佳源创盛控股集团有限公司
公开发行公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	15.00 亿元	3+2 年	AA	AA	2018 年 6 月 22 日
16 佳源 02	2.47 亿元	2+1 年	AA	AA	2018 年 6 月 22 日
16 佳源 06	6.20 亿元	2+1 年	AA	AA	2018 年 6 月 22 日
16 佳源 07	3.80 亿元	3+2 年	AA	AA	2018 年 6 月 22 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	702.26	921.28
所有者权益（亿元）	146.84	202.61
长期债务（亿元）	199.18	156.24
全部债务（亿元）	286.08	341.53
营业收入（亿元）	239.15	252.02
净利润（亿元）	15.29	18.83
EBITDA（亿元）	27.08	31.83
经营性净现金流（亿元）	32.48	11.61
营业利润率（%）	19.87	21.49
净资产收益率（%）	11.68	10.78
资产负债率（%）	79.09	78.01
全部债务资本化比率（%）	66.08	62.77
流动比率（倍）	1.66	1.31
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	0.96
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.99	1.16

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、公司其他非流动负债中债务部分已计入长期债务。

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等经济发展良好区域，土地储备质量较好；京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东”）入股江苏五星电器有限公司（以下简称“五星电器”），推动线上线下融合，有利于扩大电器业务规模；公司营业收入和净利润规模有所增长，经营活动产生的现金持续净流入。同时，联合评级也关注到公司债务负担仍较重、存在集中兑付压力，关联企业股票波动可能产生不利影响，公司在建项目规模大、面临较大的资金压力，关联方往来款规模较大，公司高管人员变动以及业务多元化对管理提出更高要求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，以及电器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”的债项信用等级为 AA。

优势

1．2018年，公司协议销售面积和协议销售金额均有所增长，为未来结转收入提供较好的支撑。

2．2018年，五星电器门店数量有所增加，销售规模小幅增长，同时，京东战略入股，开放供应链、物流仓储、金融等方面的技术，推动线上线下融合，有利于业务协同、扩大规模。

3．公司营业收入和净利润规模稳定增长，经营活动产生的现金保持净流入。

关注

1．2019 年 1 月，公司关联企业股票波动及实际控制人强制平仓事件，公司采取相应措施应对，但其对公司经营及融资产生的影响仍有待持续观察，同时，公司关联方往来款规模较大，对营运资金存在一定的占用。

2．公司法人、董事及高管团队发生较大规模变动，需持续关注其对公司经营产生的影响。

3．公司业务涉及房地产、电器等，并持续加大对深圳美丽生态股份有限公司（以下简称“美丽生态”）的投资，业务多元化对公司业务管理水平和人员专业素质都提出较高要求。

4．公司在建项目较多，尚需投资金额较大，同时考虑补库存需求，公司面临较大的资金压力。

5．2018年，公司债务规模进一步扩大，债务负担仍较重；公司2019年和2020年存在一定的债务集中偿付压力；公司对关联方担保规模较大，存在或有负债风险。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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：

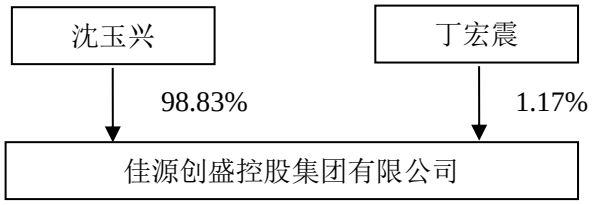
联合信用评级有限公司

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。2018 年 8 月 10 日，公司在嘉兴市南湖区行政审批局办理完成工商变更登记，增加注册资本至 15.00 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 15.00 亿元，其中沈玉兴持股 98.83%。公司实际控制人为自然人沈玉兴。截至 2019 年 3 月底，公司实际控制人持有公司股份无质押。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司对组织结构进行调整，下设战略信息部、人事行政部、财务管理部、资金运营部、资本运营部、法务合规部、审计监察部和上海资本中心（见附件 1）。截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司 189 家，员工合计 16,413 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 921.28 亿元，负债合计 718.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）202.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 143.40 亿元。2018 年，公司实现营业收入 252.02 亿元，净利润（含少数股东损益）18.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 17.63 亿元；经营活动现金流量净额为 11.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.11 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：沈宏杰。

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2018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。公司于2018年8月23日，支付“16佳源01”和“16佳源02”利息。

2018年7月30日，公司选择上调“16佳源02”票面利率，上调票面利率为7.2%，并在后续期限固定不变；2018年8月3日，公司发布《佳源创盛控股集团有限公司关于“16佳源02”投资者回售申报结果的公告》，“16佳源02”的回售金额为7.53亿元，债券余额为2.47亿元。

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2018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。公司于2018年10月18日，支付“16佳源06”及“16佳源07”利息。

2018年9月17日，公司选择上调“16佳源06”票面利率，上调票面利率为7.2%，并在后续期限固定不变。

公司于2017年9月7日收到浙江监管局下发的《监管关注函》（浙证监函〔2017〕351号），该函提到“2016年8月25日，将募集资金502.75万元汇给自然人徐凌雄，将募集资金502.75万元汇给自然人吕杰，用于归还该两人借款”。经核查，8月25日，公司将44,975万元募集资金按规定的用途划转至子公司海市佳源鸿翔房地产开发有限公司（以下简称“佳源鸿翔”）用于归还方正信托借款，该笔募集资金使用情况与披露的募集资金用途、金额一致。在实际操作中，佳源鸿翔财务人员在征得方正信托同意的情况下，为简便操作，直接将该笔借款监管账户中留存的部分保证金（金额为1,005万元）用于偿还借款，剩余部分（金额为43,970万元）由转入佳源鸿翔的募集资金支付。因此在账务上形成了募集资金中的1,005万元归还员工投资款的情况。公司采取了整改措施，目前，整改工作已完成。

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

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

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，

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

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

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

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

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

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

（2）行业政策

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

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方

税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

2019年4月19日，习近平主持中共中央政治局会议，会议要求，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。

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

（3）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

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

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）未来发展

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

2．家电零售行业

（1）行业概况

2018 年，中国宏观经济趋缓，根据《2018 年国民经济和社会发展统计公报》，我国国内生产总值较上年增长 6.6%，增速同比减少 0.3 个百分点。2018 年，我国全年实现社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%，较上年下降 1.2 个百分点，增速进一步放缓；其中，限额以上单位消费品零售额 145,311 亿元，同比增长 5.7%。按经营地统计，城镇消费品零售额 325,637 亿元，同比增长 8.8%；乡村消费品零售额 55,350 亿元，同比增长 10.1%。按消费类型统计，商品零售额 338,271 亿元，同比增长 8.9%；餐饮收入额 42,716 亿元，同比增长 9.5%。2018 年，全国网上零售额 90,065 亿元，同比增长 23.9%；其中，实物商品网上零售额 70,198 亿元，同比增长 25.4%，占社会消费品零售总额的比重为 18.4%（同比提高 3.4 个百分点）；在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 33.8%、22.0%和 25.9%。根据中华全国商业信息中心的统计数据，2018 年，全国百家重点大型零售企业零售额同比增长 0.7%，增速同比下降了 2.1 个百分点，大型零售企业整体经营情况趋缓。

2018 年，中国家电市场零售额规模累计 8,327 亿元，同比增长 1.5%，为上年增速的七分之一。其中，受房地产低迷影响较为严重的厨电品类市场规模下滑，2018 年中国市场零售 640 亿元，同比下滑 6.4%。健康生活类电器仍快速增长，洗碗机为 56 亿元，同比增长 27.6%；净水器为 317 亿元，同比增长 17.4%；吸尘器 194 亿元，同比增长 32.1%。

总体看，2018 年国内经济增速放缓，社会消费需求增速进一步下滑，互联网电商发展仍处于高速，对实体零售业的冲击影响依然明显，大型零售企业经营情况趋缓。

（2）行业政策

2018 年 1 月，国务院办公厅印发了《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》，明确了六个方面的政策措施：重点提出强化服务创新，提升快递末端服务能力；强化规划引领，完善电子商务快递物流基础设施；强化规范运营，优化电子商务配送通行管理；强化制度创新，优化协同发展政策法规环境；强化标准化智能化，提高协同运行效率；强化绿色理念，发展绿色生态链。政府将持续推进物流业降本增效工作，注重中长期目标确立和长效机制建设。

2018 年 6 月，财政部下发《关于开展 2018 年电子商务进农村综合示范工作的通知》，鼓励各地优先采取以奖代补、贷款贴息等支持方式，带动社会资本共同参与农村电子商务工作，深入建设和完善农村电子商务公共服务体系，培育农村电子商务供应链，促进产销对接。

