

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司
2016 年公司债券(第一期)
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【493】号 01

债券简称：16 卓越 01

增信方式：保证担保

担保主体：深圳市卓越商
业管理有限公司

债券剩余规模：23.70 亿元

债券到期日期：2021 年 02
月 25 日

债券偿还方式：按年付息，
到期一次还本；附第 3 年
末公司上调票面利率选择
权和投资者回售选择权

分析师

姓名：
陈刚 郜宇鸿

电话：
0755-82873966

邮箱：
cheng@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司房地
产行业企业主体长期信用
评级方法，该评级方法已
披露于中证鹏元官方网
站。

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

深圳卓越世纪城房地产开发有限公司 2016 年公司债券 (第一期) 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 29 日	2019 年 6 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对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”或“公司”）及其 2016 年 2 月 25 日发行的公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司上海马桥卓越雅苑项目签约销售金额规模较大，未来房产销售收入有一定保障；股东背景较好，对公司支持力度较大。同时中证鹏元也关注到，公司租赁收入有所下降，资产流动性偏弱；利润规模受非经常性损益影响较大，2019 年营业利润大幅下滑；面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司房产销售收入有一定保障。上海马桥卓越雅苑项目为公司房产销售收入最主要来源，该项目 2019 年实现签约销售面积 1.34 万平方米，签约销售金额 7.31 亿元，为后续结算形成支撑，未来房产销售收入有一定保障。
- 股东背景较好，对公司支持力度较大。卓越置业集团有限公司（以下简称“卓越置业集团”）商业地产开发及运营经验成熟，土地储备项目较多。卓越置业集团负责开发优质项目，待项目逐渐成熟后再划转至公司名下。近年公司先后合并了青岛卓越·世纪中心、上海马桥卓越雅苑项目等项目，公司作为卓越置业集团自持物业的重要平台，未来将有更多优质资产纳入合并范围，可望增强公司经营规模和盈利能力。

关注:

- **深圳卓越·世纪中心项目租金单价和出租率下滑。**深圳卓越·世纪中心项目为公司最重要资产，受区域内商业地产供应过剩影响，2019年写字楼和商铺平均租金分别下降至256元/平方米/月和407元/平方米/月，同比分别降低23.81%和25.59%；整体出租率下降至91.38%，同比降低4.28个百分点；实现租赁收入36,694.59万元，同比降低18.92%。考虑到疫情影响，短期内公司租金收入有较大的下滑风险。
- **公司受限资产规模及占比大幅增长，关联方占款较多，整体资产流动性较弱。**截至2019年末，公司货币资金中3.00亿元使用受限，90.38亿元投资性房地产已用于借款抵押，受限资产占总资产的比重为61.39%；其他应收款中关联方往来款余额为11.62亿元，整体资产流动性较弱。
- **公司利润规模受公允价值变动收益影响较大，2019年营业利润大幅下滑。**在公允价值变动收益大幅降低、毛利率下降、财务费用高企等综合影响下，2019年公司营业利润大幅降低至3,710.32万元，考虑到非经常性损益的不稳定性，未来利润规模仍可能呈现波动。
- **公司对外担保规模较大，存在或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保余额56.51亿元，占同期末净资产的比例为69.39%，其中对上级股东深圳市卓越商业管理有限公司担保余额为32.35亿元，存在一定的代偿风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,521,171.11	1,816,021.05	1,806,383.45
归属于母公司所有者权益合计	814,316.24	816,773.36	775,421.82
有息债务	351,173.48	500,681.60	655,055.87
资产负债率	46.47%	55.02%	57.07%
流动比率	1.97	1.48	2.61
速动比率	1.60	0.98	1.79
营业收入	80,423.63	77,829.96	151,720.05
公允价值变动收益	1,709.23	48,666.50	9,907.05
营业利润	3,710.32	56,206.61	48,319.54
利润总额	6,050.23	57,506.22	48,800.47
净利润	8,488.17	41,351.54	34,002.35
综合毛利率	61.79%	74.63%	44.49%
总资产回报率	1.94%	4.99%	4.52%

EBITDA	34,861.36	92,851.69	91,521.50
EBITDA 利息保障倍数	1.16	2.70	2.36
经营活动现金流量净额	85,896.79	106,247.58	85,900.46

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

担保方深圳市卓越商业管理有限公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	14,628,044.28	14,523,424.36	12,036,155.38
归属于母公司所有者权益	3,852,100.81	3,335,322.98	2,796,517.72
资产负债率	62.99%	66.64%	64.84%
营业收入	1,709,177.09	1,984,669.33	1,044,137.43
净利润	505,063.92	620,370.64	2,143,189.52
经营活动现金流净额	341,175.09	324,792.26	221,200.04

资料来源：Wind，中证鹏元整理

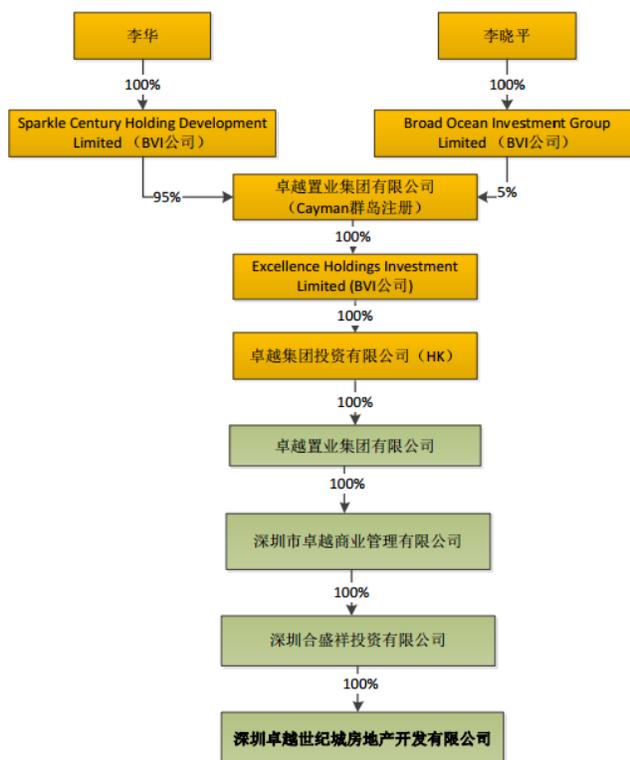
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年2月25日发行5年期25亿元公司债券，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，拟在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至2020年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为250.01万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司主营业务、注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人均未发生变化；截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为44,500.13万元，唯一股东为深圳合盛祥投资有限公司，实际控制人为自然人李华，间接持有公司95%股权。

