

跟踪评级公告

联合[2015]243 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发行的 2013 年公司债券进行跟踪评级，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发行的 2013 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年六月十日

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

2013 年公司债券跟踪评级分析报告

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

债券简称: “13 香江债”

担保方: 深圳市金海马实业股份有限公司

担保方式: 连带责任保证担保

债项信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

上次评级时间: 2014 年 7 月 16 日

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 10 日

主要财务数据

发行人

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月末
资产总额(万元)	133.10	137.74	139.96
所有者权益(万元)	21.85	23.36	23.94
长期债务(万元)	19.69	25.37	30.28
全部债务(万元)	31.59	45.61	45.95
营业收入(万元)	29.20	44.07	8.42
净利润(万元)	3.74	2.48	0.58
EBITDA(万元)	7.53	6.41	--
经营性净现金流(万元)	-4.53	-3.69	2.20
营业利润率(%)	37.50	24.64	30.85
净资产收益率(%)	18.47	10.95	--
资产负债率(%)	83.58	83.04	82.89
全部债务资本化比率(%)	59.11	66.13	65.75
流动比率(倍)	1.23	1.28	1.36
EBITDA 全部债务比	0.24	0.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.67	2.19	--
EBITDA 偿债倍数(倍)	1.08	0.92	--

担保方

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月末
资产总额(亿元)	186.63	188.70	--
所有者权益(亿元)	25.81	26.70	--
营业收入(亿元)	57.07	57.67	--
净利润(亿元)	6.47	3.39	--
资产负债率(%)	86.17	85.85	--

注: 1、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。

2、2015 年一季度数据未审计, 相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内, 深圳香江控股股份有限公司(以下简称“公司”或“香江控股”)随着旗下商业物业的销售结转, 使得公司收入增长较快, 归属于母公司的净利润呈增长态势。目前公司在建及可售项目储备能够为公司未来经营提供支撑。跟踪期内, 受结转项目毛利率波动影响, 公司当期毛利率水平呈下降态势。公司整体负债水平依然保持在较高水平。

公司拟通过发行股份及支付现金方式向深圳金海马购买其所持有的香江商业 100%股权和深圳大本营 100%股权, 本次股权收购项目的事项已获股东大会通过, 未来实施尚存一定的不确定性。若实施成功, 其业务链条将得以拓展, 持续盈利和综合竞争能力将得到加强。联合评级对公司的评级展望维持“稳定”。

本次债券由深圳市金海马实业股份有限公司(以下简称“金海马实业”)提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。金海马实业资产质量良好, 经营规模较大, 其对本次债券的担保反映出股东对香江控股的信心和支持力度, 对本次债券的信用状况有积极作用。

综上, 联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级, 同时维持本次债券“AA”的债项信用等级。

优势

1. 公司具有多年的房地产开发经验, “香江”系列品牌在广州地区具有一定的知名度。

2. 2014 年, 公司开发的商贸物流基地销售情况较好, 其销售收入的结转, 带动公司整体收入的大幅增长。

3. 公司土地储备规模较大, 能满足未来开发所需。

关注

1. 2014 年，公司商品房协议销售面积有所下降，后续的去化节奏需要密切关注。
2. 跟踪期内，公司依然保持较高的负债水平，债务负担重。
3. 公司目前在建项目所需后续投入资金规模大，公司未来融资压力大。

分析师

李 晶

电话：010-85172818

邮箱：lij@unitedratings.com.cn

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与深圳香江控股股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与深圳香江控股股份有限公司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，未因深圳香江控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由深圳香江控股股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

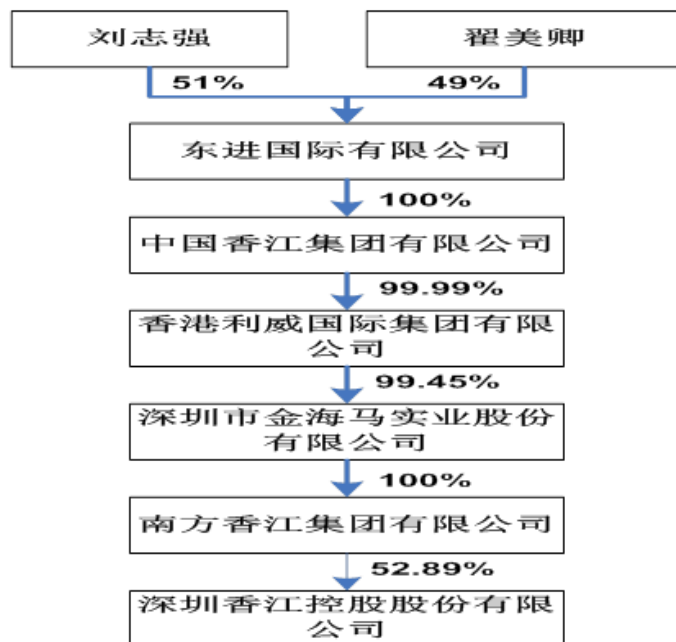
本跟踪评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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”）前身为山东临沂工程机械厂独家发起并采用定向募集方式设立的股份有限公司，于 1993 年 3 月 26 日注册成立，并于 1998 年 5 月向社会公开发行人民币股票 3,500 万股。1998 年 6 月，公司股票在上海证券交易所挂牌交易。

公司控股股东山东工程机械集团有限公司于 2002 年 12 月将所持的部分国有股转让与南方香江集团有限公司（以下简称“南方香江”），转让规模合计 5,095 万股，占公司总股份数的 28.97%，该次股权转让后南方香江成为公司第一大股东。公司经多次股权转让、定向增发、转增和送股后，截至 2015 年 3 月末，实收资本为 76,781.26 万元，股份总数 76,781.26 万股，全部为无限售条件流通股。公司最终控股股东为刘志强、翟美卿夫妇。

