

信用评级公告

联合〔2022〕5722号

联合资信评估股份有限公司通过对深圳香江控股股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳香江控股股份有限公司主体长期信用等级为AA，“18香江02”和“19香江01”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十八日

深圳香江控股股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳香江控股股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
18 香江 02	AA	稳定	AA	稳定
19 香江 01	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 香江 02	1.50 亿元	1.50 亿元	2022/09/27
19 香江 01	1.00 亿元	1.00 亿元	2023/05/31

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
		调整因素和理由		
公司有一定规模商贸物流中心项目，可为公司带来一定规模的现金流				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为上市企业，具有丰富的房地产开发经验以及良好的品牌影响力。同时，联合资信也关注到，跟踪期内，房地产行业持续调控、公司商贸运营板块部分区域出租率不高、土地储备区位一般和存货中开发产品规模大等因素对其信用水平产生的不利影响。

公司控股股东需以现金向公司支付大额盈利补偿款，需持续关注该事项后续进展。

公司拿地力度逐渐减缓，随着公司拿地较早、价格较低的项目逐渐开发完毕，需关注公司未来盈利能力。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“18 香江 02”和“19 香江 01”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司有一部分地价较低的存量土储，利润空间较大。公司在广州的主要项目拿地时间均较早，拿地成本较低，公司 2021 年结转毛利率同比虽有所下滑但依然处于较高水平。

2. 公司投资性房地产存在一定升值空间。截至 2021 年底，公司投资性房地产 36.42 亿元，以成本法计量，存在一定升值空间。

3. 公司商贸运营板块收入规模较大，同时可为公司提供一定规模的现金流补充。2021 年，商贸运营板块收入 10.32 亿元，占公司营业收入的 18.09%，其毛利率为 52.19%，保持在较高水平。

关注

1. 房地产市场运行存在不确定性，民营房企融资趋紧。2021 年下半年以来房地产市场迅速转冷，行业整体销售下滑，房地产调控政策边际松动但未有大的改善，未来房地产市场运行存在一定不确定性。此外，民营房企融资环境整体收紧，近年公司筹资活动现金流净流出，面临一定筹资压力。

分析师：张文韬 张 超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. 公司商贸运营板块部分区域出租率不高。跟踪期内，公司商贸运营板块中位于华北、华中和西南的项目出租率均不高，其中成都和香河项目体量较大，出租率不高，需关注未来租售情况。

3. 公司存货中开发产品规模大，形成一定资金占用，存货减值准备计提偏低；其土地储备位于三四线城市占比较高，需关注后续去化情况。截至 2021 年底，公司存货 158.61 亿元，其中开发产品占 32.85%，存货减值准备计提偏低，天津项目去化难度较高，对资金形成一定占用；同期，公司土地储备中，三四线城市占 46.41%，占比较 2020 年底有所上升，相关项目在人口和产业等方面缺乏支撑，需关注后续去化情况。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	37.37	37.02	35.64	29.69
资产总额（亿元）	232.43	256.24	296.41	284.41
所有者权益（亿元）	56.74	56.74	76.04	76.49
短期债务（亿元）	28.13	29.48	38.44	32.50
长期债务（亿元）	30.83	30.92	38.11	42.85
全部债务（亿元）	58.96	60.39	76.55	75.35
营业收入（亿元）	49.27	49.82	57.04	10.72
利润总额（亿元）	7.93	5.77	3.73	0.99
EBITDA（亿元）	14.31	11.31	11.87	--
经营性净现金流（亿元）	32.80	5.97	4.91	-3.63
营业利润率（%）	39.01	34.69	30.20	27.47
净资产收益率（%）	8.27	4.64	0.83	--
资产负债率（%）	75.59	77.86	74.35	73.10
全部债务资本化比率（%）	50.96	51.56	50.16	49.62
流动比率（%）	126.40	121.90	126.59	133.29
经营现金流动负债比（%）	22.73	3.56	2.70	--
现金短期债务比（倍）	1.33	1.26	0.93	0.91
EBITDA 利息倍数（倍）	2.72	2.60	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.12	5.34	6.45	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	100.38	106.61	131.73	--
所有者权益（亿元）	40.62	39.86	57.76	--
全部债务（亿元）	23.29	20.16	17.57	--
营业收入（亿元）	1.10	0.59	0.33	--
利润总额（亿元）	2.57	2.59	0.30	--
资产负债率（%）	59.54	62.61	56.15	--
全部债务资本化比率（%）	36.44	33.59	23.33	--
流动比率（%）	141.74	146.42	144.32	--
经营现金流动负债比（%）	-0.48	-0.71	-1.79	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计，公司未提供母公司 2022 年一季度数据；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. “--”代表数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 香江 02 /19 香江 01	AA	AA	稳定	2021/06/11	张文韬 张超 卢瑞	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
19 香江 01	AA	AA	稳定	2019/05/21	宋莹莹 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 香江 02	AA	AA	稳定	2018/09/10	侯珍珍 罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受深圳香江控股股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

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

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

深圳香江控股股份有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身是 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 7000 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 3500 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。后历经多次股权转让、定向增发、转增和送股以及吸收合并，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 33.95 亿元，其中南方香江集团有限公司（以下简称“南方香江”）持股比例为 38.89%，为公司控股股东，公司实际控制人刘志强先生和翟美卿女士（双方为夫妻关系且为一致行动人）通过南方香江间接控制公司。截至 2022 年 6 月 15 日，公司无股权质押情况。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年底，公司资产总额 296.41 亿元，所有者权益 76.04 亿元（含少数股东权益 3.18 亿元）；2021 年，公司营业总收入 57.04 亿元，利润总额 3.73 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 284.41 亿元，所有者权益 76.49 亿元（含少数股东权益 3.24 亿元）；2022 年 1—3 月，公司营业总收入 10.72 亿元，利润总额 0.99 亿元。

公司注册地址：深圳市前海深港合作区南山街道兴海大厦 3046 号香江金融大厦 32 楼-A1；

法定代表人：翟美卿。

三、债券概况及募集资金使用情况

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

表 1 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
18 香江 02	1.50	1.50	2018/09/27	4 (2+2) 年
19 香江 01	1.00	1.00	2019/05/31	4 (2+2) 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较

