

信用等级公告

联合[2019]775 号

深圳香江控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳香江控股股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

深圳香江控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳香江控股股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月十一日

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>

深圳香江控股股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 1.40 亿元（含）

本期债券期限：不超过 4 年（含），附第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 5 月 21 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	159.80	183.77	217.87	227.21
所有者权益（亿元）	52.94	80.85	54.10	54.17
短期债务（亿元）	17.18	16.71	43.60	24.35
长期债务（亿元）	9.46	14.83	29.36	45.43
全部债务（亿元）	26.64	31.54	72.95	69.78
营业收入（亿元）	54.10	43.14	41.35	5.31
净利润（亿元）	6.48	8.48	4.07	0.07
EBITDA（亿元）	12.38	14.66	12.09	--
经营性净现金流（亿元）	19.40	5.70	-29.41	9.89
营业利润率（%）	30.48	41.54	38.83	41.80
净资产收益率（%）	12.04	12.67	6.02	--
资产负债率（%）	66.87	56.00	75.17	76.16
全部债务资本化比率（%）	33.47	28.06	57.42	56.29
流动比率（倍）	1.27	1.57	1.26	1.39
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.46	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	6.27	3.02	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.84	10.47	8.63	--

注：1、本报告中数据不加特别说明均为合并口径；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、公司 2019 年 1-3 月财务数据未经审计。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）的评级反映了公司作为上市企业，房地产开发经验丰富、品牌知名度较高；公司商贸运营租金收入较稳定，货币资金较充裕。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临调控风险、部分商贸项目去化较慢、2018 年公司债务水平快速上升、短期债务占比扩大、所有者权益下降较多等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，随着在建项目的竣工结转，公司的盈利能力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司具有多年的房地产开发经验和家居商贸运营经验，“香江”系列品牌在广州地区具有较高的知名度。

2. 公司“开发建设+招商运营”双轮驱动的经营格局，利于增强公司竞争力，商贸运营收入较稳定。

3. 公司综合毛利率较高，货币资金较充裕；投资性房地产以成本计量，有一定升值空间。

关注

1. 房地产政策面临局部性调整，房地产企业受各项调控政策的影响较大。

2. 公司部分住宅和商贸流通物业有一定去化压力；成都和香河项目体量较大，出租率不高。

3. 公司 2018 年债务规模增长较快，短期

借款占比扩大，全部债务资本化比率大幅提升，经营净现金流由正转负。

4. 公司购买控股股东南方香江集团有限公司持有的天津森岛宝地置业投资有限公司、天津森岛鸿盈置业投资有限公司、天津森岛置业投资有限公司三家公司（以下简称“天津三公司”）各 65%股权，由于溢价收购，重组完成后，公司所有者权益规模大幅下降；同时若未来天津三公司盈利能力未达预期，对公司的经营业绩将造成一定影响。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

卢 瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

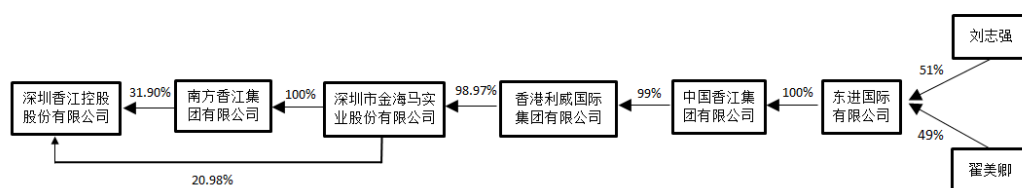


一、主体概况

深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）前身是 1993 年 3 月 26 日经山东临沂地区体制改革委员会临体改[1993]第 28 号文批准，由山东临沂工程机械厂独家发起，以定向募集方式设立的股份有限公司，初始注册资本为 7,000 万人民币。1998 年 5 月 18 日，经中国证券监督管理委员会批准，公司向社会公开发行人民币普通股 3,500 万股；1998 年 6 月 9 日，公司股票在上海证券交易所挂牌交易；目前公司股票简称：香江控股，股票代码：600162.SH。2002 年 12 月 25 日，公司控股股东山东工程机械集团有限公司（以下简称“山工集团”）与南方香江集团有限公司（以下简称“南方香江”）签署《国有股转让协议》，山工集团将持有的公司国有股 6,595 万股（占股份总数的 37.50%）中的 5,095 万股（占股份总数的 28.97%）转让给南方香江。股权转让完成后，南方香江持有 5,095 万股，占公司股份总数的 28.97%，成为公司第一大股东。

历经多次股权转让、定向增发、转增和送股以及吸收合并，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 33.99 亿元，其中南方香江持股比例为 31.90%，为公司的控股股东。公司实际控制人为刘志强先生和翟美卿女士（双方为夫妻关系）。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资兴办实业（具体项目另行申报）；物业管理；从事建筑工程和装饰工程的施工（须取得相应的资质证书后方可经营）；企业形象策划；酒店管理；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；经营进出口业务（法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营）；经济信息咨询（不含限制项目）；供应链管理；仓储服务。

截至 2018 年底，公司下设产城事业部、商业事业部、内控监察部、财务部、法律部、信息技术部、行政部、人力资源部、总裁办、董事会办公室等职能部门，其中产城事业部下设计划管理部、投资拓展一部、投资拓展二部、总工室、成本管理部、招标采购部、商住营销部、商贸营销部、物业管理部 9 大部门，商贸事业部下设招商部、企划营销部、营运管理部、工程部、商管部 5 大部门；公司纳入合并范围子公司 134 家，拥有在职员工 3,912 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 217.87 亿元，负债合计 163.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.10 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.84 亿元。2018 年，公司实现营业收入 41.35 亿元，净利润（含少数股东损益）4.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.09 亿元；经营活动现金流量净额为-29.41 亿元，现金及现金等价物净增加额-25.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 227.21 亿元，负债合计 173.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）54.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 50.99 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.07 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 9.89 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.31 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区金田路皇岗商务中心 1 号楼 3406A 单元；法定代表人：翟美卿。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司本期债券名称为“深圳香江控股股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券基础发行规模为不超过 1.40 亿元（含 1.40 亿元），期限不超过 4 年（含 4 年），附第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券向符合《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规规定的合格投资者公开发行；本期债券面值为人民币 100 元，按面值发行。本期债券票面年利率由公司和主承销商根据市场询价情况和簿记建档结果确定，本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司收入主要来源于房地产销售与商贸运营收入，其中商贸运营板块主要是指建材家居商贸城运营。公司主营业务按类别划分，分别归属于房地产行业与家居流通行业。

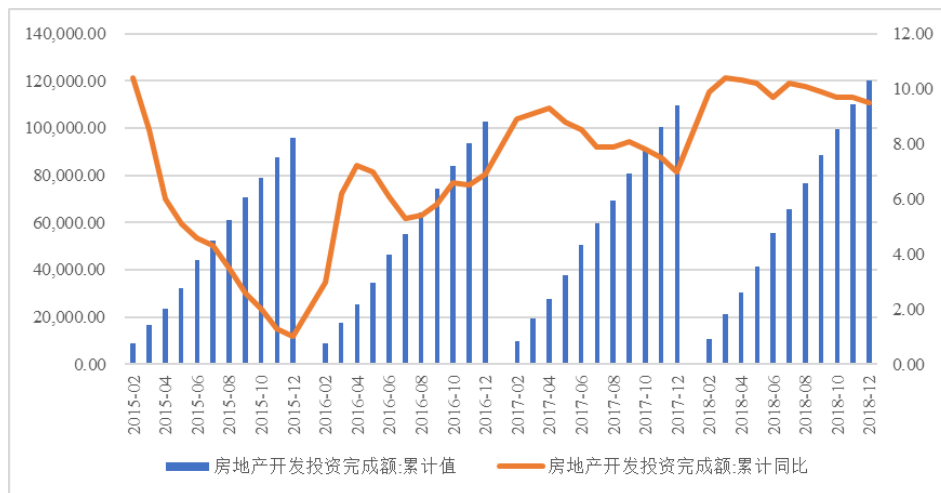
1. 房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016 年以来房地产投资增速有所回升，2018 年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

（2）市场供需

土地供应情况

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

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线城市的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

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。

表 1 2015~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米，%，亿元，元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
推出面积	113,235	103,212	111,907	128,440
同比	-18	-9	8	20
成交面积	85,671	85,885	95,036	105,492
同比	-21	-3	8	14
出让金	21,793	29,047	40,623	41,773
同比	-10	31	38	2
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,159
同比	14	40	26	-11
土地平均溢价率	16	43	29	13
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 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，上升 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%。

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，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

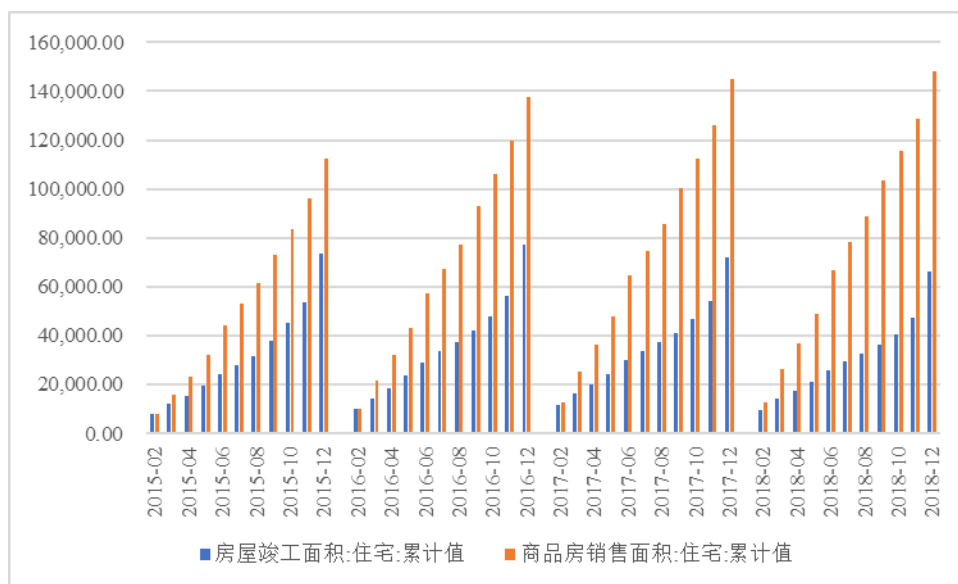
总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