图 1 截至 2020 年 3 月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍包括商业物业出租和房地产开发销售业务。2019年青岛卓越麒盛房地产开发有限公司（以下简称“卓越麒盛”）和广州卓越地王广场经营管理有限公司（以下简称“卓越地王”）由于第三方增资控股，公司持股比例由100%

分别下降至15%和40%，不再纳入公司合并范围。截至2019年底，公司纳入合并报表范围的子公司共4家，具体见附录二。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
青岛卓越麒盛房地产开发有限公司	100%	76,006.70	房地产开发	第三方增资
广州卓越地王广场经营管理有限公司	100%	750.00	市场经营管理、摊位出租	第三方增资

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

2019年我国商业地产开发投资和销售面积均维持负增长，新开工面积降幅收窄，商业地产仍处于供应过剩状态

商业地产业态主要包括办公楼、零售物业、工业厂房、酒店以及其他商业营用房等。从供给端来看，2019年全国完成商业地产开发投资19,388.45亿元，同比下降3.89%，开发投资额持续两年下滑；商业地产新开工面积26,020.00万平方米，同比下降0.36%，新开工面积自2014年以来持续下降，但降幅近两年有所收窄。目前我国商业地产供给端整体压力较大，在房地产行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下，2019年商业地产开发投资额和新开工面积继续下滑。

从需求端来看，2019年我国商业地产全年销售面积为13,895.62万平方米，同比下滑14.93%，降幅进一步加大。商业地产下游需求主要受到人口、地域经济和产业结构等长期因素影响，呈现较明显的区域分化。2019年我国一线城市内部有所分化，北京、上海和深圳的商业物业市场空置率有所增长，广州空置率维持在较低水平；部分二三线城市在高速增长的同时，市场空置率不断攀升，经营压力持续加大。截至2019年末，我国商业营用房待售面积同比减少3.70%至13,282.00万平方米，办公楼待售面积同比增长4.1%至3,800万平方米，商业地产整体库存规模较大，办公楼供应过剩情况加剧。

图2 全国商业地产开发投资额情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 全国商业地产新开工及销售情况



2019年优质写字楼租金整体下滑，一线城市空置率大幅增长，天津、武汉、重庆和沈阳等城市优质写字楼空置率较高，经营租赁风险加大

2019年我国一线城市写字楼租金水平有所下滑，北上广深2019年末优质写字楼租金同比变动分别为0.02%、6.45%、-0.36%和-4.96%。二线城市中南京和宁波的租金水平较上年末有所增长，其中宁波的租金水平在主要二线城市中处于较低水平，2019年租金增幅较大；由于区域内办公楼供给过剩，杭州、天津、大连、青岛、武汉、重庆、沈阳的写字楼租金出现不同程度下降，其中杭州的优质写字楼租金较上年末下降13.05%。

图4 我国一线城市优质写字楼租金情况

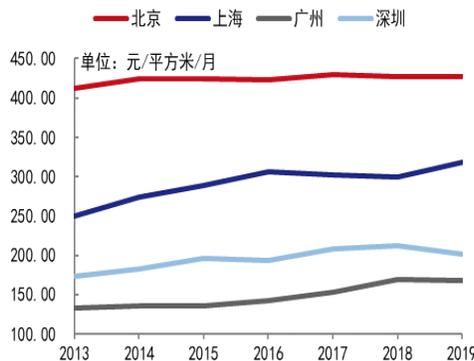
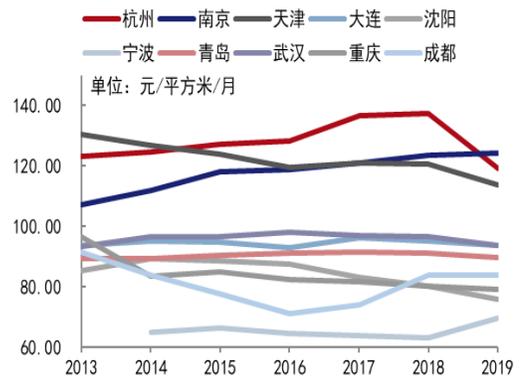


图5 部分二线城市优质写字楼租金情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

空置率方面，随着优质写字楼供应增加及经济增速下行，2019年上海、深圳和北京优质写字楼空置率大幅增长，处于近10年来的高点。二线城市优质写字楼空置率整体有所上升，受区域内新增供应量和区域经济发展的综合影响，空置率持续分化，其中南京、宁波和大连的优质写字楼空置率相对较低，而天津、武汉、重庆和沈阳等城市写字楼均呈现出

供需失衡的状态，空置率水平较高，区域内写字楼经营租赁风险加大。

图6 我国一线城市优质写字楼空置率

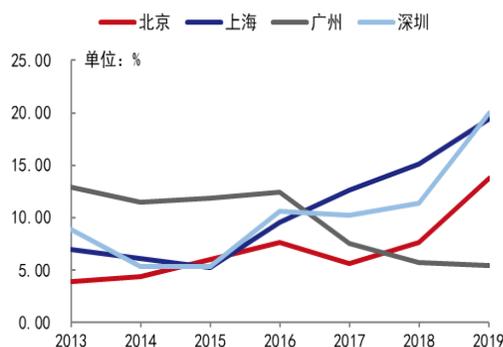
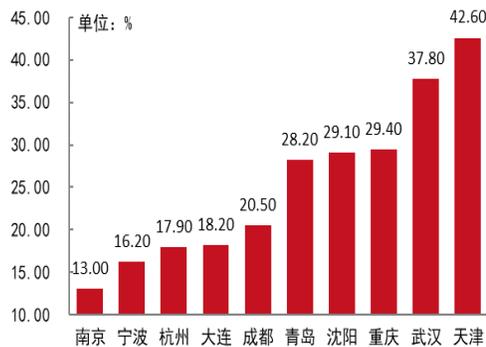


