



深圳赛格股份有限公司2018年面向合格 投资者公开发行公司债券(第一期)(品种 一) 2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：



深圳赛格股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期) (品种一) 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-22	2020-06-22

债券概况

债券简称: 18 赛格 01

债券剩余规模: 7 亿元

债券到期日期: 2021-12-25

偿还方式: 每年付息一次, 最后一期随本金一起兑付

增信方式: 保证担保

担保主体: 广东粤财融资担保集团有限公司

联系方式

项目负责人: 郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员: 陈刚
cheng@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对深圳赛格股份有限公司(以下简称“深赛格”或“公司”, 000058.SZ)及其 2018 年 12 月 25 日面向合格投资者公开发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2021 年跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AAA, 发行主体信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到: 公司主要自持物业位置优越, 持续为公司贡献稳定现金流, 广东粤财融资担保集团有限公司(以下简称“粤财担保集团”)提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司利润规模大幅下滑, 转租物业运营承压及部分房产项目面临销售去化压力等风险因素。

未来展望

- 公司自持电子市场物业具有较强市场影响力, 物业管理业务发展势头良好, 预计公司业务持续性较好, 经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标(单位: 亿元)

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	59.33	58.31	61.91	71.28
归母所有者权益	19.39	19.06	18.99	18.68
总债务	15.21	15.37	18.64	23.29
营业收入	4.63	14.04	14.93	16.06
净利润	0.44	0.30	1.03	0.24
经营活动现金流净额	-0.64	2.44	4.30	1.68
销售毛利率	24.97%	29.84%	34.01%	33.84%
EBITDA 利润率	-	19.70%	28.88%	26.92%
总资产回报率	-	2.90%	4.91%	2.66%
资产负债率	57.44%	57.44%	59.45%	65.63%
净债务/EBITDA	-	0.35	0.67	1.41
EBITDA 利息保障倍数	-	2.69	3.37	4.50
总债务/总资本	-	38.25%	42.61%	48.73%
FFO/净债务	-	-4.58%	37.76%	2.68%
速动比率	0.63	0.69	0.86	0.81
现金短期债务比	1.23	1.76	4.10	2.22

资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度, 中证鹏元整理

优势

- **公司主要自持物业位置优越，持续为公司贡献稳定现金流。**公司主要自持物业位于深圳市华强北商圈，以成本法核算，市场价值较高，资产质量良好，且物业出租率维持较高水平，物业管理业务发展势头良好，持续经营能力稳定。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，粤财担保集团主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司利润规模大幅下滑，转租物业运营承压。**受疫情带来减租及投资收益下滑等影响，2020 年公司净利润同比减少 70.74%；商业物业的需求整体降温，实体物业受冲击较大，2020 年转租物业规模大幅收缩，毛利率下滑，后续经营承压。
- **公司部分房产项目销售困难、去化压力大。**2020 年以来地产调控政策持续加码，公司惠州赛格假日广场一期项目 2020 年末去化率仅 41.76%，去化周期较长；西安赛格广场项目累计已投资金额较大，拟转让出售，未来收益不确定性较大。

同业比较（单位：亿元）

指标	深赛格	富森美	新大正	轻纺城
总资产	58.31	66.74	12.33	95.02
营业收入	14.04	13.28	8.50	8.20
净利润	0.30	7.83	1.32	4.05
销售毛利率	29.84%	67.55%	21.42%	52.51%
资产负债率	57.44%	14.00%	30.77%	38.81%

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：公开资料

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月25日面向合格投资者公开发行7亿元公司债券（第一期）（品种一），规模为7亿元、期限为3年，募集资金原计划用于偿还银行借款和补充营运资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.11万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本未发生变化。2020年8月10日，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）和深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）签订《深圳市人民政府国有资产监督管理委员会与深圳市投资控股有限公司关于深圳市赛格集团有限公司之国有产权无偿划转协议》，深圳市国资委持有深圳市赛格集团有限公司¹（以下简称“赛格集团”）42.85%股权无偿划转至深投控。截至2021年3月末，公司控股股东仍为赛格集团，持有公司56.70%的股份，实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。2020年公司合并报表范围子公司变化情况见下表。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
深圳市新东升物业管理有限公司	36%	0.20	物业管理	收购
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
南宁赛格电子市场管理有限公司	100%	-	市场管理	清算

资料来源：公司2020年审计报告

四、运营环境

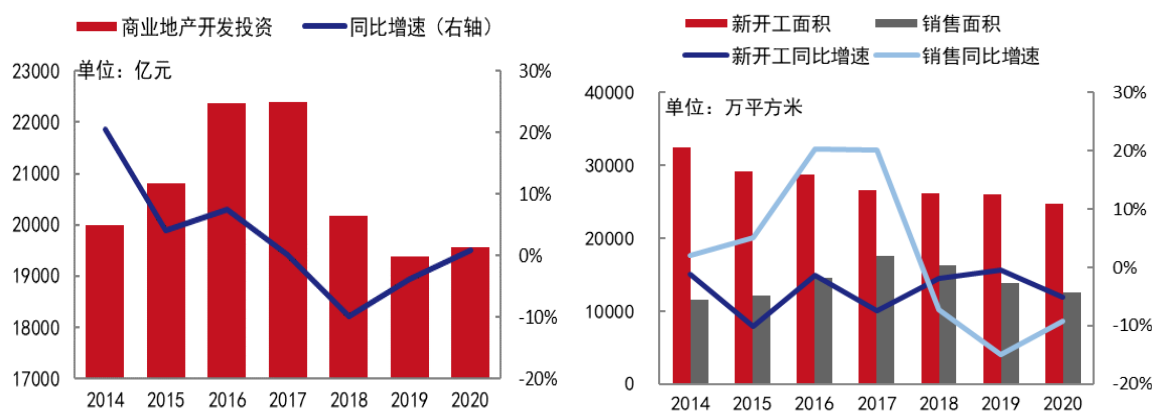
受新冠疫情冲击，商业地产市场供需两端承压，商业物业租金下跌伴随着空置率上升，经营压力增大

