跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕2204 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”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”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：

二〇二〇年七月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

佳源创盛控股集团有限公司
公司债券 2020 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	14.90 亿元	3+2 年	AA	AA	2019 年 6 月 21 日
16 佳源 07	3.80 亿元	3+2 年	AA	AA	2019 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2020 年 7 月 10 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	702.26	925.59	942.13
所有者权益（亿元）	146.84	201.08	206.85
长期债务（亿元）	182.18	156.24	176.39
全部债务（亿元）	269.08	341.62	318.73
营业收入（亿元）	239.15	252.66	258.15
净利润（亿元）	15.29	17.92	18.60
EBITDA（亿元）	27.08	30.92	36.06
经营性净现金流（亿元）	32.48	11.81	81.94
营业利润率（%）	19.87	21.25	19.73
净资产收益率（%）	11.68	10.30	9.12
资产负债率（%）	79.09	78.28	78.04
全部债务资本化比率（%）	64.69	62.95	60.64
流动比率（倍）	1.66	1.30	1.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.09	0.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	0.94	1.15
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.45	1.65	1.93

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 公司 2017 年及 2018 年财务数据采用经追溯调整的数据；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

2019 年，佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“公司”或“佳源创盛”）作为区域型房地产开发企业，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，公司债务负担有所减轻，经营活动产生的现金持续净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房地产销售规模下降，电器行业竞争激烈导致电器业务销售额下降，短期存在集中兑付压力，在建项目规模大及存在补库存需求、面临一定的资金压力且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，公司经营规模和盈利水平有望保持良好。

综上，联合评级维持公司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”和“16 佳源 07”的债项信用等级为 AA。

优势

1．**土地储备区位优势。**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，土地储备质量较好。

2．**公司债务负担有所减轻。**2019年，公司新增项目较少，融资需求下降，同时，安徽区域项目转让给关联公司，整体债务规模下降，债务负担有所减轻。

3．**公司经营性现金流大额净流入。**2019 年，经营活动产生的现金大额净流入。

关注

1．**地产业务及电器业务销售规模下降。**2019 年，受新开工大幅下滑以及安徽集团所属企业的销售数据不再纳入公司合并范围影响，

公司协议销售金额及协议销售面积均下降；受电器零售业竞争激烈影响，销售规模有所下降。

2．**多元化经营风险。**公司加大对深圳美丽生态股份有限公司的投资，并于 2019 年将美丽生态纳入合并范围，目前业务涉及房地产、电器销售、园林等，业务之间跨度较大，对公司业务管理水平和人员专业素质都提出较高要求。

3．**未来存在一定资金需求。**公司在建项目较多，尚需投资金额较大，同时可售项目规模一般，考虑补库存需求，公司未来面临一定的资金压力。

4．**存在短期兑付压力。**公司账面货币资金规模一般，2020 年存在一定的债务集中偿付压力。

分析师

王安娜　登记编号（R0040214110001）
曹梦茹　登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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。

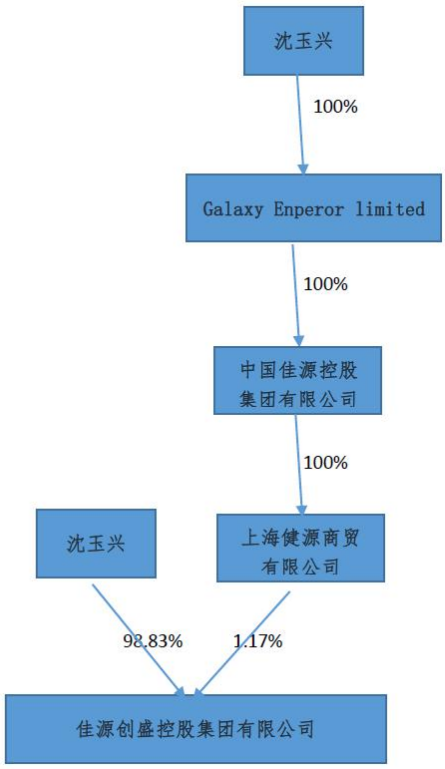
分析师：

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。后经多次增资以及股权转让后，截至 2019 年末，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 年末，公司实际控制人持有公司股份无质押。

图 1　截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司对组织结构进行调整，内设投资发展部、评审管理部、财务管理部、资金运营部、资金运营部、法务合规部、审计监察部和人事行政部（见附件 1）。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的控股子公司 191 家，员工合计 17,424 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 942.13 亿元，负债合计 735.27 亿元，所有者权益 206.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 157.80 亿元。2019 年，公司实现营业收入 258.15 亿元，净利润 18.60 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 18.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 81.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.37 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2019年末，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2019年8月支付了“16佳源01”上一计息年度的利息，“16佳源02”已到期兑付。

根据《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）募集说明书》中所设定的公司债券回售条款，公司于2019年7月26日、2019年7月29日至2019年8月1日对其所持有的全部或部分“16佳源01”申报回售，回售金额为人民币4.10亿元。根据《佳源创盛控股集团有限公司关于“16佳源01”投资者回售实施办法的公告》，公司可对回售部分债券在2019年8月23日至2019年9月20日期间进行转售，“16佳源01”转售金额为4.00亿元。截至2019年末，“16佳源01”存续规模为14.90亿元。

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2019年末，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2019年10月支付了“16佳源07”上一计息年度的利息，“16佳源06”已到期兑付。

根据《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）募集说明书》中所设定的公司债券回售条款，公司于2019年9月12日、2019年9月16日至2019年9月19日对其所持有的全部或部分“16佳源07”申报回售，回售金额为人民币0.50亿元。公司对本次回售部分债券在2019年10月18日至2019年11月14日期间进行转售。截至2019年末，“16佳源07”存续规模为3.80亿元。

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

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下行明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百

城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1－3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（2）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

（3）未来发展

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。

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

2019 年，家电零售行业零售端整体消费需求不旺；2020 年以来，受新冠疫情影响，部分家电销售下滑，预计随着国内疫情逐渐得到控制，家电行业受国内疫情的影响将逐渐好转。

2019 年，中国家电零售市场表现持续低迷，尽管多类产品零售量小幅增长，但全年零售额却有所下降。中怡康数据显示，2019 全年，中国家电市场整体零售额 8,920 亿元（不含 3C），下降 3.88%。分品类看，冰箱累计销售量 3,377 万台，同比增长 6.65%，销售额 947 亿元，同比增长 0.95%；空调累计销售量 6,180 万台，同比增长 4.32%，销售额 2,009 亿元，同比下滑 3.63%；冷柜累计销售量 767 万台，同比增长 6.38%，销售额 106 亿元，同比增长 2.91%；洗衣机累计销售量 3,844 万台，同比增长 4.21%，销售额 711 亿元，同比下滑 0.59%；吸油烟机累计销售 1,709 万台，同比下降 0.81%，销售额 383 亿元，同比下降 3.94%。从细分行业看，各品类业绩增速有不同程度放缓，部分细分行业利润仍维持高速增长。其中，家用空气调节器营业收入和利润总额均居各品类第一位，分别增长了 1.77%和 10.84%；家用制冷电器具表现良好，营业收入增长 6.80%，利润总额增长 13.5%；家用厨房电器具营业收入增长 7.71%，利润总额增长 20.04%；家用清洁卫生电器具累计营业收入增长 6.32%，但利润总额下降 0.78%；美健个护类产品的累计营业收入增长 8.30%，利润增长 20.88%。

