跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]553 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发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳香江控股股份有限公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”

深圳香江控股股份有限公司发行的“13 香江债”公司债券信用等级为“AA”

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月 一 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
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

本次债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 香江债	7 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2016.6.3

跟踪评级时间：2017 年 6 月 1 日

担保方：深圳市金海马实业股份有限公司

担保方式：全额不可撤销连带责任保证担保

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	182.18	159.80	180.09
所有者权益（亿元）	54.66	52.94	76.96
长期债务（亿元）	31.32	9.46	9.60
全部债务（亿元）	48.44	26.64	26.15
营业收入（亿元）	42.33	54.10	5.38
净利润（亿元）	3.67	6.48	1.04
EBITDA（亿元）	9.44	12.36	--
经营性净现金流（亿元）	-0.63	19.40	3.79
营业利润率（%）	34.20	30.48	50.72
净资产收益率（%）	13.43	12.04	--
资产负债率（%）	70.00	66.87	57.27
全部债务资本化比率（%）	46.98	33.47	25.36
流动比率（倍）	1.52	1.27	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.46	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.10	3.82	--
EBITDA/债券本金合计（倍）	1.37	1.77	--

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	210.32	191.06
所有者权益（亿元）	50.68	55.29
营业收入（亿元）	43.12	55.59
净利润（亿元）	1.64	5.23
资产负债率（%）	75.90	71.06

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2017 年一季度数据未经审计；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）经过一系列资产重组及配套融资，不断提升商贸物流产业布局，增强公司在商贸运营业务的综合实力，促进公司向商贸物流产业转型。2015年10月至今公司通过非公开发行股票募集资金约48亿元，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司主营业务毛利率下降、房地产业务面临调控风险及未来租金上涨可能对家居流通业务的盈利能力有所影响等因素对公司信用水平造成的不利影响。

本次债券由深圳市金海马实业股份有限公司（以下简称“深圳金海马”）提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。深圳金海马资产质量良好，经营规模较大，其担保对本次债券信用状况具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“13香江债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司经过一系列资产重组及配套融资，商贸物流布局得到完善，商贸物流基地商业物业销售收入增长较快。

2. 公司非公开发行股票募集资金规模大，资本实力得到增强，资产负债率下降，综合竞争力有所增强。

3. 深圳金海马资产质量良好，经营规模较大，其担保对本次债券信用状况具有一定的积极影响。

关注

1. 2016 年，受商品房、商铺及卖场销售毛利率下降影响，公司主营业务毛利率有所下降。

2．公司土地储备集中度较高，且大部分位于二、三线城市，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．公司家居门店主要为租赁自第三方物业，未来租金上涨对业务的盈利能力有所影响。

分析师

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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

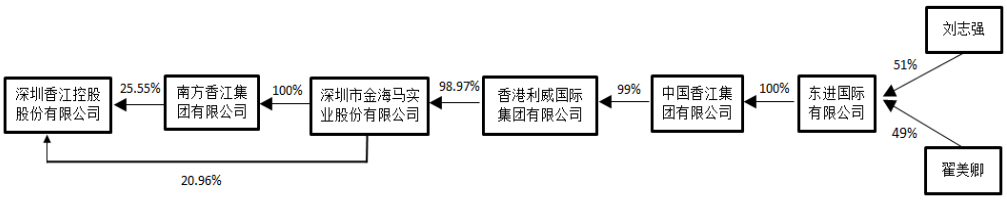
联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）前身是 1993 年 3 月 26 日经山东临沂地区体制改革委员会临体改[1993]第 28 号文批准，由山东临沂工程机械厂独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 7,000 万人民币。1998 年 5 月 18 日，经中国证券监督管理委员会批准，公司向社会公开发行人民币普通股 3,500 万股；1998 年 6 月 9 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易，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。此后公司经过多次股权转让、定向增发、转增和送股以及吸收合并，截至 2014 年底，公司总股本 76,781.26 亿元。

后经非公开发行股票、资本公积转增股本等，截至 2017 年 3 月底，公司股份总数增至 340,337.14 万股，其中南方香江持股比例为 25.55%，持股比例较 2016 年底的 30.96%有所下降，仍为公司的控股股东；深圳市金海马实业股份有限公司（以下简称“深圳金海马”）持股 20.96%，持股比例较 2016 年底的 25.38%有所下降。公司的最终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3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2016 年 12 月，公司经营范围变化为：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）；国内贸易；供应链管理；仓储服务。截至 2016 年底，公司拥有在职员工 3,439 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 159.80 亿元，负债合计 106.86 亿元，所有者权益 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 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 3 月底，公司合并资产总额 180.09 亿元，负债合计 103.14 亿元，所有者权益 76.95 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.92 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.38 亿元，净利润 1.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 3.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.53 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、债券发行及募集资金使用情况

深圳香江控股股份有限公司2013年公司债券（以下简称“13香江债”），债券代码为122339.SH，发行起始日期为2014年12月10日。本次债券实际发行总额为7亿元，发行价格为100元/张，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式发行。

本次债券期限为5年（附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权），计息期限为自2014年12月10日至2019年12月9日止；票面利率为8.48%/年，固定不变；在本次债券存续的第3年末，发行人可选择上调票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前3年票面年利率8.48%加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券扣除债券承销商以及相关佣金后募集资金净额6.90亿元，公司已将全部募集资金用于补充流动资金。

公司已于2016年12月12日支付“13香江债”自2015年12月10日至2016年12月9日的债券利息。

三、行业分析

1. 房地产业

（1）行业概况

2016年以来，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%（扣除价格因素实际增长7.5%）。其中，住宅投资68,704亿元，同比增长6.4%，增速提高0.4个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。办公楼投资6,532.60亿元，同比增长5.20%。商业营业用房投资15,837.53亿元，同比增长8.42%。受市场需求及全国去库存政策效用显现影响，2015年开始，一线和三线城市投资同比增速出现明显背离，表明房地产开发商对市场分化存在共识，投资更倾向于一线经济发达城市；但2016年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

作为房地产市场景气度的前导指标，2016年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016年，房地产开发企业房屋施工面积758,975万平方米，比上年增长3.2%；其中，住宅施工面积521,310万平方米，增长1.9%。房屋新开工面积166,928万平方米，增长8.1%，增速提高0.5个百分点。其中，住宅新开工面积115,911万平方米，增长8.7%。房屋竣工面积106,128万平方米，增长6.1%，增速回落0.3个百分点。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，增长4.6%。

