

信用等级公告

联合[2014]187号

深圳香江控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳香江控股股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2013 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

深圳香江控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA-

深圳香江控股股份有限公司拟发行的 2013 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：李晶

二零一四年七月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 1201 室（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

深圳香江控股股份有限公司

2013 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债信用等级: AA

公司主体信用等级: AA-

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 8 亿元

本次债券期限: 不超过 7 (5+2) 年

担保方: 深圳市金海马实业股份有限公司

担保方式: 不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2014 年 7 月 16 日

财务数据:

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	83.05	124.97	133.10	136.56
所有者权益(亿元)	18.17	18.62	21.85	22.56
长期债务(亿元)	17.08	17.08	19.69	22.29
全部债务(亿元)	31.72	29.07	31.59	35.03
营业收入(亿元)	13.03	26.90	29.20	4.09
净利润(亿元)	1.16	0.44	3.74	0.65
EBITDA(亿元)	2.14	2.61	7.53	1.09
经营性净现金流(亿元)	-6.26	15.62	-4.53	-0.56
营业利润率(%)	35.12	27.09	37.50	40.34
净资产收益率(%)	6.49	2.40	18.47	2.92
资产负债率(%)	78.12	85.10	83.58	83.48
全部债务资本化比率(%)	63.58	60.95	59.11	60.83
流动比率	1.46	1.19	1.23	1.27
EBITDA 全部债务比	0.07	0.09	0.24	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	1.03	2.67	2.93
EBITDA/本期发行额(倍)	0.27	0.33	0.94	0.14
担保方	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
资产总额(亿元)	80.03	91.54	181.69	172.95
所有者权益合计(亿元)	22.39	22.93	25.87	24.81
营业收入(亿元)	34.13	32.70	57.10	7.40
净利润(亿元)	3.38	1.97	6.30	0.74
经营性净现金流(亿元)	5.29	0.94	-1.95	-0.17
资产负债率(%)	72.02	74.95	85.76	85.65

注: 1、主体和担保方 2014 年一季度财务报告未经审计, 相关指标未年化。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、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。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对深圳香江控股股份有限公司(以下简称“公司”或“香江控股”) 的评级反映了公司作为广东省知名的房地产开发企业, 具有丰富的房地产开发经验, 目前在建项目的品质较高, 土地储备规模适中, 主营业务盈利能力较强, “香江” 品牌知名度较高。同时, 联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等不利因素对公司经营形成的不利影响。

公司在建项目地理位置较好, 未来随着项目的陆续竣工, 公司的盈利能力有望提升, 公司整体信用状况有望保持良好, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由深圳市金海马实业股份有限公司(以下简称“金海马实业”) 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。金海马实业资产质量良好, 经营规模较大, 其所拥有的投资性房地产经营时间较长, 随着周边土地价格的上涨, 具有较大的增值空间。金海马实业对本期债券的担保反映出股东对香江控股的信心和支持力度, 对本期债券的信用状况有积极作用。

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分, 并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。公司作为广州地区知名房地产企业, 未来将直接受益于区域经济发展。

2. 公司具有多年的房地产开发经验, “香江” 系列品牌在广州地区具有较高的知名度。

3. 公司开发项目涉及住宅和商贸地产, 开发规模较大; 公司以住宅为主, 商贸地产为辅的盈利模式有助于规避产品结构单一招致

的市场风险对公司的影响。

4. 公司土地储备充足，目前公司已进入广州、武汉、郑州、长春、南昌、连云港等大中城市进行房地产开发。除广州外，公司在其它地区开发的项目以商贸地产为主，上述城市多属于二、三线城市，有效规避了单一区域、单一品种的市场风险。

5. 公司和担保方的投资性房地产多为家居建材卖场，且经营时间较长，随着周边土地价格的上涨，具有较大的增值空间。

关注

1. 公司所处房地产行业受到限购、限贷、房产税试点和国家加大保障房建设等宏观调控的多重因素影响，同时房地产项目开发时间较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司商业地产项目分布区域跨度大，而各城市经济水平、房地产市场、行业竞争等差异较大。

3. 与国内同行业知名企业相比，公司的资本金及资产规模偏小，与公司的投资需求不相适应，制约了公司快速发展。

4. 目前公司负债水平较高，且在在建项目和购地支出方面面临一定的资本支出压力。

分析师

李晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

曹敏健

电话：010-85172818

邮箱：caomj@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.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与深圳香江控股股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与深圳香江控股股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因深圳香江控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

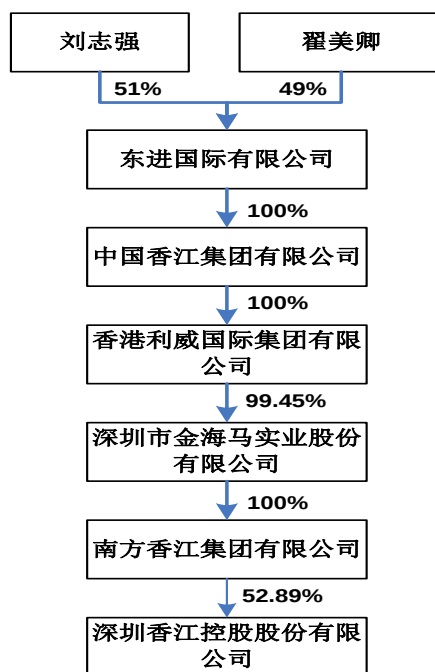
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由深圳香江控股股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

深圳香江控股股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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。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《国有股权转让协议》，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。后经过多次股权转让、定向增发、转增和送股，截至 2014 年 3 月底，公司股份总数为 76,781.26 万股，注册资本为 76,781.26 万元。截至 2014 年 3 月底，公司股权结构如图 1 所示，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 2014 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资兴办实业（具体项目另行申报）；在合法取得使用权的土地上从事房地产开发经营；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）。

目前公司本部下设财务部、拓展部、招标采购部、设计研发部、工程管理部、住宅营销部、商业营销部、物业管理部等 12 个职能部门（见附件 1-1），拥有直接或间接控股子公司 61 家，参股公司 6 家。截至 2013 年底，公司拥有在职员工 2,249 人。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 133.10 亿元，负债合计 111.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.85 亿元。2013 年公司实现营业收入 29.20 亿元，净利润（含少数股东损益）3.74

亿元，2013 年公司经营活动现金流量净额为-4.53 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 136.56 亿元，负债合计 114.00 亿元，股东权益（含少数股东权益）22.56 亿元。2014 年 1~3 月公司实现营业收入 4.09 亿元，净利润（含少数股东损益）0.65 亿元，2014 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额为-0.56 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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“深圳香江控股股份有限公司 2013 年公司债券”，预计发行规模为不超过人民币 8 亿元。本期债券的期限为不超过 7（5+2）年期。本期债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定共同协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。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。

深圳市金海马实业股份有限公司为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金拟全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

1. 行业状况

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2. 市场供需

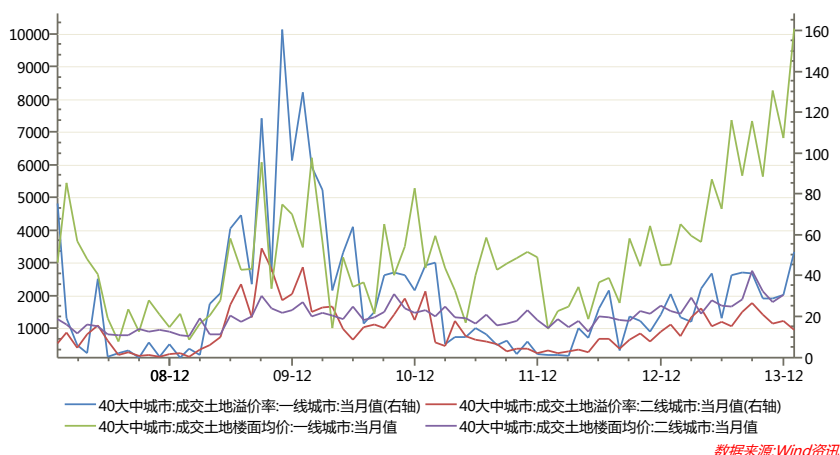
(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

图 2 2008 年以来全国 40 个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）



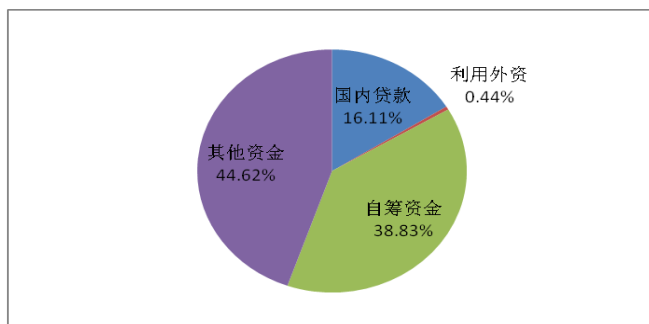
资料来源：wind 资讯

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013 年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2013 年房地产开发企业本年资金来源 122,122.47 亿元，比上年增长 26.5%，增速较上年增长 13.8 个百分点，其中，国内贷款 19,672.66 亿元，比上年增长 33.1%，增速较上年增长 19.9 个百分点；利用外资 534.17 亿元，增长 32.8%，增速已经由负转正；自筹资金 47,424.95 亿元，增长 21.3%，较上年增长 9.6 个百分点；其他资金 54,490.70 亿元，增长 28.9%，增速较上年增长 14.2 个百分点。

图 3 2013 年房地产行业资金来源构成



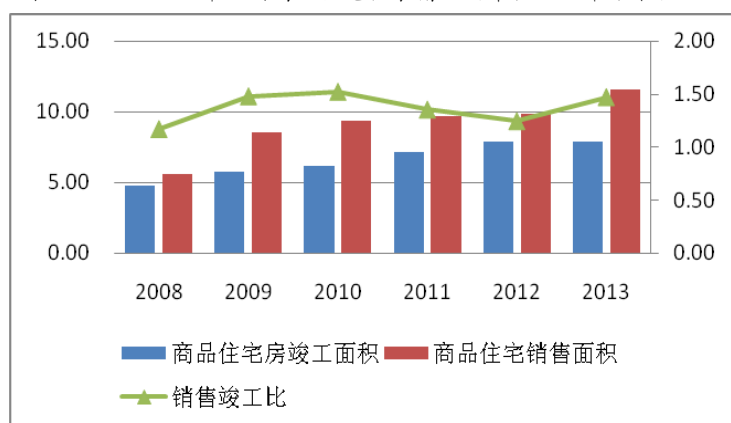
资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力可能持续。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012年全国房地产开发企业房屋施工面积 57.34 亿平方米，比上年增长 13.2%；房屋新开工面积 17.73 亿平方米，下降 7.3%；房屋竣工面积 9.94 亿平方米，增长 7.3%；其中，住宅竣工面积 79,043 万平方米，增长 6.4%。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图 4 2008~2013 年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



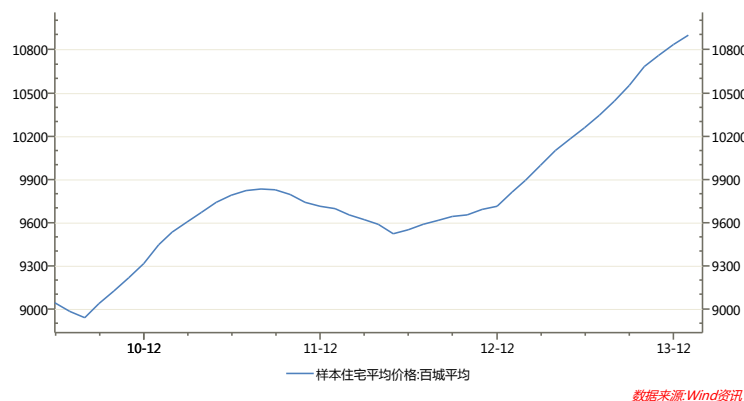
资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年 5 月百城住宅均价为 10,978 元/平方米，环比下跌 0.32%，为自 2012 年 6 月连续环比上涨 23 个月首次环比下跌。十大城市北京、上海、广州等环比连续上涨 23 个月后首跌，跌幅略低于百城。

图 5 近年来年全国百城住宅销售价格指数变化情况



资料来源: wind 资讯

总的来看,从 2008 年开始,全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势,2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势。这其中主要原因首先是中国持续经济发展,按照十八大报告提出的目标,至 2020 年仍将保持年均 7.5% 的增长速度,经济平稳增长为房地产价格提供了经济基础保障;其次城镇化发展势必将大幅增加城镇常住人口,这部分新增需求为房地产价格提供了需求支撑;最后人均收入可持续增长,十八大报告提出到 2020 年人均收入翻番,预计未来改善型需求将得到持续释放,为房地产价格提供购买力支撑。

3. 竞争格局

从 2003 年至今,房地产市场已经走过了黄金 10 年,随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2013 年,行业集中度进一步提升。2013 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 13.27% 和 18.25%,分别提高了 0.51 个和 0.63 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 8.37% 和 11.12%,分别提高了 0.65 和 0.74 个百分点(详见下表)。

表 1 2010~2013 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于:大型房地产企业项目储备丰富,现金流稳定充裕,较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险;大型房地产公司的融资手段和渠道丰富,融资成本低;由于地价的上涨,一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看,中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化,龙头企业的先发优势明显,万科、恒大等传统优势房企,稳居行业前列,领先规模进一步扩大。

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》

2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

行业发展与房地产调控政策密切相关

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性，如果国家未来采取更为严格的调控政策，如扩大房产税、限购范围扩大、限贷门槛提高等均可能导致房地产行业出现波动，影响房地产企业的回款能力和现金流。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如 2012 年国内 A 股 24 家上市房地产公司平均资产负债率高达 73.1%。如果遇到加息、上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

一、二线城市和三、四线城市持续分化

近几年来相当一部分三四线城市市场快速扩张，需求有过度释放迹象。特别是 2013 年以来，部分三四线城市的房地产市场已经充分暴露。例如，鄂尔多斯市，常住人口不到 200 万，土地消化周期近 10 年，严重供过于求。展望未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的地级市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

6. 行业发展

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。

房地产企业融资渠道转变

由于近年来连续不断的房地产宏观调控，目前房地产企业的传统融资渠道受到极大的限制，房地产企业原有通过融资囤地获得跨越式增长的情况将不复存在。房地产开发企业整体上融资成本将会高于以往，这将迫使其拓展包括房地产基金在内的新兴融资方式，并将深刻影响房地产开发企业的运作模式和经营策略。目前国内万科、金地等大型房地产企业纷纷借助香港市场进行债务融资。

房地产开发企业盈利模式发生转变

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基

于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是广东地区知名的房地产开发企业，旗下拥有住宅地产和商贸地产项目已超过二十个，覆盖珠三角、华东、环渤海等重要地区。截至 2014 年 3 月末，公司累计开发总建筑面积（包括在开发项目）超过 775 万平方米，拥有近 42.3 万平米的投资性物业、500 余万平米物管服务社区。公司具有国家二级房地产开发资质，目前公司开发的项目主要分为位于地区家居建材集中区域的商业地产和大型综合性住宅两大类，前者一般主要为家居建材中心，后者一般是大型综合住宅社区。