图 1 截至 2015 年 3 月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围没有变化。截至 2014 年底，公司本部下设财务部、拓展部、招标采购部、设计研发部、工程管理部、住宅营销部、商业营销部、物业管理部等 12 个职能部门（见附件 1-1），拥有直接或间接控股子公司 58 家。截至 2014 年底，公司拥有在职员工 2,221 人。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 137.74 亿元，负债合计 114.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.36 亿元。公司 2014 年实现营业收入 44.07 亿元，净利润（含少数股东损益）2.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.08 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司合并资产总额 139.96 万元，负债合计 116.02 万元，所有者权益（含少数股东权益）23.94 万元。2015 年 1 至 3 月，公司实现营业收入 8.42 万元，净利润（含少数股东损益）0.58 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.51 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；办公地址：广州市番

禺区番禺大道锦绣香江花园香江控股办公楼；法人代表：翟美卿。

二、本次债券发行及付息情况

深圳香江控股股份有限公司 2013 年公司债券（以下简称“13 香江债”），债券代码 122339.SH，发行起始日期为 2014 年 12 月 10 日。依据《深圳香江控股股份有限公司 2014 年公司债券发行公告》显示，本次债券实际发行总额为 7 亿元，发行价格为 100 元/张，采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式发行。

本次债券发行工作于 2014 年 12 月 12 日结束，债券期限为 5 年（附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权），计息期限为自 2014 年 12 月 10 日至 2019 年 12 月 9 日止；票面利率为 8.48%/年，固定不变；在本次债券存续的第 3 年末，发行人可选择上调票面利率 0 至 100 个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前 3 年票面年利率 8.48%加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。本次债券扣除债券承销商以及相关佣金后募集资金净额 6.90 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司已将全部募集资金用于流动资金的补充。由于本次债券尚未到付息日，截至 2015 年 3 月末，公司尚未支付相关利息。

三、行业分析

公司主要业务为房地产开发与销售、物业出租、物业管理以及其他服务，属于房地产行业。

1. 行业概况

2014 年，我国房地产行业增速放缓。受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014 年全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。房地产开发企业房屋施工面积 72.6 亿平方米，比上年增加 9.2%，增幅同比下降 6.9 个百分点；新开工面积 18.0 亿平方米，比上年下降 14.4%，增幅同比下降 28.9 个百分点。

土地价格方面，2014 年土地市场先热后冷，量跌价升，整体呈现疲态。2014 年，全国 300 个城市土地成交楼面均价 1,234 元/平方米，同比上涨 6%，增速同比下降 21 个百分点。分季度看，2014 年年初首月全国 300 城市即以 44% 的出让金同比涨幅取得良好开局，延续上一年翘尾行情，但仅两个月时间便迅速降温；受楼市渐冷传导，地方政府推地节奏放缓，房企资金压力加大，拿地日趋谨慎；二季度起地市逐渐下行，供求量降幅扩大，仅楼面均价维持小幅上涨；四季度，随着政策利好以及楼市逐步升温，房企抓住窗口期加大优质地块储备力度，一线城市率先反弹，地王频现，但年末升温难改全年疲态。从溢价率来看，低溢价率亦成为主流，2014 年全国 300 个城市土地平均溢价率 10%，较 2013 年同期下降 5 个百分点。

2014 年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地购置面积增速大部分月份均处于负增长态势。根据国家统计局数据，2014 年，房地产开发企业土地购置面积 33,383 万平方米，比上年下降 14.0%；土地成交价款 10,020 亿元，较上年增长 1.0%。从土地成交价格来看，进入 2014 年土地成交均价呈波动增长态势，尤其是进入下半年，土地成交均价快速增长。

开发资金来源方面，据国家统计局数据显示，2014 年房地产开发企业本年资金来源合计 121,991 亿元，比上年减少 0.1%，增速较上年下降 26.6 个百分点。从具体来源看，国内贷款 21,243

亿元，比上年增长8.0%，增速较上年下降25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，增速较上年下降13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，增速较上年下降15.0个百分点；其他资金49,690亿元，较上年减少8.8%，增速较上年下降37.7个百分点。

综上，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降趋势。目前房地产业的资金来源较为紧张，作为资金密集型行业，房地产企业的资金压力可能持续。

从商品房市场供求情况看，2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，增速较上年回落9.7个百分点，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%，增速回落2.2个百分点；其中，住宅竣工面积8.09亿平方米，同比增长2.7%。总体看，我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

从销售价格看，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点。

总的来看，在我国经济平稳增长的背景下，2014年全国房屋平均销售价格有所回落，商品房供给仍保持增长，但房屋成交量有所下滑，我国住宅供求状态出现好转。

进入2014年，房地产行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到16.92%和22.79%，分别提高了3.65个和4.54个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到8.79%和13.65%，分别提高了0.65和0.74个百分点（详见下表）。

表1 2013~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2013年	2014年
前10大企业销售额占比(%)	13.27	16.92
前20大企业销售额占比(%)	18.25	22.79
前10大企业销售面积占比(%)	8.37	8.79
前20大企业销售面积占比(%)	11.12	13.65

资料来源：联合评级搜集整理。

总体看，房地产行业集中度不断提高，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014年，国家对房地产行业的调控节奏有所变化。

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年3月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地区相继正式发文“开放限购”，截至2014年末，全国46个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市仍在执行限购政策。2014年9月30日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为7折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融

机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

2015年3月，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。同月，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银

行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事据长征先生由于个人原因向董事会提出辞职申请；监事会主席钟道迈先生和职工监事李海燕女士由于个人原因辞去所任职务；公司副总经理刘轲女士由于已到法定退休年龄，向公司申请辞去所任职务。经公司股东大会审议通过，范菲女士和鲁朝慧女士分别当选公司第七届董事会董事和第七届监事会主席；经公司职工代表大会民主选举，吴光辉先生担任第七届监事会职工监事，同时上述人员的变化，未对公司管理层及核心团队的稳定性产生影响。

总体来看，公司管理层及核心团队基本保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司是以房地产项目的建设和销售为主营业务的上市公司，2014年，公司实现营业收入44.07亿元，较上年增长50.95%，主要由于公司商业物业销售项目结转金额较大所致。在收入构成方面，公司收入主要来源未发生变化，依然为各类房地产的销售收入，其中2014年公司商贸物流基地的商业物业销售收入大幅增长，主要由于香河香江全球家居CBD和南京湾全球家居CBD结转面积增加所致，随着该类收入增长，占总收入的比重由2013年的3.18%增至31.45%。