图7 部分二线城市优质写字楼空置率

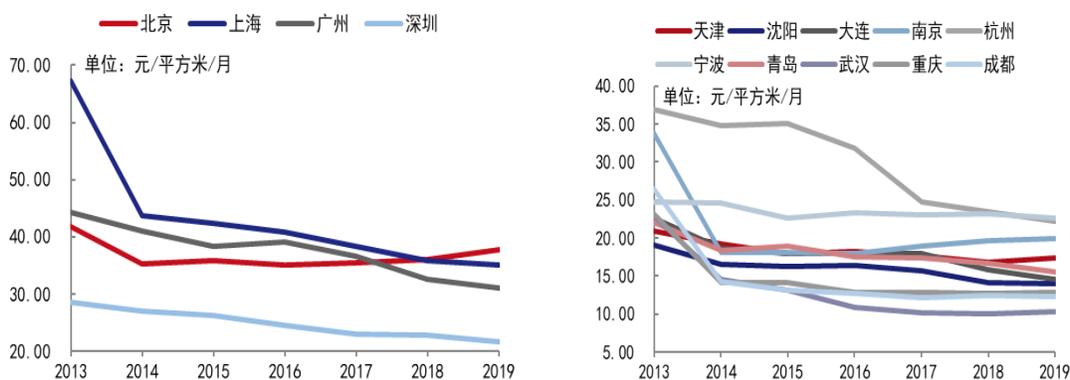


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019年优质零售物业空置率相对较低，多数城市首层租金持续下滑；受电商冲击以及经济下行等因素影响，未来仍面临租金下跌的风险

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益。受宏观经济下行、社零增速同比持续下降，电商冲击及新建商业零售物业大批量投入市场等因素影响，2014年我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金大幅调低，此后由于需求不振，租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2019年除北京、南京和武汉之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现下滑。目前零售物业的租金水平区域分化仍较为严重，一线城市租金水平较高，但考虑到行业仍处在市场景气度下行阶段，未来仍面临租金下跌的风险。

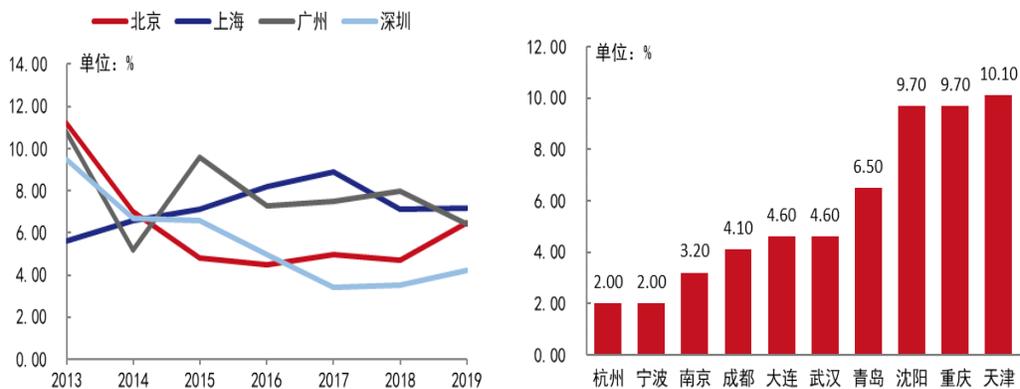
图8 我国重点城市优质零售物业首层租金情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

相较办公楼而言，我国优质零售物业空置率相对较低，但仍存在一定的区域差异分化。除天津和沈阳之外，其他重点城市近5年来优质零售物业空置率均低于15%，2019年末空置率均在11%以下。

图9 我国重点城市优质零售物业空置率情况



注：右图为截至2019年12月31日重点城市优质零售物业空置率数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司是卓越置业集团旗下重要的成熟物业经营平台，主要从事商业地产的开发和运营，2019年实现营业收入80,423.63万元，同比增长3.33%，其中房产销售和房产租赁占比分别为35.95%和51.57%。受深圳卓越·世纪中心租金水平和出租率下滑影响，租赁收入规模有所降低；房产销售收入增长主要是上海马桥卓越雅苑项目于2018年第四季度开始预售，2019年逐步结转收入所致。其他业务收入主要是青岛卓越·世纪中心1号写字楼及商业裙楼¹产生的租金收入、广告费、摊位费等零星收入。

毛利率方面，房产租赁项目毛利率有所下滑，主要是深圳卓越·世纪中心项目租金水平及出租率均降低所致；房产销售收入主要来自上海马桥卓越雅苑项目，由于该项目毛利率低于2018年结转的青岛卓越·世纪中心写字楼，房产销售业务毛利率较上年下滑21.19个百分点至28.85%。房产销售和房产租赁毛利率出现不同程度下滑，且毛利率较高的房产租赁业务收入占比降低，2019年综合毛利率下滑12.84个百分点至61.79%，盈利能力有所减弱。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1.主营业务收入	73,318.97	68.25%	69,827.32	82.81%

¹青岛卓越·世纪中心1号写字楼计划采用先租后售的模式，因此租金收入在其他业务收入核算；商业裙楼产生的摊位费等收入计入其他收入。

房产销售	28,914.28	28.85%	20,531.05	50.04%
房产租赁	41,472.07	95.46%	46,489.13	97.95%
停车场收费	962.25	100.00%	853.86	100.00%
其他	1,970.37	58.40%	1,953.28	59.45%
2.其他业务收入	7,104.66	-4.90%	8,002.64	3.23%
合计	80,423.63	61.79%	77,829.96	74.63%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司出租物业主要为深圳卓越·世纪中心项目以及2017年底开业的青岛卓越·世纪中心项目自持物业，2019年广州卓越地王广场不再纳入公司合并范围。受2019年深圳市商业地产供应过剩，优质写字楼和零售物业整体租金水平下滑影响，2019年平均租金下降至235元/平方米/月，同比下滑16.96%，深圳卓越·世纪中心项目整体出租率下滑至91.38%，实现租赁收入36,694.59万元，同比降低18.92%。跟踪期内物业出租收入同比下降10.79%，毛利率同比下滑2.49个百分点。

