

信用评级公告

联合〔2021〕4860号

联合资信评估股份有限公司通过对凯华地产(中国)集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持凯华地产(中国)集团有限公司主体长期信用等级为AA,“16凯华01”“16凯华02”和“16凯华03”信用等级为AA+,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年六月二十八日

凯华地产（中国）集团有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
凯华地产（中国）集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
16 凯华 01	AA ⁻	稳定	AA ⁻	稳定
16 凯华 02	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
16 凯华 03	AA ⁻	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 凯华 01	7.00 亿元	7.00 亿元	2021-07-22
16 凯华 02	10.00 亿元	10.00 亿元	2021-10-14
16 凯华 03	4.00 亿元	4.00 亿元	2021-10-14

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	5
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	2	
		偿债能力	1	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）的评级反映了跟踪期内公司经营状况稳定向好，广州国际轻纺城（以下简称“轻纺城”）和凯华国际中心两大物业区域布局良好，公司债务负担较轻，融资成本较低，间接融资渠道较通畅。同时，联合资信也关注到公司业务模式较为单一且受行业景气度波动影响大，公允价值变动收益和投资收益对公司利润造成一定影响，2021 年公司面临债券集中偿付压力以及权益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司以自持商业物业所有权为“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”提供抵押担保。截至 2020 年底，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具有积极影响。

未来，随着轻纺城及凯华国际中心运营稳定向好，公司收入规模和盈利水平将平稳向好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，同时维持“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. **公司两大物业区域布局良好，经营状况稳定向好。**公司两大物业区域布局良好，租金收入规模均平稳提升，出租率均处于较高水平。公司综合毛利率维持在较高水平。
2. **公司现金类资产较充足，债务负担较轻，融资成本较低，间接融资渠道较通畅。**截至 2020 年底，公司全部债务资本化率 37.32%，银行授信剩余可使用额度 55.10 亿元。整体看，公司现金类资产较充足，债务负担较轻，融资成本较低，间接融资渠道较通畅。
3. **抵押物对债券保护程度较好。**公司以自持商业物业所有权为“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”提供抵押担保。截至 2020 年底，抵押物价值对其自身

分析师：曹梦茹

王彦

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

待偿本金的覆盖倍数超过 2 倍，对债券的保护程度较好。

关注

1. **公司业务模式仍较为单一。**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. **投资收益对公司利润水平有一定影响。截至 2020 年底，公司资产受限比例高。**公司流动资产中交易性金融资产占比较高。2020 年底，公司交易性金融资产占流动资产比重为 76.32%；当年投资收益占营业利润的 20.28%。公司资产受限比例高。截至 2020 年底，公司受限资产占总资产比重为 67.31%。
3. **公司债务面临集中兑付压力。**公司“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”债券（余额合计 21.00 亿元）均于 2021 年到期，公司存在债券集中偿付压力。
4. **公司权益稳定性较弱。**公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

主要财务数据:

公司（合并口径）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	13.73	31.32	53.30
资产总额(亿元)	234.88	255.08	276.98
所有者权益(亿元)	107.10	109.45	113.58
短期债务(亿元)	19.11	7.59	46.76
长期债务(亿元)	22.48	42.11	20.87
全部债务(亿元)	41.59	49.70	67.62
营业收入(亿元)	11.73	12.12	12.37
利润总额(亿元)	7.76	6.43	8.86
EBITDA(亿元)	10.19	9.37	12.37
经营性净现金流(亿元)	12.81	16.28	7.33
营业利润率(%)	76.96	76.38	81.22
净资产收益率(%)	5.45	4.46	6.03
资产负债率(%)	54.40	57.09	58.99
全部债务资本化比率(%)	27.97	31.23	37.32
流动比率(%)	49.24	184.76	94.34
经营现金流动负债比(%)	43.31	87.69	12.52
现金短期债务比(倍)	0.72	4.13	1.14
EBITDA 利息倍数(倍)	5.68	4.36	4.69
全部债务/EBITDA(倍)	4.08	5.30	5.47
公司本部（母公司）			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	213.18	227.32	232.96
所有者权益（亿元）	106.85	108.75	111.99
全部债务(亿元)	32.65	37.21	38.86
营业收入(亿元)	8.30	8.85	9.17
利润总额(亿元)	6.86	5.51	7.46
资产负债率(%)	49.88	52.16	51.93
全部债务资本化比率(%)	23.41	25.49	25.76
流动比率(%)	15.77	159.17	65.00
经营现金流动负债比(%)	36.55	126.02	20.76

注：集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

资料来源：财务报告

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 凯华 01 16 凯华 02 16 凯华 03	AA ⁺	AA	稳定	2020/06/19	支亚梅 王彦	原联合信用评级有限公司 房地产企业信用评级方法	阅读全文
16 凯华 01	AA ⁺	AA	稳定	2016/02/02	钟月光 唐玉丽 闫欣	原联合信用评级有限公司 房地产企业信用评级方法	阅读全文
16 凯华 02 16 凯华 03	AA ⁺	AA	稳定	2016/09/02	钟月光 唐玉丽 闫欣	原联合信用评级有限公司 房地产企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

凯华地产（中国）集团有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于凯华地产（中国）集团有限公司（以下简称“公司”或“凯华地产”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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 年底，公司注册资本为 1.37 亿元，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 Homei 女士。公司股权结构详见附件 1-1。