在住宅地产板块上，公司先后开发了“番禺锦绣香江”以及“增城翡翠绿洲”两个优质项目，其中锦绣香江花园是由公司投资开发建设的中国首个国际化生态居住社区。以上两个项目整体规模均较大，开发周期较长，其较好的规划设计和物业管理能力提升了楼盘的综合价值，“香江”系列品牌知名度不断提升。

在商业地产板块，公司以经营商贸家具建材为突破口，形成了自身的经营特色，旗下家具建材城包括郑东建材家居城、南昌香江家居建材城、百年家居建材城；家具城包括保定香江家居国际体验中心、长春金海马家居、成都全球家居 CBD、武汉香江家居；商贸城包括新乡光彩大市场、临沂香江商贸城、聊城香江光彩大市场。公司在商贸家具建材销售领域的经营管理经验比较丰富，以上地区的卖场经过长期发展已经建立起很好的聚集效应，享有较高的品牌知名度，业已发展成为当地的家具建材物流集散地，地块的升值潜力不容忽视。

总体看，公司作为广州地区知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富，公司开发项目在当地拥有较好的影响力和较高的品牌美誉度，尤其在以经营家具建材为主的商业地产项目开发方面，具有明显的竞争优势。

2. 广州地区房地产发展情况

公司的住宅地产项目主要在广州，其销售情况受广州当地房地产市场情况影响较大。广州房地产业综合发展在全国名列前茅。房地产开发投资持续、快速而稳定地增长；房地产开发投资的资金来源比较充足，市场化程度较高。广州房价近十年涨幅261%，一手楼均价2003年为3,888元/平方米，2012年已达14,044元/平方米，上涨力度远高于全国平均水平。

2013年广州楼市在先后经历了“新国五条”、“穗六条”、“限购限签”等楼市调控政策之后，楼市成交均价波动较大。根据统计数据显示，广州2013年年初房价呈持续上升趋势，而在3月底出台“国五条”调控细则后，4、5、6三个月全市房价出现环比下降，6月份由于全国范围内的地王

频出，引发对楼价过快增长的预期，刚需客提前入市，直接导致7、8月份广州房价再次环比上涨。随后在限购限贷的前提下增加限价、限签及市场上双合同操作的影响下，9、10月份房价环比再次下降，而10、11月房价统计首次将增城、从化两市纳入统计，房价首次跌入全年最低（增城、从化2013年房地产销售规模较大，但由于地点原因售价相对较低）。从成交区域分布看，2013年外围区域表现抢眼。据统计，整个外围新四区两市网签成交量共4.20万套，几乎占广州市市区的一半，其中，外围两市（增城、从化）在2013年楼市上表现抢眼，增城2013年前11个月成交量2.24万套，环比上涨20%，主要是由于增城在售楼盘较多、成交火爆、限价不限购的政策所致。2013年广州房地产完成开发投资1,579.68亿元，同比增长15.30%。商品房销售面积继续回升，2013年商品房销售面积1,252.81万平方米，同比增长2.73%；商品房销售套数13.79万套，同比增长13.25%。2013年实现商品房（住宅）销售额1,951.45亿元，同比增长44.10%。总体来看，2013年广州房地产市场还是处于量价齐升的状态。

政策方面，在房价上涨的压力下，广州继北京之后出台了价格指导措施以应对房价日益上涨的局面和“新国五条”中重启房价控制目标的要求。广州“新国五条”细则明确，2013年广州市新建商品住房价格涨幅要低于本市年度城市居民人均可支配收入实际增幅、补办纳税证明或社保证明不予认可、项目定价过高不核发预售证，但对于20%个人所得税尚未明确提及。广州市国土房管局发布通知，自2013年4月24日起，广州全面执行商品房住宅预售价格网上申报制度，开发企业必须办理预售网上申报，并接受国土房管部门的价格指导。价格指导措施将导致房地产开发企业放慢当地楼盘的推盘节奏，会对可售库存的增加产生负面影响。2014年以来针对楼市的调控政策并不多，主要是通过资金控制市场节奏，在资金面并不宽松和地方政府有意护盘的政策博弈下，楼市观望情绪加重。

总体来看，2013年广州房地产市场还是处于量价齐升的状态；政策的不明朗，导致目前房地产市场观望情绪加重。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 10 名，其中董事长和总经理各 1 名、副总经理 4 名、总经理助理 2 名、财务总监和董事会秘书，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

翟美卿女士，美国杜兰大学 MBA 管理学硕士，现任香江集团总裁、香江控股董事长、南方香江集团董事长，兼任十二届全国政协委员、全国妇联常委、第十届广东省政协常委、中国产业发展促进会副会长、深圳市政协常委、广东省妇联副主席、广东省工商联副主席、广东省女企业家协会会长、香江社会救助基金会主席。

修山城先生，工科学士学位，1994 年至今任香江集团有限公司董事、南方香江集团有限公司董事；2003 年至今任公司董事兼总经理。

截至 2013 年底，公司拥有在职员工 2,249 人，其中战略运营类 51 人，项目拓展类 28 人，技术人员 208 人，销售人员 108 人，财务人员 140 人，其他类 1,714 人。从人员学历结构看，硕士及以上占比 1.60%，本科占比 15.52%，其余人员学历为本科以下。

总体来看，公司管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。考虑到公司管理人员从业经验丰富，具有一定的政商背景，对公司拓展业务有积极作用。

五、公司管理

1. 公司治理

根据《公司章程》，公司设立董事会，董事会是公司最高权力执行机构，决定公司的一切重大事项，并向投资者负责。公司设立经营管理机构，负责公司的日常管理工作，并向董事会负责。公司设总经理一名，副总经理数名。总经理、副总经理由董事会聘请，任期三年。

董事会由 7 名成员组成，董事长 1 人以及董事 6 人，由股东会委派及撤换；董事长是公司的法定代表，负责召集并主持董事会会议。总经理的职责是执行董事会的决议，组织领导公司的日常经营管理工作。副总经理协助总经理工作。总经理履行“全面负责公司的一切经营管理活动，主持日常工作”等职责。公司设立战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会四个专业委员会以及监事会。战略委员会负责决定公司的投资计划、投资策略、投资原则、投资目标、资产分配及投资组合的总体计划；薪酬与考核委员会负责评估经理绩效，制定和监督经理薪酬计划，制定员工退休金、利润分享等收益计划；审计委员会负责提议聘请或更换审计机构以及负责监督公司的财务审计以及内控审计工作的实施情况，审核公司的重大关联交易；提名委员会负责对董事候选人及经理候选人的审核以及提名工作。

公司坚持与大股东及其关联企业在业务、人员、资产、机构及财务等五方面完全独立分开，保证了公司具有独立完整的业务及自主经营能力。

总体看，目前公司治理结构健全，能适应公司的发展现状。

2. 管理体制

目前公司本部下设财务部、拓展部、招标采购部、设计研发部、工程管理部、住宅营销部、商业营销部、物业管理部等 12 个职能部门（见附件 1-1），拥有直接或间接控股子公司 61 家，参股公司 6 家。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司的全资及控股子公司参照本部的部门设置也建立了相应的职能部门。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

在预算管理方面，公司通过编制营运计划及成本费用预算等实施预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，并通过对营运计划的动态管理强化预算约束，评估预算的执行效果。

在资金管理方面，目前公司已制定包括《香江控股财务部三级职责表》等制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，从而降低资金使用成本并保证资金安全。各子公司银行账户开销户均需由财务管理部审批确认；所有对外融资由公司融资部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，公司主要经营付款由财务管理部统一结算。同时，财务管理部通过定期编制月度动态资金计划、年度资金计划以加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，及时调整资金安排。

重大投资方面，公司依据房地产项目投资金额大、区域差异大、政策风险高的特点，结合自身经营情况，制定了具体的投资管理制度，明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算提高可行性分析的可靠度，确保投资项目及其取得过程安全、合法、高效。重大项目的投资由公司总部依据公司年度投资计划、统筹资源配置进行主导投资，投资金额超过董事会授权的项目，需在提请董事会决议通过后方可实施。

对子公司的管理方面，公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董

事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议或股东大会通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

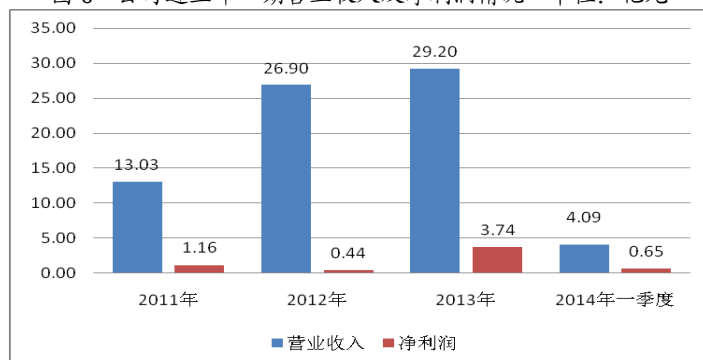
总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营高档住宅开发和商业地产开发，属于房地产开发企业。近三年公司经营规模稳步扩大，营业收入逐年增长，年均复合增长率为 49.72%，主要源自房地产销售收入增长。受营业成本及费用总额波动影响，近三年公司净利润呈波动增长态势，年均复合增长率为 79.11%。2013 年，公司实现净利润 3.74 亿元，同比大幅增长 747.97%。公司近三年营业收入全部为房地产开发以及相关收入，主营业务非常突出。公司近三年一期营业收入及净利润情况如图 6 所示。

图 6 公司近三年一期营业收入及净利润情况 单位：亿元



资料来源：公司审计报告

从业务构成情况来看，房地产开发为公司的核心业务，房产类别主要为住宅和商业地产。2012 年以来，公司每年商品房、商铺及卖场销售实现收入占营业收入的比重在 60%以上，是公司主要的收入及利润来源。商贸物流基地商业物业销售主要是成都 CBD 和香河 CBD 项目的销售，由于前述项目还处于在建状态，只有少部分销售，致 2013 年该业务收入规模下降较大，占比从 2012 年的 24.36%降至 2013 年的 3.16%。公司物业管理业务收入呈稳步增长态势，其收入规模与公司累计房产销售面积和开发项目数量同向增长，2013 年占主营业务收入比重为 7.66%。商贸物流经营主要指投资性房地产租金收入，该项业务收入近年来不断增长，年均增长率达到 71.00%，收入占比亦提升至 4.07%，公司注重对现有成熟商业地产的原址扩建，未来该业务收入有望继续增长。

从毛利情况来看，近三年公司毛利水平呈波动上升态势，2013 年达到 51.27%。2012 年公司商品房、商铺及卖场销售毛利率下降较多，主要是受当年结转的销售成本较高影响。2013 年除物业管理业务外，其他业务毛利率水平均较上年有所提高，其中商品房、商铺及卖场销售毛利率提升 18.39 个百分点，主要是当期结转项目成本较低所致。2013 年公司商贸物流经营毛利率达到 57.38%，主要是自持物业增多，且随着各地项目的入住率增多，导致物业租金收入增长和出租率

上升所致。

表 4 2011 年~2013 年公司营业收入情况 单位：万元、%

行业名称	2011 年			2012 年			2013 年		
	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入	营业成本	毛利率
商品房、商铺及卖场销售	66,703.95	36,351.71	45.50	168,292.36	111,637.31	33.66	247,745.77	118,802.00	52.05
商贸物流经营	4,061.33	2,939.83	27.61	8,013.48	4,023.28	49.79	11,875.74	5,061.09	57.38
土地一级开发、工程和装饰	5,990.00	1,300.00	78.30	5,083.48	3,821.67	24.82	686.34	270.97	60.52
物业管理及其他	13,821.29	10,257.95	25.78	22,052.65	12,839.67	41.78	22,365.10	13,735.63	38.58
商贸物流基地商业物业销售	39,682.74	14,392.53	63.73	65,509.34	32,882.54	49.80	9,301.52	4,408.48	52.60
合计	130,259.31	65,242.01	49.91	268,951.32	165,204.46	38.57	291,974.48	142,278.17	51.27

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：其中“商贸物流经营”是指投资性房地产的租金收入；“商贸物流基地商业物业销售”是指成都 CBD 和香河 CBD 项目的销售收入。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 72.90%；实现净利润 0.65 亿元，同比大幅增长 419.25%。公司增城翡翠绿洲项目销售较好及本期结算项目有所增加，使得 2014 年一季度收入及利润规模大幅提升。

总体看，近三年公司经营规模逐年上升，受 2012 年成本大幅增加影响，当期利润大幅下降，2013 年公司新开发项目销售较好，年内销售收入继续呈现增长趋势。

2. 土地储备情况

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地出让金、土地转让费、土地征用和拆迁补偿费、异地造林费、土地相关规费、土地使用税）、前期工程费（建设用地测量及地质勘探费、规划设计费、环境评估费、三通一平费、建设单位临时设施费、建安相关规费）、基础设施建设费（大、小市政工程费用）、建筑安装工程费（土建工程费用、装饰工程费用、安装工程费用、白蚁防治工程费用、监理费用）、公共配套设施费（公共工程费用、配套设施工程费用）、工程物资、开发间接费用（含利息费用），其中土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例相对较高，合计约占 76%。土地出让金的支付一般在“招拍挂”前支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，结合自身资本实力，并不盲目囤积。目前公司拓展部负责土地收购工作的具体开展。通常由拓展部针对拟收购对象，会同财务部、成本管理部、设计研发部等部门做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，在经投资决策委员会批准确认后，实施土地收购。

从土地储备的具体情况来看，截至 2014 年 3 月底，公司土地储备预计计容总建筑面积合计为 483.12 万平方米，其中住宅用地合计 312.72 万平方米、商业用地 139.35 万平方米、综合用地 11.05 万平方米。公司预计未来可持续发展用地共计 274.90 万平方米，其中住宅用地合计 217.22 万平方米、商业用地 57.57 万平方米。区域来看，公司住宅用地主要分布于广州、连云港、鄂州、株洲、南京，商业用地主要分布于成都、南京和珠海。公司具体储备项目情况如表 5 所示。