市场供需情况

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。

2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

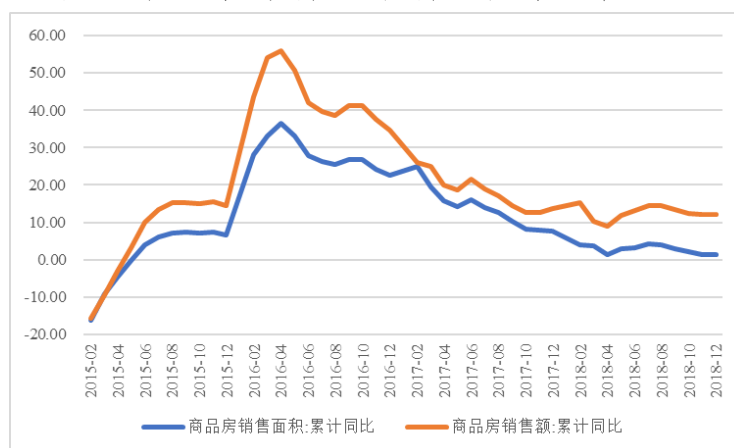
图 3 2015~2018 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

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%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 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 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%。

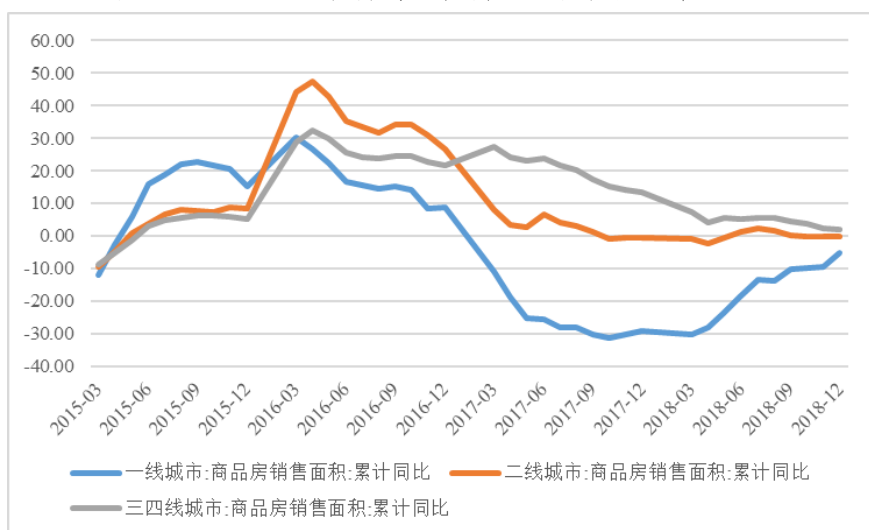
图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

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。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，联合评级搜集整理

注：二线城市数据用 Wind 资讯 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

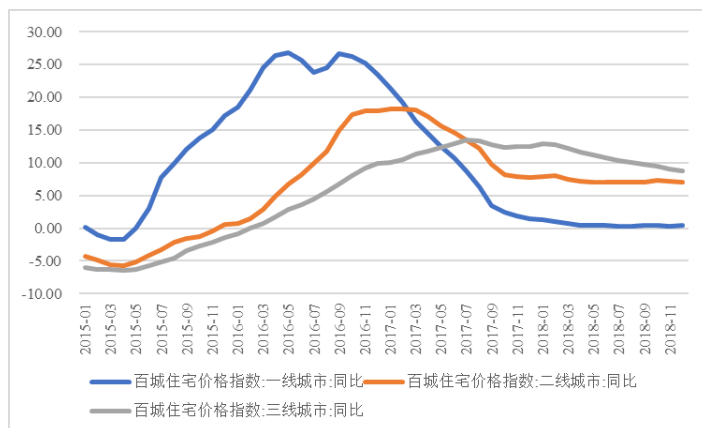
2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

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。

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%。

图 6 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

（3）竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 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 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。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分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。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。

表 2 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。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 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

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

(4) 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。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。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	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
2017 年 12 月	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。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

2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”

资料来源：联合评级搜集整理

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。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；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。2018年，“房住不炒”

总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

（5）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

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；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。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。

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。

（6）行业发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产

金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

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

总体看，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. 家居流通行业

(1) 行业概况

家居产品包括居家用品、装饰装潢等广泛涵义上的泛家居产品。从产品角度来看，家居行业一般包括家居、卫浴、厨房、建材、家纺、家居饰品等产业。从生产流通环节来看，家居行业可分为家居生产行业、家居流通行业和家居装饰装修行业。家居流通行业，是指家居建材产品的批发、零售活动。目前，我国家居流通行业离散度较高，市场整体以区域家居企业为主导，区域性企业已经在当地培育了良好的消费忠诚度。作为房地产的下游行业，家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。受房地产市场调控影响，2016~2018 年，全国规模以上建材家居卖场实现销售额分别为 11,852.80 亿元、9,173.70 亿元和 9,661.60 亿元，波动下降，年均复合下降 9.72%。

(2) 行业上下游情况

从家居产业链来看，家居流通行业上游是家居制造业，下游是家居产品消费者。

图 7 家居流通行业产业链



资料来源：Wind 资讯

家居制造业影响着家居流通业的发展。家居制造业入门门槛低，家居制造企业众多，产品同质化程度严重，陷入无序竞争，供应商整合难度大，但这也让家居流通企业可以通过流通品牌建设来加大对家居产品的展示、推广和促销。家居流通企业在家居产品销售方面所起的作用很大，家居流通业也随之发展迅速。2015 年全国家具当年累计产量为 76,961.32 万件，较上年下降 1.06%。2016 年，我国家具产量 79,464.15 万件，较上年增长 3.25%。2017 年，全国家具产量 80,703.47 万件，较上年增长 1.56%。2018 年全国家具产量 71,277.36 万件，同比下降 1.27%，家具产量增速近几年有所放缓；2015~2017 年，我国家具零售额分别为 2,445 亿元、2,781 亿元和 2,809 亿元，年

均复合增长 7.19%。

家居建材流通行业的下游主要是具有家居、建材购买意愿的终端消费者，其对产品质量、售后服务、消费体验以及产品品牌的关注程度随着消费能力的上升而提高，价格因素对消费选择的影响正逐步减弱。因此，能够在营销过程中提供舒适的购物环境，并且在经营场所中能够集中呈现质量有所保证的中高端家具、建材产品，在售后环节中能有效提供质保置换服务的家居建材商场将能更好地迎合现代消费需求特点的变化。目前我国家居流通领域存在四种主要的销售业态形式，分别为厂家直销、临街及摊位制集贸市场、家居建材超市以及专业家居建材商场。

近年来由于海外市场的急剧萎缩使得我国家具生产出现明显的产能过剩，国内快速增长的需求在短期内难以弥补因出口快速下降而出现的供给过剩。2015年，随着当年房地产进一步深入调整，家居销售进一步萎缩，全年成交金额为10,849.10亿元，较2014年全年大幅下降10.06%，家居行业销售情况较差。2016年，我国房地产市场总体销售旺盛，带动了家居行业销售额增长。2016年，全国建材家居卖场销售金额11,852.80亿元，较2015年上涨9.25%。2016年十一以后，各地频繁出台房地产调控政策，房地产市场再次降温，建材家具市场销售也受到影响，2017年全国规模以上建材家居卖场累计销售额为9,173.70亿元，较上年下降22.60%。2018年，实现累计销售额9,661.6亿元，同比上涨5.32%，但在房住不炒的定位下，建材家居市场仍面临较大压力。

总体看，家居行业与房地产行业相关性较高，行业景气度容易受到房地产周期性影响。

（3）行业政策

家居流通行业的管理部门为商务部和工信部，主要受到下游消费需求的影响，因此，国家有关房地产行业政策的限制或者变化都会影响家居流通行业的发展。

2012年8月，国务院印发《关于深化流通体制改革加快流通产业发展的意见》，提出积极培育大型流通企业，支持有实力的流通企业跨行业、跨地区兼并重组的任务，并就拓宽流通企业融资渠道，支持符合条件的大型流通企业上市融资、设立财务公司以及发行公司债券和中期票据等债务融资工具方面提出支持政策。

总体看，家居流通行业的发展与下游房地产的发展息息相关，同时也受到房地产行业政策的影响。

（4）行业竞争

目前我国家居流通行业的离散度极高，单个流通企业所占比例较小，即使是最大的全国性家居流通企业红星美凯龙也只占到市场份额的7%左右，这主要是由于我国家居市场广阔，仅地级市就有340个，各城市发展水平不一，消费习惯不一，区域型家居流通企业一般已经占据当地最好的商圈，培养了消费忠诚度，全国性流通企业要想进入当地市场，困难重重。同时，我国的家居制造业极其分散，进入门槛低，这也不利于我国家居流通行业形成规模化，形成全国统一市场。

近几年，国内家居建材流通企业加快了扩张的步伐，企业之间的竞争主要以城市网点布局为主，竞争焦点集中在抢夺最有利的商场资源上。而随着一线城市商场的逐渐饱和，实力雄厚的家居建材流通企业开始逐渐向二、三线城市延伸卖进一步扩大销售网络的覆盖面，在一线城市的竞争由片面的抢夺商场转向品牌建设、内部管理和签约战略客户等。在此过程中，逐渐形成了以红星美凯龙、居然之家等企业为首的行业第一集团军。未来随着房地产市场和物流业的进一步发展与经济水平的不断提升，消费者会越来越注重售后服务，更趋向于选择有良好品牌效应的家居卖场进行购物，家居流通行业市场集中度将提高。

总体看，家居流通行业离散度高，随着一线城市的逐渐饱和，具有实力的企业开始逐渐向二、三线城市进军扩大经营规模。

（5）行业关注

房地产调控对家居行业影响明显

家居流通行业受宏观经济周期波动及房地产市场的影响较大。自 2016 年 10 月开始，国内房地产市场经历了一系列如限购、限贷、限价等调控政策，需持续关注房地产市场波动对国内家居装饰及家居产品及服务的需求，进而对家居流通行业产生的影响。

