跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1147

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”、“18 香江 01”、“18 香江 02”和“19 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”、“18 香江 01”、“18 香江 02”和“19 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：

二〇一九年六月十四日

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 2019 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

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
19 香江 01	1.00 亿元	4 年 (2+2)	AA	AA	2019.5.21
18 香江 02	1.50 亿元	4 年 (2+2)	AA	AA	2018.9.10
18 香江 01	9.10 亿元	4 年 (2+2)	AA	AA	2018.6.8
13 香江债	7.00 亿元	5 年 (3+2)	AA	AA	2018.6.8

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 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	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	159.80	201.78	217.87	227.21
所有者权益（亿元）	52.94	81.61	54.10	54.17
短期债务（亿元）	17.18	17.27	43.60	24.35
长期债务（亿元）	9.46	14.83	29.36	45.43
全部债务（亿元）	26.64	32.10	72.95	69.78
营业收入（亿元）	54.10	47.11	41.35	5.31
净利润（亿元）	6.48	8.76	4.07	0.07
EBITDA（亿元）	12.38	15.02	12.09	--
经营性净现金流（亿元）	19.40	4.44	-29.41	9.89
营业利润率（%）	30.48	39.71	38.83	41.80
净资产收益率（%）	12.04	13.02	5.99	--
资产负债率（%）	66.87	59.56	75.17	76.16
全部债务资本化比率（%）	33.47	28.23	57.42	56.29
流动比率（倍）	1.27	1.47	1.26	1.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.47	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	6.42	3.02	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	0.81	0.65	--

担保方-深圳市金海马实业股份有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	190.23	220.19	236.82
所有者权益（亿元）	55.00	81.42	66.14
营业收入（亿元）	56.86	47.04	41.37
净利润（亿元）	5.33	8.00	-2.17
资产负债率（%）	71.09	63.02	72.07

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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、2019 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

2018 年，深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）房地产板块收入稳步增长，商贸运营租金收入较稳定；公司加大地产开发力度，新开工面积明显增长；公司土地储备较为充裕。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、公司债务水平快速上升、短期债务规模占比扩大、债务面临一定集中到期和回售压力、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，未来，随着在建项目的销售和结转，公司的盈利能力有望提升。

“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，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”、“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2018 年，公司加大地产开发力度，新开工面积大幅增长；同时，公司收购控股股东项目，补充土地储备，目前土地储备较为充裕。

2．公司商贸运营业务租金收入较为稳定，可为公司带来稳定的现金流补充。

3．公司投资性房地产以成本计量，有一定升值空间；公司资产受限比例较低，尚有一定的再融资空间。

关注

1．房地产政策面临局部性调整，房地产企业受各项调控政策的影响较大；公司部分住宅和商贸流通物业有一定去化压力；成都和香河项目体量较大，出租率不高。

2．由于公司补充土地储备、补缴土地款及加大开工力度，公司经营性净现金流由正转负，公司面临一定融资需求。目前公司剩余授信规模不大，间接融资渠道有待拓展。

3．2018 年，公司债务规模增长较快，短期借款占比扩大，长期借款和应付债券面临一定的集中到期和回售压力。

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，将对公司经营业绩将造成不利影响。

分析师

宋莹莹
电话：010-85172818
邮箱：songyy@unitedratings.com.cn
卢　瑞
电话：010-85172818
邮箱：lur@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：宋莹莹、李晓

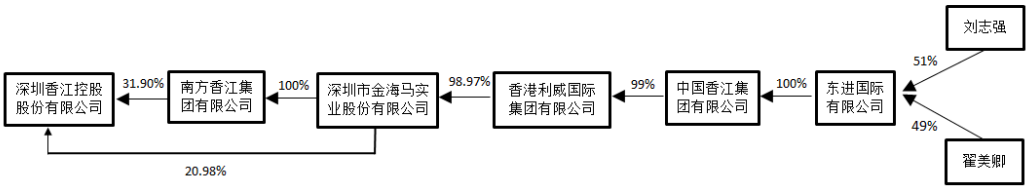
联合信用评级有限公司

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；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 2019 年 3 月底，公司注册资本为 33.99 亿元，其中南方香江持股比例为 31.90%，为公司的控股股东。截至 2019 年 3 月底，公司控股股东南方香江股权质押总量为 4.14 亿股，占公司总股本比 12.18%，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 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年，公司经营范围未发生变化。截至 2018 年底，公司拥有在职员工 3,912 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 217.87 亿元，负债合计 163.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.10 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.84 亿元。2018 年，公司实现营业收入 41.35 亿元，净利润（含少数股东损益）4.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.09 亿元；经营活动现金流量净额为-29.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 227.21 亿元，负债合计 173.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.99 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 9.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.31 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、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 2018 年 12 月 10 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。公司已将本期全部募集资金用于偿还银行贷款和利息。

公司已于 2019 年 3 月 11 日按期付息。

3．18 香江 02

深圳香江控股股份有限公司 2018 年公司债券（第二期）（以下简称“18 香江 02”），证券代码为 143841.SH，发行起始日期为 2018 年 9 月 27 日。本次债券实际发行总额为 1.50 亿元，期限为 4 年，计息期限为自 2018 年 9 月 27 日起至 2022 年 9 月 27 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。公司已将本期全部募集资金用于偿还银行贷款和利息。