表 5 截至 2014 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

楼盘名称	类别	项目状态	在建	持续作未来发展用地	土地储备预计总建筑面积	已竣工未销售面积
番禺锦绣香江	住宅	在建	0.00	34.73	37.85	3.12
增城翡翠绿洲	住宅	在建	51.74	35.19	91.24	4.31
恩平锦绣香江	住宅	在建	5.74	7.05	14.40	1.62
连云港锦绣香江	住宅	在建	9.35	16.65	27.41	1.41
鄂州锦绣香江	住宅	在建	4.55	68.90	74.48	1.03
株洲锦绣香江	住宅	在建	7.67	22.33	30.00	0.00
成都紫钻	住宅	在建	0.00	11.24	15.34	4.10
南京湾锦绣香江	住宅	在建	0.00	21.14	22.00	0.86
住宅合计		--	79.05	217.22	312.72	16.45
成都香江全球家居 CBD	商业	在建	19.62	26.20	52.87	7.05
南京湾全球家居 CBD	商业	在建	15.03	0.00	17.10	2.08
香河香江全球家居 CBD	商业	在建	18.09	0.00	18.09	0.00
长沙高岭国际商贸物流城	商业	在建	20.03	0.00	20.03	0.00
洛阳百年置业	商业	在建	0.00	9.12	9.36	0.24
南昌香江商贸	商业	已竣工	0.00	0.00	0.79	0.79
聊城项目	商业	在建	0.00	11.78	12.63	0.85
新乡项目	商业	在建	5.88	10.58	16.45	0.00
武汉金海马置业	商业	已竣工	0.00	0.00	0.05	0.05
长春东北亚置业	商业	已竣工	0.00	0.00	1.23	1.23
临沂香江项目	商业	在建	4.82	0.00	6.27	1.45
郑州商贸项目	商业	在建	4.43	0.00	4.43	0.00
保定项目	商业	已竣工	0.00	0.00	0.04	0.04
商业合计		--	87.89	57.67	159.35	13.78
珠海南方金融传媒大厦	综合	在建	11.05	0.00	11.05	0.00
总计			178.00	274.90	483.12	30.23

资料来源：公司提供。

总体看，公司土地储备规模较大，能够满足未来一段时期内项目开发需要。

3. 项目建设开发情况

公司开发的项目主要分为位于地区家居建材集中区域的商业地产和大型综合性住宅两大类，前者一般主要为家居建材中心，后者一般是大型综合住宅社区。公司在国内先后开发了“番禺锦绣香江”（广州）、“增城翡翠绿洲”（广州）、“成都香江全球家居 CBD”（成都）、“洛阳百年置业”（洛阳）和“南昌香江商贸”（南昌）等项目。截至 2014 年 3 月末，公司累计开发总建筑面积（包括在开发项目）约 775 万平方米。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2013 年，公司开发项目 18 个，项目建筑面积合计约 178.00 万平方米，其中当年新开工面积 51.25 万平方米，比上年同期减少 52.10%，主要是前期公司新开工面积较大，导致累计在建面积较大，故适当降低了 2013 年新开工安排；当年

竣工面积 97.21 万平方米，比上年同期增长 90.61%，系公司加大在建项目建设进度所致。

表6 2011~2013年公司主要开发数据情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年
新开工面积（万平方米）	194.78	107.00	51.25
竣工面积（万平方米）	25.90	51.00	97.21

资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，截至 2013 年末公司已投资金额 79.02 亿元，尚需资金投入 62.05 亿元。未来随着新项目的陆续开发，公司需投入资金将进一步增长，考虑公司楼盘销售的现金回笼，可以满足公司部分资金需求，但仍有一定的外部融资需求。

表7 截至 2013 年末公司在开发项目投资金额情况 单位：亿元

项目名称	开工时间	竣工时间	预计总投资额	已投资额	尚需投入金额
增城翡翠绿洲七、十、十一、十二、十三、十四期及公共配套	2012.02	2013.09-2015.12	41.55	22.47	19.08
番禺锦江布查特三期	2011.07	2013.05	8.94	5.83	3.11
番禺锦江公共配套(待分摊)	-	2013.06	1.65	1.28	0.37
钟村三旧改造项目	2011.11	2015	5.00	0.01	4.99
博罗香江项目	2011.11	2016	1.50	0.03	1.47
临沂香江大厦	2008.01	2014.12	1.19	1.03	0.16
新乡香江城市广场	2010.01	2015	7.75	1.50	6.25
成都香江全球家居 CBD 建材城一期 5、6 栋	2010.01	2013.12-2016	2.71	0.43	2.28
成都香江全球家居 CBD 建材城二期	2011.02	2014.05	6.92	9.70	1.10
恩平锦绣香江花园	2008.01	2009.06-2014.06	5.21	5.41	
连云港锦绣香江	2010.01	2014.06	3.78	3.25	0.53
株洲锦绣香江湖湘文化城	2011.07	2014.05	3.12	4.12	0.17
武汉锦绣香江二期	2013.12	2016.09	2.56	0.04	2.52
香河香江全球家居 CBD 项目	2011.01	2014.04	8.82	7.56	1.26
成都繁城新都锦绣香江	2011.01	2016	2.62	2.70	0.07
来安香江南京湾	2011.01	2014.06	4.98	4.47	0.51
来安香江南京湾 B 区品牌街	2012.01	2014.06	3.67	3.50	0.17
来安香江南京湾展览中心	2012.01	2014.06	1.64	1.61	0.03
南方国际金融传媒大厦	2013.12	2016	16.00	4.07	11.93
中南现代商贸物流城	待确定	待确定	6.06	0.01	6.05
合计	--	--	135.65	79.02	62.05

资料来源：公司提供，联合评级整理。注：番禺锦江布查特三期和番禺锦江公共配套在预定竣工时间尚未竣工。

总体看，目前公司房地产项目开发与公司资金实力基本匹配，总体开发进度基本符合市场预期，未来多个项目陆续进入开发预售阶段，公司收入和盈利有望持续增长。

4. 房产销售情况

2013 年公司实现签约销售面积 38.01 万平方米，签约销售金额 30.71 亿元。2013 年公司结算面积约 27.48 万平方米、结算收入约 25.7 亿元。截至 2013 年 12 月 31 日，本年及以前年度尚有已售未结算面积 65.52 万平方米，签约金额约 45.28 亿元。从销售项目来看，近年来公司增城翡翠绿洲项目和番禺锦绣香江项目对公司持续的收入贡献较大，2011 年~2013 年增城翡翠绿洲项目实现

销售收入 7.07 亿元、17.38 亿元和 22.39 亿元，分别占当年签约收入的 36.86%、40.43%和 72.91%；2011 年~2013 年番禺锦绣香江项目实现销售收入 2.77 亿元、12.82 亿元和 0.34 亿元，分别占当年签约收入的 13.93%、20.58%和 1.10%。增城翡翠绿洲项目占地面积 8,000 亩，项目单体规模较大，由于整体设计合理、房屋质量较好，同时增城地区实行“限价不限购”的调控政策，均导致该项目开盘后旺销。番禺锦绣香江项目位于广州房地产最热点区域“华南板块”中心地王地段，离广州城市中心区只有 10 分钟车程，到珠三角各大中城市也都在 1 小时车程半径之内。锦绣香江花园首期规划 2,000 亩，拥有半山高尚独立别墅，半山豪华公寓洋房等欧美风格低密度建筑组团，项目规模庞大。截至 2014 年 3 月末，锦绣香江花园项目和翡翠绿洲项目（公司住宅板块的主要项目）土地占地面积合计 192.45 万平方米，已销售建筑面积合计 142.72 万平方米，待售面积 7.4 万平方米，待开发的建筑面积 82.4 万平方米，总体来看这两个项目待开发面积较大，未来将持续为公司贡献利润。

表 8 公司近年按项目划分房产销售业务情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年
达预售项目（个）	10	21	13
协议销售面积（万平方米）	28.74	56.15	38.01
协议销售金额（亿元）	19.18	42.99	30.71
协议销售均价（万元/平方米）	0.67	0.77	0.81
结转收入（亿元）	10.64	23.38	25.70

资料来源：公司提供，联合评级整理

从房产销售价格来看，2011 年~2013 年，公司房产销售价格逐年提高。一方面是因为随着市场行情变化，公司调整销售策略；另一方面是因为不同年份公司销售房产类型不同，产品单价差异较大所致。

公司房产销售全部采取直销方式。从客户集中度来看，因公司销售的房产多为普通住宅和商业地产，客户集中度不高。

总体看，近年公司房产销售情况较好，进入 2013 年随着可售资源的增加，公司房产销售呈增长态势。

5. 物业出租板块

公司目前持有多个商用物业，主要持有商用物业出租面积合计约为 43.59 万平方米。公司持有的物业主要是来自于商业地产和住宅配套商铺（以商业地产为主），在商业地产方面，公司主要是依托国家确定的九大综合物流区域，建设家居商贸物流战略基地。2012 年，公司把在成都“香江·全球家居 CBD”商贸物流基地建设过程中积累的经验和先进模式在香河项目和南京湾项目进行复制。在商业板块，公司目前的经营策略是将大部分的物业进行出售，少部分物业自持出租。2012 年公司主要持有商用物业租金收入为 0.66 亿元，其中租金收入主要来自于洛阳、郑州以及武汉等商业地产的出租。2013 年随着各地商业地产项目的逐步成熟和增多，商业物业的租金收入有所上升，出租率保持在较好水平，2013 年租金收入为 0.95 亿元，较上年增长了 43.61%，2012 年以来公司主要持有商用物业出租经营情况如表 9 所示。

表 9 2012 年以来公司主要持有商用物业出租经营情况（单位：万平方米、万元）

项目公司	建筑面积	2012 年底出租率	2012 年租金收入	2013 年底出租率	2013 年租金收入
增城	12.59	80%	302.57	83%	622.97
锦江	1.43	100%	327.00	100%	385
新乡	7.19	100%	366.48	100%	371.75
洛阳	5.16	95%	1,209.73	95%	1,392.24
郑州	14.21	68%	1,377.32	99.94%	3,500
保定	2.97	40%	377.16	80%	646.02
长春	5.33	48.82%	596.89	49.33%	660.96
武汉金海马	9.08	98%	2,072.26	100%	1,941.38
合计	57.80	--	6,629.41	--	9,520.32

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总的来看，公司自有物业大部分为商业地产的物业，出租率和租金单价会随着项目的逐渐成熟而增高，但是未来随着宏观调控政策的变化，公司物业出租板块收入随着房产价格的变动存在一定的波动性。

6. 物业管理板块

公司物业管理针对不同类型的物业为其量身定制管理模式，为保证地产项目的质量和为对应的客户提供优质有保障的后续服务，公司管理旗下所有住宅项目和大部分商业地产项目的物业，且为了保证管理质量，均由公司自己的物业管理公司负责。2013 年，公司物业管理板块营业收入为 2.24 亿元，毛利润为 0.86 亿元。2013 年末，公司物业管理面积 653.04 万平米，较 2012 年末增长 9.97%。公司近年物业管理面积情况如表 10 所示。

表 10 2011~2014 年 1 季物业管理面积情况（单位：万平方米）

业务分类	2011 年末	2012 年末	2013 年末	2014 年 1 季末
委托管理	546.72	593.85	650.47	653.04

资料来源：公司提供，联合评级整理。

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，合计达到 55.00%，另外公共区域的水电和绿化支出也占一定比重，达到 11.00%，上述主要成本的结算方式以月结为主，对应对下游客户物业管理费也采用月结方式，基本能保证资金收支在时间上搭配，实现稳定的现金流。

总体看，公司物业管理板块拥有自身优秀的服务模式，成为公司主营业务发展的一个良好补充。

7. 经营效率

2011~2013 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 26.60%和 9.66%，所有者权益规模主要得益于未分配利润的增长；营业收入和净利润复合增长率分别为 49.72%和 79.11%，公司经营收入和盈利规模增长幅度较大。

2011~2013 年，由于公司营业收入增速较快，同时应收账款保持波动下降态势，公司应收账款周转率分别为 38.78 次、51.77 次和 56.47 次，整体呈上升趋势；随着公司项目结转规模变化，公司成本有所波动，同期存货持续上升，公司存货周转率亦呈波动态势，分别为 0.16 次、0.27 次和 0.18 次；总资产周转率分别为 0.17 次、0.26 次和 0.23 次，主要是营业收入持续增长所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率和总资产周转率处于行业正常

水平；由于公司应收账款占营业收入比例很小，应收账款周转率对公司经营效率的影响不大，整体看公司经营效率尚可。

表11 房地产开发类上市公司2013年经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
香江控股	60.17	0.18	0.23
万科 A	54.54	0.32	0.32
招商地产	272.58	0.25	0.27
保利地产	43.85	0.29	0.33
世茂股份	17.43	0.33	0.23
荣盛发展	167.53	0.38	0.38
东华实业	9.78	0.12	0.14
绿景控股	12.35	0.09	0.10

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 未来发展

建设商贸物流战略基地

为积极响应政府“十二五”规划发展大商贸、大流通的现代服务业和低碳经济的号召，公司在商贸物流基地建设方面加大了投资力度，公司以国家确定的九大综合物流区域为依托，建设家居商贸物流战略基地，并最终形成从家居设计、制造、博览推广、大宗贸易、大物流等一条龙的商贸物流产业链。

公司将把在成都“香江·全球家居 CBD”商贸物流基地建设过程中积累的经验和先进模式在香河项目和南京湾项目进行复制，并根据当地实际情况进行提升、丰富，全力落实公司加大商贸物流战略基地建设拓展力度的总体战略。未来，公司将进一步拓展新的商贸物流基地。

稳定发展房地产业务

公司以打造生态自然高端环境形象社区的“锦绣香江”为品牌，开发环境优美、配套完善以及优良物业管理的高品质产品，形成地产、建筑、教育优势互补、协同发展的良好发展格局。跟进好已开发项目后续已储备土地出让的同时，聚焦广州、深圳、上海、北京等一线城市，以及珠三角热点城市、热点地区的新项目机会。同时重视在已有项目省会城市寻找能快速开发和产生现金流的新项目，充分发挥项目公司在当地品牌资源、市场资源、管理资源和政府资源优势，尤其要关注番禺、增城周边新项目延伸性发展机会。

总体看，公司未来将以“商住并举”的模式经营，在商业地产方面继续建设家居商贸物流基地为主，住宅方面以广州为中心，向北京、上海和深圳等一线城市和省会城市拓展。公司未来发展规划明确，未来随着商业项目和住宅项目的实施，经营规模有望继续扩张。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2013 年度合并财务报表经德勤华永会计事务所审计，3 年出具的均为标准无保留审计意见。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》编制。公司提供的 2014 年第一季度的合并财务报表未经审计。公司合并范围未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 133.10 亿元，负债合计 111.25 亿元，所有者权益（含少

数股东权益) 21.85 亿元。2013 年公司实现营业收入 29.20 亿元, 净利润(含少数股东损益) 3.74 亿元, 2013 年公司经营活动现金流量净额为-4.53 亿元。

截至 2014 年 3 月底, 公司合并资产总额 136.56 亿元, 负债合计 114.00 亿元, 股东权益(含少数股东权益) 22.56 亿元。2014 年 1~3 月公司实现营业收入 4.09 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.65 亿元, 2014 年 1~3 月公司经营活动现金流量净额为-0.56 亿元。

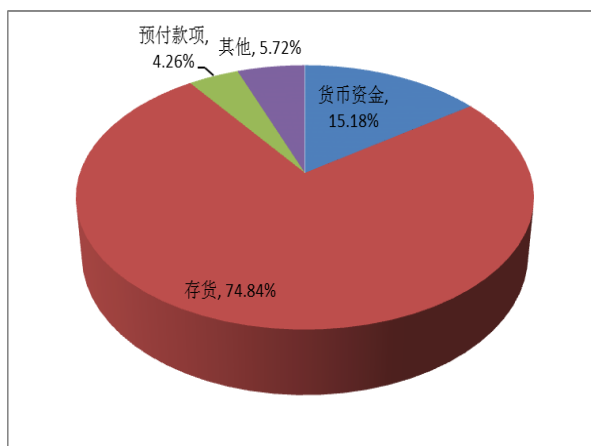
2. 资产质量

2011~2013 年公司资产规模持续扩大, 年均复合增长率为 26.60%, 资产构成以流动资产为主, 近三年占比均在 80%以上, 流动资产高占比符合房地产开发企业特征。截至 2013 年底, 公司合并资产规模达 133.10 亿元, 其中流动资产占比 84.61%, 非流动资产占比 15.39%。