2020 年以来，家电行业受疫情影响明显。根据 Wind 显示，2020 年 4 月，中小家电、家电零部件、空调、彩电、冰箱、其他视听器材、洗衣机涨跌幅分别为 4.09%、2.03%、1.53%、1.02%、0.37%、-1.37%、-25.76%，4 月小家电表现好于其他板块。随着国内疫情逐渐得到控制，家电行业受国内疫情的影响已经在一季度体现较充分，海外疫情的影响预计将在二季度开始体现，预计出口占比较高的企业将面临较大的压力。

行业关注方面，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。

未来发展方面，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。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员有所变动，对其业务经营的影响不大；管理制度延续以往。

2019年10月23日，公司在嘉兴市南湖区行政审批局办理完成工商变更备案登记，因工作分工调整的原因，公司董事会成员由沈玉兴、沈宏杰、代礼平、王莉伟、汤海勤变更为沈玉兴、沈宏杰、代礼平、汤海勤、丁宏震。此外，公司其他董事、监事和高级管理人员未发生变化。公司管理制度连续。

丁宏震，1974年3月出生，大学本科学历。现任公司董事长秘书。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，受益于新增建筑施工业务，公司营业收入小幅增长；主营业务收入仍主要来源于房地产收入及零售贸易收入；主营业务收入毛利率随公司房地产业务及零售贸易业务毛利率下降而有所下降。

2019年，公司新增建筑施工收入及贸易收入，同时，公司出售物业费及停车费业务相关子公司，因此该部分业务2019年及后续将无收入。受益于新增建筑施工收入，公司实现营业收入258.15亿元，较上年增长2.17%；实现净利润18.60亿元，同比增长3.77%。公司主营业务收入253.89亿元，占营业收入比为98.35%，主营业务仍突出。

从主营业务收入构成看，2019年，公司房地产收入为106.45亿元，同比下降8.22%，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41.93%，同比下降4.51个百分点。2019年，公司零售及贸易收入127.17亿元，同比增长0.32%，主要系新增贸易业务所致，占当期主营业务收入的50.09%。此外，公司的主营业务板块还包括建筑设计收入、建筑施工收入、智能家居收入和租金收入，对公司整体经营影响较小。

表1　2017－2019年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产收入	112.33	47.45	23.63	115.98	46.44	29.32	106.45	41.93	27.24
零售及贸易收入	120.48	50.89	18.72	126.77	50.76	17.66	127.17	50.09	17.04
智能家居收入	1.04	0.44	35.44	2.82	1.13	38.31	1.04	0.41	37.57
建筑施工收入	--	--	--	--	--	--	16.13	6.35	12.91
物业费及停车费	1.66	0.70	21.27	2.28	0.91	22.65	--	--	--
建筑设计收入	0.19	0.08	21.48	0.21	0.09	20.49	0.30	0.12	21.52
租金收入	1.06	0.45	100.00	1.69	0.68	35.70	2.79	1.10	33.29
合计	**236.76**	**100.00**	**21.51**	**249.76**	**100.00**	**23.48**	**253.89**	**100.00**	**21.32**

资料来源：公司审计报告

从毛利率看，2019年公司房地产收入毛利率为27.24%，同比下降2.08个百分点；公司零售及贸易业务毛利率为17.04%，下降0.62个百分点，变化不大。其他业务板块收入规模不大，对公司毛利率影响有限。受公司房地产业务及零售贸易业务毛利率小幅下降影响，公司主营业务收入毛利率下降至21.32%。

2．房地产板块

（1）土地储备情况

2019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，其他项目成本较为合理，目前土地储备规模一般。

2019年，公司仍采用招拍挂和收并购的方式获取土地（收并购为主要获取方式），同时，受自身现金及融资环境趋紧、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49.50万平方米，同比下降40.22%；建筑面积100.99万平方米，同比下降56.48%。2019年，公司获得土地平均楼面单价为4,929.99元/平方米，同比下降3.74%，主要与获取土地的地理位置分布有关。2019年，公司拿地区域主要分布在杭州、绍兴、青岛、嘉兴等城市，主要用于住宅地产开发。

表2　2017－2019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	2019 年
购地面积	263.54	82.81	49.50
建筑面积	754.71	232.06	100.99
购地支出	124.75	88.78	34.07
楼面单价	3,000.00	5,121.32	4,929.99

注：上表数据均为权益口径
资料来源：公司提供

截至2019年末，公司土地规划建筑面积合计736.39万平方米；其中尚未开发的土地面积为147.97万平方米，尚未开发的土地规划建筑面积合计490.14万平方米，相较于2019年新开工面积，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。公司土地储备主要分布在长三角地区，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。

表 3　截至 2019 年末公司土地储备情况（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
佳源中心广场	金华市武义县	2013/3/7	住宅、商业	100	21.29	864.44	2.28	6.49
湖州佳源都市	湖州市吴兴区	2017/1/15	住宅、商业	100	67.52	1,451.57	5.94	17.52
青岛朱家洼社区改造项目	青岛市崂山区	2017/2/28	住宅、商业、办公	90	110.66	8,949.61	11.30	71.91
杭州仁和小镇	杭州市余杭市	2017/7/18	商业、办公		9.19	2,642.53	3.16	9.19
一期重庆中国摩 I55-北区	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	51	42.32	1,220.09	8.89	42.13
一期重庆中国摩 I54	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	51	31.74	1,041.11	0.16	3.44
一期重庆中国摩 I53	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	51	30.53	1,039.93	0.76	8.34
一期重庆中国摩I55-南区商业	重庆市渝北区	2017/9/1	商业	51	46.90	2,191.78	15.92	46.90
二期（J05 地块）	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	85	59.85	2,493.50	17.04	59.85
二期（49/50/51 地块）	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	85	71.64	2,577.48	2.86	15.67
二期（地块）J06	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	85	36.80	2,496.30	7.28	27.60
二期重庆医院	重庆市渝北区	2017/9/1	医院	85	17.86	1,143.13	3.48	17.86
二期（J 分区 I12-1/05、J01-17/05、J13-4/05 号）J13-4、J13-13 地块）	重庆市渝北区	2017/9/1	住宅	85	44.60	2,019.70	14.63	44.60
杭州瀚源佳源府	杭州市萧山市	2018/3/27	住宅	57.7	27.17	14,439.15	0.54	8.02