截至 2019 年 3 月底，“18 香江 02”尚未到第一个付息日。

4．19 香江 01

深圳香江控股股份有限公司 2019 年公司债券（第一期）（以下简称“19 香江 01”），发行工作已于 2019 年 5 月 31 日发行结束，最终发行规模为 1 亿元，票面利率为 8.1%，期限为 4 年，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。公司已将全部募集资金用于偿还银行贷款和利息。

截至 2019 年 3 月底，“19 香江 01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．房地产行业

（1）行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价

率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

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。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康

发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

（3）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

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内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。

（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，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。受全国房地产调控加码和电商冲击等因素影响，2018 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额累计 9,661.60 亿元，较上年上涨 8.59%。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。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。2018年全国家具产量71,277.36万件，同比下降1.27%，家具产量增速近几年有所放缓，在房住不炒的定位下，建材家居市场仍面临较大压力。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，2018年家居产量受到一定影响，但市场总体需求平稳。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，2018 年 3 月，公司董事会秘书舒剑刚先生因个人原因辞职。2018 年 5 月，公司监事会主席黄志伟先生因个人原因辞职，公司召开股东大会选举李菲女士为公司监事。2018 年 6 月，公司召开董事会聘请王晶先生为公司董事会秘书，任期至第八届董事会届满。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，家居流通平台运营主要为家居商贸城的招商运营业务。2018 年，公司实现营业收入 41.35 亿元，同比下降 12.21%，主要系商贸物流基地商业物业销售收入下降所致。

表 1　2016~2018 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房、商铺及写字楼销售	**20.33**	**37.57**	**35.65**	**22.26**	**51.60**	**53.77**	**23.23**	**56.18**	**54.63**
商贸流通运营	**30.19**	**55.81**	**46.00**	**17.32**	**40.15**	**56.44**	**13.83**	**33.45**	**53.42**
其中：商贸运营	10.78	19.92	57.21	11.22	26.01	58.99	11.38	27.52	53.69
商贸物流基地商业物业销售	19.41	35.88	39.77	6.10	14.14	51.74	2.45	5.93	52.24
其他	**3.58**	**6.62**	**28.42**	**3.56**	**8.25**	**27.93**	**4.29**	**10.37**	**30.59**
合计	**54.10**	**100.00**	**40.95**	**43.14**	**100.00**	**52.07**	**41.35**	**100.00**	**51.73**

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。

从收入构成来看，2018 年公司营业收入结构变化不大，收入主要来源于商品房、商铺及写字楼销售收入，占比较上年下降了 4.58 个百分点。2018 年商品房、商铺及写字楼销售收入 23.23 亿元，同比增长 4.36%，主要系增城翡翠绿洲等住宅项目销售增加所致。商贸流通运营业务中，商贸运营收入 11.38 亿元，同比增长 1.43%，商贸物流基地商业物业销售收入 2.45 亿元，同比下降 59.84%，主要系公司 2018 年无大规模项目结转所致。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 0.86 个百分点，主要系公司房地产板块结转的珠海横琴和鄂州房地产项目毛利率较高所致；商贸流通运营毛利率下降了 3.02 个百分点，主要系香江商业板块的深圳泥岗项目于 2018 年 9 月合同到期撤场、福田项目装修免租影响所致；其他业务毛利率上升 2.66 个百分点，主要系物业管理和学校经营收入占比变化所致。综上，公司综合毛利率为 51.73%，较上年下降 0.34 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，同比增长 21.69%；毛利率为 49.65%，较上年变化不大。

总体看，2018 年，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；受商贸流通运营收入有所下降影响，公司营业收入有所下降，但毛利率水平稳步上升且处于较高水平。

2．房地产板块

（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。2018 年，公司新增土地储备，占地面积 64.78 万平方米，土地出让金 3 亿元。截至 2018 年底，公司持有土地储备权益计容面积 383.59 万平方米，可满足公司 3 年左右开发需求，土地储备较充足；其中一线城市占比 10.87%，二线城市（天津、成都、郑州）占比 51.17%，三四线城市占比 37.96%，天津占比较大。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。2018 年，公司补缴土地出让金 30.37 亿元，成功获取了增城第十六期项目的土地储备。

表 2　截至 2018 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		10.77	22.63	100.00	22.63
南昆山锦绣香江项目	广州		12.75	8.49	45.90	3.90
大封门项目	广州		10.71	5.34	100	5.34
小桥头项目	广州		0.36	0.60	100	0.60
蝴蝶洲项目	广州		4.51	7.7	100	7.7
恩平锦绣香江	恩平		1.93	6.09	100.00	6.09
武汉锦绣香江	鄂州		13.53	32.48	100.00	32.48
株洲锦绣香江	株洲		12.76	21.65	100.00	21.65
连云港锦绣香江	连云港		1.16	6.11	100.00	6.11
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		2.52	4.76	100.00	4.76
成都紫钻	成都		3.87	11.24	50.00	5.62
小计			**181.25**	**323.29**	--	**241.17**
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
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			**29.57**	**60.30**	--	**60.30**
合计			**210.82**	**383.59**	--	**301.47**

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，土地储备较充裕，可支撑公司未来 3 年左右开发需求；一二三线城市均有分布，土地储备集中度一般。

（2）房地产开发

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。2018 年新开工面积 95.08 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 39.99%，主要系公司加大开发力度所致。公司 2018 年竣工面积 22.03 万平方米，较上年下降 76.40%。截至 2018 年底，公司在建面积 107.10 万平方米，较上年末增加 75.27%。

