跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1261 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“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”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”和“16 佳源 07”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月二十二日

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
公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

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	2017 年 6 月 22 日
16 佳源 02	10 亿元	2+1 年	AA	AA	2017 年 6 月 22 日
16 佳源 06	6.2 亿元	2+1 年	AA	AA	2017 年 6 月 22 日
16 佳源 07	3.8 亿元	3+2 年	AA	AA	2017 年 6 月 22 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	519.33	693.57
所有者权益（亿元）	115.01	147.22
长期债务（亿元）	121.79	197.18
全部债务（亿元）	205.11	284.08
营业收入（亿元）	148.17	239.16
净利润（亿元）	10.41	15.37
EBITDA（亿元）	17.14	27.18
经营性净现金流（亿元）	-24.31	33.25
营业利润率（%）	17.50	19.87
净资产收益率（%）	9.99	11.72
资产负债率（%）	77.86	78.77
全部债务资本化比率（%）	64.07	65.87
流动比率（倍）	1.59	1.67
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10
EBITDA 利息倍数（倍）	1.23	1.38
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.49	0.78

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。4、2017 年公司会计政策变更，因此 2016 年底财务数据使用 2017 年期初数。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“公司”或“佳源创盛”）的评级反映了公司作为国内中型房地产开发企业之一，房地产业务规模持续扩大；开发项目主要分布在长三角地区、合肥和重庆等经济发展良好区域，土地储备较充足；江苏五星电器有限公司（以下简称“五星电器”）业务发展迅速，多元化业务拓展有利于分散经营风险；公司营业收入和净利润规模快速增长，经营活动产生的现金由净流出转为净流入。同时，联合评级也关注到 2017 年以来全国楼市调控长期化、公司资金需求较大、债务负担仍较重、关联方往来款规模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，以及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“AA”，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．公司项目开发和运营经验丰富，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。

2．2017年，公司加大拿地力度，土储规模大幅增长；目前，公司土地储备较充裕，主要集中在长三角、重庆和青岛等区域，土地质量较高。

3．2017年，公司协议销售面积和协议销售金额均大幅增长，为未来结转收入提供较好的支撑。

4．2017年，五星电器门店数量迅速增加，

销售规模大幅增长，其良好的发展趋势有利于公司多元化经营，降低业务集中风险。

5．公司营业收入和净利润规模快速增长，经营活动产生的现金由净流出转为净流入。

关注

1．公司房地产项目集中于长三角周边二三线城市、安徽合肥和重庆地区，2017 年以来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策对公司未来核心区域项目销售存在较大影响。

2.2017年,公司拿地和支付往来款规模较大，以及在建拟建项目尚需资金规模较大，公司仍存在较大的融资需求。

3．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。

4．2017年，公司债务规模进一步扩大，债务负担仍较重；公司2018年和2019年存在一定的债务集中偿付压力。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

李　镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

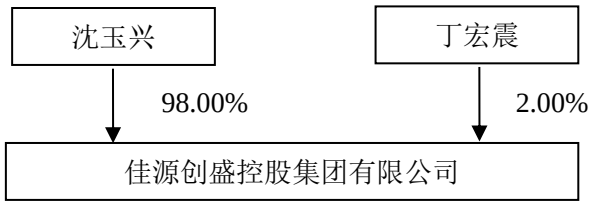
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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 0.58 亿元，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 1.58 亿元。2015 年 9 月，公司增资至 1.76 亿元，其中，自然人丁宏震出资 0.18 亿元，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 7.20 亿元。截至 2017 年底，公司注册资本增加至 8.78 亿元，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 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年 2 月，公司实际控制人沈玉兴将所持全部公司的股权质押于大连银行，为公司全资子公司浙江佳源房地产集团有限公司的 23 亿元银行贷款融资提供担保，其质押期限为三年，质押比例高，需持续关注该借款按时归还情况。

2017 年，公司营业范围变更为：股权投资；实业投资；房地产开发、经营；投资管理；企业管理咨询服务；房地产中介服务；自有房屋租赁服务。

截至 2017 年底，公司组织结构较 2016 年末无变化。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的子公司 144 家，员工合计 13,044 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 693.57 亿元，负债合计 546.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.22 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 113.42 亿元。2017 年，公司实现营业收入 239.16 亿元，净利润（含少数股东损益）15.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 13.79 亿元；经营活动现金流量净额为 33.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.90 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

经证监会证监许可〔2016〕1463号文许可，“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年末上调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年末上调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。截至2017年底，本期债券所募资金扣除发行费用后的24.78亿元已按照募集说明书约定用于偿还金融机构借款，剩余部分用于补充公司营运资金。2017年8月18日，公司对“16佳源01”、“16佳源02”分别支付利息9,600万元和6,200万元。

经证监会证监许可〔2016〕1463号文许可，“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，品种一发行规模为6.2亿元，发行期限为3年，票面利率为6.2%，附第第2年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二发行规模3.8亿元，发行期限为5年，票面利率为6.4%，附第3年末上调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。截至2017年底，本期债券所募资金扣除发行费用后的9.92亿元已按照募集说明书约定用于偿还金融机构借款。2017年10月16日，公司对“16佳源06”、“16佳源07”分别支付利息3,844万元和2,432万元。

三、行业分析

公司收入主要来源于房地产和电器零售业务，房地产行业和家电零售行业的发展对公司影响大。

1．房地产行业

（1）行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 3.18%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 2.57%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.54%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加土地供给，稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一、二、三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

资金来源方面，2017 年，全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

市场供需方面，2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，

同比增长 7.70%。其中，住宅销售面积同比增长 5.30%，办公楼销售面积同比增长 24.30%，商业营业用房销售面积同比增长 18.70%；住宅销售额同比增长 11.30%，办公楼销售额同比增长 17.50%，商业营业用房销售额同比增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

总体看，2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，根据中国指数研究院数据信息中心监测显示，2015年各房企债券类融资金额4,473.20亿元，是上年总额的四倍。2016年，房地产企业再次把握融资窗口期，债券类融资金额4,653亿元，较上年增长4.02%。2015年和2016年房地产企业发债规模的激增，未来可能出现集中到期偿付的风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

