信 用 等 级 公 告

联合[2018] 063 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深圳香江控股股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年一月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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
2018年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA
发行人主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期发行规模：基础发行规模为7.00亿元，可超额配售不超过5.00亿元（含）
本期债券期限：不超过4年（含），附第2年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2018年1月15日

主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	17年6月
资产总额（亿元）	151.21	182.18	159.80	172.80
所有者权益（亿元）	26.30	54.66	52.94	76.31
长期债务（亿元）	25.37	31.32	9.46	10.17
全部债务（亿元）	48.34	48.44	26.64	28.25
营业收入（亿元）	54.49	42.33	54.10	20.80
净利润（亿元）	3.44	3.67	6.48	3.84
EBITDA（亿元）	8.18	9.56	12.38	--
经营性净现金流（亿元）	-6.97	-0.63	19.40	5.71
营业利润率（%）	27.69	34.20	30.48	38.79
净资产收益率（%）	14.30	9.07	12.04	--
资产负债率（%）	82.61	70.00	66.87	55.84
全部债务资本化比率（%）	64.76	46.98	33.47	27.02
流动比率（倍）	1.26	1.52	1.27	1.59
EBITDA全部债务比（倍）	0.17	0.20	0.46	--
EBITDA利息倍数（倍）	2.54	2.13	3.82	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.68	0.80	1.03	--

注：1、本报告中数据不加特别说明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司2017年半年度财务数据未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）的评级反映了公司作为一家上市企业，房地产开发及家居商贸运营经验丰富、品牌知名度较高；近年来公司通过资产重组实现战略转型，商贸流通业务产业链得以拓展，公司竞争力得到提升；2016年公司利润水平有所增长，经营性净现金流转为净流入；近三年公司通过非公开发行股票资本实力得到增强。同时，联合评级也关注到房地产政策趋严、公司土地储备集中度较高、若未来租金上涨将对家居商贸业务盈利能力产生一定影响、其他应收款对资金形成一定占用等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目规模较大，家居商贸业务运营经验丰富，随着在建项目的竣工结转和公司家居商贸业务的整合，公司的盈利能力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1．公司具有多年的房地产开发经验和家居商贸运营经验，“香江”系列品牌在广州地区具有较高的知名度。

2．公司通过资产重组实现战略转型，注入商贸物流资产，形成“开发建设+招商运营”双轮驱动的经营格局，商贸流通产业链得以拓展，有利于增强公司的综合竞争力。

3．2016年，公司营业收入、净利润以及签约销售金额均有所增长，经营性净现金流转为净流入。

4．公司成功进行多次定向增发股票，资本实力进一步增强；公司债务负担较轻。

5．公司货币资金较充裕；投资性房地产以成本计量，存在一定升值空间。

关注

1．房地产政策环境趋紧，且房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在一定不确定性。

2．公司目前土地储备集中度较高；存货主要位于二三线城市，随着房地产市场分化的加剧，未来销售情况存在不确定性。

3．公司在建拟建项目未来仍需较大投资，公司未来面临一定资金压力。

4．公司家居商贸业务主要为租赁自第三方物业，若未来租金上涨，将对业务盈利能力产生一定影响。

5．公司其他应收款规模较大且集中度较高，对资金形成一定占用。

分析师

冯　磊
电话：010-85172818
邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍
电话：010-85172818
邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

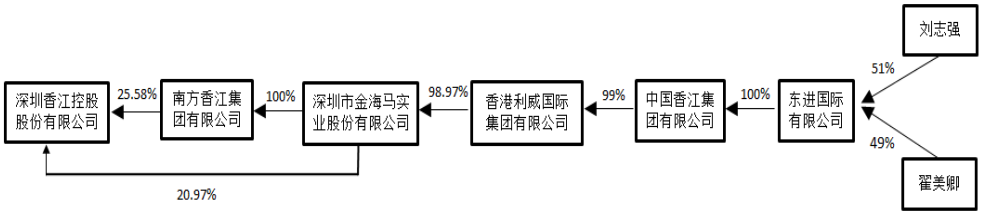
联合信用评级有限公司

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；目前公司股票简称：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 2017 年 6 月底，公司注册资本变更为 340,067.14 万元，其中南方香江持股比例为 25.58%，为公司的控股股东。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）。

图 1　截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资兴办实业（具体项目另行申报）；物业管理；从事建筑工程和装饰工程的施工（须取得相应的资质证书后方可经营）；企业形象策划；酒店管理；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）；经济信息咨询（不含限制项目）；供应链管理；仓储服务。

截至 2017 年 6 月底，公司下设地产事业部、商业事业部、内控监察部、成本管理部、财务部、法律部、信息技术部、行政部、人力资源部、总裁办等职能部门，其中地产事业部下设开发一部、开发二部、总工办、招标采购部、工程管理部、商住营销部、物业管理部 7 大部门，商贸事业部下设拓展部、招商部、企划营销部、商贸市场部、营运管理部、工程部 6 大部门；公司纳入合并范围子公司 95 家，拥有在职员工 3,439 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 159.80 亿元，负债合计 106.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 52.94 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 48.88 亿元。2016 年，公司实现营业收入 54.10 亿元，净利润（含少数股东损益）6.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.90 亿元；经营活动现金流量净额为 19.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.75 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 172.80 亿元，负债合计 96.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 71.72 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.80 亿元，净利润（含少数股东损益）3.84 亿元，其中归属于母公司所

有者的净利润为 3.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 5.71 亿元，现金及现金等价物净增加额为 15.51 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；法人代表：翟美卿。

二、本次及本期债券概况

1．本次及本期债券概况

本次债券名称为“深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券”，本次债券发行规模为不超过人民币 12 亿元，采用分期方式发行。中国证券监督管理委员会于 2017 年 6 月 9 日核准（证监许可[2017]891 号）公司向合格投资者公开发行面值总额不超过 12 亿元的公司债券。公司本期债券名称为“深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券（第一期）”，本期债券基础发行规模为 7.00 亿元，可超额配售不超过 5.00 亿元（含），期限不超过 4 年（含），附第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券向符合《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规规定的合格投资者公开发行；本期债券面值为人民币 100 元，按面值发行。本期债券票面年利率由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定，本期债券采用单利按年计息，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。

本期债券无担保。

2．本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司收入主要来源于房地产销售与商贸运营收入，其中商贸运营板块主要是指建材家居商贸城运营。公司主营业务按类别划分，分别归属于房地产行业与家居流通行业。

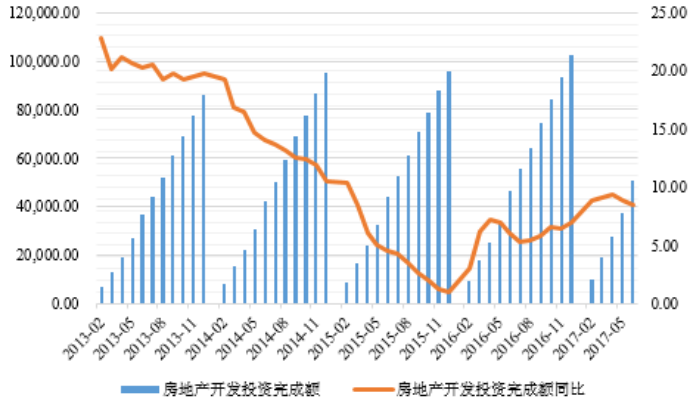
1．房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2014 年，我国房地产行业增速有所减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步实现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，增速同比大幅下滑 9.30 个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速继续同比下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704.00 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533.00 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838.00 亿元，同比增长 8.43%。

图 2　2013~2017 年 6 月全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

2017 年 1~6 月，全国房地产开发投资 50,610.00 亿元，同比增长 8.50%，增速较上年同期上升 2.40 个百分点，主要来自于土地购置费用的上升。

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；但 2016 年，房地产投资增速有所回升。

（2）市场供需

土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2014 年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年全国 300 个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比 2013 年分别减少 24%和 28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至 10%；其中，住宅类用地平均溢价率为 12%，较 2013 年同期下降 7 个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为 1,234 元/平方米，同比上涨 6%。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2%到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10%到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2%到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一线城市分别下跌 20%和 21%，三线城市分别下跌 14%和 5%；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城

市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。总体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年 1~6 月，土地市场稳中有进，全国 300 城市土地推出面积和成交面积同比微降，楼面均价和出让金均有所上涨，同比增幅均近四成；土地平均溢价率 36%，同比下降 4 个百分点。

表 1　2014~2017 年 6 月全国 300 个城市土地交易情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	135,659	113,235	103,212	45,967
同比（%）	-24	-18	-9	-4
成交面积（万平方米）	104,032	85,671	85,885	38,196
同比（%）	-28	-21	-3	-2
出让金（亿元）	23,412	21,793	29,047	15,055
同比（%）	-25	-10	31	37
楼面均价（元/平方米）	1,234	1,384	1,904	2,242
同比（%）	5	14	40	39
土地平均溢价率（%）	10	16	43	36
同比	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 4 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，在宏观调控政策影响下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平。

开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

进入 2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧；2 月 13 日，中国证券投资基金业协会发布“4 号文”，重点规范私募资管计划向热点城市普通住宅项目输血、支持房地产开发商买地或补充流动资金等行为；2 月 17 日，央行将下阶段的货币政策定调为“稳健中性”，同时强调限制信贷流向

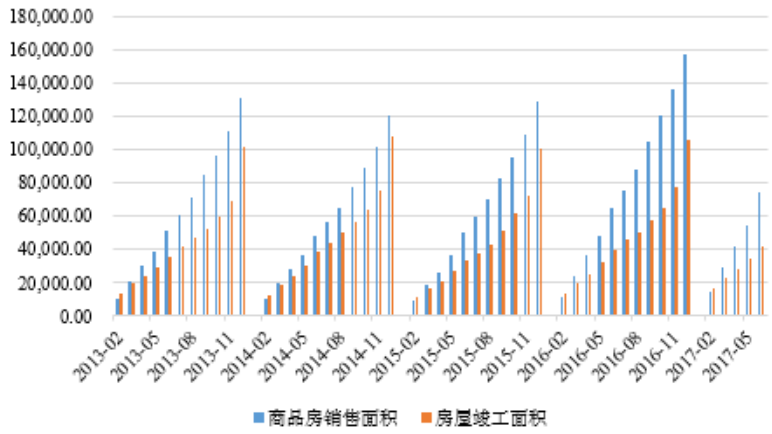
投资投机性购房；同样在 2 月 17 日证监会修订再融资规则，在债权表外融资和股权融资两方面限制了地产开发企业对于资金的需求。2017 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 75,764.55 亿元，同比增长 11.20%，增速较上年同期下降 4.40 个百分点。其中，国内贷款 13,352.05 亿元，同比增长 22.10%；利用外资 140.32 亿元，同比增长 58.90%；自筹资金 23,273.26 亿元，同比下降 2.30%；其他资金 39,034.93 亿元，同比增长 17.20%。在其他资金中，定金及预收款 23,226.00 亿元，同比增长 22.70%；个人按揭贷款 12,000.00 亿元，同比增长 6.70%。

总体看，2014 年，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧。

市场供需情况

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋紧情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%；商业营业用房竣工 12,084 万平方米，增长 11.3%。

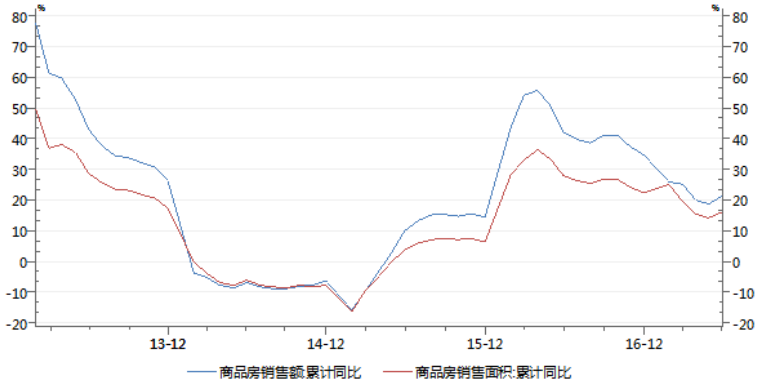
图 3　2013~2017 年 6 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