由于2014年公司商品房、商铺及卖场的销售毛利率的下降，致使公司当年所实现的净利润规模明显减少，当年实现净利润0.58亿元，较上年同期相比下降33.74%；当年公司主营业务毛利率为35.86%，较上年同期51.27%的主营业务毛利率相比，下降幅度明显，主要原因为2014年公司商品房销售结构发生改变，当年所销房地产项目主要为增城翡翠绿洲项目，该项目的平均销售毛利率约为41%，明显低于上年所销番禺锦绣香江项目的约58%的平均销售毛利率。

表2 2013年~2014年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

产品分类	主营业务收入		毛利率		营业收入变化	毛利率变化
	2013年	2014年	2013年	2014年		
商品房、商铺及卖场销售收入	24.77	26.44	52.05	31.71	6.74	-20.34
商贸物流经营收入	1.19	1.32	57.38	57.34	10.92	-0.04
土地一级开发、工程和装饰收入	0.07	0.00	60.52	--	-100.00	--

物业管理及其他收入	2.24	2.46	38.58	37.12	9.82	-1.46
商贸物流基地商业物业销售收入	0.93	13.86	52.60	41.49	1,390.32	-11.11
合计	29.20	44.07	51.27	31.71	50.92	-19.56

资料来源：公司年报。

注：其中“商贸物流经营”是指投资性房地产的租金收入；“商贸物流基地商业物业销售”是指商业物流基地商业物业的销售收入。

2015 年一季度，公司实现营业收入 8.42 亿元，较上年同期大增 105.72%；净利润 0.58 亿元，较上年同期减少 10.61%，主要是由于本期利润总额增加致使所得税费用增加 629.06%所致。

总体来看，公司商业物业销售收入增长较快，公司整体营业收入增长较快，受结转物业毛利较低影响，公司 2014 年毛利水平明显下降，但仍处于相对较高水平。

2. 土地及项目储备情况

在土地储备方面，由于土地收购价格与项目盈利之间的关系密切，公司在土地收购方面主要依据考虑未来区域发展前景，并结合自身的资金实力进行谨慎决策。目前公司的土地收购工作由拓展部负责，在具体地块收购过程中，由拓展部针对拟收购对象，会同财务部、成本管理部、设计研发部等部门对物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等制定出具体的方案，并经投资决策委员会批准后，实施土地的收购。

2014 年公司陆续购入 3 宗土地，2014 年 4 月、5 月和 7 月公司子公司长沙香江商贸物流城开发有限公司通过互联网参加长沙市国土资源网上交易系统举办的国有建设用地使用权挂牌出让活动，竞得地块编号为[2014]长土网 017 号宗地、编号为[2014]长土网 027 号宗地和编号为[2014]长土网 044 号宗地的国家建设用地使用权，土地总价 7.86 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司土地储备预计总计容面积约 468.30 万平方米，未来可供发展用地为 324.30 万平方米，其中住宅用地面积合计 206.18 万平方米；商业用地面积 118.65 万平方米。在项目所在区域方面，公司住宅项目用地集中于鄂州、广州、株洲、来安，商业用地集中于长沙、成都和郑州。

从公司的项目储备情况来看，已竣工未销售建筑面积约 50.78 万平方米，在建工程建筑面积约 92.70 万平方米，可售货值规模较大，对公司未来的业绩形成一定支撑。

具体储备情况见下表：

表 3 截至 2015 年 3 月末公司土地及项目储备情况（单位：万平方米）

楼盘名称	类别	项目状态	在建计容面积	持续作未来发展用地	土地储备预计总计容面积	已竣工未销售面积
番禺锦绣香江	住宅	在建	0.00	34.73	37.61	2.87
增城翡翠绿洲	住宅	在建	24.59	12.89	46.39	8.90
恩平锦绣香江	住宅	在建	2.74	7.05	11.34	1.55
连云港锦绣香江	住宅	在建	3.21	16.65	23.75	3.89
鄂州锦绣香江	住宅	在建	4.55	68.90	74.22	0.77
株洲锦绣香江	住宅	在建	4.77	33.58	38.35	0.00
成都紫钻	住宅	在建	0.00	11.24	15.20	3.95
南京湾锦绣香江	住宅	在建	0.00	21.14	21.92	0.78
住宅合计		--	39.86	206.18	268.77	22.72
成都香江全球家居 CBD	商业	在建	0.00	26.20	44.99	18.79
南京湾全球家居 CBD	商业	在建	14.56	0.00	16.60	2.04
香河香江全球家居 CBD	商业	已竣工	0.00	0.00	7.22	7.22

长沙高岭国际商贸物流城	商业	在建	21.35	55.81	77.16	0.00
郑州商贸项目	商业	已竣工	0.00	0.00	0.00	0.00
洛阳项目	商业	在建	0.00	14.28	14.28	0.00
新乡项目	商业	在建	5.88	10.58	16.45	0.00
聊城项目	商业	在建	0.00	11.78	11.78	0.00
保定项目	商业	已竣工	0.00	0.00	0.00	0.00
南昌香江商贸	商业	已竣工	0.00	0.00	0.00	0.00
武汉金海马置业	商业	已竣工	0.00	0.00	0.00	0.00
长春东北亚置业	商业	已竣工	0.00	0.00	0.00	0.00
商业合计		--	41.78	118.65	188.49	28.06
珠海南方金融传媒大厦	综合	在建	11.05	0.00	11.05	0.00
总合计			92.70	324.83	468.30	50.78

资料来源：公司提供。

总体来看，公司土地储备较充实，能满足公司未来项目开发所需。

3. 项目建设开发情况

截至 2015 年 3 月末，公司累计开发建筑面积（包括在开发项目）约 758.25 万平方米，先后开发建成“番禺锦绣香江”（广州）、“增城翡翠绿洲”（广州）、“成都香江全球家居 CBD”（成都）、“洛阳百年置业”（洛阳）和“南昌香江商贸”（南昌）等多个项目。在所建项目性质方面，可分为商业地产和大型综合性住宅两大类，其中商业地产一般为家居建材卖场。