市场格局持续分化

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

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）未来发展

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

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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，2016~2017 年，社会消费品零售增速分别以 10.40%和 10.2%的速度增长，增速下降，2017 年，社会消费品零售总额 366,262 亿元。其中，城镇消费品零售额 314,290 亿元，同比增长 10.0%；乡村消费品零售额 51,972 亿元，同比增长 11.8%。2016 年~2017 年，社会消费品零售中的商品零售额增速分别为 10.40%和 10.2%，2017 年商品零售 326,618 亿元。网络零售保持快速增长态势，2017 年，全国网上零售额 71,751 亿元，同比增长 32.2%。其中，实物商品网上零售额 54,806 亿元，增长 28.0%，占社会消费品零售总额的比重为 15.0%；在实物商品网上零售额中，吃、

穿和用类商品分别增长 28.6%、20.3%和 30.8%。

2016~2017 年，家电和音响器材零售额增长率分别为 8.7%和 9.3%，增速上升；2017 年家电和音响器材零售额为 9,454 亿元。

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。2017 年，家电销售行业增速有所回升，但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。

（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

2017年，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

随着公司房地产结转收入规模的增加、电器零售业务规模的迅速扩大以及收购五星电器（2016年1~7月五星电器零售业务收入未并入合并报表）的影响，2017年，公司实现营业收入239.16亿元，同比增长61.41%；实现净利润15.37亿元，同比增长47.70%。利润增幅小于收入增幅，主要系五星电器并入导致期间费用增加所致。

从主营业务收入构成看，2017年，公司房地产收入为112.33亿元，同比增长13.24%，主要系公司竣工结转节奏的影响所致；房地产收入占主营业务收入的47.44%，同比下降19.88个百分点，主要系2017年电器零售业务销售收入全部并表所致。2017年，公司电器零售业务收入120.48亿元，同比增长1.65倍，占当期营业收入的50.89%，提升20.10个百分点，主要系2017年公司扩大电器零售业务门店数量使电器零售业务收入增加，而2016年1~7月电器零售业务收入（2016年电器零售业务收入104.42亿元）未并入合并报表范围所致。此外，公司的主营业务板块还包括建筑设计收入、物业费及停车费、智能家居收入和租金收入，占比均不足1%，对公司整体经营影响较小。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产收入	99.20	67.32	20.65	112.33	47.44	23.63
电器零售收入	45.38	30.79	20.38	120.48	50.89	18.72
建筑设计收入	0.17	0.12	38.05	0.19	0.08	21.48
物业费及停车费	0.93	0.63	12.98	1.67	0.70	21.18
租金收入	1.06	0.72	100.00	1.06	0.45	100
智能家居收入	0.63	0.43	49.33	1.04	0.44	35.44
合计	**147.37**	**100.00**	**21.23**	**236.76**	**100**	**21.51**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2017年公司房地产收入毛利率为23.63%，同比增加2.98百分点，主要系公司房地产结转区域毛利不同所致。2017年公司电器零售业务毛利率为18.72%，下降1.66个百分点，主要系当年新增电器零售门店使前期投入费用较高所致，但毛利率水平仍较高。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增加影响，公司主营业务收入毛利率小幅上升至21.51%。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。

从营业收入的区域构成来看，公司的营业收入主要来自江苏、浙江、安徽等地区，各地区收入规模同比均增加，尤其是江苏地区，随着五星电器的业务扩大，其收入规模大幅增长。

表 2　2016~2017 年公司营业收入分地区情况（单位：亿元）

地区	2016 年	2017 年
浙江	71.54	79.90
上海	11.84	16.05

安徽	9.71	35.30
其他	9.25	22.25
江苏	45.83	85.67
合计	**148.17**	**239.16**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司营业收入主要来自房地产销售和电器零售业务；随着公司房地产结转收入规模的增加以及电器零售业务规模的迅速扩大，公司营业收入快速增长；整体毛利率稳中略升。

2．房地产板块

（1）土地储备情况

2017年，公司在重庆和青岛等城市拿地规模较大，主要用于住宅和商业项目，合计取得土地面积263.54万平方米，同比增长49.99%；建筑面积754.71万平方米，同比增长2.33倍；平均楼面单价为3,000元/平方米，同比增长38.79%，主要与获取土地的地理位置分布有关。

表3　2016~2017年公司土地储备获取情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
购地面积	175.71	263.54
建筑面积	226.51	754.71
购地支出	39.18	124.75
楼面单价	2,161.61	3,000.00

资料来源：公司提供
注：上表数据均为权益口径。

截至2017年底，公司土地储备规划建筑面积合计1,259.62万平方米（权益占比均为100%），较上年底增长65.08%；其中尚未开发的土地规划建筑面积合计771.80万平方米，较上年底增长94.11%。公司土地储备较为充裕，主要分布在长三角地区、杭州湾及合肥、重庆和青岛等地，由于成本管控较为严格，公司土地储备获取价格较为合理。从近年新开工面积看，公司尚未开发的土地规划建筑面积可满足未来3~4年的开发需求。

表 4　截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米，%）

项目名称	具体位置	取得时间	项目类别	规划建筑面积	楼面地价	尚未开发的土地面积	尚未开发的规划建筑面积
佳源悦城（佳源中心广场）	绍兴市	2013 年 2 月	住宅/商业/办公	53.00	3,630.57	3.57	7.45
东方都市	海宁市	2013 年 11 月	住宅/商业	45.77	2,592.12	1.07	9.51
长兴英伦都市	长兴县	2010 年 12 月	住宅	24.36	1,529.75	2.86	7.13
宁波佳源都市	宁波市	2016 年 5 月	住宅	22.96	2,122.14	3.00	4.81
湘湖印象	杭州市	2016 年 8 月	住宅	14.44	6,310.22	4.91	9.81
桐乡佳源罗马都市	桐乡市	2010 年 2 月	住宅/商业	63.61	1,736.69	0.21	1.79
优优华府	嘉兴市	2017 年 1 月	住宅/商业	22.81	2,246.13	1.66	11.47
湖州诚源佳源都市	湖州市	2017 年 1 月	住宅/商业/办公	58.77	1,631.13	15.60	31.60
湖州鑫源佳源中心广场	湖州市	2010 年 12 月	商业	10.90	315.98	2.93	10.90
安吉祥源佳源未来府	安吉市	2017 年 3 月	商业、住宅	10.23	2,463.59	0.88	7.09
仁和小镇	杭州市	2017 年 7 月	住宅	9.19	2,774.66	3.16	9.19
优优中环	嘉兴市	2017 年 9 月	住宅	8.33	8,728.26	2.77	8.33