2016年，房地产开发企业到位资金144,214.05亿元，同比增长15.18%。其中，国内贷款21,512.40亿元，增长6.42%；利用外资140.44亿元，下降52.64%；自筹资金49,132.85亿元，增长0.19%；其他资金73,428.37亿元，增长31.94%，占比50.92%，较2015年提高了6.46个百分点。在其他资金中，定金及预收款41,952.14亿元，增长29.00%；个人按揭贷款24,402.94亿元，增长46.46%。2016年房地产开发企业到位资金中，其他资金的占比明显提升，按揭贷款增速大幅上涨，个人购房杠杆率提高。

2017年3月17日下午，北京市多部门发布楼市调控新政。规定购买普通二套房的首付比例

不低于 60%，购买非普通二套房的首付款比例不低于 80%；在确定购房套数时，采用“认房又认贷”的原则。政策即时生效。同时，部分三四线城市限购说明其进入了“去库存”和“控房价”双轨并行的模式，但去库存依然是三四线城市核心要务，限购也主要针对局部区域。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资、开发面积和到位资金等重要指标同比均有所提升，但是进入 2017 年以来调控政策明显趋严。

（2）行业供需

土地供应方面，受到 2015 年“去库存”政策的影响，2016 年房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，同比下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。2016 年中国土地成交宗数为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现；2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值，在“十一”前后，为抑制部分城市房价的持续上涨，一线和部分二线热点城市相继出台了调控政策，主要是限购限贷，减少投机性的购房需求,成交土地溢价率有所下降，2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

销售方面，2016 年随着房地产市场不断升温，商品房销售面积 157,349 万平方米，比上年增长 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%。商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点；其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。我国房价刚性较强，2010 年至今一直处于波动上升的态势，2016 年 12 月，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

去化方面，截至 2016 年 12 月底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积。2015 年前 11 个月，中国新开工房屋 140,569 万平方米，新房还在不断涌入市场。基于该数据测算，中国商品住房总库存达 39.96 亿平方米，现房库存去化周期 23 个月，期房库存需 4.5 年来消化。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价回升趋势明显，待售面积同比略有下降，但弱三四线城市去化压力仍较大。

（3）行业政策

2016 年 2 月，政府即出台两项利好政策，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。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。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、

佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应，深圳大幅提高二套房首付比例、提高社保缴纳标准等，均为历史最严；厦门、南京、武汉等城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

同时，此轮限购政策在土地供应方面也提出要求，对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市，加大土地供应，以缓解自 2016 年开始该类城市的土地持续收缩，解决短期供应减少带来的房价急剧增长。但从全国范围来看，房地产整体在建和待售面积仍处于高位附近，房地产“去库存”过程并未结束，而是尚处于起步阶段，本轮政策调控本质上是对全面去库存政策的局部修正。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 12 日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2016 年 12 月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月 17 日，北京市住建委、北京银监局等四部门联合发布《关于完善商品住房销售和差别化信贷政策的通知》，恢复“认房又认贷”的政策，并明确暂停发放期限在 25 年以上的房贷，其中所涉及的差别化信贷政策将从 3 月 17 日开始正式执行。该规定：居民家庭名下在本市无住房且无商业性住房贷款记录、公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的执行现行首套房政策，即首付款比例不低于 35%，购买非普通住房的首付款比例不低于 40%（两限房等政策性住房除外）。居民家庭名下在北京已拥有一套住房，以及在北京无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于 60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于 80%。

表 1　2016 年房地产行业新出台主要政策

政策出台时间	政策类别	政策内容	影响判断
2016 年 2 月 2 日	信贷政策	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点	刺激需求，加大地方调整自主权，分化调控
2016 年 2 月 19 日	税收政策	从 2016 年 2 月 22 日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）	持续刺激需求
2016 年 6 月 3 日	指导性政策	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》	持续刺激需求
2016 年 9 月 30 日	限购政策、信贷政策	2016 年 9 月 30 日至 2016 年 10 月中旬，已有 21 个城市出台相关房地产限购限贷政策	抑制投资购房需求，调整房地产快速增长预期
2016 年 12 月 14 日	指导性政策	中央经济工作会议强调，要促进房地产市场平稳	保障刚性需求，抑制

		健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位	投资性购房
2017 年 3 月 17 日	信贷政策	规定购买普通二套房的首付比例不低于 60%，购买非普通二套房的首付款比例不低于 80%。	抑制投资性购房

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，本轮限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏，本轮调控政策对房价的涨幅抑制作用已初步显现，2016 年中央经济工作会议则对未来房地产发展方向提出明确要求。

（4）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，资产百亿房企公司债发行量持续提升；另外，2015 年由于国内资本融资环境向好，海外上市资产百亿房企积极转向境内发债，融资规模达 1,025 亿元，处于历史最高水平。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国各个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。自 2016 年 9 月 30 日至今，全国已有 45 个以上城市出台了各种房地产调控政策 140 余次，封堵投资客炒房。不排除此轮调控会有后续更加严厉政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经达到一定饱和，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，地价占比逐渐攀升；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（5）未来发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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是成为关键投入，技术性投入比重加大。

总体看，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

目前，我国家居流通行业离散度较高，市场整体以区域家居企业为主导，区域性企业已经在当地培育了良好的消费忠诚度。家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。2016 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额累计 11,852.80 亿元，较上年上升 9.25%。此外，2016 年国内城镇居民人均可支配收入 33,616.00 元，较上年上升 7.76%，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。

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入行门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。2015 年，红星美凯龙、居然之家、月星集团、金盛集团及武汉欧亚达五家零售销售总额为 1,508 亿元，占总家居市场份额的 27.63%，其中红星美凯龙零售额排名第一。2016 年，就销售额而言，红星美凯龙占连锁家居装饰及家具商场行业的 11.8%，占商场行业的 4.5%，在中国家居装饰及家具零售行业中所占市场份额最大。未来家居流通行业将面临升级转型，逐渐走向差异化，行业集中度也将提升。

