跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]913 号

佳源创盛控股集团有限公司：

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公司债券进行跟踪评级，确定：

佳源创盛控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

佳源创盛控股集团有限公司公开发行的“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”、“16 佳源 07”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十二日

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

佳源创盛控股集团有限公司
公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 佳源 01	15 亿元	3+2 年	AA	AA	2016 年 7 月 13 日
16 佳源 02	10 亿元	2+1 年	AA	AA	2016 年 7 月 13 日
16 佳源 06	6.2 亿元	2+1 年	AA	AA	2016 年 9 月 27 日
16 佳源 07	3.8 亿元	3+2 年	AA	AA	2016 年 9 月 27 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	356.47	514.14
所有者权益（亿元）	93.21	113.74
长期债务（亿元）	65.36	120.81
全部债务（亿元）	85.07	203.93
营业收入（亿元）	110.15	147.23
净利润（亿元）	10.88	9.97
EBITDA（亿元）	15.51	16.63
经营性净现金流（亿元）	71.08	-24.43
营业利润率（%）	16.12	17.16
净资产收益率（%）	12.27	9.63
资产负债率（%）	73.85	77.88
全部债务资本化比率（%）	47.72	64.20
流动比率（倍）	1.52	1.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	1.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.44	0.48

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、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

2016 年，佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“公司”或“佳源创盛”）作为国内中型房地产开发企业之一，房产业务规模持续扩大。公司开发项目主要分布在长三角地区等经济发展良好区域，土地储备较充足；收购江苏五星电器有限公司（以下简称“五星电器”）后，资产规模和盈利能力均有所提升；多元化业务拓展有利于分散经营风险。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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、经营性现金流波动较大及资金需求压力较大等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目的开发完成和实现销售、新业务板块发挥协同作用，公司经营规模和盈利水平有望提升。

综上，联合评级维持佳源创盛主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“16 佳源 01”、“16 佳源 02、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”债项 AA 的信用等级。

优势

1．公司从事房地产开发二十余年，项目开发和运营经验丰富，经营策略稳健，强调产品的高性价比，重点在浙江等长三角经济发展良好地区进行业务开发，在产品所处区域内具有较好的品牌效应和较强的竞争力。

2．公司土地储备及可售面积较充裕，可支持公司未来几年的房地产发展需求。

3．2016年，公司收购五星电器以拓展多元化业务，有利于补充公司现金流，分散业务经营风险。

关注

1．房地产行业受宏观政策调控影响大，调控政策趋严，未来房地产市场运行存在一定不确定性。

2．公司向外拓展房地产业务区域，南京、上海、合肥等地房地产市场竞争激烈，经营业绩存在一定的不确定性。

3．2016 年，公司新增家电零售业务，其行业毛利率情况低于房地产行业。未来，五星电器经营状况对公司影响较大。

4.2016年，公司拿地和支付往来款规模较大，公司经营活动表现为净流出。公司在建项目数量较多、规模较大，存在较大的融资需求。

5．2016年公司新增债务融资规模较大，债务水平大幅上升，公司债务负担所有增长。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

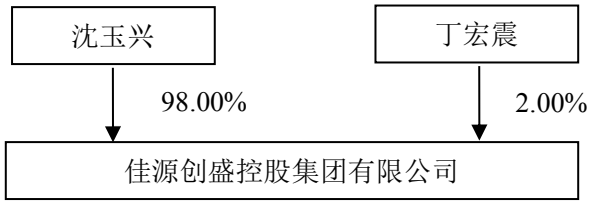
联合信用评级有限公司

一、主体概况

佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“公司”或“佳源创盛”）前身系成立于 1995 年 4 月 18 日的嘉兴足佳房地产开发有限公司，系浙江足佳贸易总公司和嘉兴市房地产开发公司共同出资设立，初始注册资本 500 万元。1996 年 4 月，浙江足佳贸易总公司将持有公司 90.00%股权转让给桐乡市锦江实业有限责任公司。2000 年 12 月，桐乡市锦江实业有限责任公将持有的公司 90.00%股权转让给自然人股东王新妹。

后经多次增资以及股权转让后，2011 年 1 月，公司注册资本 5,800 万元，自然人沈玉兴持有公司 100%股权。2015 年 9 月，股东沈玉兴对公司增资，公司实收资本变更为 15,800 万元。2015 年 9 月，公司增资至 17,555 万元，其中，自然人丁宏震出资 1,755 万元，持有公司 10%股权；2015 年 10 月，公司名称变更为现用名。2016 年，股东沈玉兴和丁宏震对公司增资共 71,950.00 万元。截至 2016 年底，公司注册资本增加至 85,995.00 万元，其中沈玉兴持股 98.00%。公司实际控制人为自然人沈玉兴。

图 1　截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围为：实业投资；房地产开发、经营；投资管理；企业管理咨询服务。2016 年，公司收购五星电器，新增家电零售业务。

2016 年，公司部门设置有所调整，截至 2016 年底，公司本部设战略研究部、人事行政部、财务管理部、资本运营部、资金运营部、审计监察部 6 个部门。截至 2016 年底，公司拥有 95 家子公司，员工合计 11,359 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 514.14 亿元，负债合计 400.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）113.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 93.01 亿元。2016 年，公司实现营业收入 147.23 亿元，净利润（含少数股东损益）9.97 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 8.31 亿元；经营活动现金流量净额为-24.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.64 亿元。

公司注册地址：浙江省嘉兴市南湖区巴黎都市总部办公楼 101 室；法定代表人：代礼平。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2016]1463号文核准，公司获准向社会公开发行面值不超过人民币35亿元的公司债券。公司共分两期发行，具体情况详见下表。

表 1　公司公开债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	金额	期限	票面利率	发行时间	发行方式
16 佳源 01	136648.SH	15.00	3+2	6.40	2016/8/23	公开发行
16 佳源 02	136649.SH	10.00	2+1	6.20	2016/9/21	公开发行
16 佳源 06	136751.SH	6.20	2+1	6.20	2016/10/18	公开发行
16 佳源 07	136752.SH	3.80	3+2	6.40	2016/10/31	公开发行
合计	--	**35.00**	--	--	--	--

资料来源：公司年报

“16 佳源 01”、“16 佳源 02”

“佳源创盛控股集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”于 2016 年 8 月 23 日发行完成，分两个品种。品种一发行规模为 15 亿元，发行期限为 5 年，票面利率为 6.4%，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二发行规模 10 亿元，发行期限为 3 年，票面利率为 6.2%，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于 2016 年 9 月 21 日在上海证券交易所上市交易，品种一债券简称为 16 佳源 01，债券代码为 136648.SH；品种二债券简称为 16 佳源 02，债券代码为 136649.SH。

“16 佳源 06”、“16 佳源 07”

“佳源创盛控股集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）”于 2016 年 10 月 18 日发行完成，分两个品种。品种一发行规模 6.2 亿元，发行期限为 3 年，票面利率为 6.2%，附第 2 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二发行规模 3.80 亿元，发行期限为 5 年，票面利率为 6.4%，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券于 2016 年 10 月 31 日在上海证券交易所上市交易，品种一债券简称为 16 佳源 06，债券代码为 136751.SH；品种二债券简称为 16 佳源 07，债券代码为 136752.SH。

本次债券所募资金扣除发行费用后的 25 亿元用于偿还金融机构借款，剩余部分用于补充公司营运资金；募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

本次债券尚未到达首个付息日。

三、行业分析

公司以房地产开发业务为主，收入主要来源于房地产业务，属于房地产行业。同时，2016 年 9 月，公司收购江苏五星电器有限公司（以下简称“五星电器”），进入家电零售行业。

1．房地产行业

（1）行业概况

2016 年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%（扣除价格因素实际增长 7.5%）。其中，住宅投资 68,704 亿元，较上年增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016 年，全国房屋新开工面积 166,928 万平方米，较上年增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，较上年增长 8.7%。房屋竣工面积 106,128 万平方米，增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，较上年增长 4.6%。房地产

