跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1332 号

深圳香江控股股份有限公司：

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“18 香江 01”、“18 香江 02”和“19 香江 01”进行跟踪评级，确定：

深圳香江控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳香江控股股份有限公司公开发行的“18 香江 01”、“18 香江 02”和“19 香江 01”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

深圳香江控股股份有限公司
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	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 香江 01	1.00 亿元	4 年（2+2）	AA	AA	2019.5.21
18 香江 02	1.50 亿元	4 年（2+2）	AA	AA	2019.5.21
18 香江 01	1.50 亿元	4 年（2+2）	AA	AA	2019.5.21

跟踪评级时间：2020 年 6 月 10 日

主要财务数据：

发行人-深圳香江控股股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	201.78	218.25	232.43	227.98
所有者权益（亿元）	81.61	54.37	56.74	56.79
长期债务（亿元）	14.83	29.36	30.83	28.81
全部债务（亿元）	32.10	72.95	58.96	50.55
营业收入（亿元）	47.11	41.64	49.27	3.92
净利润（亿元）	8.76	4.15	4.69	-0.61
EBITDA（亿元）	15.02	12.20	14.71	--
经营性净现金流（亿元）	4.44	-29.45	32.80	-0.47
营业利润率（%）	39.71	39.08	39.01	27.80
净资产收益率（%）	13.02	6.11	8.44	--
资产负债率（%）	59.56	75.09	75.59	75.09
全部债务资本化比率（%）	28.23	57.30	50.96	47.09
流动比率（倍）	1.47	1.26	1.26	1.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.47	0.17	0.25	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.42	3.05	2.79	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.76	3.05	3.68	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 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. 2020 年一季度数据未经审计；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2019 年，深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）房地产板块收入稳步增长，销售回款率提升明显，土地储备较为充裕，有息债务规模有所下降，经营性现金流有所改善，收入实现质量较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房地产业务面临调控风险、部分商贸项目去化较慢、2019 年未新增土地储备、短期债务规模仍占比较大、债务面临一定集中到期和回售压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，未来，随着在建项目的销售和结转，公司的盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. **跟踪期内，公司营业收入稳步增长，毛利率维持较高水平。**2019 年，公司营业收入稳步增长，毛利率维持较高水平；签约销售金额和销售回款提升明显。

2. **公司有息债务规模有所下降，现金流有所改善。**2019 年，公司有息债务规模有所下降，经营性现金流有所改善，短期偿债能力有所增强

3. **公司投资性房地产有一定升值的空间，资产受限比例低。**公司投资性房地产以成本计量，有一定升值空间；公司资产受限比例较低，尚有一定的再融资空间。

关注

1. **房地产调控政策下，公司部分住宅和商**

贸物业有一定去化压力。房地产政策面临局部性调整，房地产企业受各项调控政策的影响较大；公司部分住宅和商贸流通物业有一定去化压力；成都和香河项目体量较大，出租率不高。

2．**公司 2019 年未拿地，未来可持续发展能力面临一定不确定性**。公司 2019 年未新增土地储备，新开工面积下降明显，未来可持续发展能力面临一定不确定性。

3．**公司存在的一定短期偿债压力**。公司短期债务占比仍较大，存在一定的短期偿债压力。

4．**公司房地产业务开发规模相对较小，未来发展或将受限。**公司房地产业务开发规模相对较小，在资源向头部房企集中的趋势下，未来发展或将受到一定限制。

分析师

卢　瑞　登记编号（R0040219010003）
王　臻　登记编号（R0040219080002）

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：

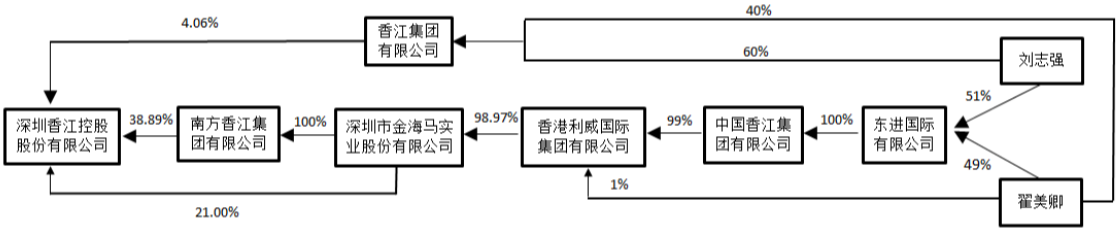
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）前身是 1993 年 3 月 26 日经山东临沂地区体制改革委员会临体改〔1993〕第 28 号文批准，由山东临沂工程机械厂独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 7,000 万人民币。1998 年 5 月 18 日，经中国证券监督管理委员会批准，公司向社会公开发行人民币普通股 3,500 万股；1998 年 6 月 9 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易；公司股票简称：香江控股，股票代码：600162.SH。2002 年 12 月 25 日，公司控股股东山东工程机械集团有限公司（以下简称“山工集团”）与南方香江集团有限公司（以下简称“南方香江”）签署《国有股转让协议》，山工集团将持有的公司国有股 6,595 万股（占股份总数的 37.50%）中的 5,095 万股（占股份总数的 28.97%）转让给南方香江。股权转让完成后，南方香江持有 5,095 万股，占公司股份总数的 28.97%，成为公司第一大股东。