总体看，政府积极鼓励零售行业发展新业态、新模式，促进线上线下融合，支持零售行业升级转型以及渠道下沉，整体有利于行业未来发展。

（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

2019年3月19日，为应对关联企业股票波动事件（详见下文“重大事项”）给公司带来的影响，公司主动对董事及高管人员进行了调整。公司法定代表人由代礼平调整为沈宏杰；董事长由代礼平调整为沈宏杰；董事会成员由沈玉兴、代礼平、许琴、汤海勤、赵建忠调整为沈玉兴、沈宏杰、代礼平、王莉伟、汤海勤；免去许琴经理职务；聘任沈宏杰为总经理。

沈宏杰先生，1982年10月出生，大学本科学历。历任泗阳丰源房地产开发有限公司总经理，宿迁市佳源房地产开发有限公司总经理，泰兴市广源房地产开发有限公司总经理，公司战略信息部总经理、执行副总经理。现任公司法定代表人、董事长、总经理、总裁。

总体看，公司董事及高管人员发生较大规模变动，需关注其对公司日常经营产生的影响。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年，公司营业收入构成未发生变化；随着业务规模扩大以及结转收入小幅增加，公司实现营业收入252.02亿元，同比增长5.38%；实现净利润18.83亿元，同比增长23.30%。利润增幅大于收入增幅，主要系投资收益有所增加所致；公司主营业务收入249.15亿元，占营业收入比为98.86%，主营业务仍突出。

从主营业务收入构成看，2018年，公司房地产收入为115.98亿元，同比增长3.25%，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46.55%，同比下降0.89个百分点，变化不大。2018年，公司电器零售业务收入126.77亿元，同比增长5.22%，占当期主营业务收入的50.88%，下降0.01个百分点，主要系2018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，对公司整体经营影响较小。

表 1　2017~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产收入	112.33	47.44	23.63	115.98	46.55	29.32
电器零售收入	120.48	50.89	18.72	126.77	50.88	17.66
建筑设计收入	0.19	0.08	21.48	0.21	0.09	20.49
物业费及停车费	1.67	0.70	21.18	2.28	0.92	22.65
租金收入	1.06	0.45	100	1.08	0.43	100.00
智能家居收入	1.04	0.44	35.44	2.82	1.13	38.31
合计	**236.76**	**100.00**	**21.51**	**249.15**	**100.00**	**23.73**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2018年公司房地产收入毛利率为29.32%，同比上升5.69个百分点，主要系公司房地产结转项目毛利高所致。2018年公司电器零售业务毛利率为17.66%，下降1.06个百分点，变化不大，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23.73%。

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，随着五星电器有限公司（以下简称“五星电器”）的业务扩大，其收入规模大幅增长。

表 2　2017~2018 年公司营业收入分地区情况（单位：亿元）

地区	2017 年	2018 年
浙江	79.90	79.63
上海	16.05	2.86
安徽	35.30	27.78
其他	22.25	11.43
江苏	85.67	130.32
合计	**239.16**	**252.02**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司营业收入仍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小幅增加以及电器零售业务规模稳步提升，公司营业收入小幅增长；整体毛利率稳中略升。

2．房地产板块

（1）土地储备情况

2018年，公司仍主要采用招拍挂和收并购的方式获取土地，同时，受融资环境趋紧，土地溢价率高等影响，公司主动缩减拿地规模，合计取得土地面积82.81万平方米，同比下降68.58%；建筑面积232.06万平方米，同比下降69.25%。2018年，公司获得土地平均楼面单价为5,121.32元/平方米，同比增长70.71%，主要与获取土地的地理位置分布有关。2018年，公司拿地区域主要分布在杭州、绍兴、南昌、嘉兴等城市，主要用于住宅地产开发。

表3　2017~2018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	2017 年	2018 年
购地面积	263.54	82.81
建筑面积	754.71	232.06
购地支出	124.75	88.78
楼面单价	3,000.00	5,121.32

资料来源：公司提供
注：上表数据均为权益口径。

截至2018年底，公司土地规划建筑面积合计1,193.12万平方米；其中尚未开发的土地面积为202.35万平方米，尚未开发的土地规划建筑面积合计681.09万平方米，较上年底下降11.75%。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，但少数嘉兴及杭州项目获取成本较高。从2018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一年半的开发需求。

表 4　截至 2018 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	权益占比	规划建筑面积	楼面地价	尚未开发的土地面积	尚未开发的土地建筑面积
桐乡同源珑府	桐乡	2018 年 3 月	住宅	100	15.72	9,099.53	2.39	3.20

桐乡罗马都市	桐乡梧桐街道	2010 年 2 月	住宅、商业	100	63.64	1,736.69	0.21	1.79
绍兴佳源悦城	绍兴越城区	2013 年 2 月	住宅、商业、办公	100	54.27	3,630.52	3.57	7.43
宁波佳源都市	宁波市	2016 年 5 月	住宅、商业	100	22.96	2,138.28	3.00	4.81
杭州湘湖印象	杭州	2016 年 8 月	住宅	55	14.44	11,421.36	0.79	1.58
湖州诚源佳源都市	湖州	2017 年 1 月	住宅、商业	100	67.52	1,631.14	8.79	8.10
杭州仁和小镇	杭州	2017 年 7 月	商业、办公	100	9.19	2,644.14	3.16	9.19
苍南两岸新天地	温州苍南	2017 年 11 月	住宅、商业	80	15.34	3,101.08	0.41	0.41
杭州瀚源佳源府	杭州	2018 年 3 月	住宅	57.7	27.17	14,469.78	4.33	18.20
杭州铭源优樾府	杭州	2018 年 5 月	住宅	100	7.14	9,166.14	0.91	3.84
杭州振明西溪印象	杭州	2018 年 6 月	住宅	100	3.78	21,014.52	1.42	3.71
绍兴兰亭印象	绍兴市	2018 年 6 月	住宅	100	9.61	4,700.00	6.13	6.83
嘉兴湘源秀湖印象	嘉兴	2018 年 6 月	住宅、商业	100	13.28	9,572.57	2.73	5.52
嘉兴昊源城南印象	嘉兴	2018 年 6 月	住宅	100	15.35	10,037.52	2.60	3.12
海盐博源佳源宸栖	海盐	2018 年 6 月	住宅	100	13.00	7,488.25	2.66	8.69
合肥巴黎都市佳源广场	合肥滨海区	2013 年 12 月	住宅、商业	100	45.40	3,628.40	1.00	26.81
蚌埠明源东方都市	蚌山区	2012 年 9 月	住宅、商业	95.93	68.15	539.65	3.82	13.76
和县中央城	和县	2014 年 4 月	住宅、商业	78.5	79.58	929.67	8.32	33.12
利辛·佳源都市	亳州利辛	2017 年 1 月	住宅、商业	60	22.67	413.68	0.05	1.74
凤台明源巴黎都市	淮南	2018 年 1 月	商住	60	18.87	1,152.49	1.05	7.04
涡阳星港城	亳州市涡阳县	2018 年 4 月	酒店、商业、办公、住宅	91	51.60	1,161.66	12.45	26.27
六安佳源华府	安徽省六安市金安区	2018 年 4 月	住宅、商业	70	41.63	564.84	13.65	39.64
青岛朱家畦地块	青岛崂山	2017 年 3 月	住宅、商业、办公	100	110.66	4,601.51	19.27	110.66
一期重庆中国摩 I54	重庆	2015 年 6 月	住宅	100	31.74	1,016.61	0.42	8.43
一期重庆中国摩 I53	重庆	2015 年 12 月	住宅	100	30.53	1,038.08	1.09	12.34
一期重庆中国摩 I55-北区	重庆	2016 年 8 月	住宅	100	42.32	1,213.31	8.89	42.13
二期（49/50/51 地块）	重庆	2017 年 9 月	住宅	96	71.64	2,501.96	11.82	50.24
二期（J05 地块）	重庆	2017 年 9 月	住宅	96	59.85	2,496.01	17.05	59.90
二期（地块）J06	重庆	2017 年 9 月	住宅	96	36.80	2,471.41	10.75	36.16
二期（J 分区 I12-1/05、J01-17/05、J13-4/05 号）J13-4、J13-13 地块）	重庆	2017 年 9 月	住宅	96	42.78	2,141.49	14.65	44.60
二期重庆医院	重庆	2017 年 9 月	医院	96	17.86	1,141.36	3.47	17.84
一期重庆中国摩 I55-南区商业	重庆	2016 年 8 月	商业	100	46.90	1,994.77	15.92	43.24
一期重庆学校	重庆	2016 年 11 月	学校	100	14.01	794.43	13.32	13.03
南昌佳源·公园一号	江西南昌	2018 年 5 月	住宅、商业、办公	100	7.72	3,862.11	2.26	7.72
合计		--	--	--	**1,193.12**	--	**202.35**	**681.09**