开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，比上年增长 3.2%。其中，住宅施工面积 521,310 万平方米，增长 1.9%。

需要注意的是，2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

（2）行业供需

土地供应方面，2016 年房地产开发企业土地购置面积为 22,025 万平方米，比上年下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现。2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值；此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降。截至 2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，2016 年商品房销售面积为 157,349 万平方米，较上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积较上年增长 22.4%，办公楼销售面积较上年增长 31.4%，商业营业用房销售面积较上年增长 16.8%。2016 年，商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价自 2002 年至今一直处于波动上升的态势，截至 2016 年底，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

截至 2016 年底，全国商品房待售面积为 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。截至 2015 年底，我国商品住宅待售面积 4.52 亿平方米，2016 年底降至 4.03 亿平方米，下降了 11%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

（3）行业政策

2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点

城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

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

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

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及 24 个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016 年 9 月份开始的的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。自 2017 年 3 月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

（4）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

市场格局持续分化

近年来随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

房企利润率普遍下滑

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，

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

（5）未来发展

调控政策去行政化

对于房地产政策来说，去行政化是大势所趋，近年来市场的调控正在逐渐放开，并且正在发挥着越来越重要的作用。未来的房地产政策将更加“尊重规律”和“因地制宜”，更多的通过与房地产市场相适应的法律制度来管理市场、稳定秩序，而不是不停地、过多地或者一刀切地用行政手段干预市场。从以政策为主导的市场变为以供需关系为主的市场，预计是未来房地产政策的大方向。但是，值得注意的是，房地产政策去行政化不意味着政府放任房地产市场的任意发展。恰恰相反，地方政府将更加关注市场供求关系，尊重市场自身调整和需求，在房地产市场的建设规划方面，更多地提高科学管理水平，因地制宜的出台房地产调控政策。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性是成为关键投入，技术性投入比重加大。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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

2．家电零售行业

（1）行业概况

零售业在国民经济体系中处于下游产业的位置，是中国近年来改革中变化最快、市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。

根据国家统计局统计，2015~2016年，社会消费品零售增速分别以10.70%和10.40%的速度增长，增速下降。2016年，社会消费品零售总额332,316.30亿元；其中，城镇消费品零售额285,813.70亿元，乡村消费品零售额46,502.60亿元。2015~2016年，社会消费品零售中的商品零售额增速分别为10.60%和10.40%，2016年商品零售额296,517.80亿元。全社会消费品零售额和商品零售额增速均持续下降。网络零售保持快速增长态势，2016年全国网络零售额51,555.7亿元，同比增长25.6%，高

于社会消费品零售总额增速 15.2 个百分点。

2015~2016 年，家电和音响器材零售额增长率分别为 11.40%和 8.70%，增速下降；2016 年家电和音响器材零售额为 9,004.00 亿元。从家电零售价格看，2015~2016 年，家电商品零售价格指数分别为-1.12%和-1.85%，家电零售价格下降。

总体看，随着国民经济的增速放缓，零售市场也结束了高速发展的阶段。网络销售快速占领市场，对传统零售形成一定的冲击和压力，家电销售行业增速波动下降，家电零售价格持续下降。

（2）行业政策

2016 年 3 月，财政部、海关总署和国家税务总局印发《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》，通知对跨境电子商务中的纳税业务人，完税价格做了明确的规定：跨境电子商务进口的纳税义务人为个人，以实际交易价格作为完税价格。

“十三五”发展规划中强调推动云联网创新、改革、提效传统流通领域。提出创新在产业结构优化与经济发展中的作用，加速改造传统产业、积极培育新兴产业、推动技术进步和模式创新。我国传统商品流通体系复杂、分散、效率偏低，云联网经济催生了电商、O2O 等新渠道模式，将促进传统零售业提效、变革。未来五年传统流通领域企业将加快转型升级，创新商业模式，促进连锁经营、现代物流配送、电子商务融合发展。

总体看，各项行业政策的实施，加强了线上线下销售融合，规范了跨境电商的发展秩序，有利于零售行业整体健康发展。

（3）行业关注

近年来，网络零售对传统零售业带来了较大的冲击，不断挤压实体零售的市场份额。电子商务凭借低廉的价格、快捷的支付方式以及送货上门的服务成为更多消费者首选的购物方式，对家电零售业冲击突出。

（4）未来发展

线上和线下渠道融合

线上和线下家电销售呈逐渐融合趋势。消费者利用技术和主动获取信息的能力逐年增强，传统家电零售商在积极地向线上拓展业务，以获得渠道拓展，打造跨渠道消费体验，为消费者提供更多样和有价值的服务；线上零售商也在向线下部署业务，如建立线下提货点、开门店或体验店、与实体店联合促销等，以期获得商品展示、方便消费者试用、降低配送复杂度、提供跨渠道消费体验等。未来家电零售行业将逐步实现线上和线下的融合。

大数据成为核心竞争力

大数据分析将在家电零售业务的关键领域扮演重要角色，如帮助构建智慧的消费体验、智慧的商品和供应链管理，以及智慧的运营。过去家电零售商之间的竞争更重视后端供应链的优化，如补货速度、货架有货率、仓储布局和优化等。在大数据时代，零售商之间的竞争将从后台移向前台，重点通过大数据分析和前后台协同来满足消费者的个性化需求。比如，通过追踪消费者习惯和变化，在消费者决定购买之前对其行为进行判断和预测，将消费者的需求通过零售商传递给供应商，提供个性化的产品、服务和营销手段。

总体看，家电零售业线下和线上将逐步融合发展；大数据分析在家电零售行业的作用将逐步显现。

四、管理分析

2016 年 9 月，公司召开股东大会并作出决议，公司法定代表人由沈玉兴变更为代礼平，同时对公司董事、监事和高级管理人员进行了调整，截至 2016 年底，公司共有董事、监事和高级管理人员等共计 12 人，基本情况如下表所示。

表 2　2016 年公司董事、监事和高级管理人员变动情况

姓名	职务	任期起止日期	持有股权情况
代礼平	董事长、执行总经理	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
沈玉兴	董事	2016 年 9 月~2020 年 9 月	持有公司 98.00%的股权
许琴	董事、执行总经理	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
汤海勤	董事、执行副总经理	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
赵建忠	董事、执行副总经理	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
叶福军	监事会主席	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
陈斌	监事	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
李敏	监事	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
李家法	执行副总经理、安徽集团总裁	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
王莉伟	申城集团总裁	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
裘灵燕	杭城集团总裁	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--
潘一清	五星电器总裁	2016 年 9 月~2020 年 9 月	--

资料来源：公司提供

公司董事长代礼平女士，1971 年 2 月出生，本科学历，会计师。代礼平女士曾先后任职于华东地质勘查局机械厂会计、昆明侨润经济发展公司主办会计、浙江东菱股份有限公司阳光购物中心总经理、怡城（浙江）物业管理有限公司总经理、浙江佳源房地产集团有限公司总部延伸拓展管理部总经理、执行总经理，现任公司董事长。

公司总经理许琴女士，1980 年 1 月出生，大专学历，助理经济师。许琴女士曾先后任职嘉兴市港澳房产销售员、嘉兴众安房产销售员、嘉兴市丁香房地产有限公司销售部经理、嘉兴市广源房地产开发有限公司销售策划中心经理、总经理助理、上海桐昌广告有限公司总经理、浙江佳源房地产集团有限公司投资管理总部研究开发中心总经理、执行总经理，现任公司总经理。

2016 年，公司管理构架有所调整。董事长下设执行委员会，执行委员会下设投资委员会、战略委员会和审计委员会，并设立战略研究部、人事行政部、财务管理部、资本运营部、资金运营部和审计监察部 6 个部门；集团层面下设申城集团、杭城集团、安徽集团和五星电器四个管理集团。

总体来看，2016 年，公司董事、监事和高级管理人员发生了较大变动，现有人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；公司管理构架有所调整，新的管理构架适合公司未来发展。