盈利能力下滑的风险

国内家居流通行业竞争十分激烈，每个企业都面临着来自国际、国内和地方家居商场运营商、专业零售商和其他形式的家居零售企业的竞争，目前家居流通行业市场极度分散，国内市场竞争加剧，盈利能力存在下降的风险。

经营管理风险

家居流通行业分为两种模式，一种为租赁第三方物业进行平台运营，一种是自有物业进行平台运营。前者拓宽业务通过在各个城市租赁物业，一般签约租赁合同为 10 年期，租约到期以后存在不能续租的风险；后者通过自建物业来拓宽业务，自建物业需要进行融资建设，多以资产抵押形式获取贷款，如果部分资产价格出现大幅波动，则可能使该种模式的企业面临较大的经营风险。此外，卖场运营过程中一旦出现消防安全等事项，将对生产经营活动产生不利影响。

总体看，家居流通行业竞争较激烈，房地产市场需求波动对家居流通行业产生一定影响。

（6）未来发展

行业由分散走向整合，行业集中度提高

目前我国家居流通行业的离散程度高。由于我国家居市场广阔，各城市发展水平不易，各地市场消费习惯不一，有的甚至差异很大。但随着我国物流业的迅速发展，家居流通行业逐渐形成规模化。作为家居物品流通的中间枢纽，家居流通企业凭借其拥有的供应商资源优势，进入下游装饰装修领域，从“一站式”购物扩展至“一站式”装修。同时，企业借助资本市场的力量，向上游延伸，与上游家居制造企业结成联盟，或者并购形成一体化企业，委托、并购生产型企业提供卖场自有品牌产品等，未来市场集中度将提高。

竞争由同质化走向差异化，行业面临升级转型

目前，家居流通行业受制于上游的产业链供应和自身发展的不足，存在明显的产品渠道以及市场同质化。主要表现在经营的商家品牌趋同，结构布局几乎都定位于中高端客户，营销方式同质化等。因此，差异化的经营模式在未来的家居卖场竞争中将成为发力点，家居卖场需要尝试新的经营方法与竞争策略来抢占市场份额，适应主要客户群体消费习惯的变化。

总体看，未来家居流通行业集中度提高，行业竞争将走向差异化，行业面临升级转型。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 1993 年，房地产开发运营经验丰富，业务布局以广州为核心，项目遍及环渤海、珠三角及华东等重要地区。截至 2018 年底，公司累计已开发总建筑面积为 1,077.20 万平方米，其中住宅地产 703.75 万平方米，商业地产 373.45 万平方米，拥有 104.00 万平方米的投资性物业、430.00 万平方米物管服务社区。

目前公司业务涵盖房地产开发与销售、商业运营及物业管理，具备房地产二级开发资质和物业服务一级资质。公司开发的地产项目主要为商贸物流地产和大型综合性住宅社区，其中商贸物流地产主要是家居建材中心。公司及所开发的社区曾获“最佳国际化休闲生态社区”金筑奖、“绿

色亚洲人居环境奖”、“亚洲休闲地产最佳品牌”等众多奖项。

在住宅地产板块，公司打造了突出生态自然高端环境形象的“锦绣香江”品牌，开发环境优美、配套完善以及优良物业管理的高品质产品，公司先后开发了番禺锦绣香江、增城翡翠绿洲、连云港锦绣香江、武汉锦绣香江、株洲锦绣香江等多个项目，其中番禺锦绣香江和增城翡翠绿洲，整体规模较大，开发周期较长，其较好的规划设计和物业管理能力提升了楼盘的综合价值，“锦绣香江”系列品牌知名度不断提升。

在商贸物流地产板块，公司以经营商贸家居建材为突破口，形成了自身的经营特色，旗下建材城包括郑东建材家居城、南昌香江家居建材城、百年家居建材城等；家居城包括保定香江家居国际体验中心、成都全球家居 CBD 等；商贸城包括新乡光彩大市场、临沂香江商贸城、聊城香江光彩大市场。2015 年公司完成资产重组，深圳市香江商业管理有限公司（以下简称“香江商业”）和深圳市大本营投资管理有限公司（以下简称“深圳大本营”）进入合并范围。2016 年，公司完成资产重组，将沈阳香江好天地商贸有限公司（以下简称“沈阳好天地”）、深圳市家福特置业有限公司（以下简称“沈阳家福特”）及三处家居商贸业务相关的物业（长春物业、郑州物业和广州物业）纳入合并范围。香江商业主要从事家居流通平台运营业务，在全国拥有 40 家卖场，即通过将商铺出租给商户收取租金，并对卖场进行后续管理获取收益。香江商业通过二十余年的品牌运营，与大量厂商和客户建立了战略合作伙伴关系，具有丰富的管理经验与招商经验，享有较高的品牌知名度；家居流通平台运营业务与公司现有商贸地产开发与销售业务形成互补，提高商贸物流地产项目的运营效率和效益。

总体看，公司作为广州地区知名的房地产开发企业，房地产开发经验丰富，公司“香江”系列品牌在广州地区具有较高的知名度；公司在家居流通运营上具有丰富的招商经验，与现有商贸地产开发与销售形成互补，提高商贸物流地产项目的运营效率和效益。

2. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共 17 名，其中董事 9 名（包括独立董事 3 名）；监事 4 名；高级管理人员 8 名（其中董事兼任 4 人），公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长翟美卿女士，出生于 1964 年，美国杜兰大学 MBA 管理学硕士，现任香江集团有限公司（以下简称“香江集团”）总裁，公司董事长、南方香江董事长、香江社会救助基金会主席，兼任十三届全国政协委员、广东省女企业家协会会长等职务。

公司总经理修山城先生，出生于 1965 年，本科学历。1994 年至今任香江集团董事、南方香江董事；2003 年至今任公司董事兼总经理。

截至 2018 年底，公司拥有在职员工 3,912 人。按专业类别分，战略运营类占比约 3.53%，开发拓展类占比约 0.95%，招商拓展类占比约 3.02%，营销类占比约 8.05%，运营管理类占比约 39.49%，工程管理类占比约 5.67%，财务管理类占比约 9.89%，物业管理类占比约 23.11%，综合类占比约 6.29%。按教育程度来分，硕士及以上占比约 1.92%，本科占比约 21.09%，大专占比约 27.04%，大专以下占比约 49.95%。

总体看，公司核心管理团队具有较丰富的从业经验，员工构成能够满足目前经营需要。

五、公司治理

1. 公司治理

公司按照《公司法》等有关法律，以及现代企业制度要求，制订了《公司章程》并建立了由股东大会、董事会、监事会及经理层组成的法人治理结构体系。

公司股东大会是公司的权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划、审议批准公司的年度财务预算方案、利润分配等重大事项的职权。

公司董事会由9名董事组成，其中包括3名独立董事，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事会设董事长1人，负责召集并主持董事会会议等事项。公司董事会行使执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司监事会由4名监事组成，其中包括2名职工监事，职工监事通过职工代表大会、职工大会等民主方式选举产生。监事的任期每届为3年。监事任期届满，连选可以连任。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东决议的董事、高级管理人员提出罢免建议等职权。

公司设经理1名，由董事会聘任或解聘，经理每届任期三年，连聘可以连任。经理对董事会负责，主要行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会的决议，并向董事会报告工作等职权。

总体看，公司法人治理结构健全，能满足公司日常经营需要。

2. 管理体制

截至2018年底，公司下设产城事业部、商业事业部、内控监察部、财务部、法律部、信息技术部、行政部、人力资源部、总裁办、董事会办公室等职能部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

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

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

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

工程管理方面，公司建立了工程管理制度，明确项目公司负责项目的日常管理，公司工程管理部负责各个项目工程的监督工作。公司采用招投标的方式来选择施工单位，在签订施工合同时，公司与施工单位约定详细的质量保证条款。项目公司每月会同监理至少进行一次工程进度、工程质量、现场安全文明施工控制情况的定期检查，并对检查作出评估，除此之外，还对施工现场进行抽查，对于定期检查与抽查中出现的问题，责令相关责任人进行限期整改。

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

对外担保管理方面，公司对外担保行为必须经董事会或股东大会批准，董事会应掌握债务人的资信状况并且对担保事项的利益和风险进行充分分析，在此基础上审慎作出决定。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常，整体运作较规范。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前以“城市产业发展”与“商贸流通及家居卖场运营”双轮驱动为主业发展，其中“城市产业发展”着重于住宅和商业综合体开发销售，商贸流通及家居卖场运营包括商贸流通市场、家居卖场的开发与运营管理。2016~2018年，公司营业收入逐年下降，年均复合下降12.57%，主要系2016年结转了规模较大的长沙香江高岭商贸城项目，而2017年及2018年公司商铺物业结转规模下降所致。2018年，公司实现营业收入41.35亿元，同比下降4.14%。公司同期净利润波动下降，年均复合下降20.79%，其中2017年净利润8.48亿元，同比增长30.85%，主要系结转了高毛利的写字楼项目所致；2018年实现净利润4.07亿元，同比下降52.05%，大于营业收入降幅主要系融资规模增加，利息支出对利润侵蚀所致。

从业务构成情况来看，商品房、商铺及写字楼销售和商贸流通运营是公司的核心业务，二者近三年合计占公司营业收入比重均在89%以上，是公司收入和利润的主要来源。2016~2018年公司商品房、商铺及写字楼销售收入稳步增长，年均复合增长6.89%；2017年商品房、商铺及写字楼销售收入同比增长9.49%，主要系珠海横琴项目、南沙项目写字楼交楼所致。公司商贸流通运营板块主要由商贸运营和商贸物流基地商业物业销售组成，公司商贸流通运营板块收入占比逐年下降，2018年为33.45%；商贸运营主要是商贸城招商运营收取的租金收入和管理费收入，2016~2018年，商贸运营收入稳步增长，年均复合增长2.75%；商贸物流基地商业物业销售近三年逐年下降，主要系长沙高岭国际商贸城项目于2016年达到销售结转条件，而2017年和2018年无大规模结转所致。公司其他收入主要是物业管理及幼儿园、学校经营收入，近三年呈波动增长态势，年均复合增长17.23%，其中2018年实现收入4.29亿元，同比增长21.05%，主要系管理费收入、咨询费收入增加及新增加健康产业收入所致。

从毛利率情况来看，由于公司商品房、商铺及写字楼销售和商贸流通运营在公司主营业务收入中的占比很高，因此这两个板块对综合毛利率的影响较大。2016~2018年，公司综合毛利率呈

