

信用等级公告

联合[2018]1694 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（第二期）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（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年九月十日



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

公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：基础发行规模为 1.00 亿元，可超额配售不超过 1.90 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 9 月 10 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	182.18	159.80	183.77	205.33
所有者权益（亿元）	54.66	52.94	80.85	55.31
长期债务（亿元）	31.32	9.46	14.83	26.91
全部债务（亿元）	48.44	26.64	31.54	45.06
营业收入（亿元）	42.33	54.10	43.14	4.36
净利润（亿元）	3.67	6.48	8.48	-0.19
EBITDA（亿元）	9.56	12.38	14.66	--
经营性净现金流（亿元）	-0.63	19.40	5.70	-1.84
营业利润率（%）	34.20	30.48	41.54	42.46
净资产收益率（%）	9.07	12.04	12.67	--
资产负债率（%）	70.00	66.87	56.00	73.06
全部债务资本化比率（%）	46.98	33.47	28.06	44.89
流动比率（倍）	1.52	1.27	1.57	1.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.46	0.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	3.82	6.27	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.30	4.27	5.06	--

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 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

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上市企业，房地产开发经验丰富、品牌知名度较高；通过商贸产业联动，公司在获取土地成本上有一定优势。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临调控风险、部分商贸项目去化较慢、2018 年一季度公司债务水平快速上升、所有者权益下降较多等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，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. 2015 年开始，公司通过资产重组实现战略转型，加入商贸地产运营业务，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. 公司货币资金较充裕；投资性房地产以成本计量，有一定升值空间；公司资产质量较高。

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. 公司土地储备和在建项目主要位于三

四线城市。目前房地产行业政策趋紧，地区分化趋势使其未来收益的实现存在不确定性。

3. 公司部分商贸流通物业销售有一定去化压力。成都和香河项目体量较大，出租率不高。

4. 公司购买控股股东南方香江集团有限公司持有的天津森岛宝地置业投资有限公司、天津森岛鸿盈置业投资有限公司、天津森岛置业投资有限公司三家公司（以下简称“天津三公司”）各 65%股权，由于溢价收购，重组完成后，公司所有者权益规模大幅下降；同时若未来天津三公司盈利能力未达预期，对公司的经营业绩将造成一定影响。

分析师

侯珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@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：

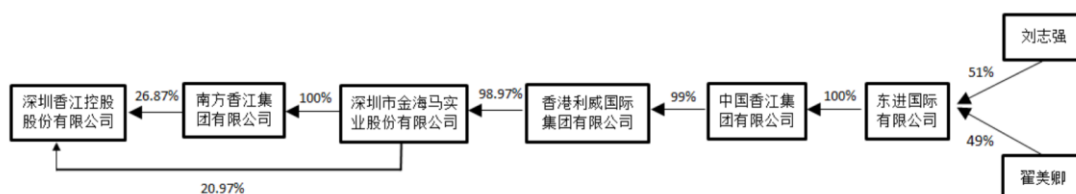

联合信用评级有限公司

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 2018 年 3 月底，公司注册资本变更为 34.01 亿元，其中南方香江持股比例为 26.87%，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 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年 7 月 18 日，公司控股股东已将其持有公司股份中的 79.45% 质押，质押比例较高，需关注公司股价大幅下跌带来的风险。

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 2018 年 3 月底，公司下设产城事业部、商业事业部、内控监察部、财务部、法律部、信息技术部、行政部、人力资源部、总裁办、董事会办公室等职能部门，其中产城事业部下设计划管理部、投资拓展一部、投资拓展二部、总工室、成本管理部、招标采购部、商住营销部、商贸营销部、物业管理部 9 大部门，商贸事业部下设招商部、企划营销部、营运管理部、工程部、商管部 5 大部门；公司纳入合并范围子公司 102 家，拥有在职员工 3,051 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 183.77 亿元，负债合计 102.92 亿元，所有者权益 80.85 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 76.63 亿元。2017 年，公司实现营业收入 43.14 亿元，净利润 8.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.17 亿元；经营活动现金流量净额为 5.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 21.08 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 205.33 亿元，负债合计 150.02 亿元，所有者权益 55.31

亿元，其中归属于母公司的所有者权益 51.55 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.36 亿元，净利润-0.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -1.84 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.99 亿元。

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

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

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。其中“深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券（第一期）”已于 2018 年 3 月 8 日发行，发行规模为 9.10 亿元。公司本期债券名称为“深圳香江控股股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），本期债券基础发行规模为 1.00 亿元，可超额配售不超过 1.90 亿元（含），期限不超过 4 年（含 4 年），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。

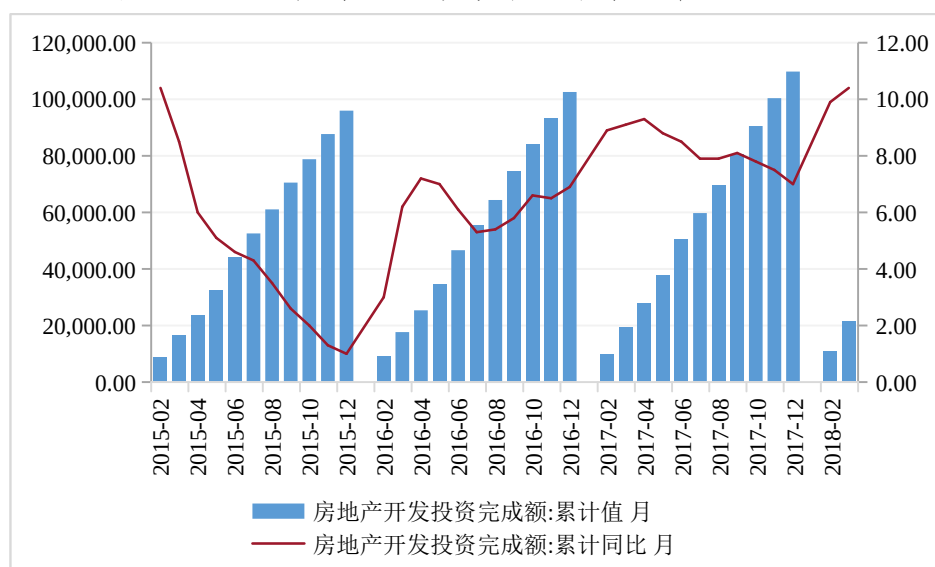
1. 房地产行业

（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。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；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%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年一季度，全国房地产开发投资 21,291.29 亿元，同比增长 10.40%，为近三年最高水平，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地积极性较高所致。

图 2 2015~2018 年一季度全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind资讯

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;2016 年以来房地产投资增速有所回升,但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

(2) 市场供需

土地供应情况

土地是房地产企业主要的成本来源,土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大,同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。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行为,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。

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 个百分点到 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 个百分点到 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 个百分点到 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、三线城市均有较大幅度下降;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%。整体看,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,全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米,同比增加 8%;土地出让金总额为 40,623 亿元,同比增加 38%。其中,住宅用地成交面积 35,433 万平方米,同比增加 24%;商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米,同比减少 10%。分城市来看,2017 年,一线城市土地供应持续放量,

成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化

表 1 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积	113,235	103,212	111,907
同比	-18	-9	8
成交面积	85,671	85,885	95,036
同比	-21	-3	8
出让金	21,793	29,047	40,623
同比	-10	31	38
楼面均价	1,384	1,904	2,374
同比	14	40	26
土地平均溢价率	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