图 4　近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

进入 2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

2017年1~6月，全国商品房销售面积74,662.00万平方米，同比增长16.10%。其中，住宅销售面积增长13.50%，办公楼销售面积增长38.80%。2017年1~6月，全国房屋竣工面积41,524.01万平方米，同比增长5.00%。

总体看，在当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势，但政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市仍坚持去库存战略，从供需两端改善市场环境。

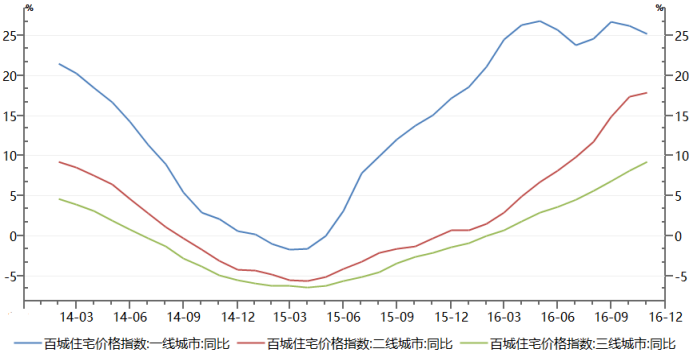
销售价格情况

从商品房销售价格看，2014 年，由于各地限购的影响持续深化，市场整体下行趋势明显，房价下跌趋势从个别城市扩展到全国，房价下跌从一手房扩展到二手房。全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

进入 2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况如下图所示。

图 5　2014~2016 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，一、二线城市进入快速上涨通道，三线城市价格进入增长通道。

（3）竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19%和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51%和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年上半年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 25.74%和 34.25%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 16.31%和 21.19%。

表 2　2014~2017 年 6 月前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	25.74
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	34.25
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	16.31
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	21.19

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显；从 2016 年全年房企销售额来看，千亿

房企阵营 12 家，2,000 亿房企增至 6 家，3,000 亿房企 3 家，2016 年恒大以 3,733.7 亿元的销售额超越万科成为行业第一。据中国指数研究院统计，2017 年上半年房企销售额情况，碧桂园、万科和恒大迈入两千亿门槛，绿地、保利、中海、融创进入千亿阵营，再次呈现强者恒强局面。

表 3　2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大集团	6	中国海外发展有限公司
2	万科企业股份有限公司	7	大连万达商业地产股份有限公司
3	碧桂园控股有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司 广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4　近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有权产住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会公开征求意见

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展。

进入2016年，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面进行调控。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高已有一套住房且相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。11月中旬，武汉、杭州、深圳、南京等地的楼市已推起第二轮调控的波澜，这一轮的调控，整体上都是在国庆调控政策的基础上，从公积金、社保和个税缴存年限、贷款比例等方面，进行了加码。11月28日，上海、天津限购政策再升级，而上海楼市政策加码“认房又认贷”，力度更是比北京、深圳更严厉。

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立

长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。进入2016年，政策环境的宽松使部分城市房地产市场快持续升温，且有上涨过快趋势，“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧。2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（5）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年6月底，按Wind资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为76.80%，较2016年底提高了0.04个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策再度趋严

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。不排除后续存在政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观，去库存仍然是目前三、四线房地产市场调控的核心任务之一。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面

性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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

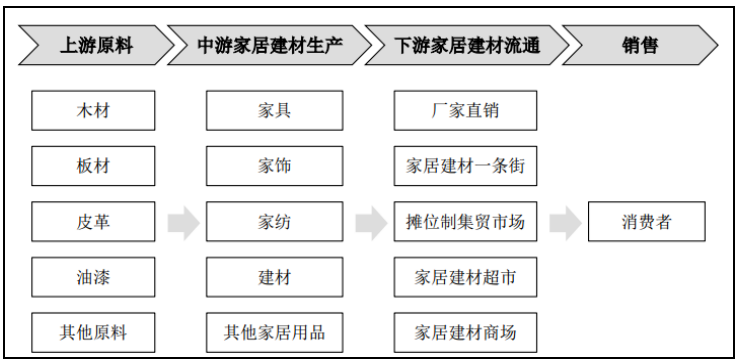
（1）行业概况

家居产品包括居家用品、装饰装潢等广泛涵义上的泛家居产品。从产品角度来看，家居行业一般包括家居、卫浴、厨房、建材、家纺、家居饰品等产业。从生产流通环节来看，家居行业可分为家居生产行业、家居流通行业和家居装饰装修行业。家居流通行业，是指家居建材产品的批发、零售活动。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。作为房地产的下游行业，家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。2014~2016 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为 12,062.10 亿元、10,849.10 亿元和 11,852.80 亿元，年均复合下降 0.87%。随着居民可支配收入的提高和城镇化的推进，城镇居民消费全面升级，很多消费者存在房屋二次装修、家具翻新等方面的需求，这也将促进家居流通行业的发展。

（2）行业上下游情况

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。

图 6　家居流通行业产业链



资料来源：Wind 资讯

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。家居流通企业在家居产品销售方面所起的作用很大，家居流通业也随之发展迅速。2002 年至 2014 年，我国家具生产平均每年以 15.86%的复合增长率快速发展，年产量从 2002 年的 13,300.00 万件上升至 2014 年的 77,785.69 万件，并于 2006 年时首次超过美国成为世界第一大家具生产国。2007~2011 年，我国家具总产量保持较快规模增长，累计增长率达到 68.03%；2012~2016 年，我国家具总产量出现波动，其中 2013 年我国家具总产量波幅下滑 0.46%至 65,161.78 万件，2014 年度同比上涨 19.33%至 77,785.69 万件，进入 2015 年，受当年房地产行业再次调整影响，家具行业增速有所下降，2015 年全国家具当年累计产量为 76,961.32 万件，较上年下降 1.06%。2016 年，我国家居产量 79,464.15 万件，较上年增长 3.25%。尽管家具产量增速近几年有所放缓，但家具零售额保持了稳定增长；2014~2016 年，我国家具零售额分别为 2,272.70 亿元、2,445.00 亿元和 2,781.00 亿元，年均复合增长 10.62%。

家居建材流通行业的下游主要是具有家居、建材购买意愿的终端消费者，其对产品质量、售后服务、消费体验以及产品品牌的关注程度随着消费能力的上升而提高，价格因素对消费选择的影响正逐步减弱。因此，能够在营销过程中提供舒适的购物环境，并且在经营场所中能够集中呈现质量有所保证的中高端家具、建材产品，在售后环节中能有效提供质保置换服务的家居建材商场将能更好地迎合现代消费需求特点的变化。目前我国家居流通领域存在四种主要的销售业态形式，分别为厂家直销、临街及摊位制集贸市场、家居建材超市以及专业家居建材商场。

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。进入2012年以来，我国家居行业销售情况呈震荡下行趋势，且销售情况呈现出一定的季节性波动。其中，2013年全国建材家居卖场销售金额为12,481.00亿元，较2012年小幅上涨0.11%；2014年因房地产进入调整时期，家居销售情况有所下降，全年销售金额为12,062.10亿元，较2013全年销售金额下降3.36%；进入2015年，随着当年房地产进一步深入调整，家居销售进一步萎缩，全年成交金额为10,849.10亿元，较2014年全年大幅下降10.06%，家居行业销售情况较差。2016年，我国房地产市场总体销售旺盛，带动了家居行业销售额增长。2016年，全国建材家居卖场销售金额11,852.80亿元，较2015年上涨9.25%。

总体看，我国经济的持续增长及房地产行业的不断发展，带动了家具、建材产品需求的增长，使家居行业近年内总体呈现快速增长的趋势，但由于与房地产行业相关性较高，行业景气度容易受到房地产周期性影响。

（3）行业政策

家居流通行业的管理部门为商务部和工信部，主要受到下游消费需求的影响，因此，国家有关房地产行业政策的限制或者变化都会影响家居流通行业的发展。

2012年8月，国务院印发《关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》，提出积极培育大型流通企业，支持有实力的流通企业跨行业、跨地区兼并重组的任务，并就拓宽流通企业融资渠道，支持符合条件的大型流通企业上市融资、设立财务公司以及发行公司债券和中期票据等债务融资工具方面提出支持政策。

总体看，家居流通行业的发展与下游房地产的发展息息相关，同时也受到房地产行业政策的影响。

（4）行业竞争

目前我国家居流通行业的离散度极高，单个流通企业所占比例较小，即使是最大的全国性家

居流通企业红星美凯龙也只占到市场份额的7%左右，这主要是由于我国家居市场广阔，仅地级市就有340个，各城市发展水平不一，消费习惯不一，区域型家居流通企业一般已经占据当地最好的商圈，培养了消费忠诚度，全国性流通企业要想进入当地市场，困难重重。同时，我国的家居制造业极其分散，进入门槛低，这也不利于我国家居流通行业形成规模化，形成全国统一市场。

近几年，国内家居建材流通企业加快了扩张的步伐，企业之间的竞争主要以城市网点布局为主，竞争焦点集中在抢夺最有利的商场资源上。而随着一线城市商场的逐渐饱和，实力雄厚的家居建材流通企业开始逐渐向二、三线城市延伸卖进一步扩大销售网络的覆盖面，在一线城市的竞争由片面的抢夺商场转向品牌建设、内部管理和签约战略客户等。在此过程中，逐渐形成了以红星美凯龙、居然之家等企业为首的行业第一集团军。未来随着房地产市场和物流业的进一步发展与经济水平的不断提升，消费者会越来越注重售后服务，更趋向于选择有良好品牌效应的家居卖场进行购物，家居流通行业市场集中度将提高。

总体看，家居流通行业离散度高，随着一线城市的逐渐饱和，具有实力的企业开始逐渐向二、三线城市进军扩大经营规模。

（5）行业关注

盈利能力下滑的风险

国内家居流通行业竞争十分激烈，每个企业都面临着来自国际、国内和地方家居商场运营商、专业零售商和其他形式的家居零售企业的竞争，目前家居流通行业市场极度分散，国内市场竞争加剧，盈利能力存在下降的风险。

下游需求波动的风险

家居流通行业受宏观经济周期波动及房地产市场的影响较大。自 2016 年 10 月开始，国内房地产市场经历了一系列如限购、限贷、限价等调控政策，需持续关注房地产市场波动对国内家居装饰及家居产品及服务的需求，进而对家居流通行业产生的影响。

经营管理风险

家居流通行业分为两种模式，一种为租赁第三方物业进行平台运营，一种是自有物业进行平台运营。前者拓宽业务通过在各个城市租赁物业，一般签约租赁合同为 10 年期，租约到期以后存在不能续租的风险；后者通过自建物业来拓宽业务，自建物业需要进行融资建设，多以资产抵押形式获取贷款，如果部分资产价格出现大幅波动，则可能使该种模式的企业面临较大的经营风险。此外，卖场运营过程中一旦出现消防安全等事项，将对生产经营活动产生不利影响。

总体看，家居流通行业竞争较激烈，房地产市场需求波动对家居流通行业产生一定影响。

（6）未来发展

行业由分散走向整合，行业集中度提高

目前我国家居流通行业的离散程度高。由于我国家居市场广阔，各城市发展水平不易，各地市场消费习惯不一，有的甚至差异很大。但随着我国物流业的迅速发展，家居流通行业逐渐形成规模化。作为家居物品流通的中间枢纽，家居流通企业凭借其拥有的供应商资源优势，进入下游装饰装修领域，从“一站式”购物扩展至“一站式”装修。同时，企业借助资本市场的力量，向上游延伸，与上游家居制造企业结成联盟，或者并购形成一体化企业，委托、并购生产型企业提供卖场自有品牌产品等，未来市场集中度将提高。