南昌佳源公园一号	南昌市湾里区	2018/5/28	住宅、商业、办公	100	7.72	3,855.94	2.26	7.72
绍兴兰亭印象	绍兴市柯桥区	2018/6/1	住宅	100	9.61	4,719.72	1.97	4.31
萧山进化镇天乐村	杭州市萧山市	2019/6/28	住宅、商业	96	24.12	7,914.81	15.27	24.12
嘉兴四季璟园	嘉兴市经开区	2019/10/30	住宅	60	12.74	9,400.00	4.56	12.74
绍兴福全项目	绍兴市柯桥区	2019/11/29	住宅	100	7.52	6,497.00	2.21	5.12
青岛水清木华	青岛市西海岸新区	2019/12/13	商住	90	24.47	1,198.00	11.82	24.47
青岛水清木华	青岛市西海岸新区	2019/12/13	商业	90	10.65	4,682.00	5.61	10.65
杭州博源健康	杭州市余杭市	2019/12/24	商业、办公	100	4.79	1,020.03	2.16	4.79
宁波匡堰项目	宁波市慈溪市	2019/12/25	住宅	100	16.69	3,052.00	7.87	16.69
合计		--	--	--	**736.38**	--	**147.97**	**490.14**

注：数据口径为全口径；上述取得时间较早的土地为分期开发
资料来源：公司提供

（2）项目开发

受前期开工力度大及项目储备相对不足的影响，2019 年新开工同比大幅下滑，竣工面积变动不大，期末在建面积呈下滑态势；公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

截至2019年底，公司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。

2019年，公司新开工项目5个，主要为南昌佳源、桐乡利源、嘉兴爱源等项目，受前期开工力度大及2019年项目储备相对减少的影响，新开工面积107.39万平方米，同比大幅下降77.00%；受工程进度影响，公司竣工项目13个，竣工面积192.93万平方米，变化不大；截至2019年底，公司在建面积为761.84万平方米，具体情况见下表。

表 4　2017－2019 年公司主要开发数据情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工项目数（个）	9	22	5
当期新开工面积（万平方米）	209.51	466.82	107.39
当期竣工项目数（个）	11	12	13
当期竣工面积（万平方米）	176.80	212.86	192.93
期末在建面积（万平方米）	631.37	1,151.36	761.84

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
资料来源：公司提供

从公司在建项目投资情况看，截至2019年末，公司在建项目32个，在建项目计划总投资金额706.74亿元，已投资424.79亿元，尚需投资281.95亿元，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，公司面临一定的资金压力。

表 5　截至 2019 年末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	桐乡	住宅	2018 年 7 月	2020 年 11 月	18.73	12.68	75.00
绍兴佳源悦城（佳源广场）	绍兴越城区	住宅、商业、办公	2014 年 7 月	2020 年 10 月	39.00	32.12	95.00
海宁东方都市三期	海宁市区硖石街道	住宅、商业	2015 年 9 月	2020 年 4 月	15.65	15.57	95.00

邵阳名人国际	邵阳大祥区	住宅、商业	2011 年 5 月	2020 年 5 月	10.13	8.09	95.00
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	4.65	1.45	70.00
杭州湘湖印象（湘印府）	杭州	住宅	2017 年 9 月	2020 年 8 月	15.81	13.72	82.00
湖州诚源佳源都市（奚塘景城）	湖州	住宅、商业	2017 年 2 月	2021 年 10 月	36.53	19.23	54.00
杭州仁和小镇	杭州	商业、办公	2018 年 3 月	2020 年 3 月	5.58	3.44	95.00
湖州优优学府	湖州	住宅	2018 年 1 月	2020 年 6 月	9.30	7.50	90.00
威海佳源名城	威海	商业、住宅	2018 年 4 月	2020 年 3 月	6.31	4.85	95.00
贝利温岭壹号公馆（佳源壹号）	台州温岭	住宅、商业	2018 年 5 月	2020 年 9 月	12.82	11.42	85.00
苍南两岸新天地	温州苍南	住宅、商业	2018 年 4 月	2020 年 8 月	10.90	6.01	85.00
海宁佳鸿珑府	海宁	住宅	2018 年 3 月	2020 年 10 月	12.38	9.21	90.00
桐乡振源优优景苑	桐乡	住宅	2018 年 4 月	2020 年 7 月	5.62	4.78	90.00
一期重庆中国摩 I54	重庆	住宅	2015 年 9 月	2020 年 3 月	18.90	15.57	93.00
一期重庆中国摩 I53	重庆	住宅	2017 年 5 月	2020 年 6 月	18.18	14.33	93.00
二期（49/50/51 地块）	重庆	住宅	2018 年 6 月	2021 年 7 月	41.38	23.75	40.00
二期（地块）J06	重庆	住宅	2019 年 4 月	2021 年 12 月	21.33	11.26	5.00
一期重庆中国摩 I55-南区商业	重庆	商业	2019 年 5 月	2021 年 4 月	39.50	12.35	15.00
一期重庆学校	重庆	学校	2018 年 1 月	2020 年 4 月	10.70	5.82	95.00
杭州瀚源佳源府	杭州	住宅	2018 年 10 月	2021 年 10 月	47.86	35.65	75.00
杭州铭源优樾府	杭州	住宅	2018 年 8 月	2020 年 10 月	7.89	6.66	75.00
杭州振明西溪印象（臻悦轩）	杭州	住宅	2018 年 8 月	2020 年 5 月	6.94	5.21	94.00
绍兴兰亭印象	绍兴市	住宅	2018 年 9 月	2021 年 3 月	7.92	4.50	63.00
南昌佳源·公园一号	江西南昌	住宅、商业、办公	2019 年 6 月	2021 年 5 月	6.15	2.46	3.00
海宁源翔海棠府	海宁许村	住宅	2018 年 8 月	2020 年 11 月	7.62	5.58	72.00
嘉兴湘源秀湖印象	嘉兴	住宅、商业	2018 年 8 月	2021 年 10 月	15.35	12.37	65.00
嘉兴昊源城南印象	嘉兴	住宅	2018 年 9 月	2021 年 11 月	17.23	15.66	65.00
海盐博源佳源宸栖	海盐	住宅	2018 年 11 月	2020 年 11 月	12.27	9.94	93.00
桐乡印象里	桐乡	住宅	2019 年 9 月	2021 年 10 月	3.83	2.53	20.00
青岛朱家畦地块	青岛崂山	住宅、商业、办公	2018 年 10 月	2023 年 4 月	206.74	88.68	45.00
四季璟园	嘉兴市	住宅	2019 年 12 月	2022 年 5 月	13.54	2.40	10.00
合计			--	--	**706.74**	**424.79**	--

资料来源：公司提供

（3）房屋销售

2019 年，受新开工大幅下滑以及安徽集团所属企业的销售数据不再纳入公司合并范围影响，公司协议销售金额及协议销售面积均下降；待售规模一般，存在一定补库存需求。

从销售数据看，2019年，受新开工大幅下滑以及安徽集团所属企业的销售数据不再纳入公司合并范围影响，公司实现协议销售金额及协议销售面积分别同比下降54.75%和33.62%。从销售均价看，2019年，公司协议销售均价上升至1.67万元/平方米，主要系本年度销售项目青岛朱家畦销售单价较高所致。从结转情况看，2019年，公司结转收入面积为102.79万平方米，同比下降18.04%；由于结转项目所处地理位置的差异，公司结转收入规模为106.45亿元，同比下降8.22%。从公司销售回款率来看，2019年，受融资环境趋紧影响，公司回款率下降至76%。