在具体房地产项目开发方面，公司采用设立项目公司的形式对具体项目进行开发。截至 2014 年末，公司在建项目共 17 个，项目建筑面积合计约 92.70 万平方米，其中 2014 年新开工面积 66.16 万平方米，较上年同期相比增长 29.09%；当年竣工面积 87.97 万平方米，较上年末相比，下降 9.51%。

表4 2012~2014年公司主要开发数据情况

项目	2013 年	2014 年
新开工面积（万平方米）	51.25	66.16
竣工面积（万平方米）	97.21	87.97

资料来源：公司提供

在项目开发资金的运用方面，公司预计目前已进入实际开发阶段的项目的投资总额为 174.06 亿元，截至 2014 年末，公司已投入资金 103.81 亿元，后续需投入资金约 70.25 亿元，随着所建项目进度安排，以及待开发项目的陆续开发，公司有一定的外部融资需求。

总体来看，公司总体开发进度稳步推进，未来多个项目陆续进入开发预售阶段，公司收入和盈利有望得到保证。

4. 项目销售、签约及结算情况

截至 2014 年末，公司已具备预售条件的房地产项目共 8 个，当期完成协议销售面积 18 万平方米，实现协议销售 17 亿元，分别较上年下降 38.14%、52.64%和 44.64%，均呈大幅下降态势，主要原因系公司于 2013 年完成了部分住宅房地产项目全部的销售任务，以致转入跟踪期的可售房地产存贷规模小所致。同时，在商品房当年结转面积和结算收入方面，公司 2014 年当年实现结转面积 61.10 万平方米，结算收入 39.78 亿元，分别较上年同期增长 122.34%和 54.79%，主要原因为前期预售房产完成实际交付所致。

表 5 公司近年按项目划分房产销售业务情况

项目	2013 年	2014 年
达预售项目（个）	13	8
协议销售面积（万平方米）	38.01	18.00
协议销售金额（亿元）	30.71	17.00
协议销售均价（万元/平方米）	0.81	0.94
结转面积（万平方米）	27.48	61.10
结转收入（亿元）	25.70	39.78

资料来源：公司提供，联合评级整理

在房产销售价格方面，公司近年来房产销售价格逐年提高，主要系房地产市场整体运行状况较好，销售策略的调整所致产品单价提升。

公司目前商贸物流基地商业物业销售项目包括成都香江全球湾 CBD 项目、来安南京湾全球家居 CBD 项目、香河香江全球湾家居 CBD 项目以及长沙高岭国际商贸物流城项目，2014 年，商业物业协议销售收入大幅增长，主要系长沙高岭国际商贸物流城项目销售规模较大所致，具体情况详见下表：

表 6 2013 年、2014 年公司商业商贸物流基地商业物业销售项目情况表（单位：万平方米、亿元）

商业项目名称	2013		2014	
	协议销售面积	协议销售收入	协议销售面积	协议销售收入
成都香江全球家居 CBD 项目	1.38	0.96	0.05	0.05
来安南京湾全球家居 CBD 项目	2.28	1.07	0.12	0.06
香河香江全球湾家居 CBD 项目	3.39	2.78	4.57	3.44
长沙高岭国际商贸物流城项目	0.00	0.00	6.91	6.05
合计	7.06	4.81	11.65	9.60

资料来源：公司提供。

总体来看，由于公司于 2013 年完成了大部分已达到预售条件的商品房项目的相关销售工作，致使该类业态在 2014 年的可供销售项目规模明显缩小；公司商业物业销售情况较好。

5. 物业出租板块

公司持有的物业主要是来自于商业地产和住宅配套商铺（以商业地产为主），在商业地产方面，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，公司对于该类型物业所制定的经营策略相关物业的出售为主，并结合自持出租运营。在出租运营模式方面，2014 年公司物业租金收入为 1.29 亿元，较上年同期增长 35.75%。

表 7 公司 2013 年至 2014 年期间主要持有商用物业出租经营情况（单位：万平方米、万元）

项目公司	建筑面积	2013 年底出租率	2013 年租金收入	2014 年底出租率	2014 年租金收入
增城	1.12	83%	622.97	43%	306.91
番禺	1.43	100%	385	98.34%	521.16
新乡	7.19	100%	371.75	73.17%	892.98
洛阳	5.16	95%	1,392.24	96.48%	1,152.66
郑州	14.21	99.94%	3,500	64.52%	3836.30
保定	2.97	80%	646.02	100%	196.68
长春	5.33	49.33%	660.96	53.33%	974.45
武汉金海马	9.08	100%	1,941.38	95.5%	2,040.98
成都					3,010.54
合计	57.80	--	9,520.32	--	12,932.66

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体来看，2014 年公司商用物业收入继续保持增长态势，业务运行良好。

6. 物业管理板块

在物业管理方面，公司为保证所开发房地产项目的质量和入驻业主得到良好的物业服务体验，因此所开发房地产业项目和大部分商业地产项目均由公司下属的物业管理公司负责相关物业管理。截至 2014 年末公司管理物业面积合计 574.76 万平方米，2014 年实现物业管理收入 2.46 亿元，毛利润为 0.91 亿元。物业管理作为人员密集型的产业，人工费用和安保费用在总成本中占比最高，合计达到 55.00%，另外公共区域的水电和绿化支出也占一定比重，达到 11.00%，上述主要成本的结算方式以月结为主，对应对下游客户物业管理费也采用月结方式，基本能保证资金收支在时间上搭配，实现稳定的现金流。

总体来看，公司通过自设物业管理机构方式，对所开发的房地产项目进行物业管理，可有效保障房地产项目的质量和良好物业服务水平，保障了房地产业主入驻后的使用体验，有利于公司的品牌知名度和行业口碑提高，加强公司的市场竞争力。