2020 年，公司经营范围较 2019 年无变化。

截至 2020 年底，公司纳入合并范围子公司共计 11 家，公司内部在职员工合计 463 人。

截至 2020 年底，公司本部内设 11 个一级职能部门，较上年底无变化（详见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 276.98 亿元，所有者权益 113.58 亿元（无少数股东权益）；2020 年，公司实现营业收入 12.37 亿元，利润总额 8.86 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区金纺路 2 号 F7001；法定代表人：郑凯。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2020 年底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限 (年)
16 凯华 01	7.00	7.00	2016-07-22	3+2
16 凯华 02	10.00	10.00	2016-10-14	3+2
16 凯华 03	4.00	4.00	2016-10-14	5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用

的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的

核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速 (8.60%) 也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将

会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业概况

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。2017 年以来随着部分地区市场饱和，商业地产投资增速有所放缓，但 2020 年投资增速呈现企稳回升态势，办公楼开发投资增速回升较显著。

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。

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。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9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.76%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1—2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1—2月受新冠肺炎疫情疫情影响所致，可比性不大。

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

图1 2011—2020年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，联合资信整理

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

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,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,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11258.68万平方米,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11971.33万平方米,同比下降6.80%,供应过剩压力仍存。2019年,全国商业营业用房竣工面积10814.18万平方米,同比下降3.95%;商业营业用房销售面积10,172.87万平方米,同比下降15.02%。2020年,全国商业营业用房竣工面积8,620.62万平方米、销售面积9288.46万平方米,销售面积大于竣工面积,整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看,2018年办公楼竣工面积3884.04万平方米,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4363.32万平方米,同比下降8.26%,增速较上年下降32.57个百分点。2019年,全国办公楼竣工面积3923.39万平方米,同比微增1.01%;办公楼销售面积3722.76万平方米,同比下降14.68%。2020年,全国办公楼竣工面积3041.59万平方米、销售面积3334.33万平方米,供需关

系小幅扭转。

图2 2011—2020年全国办公楼和商业营业用房供求情况(单位:万平方米、倍)



注:竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值,小于1倍说明供不应求,大于1倍说明供大于求

资料来源:Wind, 联合资信整理

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24.2%和29.9%,办公楼销售面积同比大幅增长30.8%和21.9%,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13.6%和9.4%;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,全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比下降15.0%和16.5%,办公楼销售面积和销售金额同比分别下降14.7%和15.1%。2020年,全国商业营业用房销售面积同比下降8.69%,办公楼销售面积同比下降10.43%,降幅均有所收窄,但仍低位运行,需求景气度不高。

图3 2011—2020年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，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。根据赢商大数据统计，2020年上半年全国19城964个样本购物中心的平均空置率为8.88%，下半年进一步上升至11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为10.06%、二线城市为12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近30%，一线城市写字楼空置率在20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过25%。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 广州市经济发展

2020年，广州市区域经济环境和房地产市场发展强劲，楼市整体平稳发展。

公司主营业务收入来自于广州市，广州市的经济及房地产市场发展状况对公司的经营具有较大影响。

2020年，广州市实现地区生产总值25019.11亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长2.70%。其中，第一产业增加值288.08亿元，增长9.80%；第二产业增加值6590.39亿元，增长3.30%；第三产业增加值18140.64亿元，增长2.30%。第一、二、三次产业增加值的比例为1.15:26.34:72.51。第二、三产业对经济增长的贡献率分别为38.70%和57.50%。

2020年，广州市房地产开发业完成投资

3293.95亿元，比上年增长6.20%。商品住宅开发投资2155.21亿元，增长3.30%。其中，90平方米及以下住宅完成投资604.38亿元，增长3.4%；90-144平方米住宅完成投资1302.63亿元，下降1.50%；144平方米以上住宅完成投资248.19亿元，增长37.7%。办公楼完成投资405.88亿元，增长23.80%；商业营业用房完成投资235.42亿元，下降20.90%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本为1.37亿元，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Homei女士。公司产权状况较2019年底未发生变化。

2. 企业规模及竞争力

公司规模一般，公司两大物业项目地理位置良好且运营稳健，在行业内具有一定竞争力。

公司于 2001 年成立，是凯华集团有限公司的全资企业，也是国内领先、专注于国内一线城市物业投资和运营管理的优质商业服务机构。

截至 2020 年底，公司管理总资产近 277.00 亿元，运营物业面积逾 30 万平方米。公司核心业务涵盖高端写字楼、主题商城等领域。公司旗下的广州国际轻纺城（以下简称“轻纺城”）和凯华国际中心两大物业项目地理位置良好且运营稳健，在行业内具有一定竞争力。

3. 人员素质

2020 年，公司核心团队稳定且具备良好的从业素质，员工整体素质能够满足公司经营需要。

截至 2020 年底，公司共有董事 3 名、高级管理人员 2 名，监事 1 名。公司核心团队稳定并具有良好的从业素质。

截至 2021 年底，公司员工共 463 人。从岗位结构和文化素质构成来看，公司员工素质能够满足目前经营需要。

表 4 截至 2020 年底公司人员构成情况

项目	员工人数（人）	
文化素质	硕士及以上	16
	本科	151
	大专	122
	高中及以下	174
	合计	463
岗位构成	董事	3
	中高层管理者	44
	高级专业技术人员及基层管理者	106
	基层员工	310
	合计	463
年龄构成	30 岁以下	79
	30 至 50 岁	332
	50 岁以上	52
	合计	463

