

跟踪评级公告

联合〔2020〕1613号

凯华地产（中国）集团有限公司：

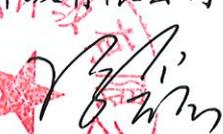
联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”进行跟踪评级，确定：

凯华地产（中国）集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”

凯华地产（中国）集团有限公司公开发行的“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”信用等级为AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

凯华地产（中国）集团有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级：

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16凯华01	7亿元	5年 (3+2)年	AA+	AA+	2019/6/11
16凯华02	10亿元	5年 (3+2)年	AA+	AA+	2019/6/11
16凯华03	4亿元	5年	AA+	AA+	2019/6/11

担保方式：抵押物担保

抵押物：商业物业所有权

跟踪评级时间：2020年6月19日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	225.06	234.88	255.08	257.41
所有者权益（亿元）	106.77	107.1	109.45	110.92
长期债务（亿元）	38.42	22.48	42.11	41.33
全部债务（亿元）	38.74	41.59	49.70	50.71
营业收入（亿元）	10.36	11.73	12.12	2.90
净利润（亿元）	4.45	5.83	4.83	1.47
EBITDA（亿元）	8.01	10.19	9.37	--
经营性净现金流（亿元）	5.84	12.81	16.28	1.61
营业利润率（%）	72.67	76.96	76.38	92.07
净资产收益率（%）	4.25	5.45	4.46	--
资产负债率（%）	52.56	54.4	57.09	56.91
全部债务资本化比率（%）	26.63	27.97	31.23	31.38
流动比率（倍）	1.15	0.49	1.85	1.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.25	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.83	5.68	4.36	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.49	0.45	--

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. 公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

2019年，凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）经营状况持续向好；轻纺城及凯华国际中心两大物业租金收入均有所提升，出租率均处于较高水平，带动营业收入规模稳步增长；毛利率维持在很高水平；经营现金流情况仍保持良好；公司债务负担仍较轻，间接融资渠道通畅。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务模式较为单一，公允价值变动收益对利润水平有一定影响以及所有者权益稳定性仍较弱等因素对公司信用等级带来的不利影响。

未来，随着轻纺城运营趋于成熟以及凯华国际中心的持续运营，公司收入规模和盈利水平将逐步趋于稳定。

公司以持有的商业物业所有权为“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”提供抵押担保。截至2019年末，抵押资产评估价值对“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的覆盖倍数均在2倍以上，对上述债券的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AA，评级展望维持“稳定”；同时维持“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的债项信用等级为AA+。

优势

1. 公司经营状况持续向好。2019年，公司轻纺城及凯华国际中心两大物业租金收入均有所增长且出租率均处于较高水平，带动公司营业收入规模稳步增长；毛利率仍维持在很高水平；整体经营状况持续向好。

2. 公司整体财务状况仍较为稳健。2019年，经营活动现金流净流入规模进一步扩大；债务结构良好，债务负担仍较轻，货币资金充足，且间接融资渠道畅通，其整体财务状况仍

较为稳健。

3. 抵押物对债券保护程度仍较好。截至2019年末，“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”抵押物价值对其自身待偿本金的覆盖倍数超过2倍，对债券的保护程度仍较好。

关注

1. 业务模式仍较为单一。目前，公司自持物业仍主要为轻纺城和凯华国际中心，业务模式较为单一，轻纺城的经营状况易受到纺织行业景气度影响。

2. 公允价值变动收益对利润水平有一定影响，所有者权益稳定性较弱。2019年，受公允价值变动收益下降影响，公司利润水平有所下降；公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

3. 公司2021年面临债券集中偿付。截至2019年末，公司应付债券中“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”三只公司债券均在2021年到期，公司存在债券集中偿付。

分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

王彦 登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



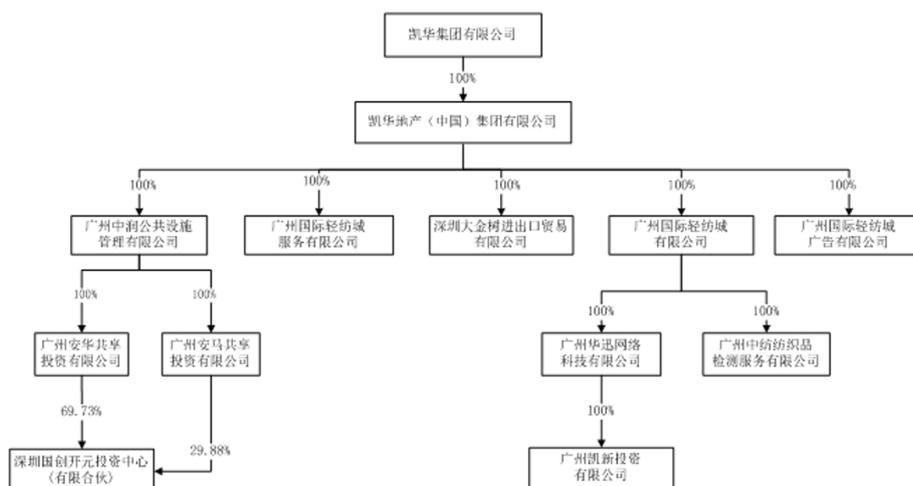
联合信用评级有限公司

一、主体概况

凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）原名为广州凯华城房地产开发有限公司，于 2001 年 9 月在广州市工商行政管理局注册成立。2007 年 9 月，公司注册资本增加至 1.37 亿元。2016 年，公司更为现名。