开发资金来源状况

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%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年一季度，房地产开发企业到位资金 36,770 亿元，同比增长 3.1%，增速比 1~2 月份回落 1.7 个百分点。其中，国内贷款 6,957 亿元，同比增长 0.90%；利用外资 16 亿元，同比下降 78.40%；自筹资金 11,449 亿元，同比增长 5.10%；定金及预收款 11,130 亿元，同比增长 11.20%；个人按揭贷款 5,160 亿元，同比下降 6.80%。

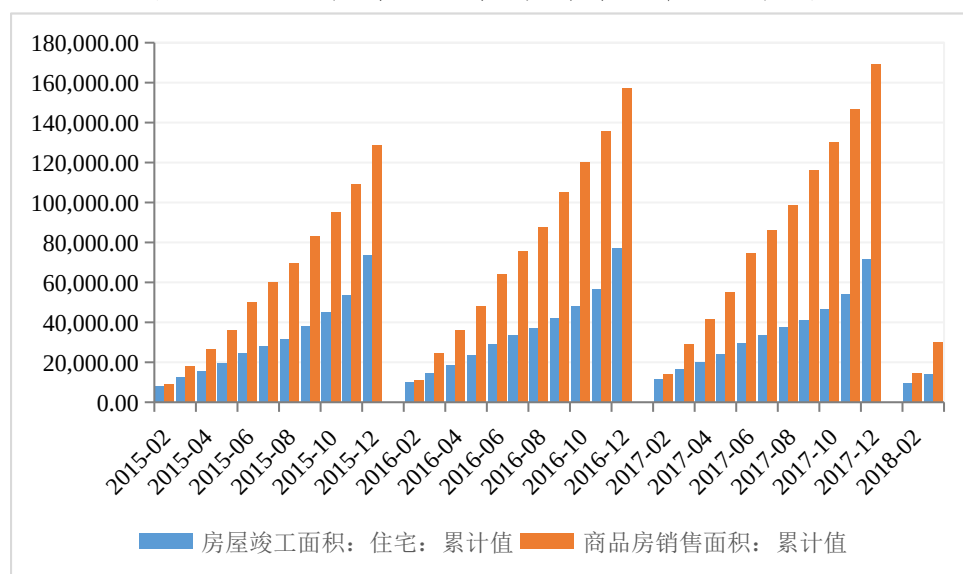
2017年11月17日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，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，需重点关注非标融资的政策变化情况。

市场供需情况

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%。

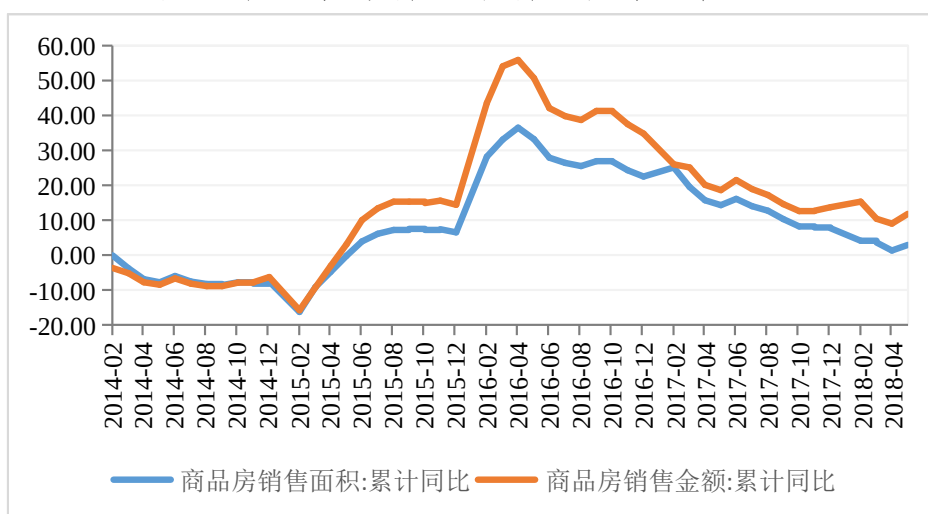
图3 2015~2018年一季度全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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%。

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

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年一季度，全国房地产销售面积 44,721.00 万平方米，同比增长 3.79%，与 1~2 月增速基本持平；全国房地产销售金额 38,051.00 亿元，同比增长 11.95%，较 1~2 月下降 3.3 个百分点。

总体看，在当前经济形势下，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。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

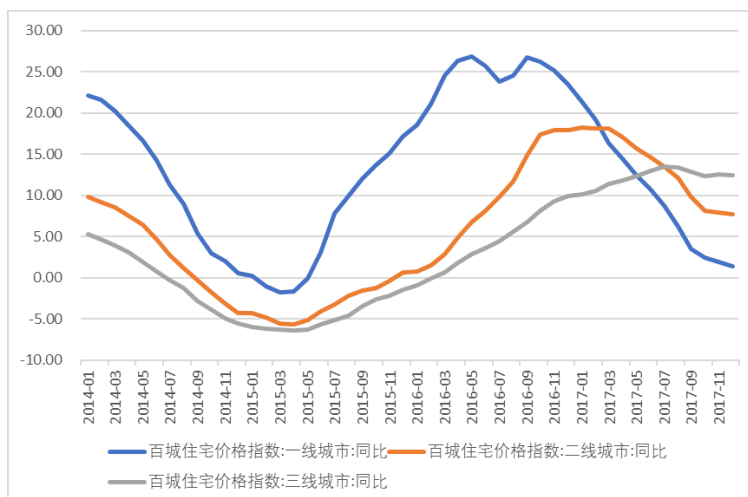
销售价格情况

从商品房销售价格看，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。

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%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 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,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;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一、二线城市房地产价格增速大幅下降,部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象,三线城市价格增速降缓,但仍表现较好。

(3) 竞争格局

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了十多年的黄金时期,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。

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。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,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 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 年前 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
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

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;从 2017 年全年房企销售额来看,5,000 亿房企 3 家,3,000 亿房企 3 家。具体来看,前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破,11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长,31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇,利用市场热度进行滚动销售

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

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

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
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 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》
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 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城市合计 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	住房和城乡建设部联合签发《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》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2016年“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，实行差别化调控，加快房产税落地。

（5）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

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

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

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，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。受房地产市场调控影响，2015~2017年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为10,849.10亿元、11,852.80亿元和9,173.70亿元，年均复合下降8.04%。

（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。家居制造业入门门槛低，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。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，我国家具产量 79,464.15 万件，较上年增长 3.25%。2017 年，全国家具产量 80,703.47 万件，较上年增长 1.56%。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；2015~2017 年，我国家具零售额分别为 2,445 亿元、2,781 亿元和 2,809 亿元，年均复合增长 7.19%。

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。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%。2016 年十一以后，各地频繁出台房地产调控政策，房地产市场再次降温，建材家具市场销售也受到影响，2017 年全国规模以上建材家居卖场累计销售额为 9,173.70 亿元，较上年下降 22.60%。

总体看，家居行业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

房地产调控对家居行业影响明显

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。

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。

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 2018 年 3 月底，公司累计已开发总建筑面积超过 930 万平方米，其中住宅地产 500 万平方米，商业地产 430 万平方米，拥有 104 万平方米的投资性物业、402 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、百年家居建材城等；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；家居流通平台运营业务与公司现有商贸地产开发与销售业务形成互补，提高商贸物流地产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，提高商贸物流地产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（其中董事兼任 4 人），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，公司董事长、南方香江董事长、香江社会救助基金会主席，兼任十三届全国政协委员、广东省女企业家协会会长等职务。