¹公司未提供控股股东征信报告。

从供给端来看，2020年全国完成商业地产开发投资19,570.16亿元（其中办公楼完成开发投资6,494.10亿元、商业营用房完成开发投资13,076.06亿元），同比增长0.94%，在货币政策宽松、住宅地产调控收紧的背景下，2020年商业地产开发投资额同比增速自2018年以来首次转正。2020年全国完成新开工面积24,706.03万平方米，同比下降5.05%，降幅较上年扩大4.69个百分点，商业地产新开工面积已连续7年下滑，延续了低迷的态势。在疫情的冲击下，2020年中国社会消费品零售总额同比下滑3.93%，首次出现下降。从商业项目开业量来看，2020年新开业的商业项目数量374个（单体商业建筑面积2万平方米以上，不含专业市场、家居商场、酒店及写字楼、纯商业街区），同比下跌28%；新增商业建筑面积3,276.32万方，同比去年减量1,116.27万方；平均单体建筑面积8.76万方。剔除35个存量改造物业外，全年全新入市的商业项目仅339个。

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。从销售端来看，2020年我国商业地产全年销售面积为12,622.79万平方米，同比下滑9.16%。2020年末，我国商业营用房待售面积同比减少2.62%至12,934万平方米，办公楼待售面积同比减少0.11%至3,796万平方米，商业营用房待售面积持续下滑，办公楼待售与上年基本持平。

图1全国商业地产投资额、新开工面积、销售面积及其同比增速



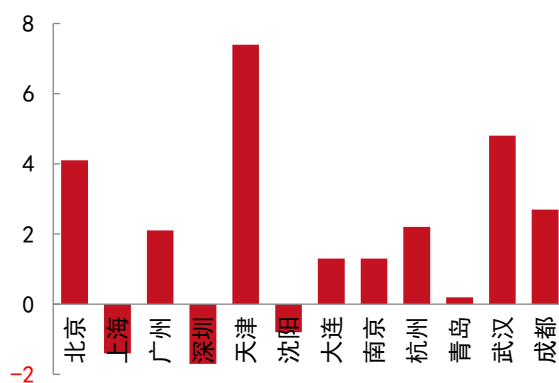
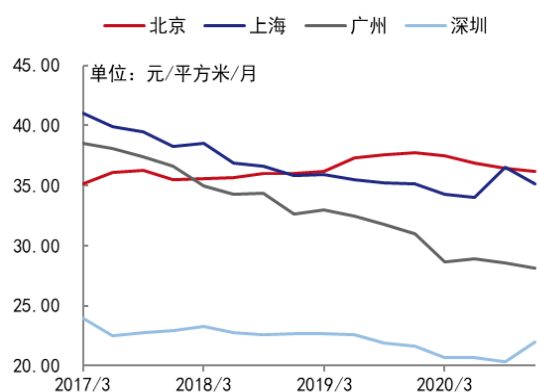
资料来源：Wind，中证鹏元整理

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益，对企业设计和运营管理等能力提出较大的挑战，进入行业较早，管理经验丰富、具备品牌影响力的房企运营优势更加显著。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，近年来我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2020年，一线城市中，深圳优质零售物业租金同比有所提升，北京和上海租金略有下滑，广州租金下滑幅度较大。重点二线城市中，2020年除成都之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现一定程度下滑。目前优质零售物业的运营状况区域分化

仍较为严重，从同比变动数据来看，2020年北京、天津、武汉和成都空置率上升幅度较大，而上海、深圳和沈阳空置率有所下降；从绝对值来看，北京（10.6%）和天津（17.50%）优质零售物业空置率较高，其余重点城市空置率水平均在10%以内。

图2我国重点城市优质零售物业首层租金情况

图3 2020年12月底重点城市空置率同比变动情况



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍主要从事电子市场及物业租赁和管理、房地产开发，并开展酒店经营及检验检测等业务。2020年受疫情减租等影响，电子市场及物业租赁和管理收入同比减少11.35%，占营业收入比重为67.30%，仍是公司主要收入来源；受结转进度影响，房地产开发业务收入略有增长；贸易业务规模继续萎缩；酒店业务收入因疫情影响同比下滑，检验检测业务营收持续增长、发展态势良好。毛利率方面，2020年公司电子市场及物业租赁和管理及房地产结转毛利率均有所下滑，导致综合毛利率同比降低。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 万元)

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
电子市场及物业租赁和管理	94,463.01	28.99%	106,561.42	33.89%
房地产开发业务	39,490.28	32.72%	33,419.96	37.33%
酒店	2,743.55	-25.73%	4,532.06	16.96%
新能源	472.83	29.18%	318.06	35.87%
贸易	141.57	-5.86%	2,475.01	-3.27%
检验检测	3,055.33	70.61%	2,016.23	68.80%
合计	140,366.58	29.84%	149,322.74	34.01%