历经多次股权转让、定向增发、转增和送股以及吸收合并，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 33.95 亿元，其中南方香江持股比例为 38.89%，为公司的控股股东。截至 2020 年 3 月底，公司实际控制人为刘志强先生和翟美卿女士（双方为夫妻关系），公司控股股东南方香江及其一致行动人持有的公司股份不存在质押情况。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围未发生变化。截至 2019 年底，公司拥有在职员工 3,798 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 232.43 亿元，负债合计 175.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.34 亿元。2019 年，公司实现营业收入 49.27 亿元，净利润（含少数股东权益）4.69 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 227.98 亿元，负债合计 171.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 53.44 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-0.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.50 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区金田路皇岗商务中心 1 号楼 3406A 单元；法定代表人：翟美卿。

二、债券发行及募集资金使用情况

1．18 香江 01

深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券（以下简称“18 香江 01”），证券代码为 143494.SH，

发行起始日期为 2018 年 3 月 9 日。债券实际发行总额为 9.10 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2018 年 3 月 9 日起至 2022 年 3 月 9 日止；票面利率为 7.90%，第 2 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。公司已将全部募集资金用于偿还银行贷款和利息，截至 2019 年底，募集资金用途与募集说明书一致。

2020 年 3 月 9 日，“18 香江 01”面临到期回售，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对“18 香江 01”公司债券在本次回售申报期（2020 年 2 月 19 日至 2020 年 2 月 25 日）的回售申报统计，本次回售申报的有效数量为 760,000 手（1 手为 10 张），回售金额为 760,000,000 元（不含利息）。公司已于 2020 年 3 月 9 日支付自 2019 年 3 月 9 日至 2020 年 3 月 8 日期间的利息，并完成回售，回售金额 7.60 亿元。本次回售实施完毕后，“18 香江 01”公司债券在上海证券交易所上市并交易的数量为 150,000 手（面值为人民币 150,000,000 元）。

2．18 香江 02

深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券（第二期）（以下简称“18 香江 02”），证券代码为 143841.SH，发行起始日期为 2018 年 9 月 27 日。债券实际发行总额为 1.50 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2018 年 9 月 27 日起至 2022 年 9 月 27 日止；票面利率为 7.90%，第 2 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。公司已将全部募集资金用于偿还银行贷款和利息，截至 2019 年底，募集资金用途与募集说明书一致。

“18 香江 02”已于 2019 年 9 月 27 日支付自 2018 年 9 月 27 日至 2019 年 9 月 26 日期间的利息。截至 2020 年 3 月底，“18 香江 02”尚未到第二个付息日。

3．19 香江 01

深圳香江控股股份有限公司 2019 年公司债券（第一期）（以下简称“19 香江 01”），证券代码为 155327.SH，发行起始日期为 2019 年 5 月 30 日。债券实际发行总额为 1.00 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2020 年 5 月 31 日起至 2023 年 5 月 31 日止；票面利率为 8.10%，第 2 年末附公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。公司已将本期全部募集资金用于偿还银行贷款，不用于项目及购置土地。截至 2019 年底，募集资金用途与募集说明书一致。

截至 2020 年 3 月底，“19 香江 01”尚未到第一个付息日。

表1　本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	证券代码	发行规模	债券余额	期限	票面利率（当期）
18 香江 01	143494.SH	9.10	1.50	4（2+2）	7.90
18 香江 02	143841.SH	1.50	1.50	4（2+2）	7.90
19 香江 01	155327.SH	1.00	1.00	4（2+2）	8.10
合计	--	**11.60**	**4.00**	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

三、行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增

长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（2）行业政策

2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。2020年一季度，国家坚持“房住不炒”定位，地方因城施策较灵活。

2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。”2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（3）行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

（4）未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

2. 家居流通行业

受房地产调控政策的影响，2019年家居产量受到一定影响，但市场总体需求平稳。家居建材行业有继续向龙头集中的趋势。

目前，我国家居流通行业离散度较高，市场整体以区域家居企业为主导，区域性企业已经在当地培育了良好的消费忠诚度。家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。受全国房地产调控

加码和电商冲击等因素影响，2019 年，中国家具类零售额达到 1,970 亿元，较上年同期相比增长 5.10%。近 5 年来，全国建材家居景气指数（BHI）呈波动下降趋势。

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入行门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。近年来由于海外市场的急剧萎缩使得我国家具生产出现明显的产能过剩，国内快速增长的需求在短期内难以弥补因出口快速下降而出现的供给过剩。2019 年全国家具制造业产量 89,698.50 万件，同比下降 1.40%，家具产量增速近几年有所放缓，在房住不炒的定位下，建材家居市场仍面临较大压力。未来家居流通行业将面临升级转型，逐渐走向差异化，行业集中度也将提升。

四、管理分析

公司高管层整体运行较为平稳，履职正常。

2019年5月17日，公司召开2018年度股东大会审议通过了《关于董事会换届选举的议案》《关于监事会换届选举的议案》等议案，选举翟美卿女士、修山城先生、翟栋梁先生、刘根森先生、范菲女士、陆捷女士、刘运国先生、王咏梅女士、谢家伟女士为公司第九届董事会董事，选举刘昊芸女士、陈昭菲女士为公司第九届监事会监事。2019年5月20日，公司召开第九届董事会第一次会议、监事会第一次会议及职工代表大会，聘任翟美卿女士为公司总经理，聘任王晶先生为公司董事会秘书，聘任翟栋梁先生、范菲女士、陆捷女士为副总经理，聘任谈惠明先生为财务总监；选举鲁朝慧女士、吴光辉先生为公司职工监事。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，受商品房、商铺及写字楼销售收入增加的影响，公司营业收入有所增长，毛利率处于较高水平。

