# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]821 号

深圳香江控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“13 香江债”和“18 香江 01”进行跟踪评级，确定：

**深圳香江控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**深圳香江控股股份有限公司公开发行的“13 香江债”和“18 香江 01”信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月八日

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 2018 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 |
|---|---|---|---|---|---|
| 18 香江 01 | 9.1 亿元 | 4 年（2+2） | AA | AA | 2018.1.15 |
| 13 香江债 | 7 亿元 | 5 年（3+2） | AA | AA | 2017.6.1 |

跟踪评级时间：2018 年 6 月 8 日

主要财务数据：

发行人-深圳香江控股股份有限公司

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 18 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 159.80 | 183.77 | 205.33 |
| 所有者权益（亿元） | 52.94 | 80.85 | 55.31 |
| 长期债务（亿元） | 9.46 | 14.83 | 26.91 |
| 全部债务（亿元） | 26.64 | 31.54 | 45.06 |
| 营业收入（亿元） | 54.10 | 43.14 | 4.36 |
| 净利润（亿元） | 6.48 | 8.48 | -0.19 |
| EBITDA（亿元） | 12.36 | 14.66 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 19.40 | 5.70 | -1.84 |
| 营业利润率（%） | 30.48 | 41.54 | 42.46 |
| 净资产收益率（%） | 12.04 | 12.67 | -- |
| 资产负债率（%） | 66.87 | 56.00 | 73.06 |
| 全部债务资本化比率（%） | 33.47 | 28.06 | 44.89 |
| 流动比率（倍） | 1.27 | 1.57 | 1.30 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.46 | 0.46 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.82 | 6.27 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.77 | 0.91 | -- |

担保方-深圳市金海马实业股份有限公司

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 190.23 | 219.03 |
| 所有者权益（亿元） | 55.00 | 80.33 |
| 营业收入（亿元） | 56.86 | 46.82 |
| 净利润（亿元） | 5.33 | 7.84 |
| 资产负债率（%） | 71.09 | 63.32 |

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、2018 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”）2017年通过非公开发行股票募集资金净额约22.92亿元，资本实力得到增强，整体资产流动性得到较好补充。公司主营业务收入毛利率明显提升。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等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

“13香江债”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。深圳金海马收入主要来自于公司，净资产规模较大，其担保对“13香江债”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”和“18香江01”的债项信用等级为“AA”。

## 优势

1．公司主营业务商品房、写字楼销售以及商贸流通板块结转收入毛利率提升明显。

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，综合竞争力有所增强。

3．深圳金海马收入主要来自于公司，净资产规模较大，其担保对“13 香江债”信用状况具有一定的积极影响。

## 关注

1．2017 年，公司商品房签约销售均价有所下降，签约销售金额有所减少。

2．公司土地储备和在建项目主要位于二

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各 65%股权，该重组交易对价与标的资产账面净资产的差额冲减公司所有者权益，公司所有者权益下降较多。

**分析师**

张兆新
电话：010-85172818
邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅
电话：010-85172818
邮箱：zhiym@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：支亚梅

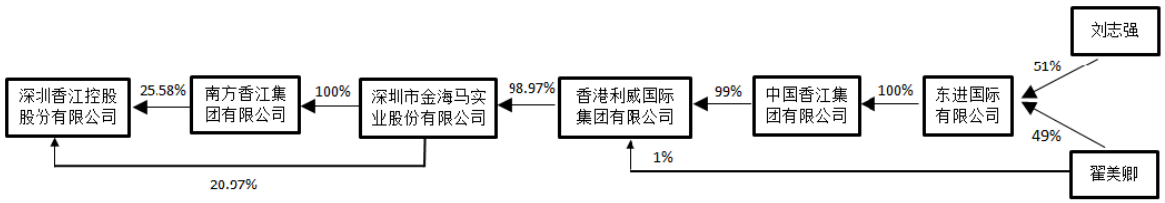
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

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

历经多次股权转让、定向增发、转增和送股以及吸收合并。截至 2017 年底，公司注册资本为 340,067.14 万元，其中南方香江持股比例为 25.58%，为公司的控股股东。公司实际控制人为刘志强先生和翟美卿女士（双方为夫妻关系）。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围未发生变化。截至 2017 年底，公司拥有在职员工 3,416 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；法人代表：翟美卿。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

1. 13 香江债

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，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%，第 3 年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。公司已将全部募集资金用于补充流动资金。

公司已于 2017 年 12 月 11 日按期付息。

2. 18 香江 01

深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券（以下简称“18 香江 01”），证券代码为 143494.SH，发行起始日期为 2018 年 3 月 9 日。本次债券实际发行总额为 9.10 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2018 年 3 月 9 日起至 2022 年 3 月 9 日止；票面利率为 7.90%，第 2 年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。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。部分募集资金已用于偿还银行贷款和利息。