资料来源：公司提供
注：数据口径为全口径

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，占地共1,800亩，由四个子项目构成，其中中国摩游购综合体项目（以下简称“游购项目”）占地372.15亩、重庆中美国际医院项目（以下简称“医院项目”）占地52.05亩、重庆巴蜀常春藤国际学校项目（以下简称“学校项目”）占地199.8亩、中国摩智慧康城产城综合体项目（以下简称“住宅项目”）占地1,176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，2018年，公司缩减拿地规模，土地储备主要集中在长三角、重庆等区域，除部分杭州及嘉兴项目拿地成本较高外，其他项目成本合理，目前土地储备规模一般，可支持公司未来一年半的开发需求。

（2）项目开发

截至2018年底，公司已累计开发各类商住项目140个，累计开发面积逾3,468万平方米，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、江西、重庆等14个省（自治区、直辖市）的55座城市，开发物业既包括了从公寓到别墅的各类型住宅物业，也包括酒店、社区商业以及新市镇商业综合体等商业物业。

2018年公司新开工项目22个，主要为青岛佳源华府、重庆中国摩等项目，新开工面积达466.82万平方米；受工程进度影响，公司竣工项目12个，竣工面积212.86万平方米，竣工面积有所提升；截至2018年底，公司在建面积为1,151.36万平方米，具体情况见下表。

表 5　2017~2018 年公司主要开发数据情况

项目	2017 年	2018 年
新开工项目数（个）	9	22
当期新开工面积（万平方米）	209.51	466.82
当期竣工项目数（个）	11	12
当期竣工面积（万平方米）	176.80	212.86
期末在建面积（万平方米）	631.37	1,151.36

资料来源：公司提供
注：由于合并范围发生变动，故不满足上期期末在建面积+当期新开工面积-当期竣工面积=当期期末在建面积

从公司在建项目投资情况看，截至2019年3月底，公司在建项目43个，在建项目计划总投资金额860.73亿元，已投资482.88亿元，尚需投资377.85亿元，公司在建项目尚需投资规模较大，考虑到拟建项目投资以及公司补库存需求以及关联方股价波动对融资可能带来不利影响，公司面临较大的资金压力。

表 6　截至 2019 年 3 月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
桐乡同源珑府	浙江省嘉兴市桐乡市梧桐街道优优花园小区西侧	住宅	2018 年 7 月	2020 年 11 月	18.73	11.26	23%
绍兴佳源悦城	绍兴市越城区解放大道与洋江西路交叉口（或者绍兴市越城区解放大道 1259 号）	住宅、商业、办公	2014 年 7 月	2019 年 12 月	39.00	29.57	79%
海宁东方都市三期	浙江省海宁市区碧云路东侧、赞山路北侧	住宅、商业	2015 年 9 月	2019 年 11 月	15.65	15.47	96%
长兴英伦都市	长兴县雉城镇五峰村滨海小学西侧	住宅	2012 年 3 月	2019 年 8 月	13.10	11.52	88%
邵阳名人国际	湖南省新邵县酿溪镇城市花园	住宅、商业	2011 年 5 月	2019 年 12 月	10.13	7.73	85%
合肥佳源巴黎都市佳源广场 13 地块	合肥市滨湖区湖北路与洞庭湖路交口	住宅、商业、办公	2015 年 9 月	2021 年 5 月	31.47	19.35	68%
合肥佳源巴黎都市佳源广场 13 地块	合肥市滨湖区湖北路与洞庭湖路交口	住宅、商业、办公	2016 年 2 月	2019 年 11 月	29.16	26.91	85%
蚌埠明源东方都市	蚌埠市黄山大道 5599 号	住宅、商业	2013 年 1 月	2020 年 10 月	21.57	16.40	80%
宁波佳源都市	宁波市镇海区金华北路东侧、静远西路南侧、世纪大道西侧、镇海大道北侧	住宅、商业	2016 年 11 月	2019 年 3 月	13.17	10.54	80%

和县中央城	安徽马鞍山市和县经济开发区和州北路 97 号	住宅、商业	2014 年 7 月	2021 年 10 月	26.00	15.50	50%
庐江佳源东方都市	合肥市庐江县庐城镇晨光路 18 号	商业、办公、住宅	2017 年 1 月	2020 年 7 月	21.73	15.45	80%
杭州湘湖印象	杭州市萧山区湘溪路 17 号	住宅	2017 年 9 月	2019 年 6 月	15.81	12.58	80%
嘉兴优优华府	浙江省嘉兴市老桥港西、嘉杭路绿化带北	住宅、商业	2017 年 5 月	2019 年 10 月	11.90	11.28	92%
湖州诚源佳源都市	湖州市二环西路与二环南路交叉口	住宅、商业	2017 年 2 月	2021 年 10 月	35.95	14.45	39%
利辛·佳源都市	利辛县建设路与子胥大道交口	住宅、商业	2017 年 4 月	2019 年 11 月	7.14	3.38	49%
安吉祥源佳源未来府	湖州市安吉县昌硕街道迎宾大道西侧、云鸿西路南侧	商业、住宅	2017 年 8 月	2019 年 4 月	5.97	3.60	85%
桐乡优优湘洲	浙江省嘉兴市桐乡市洲泉镇金鸡路北侧、永兴路东侧	住宅、商业	2017 年 8 月	2019 年 6 月	5.85	5.31	75%
杭州仁和小镇	杭州市余杭区桂丰路 5 号佳源快乐	商业、办公	2018 年 3 月	2019 年 12 月	7.44	3.01	54%
嘉兴优优中环	浙江省嘉兴市凌公塘路、亚美路口	住宅	2018 年 1 月	2019 年 6 月	8.57	7.37	80%
湖州优优学府	湖州市乌山单元 02-06D 号地块	住宅	2018 年 1 月	2020 年 1 月	9.87	7.39	75%
威海佳源名城	山东省威海市青岛路西、珠海路北	商业、住宅	2018 年 4 月	2019 年 9 月	6.31	4.18	70%
贝利温岭新项目	温岭市大溪镇方山大道东侧环城北路北侧	住宅、商业	2018 年 4 月	2020 年 9 月	12.82	8.47	60%
苍南两岸新天地	浙江省苍南县灵溪镇兴园路（台商小镇内）	住宅、商业	2018 年 4 月	2020 年 7 月	10.90	4.23	54%
海宁佳鸿珑府	浙江省海宁市市区文苑路西、长丰路南侧	住宅	2018 年 1 月	2020 年 7 月	12.38	8.39	69%
桐乡振源优优景苑	浙江省嘉兴市桐乡市大麻镇麻溪路西侧、环城南路北侧	住宅	2018 年 4 月	2019 年 12 月	5.62	4.39	50%
一期重庆中国摩 I54	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	住宅	2015 年 9 月	2019 年 10 月	22.61	15.12	96%
一期重庆中国摩 I54	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	住宅	2017 年 5 月	2019 年 10 月	21.75	15.09	68%
二期（49/50/51 地块）	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	住宅	2018 年 6 月	2021 年 7 月	49.90	29.71	40%
一期重庆学校	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	学校	2018 年 1 月	2019 年 1 月	5.70	5.70	100%
凤台明源巴黎都市	凤台县新湖路与明珠大道交口	商住	2018 年 4 月	2020 年 3 月	7.65	3.02	41%
杭州瀚源佳源府	杭州市萧山区蜀山街道风情大道与小白线交叉口	住宅	2018 年 10 月	2021 年 6 月	49.00	15.23	63%
杭州铭源优樾府	杭州市临安区吴越街与临天路交界处	住宅	2018 年 8 月	2020 年 10 月	8.68	5.45	65%
杭州振明西溪印象	杭州市余杭区未来科技城管委会常二路与方桥路交叉口	住宅	2018 年 9 月	2019 年 11 月	7.95	3.42	49%
绍兴兰亭印象	浙江省绍兴市柯桥区兰亭街道谢家坞村兰亭湖大道	住宅	2018 年 7 月	2021 年 4 月	8.56	2.78	45%
涡阳星港城	涡阳县向阳大道与石弓山路交口星港城营销中心	酒店、商业、办公、住宅	2018 年 4 月	2021 年 12 月	23.31	5.92	45%
海宁源翔海棠府	浙江省海宁市许村镇万隆路南侧、天顺路西侧	住宅	2018 年 7 月	2020 年 11 月	7.62	4.31	42%
嘉兴湘源秀湖印象	浙江省嘉兴市秀洲国家高新区，东升西路北侧、秀园路东侧	住宅、商业	2018 年 8 月	2021 年 4 月	15.53	10.23	22%
嘉兴优优华府	浙江省嘉兴市老桥港西、嘉杭路绿化带北	住宅	2018 年 9 月	2021 年 5 月	17.23	12.59	30%
海盐博源佳源宸栖	浙江省嘉兴市海盐县武原街道东至水仓路、南至嘉盐塘、西至中兴路、北至海西路	住宅	2018 年 11 月	2020 年 11 月	12.26	8.08	40%
青岛朱家畦地块	青岛市崂山区仙霞岭路 56 号；青岛市崂山区云岭路 33 号；青岛市崂山区仙霞岭路 58 号；	住宅、商业、办公	2018 年 10 月	2023 年 4 月	206.74	68.50	16%
合计			--	--	**860.73**	**482.88**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司加大开发力度，房地产开发规模较大，在建项目规模较大，尚需投入资金规模较大，同时考虑到拟建项目投资以及公司补库存需求及关联企业影响，公司面临较大的资金压力。