表3　2016~2018年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	34.23	67.92	95.08
竣工面积	45.43	93.36	22.03
在建面积	122.49	97.05	170.10

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年底，公司在建房地产项目共计 9 个，以住宅为主，尚需投资约 22 亿元。从区域分布来看，公司位于三四线城市的在建项目未来可能面临一定的去化压力。

表 4　截至 2018 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
武汉锦绣香江	武汉		29.29	100.00
株洲锦绣香江	株洲		20.56	100.00
来安锦绣香江	滁州		36.27	51.00
常德项目	常德		9.79	100.00
天津项目	天津		38.93	65.00
增城翡翠绿洲	广州		19.68	100.00
如东项目	南通		11.76	100.00
小计	--	--	**177.21**	--
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	--	--	**183.16**	--

资料来源：公司提供
注：表中合计建筑面积为住宅+商业

总体看，2018 年，公司为补充库存，新开工快速增长，在建面积大幅提升，未来可能面临一定的资金支出压力。

（3）房地产销售

2018 年，公司实现房地产签约销售面积约 35.24 万平方米，较上年增长 9.75%；签约销售金额约 32.53 亿元，较上年增长 18.51%，销售均价 0.92 万元/平方米，较上年提升明显。2018 年公司实现房地产结转面积约 28.55 万平方米，较上年有所上升；结转收入金额约 25.68 亿元，较上年有所下降。

表 5　2016~2018 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	2018 年
预售项目	15	13	15
签约销售面积	30.08	32.11	35.24
签约销售金额	34.94	27.45	32.53
签约销售回款率	99.95	93.02	91.22
签约销售均价	1.16	0.85	0.92
结转面积	43.46	23.51	28.55
结转收入	39.74	28.35	25.68

资料来源：公司提供
注：签约回款率包含跨期回款。

截至 2018 年底，公司在售项目中已取得预售证的待售面积合计 77.24 万平方米，待售面积规模尚可。公司可售项目中，按待售面积计算一线城市占比 42.87%，二线城市（天津、成都、长沙）占比 29.18%，三四线城市占比 27.95%，以广州和天津为主。公司在售项目去化率 83.03%，去化率尚可；位于常德的项目和广州南昆山项目去化率不及预期，一方面系当地需求不足，去化有一定压力；另一方面，常德项目新开盘不久，销售时间不长。在售项目中，珠海横琴项目销售均价较高主要系项目靠近澳门关口，地理位置优越；位于天津和成都的项目销售均价较低，主要系项目所在地区域位置较偏远所致。

表 6　截至 2018 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、万元/平方米）

地区	项目	类型	已取得预售证的面积	已售面积	销售均价	已取得预售证未售面积
广州	增城项目	住宅	176.10	149.97	2.50	26.13
广州	南昆山项目		9.62	4.26	1.91	5.36
恩平	恩平项目		17.74	15.99	0.35	1.76
天津	天津项目		81.14	61.89	0.90	19.25
鄂州	鄂州项目		33.79	32.61	0.58	1.17
来安	来安项目		21.07	13.56	0.90	7.51
连云港	连云港项目		14.18	11.27	0.48	2.91
株洲	株洲项目		23.52	21.67	0.59	1.85
成都	成都项目		6.53	6.12	0.46	0.41
常德	常德项目		4.50	1.51	0.95	2.99
小计			**388.19**	**318.85**	--	**69.34**
广州	南沙项目	综合体	6.03	4.40	1.39	1.62
珠海	珠海横琴项目		2.67	2.37	4.12	0.30
长沙	长沙高岭国际商贸城	商业	26.44	23.55	1.07	2.88
香河	香河项目		18.12	15.09	0.75	3.04
来安	南京湾项目		13.79	13.73	0.48	0.06
小计			**67.05**	**59.14**	--	**7.90**
合计			**455.24**	**377.99**	--	**77.24**

资料来源：公司年报
注：1、公司天津项目位于天津市宝坻区，销售均价较天津市区有一定差距；2、公司新拿增城项目补缴地价款系 25 万方调规用地，为增城项目第 16 期。

总体看，2018 年，公司签约销售面积和销售金额小幅增长，公司待售项目规模较大，其中广州南昆山、常德和天津的住宅项目存在一定去化压力。

3．商贸运营板块

商贸运营板块下，公司主要通过将物业出租给从事家具销售的个体商户收取租金，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。

2018 年，公司实现租金收入合计 6.62 亿元，管理费收入 4.42 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。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 2018 年底，公司商业物业可租面积合计 203.79 万平方米，已租面积合计 151.31 万平方米。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。2018 年，公司租金收入和管理费收入较上年变化不大，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。

表7　2018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	46.10	24.71	54.00	2.04	0.49
华中	南昌、武汉、新乡、郑州、洛阳、长沙	53.10	49.92	94.00	1.84	0.55
华南	广州、韶关、深圳、汕头、惠州、珠海、增城、东莞	54.20	45.29	84.00	2.18	2.80
华东	上海、无锡	9.87	8.13	82.00	0.39	0.35
西南	成都	40.52	23.26	57.00	0.16	0.23
合计	--	**203.79**	**151.31**	**74.00**	**6.62**	**4.42**

资料来源：公司提供

总体看，公司商贸运营可为公司提供较稳定的现金流，但华北和西南地区的项目总体出租率不高。

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 2018 年底，公司管理物业面积合计 430 万平方米。物业管理费成本结算以月结为主，对入驻业务的结算也采用月结方式；2018 年，公司实现物业管理费收入 4.92 亿元，较上年增长 38.20%。