总体看，2016年，受益于房地产行业的回暖，家居行业销售额增速有所上升；但目前房地产市场政策再次收紧，家居流通行业景气度可能相应波动。

四、管理分析

跟踪期内，公司常务副总经理琚长征先生不再担任原有职务，公司管理层及核心团队稳定。

总体看，公司高层管理人员的变化，未对公司的经营生产产生重大影响。

五、经营分析

1．经营概况

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、深圳金海马、香江集团有限公司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香江好天地商贸有限公司（以下简称“沈阳好天地”）100%股权、深圳金海马持有的深圳市家福特置业有限公司（以下简称“深圳家福特”）100%股权及长春物业和郑州物业，以及香江集团有限公司持有的广州物业。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。以下经营数据采用重述后的数据。

公司主营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。2016 年，公司实现营业收入 54.10 亿元，同比上升 27.79%，主要系商贸物流基地商业物业销售收入大幅上升所致；综合毛利率 40.79%，较上年下降 2.57 个百分点，主要是商品房、商铺及卖场销售毛利率下降所致。

表 2　2015~2016 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

产品分类	2015 年			2016 年			营业收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
商品房、商铺及卖场销售	25.56	60.38	42.02	20.33	35.57	35.65	-20.47	-6.37
商贸运营	10.55	24.92	58.00	10.78	19.92	57.21	2.19	-0.78
物业管理及其他	2.77	6.54	33.25	3.58	8.63	28.42	29.52	-4.83
商贸物流基地商业物业销售	3.46	8.17	31.54	19.41	35.88	39.77	460.46	8.23
合计	**42.33**	**100.00**	**44.57**	**54.10**	**100.00**	**40.79**	**27.79**	**-3.78**

资料来源：公司年报

从收入构成来看，2016 年公司营业收入结构有所变化，收入主要来源于商贸物流基地商业物业销售收入，占比较上年上升了 27.71 个百分点，主要系公司已竣工长沙项目商贸地产项目于 2016 年结转所致。2016 年商品房、商铺及卖场销售营业收入占比较上年下降了 24.81 个百分点，主要系 2016 年结转面积和价格较上年同期减少。2016 年物业管理及其他营业收入占比较 2015 年增加 2.09 个百分点，主要系新增收入有咨询费、学校教育等其他板块的收入所致。2016 年，商贸运营业务收入略有增长，但营业收入占比较 2015 年减少 5.00 个百分点。

从毛利率情况来看，商品房、商铺及卖场销售板块毛利率较上年下降了 6.37 个百分点，主要系 2016 年结转项目不同；商贸运营毛利率下降了 0.78 个百分点，变化不大；物业管理及其他业务毛利率较上年下降了 4.83 个百分点；商贸物流基地商业物业销售板块毛利率较上年提升了 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。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.38 亿元，同比下降 26.38%，主要是增城项目结转面积较上期减少；毛利率为 56.63%，较上年增加了 8.12 个百分点。

总体看，2016 年，房地产板块与商贸物流经营板块成为公司收入及利润的主要来源。受收入结转项目的影响，2016 年公司营业收入有所增长，但毛利率有所下降。

2. 房地产板块

（1）土地储备

截至 2016 年底，公司持有土地储备总建筑面积约 413.40 万平方米，其中已竣工未销售建筑面积约 76.40 万平方米，未来可供发展用地建筑面积约为 221.00 万平方米。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。其中，2016 年公司新增土地储备占地面积 0.54 万平方米。

表 3　截至 2016 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	物业类型	占地面积	计容面积	享有权益比例
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
株洲锦绣香江	株洲		6.04	13.98	100.00
成都紫钻	成都		3.87	11.24	50.00
南京湾锦绣香江	滁州		6.78	21.14	51.00
小计	--	--	**70.60**	**127.17**	--

长沙高岭国际商贸物流城	长沙	商业	12.00	32.30	100.00
成都香江全球家居 CBD	成都		7.88	26.20	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	--	--	**107.5**	**214.98**	--

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，能够满足未来发展需求；但房地产行业政策再次趋紧，且公司住宅用地中位于广州及部分二、三线城市，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）房地产开发

2016 年，公司开始战略转型，放缓房地产开发速度。公司 2016 年新开工面积 34.23 万平方米（新开工面积是计划建筑的面积，与实际会有少许偏差），较上年下降 13.10%，主要为鄂州锦绣香江三期。公司 2016 年竣工面积 45.43 万平方米，较上年上升 791.46%，竣工的项目主要有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）。截至 2016 年底，公司在建面积 122.49 万平方米，较上年末下降 23.07%，在建项目较 2015 年变化不大。

表4　2015~2016公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年
新开工面积	39.39	34.23
竣工面积	5.74	45.43
在建面积	159.22	122.49

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：　2015年~2016年在建面积为在建建筑面积。

截至 2016 年底，公司在建房地产项目共计 9 个，合计在建建筑面积 122.49 万平方米，其中住宅地产在建建筑面积为 51.63 万平方米，商业地产在建建筑面积为 44.40 万平方米，综合体项目在建建筑面积为 26.46 万平方米。从区域分布来看，公司的在建项目中，住宅项目主要位于鄂州（占 74.80%）；商业项目主要位于长沙（占 59.46%）、滁州（占比 27.14%）。公司的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。

表 5　截至 2016 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	在建建筑面积	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	鄂州		38.62	100.00
株洲锦绣香江一期洋房、湖湘文化商业街、商业中心、博物馆	株洲		6.43	100.00
小计	--	--	**51.63**	--
长沙高岭国际商贸物流城一期 A1-2、A2	长沙	商业	26.40	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		12.05	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	--	--	**44.40**	--
珠海南方金融传媒大厦	珠海	综合体	14.45	70.00
南沙香江国际金融中心	南沙		12.01	45.90
小计	--	--	**26.46**	--
合计	--	--	**122.49**	--

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司放缓房地产开发速度，新开工面积和在建面积较上年均小幅下降；目前在建项目与去年变化不大，预计未来资金支出压力尚可。

（3）房地产销售

2016 年，公司实现房地产签约销售面积约 30.08 万平方米，较上年下降 8.68%；签约销售金额约 34.94 亿元，较上年上升 11.52%，销售面积和销售金额反向变化，主要系 2016 年商业房产单价较高，销售增加所致。其中商贸物流基地商品房 2016 年共计实现签约销售面积约 10.79 万平方米、签约销售金额约 9.55 亿元；住宅方面 2016 年番禺锦江、增城翡翠绿洲、恩平锦绣香江、连云港锦绣香江、武汉锦绣香江、株洲锦绣香江、成都香江紫钻及南京湾项目均有住宅项目推售，实现房地产签约销售面积约 19.29 万平方米、签约销售金额约 25.39 亿元。2016 年公司实现房地产结转面积约 43.46 万平方米，较上年上升 41.56%；结转收入金额约 39.74 亿元，较上年上升 36.94%，主要系结转面积大幅增长所致，结转区域有所变化。