7. 重大事项

公司于 2015 年 2 月公告了《深圳香江控股股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》于 2015 年 5 月 9 日公告了《深圳香江控股股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联报告书（草案）摘要》，公司拟向其法人实际控制人深圳金海马购买其所持有的深圳市香江商业管理有限公司（以下简称“香江商业”）100%股权和深圳市大本营投资管理有限公司（以下简称“深圳大本营”）100%股权，其中现金支付部分为 3 亿元。同时，公司采取询价方式向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金金额不超过拟购买资产交易价格的 100%，即不超过 24.50 亿元。本次非公开发行股票募集配套资金的股份发行价格不低于公司第七届股东会第 15 次临时会议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 6.05 元/股，最终发行价格将在公司取得中国证监会关于本次重组的核准文件后，按照《上市公司非公开发行股票实施细则》等相关法律、法规及规范性文件的规定，依据发行对象申购报价的情况，按照价格优先的原则合理确定发行对象、发行价格和发行股数。

香江商业是较早一批从事家居商贸流通业务的提供商，经过近 20 年的发展，香江商业在全国主要区域建成和经营了 30 多家家居连锁卖场，主要业务区域集中在华南、华东地区，并逐步推进至华中、华北等地区的省会城市。截至 2014 年底，香江商业资产总额 7.66 亿元，净资产 1.64 亿元，实现营业收入 8.27 亿元，净利润 1.39 亿元。香江商业股东全部权益于评估基准日（2014 年 12 月 31 日）的评估值为 18.30 亿元。

深圳大本营是以自有物业经营家居流通招商业务的公司，其收入和盈利主要来源是物业出租的租金收益，其核心资产为其持有的自有物业。截至 2014 年底，深圳大本营资产总额 1.90 亿元，净资产 0.38 亿元，实现营业收入 0.48 亿元，净利润 0.17 亿元。深圳大本营股东全部权益于评估基准日（2014 年 12 月 31 日）的评估值为 6.34 亿元，增值率 1,564.48%。

上述事件已经公司董事会和股东大会审议通过，并报送中国证监会。目前有关资料已按要求补充完毕，等待证监会进一步反馈意见。

总体来看，公司本次股权收购项目的事项一旦成功实施，其业务链条将得以拓展，持续盈利和综合竞争能力将得到加强，但能否成功实施，尚存较大的不确定性。

8. 经营关注

2014 年，公司商品房销售面积下降较快，后续的去化节奏需要密切关注；公司依然保持较高的负债水平，债务负担重；公司目前在建项目所需后续投入资金规模较大，公司未来资金压力较大。公司所处房地产行业受到限购、限贷、房产税试点和国家加大保障房建设等宏观调控的多重因素影响，同时房地产项目开发时间较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

9. 未来发展

2015 年公司面临的外部环境依然错综复杂，宏观政策、供求关系、行业竞争格局存在诸多不确定性，去库存、快周转、稳健开发将是 2015 年公司的重要主题。通过转型和创新适应行业新常态是新的一年公司的主要策略，具体提出以下工作重点思路 and 措施：

在商贸物流平台建设和运营方面：提高运营管理水平，关键是建立专业化的运营团队。高度重视产品定位，项目产品设计必需切合市场需求。坚持招商和运营管理团队提前介入，准确定位，推动设计工作与产品的匹配，减少因此而带来不必要的时间和成本的浪费。重视商业生态圈，充分考虑配套设施的建设，必须同步建设仓储物流配送、餐饮、娱乐等市场发展所必须的商业配套，保障后期开业后能及时进入良性发展轨道。

在拓展和项目处置方面：坚持区域聚焦和城市深耕的思路，继续在珠三角和已有项目的省会城市寻找新的机会。2015 年尤其重点关注广州、珠海、深圳、长沙等城市。在科学调研论证的基础上拓展项目，对政府政策优惠支持的商贸物流基地等项目要继续重点跟进。对于剩余既定优化退出的项目，要加快完成资产处置。

在物业管理方面：提升物业服务水平，物业管理要向酒店物业管理要求、服务标准看齐，在小区形象、服务形象等方面进行专项提升。

总体来看，公司针对目前的经营状况，制订了比较合理的发展计划，未来随着商业项目和住宅项目的实施，经营规模有望继续扩张。

六、财务分析

公司提供的 2014 年度财务报表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的审计意见。公司 2014 年的财务报表合并范围变化较小，财务数据间的可比性较强。公司提供的 2015 年 3 月末的财务报表未经审计。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 137.74 亿元，负债合计 114.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.36 亿元。公司 2014 年实现营业收入 44.07 亿元，净利润（含少数股东损益）2.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.56 亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.08 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司合并资产总额 139.96 万元，负债合计 116.02 万元，所有者权益（含少数股东权益）23.94 万元。2015 年 1 至 3 月，公司实现营业收入 8.42 万元，净利润（含少数股东损益）0.58 万元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.20 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.51 亿元。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额为 137.74 亿元，较上年末仅增长 3.48%，其中流动资产和非流动资产

占比分别为82.60%和17.40%，公司资产规模和资产结构较上年末相比变化幅度不大。

流动资产

截至2014年末，公司流动资产合计113.77亿元，较上年末相比增长1.03%，变化幅度小，其中货币资金和存货所占比重较大，分别为17.83%和75.44%。

截至2014年末，公司货币资金20.29亿元，较上年末增长18.65%，其中银行存款和其他受限货币资金分别占比96.55%和3.39%。此外，公司当期银行存款中各类商业承兑汇票的贴现保证金占比5.62%；其他受限货币资金主要为按揭贷款余额保证金、农民工工资保证金和工程保证金等。

截至2014年末，公司存货为85.83亿元，存货规模较上年末增长1.84%，变化幅度小，存货构成方面，主要由开发成本、开发产品、出租开发产品和拟开发土地构成，占比分别为50.06%、24.22%、10.17%和10.06%。截至2014年末，公司累计计提存货跌价准备0.66亿元，全部为对开发成本和开发产品计提的折旧。