2019 年，公司主营业务仍为房地产开发销售与家居流通平台运营，其中房地产开发销售着重于中高档住宅开发和商贸地产开发销售，家居流通平台运营主要为家居商贸城的招商运营业务。2019 年，公司实现营业收入 49.28 亿元，同比增长 18.35%，主要系商品房、商铺及写字楼销售收入大幅增长所致。

表 2　2017－2019 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房、商铺及写字楼销售	**22.26**	**51.60**	**53.77**	**23.23**	**55.80**	**54.63**	**33.61**	**68.20**	**52.55**
商贸流通运营	**17.32**	**40.15**	**56.44**	**13.83**	**33.21**	**53.42**	**10.92**	**22.16**	**56.34**
其中：商贸运营	11.22	26.01	58.99	11.38	27.33	53.70	10.84	22.00	56.31
商贸物流基地商业物业销售	6.10	14.14	51.74	2.45	5.88	52.12	0.08	0.16	61.01
其他	**3.56**	**8.25**	**27.93**	**4.57**	**10.98**	**33.48**	**4.75**	**9.64**	**35.27**
合计	**43.14**	**100.00**	**52.07**	**41.64**	**100.00**	**51.91**	**49.28**	**100.00**	**51.73**

注：其中“商贸运营”是指投资性房地产的租金收入及相应管理费收入。
资料来源：公司提供，联合评级整理。

从收入构成来看，2019 年公司营业收入结构变化不大，收入主要来源于商品房、商铺及写字楼销售收入，占比较上年上升了 12.40 个百分点。2019 年商品房、商铺及写字楼销售收入 33.61 亿元，同比增长 44.68%，主要系公司销售结转项目增加所致。商贸流通运营业务中，商贸运营收入 10.92 亿元，同比下降 21.04%，主要系公司调整板块布局，商业物业销售规模下降所致。商贸物流基地商业物业销售收入 0.08 亿元，同比下降 96.73%，主要系公司 2019 年无大规模项目结转所致。公司其他业务收入同比变化不大。

从毛利率情况来看，商品房、商铺及写字楼销售板块毛利率较上年下降了 2.08 个百分点，主要系公司上年度结转项目毛利率较高所致；商贸流通运营毛利率上升了 2.92 个百分点，主要系公司商贸运营成本减少所致；其他业务毛利率上升 1.79 个百分点，主要系物业管理和学校经营收入占比变化所致。综上，公司综合毛利率为 51.91%，较上年下降 0.18 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，同比下降 26.56%，主要系受新冠肺炎疫情影响，公司商业租金收入下降所致。

2. *房地产板块*

（1）土地储备

公司土地储备以住宅和商业用地为主，土地储备相对充裕；土地储备主要集中在一二线城市，2019 年，公司未新增土地储备，需关注公司未来可持续发展能力。

公司通过“招拍挂”、股权并购、合作开发等方式获取土地储备，以招拍挂为主。2019 年，由于未有合适地块，公司未新增土地储备。截至 2019 年底，公司持有土地储备权益计容面积 272.22 万平方米，公司土地储备统计口径按照未动工的土地面积计算，可满足公司 3－4 年开发需求，土地储备相对充足，但公司 2019 年未新增土地储备，需关注未来可持续发展能力。公司土地储备中，一线城市（广州）占比 31.92%，二线城市（天津、成都、郑州）占比 51.86%，三四线城市占比 16.22%。公司土地储备主要为住宅及商业用途，以出售为主，商业部分公司根据市场情况决定是否出租及出租比例。

表 3　截至 2019 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	物业类型	占地面积	计容面积	享有权益	权益计容面积
番禺锦绣香江	广州	住宅	17.44	32.05	51.00	16.35
增城翡翠绿洲	广州		6.09	10.09	100.00	10.09
南昆山锦绣香江项目	广州		12.75	8.49	45.90	3.90
大封门项目	广州		10.71	5.34	100.00	5.34
小桥头项目	广州		0.36	0.60	100.00	0.60
蝴蝶洲项目	广州		4.51	7.70	100.00	7.70
武汉锦绣香江	鄂州		13.53	32.48	100.00	32.48
株洲锦绣香江	株洲		7.45	14.91	100.00	14.91
连云港锦绣香江	连云港		2.14	6.75	100.00	6.75
句容项目	句容		3.23	3.56	100.00	3.56
天津项目	天津		80.37	147.73	67.00	98.98
成都紫钻	成都		3.87	11.24	100.00	11.24
小计			**162.45**	**280.94**	--	**211.90**
成都香江全球家居 CBD	成都	商业	7.88	26.20	100.00	26.20
郑州项目	郑州		4.82	6.56	100.00	6.56
洛阳项目	洛阳		9.01	10.81	100.00	10.81

新乡项目	新乡		4.97	10.58	100.00	10.58
聊城项目	聊城		2.89	6.17	100.00	6.17
小计			**29.57**	**60.32**	--	**60.32**
合计			**192.02**	**341.26**	--	**272.22**

注：公司土地储备统计口径按照未动工的土地面积计算
资料来源：公司提供

（2）房地产开发

2019 年，公司开工力度有所下降，新开工面积有所回落；公司在建项目主要分布在一二线城市。

公司开发的项目主要为大型综合性住宅社区和商业地产两大类，以住宅地产为主，商业地产为辅，其中商业地产主要为家居建材卖场，住宅项目主要针对改善型需求客户。2019 年新开工面积 62.10 万平方米（新开工面积是计划建筑的面积，与实际会有少许偏差），较上年下降 34.69%，主要系公司开发力度有所放缓所致；竣工面积 59.96 万平方米，较上年增长 172.17%。截至 2019 年底，公司在建面积 172.24 万平方米，较上年变化不大。公司新开工面积下降较大。