（3）房屋销售

从销售数据看，2018年，公司实现协议销售金额375.36亿元，协议销售面积330.22万平方米，分别同比增长61.86%和59.55%，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，2018年，公司协议销售均价1.29万元/平方米，有小幅增长。公司的项目基本分布于二、三线城市。从结转情况看，2018年，公司结转收入面积为125.42万平方米，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115.98亿元，同比增长3.25%。从公司销售回款率来看，2018年，受融资环境趋紧影响，公司回款率小幅下降。

表 7　2017~2018 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	2017 年	2018 年
协议销售面积	206.97	330.22
协议销售金额	231.90	375.36
协议销售均价	1.12	1.29
销售回款率	87.08	83.17
结转收入面积	131.51	125.42
结转收入	112.33	115.98

资料来源：公司提供

从可售项目情况来看，截至 2018 年底，公司已完工和在建项目总可售面积为 1,317.34 万平方米，已售面积 837.48 万平方米，待售面积共 479.85 万平方米，平均去化率达 63.57%。其中，已完工项目方面，可售面积共 381.48 万方米，已销售 327.22 万平方米，剩余待售 54.26 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较低外，绝大多数项目去化率较高。

表 8　截至 2018 年底公司竣工项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	项目位置	权益占比	竣工时间/预计竣工时间	可售面积	已销售面积	待售面积	去化率
嘉兴英伦都市	浙江省嘉兴市凌公塘路、亚美路口	100.00%	2017 年 9 月	22.65	21.74	0.91	95.98%
长安佳源中心广场	浙江省长安镇健康路西侧、开元路南侧	100.00%	2016 年 11 月	14.19	12.58	1.61	88.65%
新塍佳源中心广场	浙江省嘉兴市新塍镇虹桥路西侧、蓬莱路南侧	100.00%	2016 年 4 月	12.81	8.63	4.18	67.37%
嘉兴东方都市	浙江省嘉兴市科技城亚欧路西、塘桥港南侧	90.00%	2017 年 12 月	44.49	42.61	1.87	95.77%
洲泉威尼斯	浙江省嘉兴市桐乡市洲泉镇镇南新区	100.00%	2013 年 4 月	4.89	1.52	3.37	31.08%
嘉兴巴黎都市路易宫	浙江省嘉兴市中环东路西--巴黎都市	100.00%	2013 年 5 月	5.16	5.02	0.14	97.29%
嘉兴巴黎都市	浙江省嘉兴市中环东路西	100.00%	2012 年 6 月	45.46	37.93	7.53	83.44%
濮院佳源中心广场	浙江省嘉兴市濮院镇凯旋路北侧桐星大道东	100.00%	2015 年 7 月	17.49	13.58	3.91	77.64%
海盐巴黎都市	浙江省嘉兴市海盐县武原镇滨海新城	100.00%	2015 年 12 月	21.53	19.88	1.65	92.34%
王江泾中心	浙江省嘉兴市王江泾镇 07	100.00%	2013 年 12 月	4.13	1.13	3.01	27.36%

广场	省道东侧、长虹路北侧						
王江泾中心广场二期	浙江省嘉兴市王江泾镇 07 省道东侧、长虹路北侧	100.00%	2016 年 6 月	6.4	2.93	3.47	45.78%
安吉佳源中心广场	湖州市安吉县递铺街道灵峰北路 603 号（佳源广场）	100.00%	2018 年 8 月	11.6	9.4	2.2	81.03%
海盐优优滨海	浙江省嘉兴市海盐县武原街道城东路东侧、华丰路北侧	99.00%	2018 年 12 月	14.24	13.99	0.25	98.24%
合肥佳源巴黎都市凯旋宫 11 地块	合肥市滨湖区湖北路与洞庭湖路交口	100.00%	2015 年 12 月	35.85	35.04	0.81	97.74%
合肥佳源巴黎都市波旁宫 12 地块	合肥市滨湖区湖北路与洞庭湖路交口	100.00%	2017 年 9 月	35.79	29.85	5.94	83.40%
百色城市花园	百色市东增路 186 号	100.00%	2018 年 12 月	41.48	39.48	2.00	95.18%
贝利花苑	温岭市大溪镇方山大道东侧环城北路北侧	57.50%	2016 年 9 月	11.66	9.59	2.07	82.25%
名溪花苑	温岭市大溪镇南嵩路 688 号	57.50%	2017 年 9 月	12.93	10.98	1.95	84.92%
杭州佳源银座	杭州市拱墅区莫干山路 949 号	49.00%	2017 年 6 月	5.41	1.98	3.43	36.60%
杭州蓝源未来府	杭州市余杭区余杭街道安乐路与通济路交叉口	80.00%	2018 年 12 月	9.85	9.36	0.49	95.03%
杭州西溪金谷	杭州市西湖区天目山路 419 号	49.00%	2018 年 12 月	3.47	0.00	3.47	0.00%
合计		--	--	**381.48**	**327.22**	**54.26**	**85.78**

资料来源：公司提供
注：杭州蓝源未来府项目未拿预售证，主要系该项目是村级用地（现可销售），前期公司准备自持，目前公司考虑销售；部分去化较低的商业项目包含部分自持面积。

在建项目方面，可售面积为 935.86 万平方米，待售面积为 425.59 万平方米，去化率为 54.52%。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。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司在建项目销售情况（单位：万平方米）

项目名称	项目所在地区	权益占比	竣工时间/预计竣工时间	可售面积	已销售面积	待售面积	去化率
桐乡同源珑府	浙江省嘉兴市桐乡市梧桐街道优优花园小区西侧	100.00%	2020 年 11 月	11.96	5.46	6.50	45.65%
绍兴佳源悦城	绍兴市越城区解放大道与洋江西路交叉口（或者绍兴市越城区解放大道 1259 号）	100.00%	2019 年 12 月	50.44	42.65	7.79	84.56%
长兴英伦都市	长兴县雉城镇五峰村滨海小学西侧	99.70%	2019 年 8 月	23.41	22.19	1.22	94.79%
邵阳名人国际	湖南省邵阳市大祥区邵阳大道与邵檀路交汇处	75.00%	2019 年 12 月	27.20	26.91	0.29	98.93%
合肥佳源巴黎都市佳源广场 13 地块	合肥市滨湖区湖北路与洞庭湖路交口	100.00%	2021 年 5 月	52.04	21.74	30.30	41.78%
合肥佳源巴黎都市美泉宫 14 地块	合肥市滨湖区湖北路与洞庭湖路交口	100.00%	2019 年 11 月	37.16	28.03	9.13	75.43%
蚌埠明源东方都市	蚌埠市黄山大道 5599 号	95.93%	2020 年 10 月	61.30	42.83	18.47	69.87%
湖州 10k 项目（佳源中心广场）	湖州南浔年丰路北侧、南浔大道西侧	100.00%	2020 年 12 月	9.54	7.45	2.09	78.09%
宁波佳源都市	宁波市镇海区金华北路东侧、静远西路南侧、世纪大道西侧、镇海大道北侧	100.00%	2019 年 3 月	18.17	11.75	6.42	64.67%