截至2014年末，公司其他应收款净额为3.40亿元，较上年末增长51.72%，主要为应收中建二局第三建筑工程有限公司的往来款和水电费代垫款规模的扩大以及新增应收长沙市国土资源局的代垫土地拆迁款，当期末公司前五大欠款单位分别为中建二局第三建筑工程有限公司、长沙市国土资源局、湖北省葛店经济技术开发区财政金融局、长沙金霞经济开发区管理委员会和博罗县人民政府，以上单位欠款规模合计2.49亿元，占其他应收款比重已达70%，表明公司应收账款的集中度高，但由于上单位均为大型国有企业或政府部门，其他应收款发生损失的风险较小，公司已累计计提其他应收款坏账准备0.16亿元。

截至2014年末，公司其他流动资产合计3.17亿元，较上年末相比下降16.64%，下降的主要原因因为预缴税费的减少。

非流动资产

截至2014年末，公司非流动资产合计23.97亿元，较上年末增长17%，增长幅度大，主要原因为投资性房地产规模的扩大。截至2014年末，公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产、在建工程以及递延所得税资产构成，占比分别为44.88%、22.85%、14.90%、11.04%，资产结构较上年末相比变化幅度小。

截至2014年末，投资性房地产为10.76亿元，较上年末增长23.09%，主要原因为部分商业物业的建成转入；固定资产5.48亿元，较上年末减少4.70%，变化不大，其中主要为房屋及建筑物，占比90.96%，固定资产成新率76.97%，成新率尚可；公司在建工程为3.57亿元，较上年末增长59.17%，增长的原因为温泉中心酒店项目投入规模的扩大；公司递延所得税资产2.65亿元，较上年增长16.90%。

截至2015年3月末，公司资产总额139.96万元，较上年末增长1.61%。公司资产结构变化不大，流动资产占比进一步提升至82.90%，较上年末提升0.30个百分点。

总体来看，跟踪期内的公司资产规模及结构变化幅度小，公司资产规模较大，资产主要由现金类资产、存货以及投资性房地产构成，其中存货的变现基础较好，投资性房地产具备一定的增至潜力，公司整体资产质量较高。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2014年末，公司负债合计114.38亿元，较上年末增长2.81%，增长的原因为非流动负债的增加。在负债结构方面，当期流动负债和非流动负债占比分别为77.65%和22.35%，较上年末相比，

两类负债占比情况存在一定的变化，但仍以流动负债为主。

截至2014年末，公司流动负债合计88.81亿元，较上年末下降2.78%，主要原因为预收款项规模的下降，当期末公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债构成，占比分别为7.31%、26.04%、36.51%、11.22%和6.22%，其中除一年内到期的非流动负债规模较稳定以外，其余的流动负债的变化幅度均较明显。

截至2014年末，公司短期借款6.49亿元，与上年末1.20亿元的短期借款规模相比，增长幅度大，主要系银行借款增加所致。

截至2014年末，公司应收账款合计23.12亿元，较上年末增长16.54%，增长的主要原因为随着业务规模的扩大，应付工程款总量的增加。在应收账款在账龄结构方面，集中于一年以内，占比85.72%，表明公司在具体业务所采用的合作模式中，下游企业所给予的帐期支持时间较短，一定程度上加大了公司短期内的资金压力。

截至2014年末，公司预收款项合计32.42亿元，较上年末下降29.79%，下降的主要原因为随着相关房地产项目竣工和交付，预付售楼款及时结转所致。

截至2104年末，公司其他流动负债5.52亿元，较上年末增长14.94%，主要原因为跟踪期内公司拟开发土地规模的扩大，按清算口径计提的土地增值税总量的增加。

在非流动负债方面，公司非流动负债构成较为简单，主要由长期借款和应付债券构成。截至2014年末，公司非流动负债合计25.57亿元，较上年末增长28.44%，增长的主要原因为跟踪期内公司完成了本次债券的发行，当期末公司应付债券占非流动负债的比重为26.96%；长期借款的占比由上年末的98.92%下降至72.27%。截至2014年末，公司长期借款合计18.48亿元，所执行的年利率为6.60%至7.995%，所采用的保证方式主要为财产抵押。

截至2014年末，公司有息债务规模较上年末明显扩大，合计45.61亿元，增幅达44.41%，主要系公司短期借款和应付债券的规模增长幅度大所致。其中长短期债务增幅分别达28.85%和70.16%。在债务结构方面，公司短期债务占比由上年末37.66%上升至44.38%。在债务负担和偿债压力方面，截至2014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83.04%、66.13%和52.06%，其中资产负债率较上年末相比基本持平，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别在上年基础上增加7.02和4.66个百分点，表明公司债务负担进一步加重，公司短期债务的偿付压力较上年末相比明显加大。

截至2015年3月末，公司负债合计116.02亿元，较上年末增长1.44%，变化幅度小，其中流动负债合计85.54亿元，较上年末下降3.68%；非流动负债30.48亿元，较上年末增长19.20%，主要原因为长期借款的增加。

总体来看，由于预收款项规模缩小，公司流动负债规模有所下降，但由于短期借款总量的提高并新增应付债券，公司整体偿债债务负担进一步加重。

所有者权益

截至2014末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）23.36亿元，较上年末增长6.91%，主要原因为未分配利润的增加，其余净资产较上年末相比变化幅度小。其中归属于母公司所有者权益为18.09亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占42.45%，资本公积1.22%，盈余公积占5.87%，未分配利润占50.46%，公司权益稳定性一般。

截至2015年3月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）23.94亿元，规模较上年末相变化幅度小，其增长来源为未分配利润的进一步扩大，公司当期未分配利润其占所有者权益的比重增至52.08%。

总体来看，公司所有者权益中未分配利润占比持续扩大，所有者权益结构稳定性一般。

3. 盈利能力

2014年公司实现营业收入44.07亿元，较上年同期相比增长50.95%，主要原因为商贸物流基地物业结转面积规模扩大，但是由于在商品房销售方面，同期销售结构的改变，致使公司主营业务毛利率下降，导致公司整体营业利润的下滑，具体为公司2013年和2014年主要销售的房地产项目分别为番禺锦江项目和增城翡翠城项目，两项目平均销售毛利率分别约为58%和41%，两项目的毛利空间差距较大，致使公司主营业务的毛利率由之前的51.27%下降至35.86%。公司2014年实现营业利润4.43亿元，较上年同期相比下降22.40%，当年所实现的净利润规模较上年末下降33.74%，为2.48亿元；其中归属于母公司的净利润2.56亿元，较上年增长33.13%。