表4　2017－2019年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	67.92	95.08	62.10
竣工面积	93.36	22.03	59.96
在建面积	97.05	170.10	172.24

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年底，公司在建房地产项目共计 8 个，以住宅为主，在建房地产项目建筑面积合计 153.82 万平方米。从区域分布来看，以一二线城市布局为主。在建项目预计仍需资金支出 20 亿元（不含已结转或支付的资金 59 亿元）左右。

表 5　截至 2019 年底在建项目基本情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	类型	建筑面积	权益占比
增城翡翠绿洲	广州	住宅	37.86	100.00
恩平锦绣香江	恩平		8.83	100.00
武汉锦绣香江	武汉		16.64	100.00
株洲锦绣香江	株洲		8.25	100.00
常德锦绣香江	常德		9.73	100.00
天津项目	天津		43.34	67.00
连云港锦绣香江	连云港		10.68	100.00
如东项目	南通		18.49	100.00
小计	--		**153.82**	--
来安项目	滁州	商业	12.47	51.00
新乡项目香江城市广场	新乡		5.95	100.00
小计	--	--	**18.43**	--
合计	--	--	**172.25**	--

注：表中合计建筑面积为住宅+商业
资料来源：公司提供

（3）房地产销售

2019 年，公司签约销售面积和销售金额大幅增长，公司待售项目规模尚可，其中广州南昆山、常德和天津的住宅项目存在一定去化压力。

2019 年，公司加大销售推盘力度，实现房地产签约销售面积约 58.56 万平方米，较上年增长 57.56%；销售均价 1.08 万元/平方米，较上年提升明显。2019 年，得益于销售面积和销售均价的增加，公司签约销售金额约 63.25 亿元，较上年增长 94.44%。2019 年，公司加大交付力度，实现房地产结转面积约 34.42 万平方米，较上年有所上升；结转收入金额约 33.68 亿元，较上年增长 31.54%，主要系本年度项目集中交房所致。2019 年，公司销售回款率 99.99%，较上年提升 8.77 个百分点，回款率提升明显，回款情况较好。

表 6　2017－2019 年公司房地产销售情况（单位：个、万平方米、亿元、%、万元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
预售项目	13	15	14
签约销售面积	32.11	35.24	58.56
签约销售金额	27.45	32.53	63.25
签约销售回款率	93.02	91.22	99.99
签约销售均价	0.85	0.92	1.08
结转面积	23.51	28.55	34.42
结转收入	28.35	25.68	33.68

注：签约回款率包含跨期回款。
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在售项目中已取得预售证的待售面积合计 87.08 万平方米，待售面积规模尚可。公司可售项目中，按待售面积计算一线城市（广州）占比 51.03%，二线城市（天津、成都、长沙）占比 29.88%，三四线城市占比 19.09%，以广州和天津为主。公司在售项目去化率 40.23%，去化率一般；位于常德的项目和广州南昆山项目去化率不及预期，一方面系当地需求不足，去化有一定压力；另一方面，常德项目销售时间不长。在售项目中，位于天津和成都的项目销售均价较低，主要系项目所在地区域位置较偏远所致。

表 7　截至 2019 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、万元/平方米）

地区	项目	类型	已取得预售证的面积	已售面积	销售均价	已取得预售证未售面积
广州	增城项目	住宅	39.62	9.00	2.37	30.62
广州	番禺项目		7.46	0.24	4.50	7.22
广州	南昆山项目		5.20	1.04	2.22	4.16
恩平	恩平项目		3.42	1.51	0.56	1.91
鄂州	鄂州项目		11.16	8.74	0.90	2.42
来安	来安项目		9.96	6.80	0.79	3.16
常德	常德项目		5.49	4.09	0.91	1.40
株洲	株洲项目		7.13	2.56	0.63	4.57
连云港	连云港项目		11.48	9.16	0.56	2.32
天津	天津项目		31.77	10.66	0.81	21.11
成都	成都项目		0.43	0.11	0.50	0.32
如东	南通项目		5.39	4.55	1.16	0.84
小计			**138.51**	**58.46**	--	**80.05**

广州	南沙项目	综合体	2.44	0.00	1.80	2.44
长沙	长沙高岭国际商贸城	商业	4.73	0.14	1.40	4.59
小计			**7.17**	**0.14**	**--**	**7.03**
合计			**145.68**	**58.60**	**--**	**87.08**

注：1. 公司天津项目位于天津市宝坻区，销售均价较天津市区有一定差距；2. 公司新拿增城项目补缴地价款系 25 万方调规用地，为增城项目第 16 期。
资料来源：公司年报

3. 商贸运营板块

公司商贸运营可为公司提供较稳定的现金流，但华北和西南地区的项目总体出租率不高。

商贸运营板块下，公司主要通过将物业出租给从事家具销售的个体商户收取租金，并通过对入驻商户提供营销人员培训、商场收银、广告促销及售后服务等综合管理服务，进而对个体商户收取管理费以获取收益。