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 1.37 亿元人民币，控股股东为凯华集团有限公司，持股比例为 100.00%。公司实际控制人为 Ho Mei 女士。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司经营范围与组织架构较上年无变化；纳入合并范围子公司共计 11 家，拥有在职员工合计 459 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 255.08 亿元，负债合计 145.63 亿元，所有者权益 109.45 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年，公司实现营业收入 12.12 亿元，净利润 4.83 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 16.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.25 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 257.41 亿元，负债合计 146.49 亿元，所有者权益 110.92 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.90 亿元，净利润 1.47 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 1.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.06 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区金纺路 2 号 F7001 号商铺；法定代表人：郑凯。

二、募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2016〕997 号文核准批复，公司分别于 2016 年 7 月 21 日、2016 年 10 月 13 日和 2016 年 10 月 13 日发行了“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”，债券期限均为 5 年，其中“16 凯华 01”和“16 凯华 02”附第 3 年末公司调整票面利率及投资者回售选择权。

“16 凯华 01”募集资金 7.00 亿元，发行利率为 4.00%，已于 2016 年 8 月 15 日上市，债券代

码为 136567.SH；2019 年 6 月 6 日，公司发布公告称选择行使利率调整选择权，将 2019 年 7 月 22 日至 2021 年 7 月 21 日期间的票面利率调整为 5.30%；2019 年 7 月至 8 月，“16 凯华 01”实施回售，回售金额 1.75 亿元，之后公司对回售债券进行转售，转售金额为 1.75 亿元，截至本报告出具日，“16 凯华 01”债券余额仍为 7.00 亿元。

“16 凯华 02”募集资金为 10.00 亿元，发行利率为 3.50%，已于 2016 年 11 月 10 日上市，债券代码为 136757.SH；2019 年 8 月 27 日，公司发布公告称选择行使利率调整选择权，将 2019 年 10 月 14 日至 2021 年 10 月 13 日期间的票面利率调整为 5.10%。2019 年 10 月至 11 月，“16 凯华 02”实施回售，回售金额 10 万元，之后公司对回售债券进行转售，转售金额为 10 万元，截至本报告出具日，“16 凯华 02”债券余额仍为 10.00 亿元。

“16 凯华 03”募集资金为 4.00 亿元，发行利率为 4.09%，已于 2016 年 11 月 10 日上市，债券代码为 136758.SH。

截至 2019 年末，“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”募集资金均按照约定用途使用完毕。2019 年，公司均已完成对“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的付息工作。

三、行业分析

公司主营业务是商业物业租赁，属于商业地产行业。

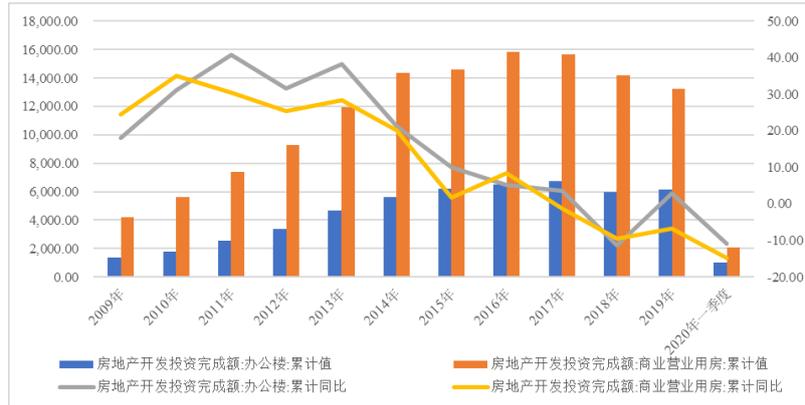
1. 商业物业租赁概况

近年来，商业地产投资增速整体呈下降态势，其中办公楼投资在 2019 年有所回升；但在新冠疫情影响下，2020 年一季度国内商业地产投资下滑明显。

商业物业是指能同时供众多零售商和其他商业服务机构租赁，用于从事各种经营服务活动的大型收益性物业。商业物业业态多样，主要包括购物中心、百货商店、超市、专卖店、便利店、写字楼、酒店、商场等。

商业物业作为经营性物业，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不断增长的推动。随着我国国民经济快速发展，人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平。商业营业用房投资额增速在 2010 年达到 35.11% 的近年来最高水平，写字楼投资增速在 2011 年达到 40.7% 的近年最高水平。其后随着我国经济增速逐步放缓和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房和办公楼投资增速明显回落。2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，商业地产投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重。进入 2016 年，商业地产在宽松政策下开始复苏，商业营业用房投资增速小幅回升，但 2017 年以来随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓，2018 年商业营业用房和办公楼投资增速分别为 -9.40% 和 -11.30%，商业营用房投资增速连续两年为负，办公楼投资增速首次转负。2019 年，商业营业用房投资继续下行，同比下降 6.70%，下降速度趋缓；办公楼开发投资由负转正，同比增长 2.80%。2020 年 1—3 月，在新冠疫情影响下，商业营业用房和办公楼开发投资均大幅下滑，同比分别下降 14.80% 和 10.80%。