竞争由同质化走向差异化，行业面临升级转型

目前，家居流通行业受制于上游的产业链供应和自身发展的不足，存在明显的产品渠道以及市场同质化。主要表现在经营的商家品牌趋同，结构布局几乎都定位于中高端客户，营销方式同

质化等。因此，差异化的经营模式在未来的家居卖场竞争中将成为发力点，家居卖场需要尝试新的经营方法与竞争策略来抢占市场份额，适应主要客户群体消费习惯的变化。

总体看，未来家居流通行业集中度提高，行业竞争将走向差异化，行业面临升级转型。

四、基础素质分析

1．规模与竞争力

公司成立于 1993 年，房地产开发运营经验丰富，业务布局以广州为核心，项目遍及环渤海、珠三角及华东等重要地区。截至 2017 年 6 月底，公司累计已开发总建筑面积超过 719.97 万平方米，其中住宅地产 420.11 万平方米，商业地产 299.86 万平方米，拥有近 92.4 万平方米的投资性物业、580 万平方米物管服务社区。

目前公司业务涵盖房地产开发与销售、商业运营及物业管理，具备房地产二级开发资质和物业服务一级资质。公司开发的地产项目主要为商贸物流地产和大型综合性住宅社区，其中商贸物流地产主要是家居建材中心。公司及所开发的社区曾获“最佳国际化休闲生态社区”金筑奖、“绿色亚洲人居环境奖”、“亚洲休闲地产最佳品牌”等众多奖项。

在住宅地产板块，公司打造了突出生态自然高端环境形象的“锦绣香江”品牌，开发环境优美、配套完善以及优良物业管理的高品质产品，公司先后开发了番禺锦绣香江、增城翡翠绿洲、连云港锦绣香江、武汉锦绣香江、株洲锦绣香江等多个项目，其中番禺锦绣香江和增城翡翠绿洲，整体规模较大，开发周期较长，其较好的规划设计和物业管理能力提升了楼盘的综合价值，“锦绣香江”系列品牌知名度不断提升。

在商贸物流地产板块，公司以经营商贸家居建材为突破口，形成了自身的经营特色，旗下建材城包括郑东建材家居城、南昌香江家居建材城、百年家居建材城；家居城包括保定香江家居国际体验中心、成都全球家居 CBD 等；商贸城包括新乡光彩大市场、临沂香江商贸城、聊城香江光彩大市场。2015 年公司完成资产重组，深圳市香江商业管理有限公司（以下简称“香江商业”）和深圳市大本营投资管理有限公司（以下简称“深圳大本营”）进入合并范围。2016 年，公司完成资产重组，将沈阳香江好天地商贸有限公司（以下简称“沈阳好天地”）、深圳市家福特置业有限公司（以下简称“沈阳家福特”）及三处家居商贸业务相关的物业（长春物业、郑州物业和广州物业）纳入合并范围。香江商业主要从事家居流通平台运营业务，在全国拥有 40 家卖场，即通过将商铺出租给商户收取租金，并对卖场进行后续管理获取收益。香江商业通过二十余年的品牌运营，与大量厂商和客户建立了战略合作伙伴关系，具有丰富的管理经验与招商经验，享有较高的品牌知名度，与公司现有商贸地产开发与销售业务形成互补，提高商贸物流项目的运营效率和效益。

总体看，公司作为广州地区知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富，公司“香江”系列品牌在广州地区具有较高的知名度；完成资产重组后，新注入的资产在家居流通运营上具有丰富的招商经验，与现有商贸地产开发与销售形成互补，提高商贸物流项目的运营效率和效益。

2．人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共 17 名，其中董事 9 名（包括独立董事 3 名）；监事 4 名；高级管理人员 8 名，其中总经理 1 名（董事兼任）、执行总经理 2 名（董事兼任），副总经理 2 名（其中一名由董事兼任）、总经理助理 1 名、财务总监和董事会秘书各 1 名，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长翟美卿女士，出生于1964年，美国杜兰大学MBA管理学硕士，现任香江集团有限公司（以下简称“香江集团”）总裁，香江控股董事长、南方香江董事长、香江社会救助基金会主席、兼任十二届全国政协委员、全国妇联常委、中国女企业家协会副会长、广东省妇联副主席、广东省工商联副主席、广东省女企业家协会会长。

公司总经理修山城先生，出生于1965年12月，本科学历。1994年至今任香江集团董事、南方香江董事；2003年至今任公司董事兼总经理。

截至2017年6月底，公司拥有在职员工3,439人。按专业类别分，战略运营类占比2.73%，开发拓展类占比0.64%，招商拓展类占比3.08%，营销类占比9.48%，运营管理类占比20.30%，工程管理类占比5.76%，财务管理类占比11.60%，物业管理类占比34.28%，综合类占比12.13%。按教育程度来分，硕士及以上占比 1.05%，本科占比 19.25%，大专占比 25.91%，大专以下占比53.79%。

总体看，公司管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。

五、公司治理

1．公司治理

公司按照《公司法》等有关法律，以及现代企业制度要求，制订了《公司章程》并建立了由股东大会、董事会、监事会及经理层组成的法人治理结构体系。

公司股东大会是公司的权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准公司的年度财务预决算方案、利润分配等重大事项的职权。

公司董事会由9名董事组成，其中包括3名独立董事，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会设董事长1人，董事长是公司的法定代表人，负责召集并主持董事会会议。董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司监事会由4名监事组成，其中包括2名职工监事，职工监事通过职工代表大会、职工大会等民主方式选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免建议等职权。

公司设总经理1名，副总经理数名。总经理、副总经理由董事会聘请，任期三年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要行使组织实施董事会的决议，组织领导公司的日常经营管理工作等职权。

总体看，公司法人治理结构健全，有利于公司规范经营和不断发展。

2．管理体制

截至2017年6月底，公司下设地产事业部、商业事业部、内控监察部、成本管理部、财务部、法律部、信息技术部等10个职能部门，纳入合并范围子公司95家。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

在预算管理方面，公司通过编制营运计划及成本费用预算等实施预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，并通过对营运计划的

动态管理强化预算约束，评估预算的执行效果。

在资金管理方面，目前公司已制定包括《香江控股财务部三级职责表》等制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，从而降低资金使用成本并保证资金安全。各子公司银行账户开销户均需由财务管理部审批确认；所有对外融资由公司融资部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，公司主要经营付款由财务管理部统一结算。同时，财务管理部通过定期编制月度动态资金计划、年度资金计划以加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，及时调整资金安排。

重大投资方面，公司依据房地产项目投资金额大、区域差异大、政策风险高的特点，结合自身经营情况，制定了具体的投资管理制度，明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算提高可行性分析的可靠度，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司年度投资计划、统筹资源配置进行主导投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

工程管理方面，公司建立了工程管理制度，明确项目公司负责项目的日常管理，公司工程管理部负责各个项目工程的监督工作。公司采用招投标的方式来选择施工单位，在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款。项目公司每月会同监理至少进行一次工程进度、工程质量、现场安全文明施工控制情况的定期检查，并对检查作出评估，除此之外，还对施工现场进行抽查，对于定期检查与抽查中出现的问题，责令相关责任人进行限期整改。

对子公司的管理方面，公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议或股东大会通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

对外担保管理方面，公司对外担保行为必须经董事会或股东大会批准，董事会应掌握债务人的资信状况并且对担保事项的利益和风险进行充分分析，在此基础上审慎作出决定。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常，整体运作较规范。

六、经营分析

1．经营概况

公司主营业务主要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，家居流通平台运营指家居商贸城的招商运营业务，目前公司逐步向商贸运营（商贸物流地产开发销售与运营）转型。2015 年，公司吸收合并香江商业和深圳大本营，形成了地产板块“开发销售”与家居流通平台“招商运营”两轮驱动的业务架构。2016 年，公司通过发行股份及支付现金相结合的方式，向南方香江、深圳市金海马实业股份有限公司（以下简称“深圳金海马”）、香江集团购买其持有的与家居商贸业务相关的物业资产，具体包括南方

香江持有的沈阳好天地 100%股权、深圳金海马持有的深圳家福特 100%股权及长春物业和郑州物业，以及香江集团持有的广州物业。通过本次重组，公司拥有与招商业务相关的物业资产，提高“自有物业+自有招商运营”的模式占比，符合公司向商贸物流产业转型发展的规划。

2014~2016 年，受房地产销售结转情况影响，公司营业收入规模有所波动，年均复合下降 0.36%。2015 年，公司营业收入 42.33 亿元，同比下降 22.31%，主要系商贸城结转收入减少所致；2016 年，公司实现营业收入 54.10 亿元，同比增长 27.79%，主要系结转了规模较大的长沙香江高岭商贸城项目及增城翡翠绿洲项目所致。2016 年，公司实现净利润 6.48 亿元，同比增长 76.51%，主要系公司主营业务由住宅类房地产开发销售业务逐步向毛利率更高的商贸流通运营业务转变所致。

从业务构成情况来看，商品房、商铺及写字楼销售和商贸流通运营是公司的核心业务，二者合计占公司近三年营业收入比重均在 90%以上，是公司收入和利润的主要来源。2014~2016 年公司商品房、商铺及写字楼销售收入逐年下降，年均复合下降 12.31%，主要系公司战略重点向商贸流通转移所致。公司商贸流通运营板块主要由商贸运营和商贸物流基地商业物业销售组成，2016 年商贸流通运营板块收入占比为 55.81%，较上年上升 22.71 个百分点。商贸运营主要是商贸城招商运营收取的租金收入和管理费收入，2014~2016 年，商贸运营收入年均复合增长 8.25%，主要系公司向商贸物流转型和并入香江商业与深圳大本营所致。商贸物流基地商业物业销售近三年波动较大，其中 2015 年商贸物流基地商业物业实现销售收入 3.46 亿元，同比下降 75.04%，主要系商贸物业结转收入周期较长所致；2016 年实现销售收入 19.41 亿元，同比增长 4.61 倍，主要系新的商贸物业基地如长沙高岭国际商贸城项目内达到销售结转条件所致。公司其他收入主要是物业管理及幼儿园、学校经营收入，近三年呈波动下降态势，年均复合下降 15.38%，其中 2015 年实现收入 2.77 亿元，同比下降 44.60%，主要系部分业务收入剥离计入到商贸流通运营中所致；2016 年实现收入 3.58 亿元，同比增长 29.24%，主要系新增管理咨询费及学校教育收入等，随着公司住宅地产的销售，该板块收入有望继续增长。

从毛利率情况来看，由于公司商品房、商铺及写字楼销售和商贸流通运营在公司主营业务收入中的占比很高，因此这两个板块对综合毛利率的影响较大。2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 37.80%、44.57%和 40.79%，呈波动增长趋势。从具体业务来看，近三年商品房、商铺及写字楼销售毛利率波动较大，2015 年毛利率大幅上升，主要系收入占比较高的增城翡翠绿洲项目毛利率较高所致；2016 年该板块毛利率下降 6.37 个百分点，主要系商品房毛利率较高而结转的商品房项目比重降低所致。2014~2016 年，公司商贸流通运营板块毛利率波动上升，主要来自商贸运营业务毛利率的波动。2015 年，商贸运营业务毛利率为 58.00%，较上年上升 7.75 个百分点，主要系毛利率较高的租金收入占比增加所致；2016 年毛利率 57.21%，较上年变化不大。商贸物流基地商业物业销售 2016 年毛利率为 39.77%，较上年上升 8.23 个百分点，主要系 2016 年结转的长沙项目毛利率略高于 2015 年主要结转的香河项目毛利率。2014~2016 年，公司其他业务毛利率逐年下降，主要系物业管理和学校经营收入占比变化所致。

表 5　2014~2016 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2014 年			2015 年			2016 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	**26.44**	**48.51**	**31.71**	**25.56**	**60.37**	**42.02**	**20.33**	**37.57**	**35.65**
商贸流通运营	**23.05**	**42.31**	**44.99**	**14.01**	**33.10**	**51.46**	**30.19**	**55.81**	**46.00**
其中：商贸运营	9.20	16.88	50.25	10.55	24.92	58.00	10.78	19.92	57.21