在期间费用方面，公司跟踪期内所发生的各类费用合计5.78亿元，较上年末增长10.67%，增长的主要原因为广告宣传费和贷款利息规模的扩大，但是由于当期公司收入规模增长幅度大，费用收入比由上年末的17.88%下降至13.11%。

在盈利指标方面，受主营业务毛利率下降所致，公司2014年营业利润率、净资产收益率和总资产报酬率均较上年同期相大幅下降，分别为24.64%、10.95%和4.12%。

2015年1~3月，由于公司销售结转面积的扩大，营业收入和营业成本分别较上年同期大幅增长，分别为8.42亿元和4.98亿元，增长幅度分别为105.72%和156.28%，实现营业利润1.03亿元，较上年同期相比增长45%。2015年1~3月，公司实现净利润0.58亿元，较上年末下降10.61%，下降的原因因为所得税支出规模的大幅扩大。

总体来看，由于商贸物流基地物业销售规模的扩大，公司2014年收入规模大幅提高，但由于公司商品房销售结构的改变，致使该类业务的毛利率水平大幅下降，最终对公司的盈利能力产生负面影响，整体来看，公司盈利能力一般。

4. 现金流

公司2014年经营活动产生的现金净流量和投资活动产生的现金净流量均呈净流出状态，分别为-3.69亿元和-0.47亿元，公司筹资活动前的现金净流量为-4.17亿元，表明公司需采用外部融资的形式，以满足经营及投资活动的资金所需。

在筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入量为24.70亿元，较上年末增长37.40%，增长的主要原因为发行本次债券所收到的现金增加；筹资活动现金流出量为18.45亿元，较上年末下降5.02%。2014年公司筹资活动现金流量净额为6.25亿元。

2015年1~3月，公司经营性现金流呈净流入状态，为2.20亿元，较上年同期增长幅度大，主要原因为销售结转面积的增加；筹资活动产生的现金流量呈净流出状态，为-0.67亿元，主要原因为对部分短期借款的偿还所致；投资活动现金流量净额为-0.02亿元，较上年同期相比，明显减少。

总体来看，跟踪期内公司经营活动现金流呈净流出状态，需要通过外部融资的形式解决经营及投资对资金的需求，由于公司目前在建项目所需后续投入资金规模大，公司未来有一定融资压力。

5. 偿债能力

在短期偿债能力方面，截至2014年末，公司流动比率为1.28倍，较上年末相比略有上升；速动比率为0.31倍，与上年末持平，但同时由于跟踪期内，银行短期借款规模的扩大所致，公司当期现金短期债务比由上年末的1.44倍下降至1.01倍，但现金对短期债务的保护程度仍处较高水

平。

在长期偿债能力方面，由于跟踪期内公司利润总额较上年同期相比下降明显，进而对 EBITDA 产生影响，公司 2014 年 EBITDA 由上年年末的 7.53 亿元下降至 6.41 亿元，下降幅度为 14.85%，因此当期末公司 EBITDA 全部债务比和 EBITDA 利息倍数均较上年末有所下降，分别为 0.14 倍和 2.19 倍，表明公司 EBITDA 对全部债务的保障程度偏弱，对利息支出的保障程度一般。

此外，考虑到目前公司资产中待开发土地以及在建项目规模较大，具备较强的变现能力，可为公司整体的偿债能力的提升提供有效支持。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为人民币 46 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 11.57 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的截至 2014 年 12 月 31 日的企业信用报告（NO.B2014123），公司各类借款和担保均为正常类借款，不存在逾期借款和银行不良记录。

总体来看，公司货币资金较为充足，待开发土地及在建项目规模较大，公司整体偿债能力较上年末相比变化幅度不大，仍处较强水平。

七、债权保护分析

本次债券由深圳市金海马实业股份有限公司（以下简称“金海马实业”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保人概况

金海马实业于 1996 年 2 月 7 日注册成立，初始注册资本 5,000 万元，股东分别为自然人刘志强、翟美卿和刘会远，持股比例分别为 70%、29%和 1%。2002 年 6 月，金海马实业进行了股权变更，原自然人股东均将所持的全部股权转让与香江集团有限公司、广州市淳和实业有限公司、广州市美满软件开发有限公司、深圳市贝尔贸易有限公司和深圳市全家福贸易有限公司，股权转让后，香江集团有限公司持股 80%，其余股东持股比例均为 5%。2007 年 5 月 12 日，金海马进行改制成为股份有限公司，并更名为现用名。

金海马实业于 2013 年 11 月完成了重大资产重组，将旗下资产进行了置换，将原有氧化铝和金融业务置出，并将房地产业务置入，该次资产重组后金海马实收资本未发生变化。

经多次增资后，公司目前注册资本 5.50 亿元，其中实收资本 2.92 亿元，最终控股股东为刘志强、翟美卿夫妇。

截至 2014 年末，金海马实业合并资产总额 188.70 亿元，负债合计 162.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.70 亿元；2014 年全年实现营业收入 57.67 亿元，净利润（含少数股东损益）3.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.67 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.51 亿元。

2. 经营情况

2014 年金海马实业实现营业收入 57.67 亿元，较上年增长 1.06%，主要是房地产收入增长较快所致。房地产开发销售业务作为金海马实业的主导业务，2014 年实现营业收入 44.07 亿元，同比增长 50.95%；家居流通业务（家具零售和租金收入）属金海马实业的重要业务，2014 年该版块营业收入 11.94 亿元，较上年增长 13.28%。