图 2 2009 年以来全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



数据来源: Wind

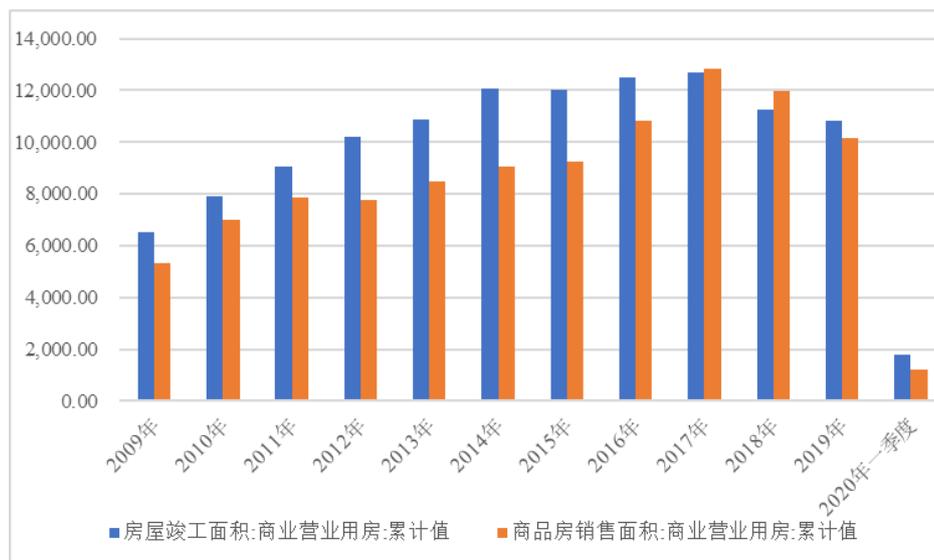
商业物业的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。根据中指研究院发布的数据，2019年，商业地产百强代表企业经营性物业持有面积均值为377.5万平方米，较2018年增长19.4%，保持较快的增速；商业地产百强代表企业经营性物业年租金收入均值为31.6亿元，较2018年提升20.5%；商业地产百强企业经营性物业的平均租金为69.8元/平方米/月，同比增长0.9%；商业地产百强代表企业重点项目平均出租率为93.3%，与2018年基本持平。商业地产百强代表企业整体经营表现较好。2020年，受宏观经济环境以及新冠疫情等方面因素影响，商业地产行业整体投资增速下行压力较大。

2. 商业物业租赁供求

商业营业用房需求开始萎缩，前期积累库存仍有待消化；办公楼需求在城市基建红利下保持活跃，但随着需求的逐步饱和，去化压力加大。2020年一季度，受疫情影响，商业营业用房及办公楼销售面积均有显著下降。

商业营业用房方面，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发力度大幅减弱，供过于求的状况有所缓解。2017年和2018年，商业营业用房竣工面积在前期积累库存情况下开始放慢速度，同时销售速度也逐步放缓。2018年，商业营业用房销售面积同比下降6.80%，为近年首降；2019年，商业营业用房销售面积进一步下滑，同比下降15.00%，商业营业用房需求有待提升。2020年1-3月，受疫情影响，商业营业用房销售面积大幅下降35.10%。

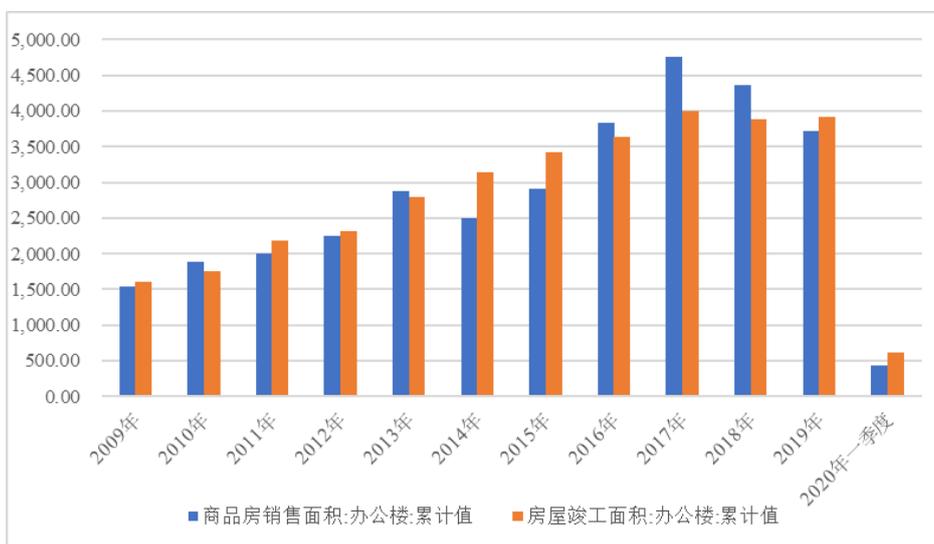
图3 2009年以来全国商业营业用房供求情况(单位:万平方米、%)



数据来源: Wind

办公楼方面,2016年以来,办公楼的销售面积高于竣工面积,呈现需求大于供应的市场格局,金融业、高科技企业和服务业企业良好的发展势头,对办公楼租、售需求带来较强支撑所用;2017年后,办公楼需求在二线城市轨交建设的推进为商务区带来红利、促进外商投资相关政策利好下较为活跃。但2018—2019年,办公楼累计销售面积增速均为负,去化压力逐步加大。2020年1—3月,在疫情影响下,办公楼销售面积下降36.20%。

图4 2009年以来全国办公楼供求情况(单位:万平方米、%)



数据来源: Wind

3. 竞争格局

商业地产企业规模优势明显,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。

商业地产企业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于:大型房地产企业项目储备丰富,现金流稳定充裕,较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险;大型房地产公司的融资手段和渠道丰富,融

资成本低：由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。

依据亿翰智库发布的“2019年中国房地产企业商业物业价值Top100”排行榜，前10名分别为大连万达集团股份有限公司、华润置地有限公司、大悦城控股集团股份有限公司、绿地控股集团股份有限公司、新鸿基地产发展有限公司、龙湖集团控股有限公司、太古地产有限公司、奥园商业地产集团、九龙仓集团有限公司和世茂商业及娱乐主题娱乐。从商业物业价值排名的门槛值来看，Top30门槛值增幅最小，企业价值较为稳定。Top50企业商业物业价值门槛值增速最快，门槛值为204.04亿元，同比增长26%，企业商业物业价值增长稳定。整体看，企业商业物业价值持续增长，企业间竞争较为激烈。