资料来源：公司提供

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440101731584118M），截至 2021

年 4 月 26 日，公司未结清和已结清信贷信息中不存在关注类或不良类记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

公司治理与管理情况较为稳定。

2020 年，公司法人治理结构及主要管理制度未发生变化，公司治理与管理较为稳定。

八、经营分析

1. 经营概况

公司业务收入仍以物业租赁及服务为主。

2020 年，公司营业收入规模稳步增长，整体毛利率维持在较高水平。

2020 年，公司实现营业收入同比增长 2.08%；利润总额 8.86 亿元，同比上升 37.78%，主要系投资收益和公允价值收益增加所致。

公司营业收入全部为主营业务，2020 年，公司主营业务收入以物业租赁及服务板块收入（占 90.55%）为主，物业管理及其他板块收入作为公司收入的补充来源。

从收入构成来看，2020 年，物业租赁及服务收入同比增长 3.23%，物业服务内容主要包括贸促推广服务和电子信息增值服务；物业管理及其他业务实现收入同比减少 8.59%，主要系疫情和供电局下调电价等因素所致，其他收入内容主要包括面料检测服务收入和广告宣传收入。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率同比增长 2.16 个百分点，维持在较高水平。

表 5 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
物业租赁及服务	10.42	88.80	96.65	10.85	89.52	95.02	11.20	90.55	96.25
物业管理及其他	1.31	11.20	37.76	1.28	10.48	34.56	1.17	9.45	38.46
合计	11.73	100.00	90.06	12.12	100.00	88.70	12.37	100.00	90.78

注：尾差系数数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 轻纺城物业项目

随着出租率和租金水平稳定向好,2020 年,轻纺城综合收益有所增长,但其经营状况受纺织品行业景气度影响大。

轻纺城于 2003 年开工,2005 年竣工投入使用,是国内规模排名前列的纺织品集散中心和一站式服饰面料、辅料综合采购平台。截至 2020 年底,轻纺城可租面积为 16.20 万平方米,轻纺城物业评估价值 137.81 亿元。

2020 年,轻纺城物业收入是公司收入的重要来源。从构成看,轻纺城收入主要由物业租赁及服务(占 88.46%)构成。随着出租率和租金水平稳定向好,2020 年,轻纺城收入同比小幅上升 1.60%。2020 年,轻纺城单位租金收益 467.51 元/平方米/月。但其经营状况受纺织品行业景气度影响大。

表 6 2018—2020 年轻纺城板块收入情况(单位:亿元、%)

业务板块	2018 年	2019 年	2020 年
物业租赁及服务	8.32	8.70	8.97
物业管理及其他	1.31	1.28	1.17
合计	9.63	9.98	10.14

注：物业管理及其他中的其他业务主要是
资料来源：公司提供

(1) 物业租赁及服务

2020 年,轻纺城出租率和收缴率均维持在很高水平,租赁业务收入稳步增长。签约期限方面,轻纺城租户租赁期限以 6~12 年的长期租约(占 59.72%)为主。

表 7 轻纺城物业租赁及服务板块收益情况
(单位: %、亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
出租率	98.93	99.34	98.71

收缴率	100.00	100.00	100.00
-----	--------	--------	--------

注：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
资料来源：公司提供

截至 2020 年底,公司为租户租赁贷款提供的担保余额为 5.77 亿元,商户还贷情况良好,未发生违约情况。公司商户租赁贷款制度较去年未发生变化。

表 8 截至 2020 年底公司为租户提供担保情况(单位:亿元、家)

项目	2021 年底	2022 年底	2023 年底	2024 年底	2025 年底	合计
还款额	2.09	1.68	1.51	0.43	0.06	5.77
还款商户个数	186	168	159	87	10	--

资料来源：公司提供

物业服务内容主要包括贸促推广服务和电子信息增值服务。贸促推广业务仍由子公司广州国际轻纺城有限公司运营,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运营。两大服务业务在经营模式、服务内容及服务费厘定等方面较去年均未发生变化。2020 年,公司贸促推广和电子信息增值两大业务板块合计实现收入约 1.68 亿元。

(2) 物业管理及其他

公司物业管理由广州国际轻纺城服务有限公司负责运营,主要服务包括公用设施维护、绿化、卫生、安保、交通等。该板块收入主要包括物业管理服务费、空调费、水电费以及停车场管理费等。其他收入内容主要包括面料检测服务收入及广告费宣传收入。

3. 凯华国际中心物业项目

凯华国际中心综合收益有所增长,客户质量很高。

凯华国际中心物业管理外包给仲量联行物业管理服务有限公司，租金一般采用按月、按季的方式缴交。截至 2020 年底，凯华国际中心写字楼与商业可租面积为 10.73 万平方米、车位面积 8885 平方米，以写字楼（9.92 万平方米）为主。截至 2020 年底，凯华国际中心投资性房地产评估值 69.09 亿元，2020 年公允价值变动为 0.24 亿元，裙楼评估单价为 6.36 万元/平方米、办公楼评估单价为 6.17 万元/平方米，车位按个评估。