大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降

转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出

6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经

济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021

年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021年土地购置面积2.16亿平方米，同比下降15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021年土拍市场出现了新景象：2021年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近50%的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资

环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7—12月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13%	26675.94	13.81%	23296.00	11.58%
利用外资	175.72	0.10%	192.00	0.10%	107.00	0.05%
自筹资金	58157.84	32.56%	63376.65	32.82%	65428.00	32.53%
其他资金	95046.26	53.21%	102870.31	53.27%	112301.00	55.83%
其中：定金及预收款	61358.88	34.35%	66546.83	34.46%	73946.00	36.76%
个人按揭	27281.03	15.27%	29975.81	15.52%	32388.00	16.10%
合计	178608.59	100.00%	193114.90	100.00%	201132.00	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的

流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政

策出现转向。

2021年初，房地产市场延续年初热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，

发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表4 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2—3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保

证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表5 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产

	会	企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本为 33.95 亿元，其中公司控股股东南方香江持股比例为 38.89%，刘志强先生和翟美卿女士（双方为夫妻关系且为一致行动人）为公司的实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司房地产开发运营经验丰富，品牌在广州地区知名度较高。

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，旗下拥有住宅地产和商贸地产数已超过二十个，覆盖珠三角、华东、环渤海等重要地区。公司及所开发的社区曾获“最佳国际化休闲生态社区金奖”“绿色亚洲人居环境奖”和“亚洲休闲地产最佳品牌”等众多奖项。

项目开发方面，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，该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。2021 年，公司实现并表口径签约销售金额 37.74 亿元，规模较小。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2022 年 5 月 30 日，公司无未结清关注类和不良/违约类贷款。

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

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

公司整体管理层较为稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司主要高管、股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、重大事项

南方香江需以现金向公司支付盈利补偿款 20.37 亿元。

公司与控股股东南方香江于 2017 年签署《深圳香江控股股份有限公司与南方香江集团有限公司之盈利补偿协议》，公司于 2018 年以 25.02 亿元对价从南方香江处购买其持有的天津市森岛置业投资有限公司、天津森岛鸿盈置业投资有限公司和天津森岛宝地置业投资有限公司（上述三家公司下文简称“标的公司”或“天津三公司”）各 65% 股权，约定标的公司 2018 至 2021 年度的业绩承诺期内，需分别实现约定净利润合计数，否则南方香江需于以现金向公司做出业绩承诺补偿。

截至 2021 年 12 月 31 日，标的公司未能在业绩承诺期内实现约定的净利润合计数，根据盈利补偿协议，南方香江需在 2022 年 5 月 16 日前以现金向公司支付盈利补偿款，上述补偿款合计金额为人民币 20.37 亿元。截至 2022 年 5 月 16 日，公司已收到控股股东南方香江的补偿款 10.40 亿元，尚有 9.97 亿元未支付，尚未支付的业绩补偿金自 2022 年 5 月 16 日开始计息，以业绩补偿金实际支付给公司之日停止计息，利率以 2022 年 5 月 16 日至实际支付该笔业绩补偿金期间中国人民银行公布的同期贷款利率为准。南方香江于 2022 年 5 月 16 日向公

司出具《承诺函》，承诺将在承诺函出具后 30 个交易日内向公司董事会提交分期偿还剩余业绩补偿金的方案。联合资信将持续关注该事项后续进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业收入同比小幅增长，但受行业利润率下滑影响毛利率继续下降。房产销售仍是公司主要收入来源，商贸流通业务收入为公司贡献了较稳定的现金流和利润。

跟踪期内，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。

2021 年，公司营业收入 57.04 亿元，同比小幅增长。从营业收入构成来看，商品房、商铺及写字楼销售仍是公司主营业务收入的主要来源，商贸流通业务收入规模有所增长，为公司

贡献了较稳定的现金流和利润。公司本期商品房、商铺及写字楼销售结转收入主要来自于增城翡翠绿洲和武汉锦绣香江项目。

毛利率方面，随着行业整体利润率下滑公司主营业务毛利率继续下降。2021 年，公司部分结转项目拿地价格较高利润空间受压缩，因此毛利率有所下滑但仍处于行业较高水平。商贸流通运营板块和其他板块毛利率均保持在较高水平。综上，公司 2021 年综合毛利率下降 5.81 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司营业收入同比增长 11.55%，主要系本期结转收入较上期增长所致；毛利率方面，商品房、商铺及写字楼销售板块受行业利润下行影响同比大幅下降 13.24 个百分点，商贸流通运营板块毛利率同比增长 15.89 个百分点，主要系 2021 年一季度受疫情影响对部分商铺减免租金致使毛利率下降所致，其他板块毛利率同比有所下降，主要系公司酒店及健康板块受疫情影响收入减少而运营成本不变所致。

表 6 2019—2021 年及 2022 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
商品房、商铺及写字楼销售	33.61	68.20	52.55	36.55	73.36	40.68	41.82	73.32	33.14	7.50	69.93	28.11
商贸流通运营	10.92	22.16	56.34	9.27	18.61	56.13	10.32	18.09	52.19	2.36	21.99	48.79
其中：商贸运营	10.84	22.00	56.31	9.26	18.59	56.16	10.32	18.09	52.19	2.36	21.99	48.79
商贸物流基地商业物业销售	0.08	0.16	61.01	0.01	0.02	69.89	--	--	--	--	--	--
其他	4.75	9.64	35.27	4.00	8.03	34.58	4.90	8.59	40.97	0.87	8.08	21.80
合计	49.28	100.00	51.73	49.82	100.00	43.07	57.04	100.00	37.26	10.72	100.00	32.15

注：1. 尾差系数据四舍五入所致；2. 商贸流通运营中“商贸运营”是指投资性房地产的租金收入、相应管理费收入及商铺销售收入
资料来源：公司提供

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，拿地时间较早，拿地成本较低，土地储备相对充裕；土地储备中位于三四线城市占比较高，在人口、产业等方面缺乏支撑，需关注后续项目去化情况。