商贸物流基地商业物业销售	13.86	25.43	41.49	3.46	8.18	31.54	19.41	35.88	39.77
其他	**5.00**	**9.18**	**36.92**	**2.77**	**6.53**	**33.25**	**3.58**	**6.62**	**28.42**
合计	**54.49**	**100.00**	**37.80**	**42.33**	**100.00**	**44.57**	**54.10**	**100.00**	**40.79**

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

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比增长 7.39%，主要系商贸流通运营板块收入增加所致；公司实现综合毛利率 49.25%，较 2016 年上升 8.46 个百分点，主要系公司结转的项目主要位于毛利较高的珠三角区域所致。

总体看，商品房、商铺及写字楼销售和商贸流通运营是公司的核心业务，2015 年公司开始战略转型，商贸流通运营板块占比上升明显；受房地产销售结转情况影响，公司近三年营业收入规模波动下降，毛利率水平波动上升且处于较高水平，公司盈利能力较强。

2．*房地产业务*

公司房地产开发过程的主要阶段包括项目收集与筛选、可行性论证、立项、获取土地、勘探规划设计、施工图设计、工程施工、销售和售后服务及物业管理。其中获取土地、建设施工和房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司建立起公司总部和地区子公司两级项目筛选体制，总部拥有专门团队密切监测全国各主要城市的土地供应信息，各地区子公司在各自负责区域内收集土地供应信息，并关注合作开发与项目收购机会。地区子公司通过对实施项目的地区经济实力、项目定位、项目规划方案、营销方案、经济效益等分析，编制可行性研究报告，并提交公司高级管理层决策。公司设有专门的设计管理团队负责每个开发项目全过程、全专业的设计管理工作，根据项目定位制定设计标准，委托国内知名建筑、装饰、园林等设计单位完成开发项目从方案设计到施工图设计的所有设计工作。

本报告中房地产业务分析包括商品房、商铺及写字楼销售板块和商贸运营中的商贸物流基地商业物业销售板块。

（1）土地储备

公司主要通过“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。从土地储备的目标区域来看，公司房地产项目的开发区域定位于以广州为核心的珠三角区域。从项目开发成本来看，公司的项目开发成本主要包括土地出让金、前期工程费、建安成本、基础建设费等，其中土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例较高。鉴于土地成本对项目盈利的影响较大，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，结合自身资本实力获取土地。在拿地前期，由拓展部发起，针对拟获取地块，会同财务部、成本管理部、设计研发部等部门做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，公司对土地的获取需经公司投资决策委员会批准确认后方可进行。

从公司土地获取情况来看，2014 年公司在长沙新获取土地 3 块，总规划建筑面积合计 96.32 万平方米，主要为商业用地，此地块主要用作建造长沙香江高岭商贸物流城；公司 2015 年未购置土地；2016 年，公司在广州地区新增土地储备规划建筑面积 0.96 万平方米，此地块与公司之前开发的“番禺锦绣香江”楼盘相邻，有利于扩大该住宅小区的范围及楼盘影响力。公司上述新增的土地均通过“招拍挂”方式取得。从新增土地区域分布情况来看，公司获取的四幅土地中，一幅（规划建筑面积占比 0.99%）位于广州番禺，其余三幅（占比 99.01%）位于湖南长沙。从土地用途来看，主要以商业用地为主。

表6　近三年一期公司土地获取情况（单位：%、万平方米、亿元）

时间	区域	地块位置	享有权益	占地面积	规划建筑面积	土地取得方式	用途	出让金总额
2014.04	长沙	长沙市开福区新港镇	100.00	4.81	9.63	招拍挂	仓储用地	0.43
2014.05	长沙	长沙市开福区秀峰街道	100.00	8.58	17.16	招拍挂	商业用地	1.84
2014.07	长沙	长沙市开福区金霞开发区	100.00	27.80	69.53	招拍挂	商业用地	5.59
2016.09	广州	番禺锦绣香江	100.00	0.54	0.96	招拍挂	住宅	1.95
合计	--	--	--	**41.73**	**97.28**	--	--	**9.81**

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，公司土地储备占地面积 94.68 万平方米，计容面积合计 179.86 万平方米，其中住宅用地计容面积占比 51.18%，商业用地计容面积占比 48.82%；按照近两年公司新开工面积计算，公司土地储备规模可供开发 5 年左右。从土地储备区域分布来看，公司住宅用地主要分布于广州（占 62.04%）、连云港（占 18.09%）和成都（占 12.21%）等城市，其中广州占比较高，存在一定集中风险。公司商业用地主要分布于长沙、成都、洛阳、新乡和聊城等二三线城市，其中长沙和成都两地占比达 66.62%，集中度较高。公司土地储备多是在 2010 年以前获得，获取时间较早，土地成本相对较低。

表7　截至2017年6月底公司土地储备情况（单位：万平方米、万元、%）

项目名称	所在城市	物业类型	占地面积	计容面积	享有权益
番禺锦绣香江	广州	住宅	17.44	35.69	51.00
增城翡翠绿洲	广州		15.77	12.89	100.00
南昆山锦绣香江项目	广州		12.75	8.53	45.90
恩平锦绣香江	恩平		3.38	7.05	100.00
连云港锦绣香江	连云港		4.57	16.65	70.00
成都紫钻	成都		3.87	11.24	50.00
小计			**57.78**	**92.05**	--
长沙高岭国际商贸物流城	长沙	商业	12	32.3	100.00
成都香江全球家居 CBD	成都		7.88	26.2	100.00
洛阳项目	洛阳		9.01	14.28	100.00
新乡项目	新乡		4.97	10.58	100.00
聊城项目	聊城		3.04	4.45	100.00
小计			**36.9**	**87.81**	--
合计			**94.68**	**179.86**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备拿地时间较早，成本相对较低；目前土地储备规模可供开发 5 年左右，但集中度较高，商业用地位于二、三线城市，目前房地产地区分化趋势使其未来收益的实现存在一定不确定性。

（2）项目开发

公司开发的项目主要为商业地产和大型综合性住宅社区两大类，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。公司在国内先后开发了“番禺锦绣香江”、“增城翡翠绿洲”、“成都香江全球家居 CBD”、“洛阳百年置业”、“南昌香江商贸”和“南京国际商贸城”等多个项目。2014~2016 年，公司新开工面积逐年下降，年均

复合下降 28.07%，主要系公司在 2015 年开始战略转型，对住宅地产板块谨慎投资，放缓房地产开发速度所致；2016 年，公司新开工面积 34.23 万平方米，主要为鄂州锦绣香江三期、四期等项目。近三年，公司竣工面积波动较大，其中 2015 年竣工面积 5.74 万平方米，较上年大幅减少 82.23 万平方米，主要系大力开发长沙项目从而延缓了其他项目的施工进度，导致达到竣工条件的项目较少；2016 年竣工面积 45.43 万平方米，较上年上升 791.46%，主要系公司 2016 年在建项目加快了建设进度，竣工结算的项目增加所致，竣工的项目主要为增城翡翠绿洲十四期、南昆山锦绣香江项目二期、长沙高岭国际商贸物流城一期 A4-1 以及南京湾项目一期 E 区（品牌街）等。截至 2016 年底，公司在建面积 122.49 万平方米，较上年底下降 23.07%。

2017 年 1~6 月，公司新开工面积 17.85 万平方米，占 2016 年新开工面积比为 52.15%，新开工项目主要为鄂州三期等项目；竣工面积 11.05 万平方米，主要为长沙项目一期 A2、来安项目一期商业 E 区、增城翡翠绿洲十四期等项目。截至 2017 年 6 月底，公司在建面积 124.72 万平方米。

表8　2014~2017年上半年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~6 月
新开工面积	66.16	39.39	34.23	17.85
竣工面积	87.97	5.74	45.43	11.05
在建面积	124.00	159.22	122.49	124.72

资料来源：公司提供，联合评级整理。
注：1、2014~2015年在建面积为在建计容面积，2016年及以后在建面积为在建建筑面积；2、长沙高岭国际商贸物流城一期A1-2已完工但尚办理竣工备案，未将其列入2017年上半年在建面积。

截至 2017 年 6 月底，公司在建房地产项目共计 10 个，合计在建建筑面积 148.00 万平方米，其中住宅项目占比 53.95%，商业地产项目占比 28.17%，综合体项目占比 17.88%。从区域分布来看，公司在建项目中，住宅项目主要位于株洲（占 34.22%）、滁州（占 29.63%）和鄂州（占 27.91%）等三四线城市，集中度较高；商业地产项目主要位于长沙（占 55.82%）、滁州（占 29.91%）和新乡（占 14.27%），综合体项目分布于珠海和广州。公司在建项目区域集中度较高，易受区域经济及政策环境的影响，需关注项目所在地房地产市场情况。

表 9　截至 2017 年 6 月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
恩平锦绣香江 J/K 栋	恩平	住宅	2.78	100.00
连云港锦绣香江小高层 1-6#~1-11#	连云港		3.80	70.00
鄂州二期（续建区）E7\8\20\21、三期、四期	鄂州		22.28	100.00
株洲锦绣香江一期、二期（B 地块）	株洲		27.32	100.00
来安项目一期住宅	滁州		23.66	51.00
小计	--	--	**79.84**	--
长沙高岭国际商贸物流城一期 A1-2	长沙	商业	23.27	100.00
南京湾全球家居 CBD 一期商业（规划展览中心）、一期商业 E 区	滁州		12.47	51.00
新乡项目香江城市广场二期 A1、A2、A3	新乡		5.95	100.00
小计	--	--	**41.69**	--
珠海南方金融传媒大厦	珠海	综合体	14.46	70.00
南沙香江国际金融中心	广州南沙区		12.01	45.90
小计	--	--	**26.47**	--
合计	--	--	**148.00**	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，公司主要在建拟建项目预计总投资 104.95 亿元，已投资 29.45 亿元，尚需投资 75.50 亿元，公司未来投资规模较大，存在一定资金压力。

表 10　截至 2017 年 6 月底公司主要在建拟建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	状态	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	已投资
武汉锦绣香江[1]二期 B 组团、三期	在建	2013.12	2017.12	4.63	0.85
珠海南方金融传媒大厦	在建	2013.12	2017.10	16.00	8.99
南沙香江国际金融中心	在建	2014.6	2017.12	10.68	8.65
长沙高岭国际商贸城	在建	2014.12	--	60.00	10.97
湖湘文化城 A 地块	拟建	--	--	7.72	--
增城翡翠绿洲十五期	拟建	--	--	5.92	--
合计	**--**	**--**	**--**	**104.95**	**29.45**

资料来源：公司提供

总体看，公司地产板块以住宅地产、商贸地产、综合体相结合的经营模式有助于规避产品结构单一带来的市场风险；公司 2015 年开始转型，房地产开发速度有所放缓；公司在建项目区域集中度较高，易受区域经济及政策环境的影响，需关注项目所在地房地产市场情况。目前公司主要在建拟建项目投资规模较大，存在一定资金压力。

（3）房地产销售

从销售模式来看，公司以自主销售为主、第三方销售为辅。公司于每年年初根据目前的可售资源、现有项目建设进度以及未来三年各城市公司开发计划来制定销售指标。公司着眼于树立品牌形象，以线下拓展客户、活动营销手段为主。

从定价方式上看，公司在综合平衡项目价格、利润与销售速度的基础上，对项目规划布局、产品构成、楼层高度、户型比例、面积设置、单位朝向、户外景观、装修格调和用材品质等具体因素进行全面的权衡分析，实现客观、合理的定价。