2020 年，凯华国际中心实现收入同比增长 8.99%，主要系出租率及平均租金有所提升所致。2020 年，凯华国际中心写字楼和裙楼平均租金 196.10 元/平方米/月和 207.87 元/平方米/月。

表 9 凯华国际中心板块收入情况（单位：亿元）

业务板块	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
物业租赁及其他	1.65	1.89	2.06	0.54

资料来源：公司提供

凯华国际中心出租率维持在较高水平，租赁期限平均为 4~5 年，收缴率保持 100.00%。物业区位布局良好，经营情况较好，为公司提供稳定的现金流入。

表 10 凯华国际中心出租情况
(单位：%、万元、年)

项目名称	期间	出租率	平均租赁期限	收缴率
凯华国际中心写字楼	2018 年	84.22	4.62	100.00
	2019 年	88.02	4.01	100.00
	2020 年	93.93	3.99	100.00
凯华国际中心裙楼	2018 年	17.30 ³	4.78	100.00
	2019 年	81.17	5.57	100.00
	2020 年	81.17	5.49	100.00

注：凯华国际中心评估范围内含负一、负二、负四层共 513 个车位，按个数评估，确权面积为 6424.82 m²

资料来源：公司提供

凯华国际中心入驻客户质量很高。截至 2020 年底，凯华国际中心的入驻客户包括中国中金财富证券有限公司、美国银行有限公司、星

展银行（中国）有限公司、渣打银行（中国）有限公司、南洋商业银行（中国）有限公司、玉山银行（中国）有限公司、三井住友（中国）有限公司、中国民生银行股份有限公司、中国长城资产管理股份有限公司等金融机构；法国、沙特阿拉伯、阿联酋等国家驻广州领事馆；知名律师事务所、咨询服务公司等专业服务机构。

4. 未来发展

公司发展战略思路较清晰，有利于公司稳健发展。

公司未来将继续专注持有型商业物业，坚守低杠杆率运营，将每个物业打造成所在行业的标杆，稳健提升自持物业的商业价值。

对于轻纺城物业，公司将继续通过细分客户，根据市场变化调整优化租户；提供个性化市场营销策划，为租户提供精准服务；继续提供物业、管理和服务三方面高标准运营，夯实轻纺城在纺织行业的标杆地位。

对于凯华国际中心物业，公司将利用物业自身的区位优势，结合公司商业地产运营经验优势，锁定优质租户续租并逐步提升租金，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。

公司对于投资项目的选择坚持“核心城市、成熟商圈、黄金地段”三个标准，投资态度较谨慎。公司发展战略思路较清晰，有利于公司稳健发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围内，2020 年，公司新增 1 家子公司，减少 1 家子公司。截至 2020 年底，公司合

³ 凯华国际中心于 2016 年 11 月正式开业，裙楼仅为 1-6 层，面积占比较少，定位于大楼配套。首层全部为临街商铺，面积较小，单价较高；2018 年前，公司出于需要挑选符合标准的实力承租人的考虑，3、4、6 层单

价相对较低（5 层为避难层）不作拆散，一直空置到 2019 年才寻觅到了两家高档餐饮进驻，目前还剩下 3 楼全层空置，也在与意向租户洽谈中。

并范围内拥有子公司 11 家。合并范围变动对财务数据影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 276.98 亿元，所有者权益 113.58 亿元（无少数股东权益）；2020 年，公司实现营业收入 12.37 亿元，利润总额 8.86 亿元。

2. 资产质量

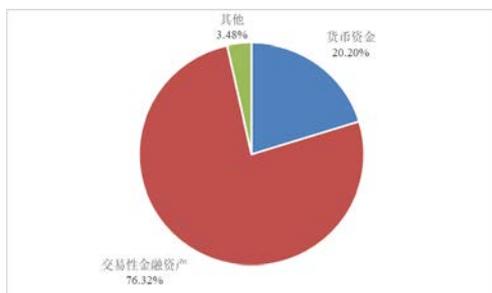
截至 2020 年底，公司资产以非流动资产为主，投资性房地产区位布局和运营情况较好，流动资产以交易性金融资产为主，公司资产受限比例高。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 276.98 亿元，较上年底增长 8.58%。公司资产以非流动资产（占 80.07%）为主，流动资产占比较上年底上升较快。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 55.21 亿元，较上年底增长 60.97%，主要系交易性金融资产增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 4 截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：财务报告

截至 2020 年底，公司货币资金 11.15 亿元，较上年底下降 34.29%，公司无受限货币资金。截至 2020 年底，公司交易性金融资产 42.14 亿元，较上年底增长 193.71%。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⁴。截至 2020 年底，交易性金融资产受限比例为 87.79%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 221.76 亿

元，较上年底增长 0.45%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占 93.74%）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 2020 年底，公司投资性房地产 207.88 亿元，较上年底增长 0.70%；本年公允价值变动损益 1.52 亿元，考虑到公司投资性房地产区位布局和经营状况较好，公允价值变动与当年租金收入趋势较匹配。截至 2020 年底，投资性房地产受限比例 70.69%。

截至 2020 年底，公司总资产中受限资产占比为 67.31%，公司受限资产以投资性房地产（占 78.82%）为主。整体看，公司资产受限比例高。

表 11 截至 2020 年底公司受限资产情况(单位:亿元)