和县中央城	安徽马鞍山市和县经济开发区和州北路 97 号	78.50%	2021 年 10 月	79.55	34.49	45.06	43.36%
庐江佳源东方都市	合肥市庐江县庐城镇晨光路 18 号	80.00%	2020 年 7 月	40.95	30.46	10.49	74.38%
杭州湘湖印象	杭州市萧山区湘溪路 17 号	55.00%	2019 年 6 月	13.29	11.38	1.91	85.63%
嘉兴优优华府	浙江省嘉兴市老桥港西、嘉杭路绿化带北	100.00%	2019 年 10 月	22.63	20.38	2.25	90.06%
湖州诚源佳源都市	湖州市二环西路与二环南路交叉口	100.00%	2021 年 10 月	55.56	38.10	17.46	68.57%
利辛·佳源都市	利辛县建设路与子胥大道交口	60.00%	2019 年 11 月	19.69	15.55	4.14	78.97%
安吉祥源佳源未来府	湖州市安吉县昌硕街道迎宾大道西侧、云鸿西路南侧	100.00%	2019 年 4 月	9.75	7.79	1.96	79.90%
湖州优优学府	湖州市乌山单元 02-06D 号地块	100.00%	2020 年 1 月	11.61	7.72	3.89	66.49%
威海佳源名城	山东省威海市青岛路西、珠海路北	100.00%	2019 年 9 月	9.90	8.65	1.25	87.37%
贝利温岭新项目	温岭市城西街道王府基、下蔡村	57.50%	2020 年 9 月	9.37	1.42	7.95	15.15%
苍南两岸新天地	浙江省苍南县灵溪镇兴园路（台商小镇内）	80.00%	2020 年 7 月	11.73	7.62	4.11	64.96%
海宁佳鸿珑府	浙江省海宁市市区文苑路西、长丰路南侧	63.00%	2020 年 7 月	11.05	9.46	1.59	85.61%
桐乡振源优优景苑	浙江省嘉兴市桐乡市大麻镇麻溪路西侧、环城南路北侧	100.00%	2019 年 12 月	8.41	7.66	0.75	91.08%
一期重庆中国摩 I54	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	100.00%	2019 年 10 月	30.63	26.46	4.17	86.39%
一期重庆中国摩 I53	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	100.00%	2019 年 10 月	29.57	21.34	8.23	72.17%
二期（49/50/51 地块）	重庆市渝北区空港东路 777 号中国摩	96.00%	2021 年 7 月	69.45	12.96	56.49	18.66%
凤台明源巴黎都市	凤台县新湖路与明珠大道交口	100.00%	2020 年 3 月	18.58	5.47	13.10	29.44%
杭州瀚源佳源府	杭州市萧山区蜀山街道风情大道与小白线交叉口	57.70%	2021 年 6 月	21.51	2.41	19.10	11.20%
杭州铭源优樾府	杭州市临安区吴越街与临天路交界处	100.00%	2020 年 10 月	6.09	2.51	3.58	41.22%
杭州振明西溪印象	杭州市余杭区未来科技城管委会常二路与方桥路交叉口	100.00%	2019 年 11 月	2.62	0.00	2.62	0.00%
绍兴兰亭印象	浙江省绍兴市柯桥区兰亭街道谢家坞村兰亭湖大道	100.00%	2021 年 4 月	8.07	0.00	8.07	0.00%
涡阳星港城	涡阳县向阳大道与石弓山路交口星港城营销中心	91.00%	2021 年 12 月	38.11	8.39	29.72	22.02%
海宁源翔海棠府	浙江省海宁市许村镇万隆路南侧、天顺路西侧	70.00%	2020 年 11 月	6.97	3.95	3.02	56.67%
嘉兴湘源秀湖印象	浙江省嘉兴市秀洲国家高新区，东升西路北侧、秀园路东侧	100.00%	2021 年 4 月	13.09	6.57	6.52	50.19%
嘉兴昊源城南印象	浙江省嘉兴市创新路东、金穗路南	100.00%	2021 年 5 月	14.39	7.38	7.01	51.29%
海盐博源佳源宸栖	浙江省嘉兴市海盐县武原街道东至水仓路、南至嘉盐塘、西至中兴路、北至海西路	100.00%	2020 年 11 月	11.77	3.13	8.64	26.59%
青岛朱家畦地块	青岛市崂山区仙霞岭路 56 号；青岛市崂山区云岭路 33 号；青岛市崂山区仙霞岭路 58 号；	100.00%	2023 年 6 月	70.30	0.00	70.30	0.00%
合计				**935.86**	**510.26**	**425.59**	**54.52%**

资料来源：公司提供

总体看，2018 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有所增长，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 2018 年底，公司现有投资性物业项目 26 个，建筑面积共计 80.16 万平方米。2018 年，公司平均租金为 0.61 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，2018 年公司租金收入 1.08 亿元，同比变化小。

表 10　2017~2018 年公司自持物业收入及租金情况（单位：元/平/天，万元）

项目	2017 年	2018 年
平均租金水平	0.62	0.61
租金收入	10,589.32	10,810.75

数据来源：公司提供

截至 2018 年底，公司投资性房地产主要位于浙江省、安徽省、江苏省，建筑面积为 80.16 万平方米，投资成本 52.19 亿元，以公允价值模式计量，评估价值 102.52 亿元，增值率 96.44%；其中佳源中心广场出租率为 54.00%，主要系 2018 年 8 月份交付，9 月份开始陆续出租；贝利花苑 2018 年产证未办理，于 2019 年开始出租；西溪金谷新交付 2018 年 12 月交付，2019 年开始出租。

表 11　截至 2018 年底公司投资性物业概况（单位：万平方米，%，亿元）

项目名称	项目位置	物业类型	建筑面积	出租率	投资成本	评估价值	增值率
月河公寓	浙江省嘉兴市嘉兴市秀洲区禾兴北路 742 号、735 号	商铺	2,499.74	100	0.04	0.16	255
名人国际	浙江省嘉兴市秀洲区洪兴路	商铺	696.65	10	0.02	0.08	339
		办公	231.24	100	0.01	0.02	287
洲泉鞋材市场	浙江省桐乡市洲泉镇青石路	商铺	5,193.52	100	0.09	0.28	223
巴黎都市	浙江省嘉兴市南湖区中环东路/凌公塘路	住宅、商铺、酒店	67,229.87	100	3.81	13.96	266
英伦都市	浙江省嘉兴市南湖区三环东路/凌公塘路	商铺	7,368.25	100	1.08	1.48	37
濮院佳源中心广场	浙江省嘉兴市桐乡濮院镇桐星大道	商铺、酒店	50,389.96	100	3.92	6.68	70
长安佳源中心广场	浙江省海宁市长安镇健康路与开元路交叉处	商铺、酒店	69,301.82	100	3.34	7.56	126
江北区三和嘉园 108 号	浙江省宁波市江北区三和嘉园 108 号	商业	175.75	100	0.00	0.02	329
江北区北海南路 606、608 号	浙江省宁波市江北区北海南路 606、608 号	商业	184.62	100	0.01	0.02	141
教三路 34-1 号	浙江省杭州市西湖区教三路 34-1 号	商业	1,671.37	100	0.03	0.57	1582
十五家园 1 幢 1 号	杭州市下城区西健康路	商业	1,245.31	100	0.01	0.37	3644
佳源中心广场	浙江省湖州市安吉县递铺街道苕秀东路 106 号	商铺、酒店	51,330.74	54	1.94	3.59	85
公园一号·凯旋宫	浙江省湖州市南浔镇人瑞西路 1555 号	商业	3,403.73	100	0.17	0.49	187
王江泾佳源中心广场	浙江省嘉兴市秀洲区苏嘉路	商铺、酒店	59,923.55	100	3.25	4.48	38
新塍佳源中心广场	浙江省嘉兴市秀洲区新塍镇虹桥路	酒店、商铺、车位	69,878.70	90	2.47	3.90	58
罗马都市	浙江省嘉兴市桐乡市振兴	商铺	40,776.51	100	2.47	5.05	105

	西路						
佳源银座	浙江省杭州市拱墅区莫干山路与萍水街交叉处	办公、商铺	17,411.25	100	2.04	3.61	77
贝利花苑	浙江省台州温岭市大溪镇方山大道 386 号	商铺	20,043.55	0	1.70	2.04	20
巴黎都市	浙江省桐乡市振东新区逾桥东路	商业	2,021.67	100	0.06	0.22	272
威尼斯酒店	浙江省嘉兴市桐乡市洲泉镇公园路 128 号	酒店	29,318.05	100	1.24	2.36	90
小商品城	浙江省桐乡市洲泉镇湘溪大道 86 号	商铺	17,617.12	100	0.38	1.29	243
巴黎都市	浙江省嘉兴市海盐县武原镇城东路 233 号	商铺	14,764.53	100	1.06	1.30	23
罗马都市二期	浙江省嘉兴市南湖区望湖路	商铺	7,587.67	100	0.51	1.53	198
合肥巴黎都市	安徽省合肥市包河区洞庭湖路	商铺、酒店、车位	188,766.77	0	13.08	25.85	98
九龙一号	浙江省杭州市富阳区银湖街道九龙大道 233 号	商业	852.53	100	0.06	0.12	109
西溪金谷	浙江省杭州市西湖区天目山路	商业	41,059.21	0	6.55	12.32	88
五星电器	江苏省南京市鼓楼区中山北路 241 号	商业	30,606.83	100	2.85	3.17	11
合计			**801,550.51**	**--**	**52.19**	**102.52**	**96.44**

数据来源：公司提供

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。

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。2018年，公司电器零售业务收入128.02亿元，同比增长6.26%，收入稳中略升。

2019年4月17日，公司向京东世纪贸易有限公司（以下简称“京东”）子公司宿迁涵邦投资管理有限公司（以下简称“宿迁涵邦”）转让五星电器46%的股权，为此宿迁涵邦应向公司支付的总对价（含税）共计人民币12.74亿元。经公司与宿迁涵邦协商，股权转让对价由现金对价和以宿迁涵邦为公司承担其所欠集团公司的部分债务支付的股权转让对价（“承债对价”）两部分组成。此次交易完成后，京东将开放供应链、物流仓储、金融等方面的技术，并和五星电器在无界零售体验店、下沉市场、供应链等多领域展开合作，打造无界零售的落地案例，发挥各自优势，推动线上线下融合。