公司总经理修山城先生，出生于 1965 年，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 2018 年 3 月底，公司拥有在职员工 3,051 人。按专业类别分，战略运营类占比约 4%，开发拓展类占比约 1%，招商拓展类占比约 2%，营销类占比约 8%，运营管理类占比约 19%，工程管理类占比约 7%，财务管理类占比约 12%，物业管理类占比约 32%，综合类占比约 15%。按教育程度来分，硕士及以上占比约 1%，本科占比约 20%，大专占比约 26%，大专以下占比约 53%。

总体看，公司核心管理团队具有较丰富的从业经验，员工学历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，负责召集并主持董事会会议等事项。公司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。

公司设经理 1 名，由董事会聘任或解聘，经理每届任期三年，连聘可以连任。经理对董事会负责，主要行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会的决议，并向董事会报告工作等职权。

总体看，公司法人治理结构健全，能满足公司日常经营需要。

2. 管理体制

截至 2018 年 3 月底，公司下设产城事业部、商业事业部、内控监察部、财务部、法律部、信息技术部、行政部、人力资源部、总裁办、董事会办公室等职能部门。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物流地产开发销售与运营转型。2015年，公司以发行股份及支付现金方式收购深圳金海马持有的香江商业%股权和深圳大本营100%股权，形成了地产板块“开发销售”与家居流通平台“招商运营”双轮驱动的业务架构。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，符合公司向商贸地产销售与运营转型发展的规划。

2015~2017 年，公司营业收入规模有所波动，年均复合增长 1.91%。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。2017 年，公司实现营业收入 43.14 亿元，同比下降 20.26%，主要系商贸物流基地商业物业销售收入下降所致。

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，二者近三年合计占公司营业收入比重均在 90%以上，是公司收入和利润的主要来源。2015~2017 年公司商品房、商铺及写字楼销售收入波动下降，年均复合下降 6.68%，主要系公司战略重点向商贸流通运营转移所致。2017 年商品房、商铺及写字楼销售收入同比增长 9.49%，主要系珠海横琴项目、南沙项目有写字楼交楼所致。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，2017 年商贸流通运营板块收入占比为 40.15%，较上年下降 15.66 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，2015~2017 年，商贸运营收入年均复合增长 3.13%，变化不大。商贸物流基地商业物业销售近三年波动较大，其中 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长沙高岭国际商贸城项目达到销售结转条件所致；2017 年商贸物流基地商业物业销售收入同比下降 68.57%，主要系长沙商贸物流城项目当年交楼较上年同期减少所致。公司其他收入主要是物业管理及幼儿园、学校经营收入，近三年呈波动增长态势，年均复合增长 13.37%，其中 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；2017 年实现收入 3.56 亿元，同比变化不大。

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。2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 44.57%、40.79%和 46.05%，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，2016 年该板块毛利率下降 6.37 个百分点，主要系结转的高毛利率商品房项目比重降低所致；2017 年毛利率较上年上升了 18.12 个百分点，主要系珠海横琴项目、南沙项目交付的写字楼毛利高于住宅毛利率所致。2015~2017 年，公司商贸流通运营板块毛利率波动上升，2016 年下降较多，主要系毛利率相对较低的商贸物流基地商业物业销售收入占比提高所致。2017 年商贸流通运营毛利率为 56.44%，较上年上升了 10.44 个百分点，主要系毛利率较高的商贸运营收入占比上升所致。2015~2017 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 2015~2018 年 3 月公司营业收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	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	25.56	60.37	42.02	20.33	37.57	35.65	22.26	51.60	53.77	0.43	9.74	53.12
商贸流通运营	14.01	33.10	51.46	30.19	55.81	46.00	17.32	40.15	56.44	3.02	69.43	56.04
其中：商贸运营	10.55	24.92	58.00	10.78	19.92	57.21	11.22	26.01	58.99	2.76	63.53	55.90
商贸物流基地商业物业销售	3.46	8.18	31.54	19.41	35.88	39.77	6.10	14.14	51.74	0.26	5.91	57.55
其他	2.77	6.53	33.25	3.58	6.62	28.42	3.56	8.25	27.93	0.91	20.82	25.55
合计	42.33	100.00	44.57	54.10	100.00	40.79	43.14	100.00	46.05	4.36	100.00	49.41

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。

2018年1~3月，公司实现营业收入4.36亿元，同比下降19.03%，主要是房地产结转面积较上期减少；毛利率为49.41%，较上年提高了3.36个百分点。

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；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上升，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

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流通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，由投资拓展部发起，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，2015年公司未购置土地；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。2017年，公司在常德通过招拍挂获得新增土地储备2.99万平方米，对应建筑面积9.79万平方米。2018年一季度，公司同一控制下合并收购天津三公司，新增天津市宝坻区土地储备建筑面积160.59万平方米。

表6 近年来公司土地获取情况（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
2016.09	广州	番禺锦绣香江	100.00	0.54	0.96	招拍挂	住宅	1.95
2017.07	常德	常德香江悦府	100.00	2.99	9.79	招拍挂	住宅	2.77
2018.03	天津	天津宝坻区	65.00	88.80	160.59	收并购	住宅	--
合计	--	--	--	92.33	171.34	--	--	4.72

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司持有土地储备总权益计容面积330.52万平方米，可满足公司4~5年开发需求，其中一线城市占比9.12%，二线城市占比41.21%，三四线城市占比49.67%。公司土地储备主要为住宅及商业用途，以出售为主，公司根据市场情况决定是否出租及出租比例。公司现有土储因拿地较早和商贸产业联动原因，楼面价较低。

表7 截至2018年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	物业类型	占地面积	计容面积	享有权益	权益计容面积
番禺锦绣香江	广州	住宅	17.44	32.05	51.00	16.35
增城翡翠绿洲	广州		15.77	10.09	100.00	10.09
南昆山锦绣香江项目	广州		12.75	8.53	45.90	3.92

恩平锦绣香江	恩平		4.18	9.79	100.00	9.79
武汉锦绣香江	鄂州		17.26	47.22	100.00	47.22
株洲锦绣香江	株洲		20.45	39.01	100.00	39.01
连云港锦绣香江	连云港		4.44	9.24	100.00	9.24
句容项目	句容		3.23	3.56	100.00	3.56
天津项目	天津		85.71	160.59	65.00	104.38
如东项目	南通		7.06	12.44	100.00	12.44
成都紫钻	成都		3.87	11.24	50.00	5.62
小计			192.16	343.76	--	261.62
成都香江全球家居 CBD	成都	商业	7.88	26.20	100.00	26.20
郑州项目	郑州		4.82	6.56	100.00	6.56
英德项目	英德		2.53	16.86	51.00	8.60
洛阳项目	洛阳		9.01	10.81	100.00	10.81
新乡项目	新乡		4.97	10.58	100.00	10.58
聊城项目	聊城		2.89	6.15	100.00	6.15
小计			32.10	77.16	--	68.90
合计			224.26	420.92	--	330.52