公司通过招拍挂和股权并购等方式获取土地储备，以招拍挂为主。

表 7 公司新增土地储备情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新增土地储备占地面积（万平方米）	0.00	16.04	34.15	0.00
新增土地储备计容面积（万平方米）	0.00	42.34	34.15	0.00
拿地支出（万元）	--	239882	27000	--
拿地均价（元/平方米）	--	5666	791	--

注：2021 年获取的土地储备为通过股权收购获取的工业用地，地上有部分工厂建筑及附着物，容积率暂按 1.0 估算，目前为持有状态，待调规后开发或用于政府收储等
资料来源：公司提供

公司放缓拿地节奏，2021 年，公司通过股权并购方式获取一块位于南昌的工业用地，开发时间暂不确定。2022 年一季度无新获土地储备。

截至 2021 年底，公司土地储备全口径面积（按照未动工的占地面积计算）267.72 万平方米，权益比为 79.96%，全口径土地储备中商业占比 23.40%。公司广州地区体量较大的增城项目及番禺项目拿地时间均早于 2013 年，拿地成

本较低。公司土地储备相对充足，按公司 2021 年的新开工面积计算，可满足公司 4~5 年开发需求。

截至 2021 年底，公司土地储备中一线城市（广州）土地储备计容面积占 22.32%，二线城市（天津、成都、郑州和长沙）占 31.26%，三四线城市占 46.41%。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 8 截至 2021 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	享有益	权益计容面积
番禺锦绣香江	广州	住宅	16.90	31.09	51.00	15.86
增城翡翠绿洲	广州		6.82	13.82	100.00	13.82
南昆山锦绣香江项目	广州		1.87	1.69	45.90	0.78
大封门项目	广州		10.71	5.34	100.00	5.34
蝴蝶洲项目	广州		3.13	7.82	100.00	7.82
武汉锦绣香江	鄂州		13.53	26.11	100.00	26.11
株洲锦绣香江	株洲		1.49	2.04	100.00	2.04
天津项目	天津		61.23	113.61	67.00	76.12
句容项目	句容		3.23	3.56	100.00	3.56
小计			118.91	205.08	--	151.44
长沙项目	长沙	商业	9.77	8.49	100.00	8.49
成都香江全球家居 CBD	成都		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		4.20	10.58	100.00	10.58
小计			35.68	62.64	--	62.64
合计			154.59	267.72	--	214.08

注：公司土地储备统计口径按照未动工的占地面积计算

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

2021 年，受拿地节奏放缓影响，公司新开工面积有所下降，竣工规模有所增长。公司在建项目尚需支出金额较大，但从销售金额和土储充足情况看，未来公司资金支出压力一般。

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。受拿地及销售节奏放缓影响，2021 年，公司新开工面积有所下降，竣工力度有所增长，在建面积随之下降。2022 年 1—3 月，公司开工和竣工力度同

比较弱，在建面积小幅下降。

表 9 2019—2021 年及 2022 年 1—3 月公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新开工面积	62.10	73.88	54.03	8.97
竣工面积	59.96	53.09	74.02	10.59
期末在建面积	172.24	193.03	173.04	171.42

注：表中数据为全口径数据

资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司在建房地产项目共计 15 个，以住宅为主。从区域分布来看，一二线城市占 47.19%，一二线与三四线城市分布占比较平均。在建项目规划总投资 232 亿元，已投

资 108 亿元，预计仍需资金支出 124 亿元，从 2021 年销售金额和土地储备目前相对充足的情况来看，公司未来资金支出压力一般。

公司在建项目中部分项目建设周期较长，主要系项目分期开发所致。其中，天津项目规模很大，受疫情及政策调控影响，去化程度较

低，受销售进度影响建设周期拉长，公司于 2021 年 3 月出资 3 亿元收购天津市花千里房地产开发有限公司（以下简称“天津花千里”）地产 30% 股权，计划与其合作开发销售清盘天津武清区部分（该部分未并表），意图深耕天津市场以促进天津项目开发及去化。

表 10 截至 2021 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
番禺锦绣香江	广州	住宅	1.58	51.00
增城翡翠绿洲	广州		12.49	100.00
大瀑布项目	广州		7.59	45.90
南岗项目	广州		13.24	100.00
恩平锦绣香江	恩平		8.57	100.00
株洲锦绣香江	株洲		32.76	100.00
天津项目	天津		31.61	67.00
连云港锦绣香江	连云港		8.72	100.00
来安项目	滁州		27.12	51.00
如东项目	南通		6.76	100.00
苏州项目	苏州		12.35	100.00
成都项目	成都		18.36	100.00
小计	--		181.15	--
聊城项目	聊城	商业	8.06	100.00
长沙项目	长沙		10.85	100.00
新乡项目香江城市广场	新乡		5.95	100.00
小计	--		24.86	--
合计	--	--	206.01	--

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

2021 年，公司签约销售面积和销售金额有所下降，公司待售项目规模一般，公司在售项目去化程度一般，其中天津的住宅项目存在一定去化压力；公司回款率较高。

从销售模式来看，公司目前采用自主销售以及第三方代理销售相结合的方式开展销售

工作。

2021 年，公司签约销售面积及金额较 2020 年分别下降 33.27% 和 29.67%，主要系部分项目去化较慢所致；由于 2021 年广州区域销售占比有所提升，公司签约销售均价有所上涨；公司回款率受本期加大回款力度影响而提升。

表 11 2019 - 2021 年及 2022 年 1 - 3 月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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
预售项目	14	14	15	13
签约销售面积	58.56	50.49	33.69	5.20
签约销售金额	63.25	53.66	37.74	7.31
签约销售回款率	99.99	96.34	114.28	95.84

签约销售均价	1.08	1.06	1.12	1.40
结转面积	34.42	40.43	45.05	5.94
结转收入	33.68	36.56	41.82	7.50