湖州崇源优优学府	湖州市	2017 年 9 月	住宅	11.01	5,460.77	4.54	11.01
桐乡振源优优景苑	桐乡市	2017 年 12 月	住宅	8.79	3,806.20	3.38	8.79
海宁佳源珑府	海宁市	2017 年 12 月	住宅	12.37	7,186.08	4.49	8.99
安吉佳源广场	安吉市	2013 年 1 月	住宅/商业	15.98	592.00	1.36	6.09
台州贝利温岭项目	台州市	2017 年 11 月	住宅	9.95	10,735.69	3.70	9.95
仓南国源	温州市	2017 年 11 月	住宅/商业	15.34	1,813.26	5.6	15.34
合肥佳源巴黎都市佳源广场	合肥市	2013 年 12 月	住宅/商业/办公	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	66.02	539.65	4.30	11.04
和县中央城	马鞍山市	2014 年 4 月	住宅/商业	78.78	929.67	17.91	44.69
庐江佳源东方都市	合肥市	2016 年 7 月	住宅/商业	42.41	2,666.67	4.84	17.50
利辛明源佳源都市	利辛	2017 年 1 月	住宅/商业	22.67	413.71	3.65	13.16
祥源柘林佳源梦想广场	上海市	2013 年 1 月	住宅/商业/办公	40.83	2,303.83	7.31	21.41
百色城市花园	百色市	2007 年 8 月	住宅/商业	50.12	205.25	1.80	1.23
青岛领世华府	青岛市	2017 年 3 月	住宅/商业/办公	110.66	2,475.50	19.27	110.66
威海佳源名城	威海市	2017 年 9 月	住宅/商业	10.10	2,294.52	3.24	10.10
邵阳名人	湖南新邵	2011 年 9 月	住宅/商业	28.78	528.37	1.13	4.69
重庆中国摩 I54	重庆市	2015 年 6 月	住宅	31.74	1,016.34	1.13	10.34
重庆中国摩 I53	重庆市	2015 年 12 月	住宅	30.53	1,038.08	3.48	18.56
重庆中国摩 I55-北区	重庆市	2016 年 8 月	住宅	42.32	1,213.31	8.89	42.32
重庆中国摩 I55-南区商业	重庆市	2016 年 8 月	商业	45.36	1,994.77	15.92	45.36
重庆中国摩二期（49/50/51 地块）	重庆市	2017 年 9 月	住宅	70.45	2,501.96	20.07	70.45
重庆中国摩二期（J05 地块）	重庆市	2017 年 9 月	住宅	55.32	2,496.01	17.05	55.32
重庆中国摩二期（地块）J06	重庆市	2017 年 9 月	住宅	36.45	2,471.41	10.75	36.45
重庆中国摩二期（J 分区 I12-1/05、J01-17/05、J13-4/05 号） J13-4、J13-13 地块）	重庆市	2017 年 9 月	住宅	39.40	2,141.49	14.65	39.40
重庆中国摩二期（J13-13/05）医院	重庆市	2017 年 9 月	医院	17.86	1,141.36	3.47	17.86
重庆中国摩学校	重庆市	2016 年 11 月	学校	14.01	794.43	13.32	14.01
合计		--	--	**1,259.62**	--	**240.11**	**771.80**

资料来源：公司提供

中国摩（重庆）项目由公司（权益占比60%）和中农国信控股集团有限公司（权益占比40%）共同开发，占地1,996.8亩，由4个子项目组成，其中中国摩游购综合体项目占地372亩、重庆中美国际医院项目占地149亩、重庆巴蜀常春藤国际学校项目占地240亩、中国摩智慧康城产城综合体占地1,245.8亩。中国摩（重庆）项目的收购增加了公司的项目及土地储备，其涉及的子项目也丰富了公司的业务板块，在一定程度上推动公司多元化战略实施。

总体看，2017年，公司加大拿地力度，土储规模大幅增长；土地储备主要集中在长三角、重庆和青岛等区域，拿地成本整体不高，目前土地储备规模较大，可支持公司未来3~4年的开发需求。

（2）项目开发

截至2017底，公司已累计开发各类商住项目126个，累计开发面积逾3,237万平方米，开发区域涵盖了浙江、上海、江苏、安徽、河南、山东、辽宁、湖南、广东、广西、云南、四川、天津等14个省（自治区、直辖市）的52座城市，开发物业包括各类型住宅物业、酒店、社区商业以及新市镇商业综合体等商业物业。

2017年公司新开工项目9个，主要为湖州佳源都市、嘉兴优优华府和杭州湘湖等项目，新开工面

积达209.51万平方米；受工程进度影响，公司竣工项目11个，竣工面积176.80万平方米，竣工面积大幅提升；截至2017年底，公司在建面积为631.37万平方米，具体情况见下表。

表 5　2016~2017 年公司主要开发数据情况

项目	2016 年	2017 年
新开工项目数（个）	10	9
当期新开工面积（万平方米）	253.48	209.51
当期竣工项目数（个）	9	11
当期竣工面积（万平方米）	107.91	176.8
期末在建面积（万平方米）	598.66	631.37

资料来源：公司提供

从公司在建项目投资情况看，截至2017年底，公司在建项目31个，在建项目计划总投资金额425.97亿元，已投资269.86亿元，尚需投资156.11亿元；公司拟建项目17个，计划投资384.72亿元。