流动资产

截至 2013 年底, 公司流动资产为 112.61 亿元, 以存货和货币资金为主(图 7)。

图 7 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年, 公司货币资金总额波动较大, 年均复合增长率为 10.80%。截至 2013 年底, 公司货币资金为 17.10 亿元, 同比减少 30.72%, 主要系公司 2013 年预售房款减少以及工程款增多所致。货币资金中使用受限金额 0.68 亿元, 占比 3.99%, 为银行贷款保证金、未结按揭贷款余额保证金和工程保证金。

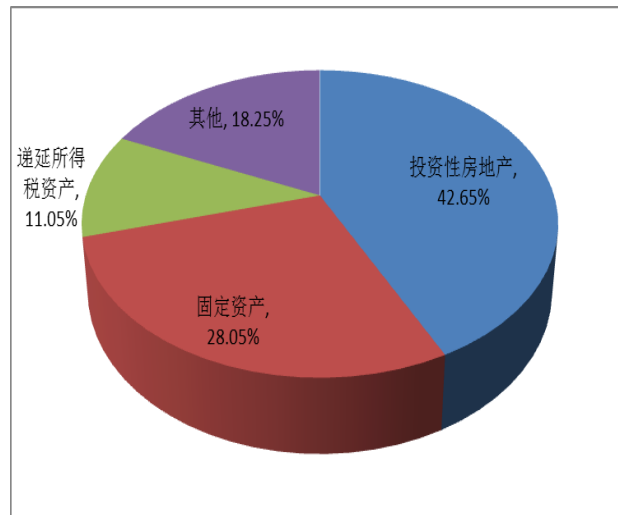
2011~2013 年, 随着公司房地产开发项目的增加, 存货规模逐年增加, 三年复合增长率达 31.15%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品, 近三年合计占比均在 80%左右。截至 2013 年底, 公司存货账面价值为 84.28 亿元, 其中开发成本和开发产品分别占比 58.89% 和 21.38%, 存货规模同比增长 15.55%, 增长主要来自新增开工项目。由于房地产开发项目保值增值的能力较强, 且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小, 故公司对存货计提跌价准备较少, 2013 年公司对存货计提跌价准备 0.72 亿元, 主要为来安置业计提跌价准备 0.25 亿元、连云港置业计提跌价准备 0.46 亿元。

公司预付账款主要为预付地价款以及工程款, 2011~2013 年, 年均复合增长率为 0.68%, 公司购地和工程开工预付的款项挂在预付账款科目下, 等获得相关发票以后转入开发成本当中, 近三年的金额在不断波动, 主要系每年购买土地以及开工的项目不同造成。截至 2013 年底, 公司预付账款为 4.79 亿元, 主要是对长沙国土资源局预付土地款 2.90 亿元、其他一些土地预付款以及预付工程款。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产规模呈上升态势，近三年年均复合增长率为 22.80%，主要系投资性房地产、固定资产和递延所得税资产增加所致。截至 2013 年底，公司非流动资产总额为 20.49 亿元，以投资性房地产、固定资产和递延所得税资产为主（图 8）。

图 8 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司固定资产规模呈上升趋势，年均复合增长率为 21.48%，主要系公司“大瀑布锦绣香江温泉城”建设房产增加所致。截至 2013 年底，公司固定资产为 5.75 亿元，较年初增加了 1.55%，主要系在建工程转入所致。

公司投资性房地产主要为商贸物流基地开发的物业，公司以经营租赁的形式出租给第三方，对投资性房地产按成本计量。2011~2013 年，公司投资性房地产以年均 16.57% 的速度增长，主要系公司商贸物流基地的快速发展所致。截至 2013 年底，公司投资性房地产账面价值为 8.74 亿元，较年初减少了 3.85%，主要系当年摊销以及出售部分投资性房地产所致。公司投资性房地产项目经过多年经营，均已发展成为当地比较知名的家具建材卖场，相关地块价值提升较大。公司投资性房地产的账面价值不能真实反映其当前的市场价值，存在价值被低估情况。

2011~2013 年，公司递延所得税资产呈上升趋势，年均复合增长率为 4.16%，截至 2013 年底，公司递延所得税资产为 2.26 亿元，较上年增长 8.50%。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 136.56 亿元，较年初增长 2.60%，其中公司流动资产 116.26 亿元，较年初增长 3.24%，主要源于货币资金和预付款项的增加；公司非流动资产 20.30 亿元，较年初小幅减少了 0.93%。截至 2014 年 3 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 85.13% 和 14.87%，流动资产占比小幅上升。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中以房地产开发项目为主的存货占比较大；非流动资产以投资性房地产和固定资产为主，投资性房地产存在一定的升值潜力；现金类资产较充足，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

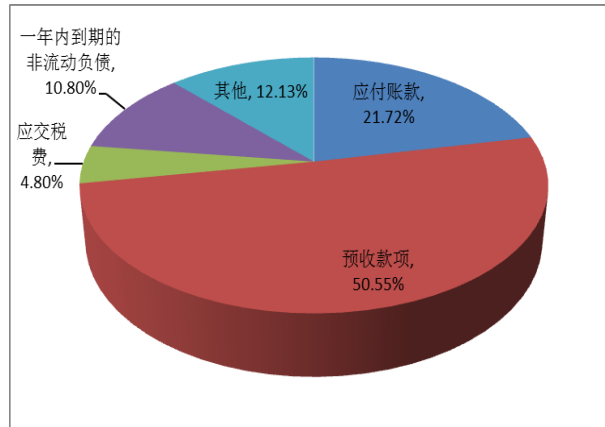
负债

2011~2013 年，公司负债规模逐年增加，年均复合增长率为 30.95%。截至 2013 年底，公司负

债合计 111.25 亿元，同比增长了 4.61%。2010 年公司负债以非流动负债为主，随着近三年公司项目规模的不断增加导致应付账款和预收款项的增加，2011 年、2012 年和 2013 年公司负债主要以流动负债为主，截至 2013 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 82.11%和 17.89%。

2011~2013 年，公司流动负债规模增长较快，年均复合增长率为 38.66%。截至 2013 年底，公司流动负债合计 91.34 亿元，以预收款项、应付账款、应交税费以及一年内到期的非流动负债为主（图 9）。

图9 2013年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2011~2013 年，公司预收房款逐年增加，使得公司预收款项年均复合增长率达到 85.17%。截至 2013 年底，公司预收款项合计 46.18 亿元，由于这部分负债届时将结转为收入，因此公司不存在实际偿付压力。

2011~2013 年，公司应付账款金额逐年增加，年均复合增长 44.29%，2011 年和 2012 年公司已完工项目较多，导致应付账款相应增加。截至 2013 年底，公司应付账款余额为 19.84 亿元，主要为应付建筑工程款（占比 98.03%）以及应付材料款和应付其它款等。

2011~2013 年，公司一年内到期的非流动负债年均增长率为-17.91%，截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债为 9.87 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

公司应交税费主要为土地增值税和企业所得税，随着公司销售规模的扩大，应缴纳的土地增值税和企业所得税也相应增加。2011~2013 年，公司应交税费以年均 79.61%的速度增长，截至 2013 年底，公司应交税费金额为 4.38 亿元，较年初减少 27.81%。

近三年，公司非流动负债变化不大，年均复合增长率为 7.07%，主要系长期借款转化成一年内到期非流动负债所致。截至 2013 年底，公司非流动负债合计 19.91 亿元，主要由长期借款（占比 98.92%）和其他非流动负债（占比 1.05%）构成。近三年，公司长期借款规模总体略有上涨，长期借款年均复合增长率为 7.38%。截至 2013 年底，公司共有 13 笔长期借款，金额合计 19.69 亿元，较 2012 年末进一步增长 15.31%，按目前每笔借款的终止日期来估算，2014 年~2018 年分别将偿还 1.86 亿元、10.30 亿元、5.92 亿元、0.94 亿元和 0.67 亿元，从借款期限分布来看，2015 年和 2016 年公司长期借款到期金额比较集中，届时会有一定的集中到期偿付压力。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 114.00 亿元，较年初增长 2.47%，主要系长期借款增加所致，其中流动负债和非流动负债分别占比 80.25%和 19.75%，负债构成仍以流动负债为主，流动负债占比有所下降，公司负债结构有待改善。

近三年，公司有息债务规模较大，基本保持平稳态势，三年复合增长率为-0.21%。截至 2013 年底，公司全部债务为 31.59 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 37.66%和 62.34%。2013 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 83.58%、59.11%和 47.40%，随着 2013 年公司长期债务规模的增大，公司资产负债率和长期债务资本化比率均小幅上升。整体看，公司有息债务处于较高水平，资产负债率较高主要受预收账款规模较大所致。

截至 2014 年 3 月底，公司有息债务规模继续扩大，较年初增长 10.91%，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 83.48%、60.83%和 49.70%，以上指标较年初均有所提高，债务水平有所增加。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，整体负债规模逐年增长，负债水平较高；流动负债的占比呈上升态势，负债结构有待改善。剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平会相应减小。

所有者权益

近三年公司所有者权益的年均复合增长率为 9.66%，主要来源于未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益 21.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 16.14 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 47.58%，盈余公积占 6.54%，未分配利润占 44.52%，公司权益稳定性一般。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益 22.56 亿元，较年初增加 3.24%，主要系未分配利润进一步增加所致，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比不断扩大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年，公司新开发项目销售情况较好，营业收入、营业利润和净利润，年均分别增长 49.72%、117.95%和 79.11%，增长较快。2013 年，公司的净利润及归属于母公司所有者的净利润相比较以前年度有较大幅度的提升。

从利润构成看，2013 年公司实现利润总额 5.67 亿元，其中来自主营业务产生的经营性利润为 5.71 亿元，营业外收入为 0.22 亿元，营业外支出为 0.26 亿元，公司经营性利润主要来自于房地产销售、物业管理以及商贸物流经营等主营业务。

从期间费用来看，2011~2013 年，公司费用收入比分别为 25.27%、21.80%和 17.88%，公司费用支出呈下降趋势。近三年公司的销售费用、管理费用和财务费用分别年均复合增长了 28.82%、12.73%和 88.30%。2013 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 35.70%、46.38%和 17.91%，销售费用和管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。2013 年由于广告宣传费用和人力成本的减少，致使当年销售费用和管理费用较上年分别减少 40.39%和 5.27%，同时由于当年部分项目已经完工，资本化利息项目减少，财务费用较上年增加 413.15%。

从各项盈利指标来看，2011~2013 年，公司营业利润率波动上升，三年分别为 35.12%、27.09%和 37.50%。2013 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 7.39%、4.40%和 18.47%，较上年有较大上升，主要系公司受番禺锦绣香江和增城翡翠绿洲两个项目影响较大所致（以上两个项目预售回款和结转收入的时间上存在一定差异，故导致相关盈利指标会有较大波动）。公司经营规模不大，单个项目的销售波动对公司业绩影响较大，与同行业上市公司相比，当期公司各项盈利指标处于中等水平（表 12），考虑 2013 年末公司实现预收款项 46.18 亿元，预计大部分将于 2014 年和 2015 年实现收入结转，公司整体盈利能力有望大幅提升。

表 12 2013 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	香江控股	万科 A	招商地产	保利地产	世茂股份
净资产收益率(%)	12.57	21.49	16.77	22.81	12.28
总资产报酬率(%)	6.41	7.02	7.14	5.96	5.65
毛利率(%)	51.27	31.47	41.52	32.16	41.80
销售期间费用率(%)	17.88	5.73	5.96	5.14	11.01

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.09 亿元、净利润 0.65 亿元，营业收入较去年同期上涨 72.90%，主要系公司当期结转面积增加所致。2013 年末和 2014 年 3 月末，公司预收账款分别为 46.18 亿元和 47.76 亿元，未来随着项目陆续竣工，收入结转，公司的盈利能力有望保持良好态势。

总体看，公司盈利规模受项目结算进度影响波动性较大，随着在建项目陆续竣工，相应收入实现结转，未来盈利水平有望继续保持良好态势。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-6.26 亿元、15.62 亿元和-4.53 亿元，2013 年经营活动产生的现金流净额较上年有较大减少，主要系当年公司预售房款减少及工程款较上期增多所致。从收入实现质量来看，近三年现金收入比分别为 156.76%、198.98%和 121.34%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2011~2013 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.67 亿元、0.25 亿元和-1.47 亿元。2011 年和 2013 年投资活动产生的现金流量净流出较大的主要原因是公司温泉中心酒店项目投入较大，及股权收购活动所致。2012 年投资活动产生的现金流量净额较 2011 年大幅增加的主要原因是：①增城温泉中心酒店项目及成都投资服务中心投入较 2011 年投入减少；②增城大瀑布旅游度假区项目处置固定资产的收回；③转让进贤香江 40%股权，导致投资活动现金流入增加。

从筹资活动情况来看，2011~2013 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.80 亿元、-5.08 亿元和-1.45 亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及支付分红款，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。随着公司经营规模的扩大，公司加大了银行借款的力度，2011~2013 年，公司取得借款所收到的现金分别为 11.57 亿元、15.67 亿元和 17.98 亿元。

2014 年 1~3 月，公司继续加大房地产开发力度，经营活动现金净流出了 0.56 亿元；公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付了 0.03 亿元现金，2014 年第一季度投资活动净流出 0.03 亿元；公司继续加大融资力度，新增银行借款收到现金 6.73 亿元，偿还债务支付现金 3.69 亿元，同时分配股利、利润及偿付利息支付现金 0.83 亿元，使得筹资活动现金净流入 2.26 亿元。

总体看，2013 年公司预售房款减少、工程款增加，使得当期经营活动现金流呈净流出的状态；投资活动现金净流出的规模波动下降；随着经营规模的扩大，公司对融资的需求不断增长，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率均呈下降趋势，2013 年底，流动比率和速动比率分别为 1.23 和 0.31，速动比率较低与房地产企业存货规模较大有关；现金短期债务比为 1.44，现金对短期债务的保护程度较高。整体看，公司货币资金较为充足，短期偿债

能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013 年公司 EBITDA 为 7.53 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.67 倍，EBITDA 全部债务比为 0.24 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。但考虑公司的预收账款规模较大，随着收入的陆续结转，未来两年公司的收入将维持在较好水平。EBITDA 水平有望得到提升，其对利息和全部债务的覆盖程度有望提升。公司拥有较大规模的土地储备和在建项目，考虑到其具有一定的保值增值性，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。

公司与工商银行、招商银行、民生银行以及广州农商行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2014 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为人民币 52.42 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 7.50 亿元，公司间接融资渠道畅通。