表 6　2017－2019 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	2019 年
协议销售面积	206.97	330.22	149.44
协议销售金额	231.90	375.36	249.18
协议销售均价	1.12	1.14	1.67
销售回款率	87.08	83.17	76.00
结转收入面积	131.51	125.42	102.79
结转收入	112.33	115.98	106.45

资料来源：公司提供

从可售项目情况来看，截至 2019 年末，公司已完工和在建项目总可售面积为 711.07 万平方米，已售面积 484.61 万平方米，待售面积共 226.46 万平方米，公司待售面积规模一般，存在一定补库存需求。已完工项目方面，可售面积共 259.50 万方米，已销售 206.05 万平方米，剩余待售 53.46 万平方米，涉及 19 个项目，杭州西溪金谷为自持项目目前未售，王江泾中心广场、洲泉威尼斯、杭州佳源银座、王江泾中心广场二期及洲泉小商品城去化率较低，主要系上述项目部分包含自持部分所致。

表 7　截至 2019 年末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
嘉兴巴黎都市路易宫	嘉兴市南湖区	100	2013 年 5 月	5.16	5.02	0.14	97.29
名溪花苑	台州	100	2017 年 9 月	12.93	12.75	0.18	98.61
嘉兴英伦都市	嘉兴市南湖区	100	2017 年 9 月	22.65	21.74	0.91	95.97
嘉兴优优华府	嘉兴	100	2019 年 11 月	22.63	21.60	1.03	95.47
海盐巴黎都市	海盐县武原街道	100	2015 年 12 月	21.53	19.96	1.57	92.72
长安佳源中心广场	长安高新区	100	2016 年 11 月	14.19	12.58	1.61	88.66
安吉祥源佳源未来府	安吉市	100	2019 年 4 月	9.75	8.08	1.67	82.85
安吉佳源中心广场	安吉城北	100	2018 年 8 月	11.60	9.40	2.20	81.05
濮院佳源中心广场	桐乡市濮院镇	100	2015 年 7 月	17.49	14.56	2.93	83.23
王江泾中心广场	嘉兴王江泾	100	2013 年 12 月	4.13	1.13	3.01	27.21
洲泉威尼斯	桐乡洲泉镇	100	2013 年 4 月	4.89	1.52	3.37	31.08
杭州佳源银座	杭州	100	2017 年 6 月	5.41	1.98	3.43	36.60
王江泾中心广场二期	嘉兴王江泾	100	2016 年 6 月	6.40	2.93	3.47	45.78
杭州西溪金谷	杭州	49	2018 年 12 月	3.47	0	3.47	0
洲泉小商品城	桐乡洲泉镇	100	1900 年 1 月	6.26	2.74	3.52	43.79
新塍佳源中心广场	嘉兴市秀洲区	100	2016 年 4 月	12.81	8.63	4.18	67.37
桐琴佳源中心广场	武义县桐琴镇	100	2017 年 1 月	14.57	10.16	4.41	69.73
宁波佳源都市	宁波市	100	2019 年 3 月	18.17	12.11	6.06	66.65
嘉兴巴黎都市	嘉兴市南湖区	100	2012 年 6 月	45.46	39.16	6.30	86.14
合计		--	--	**259.50**	**206.05**	**53.46**	**79.40**

资料来源：公司提供

在建项目方面，可售面积为 451.57 万平方米，待售面积为 173.01 万平方米，去化率为 61.69%。公司在建项目较多，分布在长三角和重庆等地，所处市场环境较好。

表 8　截至 2019 年末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	桐乡	100.00	2020 年 11 月	11.96	11.10	0.85	92.85
绍兴佳源悦城（佳源广场）	绍兴越城区	100.00	2020 年 10 月	50.44	44.01	6.43	87.26
杭州湘湖印象（湘印府）	杭州	55.00	2020 年 8 月	13.29	12.74	0.55	95.83
湖州诚源佳源都市（奚塘景城）	湖州	100.00	2021 年 10 月	55.56	44.97	10.59	80.93
贝利温岭壹号公馆（佳源壹号）	台州温岭	100.00	2020 年 9 月	9.37	7.04	2.33	75.15
苍南两岸新天地	温州苍南	80.00	2020 年 8 月	11.73	8.89	2.84	75.80
一期重庆中国摩 I54	重庆	51.00	2020 年 3 月	30.63	27.79	2.84	90.73
一期重庆中国摩 I53	重庆	51.00	2020 年 6 月	29.57	21.43	8.14	72.47
二期（49/50/51 地块）	重庆	85.00	2021 年 7 月	69.45	48.72	20.73	70.15
二期（地块）J06	重庆	85.00	2021 年 12 月	33.18	8.82	24.36	26.58
杭州瀚源佳源府	杭州	57.70	2021 年 10 月	21.51	17.50	4.01	81.37
绍兴兰亭印象	绍兴市	100.00	2021 年 3 月	8.07	4.24	3.83	52.56
南昌佳源·公园一号	江西南昌	100.00	2021 年 5 月	6.73	0.00	6.73	0.00
嘉兴昊源城南印象	嘉兴	100.00	2021 年 11 月	14.39	14.39	0.01	99.94
桐乡印象里	桐乡	100.00	2021 年 10 月	2.79	0.00	2.79	0.00
青岛朱家畦地块	青岛崂山	90.00	2023 年 4 月	70.30	6.92	63.38	9.85
四季璟园	嘉兴市	60.00	2022 年 5 月	12.60	0.00	12.60	0.00
合计				**451.57**	**278.56**	**173.01**	**61.69**

资料来源：公司提供

（4）其他业务

公司自持物业出租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。

截至 2019 年底，公司现有投资性物业项目 29 个，建筑面积共计 75.21 万平方米。2019 年，公司平均租金为 1.02 元/平方米·天，有所增长，主要系租金较高的宁波佳源都市商业自持项目投入运营所致。租金收入方面，2019 年公司租金收入 2.79 亿元，同比大幅增长，主要系租金水平增长所致。

表 9　2017－2019 年公司自持物业收入及租金情况（单位：元/平方米·天、万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
平均租金水平	0.62	0.61	1.02
租金收入	10,589.32	10,810.75	27,942.10

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司投资性房地产主要位于浙江省、江苏省等地，建筑面积为 75.21 万平方米，投资成本 46.87 亿元，以公允价值模式计量，评估价值 90.05 亿元，增值率 93.80%；其中安吉佳源中心广场出租率为 54.00%，主要系部分商业店铺目前未出租所致，其他自持物业出租率均较高。

表 10　截至 2019 年末公司投资性物业概况（单位：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	100.00	0.04	0.16	300
名人国际	浙江省嘉兴市秀洲区洪兴	商铺	696.65	100.00	0.02	0.08	300