逐年增长趋势。从具体业务来看，近三年商品房、商铺及写字楼销售毛利率增加较大，2017 年毛利率较上年上升了 18.12 个百分点，主要系珠海横琴项目、南沙项目交付的写字楼毛利高于住宅毛利率所致，2018 年毛利率进一步提升，公司房地产板块结转的珠海横琴和鄂州房地产项目毛利率较高。2016~2018 年，公司商贸流通运营板块毛利率波动上升，2017 年商贸流通运营毛利率较上年上升了 10.44 个百分点，主要系毛利率较高的商贸运营收入占比上升和结转了毛利率较高的长沙项目所致；2018 年下降主要系香江商业板块的深圳泥岗项目于 2018 年 9 月合同到期撤场、福田项目装修免租影响所致。2016~2018 年，公司其他业务毛利率波动上升，主要系物业管理和学校经营收入占比变化所致。

表 5 2016~2018 公司营业收入情况（单位：亿元、%）

行业名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房、商铺及写字楼销售	20.33	37.57	35.65	22.26	51.60	53.77	23.23	56.18	54.63
商贸流通运营	30.19	55.81	46.00	17.32	40.15	56.44	13.83	33.45	53.42
其中：商贸运营	10.78	19.92	57.21	11.22	26.01	58.99	11.38	27.52	53.69
商贸物流基地商业物业销售	19.41	35.88	39.77	6.10	14.14	51.74	2.45	5.93	52.24
其他	3.58	6.62	28.42	3.56	8.25	27.93	4.92	10.37	30.59
合计	54.10	100.00	40.95	43.14	100.00	46.05	41.35	100.00	51.73

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：其中“商贸运营”是指投资性房地产的租金收入。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，同比增长 21.69%；毛利率为 49.65%，较上年变化不大。

总体看，商品房、商铺及写字楼销售和商贸流通运营是公司的核心业务；受地产销售结转情况影响，公司近三年营业收入逐年下降，但毛利率水平稳步上升且处于较高水平。

2. 房地产业务

本报告中房地产业务分析包括商品房、商铺及写字楼销售板块和商贸流通运营中的商贸物流基地商业物业销售板块。

（1）土地储备

公司主要通过“招拍挂”、股权并购、合作开发等方式获取土地储备，以招拍挂为主。从项目开发成本来看，公司的项目开发成本主要包括土地出让金、前期工程费、建安成本、基础建设费等，其中土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例较高。鉴于土地成本对项目盈利的影响较大，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，结合自身资本实力获取土地。在拿地前期，由投资拓展部发起，针对拟获取地块，会同财务部、成本管理部、设计研发部等部门做出土地开发预案，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等，公司对土地的获取需经公司投资决策委员会批准确认后方可进行。

2016~2018 年，公司获取土地情况如下表所示。公司近三年均有拿地，但拿地规模波动较大，其中 2018 年 3 月，公司以 25.02 亿元对价同一控制下合并收购天津三公司 65% 股权，新增天津市宝坻区土地储备。

表6 2016~2018年公司土地获取情况（单位：%、万平方米、亿元）

时间	区域	地块位置	享有权益	占地面积	规划建筑面积	土地取得方式	用途	出让金总额
2016.09	广州	番禺锦绣香江	100.00	0.54	0.96	招拍挂	住宅	1.95
2017.07	常德	常德香江悦府	100.00	2.99	9.79	招拍挂	住宅	2.77
2018.03	天津	天津宝坻区	65.00	88.80	160.59	收并购	住宅	--
2018.05	南通	如东县	100.00	7.06	18.50	招拍挂	商住	3.00
2018.05	增城	增城区	100.00	9.68	24.25	调规补缴地价	商住	30.37
2018.09	株洲	株洲市	100.00	1.03	1.74	招拍挂	住宅	0.40
合计	--	--	--	110.10	215.83	--	--	38.49

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司持有土地储备权益计容面积 383.59 万平方米，可满足公司 3 年左右开发需求，土地储备较充足；其中一线城市占比 10.87%，二线城市（天津、成都、郑州）占比 51.17%，三四线城市占比 37.96%，天津占比较大。公司土地储备主要为住宅及商业用途，以出售为主，公司根据市场情况决定是否出租及出租比例。

表7 截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	物业类型	占地面积	计容面积	享有权益	权益计容面积
番禺锦绣香江	广州	住宅	17.44	32.05	51.00	16.35
增城翡翠绿洲	广州		10.77	22.63	100.00	22.63
南昆山锦绣香江项目	广州		12.75	8.49	45.90	3.90
大封门项目	广州		10.71	5.34	100	5.34
小桥头项目	广州		0.36	0.60	100	0.60
蝴蝶洲项目	广州		4.51	7.7	100	7.7
恩平锦绣香江	恩平		1.93	6.09	100.00	6.09
武汉锦绣香江	鄂州		13.53	32.48	100.00	32.48
株洲锦绣香江	株洲		12.76	21.65	100.00	21.65
连云港锦绣香江	连云港		1.16	6.11	100.00	6.11
句容项目	句容		3.23	3.56	100.00	3.56
天津项目	天津		85.71	160.59	65.00	104.38
如东项目	南通		2.52	4.76	100.00	4.76
成都紫钻	成都		3.87	11.24	50.00	5.62
小计			181.25	323.29	--	241.17
成都香江全球家居 CBD	成都	商业	7.88	26.20	100.00	26.20
郑州项目	郑州		4.82	6.56	100.00	6.56
洛阳项目	洛阳		9.01	10.81	100.00	10.81
新乡项目	新乡		4.97	10.58	100.00	10.58
聊城项目	聊城		2.89	6.15	100.00	6.15
小计			29.57	60.30	--	60.30
合计			210.82	383.59	--	301.47

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备以住宅和商业用地为主，可支撑公司未来 3 年左右开发需求；一二三线城市均有分布，土地储备集中度一般。

（2）项目开发

公司开发的项目主要为商业地产和大型综合性住宅社区两大类，以住宅地产为主，商业地产

为辅，其中商业地产主要为家居建材卖场，住宅项目主要针对改善型需求客户。2016~2018 年，公司新开工面积逐年增长，年均复合增长 66.66%，主要系 2017 年之后公司出于补库存需要，增加开工项目所致。近三年，公司竣工面积波动较大，公司 2018 年末在建面积 170.10 万平方米，较去年同期大幅提升。

表8 2016~2018年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	34.23	67.92	95.08
竣工面积	45.43	93.36	22.03
在建面积	122.49	97.05	170.10

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年底，公司在建房地产项目共计 9 个，以住宅为主，尚需投资约 22 亿元。从区域分布来看，公司在建项目存在一定区域集中度，且三四线城市占比较高，未来可能面临一定的去化压力。

表9 截至 2018 年底在建项目基本情况（单位：万平方米、%）

项目名称	所在城市	类型	建筑面积	权益占比
连云港锦绣香江	连云港	住宅	10.93	100.00
武汉锦绣香江	武汉		29.29	100.00
株洲锦绣香江	株洲		20.56	100.00
来安锦绣香江	滁州		36.27	51.00
常德项目	常德		9.79	100.00
天津项目	天津		38.93	65.00
增城翡翠绿洲	广州		19.68	100.00
如东项目	南通		11.76	100.00
小计	--	--	177.21	--
新乡项目香江城市广场二期 A1、A2、A3	新乡	商业	5.95	100.00
小计	--	--	5.95	--
合计	--	--	183.16	--

资料来源：公司提供

注：表中合计建筑面积为住宅+商业

总体看，公司近年为补充库存，新开工快速增长，但公司在建项目位于三四线城市占比较高，未来可能面临一定的去化压力。

（3）房地产销售

从销售模式来看，公司以自主销售为主、第三方销售为辅。公司于每年年初根据目前的可售资源、现有项目建设进度以及未来三年各城市公司开发计划来制定销售指标。公司着眼于树立品牌形象，以线下拓展客户、活动营销手段为主。

从定价方式上看，公司在综合平衡项目价格、利润与销售速度的基础上，对项目规划布局、产品构成、楼层高度、户型比例、面积设置、单位朝向、户外景观、装修格调和用材品质等具体因素进行全面的权衡分析，实现客观、合理的定价。

从公司近三年的销售情况来看，公司签约销售面积逐年小幅增长，受销售项目中三线城市项目增多以及行业调控影响，公司近三年签约销售均价波动下降。综上，公司签约销售金额近三年波动下降，年均复合减少 3.51%。从回款率看，公司近三年销售回款率逐年下降，但保持在 90%

以上，处于较高水平。从结转情况来看，公司近三年结转面积波动较大，其中 2017 年结转面积同比减少 45.90%，主要系商贸流通项目结转减少所致；结转收入逐年下降，主要系近年商贸物流项目签约销售金额下降所致。

表 10 2016~2018 年公司房地产销售情况（单位：个、万平方米、亿元、%、万元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
预售项目	15	13	15
签约销售面积	30.08	32.11	35.24
签约销售金额	34.94	27.45	32.53
签约销售回款率	99.95	93.02	91.22
签约销售均价	1.16	0.85	0.92
结转面积	43.46	23.51	28.55
结转收入	39.74	28.35	25.68

资料来源：公司提供

注：签约回款率包含跨期回款。

截至 2018 年底，公司在售项目中已取得预售证的待售面积合计 77.24 万平方米，待售面积规模尚可。公司可售项目中，按待售面积计算一线城市占比 42.87%，二线城市（天津、成都、长沙）占比 29.18%，三四线城市占比 27.95%，以广州和天津为主。公司在售项目去化率 83.03%，去化率尚可；位于常德的项目和广州南昆山项目去化率不及预期，一方面系当地需求不足，去化有一定压力；另一方面，常德项目新开盘不久，销售时间不长。香河项目未售面积较 2017 年 6 月底（3.14 万平方米）变化不大，去化较慢，主要系公司将香河项目作为储备项目，择机销售，因此去化缓慢；在售项目中，珠海横琴项目销售均价较高主要系项目靠近澳门关口，地理位置优越，且销售时间在近两年；位于天津和成都的项目销售均价较低，主要系项目所在区域位置较偏远所致。