表 6　2015~2016 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	2015 年	2016 年
达预售项目	11	15
签约销售面积	32.94	30.08
签约销售金额	31.33	34.94
签约销售均价	0.95	1.16
结转面积	30.70	43.46
结转收入	29.02	39.74

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司在售项目可售面积合计 78.61 万平方米；其中住宅地产为 41.10 万平方米，占比 52.28%；商贸地产及综合体 37.51 万平方米，占比 47.72%。公司可售项目中，广州增城项目单体项目规模较大，占总可售面积的比较高，2016 年广州市房地产市场回暖，公司的在售项目去化压力一般。

表 7　截至 2016 年底公司在售项目情况（单位：平方米）

地区	项目	类型	2016 年预售面积	截至 2016 年底可售面积
广州	番禺锦江项目	住宅	660	23,120
广州	增城项目		82,037	208,105
广州	南昆山项目		7,847	67,643
鄂州	鄂州项目		54,606	1,854
恩平	恩平项目		1,694	20,452
连云港	连云港项目		2,030	46,631

株洲	株洲项目		4,250	7,459
成都	成都项目		2,862	35,036
来安	来安项目		1,558	661
小计	--	--	**157,544**	**410,961**
广州	南沙项目	**综合体**	11,667	7,189
珠海	珠海横琴项目		23,652	2,821
成都	成都香江全球家居 CBD	商业	162	186,888
香河	香河项目		34,334	30,510
来安	南京湾项目		30,800	12,781
长沙	长沙项目		42,559	134,955
小计	--	--	**143,174**	**375,144**
合计	--	--	**300,718**	**786,105**

资料来源：公司年报

总体看，2016 年，公司签约销售面积小幅下降，签约销售金额较上年增长；结转面积和结转金额大幅增长；公司在售项目规模较大，集中于广州、成都、长沙和香河地区，公司在售项目去化压力一般。

3. 商贸运营板块

商贸运营板块下，公司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以获取收益。2016 年定向增发收购标的资产（主要包括沈阳好天地 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，以及香江集团有限公司持有的广州物业）后，截至 2016 年底，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。

2016 年，公司实现租金收入合计 6.03 亿元，管理费收入 4.67 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，未来租金的上涨对业务盈利能力将产生较大影响。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 22 个城市均涉及相关业务。截至 2016 年底，公司商业物业可租面积合计 196.95 万平方米，已租面积合计 142.99 万平方米。

表8　2016年公司商贸物流经营情况（单位：平方米、亿元）

区域	城市	可租面积	已租面积	租金收入	物业收入
华北	沈阳、天津、廊坊、青岛、保定、长春	456,129	291,183	2.07	0.49
华中	南昌、武汉、新乡、郑州、洛阳、长沙	565,916	480,196	1.46	0.51
华南	广州、韶关、深圳、汕头、惠州、增城、珠海	430,032	403,703	1.84	3.13
华东	上海、无锡	125,556	98,101	0.47	0.34
西南	成都	391,822	156,,677	0.19	0.20
合计	--	**1,969,456**	**1,429,860**	**6.03**	**4.67**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司共经营 47 家门店，其中自有门店 17 家，租赁门店 30 家，广东省门店内达 16 家，自有物业的建筑面积 921,137 平方米。“自有物业+自有招商运营”的模式占比 46.77%。

总体看，公司通过资产重组整合商贸运营板块，产业链进一步拓展，“自有物业+自有招商运营”的模式占比增长，租赁的业务板块还是会有租金上涨的风险。

4. 重大事项

公司以发行股份及支付现金相结合的方式，购买关联方深圳市金海马实业股份有限公司持有的深圳市香江商业管理有限公司 100%股权和深圳市大本营投资管理有限公司 100%股权，其中现金支付部分为 3 亿元。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。

公司向其关联方南方香江、深圳金海马、香江集团发行股份及支付现金，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（持有沈阳物业）、深圳金海马持有的深圳家福特 100%股权（持有深圳物业）及长春物业和郑州物业，以及香江集团持有的广州物业，其中现金支付部分 7 亿元。同时，公司拟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 23.5 亿元。

总体看，公司上述资产重组所并购资产评估增值幅度较大；目前上述资产重组事项均已获证监会核准并且发行成功，2015 年 10 月至今公司通过非公开发行股票募集资金约 48 亿元，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。

5. 经营关注

公司在建项目规模较大，转型期存在去化压力，未来投资情况需要关注

公司的在建项目区域集中度较高，需关注未来区域经济及政策环境变动带来的影响以及二三线城市项目的去化情况。公司土地储备中部分住宅用地位于二、三线城市，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一定不确定性。

未来租金上涨对商贸运营板块业务盈利能力产生不利影响

公司的商贸运营板块收入主要为住宅项目配套商铺的租金收入与家居商贸城的租金、管理费收入，考虑到公司的门店大多租赁自第三方，未来租金的上涨对业务盈利能力将产生较大影响。

6. 未来发展

2017 年，公司继续加大在商贸物流产业的转型力度，同时积极探索智慧家居物联网平台等搭建工作。在设计方面继续做好成本控制；在工程施工方面，继续探索更好的管理方案；在招投标方面，加大成本控制力度。加大资产盘活的力度，推进项目剩余土地的盘活开发。加大资产处置力度，推进项目的处置变现，减轻公司发展的压力。2016 年，公司已经在项目精细化管理方面做了一定的探索和实践。2017 年，管理要进一步向规范化、精细化方向发展，及时、有效地消除在开发过程中所遇到的各种不确定因素，确保开发周期、成本控制等目标均能按计划有效达成；进一步优化物业管理的流程和岗位，细化服务标准，增强一线岗位的标准作业并发挥其主观能动性，不断提高业主满意度；提高业主服务 APP 的使用率，推进智慧社区的形成。