表 6　截至 2017 年底公司在建项目开发情况（单位：亿元）

项目名称	项目所在地区	项目性质	开工时间	预计竣工时间	计划投资金额	已投资金额	项目进度
安吉佳源中心广场	安吉城北	住宅、商业	2013 年 2 月	2018 年 4 月	6.88	6.3	90%
佳源悦城	绍兴越城区	住宅、商业、办公	2014 年 7 月	2019 年 12 月	37	26.15	67%
上海柘林佳源名城	奉贤区柘林镇	住宅、商业、办公	2013 年 7 月	2018 年 12 月	26.2	15.59	53%
东方都市二期	海宁市区硖石街道	住宅、商业	2015 年 4 月	2018 年 3 月	4.18	3.98	95%
东方都市三期	海宁市区硖石街道	住宅、商业	2015 年 9 月	2018 年 12 月	15.65	13.97	65%
公园一号 • 凯旋宫	湖州南浔	住宅、商业	2011 年 9 月	2018 年 1 月	10.6	8.35	86%
英伦都市	长兴雉城镇五峰村	住宅	2012 年 3 月	2019 年 12 月	12.7	9.3	73%
城市花园	邵阳新邵区	住宅、商业	2008 年 5 月	2018 年 10 月	12.35	11.59	93%
名人国际	邵阳大祥区	住宅、商业	2011 年 5 月	2019 年 12 月	10.13	6.78	66%
合肥佳源巴黎都市佳源广场 13 地块	合肥滨湖新区	住宅、商业、办公	2015 年 9 月	2018 年 12 月	31.47	13.44	50%
蚌埠明源东方都市	蚌山区	住宅、商业	2013 年 1 月	2021 年 9 月	21.57	16.31	75%
百色城市花园	百色市	住宅、商业	2009 年 9 月	2018 年 12 月	11	10.92	85%
湖州 10k 项目（佳源中心广场）	湖州南浔	商业	2017 年 12 月	2020 年 12 月	5.41	0.59	10%
合肥佳源巴黎都市美泉宫 14 地块	合肥滨湖新区	住宅、商业、办公	2016 年 2 月	2018 年 12 月	29.16	23	79%
桐乡优优花园	桐乡市梧桐街道	住宅	2016 年 7 月	2018 年 5 月	7.8	5.18	66%
宁波佳源都市	宁波市	住宅、商业	2016 年 11 月	2018 年 11 月	12.6	6.42	51%
优优秀湖	嘉兴市	住宅、商业	2016 年 5 月	2018 年 12 月	6	4.29	71%
和县中央城	和县	住宅、商业	2014 年 7 月	2021 年 10 月	26	15	50%
佳源东方都市	庐江县	商业、办公、住宅	2017 年 1 月	2019 年 12 月	22.48	11.75	50%
湘湖印象	杭州市	住宅	2017 年 9 月	2019 年 1 月	12.51	8.2	30%
优优锦城	杭州	住宅、商业	2017 年 6 月	2019 年 1 月	3.36	1.5	45%
优优滨海	海盐	住宅	2017 年 1 月	2018 年 12 月	10.43	6.84	60%

优优花园二期	嘉兴	住宅、商业	2017 年 4 月	2018 年 11 月	4.81	4.06	85%
未来府	杭州	住宅	2016 年 9 月	2019 年 5 月	7.47	4.34	60%
优优华府	嘉兴	住宅、商业	2017 年 5 月	2019 年 11 月	11.9	6.02	51%
湖州佳源都市	湖州	住宅、商业	2017 年 2 月	2019 年 12 月	27.9	8.97	32%
利辛·佳源都市	亳州利辛	住宅、商业	2017 年 4 月	2019 年 10 月	6.21	2.4	29%
安吉祥源佳源未来府	安吉市	商业、住宅	2017 年 8 月	2019 年 4 月	4.45	2	50%
优优湘溪	桐乡	住宅、商业	2017 年 8 月	2020 年 11 月	5.85	2.84	49%
重庆中国摩 I54	重庆	住宅	2015 年 9 月	2018 年 9 月	11.9	9.38	79%
重庆中国摩 I53	重庆	住宅	2017 年 5 月	2019 年 10 月	10	4.4	5%
合计					**425.97**	**269.86**	--

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产开发规模较大，在建拟建项目尚需较大规模的资金，未来存在较大的资金压力。

（3）房屋销售

从销售数据看，2017年，公司实现协议销售金额231.90亿元，协议销售面积206.97万平方米，分别同比增长54.59%和57.91%，均大幅增长，主要系房地产市场销售较好的大环境影响所致，为未来结转收入提供较好的支撑。从销售均价看，2017年，公司协议销售均价1.12万元/平方米，变化不大。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。从结转情况看，2017年，公司结转收入面积为131.51万平方米，变化不大；由于结转项目所处地理位置的差异，公司结转收入规模为112.33亿元，同比增长13.24%。

表 7　2016~2017 年公司房地产销售数据（单位：万平方米，亿元，万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积	131.07	206.97
协议销售金额	150.01	231.90
协议销售均价	1.14	1.12
结转收入面积	132.73	131.51
结转收入	99.20	112.33

资料来源：公司提供

从可售项目情况来看，截至 2017 年底，公司已完工和在建项目总可售面积为 1,161.13 万平方米，总待售面积共 313.65 万平方米，平均去化率达 95.07%。其中，已完工项目方面，可售面积共 494.72 万方米，已销售 445.78 万平方米，剩余待售 48.94 万平方米，涉及 20 余个项目，除个别商业项目因竣工时间不长去化率在 70%左右外，绝大多数项目去化率达 100%；在建项目方面，可售面积为 666.41 万平方米，待售面积为 264.71 万平方米，个别去化率在 80%左右，普遍去化率在 90%以上。公司在建项目较多，分布在长三角、安徽合肥和重庆等地，所处市场环境较好。总体看，公司待售面积规模尚可，能够支持公司未来 1~2 年销售。

总体看，2017 年，公司房产项目集中于长三角周边二三线城市、安徽合肥和重庆地区，协议销售面积和协议销售金额均大幅增长，为未来结转收入提供较好的支撑；待售规模尚可，能够支持公司未来 1~2 年销售。

（4）其他业务

截至 2017 年底，公司现有投资性物业项目 51 个，建筑面积共计 50.30 万平方米，较年初增长 41.29%，主要系新购置物业及存货转入所致。2017 年公司投资性房地产整体出租率尚可，为 89.00%。平均租金方面，2017 年，公司平均租金为 0.62 元/平/天，有所下降，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，2017 年公司租金收入 1.06 亿元，同比变化小。

表 8　2016~2017 年公司自持物业收入及租金情况（单位：元/平/天，万元）

项目	2016 年	2017 年
平均租金水平	0.82	0.62
租金收入	10,570.30	10,589.32

数据来源：公司提供

截至 2017 年底，公司投资性房地产主要位于嘉兴，建筑面积为 50.30 万平方米，投资成本 32.80 亿元，以公允价值模式计量，评估价值 63.17 亿元，增值率 92.59%，投资性房地产增值率较高。