注：签约回款率包含跨期回款

资料来源：公司提供

2021 年，公司在售项目中已取得预售证的待售面积规模一般。目前公司可售项目中，按待售面积（已取得预售证未售面积）计算一线城市（广州）占 16.85%，二线城市（天津、成都、长沙和珠海）占 59.60%，三四线城市占 23.55%，广州（占 16.85%）和天津（占 49.74%）占比较大。从去化情况来看，截至 2021 年底，公司在售项目当期去化率约为 24.29%，整体去化较慢。其中，公司天津项目位于天津宝坻地区，由天津三公司进行开发销售，宝坻地区位

置偏远、交通较不便利、市场景气度一般，该项目体量很大，目前去化情况有一定压力；广州增城项目开售时间较短，去化率不高；位于恩平、成都和株洲的项目均因区位一般，去化情况一般。在售项目中，位于天津和成都的项目销售均价较低，主要系项目所在区域位置较偏远所致；综合体及商业项目部分为自持出租，广州及长沙项目受市场景气度低、项目性质市场接受度低和区位较一般等因素影响，2021 年末新增去化。

表 12 2021 年公司在售项目情况（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	当期去化率	销售均价	已取得预售证未售面积
广州	增城项目	住宅	10.72	5.67	52.89	2.66	5.05
广州	番禺项目		1.91	0.38	19.89	5.31	1.53
广州	南昆山项目		3.32	0.77	23.19	2.66	2.55
恩平	恩平项目		5.81	2.13	36.66	0.58	3.68
鄂州	鄂州项目		1.9	1.12	58.94	0.96	0.78
来安	来安项目		1.25	0.52	41.60	0.71	0.73
常德	常德项目		0.53	0.34	64.15	0.82	0.19
株洲	株洲项目		10.77	4.49	41.68	0.65	6.28
连云港	连云港项目		3.29	3.26	99.08	0.64	0.03
天津	天津项目		58.83	7.38	12.54	0.82	51.45
成都	成都项目		6.64	1.64	24.69	0.70	5.00
如东	南通项目		0.15	0.03	20.00	0.87	0.12
小计			105.12	27.73	26.38	--	77.39
广州	南沙项目	综合体	3.98	0.00	0.00	--	3.98
聊城	聊城项目	综合体	4.16	1.04	25.00	0.85	3.12
珠海	珠海项目	综合体	0.31	0.20	64.51	5.33	0.11
长沙	长沙高岭国际商贸城	商业	4.71	0.00	0.00	--	4.71
小计			13.16	1.24	9.42	--	11.92
合计			118.28	28.97	24.49	--	89.31

注：1. 公司天津项目位于天津市宝坻区，销售均价较天津市有一定差距；2. 公司未提供累计数据，表内均为 2021 年当期数据；3. 当期去化率=已取得预售证面积的已售面积/已取得预售证的面积；4. 以上销售金额及销售面积不含项目配套的住宅底商及车位销售

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3. 商贸运营板块

2021 年，公司商贸运营可为公司提供一定规模的现金流，但华北、华中和西南地区的项

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工商户收取租金，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。

2021年，商贸运营板块收入较2020年增长11.33%，毛利率保持在较稳定水平。从区域分布来看，公司商贸城分布较广泛，在广州、深圳、上海和天津等23个城市均涉及相关业务。

出租率方面，2021年，公司华北、华中和西南项目出租率均不高。其中华北地区的香河项目和西南地区的成都项目出租率不高主要系

项目体量较大、需求不足所致；华中地区项目出租率较2020年提升4.96个百分点但仍较低，主要系项目体量较大且受疫情等因素影响。

2021年，公司商贸运营项目整体出租率较2020年变动不大。

截至2021年底，公司可租面积较2020年底减少8.20%，主要由于受疫情影响，部分地区租赁物业运营情况不佳，公司减少了部分租赁物业面积；公司提高部分地区租金收入，租金收入同比增长13.81%。

表13 2021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、廊坊、保定	45.68	23.73	52.00	1.44	0.43
华中	南昌、武汉、新乡、洛阳、郑州、长沙、株洲	81.26	55.30	68.00	1.60	0.60
华南	广州、珠海、深圳、汕头、惠州、增城	67.49	54.32	80.00	2.70	3.54
华东	上海、无锡、聊城	2.06	2.02	98.00	0.17	0.01
西南	成都	32.81	18.59	57.00	0.19	0.21
合计	--	229.30	153.96	67.00	6.10	4.79

注：商贸运营指投资性房地产的租金收入及相应管理费收入，不含商铺销售收入
资料来源：公司提供

4. 经营效率

公司经营效率处于同行业上游水平。

2021年，公司经营效率指标同比均有所增长。与同行业相比，公司经营效率处于上游水平。

表14 2021年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	存货周转（次）	流动资产周转（次）	总资产周转（次）
珠江实业	0.10	0.12	0.11
格力地产	0.22	0.26	0.20
京投发展	0.17	0.18	0.14
公司	0.23	0.26	0.21

注：1. 为了便于对比，上表相关数据均来自Wind，Wind计算公式与联合资信计算公式存在少许差异；2. “珠江实业”为广州珠江实业开发股份有限公司的简称，“格力地产”为格力地产股份有限公司的简称，“京投发展”为京投发展股份有限公司的简称

资料来源：Wind

5. 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

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司合并范围变化小，对财务数据可比性影响小，财务数据可比性很强。

截至2021年底，公司资产总额296.41亿元，所有者权益76.04亿元（含少数股东权益3.18亿元）；2021年，公司实现营业总收入57.04亿

元，利润总额 3.73 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额 284.41 亿元，所有者权益 76.49 亿元（含少数股东权益 3.24 亿元）；2022 年 1—3 月，公司营业总收入 10.72 亿元，利润总额 0.99 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产

仍以流动资产为主，存货中开发产品规模大，天津项目去化难度较高，流动性较弱；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定的升值空间。

截至 2021 年底，公司合并资产总额较上年底增长 15.68%，主要系其他应收款和存货增长所致。公司资产以流动资产（占 77.58%）为主，资产结构较上年底变化不大。