在商贸物流项目拓展方面，公司把品牌输出和增值服务作为项目拓展的首要选项，并力争落到实处；总结现有的项目存在的不足，在新项目拓展前通过充分调研、分析、提前招商规划等举措，提高新项目质量。当成功的案例产生后，通过模式复制，加快拓展速度，为公司带来更深更长远的效益。商贸物流运营方面，在 2017 年商贸物流运营上，公司积极配合项目开发和运营工作，通过运营为项目的开发等提供多方面的支持，同时积极探索智慧家居物联网平台的搭建工作。商贸物业管理方面，对于现有商贸市场物业，除了通过出租模式，考虑利用多种渠道对其进行改造，提升其潜在价值，为公司争取更长远的利益。

总体看，公司未来战略清晰，有利于公司未来持续稳健发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2016 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；2017 年一季度财务报表未经审计。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，2016 年，公司发生同一控制下企业合并，包括两个股权三个物业，主要系沈阳好天地、深圳家福特、广州物业、长春物业和郑州物业。因此，以下财务分析均采用追溯调整后的数据，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 159.80 亿元，负债合计 106.86 亿元，所有者权益 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 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 3 月底，公司合并资产总额 180.09 亿元，负债合计 103.14 亿元，所有者权益 76.95 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.92 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.38 亿元，净利润 1.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.06 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 3.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.53 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产规模为 159.80 亿元，较年初下降 12.28%，主要系流动资产减少所致；其中流动资产占比 76.80%，非流动资产占比 23.20%。公司资产构成以流动资产为主，较年初变化不大。

截至 2016 年底，公司流动资产为 122.72 亿元，较年初下降 15.98%，主要系货币资金和存货的减少所致。截至 2016 年底，公司流动资产以货币资金（占比 22.53%）、存货（占比 65.99%）和其他应收款（占比 5.67%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 27.65 亿元，较年初下降 27.69%，主要系公司于 2016 年偿还较大规模债务所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 97.40%）和其他货币资金构成（占比 2.50%）。公司货币资金中受限金额为 0.69 亿元，占公司货币资金总量的 2.50%，为履约保函保证金、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，受限比例较低。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 80.99 亿元，较年初下降 13.00%，主要系开发成本减少所致；公司共计提存货跌价准备 641.18 万元，开发成本较上年变化不大，计提较为充分；截至 2016 年底，公司受限存货账面价值为 7.65 亿元（占存货余额 9.45%），存货受限比例较低；公司存货规模相对较大，土地储备及在建项目大部分位于二、三线城市，需关注公司项目去化情况。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%；其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 3.46 亿元，其中 1 年期的占 84.68%、1~2 年期的占 10.40%、账龄分布较为集中，以 1 年以内的为主；公司其他应收款共计提坏账准备 0.36 亿元，较为充分；公司其他应收款前五名余额占比为 68.79%，集中度较高，主要为合作意向金、往来款与代垫土地拆迁款等，对公司资金形成一定占用。

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%。截至 2016 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 53.88%）、固定资产（占比 27.71%）、递延所得税资产（占比 8.52%）构成。

公司投资性房地产以成本模式计量，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%；其中使用受限部分账面价值为 4.56 亿元，占比 22.83%，受限比例较高。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%，主要系产品完工由在建工程转入；固定资产主要由房屋及建筑物（占 96.88%）构成；截至 2016 年底，公司固定资产成新率为 78.53%，成新率一般；受限固定资产 3.77 亿元，受限比率为 36.71%。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 180.09 亿元，较上年底增长 12.70%。公司流动资产合计 143.59 亿元，较上年底增长 16.99%；公司非流动资产合计 36.50 亿元，较上年底变化不大；公司流动资产占比为 79.73%，较上年底上升了 2.93 个百分点，公司资产结构较为稳定。

总体看，2016 年公司资产规模有所减少，公司资产仍以流动资产为主，其中货币资金和存货规模较大，公司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，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 106.87 亿元，较年初下降 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%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 96.78 亿元，较年初上升 0.80%。截至 2016 年底，公司流动负债以预收款项（占比 29.91%）、应付账款（占比 23.81%）、其他应付款（占比 15.26%）、一年内到期的非流动负债（占比 16.74%）和其他流动负债（占比 7.65%）为主。

截至 2016 年底，公司预收款项 28.95 亿元，较年初下降 17.14%，主要系当期公司预收售楼款所致。公司预收款项规模较大，为未来结转收入提供一定的保障。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。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。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%，主要系公司将应付债券年末余额调整至“一年内到期的非流动负债”所致。截至 2016 年底，公司其他流动负债合计 7.40 亿元，较年初增长 17.92%，主要系按清算口径计提的土地增值税增加所致。

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%，主要系长期借款即将到期转入流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 93.74%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款余额 9.46 亿元，较年初下降 61.26%，主要系长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。从长期借款的期限结构来看，偿付期主要集中 2018~2019 年，有一定集中偿付压力。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 103.14 亿元，较上年底下降 3.49%。其中，流动负债占比 90.08%，较上年底小幅下降 0.48 个百分点，公司负债结构较为稳定。

截至 2016 年底，公司全部债务为 26.64 亿元，较年初下降 45.01%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务 17.18 亿元，较年初增长 0.37%；长期债务 9.46 亿元，较年初下降 69.80%；截至 2016 年底，公司短期债务和长期债务占比分别为 63.29%和 36.71%。

截至 2016 年底，公司资产负债率为 66.87%，较年初下降 3.12 个百分点，主要系公司债务规

模下降所致；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.47%和 15.16%，公司负债水平一般，长期债务负担处于较低水平。

截至 2017 年 3 月底，公司资产负债率为 57.27%，较年初下降 9.60 个百分点，主要系公司非公开发行股票募集资金使得所有者权益大幅增长所致。全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 25.36%和 11.09%，均较年初大幅下降。

总体看，公司负债以流动负债为主，资产负债率有所下降；公司有息债务规模缩减，以短期债务为主；公司整体债务负担较轻。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 52.94 亿元，同比下降 3.15%，主要来源于同一控制下企业合并股本增加、资本公积的减少。其中归属于母公司所有者权益为 48.88 亿元，少数股东权益 4.06 亿元。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%。公司股本与未分配利润合计占比较高。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 76.96 亿元，较上年底上升 45.37%，公司 2017 年 2 月 17 日非公开发行股票募集资金，公司所有者权益大幅增长。归属于母公司的所有者权益中，股本占 46.67%，资本公积占 32.80%，未分配利润占 19.68%。