资产名称	金额	用途
交易性金融资产	37.00	其他流动负债抵押物
投资性房地产	146.96	公司债和银行借款抵押
固定资产	2.48	银行借款抵押
合计	186.44	--

资料来源：财务报告

3. 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益小幅增长，未分配利润占比高，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益合计 113.58 亿元，较上年底增长 3.77%，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 1.21%、0.60% 和 98.19%。公司所有者权益中未分配利润占比很大，权益结构稳定性较弱。

（2）负债

公司债务负担较轻，融资成本较低，但公司债务结构有待改善，债务规模增速较快，考虑到公司债券将于 2021 年集中到期，公司面临一定的集中偿付压力。

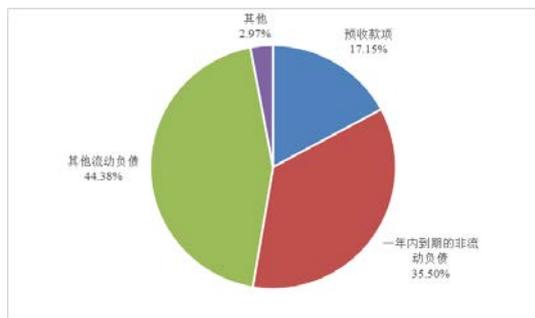
截至 2020 年底，公司负债总额 163.40 亿元，较上年底增长 12.20%。公司负债以非流动负债（占 64.18%）为主，流动负债占比上升较快。

⁴ 投资标的主要为优质的 AAA 央企国企公司债，流动性强、久期短、易变现，组合到期收益率约 3.9%，通过一天期限的质押式回购融资，令本金预

期收益率增厚至 5%-6%。

流动负债方面，截至 2020 年底，公司流动负债 58.53 亿元，较上年底增长 215.27%，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。公司流动负债构成如下图所示。

图 5 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：财务报告

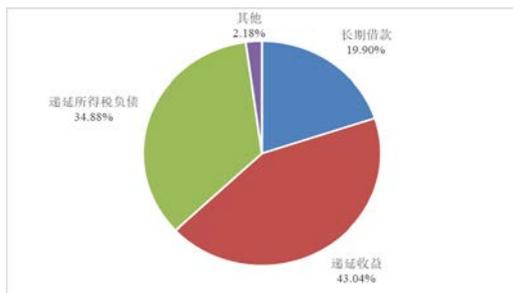
截至 2020 年底，随着公司出租率和平均租金有所上升，公司预收款项 10.04 亿元，较上年底增长 7.90%。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 20.78 亿元，较上年底增长 673.88%，主要系“16 凯华 01”“16 凯华 02”“16 凯华 03”三只公司债券重分类到一年内到期的非流动负债所致。

截至 2020 年底，公司其他流动负债 25.98 亿元，较上年底增长 429.71%，主要为质押回购融资借款。考虑到该部分借款期限（1~14 天不等）较短，公司以净额变动列示。截至 2020 年底，质押回购融资借款的加权平均年利率为 2.45%。

非流动负债方面，截至 2020 年底，公司非流动负债 104.87 亿元，较上年底下降 17.47%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债构成如下图所示。

图 6 截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：财务报告

截至 2020 年底，公司长期借款 20.87 亿元，较上年底小幅下降 1.52%，均为抵押借款。截至 2020 年底，长期借款的加权平均年利率为 5.05%。

公司递延收益主要为一年以上到期的租户缴纳的预付租金及服务费用，截至 2020 年底，公司递延收益 45.14 亿元，较上年底下降 4.30%。

有息负债方面，截至 2020 年底，将其他流动负债中带息部分调入有息债务指标中，公司全部债务较上年底增长 36.06%。债务结构以短期债务（占 69.14%）为主，其中，短期债务较上年底增长 516.10%，长期债务较上年底下降 50.45%。整体看，公司债务结构有待改善，债务规模增速较快。

从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 1.90 个百分点、提高 6.09 个百分点和下降 12.26 个百分点，债务负担较轻。考虑到 2021 年公司债券将集中到期，公司面临一定的集中偿付压力。

表 12 截至 2020 年底全部债务期限分布情况（单位：亿元）

期限	其他流动负债	一年内到期的非流动负债	长期借款	债务合计
1 年内（含 1 年）	25.98	20.78	--	46.76
1~2 年（含 2 年）	--	--	3.33	3.33
2~5 年（含 5 年）	--	--	7.57	7.57
5 年以上	--	--	9.97	9.97
合计	25.98	20.78	20.87	67.63

注：尾数差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

表 13 公司债务及其相关指标情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	19.11	7.59	46.76
长期债务	22.48	42.11	20.87
全部债务	41.59	49.70	67.62
资产负债率	54.40	57.09	58.99
全部债务资本化比率	27.97	31.23	36.00
长期债务资本化比率	17.35	27.79	15.52

注：尾数差异系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据财务报告整理

4. 盈利能力

公司营业收入和利润规模均有所增长，公允价值变动收益和投资收益对公司利润规模有一定影响且具有不确定性。

2020年，公司实现营业收入同比小幅增长2.08%；利润总额同比增长37.78%，主要系公允价值收益和投资收益增加所致。

2020年，公司费用总额为3.82亿元，同比增长7.98%。公司期间费用以管理费用（占39.76%）和财务费用（占56.28%）为主。其中，2020年，管理费用同比小幅下降3.76%；财务费用同比增长22.49%，主要系公司债“16凯华01”于2019年7月续期时利率从4.00%上调至5.30%、公司债“16凯华02”于2019年10月续期时利率从3.50%上调至5.10%所致。