4. 行业关注

(1) 同质化竞争激烈，行业创新不足，商业专业运营人才短缺

受宏观经济影响，消费者消费更趋谨慎，再加之商业自身创新不足，线上渠道分流更加明显，市场倒逼的创新压力加大。长期以来，我国商业地产企业重开发轻运营，尤其是前期商业地产投资过热，行业参与者较多，行业同质化竞争激烈，而商业地产后期管理复杂，需要熟悉各个环节的复合型人才参与开发建设和管理经营，我国此类人才紧缺，对我国商业地产行业的长期发展构成挑战。

(2) 投资回报期长，现金回笼慢，对开发商运营能力要求高

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。

(3) 新冠肺炎疫情对商业地产冲击较大

新冠肺炎疫情爆发以来，政府采取一系列限制公共聚集活动等防疫措施，短期内餐饮、购物和娱乐等商业活动基本处于停滞状态，并对商业地产运营商产生很大的经营压力。同时，疫情期间，居民部分活动由线下转至线上，新的消费习惯或将对线下商业带来长期、不可逆的不利影响。

5. 行业发展

(1) 联合办公等共享经济形式办公模式迎来发展

在国家鼓励创新创业利好背景下，初创企业和小型企业日益增加，以及大型企业建立分支办公场所可能采用联合办公的灵活模式，均增加了联合办公的需求。

(2) 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是成为关键投入，技术性投入比重加大。

(3) 行业金融化，存量优质物业盘活，迎来资产证券化热

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。商业资产的证券化将有助于盘活优质物业，增强商业地产企业的融资能力。

6. 广州房地产市场发展概况

2019年，广州经济整体上保持了稳定发展态势，产业结构不断优化，为房地产市场发展提供了较好的外部环境。但2020年以来，新增供应量的增加以及新冠疫情的爆发对写字楼销售市场造成了一定程度影响。

2019年，广州市地区生产总值23,628.60亿元，按可比价计算，比上年增长6.8%，增速比上

年提升 0.6 个百分点。其中，第一产业增加值 251.37 亿元，增长 3.9%；第二产业增加值 6,454.00 亿元，增长 5.5%；第三产业增加值 16,923.23 亿元，增长 7.5%。产业结构不断优化，三次产业比重为 1.06：27.32：71.62。现代服务业增加值增长 9.3%，占服务业比重达 67.5%，比上年提升 1.0 个百分点。

从房地产业发展情况来看，广州市房地产开发完成投资 3,102.26 亿元，比上年增长 14.8%。商品住宅开发投资 2,087.07 亿元，增长 20.4%。其中，90 平方米及以下住宅完成投资 584.65 亿元，增长 13.5%；90-144 平方米住宅完成投资 1,322.14 亿元，增长 36.0%；144 平方米以上住宅完成投资 180.28 亿元，下降 26.8%。办公楼完成投资 327.86 亿元，增长 14.0%；商业营业用房完成投资 297.46 亿元，增长 11.1%。

写字楼市场运行情况方面，截至 2019 年末，广州市优质写字楼空置率达 5.40%，较上年底下降 0.3 个百分点；其中受第四季度新增供应较多影响，全市第四季度空置率较第三季度环比上升 1.4 个百分点。2019 年，广州优质写字楼新增供应量 12.5 万平方米，同比下降 48.77%；租金方面，全市优质写字楼平均租金有所增长，同比增长 3.96%至 169.20 元/平方米/月。2020 年一季度，广州市优质写字楼新增供应量 12.9 万平方米，当季新增供应量相对较大。截至 2020 年 3 月末，广州优质写字楼空置率上升至 6.80%，1—3 月平均租金为 166.10 元/平方米/月，较 2019 年有所下降。2020 年以来，新增供应量的增加以及新冠疫情的爆发对写字楼销售市场造成了一定程度影响。

四、管理分析

2019 年，公司高层管理团队未发生变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。公司各项管理制度以及治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，随着公司自持物业项目整体出租率和单位租金水平的提升，其营业收入保持稳步增长态势，但受公允价值收益减少影响，利润规模有所下降；毛利率仍维持在很高水平。2020 年以来，新冠疫情的爆发对公司收入的影响可控。

公司主营业务包括物业租赁及服务和其他两个板块，持有广州国际轻纺城和超甲级办公楼凯华国际中心两大核心物业。2019 年，公司实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 3.32%，主要系物业租赁及服务业务收入增长所致；实现净利润 4.83 亿元，同比下降 17.14%，主要系公允价值变动收益减少所致。公司营业收入仍全部来源于主营业务。

从收入构成来看，2019 年，公司物业租赁及服务实现收入 10.85 亿元，同比增长 4.13%，主要系轻纺城及凯华国际中心两大物业出租率及平均租金水平均有所上升所致，占营业收入的比重为 89.48%，较上年变化很小。同期，物业管理及其他业务实现收入 1.28 亿元，同比变动不大，占营业收入比重为 10.52%（具体如下表所示）。

表 1 2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年度			2018 年度			2019 年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
物业租赁及服务	9.02	87.09	96.27	10.42	88.80	96.65	10.85	89.48	95.02
物业管理及其他	1.34	12.91	37.40	1.31	11.20	37.76	1.28	10.52	34.56
合计	10.36	100.00	88.67	11.73	100.00	90.06	12.12	100.00	88.66