从公司近三年的销售情况来看，公司签约销售面积有所波动，2015 年，公司实现签约销售面积 32.94 万平方米，同比增长 11.10%，主要系增城翡翠绿洲项目较上年同期签约销售面积增加 13.20 万平方米所致；2016 年，实现签约销售面积 30.08 万平方米，同比下降 8.68%，主要系房地产行业限购政策及公司向商业运营产业转型所致。受公司达预售项目和房地产市场景气度影响，公司近三年签约销售均价逐年上升，分别为 0.90 万元/平方米、0.95 万元/平方米和 1.16 万元/平方米，综合上述影响，公司签约销售金额近三年逐年增长，年均复合增长 14.61%。

从结转情况来看，公司近三年结转面积波动较大，2015 年结转面积 30.70 万平方米，同比下降 49.75%，主要系公司住宅项目结转减少所致；2016 年结转面积 43.46 万平方米，同比增长 41.56%，主要系商贸流通项目结转增加所致；受此影响，近三年公司结转收入波动下降，年均复合下降 0.70%。

2017 年 1~6 月，公司房地产板块签约销售面积 12.60 万平方米，签约销售金额 12.63 亿元，销售项目主要为番禺锦绣香江、增城翡翠绿洲、武汉锦绣香江、株洲锦绣香江、长沙高岭商贸城、来安香江全球家居 CBD 等，销售均价较上年有所下降，主要系 2017 年上半年主要销售项目为二三线城市的住宅及商铺，2016 年广州区域项目销售较多所致。

[1] 武汉锦绣香江实为公司在鄂州项目。

表 11　2014~2017 年上半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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年上半年
达预售项目	8	11	15	14
签约销售面积	29.65	32.94	30.08	12.60
签约销售金额	26.60	31.33	34.94	12.63
签约销售均价	0.90	0.95	1.16	1.00
结转面积	61.10	30.70	43.46	9.64
结转收入	40.30	29.02	39.74	20.80

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，公司在建项目总可售面积为 412.24 万平方米，尚余可售面积 77.52 万平方米，按照公司近两年签约销售面积计算，可满足公司两年左右销售。从去化进度看，整体去化率为 82.73%，去化水平较高。其中，南昆山项目尚余可售面积比例较高，主要系其为酒店别墅型住宅，目前部分已转为公司经营的酒店别墅，部分因房产证等原因待售所致；成都住宅及家居项目待售面积比例较高主要系公司销售战略调整，在一段时间内停售所致。

表 12　截至 2017 年 6 月底公司在售项目情况（单位：万平方米）

地区	项目	类型	可售面积	已取得预售证的可售面积	已售面积	已取得预售证未售面积	尚余可售面积
广州	番禺锦江项目	住宅	53.64	53.64	51.26	2.38	2.38
广州	增城项目		141.82	141.82	135.63	6.19	6.19
广州	南昆山项目		9.62	9.62	3.07	6.55	6.55
鄂州	鄂州项目		24.19	24.19	23.96	0.22	0.22
恩平	恩平项目		16.39	16.39	15.38	1.00	1.00
连云港	连云港项目		13.93	13.93	9.08	4.85	4.85
株洲	株洲项目		5.95	5.95	5.78	0.17	0.17
成都	成都项目		6.15	6.15	3.07	3.08	3.08
来安	来安项目		7.69	7.69	7.64	0.04	0.04
小计			**279.38**	**279.38**	**254.87**	**24.48**	**24.48**
广州	南沙项目	综合体	4.92	4.92	4.29	0.64	0.64
珠海	珠海横琴项目		2.67	2.67	2.37	0.30	0.30
成都	成都香江全球家居 CBD	商业	50.20	42.53	23.32	19.21	26.88
香河	香河项目		18.12	18.12	14.99	3.14	3.14
来安	南京湾项目		22.80	22.80	13.61	9.18	9.18
长沙	长沙项目		34.15	34.15	21.24	12.90	12.90
小计			**132.86**	**125.19**	**79.82**	**45.37**	**53.04**
合计			**412.24**	**404.57**	**334.69**	**69.85**	**77.52**

资料来源：公司年报

总体看，公司房地产签约销售面积及签约销售金额有所波动，公司房地产项目整体去化水平较高，未售面积规模可满足公司两年左右销售。

3．商贸运营

商贸运营主要是物业出租和家居流通平台运营。

目前公司持有的物业主要是来自于商贸地产和住宅配套商铺，其中以商贸地产为主。商贸地

产主要为建材城和商贸城，包括郑东建材家居城、南昌香江家居建材城、新乡光彩大市场、临沂香江商贸城等，项目分布区域跨度大，各城市经济水平、行业竞争等差异较大。在商贸地产方面，公司主要是依托国家确定的九大综合物流区域，建设家居商贸物流战略基地。2012年，公司将成都“香江·家居CBD”商贸物流基地建设过程中积累的经验和模式在香河项目和南京湾项目进行复制。

2015 年，公司向深圳金海马发行股份及支付现金购买其持有的香江商业 100%股权和深圳大本营 100%股权。香江商业和深圳大本营均从事家居类商品流通平台运营服务，即通过将物业出租给个体商户收取租金，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的模式获取收益。其中香江商业的物业是租赁自第三方的卖场，深圳大本营的物业是自有卖场。香江商业具有多年的家居招商运营经验与专业化的管理经验和模式，本次资产重组可以避免公司自行招商、分散租赁带来的经营不稳定性，同时也可以充分利用香江商业多年的市场网络和品牌优势，有利于降低运营成本，实现资源优势互补及合理配置，不断提升物业价值，促进公司由商贸平台开发拓展到商铺的招商运营领域，通过整合产业上下游，形成较完整的产业链，使公司成为“开发建设”与“招商运营”双轮驱动的综合服务集团。

2016 年，公司通过发行股份及支付现金相结合方式，收购南方香江持有的沈阳好天地 100%股权、深圳金海马持有的深圳家福特 100%股权及长春物业和郑州物业，以及香江集团持有的广州物业；通过本次重组，公司拥有与招商业务相关的物业资产，提高“自有物业+自有招商运营”的模式占比。2016 年，公司新增自有物业的建筑面积 256,166 平方米，新增自有门店 5 家。

从经营模式来看，公司商贸运营大体分为两种模式，一种是自营模式，即公司直接参与商场的管理，根据协议每半年或每季度向商户收取管理费和租金，其对应的成本即为从其他业主租赁卖场所交付的租金，自建门店的成本则主要为销售及管理费用；另一种是委托运营模式，委托运营模式下，公司作为受托方负责商场的日常经营管理，只向商场业主收取管理费，对应的成本较小，该模式收入稳定，但占比小，主要是为了扩大品牌影响力与市场占有率。

公司以“香江”为主打品牌，在家居流通行业内具有较高的品牌知名度。截至 2017 年 6 月底，公司共经营 47 家门店，其中自建门店 17 家，租赁门店 30 家，广东省内门店达 16 家。公司 2017 年 1~6 月实现租金收入合计 3.16 亿元，管理费收入 2.23 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。但同时考虑到公司的门店大多租赁自第三方，若未来租金上涨，可能会对公司业务盈利能力将产生一定影响。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 2017 年 6 月底，公司商业物业可租面积合计 196.08 万平方米，已租面积合计 130.92 万平方米，整体出租率为 75.76%，出租率一般，其中成都项目出租率 45.00%，主要系项目开发完成时间较短，商户入住率较低所致。预计随着香江商业招商运营及品牌优势的进一步深入，公司商贸物流经营板块出租率有望提升，收入进一步增长。

表13　2017年1~6月公司商贸运营情况（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、廊坊、青岛、保定、长春	45.65	29.48	64.58	1.04	0.24
华中	南昌、武汉、新乡、郑州、洛阳、长沙	57.71	51.35	88.98	0.83	0.25
华南	广州、韶关、深圳、汕头、惠州、珠海、增城	42.74	40.37	94.45	0.96	1.45

华东	上海、无锡	10.80	9.72	90.02	0.24	0.17
西南	成都	39.18	17.63	45.00	0.08	0.12
合计	**--**	**196.08**	**130.92**	**75.76**	**3.16**	**2.23**

资料来源：公司提供

总体看，公司以“香江”为主打品牌，在家居流通行业知名度较高；公司通过资产重组进行战略转型，整合商贸地产上下游，产业链进一步拓展；同时考虑到公司家居门店主要为租赁物业，未来租金的上涨对该板块业务的盈利能力将产生较大影响。

4．其他业务

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 2017 年 6 月底，公司管理物业面积合计 558.79 万平方米，较上年底没有变化。物业管理作为人员密集型的产业，人工费用和安保费用在总成本中占比最高，成本结算以月结为主，对入驻业务的结算也采用月结方式，可实现稳定的现金流。

表14　2014~2017年6月底公司物业管理情况（单位：万平方米）

项目	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017 年 6 月底
委托管理面积	574.76	559.91	558.79	558.79

资料来源：公司提供

总体看，公司通过自设物业管理公司的方式，对所开发的房地产项目提供物业服务，可有效保障业主入驻后的体验，有利于公司品牌知名度的提升，增强公司的市场竞争力，可实现稳定的现金流，对主营业务收入起到了良好补充。

5．重大事项

（1）收购香江商业和深圳大本营

公司 2015 年第二次临时股东大会通过了关于公司拟发行股份及支付现金购买深圳金海马持有的香江商业 100%股权和深圳大本营 100%股权的有关事项。本次交易标的资产定价 24.50 亿元，其中现金支付 3.00 亿元，剩余部分以发行股份形式支付。同时，公司采用询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的 100%，即不超过 24.50 亿元。2015 年 10 月 21 日，公司完成对深圳金海马发行普通股 399,628,253 股，发行价格 5.38 元/股。2015 年 12 月 18 日，公司向不超过 10 名特定投资者非公开发行普通股 406,976,700 股，发行价格 6.02 元/股。本次交易完成后，公司实际控制人未发生变化。

深圳金海马对香江商业 2015~2017 年业绩做出承诺：三年拟实现净利润分别为 1.49 亿元、1.50 亿元和 1.52 亿元；若出现低于利润承诺情况，深圳金海马将按照协议规定进行补偿。根据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的相关说明，深圳金海马已完成 2015 年度和 2016 年度业绩承诺。

（2）收购深圳家福特及沈阳好天地 100%股权和郑州、长春、广州三处物业

公司于 2015 年 11 月 4 日公告拟向深圳金海马发行股份购买其持有的深圳家福特公司 100%股权、郑州物业和长春物业；拟向南方香江发行股份购买其持有的沈阳好天地 100%股权；拟向香江集团发行股份购买其持有的广州物业。总收购金额 23.50 亿元，其中现金支付部分不超过 7 亿元，剩余部分以发行股份形式支付。同时，公司向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股

份募集配套资金，募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的 100%，即不超过 23.5 亿元。2016 年 10 月 11 日，公司完成向深圳金海马、南方香江及香江集团发行普通股 414,572,865 股，发行价格 3.98 元/股；2017 年 2 月 15 日，公司完成向不超过 10 名特定投资者非公开发行普通股 590,452,200 股，发行价格 3.98 元/股。本次交易完成后，公司实际控制人未发生变化。

南方香江、深圳金海马和香江集团（以下简称“交易对方”）对本次交易标的资产 2016~2018 年业绩做出承诺：三年拟实现的合计净收益分别为 9,364.14 万元、9,448.48 万元和 9,697.98 万元；若出现低于业绩承诺情况，交易对方将按照协议进行补偿。根据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的相关说明，交易对方已完成 2016 年业绩承诺。

总体看，上述资产重组并购资产事项，使得公司家居商贸运营业务规模进一步获得增长，产业链得以进一步拓展，有利于增强公司商贸业务的综合竞争力，符合公司向商贸物流地产开发销售与运营为主转型发展的要求。但若公司商贸地产与招商运营未达成协同效应，公司将面临一定的经营风险。

6．经营效率

2014~2016 年，受商贸物流基地商业物业于 2015 年确认收入大幅下降及资产重组影响，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率均呈现波动下降趋势，流动资产周转率分别为 0.46 次、0.31 次和 0.40 次，存货周转率分别为 0.39 次、0.25 次和 0.36 次，总资产周转率分别为 0.38 次、0.25 次和 0.32 次。