五、经营分析

1．经营概况

公司仍以房地产开发销售为主。2016年通过并购五星电器，公司新增家电零售业务。

2016年，公司实现营业收入147.23亿元，同比增长33.67%，主要系新增家电零售业务所致。2016

年公司实现净利润9.97亿元，同比下降8.42%，主要系2015年公司因折价收购子公司获得收益规模较大，以及2016年公司提前还款支付违约金等导致当期营业外支出增长所致。

从主营业务收入构成来看，2016年，公司房地产收入为98.88亿元，略有下降；占67.55%，下降30.17个百分点，主要系五星电器纳入合并范围产生电器零售收入所致。公司2016年新增电器零售业务，收入45.38亿元，占当期营业收入的30.99%。此外，公司的主营业务板块还包括建筑施工收入、建筑设计收入、物业费及停车费和租金收入，由于占比较低，对公司整体经营影响较小。

表 3　2015~2016 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产收入	107.36	97.72	23.04	98.88	67.55	20.35
电器零售	--	--	--	45.38	30.99	20.38
建筑设计收入	0.12	0.11	26.20	0.17	0.12	38.05
物业费及停车费	1.05	0.95	15.92	0.93	0.63	12.98
租金收入	1.33	1.21	97.69	1.06	0.72	100.00
合计	**109.86**	**100.00**	**23.88**	**146.42**	**100.00**	**20.90**

资料来源：公司提供

从营业收入的区域构成来看，公司的营业范围主要集中于浙江、安徽、上海和江苏等地区。2016年，五星电器纳入合并范围，新增江苏地区收入来源，占比位列第二。

表 4　2015~2016 年公司营业收入分地区情况（单位：亿元）

地区	2015 年	2016 年
浙江	41.82	71.54
上海	2.92	11.84
安徽	45.19	9.71
其他	20.21	7.50
江苏	--	45.83
合计	**110.15**	**146.42**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2016年房地产收入毛利率为20.35%，同比下降2.69个百分点，略有下降，系结转收入项目拿地成本差异所致。公司2016年新增电器零售业务毛利率为20.38%，毛利率水平较高。其他业务板块收入规模不大，对公司盈利影响有限。受公司房地产业务毛利率小幅下降影响，公司主营业务收入毛利率小幅下降至20.90%。公司的房地产项目主要位于长三角地区，经济较为发达且城镇化进程较快，有助于公司保持经营的稳定性。

总体看，2016年，伴随五星电器纳入合并范围，公司营业收入快速增长，双主业经营有利于公司抵御经营风险；房产业务毛利率下滑促使公司整体毛利率小幅下降，但整体毛利保持在较好水平。

2．房地产板块

（1）土地储备情况

2016年，公司在桐乡、嘉兴、宁波、杭州和合肥等城市拿地规模较大，主要用于住宅和商业项目，合计取得土地175.71万平方米，平均楼面单价为2,161.61元/平方米。

表5　2015~2016年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，万元，元/平方米）

项目	2015 年	2016 年
购地面积	3.45	175.71
购地支出	12,190.86	391,796.04
土地单价	3,536.98	3,819.42
楼面单价	1,421.00	2,161.61

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司土地储备规划建筑面积合计763.05万平方米，其中尚未开发的土地规划建筑面积合计397.60万平方米。公司土地储备较为充裕，主要分布在长三角地区、杭州湾及安徽合肥等地，由于成本管控较为严格，公司土地储备获取价格较为合理。

表 6　截至 2016 年底公司土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米，%）

项目名称	地理位置	土地取得时间	物业类型	占地面积	规划建筑面	楼面价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积
佳源悦城（佳源中心广场）	绍兴市	2013 年 2 月	住宅、商业、办公	16.29	52.55	3,630.57	9.78	28.38
桐琴佳源中心广场二期	武义县	2013 年 3 月	住宅、商业	4.14	9.90	780.00	2.28	6.49
东方都市	海宁市	2013 年 5 月	住宅、商业	7.14	11.33	2,592.12	2.53	8.68
公园一号·佳源中心广场	湖州市	2010 年 12 月	商业	2.93	7.31	309.70	2.93	7.31
公园一号·凯旋宫	湖州市	2011 年 5 月	住宅、商业	7.26	22.84	1,802.12	1.46	4.50
英伦都市	长兴县	2010 年 12 月	住宅	8.31	19.38	2,222.92	3.20	8.42
桐乡优优花园	桐乡市	2016 年 2 月	住宅	6.96	14.48	1,841.44	1.81	4.39
嘉兴优优秀湖	嘉兴市	2016 年 5 月	住宅	4.86	12.40	1,065.00	1.63	6.43
宁波佳源都市	宁波市	2016 年 5 月	住宅	7.29	21.22	1,588.00	5.40	13.54
湘湖印象	杭州市	2016 年 9 月	住宅	5.16	13.97	6,281.75	5.16	13.97
优优锦城	杭州市	2016 年 12 月	住宅	2.49	7.79	1,193.84	2.49	7.79
优优滨海	海盐县	2016 年 10 月	住宅	5.91	14.27	3,573.93	5.91	14.27
优优二期	嘉兴市	2016 年 10 月	住宅、商业	2.76	6.50	3,841.38	2.76	6.50
未来府	杭州市	2016 年 12 月	住宅	3.59	16.55	1,558.91	3.59	16.55
合肥佳源巴黎都市佳源广场（住宅）	合肥市	2013 年 12 月	住宅	2.24	7.99	1,226.53	2.24	7.99
蚌埠明源东方都市	蚌埠市	2012 年 9 月	住宅、商业	21.02	49.33	523.54	6.93	18.49
和县中央城	马鞍山市	2016 年 7 月	住宅、商业	32.25	79.58	929.67	23.58	49.86
佳源东方都市	合肥市	2016 年 7 月	住宅、商业	18.07	42.41	2,666.67	18.07	42.41
上海江南清漪园二期	上海市	2009 年 10 月	住宅	3.24	7.78	3,806.57	3.24	7.78
柘林佳源广场	上海市	2013 年 6 月	住宅、商业、办公	15.77	40.00	2,348.00	7.31	24.41
城市花园	湖南新邵	2008 年 5 月	住宅、商业	19.71	50.00	134.10	0.74	3.79
罗马都市	衡阳市	2011 年 8 月	住宅、商业	34.25	133.74	407.14	29.40	67.62
佳源都市	青岛市	2011 年 4 月	住宅、商业	26.09	71.61	1,401.29	8.39	25.25
百色城市花园	百色市	2008 年 1 月	住宅、商业	19.07	50.12	205.25	1.80	2.78
合计	--	--	--	**276.79**	**763.05**	--	**152.63**	**397.60**

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备主要集中在长三角等区域，拿地成本较为合理，目前土地储备规模较大，

可支持公司未来一段时间的开发需求。

（2）项目开发

土建招标及采购

2016年，公司关联方建筑承包采购规模较大，主要为安徽勤丰建设工程有限公司，截至2016年底，预付其工程款余额共14.87亿元，较年初增长12.78亿元。非关联方前五大建筑承包商分别为江苏翔森建设工程有限公司、浙江广宏建设有限公司直属分公司、合肥建工集团有限公司、中国建筑第八工程局有限公司青岛即墨分公司和中天建设集团有限公司，发包金额共21.58亿元，占当期非关联方土建采购金的42.12%，公司土建承包集中度较高。公司与建筑承包商的结算方式、账期未有较大变化。

项目开发情况

2016年公司新开工项目10个，主要为和县中央城、庐江县佳源东方都市、宁波佳源都市和合肥佳源巴黎都市美泉宫等项目，新开工面积达253.48万平方米；公司竣工项目9个，竣工面积107.91万平方米，竣工面积大幅下降，系公司2014~2015年拿地规模较小，按照工程进度，2016年竣工面积相应减少所致；截至2016年底，公司在建面积为711.47万平方米[1]，具体情况见下表。

表 7　2015~2016 年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2015 年	2016 年
新开工面积	219.81	253.48
竣工面积	194.37	107.91
在建面积	565.90	711.47