资料来源: 公司 2019-2020 年年度报告, 中证鹏元整理

减租导致公司2020年自持物业租金同比下滑，转租物业规模减少、经营承压；但公司电子市场物业市场竞争力强、持续经营性良好，物业管理收入规模持续提升、发展空间较大

公司自持物业涵盖电子市场、商业、办公及公寓等，其中电子市场以深圳赛格电子市场、赛格康乐大厦及宝华大厦为主，位于华强北商圈。公司对位于华强北区域的赛格工业大厦、赛格经济大厦和康乐工业大厦三栋大厦进行升级改造，改善外立面形象，加建部分商业面积，完善交通和消防配套设施，增加临时经营建筑面积，使得电子市场物业面积增至8.92万平方米。截至2021年3月末，公司自持物业超过30万平方米，其中位于深圳优质地段的物业面积占比超过60%，其余物业位于长沙、惠州和南通等地。公司自持物业大多位于深圳华强北商圈，经济活力旺盛，客流量庞大，资产质量良好，具有较高的市场价值。

表 3 公司自持物业情况（单位：平方米）

物业类型	物业名称	位置	建筑面积
电子市场	深圳赛格电子市场	深圳市福田区华强北路	25,374.00
	赛格工业大厦	深圳市福田区华强北路	10,521.05
	赛格康乐大厦与工业大厦加建部份	深圳市福田区华强北路	10,453.23
	赛格经济大厦	深圳市福田区华强北路	8,222.98
	宝华大厦	深圳市福田区华强北路	8,847.54
	长沙赛格数码广场	长沙市五一东路1号	25,734.74
商业及办公	现代之窗大厦	深圳市福田区华强北路	2,455.94
	赛格康乐大厦	深圳市福田区华强北路	5,366.67
	宝华大厦	深圳市福田区华强北路	16,444.62
	赛格工业区	深圳市福田区华强北路	4,284.48
	群星广场 A 座及裙楼	深圳市福田区华强北路	29,243.74
	南通赛格时代广场	南通市港闸区长平路 19 号	69,366.19
	经济大厦 3 栋 7 楼部分物业	深圳市福田区华强北路	883.00
	赛格广场	深圳市福田区华强北路	14,539.31
	赛格科技工业园	深圳市福田区华强北路	7,347.36
	赛格景苑裙楼	深圳市赛格景苑裙楼	7,085.65
	鹏基上步工业区	深圳市鹏基上步工业厂房	2,989.83
	深茂商业中心	深圳市福田区景田三路	542.93
	现代之窗大厦 A 座	深圳市福田区华强北路	9,978.31
	赛格假日广场	惠州东平半岛徽州大道	23,427.30
	赛格 ECO 中心	深圳市龙岗区布龙路	23,783.59
公寓、厂房及其他	鹏基工业区	深圳市鹏基工业区	1,595.34
	八卦岭工业区	八卦岭工业区	4,630.40
	赛格科技工业园	赛格科技工业园	5,573.04
	长城大厦 2 栋	深圳市百花路（笋岗西路）	1,305.53
	赛格住宅楼	深圳市福田区华强南路	7,503.18
	新阁小区	深圳市福田区林园东路	1,345.22
	依迪综合市场	深圳市福田区福中路	2,110.53

其他零散物业

803.44

合计
331,759.14

资料来源：公司提供

出租率及毛利率方面，2020年公司持续强化华强北区域赛格通信市场品牌升级，赛格通信市场统一品牌“SEGCOR”扩展至康乐大厦和宝华大厦等，通过持续淘汰低端商户、引进品牌商户，市场商户结构不断优化，品牌商户占比进一步提高，并逐步将品牌示范效应扩大至其他物业区域，继续巩固公司电子专业市场领先地位；同时通过加强原部分物业的基础设施改造，提升经营环境，调整入场产品业态并进行补充招商。受疫情带来的减租等影响，2020年公司自持物业收入及毛利率有所下滑，但由于客户粘性较强，客户群体稳定，出租率仍保持较高水平。但中证鹏元关注到，公司深圳赛格电子市场所在的赛格大厦于2021年5月18日产生剧烈晃动，赛格大厦已经暂停所有业主、商户、租户进出赛格大厦写字楼和电子市场；公司深圳赛格电子市场规模较大，对周边电子物业经营产生一定冲击，需持续关注该事件对公司经营的影响。

总的来看，公司主要自持电子物业位于华强北商圈，位置优越，电子市场物业经营经验丰富，赛格电子具有较强的市场品牌效应，自持物业经营持续为公司贡献较稳定的现金流。

表 4 公司自持物业管理概况（单位：平方米、万元）

指标名称	2020 年	2019 年
自持物业面积	331,759.14	284,839.95
其中：电子市场物业面积	79,359.36	71,200.41
自持物业出租率	98.96%	96.68%
自持物业收入毛利率	59.15%	60.93%
自持物业收入	38,537.09	43,552.34