截至 2018 年 3 月底，“18 香江 01”尚未到第一个付息日。

## 三、行业分析

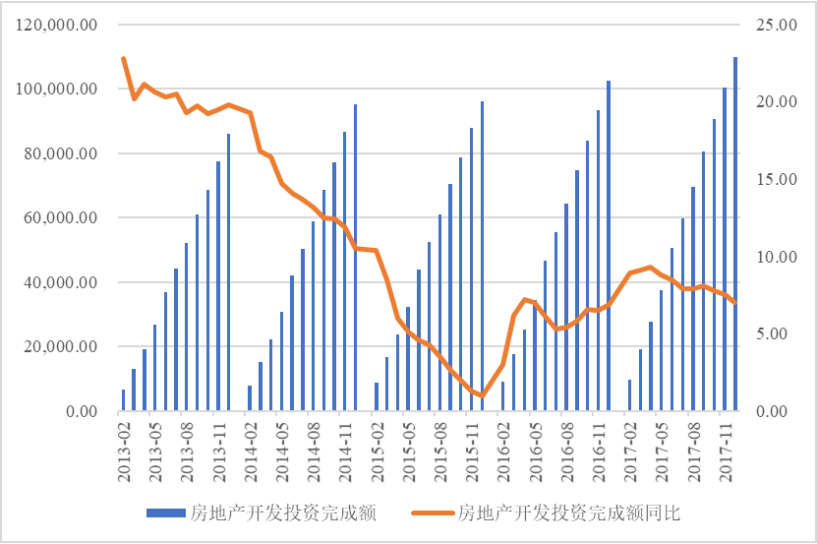
1. 房地产业

（1）行业概况

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

从近年房地产行业发展趋势来看，受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838 亿元，同比增长 8.43%。

图 2 近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）




资料来源：Wind资讯

2017 年全国房地产开发投资 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，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.20%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.60%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.50%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

市场供需方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加供地稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

销售价格方面，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。

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%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%。

表 1　近年来前 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 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|---|
| 前 10 大企业销售额占比 | 16.87 | 18.81 | 24.10 |
| 前 20 大企业销售额占比 | 22.82 | 25.33 | 32.50 |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 11.31 | 12.19 | 15.38 |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 14.62 | 15.94 | 20.03 |

资料来源：CRIC

总体看，在房地产调控政策的持续影响下，全国房地产投资增速下滑；土地供应上，热点城市供应增加；销售价格上，一二线城市降温明显，三线稳定增长；市场集中度进一步提高，出现强者恒强的局面。

（2）行业政策

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

市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。2018年两会的政府工作报告中提出加快房产税立法，坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。

（3）行业关注

**行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

**房地产限购、限售政策常态化，调控难见实质性松绑**

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。预计热点城市未来限购、限售政策将持续存在，全国房地产调控仍然严格。

**市场格局持续分化**

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

**中小房企面临被整合风险**

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，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。

（4）未来发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产行业集中度会不断提高；短期政策调控仍会持续，长期看市场是主导房地产市场发展的主要因素；行业内龙头企业、区域优势和特色房地产企业会获得生存空间。

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。受全国房地产

调控加码和电商冲击等因素影响，2017 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额累计 9173.70 亿元，较上年下降 22.60%。近 5 年来，全国建材家居景气指数（BHI）呈波动下降趋势。

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入行门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。2016 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 1,705 亿元，占总家居市场份额的 28.53%，较上年提高 0.9 个百分点，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，受房地产调控政策的影响，2017年家居建材行业受到明显影响。家居建材行业有继续向龙头集中的趋势。

## 四、管理分析

跟踪期内，公司原职工代表监事张忠华因个人原因辞职，不再担任原有职务，公司职工代表大会推举张柯先生为职工监事。公司其他高层管理人员没有变化。

## 五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务依然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。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。

表 2　2016~2017 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

| 行业名称 | 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 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** | **20.33** | **37.57** | **35.65** | **22.26** | **51.60** | **53.77** |
| **商贸流通运营** | **30.19** | **55.81** | **46.00** | **17.32** | **40.15** | **56.44** |
| 其中：商贸运营 | 10.78 | 19.92 | 57.21 | 11.22 | 26.01 | 58.99 |
| 商贸物流基地商业物业销售 | 19.41 | 35.88 | 39.77 | 6.10 | 14.14 | 51.74 |
| **其他** | **3.58** | **6.62** | **28.42** | **3.56** | **8.25** | **27.93** |
| **合计** | **54.10** | **100.00** | **40.79** | **43.14** | **100.00** | **46.05** |

资料来源：公司年报

从收入构成来看，2017 年公司营业收入结构有所变化，收入主要来源于商品房、商铺及写字楼销售收入，占比较上年上升了 14.03 个百分点。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。商贸流通运营的业务中，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 2017 年交楼较上年同期减少所致。公司其他业务收入同比变化不大。

从毛利率情况来看，商品房、商铺及写字楼销售板块毛利率较上年上升了 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；商贸流通运营毛利率上升了 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；其他业务毛利率变化不大。综上，公司综合毛利率为 46.05%，较上年提升 5.26 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.36 亿元，同比下降 27.09%，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，2017 年，公司房地产板块收入占比有所提升。受收入结转项目节奏的影响，2017 年公司营业收入有所下降，但毛利率有所提升。

2. 房地产板块

（1）土地储备

截至 2017 年底，公司持有土地储备总建筑面积约 452 万平方米，其中已竣工未销售建筑面积约 60 万平方米，在建工程建筑面积约 97 万平方米，未来可供发展用地建筑面积约为 295 万平方米。土地储备按计容面积计算一线城市占比 20.44%，二线城市占比 17.75%，三四线城市占比 61.81%。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。