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备以住宅和商业用地为主，土地储备可支撑公司未来 4~5 年开发需求；公司土地储备集中度一般，一二三线城市均有分布，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。2015~2017 年，公司新开工面积波动增长，年均复合增长 31.31%，主要系 2017 年公司出于补库存需要，增加开工项目所致。近三年，公司竣工面积快速增长，年均复合增长 303.30%，主要系公司近年加快周转，竣工结算的项目增加所致。

表8 2015~2018年3月公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
新开工面积	39.39	34.23	67.92	16.54
竣工面积	5.74	45.43	93.36	0.00
在建面积	159.22	122.49	97.05	68.56

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年 3 月底，公司在建房地产项目共计 7 个，合计在建建筑面积 138.67 万平方米，其中住宅地产在建建筑面积为 132.72 万平方米，商业地产在建建筑面积为 5.95 万平方米。在建项目尚需投资约 18 亿元。从区域分布来看，公司的在建项目存在一定区域集中度，且三四线城市占比较高，未来可能面临一定的去化压力。

表9 截至 2018 年 3 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
连云港锦绣香江项目	连云港	住宅	10.93	100.00

鄂州项目	鄂州		17.85	100.00
株洲锦绣香江项目	株洲		20.56	100.00
来安锦绣香江项目	滁州		31.96	51.00
常德项目	常德		9.79	100.00
天津项目	天津		41.63	65.00
小计	--	--	132.72	--
新乡项目香江城市广场二期 A1、A2、A3	新乡	商业	5.95	100.00
小计	--	--	5.95	--
合计	--	--	138.67	--

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、综合体相结合的产品结构有助于规避产品结构单一带来的市场风险；公司近年加快周转，新开工和竣工面积均快速增长。公司在建项目位于三四线城市占比较高，未来可能面临一定的去化压力。

（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。2016 年，公司实现签约销售面积 30.08 万平方米，同比下降 8.68%，主要系房地产行业限购政策所致。2017 年，公司实现房地产签约销售面积约 32.11 万平方米，同比增长 6.75%；销售均价同比下降 26.72%，主要系 2016 年售价较高的增城翡翠绿洲项目占比较高所致。受房地产市场景气度影响，公司近三年签约销售均价波动下降，分别为 0.95 万元/平方米、1.16 万元/平方米和 0.85 万元/平方米，综合上述影响，公司签约销售金额近三年波动下降，年均复合减少 6.40%。2018 年一季度，受限购政策和房贷信用收缩影响，公司签约面积和签约金额较上年同期均有所下降。

从结转情况来看，公司近三年结转面积波动较大。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。2017 年结转面积 23.51 万平方米，同比减少 45.90%，主要系商贸流通项目结转减少所致。

表 10 2015~2018 年 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	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
预售项目	11	15	13	13
签约销售面积	32.94	30.08	32.11	4.54
签约销售金额	31.33	34.94	27.45	3.41
签约销售回款率	--	99.95	93.02	97.55
签约销售均价	0.95	1.16	0.85	0.75
结转面积	30.70	43.46	23.51	0.44
结转收入	29.02	39.74	28.35	0.68

资料来源：公司提供

注：签约回款率包含跨期回款。

截至 2018 年 3 月底，公司在售项目中已取得预售证的待售面积合计 56.48 万平方米，待售面积规模一般；其中住宅地产为 40.84 万平方米，占比 72.31%；商贸地产及综合体 15.68 万平方米，占比 27.76%。公司可售项目中，按待售面积计算一线城市占比 52.76%，二线城市（成都、珠海、长沙）占比 24.01%，三四线城市占比 23.23%。公司在售项目去化率 80.10%，去化率尚可。其中长沙和香河商贸城项目去化率较低，一方面系当地需求不足，去化有一定压力；另一方面，公司将项目的一半自持经营。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司在售项目情况（单位：万平方米）

地区	项目	类型	已取得预售证的面积	已售面积	已取得预售证未售面积
广州	增城项目	住宅	165.62	142.86	22.76
广州	南昆山项目		9.6	4.18	5.42
鄂州	鄂州项目		30.99	29.86	1.13
来安	来安项目		7.6	7.6	0.04
连云港	连云港项目		13.95	10.56	3.39
株洲	株洲项目		22.81	17.31	5.5
成都	成都项目		6.5	3.9	2.6
小计			257.07	216.27	40.84
广州	南沙项目	综合体	6.0	4.38	1.62
珠海	珠海横琴项目		2.6	2.3	0.30
香河	香河项目	商业	3.14	0.10	3.04
来安	南京湾项目		1.31	1.25	0.06
长沙	长沙项目		13.77	3.11	10.66
小计			26.82	11.14	15.68
合计			283.89	227.41	56.48

资料来源：公司年报

总体看，公司房地产签约销售面积近三年变化不大，随着公司三四线城市房地产项目增加，公司签约销售金额波动下降。公司待售项目规模一般，一二三线城市均有分布，其中商贸项目有一定去化压力。

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。

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。

2017 年，公司实现租金收入合计 6.50 亿元，管理费收入 4.77 亿元，分别较上年增长 7.79% 和 2.14%，租金和管理费收入为公司整体经营发展提供了较稳定的现金流。从区域分布来看，公司商贸城分布较广泛，在广州、深圳、上海、天津等 23 个城市均涉及相关业务。截至 2017 年底，公司商业物业可租面积合计 225.00 万平方米，已租面积合计 165.86 万平方米，较上年分别增加 14.24% 和 15.99%。华北地区出租率不高，主要受香河项目体量较大、需求不足的影响；西南地区出租率不高，主要受成都项目体量较大需求不足，以及区位因素影响。

表12 2017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、廊坊、青岛、保定、长春	46.03	26.43	57%	2.05	0.56
华中	南昌、武汉、新乡、郑州、洛阳、长沙	84.00	64.56	77%	1.77	0.58
华南	广州、韶关、深圳、汕头、惠州、珠海、增城、东莞	44.95	42.72	95%	2.05	3.05
华东	上海、无锡	9.50	8.48	89%	0.44	0.35
西南	成都	40.52	23.67	58%	0.19	0.23
合计	--	225.00	165.86	74%	6.50	4.77

资料来源：公司提供

总体看，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，租金收入和可租面积进一步增长，但部分项目出租率不高。

4. 其他业务

公司其他业务主要是物业管理和小区配套学校运营。公司为保证房地产项目的质量和为入住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 年底，公司管理物业面积合计 402.48 万平方米。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，对入住业主的结算也采用月结方式，可实现稳定的现金流。

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股票 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、2016 年度和 2017 年度的业绩承诺。

(2) 收购深圳家福特、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 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股票 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 年和 2017 年的业绩承诺。

(3) 收购天津三公司

2017 年，为增加公司土地储备，公司以支付现金的方式购买控股股东南方香江持有的天津森岛置地置业投资有限公司、天津森岛鸿盈置业投资有限公司、天津森岛置业投资有限公司（以下简称“天津三公司”）各 65%股权，支付交易对价合计为 25.02 亿元。南方香江承诺天津三公司 2018~2021 年拟实现的累计净利润总额 11.70 亿元。2018 年 2 月，天津三公司的股权过户手续全部完成。天津三公司的主业均为房地产开发销售，截至 2017 年 6 月底，天津三公司目前已建成的房地产项目可售面积合计为 63.68 万平方米，其中已经销售面积合计为 53.81 万平方米，已建成房产的销售进度约为 85%。天津三公司另有待建土地约为 1,332 亩，对应待建计容建筑面积约为 166.34 万平方米，具备相当的项目储备。截至 2017 年 6 月底天津三家公司财务情况如下。