2019 年，公司实现租金收入合计 6.34 亿元，管理费收入 4.14 亿元，租金和管理费收入为公司整体经营发展提供了较稳定的现金流。从区域分布来看，公司商贸城分布较广泛，在广州、深圳、上海、天津等 23 个城市均涉及相关业务。截至 2019 年底，公司商业物业可租面积合计 216.21 万平方米，已租面积合计 155.56 万平方米。华北地区出租率不高，主要受香河项目体量较大、需求不足的影响；西南地区出租率不高，主要受成都项目体量较大，需求不足以及区位因素影响。2019 年，公司租金收入和管理费收入较上年变化不大，租金和管理费收入为公司整体经营发展提供了较稳定的现金流。

表8　2019年公司商贸运营情况（单位：万平方米、%、亿元）

区域	城市	可租面积	已租面积	出租率	租金收入	管理费收入
华北	沈阳、天津、长春、青岛、廊坊、保定	47.26	26.72	57.00	1.74	0.44
华中	南昌、武汉、新乡、洛阳、郑州、长沙、株洲	63.94	52.27	82.00	1.87	0.57
华南	广州、韶关、珠海、东莞、深圳、汕头、惠州、增城	58.71	50.34	86.00	2.31	2.73
华东	上海、无锡、聊城	5.81	4.83	83.00	0.24	0.20
西南	成都	40.49	21.40	53.00	0.18	0.20
合计	**--**	**216.21**	**155.56**	**72.00**	**6.34**	**4.14**

资料来源：公司提供

4. 其他业务

公司物业管理在管规模尚可，收入稳步增长。

公司其他业务主要是物业管理，公司为保证房地产项目的质量和为入驻业主提供优质的物业服务，公司所有的住宅项目和大部分商业地产项目均由下属的物业管理公司负责相关物业管理。截至 2019 年底，公司管理物业面积合计 467 万平方米。物业管理费成本结算以月结为主，对入驻业务的结算也采用月结方式；2019 年，公司实现物业管理费收入 4.75 亿元，同比增长 3.94%，变化不大。

5. 经营关注

公司部分在售项目存在一定去化压力

公司部分在售项目存在一定去化压力；同时公司土地储备和在建项目部分位于三四线城市，三

四线城市人口、产业等缺乏支撑以及棚改货币化收紧，需关注后续项目去化情况。

公司香河和成都的商贸项目体量较大，出租率较低

公司香河和成都的商贸项目体量较大，当地需求不足，出租率处于较低水平。

公司房地产业务开发规模相对较小，未来发展或将受限

公司房地产业务开发规模相对较小，在资源向头部房企集中的趋势下，未来发展或将受到一定限制。

6. 未来发展

公司未来着力于不断提升经营效率，发展战略切实可行。

公司以城市生活平台服务商为定位，致力于满足人们对美好居家生活的向往。在产业上公司采用城市发展、家居商贸双轮驱动模式，并通过科创、健康产业融合升级打造城市产业新的增长点，通过互联网新技术、新模式融合升级家居商贸产业。在公司经营上，以现金流管理为主要抓手，提高资金回款率、资产周转率，不断提升经营效率。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018－2019 年度合并财务报表均已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告；2020 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的最新《企业会计准则》以及后续修订的会计准则及相关规定编制。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 232.43 亿元，负债合计 175.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益 53.34 亿元。2019 年，公司实现营业收入 49.27 亿元，净利润（含少数股东权益）4.69 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 4.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 32.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.58 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 227.98 亿元，负债合计 171.19 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 53.44 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-0.47 亿元，现金及现金等价物净增加额-9.50 亿元。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模持续增长，公司资产以流动资产为主，存货中开发产品规模较大，公司房地产项目部分位于三、四线城市，需关注存货去化情况；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定的升值空间。公司受限比例较低，整体资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司资产规模为 232.43 亿元，较年初增长 6.50%，主要来自流动资产的增长。其中流动资产占比 78.47%，非流动资产占比 21.53%，以流动资产为主。资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年底，公司流动资产为 182.39 亿元，较年初增长 7.93%，主要系货币资金和存货增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产以货币资金（占比 20.45%）和存货（占比 72.05%）为主。

截至 2019 年底，公司货币资金 37.29 亿元，较年初增长 40.91%，主要系公司销售回款增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 97.10%）和其他货币资金构成（占比 2.87%）。公司货币资金中受限金额为 5.86 亿元，占 15.71%，为银行贷款质押存款、诉讼冻结存款、未结按揭贷款余额保证

金、履约保证金及农民工工资保证金等，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 131.42 亿元，较年初增长 1.98%，变化不大。公司存货主要由开发成本（占 55.81%）、开发产品（占 35.63%）和拟开发土地（占 8.45%）构成。存货中受限部分账面价值为 4.60 亿元（占存货余额 3.48%），系用于借款抵押，存货受限比例低；受当地市场环境和政府政策等影响，公司累计计提存货跌价准备 0.90 亿元，计提比例较小。公司存货中开发产品规模较大，需关注公司项目去化情况。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 50.04 亿元，较年初增长 1.59%，变化不大；公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 65.94%）、固定资产（占比 15.35%）和递延所得税资产（占比 9.05%）构成。

公司投资性房地产以成本模式计量，截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值为 33.00 亿元，较年初增长 6.86%；其中使用受限部分账面价值为 18.41 亿元，系用于借款抵押，占比 55.79%，受限比例较高。公司投资性房地产按照成本模式计量，存在一定增值空间。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 7.68 亿元，较年初下降 12.67%，主要系房屋处置和转入待售所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 95.44%）构成，固定资产成新率为 49.09%，成新率一般。公司受限固定资产 3.03 亿元，受限比率为 39.45%。