从同行业相近资产规模上市公司比较情况看，公司 2016 年流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于中等偏上水平，整体经营效率较好。

表15　房地产开发类公司2016年经营效率指标比较（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
美好置业	0.31	0.29	0.29
中房地产	0.17	0.16	0.16
顺发恒业	0.29	0.33	0.25
新光圆成	0.73	0.31	0.45
嘉宝集团	0.23	0.24	0.20
香江控股	**0.40**	**0.37**	**0.33**

资料来源：Wind 资讯
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind 资讯，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司整体经营效率水平较好。

7．经营关注

（1）公司在建项目主要位于长沙、鄂州、滁州等二三线及四线城市，且区域集中度较高，易受区域经济及政策环境的影响；土地储备规模集中度较高，目前房地产地区分化趋势使其未来收益的实现存在一定不确定性。

（2）公司家居商贸业务中自建门店 17 家，租赁门店 30 家，以租赁物业为主，若未来租金上涨，将对商贸运营板块业务盈利能力将产生一定影响。

（3）公司通过资产重组进行战略转型，将以地产板块“开发销售”与家居流通平台“招商运营”双轮驱动的理念进行运营，家居商贸流通行业与宏观经济景气程度密切相关，近年来中国 GDP 增速放缓，进入经济转型期，经营状况受宏观经济及市场影响较大。

8．未来发展

公司确定加快向商贸物流开发和运营商转型的战略，按照“开发建设”与“招商运营”双轮驱动的发展战略开展经营，拓展包括家居商贸流通平台设计规划、施工建设、工程装饰、商铺招商、运营管理等综合服务在内的多种业态综合运营，实现公司的转型升级。同时加强品牌建设，依托香江地产在房地产市场以及招商业务板块在家居流通领域良好口碑和品牌优势，通过专业和高质量的服务，打造服务品牌、雇主品牌、社会责任品牌等全方位的品牌形象，力争将香江地产和香江家居打造成国内商贸平台开发建设和运营管理综合服务一体化的领先品牌。

公司业务一方面要加强广州、深圳等传统华南市场的战略布局，另一方面要将商业与地产联动，积极将区域拓展至华中、华北和华东等区域。公司将以既有的业务区域和分支机构为根据地，采取“以现有业务带动新业务，以现有业务区域带动新区域、以现有客户带动新客户”的营销拓展理念，支撑公司战略及业务拓展布局。

总体看，公司未来发展坚定战略转型，同时有计划拓展业务区域，发展计划可实施性较强。

七、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2014~2016 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；2017 年半年度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》以及后续修订的会计准则及相关规定编制。

合并范围方面，2015年公司新纳入合并范围的子公司5家，其中在同一控制下通过收购股权获得3家，新设立2家。2016年公司新纳入合并范围的子公司6家，其中同一控制下通过收购股权获得2家以及收购资产获得3家，新设立1家，因注销不再纳入合并范围的子公司1家。2017年6月底，公司新纳入合并范围的子公司6家，其中新设5家，现金支付购买1家，新设的子公司中除1家已实缴资本外，其余4家尚未出资；截至2017年6月底，公司纳入合并范围子公司95家。本报告2014年底财务数据使用2015年审计报告年初数据，2015年底财务数据使用2016年审计报告年初数据。整体看，公司财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 159.80 亿元，负债合计 106.87 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）52.94 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 48.88 亿元。2016 年，公司实现营业收入 54.10 亿元，净利润（含少数股东损益）6.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 6.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 19.40 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.75 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 172.80 亿元，负债合计 96.49 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.31 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 71.72 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.80 亿元，净利润（含少数股东损益）3.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 5.71 亿元，现金及现金等价物净增加额为 15.51 亿元。

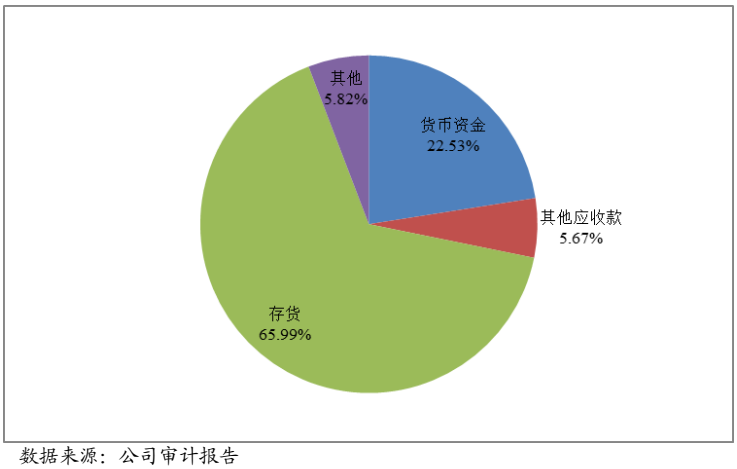
2．资产质量

2014~2016 年，公司资产总额年均复合增长 2.80%。截至 2016 年底，公司资产总额 159.80 亿元，较年初下降 12.28%，主要系流动资产减少所致。从资产构成看，流动资产占比 76.80%，非流动资产占比 23.20%，以流动资产为主。近三年，公司资产结构变化不大。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产波动中小幅下降，年均复合下降 0.87%。截至 2016 年底，公司流动资产为 122.73 亿元，较年初下降 15.98%，主要系货币资金和存货减少所致；公司流动资产以货币资金（占 22.53%）、其他应收款（占 5.67%）和存货（占 65.99%）为主。

图 7　截至 2016 年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 13.15%，其中，2015 年底较年初大幅增长 77.05%，主要系公司第一次重组配套募集资金 24.5 亿元以及银行存款中的各类保证金增加所致。截至 2016 年底，公司货币资金 27.65 亿元，较年初下降 27.69%，主要系公司偿还债务支付大规模现金所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 97.40%）和其他货币资金（占 2.51%）构成；公司其他货币资金主要系未结按揭贷款余额保证金及履约保函保证金等；公司其他货币资金均为受限的货币资金，受限比例低。

2014~2016 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 16.50%。截至 2015 年底，公司其他应收款 8.15 亿元，较年初增长 59.07%，主要系公司 2015 年重组往来款增加和新增合作意向金所致；截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 6.96 亿元，较年初下降 14.68%，主要系广东省产权交易集团投资开发有限公司归还合作意向金所致。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额 7.32 亿元，计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例为 4.98%，计提较为充分。从账龄分布看，1 年以内的占 84.68%，1~2 年的占 10.40%，以 1 年以内的为主，账龄较短。从集中度看，公司其他应收款前五名余额占比为 68.79%，集中度较高，主要为暂付的经营性款项、提供的营运资金等，对公司资金形成一定占用。

表 16　截至 2016 年底公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	账龄	款项性质
中建二局第三建筑工程有限公司	2.85	38.97	1~3 年	暂付经营性款项
香江红星美凯龙	0.90	12.29	1 年以内	提供营运资金
广东裕泰地产开发有限公司	0.66	9.00	1 年以内	提供营运开发资金
长沙江北投资有限公司	0.33	4.51	1~2 年	代垫土地拆迁款
长沙市国土资源局	0.29	4.02	2~3 年	代垫土地拆迁款
合计	**6.20**	**68.79**	--	--

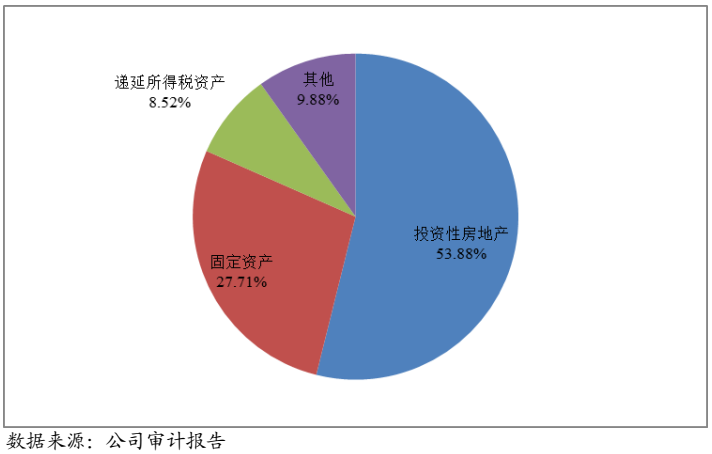
资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司存货波动下降，年均复合下降 5.34%。截至 2016 年底，公司存货账面价值 80.99 亿元，较年初下降 13.00%，主要系公司减少房地产新开工项目导致项目开发成本下降所致。公司存货主要由开发成本（占比 50.57%）和开发产品（占比 38.65%）构成。其中，开发成本主要为各城市在建及拟建各类住宅以及配套项目、商业地产项目，其中金额较大的项目主要有长沙高岭国际商贸城一期（10.97 亿元）、南方国际金融传媒大厦（8.99 亿元）、香江商业集团华南总部（8.65 亿元）、株洲锦绣香江湖湘文化城（2.48 亿元）、来安香江南京湾全球家居 CBD（2.33 亿元）等；开发产品主要为已建好的待售项目，其中金额较大的项目主要有增城翡翠绿洲项目（13.01 亿元）、番禺锦绣香江花园（3.61 亿元）、长沙高岭国际商贸城一期（2.61 亿元）、成都家园香江全球家居 CBD 建材城二期（2.16 亿元）等。截至 2016 年底，公司存货中用于借款抵押的受限资产为 7.65 亿元，占 9.45%，受限比例较低；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，主要为株洲洋房组团累计计提跌价准备 0.59 亿元和连云港二期洋房组团累计计提跌价准备 0.30 亿元。公司存货规模相对较大，且主要位于二、三线城市，需关注公司项目去化情况。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产年均复合增长 18.70%，主要系投资性房地产和固定资产增加所致。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 37.07 亿元，较年初增长 2.65%，变化不大；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 53.88%）、固定资产（占 27.71%）和递延所得税资产（占 8.52%）构成，如下图所示。

图 8　截至 2016 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

公司投资性房地产以成本模式计量，主要为住宅配套商铺和商贸城，用于出租以收取租金。2014~2016 年，公司投资性房地产账面价值波动增加，年均复合增长 29.60%，主要系资产重组收购广州、郑州、长春物业所致。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值为 19.97 亿元，较年初下降 2.81%；其中所有权或使用权受限部分账面价值为 4.56 亿元，占比 22.83%，受限比例一般。

表 17　截至 2016 年底公司投资性房地产情况（单位：万元、元/平方米/月、%）

投资性房地产名称	地区	入账成本	单位租金	出租率
广州、郑州、长春商铺	广州、郑州、长春	44,042.02	29.71	100.00
番禺锦江底层商铺	广州市	2,044.33	86.27	100.00
翡翠绿洲底层商铺	广州市	2,141.66	58.93	43.00
洛阳百年家居建材城	洛阳市	8,297.97	34.60	80.00

郑东建材家居城	郑州市	26,790.17	33.17	93.00
新乡光彩大市场	新乡市	9,904.28	11.07	68.00
保定香江好天地商业广场	保定市	10,414.07	19.00	100.00
长春东北亚采购中心	长春市	16,693.83	37.00	98.00
成都香江全球家居建材城	成都市	24,900.26	25.40	37.00
华中建材家居采购中心	武汉市	22,871.93	23.22	98.00
南昌香江商贸	南昌市	15,616.56	41.11	99.00
沈阳香江好天地商贸	沈阳市	48,510.91	35.00	100.00
深圳市家福特置业	深圳市	23,519.57	70.00	100.00
合计	--	**255,747.56**	--	--

资料来源：公司审计报告

公司固定资产构成以房屋及建筑物、通用设备、运输工具和电子设备为主。2014~2016 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 33.76%，主要系公司在建工程完工转入所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 10.27 亿元，较年初增长 89.40%，主要系在建工程转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 96.88%）构成；固定资产成新率为 78.53%，成新率一般；所有权受限固定资产 3.77 亿元，受限比率为 36.71%。