总体看，近两年公司非公开发行股票募集资金，使得所有者权益大幅增长；归属于母公司的所有者权益中股本与资本公积占比较高，权益结构较稳定。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 54.10 亿元，同比上升 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；公司实现利润总额分别为 9.29 亿元，较上年上升 51.67%；公司实现净利润 6.48 亿元，同比上升 76.51%，主要是收入增加所致。

从期间费用来看，2016 年，公司费用总额为 7.33 亿元，同比下降 13.84%；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。公司费用收入比从 20.11%下降为 13.56%，公司费用控制能力有所提升。

从各项盈利指标来看，2016 年，公司营业利润率为 30.48%，较上年下降了 3.72 个百分点，公司盈利能力下降。2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.84%、6.36%和 12.04%，较上年均有所下降。从指标上看，公司整体盈利能力良好。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.38 亿元，同比下降 26.38%，主要系本期增城项目结转面积较上期减少所致；实现净利润 1.04 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.06 亿元，同比下降 8.38%，主要系随营业收入相应减少所致。

总体看，受商贸物流基地商业物业销售收入结转增加影响，公司营业收入较上年大幅上升，公司费用控制能力提升，整体盈利能力良好。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 47.82 亿元，同比增长 9.18%，主要系随经营规模增长增加所致。经营活动现金流出方面，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 19.13 亿元，同比下降 22.23%，主要系开工放缓所致。综上原因，公司经营活动产生的净现金流由负转正，净流入为 19.40 亿元，主要是销售商品收到的现金增加，购买商品、交

纳的税款及暂付经营性往来现金款减少。受地产业务开发和收入结转的不匹配性影响，2016 年公司现金收入比为 88.39%，较上年的 103.46%大幅下降。

从投资活动情况来看，公司保持一定的对外投资规模，投资活动现金流表现为净流出，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.35 亿元，净流出规模较上年的-2.36 亿元下降，主要系收回上期的投资理财产品减少，同时较上年同期本期取得子公司的现金暂未支付。

从筹资活动情况来看，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负，为-25.80 亿元，较上年净流入 17.71 亿元下降较多，主要系 2016 年偿还部分债务及上期收到募集资金所致。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 3.79 亿元；投资活动产生的现金流量净额-9.24 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 21.97 亿元；现金及现金等价物净增加额 16.53 亿元，本期收到募集资金导致现金及现金等价物净增加额较大。

总体看，公司现金流量净额大幅增长；投资活动持续净流入，但规模不大；公司近年通过非公开发行股票进行融资，整体筹资压力不大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年，公司流动比率和速动比率分别 1.27 倍和 0.43 倍，较年初分别下降了 0.25 倍和 0.12 倍，流动性一般。2016 年，公司现金短期债务比为 1.61 倍，较年初下降了 0.63 倍，现金类资产对短期债务保护程度有所下降，但仍属较高。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 为 12.36 亿元，较上年增长 29.55%；EBITDA 构成较为稳定，其中，利润总额占比较高，占比 75.03%，计入财务费用的利息支出占比 12.84%。2016 年，EBITDA 利息保障倍数为 3.82 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度较高；公司 EBITDA 全部债务比 0.46 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较高。整体看，公司的长期偿债能力较强。

截至 2017 年 3 月底，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项。

截至 2017 年 3 月底，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 4 月 21 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。

公司与各大银行建立了良好的长期合作伙伴关系，截至 2016 年底，公司共获得银行授信额度 12.5 亿元，已使用 10.23 亿元，尚未使用授信额度 1.77 亿元，间接融资渠道有待拓宽。考虑到公司作为上市公司，直接融资渠道较为便利。

总体看，公司现金类资产较充裕，目前整体债务负担尚可；公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达27.71亿元，约为“13香江债”本金（7亿元）的3.96倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达52.94亿元，约为债券本金（7亿元）的7.56倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“13香江债”的按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为12.36亿元，约为债券本金（7亿元）的1.77倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入53.88亿元，约为债券本金（7亿元）

的7.70倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，公司现金类资产充裕，对本次债券的覆盖程度高，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，品牌知名度较高、家居商贸业务板块毛利水平较高，公司对“13香江债”的偿还能力强。

八、债权保护条款分析

本次债券由深圳金海马提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1．担保人概况

深圳金海马于 1996 年 2 月 7 日注册成立，初始注册资本 5,000 万元，股东分别为自然人刘志强、翟美卿和刘会远，持股比例分别为 70%、29%和 1%。2015 年 10 月 8 日，深圳金海马将深圳市香江商业管理有限公司和深圳市大本营投资管理有限公司 100%股权转让给香江控股。2016 年，深圳金海马

经多次增资及换股，2016 年香港利威国际集团有限公司和深圳市前海香江金融控股集团有限公司对公司增资 5.10 亿元，截至 2016 年末，深圳金海马实收资本 8.02 亿元，公司最终控股股东为刘志强、翟美卿夫妇。

2．经营情况

2016 年深圳金海马实现营业收入 55.59 亿元，较上年增长 28.91%，主要是房地产和家居流通收入增长较快所致。

从毛利率水平来看，随着深圳金海马房地产业务毛利率的下降，使得2016年深圳金海马主营业务毛利率达到40.63%，较上年下降3.68个百分点。

总体看，2016 年，深圳金海马营业收入增长较快，但毛利率有所下降。

3．财务状况

深圳金海马提供的 2016 年财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）广东分所审计，并出具了标准无保留的审计意见，财务可比性较强。

截至 2016 年末，深圳金海马合并资产总额 191.06 亿元，负债合计 135.77 亿元，所有者权益 55.29 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 29.88 亿元。2016 年，深圳金海马实现营业收入 55.59 亿元，净利润 5.23 亿元，其中归属于母公司的净利润 2.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.26 亿元。

资产质量

截至 2016 年末，深圳金海马资产总额 191.06 亿元，较年初相比下降 9.16%，其中，流动资产和非流动资产所占比重分别为 78.75%和 21.25%，资产结构较上年末相比变化幅度小。