截至 2019 年底，公司递延所得税资产总额为 4.53 亿元，较年初下降 9.65%，主要系公司计提未支付的土地增值税减少所致。

截至 2019 年底，公司受限资产 31.95 亿元，占总资产比重为 13.75%，主要为货币资金和投资性房地产受限，受限程度一般。受限资产详情如下表。

表9　截至2019年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	5.86	2.52	银行贷款质押存款、诉讼冻结存款、未结按揭贷 款余额保证金、履约保证金及农民工工资保证金等
存货	4.60	1.98	借款抵押
固定资产	3.03	1.30	借款抵押
无形资产	0.04	0.02	借款抵押
投资性房地产	18.41	7.92	借款抵押
合计	**31.95**	**13.75**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 227.98 亿元，较年初下降 1.91%。公司流动资产合计 178.48 亿元，较年初下降 2.15%，主要系货币资金减少所致；公司非流动资产合计 49.50 亿元，较年初下降 1.07%；仍以流动资产为主。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

公司负债以流动负债为主，2019 年有息债务规模有所下降，债务结构有所优化，整体债务水平可控，但短期债务规模仍较大，或将存在一定的短期偿债压力。

截至 2019 年底，公司负债合计 175.69 亿元，较年初增长 7.20%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 82.13%，非流动负债占比 17.87%，公司负债以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 144.29 亿元，较年初增长 7.72%，主要系应付账款、预收款

项和其他流动负债增长所致。截至 2019 年底，公司流动负债以应付账款（占比 20.28%）、预收款项（占比 36.01%）、其他应付款（占比 10.22%）、一年内到期的非流动负债（占比 16.33%）和其他流动负债（占比 10.65%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款 3.03 亿元，较年初下降 85.14%，主要系信用借款大幅减少所致。截至 2019 年底，公司应付账款为 29.26 亿元，较年初增长 19.42%，主要系应付建筑工程款增加所致，公司应付账款账龄以 1 年以内的为主，占比 92.41%。截至 2019 年底，公司预收款项 51.96 亿元，较年初增长 62.38%，主要系当年签约销售金额增长所致。截至 2019 年底，公司其他应付款余额 14.75 亿元，较年初增长 4.33%，主要系往来款增加所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 23.56 亿元，较年初增长 6.80%，主要系一年内到期的保证、抵押和质押借款和应付债券增加所致。截至 2019 年底，公司其他流动负债合计合计 15.37 亿元，较年初增长 23.09%，以计提的土地增值税增加为主。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 31.39 亿元，较年初增长 4.90%，主要系长期借款大幅增加所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比 95.05%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款余额 29.84 亿元，较年初增长 58.77%，主要为抵押和保证借款（占 54.39%）和保证、抵押和质押借款（占 16.02%）。从长期借款的到期期限看，2021 年到期占比 40%，2022 年到期占比 38%，2023 年及以后到期的占比 22%，期限分布较平均。

截至 2019 年底，公司应付债券 1.00 亿元，较年初下降 90.57%，主要系公司发行的“13 香江债”到期所致。2020 年 3 月 9 日，公司“18 香江 01”已完成到期回售，回售金额 7.60 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 171.19 亿元，较年初下降 2.56%，变化不大；其中流动负债占 82.75%、非流动负债占 17.25%，仍以流动负债为主。公司负债结构较为稳定。

截至 2019 年底，公司全部债务 58.96 亿元，较年初下降 19.18%，主要系短期债务减少所致，其中短期债务占 47.71%，长期债务占 52.29%，短期债务占比有所下降，债务期限结构较上年有所优化。截至 2019 年底，公司资产负债率为 75.59%，较年初增加 0.50 个百分点，变化不大；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.96%和 35.21%，较年初分别下降 6.34 个百分点和提高 0.15 个百分点，公司整体有息债务规模有所下降，债务负担水平变化不大，整体尚属适中水平。

表 10　截至 2019 年底公司有息债务剩余期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	小计
短期借款	3.03	--	--	--	**3.03**
应付票据	1.54	--	--	--	**1.54**
一年内到期的非流动负债	23.56	--	--	--	**23.56**
长期借款	--	11.99	11.39	6.46	**29.84**
应付债券（若行权时全部回售）	--	1.00		--	**1.00**
应付债券（若行权时全部不回售）	--	--	--	1.00	**1.00**
合计（若行权时全部回售）	**26.59**	**12.99**	**11.39**	**6.46**	**58.96**
合计（若行权时全部不回售）	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 50.55 亿元，较年初下降 14.27%，主要系长期借款减少所致；其中，短期债务占 43.00%，长期债务占 57.00%，债务结构有所优化。截至 2020 年 3 月底，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分别为 75.09%、47.09%和 33.66%，分别较上年末下降 0.50 个百分点、3.87 个百分点和 1.55 个百分点，公司债务负担较年初有所下降。总体看，公司有息债务规模有所减少，以长期债务为主，债务结构有所优化，公司债务负担尚处可控水平。

所有者权益

公司所有者权益中股本占比较高，所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年底，公司所有者权益 56.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 53.34 亿元，少数股东权益 3.40 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 63.66%，资本公积占比 1.10%，盈余公积占比 2.20%，未分配利润占比 32.27%。公司股本占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 56.79 亿元，较年初增长 0.09%，变化不大；截至 2020 年 3 月底，公司归属于母公司的所有者权益 53.44 亿元（占 94.10%），其中股本占 63.54%，未分配利润占 32.40%，公司股本占比较高，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2019 年，受公司房地产项目结转收入增加的影响，公司营业收入有所增长，盈利指标有所提升，公司整体盈利能力有所增强。