表 3 近年公司物业租赁情况

项目	2019 年	2018 年
可出租面积（平方米）	190,709.35	212,349.35
其中：深圳卓越·世纪中心写字楼	85,138.25	85,138.25
深圳卓越·世纪中心商铺	32,533.78	32,533.78
广州卓越地王广场	-	21,640.00
青岛卓越·世纪中心商铺	68,225.66	68,225.66
横岗城市中心花园	4,811.66	4,811.66
出租率	94%	95%
其中：深圳卓越·世纪中心写字楼	90%	94%
深圳卓越·世纪中心商铺	95%	100%
广州卓越地王广场	-	77%
青岛卓越·世纪中心商铺裙楼	100%	100%
横岗城市中心花园	90%	90%
平均租金（元/平方米/月）	235	283
其中：深圳卓越·世纪中心写字楼	256	336
深圳卓越·世纪中心商铺	407	547
广州卓越地王广场	-	183
青岛卓越·世纪中心商铺裙楼	136	136
横岗城市中心花园	94	94
租赁收入（万元）	43,491.00	54,717.26
其中：深圳卓越·世纪中心写字楼	22,324.05	31,196.02
深圳卓越·世纪中心商铺	14,370.54	14,061.09

广州卓越地王广场	-	3,430.63
青岛卓越·世纪中心商铺裙楼	6,442.41	5,709.52
横岗城市中心花园	354.00	320.00

注：1、本表租赁收入合计包含管理费和税费，而审计报告中的房产租赁收入已剔除该两项收入；
 2、青岛卓越·世纪中心商铺裙楼（含地下部分）2017年底开业，2018年部分仍处于免租期；
 3、2019年广州卓越地王广场不再纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年深圳卓越·世纪中心项目租金水平下滑，写字楼出租率有所降低

“卓越·世纪中心”是卓越集团的产品线之一，项目引入酒店式的管理服务，面向金融、现代服务业、互联网、高新技术、房地产的客户群体，为客户提供资产管理的保值增值和商业运营的消费体验。深圳卓越·世纪中心项目是该产品线的代表项目，位于深圳市福田区福华三路与金田路交汇处，周边高级写字楼、高端酒店、高档住宅以及城市公共配套集中，处于深圳市核心地段。

公司主要负责卓越·世纪中心项目的招商出租，商业策划、运营管理则由关联方深圳市卓越商业管理有限公司（以下简称“卓越商业”）负责。租赁收入主要来自该项目办公物业及配套商铺，租赁合同期限一般为三年。公司商铺出租收入模式有两种：一种按合同约定每月收取固定租金；另一种根据公司与商户协议收取基本租金（约定保底销售额）以及销售提成（按销售额确定）。

深圳卓越·世纪中心项目配套了餐饮、娱乐、购物等商铺，近年可出租面积稳定在11.77万平方米。受区域商业地产供应过剩、竞争加剧影响，2019年深圳卓越·世纪中心写字楼出租率有所下滑，该项目整体出租率约为91.38%，较上一年降低4.28个百分点；写字楼和商铺平均租金分别下降至256元/平方米/月和407元/平方米/月，同比分别降低23.81%和25.59%。考虑到2019年末爆发的COVID-19疫情对商业地产行业形成冲击，短期内零售物业和写字楼租金及出租率仍有较大的下滑风险，可能对公司短期内租赁收入造成较大的负面影响。

随着深圳商业地产增速回落，价格高位徘徊，深圳卓越·世纪中心项目和横岗城市中心花园商铺物业增值已逐步放缓。根据深国量行评报字(2020)第04-10号评估报告，截至2019年末，深圳卓越·世纪中心项目和横岗城市中心花园商铺公允价值为90.38亿元，较上年增加2,508.12万元，同比增值0.28%。

青岛卓越·世纪中心项目可售部分基本销售完毕；2019年自持物业租赁收入有所增长，但持续性有待观察

青岛卓越·世纪中心项目是风格和定位与深圳卓越·世纪中心相近的商务综合体项目，项目位于青岛市北区CBD商务中心，地理位置优越。该项目总投资45亿元，占地面积2.99

万平方米，建筑内容包括1-4号塔楼及商业裙楼，总建筑面积43.72万平方米，其中写字楼建筑面积27.17万平方米，商业裙楼建筑面积5.61万平方米，地下建筑面积10.94万平方米，项目主体工程已于2017年竣工。

青岛卓越·世纪中心项目采取租售结合方式，其中2、3、4号写字楼合计15.91万平方米用于销售；11.17万平方米的1号写字楼产权归卓越麒盛所有，2019年卓越麒盛由于第三方增资不再纳入合并范围；商业裙楼由公司自持。截至2019年末，项目已售面积为26.57万平方米（含地下停车位销售面积），2号楼和4号楼已全部整售，3号楼散售去化比率为97%，剩余部分为少量待售尾盘，2019年结转销售收入1,925.75万元。

青岛卓越·世纪中心项目商业裙楼（以下简称“青岛卓越大融城商场”）已于2017年底开业，可出租面积为6.82万平方米，商铺出租收入模式主要包括固定租金、提成租金和“固定租金+提成租金”取其高等模式。2019年青岛卓越大融城商场实现租赁收入6,442.41万元，同比增长12.84%；出租单价平均为136元/平方米/月，与上年一致。青岛卓越·世纪中心项目1号楼由原子公司卓越麒盛持有，2019年卓越商业增资控股后，公司持股比例由100%下降至15%，卓越麒盛不再纳入公司合并范围。受1号写字楼划出影响，公司自持物业的经营规模较上年有所降低，考虑到青岛地区的经济发达程度和商业热度与一线城市存在一定差距，未来的出租率、租金水平及该项目收益持续性仍有待观察。

2017年上海马桥卓越雅苑项目纳入合并范围，项目已于2019年第四季度竣工，成为公司房产销售收入的重要来源；公司将发挥集团自持物业平台的角色，预计未来将有更多优质资产注入公司