表13 截至2017年6月底天津三公司财务情况（单位：万元）

公司简称	2017年1~6月 营业收入	2017年1~6月 净利润	资产总额	负债总额	所有者权益
森岛宝地	3,772.48	684.61	39,045.66	41,628.11	-2,582.45
森岛鸿盈	240.68	-438.90	70,961.60	68,157.37	2,804.23
森岛置业	5,263.30	-300.56	98,666.33	103,252.00	-4,588.67

资料来源：天津三公司审计报告

截至2018年3月底，公司所有者权益55.31亿元，较年初下降了31.59%，主要系该次重组属于同一控制下的企业合并，交易对价与标的资产账面净资产的差额冲减公司资本公积所致，公司资本公积由年初的23.89亿元下降至0.19亿元。

总体看，上述并购资产事项，使得公司家居商贸运营业务规模和土地储备进一步获得增长，有利于增强公司商贸业务的综合竞争力以及新增公司在天津的项目土储，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，且收购天津三公司支付对价较高使得公司资本公积大幅减少，若未来天津三公司盈利能力未达预期，对公司的经营业绩造成一定影响。

6. 经营效率

2015~2017年，公司各项经营指标呈波动态势，受商贸物流基地商业物业销售于2016年确认收入大幅增长影响，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率2016年均有所上升，流动资产周转率分别为0.31次、0.40次和0.33次，存货周转率分别为0.25次、0.37次和0.26次，总资产周转率分别为0.25次、0.32次和0.25次。

从同行业相近资产规模上市公司比较情况看，公司流动资产周转率和总资产周转率处于中等水平，存货周转率处于较低水平，整体经营效率尚可。

表14 房地产开发类公司2017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	0.27	0.26	0.25
珠江实业	0.40	0.42	0.32
苏宁环球	0.31	0.26	0.28
宋都股份	0.23	0.83	0.20
香江控股	0.33	0.26	0.25

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尚可。

7. 经营关注

（1）房地产行业限购和限售政策已经常态化，2017年以来，房贷政策有所收缩，以上因素可能给公司签约销售带来影响。

（2）公司土地储备和在建项目主要位于三四线城市，三四线城市房地产库存较大且棚改货币化安置接近尾声，未来可能面临一定的去化压力。

（3）公司的长沙和香河商贸项目有一定销售去化压力。同时香河和成都的商贸项目体量较大，当地需求不足，出租率处于较低水平。

（4）收购天津三公司使得公司所有者权益大幅下降，对公司2018年的偿债能力指标将有一定影响。

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,通过专业和高品质的服务,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 2015~2017 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;2018 年一季度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。

合并范围变化方面,2016 年公司新纳入合并范围子公司 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,公司新设立子公司 14 家,现金支付购买 1 家,注销子公司 3 家;新设的子公司中除 5 家已实缴资本外,其余 9 家尚未认缴资本。2018 年 1~3 月,公司新纳入合并范围子公司 5 家。截至 2018 年 3 月底,公司纳入合并范围子公司 102 家。公司合并范围变动的子公司规模不大,且主营业务未发生变化,财务数据仍具有可比性。

截至 2017 年底,公司合并资产总额 183.77 亿元,负债合计 102.92 亿元,所有者权益 80.85 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 76.63 亿元。2017 年,公司实现营业收入 43.14 亿元,净利润 8.48 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 8.17 亿元;经营活动现金流量净额为 5.70 亿元,现金及现金等价物净增加额 21.08 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司合并资产总额 205.33 亿元,负债合计 150.02 亿元,所有者权益 55.31 亿元,其中归属于母公司的所有者权益 51.55 亿元。2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 4.36 亿元,净利润-0.19 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 0.14 亿元;经营活动产生的现金流量净额为 -1.84 亿元,现金及现金等价物净增加额-1.99 亿元。

2. 资产质量

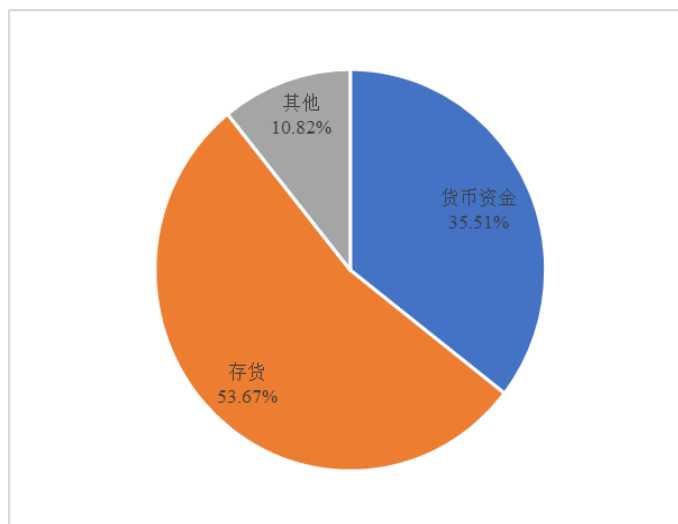
2015~2017 年,公司资产总额波动增长,年均复合增长 0.43%,主要来自流动资产的波动变化。截至 2017 年底,公司资产规模为 183.77 亿元,较年初增长 14.99%,其中流动资产占比 74.74%,非流动资产占比 25.26%,以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年,公司流动资产波动中小幅下降,年均复合下降 3.03%。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；截至 2017 年底，公司流动资产为 137.34 亿元，较年初增长 11.90%，主要系货币资金大幅增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产以货币资金（占比 35.51%）和存货（占比 53.67%）为主，如下图所示。

图 7 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

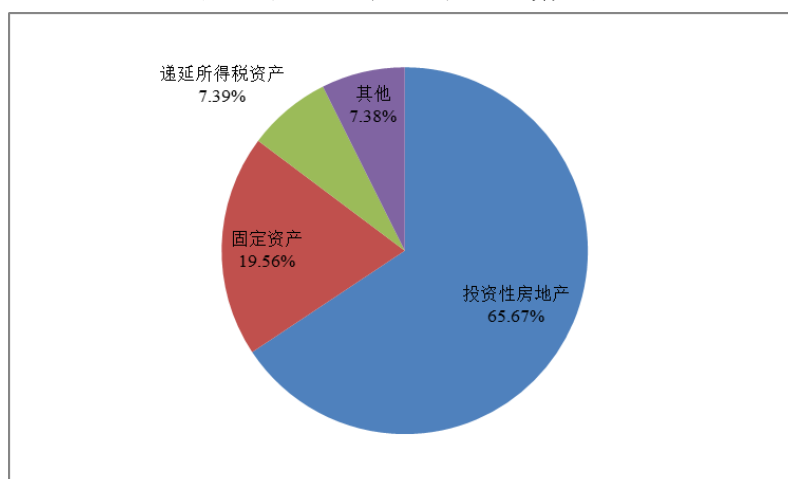
2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 12.94%。截至 2016 年底，公司货币资金 27.65 亿元，较年初下降 27.69%，主要系上年定增及筹资规模增加所致；截至 2017 年底，公司货币资金 48.77 亿元，较年初增长 76.41%，主要系公司非公开发行股票募集资金 23.50 亿元所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 98.40%）和其他货币资金构成（占比 1.52%）。公司货币资金中受限金额为 0.74 亿元，占公司货币资金总量的 1.52%，为未结按揭贷款余额保证金、工程保证金及农民工工资保证金等，受限比例较低。