表 3 截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

| 项目名称 | 所在城市 | 物业类型 | 占地面积 | 计容面积 | 享有权益 | 权益计容面积 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 番禺锦绣香江 | 广州 | 住宅 | 17.44 | 32.05 | 51.00 | 16.35 |
| 增城翡翠绿洲 | 广州 | | 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 |
| 成都紫钻 | 成都 | | 3.87 | 11.24 | 50.00 | 5.62 |
| **小计** | | | **99.39** | **170.73** | -- | **144.79** |
| 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** | | | **32.1** | **77.16** | -- | **68.90** |
| **合计** | | | **131.49** | **247.89** | -- | **213.69** |

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）房地产开发

出于补库存需要，公司扩大新开工面积规模，2017 年新开工面积 67.92 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），较上年增 98.42%。公司 2017 年竣工面积 93.36

万平方米，较上年增加 105.50%。截至 2017 年底，公司在建面积 97.05 万平方米，较上年末减少 20.77%。

表4　2016~2017公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 新开工面积 | 34.23 | 67.92 |
| 竣工面积 | 45.43 | 93.36 |
| 期末在建面积 | 122.49 | 97.05 |

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2017 年底，公司在建房地产项目共计 6 个，合计在建建筑面积 97.04 万平方米，其中住宅地产在建建筑面积为 91.09 万平方米，商业地产在建建筑面积为 5.95 万平方米。从区域分布来看，公司的在建项目主要位于滁州（占 32.93%）和株洲（占 21.19%）。公司的在建项目区域集中度一般，但主要位于三四线城市。

表 5　截至 2017 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 |
|---|---|---|---|---|
| 连云港锦绣香江 | 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 |
| **小计** | -- | -- | **91.09** | -- |
| 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** | -- | -- | **97.04** | -- |

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司加快房地产开发速度，新开工面积和竣工面积较上年均有所上升；在建项目主要位于三四线城市，未来可能面临一定的去化压力。

（3）房地产销售

2017 年，公司实现房地产签约销售面积约 32.11 万平方米，较上年增长 6.75%；签约销售金额约 27.45 亿元，较上年下降 21.44%，销售面积和销售金额反向变化，销售均价较上年下降了 26.72%，主要系一线城市房地产项目如增城翡翠绿洲项目等签约销售面积较去年同期减少较多所致。其中商贸物流基地商品房实现签约销售面积约 4.31 万平方米、签约销售金额约 4.94 亿元；住宅方面，2017 年南昆山项目、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、南京湾项目都有住宅项目推售，公司实现房地产签约销售面积约 27.80 万平方米、签约销售金额约 22.51 亿元。2017 年公司实现房地产结转面积约 23.51 万平方米，较上年下降 45.90%；结转收入金额约 28.35 亿元，较上年下降 28.66%。

表 6　2016~2017 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 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 达预售项目 | 15 | 13 |
| 签约销售面积 | 30.08 | 32.11 |
| 签约销售金额 | 34.94 | 27.45 |

| | | |
|---|---|---|
| 签约销售回款率 | 99.95 | 93.02 |
| 签约销售均价 | 1.16 | 0.85 |
| 结转面积 | 43.46 | 23.51 |
| 结转收入 | 39.74 | 28.35 |

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售项目可售面积合计 87.47 万平方米；其中住宅地产为 67.15 万平方米，占比 76.77%；商贸地产及综合体 20.32 万平方米，占比 23.23%。公司可售项目中，按待售面积计算一线城市占比 53.12%，二线城市占比 24.74%，三四线城市占比 22.14%。公司在售项目销去化率 36.36%，去化一般，其中广州和鄂州受限价等政策影响，公司放缓了销售计划；长沙商贸城项目受当地政策影响，公司将 6 个展馆自持经营。

表 7　截至 2017 年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 | 25.79 | 2.97 | 22.82 |
| 广州 | 南昆山项目 | | 6.24 | 1.11 | 5.13 |
| 鄂州 | 鄂州项目 | | 13.26 | 12.18 | 1.08 |
| 来安 | 来安项目 | | 0.08 | 0.04 | 0.04 |
| 连云港 | 连云港项目 | | 5.67 | 2.69 | 2.98 |
| 株洲 | 株洲项目 | | 12.98 | 8.15 | 4.83 |
| 成都 | 成都项目 | | 3.13 | 0.17 | 2.96 |
| **小计** | | | **67.15** | **27.31** | **39.84** |
| 广州 | 南沙项目 | 综合体 | 1.80 | 0.18 | 1.62 |
| 珠海 | 珠海横琴项目 | | 0.30 | 0 | 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 | 2.96 | 10.81 |
| **小计** | | | **20.32** | **4.49** | **15.83** |
| **合计** | | | **87.47** | **31.80** | **55.67** |

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，公司签约销售面积小幅增长，受一线城市项目销售减少影响，签约均价有所下降，导致签约销售金额下降；结转面积和结转金额下降较多；公司在售项目规模较大，一二三线城市均有分布，受房地产调控政策影响，公司在售项目有一定去化压力。