公司递延所得税资产主要由土地增值税、内部交易未实现利润和可抵扣亏损构成。2014~2016 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 9.13%。截至 2016 年底，公司递延所得税资产总额为 3.16 亿元，较年初增长 12.69%，主要系公司土地增值税和内部交易未实现利润增长所致。

截至 2016 年底，公司资产受限情况如下表所示，其中以存货、固定资产和投资性房地产为主；受限资产合计 17.33 亿元，占资产总额的比重为 10.84%，受限比例较低。

表 18　截至 2016 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	受限金额	占总资产的比例	受限原因
货币资金	0.69	0.43	履约保函保证金、未结按揭贷款余额保证金、工程保证金及农民工工资保证金等
存货	7.65	4.79	抵押借款
投资性房地产	4.56	2.85	抵押借款
固定资产	3.77	2.36	抵押借款
无形资产	0.65	0.41	抵押借款
合计	**17.33**	**10.84**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 172.80 亿元，较年初增长 8.13%，主要系公司吸收投资导致货币资金增加所致；公司流动资产占比 78.82%，非流动资产占比 21.18%，流动资产占比较年初微幅增长，结构变化不大。

总体看，近年来公司资产规模波动增长；公司资产以流动资产为主，其他应收款集中度较高且对资金形成一定占用；公司非流动资产以投资性房地产和固定资产为主，其中投资性房地产以成本法计量，存在一定的升值空间。考虑到公司房地产项目部分位于二三线城市，需关注未来去化情况。公司整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

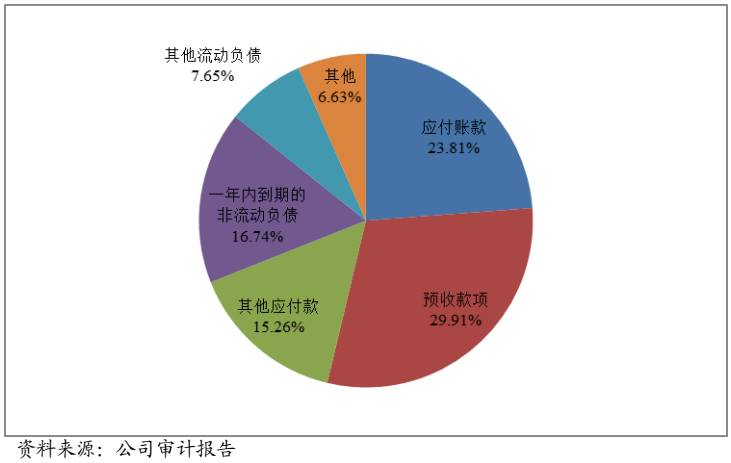
2014~2016 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 7.51%。截至 2016 年底，公司负债总

额 106.87 亿元，较年初降低 16.20%，主要系非流动负债下降所致；其中流动负债占比 90.56%，非流动负债占比 9.44%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债变化不大，年均复合下降 1.30%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 96.78 亿元，较年初微幅增长 0.80%。截至 2016 年底，公司流动负债以预收款项（占 29.91%）、应付账款（占 23.81%）、其他应付款（占 15.26%）、一年内到期的非流动负债（占 16.74%）和其他流动负债（占 7.65%）为主，如下图所示。

图 9　截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司预收款项波动下降，年均复合下降 6.24%。公司预收账款主要是预收售楼款。截至 2016 年底，公司预收款项 28.95 亿元，较年初下降 17.14%，主要系当年公司预收售楼款大幅结转销售收入所致。

公司应付账款主要为应付建筑工程款和材料款。2014~2016 年，公司应付账款变化不大，年均复合下降 1.11%。截至 2016 年底，公司应付账款 23.04 亿元，较年初增长 4.42%，主要为应付建筑工程款（占 88.11%）。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年增加，年均复合增长 18.34%。截至 2016 年底，公司其他应付款余额 14.77 亿元，较年初增长 26.89%，主要系尚未支付的合并对价增加所致；公司其他应付款主要由尚未支付的合并对价（占 47.39%）、保证金及押金（占 22.34%）、其他（占 17.87%）和往来款（占 7.45%）构成。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长趋势，年均复合增长 27.50%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债总额 16.20 亿元，较年初增长 80.66%，主要系公司根据回售条款将应付债券调整至“一年内到期的非流动负债”所致；公司一年内到期的非流动负债由长期借款（占 57.22%）和公司债券（占 42.78%）构成。

表19　截至2016年底公司应付债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行日期	发行金额	债券期限	票面利率	2016年期末余额
13香江债	2014.12.10	7.00	5（3+2）	8.48	6.93

资料来源：公司审计报告

公司其他流动负债主要为按清算口径计提的土地增值税，2014~2016 年，公司其他流动负债

逐年增长，年均复合增长 15.78%。截至 2016 年底，公司其他流动负债合计合计 7.40 亿元，较年初增长 17.92%，主要系计提的土地增值税增加所致。

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 37.18%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 10.09 亿元，较年初下降 67.98%，主要系长期借款减少及应付债券转入流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 93.74%）和递延收益（占 6.19%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款波动下降，年均复合下降 28.45%。截至 2016 年底，公司长期借款余额 9.46 亿元（年利率为 4.28%~7.50%），较年初下降 61.26%，主要系公司归还部分长期借款以及部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款中，抵押借款 4.28 亿元（占 45.24%），保证借款 0.17 亿元（占 1.80%），抵押和保证借款 5.02 亿元（占 53.07%）；从长期借款的期限结构看，2019 年到期 8.83 亿元，规模不大。

2014~2016 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 81.40%，主要系产业扶植资金增加所致。截至 2016 年底，公司递延收益 0.62 亿元，较年初增长 244.80%，主要系公司子公司长沙香江商贸物流城开发有限公司收到用于补助长沙高岭国际商贸城一期的开发建设资金所致。

债务规模方面，2014~2016 年，公司全部债务波动下降，年均复合下降 25.77%；其中，短期债务在当期全部债务中的占比分别为 47.51%、35.33%、64.49%，长期债务在当期全部债务中的占比分别为 52.49%、64.68%、35.51%，债务结构波动较大，2015 年短期债务占比下降而长期债务占比上升主要系公司当期增加长期借款，归还部分短期借款所致；2016 年短期债务占比大幅上升而长期债务占比大幅下降主要系公司当期将应付债券转入一年内到期的非流动负债，并归还部分长、短期借款所致。截至 2016 年底，公司全部债务为 26.64 亿元（其中短期债务 17.18 亿元、长期债务 9.46 亿元），较年初下降 45.01%，主要系长期债务减少所致。

2014~2016 年，公司资产负债率分别为 82.61%、70.00%和 66.87%，负债水平持续下降，其中 2015 年底资产负债率下降主要系公司进行资产重组发行股份募集配套资金所致，2016 年资产负债率下降系公司偿还大规模债务所致，目前公司资产负债率仍处于一般水平；公司全部债务资本化比率分别为 64.76%、46.98%和 33.47%，长期债务资本化比率分别为 49.10%、36.43%和 15.16%，均呈逐年下降趋势，公司债务负担较轻。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 96.49 亿元，较年初下降 9.71%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款减少所致；其中流动负债 85.68 亿元（占 88.80%）、非流动负债 10.80 亿元（占 11.20%），流动负债和非流动负债构成较年初变化不大。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 28.25 亿元，较年初增长 6.05%，其中，短期债务 18.07 亿元，长期债务 10.17 亿元，仍以短期债务为主。截至 2017 年 6 月底，公司资产负债率为 55.84%，较年初减少 11.03 个百分点；长期债务资本化比率为 11.76%，较年初减少 3.40 个百分点；全部债务资本化比率为 27.02%，较年初减少 6.45 个百分点，公司负债规模有所减少，债务比率有所下降，债务负担较轻。

总体看，公司负债以流动负债为主，资产负债率持续下降，现处于一般水平；公司全部债务规模波动下降，以短期债务为主，整体债务负担较轻。

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 41.88%，主要系公司股本、资本公积和未分配利润的大幅增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益 52.94 亿元，同比下降 3.15%，主要系同一控制下企业合并调整资本公积所致；其中归属于母公司所有者权益为 48.88 亿元（占比 92.33%）。归属母公司所有者权益中，股本占比 57.55%，资本公积占比 14.05%，盈余公积占比

2.04%，未分配利润占比 27.18%。公司股本与资本公积合计占比较高，所有者权益稳定性较好。

2014~2016 年，公司股本分别为 7.68 亿元、15.96 亿元和 28.13 亿元，年均复合增长 91.40%，主要系公司于 2015 年进行资产重组发行股份募集配套资金，并在 2016 年再次进行资产重组发行股份募集配套资金，以及将资本公积转增股本所致。

2014~2016 年，公司资本公积波动较大，三年分别为 2.63 亿元、26.04 亿元和 6.87 亿元，其中 2015 年底较年初增长 890.30%，主要系定向增发股票产生的资本溢价所致；2016 年底较年初下降 73.62%，主要系公司以资本公积转增股本和同一控制下企业合并调整资本公积所致。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益 76.31 亿元，较年初增长 44.15%，主要系公司非公开发行股票募集配套资金导致资本溢价使资本公积增加所致；其中归属于母公司的所有者权益 71.72 亿元（占 93.98%）。公司归属于母公司的所有者权益中，股本占 47.42%、资本公积占 33.31%、盈余公积占 1.39%、未分配利润占 17.91%，公司股本和资本公积占比较高，权益结构的稳定性较好。

总体看，受非公开发行股票影响，公司所有者权益大幅增长；公司股本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较好。

4．盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入呈波动微幅下降趋势，三年分别为 54.49 亿元、42.33 亿元和 54.10 亿元，年均复合下降 0.36%，其中 2016 年营业收入同比增长 27.79%，主要系商贸物流基地商业物业销售收入结转增加所致；同期营业成本同营业收入变化一致。近三年公司实现净利润分别为 3.44 亿元、3.67 亿元和 6.48 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长 37.17%，其中 2016 年净利润同比增长 76.51%，主要系公司毛利率较高的商贸流通运营占营业收入的比重增加所致；归属母公司所有者的净利润分别为 3.62 亿元、4.29 亿元和 6.90 亿元，年均复合增长 38.01%。

2014~2016 年，公司公允价值变动收益分别为-0.02 亿元、0.02 亿元和-0.01 亿元；投资收益分别为 0.05 亿元、0.06 亿元和-0.01 亿元，公司公允价值变动收益和投资收益规模小，对营业利润的影响较小；营业外收入分别为 0.12 亿元、0.37 亿元和 0.56 亿元，占利润总额的比分别为 2.12%、6.04%和 6.03%，营业外收入占利润总额的比例较低。

期间费用方面，2014~2016 年，公司的费用总额持续下降，年均复合下降 7.19%；主要系销售费用和财务费用下降所致。2016 年，公司期间费用总额为 7.33 亿元（其中销售费用占 44.34%、管理费用占 42.84%、财务费用占 12.82%），同比下降 13.84%，主要系财务费用大幅下降所致；其中销售费用同比下降 3.80%，主要系当期广告宣传费用下降所致；财务费用同比下降 44.80%，主要系有息债务规模下降利息支出减少所致；管理费用同比下降 8.29%，主要是税金及附加重分类较上年同期下降。2014~2016 年公司费用收入比分别为 15.63%、20.11%和 13.56%，呈波动下降趋势，公司费用控制能力有所提升。

从各项盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率波动下降，近三年分别为 27.69%、34.20%和 30.48%，公司营业利润率虽有所波动，但近三年都处于较高水平，公司盈利能力较强；公司总资本收益率分别为 7.61%、6.38%和 8.84%；总资产报酬率分别为 4.98%、4.87%和 6.36%；净资产收益率分别为 14.30%、9.07%和 12.04%，盈利指标均有所波动，指标显示公司整体盈利能力有所提升。与同行业相近资产规模上市公司相比，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率均处于较好水平。

