（X）	1.73	11.39	2.66

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持较好的合作关系，截至 2018 年末，公司及其下属子公司获得银行授信总额 492.97 亿元，未使用银行授信余额 161.82 亿元，备用流动性一般。

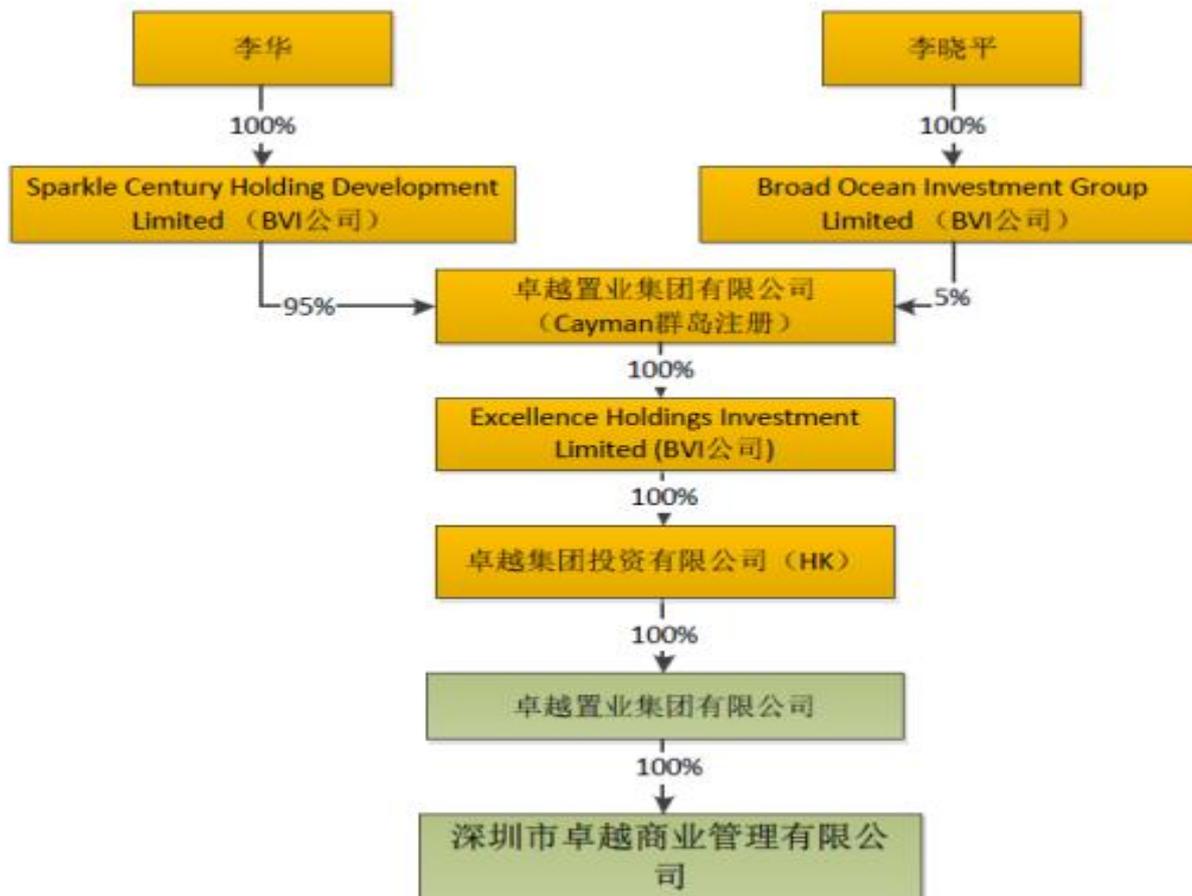
或有负债方面，截至 2018 年末，公司及其下属子公司对外担保合计 45.44 亿元，主要系对关联方借款提供的担保。同期末，公司涉及 4 起未决诉讼，涉诉金额较小，公司或有债务风险可控。

总的来看，随着项目建设进度的推进以及合并范围的增加，公司资产规模保持稳步增长；得益于利润留存，公司自有资本实力进一步夯实，财务杠杆水平持续回落，债务期限结构较为合理；同时，公司业务规模及毛利率均大幅增加，盈利结构有所优化，经营性业务盈利能力明显增强，整体偿债能力很强。