2019 年，公司实现营业收入 49.27 亿元，同比增长 18.35%，主要系本年度结转项目增长所致；实现营业利润为 7.85 亿元，同比增长 19.56%；公司实现净利润 4.69 亿元，同比增长 12.92%。

从期间费用来看，2019 年，公司期间费用总额为 11.66 亿元（其中销售费用占 29.82%、管理费用占 34.58%、财务费用占 35.60%），同比增长 6.64%，主要系财务费用增长所致；其中销售费用 3.48 亿元，同比下降 1.07%；财务费用 4.15 亿元，同比上升 22.44%，主要系本期利息费用增加所致；管理费用 4.03 亿元，同比增长 0.07%，变化不大。

从各项盈利指标来看，2019 年，公司营业利润率为 39.01%，同比下降 0.07 个百分点，变化不大；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.87%、5.68%和 8.44%，较上年分别提升 1.29 个百分点、0.79 个百分点和 2.33 个百分点，盈利能力有所增强。从指标上看，公司整体盈利能力尚可。

2019 年，公司投资收益 0.25 亿元，同比下降 65.46%，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅减少所致；资产处置收益 0.73 亿元，同比增长 42.90%，主要系公司长期资产处置利得同比大幅增长所致。2019 年，公司营业外收入 0.15 亿元，同比增长 39.72%，营业外收入占利润总额比重为 1.90%，对利润影响不大。综上，公司非经常性损益对利润总额的影响不大。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.92 亿元，同比下降 26.26%；实现净利润-0.61 亿元，同比由正转负，主要系受疫情影响，公司销售进度放缓，同时商业项目对商户免收 1 个月租金和管理费所致。

5．现金流

公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，公司 2019 年未投资拿地，投资活动净现金流由负转正，公司筹资前现金流由负转正，现金流有所改善。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 76.46 亿元，较上年增长 64.01%，主要系房地产销售回款增加所致；经营活动现金流出 43.66 亿元，较上年下降 42.61%，主要系支付各项税费增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 32.80 亿元，较上年净流出转为净流入。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 1.81 亿元，较上年下降 59.94%，主要系同期收回投资减少所致；投资活动现金流出 1.10 亿元，较上年下降 96.17%，主要系 2019 年公司投资拿地方式减少所致。2019 年，公司投资活动现金净流入 0.71 亿元，较上年净流出转为净流入。2019 年，公司筹资前现金流为 33.52 亿元，由负转正。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 37.07 亿元，较上年下降 31.72%，主要系公司融资规模有所下降所致；筹资活动现金流出 63.00 亿元，较上年增长 138.68%，主要系偿还到期债务所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 25.93 亿元，较上年净流入转为净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-0.47 亿元，同比由正转负，主要系销售商品、提供劳务导致的经营现金流入减少所致；投资活动产生的现金流量净额 0.38 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-9.42 亿元。

6．偿债能力

公司短期偿债能力有所增强，长期偿债能力指标表现一般，考虑到公司签约销售面积和销售金额稳步增长，商贸运营租金收入稳定，随着公司在建项目逐步实现销售，公司偿债能力将进一步增强。

从短期偿债能力指标看，2019 年，公司流动比率维持稳定，为 1.26 倍，速动比率由年初的 0.30 倍提高至 0.35 倍，流动性尚可。现金短期债务比由年初的 0.61 倍提高至 1.33 倍，现金类资产对短期债务保护程度有所提升。整体看，公司短期偿债能力有所增强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 14.71 亿元，同比增长 20.60%，其中利润总额占 53.91%，计入财务费用的利息支出占 33.15%，折旧占 9.62%。2019 年，EBITDA 利息保障倍数由上年的 3.05 倍下降至 2.79 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.17 倍提高至 0.25 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司的长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 65.58 亿元，已使用 52.58 亿元，尚未使用授信额度 13.00 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保金额为 6,500 万元，为对湖南香江红星美凯龙有限公司的担保，担保起始日 2017 年 7 月，到期日 2020 年 7 月。

截至 2019 年底，公司金额超过 500 万元的重大诉讼主要为合同纠纷案，公司作为原告未决诉讼 2,458.55 万元。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：91440300267146826U），截至 2020 年 3 月 11 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录，过往履约情况良好。

7．母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司债务负担尚可，投资收益为其主要利润来源。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 100.38 亿元，占合并报表资产总额的 43.19%。母公司资产中流动资产占 70.71%。非流动资产占 29.29%，以流动资产为主，资产流动性较好。流动资产主要为货币资金（占 12.86%）和其他应收款（占比 84.83%）。非流动资产主要为长期股权投资（占 86.80%）和投资性房地产（占 10.07%）。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 59.76 亿元，占合并报表负债总额的 34.01%。母公司负债中流动负债占 83.79%，非流动负债占 16.21%，以流动负债为主。流动负债主要为其他应付款（占 72.26%）和一年内到期的非流动负债（占 26.37%）。非流动负债主要为长期借款（占 89.72%）和应付债券（占 10.28%）。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 40.62 亿元，占合并报表所有者权益总额

的 71.59%。所有者权益主要为实收资本（占 83.60%）、盈余公积（占 4.34%）和未分配利润（占 9.64%）。

损益方面，2019 年，母公司实现营业收入 1.10 亿元，占合并报表营业收入的 2.23%；实现净利润 2.57 亿元，占合并报表净利润的 54.80%。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流入净额-0.24 亿元，投资活动现金流入净额 24.71 亿元，筹资活动现金流入净额-29.13 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