资料来源：公司提供
注：因江苏区域房产公司于2015年6月转让给南京港源投资咨询有限公司，故2015年底在建面积不含江苏区域被收购的9家公司。

从公司在建项目投资情况看，截至2016年底，公司在建项目总数38个（其中包含少数已竣工，但尚有少量精装、绿化等后期投入的项目），拟建项目6个。公司在建和拟建项目计划总投资金额579.50亿元，已投资369.63亿元，尚需投资210.33亿元[2]。从公司在建和拟建项目投资情况，公司存在较大的资金支出压力。

总体看，公司房地产开发规模较大，在建和拟建项目较多，尚需投资规模较大，未来公司存在较大的资金支出压力。

（3）房屋销售

从销售数据来看，2016年，公司实现协议销售金额150.01亿元、协议销售面积131.07万平方米；公司销售面积下降，主要系公司2015年拿地规模较少，2016年拿到预售证的项目相应减少所致。从销售均价看，2016年，公司协议销售均价11,445.03元/平方米，大幅上涨主要系项目所在区域房价上涨所致。公司的项目基本分布于二、三线城市，由于公司定位精准、房屋品质较高且项目周边重点学校等配套设施齐全，公司房地产销售具备一定的地域优势。

从结转情况来看，2016年，公司结转面积为132.73万平方米，略有下降，主要系竣工面积下降所致。伴随结转面积的下降，公司结转收入规模略有下降，2016年，公司实现房产结转收入98.89亿元。

[1]部分工程进度已达到 100%但仍未确认竣工的面积计入在建面积。
[2]其中，泰和园和万和园项目投资计划调整，与原投资计划相比增加 0.46 亿元。

表 8　2015~2016 年公司房地产销售数据（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2015 年	2016 年
协议销售面积	167.48	131.07
协议销售金额	123.50	150.01
协议销售均价	7,374.01	11,445.03
结转收入面积	148.63	132.73
结转收入	107.36	98.88

资料来源：公司提供
注：因江苏区域房产公司于 2015 年 6 月转让给南京港源投资咨询有限公司，故 2015 年数据不含江苏区域被收购的 9 家公司。

从可售项目情况来看，截至 2016 年底，公司已完工、在建和拟建项目[3]总可售面积为 1,016.26 万平方米，总待售面积共 550.41 万平方米。已完工项目方面，可售面积共 121.67 万方米，已销售 94.10 万平方米，剩余待售主要为 2016 年下半年竣工项目，去化情况较好。在建项目方面，总建筑面积 1,131.96 万平方米，整体竣工率为 39.11%，在建项目总可售面积为 847.98 万平方米，待售面积为 476.23 万平方米。拟建项目方面，总可售面积为 46.61 万平方米，均未开始销售。公司在建项目较多，分布在长三角、安徽合肥等地，所处市场环境较好。公司 2016 收购台州贝利豪成置业有限公司（以下简称“贝利豪成”），并入贝利豪成位于台州项目共四个，其中泰和园经测算计提了 0.52 亿元的跌价准备，剩余待售面积较大的名溪花苑有一定跌价风险。总体看，公司待售面积规模较大，为公司未来销售提供了较好的保障。

总体看，由于公司 2015 年拿地规模较小，2016 年销售面积有所下降；由于项目销售地区房价上涨，2016 年销售均价和销售金额有所增长。2016 年，公司拿地规模加大，可售项目储备较多，待售规模较大，能够支持公司未来 2~3 年销售。公司房产项目集中于长三角周边二三线城市及安徽合肥地区，如果以上区域房地产市场波动，公司将有一定去化压力。

（4）其他业务

截至 2016 年底，公司现有投资性物业项目 34 个，建筑面积共计 35.60 万平方米，较年初下降 5.55%，主要系合肥-巴黎都市、长安-佳源中心广场、濮院-佳源中心广场等项目计划由自持转为销售所致。2016 年公司投资性房地产整体出租率尚可，为 89.15%。平均租金方面，2016 年，公司平均租金为 0.82 元/平/天，略有下降，主要系行业竞争激烈，公司为保持租户经营活跃程度给予租户续租返利所致。租金收入方面，2016 年公司租金收入 1.06 亿元，同比下降 20.58%，主要系平均租金下降及可租面积下降所致。

表 9　2015~2016 年公司自持物业收入及租金情况（单位：元/平/天，万元）

项目	2015 年	2016 年
平均租金水平	0.96	0.82
租金收入	13,309.61	10,570.30

数据来源：公司提供

截至 2016 年底，公司投资性房地产投资成本 22.78 亿元，以公允价值模式计量，评估价值 43.30 亿元，增值率 90.08%，投资性房地产增值率较高。

[3]公司拟建项目包含在土地储备中

表 10　截至 2016 年底公司主要投资性物业概况（单位：平方米，%，亿元）

项目名称	物业类型	建筑面积	出租率	投资成本	评估价值	增值率
洲泉镇足佳鞋材市场 A、B、C、D、E 区	商铺	5,193.52	100.00	0.09	0.28	211.11
老佛爷购物中心	商铺	29,081.53	70.00	2.48	6.81	174.60
维莱特宫	酒店	19,742.79	100.00	2.41	3.06	26.97
白金汉宫（白金汉宫即为 18 号楼）—英伦都市一期	商铺	7,368.25	100.00	0.62	0.90	45.16
实验小学（沿街商铺）	商铺	8,457.16	100.00	0.48	1.54	220.83
桐乡-佳源中心广场	商铺	45,645.98	95.00	3.26	6.45	97.85
	办公	1,116.87	95.00	0.08	0.08	0.00
	酒店	4,870.13	95.00	0.35	0.36	2.86
长安佳源中心广场	商铺	37,959.62	88.00	4.12	4.12	0.00
	酒店	15,646.84	75.00	1.70	1.60	-5.88
奉城名都	商铺	13,620.86	98.00	1.15	2.42	110.43
新塍中心广场	商铺	53,776.33	80.00	1.89	3.79	100.53
	地上车位	6,625.84	85.00	0.23	0.15	-34.78
佳源中心广场	商铺	13,437.14	85.00	0.46	1.34	191.30
桐乡-罗马都市	商铺	11,470.16	95.00	0.72	1.61	123.61
威尼斯酒店	酒店	29,474.59	100.00	0.82	2.36	187.80
桐乡-小商品城	商铺	17,617.12	90.00	0.38	1.29	239.47

资料来源：公司提供

此外，公司尚有部分停车费与物业费收入，2015~2016 年，收入分别为 1.05 亿元和 0.93 亿元，略有下降。

总体看，公司其他业务主要系自持物业出租、物业和停车业务；两板块整体收入规模不大，但能对公司现金流形成一定的补充，开拓公司收入渠道。公司投资性房地产增值率较高。

3．家电零售板块

2016年8月，公司完成了对五星电器的股权收购，并将其并入合并报表范围。五星电器成立于1998年12月，总部位于南京，是我国家电零售行业的区域龙头企业。

经过多年发展，五星电器连锁门店已分布在江苏、安徽、浙江等区域，经营的商品涵盖空调、冰箱、彩电、音箱、小家电、通讯、电脑、数码等十多个品类。2016年8~12月，五星电器实现收入45.38亿元。公司家电零售板块的分析对象为五星电器，并不限于并购时点。

从营业收入看，2015~2016年，五星电器营业收入分别为93.80亿元和105.35亿元，呈增长态势，2016年营业收入同比增长12.32%，主要系2015年五星电器逐步拓展“万镇通”加盟店模式，2016年五星电器租赁门店数量增长所致。从毛利率水平看，2015~2016年，五星电器毛利率分别为19.58%和19.09%，较稳定。

（1）业务模式

五星电器的业务模式主要分为经销模式和代销模式，2016年分别占81%和19%。

经销模式下，五星电器产品购置货品后根据厂商最低限价和指导价自主制定销售价格。货品计

入公司存货科目。经销模式下的销售利润主要由商品销售采购价差和供应商返点构成，根据销售商品和供应商的不同，二者对毛利润贡献程度不同，冰箱、空调、洗衣机等产品的利润主要来自返点。