2015~2017 年，公司存货逐年下降，年均复合下降 11.01%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 73.72 亿元，较年初下降 8.98%，主要系结转销售开发产品所致。公司存货主要由开发成本（占 25.62%）、开发产品（占 58.90%）和拟开发土地（占 9.21%）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株洲锦绣香江湖湘文化城（4.59 亿元）、长沙高岭国际商贸城一期（2.30 亿元）、来安香江南京湾全球家居 CBD（2.28 亿元）、武汉锦绣香江二期 B 组团、三期（1.99 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南方国际金融传媒大厦（13.01 亿元）、增城翡翠绿洲项目（9.00 亿元）、香江商业集团华南总部（4.73 亿元）、番禺锦绣香江花园（3.55 亿元）等。截至 2017 年底，存货中受限部分账面价值为 0.78 亿元（占存货余额 1.06%），系用于借款抵押，存货受限比例低；受当地市场环境和政府政策等影响，公司累计计提存货跌价准备 0.58 亿元，主要计提的是株洲住宅项目。公司存货中开发产品规模较大，且部分为商业项目，需关注公司项目去化情况。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 13.38%，主要系投资性房地产和固定资产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 46.42 亿元，较年初增长 25.23%。截至 2017 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 65.67%）、固定资产（占比 19.56%）和递延所得税资产（占比 7.39%）构成，如下图所示。

图 8 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

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。2015~2017 年，公司投资性房地产账面价值波动增加，年均复合增长 21.79%，主要系资产重组收购广州、郑州、长春物业以及存货转入所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值为 30.49 亿元，较年初增加 52.63%；其中使用受限部分账面价值为 14.94 亿元，系用于借款抵押，占比 49.00%，受限比例较高。公司投资性房地产成本模式计量，存在一定增值空间。

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。2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 29.38%。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；截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 9.08 亿元，较年初减少 11.63%，主要系房屋处置和转入待售所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 86.04%）构成，固定资产成新率为 84.04%，成新率较高。截至 2017 年底，公司受限固定资产 4.28 亿元，受限比率为 47.14%。

公司递延所得税资产主要由计提的土地增值税、内部交易未实现利润和可抵扣亏损构成。2015~2017 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 10.62%。截至 2017 年底，公司递延所得税资产总额为 3.43 亿元，较年初增长 8.59%，主要系公司计提的土地增值税增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产 21.27 亿元，占总资产比重为 11.57%，受限程度一般。受限资产详情如下表。

表15 截至2017年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	0.74	0.40	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	0.78	0.42	借款抵押
固定资产	4.28	2.33	借款抵押
无形资产	0.53	0.29	借款抵押
投资性房地产	14.94	8.13	借款抵押
合计	21.27	11.57	—

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 205.33 亿元，较年初增长 11.73%。公司流动资产合计 158.65 亿元，较年初增长 15.51%，主要系存货增加所致；公司非流动资产合计 46.68 亿元，较年初变化

不大；公司流动资产占比为 77.26%，较年初上升了 2.52 个百分点，公司资产结构较年初变化不大。

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；公司货币资金较充裕，存货中开发产品规模较大，且公司房地产项目位于三、四线城市，需关注存货去化情况；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定的升值空间。公司整体资产质量较好。

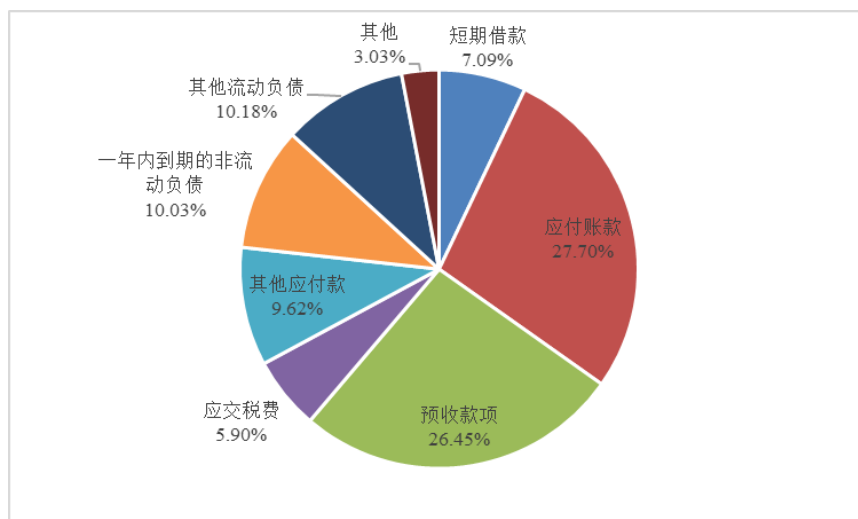
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，公司负债规模逐年下降，年均复合下降 10.17%，主要系长期借款和预收款项规模下降所致。截至 2017 年底，公司负债合计 102.92 亿元，较年初下降 3.70%，其中流动负债占比 85.02%，非流动负债占比 14.98%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债波动下降，年均复合下降 4.54%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 87.50 亿元，较年初减少 9.59%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致。截至 2017 年底，公司流动负债以短期借款（占比 7.09%）、应付账款（占比 27.70%）、预收款项（占比 26.45%）、应交税费（占比 5.90%）、其他应付款（占比 9.62%）、一年内到期的非流动负债（占比 10.03%）和其他流动负债（占比 10.18%）为主。

图 9 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款波动较大，三年分别为 5.67 亿元、0 元和 6.20 亿元，公司 2016 年无短期借款主要系短期借款偿还所致，截至 2017 年底，公司新增短期借款 6.20 亿元，主要用于补充流动资金。

公司应付账款主要为应付建筑工程款和材料款。2015~2017 年，公司应付账款变化不大，年均复合增长 4.80%。截至 2017 年底，公司应付账款为 24.23 亿元，较年初增加 5.19%，主要系应付工程款增加所致。

2015~2017 年，公司预收款项逐年下降，年均复合下降 18.62%，主要系预收售楼款下降所致。截至 2017 年底，公司预收款项 23.14 亿元，较年初下降 20.07%。

2015~2017 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 30.43%，主要系应交的土地增值税和企业所得税增加所致。截至 2017 年底，公司应交税费 5.16 亿元，较年初增长 12.74%。

2015~2017 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 14.97%，主要系公司 2016 年收购

沈阳好天地、深圳家福特、长春物业和郑州物业，合并对价款于 2016 年末支付致其他应付款增加，公司于 2017 年支付合并对价款所致。截至 2017 年底，公司其他应付款余额 8.42 亿元，较年初减少 43.02%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动较大，分别为 8.97 亿元、16.20 亿元和 8.78 亿元。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债总额较年初增长 80.66%，主要系公司根据回售条款将“13 香江债”调整至“一年内到期的非流动负债”所致；截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债较年初减少 45.83%，主要系“13 香江债”未回售，公司将其调整至“应付债券”所致。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