（1）业务模式

2018 年，五星电器业务模式较 2017 年变化不大。

2018 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、重庆海尔家电销售有限公司、江苏盛世欣兴格力贸易有限公司、海尔电器销售（合肥）有限公司、天翼电信终端有限公司江苏分公司，采购金额共 37.06 亿元，占当期采购总额 24.00%，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，账期为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。

2018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2018年底，五星电器连锁店总计598个，加盟店321个，连锁店中，自有店面10个，租赁店面267个。由于公司采取“跟投”机制等措施，促进电器的销售，2017~2018年，五星电器门店经营坪效[1]上升，分别为16,000元/平方米和16,137元/平方米。

表 12　2017~2018 年门店及加盟店情况（单位：个，平方米，元/平方米/年）

项目	2017 年	2018 年
门店数量	**247**	**277**
自有	7	10
租赁	240	267
加盟店数量	**228**	**321**
门店面积	**685,099**	**745,269**
自有	29,673	37,734
租赁	655,426	707,535
经营坪效	**16,000**	**16,137**

资料来源：公司提供

2018年，五星电器单店销售收入为4,364.50万元，同比有所下降，主要系公司当年 A+及 A 类型的门店减少所致。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2018年底，年销售金额在1.5亿元以上的门店占2.53%，1~1.5亿元占4.69%，0.6~1亿元占比10.83%，0.3~0.6亿元占34.30%，小于0.3亿元占比47.65%。

表 13　2017~2018 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	
2017 年底	7	10	33	88	109	247	4,647.00
2018 年底	7	13	30	95	132	277	4,364.50

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，2018年，五星电器门店数量有所增加，销售规模小幅增长；京东入股五星电器一方面有利于发挥各自优势，推动电器业务线上线下融合，进而扩大销售规模；另一方面可有效缓解企业部分流动性压力。

[1] 坪效=年销售额÷门店营业面积

4．重大事项

关联企业股票波动

2019 年 1 月 17 日，公司同一实际控制人控制的关联企业佳源国际控股有限公司（以下简称“佳源国际”股份交易价格及成交量出现变动。若干财经媒体的报道称佳源国际有可能出现未能偿还票据的违约事件。就此佳源国际董事会已于 2019 年 1 月 17 日表明：佳源国际发行的于 2019 年 1 月 17 日到期的 350,000,000 美元 8.125%优先有抵押票据（证券代码：5088，以下简称“票据”），已于票据到期时妥为支付所有未付的本金及利息；佳源国际的业务营运及财务状况一切如常。此外，佳源国际实际控制人有部分股票做抵押融资，因 2019 年 1 月 17 日佳源国际出现股价大跌未能及时补仓而被强制平仓。

事件发生后，公司成立了危机应急处理领导小组，指定专人分别负责政府、金融机构、媒体和资本市场等相关部门的沟通解释。并着手开展了一系列工作，主要有：发表书面声明和公告，澄清舆论质疑和陈述相关事实，联系相关媒体，对舆情进行监测与正面引导；向辖区政府汇报，寻求政府的支持，市委市政府为此专门召开会议，听取公司的专题汇报，并对公司提出了精准有效的指导意见；加大销售力度，加速销售回款。2019 年 4 月 18 日，公司与多家金融机构签订了战略合作。

佳源国际作为公司同一实际控制人控制的关联企业，其股价不寻常波动及大股东股票被强制平仓或对公司产生关联性影响，公司虽及时采取了相关应对措施，但需持续关注上述内容对公司经营及融资产生的影响。

成为美丽生态第一大股东

2018 年 8 月 8 日，公司通过司法拍卖、二级市场直接及间接持有公司股份 119,365,654 股，占深圳美丽生态股份有限公司（以下简称“美丽生态”）总股本的 14.56%，成为第一大股东。2019 年 1 月 30 日，公司持有的股份表决权对美丽生态 2019 年第一次临时股东大会决议产生重大影响，并通过本次股东大会决定了美丽生态董事会半数以上成员的选任，公司成为美丽生态的控股股东，沈玉兴成为美丽生态实际控制人。2019 年 2 月 27 日，公司通过司法拍卖增持美丽生态股份 8,000,000 股。

美丽生态主营业务为园林绿化，主要从事园林绿化工程施工、园林景观设计、园林养护及绿化苗木种植等，市政景观建设、河道治理、园林生态景观建设、市政道路、乡村生态旅游等公用工程业务方面进行了积极拓展。截至 2018 年底，美丽生态资产总额 32.73 亿元，净资产合计 5.91 亿元；2018 年，美丽生态实现营业收入 3.45 亿元，较年初下降 54.42%；净利润-7.27 亿元，持续为负。连续两年亏损致美丽生态自 4 月 26 日起被实施“退市风险警示”特别处理。2018 年，美丽生态出现贷款逾期及公司、子公司的账户、股权被查封冻结；子公司发生多起金融借款合同纠纷。2018 年年报显示，美丽生态诉讼冻结银行存款期末余额为 18,556,031.27 元。

截至 2019 年 3 月底，公司直接及间接持有美丽生态股份 127,365,654 股，占总股本的 15.54%。未来需持续关注美丽生态对公司经营以及财务生产的影响。

转让上海及合肥区域项目

2018 年 11 月 27 日，基于整体地产业务经营区域的战略布局，公司子公司浙江佳源申城房地产集团有限公司将其持有的上海业源企业咨询有限公司 90%的股权以 3.15 亿元的价格转让给香港沪源发展有限公司。涉及的三个项目公司分别为上海祥源房地产开发有限公司、上海东源房地产开发有限公司、上海定源房地产开发有限公司。上述三家公司转让日的总资产合计为 247,348.29 万元，所有者权益为 40,055.38 万元，2018 年 1 月至转让时的合计营业收入 28,614.04 万元，净利润 9,244.5 万元，占公司 2018 年末总资产比重为 2.68%，占所有者权益比重为 1.98%，占 2018 年度营业收入比重为 1.14%，占净利润比重为 4.9%。此次上海项目的转让，对公司未来上海区域的收入产生影响。

2019 年 5 月，公司子公司浙江佳源地产集团有限公司将其持有安徽佳源房地产集团有限公司100%的股权以 19.60 亿元的价格转让给安徽明源企业管理咨询有限公司，此次合肥项目的转让，对公司未来合肥区域的收入产生影响。

5．经营关注

关联方股价波动

2019 年 1 月 17 日，公司关联企业佳源国际的股份交易价格及成交量出现不寻常波动，同时，受股票下跌影响，实际控制人因未及时补仓导致部分股份强制平仓。未来，若关联企业发生市值大幅减少、实际控制人失去控制权、大额亏损或债务违约等重大不利变化，可能会削弱公司的外部融资能力，进而对公司的现金流和偿债能力产生不利影响。

未来资金需求较大

2018 年，公司加大开发力度，期末在建项目较多，规模较大。截至 2019 年 3 月底，公司在建项目 41 个，计划总投资金额 860.73 亿元，已投资 482.88 亿元，尚需投资 377.85 亿元，考虑到公司拟建项目尚需投资及补库存需求，同时受关联方股价波动事件影响，公司未来面临较大的资金压力。

多元化经营风险

公司目前主要涉及业务板块包括电器零售、房地产、智能家居等，同时，公司加大对美丽生态（园林绿化工程施工、设计）投资并成为第一大股东。公司从事房地产行业多年且上述部分业务板块间的关联性不大，对公司业务管理水平和人员专业素质都提出较高要求。

6．未来发展

公司将持续关注国内外经济形势的变化和趋势，深入贯彻“品质是硬道理的核心价值观”，坚定不移地走“多元化、国际化、证券化、稳健化”为原则的发展道路，积极寻求突破，实现增长与发展：

以房地产为主业，抓住政策契机聚焦并积极布局长三角都市圈，依托长三角都市圈的战略布局，通过多元渠道获取更优质的资源和项目，实现规模和效益的双重增长。

通过开放五星集团引进京东为战略合作伙伴开展线上、线下融合，形成以线下真实体验、品牌信誉、物流配送等优势来支持线上销售，以优质产品为依托的“互联网+服务”模式实现共赢发展。同时双方将继续深化已形成的“超级体验店项目”合作，通过打造若干个由五星电器和京东双品牌背书开设的实体店的方式，全渠道联合发力，找到可复制模式进行扩张，形成独特的竞争优势。此外，双方还将利用各自品牌优势共同开发产业园项目，探索基于人、商品、场景三者的数字化商业园。