资料来源：公司提供

转租物业方面，2020年初疫情对国内经济活动造成较大冲击，实体物业面临较大经营压力，2020年公司大幅收缩转租物业，其规模快速下滑，转租物业收入同比减少26.36%，毛利率仅为2.57%，盈利水平明显下滑；受宏观经济下行、电商冲击、居民电子产品消费习惯变化等因素影响，后续转租物业经营承压。

表 5 公司转租物业管理概况（单位：平方米、万元）

指标名称	2020 年	2019 年
转租物业面积	176,903.08	187,254.69
其中：电子市场物业面积	135,130.98	144,997.00
转租物业出租率	91.51%	82.50%
转租物业收入毛利率	2.57%	11.93%
转租物业收入	15,808.93	21,468.68

资料来源：公司提供

公司物业管理业务主要由子公司深圳市赛格物业管理有限公司和深圳市赛格物业发展有限公司负责运营，业务收入包括管理费收入和停车场等业务，纳入电子市场及物业租赁和管理业务核算。公司物业管理区域主要分布于深圳市华强北区域，管理类型涉及商业、办公楼、工业园区、酒店式公寓及住宅等。公司通过不断拓展新业务及并购新东升物业扩大业务规模，新增物业服务管理面积超过1,000 万平方米，发展空间较大。2020年公司实现物业管理收入3.75亿元，同比增长6.60%。

2020年初疫情对生产经济活动造成较大冲击，为响应政府扶持政策，公司对商户租金减免，根据公司年报数据，全年减免租金11,516万元。中长期来看，公司主要自持物业主要位于福田核心商圈、位置较好，区域经济发展水平较高，其中电子市场物业在国内具有较高的市场影响力，整体经营有望保持相对稳定，可为公司持续贡献稳定的现金流。

（二）房地产开发业务

2020年公司房地产销售金额大幅增加，并通过自持出租或股权出售方式处理存量房产项目，部分项目仍面临销售去化压力，房地产开发业务持续性较弱

公司房地产开发业务主要由深圳市赛格地产投资股份有限公司（以下简称“赛格地产”）和南通赛格时代广场发展有限公司（以下简称“南通赛格”）运营。2020年公司房产销售主要来自存量项目深圳赛格新城市广场二期和南通赛格时代广场项目，实现合同销售金额3.79亿元。从结算看，公司房地产结算收入主要来自深圳赛格新城市广场二期项目及南通赛格时代广场。

表 6 赛格地产及南通赛格房地产开发经营状况

指标名称	2020 年	2019 年
竣工面积（万平方米）	0.00	0.00
合约销售面积（万平方米）	1.52	1.23
合同销售金额（亿元）	3.79	1.69
结算面积（万平方米）	1.69	1.90
结算金额（亿元）	3.98	3.34

资料来源：公司提供

东方威尼斯花园为赛格地产所开发的早期项目，该项目位于惠州东平半岛，建筑面积约30万平方米，主要由花园洋房、公寓和Townhouse组成。该项目分为二期开发，其中一期已于2010年交付，二期已于2014年交付。2020年末东方威尼斯花园累计已完成销售进度为94.94%，剩余少量商铺在售。赛格新城市广场二期项目位于深圳龙岗区布吉街道，布龙路与规划联中路交汇处，总建筑面积15.46万平方米，是以甲级写字楼、商业、物流用房及公寓等为一体的综合体项目。除自持商业面积外，二期项目可售面积10.59万平方米，2020年末销售进度约为62.25%，整体去化相对较慢。

赛格假日广场位于惠州东平半岛，紧邻东方威尼斯花园，是集办公、休闲、餐饮、娱乐为一体的商业综合体，共分三期开发。目前该项目已完成一期开发，由甲级写字楼（赛格大厦）和商业购物中心组

成，可售面积为9.22万平方米，2020年末去化率为41.76%，整体去化周期较长。

南通赛格时代广场位于江苏省南通市深南路，项目主要定位于动漫、文化产业，该项目建筑面积13.67万平方米，计划总投资8.83亿元，可售面积6.77万平方米，已累计销售1.95万平方米。2020年南通赛格与红星美凯龙家居集团股份有限公司签订《房屋租赁合同》，南通赛格将南通赛格时代广场商业裙楼部分面积共计57,481平方米整体租赁给红星美凯龙家居集团股份有限公司，租赁期限15年，合同总金额为人民币24,673.10万元（含税），可每年为公司贡献一定现金流。

表 7 截至 2020 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：万平方米）

城市	项目业态	权益比例	项目名称	可售面积	累计预售面积	已售占比	累计结算面积
深圳	办公，物流商业及公寓	61.12%	赛格新城市广场一期	7.26	1.05	14.46%	1.05
深圳	办公，物流商业及公寓	61.12%	赛格新城市广场二期	10.59	6.59	62.25%	6.55
惠州	住宅	69.54%	东方威尼斯花园	25.63	24.34	94.94%	24.32
惠州	商业	69.54%	赛格假日广场一期	9.22	3.85	41.76%	3.85
南通	商办	100.00%	南通赛格时代广场	6.77	1.95	19.65%	1.75
合计	-	-	-	59.47	37.78		37.52

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建项目主要包括西安赛格广场和赛格假日广场二期，其中西安赛格广场项目业态涵盖公寓、商场和写字楼，位于西安市高新技术产业开发区，规划建筑面积28.98万平方米，预计可售面积为20.64万平方米，计划总投资21.00亿元，公司权益持股比例为43.46%²。受热点区域楼市调控升级，项目建设资金较为紧张，2020年以来项目处于停工状态，2020年公司拟转让项目公司西安赛格康鸿置业有限公司55%股权，后续需持续关注项目进展及实际收益情况。