公司其他流动负债主要为按清算口径计提的土地增值税，2015~2017 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 19.15%，主要系计提的土地增值税增加所致。截至 2017 年底，公司其他流动负债合计 8.91 亿元，较年初增长 20.40%。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 30.05%。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。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 15.42 亿元，较年初增长 52.81%，主要系公司将年初流动负债中的 1 年内到期的应付债券余额调整至“应付债券”所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 51.07%）和应付债券（占比 45.09%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款逐年下降，年均复合下降 43.21%，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。截至 2017 年底，公司长期借款余额 7.88 亿元，较年初减少 16.74%，主要为抵押和保证借款（占 59.00%）和保证、抵押和质押借款（占 24.21%）。从长期借款的期限看，2019 年到期 1.82 亿元，2020 年到期 0.67 亿元，其余 5.39 亿元于 2022 年以后到期。

2015~2017 年，公司应付债券分别为 6.91 亿元、0.00 元和 6.95 亿元，波动较大，主要系“13 香江债”因 2017 年到回售期转入“一年内到期的非流动负债”，后因未回售调整至应付债券所致。“13 香江债”发行规模 7.00 亿元，将于 2019 年 12 月 10 日到期。

债务规模方面，2015~2017 年，公司全部债务规模波动下降，年均复合下降 19.31%，主要系长期借款下降和应付债券波动所致。截至 2017 年底，公司全部债务 31.54 亿元，其中短期债务占 52.99%，长期债务占 47.01%，以短期债务为主。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 70.00%、66.87%和 56.00%，负债水平持续下降；公司全部债务资本化比率分别为 46.98%、33.47%和 28.06%，逐年下降；长期债务资本化比率分别为 36.43%、15.16%和 15.50%，呈波动下降趋势，公司债务负担较轻。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 150.02 亿元，较年初增长 45.77%，主要系其他应付款、预收款项和应付债券大幅增长所致；其中流动负债占 81.58%、非流动负债占 18.42%，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司预收款项 33.26 亿元，较年初增长 43.76%，主要系株洲、鄂州项目签约销售收入增加所致，其他应付款 30.35 亿元，较年初增长 260.54%，主要系公司收购天津三公司增加的支付对价所致；应付债券 16.06 亿元，较年初增长 131.05%，主要系公司新发行“18 香江 01”债券所致，“18 香江 01”于 2020 年到回售期。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 45.06 亿元，较年初增长 69.16%，主要系长期借款增加和新发行债券所致；其中，短期债务占 40.27%，长期债务占 59.73%，债务结构有所优化。截至 2018 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 73.06%、44.89%和 32.73%，分别较年初增长 17.06 个百分点、

16.83 个百分点和 17.23 个百分点，公司债务负担有所增加，但仍处于合理水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，2015~2017 年债务负担有所下降，但随着公司 2018 年新发行公司债券及增加长期借款，公司债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 21.62%，主要系公司股本和未分配利润逐年增长以及资本公积波动增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益 80.85 亿元，较年初增长 52.73%，主要系公司非公开发行股票导致股本和资本公积增加。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 76.63 亿元，少数股东权益 4.22 亿元。归属母公司所有者权益中，股本占比 44.38%，资本公积占比 31.18%，盈余公积占比 2.02%，未分配利润占比 22.40%。公司股本与资本公积占比较高，所有者权益稳定性较高。

2015~2017 年，公司股本分别为 15.96 亿元、28.13 亿元和 34.01 亿元，年均复合增长 45.95%，主要系公司重组同一控制下企业定向增发以及将资本公积转增股本所致。2015~2017 年，公司资本公积波动较大，三年分别为 26.04 亿元、6.87 亿元和 23.89 亿元，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，2017 年底较年初增长 247.81% 主要系非公开发行股票产生的股本溢价所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 55.31 亿元，较年初下降 31.59%，主要系公司收购天津三公司股权重组事项属于同一控制下的企业合并，2018 年一季度公司完成该次重组标的过户，该次重组交易对价与标的资产账面净资产的差额冲减公司资本公积所致，公司资本公积由年初的 23.89 亿元下降至 0.19 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司归属于母公司的所有者权益 51.55 亿元（占 93.19%），其中股本占 65.97%，资本公积占 0.37%，盈余公积占 2.34%，未分配利润占 31.25%，公司股本占比较高，权益稳定性较好。

总体看，2015~2017 年，受重组同一控制下企业发生的定向增发、调整资本公积以及资本公积转增股本，公司所有者权益波动增长；截至 2018 年 3 月底，因同一控制下收购天津三公司冲减资本公积，公司所有者权益较年初大幅下降；公司所有者权益中股本占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入呈波动微幅增长趋势，三年分别为 42.33 亿元、54.10 亿元和 43.14 亿元，年均复合增长 0.95%，收入波动变化主要系商贸物流基地商业物业销售收入结转波动所致。近三年公司实现净利润分别为 3.67 亿元、6.48 亿元和 8.48 亿元，年均复合增长 51.97%，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；2017 年净利润 8.48 亿元，同比增长 30.85%，主要系公司整体毛利率提高所致。2015~2017 年，归属母公司所有者的净利润分别为 4.29 亿元、6.90 亿元和 8.17 亿元，年均复合增长 38.02%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 6.70%；主要系财务费用波动所致。2017 年，公司期间费用总额为 7.41 亿元（其中销售费用占 43.85%、管理费用占 41.27%、财务费用占 14.88%），同比增长 1.03%；其中销售费用同比下降 0.14%；财务费用同比上升 16.81%，主要系利息收入减少所致；管理费用同比下降 2.51%，主要系人力成本减少所致。

公司利润主要来源于主营业务积累，非经常性损益波动对公司利润影响很小。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率波动上升，分别为 34.20%、30.48%和 41.54%，公司营业利润率虽处于较高水平；公司总资本收益率分别为 6.38%、8.84%和 10.49%，总资产报

酬率分别为 4.87%、6.36%和 7.59%，净资产收益率分别为 9.07%、12.04%和 12.67%，盈利指标均持续上升，公司整体盈利能力有所提升。与同行业上市公司相比，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 16 房地产开发类上市公司 2017 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
宋都股份	33.21	4.26	2.88
美好置业	36.78	9.81	5.77
珠江实业	37.28	13.14	5.66
苏宁环球	42.89	14.67	7.71
香江控股	52.70	13.01	7.33

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。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.36 亿元，同比减少 19.03%，主要系本期结转面积较上期减少所致；实现净利润-0.19 亿元，主要系公司投资的合营企业亏损以及财务费用支出增加所致。

总体看，近三年公司营业收入波动微幅增长，净利润逐年增长，费用总额控制较好，公司整体盈利能力较高。

5. 现金流

从经营活动情况看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 44.44 亿元、53.88 亿元和 43.28 亿元，呈波动下降趋势，主要系销售回款波动所致；公司经营活动现金流出分别为 45.06 亿元、34.48 亿元和 37.58 亿元，波动下降，主要系公司购地支出和工程款支出规模波动综合所致；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 9.06 亿元、6.43 亿元和 6.13 亿元。综上，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.63 亿元、19.40 亿元和 5.70 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；2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 3.83 亿元、1.16 亿元和 2.16 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 24.85%，其中 2016 年同比下降 69.72%主要系上年收回投资规模较大所致；2017 年同比增长 86.53%主要系收到关联方拆借资金所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出分别为 6.19 亿元、2.51 亿元和 7.59 亿元，呈波动增长态势，年均复合增长 10.70%，主要系公司收并购支付的对价波动所致；综上，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.36 亿元、-1.35 亿元和-5.42 亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动情况看，2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 56.62 亿元、13.13 亿元和 36.99 亿元，波动下降，年均复合下降 19.17%。2016 年公司筹资活动产生的现金流入同比下降 76.81%，主要系公司上年定增收到现金及取得借款规模较大所致，2017 年同比大幅增长 181.74%，主要系非公开发行股票所致。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 38.91 亿元、38.93 亿元和 16.19 亿元，波动下降，年均复合下降 35.49%，主要系公司偿还债务资金波动所致；综上，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 17.71 亿元、-25.80 亿元和 20.80 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-1.84 亿元，同比由正转负主要系房地产签约销售金额同比下降所致；投资活动产生的现金流量净额-12.87 亿元，净流出规模同比增长 39.34%，主要系收购天津三公司所致；筹资活动产生的现金流量净额 12.72 亿元，同比下降 42.10%，