紧密跟随国家有关“土十条”、“海绵城市”、“特色小镇”等政策机遇，利用美丽生态上市公司这一多年积累的经营平台及上市带来的业务品牌知名度和资金运用能力，通过提升专业能力、加强研发力度、引进社会资源和实施战略合作，积极拓展生态环保、市政基础建设领域业务，以实现公司业务的稳步、规模增长，并实现与合作伙伴在业务拓展、技术合作等方面的共赢。通过进一步巩固传统业务领域的地位和规模，为新型业务的发展奠定基础。未来与地产主业协同，在优质土地拓展，市政配套建设等方面为主业持续发展发挥积极作用。

择机参与国有企业混合所有制改革，与国有资本实现优势互补、相互促进、共同发展。

以“医养结合、社区养老”为发展方向，借鉴海外市场成熟经验，探索医疗养老经营模式，实现新的盈利增长点并扩大品牌影响力。

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 2018 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，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法。2018 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 12 家，新设立 20 家子公司。2018 年公司新增加或减少的子公司规模不大。整体看，公司财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 921.28 亿元，负债合计 718.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）202.61 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 143.40 亿元。2018 年，公司实现营业收入 252.02 亿元，净利润（含少数股东损益）18.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计 17.63 亿元；经营活动现金流量净额为 11.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.11 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 921.28 亿元，较年初增长 31.19%，流动资产和非流动资产均有所增加。截至 2018 年底，公司资产中流动资产占 77.06%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产总额 709.96 亿元，较年初增长 22.21%，主要系货币资金和存货增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 13.35%）、其他应收款（占 9.77%）和存货（占 69.13%）组成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 94.80 亿元，较年初大幅增长 20.78%，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 2018 年底，公司货币资金中银行存款占 69.41%，其他货币资金占 30.48%；其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金（25.68 亿元）、住房公积金及按揭贷款保证金（0.90 亿元）等。截至 2018 年底，公司因按揭保证金和票据保证金等原因受到限制的货币资金共 32.51 亿元，占货币资金的 34.29%，受限比例较高。

截至2018年底，公司其他应收款账面价值为69.38亿元，较年初下降2.71%；其他应收款账面余额为71.99亿元，主要由往来款（占90.92%）和押金保证金（占6.82%）构成，主要系对参股公司的资金投入和与控股子公司股东的往来款；其他应收款累计计提坏账准备2.73亿元，计提比例为3.80%，计提比例尚可；从账龄分布看，公司其他应收款1年以内占56.68%，1~2年占26.59%，2~3年占12.05%，3年以上共占4.69%，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24.23%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司存货 490.77 亿元，较年初增长 28.48%，主要系公司获取土地和建设投入增加所致；公司存货主要由开发成本（占 87.88%）、开发产品（占 8.74%）和库存商品（占 3.34%）构成。具体看，公司开发成本主要包括重庆-中国摩（重庆）项目（107.48 亿元）、青岛-佳源华府（70.31 亿元）、杭州-佳源府（29.08 亿元）、绍兴-佳源广场（17.80 亿元）、湖州-奚塘景城（12.39 亿元）和嘉兴-优尚花园（12.20 亿元）等；开发产品主要为合肥-巴黎都市（12.75 亿元）、嘉兴-东方都市（6.88 亿元）、海盐-优优滨海（3.95 亿元）和嘉兴-英伦都市（2.56 亿元）等。截至 2018 年底，公司累计计

提存货跌价准备 0.45 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 2018 年底，公司存货中用于为借款提供抵押担保金额为 113.11 亿元，占存货的 23.03%，占比一般。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产总额 211.32 亿元，较年初增长 74.20%；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 6.86%）、投资性房地产（占 48.51%）和其他非流动资产（占 26.03%）构成。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 14.50 亿元，较年初增长 2.23 倍，主要系对联营企业投资大幅增加所致；按权益法下确认的投资收益为 0.37 亿元。

公司投资性房地产以公允价值计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产 102.52 亿元，较年初增长 62.29%，主要系存货转入所致；其中，为借款提供质押担保的投资性房地产账面价值为 16.55 亿元，占投资性房地产账面价值的 16.14%，受限比例一般。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 55.01 亿元，较年初增长 97.49%，主要系公司预付合作项目投资款增加所致；公司其他非流动资产主要由理财产品（占 23.59%）和预付投资款（占 72.27%）构成。

截至 2018 年底，公司受限资产共 168.27 亿元，主要为借款抵押担保和作为按揭、票据保证金而受限的货币资金、存货、固定资产、无形资产和投资性房地产，受限比例为 18.26%，考虑到房地产企业特征，受限比例一般。

总体看，2018 年，随着公司购地及开发规模持续扩大，公司资产规模快速增长；公司资产以流动资产为主，存货占比较高，且质量较好。整体看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 718.68 亿元，较年初增长 29.39%，系流动负债增加所致；其中，流动负债占 75.60%，非流动负债占 24.40%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 543.31 亿元，较年初增长 55.44%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债以短期借款（占 8.97%）、应付账款（占 6.86%）、应付票据（占 10.78%）、预收款项（占 51.23%）和一年内到期的非流动负债（占 14.36%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 48.71 亿元，较年初增长 3.87 倍，主要系公司收并购项目前期采用信托借款方式，待达到开发贷款条件后，以项目开发贷置换前端融资所致。

截至 2018 年底，公司应付票据 58.58 亿元，较年初增长 29.27%，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 78.15%，信用证占 17.60%。

截至 2018 年底，公司应付账款 37.28 亿元，较年初增长 11.36%，主要系应付工程款增加所致。

截至 2018 年底，公司预收款项 278.32 亿元，较年初增长 54.18%，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 98.24%）。

截至 2018 年底，公司一年内到期非流动负债 78.00 亿元，较年初增长 146.98%，系一年内到期的长期借款增加同时新增一年内到期的应付债券所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 175.36 亿元，较年初下降 14.83%，主要系公司长期借款、应付债券到期转入一年内到期的非流动负债中所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 58.61%）、

应付债券（占 20.79%）、递延收益（占 5.71%）、递延所得税负债（占 5.17%）和其他非流动负债（占 9.69%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 102.78 亿元，较年初下降 15.48%；公司长期借款主要由抵押、质押及保证借款（占 63.10%）、抵押及保证借款（占 21.71%）、保证借款（占 8.76%）、抵押及质押借款（占 4.09%）构成。从长期借款期限结构看，于 2020 年到期 80.67 亿元（占 78.48%），2021 年到期 20.30 亿元（占 19.75%）。

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 2018 年底，公司应付债券 36.46 亿元，较年初下降 39.82%，主要系“16 佳源 02”、“16 佳源 04”和“16 佳源 06”重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司应付债券全部于 2019 年面临到期及回售，目前，公司已与主要投资人签订了不回售承诺函，承诺金额约 28.20 亿元，但该部分债券将于 2020 年及 2021 年到期，届时公司将面临较大偿付压力。

截至 2018 年底，公司其他非流动负债为 17.00 亿元，较年初无变化，系华西佳源购房尾款资产支持专项计划。

截至 2018 年底，公司全部债务为 341.53 亿元，较年初增长 19.38%，长期债务和短期债务均有所增加；其中短期债务和长期债务分别占 54.25%和 45.75%，短期债务规模较大，且 2020 年债务到期金额较大，存在较大的偿付压力。截至 2018 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 78.01%、62.76%和 43.54%，分别较年初减少 1.08 个百分点、3.32 个百分点和 14.03 个百分点，债务指标有所下降。

表 14　截至 2018 年底公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	资产支持专项计划	债务合计
2019 年	48.71	58.58	77.80	--	36.46[2]	--	**221.55**
2020 年	--	--	--	80.67	--	17.00	**97.67**
2021 年	--	--	--	20.30	--	--	**20.30**
2022 年及以后	--	--	--	1.82	--	--	**1.82**
合计	**48.71**	**58.58**	**77.80**	**102.78**	**36.46**	**17.00**	**341.53**

资料来源：公司审计报告、联合评级整理
注：应付债券考虑回售金额。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，受公司预收售楼款、新增借款的共同影响，公司负债规模有所增长；公司全部债务小幅增长，2019 年及 2020 年债务到期规模较大，存在一定集中兑付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 202.61 亿元，较年初增长 37.98%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致；其他综合收益 26.28 亿元，较年初增长 84.04%，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。截至 2018 年底，公司少数股东权益 59.21 亿元，较年初增长 75.51%，主要系合作项目增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占 70.78%，少数股东权益占 29.22%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 6.12%，资本公积占 24.07%，其他综合收益占 18.33%，盈余公积占 1.57%，未分配利润占 49.92%，