结 论

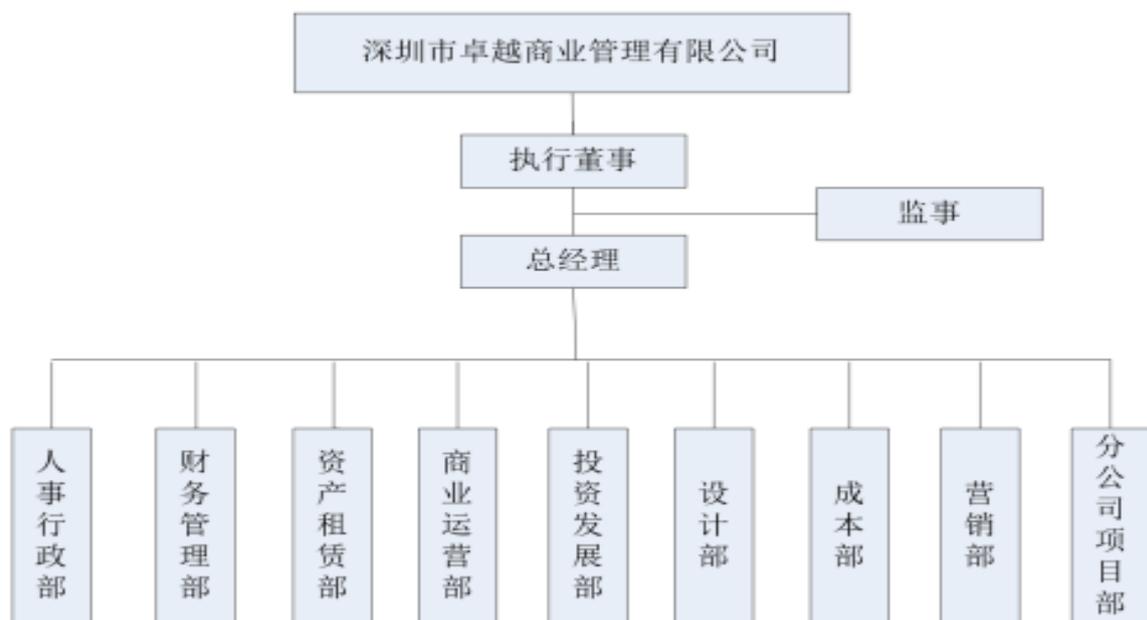
综上所述，中诚信证评维持深圳市卓越商业管理有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“深圳市卓越商业管理有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：深圳市卓越商业管理有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司 2018 年债券年报

附二：深圳市卓越商业管理有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：深圳市卓越商业管理有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	497,307.55	671,903.87	1,156,711.29
应收账款净额	25,652.80	19,713.99	8,979.48
存货净额	2,278,289.96	2,338,636.55	3,071,496.75
流动资产	5,233,946.57	7,101,195.61	6,184,044.50
长期投资	55,363.57	288,745.37	1,475,299.36
固定资产合计	2,595,830.58	5,659,556.71	6,028,238.72
总资产	8,099,973.95	13,266,177.93	14,523,424.36
短期债务	549,463.38	1,032,717.21	1,414,462.04
长期债务	2,821,594.10	3,852,779.68	3,987,151.99
总债务（短期债务+长期债务）	3,371,057.48	4,885,496.90	5,401,614.03
总负债	6,194,946.07	9,041,457.49	9,678,972.02
所有者权益（含少数股东权益）	1,905,027.88	4,224,720.44	4,844,452.34
营业总收入	1,476,097.71	1,130,742.52	1,984,669.33
三费前利润	435,529.37	397,631.46	902,401.73
投资收益	12,732.53	241,369.25	33,007.33
净利润	267,228.92	2,135,891.71	620,370.64
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	395,178.50	2,867,320.05	983,707.88
经营活动产生现金净流量	883,368.25	468,365.53	324,792.26
投资活动产生现金净流量	-139,016.44	-44,168.30	-2,090,668.86
筹资活动产生现金净流量	-496,996.28	-370,868.76	2,269,727.47
现金及现金等价物净增加额	247,355.54	53,328.47	508,217.16
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	40.48	41.89	59.03
所有者权益收益率（%）	14.03	50.56	12.81
EBITDA/营业总收入（%）	26.77	253.58	49.57
速动比率（X）	0.98	1.14	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.26	0.10	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	1.61	0.45	0.23
经营活动净现金/利息支出（X）	3.86	1.86	0.88
EBITDA 利息倍数（X）	1.73	11.39	2.66
总债务/EBITDA（X）	8.53	1.70	5.49
资产负债率（%）	76.48	68.15	66.64
总资本化比率（%）	63.89	53.63	52.72
长期资本化比率（%）	59.70	47.70	45.15
净负债率（%）	150.85	99.74	87.62

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2016~2017年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据；3、2018年末“其他流动负债”中有息债务调入短期债务；2016~2018年末“其他非流动负债”和“长期应付款”中有息债务调入长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = \text{净债务} / \text{所有者权益 (含少数股东权益)}$$

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。