2020年，公司投资收益同比增长357.55%，占营业利润比重为20.28%；公允价值变动收益同比上升194.21%，占营业利润比重为9.08%。公允价值变动收益和投资收益对公司营业利润有一定影响且具有不确定性。

2020年，公司盈利指标均有所上升，营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别增长4.84个百分点、0.96个百分点和1.57个百分点。

表 14 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
营业收入	11.73	12.12	12.37
营业成本	1.17	1.37	1.14
销售费用	0.12	0.11	0.07
管理费用	1.38	1.58	1.52
财务费用	1.76	1.76	2.15
研发费用	0.09	0.09	0.08
公允价值变动收益	1.90	0.27	0.80
投资收益	0.22	0.39	1.79
利润总额	7.76	6.43	8.86
营业利润率	76.96	76.38	81.22
总资本收益率	5.18	4.54	5.50
净资产收益率	5.45	4.46	6.03

资料来源：联合资信根据财务报告整理

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流保持净流入，但无法覆盖投资活动现金流净流出，筹资活动

现金流呈净流入且规模有所增加。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入同比下降44.63%，主要系当年到期的商铺续租面积相对2018-2019年较少，导致本期租金及服务收费到的现金同比减少所致；经营活动现金流出同比下降15.31%，主要系支付的各项税费和购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。综上，2020年，公司经营活动现金流净额呈净流入，净流入规模同比缩窄54.98%。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入同比增长121.54%，主要系收回理财投资收到的现金增加所致；投资活动现金流出同比增长100.58%，主要系投资交易性金融资产的现金支出所致。综上，2020年，公司投资活动现金流仍呈净流出状态，规模同比扩大61.13%。2020年，公司投资力度加大，经营活动现金净流入规模无法覆盖投资活动现金净流出规模。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长138.04%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出同比增长63.46%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2020年公司筹资活动现金流呈净流入状态，规模同比增长280.24%。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	18.12	22.02	12.19
经营活动现金流出小计	5.31	5.74	4.86
经营活动现金流量净额	12.81	16.28	7.33
投资活动现金流入小计	49.24	31.28	69.29
投资活动现金流出小计	49.09	47.89	96.05
投资活动现金流量净额	0.15	-16.61	-26.76
筹资活动前现金流量净额	12.96	-0.33	-19.43
筹资活动现金流入小计	3.13	10.40	24.77
筹资活动现金流出小计	7.57	6.82	11.15
筹资活动现金流量净额	-4.45	3.58	13.61

资料来源：联合资信根据财务报告整理

6. 偿债能力

2020年，公司偿债能力较强，间接融资渠道较通畅。考虑到公司两大物业中心区位布局和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 2020 年底，公司流动比率与速动比率均较上年底下降 90.42 个百分点，现金短期债务比由上年底的 4.13 倍大幅下降至 1.14 倍，但流动资产和现金类资产对短期债务的保障程度仍属尚可；2020 年，公司经营现金流动负债比率较上年下降 75.17 个百分点，经营现金流对短期债务的保障程度偏弱。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，公司短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 同比上升 31.93%，EBITDA 利息倍数同比有所上升，EBITDA 对利息的覆盖程度很高，全部债务/EBITDA 同比有所上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

表 16 公司主要偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

主要偿债指标		2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率	49.24	184.76	94.34
	速动比率	49.24	184.76	94.34
	经营现金流动负债比率	43.31	87.69	12.52
	现金短期债务比	0.72	4.13	1.14
长期偿债能力指标	EBITDA	10.19	9.37	12.37
	EBITDA 利息倍数	5.68	4.36	4.69
	全部债务/EBITDA	4.08	5.30	5.47

资料来源：联合资信根据财务报告整理

截至 2020 年底，公司银行授信剩余可使用额度为 55.10 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

表 17 截至 2020 年底银行授信情况（单位：亿元）

项目	综合授信额度	已使用额度	剩余额度
工商银行	59.98	26.98	33.00
农业银行	20.00	--	20.00
中国银行	5.00	2.90	2.10
合计	84.98	29.88	55.10

资料来源：公司年度报告

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 5.29 亿元，占公司净资产 4.70%，全部为对轻纺城租户按揭贷款提供的信用担保，根据往年被担保方资信情况，公司或有负债风险不大。

截至 2020 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

7. 母公司财务分析

2020 年，母公司债务负担较轻，现金流情况较好。但母公司货币资金规模较小，权益结构稳定性偏弱。

截至 2020 年底，母公司资产总额 232.96 亿元，较上年底小幅增长 2.48%。母公司资产以非流动资产（占 91.19%）为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 87.51%）、货币资金（占 6.38%）和其他流动资产（占 5.06%）构成；非流动资产以投资性房地产（占 92.11%）为主。截至 2020 年底，母公司货币资金为 1.31 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 120.97 亿元，较上年底增长 2.03%。母公司负债以非流动负债（占 73.89%）为主。从构成看，流动负债主要由一年内到期的非流动负债（占 70.79%）和预收款项（占 24.87%）构成，非流动负债主要由递延所得税负债（占 40.20%）、长期借款（占 18.46%）和递延收益（占 38.82%）构成。资产负债率为 51.93%，母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 111.99 亿元，较上年底小幅增长 2.98%。在所有者权益中，未分配利润合计 109.93 亿元（占 98.17%）、实收资本为 1.37 亿元（占 1.22%）、盈余公积合计 0.69 亿元（占 0.61%）。