2016 年，五星电器前五名供应商分别为博西家用电器（中国）有限公司、江苏盛世欣兴格力贸易有限公司、重庆海尔家电销售有限公司、三星（中国）投资有限公司和青岛海信电器营销股份有限公司，采购金额共 29.51 亿元，占当期采购总额的 27%，集中度尚可。

采购结算方面，对于经销供应商，结算方式主要有两种，一种是预付款，一种是周期进货供价结算；有的供应商会给予五星电器一定账期，如海信、西门子、三星等，五星电器以银行承兑汇票结算，账期在15天到60天。对于代销模式，结算方式有三种，一种是按零售价乘以销售数量扣除扣点结算，一种是供价乘以销售数量扣除扣点结算，第三种是每月固定支付一定金额费用。

（2）销售模式

五星电器店面主要由自有连锁店、租赁连锁门店和“万镇通”形式的加盟店。2015年五星电器推出了“万镇通”加盟店模式，五星电器采取和乡镇个体户联营的模式，加盟店负责销售，五星电器负责发货和配送，加盟店采取销售佣金抽成的盈利模式，五星电器抽成比例一般在5%左右。

2016年公司门店数量大幅增长，一方面系租赁门店数量大幅增长；另一方面系公司积极拓展“万镇通”模式，加盟店数量骤增。截至2016年底，五星电器连锁店总计210个，加盟店131个，连锁店中，自有店面8个，租赁店面202个。受近年来我国家电行业景气度下行以及电商行业的冲击影响，2015~2016年，五星电器门店经营坪效[4]下滑，分别为16,247元/平方米和15,818元/平方米。

表 11　2015~2016 年门店及加盟店情况（单位：个，平方米，元/平方米/年）

项目	2015 年	2016 年
门店数量	**175**	**210**
自有	7	8
租赁	168	202
加盟店数量	**35**	**131**
门店面积	**519,237**	**598,169**
自有	29,218	32,524
租赁	490,019	565,645
经营坪效	**16,247**	**15,818**

资料来源：公司提供

随着我国家电行业整体增速的放缓及电商冲击，五星电器单店销售收入下滑，2016年为4,506万元，同比下降6.51%。五星门店的扩张主要以中小门店为主，其销售金额主要集中在0.6亿元以下。截至2016年底，年销售金额在1.5亿元以上的门店占2.38%，1.5~1亿元占5.71%，1~0.6亿元占比14.79%，0.6~0.3亿元占36.67%，小于0.3亿元占比40.48%。

表 12　2015~2016 年五星电器门店类型及销售情况（单位：个，万元）

项目	门店类型						单店收入
	T	A+	A	B	C	合计	
2015 年底	5	12	31	63	64	175	4,820
2016 年底	5	12	31	77	85	210	4,506

资料来源：公司提供
注：T 类型门店：年销售≧1.5 亿；A+类型门店：1.5 亿>年销售≧1 亿；A 类型门店：1 亿>年销售≧0.6 亿；B 类型门店：0.6 亿>年销售≧0.3 亿；C 类型门店：年销售<0.3 亿。

[4] 坪效=年销售额÷门店营业面积

产品定价方式上，对于经销模式，供应商设最低零售限价，五星电器不得低于该商品最低限价销售；对于代销商品，价格由业务部门与供应商根据市场状况共同确定，不得高于其他竞争对手。

总体看，公司对五星电器的成功收购有利于公司多元化经营，降低业务集中风险；近年来，家电零售行业受多方面因素影响，五星电器销售规模波动增长。

4．关联交易

从采购商品和接受劳务的情况看，公司的关联交易主要是与安徽省佳源建设工程有限公司（以下简称“佳源建设”）的建筑安装工程费用，公司与佳源建设系同一实际控制人关联企业。进行关联交易时，公司遵照市场公允价值定价。考虑到关联企业提供的建筑施工服务，可保证项目进度，且公司可有效控制成本，有利于公司项目开发。

从出售商品和提供劳务的情况看，公司的关联交易主要是与嘉兴万博汇商业管理有限公司（以下简称“嘉兴万博汇”）之间的租金收入和商品销售收入，公司与嘉兴万博汇为同一实际控制人关联企业。2016 年关联商品销售和和提供劳务增长，主要系嘉兴万博汇采购五星电器商品所致。

表 13　2015~2016 年公司关联交易情况（单位：万元，%）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2015 年	187,646.87	22.43	1,324.40	0.12
2016 年	144,466.65	12.44	19,446.13	1.32

数据来源：公司提供

总体看，公司的关联交易主要为从关联方采购、接受劳务方面，占比较大，进行关联交易时，公司遵照市场公允价值定价。如果未来出现关联交易出现不公允情况，则会对公司经营产生一定影响。

5．重大事项

公司子公司浙江佳房地产集团有限公司（以下简称“浙江佳源”）与中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）及中信信托关联企业合作成立鹰潭市祥源投资有限合伙企业（以下简称“鹰潭祥源”），由鹰潭祥源收购五星电器，收购对价为24.75亿元，并于2015年2月完成股权交割。根据转让协议，中信信托及其关联企业于2016年将其持有的鹰潭祥源61.94%的权益转让给浙江佳源，交易对价为12.00亿元。截至2016年8月底，公司完成了对五星电器的100%的股权收购，并将其并入合并报表范围确认商誉4.98亿元。五星电器是我国家电零售行业的区域龙头企业。连锁门店已分布在江苏、安徽、浙江等区域，经营的商品涵盖空调、冰箱、彩电、音箱、小家电、通讯、电脑、数码等十多个品类。2016年8~12月，五星电器实现收入45.38亿元，占公司当年营业收入的30.99%。

总体看，收购五星电器后，公司资产规模有所扩大，资本实力有所增强；公司业务结构进一步向多元化推进。

6．经营关注

公司在建规模较大，如果区域房地产市场波动，公司面临一定的去库存压力和销售风险

公司的房地产开发板块以商品房建设项目为主，开发项目规模大。公司开发项目集中于长三角周边二三线城市及安徽合肥地区，如果以上区域房地产市场波动，公司将有一定去化压力。

业务向浙江省外拓展，在新市场的业务开拓可能存在不确定性

公司目前房产业务正在向华东地区和西南地区等拓展，重点区域包括南京、上海、合肥等，以上城市房地产市场竞争激烈，公司作为新进入者其经营业绩存在一定的不确定性。

关键采购规模较大

公司关联采购占比较大，进行关联交易时，公司遵照市场公允价值定价。如果未来出现关联交易出现不公允情况，则会对公司经营产生一定影响。

未来资金需求较大

从公司在建房地产项目的预计投入情况看，截至 2017 年 3 月底，公司在建在投资项目尚需投资 210.33 亿元。公司在建项目后续投资资金需求较大，存在一定的融资压力。

7．未来发展

公司未来的发展方向主要包括以下四点：

第一，开拓新的发展领域，实现多元化发展。公司将依托房地产开发和并购五星电器的契机，适度向各自产业链的上下游延伸拓展；同时通过收购兼并成熟企业的方式，进入新的业务领域，并探索养老产业的未来，形成多元化业务集团。

第二，房地产开发销售板块“大城市、小城镇”的发展思路。公司以长三角为中心，以主要省会城市、计划单列市以及库存去化周期在一年左右的其他城市为重点拓展，适时拓展进军美、加、澳等海外房地产市场。

第三，积极探索资本市场。公司将进一步整合资源要素，规划资本市场发展的未来，制定适合自身经营和发展的资本运营方案，从而使资产证券化水平达到一定程度，并借助资本市场的推动力完善公司治理、优化资源配置和促进产品结构调整，实现资产的保值增值。