	路	办公	231.24	100.00	0.01	0.02	100
洲泉鞋材市场	浙江省桐乡市洲泉镇青石路	商铺	5,193.52	100.00	0.09	0.28	211
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	100.00	3.81	13.66	259
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	100.00	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	100.00	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	100.00	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	100.00	0.00	0.02	--
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	100.00	0.01	0.02	100
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	100.00	0.03	0.57	1800
十五家园 1 幢 1 号	杭州市下城区西健康路	商业	1,245.31	100.00	0.01	0.37	3600
安吉佳源中心广场	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	100.00	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	100.00	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西路	商铺	33,310.34	100.00	2.02	3.95	96
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	100.00	2.04	3.77	85
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	100.00	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	100.00	0.06	0.22	267
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	100.00	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	100.00	0.38	1.29	239
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	100.00	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	100.00	0.51	1.53	200
美丽生态	广东省深圳市福田区新闻路 2 号英龙商务大厦 33A	商业	13,423.02	80.47	0.29	1.42	390
宁波佳源	浙江省宁波市镇海区镇海大道与金华北路交汇处	商业	57,327.74	100.00	5.92	10.35	75
杭州和源	浙江省杭州市余杭区桂丰路与紫藤路交叉口	住宅	1,314.76	100.00	0.03	0.13	333
武义广源	武义桐琴镇	商业	76,172.95	100.00	2.03	2.79	38
西溪金谷	浙江省杭州市西湖区天目山路	商业	41,059.21	100.00	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	30,016.09	100.00	2.85	3.22	13
合计			**752,112.77**	**--**	**46.87**	**90.05**	**93.80**

数据来源：公司提供

3．家电零售板块

2019年，五星电器门店数量有所增加，受电器零售业竞争激烈影响，销售规模有所下降。

江苏五星电器有限公司（以下简称“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。2019年，五星电器实现收入125.38亿元，较年初小幅下降。截至2019年底，公司持有五星电器股权为54%。

（1）业务模式

2019 年，五星电器业务模式较 2018 年变化不大。

2019 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、江苏盛世欣格力贸易有限公司、海尔电器销售（合肥）有限公司和北京京东世纪信息技术有限公司，采购金额共 34.43 亿元，占当期采购总额 23.95%，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

五星电器店面主要包括自有连锁店、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。

2019年公司门店数量大幅增长，一方面系租赁门店数量有所增长；另一方面系公司积极拓展“万镇通”模式，加盟店数量大幅增长。截至2019年末，五星电器连锁店总计712个，其中加盟店426个、连锁店286个（自有店面11个，租赁店面275个）。2019年，五星电器门店经营坪效[1]变化不大，为16,130元/平方米·年。

表 11　2017－2019 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	2019 年
门店数量	**247**	**277**	**286**
自有	7	10	11
租赁	240	267	275
加盟店数量	**228**	**321**	**426**
门店面积	**685,099**	**745,269**	**747,667**
自有	29,673	37,734	39301
租赁	655,426	707,535	708,366
经营坪效	**16,000**	**16,137**	**16,130**

资料来源：公司提供

2019年，五星电器单店销售收入为3,947.00万元，同比有所下降，主要系电器零售业竞争激烈，公司当年 A+及 B 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2019年末，年销售金额在1.5亿元以上的门店占2.45%，1~1.5亿元占3.50%，

[1] 坪效=年销售额÷门店营业面积

0.6~1亿元占比10.84%，0.3~0.6亿元占32.17%，小于0.3亿元占比51.05%。

表 12　2017－2019 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
2019 年底	7	10	31	92	146	286	3,947.00

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
资料来源：公司提供

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。

4．重大事项

美丽生态纳入合并范围

2019 年 1 月 30 日，公司直接及间接持有深圳美丽生态股份有限公司（以下简称“美丽生态”）11,936.5654 万股，占其总股本的比例 14.57%，通过全资子公司间接持股 1.05%，共计持股 15.62%，为美丽生态第一大股东；美丽生态召开 2019 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于关于选举公司第十届董事会董事候选人的议案》《关于选举公司第十届董事会独立董事候选人的议案》，公司推荐的董事候选人代礼平女士、姚惠良先生、曾嵘女士、周成斌先生、李德友先生、金小刚先生、陈美玲女士通过选举；独立董事候选人赵泽辉先生、刘民先生通过选举。董事会由 11 名董事组成，设董事长 1 人，副董事长 1~2 人。美丽生态第十届董事会成员共有 9 名董事由公司推荐。基于上述事实，公司持有的股份表决权已对美丽生态 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现任董事会半数以上成员的选任，符合《上市规则》中规定的拥有上市公司控制权的情形。公司于 2019 年 1 月 30 日成为美丽生态的控股股东。

美丽生态营业收入主要来源于园林、市政工程建设业务。公司及下属子、分公司布局于国内不同省份和城市，在贵州、云南、浙江、江苏、新疆等多个省份有施工项目。截至 2019 年末，美丽生态资产总额 42.92 亿元，净资产合计 7.54 亿元；2019 年，美丽生态实现营业收入 18.93 亿元，较年初增长 81.77%；净利润 1.26 亿元，转负为正。截至 2019 年底，公司逾期贷款全部和解。

2019 年 8 月 2 日，美丽生态及江苏八达园林有限责任公司、贾明辉、王云杰、王仁年、郑方、李卉、支佐、单军、王锐、丁熊秀、蒋斌、佘志莉、王建华、徐斌、虞群娥、徐文慰、翟禹收到证监会《行政处罚决定书》（处罚字〔2019〕69 号）。依据《证券法》第一百九十三条第一款、第二款的规定，对美丽生态、八达园林及相关个人给予警告，并处以罚款。

转让安徽区域项目

2019 年，公司将安徽佳源房地产集团公司 100%股份转让给佳源国际控股有限公司（以下简称“佳源国际”），涉及项目包括合肥佳源巴黎都市、蚌埠东方都市、庐江东方华庭、和县中央城、庐江东方都市、涡阳星港城、凤台佳源都市、利辛佳源都市和六安佳源华府，根据浙江和诚房地产估价有限公司出具的对安徽佳源房地产集团有限公司（以下简称“安徽集团”）全部权益价值所做的《资产评估报告》（浙江和诚（2019）资字第 ZC2019000029 号），截至评估基准日，安徽集团资产账面价值 402,228.51 万元，负债账面价值 377,228.51 万元，净资产账面价值 25,000.00 万元。被评估单

位安徽集团的股东全部权益价值按资产基础法评估的市场价值评估值为196,067万元，较被评估单位评估基准日报表中的股东权益增值171,067万元。后续公司将不再进入安徽区域，此次安徽集团的转让，对公司未来安徽区域的收入产生影响。

5．经营关注

未来面临一定资金需求

截至2019年末，公司在建项目32个，在建项目计划总投资金额706.74亿元，已投资424.79亿元，尚需投资281.95亿元，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，公司面临一定的资金压力。

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）投资并将其纳入合并范围。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。

销售规模下降

2019年，受新开工大幅下滑以及安徽集团所属企业的销售数据不再纳入公司合并范围影响，公司协议销售金额及协议销售面积均下降；受电器零售业竞争激烈影响，销售规模有所下降。