表 11 截至 2018 年底公司在售项目情况（单位：万平方米、万元/平方米）

地区	项目	类型	已取得预售证的面积	已售面积	销售均价	已取得预售证未售面积
广州	增城项目	住宅	176.10	149.97	2.50	26.13
广州	南昆山项目		9.62	4.26	1.91	5.36
恩平	恩平项目		17.74	15.99	0.35	1.76
天津	天津项目		81.14	61.89	0.90	19.25
鄂州	鄂州项目		33.79	32.61	0.58	1.17
来安	来安项目		21.07	13.56	0.90	7.51
连云港	连云港项目		14.18	11.27	0.48	2.91
株洲	株洲项目		23.52	21.67	0.59	1.85
成都	成都项目		6.53	6.12	0.46	0.41
常德	常德项目		4.50	1.51	0.95	2.99
小计			388.19	318.85	--	69.34
广州	南沙项目	综合体	6.03	4.40	1.39	1.62
珠海	珠海横琴项目		2.67	2.37	4.12	0.30
长沙	长沙高岭国际商贸城	商业	26.44	23.55	1.07	2.88
香河	香河项目		18.12	15.09	0.75	3.04
来安	南京湾项目		13.79	13.73	0.48	0.06
小计			67.05	59.14	--	7.90
合计			455.24	377.99	--	77.24

资料来源：公司年报

注：1、公司天津项目位于天津市宝坻区，销售均价较天津市市区有一定差距；2、公司新拿增城项目补缴地价款系 25 万方调规用地，为增城项目第 16 期

总体看，公司房地产签约销售面积近三年小幅增长，但随着销售项目中三线城市占比增加以及行业调控影响，公司销售单价波动下降。公司待售项目规模尚可，其中部分住宅项目有一定去化压力。

3. 商贸运营

商贸运营主要是物业出租和家居流通平台运营。

目前公司持有的物业主要是来自于商贸地产和住宅配套商铺，其中以商贸地产为主。商贸地产主要为建材城和商贸城，包括郑东建材家居城、南昌香江家居建材城、新乡光彩大市场、临沂香江商贸城等，项目分布区域跨度大，各城市经济水平、行业竞争等差异较大。在商贸地产方面，公司主要是依托国家确定的九大综合物流区域，建设家居商贸物流战略基地。2012年，公司将成都“香江·家居CBD”商贸物流基地建设过程中积累的经验和模式在香河项目和南京湾项目进行复制。

2015年，公司向深圳金海马发行股份及支付现金购买其持有的香江商业100%股权和深圳大本营100%股权。香江商业和深圳大本营均从事家居类商品流通平台运营服务，即通过将物业出租给个体商户收取租金，并通过对入驻商户提供营销人员培训、商场收银、广告促销及售后服务等综合管理服务，进而对个体商户收取管理费的模式获取收益。其中香江商业的物业是租赁自第三方的卖场，深圳大本营的物业是自有卖场。香江商业具有多年的家居招商运营经验与专业化的管理经验和模式，本次资产重组可以避免公司自行招商、分散租赁带来的经营不稳定性，同时也可以充分利用香江商业多年的市场网络和品牌优势，有利于降低运营成本，实现资源优势互补及合理配置，不断提升物业价值，促进公司由商贸平台开发拓展到商铺的招商运营领域，通过整合产业上下游，形成较完整的产业链，使公司成为“开发建设”与“招商运营”双轮驱动的综合服务集团。

2016年，公司通过发行股份及支付现金相结合方式，收购南方香江持有的沈阳好天地100%股权、深圳金海马持有的深圳家福特100%股权及长春物业和郑州物业，以及香江集团持有的广州物业；通过本次重组，公司拥有与招商业务相关的物业资产，提高“自有物业+自有招商运营”的模式占比。

从经营模式来看，公司商贸运营大体分为两种模式，一种是自营模式，即公司直接参与商场的管理，根据协议每半年或每季度向商户收取管理费和租金，其对应的成本即为从其他业主租赁卖场所交付的租金，自建门店的成本则主要为销售及管理费用；另一种是委托运营模式，委托运营模式下，公司作为受托方负责商场的日常经营管理，只向商场业主收取管理费，对应的成本较小，该模式收入稳定，但占比小，主要是为了扩大品牌影响力与市场占有率。

从区域分布来看，公司商贸城分布较广泛，在广州、深圳、上海、天津等23个城市均涉及相关业务。截至2018年底，公司商业物业可租面积合计203.79万平方米，已租面积合计151.31万平方米。华北地区出租率不高，主要受香河项目体量较大、需求不足的影响；西南地区出租率不高，主要受成都项目体量较大需求不足，以及区位因素影响。2018年，公司租金收入和管理费收入较上年变化不大，租金和管理费收入为公司整体经营发展提供了较稳定的现金流。

表12 2018年公司商贸运营情况（单位：万平方米、%、亿元）

区域	城市	可租面积	已租面积	出租率	租金收入	管理费收入
华北	沈阳、天津、廊坊、青岛、保定、长春	46.10	24.71	54.00	2.04	0.49
华中	南昌、武汉、新乡、郑州、洛阳、长沙	53.10	49.92	94.00	1.84	0.55

华南	广州、韶关、深圳、汕头、惠州、珠海、增城、东莞	54.20	45.29	84.00	2.18	2.80
华东	上海、无锡	9.87	8.13	82.00	0.39	0.35
西南	成都	40.52	23.26	57.00	0.16	0.23
合计	--	203.79	151.31	74.00	6.62	4.42

资料来源：公司提供

总体看，公司商贸运营可为公司提供较稳定的现金流，但部分项目出租率不高。

4. 重大事项

(1) 收购香江商业和深圳大本营

公司 2015 年第二次临时股东大会通过了关于公司拟发行股份及支付现金购买深圳金海马持有的香江商业 100%股权和深圳大本营 100%股权的有关事项。本次交易标的资产定价 24.50 亿元，其中现金支付 3.00 亿元，剩余部分以发行股份形式支付。同时，公司采用询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的 100%，即不超过 24.50 亿元。2015 年 10 月 21 日，公司完成对深圳金海马发行普通股 399,628,253 股，发行价格 5.38 元/股。2015 年 12 月 18 日，公司向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票 406,976,700 股，发行价格 6.02 元/股。本次交易完成后，公司实际控制人未发生变化。

深圳金海马对香江商业 2015~2017 年业绩做出承诺：三年拟实现净利润分别为 1.49 亿元、1.50 亿元和 1.52 亿元；若出现低于利润承诺情况，深圳金海马将按照协议规定进行补偿。根据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的相关说明，深圳金海马已完成 2015 年度、2016 年度和 2017 年度的业绩承诺。

(2) 收购深圳家福特、沈阳好天地 100%股权和郑州、长春、广州三处物业

公司于 2015 年 11 月 4 日公告拟向深圳金海马发行股份购买其持有的深圳家福特公司 100%股权、郑州物业和长春物业；拟向南方香江发行股份购买其持有的沈阳好天地 100%股权；拟向香江集团发行股份购买其持有的广州物业。总收购金额 23.50 亿元，其中现金支付部分不超过 7 亿元，剩余部分以发行股份形式支付。同时，公司向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的 100%，即不超过 23.5 亿元。2016 年 10 月 11 日，公司完成向深圳金海马、南方香江及香江集团发行普通股 414,572,865 股，发行价格 3.98 元/股；2017 年 2 月 15 日，公司完成向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票 590,452,200 股，发行价格 3.98 元/股。本次交易完成后，公司实际控制人未发生变化。

南方香江、深圳金海马和香江集团（以下简称“交易对方”）对本次交易标的资产 2016~2018 年业绩做出承诺：三年拟实现的合计净收益分别为 9,364.14 万元、9,448.48 万元和 9,697.98 万元；若出现低于业绩承诺情况，交易对方将按照协议进行补偿。根据德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的相关说明，交易对方已完成 2016~2018 年的业绩承诺。

(3) 收购天津三公司

2017 年，为增加公司土地储备，公司以支付现金的方式购买控股股东南方香江持有的天津森岛宝地置业投资有限公司、天津森岛鸿盈置业投资有限公司、天津森岛置业投资有限公司（以下简称“天津三公司”）各 65%股权，支付交易对价合计为 25.02 亿元。南方香江承诺天津三公司 2018~2021 年拟实现的累计净利润总额 11.70 亿元（其中 2018 年实现净利润-0.29 亿元）。2018 年 2 月，天津三公司的股权过户手续全部完成。天津三公司的主业均为房地产开发销售，截至 2017 年 6 月底，天津三公司目前已建成的房地产项目可售面积合计为 63.68 万平方米，其中已经销售

面积合计为 53.81 万平方米,已建成房产的销售进度约为 85%。天津三公司另有待建土地约为 1,332 亩,对应待建计容建筑面积约为 166.34 万平方米,具备相当的项目储备。截至 2017 年 6 月底天津三家公司财务情况如下。

表13 截至2017年6月底天津三公司财务情况(单位:万元)

公司简称	2017年1~6月 营业收入	2017年1~6月 净利润	资产总额	负债总额	所有者权益
森岛宝地	3,772.48	684.61	39,045.66	41,628.11	-2,582.45
森岛鸿盈	240.68	-438.90	70,961.60	68,157.37	2,804.23
森岛置业	5,263.30	-300.56	98,666.33	103,252.00	-4,588.67

资料来源:天津三公司审计报告

截至 2018 年底,公司所有者权益 54.10 亿元,较上年末下降了 33.09%,主要系该次重组属于同一控制下的企业合并,交易对价与标的资产账面净资产的差额冲减公司资本公积所致,公司资本公积由上年末的 23.89 亿元下降至 0.14 亿元。

总体看,上述并购资产事项,使得公司家居商贸运营业务规模和土地储备进一步获得增长,有利于增强公司商贸业务的综合竞争力,但若公司商贸地产与招商运营未达成协同效应,公司将面临一定的经营风险,且收购天津三公司支付对价较高使得公司资本公积大幅减少,若未来天津三公司盈利能力未达预期,对公司的经营业绩造成一定影响。

6. 经营效率

2016~2018 年,受营业收入持续减少等因素影响,公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率均持续下降,流动资产周转率分别为 0.44 次、0.33 次和 0.27 次,存货周转率分别为 0.37 次、0.26 次和 0.20 次,总资产周转率分别为 0.34 次、0.25 次和 0.21 次。