第四，产品迭代战略。公司将研究适应消费者需求的需要，加强产品升级换代、户型创新设计、功能布局优化，融入绿色环保、定制精装、智能家居、生活服务等附加价值。

总体看，公司坚持以房地产开发为主体，并积极开发新的领域，有利于降低公司单一业务的经营风险；产品结构以住宅物业为主，择机开发城镇综合体，有利于公司实现持续、健康发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2016 年度合并财务报表，已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见。公司按照企业最新会计准则的规定编制财务报表。2016 年公司新纳入合并范围子公司 54 家，不再纳入合并范围子公司 2 家；其中，2016 年 8 月开始，公司将五星电器纳入公司合并范围。收购五星电器对公司财务数据影响较大，公司财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 514.14 亿元，负债合计 400.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）113.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 93.01 亿元。2016 年，公司实现营业收入 147.23 亿元，净利润（含少数股东损益）9.97 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 8.31 亿元；经营活动现金流量净额为-24.43 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.64 亿元。

2．资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 514.14 亿元，同比增长 44.23%，主要系五星电器纳入合并范围

所致。截至 2016 年底公司资产中流动资产占 84.80%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产总额 436.00 亿元，较年初增长 48.17%，主要系货币资金、其他应收款和存货增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 11.30%）、预付款项（占 8.56%）、其他应收款（占 22.47%）和存货（占 55.81%）组成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 49.29 亿元，较年初大幅增长 381.25%，主要系公司融资规模扩大所致。截至 2016 年底，公司货币资金中银行存款占 52.22%，其他货币资金占 47.39%；其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金（占 56.60%），以及因为与融资银行业务合作原因，公司取得借款质押银行的保证金存款和定期存单（占 34.31%）等。截至 2016 年底，公司因抵押、质押冻结等原因受到限制的货币资金共 22.46 亿元，受限比例为 45.57%，受限比例高。

公司预付款项主要为预付工程款、预付材料款及五星电器预付的货款，截至 2016 年底，公司预付款项 37.32 亿元，较年初增长 47.47%，主要系在建项目规模扩大、预付工程款增长及并入五星电器预付货款所致。从账龄看，公司预付款项中 1 年内的占 86.24%，1~2 年的占 6.35%，2 年以上占 7.41%，其中超过 1 年的预付款项主要为未结算工程款及甲供材料。截至 2016 年底，公司预付款项前五名金额共占 61.42%，其中预付关联方安徽勤丰建设工程有限公司工程款占 39.85%，集中度较高。

公司其他应收款主要由关联方往来款及政府部门款项构成。截至2016年底，公司其他应收款97.96亿元，较年初增长54.61%，主要系五星电器并入及与关联企业经营性往来款增加所致。从账龄结构看，公司其他应收款1年内占76.55%，1~2年占9.48%，2~3年占6.52%，3年以上共占9.17%，公司其他应收款账龄尚可。从集中度看，公司其他应收款前五名共占42.63%，集中度较高。截至2016年底，公司其他应收款累计计提坏账准备3.54亿元，计提比例为3.48%，计提比例尚可。关联方对公司资金存在一定的占用。

截至 2016 年底，公司存货 243.34 亿元，同比增长 27.08%，主要系房地产开发成本和开发产品增长以及并入五星电器库存商品增长所致。截至 2016 年底，公司存货主要由开发成本（占 64.94%）、开发产品（占 29.21%）和库存商品（占 5.85%）构成。具体来看，公司开发成本主要包括合肥-巴黎都市项目（23.88 亿元）、绍兴-佳源广场（17.04 亿元）、青岛-佳源都市（11.05 亿元）、海宁-东方都市项目（10.34 亿元）等；开发产品主要为上海-拓林梦想广场（2.96 亿元）、嘉兴-优优花苑（2.64 亿元）、桐乡-罗马都市（2.62 亿元）、湖州-凯旋宫二期（2.23 亿元）等。截至 2016 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.76 亿元，主要针对台州泰和园项目，计提比例 0.31%，计提比例较低，考虑到公司位于台州的待售房地产项目较少，其余项目所在地区的市场环境较好，公司存货跌价准备计提比例尚可。截至 2016 年底，公司存货中用于为借款提供抵押担保金额为 108.15 亿元，占存货的 44.44%，占比较高。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产总额 78.13 亿元，较年初增加 25.59%。公司非流动资产以可供出售金融资产（占 6.09%）、投资性房地产（占 55.42%）、固定资产（占 7.61%）、商誉（占 6.41%）和其他非流动资产（占 13.20%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 4.76 亿元，较年初大幅增长 536.45%，主要系 2016 年 12 月 21 日，子公司五星电器认购上海人和智本资产管理有限公司“仁和智本-产业精选私募投资基金”4.00 亿元所致；该基金为封闭式基金，公司预计持有该基金 1 年，截至 2016 年底，该基金公允价值增值 6.78 万元，计入其他综合收益。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产中，以公允价值计量部分占 84.04%，按成本计量部分占 15.96%。

公司投资性房地产以公允价值计量。截至 2016 年底，公司投资性房地产 43.30 亿元，较年初下降 8.98%，主要系账面价值为 6.30 亿元的合肥-巴黎都市、长安-佳源中心广场、濮院-佳源中心广场等项目转为存货所致。其中，为借款提供质押担保的投资性房地产账面金额为 20.55 亿元，占投资性房地产账面价值的 47.46%，占比较高。公司投资性房地产增值率为 90.08%，增值率较高，考虑到项目所在地区房地产市场情况，增长率尚属合理。如果未来以上地区房地产波动，公司拟投资性房地产公允价值将受到一定影响。

截至 2016 年底，公司固定资产 5.94 亿元，大幅增长 553.63%，主要系合并五星电器所致。截至 2016 年底，公司固定资产原值中，房屋及建筑物占 67.24%，运输设备占 7.61%，办公设备占 25.02%；截至 2016 年底，公司固定资产累计计提折旧 3.35 亿元，固定资产成新率为 64.47%，成新率较低；截至 2016 年底，公司针对办公和运输设备共计提减值准备 0.13 亿元。截至 2016 年底，公司固定资产中因借款抵押而受限 2.41 亿元，受限比例为 40.57%，受限比例较高。

截至 2016 年底，公司因溢价收购五星电器、嘉兴市祥源投资管理有限公司（以下简称“嘉兴祥源”）和盐城市亚细亚商城有限公司（以下简称“盐城亚细亚”）而产生商誉共计 5.01 亿元。公司因溢价收购五星电器产生商誉 4.98 亿元，溢价率为 25.19%，目前无减值迹象，公司未计提减值准备。五星电器溢价 316.91 万元收购盐城亚细亚 100.00%的股权，确认为商誉；公司管理层根据财务预算为基础的现金流预测盐城亚细亚商誉存在减值，已全部计提减值准备。

公司其他非流动资产主要为公司购买的金融理财产品。截至 2016 年底，公司其他非流动资产 10.31 亿元，较年初大幅增长 350.48%，主要系公司利用闲置资金购买基金理财产品所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产中理财产品占 74.51%，购房款占 25.49%。公司购买的基金理财产品封闭期为 36 个月，保本保息，年化收益率在 6%以上，以成本计量，计入其他非流动资产；公司购房款 2.63 亿元，为五星电器预付给杭州墅源房地产开发有限公司和泰州市佳源房地产开发有限公司的自用卖场的购房款。

截至 2016 年底，公司受限资产共 15.36 亿元，主要为借款抵押担保和作为保函保证金的受限存货、受限货币资金和受限投资性房地产，受限比例为 29.87%，考虑到房地产企业特征，受限比例一般。

总体来看，伴随收购五星电器及公司房产业务规模扩大的双重因素影响，公司资产规模稳步增长；公司资产以流动资产为主，存货占比较高；公司其他应收款规模较大，关联方往来款对公司资金存在一定的占用；公司资产受限比例一般，公司资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 400.40 亿元，较年初增长 52.09%，主要系银行贷款、应付票据和预收款项增长及公司发行债券所致。从负债结构看，公司流动负债占 68.38%，非流动负债占 31.62%，负债结构以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 273.77 亿元，较年初大幅增长 41.59%，主要系短期借款、应付票据和预收款项增长所致。公司流动负债以短期借款（占 8.91%）、应付票据（占 10.94%）、应付账款（占 12.40%）、预收款项（占 37.30%）、其他应付款（占 14.65%）和一年内到期的非流动负债（占 10.52%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 24.38 亿元，较年初大幅增长 465.68%，主要系纳入新合并范围的五星电器银行借款融资规模较大所致。截至 2016 年底，公司短期借款以质押借款（占 43.39%）、