6．未来发展

公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展，但2019年公司各项业务销售规模有所下降，需持续关注其后续情况。

未来，公司工作目标根据既定的战略发展目标，新的销售目标较去年同比增长20%左右，每年保持在20%左右的稳定增长率。新拓展的项目利润率不低于12%~16%的基准目标，加快老项目的快速销售回笼，加快资产周转率和资金流动性。关注企业的盈利能力和资本结构，保证企业的良好的经营业绩和偿债能力。

地产业务方面，作为核心产业，房地产产业将以住宅产品开发为主，以商业地产为辅，从三四线城市向一二线城市发展，并进行国外市场的探索，快速滚动开发，快速回笼资金，快速形成现金流，在目标城市形成品牌影响力，在保证效益的前提下进行规模扩张。

家电零售业务方面，作为成长产业，家电零售产业将以零售为核心业务，逐步拓展到消费者的整个家庭生活提案业务，布局全渠道经营，加速推进门店经营模式转型，聚焦重点区域的开拓与经营，并合理布局舒适家等新业务，开展线上线下的无界新零售模式，引入新的合作伙伴，提高市场占有率。形成自己独特的竞争优势，保证盈利，并寻求机会上市。

园林景观业务方面，立足和深耕西南市场，完成湖南、贵州、云南、重庆等重要市场点位的战略布局，提升公司在西南区域影响力，将公司打造成西南地区的第一品牌。研究和探索东南亚及粤港澳大湾区市场。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的2019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。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各

项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。2019 年公司发生非同一控制下的企业合并 5 家，发生同一控制下的企业合并 1 家，新设立 17 家子公司，处置子公司 4 家，清算子公司 11 家。2019 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 2019 年末，公司合并资产总额 942.13 亿元，负债合计 735.27 亿元，所有者权益 206.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 157.80 亿元。2019 年，公司实现营业收入 258.15 亿元，净利润 18.60 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 18.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 81.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-26.37 亿元。

2. 资产质量

2019 年，公司资产规模变化不大，公司资产仍以流动资产为主，存货占比较高；货币资金规模下降；受限资产比例一般，但子公司股权存在质押，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 942.13 亿元，较年初增长 1.79%，较年初变化不大。其中，流动资产占 71.99%，非流动资产占 28.01%。公司资产仍以流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 678.24 亿元，较年初下降 4.96%。公司流动资产主要由货币资金（占 10.18%）、其他应收款（占 10.26%）和存货（占 68.55%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 69.04 亿元，较年初下降 27.23%，主要系偿还借款支付现金较多所致。截至 2019 年末，公司货币资金中银行存款占 67.29%，其他货币资金占 32.65%。截至 2019 年末，公司因按揭保证金、票据保证金及美丽生态因诉讼冻结的银行存款（736.96 万元）等原因受到限制的货币资金共 23.05 亿元，占货币资金的 33.39%，受限比例较高。截至 2019 年末，公司货币资金中包含五星电器货币资金 24.04 亿元。

截至2019年末，公司其他应收款69.57亿元，较年初下降4.32%。其他应收款账面余额为72.60亿元，主要由往来款（占88.58%）和押金保证金（占9.14%）构成，主要系应收关联方及第三方的款项，该部分主要为地产业务合作项目产生的其他应收款；其他应收款累计计提坏账准备2.89亿元，计提比例为4.13%，计提比例尚可；从账龄分布看，公司其他应收款1年以内占70.14%，1~2年占13.96%，2~3年占9.69%，3年以上共占6.21%，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32.36%，集中度一般。

截至2019年末，公司存货464.95亿元，较年初下降5.26%；公司存货主要由开发成本（占82.49%）、开发产品（占10.54%）和库存商品（占3.49%）构成。具体看，公司开发成本主要包括重庆-中国摩（重庆）项目、青岛-佳源华府、杭州-佳源府、嘉兴-城南印象和桐乡-佳源珑府等；开发产品主要为重庆-中国摩（重庆）、嘉兴-英伦都市、绍兴-佳源广场和威海-佳源名城等。截至2019年末，公司累计计提存货跌价准备6.48亿元，主要系子公司美丽生态在公司收购以前承包的PPP项目，在2018年以前减值计提的跌价准备，公司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，但开发产品占比较大，主要为完工未出售的商业和车库，需持续关注后续去化情况。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 263.89 亿元，较年初增长 24.50%，主要系可供出售金融资产

增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.19%）、投资性房地产（占 34.13%）、固定资产（占 5.38%）和其他非流动资产（占 34.62%）构成。

截至 2019 年末，公司可供出售金融资产 18.98 亿元，较年初增长 256.06%，主要系对联营企业投资大幅增加所致；2019 年，按权益法下确认的投资收益为 0.47 亿元。

截至 2019 年末，公司固定资产 14.19 亿元，较年初增长 89.61%，主要系房屋及建筑物增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物构成，累计计提折旧 4.96 亿元；固定资产成新率 74.20%，成新率尚可。

公司投资性房地产以公允价值计量。截至 2019 年末，公司投资性房地产 90.06 亿元，较年初下降 12.16%，主要系公司转让安徽区域项目，合肥巴黎都市项目的投资性房地产减少所致。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产 91.35 亿元，较年初增长 66.06%，主要系预付投资款增加所致；公司其他非流动资产主要由预付投资款、预付少数股东股权购买款和理财产品构成。

截至 2019 年末，公司受限资产共 159.01 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等，受限比例为 16.88%，受限比例一般。截至 2019 年末，公司合并范围内子公司股权质押金额合计 16.29 亿元。

表 13　截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	230,455.51	保证金、诉讼冻结银行款等
固定资产	25,160.23	为借款提供抵押担保
存货	918,769.87	为借款提供抵押担保
投资性房地产	368,124.58	为借款提供抵押担保
无形资产	453.62	为借款提供抵押担保
在建工程	47,071.75	为借款提供抵押担保
其他应收款	65.14	开具保函支付的保证金
合计	**1,590,100.71**	--

资料来源：公司审计报告

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2019 年，公司负债结构仍以流动负债为主，公司负债规模变化不大；受公司新增项目较少，融资需求下降，同时，安徽区域项目转让后债务规模下降影响，公司全部债务有所下降，债务负担有所减轻；2020 年债务到期规模较大，存在一定短期兑付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额 735.27 亿元，较年初增长 1.49%，较年初变化不大。其中，流动负债占 73.30%，非流动负债占 26.70%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 538.95 亿元，较年初下降 1.86%，较年初变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 7.22%）、应付票据（占 9.44%）、应付账款（占 7.21%）、预收款项（占 54.51%）、其他应付款（占 8.28%）和一年内到期的非流动负债（占 9.75%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 38.92 亿元，较年初下降 20.25%，主要系公司调整债务结构偿还到期借款所致。