赛格假日广场二期项目（权益持股69.54%）已于2018年8月29日取得商服用地的土地使用权，主要包含商业及公寓，占地面积0.82万平方米，规划建筑面积2.30万平方米，预计总投资2.82亿元，项目已于2019年5月开工，2020年末已累计投资1.85亿元，项目进度推进缓慢。总体来看，公司赛格假日广场一期及南通赛格时代广场等项目处于在售状态，除西安赛格广场和赛格假日广场二期外，无其他项目储备，2020年末新增土地储备，房地产业务持续性较弱。

（三）其他业务

² 公司持有深圳市赛格地产投资股份有限公司 79.02%的股权。

2020年公司酒店业务收入大幅下滑且毛利转亏，贸易业务大幅缩减，检验检测收入规模逐步扩张、盈利水平较好

公司酒店业务主要由深圳橙果商务酒店管理有限公司和深圳市赛格创业汇有限公司趣创公寓酒店管理分公司运营。截至2020年末，公司经营酒店5家，合计床位数1,003张，酒店定位于经济型，位置相对优越，但受疫情影响客流量减少，叠加行业景气度下行影响，2020年公司酒店收入同比减少39.46%；因酒店价格均有所下调，酒店业务转亏。

表 8 公司自持酒店经营情况（单位：张、元/天/间）

名称	床位数	星级	均价
橙果酒店（长沙五一路店）	221	准四-	144
橙果酒店（长沙星沙店）	165	商务酒店-	173
橙果酒店（深圳宝安店）	254	商务酒店-	191
橙果酒店（深圳东门店）	186	准四-	210
趣创酒店（深圳华强北店）	177	四星	180
合计	1,003	-	-

资料来源：公司提供

公司贸易业务主要由深圳市赛格实业投资有限公司（以下简称“赛格实业”）负责，贸易产品主要涉及电脑、手机、通讯设备以及相关电子配件等，主要经营模式分为两种：一种是代理采购，赛格实业接受客户委托，为客户采购指定电子产品。贸易回款困难，公司采取收缩规模策略；其次，公司停止垫资金额较高的智能及工程类项目。2020年公司贸易收入大幅收缩，实现业务收入仅141.57万元，未来公司将收缩贸易业务，择机退出。

公司新能源业务主要由子公司深圳赛格龙焱能源科技有限公司负责，新能源业务主要为碲化镉薄膜光伏生产线建设和开展分布式电站、光伏建筑一体化项目的市场拓展工作。其全资子公司杭州赛格龙焱能源科技有限公司运营的杭州赛格龙焱碲化镉薄膜光伏组件生产线于2018年年初开始建设，设计年产能40MW。随着光伏头部企业的规模及市场集中度进一步提升，市场竞争激烈，市场销售难度较大，2020年仅实现472.83万元；收入未来受光伏发电补贴退坡及市场需求降低等影响，后续能否实现预期收益存在较大不确定性。

公司检验检测业务由苏州泰斯特测控科技有限公司负责，其在震动力学检测及其设备制造方面具有一定核心竞争力。2020年公司检验检测业务自主研发完成600KN 超大型电磁振动试验系统以及航空发动机叶片高低周复合高周疲劳测试系统的方案设计、建模验证分析工作，其中600KN 超大型电磁振动试验系统通过第三方的检验并投入使用，公司在检验检测振动领域成功跻身前列，核心竞争力持续增强。2020年公司实现检验检测业务收入0.31亿元，同比增长51.54%，毛利率为70.61%。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2020年公司总资产规模同比下滑，资产中竣工待售的房产、投资性房地产及货币资金占比较高，其中位于深圳的资产较为优质，总体资产质量良好

2020年末公司货币资金主要为银行存款，其中1,064.88万元使用权受限。交易性金融资产包括结构性存款和银行短期理财产品。其他应收款主要为押金、保证金和往来款，2020年末已累计计提坏账准备0.97亿元，主要因部分往来款账龄较长，全额计提坏账准备所致。

存货是公司的主要资产，主要包括开发产品和开发成本，均为写字楼、公寓和商业项目，其中2020年末开发产品账面价值13.18亿元，包括赛格ECO一期4.48亿元以及赛格ECO二期7.55亿元，开发产品中1.94亿元房产被查封、抵押；开发成本账面价值8.37亿元，包括西安赛格广场6.98亿元和惠州赛格假日广场二期1.83亿元。由于楼市政策持续加码，销售价格不及预期，2020年末公司对存货累计跌价损失准备1.40亿元。

公司投资性房地产主要为自持物业，均采用成本法核算，2020年末账面价值12.32亿元，公司自持物业主要位于华强北商圈，物业较为优质。2018年9月22日，公司聘请粤财担保集团为本期债券提供增信服务，以自持赛格广场的2、4、5楼，合计1.45万平方米物业为本期债券提供反担保，已抵押账面价值3.64亿元；其中账面价值为0.28亿元的投资性房地产未办妥产权证书。