从同行业相近资产规模上市公司比较情况看,公司流动资产周转率和总资产周转率处于中等水平,存货周转率处于较低水平,整体经营效率尚可。

表14 房地产开发类公司2018年经营效率指标比较(单位:次)

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
美好置业	0.15	0.17	0.12
珠江实业	0.31	0.41	0.22
华发股份	0.16	0.15	0.15
宋都股份	0.25	0.21	0.22
香江控股	0.27	0.20	0.21

资料来源:Wind 资讯

注:为便于同业比较,本表数据引自 Wind 资讯,与本报告附表口径有一定差异。

总体看,公司整体经营效率水平尚可。

7. 经营关注

(1) 公司部分在售项目存在一定去化压力;同时公司土地储备和在建项目部分位于三四线城市,三四线城市人口、产业等缺乏支撑以及棚改货币化收紧,需关注后续项目去化情况。

(2) 公司部分项目存在一定销售去化压力,同时香河和成都的商贸项目体量较大,当地需求不足,出租率处于较低水平。

(3) 收购天津三公司使得公司所有者权益大幅下降, 对公司 2018 年的偿债能力指标将有一定影响。

8. 未来发展

公司确定加快向商贸物流开发和运营商转型的战略, 按照“开发建设”与“招商运营”双轮驱动的发展战略开展经营, 拓展包括家居商贸流通平台设计规划、施工建设、工程装饰、商铺招商、运营管理等综合服务在内的多种业态综合运营, 实现公司的转型升级。同时加强品牌建设, 依托香江地产在房地产市场以及招商业务板块在家居流通领域良好口碑和品牌优势, 通过专业和高品质的服务, 打造服务品牌、雇主品牌、社会责任品牌等全方位的品牌形象, 力争将香江地产和香江家居打造成国内商贸平台开发建设和运营管理综合服务一体化的领先品牌。

公司业务一方面要加强广州、深圳等传统华南市场的战略布局, 另一方面要将商业与地产联动, 积极将区域拓展至华中、华北和华东等区域。公司将以既有的业务区域和分支机构为根据地, 采取“以现有业务带动新业务, 以现有业务区域带动新区域、以现有客户带动新客户”的营销拓展理念, 支撑公司战略及业务拓展布局。

总体看, 公司未来发展坚定战略转型, 同时有计划拓展业务区域, 发展计划可实施性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度合并财务报表均已经德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具了标准无保留审计意见的审计报告; 2019 年一季度财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的最新《企业会计准则》以及后续修订的会计准则及相关规定编制。

合并范围变化方面, 2017 年, 公司新设立子公司 14 家, 现金支付购买 1 家, 注销子公司 3 家; 2018 年, 公司合并范围新增子公司 10 家。截至 2018 年底, 公司纳入合并范围子公司共 134 家。公司 2018 年发生同一控制下企业合并, 本报告中 2017 年采用追溯调整前财务数据, 对可比性有一定影响。

截至 2018 年底, 公司合并资产总额 217.87 亿元, 负债合计 163.77 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 54.10 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 50.84 亿元。2018 年, 公司实现营业收入 41.35 亿元, 净利润(含少数股东损益) 4.07 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 5.09 亿元; 经营活动现金流量净额为-29.41 亿元, 现金及现金等价物净增加额-25.94 亿元。

截至 2019 年 3 月底, 公司合并资产总额 227.21 亿元, 负债合计 173.04 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 54.17 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 50.99 亿元。2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 5.31 亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.07 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.15 亿元; 经营活动产生的现金流量净额为 9.89 亿元, 现金及现金等价物净增加额 4.31 亿元。

2. 资产质量

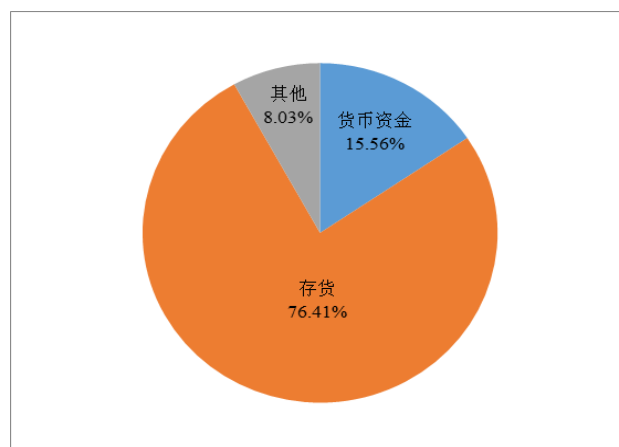
2016~2018 年, 公司资产总额逐年增长, 年均复合增长 16.76%, 主要来自流动资产的增长。截至 2018 年底, 公司资产规模为 217.87 亿元, 较上年末增长 18.56%, 其中流动资产占比 77.41%, 非流动资产占比 22.59%, 以流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年, 公司流动资产逐年增长, 年均复合增长 17.22%。截至 2018 年底, 公司流动

资产为 168.65 亿元，较上年末增长 22.80%，主要系存货大幅增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产以货币资金（占比 15.56%）和存货（占比 76.41%）为主，如下图所示。

图 8 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

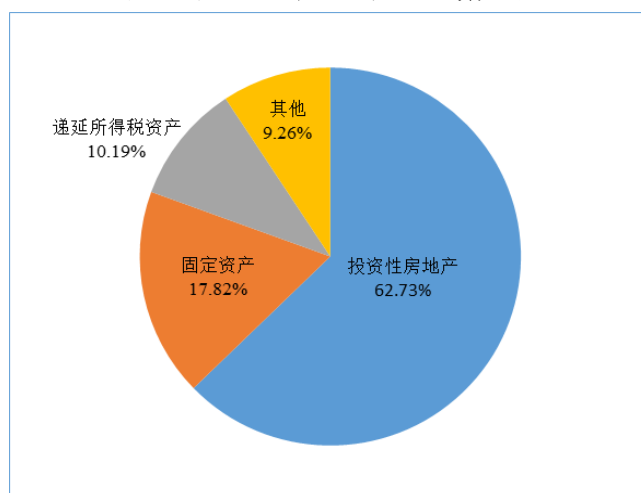
2016~2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合减少 2.58%。截至 2017 年底，公司货币资金 48.77 亿元，较上年末增长 76.41%，主要系公司非公开发行股票募集资金 23.50 亿元所致。截至 2018 年底，公司货币资金 26.24 亿元，较上年末减少 46.20%，主要系公司增城项目调规补缴地价款 30.37 亿元所致。截至 2018 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 95.91%）和其他货币资金构成（占比 3.77%）。公司货币资金中受限金额为 2.62 亿元，占 9.98%，为银行贷款质押存款、诉讼冻结存款、未结按揭贷款余额保证金、履约保证金及农民工工资保证金等，受限比例较低。

2016~2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 26.14%。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 128.87 亿元，较上年末增长 74.81%，主要系增城翡翠绿洲项目和天津锦绣香江健康小镇项目的开发成本增长所致。公司存货主要由开发成本（占 51.58%）、开发产品（占 35.87%）和拟开发土地（占 8.94%）构成。其中，开发成本主要为各城市在建及拟建各类住宅以及配套项目、商业地产项目，其中金额较大的项目主要有增城翡翠绿洲项目（33.04 亿元）、天津锦绣香江健康小镇（7.48 亿元）、南通香江翡翠观澜苑（4.31 亿元）、常德香江悦府（4.18 亿元）等；开发产品主要为已建好的待售项目，其中金额较大的项目主要有南方国际金融传媒大厦（11.53 亿元）、增城翡翠绿洲项目（7.77 亿元）、香江商业集团华南总部（3.88 亿元）、天津锦绣香江健康小镇（7.32 亿元）等。截至 2018 年底，存货中受限部分账面价值为 4.84 亿元（占存货余额 3.76%），系用于借款抵押，存货受限比例低；受当地市场环境和政府政策等影响，公司累计计提存货跌价准备 0.01 亿元，计提比例较小。公司存货中开发产品规模较大，需关注公司项目去化情况。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 15.23%，主要系投资性房地产和递延所得税资产增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 49.22 亿元，较上年末增长 6.03%，主要系递延所得税资产增加所致；公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 62.73%）、固定资产（占比 17.82%）和递延所得税资产（占比 10.19%）构成，如下图所示。

图9 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司投资性房地产以成本模式计量，主要为住宅配套商铺和商贸城，用于出租以收取租金。2016~2018年，公司投资性房地产账面价值持续增长，年均复合增长24.33%，主要系资产重组收购广州、郑州、长春物业以及存货转入所致。截至2018年底，公司投资性房地产账面价值为30.88亿元，较上年末增加1.28%；其中使用受限部分账面价值为17.74亿元，系用于借款抵押，占比57.45%，受限比例较高。公司投资性房地产成本模式计量，存在一定增值空间。

公司固定资产构成以房屋及建筑物、通用设备、运输工具和电子设备为主。2016~2018年，公司固定资产持续减少，年均复合减少7.61%。截至2018年底，公司固定资产账面价值为8.77亿元，较上年末减少3.41%，主要系房屋处置和转入待售所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占95.67%）构成，固定资产成新率为70.27%，成新率较高。截至2018年底，公司受限固定资产2.80亿元，受限比率为31.93%。

公司递延所得税资产主要由计提的土地增值税、内部交易未实现利润构成。2016~2018年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长25.97%。截至2018年底，公司递延所得税资产总额为5.01亿元，较上年末增长46.14%，主要系公司计提的土地增值税增加所致。

截至2018年底，公司受限资产28.02亿元，占总资产比重为12.86%，受限程度一般。受限资产详情如下表。

表15 截至2018年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	2.62	1.20	银行贷款质押存款、诉讼冻结存款、未结按揭贷款余额保证金、履约保证金及农民工工资保证金等
存货	4.84	2.22	借款抵押
固定资产	2.80	1.29	借款抵押
无形资产	0.03	0.01	借款抵押
投资性房地产	17.74	8.14	借款抵押
合计	28.02	12.86	--

资料来源：公司年报

截至2019年3月底，公司资产总额227.21亿元，较上年末增长4.29%。公司流动资产合计175.97亿元，较上年末增长4.34%，主要系货币资金增加所致；公司非流动资产合计51.25亿元，