表 9　截至 2017 年底公司投资性物业概况（单位：万平方米，%，亿元）

项目名称	所处地理位置	物业类型	建筑面积	投资成本	评估价值	增值率
九龙一号	杭州	商业	0.09	0.06	0.12	209.31
佳源银座	杭州	商业、办公	1.74	2.04	3.61	176.61
江北区三和嘉园 108 号，江北区北海南路 606、608 号，教三路 34-1 号，十五家园 1 幢 1 号	杭州	商业	0.33	0.06	0.98	1734.67
公园一号-凯旋宫	湖州	教育	0.34	0.17	0.49	287.18
罗马都市二期	嘉兴	商业	0.95	0.64	1.78	276.40
英伦都市、巴黎都市系列（酒店、商铺、住宅等）	嘉兴	商业、住宅、酒店	7.49	4.90	15.48	315.76
小商品城和洲泉威尼斯	嘉兴	商业	4.70	1.62	3.65	225.10
巴黎都市	嘉兴	商业	0.78	0.40	0.79	196.36
月河公寓、名人国际花园、名人国际、桐乡市洲泉镇足佳鞋材市场 A.B.C.D 区	嘉兴	商业、办公	0.86	0.15	0.54	349.01
长安佳源中心广场	嘉兴	商业、酒店	4.91	2.37	5.52	233.19
柘林梦想广场	上海	商业、酒店	2.13	2.07	4.26	206.17
奉城名人公馆	上海	商业	1.36	1.15	2.42	209.67
汇景华庭	上海	商业	0.77	0.64	1.61	252.65
濮院佳源中心广场	嘉兴	商业、酒店	5.16	5.10	6.89	135.23
新塍佳源中心广场	嘉兴	商业、酒店、车位	6.04	2.48	3.92	157.86
王江泾一期和二期	嘉兴	商业	5.99	3.25	4.48	137.81
罗马都市	嘉兴	商业	2.64	1.60	3.19	199.77
公园一号	湖州	商业	0.37	0.25	0.52	203.81
黄海东路 27 号	盐城	商业	1.12	0.22	0.46	211.95
中山路 88-1A、2A、3A 号	无锡	商业	0.55	0.95	0.83	87.56

天宇购物广场 4 幢、东方不夜城、雨山区湖南路 44 号和人民中路 195 号	常州、泰州、马鞍山和宜兴	商业	1.98	2.68	1.64	61.19
合计	**--**	**--**	**50.30**	**32.80**	**63.17**	**209.31**

资料来源：公司提供

此外，2017 年，公司尚有部分停车费与物业费收入、智能家居收入和建筑设计收入，收入分别为 0.70 亿元、1.04 和 0.19 亿元，较 2016 年均有所增长，但规模小，对公司营收规模影响小。

总体看，公司其他业务主要系自持物业出租、停车费与物业费收入、智能家居收入，该板块整体收入规模均不大，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

五星电器连锁门店主要分布在江苏、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。2017年，公司电器零售业务收入120.48亿元，同比增长1.65倍，主要系2017年公司扩大电器零售业务门店数量使电器零售业务收入增加，而2016年1~7月电器零售业务收入未并入合并报表范围所致；受上述因素影响，五星电器电器零售业务毛利率小幅下降至18.72%，仍属较高水平。

（1）业务模式

2017 年，五星电器业务模式较 2016 年变化不大。

2017 年，五星电器前五名供应商分别为重庆海尔家电销售有限公司、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、青岛海信电器营销股份有限公司、三星（中国）投资有限公司，采购金额共 32.42 亿元，占当期采购总额的 26.00%，集中度尚可。

采购结算方面，对于经销供应商，结算方式仍主要有两种，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，结算方式无变化。

（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。“万镇通”加盟店模式即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。

2017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2017年底，五星电器连锁店总计247个，加盟店228个，连锁店中，自有店面7个，租赁店面240个。由于公司采取“跟投”机制等措施，促进电器的销售，2016~2017年，五星电器门店经营坪效[1]上升，分别为15,818元/平方米和16,000元/平方米。

表 10　2016~2017 年门店及加盟店情况（单位：个，平方米，元/平方米/年）

项目	2016 年	2017 年
门店数量	**210**	**247**
自有	8	7

[1] 坪效=年销售额÷门店营业面积

租赁	202	240
加盟店数量	**131**	**228**
门店面积	**598,169**	**685,099**
自有	32,524	29,673
租赁	565,645	655,426
经营坪效	**15,818**	**16,000**

资料来源：公司提供

2017年五星电器单店销售收入为4,125万元，同比下降8.46%，主要系公司当年新增较多 BC 类型的门店所致。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2017年底，年销售金额在1.5亿元以上的门店占2.83%，1~1.5亿元占4.05%，0.6~1亿元占比13.36%， 0.3~0.6亿元占35.63%，小于0.3亿元占比44.13%。

表 11　2016~2017 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	
2016 年底	5	12	31	77	85	210	4,506
2017 年底	7	10	33	88	109	247	4,125

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。

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，五星电器的家电零售业务有利于公司多元化经营，降低业务集中风险；2017年，五星电器门店数量迅速增加，销售规模大幅增长。

4．经营关注

未来资金需求较大

从公司在建拟建房地产项目的预计投入情况看，截至 2017 年底，公司在建项目尚需投资 156.11 亿元，拟建项目尚需投资 384.72 亿元，未来公司存在较大的资金需求。

实际控制人变更风险

2017 年 2 月，公司实际控制人沈玉兴将所持全部公司的股权（持有公司 98.00%）质押于大连银行，为公司全资子公司浙江佳源房地产集团有限公司的 23 亿元银行贷款融资提供担保，其质押期限为三年，质押比例高，可能存在实际控制人变更的风险。

5．未来发展

公司坚持以“品质是硬道理”为核心价值观，以“品质点亮生活”为宗旨，以“演绎品质生活，缔造城市光荣”为使命，以“做品质生活的引领者”为愿景。具体如下：

（1）经营多元化

公司未来将逐步向综合性地产运营商发展，涉及房地产产业（住宅地产、商业地产、旅游地产、养老地产、物流地产五大地产模块）、房地产配套产业（物业服务、商业运营、酒店管理、智能化开发等配套服务）、电器零售产业、医疗养老产业四大业务板块，做大做实做强各个业务板块。