信用借款（占 30.43%）、抵押加保证借款（占 12.06%）和抵押借款（占 8.78%）为主。

截至 2016 年底，公司应付票据 29.95 亿元，较年初大幅增长 6,875.90%，主要系新纳入合并范围的五星电器家电零售业务应付票据规模较大所致。截至 2016 年底，公司应付票据中银行承兑汇票占 95.66%，信用证占 4.34%。

截至 2016 年底，公司应付账款 33.95 亿元，较年初增长 52.74%，主要系因业务规模扩大应付工程款增长以及合并五星电器新增应付货款所致。截至 2016 年底，公司应付账款以应付工程款（占 76.74%）和应付货款（占 18.05%）为主。

截至 2016 年底，公司预收款项 102.11 亿元，较年初增长 35.69%，主要系 2016 年合肥-巴黎都市等房地产业项目开始预售所致。截至 2016 年底，公司预收款项主要为房屋预售款（占 93.73%）和预收商品销售款（占 5.26%）。公司无账龄超过一年的重要预收款项。

截至 2016 年底，公司其他应付款 40.11 亿元，较年初下降 39.35%，主要系公司当期清理了较多应付关联方款项所致。2016 年底，公司其他应付款中，应付、暂收款占 81.13%，存入保证金占 7.95%，往来款占 10.92%。

截至 2016 年底，公司一年内到期非流动负债 28.79 亿元，较年初增长 92.29%，系长期借款 1 年内到期转入所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债大幅增长 81.16%，主要系公司发行债券所致。截至 2016 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 60.91%）和应付债券（占 34.50%）组成。

截至 2016 年底，公司长期借款 77.13 亿元，较年初增长 18.01%。截至 2016 年底，公司长期借款以质押借款（占 10.64%）、抵押加保证借款（占 33.05%）、抵押加质押加保证借款（占 56.11%）构成。从长期借款期限结构看，2018 年到期部分占 94.30%，公司集中偿付压力较大。

公司 2016 年发行“16 佳源 01”15 亿元、“16 佳源 02”10 亿元、“16 佳源 03”4 亿元、“16 佳源 04”5 亿元、“16 佳源 06”6.2 亿元、“16 佳源 07”3.8 亿元，扣除相关发行费用后，截至 2016 年底，公司应付债券 43.69 亿元。公司应付债券集中于 2019 年和 2021 年偿付，届时公司有一定偿付压力。

截至 2016 年底，公司全部债务为 203.93 亿元，较年初大幅增长 139.73%，主要系短期银行借款、应付票据增长及发行债券所致；其中短期债务和长期债务分别占 40.76%和 59.24%，长期债务占比较高。截至 2016 年底，公司资产负债率为 77.88%，较年初上升 4.03 个百分点；全部债务资本化比率为 64.20%，上升 16.48 个百分点；长期债务资本化比率为 51.51%，上升 10.29 个百分点。2016 年公司发行债务规模较大，公司债务规模有所扩大，债务水平升高，剔除预收款后尚属可控水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主；2016 年公司融资规模大幅增长，公司债务负担增加，但尚属可控水平；公司发行的公司债券未来有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 113.74 亿元，较年初增长 22.12%，主要来源于股东增资、未分配利润增长和少数股东权益增长。截至 2016 年底，公司实收资本 8.78 亿元，较年初增长 455.38%，主要系股东沈玉兴增资 7.02 亿元和丁宏震增资 0.18 亿元所致；公司资本公积 30.66 亿元，较年初下降 7.43%，主要系公司购买子公司少数股权及吸收少数股东投资导致股权变动产生的摊薄收益形成的资本公积；其他综合收益 11.30 亿元，较年初增长 4.21%，变动较小；未分配利润 41.86 亿元，较年初增长 24.78%，系利润转入所致。截至 2016 年底，公司少数股东权益 20.73 亿元，较年初增长 51.22%，主要系合并购五星电器，少数股东权益增长。截至 2016 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 81.78%，少数股东权益占 18.22%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 9.43%，

资本公积占 32.97%，其他综合收益占 12.15%，盈余公积占 0.44%，未分配利润占 45.01%，股本占比小，未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

总体来看，近年来公司所有者权益逐年增长，伴随股东增资和合并范围变化，归属于母公司所有者权益占比波动增长；未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4．盈利能力

伴随公司房产收入结转增长以及并购五星电器新增家电销售业务，2016年，公司实现营业收入147.23亿元，同比增长33.67%；营业利润为13.19亿元，同比增长2.47%。2016年，公司实现净利润9.97亿元，同比下降8.42%，主要系2015年公司因折价收购子公司获得收益规模较大，以及2016年公司支付赔偿金和违约金等导致当期营业外支出增长所致；其中归属于母公司所有者净利润为8.31亿元，同比下降7.90%。

期间费用方面，2016 年公司费用总额 14.07 亿元，同比增长 269.94%，主要系公司合并五星电器后费用结构有所变化，期间费用增长所致。2016 年，公司费用总额中销售费用占 57.78%，管理费用占 26.09%，财务费用占 16.13%。2016 年销售费用为 8.13 亿元，同比增长 490.86%，主要系新纳入合并范围的家电零售业务销售费用较多所致；管理费用 3.67 亿元，同比增长 68.67%，主要系合并范围扩大所致；财务费用 14.07 亿元，同比大幅增长 803.83%，主要系合并范围新纳入五星电器所致。2016 年，公司费用收入比为 9.56%，同比上升 6.11 个百分点，公司费用控制能力有所下降。

从利润构成看来，2016 年，公司公允价值变动收益为 1.79 亿元，占当期营业利润的 13.60%，公允价值变动对公司营业利润有一定影响。2016 年公司营业外收入为 1.45 亿元，主要为公司于邵阳新邵县棚户区改造项目收到的开发补偿，占利润总额的 10.66%，公司营业外收入对公司利润总额有一定影响。

从盈利能力指标看，受房地产业务毛利率略有下降以及新增家电零售业务的影响，2016年，公司主营业务毛利率为20.90%，同比下降2.98个百分点；净资产收益率为9.63%，同比下降2.64个百分点，主要系合并范围扩大，所有者权益增长所致；总资本收益率为4.93%，同比下降0.51个百分点；总资产报酬率3.65%，同比下降0.31个百分点。

总体来看，公司营业收入逐年增加，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力略有下降；公司利润主要来自主营业务，但公允价值变动和营业外收入对公司利润有一定影响。2017年，五星电器全年利润将体现在报表中，公司收入规模会增长，期间费用占比会有所提升，公司利润将有所增长；考虑到家电零售业务整体利润率低于房地产业务，公司盈利能力指标可能会有所下降。

5．现金流

从经营活动看，2016年，公司经营活动产生的现金流入233.19亿元，同比增长28.00%，主要系房地产项目销售金额逐年增长及五星电器纳入合并范围所致；现金流出257.62亿元，同比增长131.87%，主要系拿地规模增长及支付了较大规模的往来款所致；经营活动产生的现金流量净额变为净流出，为-24.43亿元。公司房地产行业收入结转与收现存在时间差，2016年，公司现金收入比108.86%，大幅上升26.02个百分点，主要系并入家电零售业务所致。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入0.71亿元，大幅下降，主要系往年赎回信托投资等理财产品收到现金规模较大所致。2016年，公司投资活动的现金流出22.95亿元，大幅增长183.71%，主要系公司购买理财产品规模较大所致；2016年，公司投资活动现金流量净额为-22.24亿元，净流出规模进一步扩大。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动产生的现金流入193.24亿元，同比增长216.21%，主要系公司2016年发行债券以及银行及其他非金融机构借款规模增长所致。2016年，公司筹资活动产生的现金流出127.93亿元，同比微降0.25%，变动较小。2015~2016年公司筹资活动现金流量净额分别为-67.14亿元和65.30亿元，公司2016年筹资规模扩大，由净流出变为净流入。