2020 年，母公司营业收入 9.17 亿元，利润总额 7.46 亿元，投资收益 1.19 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金流净额为 6.56 亿元，投资活动现金流净额-8.48 亿元，筹资活动现金流净额-2.95 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年底，公司存续债券面临一定集中兑付压力，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。联合资信认为，公司对“16 凯华 01”“16 凯华 02”“16 凯华 03”的偿还能力很强。

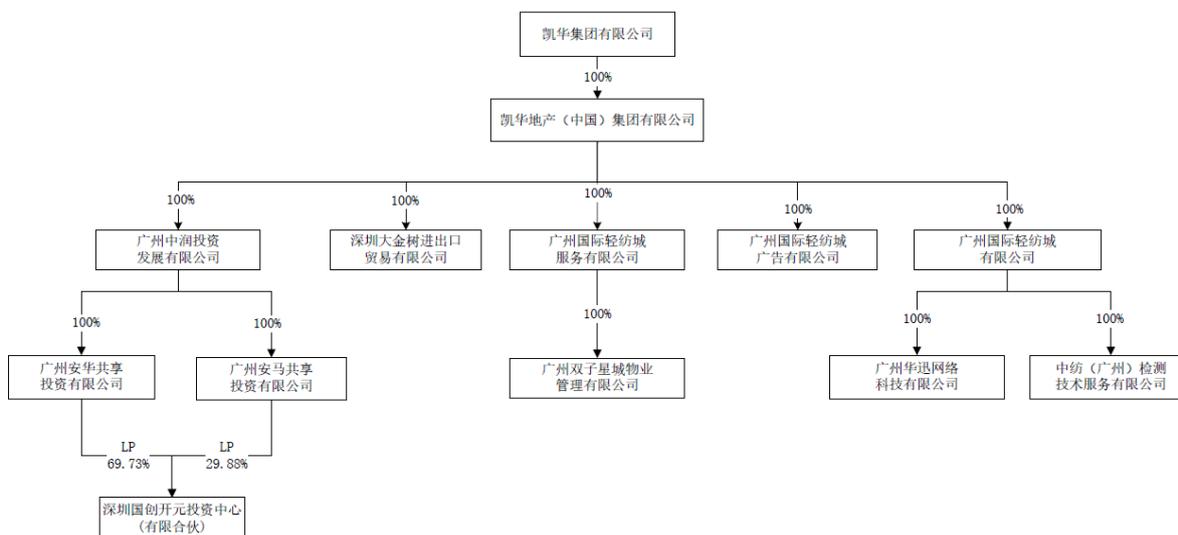
截至 2020 年底,公司存续债券余额共 21.00 亿元。其中一年内到期的应付债券为“16 凯华 01”“16 凯华 02”“16 凯华 03”(余额合计 21.00 亿元),达到存续债券待偿本金峰值。截至 2020 年底,公司现金类资产 53.30 亿元,为公司一年内到期债券的 2.54 倍;2020 年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 12.19 亿元、7.33 亿元、12.37 亿元,为公司存续债券待偿还本金峰值的 0.58 倍、0.35 倍和 0.59 倍。总体看,公司现金类资产对一年内到期债券保障能力较强;公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对待偿债券本金峰值保障能力一般。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。联合资信认为,公司对“16 凯华 01”“16 凯华 02”“16 凯华 03”的偿还能力很强。

公司以合法拥有的商业物业所有权为其发行的公司债券到期兑付提供抵押担保,根据公司提供的 2020 年年度报告,“16 凯华 01”的抵押资产在评估基准日 2020 年 12 月 31 日的跟踪评估价值为 16.40 亿元,为“16 凯华 01”待偿本金(余额为 7.00 亿元)的 2.34 倍;“16 凯华 02”和“16 凯华 03”抵押资产在评估基准日 2020 年 6 月 29 日的跟踪评估价值为 28.03 亿元,为“16 凯华 02”和“16 凯华 03”待偿本金(余额合计 14.00 亿元)的 2.00 倍,对上述债券的到期还本付息具有积极影响。