截至 2019 年末，公司应付票据 50.86 亿元，较年初下降 13.17%，主要系信用证及商业承兑汇票规模下降所致；公司应付票据主要为银行承兑汇票。

截至 2019 年末，公司应付账款 38.88 亿元，较年初增长 4.04%，主要为应付工程款及货款。

截至 2019 年末，公司预收款项 293.77 亿元，较年初增长 5.43%，主要系公司房地产业务签约销

售金额增加所致；公司预收款项主要为商品房预收款（占 97.17%）。

截至 2019 年末，公司其他应付款 44.61 亿元，较年初增长 41.56%，主要系其他应付、暂收款和其他关联方往来款增加所致。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 52.56 亿元，较年初下降 32.61%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 196.33 亿元，较年初增长 11.96%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 68.32%）、应付债券（占 18.82%）和递延收益（占 6.38%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 134.13 亿元，较年初增长 30.51%，主要系公司调整债务结构增加长期借款所致；长期借款主要由抵押及保证借款构成。

截至 2019 年末，公司应付债券 36.96 亿元，较年初增长 1.36%，较年初变化不大。2019 年，公司发行“2019 年非公开发行公司债券（第一期）”（债券简称“19 佳源 01”，发行金额 3.50 亿元）、“2019 年非公开发行公司债券（第二期）”（债券简称“19 佳源 03”，发行金额 6.45 亿元）和“2019 年非公开发行公司债券（第三期）”（债券简称“19 佳源 04”，发行金额 8.40 亿元）。

截至 2019 年末，公司全部债务 318.73 亿元，较年初下降 6.70%，主要系 2019 年公司新增项目较少，融资需求下降，同时，安徽区域项目转让后债务规模下降所致。其中，短期债务占 44.66%，长期债务占 55.34%，短期债务占比仍较高。截至 2019 年末，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 78.04%、60.64%和 46.03%，较年初分别下降 0.23 个百分点、下降 2.30 个百分点和提高 2.30 个百分点，公司债务指标有所下降，债务负担有所减轻。从债务到期期限情况来看，2020 公司短期债务规模较大，存在一定短期兑付压力。截至 2019 年末，公司信托非标债务占全部债务比例为 34%。

表 14　截至 2019 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	其他非流动负债	债务合计
2020 年	38.92	50.86	52.56	--	--	--	**142.34**
2021 年	--	--	--	68.23	27.03	5.30	**100.56**
2022 年	--	--	--	55.76	9.93	--	**65.69**
2023 年及以后	--	--	--	10.14	--	--	**10.14**
合计	**38.92**	**50.86**	**52.56**	**134.13**	**36.96**	**5.30**	**318.73**

资料来源：公司审计报告

（2）所有者权益

2019 年，公司所有者权益变化不大；所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性仍一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 206.85 亿元，较年初增长 2.87%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 76.28%，少数股东权益占比为 23.72%。归属于母公司所有者权益 157.80 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 5.56%、24.92%、12.29%和 55.80%。公司未分配利润和少数股东权益占比较高，权益稳定性仍一般。

4. 盈利能力

2019 年，公司新增建筑施工收入及贸易收入，公司收入及利润规模小幅增长；投资收益对营业利润影响较大且可持续性一般；盈利指标大多维持在较稳定的水平。

2019 年，公司新增建筑施工收入及贸易收入，同时，公司出售物业费及停车费业务相关子公司，因此该部分业务 2019 年及后续将无收入。受益于新增建筑施工收入，公司实现营业收入 258.15 亿元，较上年增长 2.17%；实现净利润 18.60 亿元，同比增长 3.77%，主要系投资收益增长所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 43.91 亿元，较上年增长 24.74%，主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 53.48%、27.13%、0.19%和 19.20%，以销售费用为主。其中，销售费用为 23.49 亿元，较上年增长 8.91%，主要系销售相关的办公及租赁费及工资及福利费增加所致；管理费用为 11.91 亿元，较上年增长 40.21%，主要系工资及福利费及咨询费增加所致；财务费用为 8.43 亿元，较上年增长 65.59%，主要系部分借款对应的房地产项目完工，相关利息无法资本化所致。

从利润构成看来，2019 年，公司实现投资收益 18.87 亿元，较上年增长 252.16%，主要系出售安徽区域项目产生的投资收益，投资收益占营业利润比重为 76.31%，对营业利润影响较大，公司投资收益主要为处置长期股权投资产生的投资收益，可持续性一般。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 19.73%，较上年下降 1.52 个百分点，较上年变化不大；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.10%、3.59%和 9.12%，较上年分别提高 0.20 个百分点、下降 0.02 个百分点和下降 1.18 个百分点。公司各盈利指标变化不大。

5. 现金流

2019年，受公司拿地方式主要以收并购为主且缩小拿地规模影响，公司经营活动产生的现金持续净流入，投资活动现金流呈持续净流出，同时，受收购小股东股权影响，公司筹资活动现金流由上年净流入转为净流出。考虑到后续公司尚有补库存需求，未来仍存在一定资金需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入480.24亿元，较上年下降3.91%；经营活动现金流出398.30亿元，较上年下降18.38%，主要系拿地支出减少所致。2019年，公司经营活动现金净流入81.94亿元，较上年大幅增长593.86%。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入11.29亿元，较上年下降47.38%，主要系理财产品到期规模下降所致；投资活动现金流出76.00亿元，较上年增长85.09%，主要系本期基本以并购形式取得新地块，并购支出增加所致。2019年，公司投资活动现金净流出64.72亿元，较上年增长229.94%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入263.54亿元，较上年增长29.10%，主要系新增借款增加所致；筹资活动现金流出307.14亿元，较上年增长81.45%，主要系本期向重庆、海盐博源、嘉兴湘源、嘉兴昊源等项目收购小股东股权，该部分支出视为对小股东提前分配计入筹资活动支出所致。2019年，公司筹资活动现金净流出43.60亿元，由上年净流入转为净流出。

6. 母公司财务分析

母公司[2]资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成，负债率较高；净利润大幅下降，主要来自投资收益且不具可持续性。

截至 2019 年末，母公司资产总额 151.25 亿元，较年初下降 0.43%，较年初变化不大。其中，流动资产 74.07 亿元(占比 48.97%)，非流动资产 77.18 亿元（占比 51.03%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 96.36%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 16.56%）、长期股权投

[2] 此母公司指公司母公司单独报表。

资（占 63.31%）和其他非流动资产（占 18.70%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 2.04 亿元。

截至 2019 年末，母公司负债总额 115.52 亿元，较年初增长 0.10%。其中，流动负债 78.56 亿元（占比 68.01%），非流动负债 36.96 亿元（占比 31.99%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 23.55%）、其他应付款（占 47.51%）和一年内到期的非流动负债（占 28.47%）构成，非流动负债全部为应付债券（占 100.00%）。母公司 2019 年末资产负债率为 76.38%，较年初上升 0.41 个百分点。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 35.73 亿元，较年初下降 2.12%，所有者权益稳定性一般。其中，实收资本为 8.78 亿元（占 24.56%）、资本公积合计 8.82 亿元（占 24.69%）、未分配利润合计 15.71 亿元（占 43.97%）、盈余公积合计 2.24 亿元（占 6.26%）。