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。

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%。

表8　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，公司商贸物业规模进一步扩大，租金收入和管理费收入继续提升。

4. 其他业务

公司其他业务主要是物业管理，公司为保证房地产项目的质量和为入驻业主提供优质的物业服务，公司所有的住宅项目和大部分商业地产项目均由下属的物业管理公司负责相关物业管理。截至 2017 年底，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，对入驻业务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

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（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 月底天津三公司财务情况如下。

表9　截至2017年6月底天津三公司财务情况（单位：元）

| 公司简称 | 1~6 月营业收入 | 1~6 月净利润 | 资产总额 | 负债总额 | 所有者权益 |
|---|---|---|---|---|---|
| 森岛宝地 | 37,724,792.28 | 6,846,074.65 | 390,456,576.46 | 416,281,066.36 | -25,824,489.90 |
| 森岛鸿盈 | 2,406,812.86 | -4,389,030.40 | 709,616,020.77 | 681,573,673.27 | 28,042,347.50 |
| 森岛置业 | 52,633,037.68 | -3,005,612.50 | 986,663,270.56 | 1,032,519,985.37 | -45,886,714.81 |

资料来源：天津三公司审计报告

6. 经营关注

（1）公司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。

（2）公司位于一二线城市的在售项目受当地房地产限价和限购调控影响，导致公司放缓销售节奏，给资金回笼带来一定影响。。

（3）家居商贸流通行业与房地产行业景气度密切相关，目前房地产调控已经常态化，家居商贸流通行业受到负面影响，未来公司商贸板块可能同样会受影响。

7. 未来发展

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

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

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

## 六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2017 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；2018 年一季度财务报表未经审计。2017 年，公司新设子公司 14 家，注销子公司 3 家。新设和注销子公司对财务数据影响不大，公司财务数据可比性较强。

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

截至 2017 年底，公司资产规模为 183.77 亿元，较年初增加 14.99%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占比 74.74%，非流动资产占比 25.26%。公司资产构成以流动资产为主，较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动资产为 137.34 亿元，较年初增加 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。

截至 2017 年底，公司货币资金 48.77 亿元，较年初增加 76.41%，主要系非公开发行股票获得现金所致。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。

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；公司共计提存货跌价准备 0.58 亿元，跌价准备和开发成本变动幅度一致，计提较为充分；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；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 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。

公司投资性房地产以成本模式计量，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。

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。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。受限固定资产 4.28 亿元，受限比率为 47.14%。

截至 2017 年底，公司受限资产 21.27 亿元，占总资产比重为 11.54%，受限程度较低。受限资产详情如下。

表10　截至2017年底公司受限资产情况（单位：元、%）

| 项目 | 期末账面价值 | 受限比例 | 受限原因 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 74,321,343.37 | 1.52 | 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 | 77,695,701.98 | 1.06 | 借款抵押 |
| 固定资产 | 427,837,858.24 | 47.14 | 借款抵押 |
| 无形资产 | 52,839,900.00 | 48.18 | 借款抵押 |
| 投资性房地产 | 1,494,260,845.66 | 49.00 | 借款抵押 |
| **合计** | **2,126,955,649.25** | **11.54** | - |

资料来源：公司审计报告

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，公司资产结构较为稳定。

总体看，公司资产规模有所增加，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。公司房地产项目位于二三线城市，需关注存货去化情况。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

**负债**

截至 2017 年底，公司负债合计 102.92 亿元，较年初下降 3.70%，主要系流动负债下降所致；其中流动负债占比 85.02%，非流动负债占比 14.98%，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 87.50 亿元，较年初减少 9.59%。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。

2017 年初，公司无短期借款；截至 2017 年底，公司短期借款为 6.20 亿元。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。截至 2017 年底，公司预收款项 23.14 亿元，较年初下降 20.07%，主要系预收售楼款减少所致。截至 2017 年底，公司应交税费 5.16 亿元，较年初增加 12.74%，主要系土地增值税增加所致。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%，主要系年初的 7.00 亿元合并对价已付清所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债总额 8.78 亿元，较年初减少 45.83%，主要系公司将年初 1 年内到期的应付债券余额调整至“应付债券”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%，主要系按清算口径计提的土地增值税增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 15.42 亿元，较年初增加 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。

截至 2017 年底，公司长期借款余额 7.88 亿元，较年初减少 16.74%。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 年及以后到期。

截至 2017 年底，公司应付债券为 6.95 亿元，全部为“13 香江债”，将于 2019 年 12 月 10 日到期。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 150.02 亿元，较年初增加了 45.77%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。其中，流动负债占比 81.58%，较年初下降 3.44 百分点，公司负债结构较为稳定。

截至 2017 年底，公司全部债务为 31.54 亿元，较年初增加 18.40%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务 16.71 亿元，较年初减少 2.74%；长期债务 14.83 亿元，较年初增加 56.77%，主要系应付债券增加所致；截至 2017 年底，公司短期债务和长期债务占比分别为 52.99%和 47.01%。

截至 2017 年底，公司资产负债率为 56.00%，较年初下降 10.87 个百分点，主要系公司非公开发行股票，股本和资本公积增加所致；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.06%和 15.50%，较年初分别下降 5.41 个百分点和上升 0.34 个百分点，公司负债和债务负担处于较低水平。