截至2020年末，公司受限资产规模为5.69亿元，占总资产比重为9.76%，主要受限是投资性房地产和查封的房产。总体来看，公司资产规模同比下滑，资产中竣工待售的房产、投资性房地产及货币资金占比较高，总体资产质量良好。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.12	12.00%	8.28	14.20%	10.58	17.09%
交易性金融资产	6.48	10.93%	6.54	11.21%	5.50	8.89%
存货	21.78	36.70%	21.57	36.99%	24.23	39.14%
流动资产合计	39.08	65.88%	39.00	66.89%	42.15	68.09%
投资性房地产	12.15	20.48%	12.32	21.13%	13.29	21.46%
非流动资产合计	20.25	34.12%	19.31	33.11%	19.76	31.91%
资产总计	59.33	100.00%	58.31	100.00%	61.91	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

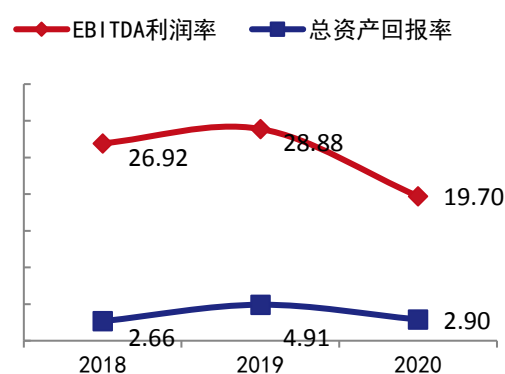
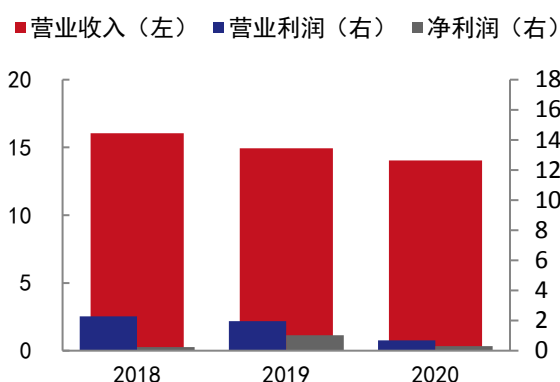
盈利能力

受减租等影响，2020年公司营收规模及利润规模有所下滑，自持物业租赁及物业管理品牌效应突出，持续经营能力良好

受减租影响，2020年公司营收规模有所下滑，但自持电子市场及物业租赁和管理业务具有较强市场竞争优势，物业出租恢复良好且出租率高，总体经营相对稳定；房地产业务因结转在售及储备房产项目规模不大，业务持续性较弱；贸易业务规模继续萎缩，酒店业务亏损，新增的检验检测业务发展态势良好。除租金减免外，公司出售金融股权减少及联营企业同比亏损，投资收益同比减少8,926万元，以上因素影响下，2020年公司总资产回报率和EBITDA利润率均有所下滑。

图4 公司收入及利润情况（单位：亿元）

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



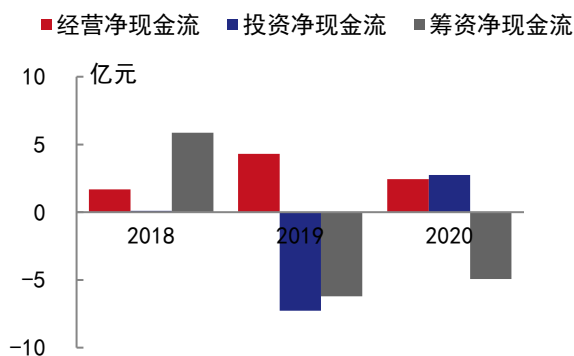
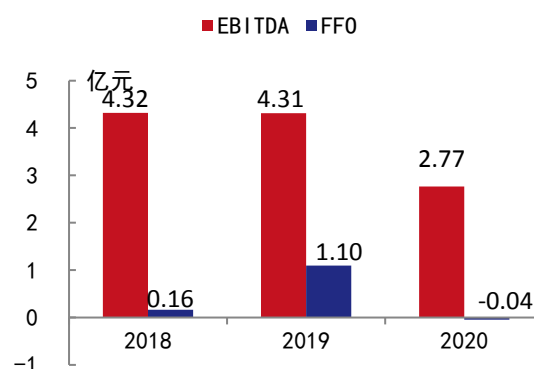
资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金持续净流入，融资需求量不大

2020年虽疫情对公司物业租赁等产生一定影响，但公司电子市场及物业租赁经营韧性强、总体情况稳定，同期房产预售金额同比增加，销售商品、提供劳务收到的现金同比略有上升；同期在建房地产项目投入进度缓慢，经营活动现金继续表现为净流入。收回投资及投资支付的现金主要系赎回及购买理财产品的支出。

公司对外筹资力度减弱，新增借款规模大幅减少，在偿付到期债务后，筹资活动现金表现为净流出。公司基于传统主业电子专业市场业务、正不断收缩商业地产的投资，存量地产项目尚需投资额不大，自身经营现金流较有保障，业务发展对融资需求量不大。