2019 年，母公司营业收入为 0.97 亿元，同比下降 13.40%；净利润为-0.74 亿元，大幅减少 18.85 亿元，主要系投资收益大幅减少所致；母公司利润主要来自投资收益。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为-10.52 亿元，投资活动现金流量净额为 24.38 亿元，筹资活动现金流量净额为-12.87 亿元。

7. 偿债能力

公司长、短期偿债能力较弱，对关联方担保规模较大存在或有负债风险，但考虑到公司在建项目规模较大、土地储备成本较合理等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.30 倍和 0.41 倍分别下降至 1.26 倍和下降至 0.40 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.51 倍下降至 0.49 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 36.06 亿元，较上年增长 16.65%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 24.03%）、利润总额（占 69.02%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.94 倍提高至 1.15 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.09 倍提高至 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年末，公司及子公司共获得的银行授信额度为 619.46 亿元，未使用额度 476.73 亿元，已使用的授信额度为 142.73 亿元。

截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年末，按照行业惯例，公司给购房者提供的阶段性担保为 134.85 亿元。公司及其子公司对关联方担保余额为 5.80 亿元，非关联方担保 1.92 亿元，公司对关联方及非关联方的担保合计占公司净资产的 3.73%，规模不大，或有负债风险可控。

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 2020 年 5 月 9 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。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）69.17

亿元，约为“16 佳源 01”和“16 佳源 07”待偿本金合计（18.70 亿元）的 3.70 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产为 206.85 亿元，为待偿本金合计的 11.06 倍；公司现金类资产和净资产对“16 佳源 01”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，2019 年，公司 EBITDA 为 36.06 亿元，约为“16 佳源 01”和“16 佳源 07”待偿本金合计（18.70 亿元）的 1.93 倍，EBITDA 对“16 佳源 01”和“16 佳源 07”待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况看，2019年公司经营活动产生的现金流入480.24亿元，约为“16佳源01”和“16佳源07”待偿本金合计（18.70亿元）的25.68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”和“16佳源07”的偿还能力很强。

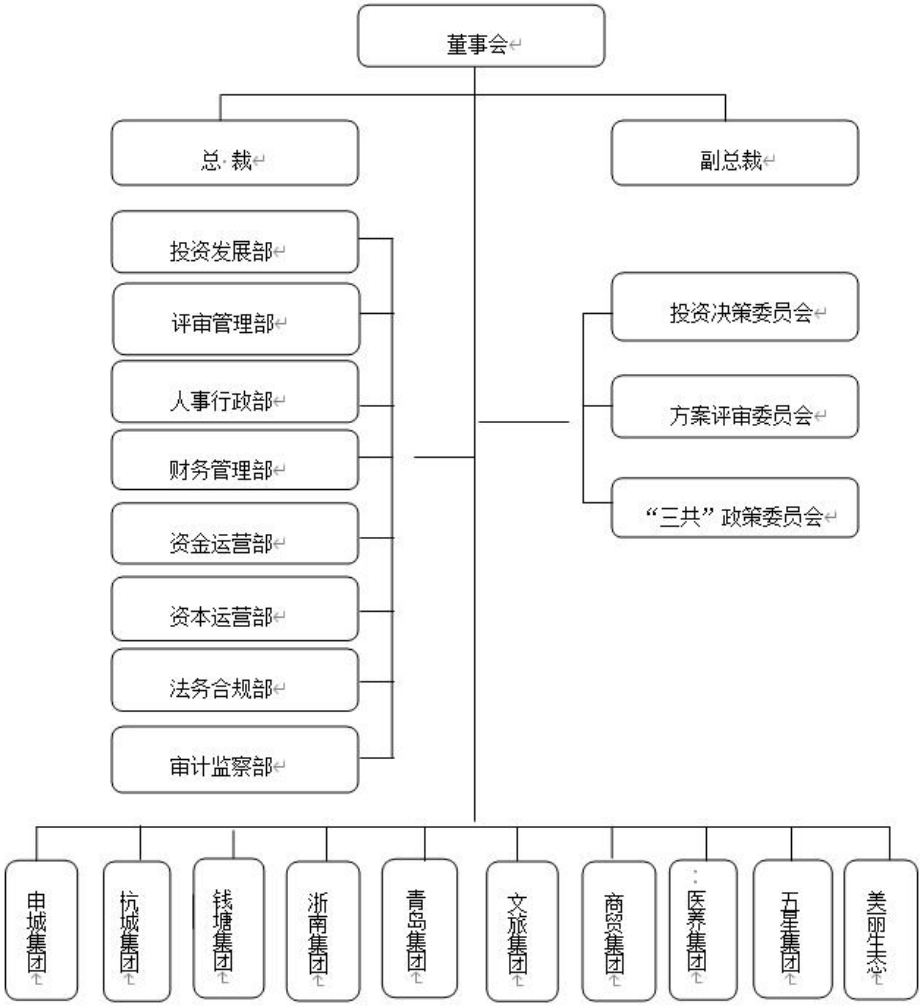
八、综合评价

2019 年，公司作为区域型房地产开发企业，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，公司债务负担有所减轻，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房地产销售规模下降，电器行业竞争激烈导致电器业务销售额下降，短期存在集中兑付压力，在建项目规模大及存在补库存需求、面临一定的资金压力且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，公司经营规模和盈利水平有望保持良好。

综上，联合评级维持公司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”和“16 佳源 07”的债项信用等级为 AA。

附件 1　截至 2019 年底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	2019 年
资产总额（亿元）	702.26	925.59	942.13
所有者权益（亿元）	146.84	201.08	206.85
短期债务（亿元）	86.89	185.38	142.34
长期债务（亿元）	182.18	156.24	176.39
全部债务（亿元）	269.08	341.62	318.73
营业收入（亿元）	239.15	252.66	258.15
净利润（亿元）	15.29	17.92	18.60
EBITDA（亿元）	27.08	30.92	36.06
经营性净现金流（亿元）	32.48	11.81	81.94
流动资产周转次数（次）	0.47	0.39	0.37
存货周转次数（次）	0.59	0.44	0.42
总资产周转次数（次）	0.39	0.31	0.28
现金收入比率（%）	141.82	154.04	143.67
总资本收益率（%）	5.37	4.90	5.10
总资产报酬率（%）	4.28	3.61	3.59
净资产收益率（%）	11.68	10.30	9.12
营业利润率（%）	19.87	21.25	19.73
费用收入比（%）	12.12	13.93	17.01
资产负债率（%）	79.09	78.28	78.04
全部债务资本化比率（%）	64.69	62.95	60.64
长期债务资本化比率（%）	55.37	43.73	46.03
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	0.94	1.15
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.09	0.11
流动比率（倍）	1.66	1.30	1.26
速动比率（倍）	0.57	0.41	0.40
现金短期债务比（倍）	0.91	0.51	0.49
经营现金流动负债比率（%）	9.29	2.15	15.20
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.45	1.65	1.93

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 公司 2017 年及 2018 年财务数据采用期初数据；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

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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

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。