（2）资产证券化

公司通过进军资本市场，促进自身持续快速健康发展。公司将紧跟金融创新步伐，通过旗下公司上市、债券发行、房地产基金等方式，不断拓展融资渠道；推进对外投资并购，探索新的合作开发模式，推动公司内外部资源整合。

（3）面向国际化

公司未来将围绕“多元化产业、海内外并进”的发展战略，以长三角为中心，以珠三角、京津冀环渤海区域为两翼，有重点地拓展各省会城市、计划单列市。同时，公司将适时进军美、加、澳等海外房地产市场，成立海外核心拓展团队，制定海外拓展计划，加快海外拓展步骤，完善海外拓展模式，确立海外经营模式。

（4）发展稳健化

公司未来将继续秉持“品质是硬道理”的核心价值观，稳健发展，完善产品标准化体系，制定适合不同区域的住宅标准化与新市镇商业综合体标准化模板，精研佳源第四代产品，向绿色低碳住宅发展，以高品质打造城市作品，进一步提升产品的市场竞争力。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 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的审计报告。公司按照企业最新会计准则的规定编制财务报表。2017 年公司发生非同一控制下的企业合并 6 家，发生同一控制下的企业合并 2 家，处置子公司 5 家，新设立 22 家子公司。2017 年公司新增加或减少的子公司规模不大，但 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。整体看，公司财务数据可比性一般。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 693.57 亿元，负债合计 546.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.22 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 113.42 亿元。2017 年，公司实现营业收入 239.16 亿元，净利润（含少数股东损益）15.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 13.79 亿元；经营活动现金流量净额为 33.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.90 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 693.57 亿元，较年初增长 33.50%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产中流动资产占 82.52%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产总额 572.34 亿元，较年初增长 29.82%，主要系货币资金、存货和其他流动资产增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 13.69%）、其他应收款（占 12.32%）和存货（占 65.44%）组成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 78.35 亿元，较年初大幅增长 57.33%，主要系公司房地产销售情况较好以及融资规模扩大所致。截至 2017 年底，公司货币资金中银行存款占 60.14%，其他货币资金占 39.64%；其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金（占 71.57%）、定期存单（占 18.19%）以及五星电器卖场持有的尚未划归五星电器总部的银行卡和第三方支付平台余额（占 6.34%）等。截至 2017 年底，公司因按揭保证金和保函保证金等原因受到限制的货币资金共 43.31 亿元，占货币资金的 55.28%，受限比例高。

截至2017年底，公司其他应收款账面价值为70.53亿元，较年初下降28.16%，主要系往来款减少所致；其他应收款账面余额为72.98亿元，主要由往来款（占71.92%）和押金保证金（占26.61%）构成，关联方对公司资金行成一定的占用，其他应收款累计计提坏账准备2.46亿元，计提比例为3.37%，计提比例尚可；其中按信用风险特征组合计提坏账准备（账龄组合）的其他应收款账面余额占33.24%，从账龄分布看，公司其他应收款1年以内占62.42%，1~2年占30.09%，2~3年占1.18%，3年以上共占6.31%，公司其他应收款账龄集中在2年内；从集中度看，公司其他应收款前五名期末余额占36.07%，集中度较高，账龄主要在1年内。

截至 2017 年底，公司存货 374.53 亿元，较年初增长 51.87%，主要系公司获取土地和新开工规模增加所致；公司存货主要由开发成本（占 79.94%）、开发产品（占 15.53%）和库存商品（占 4.50%）构成。具体看，公司开发成本主要包括重庆-中国摩（重庆）项目（87.64 亿元）、青岛-朱家洼项目（51.39 亿元）、合肥-巴黎都市（26.04 亿元）、绍兴-佳源广场（13.33 亿元）、嘉兴-优优中环（11.16 亿元）和庐江-佳源东方都市（10.91 亿元）等，大多预计在 2018 年竣工；开发产品主要为嘉兴-英伦都市（9.90 亿元）、合肥-巴黎都市（8.58 亿元）、嘉兴-东方都市（7.16 亿元）、台州-名溪花苑（3.96 亿元）、桐乡-罗马都市（3.73 亿元）等。截至 2017 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.34 亿元，主要针对五星电器的库存商品计提的跌价准备，计提比例 0.09%，未对开发成本和开发产品计提跌价准备；考虑到公司所在地区的市场环境较好，存货跌价风险不大。截至 2017 年底，公司存货中用于为借款提供抵押担保金额为 61.78 亿元，占存货的 16.50%，占比一般。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额 121.23 亿元，较年初增长 54.15%；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.14%）、投资性房地产（占 52.11%）、固定资产（占 5.66%）和其他非流动资产（占 22.98%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 7.44 亿元，较年初增长 54.51%，主要系当年新增杭州銮阙毕诚投资合伙企业（有限合伙）和浙江华腾牧业有限公司的股权投资（按成本计量）所致；公司可供出售金融资产中，以公允价值计量部分占 55.50%，按成本计量部分占 44.50%。

公司投资性房地产以公允价值计量。截至 2017 年底，公司投资性房地产 63.17 亿元，较年初增长 45.88%，主要系账面价值为 20.40 亿元的新购置物业及存货转入所致；其中，为借款提供质押担保的投资性房地产账面价值为 31.98 亿元，占投资性房地产账面价值的 50.63%，占比较高。公司投资性房地产主要位于嘉兴，投资成本 32.80 亿元，评估增值率 92.59%，投资性房地产增值率较高。

截至 2017 年底，公司固定资产 6.86 亿元，较年初增长 8.55%，主要系因处置房屋及建筑物导致累计折旧减少，以及购买运输设备和办公设备增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 83.86%）、运输设备（占 4.58%）和办公设备（占 11.11%）构成；公司固定资产累计计提折旧 3.31 亿元（针对办公和运输设备共计提减值准备 2.20 亿元），固定资产成新率为 65.18%，成新率较低；公司固定资产中因借款抵押而受限 0.87 亿元，占固定资产的 12.68%，受限比例一般。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 27.86 亿元，较年初增长 170.08%，主要系公司购买基金理财产品（保本型）增加，以及新增预付投资款所致；公司其他非流动资产主要由理财产品（占 53.61%）和预付投资款（占 42.80%）构成。