[2] 应付债券中 36.46 亿元为 2019 年面临回售金额

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

2018 年，公司营业收入构成未发生变化；随着业务规模扩大以及结转收入小幅增加，公司实现营业收入 252.02 亿元，同比增长 5.38%；实现净利润 18.83 亿元，同比增长 23.15%。利润增幅大于收入增幅，主要系投资收益有所增加所致。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额 34.88 亿元，同比增长 58.52%，主要系销售费用增长所致；公司费用总额中销售费用占 61.46%，管理费用占 23.82%，研发费用 0.15%，财务费用占 14.58%。2018 年公司销售费用为 21.44 亿元，同比增长 10.93%，主要系办公费用及租赁费、工资及福利费用等增加所致；管理费用 8.31 亿元，较年初增长 19.13%，主要系工资及福利费所致；研发费用管理费用 511.11 万元，同比增长 21.17%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用 5.09 亿元，同比增长 92.82%，主要系融资规模扩大、融资成本有所增加以及本年费用化财务费用增加所致。2018 年，公司费用收入比为 13.84%，较上年提高 1.72 个百分点，变化不大。

从利润构成看来，2018 年，公司投资收益 5.56 亿元，占当期营业利润的 22.49%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益，投资收益对营业利润有一定影响，但收益可持续性一般。

从盈利能力指标看，2018年，受营业收入增加，房地产业务毛利率提升的影响，公司营业利润率同比增加1.62个百分点，为21.49%；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，分别为5.00%、3.74%和10.78%，同比下降0.25个百分点、0.54个百分点和0.90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有所增长；投资收益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，2018年，公司经营活动产生的现金流入498.08亿元，同比增长15.34%，主要系房地产项目签约销售规模扩大所致；经营活动产生的现金流出486.47亿元，同比增长21.81%，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11.61亿元，仍为净流入，但净流入规模有所降低。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入21.44亿元，同比增长156.14%，主要系处置子公司以及投资收回资金增加所致；公司投资活动的现金流出40.99亿元，同比下降36.37%，主要系公司取得子公司及其他营业单位支付的现金净额减少所致；投资活动现金流量净额为-19.55亿元，仍为净流出。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动产生的现金流入204.04亿元，同比增长2.44%；筹资活动产生的现金流出168.99亿元，同比增长0.83%；筹资活动现金流量净额为35.05亿元，同比增长11.01%。

总体看，2018年，随着公司销售规模的扩大，公司经营活动产生的现金持续净流入；因取得子公司及其他营业单位支付的现金规模较大，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，同时，公司债务集中到期偿付压力较大，需持续关注因关联企业股价波动对公司未来融资产生的影响。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率为 1.31 倍，减少 0.36 个百分点；速动比率 0.40 倍，减少 0.17 个百分点，变化不大；现金短期债务比为 0.51 倍，减少 0.40 个百分点。整体看，公司短期偿债指标有所下降。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 31.83 亿元，同比增长 17.52%，由计入财务费用的利息支出（占 17.52%）、利润总额（占 77.87%）、折旧（占 1.95%）和摊销（占 2.67%）构成。2017~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.37 倍和 0.96 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍和 0.09 倍，EBITDA 对债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2018 年底，公司及子公司共获得的银行授信额度为 684.25 亿元，已使用 114.33 亿元，尚未使用的授信额度为 569.92 亿元；2019 年 1~4 月，公司新增贷款合计 83.34 亿元。整体看，公司间接融资渠道较通畅。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底，按照行业惯例，公司给购房者提供的阶段性担保为 156.22 亿元。公司对合并范围外担保 9.33 亿元，占所有者权益的 4.61%，其中关联方担保 5.41 亿元，非关联方担保 3.91 亿元；公司对关联方担保规模较大，若未来关联方经营恶化或被担保人在债务到期时违约，公司将面临或有负债风险。

根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码为 G10330402000564901），截至 2019 年 5 月 14 日，根据中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码为 G10330402000564901），截至 2019 年 5 月 14 日，公司已结清信贷信息中存在有 1 笔因欠息产生的不良记录，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 对债务的覆盖程度较弱。考虑到关联方股价波动或对公司融资产生一定影响。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 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）94.83 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（27.47 亿元）的 3.45 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产为 202.63 亿元，为待偿本金合计的 7.38 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，2018 年，公司 EBITDA 为 31.85 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 1.16 倍，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。

从现金流情况看，2018年公司经营活动产生的现金流入498.08亿元，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18.13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，并考虑到公司短期债务到期压力较大，流动性压力增加，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。

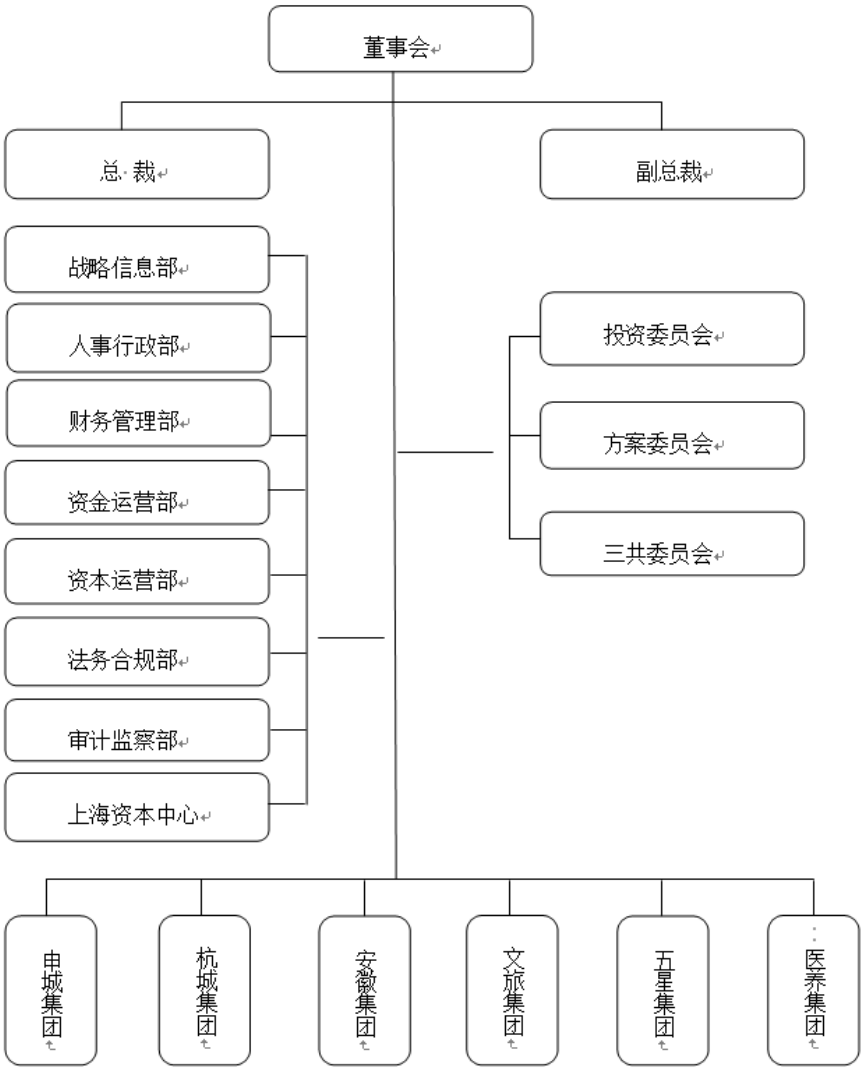
八、综合评价

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等经济发展良好区域，土地储备质量较好；京东入股江苏五星电器，推动线上线下融合，有利于扩大电器业务规模；公司营业收入和净利润规模有所增长，经营活动产生的现金持续净流入。同时，联合评级也关注到公司债务负担仍较重、存在集中兑付压力，关联企业股票波动可能产生不利影响，公司在建项目规模大、面临较大的资金压力，关联方往来款及关联担保规模较大，公司高管人员变动以及业务多元化对管理提出更高要求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，以及电器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”的债项信用等级为 AA。

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	702.26	921.28
所有者权益（亿元）	146.84	202.61
短期债务（亿元）	86.89	185.29
长期债务（亿元）	199.18	156.24
全部债务（亿元）	286.08	341.53
营业收入（亿元）	239.15	252.02
净利润（亿元）	15.29	18.83
EBITDA（亿元）	27.08	31.83
经营性净现金流（亿元）	32.48	11.61
流动资产周转次数（次）	0.47	0.39
存货周转次数（次）	0.59	0.44
总资产周转次数（次）	0.39	0.31
现金收入比率（%）	141.82	154.15
总资本收益率（%）	5.25	5.00
总资产报酬率（%）	4.28	3.74
净资产收益率（%）	11.68	10.78
营业利润率（%）	19.87	21.49
费用收入比（%）	12.12	13.84
资产负债率（%）	79.09	78.01
全部债务资本化比率（%）	66.08	62.77
长期债务资本化比率（%）	57.56	43.54
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	0.96
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.09
流动比率（倍）	1.66	1.31
速动比率（倍）	0.57	0.40
现金短期债务比（倍）	0.91	0.51
经营现金流动负债比率（%）	9.29	2.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.99	1.16

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、公司其他非流动负债中债务部分已调整至长期债务。

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。