截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率为 73.06%，较年初大幅上升 17.06 个百分点，主要系其他应付款和预收款项大幅增长所致。全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 44.89%和 32.73%，分别较年初大幅上升了 16.83 和 17.23 个百分点，主要系公司发行“18 香江 01”9.10 亿元所致。

总体看，公司负债以流动负债为主，有息债务规模有所增加，以短期债务为主；公司整体债务负担较轻。

**所有者权益**

截至 2017 年底，公司所有者权益 80.85 亿元，同比增加 52.73%，主要系定向非公开发行股票导致股本和资本公积增加。其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。

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，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%。

总体看，2017 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；2018 年股权收购使得所有者权益又大幅下降。公司归属于母公司的所有者权益中股本占比较高，权益结构较稳定。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 43.14 亿元，同比减少 20.26%，主要系商贸物流基地商业物业销售收入结转减少所致；公司实现利润总额为 11.45 亿元，较上年增加 23.21%；公司实现净利润 8.48 亿元，同比增加 30.85%，主要系毛利率提高所致。

从期间费用来看，2017 年，公司费用总额为 7.41 亿元，同比上升 1.03%；其中销售费用同比下降 0.14%，主要系人力成本略微下降所致；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。公司费用收入比从去年的 13.56%上升为 17.18%。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 41.54%，较上年上升了 11.06 个百分点，公司盈利能力有所提升。2017 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 11.27%、8.03%和 12.67%，较上年均有所上升。从指标上看，公司整体盈利能力良好。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.36 亿元，同比减少 27.12%，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，其中归属于母公司的净利润 0.14 亿元，同比下降 87.37%，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减少影响，公司营业收入较上年有所下降，公司费用控制能力有所下滑，整体盈利能力良好。

5．现金流

从经营活动情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入 43.28 亿元，同比减少 19.68%，主要系房地产销售回款减少所致。经营活动现金流出 37.58 亿元，同比增加 8.99%，主要系开工面积增加所致。综上原因，公司经营活动产生的现金流净额为 5.70 亿元，同比下降 70.62%。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入 2.16 亿元，同比增加 86.53%，主要系收到关联方拆解资金所致。投资活动现金流出 7.59 亿元，同比大幅增加 201.91%，主要系现金支付上年取得子公司的对价所致。综上原因，公司投资活动产生的现金流量净额为-5.42 亿元，投资活动现金净流出较上年进一步扩大。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 36.99 亿元，同比大幅增加 181.74%，主要系非公开发行股票所致。筹资活动现金流出 16.19 亿元，同比减少 58.41%，主要系偿还债务支付现金减少所致。综上原因，公司筹资活动产生的现金流量净额为 20.80 亿元，由净流出转为净流入。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-1.84 亿元；投资活动产生的现金流量净额-12.87 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 12.72 亿元；现金及现金等价物净增加额-1.99 亿元，公司一季度发行“18 香江 01”债券导致筹资活动净流入规模较大。

总体看，公司经营活动净现金流下降较多；投资活动持续净流出；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，2017 年，公司流动比率和速动比率分别 1.57 倍和 0.67 倍，分别较年初上升了 0.30 倍和 0.27 倍，流动性尚可。现金短期债务比为 2.92 倍，较年初上升了 1.31 倍，现金类资产对短期债务保护程度较好。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，公司 EBITDA 为 14.66 亿元，较上年增长 18.61%；EBITDA 构成较为稳定，其中，利润总额占比较高，占比 78.09%，计入财务费用的利息支出占比 10.84%。2017 年，EBITDA 利息保障倍数为 6.27 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一般。整体看，公司的长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司有对合营公司连带责任担保 1.00 亿元，占公司净资产比重 0.49%。被担保公司为湖南香江红星美凯龙商业地产开发有限公司（以下简称“香江美凯龙”），2016~2017 年亏损，有一定代偿风险。

表 11　香江美凯龙财务情况（单位：元）

| | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 营业收入 | 1,698.12 | 23,584.90 |
| 净利润 | -15,668,603.23 | -39,867,034.61 |
| 资产总额 | 339,858,500.19 | 813,360,531.62 |
| 所有者权益 | 84,331,396.77 | 44,464,362.16 |
| 经营活动净现金流 | -- | 395,774,412.08 |

资料来源：公司提供

截至 2018 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 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。

公司与各大银行建立了良好的长期合作伙伴关系，截至 2018 年 3 底，公司共获得银行授信额度 38.10 亿元，已使用 33.10 亿元，尚未使用授信额度 5.00 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；公司整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

截至2017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48.85亿元，约为“13香江债”和“18香江01”本金（16.1亿元）的3.03倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达80.85亿元，约为两笔债券本金（16.1亿元）的5.02倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“13香江债”和“18香江01”的按期偿付的保障作用很强。

2017年，公司EBITDA为14.66亿元，约为两笔债券本金（16.1亿元）的0.91倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度一般。

公司2017年经营活动产生的现金流入43.28亿元，约为两笔债券本金（16.1亿元）的2.69倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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”和“18香江01”的偿还能力很强。