总体看，公司物业管理在管规模尚可，2018 年，物业管理业务收入保持稳步增长。

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。2018 年，天津三公司的主业均为房地产开发销售，受房地产调控政策和 2018 年天津市环保整改措施的影响，天津三公司开发周期和预售证取得晚于预期，去化不及预期，截至 2018 年底天津三公司财务情况如下。

表8　截至2018年底天津三公司财务情况（单位：元）

公司简称	营业收入	净利润	资产总额	负债总额	所有者权益
森岛宝地	2,804,193.51	-15,648,627.77	590,669,156.28	633,257,015.71	-42,587,859.43
森岛鸿盈	46,861,779.74	-19,758,869.65	919,151,709.15	913,497,944.22	5,653,764.93
森岛置业	10,724,759.65	-32,509,925.01	672,310,930.36	712,974,082.00	-40,663,151.64

资料来源：天津三公司审计报告

6. 经营关注

（1）公司部分在售项目存在一定去化压力；同时公司土地储备和在建项目部分位于三四线城市，

三四线城市人口、产业等缺乏支撑以及棚改货币化收紧，需关注后续项目去化情况。

（2）公司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。

（3）收购天津三公司均处于天津宝坻区，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，后续经营状况需持续关注。

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，力争将公司地产板块和家居板块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 2017~2018 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；2019 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的最新《企业会计准则》以及后续修订的会计准则及相关规定编制。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 217.87 亿元，负债合计 163.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.10 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.84 亿元。2018 年，公司实现营业收入 41.35 亿元，净利润（含少数股东损益）4.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.09 亿元；经营活动现金流量净额为-29.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 227.21 亿元，负债合计 173.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.99 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 9.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.31 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产规模为 217.87 亿元，较年初增长 7.97%，主要来自流动资产的增长。其中流动资产占比 77.41%，非流动资产占比 22.59%，以流动资产为主。资产结构较年初变化不大。

截至 2018 年底，公司流动资产为 168.65 亿元，较年初增长 9.24%，主要系存货大幅增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产以货币资金（占比 15.56%）和存货（占比 76.41%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 26.24 亿元，较年初减少 48.24%，主要系公司增城项目调规补缴地价款 30.37 亿元所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 95.91%）和其他货币资金构成（占比

3.77%）。公司货币资金中受限金额为 2.62 亿元，占 9.98%，为银行贷款质押存款、诉讼冻结存款、未结按揭贷款余额保证金、履约保证金及农民工工资保证金等，受限比例较低。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 128.87 亿元，较年初增长 47.99%，主要系增城翡翠绿洲项目和天津锦绣香江健康小镇项目的开发成本增长所致。公司存货主要由开发成本（占 51.58%）、开发产品（占 35.87%）和拟开发土地（占 8.94%）构成。存货中受限部分账面价值为 4.84 亿元（占存货余额 3.76%），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 0.01 亿元，计提比例较小。公司存货中开发产品规模较大，需关注公司项目去化情况。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 49.22 亿元，较年初增长 3.86%，主要系递延所得税资产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 62.73%）、固定资产（占比 17.82%）和递延所得税资产（占比 10.19%）构成。

公司投资性房地产以成本模式计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值为 30.88 亿元，较年初减少 0.20%；其中使用受限部分账面价值为 17.74 亿元，系用于借款抵押，占比 57.45%，受限比例较高。公司投资性房地产按照成本模式计量，存在一定增值空间。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 8.77 亿元，较年初减少 7.38%，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 95.67%）构成，固定资产成新率为 70.27%，成新率较高。公司受限固定资产 2.80 亿元，受限比率为 31.93%。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产总额为 5.01 亿元，较年初增长 41.06%，主要系公司计提的土地增值税增加所致。

截至 2018 年底，公司受限资产 28.02 亿元，占总资产比重为 12.86%，受限程度一般。受限资产详情如下表。

表9　截至2018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	2.62	1.20	银行贷款质押存款、诉讼冻结存款、未结按揭贷 款余额保证金、履约保证金及农民工工资保证金等
存货	4.84	2.22	借款抵押
固定资产	2.80	1.29	借款抵押
无形资产	0.03	0.01	借款抵押
投资性房地产	17.74	8.14	借款抵押
合计	**28.02**	**12.86**	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 227.21 亿元，较年初增长 4.29%。公司流动资产合计 175.97 亿元，较年初增长 4.34%，主要系货币资金增加所致；公司非流动资产合计 51.25 亿元，较年初增长 4.12%；仍以流动资产为主。