公司通过委托卓越置业集团进行开发的方式投资上海市闵行区马桥镇MHC10803单元25A-02A地块项目、深圳南山区田厦南新路西片区改造项目。卓越置业集团在深圳市积累了丰富的城市更新经验，商业地产开发及运营经验成熟，土地储备项目较多，在深圳市的竞争优势较强。上述两项目由公司支付项目投资款，以卓越置业集团的名义成立项目公司，并利用卓越置业集团项目开发以及现金流管理的优势，待项目成型后再纳入公司合并范围。

(1) 上海马桥卓越雅苑项目

2017年上海鸿骊房地产开发有限公司（以下简称“鸿骊房地产”）纳入公司合并范围，鸿骊房地产负责上海马桥卓越雅苑项目的开发。上海马桥卓越雅苑项目占地面积19,577.40平方米，地块用途为商务办公、住宅综合用地。2016年3月23日卓越置业集团以44,185.27万元（含土地税费）获得该地块，楼面地价约14,575元/平方米。根据公司规划，该项目总投资规模约7.2亿元，规划建筑面积4.44万平方米，可售面积4.26万平方米。该项目于2016

年第4季度开工建设，于2019年11月竣工，累计投资7.14亿元。截至2019年底上海马桥卓越雅苑项目累计签约销售金额23.55亿元，签约面积4.19万平方米，剩余少量尾盘未出售。项目累计回款金额6.91亿元，2019年结算金额为2.70亿元，受上海市按揭贷款政策收紧影响，银行放款较慢，项目回款情况不佳。考虑到该项目签约销售规模较大，可为未来结算收入提供一定支撑。

表 4 上海马桥卓越雅苑项目销售情况

项目	2019年	2018年
签约面积（平方米）	13,427.73	28,475.88
签约金额（万元）	73,110.00	162,397.86
销售均价（元/平方米）	54,447.04	57,029.97
结算面积（平方米）	6,421.96	-
结算金额（万元）	26,988.53	-
截至期末累计回款金额（万元）	69,073.00	21,287.41

注：表3中“-”表示数据为0。

资料来源：公司提供

（2）深圳南山区田厦南新路项目

深圳南山区田厦南新路西片区改造项目于位于南山区南新路西、桃园路南，项目占地面积1.70万平方米，规划总建筑面积143,765.00平方米，其中住宅83,460平方米，商务公寓16,305平方米，商业配套15,400平方米，公共配套设施600平方米，停车位及设配用房面积28,000平方米。其中住宅49,804平方米（住宅面积剩余部分补偿给拆迁户），商务公寓16,305平方米用于对外销售，项目总投资预计为17.63亿元，截至2019年末已投资5.62亿元。

截至2019年末，该项目拆迁签约率达到100.00%，深圳卓越南山房地产开发有限公司（为卓越置业集团名下的项目公司）及深圳市田厦实业股份有限公司已确认为项目实施主体，尚未取得土地使用权证。该地块周边已经有多个居住小区，居住及商业氛围均较好。周边二手房住宅当前单价在7-8万元/平方米左右，项目预期收益较好，将成为未来公司房产销售收入的增长点，但城市更新项目的实施进度存在较大的不确定性。

卓越置业集团将公司定位为自有成熟物业的持有平台，卓越置业集团负责开发优质项目，待项目逐渐成熟后再划转至公司名下。近年公司先后合并了青岛卓越·世纪中心、上海马桥卓越雅苑项目等项目，未来深圳南山区田厦南新路西片区改造项目有望纳入合并范围，公司的资本实力和资产质量将得到大幅提高。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，公司财务报表采用新会计准则编制。截至2019年底，公司纳入合并报表范围的子公司共4家，卓越麒盛和卓越地王不再纳入公司合并范围。

资产结构与质量

公司资产规模有所下滑，受限资产规模及占比大幅提高，资产流动性较弱

跟踪期内，在关联方往来款对冲以及子公司划转的影响下，2019年末公司资产总额为152.12亿元，同比降低16.24%。其中以投资性房地产为主的非流动资产所占比重较高，占总资产比例为79.66%。

表5 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	106,097.88	6.97%	133,034.81	7.33%
其他应收款	133,515.89	8.78%	272,340.18	15.00%
存货	57,979.74	3.81%	210,715.27	11.60%
流动资产合计	309,390.13	20.34%	628,681.78	34.62%
可供出售金融资产	37,521.73	2.47%	24,990.00	1.38%
长期应收款	114,354.73	7.52%	114,354.73	6.30%
投资性房地产	1,038,794.91	68.29%	1,036,426.80	57.07%
非流动资产合计	1,211,780.98	79.66%	1,187,339.27	65.38%
资产总计	1,521,171.11	100.00%	1,816,021.05	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金以银行存款和借款保证金为主，截至2019年末余额为10.61亿元，同比减少20.25%，主要系偿债支出较大所致，其中3.00亿元借款保证金使用权受到限制。2019年公司对关联方往来款进行对冲，其他应收款规模同比下降50.98%，其中对卓越麒盛、上海鹏达置业有限公司、中山市卓茂盈胜房地产开发有限公司等关联方往来款余额为11.62亿元；其他应收款账龄主要分布在1-3年内，部分款项账龄偏长，且公司拆出款大部分用于卓越置业集团房地产项目开发建设，公司拆出资金存在一定回收风险。

公司存货均为房地产项目开发产品，包括青岛卓越·世纪中心项目和上海马桥卓越雅苑项目。受卓越麒盛划转影响，青岛卓越·世纪中心项目1号楼（写字楼部分）由存货转出，剩余待售尾盘账面价值为5,029.91万元，项目整体账面价值较上年减少13.52亿元；上海马桥卓越雅苑项目（包括高层住宅和商办物业）于2019年11月竣工，从开发成本转入开发产品，2019年末账面价值为5.29亿元。2019年末存货账面价值合计5.80亿元，同比下降72.48%。

可供出售金融资产包括公司对深圳市祥华置业发展有限公司（以下简称“祥华置业”）的投资（持股比例为49.01%）和新增对卓越麒盛的投资。卓越麒盛原为公司100%控股子公司，2019年6月，卓越商业向卓越麒盛增加注册资本64,605.695万元，占注册资本的85%，公司累计以货币资金出资11,401.005万元，占注册资本的15%，公司丧失卓越麒盛控制权并将其重分类至可供出售金融资产。