十一、 结论

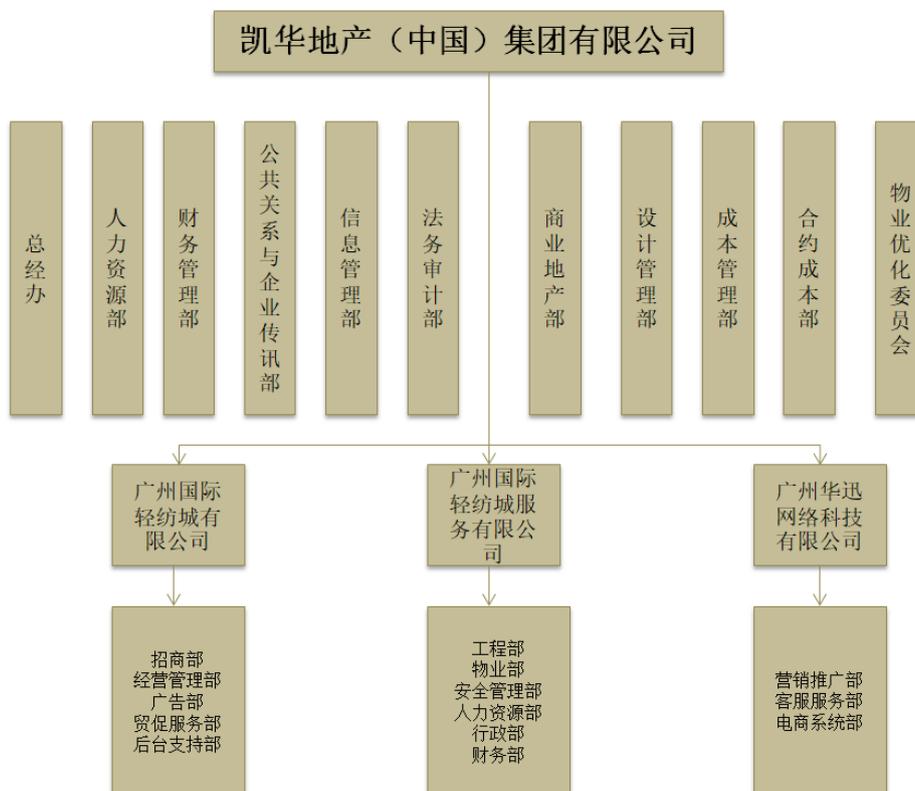
综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,同时维持“16 凯华 01”“16 凯华 02”和“16 凯华 03”的信用等级为 AA+,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	广州中润投资发展有限公司	商务服务业	100.00%	100.00%
2	深圳大金树进出口贸易有限公司	国内贸易及进出口业务	100.00%	100.00%
3	广州国际轻纺城有限公司	贸促会展	100.00%	100.00%
4	广州华迅网络科技有限公司	电子信息增值服务	100.00%	100.00%
5	中纺(广州)检测技术服务有限公司(原名为广州中纺纺织品检测服务有限公司)	检测服务	100.00%	100.00%
6	广州国际轻纺城服务有限公司	物业管理	100.00%	100.00%
7	广州国际轻纺城广告有限公司	广告策划	100.00%	100.00%
8	深圳国创开元投资中心(有限合伙)	项目投资	99.61%	100.00%
9	广州安华共享投资有限公司	项目投资	100.00%	100.00%
10	广州安马共享投资有限公司	项目投资	100.00%	100.00%
11	广州双子星城物业管理有限公司	物业管理	100.00%	100.00%

资料来源：审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	13.73	31.32	53.30
资产总额 (亿元)	234.88	255.08	276.98
所有者权益 (亿元)	107.10	109.45	113.58
短期债务 (亿元)	19.11	7.59	46.76
长期债务 (亿元)	22.48	42.11	20.87
全部债务 (亿元)	41.59	49.70	67.62
营业收入 (亿元)	11.73	12.12	12.37
利润总额 (亿元)	7.76	6.43	8.86
EBITDA (亿元)	10.19	9.37	12.37
经营性净现金流 (亿元)	12.81	16.28	7.33
财务指标			
流动资产周转次数 (次)	0.87	0.50	0.28
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 (%)	152.62	175.84	94.21
营业利润率 (%)	76.96	76.38	81.22
总资本收益率 (%)	5.18	4.54	5.50
净资产收益率 (%)	5.45	4.46	6.03
长期债务资本化比率 (%)	17.35	27.79	15.52
全部债务资本化比率 (%)	27.97	31.23	37.32
资产负债率 (%)	54.40	57.09	58.99
流动比率 (%)	49.24	184.76	94.34
速动比率 (%)	49.24	184.76	94.34
经营现金流动负债比 (%)	43.31	87.69	12.52
现金短期债务比 (倍)	0.72	4.13	1.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.68	4.36	4.69
全部债务/EBITDA (倍)	4.08	5.30	5.47

注：“--”代表不适用

资料来源：财务报告

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	3.73	8.25	1.31
资产总额 (亿元)	213.18	227.32	232.96
所有者权益 (亿元)	106.85	108.75	111.99
短期债务 (亿元)	17.76	1.33	22.36
长期债务 (亿元)	14.89	35.88	16.50
全部债务 (亿元)	32.65	37.21	38.86
营业收入 (亿元)	8.30	8.85	9.17
利润总额 (亿元)	6.86	5.51	7.46
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	9.57	12.64	6.56
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--
总资产周转次数 (次)	0.04	0.04	0.04
现金收入比 (%)	153.76	180.92	102.45
营业利润率 (%)	81.20	81.41	85.97
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	4.94	4.02	5.22
长期债务资本化比率 (%)	12.23	24.81	12.84
全部债务资本化比率 (%)	23.41	25.49	25.76
资产负债率 (%)	49.88	52.16	51.93
流动比率 (%)	15.77	159.17	65.00
速动比率 (%)	15.77	159.17	65.00
经营现金流动负债比 (%)	36.55	126.02	20.76
现金短期债务比 (倍)	0.21	6.18	0.06
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：“/”代表缺少资料无法计算，“--”代表不适用

资料来源：财务报告

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)平均值×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益平均值×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。