对外担保方面，公司下属子公司为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保期限从《楼宇按揭合同》生效之日起，至贷款银行为购房人办妥正式产权证，并移交贷款银行报关之日止。截至 2012 年 12 月底，公司为商品房承购人提供抵押贷款担保的未还贷款余额为人民币 30.92 亿元（上年度为 25.45 亿元）。由于借款人将房产抵押给贷款银行，因此公司认为该担保事项将不会对公司财务状况造成重大影响。

总体看，公司现金类资产较为充裕，土地储备充足，在建项目的规模较大，间接融资渠道畅通，整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2014 年 3 月底，公司债务总额为 35.03 亿元，本次拟发行债券规模为 8 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债水平有一定的影响。

以 2014 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 8 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 84.39%、65.61%和 57.32%，债务负担有所增加。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2013 年底的相关财务数据为基础，公司 2013 年 EBITDA 为 7.53 亿元，为本次公司债券发行额度（8 亿元）的 0.94 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般；2013 年经营活动产生的现金流入 37.01 亿元，为本次公司债券发行额度（8 亿元）的 4.63 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产 17.10 亿元，为本次债券发行额度（8 亿元）的 2.14 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内规模中等的房地产开发企业，在综合实力、开发规模、经营模式、品牌、土地储备等方面具有一定的竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由深圳市金海马实业股份有限公司（以下简称“金海马实业”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，金海马实业已经出具了《担保函》，签署《担保协

议》。

担保方金海马实业为公司发行的不超过 8 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本期债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券到期日起两年止。

在保证期间内，如公司不能在募集说明书规定的期限内按约定偿付本期债券本金和/或利息，担保人应在收到登记在册的本期债券的债券持有人或债券受托管理人的书面索赔要求后，在不超过担保人担保范围的情况下，根据《担保函》所载内容向债券持有人履行担保义务。

2. 担保人信用分析

(1) 企业概况

金海马实业成立于 1996 年 2 月 7 日，设立时注册资本为人民币 5,000 万元，其中刘志强出资 3,500 万元，占股权的 70%；翟美卿出资 1,450 万元，占股权的 29%；刘会远出资 50 万元，占股权的 1%。2002 年 6 月，金海马实业股权发生变更，变更后的股东及其持股比例分别为：香江集团有限公司出资 4,000 万元，占股权的 80%；广州市淳和实业有限公司出资 250 万元，占股权的 5%；广州市美满软件开发有限公司出资 250 万元，占股权的 5%；深圳市贝尔贸易有限公司出资 250 万元，占股权的 5%；深圳市全家福贸易有限公司出资 250 万元，占股权的 5%，此次股权变更后注册资本仍为 5,000 万元。2007 年 5 月 12 日，经历多次变更后，金海马实业最终改组为股份有限公司，更名为“深圳市金海马实业股份有限公司”，股本总额增至人民币 1.50 亿元。2009 年 7 月 15 日，金海马实业通过股东会决议，同意新增注册资本 4 亿元，增资后公司注册资本增至 5.50 亿元，其中实收资本 29,168.23 万元人民币。2013 年 11 月金海马实业完成了重大资产重组，将旗下资产进行了置换，原有氧化铝和金融业务置出，房地产业务置入，重组后总股本未发生变化。

截至 2014 年 3 月底，金海马实业总股本 29,168.23 万股，控股股东为香港利威国际集团有限公司，持有其 98.97% 的股份；金海马实业实际控制人为刘志强与翟美卿（双方为夫妇）。

金海马实业经营范围为：家具、床上用品、装饰材料、室内装饰用品、灯饰、办公系列用品、文教文化用品、百货、日用品、针纺织品、服装、家用电器、工艺品的批发零售；柜台出租。

2014 年 3 月底，金海马实业下辖 36 家全资子公司和 3 家控股公司；本部设总裁办、战略拓展部、招商部、企划营销部、营运管理部、财务部、人力资源部、行政部、法律部、信息技术部、工程部 11 个部门。

2013 年 11 月金海马实业完成资产重组，将南方香江集团有限公司资产置入，使得整体资产规模和盈利能力均大幅提升。截至 2013 年底，金海马实业合并资产总额为 181.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 25.87 亿元；2013 年，金海马实业实现营业收入 57.10 亿元，净利润（含少数股东损益）6.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-20.60 亿元。

截至 2014 年 3 月底，金海马实业合并资产总额为 172.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 24.81 亿元；2014 年 1~3 月，金海马实业实现营业收入 7.40 亿元，净利润（含少数股东损益）0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.89 亿元。

金海马实业注册地址：深圳市罗湖区宝安北路笋岗仓库 832 栋四层 A1 区；法定代表人：翟栋梁。

(2) 规模与竞争力

金海马实业是现阶段全国布局的招商及自营家居综合零售企业，旗下香江家居及金海马品牌

享有很高市场知名度，尤其在华南地区有很好的品牌影响力，经营网络覆盖面广。金海马实业在家居流通行业有二十余年丰富的行业经验，目前拥有 30 余家租赁门店，5 家自建门店，经营面积达百万平方米，经营网络已经遍布华南、华东、华北和东北几个大区域以及十几个大城市，构成了全国规模较大、覆盖面较广、经营管理统一的连锁销售网络家具集团。

在经营模式方面，金海马实业一直采取“家具自营+卖场连锁招商”的经营模式。金海马实业着力培育家具零售自营业务，自营业务通过设立商品管理部进行产品研发及市场研究，细化研发与采购业务，由大卖场、品牌专卖店模式逐步转向空间体验展示馆的模式，并结合电子商务模式，逐步扩张经营网络。金海马实业家居电子商务还致力于打造融合了“电子商务销售平台+供应链金融+线上物流管控+多媒体体验展示”四大行业领先性核心技术的家居全链电子商务平台。金海马实业在通过对销售模式的不断创新，形成了自身的差异化优势，树立了业内的品牌形象。2012 年起，金海马实业推出香江家具品牌工厂批发城理念，即由全国知名家具品牌工厂入驻其中，以出厂价批发展销，大幅减少流通环节，为全国家具厂商打造一个全新的展销一体、大商贸、大流通家居批发展销平台，这是家具销售领域的新尝试。

金海马实业在家居行业内一直位列前五名，2009 年获得华南商业消费者喜爱的家居卖场；2011 年获得奖项包括：榜样中国传媒大奖的家居行业领袖企业奖、家居行业杰出贡献奖、2011 年中国家具渠道模式创新奖、2011 年中国最具投资价值家居商城等。

总的来看，金海马实业是国内规模较大的家具零售商，行业规模排名居前，并通过模式创新形成自身的差异化优势，整体竞争实力较强。

（3）经营分析

2013 年 11 月金海马实业完成资产重组，业务收入构成变化较大。2013 年其收入构成主要来源于房地产开发销售收入和氧化铝制造收入，随着氧化铝制造业务的剥离，未来房地产开发销售业务收入取代氧化铝业务收入，目前成为金海马实业重要的收入来源。2013 年，金海马实业主营业务收入规模有所下降，同比下降了 6.97%，主要是氧化铝制造业收入减少。房地产开发销售业务作为金海马实业的主导业务，2013 年实现营业收入 26.79 亿元，同比增长 7.17%；家居流通业务（家具零售和租金收入）属金海马实业的核心业务，2013 年占主营业务的比例为 12.29%，其中家具零售业务相对稳定，租金收入有所下降，主要是 2013 年金海马实业着力打造品牌商品批发城模式，在初期为了调动商户的参与热情，给予了一定的租金优惠所致。

表 13 2012~2013 年金海马实业主营业务收入情况（单位：万元、%、百分点）

项 目	2012 年			2013 年			收入变化	毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
房地产开发销售	250,005.05	43.77	42.19	267,940.19	50.18	51.14	7.17	8.94
商贸物流经营	8,013.48	1.40	49.79	11,875.74	2.22	57.38	48.20	7.59
土地一级开发、工程、装饰	5,083.48	0.89	24.82	686.34	0.13	60.52	-86.50	35.70
物业租赁及管理	28,268.04	4.95	8.74	31,068.38	5.82	51.52	9.91	42.78
家具零售业	54,699.03	9.58	21.93	53,175.11	9.96	32.28	-2.79	10.35
工业（氧化铝）制造	184,205.13	32.25	11.90	134,299.46	25.15	21.17	-27.09	9.28
租金收入	40,216.36	7.04	38.45	34,553.47	6.47	25.17	-14.08	-13.28
其他	740.98	0.13	4.33	401.97	0.08	0.00	-45.75	-4.33
合计	571,231.56	100.00	28.47	534,000.68	100.00	40.18	-6.52	11.71

资料来源：金海马实业提供。2012 年数据为按 2013 年合并口径调整过的期初数据。

从毛利率水平来看，随金海马实业大部分业务的毛利率提升，使得2013年金海马实业主营业务毛利率达到40.18%，较上年大幅提升11.71个百分点。受租金调整影响，金海马实业租金收入毛利率水平变动较大，较上年下降13.28个百分点。

2014年1~3月，金海马实业实现营业收入7.40亿元，利润总额0.89亿元；金海马实业营业利润率为45.34%，较2013年水平提升了9.45个百分点，资产重组后，金海马实业盈利水平大幅提升。

总的来看，近年来，金海马实业家居流通业务发展比较稳定；重组后，房地产业务的置入对金海马实业收入及盈利水平带来较大提升。

家具零售业

①行业分析

家具行业的产业链覆盖了从品牌开发及商品研发、原材料采购、生产加工、仓储物流、场地出租、批发零售、终端营销服务等制造和流通环节，家具行业产业链中，具有高附加值的环节为前端的产品研发及后端的品牌服务，而中国家具市场现阶段对此两部分环节的投入较小，而是将更多的资源投入在附加值相对较低的生产加工及零售环节。由于前期房地产市场情况较好，带动家居卖场大举扩张，行业竞争加剧。中国建材流通协会发布数据显示，2012年12月全国建材家居景气指数（BHI）为106.48，环比下降3.32%，同比上升0.72%。全国规模以上建材家居卖场全年销售额为12,467亿元，同比下降2.46%。BHI指数2013年7月份数据为112.05，环比上升2.94个点，同比下降1.31个点。全国规模以上建材家居卖场2013年1~7月累计销售额为6,315亿元，同比下降5.16%。家居卖场的销售情况，受房地产的连锁影响比较明显。

我国的家具市场销售以家具商城或大卖场为主，据不完全统计，目前国内 5,000 m²以上的家具流通场所超过 2,500 家，1 万 m²以上的有 900 多家，2 万 m²以上的有 500 多家，3 万 m²以上的有 100 多家，5 万 m²以上的有 30 多家。此外，还有像广东顺德市乐从和龙江两镇相连的近 200 万 m²的家具一条街，苏州市蠡口面积达 20 多万 m²的家具市场，东莞市厚街镇近 20 万 m²的家具大道等等。总的来看，中国各地专业家具流通场所经营面积已经达到 2,000 万 m²。另外，还有大量的家具专卖店以及少数大型百货商场经营家具。

从竞争格局来看，家具流通行业处在一个完全竞争的市场中，行业内没有一家企业具备垄断地位。面对庞大的销售规模和市场容量，单个家居建材零售企业的所占比例很小，根据中国建筑材料流通协会的统计数据，2012 年全国规模以上家居建材商场销售额达 1.25 万亿元，其中，红星美凯龙的国内市场份额排名第一，但仍然不超过 3%。现阶段家具卖场主要分三个梯队：第一梯队为全国性的强势品牌，如红星、居然、金海马等；第二梯队为区域性强势品牌，第三梯队为零星布局卖场。因行业内尚无支撑出现垄断企业的模式出现，同时家具行业进入门槛偏低，三个梯队所占的市场份额比例差距不大。

从未来发展来看，随着前期各大家具卖场在一线城市率先布局，一线市场竞争趋于饱和，同时，中国城乡化进程逐步加快，使各大家具企业的竞争重点逐步向二三线城市市场逐步转移。随着经济发展、消费升级，消费者对品牌的青睐是必然趋势。品牌和渠道处于价值链的高端，中国家居品牌处于成长初期阶段，相比海外企业，缺乏顶级品牌发展的底蕴，而以中端品牌为主，配合以渠道辅佐，更加适合中国现阶段消费水平及行业发展境况，规模扩张仍是当前家具企业发展的主旋律。

总体看，中国家具零售行业已进入平稳发展期，但受竞争激烈、成本压力等不利因素影响，其发展环境仍较为严峻。预计未来家具零售行业将进入新一轮洗牌周期，在这一阶段中，拥有规模、品牌、完善物流及稳定销售渠道的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

②经营分析

金海马实业家具销售业务从业态来看，可分为自营连锁模式和招商连锁模式，自营模式收入主要来自家具销售，招商连锁模式收入主要来自于场地租金。从卖场的取得方式来看，金海马实业经营的家具卖场均通过自建和租赁获得，目前来看在单个卖场中金海马实业自营模式和招商连锁模式并行运作。从品牌来看，金海马实业旗下主要运营“香江家居”和“金海马”两大品牌。

从经营模式来看，金海马实业自营的模式采用的是通过卖场销售自有商品品牌家具和其他品牌的产品，即定位目标客户，以运营综合性家具卖场为主，卖场中主要销售金海马等自有品牌，运作自有开发的 OEM 商品，一方面可以分散单一商品经营风险，一方面可以突出自有品牌优势，并通过电子商务 O2O 模式的有效渠道整合拓宽了营销和经营的渠道。金海马与百余家全国知名优质供应商建立长期的战略合作伙伴关系。2013 年，金海马实业家具零售业务实现销售收入 53,175.11 万元。

招商连锁模式主要是通过招商的形式为家具销售商提供场地，收取租金。2013 年，金海马实业将现有招商连锁模式进行了提升，将其改进为全球工厂直销批发城模式，即家居生产工厂进驻批发城，直接向各地家具市场、经销商、代理商、企事业单位、工程单位等提供批发订货，市民采购同样享受批发价格。该模式的优势是通过缩短流通环节，实惠消费者。截至 2014 年 4 月末，金海马实业招商门店面积 84 余万平方米，出租商户超 3,500 家。近年来，金海马实业的卖场出租率保持在 80%~98%之间的水平。2013 年，金海马实业招商业务实现租金收入 34,553.47 万元，毛利率 25.17%。

加盟模式是金海马实业在业务运营中的新尝试，该模式是指金海马实业派出管理人员为委托管理门店提供委托经营管理服务，提供从选址洽谈到商场设计、建设再到运营管理的全过程咨询服务。2013 年金海马实业签约合同共 7 家，面积合计约 50 万平方米，已签约客户正处于新店构建、装修的准备阶段，预计将于明年开始，陆续产生收入。

从门店规模情况来看，截至 2013 年末，金海马实业自建店和租赁店分别为 5 家和 30 家，营业面积 130 万平方米。目前金海马实业正在拓展新店，经过前期的审慎选址，金海马实业计划在上海、宁波、无锡增开大的卖场，目前卖场已经处于招商阶段，预计将于 2014 年底前陆续营业。金海马实业近年来自建店模式发展平稳，自建店数量一直维持在 5 家，面积 32.95 万平方米，分别位于深圳、南昌、郑州、沈阳和长春，除长春店内部装修整顿，其他店的出租率都在 93%左右，金海马实业的自建店的出租率非常高。截至 2014 年 3 月底，金海马实业共有 36 家租赁店，分布于广州、深圳、惠州、武汉、天津、上海、无锡等 14 个地区，除个别商场外，其他卖场出租率都在 90%以上。