截至 2016 年末，深圳金海马流动资产合计 150.46 亿元，主要由货币资金（占 19.77%）、其他应收款（占比 8.22%）、存货（占比 64.39%）构成。截至 2016 年末，深圳金海马货币资金合计 29.75 亿元，较年初下降 23.41%，其中受限货币资金 0.69 亿元，占货币资金的比重为 2.32%。截至 2016 年末，深圳金海马其他应收款 12.36 亿元，主要为应收关联方的往来款，较年初相比下降 0.46%，账龄主要在 1 年以内，无受限情况。截至 2016 年末，深圳金海马已对其他应收款累计计提坏账准备 0.66 亿元，整体坏账准备计提比例为 5.34%。截至 2016 年末，深圳金海马存货 96.89

亿元，较年初下降 9.75%，主要系储备土地减少所致；其中主要以开发成本和开发产品为主，分别占比 49.97%和 41.15%。截至 2016 年末，深圳金海马对存货已计提存货跌价准备 0.90 亿元；此外，受限存货 7.65 亿元，占比 7.90%。

在非流动资产方面，截至 2016 年末，深圳金海马非流动资产合计 40.59 亿元，较年初增长 2.81%。在非流动资产构成方面，主要为投资性房地产（占 49.86%）、固定资产（占 25.53%）构成。截至 2016 年末，深圳金海马投资性房地产为 20.24 亿元，较年初下降 2.15%，主要为折旧所致；固定资产为 10.36 亿元，较年初增长 88.00%，主要系房屋及建筑物增长。

总体看，深圳金海马资产规模大，货币资金较为充裕，存货主要以房地产项目为主，资产结构合理，受限资产占比尚可，资产质量较好。

负债

截至 2016 年末，深圳金海马负债合计 135.77 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比 91.17%和 8.83%。截至 2016 年末，深圳金海马流动负债合计 123.78 亿元，主要由应付账款（占比 21.19%）、预收款项（占比 31.39%）、其他应付款（占比 22.45%）、一年内到期的非流动负债（占 13.09%）和其他流动负债（占比 5.98%）组成。

截至 2016 年末，深圳金海马应付账款 26.23 亿元，较年初增长 6.14%，主要系随着房地产建设项目规模的扩大，应付建筑工程款增加所致。截至 2016 年末，深圳金海马预收款项 38.85 亿元，较年初增长 9.00%，主要系 2016 年预收售楼款增加所致。截至 2016 年末，深圳金海马其他应付款合计 27.79 亿元，较年初增长 23.76%，主要系往来款增加所致。截至 2016 年末，其他流动负债为 7.40 亿元，较年初增长 17.92%，主要系按清算口径计提的土地增值税增长所致。截至 2016 年末，一年内到期的非流动负债为 16.20 亿元，较年初增长 80.66%，主要系应付债券调至一年内到期的非流动负债所致。

在非流动负债方面，截至 2016 年末，深圳金海马非流动负债合计 11.99 亿元，较年初下降 68.16%，主要系长期借款和应付债券下降所致。在非流动负债的构成方面，主要由长期借款（占比 94.73%）构成；长期借款较年初下降 62.65%。

截至 2016 年末，深圳金海马的债务总额为 36.74 亿元，较年初下降 48.99%，主要系短期借款和长期借款减少所致；截至 2016 年末，短期债务为 25.38 亿元（占比 69.08%），长期债务为 11.36 亿元（占比 30.92%），以短期债务为主，其中短期债务较年初下降 9.31 亿元，长期债务较年初下降 25.97 亿元。截至 2016 年末，深圳金海马资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.06%、39.92%和 17.04%，均较年初有所下降，债务负担有所减轻。

总体看，深圳金海马负债规模较大，债务结构以长期债务为主，整体债务压力一般。

所有者权益

截至 2016 年末，深圳金海马所有者权益合计 55.29 亿元，较年初增长 9.08%，主要系股本和未分配利润增长所致；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 26.83%，资本公积占比 30.03%、未分配利润占比 40.98%，未分配利润占比高，权益结构的稳定性一般。

总体看，深圳金海马未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

盈利能力

深圳金海马 2016 年全年实现营业收入 55.59 亿元，同比增长 28.91%，营业成本 33.07 亿元，同比增长 37.31%。深圳金海马 2016 年期间费用合计 9.11 亿元，其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 37.40%、44.47%和 18.13%；费用收入比为 16.40%，较上年下降 7.68 个百分点。营业外收入较上年增长 31.03%。深圳金海马当年实现的利润总额和净利润分别较上年上升 75.23%

和 218.26%，分别为 7.93 亿元和 5.23 亿元。

在盈利指标方面，2016 年深圳金海马总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.02%、5.10%和 9.88%，与上年比较均出现上升。

总体看，2016 年，深圳金海马营业收入增长，盈利能力上升。

现金流

2016 年深圳金海马经营活动现金流入量为 64.55 亿元，较上年增长 4.75%；同期经营活动现金流出量为 42.40 亿元，较上年下降 33.60%，主要系支付其他与经营活动有关的现金下降所致；深圳金海马 2016 年经营活动产生的现金流量由净流出状态转为净流入状态，2016 年净流入 22.16 亿元。深圳金海马 2016 年现金收入比为 105.15%，收入质量尚可。

在投资活动方面，2016 年深圳金海马投资活动现金流入量和流出量分别为 69.67 亿元和 66.59 亿元，较上年末相比变化幅度较大，当年投资活动产生的现金流量净额为 3.08 亿元。

深圳金海马 2016 年筹资活动现金流量净额为-31.50 亿元，由净流入转变为净流出，主要系支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。

总体看，深圳金海马的现金流量结构得到了较为有效的调整，外部融资需求明显下降。

偿债能力

在短期偿债能力方面，截至 2016 年末，深圳金海马流动比率和速动比率分别为 1.22 倍和 0.43 倍，两项指标较上年末相比有所下降；现金短期债务比为 1.18 倍，较上年末上升 0.06 倍，短期偿债能力较强。

在长期偿债能力方面，2016 年深圳金海马 EBITDA 为 11.83 亿元，较上年上升 35.96%，主要系利润总额上升所致；2016 年 EBITDA 利息倍数为 5.02 倍，EBITDA 全部债务比为 0.32 倍，较上年上升了 1.82 倍和 0.20 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较好，深圳金海马的长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，深圳金海马获得的银行授信总额为 8.40 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 5.40 亿元，深圳金海马间接融资渠道有待拓宽。