考虑到公司作为地产开发建设与家居流通平台招商运营双轮驱动的上市企业，品牌知名度较高、家居商贸业务板块毛利水平较高，公司对“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的偿还能力仍属很强。

截至2019年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达37.37亿元，约为“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”本金（4.00亿元）的9.34倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达56.74亿元，约为三笔债券本金（4.00亿元）的14.19倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的按期偿付的保障作用很强。

2019年，公司EBITDA为14.71亿元，约为三笔债券本金（4.00亿元）的3.68倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较好。

公司2019年经营活动产生的现金流入76.46亿元，约为三笔债券本金（4.00亿元）的19.12倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

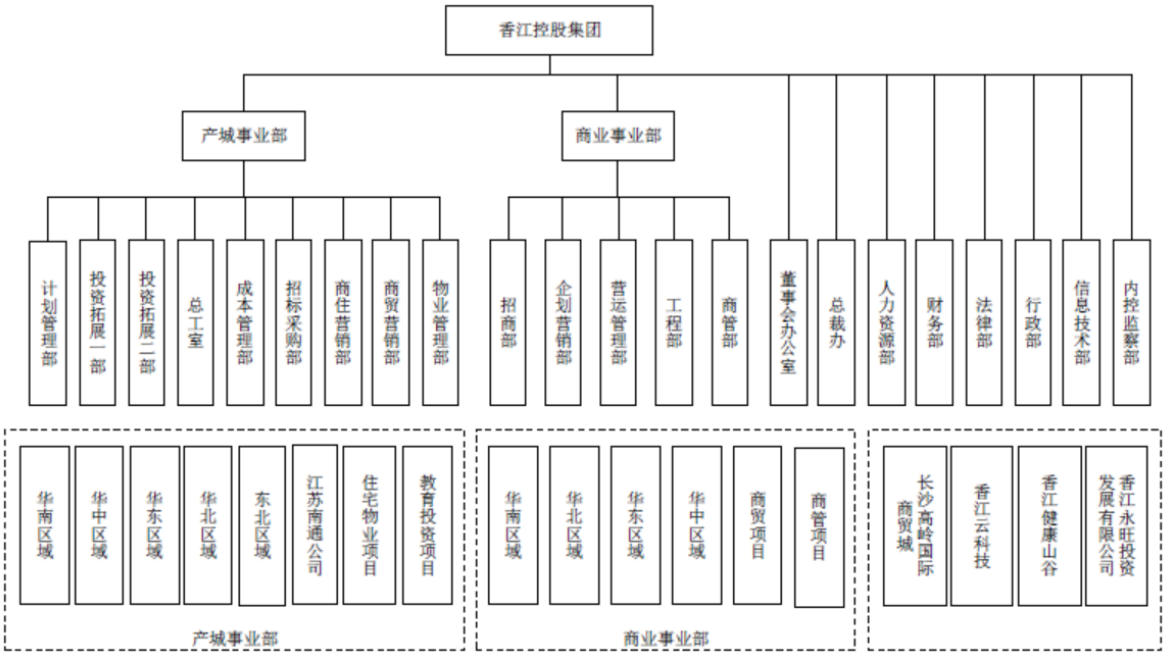
八、综合评价

2019 年，公司房地产板块收入稳步增长，销售回款率提升明显，土地储备较为充裕，有息债务规模有所下降，经营现金流有所改善，收入实现质量较好。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临调控风险、部分商贸项目去化较慢、2019 年未新增土地储备、短期债务规模仍占比较大、债务面临一定集中到期和回售压力等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，未来，随着在建项目的销售和结转，公司的盈利能力有望提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的债项信用等级为“AA”。

附件1　深圳香江控股股份有限公司组织结构图



附件 2　深圳香江控股股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	201.78	218.25	232.43	227.98
所有者权益（亿元）	81.61	54.37	56.74	56.79
短期债务（亿元）	17.27	43.60	28.13	21.74
长期债务（亿元）	14.83	29.36	30.83	28.81
全部债务（亿元）	32.10	72.95	58.96	50.55
营业收入（亿元）	47.11	41.64	49.27	3.92
净利润（亿元）	8.76	4.15	4.69	-0.61
EBITDA（亿元）	15.02	12.20	14.71	--
经营性净现金流（亿元）	4.44	-29.45	32.80	-0.47
流动资产周转次数(次)	0.34	0.26	0.28	--
流动资产周转次数（次）	0.28	0.18	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.20	0.22	--
现金收入比率（%）	88.88	104.16	147.40	302.57
总资本收益率（%）	10.71	6.58	7.87	--
总资产报酬率（%）	7.37	4.89	5.68	--
净资产收益率（%）	13.02	6.11	8.44	--
营业利润率（%）	39.71	39.08	39.01	27.80
费用收入比（%）	16.80	26.26	23.66	46.92
资产负债率（%）	59.56	75.09	75.59	75.09
全部债务资本化比率（%）	28.23	57.30	50.96	47.09
长期债务资本化比率（%）	15.38	35.06	35.21	33.66
EBITDA 利息倍数（倍）	6.42	3.05	2.79	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.47	0.17	0.25	--
流动比率（倍）	1.47	1.26	1.26	1.26
速动比率（倍）	0.64	0.30	0.35	0.30
现金短期债务比（倍）	2.94	0.61	1.33	1.28
经营现金流动负债比率（%）	4.24	-21.98	22.73	-0.33
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.76	3.05	3.68	--

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. 2020 年一季度数据未经审计；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件3　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]
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	自由负债/自有资产×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	
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+

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 4　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。