资料来源：公司提供，联合评级整理

毛利率方面，2019 年，公司物业租赁及服务业务毛利率为 95.02%，较上年基本保持稳定；该板块毛利率很高主要系公司对出租资产采用公允价值计量，无需摊销折旧费用所致；公司物业管理及其他业务毛利率为 34.56%，较上年有所下降；公司营业收入综合毛利率为 88.66%，较上年变化不大，仍保持在很高水平。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.90 亿元，同比下降 2.84%；实现净利润 1.47 亿元，同比增长 40%，主要系相关税金及附加减少，以及投资收益和公允价值变动收益增加所致。2020 年以来，受新冠疫情爆发影响，公司对轻纺城租户设置了 2 个月的免租期，实施方式主要为待租户合同到期后自动延期 2 个月。考虑到公司轻纺城租金为预收制且客户合同周期较长，上述优惠政策对公司未来收入的影响可控。

2. 业务运营

（1）广州国际轻纺城物业经营

轻纺城作为公司主要收入来源，其 2019 年在出租率、租金水平及租金收入方面均有所提升，整体经营情况保持良好。

广州国际轻纺城是国内一站式服饰面料、辅料综合采购平台，是全国规模最大、经营品种繁多的纺织品集散中心之一，纺织品行业景气度对公司经营状况有较大影响。2019 年，公司轻纺城业务收入主要由商铺租金收入和增值业务收入（包括贸促推广收入和电商推广收入）构成。

商铺租赁业务

商铺租赁业务由公司经营。轻纺城从临地面的楼层到其他楼层商铺，租赁单价整体呈稳步增长态势，不同楼层区域的租金增速会有差异。截至 2019 年末，公司轻纺城可租面积为 16.93 万平方米；2019 年，轻纺城平均单位收益上涨到 431.25 元/平方米/月，较上年增长 4.93%；出租率为 99.34%，较上年略有上升；轻纺城收入为 8.70 亿元，较上年增长 4.59%，主要系部分主力楼层新续约合同生效，以及租赁单价有一定幅度上升所致。

在租金厘定方面，公司通过提前进行市场调研，了解市场租金行情，参考场内、外二手市场成交租金；与商户进行持续的沟通和交流，了解商户预期价格，包括租金承受力和敏感性；并根据现行合同的租金水平等进行综合考量。

表 2 2017—2019 年轻纺城综合收益情况（单位：%、元/平方米/月、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
出租率	98.32	98.93	99.34
年收入	79,781.00	83,220.00	87,041.00

资料来源：公司提供

商铺租金结算方面，部分商户会选择采用申请按揭贷款交清租赁期内的租金，入驻前商户用自有资金缴付 40%首期款，然后向银行申请 60%商铺租金按揭借款，且还款期限不得超过租赁期

的一半并不得超过 5 年，按揭贷款申请成功后，银行将贷款直接汇入公司账户。对于申请按揭贷款的商户，公司向银行提供信用担保。2006 年至 2019 年，公司已经完成及正在履约的担保贷款从未发生过任何违约。截至 2019 年末，公司在执行租赁合同中，除 5 层商户选择一次性支付租金的比例有所下降以外，其余楼层商户选择一次性支付租金的比例整体上有所提高。在签约期限方面，商铺租赁期限一般为 3 年、6 年和 10 年。截至 2019 年末，轻纺城租户租赁期限仍以 6 年以上的长期租约为主。

增值业务

轻纺城增值业务主要包括贸促推广业务和电子信息增值业务。跟踪期内，公司贸促推广业务仍由子公司广州国际轻纺城有限公司进行运营，电子信息增值业务仍由子公司广州华迅网络科技有限公司（以下简称“华迅科技”）进行运营。上述业务在经营模式、服务内容及服务费厘定方面均未发生变化，相关业务发展情况保持良好。2019 年，公司贸促推广业务及电子信息增值业务合计实现收入约 1.56 亿元，同比基本保持稳定。

物业管理

公司物业管理业务由下属子公司广州国际轻纺城服务有限公司负责运营，物业管理服务主要向入驻商户提供轻纺城共用部分的设施、共用设备、绿化、环境卫生、安保、交通、广告等项目进行维护、修缮、服务与管理。物业管理服务所收费用主要有市场租赁管理费、空调费、水电费以及停车场管理费。2019 年，公司实现物业管理费收入为 1.28 亿元，同比变化不大。

（2）凯华国际中心

2019 年，随着凯华国际中心的持续运营，其在出租率、平均租金和租金收入等方面均有所提升，项目经营情况良好，客户质量很高。

2019 年，公司凯华国际中心项目实现收入 1.89 亿元，同比增长 14.74%，主要系整体出租率及平均租金均较上年有所提升所致。截至 2019 年底，凯华国际中心出租率约为 88%（较上年底提升约 8 个百分点），平均租金单价约 195 元/平方米/月（同比增长约 5.98%），项目经营情况较好。凯华国际中心的物业管理外包给第三方，因此，凯华国际中心项目无物业管理收入。截至 2019 年底，凯华国际中心入驻的客户包括：美国银行、星展银行、渣打银行、南洋商业银行、玉山银行、VISA、三井住友、江苏银行、民生银行、平安保险、中国长城资产、默克药业、法国领事馆、沙特阿拉伯领事馆、阿联酋驻广州总领事馆，以及知名律师事务所、咨询服务公司等高端服务行业企业，其客户质量很高。

3. 升级改造项目

公司升级改造工程主要是对轻纺城和凯华国际中心两大核心物业的升级改造，资金压力不大。

公司升级改造工程主要是对轻纺城和凯华国际中心两大核心物业的升级改造，计划投资总额约为 17.18 亿元；截至 2019 年底，已完成投资额 8.56 亿元，尚需投资 8.62 亿元，其尚需投资的规模尚可。考虑到公司主要在建项目建设周期较长，短期内，公司资金压力不大。