表 20　房地产开发类上市公司 2016 年盈利指标（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
美好置业	36.06	10.76	6.33
中房地产	21.81	0.75	0.76
顺发恒业	27.69	7.84	3.74
嘉宝集团	30.43	7.16	3.42
香江控股	**40.95**	**14.84**	**6.15**

资料来源：Wind 资讯
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，Wind 资讯与本报告附表口径有一定差异。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.80 亿元，同比增长 8.00%，主要系结转面积增加所致；实现净利润 3.84 亿元，同比增长 42.75%，其中归属于母公司的净利润 3.30 亿元。

总体看，近三年公司营业收入规模波动微幅下降，期间费用控制能力有所提升；整体盈利能力较好。

5. 现金流

从经营活动情况看，2014~2016 年，经营活动现金流入分别为 41.99 亿元、44.44 亿元和 53.88 亿元，年均复合增长 13.27%，主要系 2016 年公司收到其他与经营活动有关的现金增加所致。其中公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 40.44 亿元、43.80 亿元和 47.82 亿元，年均复合增长 8.74%，主要系公司商贸运营收到的现金增加所致；公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 1.55 亿元、0.64 亿元和 6.06 亿元，其中 2016 年同比增长 846.88%，主要系政府补助及其他补贴、利息收入、收回合作意向金和购地诚意金大幅增加所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流出分别为 48.96 亿元、45.06 亿元和 34.48 亿元，年均复合下降 16.08%，主要系公司销售商品、提供劳务支付的现金和支付的各项税费下降所致。其中公司销售商品、提供劳务支付的现金持续下降，三年分别为 31.14 亿元、24.60 亿元和 19.13 亿元，年均复合下降 21.62%，主要系公司 2015 年开始向商贸流通产业转型所致；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为暂付经营性往来款与销售费用支付的现金，近三年分别为 6.28 亿元、9.06 亿元和 6.43 亿元。综上，2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.97 亿元、-0.63 亿元和 19.40 亿元。

从投资活动情况看，近三年公司保持一定的对外投资规模，2014~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 0.78 亿元、3.83 亿元和 1.16 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 21.67%，2015 年公司投资活动现金流入同比增长 391.03%，主要系收回投资的现金大幅增加所致；2016 年公司投资活动现金流入同比减少 69.71%，主要系收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出分别为 5.09 亿元、6.19 亿元和 2.51 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 29.72%，主要系 2015 年公司资产重组支付的现金增加而 2016 年取得子公司资金暂未支付所致；综上，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.30 亿元、-2.36 亿元和-1.35 亿元，净流出规模持续下降。

从筹资活动情况看，2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 34.42 亿元、56.62 亿元和 13.13 亿元，波动下降，年均复合下降 38.24%。2015 年公司筹资活动产生的现金流入同比增长 64.50%，主要系 2015 年公司收到非公开发行募集资金所致；2016 年公司筹资活动产生的现金流入同比下降 76.81%，主要系公司吸收投资和取得借款减少所致。2014~2016 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 20.64 亿元、38.91 亿元和 38.93 亿元，年均复合增长 37.33%，主要系公司偿还债务资金增加所致；综上，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 13.78 亿元、17.71 亿元和-25.80 亿元。

2017 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 5.71 亿元，同比降低 17.37%，主要系支付的各项税费大幅增加所致；投资活动产生的现金流量净额-9.27 亿元（上年同期为-1.08 亿元），主要系公司取得子公司及其他营业单位支付的现金大幅增加所致；公司筹资活动现金流量净额 19.06 亿元；现金及现金等价物净增加额 15.51 亿元（上年同期为-15.72 亿元），主要系公司吸收投资大幅增加现金所致。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正且大规模增长；投资活动产生的现金流量净额持续净流出，但净流出规模持续下降；筹资活动现金流量净额由正转为负，整体筹资压力不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均呈波动上升态势，流动比率分别为 1.26 倍、1.52 倍和 1.27 倍；速动比率分别为 0.35 倍、0.55 倍和 0.43 倍，处于一般水平，其中，2015 年公司速动比率上升主要系公司进行了定向增发使得货币资金大量增加，并且同时销售形成的预收款有所减少所致。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 0.94 倍、2.24 倍和 1.61 倍，现金类资产对短期债务保护程度高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 持续增加，分别为 8.18 亿元、9.56 亿元和 12.38 亿元，年均复合增长 23.01%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 构成较为稳定，其中，利润总额占比较高（2016 年占 75.03%），其次为计入财务费用的利息支出（2016 年占 12.84%）。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.54 倍、2.13 倍和 3.82 倍，公司 EBITDA 对利息保障程度较好；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.17 倍、0.20 倍和 0.46 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力持续提升且处于较好水平；经营现金债务保护倍数分别为-0.14 倍、-0.01 倍和 0.73 倍，经营活动现金流由净流出转为净流入，对全部债务保障能力提升。整体看，公司的长期偿债能力提升且处于良好水平。

公司与各大银行建立了良好的长期合作伙伴关系，截至 2017 年 6 月底，公司共获得银行授信 40.61 亿元，已使用 25.54 亿元，尚未使用授信额度 15.07 亿元，间接融资渠道有待拓宽。但同时考虑到公司作为上市公司，直接融资渠道较为便利。

截至 2017 年 6 月底，公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保 38.91 亿元，为合营公司湖南香江红星美凯龙商业地产开发有限公司提供担保 1.00 亿元；公司无对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

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：G10440303000110105），截至 2017 年 9 月 8 日，公司无未结清不良信贷信息，过往履约情况良好。

总体看，公司现金类资产较充裕，目前整体债务负担较轻，整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1．本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务为 28.25 亿元，本期拟发行债券规模为 12.00 亿元（假设行使全部超额配售权），相对于目前公司债务规模，本期债券发行规模大。

以 2017 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 12.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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

58.71%、34.53%和 22.51%，分别上升 2.87 个百分点、7.51 个百分点和 10.75 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金将用于偿还金融机构贷款，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2．本期公司债偿债能力分析

以 2016 年底的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 12.38 亿元，为本期债券发行额度的 1.03 倍，对本期债券的覆盖程度较高。2016 年公司经营活动现金流入量为 53.88 亿元，为本期债券发行额度的 4.49 倍；公司经营活动净流量为 19.40 亿元，为本期债券发行额度的 1.62 倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，公司 EBITDA 和经营现金流对本期债券覆盖程度较高，并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，家居商贸业务板块毛利水平较高，品牌影响力较强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

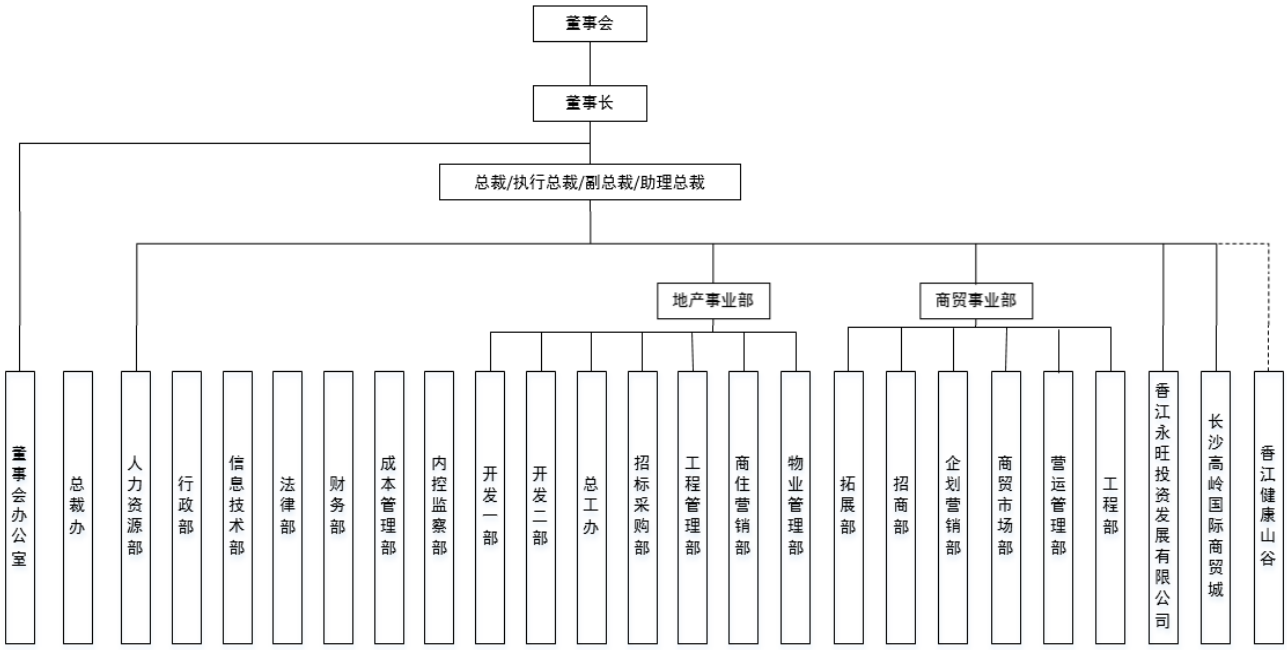
九、综合评价

公司作为一家上市企业，房地产开发及家居商贸运营经验丰富、品牌知名度较高；近年来公司通过资产重组实现战略转型，商贸流通业务产业链得以拓展，公司竞争力得到提升；2016 年公司利润水平有所增长，经营性净现金流转为净流入；近三年公司通过非公开发行股票资本实力得到增强。同时，联合评级也关注到房地产政策趋严、公司土地储备集中度较高、若未来租金上涨将对家居商贸业务盈利能力产生一定影响、其他应收款对资金形成一定占用等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目规模较大，家居商贸业务运营经验丰富，随着在建项目的竣工结转和公司家居商贸业务的整合，公司的盈利能力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	151.21	182.18	159.80	172.80
所有者权益（亿元）	26.30	54.66	52.94	76.31
短期债务（亿元）	22.97	17.12	17.18	18.07
长期债务（亿元）	25.37	31.32	9.46	10.17
全部债务（亿元）	48.34	48.44	26.64	28.25
营业收入（亿元）	54.49	42.33	54.10	20.80
净利润（亿元）	3.44	3.67	6.48	3.84
EBITDA（亿元）	8.18	9.56	12.38	--
经营性净现金流（亿元）	-6.97	-0.63	19.40	5.71
应收账款周转次数(次)	137.76	85.86	75.94	--
存货周转次数（次）	0.39	0.25	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.25	0.32	--
现金收入比率（%）	74.22	103.46	88.39	96.60
总资本收益率（%）	7.61	6.38	8.84	--
总资产报酬率（%）	4.98	4.87	6.36	--
净资产收益率（%）	14.30	9.07	12.04	--
营业利润率（%）	27.69	34.20	30.48	38.79
费用收入比（%）	15.63	20.11	13.56	14.78
资产负债率（%）	82.61	70.00	66.87	55.84
全部债务资本化比率（%）	64.76	46.98	33.47	27.02
长期债务资本化比率（%）	49.10	36.43	15.16	11.76
EBITDA 利息倍数（倍）	2.54	2.13	3.82	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.20	0.46	--
流动比率（倍）	1.26	1.52	1.27	1.59
速动比率（倍）	0.35	0.55	0.43	0.66
现金短期债务比（倍）	0.94	2.24	1.61	2.39
经营现金流动负债比率（%）	-7.01	-0.66	20.05	6.67
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.68	0.80	1.03	--

注：公司2017年半年度财务数据未经审计

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。

联合信用评级有限公司关于
深圳香江控股股份有限公司
2018年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年深圳香江控股股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳香江控股股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳香江控股股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳香江控股股份有限公司的相关状况，如发现深圳香江控股股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如深圳香江控股股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至深圳香江控股股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳香江控股股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一八年一月十五日