总体看，近年来公司资产规模持续增长，公司资产以流动资产为主，存货中开发产品规模较大，公司房地产项目部分位于三、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。公司受限比例较低，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 163.77 亿元，较年初增长 36.27%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 81.73%，非流动负债占比 18.27%，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 133.84 亿元，较年初增长 27.76%，主要系短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债以短期借款（占比 15.23%）、应付账款（占比 18.30%）、预收款项（占比 23.84%）、其他应付款（占比 9.86%）、一年内到期的非流动负债（占比 16.48%）和其他流动负债（占比 9.33%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款 20.38 亿元，较年初增长 228.71%，主要系信用借款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 24.50 亿元，较年初减少 7.61%，主要系应付材料款减少所致。截至 2018 年底，公司预收款项 31.90 亿元，较年初增长 6.96%，主要系当年签约销售金额有所增长而结转收入同比下降所致。截至 2018 年底，公司其他应付款余额 13.20 亿元，较年初减少 18.09%，主要系往来款增加所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 22.06 亿元，较年初增长 151.36%，主要系一年内到期的保证、抵押和质押借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司其他流动负债合计合计 12.49 亿元，较年初增长 40.13%，以计提的土地增值税增加为主。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 29.93 亿元，较年初增长 94.09%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比 62.80%）和应付债券（占比 35.29%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款余额 18.79 亿元，较年初增长 138.65%，主要为抵押和保证借款（占 59.07%）和保证、抵押和质押借款（占 26.77%）。从长期借款的期限看，2020 年到期占比 71.54%，2021 年到期占比 20.32%，2022 年到期占比 8.14%，基本集中于 2020 年到期，面临一定集中到期兑付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 10.56 亿元，较年初增长 51.92%，主要系公司发行“18 香江 01”和“18 香江 02”所致。“18 香江 01”和“18 香江 02”均将于 2020 年到回售期，公司应付债券面临一定集中回售压力。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 173.04 亿元，较年初增长 5.66%，主要系预收款项和长期借款大幅增长所致；其中流动负债占 73.42%、非流动负债占 26.58%，仍以流动负债为主。公司负债结构较为稳定。

截至 2018 年底，公司全部债务 72.95 亿元，较年初增长 127.30%，其中短期债务占 59.76%，长期债务占 40.24%，以短期债务为主，债务结构有待优化。截至 2018 年底，公司资产负债率为 75.17%，较年初增加 15.61 个百分点，主要系公司负债规模增加和资本公积减少所致；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.42%和 35.17%，较年初分别增加 29.19 个百分点和 19.80 个百分点，公司负债和债务规模增加较快，债务负担有所加重，但整体尚属适中水平。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 69.78 亿元，较年初减少 4.35%，主要系短期借款减少所致；其中，短期债务占 34.89%，长期债务占 65.11%，债务结构有所优化。截至 2019 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 76.16%、56.29%和 45.61%，分别较上年末增长 0.99 个百分点、减少 1.12 个百分点和增加 10.44 个百分点，公司债务负担较年初变化不大。总体看，公司有息债务规模有所减少，以长期债务为主，债务结构有所优化，公司债务负担尚处可控水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，2018 年债务规模增长较快，短期借款占比扩大，全部债务

资本化比率大幅提升，公司债务负担有所增加，但仍处于可控水平；公司长期借款面临一定集中还款压力，应付债券面临一定集中兑付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 50.84 亿元，少数股东权益 3.26 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 66.86%，盈余公积占比 1.77%，未分配利润占比 30.48%。公司资本公积 0.14 亿元，较年初减少 99.44%，主要系同一控制下企业合并导致资本溢价减少所致。公司股本占比较高，所有者权益稳定性较强。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 54.17 亿元，较年初增长 0.13%，变化不大；截至 2019 年 3 月底，公司归属于母公司的所有者权益 50.99 亿元（占 94.12%），其中股本占 66.67%，未分配利润占 30.68%，公司股本占比较高，权益稳定性较好。

总体看，受同一控制下合并调减资本公积，公司权益波动较大；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

2018 年，公司实现营业收入 41.35 亿元，同比减少 12.21%，主要系商贸物流基地商业物业销售收入下降所致；实现利润总额为 6.40 亿元，同比减少 45.44%，主要系房地产结转收入下降所致；公司实现净利润 4.07 亿元，同比减少 53.60%。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用总额为 10.81 亿元（其中销售费用占 32.04%、管理费用占 36.59%、财务费用占 31.37%），同比增长 36.56%；其中销售费用同比增长 4.08%；财务费用同比上升 151.06%，主要系有息债务规模大幅增加所致；管理费用同比增长 22.17%，主要系人力成本增加所致。

从各项盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 38.83%，较上年减少了 0.89 个百分点，较上年变化不大。2018 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 6.52%、4.85%和 5.99%，较上年均有所下降。从指标上看，公司整体盈利能力尚可。

2018 年，公司投资收益 0.71 亿元，由负转正，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增长所致；资产处置收益 0.51 亿元，较年初大幅增长 111.55%，主要系公司长期资产处置利得同比大幅增长所致。2018 年，公司营业外收入 0.11 亿元，较年初减少 54.63%。公司非经常性损益对利润总额的影响不大。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，同比增加 21.69%；实现净利润 0.07 亿元，同比增长 132.84%。

总体看，受公司商贸流通运营板块收入下降和房地产项目结转收入减少的影响，公司营业收入有所下降；2018 年公司营业外收入同比大幅减少且财务费用大幅增加，导致净利润下降较快，公司整体盈利能力一般。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 45.04 亿元，同比减少 1.83%，主要系房地产销售回款减少所致。经营活动现金流出 74.45 亿元，同比增加 79.67%，主要系开工面积增加和补缴地价款综合因素所致。综上原因，公司经营活动产生的现金流净额为-29.41 亿元，由正转负。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入 4.37 亿元，同比增加 43.38%，主要系处置公司的子公司广州大瀑布旅游开发有限公司资产及出售大本营土地使用权收到现金增加所致。