表 15 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	182.39	78.47	204.78	79.92	229.96	77.58	219.15	77.05
货币资金	37.29	16.04	36.99	14.44	35.59	12.01	29.66	10.43
其他应收款	6.21	2.67	11.40	4.45	25.76	8.69	25.77	9.06
存货	131.42	56.54	147.44	57.54	158.61	53.51	153.12	53.84
非流动资产	50.04	21.53	51.46	20.08	66.45	22.42	65.26	22.95
投资性房地产	33.00	14.20	32.47	12.67	36.42	12.29	36.11	12.70
资产总额	232.43	100.00	256.24	100.00	296.41	100.00	284.41	100.00

注：占比为占资产总额的比例

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产较上年底增长 12.30%，主要系其他应收款和存货增长所致。

截至 2021 年底，公司货币资金 35.59 亿元，较上年底下降 3.79%，主要系银行存款减少所致。货币资金受限情况见表 17，受限比例较高。

截至 2021 年底，公司其他应收款较上年底增长 126.08%，主要系本期增加应收南方香江业绩补偿款 20.37 亿元所致。

截至 2021 年底，公司存货较上年底增长 7.57%。存货主要由开发成本（占 61.79%）、开发产品（占 32.85%）和拟开发土地（占 5.28%）构成，累计计提跌价准备 3.21 亿元，计提比例为 1.98%，计提比例较小。公司存货中开发产品规模大，跌价准备计提比例偏低，存在进一步计提跌价准备的风险。

表 16 截至 2021 年底公司存货中主要开发产品情况
(单位：亿元)

项目	账面金额	未去化原因
番禺锦绣香江花园	2.99	该项目为历史组团存货，公司将按销售节奏推出
增城翡翠绿洲	6.83	别墅保留未来出售；顶层和底商去化有一定压力

天津香江健康小镇	19.95	位置较偏，去化有一定压力
横琴南方国际金融传媒大厦	10.73	该项目为写字楼综合体，结合当地市场情况，按公司节奏推盘
合计	40.50	--

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 29.15%，主要系投资性房地产及使用权资产增长所致。

截至 2021 年底，公司投资性房地产以成本模式计量，较上年底增长 12.18%。其中使用受限部分账面价值为 24.24 亿元，系用于借款抵押，占 66.56%，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 2021 年底，公司资产受限程度一般，详情如下表所示。

表 17 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占该项资产比例（%）	受限原因
货币资金	10.82	30.40	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	15.00	9.46	借款抵押
固定资产	3.35	49.09	借款抵押
无形资产	0.14	15.55	借款抵押
投资性房地产	24.24	66.56	借款抵押
合计	53.55	18.07	--

注：1. 合计数与公司年报不一致系未计入“子公司之100%股权”的0.90亿元所致；2. 合计受限资产占比为占资产总额的比例
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司合并资产总额较上年下降4.05%，主要系货币资金减少所致，资产结构较上年变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益受资本公积增长而有所增长，公司所有者权益结构稳定性有所增强且稳定性较好。

截至2021年底，公司所有者权益76.04亿元，较上年底增长34.03%，主要系受计入南方香江

向公司做出的业绩补偿款影响资本公积大幅增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.81%，少数股东权益占比为4.19%。在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占44.66%、27.87%和24.76%。公司股本与资本公积合计占比提升，所有者权益结构稳定性有所增强。

截至2022年3月底，公司所有者权益76.49亿元，规模及构成均较上年底变化不大。所有者权益结构稳定性较强。

(2) 负债

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，截至2021年底，公司负债规模有所下降，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2021年底，公司负债总额较上年底增长10.46%，流动负债和非流动负债均有所增长。公司负债以流动负债（占82.44%）为主，负债结构较上年底变化不大。

表 18 公司负债主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	144.29	82.13	168.00	84.21	181.66	82.44	164.41	79.07
应付账款	29.26	16.65	35.35	17.72	36.98	16.78	33.23	15.98
其他应付款	14.55	8.28	17.51	8.78	24.34	11.05	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	23.56	13.41	12.90	6.47	25.69	11.66	23.64	11.37
合同负债	0.00	0.00	58.09	29.12	54.53	24.74	53.06	25.52
其他流动负债	15.37	8.75	20.39	10.22	20.54	9.32	19.81	9.53
非流动负债	31.39	17.87	31.51	15.79	38.71	17.56	43.51	20.93
长期借款	29.84	16.98	27.92	13.99	24.55	11.14	30.24	14.54
负债总额	175.69	100.00	199.5	100.00	220.37	100.00	207.92	100.00

注：占比为占负债总额的比例

数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司流动负债较上年底增长8.13%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

截至2021年底，公司应付账款36.98亿元，较上年底增长4.61%，主要系应付建筑工程款增长所致。应付账款账龄以1年以内的为主，占94.87%。

截至2021年底，公司其他应付款较上年底增长39.01%，主要系往来款增加所致，其他应

付款中往来款占62.98%，保证金、押金等占32.27%。从账龄来看，其他应付款账龄以1年以内为主，占71.20%。

截至2021年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长99.20%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增长所致。一年内到期的长期借款中，抵押和保证借款占68.19%。

截至2021年底，公司合同负债较上年底下降6.12%，合同负债主要由售楼款（占93.43%）

构成，其中金额最高项目主要有增城翡翠绿洲项目、株洲锦绣香江湖湘文化城项目等。

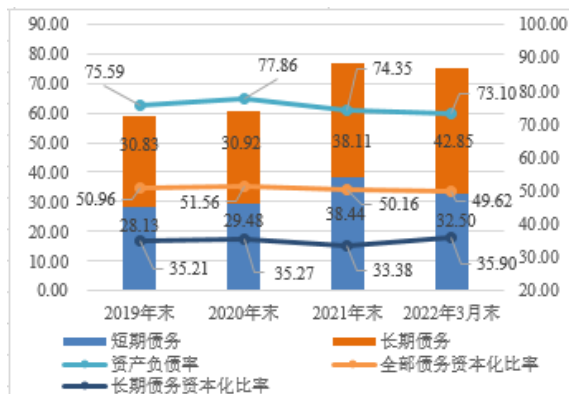
截至2021年底，公司其他流动负债较上年底变化不大，主要为按清算口径计提的土地增值税。