4. 经营关注

（1）公司的业务收入来源较为单一，轻纺城的经营情况易受到纺织行业景气度影响。

（2）公司自持物业采用公允价值计量，若未来相关物业经营情况出现波动，则或将对公司盈利水平产生一定影响。

5. 未来发展

公司战略思路清晰，有利于公司稳健发展。

公司将专注于深耕持有型物业，坚持低杠杆运营，务实稳健地提升自持物业的商业价值。

对于广州国际轻纺城物业，公司将继续通过细分客户，根据每年的市场变化不断调整优化租户；提供个性化的市场运营策划，为租户提供精准服务；继续提供高标准的物业管理服务。

对于凯华国际中心物业，公司将继续发挥对商业地产的运营经验优势，结合物业本身得天独厚的地理位置，在明晰的租赁策略下，继续锁定优质客户续租并逐步提升租金，继续与国际知名物业管理公司合作，按照国际化标准对物业进行全面管理，持续地提升物业价值。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度合并财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留审计意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则——基本准则》、各项具体会计准则及相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。合并范围方面，2019 年公司合并报表未发生变化；截至 2019 年底，公司合并范围内子公司共有 11 家。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 255.08 亿元，负债合计 145.63 亿元，所有者权益 109.45 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2019 年，公司实现营业收入 12.12 亿元，净利润 4.83 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 16.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.25 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 257.41 亿元，负债合计 146.49 亿元，所有者权益 110.92 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.90 亿元，净利润 1.47 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 1.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.06 亿元。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模有所增长，货币资金仍较为充裕，以投资性房地产为主的非流动资产占比仍较大。公司投资性房地产区位优势明显，但受限比例高；其整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 255.08 亿元，较年初增长 8.60%，主要系流动资产所致。其中，流动资产占 13.45%，非流动资产占 86.55%，流动资产占比较年初上升 7.25 个百分点。公司资产仍以非流动资产为主，流动资产较年初占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动资产 34.30 亿元，较年初增长 135.58%，主要系当期轻纺城部分主力楼层到期续约收款，经营现金流入大幅增加，使得货币资金及交易性金融资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 49.49%）、交易性金融资产（占 41.83%）和其他流动资产（占 8.16%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 16.98 亿元，较年初增长 23.68%，主要系当期轻纺城部分主力楼层到期续约收款，经营现金流入大幅增加以及新增抵押借款所致；公司无受限货币资金。公司新增交易性金融资产 14.35 亿元，主要系公司利用部分闲置自有资金投资于资质和信用良好的 AAA 级央企、国企债券所致。公司其他流动资产为 2.80 亿元，较年初大幅增长 258.74%，主要系当期购买理财产品及信托产品所致。

截至 2019 年末，公司非流动资产 220.78 亿元，较年初增长 0.21%，公司非流动资产仍主要由投资性房地产（占 93.50%）构成。公司对所有投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。截至 2019 年末，公司投资性房地产 206.43 亿元，较年初增长 0.16%，较年初变化不大。公司投资性房地产为公司经营的广州国际轻纺城以及凯华国际中心用于出租的房屋建筑物及相关土地使用权。其中，轻纺城位于中大纺织市场的核心位置，经过公司多年的经营，商户认可度很高；凯华国际中心位于珠江新城 CBD 的临江核心区，区域位置较好，商业气氛浓厚。截至 2019 年末，公司轻纺城项目和凯华国际中心项目资产评估价值分别约为 136.64 亿元和 68.79 亿元，评估价值整体变化不大；对应评估单价分别约为 7.08 万元/平方米和 5.98 万元/平方米。从受限情况看，截至 2019 年末，公司账面价值 153.02 亿元的投资性房地产因抵押物而受限，其中广州国际轻纺城部分商铺及车位合计受限金额 83.55 亿元，凯华国际中心地面以上商铺及写字楼合计受限 69.46 亿元；受限规模较大。

截至 2019 年末，公司受限资产规模为 153.02 亿元，占总资产的比例为 59.99%；全部为因抵押而受限的投资性房地产；整体看，公司资产受限比例高。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 257.41 亿元，较年初增长 0.91%，较年初变化不大。其中，流动资产占 14.29%，非流动资产占 85.71%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

负债

2019 年，公司负债及债务规模均有所增长，债务负担仍属较轻；但公司 2021 年面临债券集中偿付。

截至 2019 年末，公司负债总额 145.63 亿元，较年初增长 13.97%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 12.75%，非流动负债占 87.25%（较年初上升 10.40 个百分点）。公司负债仍以非流动负债为主。

截至 2019 年末，公司流动负债 18.56 亿元，较年初下降 37.22%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致。公司流动负债主要由预收款项（占 50.11%）、一年内到期的非流动负债（占 14.46%）和其他流动负债（占 26.42%）构成。

截至 2019 年末，公司预收款项 9.30 亿元，较年初增长 4.92%，主要系预收的租金及服务费用增加所致。公司一年内到期的非流动负债 2.68 亿元，较年初下降 85.95%，主要系“16 凯华 01”和“16 凯华 02”两只债券当期回售规模很小，债券余额转出至应付债券所致。公司当期新增其他流动负债 4.90 亿元，全部为质押式回购融资借款。

截至 2019 年末，公司非流动负债 127.07 亿元，较年初增长 29.39%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 16.68%）、应付债券（占 16.47%）、递延收益（占 37.12%）和递延所得税负债（占 27.89%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 21.19 亿元，较年初增长 14.55%，主要系新增抵押借款所致；公司长期借款均为抵押借款。从期限分布看，均在 2023 年以后到期。截至 2019 年末，公司应付债券 20.92 亿元，较年初增长 426.15%，主要系“16 凯华 01”和“16 凯华 02”转回所致；由于公司应付债券中“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”三只公司债券均在 2021 年到期，其 2021 年面临债券集中偿付。截至 2019 年末，公司递延收益（主要为轻纺城一年以上到期的租户缴纳的预付租金及服务费用）47.17 亿元，较年初增长 21.02%，主要系轻纺城部分楼层客户到期