投资活动现金流出 28.79 亿元，同比大幅增加 233.68%，主要系收购天津项目所致。综上原因，公司投资活动产生的现金流量净额为-24.42 亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 54.28 亿元，同比大幅增加 35.89%，主要系公司融资规模大幅增长所致。筹资活动现金流出 26.40 亿元，同比增加 47.29%，主要系偿还债务支付现金增加所致。综上原因，公司筹资活动产生的现金流量净额为 27.89 亿元，净流入规模有所扩大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 9.89 亿元，同比由负转正，主要系销售商品、提供劳务导致的经营现金流入增加所致；投资活动产生的现金流量净额 0.01 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-5.60 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流量净额有所波动，公司对外收并购较为频繁，投资活动现金持续净流出，存在一定的筹资压力。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.26 倍和 0.30 倍，分别较年初下降了 0.21 倍和 0.35 倍，流动性尚可。现金短期债务比为 0.60 倍，较年初下降了 2.34 倍，现金类资产对短期债务保护程度较弱。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 12.09 亿元，同比减少 19.53%，其中利润总额占 52.96%，计入财务费用的利息支出占 31.26%，折旧占 11.85%，摊销占 3.93%。2018 年，EBITDA 利息保障倍数为 3.02 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度较高；公司 EBITDA 全部债务比 0.17 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 年底，公司共获得银行授信 51.83 亿元，已使用 48.47 亿元，尚未使用授信额度 3.36 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保金额为 1.00 亿元，为对关联方湖南香江红星美凯龙商业地产开发有限公司的担保，担保起始日 2017 年 3 月，到期日 2022 年 3 月。

截至 2018 年底，公司金额超过 500 万元的重大诉讼主要为合同纠纷案，公司作为原告未决诉讼 2,605.22 万元，作为被告未决诉讼 5,604.92 万元。

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 2019 年 5 月 20 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，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标表现一般，考虑到公司签约销售面积稳步增长，新开工面积和在建面积大幅提升，商贸运营租金收入稳定，随着公司在建项目逐步实现销售，公司偿债能力将进一步增强。

七、公司债券偿债能力分析

截至2018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26.29亿元，约为“13香江债”、“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”本金（18.60亿元）的1.41倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达54.10亿元，约为四笔债券本金（18.60亿元）的2.91倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“13香江债”、“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的按期偿付的保障作用很强。

2018年，公司EBITDA为12.09亿元，约为四笔债券本金（18.60亿元）的0.65倍，公司EBITDA

对本期债券的覆盖程度一般。

公司2018年经营活动产生的现金流入45.04亿元，约为四笔债券本金（18.60亿元）的2.42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，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”、“18香江01”、“18香江02”和“19香江01”的偿还能力仍属很强。

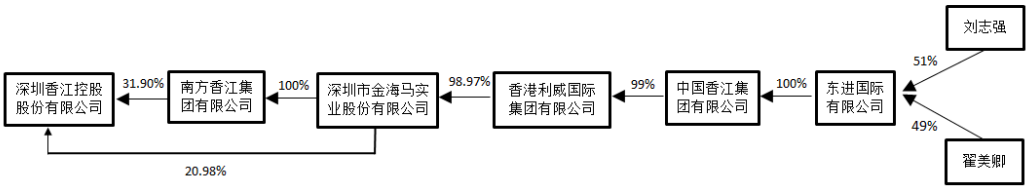
八、债权保护条款分析

“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 2018 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 2　截至 2018 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 2018 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 2018 年末，深圳金海马合并资产总额 236.82 亿元，负债合计 170.68 亿元，所有者权益 66.14 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 25.37 亿元。2018 年，深圳金海马实现营业收入 41.37 亿元，净利润-2.17 亿元，其中归属于母公司的净利润-3.78 亿元；经营活动产生的现金流量净额-29.12 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.90 亿元。

资产质量

截至 2018 年末，深圳金海马资产总额 236.82 亿元，较年初上升了 7.55%，其中，流动资产和非流动资产所占比重分别为 76.86%和 23.14%，资产结构较上年末变化不大。

截至 2018 年末，深圳金海马流动资产合计 182.03 亿元，主要由货币资金（占 14.51%）、其他应收款（占比 8.85%）和存货（占比 70.80%）构成。截至 2018 年末，深圳金海马货币资金合计 26.41 亿元，较年初减少 48.02%，其中受限货币资金 2.62 亿元，占货币资金的比重为 9.92%。截至 2018 年末，深圳金海马其他应收款 16.11 亿元，主要为应收关联方的往来款，较年初减少 3.16%，账龄主要在 1 年以内，无受限情况。截至 2018 年末，深圳金海马已对其他应收款累计计提坏账准备 0.49 亿元，整体坏账准备计提比例为 2.98%。截至 2018 年末，深圳金海马存货 128.87 亿元，较年初上升 47.99%，主要系开发成本增加所致；存货主要以开发成本和出租开发产品为主。截至 2018 年末，深圳金海马对存货已计提存货跌价准备 94.00 万元；此外，受限存货 4.84 亿元，占比 2.04%。

在非流动资产方面，截至 2018 年末，深圳金海马非流动资产合计 54.80 亿元，较年初增长 3.07%。在非流动资产构成方面，主要为投资性房地产（占 56.71%）、固定资产（占 19.47%）构成。截至 2018 年末，深圳金海马投资性房地产为 31.08 亿元，较年初减少 0.22%，变化不大，受限投资性房地产 17.74 亿元，占比 57.09%；固定资产为 10.67 亿元，较年初减少 7.99%，主要系房屋及建筑物减少，固定资产受限规模 4.68 亿元，占比 43.86%。