长期应收款全部为应收祥华置业的往来款，该往来款主要是用于祥华置业下属子公司北京恒银房地产开发有限公司昌平区北七家镇中心起步区（海鹄落新村建设）土地一级开发项目，2019年末长期应收款账面价值11.44亿元，与上年末一致。投资性房地产是公司最主要资产，包括深圳卓越·世纪中心、青岛卓越大融城商场（即青岛卓越·世纪中心1号楼地上1-4层和地下1-2层商业物业）以及深圳横岗城市中心花园等；其中青岛卓越大融城商场估值方法采用收益法和成本法加权平均方式，2019年因市场价值变动、建筑物折旧增长等原因评估价值小幅下降至13.50亿元（评估基准日为2019年6月30日）。2019年末投资性房地产账面价值为103.88亿元，其中已抵押投资性房地产价值90.38亿元，抵押比率为87.00%，较上年大幅提高。

表 6 公司投资性房地产公允价值变动明细（单位：平方米、万元）

项目	建筑面积	2018 年	2019 年	2019 年公允价值变动	变动幅度
横岗城市中心花园商铺	4,811.66	901,266.80	903,774.91	2,508.12	0.28%
深圳卓越·世纪中心	117,672.03				
青岛卓越·世纪中心	68,225.26	135,160.00	135,020.00	-140.00	-0.10%

注：本次青岛卓越·世纪中心的评估对象仅为1号楼的地上1-4层，地下1-2层。

资料来源：深国量行评报字(2020)第04-10号评估报告和世联估字QD2018ZQ1(2)090023_1号估价报告

截至2019年末，公司货币资金中3.00亿元使用受限，90.38亿元投资性房地产已用于借款抵押，受限资产占总资产的比重为61.39%，受限资产规模及占比大幅增长。总体而言，受子公司划转和关联方往来款对冲影响，2019年公司资产规模有所下滑；深圳卓越·世纪中心、青岛卓越·世纪中心等资产质量较好，但抵押规模较大，整体资产流动性较弱。

资产运营效率

公司资产周转天数缩短，运营效率有所提升

由于卓越置业集团将公司定位为自持物业平台，卓越置业集团内项目逐渐成型后再划转至公司名下，且项目质量较好，一般情况下公司可较快清盘库存，自持物业的租金回流也较好，使得近年来公司资产运营效率整体表现尚可。

跟踪期内，随着上海马桥卓越雅苑项目逐步结转、青岛卓越·世纪中心1号楼（写字楼部分）划出，公司营业收入有小幅提升且存货规模有所下降，受此影响，2019年公司存货周转天数和总资产周转天数分别降低至1,573.95天和7,469.13天，资产运营效率有所提升。

表 7 近年公司主要资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
存货周转天数	1,573.95	3,846.23
流动资产周转天数	2,099.54	3,005.80
总资产周转天数	7,469.13	8,377.66

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入实现小幅增长，但在公允价值变动收益大幅降低、毛利率下降和财务费用高企等综合影响下，营业利润大幅下滑

2019年公司实现营业收入80,423.63万元，同比增长3.33%，其中房产销售和房产租赁占比分别为35.95%和51.57%。受深圳卓越·世纪中心租金水平下滑及广州卓越地王广场项目划拨影响，公司2019年房产租赁收入有所下降；房产销售方面，随着上海马桥卓越雅苑项目2019年逐步结转，公司房地产销售收入有所增长，综合影响下，营业收入小幅提升。毛利率方面，公司房产销售和房产租赁毛利率出现不同程度下滑，同时毛利率较高的房产租赁业务收入占比降低，2019年综合毛利率下滑12.84个百分点至61.79%，盈利能力虽有减弱，仍处于较高水平。

随着公司有息债务规模下降，2019年利息支出同比有所降低，规模仍较大，当期财务费用为2.62亿元，期间费用率为48.14%，高企的财务费用压缩了公司的利润规模。公允价值变动收益对公司营业利润影响较大，2019年公司公允价值变动收益占营业利润的比重为46.07%，规模同比大幅下降96.49%，预计未来投资性房地产公允价值受市场因素影响仍将出现波动。在公允价值变动收益大幅降低、毛利率下降和财务费用高企的综合影响下，2019年公司营业利润大幅降低至3,710.32万元。

综合而言，2019年公司营业收入实现小幅增长，上海马桥卓越雅苑项目累计签约销售金额23.55亿元，对未来房地产销售收入结算形成一定支撑。但公司利润规模受非经常性损益影响较大，2019年营业利润大幅下滑，且需持续关注财务费用对利润规模的影响。

表 8 近年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	80,423.63	77,829.96

公允价值变动收益	1,709.23	48,666.50
营业利润	3,710.32	56,206.61
剔除公允价值变动收益后的营业利润	2,001.09	7,540.11
利润总额	6,050.23	57,506.22
净利润	8,488.17	41,351.54
综合毛利率	61.79%	74.63%
期间费用率	48.14%	59.71%
营业利润率	4.61%	72.22%
剔除公允价值变动收益后的营业利润率	2.49%	9.69%
总资产回报率	1.94%	4.99%
净资产收益率	1.04%	5.19%
营业收入增长率	3.33%	-48.70%
净利润增长率	-79.47%	21.61%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但易受往来款影响而出现波动

公司经营活动现金流入主要为房地产开发项目销售回款、自持商业地产项目收取的租金以及回流的关联方拆出款；现金流出主要为房屋建设的工程款和关联方拆出款。2019 年公司关联方往来款规模大幅降低，综合影响下，2019 年公司经营活动现金净流入 8.59 亿元，同比降低 19.15%。公司经营活动现金流受往来款影响较大，未来仍可能因往来款收付情况变化产生较大的波动。

2019 年公司投资活动产生的现金流规模较小，主要是维修及改造工程带来长期待摊费用增加所致。筹资活动方面，受卓越商业向卓越麒盛增资影响，公司吸收投资收到 69,605.70 万元，通过银行借款筹入资金 1,621.00 万元，同期偿还债务、利息支出及借款保证金规模有所降低，筹资活动表现为净流出 10.94 亿元，同比降低 52.60%。目前公司的资金支出方向主要为委托卓越置业集团的项目开发及关联方的项目开发，未来公司的融资计划将根据卓越置业集团内部安排进行。