总体看，金海马实业家具零售主业稳步发展，卖场出租率较高，品牌知名度高。未来随着销售模式的不断创新，金海马实业将逐步向家具销售品牌运营商转变。

房地产行业

根据金海马实业与香江集团有限公司（以下简称“香江集团”）于2013年10月签订的《股权转让协议书》，金海马实业以持有的深圳市前海香江金融控股集团（以下简称“香江金融控股”）99%股权作价129,700万元和持有的深圳市大本创业投资有限公司（以下简称“大本创业”）100%股权作价130,900万元，受让香江集团持有的南方香江（以下简称“南方香江”）100.00%股权。

置出资产情况，香江金融控股旗下拥有10家企业，其中金融投资类企业有8家，此外，还受托管理香江集团投资入股的4家金融企业，主要经营融资类业务（小额贷款、融资性担保）、投资类业务（基金管理、股权投资）和管理咨询业务；大本创业主要经营直接投资高新技术产业和其他

技术创新产业，旗下重要子公司为香江万基铝业有限公司（以下简称“万基铝业”），万基铝业是经国家发改委正式核准的、唯一一家由民营企业主导的大型集铝土矿开采、氧化铝生产及其配套设施于一体的氧化铝企业，产能定位为年产200万吨铝土矿，年产140万吨氧化铝。

置入资产情况，南方香江是一家专注于商贸市场建设与房地产开发的大型企业集团，截至2013年底，拥有7家子公司，在商贸市场建设领域，有着多年商贸物流市场的建设和经营的经验。在房地产开发方面，主要通过子公司香江控股实现，先后开发了“锦绣香江”和“翡翠绿洲”等明星楼盘。

重大资产重组完成后，金海马实业房地产及商贸业务主要由南方香江经营，香江控股为南方香江旗下重要的子公司，2013年香江控股资产规模占南方香江的81.30%，占当年营业收入的93.62%，占当年净利润的100.00%，香江控股是南方香江主要的收入和利润来源。（如下表）

表 14 2012~2013 年香江控股在南方香江中的占比情况（单位：万元、%）

项 目	2012 年			2013 年		
	南方香江	香江控股	占比	南方香江	香江控股	占比
资产总额	152.55	124.97	81.92	163.71	133.10	81.30
所有者权益	27.99	18.62	66.52	31.53	21.85	69.30
营业收入	29.18	26.90	92.19	31.19	29.20	93.62
净利润	-0.87	0.44	--	3.99	3.99	100.00

资料来源：联合评级整理

从间接控股的股权控制关系及收入占比情况可以看出，金海马实业的房地产收入绝大部分来自于香江控股。有关香江控股的分析见上文香江控股经营部分。

总的来看，实现资产重组后的金海马实业主营业务为家具销售和房地产，由于合并范围发生较大变化，重组后金海马实业的资产规模和盈利能力得到较大提升。

（4）财务状况

金海马实业提供的 2011 年财务报表经深圳市鹏城会计师事务所审计，2012 年和 2013 年财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）广东分所审计，均出具了标准无保留审计意见。

2013 年金海马实业发生了重大资产重组，旗下业务和合并范围发生较大变化，香江万基铝业有限公司、深圳富德小额贷款有限公司、深圳市香江股权投资管理有限公司和深圳市广生担保投资有限公司等不在纳入合并范围，同时南方香江纳入合并范围。由于金海马实业和香江集团同受刘志强先生和翟美卿小姐最终控制且该项控制非暂时的，故该项合并为同一控制下企业合并。金海马实业已于 2013 年 11 月 1 日办理了相应的财产权交接手续，故自 2013 年 11 月起将其纳入合并报表范围，并相应调整了合并财务报表的比较数据。重组后，金海马实业的合并范围变化较大，以下财务分析主要针对 2013 年进行分析。

表 15 同一控制下企业合并而调整的合并财务报表的比价数据对比（单位：亿元）

名称	同一控制合并 后上期审定数	同一控制合并 前上期审定数	对比差额
实收资本	2.92	2.92	--
资本公积	16.58	0.96	15.63
盈余公积	0.63	0.62	--
未分配利润	13.26	11.84	1.42
归属于母公司的所有者权益	33.39	16.34	17.05
少数股东权益	17.53	6.59	10.94
所有者权益合计	50.92	22.93	27.99

资料来源：审计报告

截至 2013 年底，金海马实业合并资产总额为 181.69 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 25.87 亿元；2013 年，金海马实业实现营业收入 57.10 亿元，净利润（含少数股东损益）6.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-20.60 亿元。

截至 2014 年 3 月底，金海马实业合并资产总额为 172.95 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 24.81 亿元；2014 年 1~3 月，金海马实业实现营业收入 7.40 亿元，净利润（含少数股东损益）0.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.89 亿元。

资产质量

资产重组后，金海马实业资产规模增长较快，截至 2013 年底，金海马实业资产规模 181.69 亿元，较年初增长 98.48%，其中流动资产合计占 80.42%，非流动资产合计占比 19.58%，资产构成以流动资产为主。流动资产中货币资金、其他应收账款和存货占比较大，分别占流动资产的 13.83%、9.42%和 67.29%。截至 2013 年末，金海马实业货币资金 20.20 亿元，以银行存款为主，占比 96.30%，现金类资产比较充足。截至 2013 年末，金海马实业存货账面价值 98.32 亿元，主要是开发成本（占比 58.51%）、开发产品（占比 24.31%）和出租开发产品（占比 8.53%）构成，均来自于子公司开发的房地产项目，截至 2013 年末累计计提跌价准备 0.72 亿元，全部为针对开发成本和开发产品计提。截至 2013 年底，金海马实业其他应收款为 13.76 亿元，主要是与关联方的往来款。其他应收款前 5 名单位分别为香江集团有限公司、深圳市香江供应链管理有限公司、深圳市前海香江金融控股集团有限公司、深圳市贝尔贸易有限公司和天津红旗毛纺织厂，其中前四家均为关联方。

截至 2013 年末，金海马实业非流动资产 35.58 亿元，其中主要是投资性房地产（占比 53.16%）、固定资产（占比 17.08%）和在建工程（占比 6.48%）。截至 2013 年末，金海马实业投资性房地产 18.92 亿元，主要的投资性房地产为南方香江家居建材城、长春东北亚国际采购中心 A 区第二层、郑州市郑东建材家居城 E 区 E2 展示厅和欧洲城项目（深圳市家福特置业有限公司）。截至 2013 年底，固定资产原值为 8.19 亿元，固定资产净值为 6.08 亿元，固定资产成新率一般，为 74.21%。固定资产净值中占比较大的为房屋建筑物和机器设备，分别占比 88.13%和 5.22%。截至 2013 年底，在建工程 2.30 亿元，主要是温泉中心酒店项目、成都投资服务中心、大丰门漂流市政工程及市政配套工程、大丰门旅游中心项目等。另外，本次资产重组给金海马实业带来 2.37 亿元的商誉，金额较大。

截至本次资产重组前，如下表所示，金海马实业投资性房地产评估价值在 44.94 亿元，与其账面价值增值较大，资产价值存在一定的低估。另外，考虑本次资产重组后，金海马实业合并香江控股报表，加上香江控股的投资性房地产资产增值部分，金海马实业合并投资性房地产的增值较大。考虑到金海马实业账面投资性房地产的增值因素，其实际的资产负债水平及偿债压力将有所下降。

表 16 金海马实业自有物业评估情况

物业简称	建筑面积 (平方米)	评估单价 (元/平方米)	评估净值 (亿元)	评估方法	评估时点
家福特商场	32,130.88	26,800	8.03	收益法	2013 年 11 月 04 日
沈阳香江家居工厂批发城	141,115.86	14,900	19.32	收益法	2013 年 04 月 18 日
南昌家居 MALL	80,074.17	15,260.56	11.04	市场比较法和收益法	2012 年 12 月 31 日
郑州家居 MALL	39,536.19	6,948~15,440	4.32	收益法	2013 年 03 月 27 日
长春家居 MALL	31,069.27	7,500	2.23	收益法	2012 年 06 月 13 日

资料来源：金海马实业提供

截至 2014 年 3 月末，金海马实业的资产规模 172.95 亿元，较年初下降 4.82%，资产结构较年初变化不大，依然以流动资产为主，其占比达到 79.56%。

总体看，重组后金海马实业资产规模较大，货币资金充裕，资产质量较好。

负债与所有者权益

在资产规模大幅提升的同时，金海马实业负债规模亦大幅增长。截至 2013 年底，金海马实业负债合计 155.83 亿元，较年初增长 127.11%，其中流动负债合计占比为 82.32%，非流动负债合计占比为 17.68%。截至 2013 年底，金海马实业流动负债 128.28 亿元，其中短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的长期负债占比较大，分别为 14.18%、19.26%、37.10%、10.06% 和 10.81%，其中预收账款主要来自于子公司的房地产业务，其规模较大，但并不会给企业带来现金偿付压力。金海马实业 2013 年底的 27.54 亿元的非流动负债主要为长期借款，占比 98.72%。截至 2014 年 3 月底，金海马实业负债总额 148.13 亿元，较年初减少 4.94%，由于长期借款规模增长，导致流动负债占比由年初的 82.32% 降至 76.82%。整体看，金海马实业负债规模较大，负债结构以短期负债为主。

从负债水平来看，金海马实业 2013 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.76%、69.90% 和 51.25%，截至 2014 年 3 月底，金海马实业的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.65%、72.19% 和 57.80%，债务结构较期初发生变化，长期债务水平有所提高，整体债务负担仍处较高水平，考虑预收账款对负债水平的影响，金海马实业的实际债务水平尚可。

截至 2013 年底，金海马实业所有者权益合计 24.81 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 12.56 亿元，占比为 48.55%。归属于母公司的所有者权益中实收资本占 23.23%，资本公积占 0.00%（主要系对南方香江集团有限公司长期股权投资的初始投资成本与转让的非现金资产之间的差额冲减资本公积所致），盈余公积占 0.79%，未分配利润占 75.99%。截至 2014 年 3 月底，金海马实业所有者权益合计 24.81 亿元，较年初下降 4.08%。归属于母公司的所有者权益合计 11.13 亿元，占比为 44.85%。归属于母公司的所有者权益中实收资本占 26.21%，资本公积占 59.11%，盈余公积占 4.42%，未分配利润占 10.26%。整体看，资产重组后金海马实业所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，所有者权益结构稳定性尚可。

盈利能力

2013 年，金海马实业实现营业收入 57.10 亿元，其中房地产开发销售收入 26.79 亿元，占营业收入的 46.92%。

从期间费用来看，2013 年金海马实业费用总额 12.32 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 41.81%、32.52% 和 25.67%。2013 年费用收入比为 21.57%，金海马实业期间费用较高，费用控制能力有待提升。

2013 年，金海马实业投资收益 1.58 亿元，主要为土地整理返还收入 0.61 亿元、成本法核算的长期股权投资收益 0.49 亿元和处置长期股权投资产生的投资收益 0.37 亿元。

2013 年金海马实业营业利润和净利润分别为 9.27 亿元和 6.30 亿元。2013 年金海马实业总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率指标分别为 12.21%、9.46% 和 25.82%。

2014 年 1~3 月，金海马实业实现营业收入 7.40 亿元，占 2013 年全年收入的 12.95%；实现净利润 0.74 亿元，为 2013 年全年利润的 11.73%，由于氧化铝制造业务已经剥离，且 2013 年报表纳入了房地产业务全年的营业收入，造成 2014 年 1 季报和 2013 年数据比较性较差。2014 年 1~3 月，金海马实业营业利润率为 45.34%，盈利能力较强。

整体看，重组后金海马实业收入规模增长较快，盈利能力大幅提升。

现金流

金海马实业 2013 年经营活动产生的现金流入量和净流量分别为 80.15 亿元和-1.95 亿元。其中商场营业场所租赁收入为当年收取，使金海马实业每年的经营性现金流入规模得到一定保障；同时，由于房地产业务目前的项目建设投入较大，造成现金流出规模较大，导致经营现金流呈净流出。金海马实业 2013 年现金收入比分别为 95.15%，收入实现质量尚可。

金海马实业 2013 年投资活动产生的现金流量净额分别为-4.12 亿元，由于处置了部分长期股权投资导致收回投资收到的现金规模较大，但当期的对外投资规模较大，导致投资净现金流为负。2013 年，金海马实业通过银行借款为持续性的大规模投资行为提供资金，筹资活动产生的现金流量净额为-14.53 亿元。整体看，金海马实业由于项目建设投入和对外投资规模较大，使得其需要通过筹资活动来满足投资对资金的需求。

2014 年 1~3 月，由于当期支付其他与经营活动有关的现金规模较大，金海马实业经营活动产生的现金流为净流出 0.17 亿元；由于当期投资支付的现金规模较大，投资活动产生的现金流净流出 0.19 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 1.25 亿元。

总的来看，金海马实业由于项目建设投入和对外投资规模较大，有一定的对外融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年末金海马实业流动比率和速动比率分别为 1.14 倍和 0.37 倍，考虑房地产业务中的预收账款并不构成刚性兑付压力，其整体的债务偿付压力下降，另外，房地产业务高存货的特点，也导致金海马实业速动比例较低。由于经营净现金流为负值，导致经营现金流流动负债比为-4.96%。短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2013 年金海马实业 EBITDA 为 14.31 亿元，同期，EBITDA 利息倍数为 2.28 倍，EBITDA/全部债务为 0.24 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般，长期偿债能力有待提高。

考虑到重组后金海马实业资产规模较大，盈利水平较高，其家具卖场具有较好的品牌优势，旗下房地产业务发展较好，未来产业协同优势将逐步形成，有利于进一步提升金海马实业的综合竞争力，另外，考虑金海马实业投资性房地产的增值与变现能力，因此金海马实业整体偿债能力尚可。

3. 债权保护效果

以 2014 年 3 月底财务数据测算（假设本期发行规模为 8 亿元），本期债券发行规模占担保方金海马实业资产总额的 4.63%和所有者权益总额的 22.64%，整体占比不高，金海马实业的担保对债券的保护程度高。