续约所致。公司递延所得税负债为 35.44 亿元，较年初小幅增长 2.22%。

全部债务方面，截至 2019 年末，公司全部债务 49.70 亿元，较年初增长 19.51%，主要系新增抵押借款及质押式回购融资借款所致。其中，短期债务占 15.27%，长期债务占 84.73%，仍以长期债务为主。公司短期债务 7.59 亿元，较年初下降 60.29%，主要系“16 凯华 01”和“16 凯华 02”转出至应付债券所致。长期债务 42.11 亿元，较年初增长 87.37%。截至 2019 年末，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 57.09%、31.23%和 27.79%，较年初分别上升 2.69 个百分点、上升 3.26 个百分点和上升 10.44 个百分点。公司债务负担仍较轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 146.49 亿元，较年初增长 0.59%，较年初变化不大。其中，流动负债占 14.32%，非流动负债占 85.68%。公司以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 50.71 亿元，较年初增长 2.03%，较年初变化不大。其中，短期债务 9.38 亿元（占 18.50%），较年初增长 23.63%，主要系质押式回购融资借款增长所致。长期债务 41.33 亿元（占 81.50%），较年初下降 1.86%，较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，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 56.91%、31.38%和 27.15%，较年初分别下降 0.18 个百分点、上升 0.15 个百分点和下降 0.64 个百分点。

所有者权益

2019 年，公司所有者权益规模变化不大，其中未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 109.45 亿元，较年初增长 2.20%，全部为归属于母公司所有者权益。所有者权益中，实收资本、盈余公积和未分配利润分别占 1.25%、0.63%和 98.12%。公司所有者权益中未分配利润占比很大，权益结构稳定性仍较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 110.92 亿元，较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，由于轻纺城及凯华国际中心项目出租率和租金水平均有所提升，公司营业收入有所增长，但受公允价值变动收益下降影响，公司净利润有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 12.12 亿元，同比增长 3.32%，主要系物业租赁及服务业务收入增长所致；实现净利润 4.83 亿元，同比下降 17.14%，系公允价值变动收益减少所致。公司营业收入仍全部来源于主营业务。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 3.54 亿元，较上年增长 5.45%，主要系管理费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 3.16%、44.61%、2.62%和 49.61%，仍以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 1.58 亿元，较上年增长 14.28%，主要系折旧和摊销费以及维修保养费等增长所致；财务费用为 1.76 亿元，较上年下降 0.49%，较上年变化不大。2019 年，公司费用收入比为 29.20%，较上年上升 0.59 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司实现投资收益 0.39 亿元，较上年增长 77.63%，主要系理财产品收益增长所致；投资收益占营业利润比重为 6.12%，对营业利润影响不大。同期，公司公允价值变动收益为 0.27 亿元，同比下降 85.69%，主要系投资性房地产公允价值变动下降所致。除投资收益和公允价值变动收益以外，公司其他收益、资产处置收益、营业外收支等均对利润影响很小。

从盈利指标来看，2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.54%、3.50%和 4.46%，较上年分别下降 0.65 个百分点、下降 0.65 个百分点和下降 0.99 个百分点。受公允价值变动收益下降影响，公司各盈利指标均有所下降。

2020年1—3月，公司实现营业收入2.90亿元，同比下降2.84%；实现净利润1.47亿元，同比增长40.00%，主要系相关税金及附加减少，以及投资收益和公允价值变动收益增加所致。

5. 现金流

2019年，受租金收入增长影响，公司经营活动现金净流入规模持续扩大，经营现金流情况较好；受赎回的理财产品减少影响，投资活动净现金流由上年净流入转为净流出；受融资规模扩大影响，筹资活动净现金流由上年净流出转为净流入。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入22.02亿元，较上年增长21.52%，主要系租金收入增长所致；经营活动现金流出5.74亿元，较上年增长8.08%。综上，2019年，公司经营活动现金净流入16.28亿元，较上年增长27.10%，净流入规模进一步扩大。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入31.28亿元，较上年下降36.48%，主要系赎回的理财产品减少所致；投资活动现金流出47.89亿元，较上年下降2.45%，较上年变化不大。综上，2019年，公司投资活动现金净流出16.61亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入10.40亿元，较上年增长232.93%，主要系新增抵押借款及质押式回购融资借款所致；筹资活动现金流出6.82亿元，较上年下降9.89%，主要系分配的股利等减少所致。综上，2019年，公司筹资活动现金净流入3.58亿元，由上年净流出转为净流入。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额为1.61亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.23亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.69亿元。

6. 偿债能力

2019年，公司短期偿债能力强，长期偿债能力较好。考虑到公司运营的广州国际轻纺城和凯华国际中心地理位置较好，租金收入持续增长，经营现金流情况较好；公司偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，受当期回售债券由一年内到期的非流动负债转出至应付债券影响，公司流动比率与速动比率分别由年初的0.49倍和0.49倍分别上升至1.85倍和1.85倍；现金短期债务比由年初的0.72倍上升至4.13倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。综合以上分析并考虑到公司其他流动资产中变现能力较强的理财产品部分，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为9.37亿元，较上年下降8.02%，主要系公允价值变动收益下降所致。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占5.75%）、计入财务费用的利息支出（占22.95%）和利润总额（占68.58%）构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的5.68倍下降至4.36倍，EBITDA对利息的覆盖程度仍较高；公司EBITDA全部债务比由上年的0.25倍下降至0.19倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力仍属较好。