较上年末增长 4.12%；仍以流动资产为主。

总体看，近年来公司资产规模持续增长，公司资产以流动资产为主；公司货币资金较充裕，存货中开发产品规模较大，公司房地产项目部分位于三、四线城市，需关注存货去化情况；公司投资性房地产以成本法计量，存在一定的升值空间。公司受限比例较低，整体资产质量尚可。

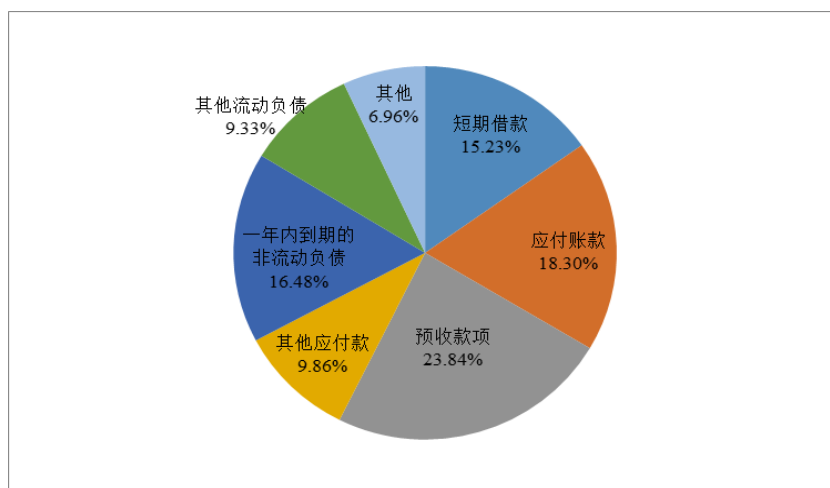
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年，公司负债规模波动增加，年均复合增加 23.79%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 163.77 亿元，较上年末增长 59.13%，其中流动负债占比 81.73%，非流动负债占比 18.27%，公司负债以流动负债为主。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债波动增加，年均复合增长 17.60%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 133.84 亿元，较上年末增长 52.97%，主要系短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期和非流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债以短期借款（占比 15.23%）、应付账款（占比 18.30%）、预收款项（占比 23.84%）、其他应付款（占比 9.86%）、一年内到期的非流动负债（占比 16.48%）和其他流动负债（占比 9.33%）为主。

图 10 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款持续增长，三年分别为 0 元、6.20 亿元和 20.38 亿元，公司 2016 年无短期借款主要系短期借款偿还所致，截至 2018 年底，公司短期借款 20.38 亿元，主要系信用借款大幅增长所致。

公司应付账款主要为应付建筑工程款和材料款。2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 3.12%。截至 2018 年底，公司应付账款为 24.50 亿元，较上年末增加 1.09%，主要系应付材料款增加所致。

2016~2018 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 4.98%，主要系预收售楼款增长所致。截至 2018 年底，公司预收款项 31.90 亿元，较上年末增长 37.88%。

2016~2018 年，公司其他应付款波动下降，年均复合下降 5.48%，主要系公司 2016 年收购沈阳好天地、深圳家福特、长春物业和郑州物业，合并对价款于 2016 年末支付致其他应付款增加，公司于 2017 年支付合并对价款所致。截至 2018 年底，公司其他应付款余额 13.20 亿元，较上年末增长 56.80%，主要系往来款增加所致。

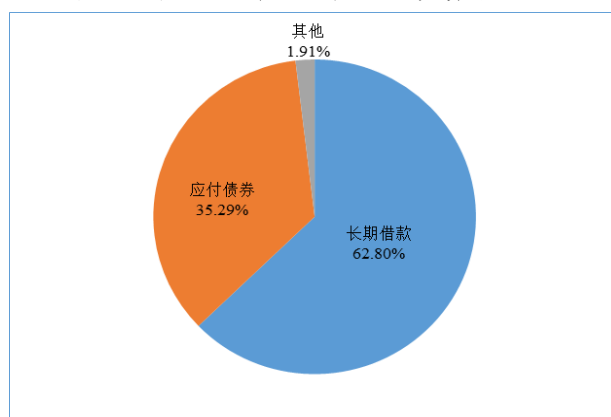
2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 16.69%，分别为 16.20 亿元、8.78 亿元和 22.06 亿元。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年末减少 45.83%，主要系“13 香江债”未回售，公司将其调整至“应付债券”所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长 151.36%，主要系一年内到期的保证、抵押和质押借款和应付债券增加所致。

公司其他流动负债主要为按清算口径计提的土地增值税，2016~2018 年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长 29.89%，主要系计提的土地增值税增加所致。截至 2018 年底，公司其他流动负债合计 12.49 亿元，较上年末增长 40.13%，以计提的土地增值税增加为主。

非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 72.22%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 15.42 亿元，较上年末增长 52.81%，主要系公司将年初流动负债中的 1 年内到期的应付债券余额调整至“应付债券”所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 29.93 亿元，较上年末增长 94.09%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致，公司非流动负债主要由长期借款（占比 62.80%）和应付债券（占比 35.29%）构成。

图 11 截至 2018 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 40.96%，主要系抵押和保证借款大幅增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款余额 18.79 亿元，较上年末增长 138.65%，主要为抵押和保证借款（占 59.07%）和保证、抵押和质押借款（占 26.77%）。从长期借款的期限看，2020 年到期 14.60 亿元，2021 年到期 3.82 亿元，2022 年到期 1.53 亿元，集中度不大。

2016~2018 年，公司应付债券分别为 0.00 元、6.95 亿元和 10.56 亿元，持续增长，其中 2018 年底较上年末增长 51.92%，主要系公司发行“18 香江 01”和“18 香江 02”所致。“18 香江 01”和“18 香江 02”均将于 2020 年到回售期。

债务规模方面，2016~2018 年，公司全部债务规模持续增长，年均复合增长 65.49%，主要系短期借款增加所致。截至 2018 年底，公司全部债务 72.95 亿元，其中短期债务占 59.76%，长期债务占 40.24%，以短期债务为主，债务结构有待优化。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 66.87%、56.00%和 75.17%，负债水平波动增加；公司全部债务资本化比率分别为 33.47%、28.06%和 57.42%，波动增加；长期债务资本化比率分别为 15.16%、15.50%和 35.17%，呈持续增加趋势，公司债务规模增加较快，债务负担有所加重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 173.04 亿元，较上年末增长 5.66%，主要系预收款项和长

期借款大幅增长所致；其中流动负债占 73.42%、非流动负债占 26.58%，仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司短期借款 10.68 亿元，较上年末减少 47.60%；预收款项 43.83 亿元，较上年末增长 37.39%，主要系房地产项目签约销售增加所致；长期借款 34.86 亿元，较上年末增长 85.51%，主要系增加融资用于门店升级改造和归还往来款。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 69.78 亿元，较上年末减少 4.35%，主要系短期借款减少所致；其中，短期债务占 34.89%，长期债务占 65.11%，债务结构有所优化。截至 2019 年 3 月底，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 76.16%、56.29%和 45.61%，分别较上年末增长 0.99 个百分点、减少 1.12 个百分点和增加 10.44 个百分点，公司债务负担较年初变化不大。

总体看，公司负债以流动负债为主，2018 年债务规模增长较快，短期借款占比扩大，全部债务资本化比率大幅提升，公司债务负担有所增加，但仍处于可控水平。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益波动较大，主要系定向增发股票和资本公积调减所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 50.84 亿元，少数股东权益 3.26 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 66.86%，盈余公积占比 1.77%，未分配利润占比 30.48%。公司股本占比较高，所有者权益稳定性较强。

2016~2018 年，公司股本分别为 28.13 亿元、34.01 亿元和 33.99 亿元，年均复合增长 9.93%，其中 2017 年底较年初增长主要系公司定向增发所致。2016~2018 年，公司资本公积波动较大，三年分别为 6.87 亿元、23.89 亿元和 0.14 亿元，2017 年底较上年末增长 247.81%主要系非公开发行股票产生的股本溢价所致；2018 年较上年末减少 99.40%，主要系因同一控制下企业合并天津三公司调减资本公积所致。2016~2018 年，公司未分配利润波动增加，年均复合增长 8.00%，其中，2018 年较上年末减少 9.73%，主要系分配股利所致。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 54.17 亿元，较上年末增长 0.13%，变化不大；截至 2019 年 3 月底，公司归属于母公司的所有者权益 50.99 亿元（占 94.12%），其中股本占 66.67%，未分配利润占 30.68%，公司股本占比较高，权益稳定性较好。

总体看，受定向增发和因同一控制下合并调减资本公积，公司权益波动较大；公司所有者权益中股本占比较高，所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入呈持续下降趋势，三年分别为 54.10 亿元、43.14 亿元和 41.35 亿元，年均复合减少 12.57%。近三年公司实现净利润分别为 6.48 亿元、8.48 亿元和 4.07 亿元，波动减少，年均复合减少 20.79%，其中 2017 年同比增长 30.85%，主要系公司结转项目毛利率提高所致；2018 年同比减少 52.05%，主要系商贸流动运营板块收入减少所致。2016~2018 年，归属母公司所有者的净利润分别为 6.90 亿元、8.17 亿元和 5.09 亿元，年均复合减少 14.14%。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增加 21.37%，主要系财务费用大幅增加所致。2018 年，公司期间费用总额为 10.81 亿元（其中销售费用占 32.04%、管理费用占 36.59%、财务费用占 31.37%），同比增长 45.81%；其中销售费用同比增长 6.54%；财务费用同比上升 207.45%，主要系利息支出增加所致；管理费用同比增长 29.27%，主要系人力成本增加所致。

从盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率波动上升，分别为 30.48%、41.54%和 38.83%，

公司营业利润率处于较高水平；公司总资本收益率分别为 8.84%、10.49%和 6.74%，总资产报酬率分别为 6.36%、7.59%和 5.18%，净资产收益率分别为 12.04%、12.67%和 6.02%，盈利指标均波动下降，整体盈利能力尚可。与同行业上市公司相比，公司销售毛利率和总资产报酬率均处于较好水平，净资产收益率处于一般水平。

表 16 房地产开发类上市公司 2018 年盈利指标（单位：%）

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
宋都股份	42.74	10.48	4.52
美好置业	24.88	3.49	2.36
珠江实业	38.47	8.18	3.50
华发股份	27.28	17.08	2.06
香江控股	51.73	6.02	5.18