总体看，金海马实业资产规模较大、盈利能力较强，本期债券发行规模占其各类资产的比重不高，其担保对于本期债券的到期还本付息具有一定的保护作用。

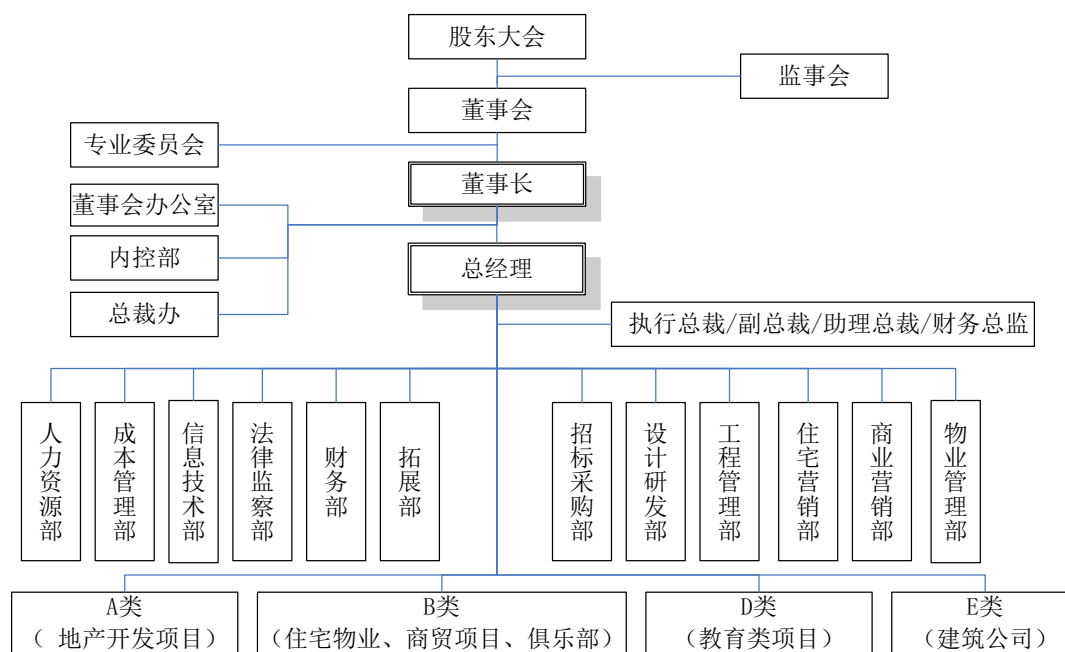
十、综合评价

深圳香江控股股份有限公司作为广州地区知名的房地产开发企业，具有丰富的房地产开发经验，目前在建项目的品质较高，土地储备规模适中，主营业务盈利能力较强，“香江”品牌优势明显，股东对公司发展支持较大。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等不利因素对公司经营形成的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续竣工，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由深圳市金海马实业股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。金海马实业资产规模较大，盈利能力较强，其所拥有的投资性房地产经营时间较长，随着周边土地价格的上涨，具有较大的增值空间。金海马实业对本期债券的担保反映出股东对香江控股的信心和支持力度，对本期债券的信用状况有一定的积极作用。

附件 1-1 深圳香江控股股份有限公司组织结构图



备注：

1、A类（地产开发）：

增城城市公司、番禺锦江房产、成都香江房产、香河锦江房产、来安香江房产、恩平锦江房产、连云港锦江房产、武汉鄂州房产、株洲锦江房产……

2、B类（住宅物业、商贸项目、俱乐部）：

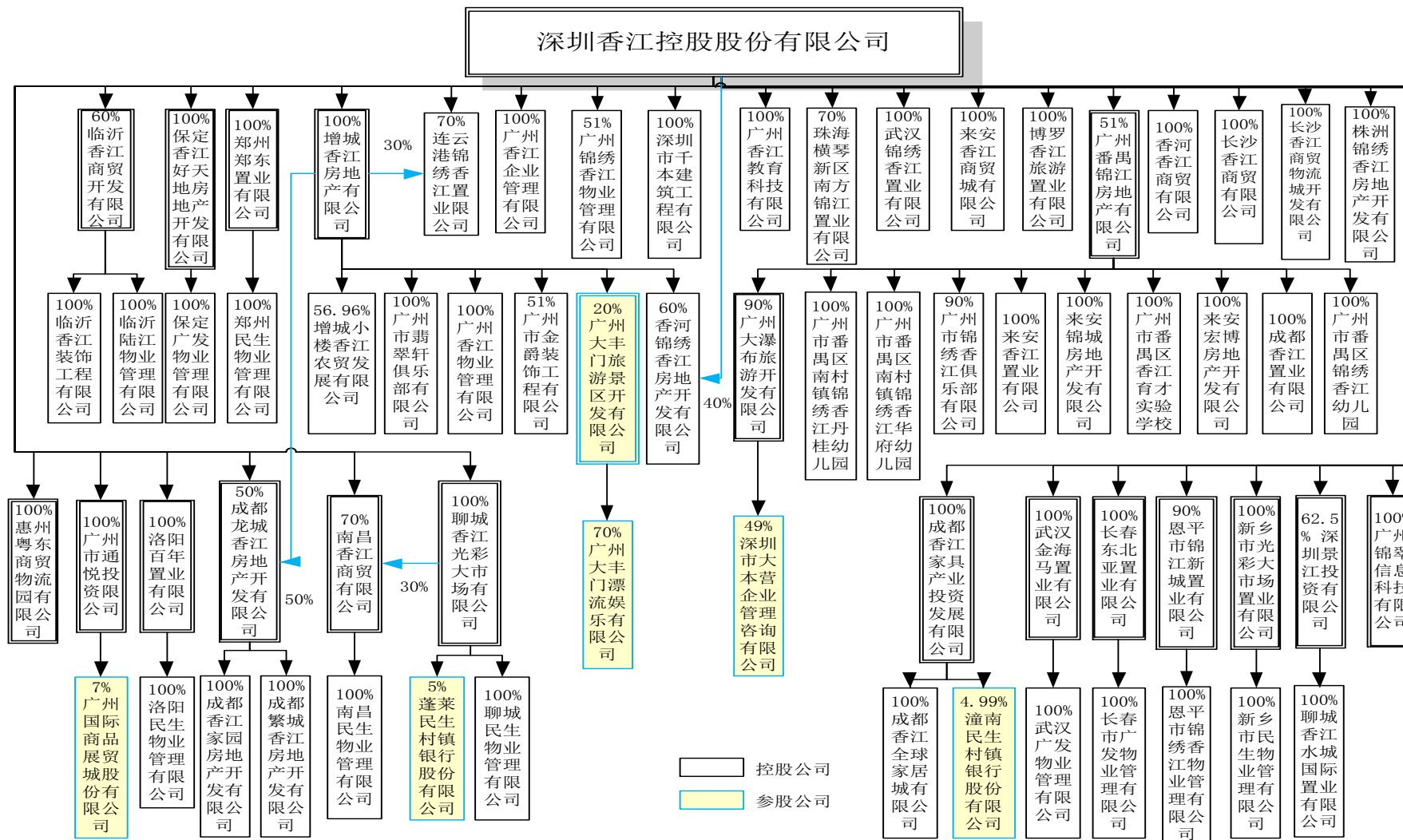
（1）住宅物业：广州香江物业、番禺锦江物业、天津锦江物业、恩平锦江物业、成都香江物业、连云港锦江物业、鄂州锦江物业

（2）商贸项目：郑州郑东商贸、洛阳百年商贸、新乡光彩商贸、武汉金海马商贸、长春东北亚商贸、聊城香江商贸、临沂香江商贸、保定好天地商贸、南昌香江商贸……

3、D类（教育类项目）：增城香江中学、番禺锦江幼儿园……

4、E类（建筑公司）：深圳千本建筑……

附件 1-2 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
2011 年~2014 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 3 月末
流动资产：					
货币资金	139,279.89	246,801.91	170,982.73	10.80	187,653.37
交易性金融资产	710.55	735.77	846.35	9.14	819.03
应收票据	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收账款	3,381.33	6,519.23	3,186.41	-2.92	1,243.00
预付款项	47,299.59	22,219.48	47,943.41	0.68	63,832.96
应收利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	13,968.42	22,646.39	22,425.57	26.71	29,427.67
存货	489,949.00	729,316.85	842,759.15	31.15	837,545.86
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	0.00	28,993.14	37,966.27	--	42,087.24
流动资产合计	694,588.77	1,057,232.77	1,126,109.88	27.33	1,162,609.12
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	1,835.00	3,305.00	3,141.96	30.85	3,083.42
投资性房地产	64,317.64	90,898.66	87,398.97	16.57	86,647.98
固定资产	38,946.63	56,600.47	57,478.46	21.48	56,699.84
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
在建工程	17,487.72	15,204.56	22,364.29	13.09	22,222.83
工程物资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	4,811.30	4,604.53	11,627.69	55.46	11,545.61
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期待摊费用	184.72	591.25	149.54	-10.02	133.09
递延所得税资产	7,826.84	20,859.48	22,632.19	70.05	22,556.20
其他非流动资产	468.24	353.81	109.11	-51.73	109.11
非流动资产合计	135,878.08	192,417.76	204,902.21	22.80	202,998.08
资产总计	830,466.85	1,249,650.53	1,331,012.09	26.60	1,365,607.20

附件 2-2 深圳香江控股股份有限公司
2011 年~2014 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 3 月末
流动负债：					
短期借款	0.00	32,467.82	12,000.00	--	37,000.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	0.00	0.00	8,277.36	--	12,487.88
应付账款	95,296.11	229,762.91	198,401.97	44.29	158,644.47
预收款项	134,671.16	407,060.57	461,761.36	85.17	477,609.98
应付职工薪酬	1,336.95	4,130.97	4,053.42	74.12	2,550.04
应交税费	13,583.54	60,695.84	43,818.36	79.61	37,413.87
应付利息	34.96	92.69	41.26	8.64	40.34
应付股利	0.00	7,350.00	2,350.00	--	0.00
其他应付款	18,582.20	23,337.43	35,995.32	39.18	55,161.93
一年内到期的非流动负债	146,450.00	87,449.00	98,692.34	-17.91	77,902.10
其他流动负债	65,160.04	38,071.85	48,039.69	-14.14	56,080.57
流动负债合计	475,114.96	890,419.08	913,431.08	38.66	914,891.17
非流动负债：					
长期借款	170,772.57	170,760.66	196,902.07	7.38	222,949.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	228.85	70.27	70.27	-44.59	70.27
其他非流动负债	2,636.73	2,205.38	2,084.28	-11.09	2,084.28
非流动负债合计	173,638.15	173,036.30	199,056.62	7.07	225,104.43
负债合计	648,753.11	1,063,455.38	1,112,487.70	30.95	1,139,995.60
所有者权益：					
股本	76,781.26	76,781.26	76,781.26	0.00	76,781.26
资本公积	2,195.30	3,711.21	2,195.30	0.00	2,195.30
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	10,227.50	10,555.08	10,555.08	1.59	10,555.08
未分配利润	51,006.37	53,747.88	71,839.48	18.68	77,848.96
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司所有者权益合计	140,210.43	144,795.43	161,371.12	7.28	167,380.60
少数股东权益	41,503.32	41,399.71	57,153.27	17.35	58,231.01
所有者权益合计	181,713.75	186,195.15	218,524.39	9.66	225,611.61
负债和所有者权益总计	830,466.85	1,249,650.53	1,331,012.09	26.60	1,365,607.20

附件 3 深圳香江控股股份有限公司

2011 年~2014 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年一季
一、营业收入	130,259.31	268,951.32	291,974.48	49.72	40,908.10
减: 营业成本	65,242.01	165,204.46	142,278.17	47.67	19,451.19
营业税金及附加	19,264.81	30,891.85	40,220.09	44.49	4,956.27
销售费用	11,229.82	31,262.24	18,636.54	28.82	3,391.87
管理费用	19,050.87	25,555.68	24,209.71	12.73	4,112.38
财务费用	2,637.19	1,822.22	9,350.74	88.30	1,829.96
资产减值损失	564.65	3,705.81	3,803.62	159.54	-2.19
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)	-240.97	25.22	110.58	--	-27.32
投资收益 (损失以“—”号填列)	0.00	2,671.46	3,554.60	--	-58.53
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	-163.04	--	0.00
汇兑收益 (损益以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	12,028.99	13,205.73	57,140.80	117.95	7,082.77
加: 营业外收入	1,554.61	3,719.34	2,191.86	18.74	148.63
减: 营业外支出	880.55	2,477.23	2,591.94	71.57	36.05
其中: 非流动资产处置损失	1.10	22.42	10.70	212.55	0.00
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	12,703.05	14,447.85	56,740.71	111.35	7,195.35
减: 所得税费用	1,055.62	10,041.22	19,373.77	328.40	713.69
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	11,647.42	4,406.62	37,366.94	79.11	6,481.66
其中: 归属于母公司所有者的净利润	4,407.36	3,069.10	19,243.32	108.95	6,009.48
少数股东损益	7,240.06	1,337.53	18,123.62	58.22	472.18
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.06	0.04	0.25	109.85	0.08
(二) 稀释每股收益	0.06	0.04	0.25	109.85	0.08
六、其他综合收益	0.00	1,515.91	-1,515.91	--	0.00
七、综合收益总额	11,647.42	5,922.53	35,851.03	75.44	6,481.66
归属于母公司所有者的综合收益总额	4,407.36	4,585.01	17,727.41	100.55	6,009.48
归属于少数股东的综合收益总额	7,240.06	1,337.53	18,123.62	58.22	472.18

附件 4 深圳香江控股股份有限公司
 2011 年~2014 年 3 月合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年一季
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	204,200.88	535,150.40	354,275.80	31.72	57,527.20
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	--	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	3,237.98	2,995.25	15,830.17	121.11	32,008.29
经营活动现金流入小计	207,438.86	538,145.65	370,105.97	33.57	89,535.49
购买商品、接受劳务支付的现金	202,495.41	250,121.95	291,202.51	19.92	47,243.17
支付给职工以及为职工支付的现金	16,174.26	27,605.70	19,353.40	9.39	4,431.58
支付的各项税费	33,483.79	66,286.07	80,411.76	54.97	7,611.23
支付其他与经营活动有关的现金	17,893.85	37,925.64	24,417.84	16.82	35,860.87
经营活动现金流出小计	270,047.30	381,939.36	415,385.50	24.02	95,146.85
经营活动产生的现金流量净额	-62,608.44	156,206.30	-45,279.53	--	-5,611.36
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	0.00	4,000.00	0.00	--	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2,406.41	7,511.68	4,419.85	35.52	7.24
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	3,501.47	458.81	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	3,862.57	0.00	--	0.00
投资活动现金流入小计	2,406.41	18,875.71	4,878.66	42.39	7.24
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	28,584.71	14,919.51	19,598.83	-17.20	300.35
投资支付的现金	500.00	1,470.00	0.00	-100.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
投资活动现金流出小计	29,084.71	16,389.51	19,598.83	-17.91	300.35
投资活动产生的现金流量净额	-26,678.30	2,486.20	-14,720.17	-25.72	-293.11
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	147.00	3,600.00	0.00	-100.00	600.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
取得借款收到的现金	115,739.52	156,729.45	179,778.89	24.63	67,300.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
筹资活动现金流入小计	115,886.52	160,329.45	179,778.89	24.55	67,900.00
偿还债务支付的现金	120,627.43	181,200.00	159,225.49	14.89	36,930.09
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	31,895.73	26,317.56	32,687.54	1.23	8,342.81
支付其他与筹资活动有关的现金	1,347.40	3,623.82	2,385.94	33.07	51.99
筹资活动现金流出小计	153,870.56	211,141.39	194,298.98	12.37	45,324.89
筹资活动产生的现金流量净额	-37,984.03	-50,811.94	-14,520.09	--	22,575.11
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-127,270.77	107,880.56	-74,519.78	--	16,670.64
加：期初现金及现金等价物余额	258,068.91	130,798.14	238,678.70	-3.83	164,158.91
六、期末现金及现金等价物余额	130,798.14	238,678.70	164,158.91	12.03	180,829.55