截至2021年底，公司非流动负债较上年底增长22.86%，主要系本期执行新租赁准则，在租赁期内将尚未支付的租赁付款额按照增量借款利率折现的现值计入租赁负债所致。

截至2021年底，公司长期借款24.55亿元，较上年底下降12.09%，主要系部分债务即将到期转入一年内到期的非流动负债所致；长期借款中抵押和保证借款（占29.82%）以及保证、抵押和质押借款（占32.97%）占比较大。

截至2022年3月底，公司负债总额207.92亿元，较上年底下降5.65%，主要系应付账款和其他应付款减少所致。公司负债结构较上年底变化不大。

图1 公司全部债务及债务指标情况(单位: 亿元、%)



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

有息债务方面，截至2021年底，公司全部债务76.55亿元，较上年底增长26.75%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。债务结构方面，短期债务占50.22%，长期债务占49.78%，结构相对均衡，其中，短期债务38.44亿元，较上年底增长30.42%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；长期债务38.11亿元，较上年底增长23.25%，主要系按新租赁准则计入租赁负债所致。从债务指标来看，截至2021年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.35%、50.16%和

33.38%，较上年底分别下降3.51个百分点、1.40个百分点和1.89个百分点。公司债务负担较上年底有所下降且债务水平可控。

截至2022年3月底，公司全部债务75.35亿元，较上年底变化不大，债务结构相对均衡。从债务指标来看，截至2022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73.10%、49.62%和35.90%，较上年底分别下降1.24个百分点、下降0.54个百分点和提高2.52个百分点。截至2022年3月底，公司净负债率为59.72%；剔除预收款后的资产负债率为66.90%，现金短期债务比为0.91倍，三条红线踩线一条；若全部债务中剔除应付票据及租赁负债，公司净负债率为44.40%；剔除预收款后的资产负债率为66.90%，现金短期债务比为0.97倍，三条红线踩线一条。

公司于2022年4—12月到期债务占全部债务比例较高，公司面临一定短期偿债压力。

表19 截至2022年3月底公司有息债务期限分布情况
(单位: 亿元、%)

项目	2022年 4—12 月	2023年	2024年	2025年 及以后	小计
短期借款	3.74	3.20	--	--	6.94
长期借款	15.62	11.01	7.88	15.77	50.28
应付债券 (若行权 时全部回 售)	1.80	1.60	1.50	--	4.90
合计(若 行权时全 部回售)	21.16	15.81	9.38	15.77	62.12
占比	34.06	25.45	15.10	25.39	100.00

注：1. 合计数尾差系四舍五入所致；2. 公司提供该表数据将一年内到期非流动负债计入长期借款；3. 表中不含应付票据和租赁负债；4. 长期借款和应付债券为本金金额，不含应付利息

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021年，公司营业收入有所增长，但受毛利率下降和投资损失影响，公司盈利能力继续下降。

表20 公司盈利能力变化情况(单位: 亿元、%)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—3月
营业收入	49.27	49.82	57.04	10.72
营业成本	23.79	28.36	35.79	7.28

费用总额	11.66	10.43	11.61	2.25
其中：销售费用	3.48	3.29	2.91	0.56
管理费用	4.03	4.01	4.29	0.65
财务费用	4.15	3.13	4.42	1.04
利润总额	7.93	5.77	3.73	0.99
营业利润率	39.01	34.69	30.20	27.47
总资产收益率	7.92	5.34	3.47	--
净资产收益率	8.27	4.64	0.83	--

资料来源：联合资信根据企业财务报告整理

2021年，公司营业收入情况分析见上文经营部分。2021年，公司利润总额同比下降35.35%，主要系毛利率下降、财务费用增长加之投资损失综合影响所致。

从期间费用看，2021年，公司费用总额同比增长11.35%，主要系财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为25.03%、36.95%和38.02%。其中，财务费用同比增长41.13%，主要系本年按照新租赁准则确认的租赁负债摊销利息增加所致。2021年，公司期间费用率为20.36%，同比下降0.58个百分点。公司费用规模一般，成本控制能力一般。

2021年，公司投资收益-2.32亿元，主要为收购联营企业天津花千里产生时，其亏损造成的权益法下确认的投资损失。投资收益占营业利润比重高，对营业利润影响大。

盈利指标方面，2021年，公司主要盈利指标同比有所下降。公司各盈利指标表现一般，盈利能力有所下滑。

与所选公司比较，公司销售毛利率和总资产报酬率表现较好，净资产收益率偏低。

表 21 2021 年同行业公司盈利情况对比

企业简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
珠江实业	39.31	1.48	3.08
格力地产	25.91	2.62	3.71
京投发展	21.04	1.99	1.04
公司	33.14	2.83	0.83

资料来源：Wind

2022年1—3月，公司营业收入10.72亿元，同比增长11.61%，主要系疫情缓解，商贸运营板块收入增加所致；实现利润总额较上年同期

增长73.68%。

5. 现金流

2021年，公司经营活动现金保持小额净流入，公司筹资活动前现金流转为净流出，筹资活动现金流仍为净流出，公司面临一定筹资压力。

表 22 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	76.46	72.73	70.83	10.56
经营活动现金流出小计	43.66	66.75	65.92	14.20
经营现金流量净额	32.80	5.97	4.91	-3.63
投资活动现金流入小计	1.81	3.12	2.25	0.24
投资活动现金流出小计	1.10	5.15	7.86	0.20
投资活动现金流量净额	0.71	-2.03	-5.61	0.05
筹资活动前现金流量净额	33.52	3.95	-0.70	-3.59
筹资活动现金流入小计	37.07	34.20	47.74	11.05
筹资活动现金流出小计	63.00	39.31	52.54	13.39
筹资活动现金流量净额	-25.93	-5.11	-4.80	-2.34