主要系上年同期定增收到现金所致。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，公司近三年对外收并购较为频繁，投资活动现金持续净流出，若公司继续对外并购，存在一定筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 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 1.52 倍、1.27 倍和 1.57 倍；速动比率分别为 0.55 倍、0.43 倍和 0.73 倍，处于一般水平；2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.30 倍和 0.58 倍，较年初有所下降。2015~2018 年 3 月，公司现金短期债务比分别为 2.24 倍、1.61 倍、2.92 倍和 2.69 倍，公司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，2015~2017 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 23.84%，主要系利润总额增加所致。2017 年，公司 EBITDA 为 14.66 亿元，同比增长 29.55%，其中利润总额占 78.09%，计入财务费用的利息支出占 10.84%，折旧占 7.76%，摊销占 3.31%。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.13 倍、3.82 倍和 6.27 倍，公司 EBITDA 对利息保障程度好；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.46 倍和 0.46 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较好。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 6 月底，公司共获得银行授信 47.80 亿元，已使用 43.17 亿元，尚未使用授信额度 4.63 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 2018 年 3 月底，公司无对外担保及重大未决诉讼。

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 2018 年 5 月 9 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录，过往履约情况良好。

总体看，公司长短期偿债能力指标均较强，且公司现金类资产较充裕，整体债务负担尚可，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 2018 年 3 月底，公司全部债务为 45.06 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 2.90 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行规模影响不大。

以 2018 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 2.90 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 73.44%、46.44%和 35.02%，分别较发债前上升 0.38 个百分点、1.55 个百分点和 2.29 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，债务指标可能低于上述值。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 14.66 亿元，为本期债券发行额度（2.90 亿元）的 5.06 倍，对本期债券的覆盖程度较高。2017 年公司经营活动现金流入量为 43.28 亿元，为本期债券发行额度（2.90 亿元）的 14.92 倍；公司经营活动净流量为 5.70 亿元，为本期债券发行额度（2.90 亿元）的 1.97 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，并考虑到公司作为房

地产开发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。

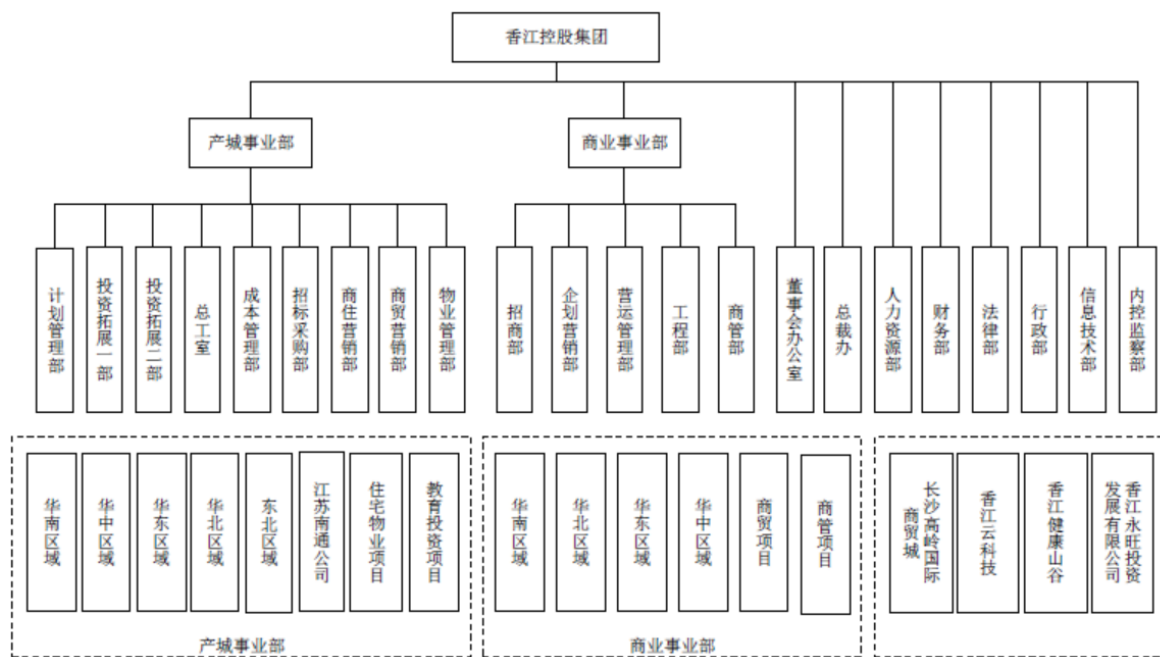
九、综合评价

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，商贸地产运营业务产业链得以拓展，公司竞争力得到提升。同时，联合评级也关注到公司房地产签约销售均价和总额有所下降、房地产业务面临调控风险、2018年一季度公司债务水平快速上升、所有者权益下降较多等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	182.18	159.80	183.77	205.33
所有者权益（亿元）	54.66	52.94	80.85	55.31
短期债务（亿元）	17.12	17.18	16.71	18.15
长期债务（亿元）	31.32	9.46	14.83	26.91
全部债务（亿元）	48.44	26.64	31.54	45.06
营业收入（亿元）	42.33	54.10	43.14	4.36
净利润（亿元）	3.67	6.48	8.48	-0.19
EBITDA（亿元）	9.56	12.38	14.66	--
经营性净现金流（亿元）	-0.63	19.40	5.70	-1.84
流动资产周转次数（次）	0.31	0.40	0.33	--
存货周转次数（次）	0.25	0.37	0.26	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.32	0.25	--
现金收入比率（%）	103.46	88.39	91.70	172.80
总资产收益率（%）	6.38	8.84	10.49	--
总资产报酬率（%）	4.87	6.36	7.59	--
净资产收益率（%）	9.07	12.04	12.67	--
营业利润率（%）	34.20	30.48	41.54	42.46
费用收入比（%）	20.11	13.56	17.18	36.82
资产负债率（%）	70.00	66.87	56.00	73.06
全部债务资本化比率（%）	46.98	33.47	28.06	44.89
长期债务资本化比率（%）	36.43	15.16	15.50	32.73
EBITDA 利息倍数（倍）	2.13	3.82	6.27	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.46	0.46	--
流动比率（倍）	1.52	1.27	1.57	1.30
速动比率（倍）	0.55	0.43	0.73	0.58
现金短期债务比（倍）	2.24	1.61	2.92	2.69
经营现金流动负债比率（%）	-0.66	20.05	6.52	-1.51
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.30	4.27	5.06	--

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 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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 公开发行 2018 年公司债券（第二期）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。