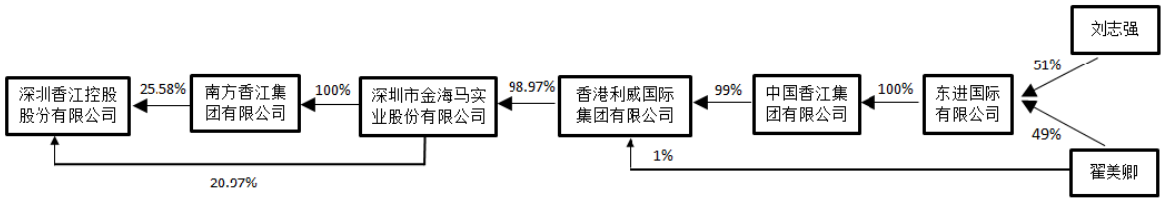
## 八、债权保护条款分析

“13 香江债”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深圳金海马增资 5.10 亿元，截至 2017 年末，深圳金海马实收资本 8.02 亿元，实际控制人为刘志强、翟美卿夫妇。

图 3　截至 2017 年底深圳金海马股权结构图




资料来源：公司提供

2．经营情况

深圳金海马 90%以上收入来源于香江控股，其经营情况详见前文香江控股经营分析。

3．财务状况

深圳金海马提供的 2017 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 2017 年末，深圳金海马合并资产总额 219.03 亿元，负债合计 138.70 亿元，所有者权益 80.33 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 35.16 亿元。2017 年，深圳金海马实现营业收入 46.82 亿元，净利润 7.84 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.94 亿元。

**资产质量**

截至 2017 年末，深圳金海马资产总额 219.03 亿元，较年初上升了 15.14%，其中，流动资产和非流动资产所占比重分别为 75.80%和 24.20%，资产结构较上年末变化不大。

截至 2017 年末，深圳金海马流动资产合计 166.03 亿元，主要由货币资金（占 30.59%）、其他应收款（占比 9.69%）和存货（占比 52.28%）构成。截至 2017 年末，深圳金海马货币资金合计 50.79 亿元，较年初增加 70.72%，其中受限货币资金 1.13 亿元，占货币资金的比重为 2.22%。截至 2017 年末，深圳金海马其他应收款 16.09 亿元，主要为应收关联方的往来款，较年初增长

32.19%，账龄主要在 1 年以内，无受限情况。截至 2017 年末，深圳金海马已对其他应收款累计计提坏账准备 0.51 亿元，整体坏账准备计提比例为 3.07%。截至 2017 年末，深圳金海马存货 86.80 亿元，较年初下降 9.67%，主要系开发成本计提跌价准备所致；存货主要以开发成本和出租开发产品为主，分别占比 25.38%和 50.17%。截至 2017 年末，深圳金海马对存货已计提存货跌价准备 0.58 亿元；此外，受限存货 2.75 亿元，占比 3.17%。

在非流动资产方面，截至 2017 年末，深圳金海马非流动资产合计 52.99 亿元，较年初增长 28.41%。在非流动资产构成方面，主要为投资性房地产（占 58.77%）、固定资产（占 21.80%）构成。截至 2017 年末，深圳金海马投资性房地产为 31.15 亿元，较年初增加 51.32%，主要系存货转投资性房地产所致；固定资产为 11.55 亿元，较年初增长 8.00%，主要系房屋及建筑物增长。

截至 2017 年末，深圳金海马受限资产 25.71 亿元，占资产比重 11.74%，受限比例较低。

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，受限资产占比较低，资产质量较好。

**负债**

截至 2017 年末，深圳金海马负债合计 138.70 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比 83.72%和 16.28%。截至 2017 年末，深圳金海马流动负债合计 116.12 亿元，主要由短期借款（占比 5.99%）、应付账款（占比 22.86%）、预收款项（占比 25.63%）、其他应付款（占比 22.86%）、一年内到期的非流动负债（占 7.56%）和其他流动负债（占比 7.67%）组成。

截至 2017 年末，深圳金海马短期借款 6.95 亿元，较年初增长 7.69 倍。应付账款 26.54 亿元，较年初减少 1.92%。预收款项 29.76 亿元，较年初减少 20.40%，主要系楼盘交付结转所致。其他应付款 26.54 亿元，较年初减少 4.45%。一年内到期的非流动负债 8.78 亿元，较年初减少 45.83%，主要系将一年内到期的非流动负债中的债券部分调入应付债券所致。其他流动负债为 8.91 亿元，较年初增长 20.40%，主要系按清算口径计提的土地增值税增长所致。

在非流动负债方面，截至 2017 年末，深圳金海马非流动负债合计 22.58 亿元，较年初增长 87.22%，主要系应付债券增加所致。在非流动负债的构成方面，主要由长期借款（占比 57.46%）、应付债券（占比 30.79%）和长期应付款（占比 8.59%）组成。

截至 2017 年末，深圳金海马长期借款 12.98 亿元，较年初增加 14.23%。应付债券 6.95 亿元，年初无应付债券，系债券回售行权期已过，债券余额从一年内到期的非流动负债调入应付债券所致。长期应付款 1.94 亿元，全部为当年新增融资租赁款项。