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入及流出均较上年变化不大，公司经营活动现金仍保持小额净流入。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入同比下降28.05%，主要系收到关联方资金拆借金额减少所致；投资活动现金流出同比增长52.67%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增加所致。2021年，公司投资活动现金净流出量同比增长177.02%。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额由正转负，公司面临一定筹资压力。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入同比增长39.58%，主要系融资规模增长所致；筹资活动现金流出同比增长33.66%，主要系偿还债务支出、回购库存股和支付银行借款质押款项增加所致。2021年，公司筹资活动现金仍为净流出。

2022年1—3月，公司由于支出往来款增加，经营活动现金流量转为净流出；投资活动现金流量净额转为净流入；筹资活动现金流量净额持续净流出。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现一般，间接融资渠道有待拓宽，考虑到公司签约销售面积和销售金额情况较好，公司整体偿债能力很强。

表 23 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	126.40	121.90	126.59	133.29
	速动比率 (%)	35.32	34.13	39.28	40.16
	经营现金/流动负债 (%)	22.73	3.56	2.70	-2.21
	经营现金/短期债务 (倍)	1.17	0.20	0.13	-0.11
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.33	1.26	0.93	0.91
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	14.31	11.31	11.87	--
	全部债务/EBITDA (倍)	4.12	5.34	6.45	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.56	0.10	0.06	-0.05
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.72	2.60	1.90	--
	经营现金/利息支出 (倍)	6.23	1.37	0.79	-2.82

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率与速动比率均有所增长，流动资产对流动负债的保障程度一般；公司现金短期债务比有所下降，现金类资产无法覆盖短期债务（若短期债务中剔除应付票据，则现金短期债务比为 1.01 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱）。整体看，公司短期偿债指标表现较弱。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 同比小幅增长。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 25.06%）、计入财务费用的利息支出（占 39.27%）、利润总额（占 31.42%）构成。2021 年，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债指标表现一般。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月底，公司对外担保金额为 7208.00 万元，占公司净资产的 0.95%，为对广州锦荣投资发展有限公司（担保起始日 2020 年 9 月，到期日 2023 年 9 月）。

未决诉讼方面，截至 2022 年 3 月底，公司金额超过 500 万元的重大诉讼主要有 5 起，涉及金

额共计 2.29 亿元，占公司净资产比重很小。5 起案件分别为：公司作为原告和被告的与南通五建控股集团有限公司的工程款纠纷案件，涉及金额 1.30 亿元；公司作为被告的与南通五建控股集团有限公司的工程款纠纷案件 2 起，涉及金额分别为 0.30 亿元和 0.19 亿元；公司作为被告与湖南中天建设工程集团股份有限公司因结算过程争议产生的案件 2 起，涉及金额分别为 0.30 亿元和 0.20 亿元。

银行授信方面，截至 2022 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 83.31 亿元，已使用 61.53 亿元，尚未使用授信额度 21.78 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

7. 公司本部（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，母公司债务负担较轻，投资收益为其主要利润来源。

截至 2021 年底，母公司资产总额 131.73 亿元，较上年底增长 23.57%，主要系其他应收款增长所致。母公司资产总额以流动资产为主（占 77.85%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.39%）和其他应收款（占 88.81%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 89.52%）和投资性房地产（占 9.39%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 7.58 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 73.97 亿元，较上年底增长 10.82%。母公司负债总额以流动负债（占 96.06%）为主。非流动负债主要由长期借款（占 64.02%）和应付债券（占 34.26%）构成。截至 2021 年底，母公司全部债务 17.57 亿元，以短期债务（占 83.42%）为主。截至 2021 年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.15% 和 23.33%，母公司债务负担较轻。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 57.76 亿元，较上年底增长 44.92%，主要系受计入南方香江向公司做出的业绩补偿款影响资本公积大幅增长所致，在所有者权益中，母公司实收资本和资本公积合计占比大，所有者权益稳定性强。

2021年, 母公司营业收入为0.33亿元, 利润总额为0.30亿元。同期, 母公司投资收益为1.99亿元。

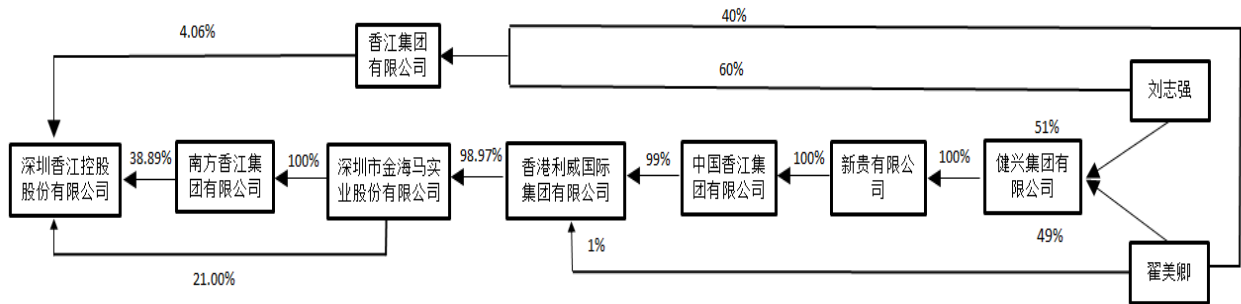
现金流方面, 2021年, 公司母公司经营活动现金流净额为-1.27亿元, 投资活动现金流净额-1.77亿元, 筹资活动现金流净额1.90亿元。