截至 2018 年末，深圳金海马受限资产 29.90 亿元，占资产比重 12.63%，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 2018 年末，深圳金海马负债合计 170.68 亿元，较年初增长 23.00%，其中流动负债和非流动负债分别占比 81.04%和 18.96%。截至 2018 年末，深圳金海马流动负债合计 138.31 亿元，主要由短期借款（占比 15.24%）、应付账款（占比 17.73%）、预收款项（占比 23.07%）、其他应付款（占比 6.55%）、一年内到期的非流动负债（占 18.41%）和其他流动负债（占比 9.03%）组成。

截至 2018 年末，深圳金海马短期借款 21.08 亿元，较年初增长 2.03 倍。应付账款 24.53 亿元，较年初减少 7.60%。预收款项 31.90 亿元，较年初增加 6.95%，主要系楼盘交付结转增加所致。其他应付款 9.07 亿元，较年初减少 65.99%，主要系往来款减少所致。一年内到期的非流动负债 25.46 亿元，较年初增加 190.10%，主要系一年内到期的长期借款大幅增加所致。其他流动负债为 12.49 亿元，较年初增长 40.13%，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 2018 年末，深圳金海马非流动负债合计 32.37 亿元，较年初增长 44.13%，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 61.15%）和应付债券（占比 32.63%）组成。

截至 2018 年末，深圳金海马长期借款 19.79 亿元，较年初增加 52.55%，主要是抵押保证借款增加所致。应付债券 10.56 亿元，较年初增加 51.92%，主要系公司 2018 年新发行“18 香江 01”和“18 香江 02”债券所致。

截至 2018 年末，深圳金海马的债务总额为 78.05 亿元，较年初增长 105.70%，主要系短期债务增加所致；其中短期债务为 47.70 亿元（占比 61.11%），长期债务为 30.36 亿元（占比 38.89%），以短期债务为主。截至 2018 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 72.07%、54.13%和 31.46%，较年初有所上升。

总体看，深圳金海马负债规模较大，债务结构以短期债务为主，整体债务压力一般。

所有者权益

截至 2018 年末，深圳金海马所有者权益合计 66.14 亿元，较年初下降 18.77%，主要系少数股东权益减少所致；归属母公司所有者权益中，实收资本占比 31.60%，资本公积占比 52.95%、盈余公积

占比 6.56%、未分配利润占比 8.88%，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 2018 年全年实现营业收入 41.37 亿元，同比减少 12.06%，营业成本 19.95 亿元，同比减少 13.74%。深圳金海马 2018 年期间费用合计 13.04 亿元，其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 26.55%、40.43%和 33.02%；费用收入比为 31.52%，较上年上升 12.75 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下降 88.22%和 127.11%，分别为 1.32 亿元和-2.17 亿元，主要系控股子公司香江控股的利润总额和净利润下降所致。

在盈利指标方面，2018 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 2.11%、2.74%和-2.94%，与上年比较均出现下降。

总体看，2018 年，深圳金海马盈利能力有所下降。

现金流

2018 年深圳金海马经营活动现金流入量为 63.59 亿元，较上年增加 36.42%；同期经营活动现金流出量为 92.71 亿元，较上年增长 113.97%；深圳金海马 2018 年经营活动产生的现金流量净额为-29.12 亿元，较上年下降 9.87 倍。深圳金海马 2018 年现金收入比为 104.32%，收入质量一般。

在投资活动方面，2018 年深圳金海马投资活动现金流入量和流出量分别为 81.68 亿元和 110.51 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-28.83 亿元。

深圳金海马 2018 年筹资活动现金流量净额为 32.05 亿元，净流入规模扩大，主要系支付其他与筹资活动有关的现金减少所致。

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 2018 年末，深圳金海马流动比率和速动比率分别为 1.32 倍和 0.38 倍，均较上年末相比有所下降；现金短期债务比为 0.55 倍，较上年末大幅减少 2.27 倍，短期偿债能力一般。

在长期偿债能力方面，2018 年深圳金海马 EBITDA 为 8.45 亿元，较上年减少 44.93%，主要系利润总额下降所致；2018 年 EBITDA 利息倍数为 1.63 倍，EBITDA 全部债务比为 0.11 倍，较上年分别下降了 3.39 倍和 0.30 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 2018 年底，深圳金海马获得的银行授信总额为 5.10 亿元，已全部使用，深圳金海马间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，金海马对外担保 1 亿元，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 2019 年 6 月 5 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 2018 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 2.96%、所有者权益的 10.58%和经营活动现金流入的 11.01%，深圳金海马对“13 香江债”的保护程度较好。