截至 2016 年底，金海马对外担保 16.10 亿元，均为对母公司中国香江集团有限公司和对关联方深圳香江供应链管理有限公司的担保，或有负债风险不大。

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2017 年 5 月 2 日，深圳金海马无未结清的不良信贷记录，有一笔已结清关注类信贷记录，过往履约情况良好。

总体来看，深圳金海马的整体偿债能力尚可，同时考虑到深圳金海马其家具卖场具备一定的品牌优势，辖下房地产业务发展较好，未来产业协同优势将逐步形成，有利于进一步提升深圳金海马的综合竞争力，因此金海马整体偿债能力较强。

4．担保效果评价

依据深圳金海马 2016 年末财务数据测算，发行规模（7 亿元）占深圳金海马资产总额的 3.66%、所有者权益的 12.66%和经营活动现金流入的 10.84%，深圳金海马对本次债券的的保护程度较好。

九、综合评价

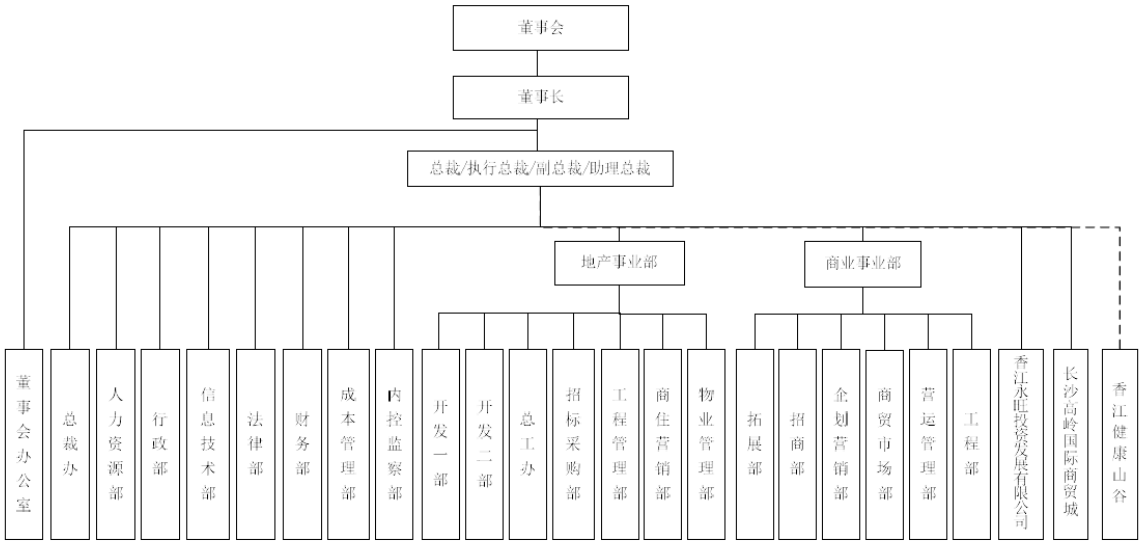
公司经过一系列资产重组及配套融资，不断提升商贸物流产业布局，增强公司在商贸运营业务的综合实力，促进公司向商贸物流产业转型。2015年10月至今公司通过非公开发行股票募集资

金约48亿元，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。同时联合评级关注到公司主营业务毛利率下降、房地产业务面临调控风险及未来租金上涨可能对家居流通业务的盈利能力有所影响等因素对公司信用水平造成的不利影响。

本次债券由深圳金海马提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。深圳金海马资产质量良好，经营规模较大，其担保对本次债券信用状况具有一定的积极影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“13香江债”的债项信用等级为“AA”。

附件1-1　深圳香江控股股份有限公司
组织结构图



附件 2-1 深圳香江控股股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017.3
资产总额（亿元）	182.18	159.80	180.09
所有者权益（亿元）	54.66	52.94	76.96
短期债务（亿元）	17.12	17.18	16.55
长期债务（亿元）	31.32	9.46	9.60
全部债务（亿元）	48.44	26.64	26.15
营业收入（亿元）	42.33	54.10	5.38
净利润（亿元）	3.67	6.48	1.04
EBITDA（亿元）	9.44	12.36	--
经营性净现金流（亿元）	-0.63	19.40	3.79
应收账款周转次数(次)	85.42	75.99	--
存货周转次数（次）	0.26	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.32	--
现金收入比率（%）	103.46	88.39	193.01
总资本收益率（%）	5.81	8.84	--
总资产报酬率（%）	4.52	6.36	--
净资产收益率（%）	8.76	12.04	--
营业利润率（%）	34.20	30.48	50.72
费用收入比（%）	20.11	13.56	27.49
资产负债率（%）	70.00	66.87	57.27
全部债务资本化比率（%）	46.98	33.47	25.36
长期债务资本化比率（%）	36.43	15.16	11.09
EBITDA 利息倍数（倍）	2.10	3.82	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.46	-
流动比率（倍）	1.52	1.27	1.55
速动比率（倍）	0.55	0.43	0.62
现金短期债务比（倍）	2.24	1.61	2.67
经营现金流动负债比率（%）	-0.66	20.05	4.08
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.37	1.77	-

注： 2017 年一季度报表未经审计

附件 2-2 深圳市金海马实业股份有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	210.32	191.06
所有者权益（亿元）	50.68	55.29
短期债务（亿元）	34.69	25.38
长期债务（亿元）	37.32	11.36
全部债务（亿元）	72.02	36.74
营业收入（亿元）	43.12	55.59
净利润（亿元）	1.64	5.23
EBITDA（亿元）	8.70	11.83
经营性净现金流（亿元）	-2.23	22.16
应收账款周转次数(次)	75.74	70.48
存货周转次数（次）	0.22	0.32
总资产周转次数（次）	0.21	0.28
现金收入比率（%）	102.51	105.15
总资本收益率（%）	3.56	7.02
总资产报酬率（%）	3.45	5.10
净资产收益率（%）	3.24	9.88
营业利润率（%）	33.94	30.10
费用收入比（%）	24.08	16.40
资产负债率（%）	75.90	71.06
全部债务资本化比率（%）	58.69	39.92
长期债务资本化比率（%）	42.41	17.04
EBITDA 利息倍数（倍）	3.20	5.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.32
流动比率（倍）	1.40	1.22
速动比率（倍）	0.52	0.43
现金短期债务比（倍）	1.12	1.18
经营现金流动负债比率（%）	-1.83	17.90
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.24	1.69

注： 2017 年一季度报表未经审计

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。