截至 2017 年底，公司受限资产共 137.99 亿元，主要为借款抵押担保和作为按揭、保函保证金而受限的货币资金、存货和投资性房地产，受限比例为 19.90%，考虑到房地产企业特征，受限比例一般。

总体看，随着公司购地及开发规模持续扩大，公司资产规模稳定快速增长；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。整体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 546.35 亿元，较年初增长 35.06%，系流动负债和非流动负债均增加所致；其中，流动负债占 62.68%，非流动负债占 37.32%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 342.45 亿元，较年初增长 23.66%，主要系预收款项增长所致；公司流动负债以应付票据（占 13.23%）、应付账款（占 8.96%）、预收款项（占 52.71%）、其他应付款（占 7.74%）和一年内到期的非流动负债（占 9.22%）为主。

截至 2017 年底，公司应付票据 45.32 亿元，较年初增长 51.32%，主要系五星电器家电零售业务应付银行承兑汇票规模较大所致；公司应付票据中银行承兑汇票占 87.07%，信用证占 12.49%。

截至 2017 年底，公司应付账款 30.67 亿元，较年初下降 11.53%，主要系房地产开发阶段的不同，应付工程款减少所致；公司应付账款以应付工程款（占 61.51%）、应付材料款（占 5.27%）和应付货款（占 29.88%）为主。

截至 2017 年底，公司预收款项 180.52 亿元，较年初增长 75.87%，主要系公司房地产推盘增加且销售情况良好，相应的签约销售金额大幅增加所致；公司预收款项主要为商品房预收款（占 95.96%）和预收商品销售款（占 3.43%）；公司无账龄超过一年的重要预收款项。

截至 2017 年底，公司其他应付款 26.50 亿元，较年初下降 36.41%，主要系其他应付、暂收款减少所致；公司其他应付款中，其他应付、暂收款占 82.63%，其他关联方往来款占 10.85%，押金保证金占 6.52%。

截至 2017 年底，公司一年内到期非流动负债 31.58 亿元，较年初增长 9.70%，系一年内到期的长期借款转入所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 203.90 亿元，较年初增长 59.79%，主要系公司长期借款、应付债券和其他非流动负债增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 58.66%）、应付债券（占 29.71%）和其他非流动负债（占 8.34%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 119.61 亿元，较年初增长 53.14%，主要系公司经营规模扩大带动新项目增加从而使得开发贷规模扩张所致；公司长期借款由抵押借款（占 10.25%）、抵押加保证借款（占 28.81%）、质押加保证借款（占 26.58%）、抵押加质押加保证借款（占 34.36%）构成。从长期借款期限结构看，于 2019 年到期 62.58 亿元（占 52.32%），2020 年到期 50.38 亿元（占 42.12%）。

公司 2016 年发行“16 佳源 01”15 亿元（3+2 年）、“16 佳源 02”10 亿元（2+1 年）、“16 佳源 03”4 亿元（1+1+1 年）、“16 佳源 04”5 亿元（2+1 年）、“16 佳源 06”6.2 亿元（2+1 年）、“16 佳源 07”3.8 亿元（3+2 年），2017 年发行“17 佳源 01”3.90 亿元（1+1+1 年）、“17 佳源 02”15 亿元（2+1 年）。截至 2017 年底，公司应付债券 60.58 亿元。若投资者行使回售权，公司应付债券于 2018 年到期 26.96 亿元（占 44.51%），2019 年到期 33.61 亿元（占 55.49%）。

截至 2017 年底，公司新增其他非流动负债为 17.00 亿元，系华西佳源购房尾款资产支持专项计划资产支持证券。

截至 2017 年底，公司全部债务为 284.08 亿元，较年初增长 38.50%，主要系公司长期借款增长、发行公司债券和购房尾款 ABS 所致；其中短期债务和长期债务分别占 30.59%和 69.41%，债务结构合理。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.77%、

65.87%和 57.25%，分别较年初增加 0.91 个百分点、1.79 个百分点和 5.82 个百分点，债务负担有所加重。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，受公司营业规模的扩大，公司预收售楼款、发行债券和新增借款的共同影响，公司负债规模快速增长；公司债务负担虽有所加重但仍属可控水平；受短期债务、长期借款和应付债券的共同影响，公司 2018 年和 2019 年存在一定的债务集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 147.22 亿元，较年初增长 28.01%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致；资本公积 33.85 亿元，较年初增长 8.73%，主要系公司购买子公司少数股东股权权益性交易形成的资本公积；其他综合收益 14.28 亿元，较年初增长 26.35%，主要系存货转换为公允价值计量的投资性房地产时公允价值高于账面价值的差额扩大所致；未分配利润 56.06 亿元，较年初增长 32.52%，系利润转入所致。截至 2017 年底，公司少数股东权益 33.80 亿元，较年初增长 60.40%，主要系合作项目增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 77.04%，少数股东权益占 22.96%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 7.74%，资本公积占 29.84%，其他综合收益占 12.59%，盈余公积占 0.40%，未分配利润占 49.43%，股本占比小，未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

总体看，受益于公司利润规模和少数股东权益的增长，公司所有者权益大幅增长，公司资本实力进一步增强；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

随着公司房地产结转收入规模的增加以及电器零售业务规模的迅速扩大，2017年，公司实现营业收入239.16亿元，同比增长61.41%；营业利润为21.12亿元，同比增长55.46%；实现净利润15.37亿元，同比增长47.70%；归属于母公司所有者净利润为13.79亿元，同比增长58.14%。

期间费用方面，2017 年公司费用总额 28.93 亿元，同比增长 102.75%，主要系公司合并五星电器后，销售费用和管理费用增长所致；公司费用总额中销售费用占 66.80%，管理费用占 24.09%，财务费用占 9.12%。2017 年公司销售费用为 19.32 亿元，同比增长 136.76%，主要系新纳入合并范围的家电零售业务使办公费用及租赁费、工资及福利费用等增加所致；管理费用 6.97 亿元，同比增长 82.49%，主要系新纳入合并范围的家电零售业务使工资及福利费用、咨询费及其他费用等增加所致；财务费用 2.64 亿元，同比增长 15.28%，主要系融资规模扩大所致。2017 年，公司费用收入比为 12.10%，较上年提高 2.47 个百分点，公司费用控制仍处于较好水平。