附件 5 深圳香江控股股份有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	11,647.42	4,406.62	37,366.94	79.11
加：资产减值准备	564.65	3,705.81	3,803.62	159.54
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,939.28	4,258.34	3,554.09	35.38
投资性房地产摊销	2,296.29	3,512.90	2,902.30	12.42
无形资产摊销	172.53	239.90	327.30	37.73
长期待摊费用摊销	73.07	151.40	556.04	175.85
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-740.23	-2,482.60	-1,501.58	--
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）				
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	240.97	-25.22	-110.58	--
财务费用（收益以“-”号填列）	4,461.44	3,530.02	11,255.46	58.83
投资损失（收益以“-”号填列）	0.00	-2,671.46	-3,554.60	--
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-5,582.62	-13,032.64	-1,772.71	-43.65
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-57.88	-158.58	0.00	-100.00
存货的减少（增加以“-”号填列）	-157,608.28	-257,515.26	-106,386.63	--
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-17,564.69	-13,978.38	-33,384.64	--
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	97,583.10	426,696.79	41,786.56	-34.56
其他	-33.50	-431.35	-121.10	--
经营活动产生的现金流量净额	-62,608.44	156,206.30	-45,279.53	--
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	130,798.14	238,678.70	164,158.91	12.03
减：现金的期初余额	258,068.91	130,798.14	238,678.70	-3.83
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
现金及现金等价物净增加额	-127,270.77	107,880.56	-74,519.78	--

附件 6 深圳香江控股股份有限公司

主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	38.78	51.77	56.47	10.84
存货周转次数(次)	0.16	0.27	0.18	0.02
总资产周转次数(次)	0.17	0.26	0.23	0.03
现金收入比率(%)	156.76	198.98	121.34	140.63
盈利能力				
总资本收益率(%)	3.20	1.63	9.61	1.53
总资产报酬率(%)	2.17	1.73	5.27	0.68
净资产收益率(%)	6.49	2.40	18.47	2.92
主营业务毛利率(%)	49.91	38.57	51.27	52.45
营业利润率(%)	35.12	27.09	37.50	40.34
费用收入比(%)	25.27	21.80	17.88	22.82
财务构成				
资产负债率(%)	78.12	85.10	83.58	83.48
全部债务资本化比率(%)	63.58	60.95	59.11	60.83
长期债务资本化比率(%)	48.45	47.84	47.40	49.70
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	0.88	1.03	2.67	2.93
EBITDA 全部债务比(倍)	0.07	0.09	0.24	0.03
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.20	0.54	-0.14	-0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.28	0.55	-0.19	-0.02
流动比率(倍)	1.46	1.19	1.23	1.27
速动比率(倍)	0.43	0.37	0.31	0.36
现金短期债务比(倍)	0.96	2.06	1.44	1.48
经营现金流动负债比率(%)	-13.18	17.54	-4.96	-0.61
经营现金利息偿还能力(倍)	-2.58	6.18	-1.61	-1.50
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.68	6.28	-2.13	-1.58
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.27	0.33	0.94	0.14

注：2014 年一季度指标未年化

附件 7-1 深圳市金海马实业股份有限公司
2011 年~2014 年 3 月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 3 月末
流动资产：					
货币资金	190,653.19	165,290.24	202,037.40	2.94	211,025.68
交易性金融资产	0.00	0.00	846.35	--	13,826.11
应收票据	22,033.00	11,636.60	0.00	-100.00	0.00
应收账款	74.16	274.87	4,245.05	656.56	3,650.16
预付款项	22,054.76	9,721.38	79,030.04	89.30	95,668.41
应收利息	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	123,949.61	220,778.27	137,567.35	5.35	24,119.29
存货	41,617.97	50,749.15	983,161.59	386.04	984,265.95
发放短期贷款	0.00	8,828.33	0.00	--	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他流动资产	0.00	34,460.13	54,218.97	--	43,476.77
流动资产合计	400,382.70	501,738.97	1,461,106.75	91.03	1,376,032.37
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期股权投资	39,917.10	45,038.21	10,343.31	-49.10	10,363.54
投资性房地产	65,001.03	63,530.01	189,171.43	70.60	187,616.28
固定资产	198,899.09	193,647.08	60,768.19	-44.73	59,896.60
在建工程	42,919.14	59,628.41	23,048.15	-26.72	23,018.53
工程物资	3,274.51	2,965.32	0.00	-100.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	38,357.41	39,963.48	16,978.71	-33.47	17,520.95
开发支出	487.34	328.30	0.00	-100.00	0.00
商誉	0.00	0.00	23,727.06	--	23,727.06
长期待摊费用	10,465.89	8,074.81	8,682.90	-8.92	8,272.81
递延所得税资产	556.53	527.29	23,014.33	543.06	22,901.78
其他非流动资产	0.00	0.00	109.11	--	109.11
非流动资产合计	399,878.05	413,702.90	355,843.18	-5.67	353,426.66
资产总计	800,260.75	915,441.87	1,816,949.93	50.68	1,729,459.03

附件7-2 深圳市金海马实业股份有限公司
2011年~2014年3月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率 (%)	2014年3月末
流动负债：					
短期借款	92,500.00	229,099.00	181,879.00	40.22	213,700.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	1,798.66	5,064.65	8,277.36	114.52	12,685.88
应付账款	48,869.62	43,584.15	247,066.31	124.85	208,040.42
预收款项	4,815.57	4,778.98	475,934.21	894.14	490,693.39
应付职工薪酬	651.21	534.80	4,472.47	162.07	2,839.84
应交税费	2,853.44	4,339.78	46,988.70	305.80	40,353.71
应付利息	328.83	374.87	131.54	-36.75	40.34
应付股利	0.00	0.00	2,350.00	--	5,513.49
其他应付款	48,472.02	39,230.68	129,018.21	63.15	30,126.32
一年内到期的非流动负债	0.00	62,627.48	138,692.34	--	77,902.10
其他流动负债	0.00	0.00	48,039.69	--	56,080.57
流动负债合计	200,289.34	389,634.39	1,282,849.83	153.08	1,137,976.05
非流动负债：					
长期借款	376,065.00	296,494.00	271,902.07	-14.97	339,828.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	1,446.49	--	1,446.49
其他非流动负债	0.00	0.00	2,084.28	--	2,084.28
非流动负债合计	376,065.00	296,494.00	275,432.84	-14.42	343,359.64
负债合计	576,354.34	686,128.39	1,558,282.67	64.43	1,481,335.70
所有者权益：					
实收资本	29,168.23	29,168.23	29,168.23	0.00	29,168.23
资本公积	23,894.83	9,594.90	0.00	-100.00	65,784.80
减：库存股	0.00	0.00	0.00	--	0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	4,211.50	6,298.32	988.94	-51.54	4,920.31
未分配利润	102,821.10	118,376.56	95,429.49	-3.66	11,413.53
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	--	0.00
归属于母公司所有者权益合计	160,095.66	163,438.01	125,586.66	-11.43	111,286.87
少数股东权益	63,810.75	65,875.47	133,080.59	44.41	136,836.46
所有者权益合计	223,906.41	229,313.48	258,667.26	7.48	248,123.33
负债和所有者权益总计	800,260.75	915,441.87	1,816,949.93	50.68	1,729,459.03

附件 8 深圳市金海马实业股份有限公司

2011 年~2014 年 3 月合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1 季
一、营业收入	341,314.07	326,979.47	570,999.95	29.34	73,969.81
减：营业成本	238,989.94	235,502.83	319,470.98	15.62	34,026.38
营业税金及附加	6,061.00	6,273.89	47,132.22	178.86	6,408.23
销售费用	43,524.31	43,953.15	51,501.95	8.78	12,368.03
管理费用	11,681.88	12,489.81	40,054.88	85.17	6,501.11
财务费用	14,951.65	14,578.23	31,616.03	45.41	6,397.62
资产减值损失	355.87	68.87	4,435.19	253.03	-4.15
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	110.58	--	-27.32
投资收益	9,415.86	9,030.21	15,784.46	29.47	131.64
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
二、营业利润	35,165.27	23,142.89	92,683.74	62.35	8,376.91
加：营业外收入	8,370.32	1,399.16	2,985.34	-40.28	1,105.30
减：营业外支出	67.68	517.92	6,150.79	853.30	576.86
其中：非流动资产处置损失	10.81	19.06	0.00	-100.00	0.00
三、利润总额	43,467.90	24,024.13	89,518.29	43.51	8,905.35
减：所得税费用	9,645.97	4,317.13	26,524.55	65.83	1,513.69
四、净利润	33,821.93	19,707.00	62,993.74	36.47	7,391.66
其中：归属于母公司所有者的净利润	25,696.95	17,642.28	29,921.35	7.91	4,159.33
少数股东损益	8,124.98	2,064.72	33,072.39	101.75	3,232.33

附件 9 深圳市金海马实业股份有限公司
2011 年~2014 年 3 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)	2014 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	367,038.13	379,602.40	543,282.73	21.66	79,191.41
收到的税费返还	3,323.00	0.00	16,033.52	119.66	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	21,176.37	2,687.32	242,232.49	238.21	536,657.97
经营活动现金流入小计	391,537.50	382,289.72	801,548.74	43.08	615,849.38
购买商品、接受劳务支付的现金	262,315.03	246,018.70	349,848.18	15.49	59,947.42
支付给职工以及为职工支付的现金	13,218.84	11,323.66	30,914.69	52.93	7,659.07
支付的各项税费	28,962.53	18,774.03	93,843.18	80.00	11,178.04
支付其他与经营活动有关的现金	34,117.01	96,764.05	346,435.18	218.66	538,745.08
经营活动现金流出小计	338,613.42	372,880.44	821,041.22	55.71	617,529.61
经营活动产生的现金流量净额	52,924.08	9,409.28	-19,492.48	--	-1,680.23
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	128,921.76	--	23,793.92
取得投资收益收到的现金	6,051.30	5,173.63	10,048.14	28.86	89.85
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	578.77	51.79	4,423.12	176.45	7.24
处置子公司等收到的现金净额	0.00	0.00	458.81	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	16,400.37
投资活动现金流入小计	6,630.07	5,225.42	143,851.82	365.80	40,291.38
购建固定资产等长期资产支付的现金	34,819.64	28,247.28	22,068.47	-20.39	7,180.36
投资支付的现金	5,048.00	33,092.00	163,025.00	468.29	15,780.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	15,272.46	0.00	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	19,231.88
投资活动现金流出小计	39,867.64	76,611.74	185,093.47	115.47	42,192.25
投资活动产生的现金流量净额	-33,237.57	-71,386.32	-41,241.65	11.39	-1,900.86
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	400.00	1.00	--	600.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	44,430.53
取得借款收到的现金	193,042.48	319,609.00	435,890.63	50.27	147,200.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	7,008.38	--	0.00
筹资活动现金流入小计	193,042.48	320,009.00	442,900.00	51.47	192,230.53
偿还债务支付的现金	69,525.00	199,953.52	528,146.65	175.62	108,130.09
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	35,677.07	34,835.30	56,500.75	25.84	22,472.93
支付其他与筹资活动有关的现金	71,960.00	56,817.89	3,508.55	-77.92	49,112.68
筹资活动现金流出小计	177,162.07	291,606.71	588,155.95	82.21	179,715.69
筹资活动产生的现金流量净额	15,880.40	28,402.29	-145,255.95	--	12,514.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	35,566.91	-33,574.76	-205,990.08	--	8,933.75
加: 期初现金及现金等价物余额	153,177.27	188,744.19	400,109.17	61.62	195,268.12
六、期末现金及现金等价物余额	188,744.19	155,169.43	194,119.09	1.41	204,201.87

附件 10 深圳市金海马实业股份有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	33,821.93	19,707.00	62,993.74	36.47
加: 资产减值准备	355.87	68.87	4,435.19	253.03
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	17,812.28	18,428.74	9,002.47	-28.91
无形资产摊销	1,065.90	1,334.21	527.50	-29.65
长期待摊费用摊销	3,757.95	3,333.86	4,371.68	7.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-15.45	18.73	-1,511.62	889.19
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	--
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	--
财务费用	22,141.86	14,965.40	39,693.52	33.89
投资损失	-9,415.86	-9,030.21	-9,614.46	1.05
递延所得税资产减少	-336.79	29.24	-1,331.91	98.87
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少	3,465.91	-9,131.18	-74,619.49	--
经营性应收项目的减少	-18,048.17	-20,387.92	680.64	--
经营性应付项目的增加	-1,681.36	-9,927.47	-54,119.75	467.35
其他	0.00	0.00	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额	52,924.08	9,409.28	-19,492.48	--
不涉及现金收支的重大投资和筹资活动				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
现金及现金等价物净变动情况	188,744.19	155,169.43	194,119.09	1.41
现金的期末余额	153,177.27	188,744.19	400,109.17	61.62
减: 现金的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减: 现金等价物的期初余额	35,566.91	-33,574.76	-205,990.08	--
现金及现金等价物净增加额	188,744.19	155,169.43	194,119.09	1.41

附件 11 深圳市金海马实业股份有限公司

主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	386.06	638.36	217.05	--
存货周转次数(次)	5.43	5.10	0.61	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.38	0.42	--
现金收入比率(%)	107.54	116.09	95.15	107.06
盈利能力				
总资本收益率(%)	8.61	6.72	12.21	0.84
总资产报酬率(%)	8.64	6.44	9.46	0.50
净资产收益率(%)	17.62	8.70	25.82	2.92
主营业务毛利率(%)	23.36	17.80	40.18	--
营业利润率(%)	28.20	26.06	35.80	45.34
费用收入比(%)	20.56	21.72	21.57	34.16
财务构成				
资产负债率(%)	72.02	74.95	85.76	85.65
全部债务资本化比率(%)	67.75	72.12	69.90	72.19
长期债务资本化比率(%)	62.68	56.39	51.25	57.80
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	4.70	2.51	2.28	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.13	0.24	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.11	0.02	-0.03	0.00
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	-0.10	-0.10	-0.01
流动比率(倍)	2.00	1.29	1.14	1.21
速动比率(倍)	1.79	1.16	0.37	0.34
现金短期债务比(倍)	2.26	0.60	0.62	0.74
经营现金流动负债比率(%)	26.42	2.41	-1.52	-0.15
经营现金利息偿还能力(倍)	2.96	0.30	-0.31	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.10	-1.98	-0.97	--

注：2014 年 3 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 12 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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(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	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (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	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+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 13 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳香江控股股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年深圳香江控股股份有限公司公告年报后 2 个月内对深圳香江控股股份有限公司 2013 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳香江控股股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳香江控股股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳香江控股股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现深圳香江控股股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如深圳香江控股股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳香江控股股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送深圳香江控股股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一四年七月十六日