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，Wind 资讯与本报告附表口径有一定差异。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 5.31 亿元，同比增加 21.69%；实现净利润 0.07 亿元，同比增长 132.84%。

总体看，近三年，受公司商贸流通运营板块收入逐年下降和房地产项目结转收入减少的影响，公司营业收入逐年下降；2018 年公司营业外收入同比大幅减少且财务费用大幅增加，导致净利润下降较快，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入分别为 53.88 亿元、43.28 亿元和 45.04 亿元，呈波动下降趋势，主要系销售回款波动所致；公司经营活动现金流出分别为 34.48 亿元、37.58 亿元和 74.45 亿元，持续增长，主要系公司购地支出和工程款支出规模增加所致，2018 年公司经营活动现金流出同比增加 98.12%，主要系公司加大新开工项目力度，导致购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为管理费用和销售费用支付的现金，近三年分别为 6.43 亿元、6.13 亿元和 4.80 亿元。综上，2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 19.40 亿元、5.70 亿元和-29.41 亿元，由正转负。

从投资活动情况看，近三年公司保持一定的对外投资规模；2016~2018 年，公司投资活动现金流入分别为 1.16 亿元、2.16 亿元和 4.37 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 94.26%，其中 2017 年同比增长 86.53%，主要系收到关联方拆借资金所致；2018 年同比增长 102.31%，主要系处置公司的子公司广州大瀑布旅游开发有限公司资产及出售大本营土地使用权收到现金增加所致。2016~2018 年，公司投资活动现金流出分别为 2.51 亿元、7.59 亿元和 28.79 亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长 238.50%，主要系公司收并购支付的对价增长所致，2018 年投资活动现金流出同比增长 279.51%，主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额大幅增加所致；综上，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.35 亿元、-5.42 亿元和-24.42 亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动情况看，2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流入分别为 13.13 亿元、36.99 亿元和 54.28 亿元，逐年增长，年均复合增长 103.34%。2017 年同比大幅增长 181.74%，主要系非公开发行股票所致；2018 年同比增长 46.75%，主要系公司融资规模大幅增长所致。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流出分别为 38.93 亿元、16.19 亿元和 26.40 亿元，波动下降，年均

复合下降 17.66%，主要系公司偿还债务资金波动减少所致；综上，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-25.80 亿元、20.80 亿元和 27.89 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 9.89 亿元，同比由负转正，主要系销售商品、提供劳务导致的经营现金流入增加所致；投资活动产生的现金流量净额 0.01 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-5.60 亿元。

总体看，受购置增城地块影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所波动，公司近三年对外收并购较为频繁，投资活动现金持续净流出。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率和速动比率均呈波动下降态势，流动比率分别为 1.27 倍、1.57 倍和 1.26 倍；速动比率分别为 0.43 倍、0.73 倍和 0.30 倍，处于一般水平；2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.39 倍和 0.37 倍，较上年末有所提升。2016~2019 年 3 月，公司现金短期债务比分别为 1.61 倍、2.92 倍、0.60 倍和 1.34 倍，2019 年 3 月末现金短期债务比大幅好转，主要系货币资金大幅增加的同时短期借款减少所致。公司现金类资产对短期债务保护程度较强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 波动减少，年均复合下降 0.30%，主要系利润总额减少所致。2018 年，公司 EBITDA 为 12.09 元，同比减少 17.55%，其中利润总额占 52.96%，计入财务费用的利息支出占 31.26%，折旧占 11.85%，摊销占 3.93%。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.82 倍、6.27 倍和 3.02 倍，公司 EBITDA 对利息保障程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.46 倍、0.46 倍和 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信 51.83 亿元，已使用 48.47 亿元，尚未使用授信额度 3.36 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年底，公司对外担保金额为 1.00 亿元，为对关联方湖南香江红星美凯龙商业地产开发有限公司的担保，担保起始日 2017 年 3 月，到期日 2022 年 3 月。

截至 2018 年底，公司金额超过 500 万元的重大诉讼主要为合同纠纷案，公司作为原告未决诉讼 2,605.22 万元，作为被告未决诉讼 5,604.92 万元。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告显示（机构信用代码：G10440303000110105），截至 2019 年 5 月 20 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录，过往履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到公司签约销售面积稳步增长，新开工面积和在建面积大幅提升，商贸运营租金收入稳定，随着公司在建项目逐步实现销售，公司偿债能力将进一步增强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 69.78 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 1.40 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行规模影响不大。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 1.40 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 76.77%、56.78%和 46.36%，分别较发债前上升 0.15 个百分点、0.49 个百分点和 0.75 个百分点，

债务负担略有加重。考虑到本期债券募集资金将用于偿还金融机构贷款，债务指标可能低于上述值。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 12.09 亿元，为本期债券发行额度（1.40 亿元）的 8.64 倍，对本期债券的覆盖程度较高。2018 年公司经营活动现金流入量为 45.04 亿元，为本期债券发行额度（1.40 亿元）的 32.17 倍，覆盖程度较高。

综合以上分析，公司 EBITDA 和经营现金流对本期债券覆盖程度较高，并考虑到公司作为房地产开发建设与家居流通平台招商运营双轮驱动的上市企业，家居商贸业务板块毛利水平较高，品牌影响力较强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

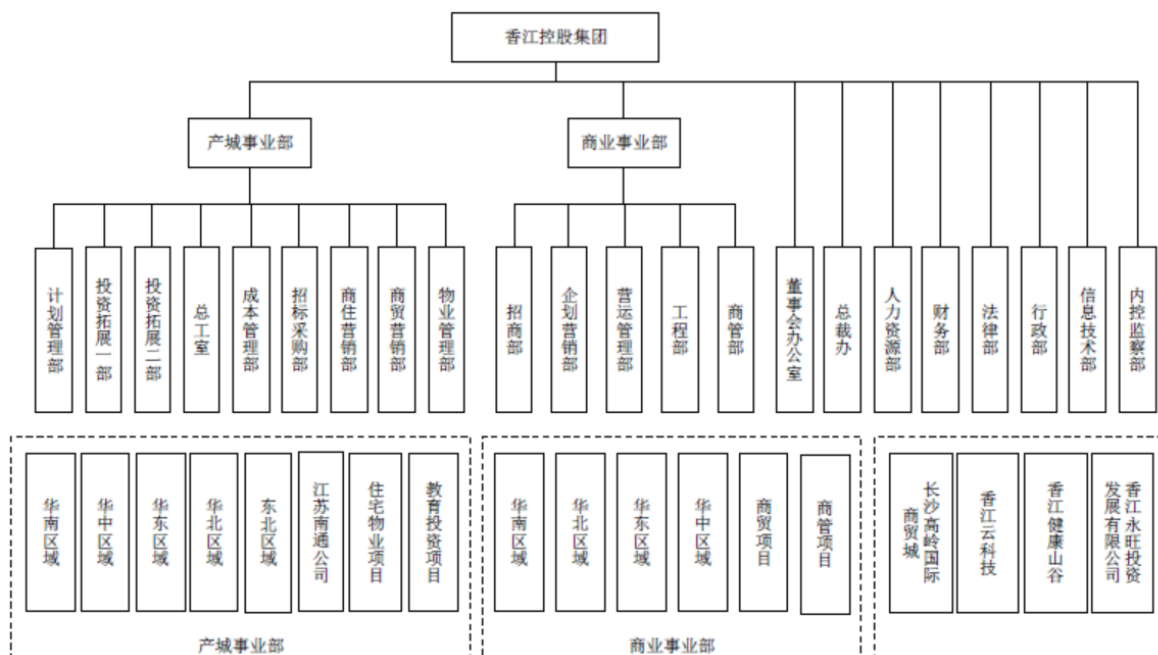
九、综合评价

公司作为上市企业，房地产开发经验丰富、品牌知名度较高；公司商贸运营租金收入较稳定，货币资金较充裕。同时，联合评级也关注到公司房地产业务面临调控风险、部分商贸项目去化较慢、2018 年公司债务水平快速上升、短期债务规模占比扩大、所有者权益下降较多等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建面积相较于年销售面积规模较大，随着在建项目的竣工结转，公司的盈利能力有望提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 深圳香江控股股份有限公司组织结构图



附件 2 深圳香江控股股份有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	159.80	183.77	217.87	227.21
所有者权益（亿元）	52.94	80.85	54.10	54.17
短期债务（亿元）	17.18	16.71	43.60	24.35
长期债务（亿元）	9.46	14.83	29.36	45.43
全部债务（亿元）	26.64	31.54	72.95	69.78
营业收入（亿元）	54.10	43.14	41.35	5.31
净利润（亿元）	6.48	8.48	4.07	0.07
EBITDA（亿元）	12.38	14.66	12.09	--
经营性净现金流（亿元）	19.40	5.70	-29.41	9.89
流动资产周转次数（次）	0.40	0.33	0.27	--
存货周转次数（次）	0.37	0.26	0.20	--
总资产周转次数（次）	0.34	0.25	0.21	--
现金收入比率（%）	88.39	91.70	104.25	323.45
总资产收益率（%）	8.84	10.49	6.55	--
总资产报酬率（%）	6.36	7.59	5.07	--
净资产收益率（%）	12.04	12.67	6.02	--
营业利润率（%）	30.48	41.54	38.83	41.80
费用收入比（%）	13.56	17.18	26.13	42.62
资产负债率（%）	66.87	56.00	75.17	76.16
全部债务资本化比率（%）	33.47	28.06	57.42	56.29
长期债务资本化比率（%）	15.16	15.50	35.17	45.61
EBITDA 利息倍数（倍）	3.82	6.27	3.02	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.46	0.17	--
流动比率（倍）	1.27	1.57	1.26	1.39
速动比率（倍）	0.43	0.73	0.30	0.37
现金短期债务比（倍）	1.61	2.92	0.60	1.34
经营现金流动负债比率（%）	20.05	6.52	-21.97	7.79
EBITDA/本期发债额度（倍）	8.84	10.47	8.63	--

注：1、本报告中数据不加特别说明均为合并口径；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、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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]
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	自由负债/自有资产×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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+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+

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。

联合信用评级有限公司关于 深圳香江控股股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年深圳香江控股股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

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

联合评级对本期债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳香江控股股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年五月二十一日