截至 2017 年末，深圳金海马的债务总额为 39.89 亿元，较年初增长 35.95%，主要系长期债务增加所致；其中短期债务为 18.02 亿元（占比 45.18%），长期债务为 21.87 亿元（占比 54.82%），以长期债务为主。截至 2017 年末，深圳金海马资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.32%和 33.18%，均较年初有所下降；长期债务资本化比率 21.40%，较年初有所上升。

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 2017 年末，深圳金海马所有者权益合计 80.33 亿元，较年初增长 46.06%，主要系少数股东权益增长所致；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 22.80%，资本公积占比 42.88%、未分配利润占比 30.97%，资本公积占比较高，所有者权益的稳定性较高。

总体看，深圳金海马所有者权益稳定性较高。

**盈利能力**

深圳金海马 2017 年全年实现营业收入 46.82 亿元，同比减少 17.67%，营业成本 23.04 亿元，

同比减少 32.52%。深圳金海马 2017 年期间费用合计 8.80 亿元，其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 37.70%、45.77%和 16.53%；费用收入比为 18.79%，较上年下降 2.65 个百分点。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 37.78%和 47.03%，分别为 11.08 亿元和 7.84 亿元。

在盈利指标方面，2017 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 9.92%、6.54%和 11.59%，与上年比较均出现上升。

总体看，2017 年，深圳金海马盈利能力有所提升。

**现金流**

2017 年深圳金海马经营活动现金流入量为 46.72 亿元，较上年减少 27.06%；同期经营活动现金流出量为 43.61 亿元，较上年增长 8.39%；深圳金海马 2017 年经营活动产生的现金流量净额为 3.11 亿元，较上年下降 86.96%。深圳金海马 2017 年现金收入比为 90.46%，收入质量一般。

在投资活动方面，2017 年深圳金海马投资活动现金流入量和流出量分别为 34.70 亿元和 36.76 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-2.06 亿元。

深圳金海马 2017 年筹资活动现金流量净额为 19.90 亿元，由净流出转变为净流入，主要系吸收投资收到现金增加所致。

总体看，深圳金海马的现金净流入对筹资活动的依赖较大。

**偿债能力**

在短期偿债能力方面，截至 2017 年末，深圳金海马流动比率和速动比率分别为 1.43 倍和 0.68 倍，均较上年末相比有所上升；现金短期债务比为 2.82 倍，较上年末上升 1.16 倍，短期偿债能力较强。

在长期偿债能力方面，2017 年深圳金海马 EBITDA 为 15.23 亿元，较上年上升 28.17%，主要系利润总额上升所致；2017 年 EBITDA 利息倍数为 4.99 倍，EBITDA 全部债务比为 0.38 倍，较上年分别下降了 0.05 倍和 0.02 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般，深圳金海马的长期偿债能力一般。

截至 2017 年底，深圳金海马获得的银行授信总额为 5.85 亿元，已全部使用，深圳金海马间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 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（机构信用代码：G1044030300506480H），截至 2018 年 5 月 2 日，深圳金海马无未结清的不良信贷记录，已结清中有一笔关注类贷款记录和四笔欠息记录。

总体来看，深圳金海马的整体偿债能力尚可。

4．担保效果评价

依据深圳金海马 2017 年末财务数据测算，“13 香江债”存续规模（7.00 亿元）占深圳金海马资产总额的 3.20%、所有者权益的 8.71%和经营活动现金流入的 14.98%，深圳金海马对“13 香江债”的保护程度较好。

## 九、综合评价

深圳香江控股股份有限公司2017年通过非公开发行股票募集资金净额约22.92亿元，资本实力

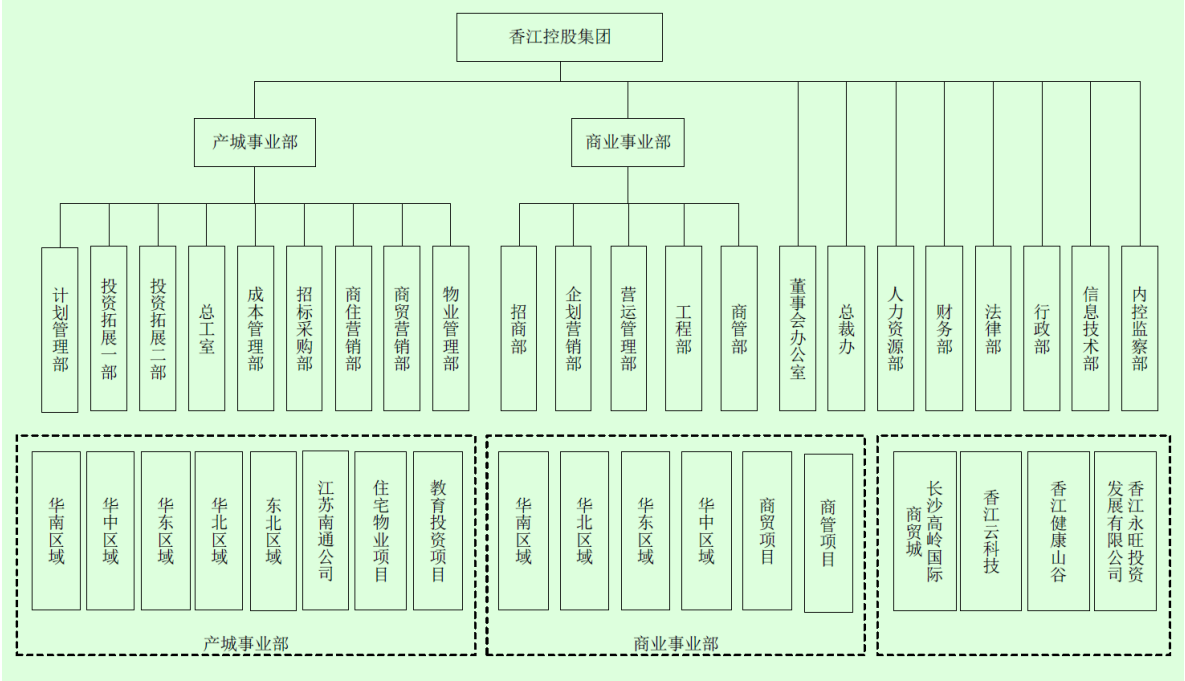
得到增强，整体资产流动性得到较好补充。公司主营业务收入毛利率明显提升。同时联合评级关注到公司房地产签约销售均价和总额有所下降、房地产业务面临调控风险等因素对公司信用水平造成的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望保持稳定。