截至2020年3月末，公司已获银行授信额度69.03亿元，尚有41.50亿元额度未使用，公司间接融资渠道通畅。

截至2020年3月末，公司无重大诉讼仲裁事项；公司对外担保余额为7.37亿元，占公司期末所有者权益的比例为6.64%，全部为对轻纺城租户提供的担保，被担保方资信情况良好，公司代偿风险不大。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440105003965402），截至2020年5月9日，公司已结清及未结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司分析

2019年，公司经营活动主要集中在本部，负债水平尚可。

截至2019年末，公司本部资产总额227.32亿元，流动资产占7.05%，非流动资产占92.95%。公司流动资产主要以货币资金（占38.76%）和其他应收款（占32.38%）为主；非流动资产主要由投资性房地产（占91.96%）构成。

截至2019年末，公司本部负债合计118.57亿元。其中，流动负债占8.46%，非流动负债占91.54%。公司流动负债中预收款项规模较大，为7.33亿元，非流动负债中则主要为长期借款、应付债券、递延收益和递延所得税负债，分别为14.95亿元、20.92亿元、35.35亿元和35.00亿元。截至2019年末，公司本部资产负债率为52.16%，公司负债水平尚可。

截至2019年末，公司本部股东权益合计108.75亿元。其中，实收资本1.37亿元，未分配利润106.69亿元，权益稳定性弱。

2019年，公司本部实现营业总收入8.85亿元，实现投资净收益1.17亿元。同期，公司本部实现净利润4.37亿元。

2019年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为12.64亿元，投资活动产生的现金流量净额为-10.66亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.47亿元。

七、公司偿债能力分析

综合以上分析，并考虑到公司自持物业出租率和租金保持较高水平，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，未来，随着自持物业出租率及租金收入趋于稳定，公司收入规模和盈利水平有望保持稳定。联合评级认为，公司对“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2020年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达33.83亿元，约为“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（21.00亿元）的1.61倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达110.92亿元，约为“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（21.00亿元）的5.28倍，公司较大规模的净资产能够对“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为9.37亿元，约为“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”合计待偿本金（21.00亿元）的0.45倍，公司EBITDA对“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入22.02亿元，约为“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”待偿本金（21.00亿元）的1.05倍，公司经营活动现金流入量对“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的覆盖程度尚可。

八、债权保护条款

2019年，“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的抵押物价值变动较小，抵押资产对“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

公司以合法拥有的商业物业所有权为其发行的公司债券的到期兑付提供抵押担保，根据公司提供的2019年年度报告，“16凯华01”的抵押资产在评估基准日2019年12月31日的跟踪评估价值为16.17亿元（上次评级时点抵押物评估价值为16.25亿元），为“16凯华01”待偿本金（7.00

亿元)的 2.31 倍;“16 凯华 02”和“16 凯华 03”抵押资产在评估基准日 2019 年 6 月 29 日的跟踪评估价值为 28.46 亿元(上次评级时点抵押物评估价值为 29.03 亿元),为“16 凯华 02”和“16 凯华 03”合计待偿本金(14.00 亿元)的 2.03 倍,抵押资产对“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的保护程度仍较好。

九、综合评价

2019 年,公司经营状况持续向好;轻纺城及凯华国际中心两大物业租金收入均有所提升且出租率均处于较高水平,带动营业收入规模稳步增长;毛利率仍维持在很高水平;经营现金流情况仍较好;公司债务负担仍较轻,间接融资渠道通畅。同时,联合评级也关注到公司业务模式较为单一,公允价值变动收益对利润水平影响较大以及所有者权益稳定性仍较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,随着轻纺城运营趋于成熟以及凯华国际中心的持续运营,公司收入规模和盈利水平将逐步趋于稳定。

公司以持有的商业物业所有权为“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”提供抵押担保,截至 2019 年末,抵押资产对“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

综上,联合评级维持公司主体信用等级为 AA,评级展望维持“稳定”;同时维持“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 凯华地产（中国）集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	225.06	234.88	255.08	257.41
所有者权益（亿元）	106.77	107.10	109.45	110.92
短期债务（亿元）	0.33	19.11	7.59	9.38
长期债务（亿元）	38.42	22.48	42.11	41.33
全部债务（亿元）	38.74	41.59	49.70	50.71
营业收入（亿元）	10.36	11.73	12.12	2.90
净利润（亿元）	4.45	5.83	4.83	1.47
EBITDA（亿元）	8.01	10.19	9.37	--
经营性净现金流（亿元）	5.84	12.81	16.28	1.61
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比率（%）	95.52	152.62	175.84	--
总资本收益率（%）	4.28	5.18	4.54	--
总资产报酬率（%）	3.38	4.15	3.50	--
净资产收益率（%）	4.25	5.45	4.46	--
营业利润率（%）	72.67	76.96	76.38	92.07
费用收入比（%）	31.36	28.61	29.20	0.00
资产负债率（%）	52.56	54.40	57.09	56.91
全部债务资本化比率（%）	26.63	27.97	31.23	31.38
长期债务资本化比率（%）	26.46	17.35	27.79	27.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.83	5.68	4.36	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.25	0.19	--
流动比率（倍）	1.15	0.49	1.85	1.75
速动比率（倍）	1.15	0.49	1.85	1.75
现金短期债务比（倍）	15.92	0.72	4.13	3.61
经营现金流流动负债比率（%）	54.42	43.31	87.69	7.66
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.49	0.45	--

注：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. 公司其他流动负债中有息债务部分已计入短期债务；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2 有关计算指标的计算公式

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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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 3 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。