总体来看，2016年，公司拿地规模和支付往来款规模较大，经营活动产生的现金表现为净流出；子公司五星电器购买理财产品规模较大，投资活动现金流呈现净流出状态；公司拿地规模及项目开发规模扩大，存在较大的融资需求，筹资活动现金流呈现大额净流入状态。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年，公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 1.59 倍和 0.70 倍；受公司调整融资结构的影响，现金短期债务比整体有所上升为 0.59 倍，公司现金类资产对对短期债务的覆盖能力尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 16.63 亿元，同比增长 7.21%；主要由计入财务费用的利息支出和利润总额构成，二者占比分别为 13.57%和 82.04%。2015~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.00 倍和 1.19 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度有所好转，但仍一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.18 倍和 0.08 倍，2016 年大幅下降主要系公司新增大量借款及发行公司债券所致，EBITDA 对债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2016 年底，公司及子公司共获得的银行授信额度为 197.00 亿元，尚未使用的授信额度为 110.00 亿元，间接融资渠道较通畅。

截至 2016 年底，公司无涉及重大金额诉讼案件。

截至 2016 年底，按照行业惯例，公司给购房者的阶段性担保为 78.92 亿元。公司对合并范围外担保 1.54 亿元，占所有者权益的 1.35%，其中关联方担保 1.35 亿元，非关联方担保 0.19 亿元；公司对外担保规模较小，但如果被担保人在债务到期时违约，公司将承担连带责任保证。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码为 G1033040200056490I），截至 2017 年 5 月 5 日，公司已结清信贷信息中有一笔不良、一笔欠息记录，系周五手动扣款到账较晚和周末银行系统延期划转所致；公司层面无未结清信贷信息，公司过往履约情况良好。

总体看，伴随公司 2016 年大规模融资，公司偿债压力有所加重；公司短期偿债能力指标尚可，公司长期偿债能力指标有待提升，但考虑到公司土地储备和待售项目储备充足且主要分布在长三角等经济发展良好地区；公司新增家电零售业务，经营多元化有利于分散业务风险等优势，整体看，公司偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据 49.31 亿元，约为“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”待偿本金合计（35 亿元）的 1.41 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产为 113.74 亿元，为待偿本金合计（35 亿元）的 3.25 倍；公司现金类资产和净资产对“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”的按期偿付起了较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 16.63 亿元，约为“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”待偿本金（35 亿元）的 0.48 倍，公司 EBITDA 对“16 佳源 01”、

“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况开看，公司2016年经营活动产生的现金流入233.19亿元，约为“16佳源01”、“16佳源02”、“16佳源06”和“16佳源07”待偿本金合计（35亿元）的6.66倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度较高。

综和以上分析，并考虑到公司作为一家大中型发地产开发企业在房地产开发经验、土地储备、可售房源等方面的优势，公司对“16佳源01”、“16佳源02”、“16佳源06”和“16佳源07”的偿还能力很强。

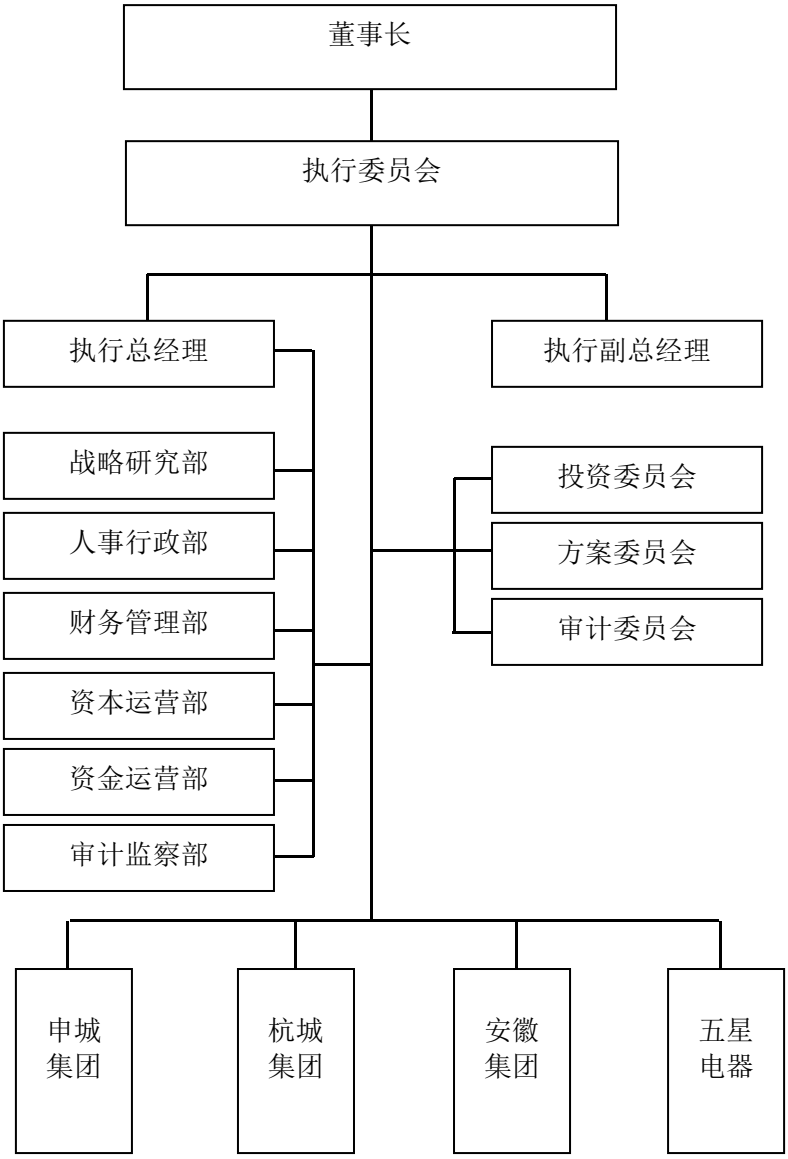
八、综合评价

2016 年，佳源创盛作为国内中型房地产开发企业之一，房产业务规模持续扩大。公司开发项目主要分布在长三角地区等经济发展良好区域，土地储备较充足；收购五星电器后，资产规模和盈利能力均有所提升；多元化业务拓展有利于分散经营风险。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、经营性现金流波动较大及资金需求压力较大等因素对公司信用状况产生的不利影响。

未来，随着公司在建项目的开发完成和实现销售、新业务板块发挥协同作用，公司经营规模和盈利水平有望提升。

综上，联合评级维持佳源创盛主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“16 佳源 01”、“16 佳源 02、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”债项 AA 的信用等级。

附件 1　佳源创盛控股集团有限公司组织结构图



附件 2　佳源创盛控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	356.47	514.14
所有者权益（亿元）	93.21	113.74
短期债务（亿元）	19.71	83.12
长期债务（亿元）	65.36	120.81
全部债务（亿元）	85.07	203.93
营业收入（亿元）	110.15	147.23
净利润（亿元）	10.88	9.97
EBITDA（亿元）	15.51	16.63
经营性净现金流（亿元）	71.08	-24.43
流动资产周转次数（次）	0.33	0.40
存货周转次数（次）	0.36	0.53
总资产周转次数（次）	0.28	0.34
现金收入比率（%）	82.84	108.86
总资本收益率（%）	5.44	4.93
总资产报酬率（%）	3.96	3.65
净资产收益率（%）	12.27	9.63
营业利润率（%）	16.12	17.16
费用收入比（%）	3.45	9.56
资产负债率（%）	73.85	77.88
全部债务资本化比率（%）	47.72	64.20
长期债务资本化比率（%）	41.22	51.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.08
流动比率（倍）	1.52	1.59
速动比率（倍）	0.53	0.70
现金短期债务比（倍）	0.52	0.59
经营现金流动负债比率（%）	36.76	-8.92
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.44	0.48

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]
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	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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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+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 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。