“13香江债”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。深圳金海马收入主要来自于公司，净资产规模较大，其担保对“13香江债”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”和“18香江01”的债项信用等级为“AA”。

# 附件1　深圳香江控股股份有限公司组织结构图



# 附件 2-1 深圳香江控股股份有限公司
# 主要财务指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 3 月 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 159.80 | 183.77 | 205.33 |
| 所有者权益（亿元） | 52.94 | 80.85 | 55.31 |
| 短期债务（亿元） | 17.18 | 16.71 | 18.15 |
| 长期债务（亿元） | 9.46 | 14.83 | 26.91 |
| 全部债务（亿元） | 26.64 | 31.54 | 45.06 |
| 营业收入（亿元） | 54.10 | 43.14 | 4.36 |
| 净利润（亿元） | 6.48 | 8.48 | -0.19 |
| EBITDA（亿元） | 12.36 | 14.66 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | 19.40 | 5.70 | -1.84 |
| 应收账款周转次数(次) | 75.99 | 61.33 | -- |
| 存货周转次数（次） | 0.37 | 0.26 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 0.32 | 0.25 | -- |
| 现金收入比率（%） | 88.39 | 91.70 | 172.80 |
| 总资本收益率（%） | 10.64 | 11.27 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 7.33 | 8.03 | -- |
| 净资产收益率（%） | 12.04 | 12.67 | -- |
| 营业利润率（%） | 30.48 | 41.54 | 42.46 |
| 费用收入比（%） | 13.56 | 17.18 | 36.82 |
| 资产负债率（%） | 66.87 | 56.00 | 73.06 |
| 全部债务资本化比率（%） | 33.47 | 28.06 | 44.89 |
| 长期债务资本化比率（%） | 15.16 | 15.50 | 32.73 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 3.82 | 6.27 | - |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.46 | 0.46 | - |
| 流动比率（倍） | 1.27 | 1.57 | 1.30 |
| 速动比率（倍） | 0.40 | 0.67 | 0.58 |
| 现金短期债务比（倍） | 1.61 | 2.92 | 2.69 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 20.05 | 6.52 | -1.51 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.77 | 0.91 | - |

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、2018 年一季度数据未经审计；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

# 附件 2-2 深圳市金海马实业股份有限公司
# 主要财务指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 190.23 | 219.03 |
| 所有者权益（亿元） | 55.00 | 80.33 |
| 短期债务（亿元） | 17.98 | 18.02 |
| 长期债务（亿元） | 11.36 | 21.87 |
| 全部债务（亿元） | 29.34 | 39.88 |
| 营业收入（亿元） | 56.86 | 46.82 |
| 净利润（亿元） | 5.33 | 7.84 |
| EBITDA（亿元） | 11.88 | 15.23 |
| 经营性净现金流（亿元） | 23.82 | 3.11 |
| 应收账款周转次数(次) | 71.51 | 58.40 |
| 存货周转次数（次） | 0.33 | 0.25 |
| 总资产周转次数（次） | 0.28 | 0.23 |
| 现金收入比率（%） | 102.79 | 90.46 |
| 总资本收益率（%） | 7.38 | 9.92 |
| 总资产报酬率（%） | 5.17 | 6.54 |
| 净资产收益率（%） | 10.09 | 11.59 |
| 营业利润率（%） | 29.85 | 40.30 |
| 费用收入比（%） | 16.14 | 18.79 |
| 资产负债率（%） | 71.09 | 63.32 |
| 全部债务资本化比率（%） | 34.79 | 33.18 |
| 长期债务资本化比率（%） | 17.12 | 21.40 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 5.04 | 4.99 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.40 | 0.38 |
| 流动比率（倍） | 1.21 | 1.43 |
| 速动比率（倍） | 0.43 | 0.68 |
| 现金短期债务比（倍） | 1.66 | 2.82 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 19.34 | 2.67 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 1.70 | 2.18 |

注： 担保方 EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告中担保方担保债项待偿本金。

# 附件3　有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（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。