表 9 近年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.25	1.29
销售商品、提供劳务收到的现金	100,689.57	100,220.76
收到其他与经营活动有关的现金	245,736.17	1,327,397.18
经营活动现金流入小计	346,693.58	1,427,626.92

购买商品、接受劳务支付的现金	22,997.26	24,430.33
支付其他与经营活动有关的现金	223,722.47	1,275,451.49
经营活动现金流出小计	260,796.79	1,321,379.35
经营活动产生的现金流量净额	85,896.79	106,247.58
投资活动产生的现金流量净额	-1,552.24	-2,463.75
筹资活动产生的现金流量净额	-109,366.18	-230,745.53
现金及现金等价物净增加额	-25,021.63	-126,961.70

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所减少，但仍面临一定的偿债压力

受公司逐步偿还债务和卓越置业集团内部往来款对冲影响，2019年末负债总额为70.69亿元，同比减少29.26%；由于公司丧失卓越麒盛、卓越地王控制权，盈余公积和资本公积均有减少，公司所有者权益小幅下滑至81.43亿元。综合影响下，2019年末公司产权比率同比减少35.54个百分点至86.80%，净资产对负债的保障程度持续提升。

表 10 近年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
负债总额	706,854.87	999,247.69
所有者权益合计	814,316.24	816,773.36
产权比率	86.80%	122.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司预收款项主要为预收房款及租金，主要为预收上海马桥卓越雅苑项目销售房款3.96亿元。公司其他应付款主要由往来款、履约保证金、融资租赁合同意向金和押金构成，2019年末其他应付款余额同比大幅降低68.44%至7.00亿元，主要是关联方往来款大幅降低所致，其中应付卓越地王和上海盈锡贸易有限公司等关联方往来款余额2.01亿元。

公司负债以非流动负债为主，2019年末非流动负债占总负债比重上升至77.82%。截至2019年末，公司长期借款余额10.90亿元，同比减少9.12%，长期借款均为保证加抵押借款，抵押物为公司房地产开发项目及土地资产，担保人主要为卓越商业和卓越置业集团。应付债券系本期债券，2019年末余额为23.65亿元，到期日为2021年2月25日。截至2019年末，公司递延所得税负债为19.97亿元，同比降低0.03%，系投资性房地产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异减少。

截至2019年末，公司有息债务余额为35.12亿元，同比减少29.86%。整体来看，公司有息债务规模虽有下降，规模仍较大，未来面临一定的债务偿还压力。

表 11 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	1,273.78	0.18%	510.49	0.05%
应付账款	19,742.60	2.79%	29,558.84	2.96%
预收款项	42,721.85	6.04%	24,955.40	2.50%
其他应付款（合计）	70,045.06	9.91%	221,937.64	22.21%
一年内到期的非流动负债	4,400.00	0.62%	131,149.81	13.12%
流动负债合计	156,796.54	22.18%	425,564.20	42.59%
长期借款	109,000.00	15.42%	119,935.67	12.00%
应付债券	236,499.70	33.46%	249,085.63	24.93%
递延所得税负债	199,682.88	28.25%	199,741.32	19.99%
非流动负债合计	550,058.33	77.82%	573,683.49	57.41%
负债合计	706,854.87	100.00%	999,247.69	100.00%
其中：有息债务	351,173.48	49.68%	500,681.60	50.11%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为46.47%，同比下滑8.55个百分点；随有息债务的逐步偿付，2019年末净负债率降低至30.10%。2019年流动比率和速动比率分别为1.97和1.60，由于应付关联款及一年内到期债务减少等原因，公司短期偿债能力有所好转。受营业利润大幅降低影响，2019年EBITDA下滑较大，EBITDA利息保障倍数下滑至1.16，盈利对利息支付的保障能力有所降低。公司经营活动现金表现较好，对债务覆盖程度有所提升。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	46.47%	55.02%
净负债率	30.10%	45.01%
流动比率	1.97	1.48
速动比率	1.60	0.98
EBITDA（万元）	34,861.36	92,851.69
EBITDA 利息保障倍数	1.16	2.70
有息债务/EBITDA	10.07	5.39
债务总额/EBITDA	20.28	10.76
经营性净现金流/流动负债	0.55	0.25
经营性净现金流/负债总额	0.12	0.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

2018年11月1日，根据“16卓越01”2018年第一次持有人会议决议公告，本期债券增加卓越商业为担保方。根据《深圳市卓越商业管理有限公司对深圳卓越世纪城房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券担保函》，卓越商业提供担保的方式为全额无条件不可撤销连带责任保证担保；保证担保的范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；承保责任期间为自债券发行之日起至债券到期之日后两年。

卓越商业是深圳市主要的商业地产开发商，成立于2010年7月，系由卓越置业集团出资设立的有限责任公司，初始注册资本为人民币1,000万元。经过数次增资，截至2020年3月底，卓越商业注册资本及实收资本30.00亿元，卓越置业集团持有卓越商业全部股权，卓越商业实际控制人为李华，产权及控制关系情况见图1。

目前卓越商业作为卓越置业集团最重要的商业地产板块的平台，专注于商业地产开发和管理，旗下商务产品涵盖高档写字楼、酒店、商场、商务公寓等多种产品类型，主要业务板块为商业地产开发和运营，开发项目主要位于深圳和上海。2019年卓越商业实现主营业务收入168.21亿元，其中房地产销售收入158.01亿元，收入规模同比下滑15.90%，占主营业务收入比例为93.93%；租赁服务及其他收入为10.20亿元，收入规模同比增长21.43%，占主营业务收入比例为6.07%。

表 13 卓越商业主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产销售	158.01	45.47%	187.88	57.83%
租赁服务及其他	10.20	78.71%	8.40	79.83%
合计	168.21	47.49%	196.28	58.77%

资料来源：卓越商业 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，卓越商业总资产为1,462.80亿元，归属于母公司所有者权益为385.21亿元，资产负债率为62.99%；2019年度，卓越商业实现营业收入170.92亿元，实现净利润50.51亿元，经营活动产生的现金流净额为34.12亿元。