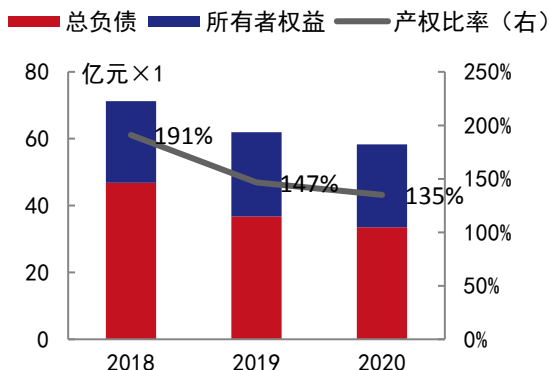
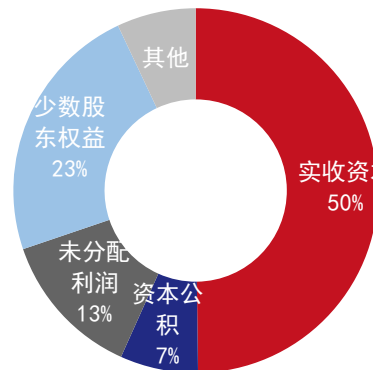
图 6 公司现金流结构

图 7 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模继续减少，短期债务压力不大

2020 年公司部分地产项目因停工等，融资需求减弱，负债总额降至 33.50 亿元；2020 年末公司所有者权益略有下降，产权比率亦降至 135%。

图 8 公司资本结构

图 9 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

应付账款主要为应付房地产项目的工程款。预收款项主要为预收售房款和物业租金。其他应付款主要是应付购房意向金及待返购房款及押金保证金，其中应付购房意向金及待返购房款主要系新市场广场 1 期等项目被客户退回形成。一年内到期的非流动负债系 2021 年内到期的长期借款及应付债券。长期借款均为抵押借款。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	3.69	10.84%	3.61	10.79%	2.89	7.84%

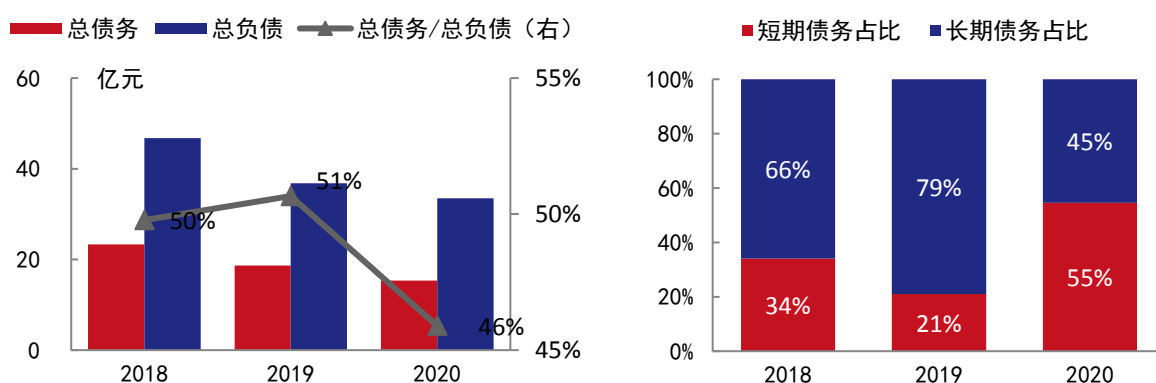
其他应付款（合计）	8.39	24.62%	8.90	26.57%	9.81	26.66%
一年内到期的非流动负债	10.44	30.63%	7.79	23.25%	2.89	7.85%
流动负债合计	27.62	81.05%	25.40	75.84%	20.78	56.47%
应付债券	0.00	-	0.00	-	6.90	18.75%
长期借款	4.18	12.25%	6.99	20.85%	7.82	21.24%
非流动负债合计	6.46	18.95%	8.09	24.16%	16.02	43.53%
负债合计	34.08	100.00%	33.50	100.00%	36.80	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2020 年末，公司总债务规模为 15.37 亿元，同比有所下滑，其中短期债务占比为 55%，主要为本期债券。

图 10 公司债务占负债比重

图 11 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

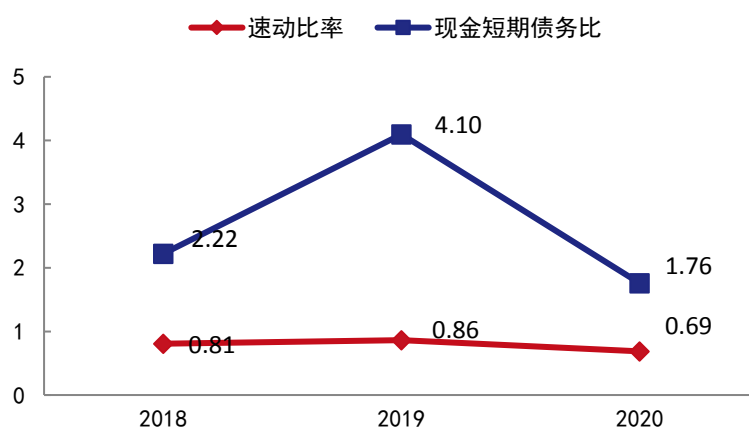
截至 2020 年末，公司资产负债率为 57.44%，较上年有所下降，负债水平进一步回落。公司正不断收缩商业地产的投资，存量地产项目尚需投资额不大，自身经营现金流较有保障，预计债务水平继续下滑。2020 年公司利润总额同比下滑，EBITDA 利息保障倍数降至 2.69，债务保障程度尚可。