从利润构成看来，2017 年，公司资产减值损失、投资收益和其他收益（政府补助）对公司营业利润影响小；公司公允价值变动收益为 1.55 亿元（主要为投资性房地产增值），占当期营业利润的 7.34%，公允价值变动对营业利润有一定影响；公司营业外收入为 0.73 亿元，主要为公司取得子公司的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益 5,118.77 万元（上期为 5,105.31 万元），营业外收入占利润总额的 3.34%，公司营业外收入对公司利润总额影响较小。

从盈利能力指标看，2017年，受营业收入扩大，房地产业务毛利率提升的影响，公司净利润大幅增长；公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为19.87%、5.28%、4.32%和11.72%，分别同比增加2.37个百分点、0.20个百分点、0.59个百分点和1.73个百分点。

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司收入和利润规模均大幅增长；公允价值变动对营业利

润有一定影响；盈利指标大多维持在较稳定的水平，整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动看，2017年，公司经营活动产生的现金流入432.00亿元，同比增长84.76%，主要系房地产项目签约销售规模扩大及电器零售业务销售规模扩大所致；经营活动产生的现金流出398.75亿元，同比增长54.48%，主要系拿地资金增长及电器零售业务规模扩大所致；经营活动产生的现金流量净额为33.25亿元，由净流出转为净流入。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入8.37亿元，同比增长1,074.98%，主要系处置子公司青岛正沃实业有限公司等所致；公司投资活动的现金流出64.42亿元，同比增长180.66%，主要系公司投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金净额大幅增长所致；投资活动现金流量净额为-56.05亿元，净流出规模进一步扩大。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动产生的现金流入198.18亿元，同比增长1.78%；筹资活动产生的现金流出167.48亿元，同比增长29.28%，主要系偿还债务所致；筹资活动现金流量净额为30.70亿元，同比下降52.89%。

总体看，2017年，随着公司销售规模的扩大，公司经营活动产生的现金由净流出转为净流入；因投资和取得子公司及其他营业单位支付的现金大幅增长，公司投资活动现金流呈持续大规模净流出；随着拿地规模及项目开发规模扩大，公司仍存在较大的融资需求，筹资活动现金持续净流入。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年，公司流动比率为 1.67 倍，增加 0.08 个百分点；速动比率 0.58 倍，减少 0.12 个百分点，变化不大；现金短期债务比为 0.91 倍，增加 0.31 个百分点，主要系公司房地产销售情况较好以及融资规模扩大，使货币资金增加所致，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 27.18 亿元，同比增长 58.55%；主要由计入财务费用的利息支出（占 16.50%）和利润总额（占 80.02%）构成。2016~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.23 倍和 1.38 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度有所好转，但仍属一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.08 倍和 0.10 倍，EBITDA 对债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力有所提升，但整体仍属一般。

截至 2017 年底，公司及子公司共获得的银行授信额度为 445.1 亿元，已使用 99.29 亿元，尚未使用的授信额度为 345.82 亿元，间接融资渠道较通畅。

截至 2017 年底，公司的未决诉讼案件中，金额较大的为公司子公司江苏五星电器有限公司因卖场亏损，提前解除租赁合同，预计赔偿出租人租金损失 480.60 万元。

截至 2017 年底，按照行业惯例，公司给购房者提供的阶段性担保为 101.50 亿元。公司对合并范围外担保 10.56 亿元，占所有者权益的 7.17%，其中关联方担保 10.45 亿元，非关联方担保 0.11 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 2018 年 4 月 13 日，公司已结清信贷信息中存在有 1 笔因欠息（2.51 万元）产生的不良记录，系周五手动扣款到账较晚和周末银行系统延期划转所致，此外还存在 15 笔关注类贷款，主要系放款银行对各项目公司财务指标考核侧重点不同所致（如资产负债率超银行设定即被列入关注类）；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，公司短期偿债能力尚可，EBITDA 对债务的覆盖程度一般，同时间接融资渠道畅通。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，以及公司多元化经营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

从资产情况看，截至 2017 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）78.96 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（35.00 亿元）的 2.26 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产为 147.22 亿元，为待偿本金合计的 4.21 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。

从盈利情况看，2017 年，公司 EBITDA 为 27.18 亿元，约为“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”待偿本金合计的 0.78 倍，公司 EBITA 不能覆盖“16 佳源 01”、“16 佳源 02”、“16 佳源 06”和“16 佳源 07”的待偿本金。

从现金流情况看，2017年公司经营活动产生的现金流入432.00亿元，约为“16佳源01”、“16佳源02”、“16佳源06”和“16佳源07”待偿本金合计的12.34倍，公司经营活动现金流入量对债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家中型房地产开发企业，在房地产开发经验、土地储备、可售房源、业务多元化等方面的优势，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

2017 年，公司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；开发项目主要分布在长三角地区、合肥和重庆等经济发展良好区域，土地储备较充足；五星电器业务发展迅速，多元化业务拓展有利于分散经营风险；公司营业收入和净利润规模快速增长，经营活动产生的现金由净流出转为净流入。同时，联合评级也关注到 2017 年以来全国楼市调控长期化、公司资金需求较大、债务负担仍较重、关联方占用公司资金、受限资产规模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，以及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
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	519.53	693.57
所有者权益（亿元）	115.01	147.22
短期债务（亿元）	83.32	86.89
长期债务（亿元）	121.79	197.18
全部债务（亿元）	205.11	284.08
营业收入（亿元）	148.17	239.16
净利润（亿元）	10.41	15.37
EBITDA（亿元）	17.14	27.18
经营性净现金流（亿元）	-24.31	33.25
流动资产周转次数（次）	0.40	0.47
存货周转次数（次）	0.53	0.60
总资产周转次数（次）	0.34	0.39
现金收入比率（%）	108.44	141.82
总资本收益率（%）	5.09	5.28
总资产报酬率（%）	3.74	4.32
净资产收益率（%）	9.99	11.72
营业利润率（%）	17.50	19.87
费用收入比（%）	9.63	12.10
资产负债率（%）	77.86	78.77
全部债务资本化比率（%）	64.07	65.87
长期债务资本化比率（%）	51.43	57.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.23	1.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10
流动比率（倍）	1.59	1.67
速动比率（倍）	0.70	0.58
现金短期债务比（倍）	0.60	0.91
经营现金流动负债比率（%）	-8.78	9.71
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.49	0.78

附件 2　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 3　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。