九、综合评价

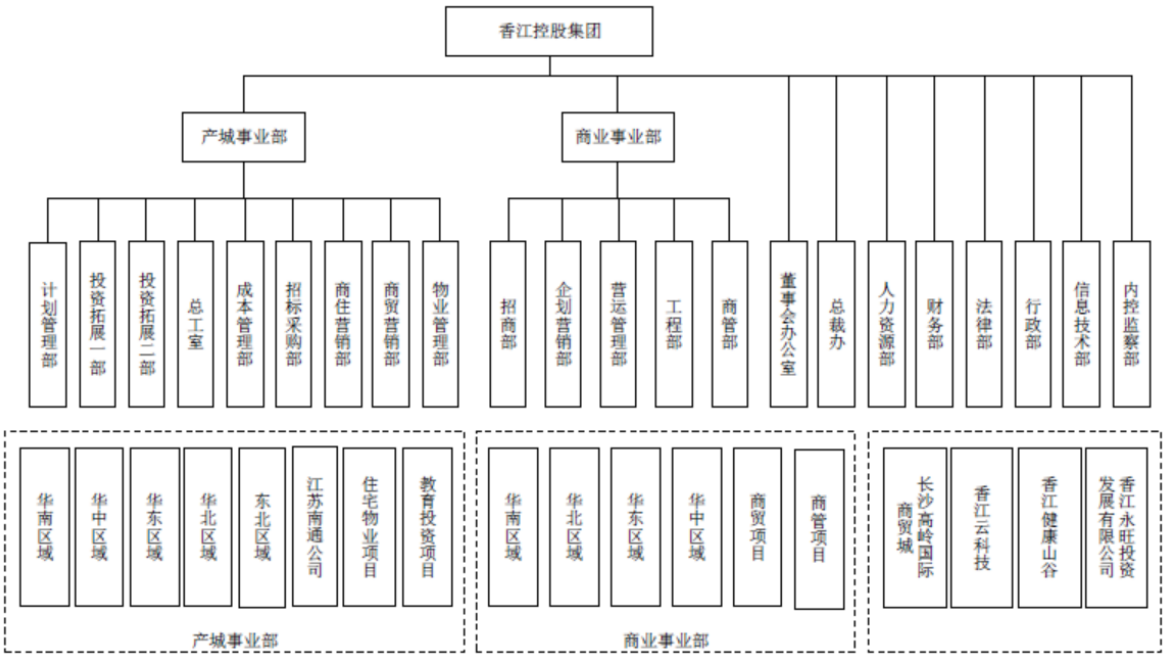
2018 年，公司房地产板块收入稳步增长，商贸运营租金收入较稳定；公司加大地产开发力度，新开工面积明显增长；公司土地储备较为充裕。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临调控风险、部分商贸项目去化较慢、公司债务水平快速上升、短期债务规模占比扩大、债务面临一定集中到期和回售压力、所有者权益下降较多等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，未来，随着在建项目的销售和结转，公司的盈利能力有望提升。

“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”、“18香江01”、“18香江02”和“19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	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	159.80	201.78	217.87	227.21
所有者权益（亿元）	52.94	81.61	54.10	54.17
短期债务（亿元）	17.18	17.27	43.60	24.35
长期债务（亿元）	9.46	14.83	29.36	45.43
全部债务（亿元）	26.64	32.10	72.95	69.78
营业收入（亿元）	54.10	47.11	41.35	5.31
净利润（亿元）	6.48	8.76	4.07	0.07
EBITDA（亿元）	12.38	15.02	12.09	--
经营性净现金流（亿元）	19.40	4.44	-29.41	9.89
流动资产周转次数(次)	0.40	0.34	0.26	--
存货周转次数（次）	0.37	0.28	0.18	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.26	0.20	--
现金收入比率（%）	88.39	88.88	104.25	323.45
总资本收益率（%）	8.84	10.71	6.52	--
总资产报酬率（%）	6.36	7.37	4.85	--
净资产收益率（%）	12.04	13.02	5.99	--
营业利润率（%）	30.48	39.71	38.83	41.80
费用收入比（%）	13.56	16.80	26.13	42.62
资产负债率（%）	66.87	59.56	75.17	76.16
全部债务资本化比率（%）	33.47	28.23	57.42	56.29
长期债务资本化比率（%）	15.16	15.38	35.17	45.61
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	6.42	3.02	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.47	0.17	-
流动比率（倍）	1.27	1.47	1.26	1.39
速动比率（倍）	0.43	0.64	0.30	0.37
现金短期债务比（倍）	1.61	2.94	0.60	1.34
经营现金流动负债比率（%）	20.05	4.24	-21.97	7.79
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	0.81	0.65	-

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、2019 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	2018 年
资产总额（亿元）	190.23	220.19	236.82
所有者权益（亿元）	55.00	81.42	66.14
短期债务（亿元）	17.98	18.02	47.70
长期债务（亿元）	11.36	19.93	30.36
全部债务（亿元）	29.34	37.95	78.05
营业收入（亿元）	56.86	47.04	41.37
净利润（亿元）	5.33	8.00	-2.17
EBITDA（亿元）	11.88	15.35	8.45
经营性净现金流（亿元）	23.82	3.28	-29.12
应收账款周转次数(次)	71.51	0.30	0.24
存货周转次数（次）	0.33	0.25	0.18
总资产周转次数（次）	0.28	0.23	0.18
现金收入比率（%）	102.79	90.47	104.32
总资本收益率（%）	7.38	10.12	2.11
总资产报酬率（%）	5.17	6.58	2.74
净资产收益率（%）	10.09	11.73	-2.94
营业利润率（%）	29.85	40.40	38.83
费用收入比（%）	16.14	18.76	31.52
资产负债率（%）	71.09	63.02	72.07
全部债务资本化比率（%）	34.79	31.79	54.13
长期债务资本化比率（%）	17.12	19.66	31.46
EBITDA 利息倍数（倍）	5.04	5.03	1.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.40	0.40	0.11
流动比率（倍）	1.21	1.44	1.32
速动比率（倍）	0.43	0.69	0.38
现金短期债务比（倍）	1.66	2.82	0.55
经营现金流动负债比率（%）	19.34	2.82	-21.05
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.64	0.83	0.45

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% （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。