表 14 卓越商业主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	14,628,044.28	14,523,424.36	12,036,155.38
归属于母公司所有者权益	3,852,100.81	3,335,322.98	2,796,517.72
资产负债率	62.99%	66.64%	64.84%
营业收入	1,709,177.09	1,984,669.33	1,044,137.43
净利润	505,063.92	620,370.64	2,143,189.52

经营活动现金流净额	341,175.09	324,792.26	221,200.04
-----------	------------	------------	------------

资料来源：Wind，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额56.51亿元，占同期末净资产的比例为69.39%。对关联方担保余额为54.41亿元，占公司对外担保余额的96.28%，对上级股东卓越商业的担保余额为32.35亿元；对非关联方的担保余额为2.10亿元，规模较小。卓越商业作为卓越置业集团最重要的商业地产板块的平台，经营状况良好，但公司对关联房企的担保规模大，若被担保方受行业环境影响经营不佳，则公司存在一定的代偿风险。

表 15 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

关系	担保对象	担保余额	担保类型	担保到期日	是否有反担保
关联方	中山市卓茂盈胜房地产开发有限公司	130,000.00	抵押	2021/9/20	否
	深圳卓越青浦房地产开发有限公司	28,350.00	抵押	2020/1/2	否
	深圳卓越酒店管理有限公司	7,200.00	抵押	2020/3/9	否
	深圳卓越创新股权投资管理有限公司	25,000.00	抵押	2022/4/10	否
	深圳永高实业有限公司	6,253.00	抵押	2020/3/3	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	125,910.00	抵押	2027/5/18	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	45,450.00	抵押	2027/5/18	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	44,500.00	保证	2029/8/7	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	39,000.00	抵押	2022/5/4	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	26,000.00	抵押	2028/2/28	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	18,178.88	抵押	2036/12/5	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	12,181.00	抵押	2029/8/7	否
	深圳市卓越商业管理有限公司	10,319.00	抵押	2029/8/7	否

	深圳市卓越商业管理有限公司	1,934.00	抵押	2021/4/18	否
	深圳前海卓越汇康投资有限公司	23,800.00	抵押	2020/5/8	否
非关联方	深圳市沃斯顿科技有限公司	21,000.00	抵押	2020/5/8	否
合计		565,075.88	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

截至2019年底，上海马桥卓越雅苑项目累计签约销售金额为23.55亿元，为后续结算形成一定支撑。公司股东背景较好，对公司的支持力度较大。

但中证鹏元也关注到，公司已抵押资产规模较大，关联方占款较多，影响了公司资产流动性。公司利润规模受非经常性损益影响较大，2019年营业利润大幅下滑。公司对外担保金额较大，大部分是关联方担保，关联方同样从事房地产开发业务，公司存在一定的代偿风险。

基于以上情况，中证鹏元对公司及其本期债券的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	106,097.88	133,034.81	229,128.42
应收账款	4,643.21	6,382.53	10,578.35
其他应收款	133,515.89	272,340.18	214,510.32
存货	57,979.74	210,715.27	211,172.72
其他流动资产	7,092.08	6,142.73	5,557.94
长期应收款	114,354.73	114,354.73	114,354.73
投资性房地产	1,038,794.91	1,036,426.80	986,016.69
总资产	1,521,171.11	1,816,021.05	1,806,383.45
应付票据	1,273.78	510.49	0.00
应付账款	19,742.60	29,558.84	34,911.53
预收款项	42,721.85	24,955.40	11,254.92
其他应付款	70,045.06	221,937.64	99,762.92
一年内到期的非流动负债	4,400.00	131,149.81	73,952.21
长期借款	109,000.00	119,935.67	172,609.20
应付债券	236,499.70	249,085.63	408,494.46
总负债	706,854.87	999,247.69	1,030,961.63
有息债务	351,173.48	500,681.60	655,055.87
所有者权益合计	814,316.24	816,773.36	775,421.82
营业收入	80,423.63	77,829.96	151,720.05
公允价值变动损益	1,709.23	48,666.50	9,907.05
营业利润	3,710.32	56,206.61	48,319.54
净利润	8,488.17	41,351.54	34,002.35
经营活动产生的现金流量净额	85,896.79	106,247.58	85,900.46
投资活动产生的现金流量净额	-1,552.24	-2,463.75	-1,256.92
筹资活动产生的现金流量净额	-109,366.18	-230,745.53	-101,224.48
财务指标	2019年	2018年	2017年
存货周转天数	1,573.95	3,846.23	1,038.14
流动资产周转天数	2,099.54	3,005.80	1,748.69
总资产周转天数	7,469.13	8,377.66	4,410.51
综合毛利率	61.79%	74.63%	44.49%
期间费用率	48.14%	59.71%	35.63%
营业利润率	4.61%	72.22%	31.85%
总资产回报率	1.94%	4.99%	4.52%
净资产收益率	1.04%	5.19%	4.48%

营业收入增长率	3.33%	-48.70%	8.39%
净利润增长率	-79.47%	21.61%	3.17%
资产负债率	46.47%	55.02%	57.07%
流动比率	1.97	1.48	2.61
速动比率	1.60	0.98	1.79
EBITDA（万元）	34,861.36	92,851.69	91,521.50
EBITDA 利息保障倍数	1.16	2.70	2.36
有息债务/EBITDA	10.07	5.39	7.16
债务总额/EBITDA	20.28	10.76	11.26
经营性净现金流/流动负债	0.55	0.25	0.33
经营性净现金流/负债总额	0.12	0.11	0.08

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年底公司合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并取得方式
卓越集团（青岛）昌业房地产开发有限公司	100%	32,244.98	房地产开发与销售	同一控制下合并
青岛卓越融亿置业有限公司	100%	15,178.01	房地产开发	企业分立
上海盈资物业管理有限公司	100%	50.00	物业管理	同一控制下合并
上海鸿骊房地产开发有限公司	100%	10,000.00	房地产开发	同一控制下合并

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券
净负债率	$(\text{有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益} \times 100\%$

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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	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。

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，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。