表 11 公司杠杆状况指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	57.44%	59.45%
净债务/EBITDA	0.35	0.67
EBITDA 利息保障倍数	2.69	3.37
总债务/总资本	38.25%	42.61%
FFO/净债务	-4.58%	37.76%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年末公司现金短期债务比降至 1.76，现金及现金等价物对短期债务的覆盖程度有所下滑；考虑到公司电子市场物业租赁及物业管理经营较为稳定，回款较有保障，加之公司作为上市公司，融资渠道相对多元化，银行授信额度充裕，短期债务偿付压力不大。

图 12 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月12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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司存在多起未决诉讼，主要系房屋租赁合同以及物业服务合同纠纷所形成，若公司被司法执行，可能面临一定的赔偿损失。以公司或子公司为原告的诉讼主要买卖合同纠纷所形成，如胜诉且顺利执行，公司有望取得一定的营业外收入。2020年末子公司为商品房承购人向银行提供按揭抵押贷款担保金额为0.64亿元。

八、本期债券偿还保障分析

粤财担保集团担保提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由粤财担保集团提供的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及利息、违约金、赔偿金和实现债权的费用，保证期间为本期债券发行首日至本期债券到期日后两年止。

粤财担保集团成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为广东省融资再担保有限公司，2021年4月19日更名为现名。经过历年增资，截至2020年末，粤财担保集团注册资本为60.60

亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。粤财担保集团最终控制人为广东省人民政府。

作为广东省担保行业龙头，粤财担保集团主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2018-2020年粤财担保集团分别实现营业收入40,369.05万元、45,688.60万元和46,883.38万元，其中担保业务收入占比分别为38.72%、50.86%和54.72%。近年粤财担保集团及各地市级子公司普惠金融相关担保业务量增长及保函业务增加，使担保业务收入规模增长。

粤财担保集团自有资金主要投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得较好的投资收益，同时银行存款亦获得一定利息收入。2018-2020年粤财担保集团利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的59.52%、48.57%和41.73%，系收入的重要构成。

表 12 粤财担保集团收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
担保业务收入	25,655.18	23,239.32	15,632.08
利息净收入	7,187.85	12,798.10	7,563.04
投资收益	12,378.20	9,394.35	16,467.90
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	337.80	-455.13	-467.51
其他业务收入	569.79	206.29	504.49
其他收益	1,092.35	50.53	198.66
资产处置收益	-	-	2.88
合计	46,883.38	45,688.60	40,369.05

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：粤财担保集团 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，粤财担保集团资产总额为89.49亿元，所有者权益为71.87亿元；2020年度，粤财担保集团实现营业收入4.69亿元，净利润0.93亿元。

表 13 粤财担保集团主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
资产总额	89.49	88.11	84.25
所有者权益合计	71.87	72.39	71.65
营业收入	4.69	4.57	4.04
担保业务收入	2.57	2.32	1.56
净利润	0.93	1.92	1.59
净资产收益率	1.29%	2.66%	2.19%
期末在保余额	394.08	674.62	557.78
拨备覆盖率	219.54%	145.53%	120.64%

注：期末在保余额采集自审计报告，2020 年期末在保余额与之前差异较大，系由于当年根据实际承担责任统计在保余额，统计口径变化所致。

资料来源：粤财担保集团 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

综合来看，粤财担保集团实力雄厚，业务发展情况较好，中证鹏元授予粤财担保集团主体长期信用等级AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	7.12	8.28	10.58	17.57
交易性金融资产	6.48	6.54	5.50	0.00
存货	21.78	21.57	24.23	26.70
流动资产合计	39.08	39.00	42.15	50.69
投资性房地产	12.15	12.32	13.29	14.13
非流动资产合计	20.25	19.31	19.76	20.59
资产总计	59.33	58.31	61.91	71.28
短期借款	0.60	0.60	1.04	5.20
应付账款	3.69	3.61	2.89	2.93
其他应付款（合计）	8.39	8.90	9.81	10.22
一年内到期的非流动负债	10.44	7.79	2.89	2.73
流动负债合计	27.62	25.40	20.78	29.65
长期借款	4.18	6.99	7.82	7.48
应付债券	0.00	0.00	6.90	7.88
非流动负债合计	6.46	8.09	16.02	17.13
负债合计	34.08	33.50	36.80	46.78
总债务	15.21	15.37	18.64	23.29
归属于母公司的所有者权益	19.39	19.06	18.99	18.68
营业收入	4.63	14.04	14.93	16.06
净利润	0.44	0.30	1.03	0.24
经营活动产生的现金流量净额	-0.64	2.44	4.30	1.68
投资活动产生的现金流量净额	-0.18	2.74	-7.28	0.11
筹资活动产生的现金流量净额	-0.39	-4.95	-6.22	5.88
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	24.97%	29.84%	34.01%	33.84%
EBITDA 利润率	-	19.70%	28.88%	26.92%
总资产回报率	-	2.90%	4.91%	2.66%
产权比率	134.97%	134.99%	146.58%	190.96%
资产负债率	57.44%	57.44%	59.45%	65.63%
净债务/EBITDA	-	0.35	0.67	1.41
EBITDA 利息保障倍数	-	2.69	3.37	4.50
总债务/总资本	-	38.25%	42.61%	48.73%
FFO/净债务	-	-4.58%	37.76%	2.68%
速动比率	0.63	0.69	0.86	0.81
现金短期债务比	1.23	1.76	4.10	2.22

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录三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。