偿债指标方面, 截至2021年底, 母公司现金短期债务比下降至0.52倍, 短期偿债指标较弱。

十一、结论

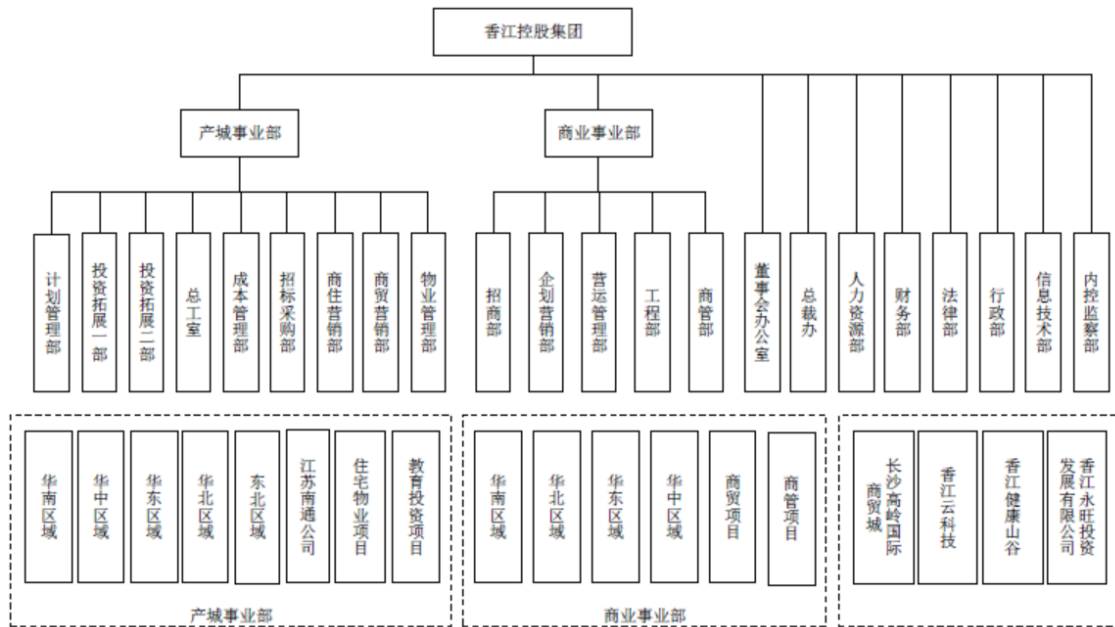
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA, 维持“18香江02”和“19香江01”的信用等级为AA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底深圳香江控股股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底深圳香江控股股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 月底深圳香江控股股份有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	直接持股比例 (%)	间接持股比例 (%)	主要经营地	业务范围	取得方式
1	广州番禺锦江房地产有限公司	51.00	--	广州	房地产	同一控制下企业合并
2	聊城香江光彩置业有限公司	100.00	--	聊城	房地产	同一控制下企业合并
3	郑州郑东置业有限公司	100.00	--	郑州	房地产	同一控制下企业合并
4	洛阳百年置业有限公司	100.00	--	洛阳	房地产	同一控制下企业合并
5	新乡市光彩大市场置业有限公司	100.00	--	新乡	房地产	同一控制下企业合并
6	南昌香江商贸有限公司	100.00	--	南昌	房地产	同一控制下企业合并
7	武汉金海马置业有限公司	100.00	--	武汉	房地产	同一控制下企业合并
8	武汉广发物业管理有限公司	--	100.00	武汉	物业管理	同一控制下企业合并
9	广州香江物业管理有限公司	100.00	--	广州	物业管理	同一控制下企业合并
10	增城香江房地产有限公司	100.00	--	广州	房地产	同一控制下企业合并
11	保定香江好天地房地产开发有限公司	100.00	--	保定	房地产	同一控制下企业合并
12	成都香江家具产业投资发展有限公司	100.00	--	成都	房地产	同一控制下企业合并
13	深圳市香江商业管理有限公司	100.00	--	广州	租赁业务	同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.37	37.02	35.64	29.69
资产总额（亿元）	232.43	256.24	296.41	284.41
所有者权益（亿元）	56.74	56.74	76.04	76.49
短期债务（亿元）	28.13	29.48	38.44	32.50
长期债务（亿元）	30.83	30.92	38.11	42.85
全部债务（亿元）	58.96	60.39	76.55	75.35
营业收入（亿元）	49.27	49.82	57.04	10.72
利润总额（亿元）	7.93	5.77	3.73	0.99
EBITDA（亿元）	14.31	11.31	11.87	--
经营性净现金流（亿元）	32.80	5.97	4.91	-3.63
财务指标				
销售债权周转次数（次）	75.12	102.99	216.89	--
存货周转次数（次）	0.18	0.20	0.23	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.20	0.21	--
现金收入比（%）	147.40	139.19	106.38	86.68
营业利润率（%）	39.01	34.69	30.20	27.47
总资本收益率（%）	7.92	5.34	3.47	--
净资产收益率（%）	8.27	4.64	0.83	--
长期债务资本化比率（%）	35.21	35.27	33.38	35.90
全部债务资本化比率（%）	50.96	51.56	50.16	49.62
资产负债率（%）	75.59	77.86	74.35	73.10
流动比率（%）	126.40	121.90	126.59	133.29
速动比率（%）	35.32	34.13	39.28	40.16
经营现金流动负债比（%）	22.73	3.56	2.70	--
现金短期债务比（倍）	1.33	1.26	0.93	0.91
EBITDA 利息倍数（倍）	2.72	2.60	1.90	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.12	5.34	6.45	--

注：1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计；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. “--”代表计算无意义的数字

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	9.13	8.72	7.58
资产总额 (亿元)	100.38	106.61	131.73
所有者权益 (亿元)	40.62	39.86	57.76
短期债务 (亿元)	13.61	6.27	14.66
长期债务 (亿元)	9.69	13.89	2.91
全部债务 (亿元)	23.29	20.16	17.57
营业收入 (亿元)	1.10	0.59	0.33
利润总额 (亿元)	2.57	2.59	0.30
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-0.24	-0.37	-1.27
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	*	*	*
存货周转次数 (次)	*	*	*
总资产周转次数 (次)	0.01	0.01	0.00
现金收入比 (%)	86.65	206.07	96.54
营业利润率 (%)	58.25	7.38	-81.56
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	6.32	6.51	0.52
长期债务资本化比率 (%)	19.25	25.85	4.80
全部债务资本化比率 (%)	36.44	33.59	23.33
资产负债率 (%)	59.54	62.61	56.15
流动比率 (%)	141.74	146.42	144.32
速动比率 (%)	141.72	146.41	144.32
经营现金流动负债比 (%)	-0.48	-0.71	-1.79
现金短期债务比 (倍)	0.67	1.39	0.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: “/” 表示数据未能获取, “*” 表示因分母为零指标无法计算

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持