表 8 2013~2014 年金海马实业主营业务收入情况（单位：万元、%、百分点）

项 目	2013 年			2014 年			收入 变化	毛利 率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
主营业务收入	551,647.45	96.66	42.09	563,141.32	97.65	39.21	2.08	-2.88
其中：房地产	291,974.48	51.16	51.27	440,740.85	76.42	35.86	50.95	-15.41
家居流通	105,376.00	18.46	50.23	119,375.00	20.70	52.92	13.28	2.69
氧化铝制造	134,299.00	23.53	21.15				-100.00	-21.15
其他	19,997.97	3.50	--	3,025.47	0.52	--	-84.87	0
其他业务收入	19,040.55	3.34	99.91	13,579.47	2.35	96.90	-28.68	-3.01
合计	570,687.99	100.00	44.02	576,720.79	100.00	40.57	1.06	-3.45

资料来源：金海马实业提供。

注：其他业务收入包括：设备使用费及场地收入、市场推广费收入等。

从毛利率水平来看，随金海马实业房地产业务毛利率的下降，使得2014年金海马实业主营业务毛利率达到40.57%，较上年下降3.45个百分点。家具流通业比较稳定，2014年毛利率水平52.92%，较上年提高2.69个百分点，公司家具流通业务整体毛利率水平较高。

家居流通业方面，金海马实业家具销售业务从业态来看，可分为自营连锁模式和招商连锁模式，自营模式收入主要来自家具销售，招商连锁模式收入主要来自于场地租金。金海马实业旗下主要运营“香江家居”和“金海马”两大品牌。2014年，金海马实业将现有招商连锁模式进行了提升，将其改进为全球工厂直销批发城模式，即家居生产工厂进驻批发城，直接向各地家具市场、经销商、代理商、企事业单位、工程单位等提供批发订货，市民采购同样享受批发价格。通过经营模式的改进，2014年家居流通板块实现营业收入11.94亿元，较上年增长13.28%，毛利率保持稳定。

房地产业务方面，金海马实业房地产及商贸业务主要由南方香江集团有限公司（以下简称“南方香江”）经营，香江控股为南方香江旗下重要的子公司，是其收入和利润的主要来源。香江控股的分析见前文。

总的来看，2014年，金海马实业家居流通业务发展比较稳定；房地产业务对金海马实业收入及盈利水平带来较大提升。

3.财务状况

金海马实业提供的2014年财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）广东分所审计，并出具了无保留的审计意见。由于金海马实业2014年审计报告中对2014年财务报表中部分科目金额进行了调整，因此财务分析采用2014年初、2014年末数据进行比较分析。

截至2014年末，金海马实业合并资产总额188.70亿元，负债合计162亿元，所有者权益（含少数股东权益）26.70亿元；2014年全年实现营业收入57.67亿元，净利润（含少数股东损益）3.39亿元；经营活动产生的现金流量净额2.67亿元，现金及现金等价物净增加额1.51亿元。

资产质量

截至2014年末，金海马实业资产总额188.70亿元，较年初相比基本保持稳定，在资产构成方面，当期末金海马实业流动资产和非流动资产所占比重分别为79.34%和20.66%，资产结构较上年末相比变化幅度小。

截至2014年末，金海马实业流动资产合计149.71亿元，主要由货币资金、其他应收款、存货构成，其余的流动资产占比均未超过5%。

截至 2014 年末，金海马实业货币资金合计 22.81 亿元，较年初增长 12.89%，其中受限货币资金 0.69 亿元，占货币资金的比重为 3.02%。

截至 2014 年末，金海马实业其他应收款 10.86 亿元，主要为应收关联方的往来款，较年初相比下降 41.11%，主要原因为对内部往来账款进行清理。截至 2014 年末，金海马实业已对其他应收款累计计提坏账准备 0.49 亿元，整体坏账准备计提比例为 4.32%。

截至 2014 年末，金海马实业存货合计 104.31 亿元，已计提存货跌价准备 0.66 亿元。在存货构成方面，主要以开发成本和开发产品为主，分别占比 53.54%和 25.31%。在存货的规模变化方面，截至 2014 年末，金海马实业存货较年初相比增长 6.10%，增长的原因为储备土地总量的增加。

在非流动资产方面，截至 2014 年末，金海马实业非流动资产合计 38.98 亿元，较年初增长 9.57%，增长的主要原因为投资性房地产规模的扩大。在非流动资产构成方面，主要为投资性房地产、固定资产、在建工程、商誉和递延所得税资产，分别占比 58.38%、14.86%、9.37%、6.09%和 6.89%，其中投资性房地产和在建工程较年初相比增长幅度大。

截至 2014 年末，金海马实业投资性房地产和在建工程分别为 20.77 亿元和 3.65 亿元，分别较年初增长 9.79%和 57.97%，增长的主要原因分别为建成房地产项目的转入和温泉中心酒店项目投入规模的扩大。

总体来看，金海马实业资产规模大，货币资金较为充裕，存货主要以房地产项目为主，资产结构合理。

负债

截至 2014 年末，金海马实业负债合计 162.00 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占比 84.13%和 15.87%。截至 2014 年末，金海马实业流动负债合计 136.30 亿元，主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债组成，分别占比 19.93%、19.83%、24.97%、15.25%和 13.30%，其中短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款较期初相比变化幅度大。

截至 2014 年末，金海马实业短期借款 27.16 亿元，较期初增长 49.34%，由于金海马实业的短期借款规模扩张幅度与其长期借款规模缩小的幅度相一致，表明金海马实业采用短期借款方式进行融资并用以对部分长期借款的偿付。

截至 2014 年末，金海马实业应付账款 27.03 亿元，较期初增长 9.34%，增长的主要原因为随着房地产建设项目规模的扩大应付建筑工程款总量的增加。

截至 2014 年末，金海马实业预收款项 34.03 亿元，较期初下降 28.48%，主要原因为随着已建成房地产项目的交付，部分预收售楼款的结转所致。

截至 2014 年末，金海马实业其他应付款合计 20.79 亿元，较期初增长 16.79%，增长的主要原因为往来款的增加。

在非流动负债方面，截至 2014 年末，金海马实业非流动负债合计 25.70 亿元，较期初下降 17.13%，下降的原因为长期借款规模的缩小。在非流动负债的构成方面，主要由长期借款和应付债券构成，同时由于子公司发行债券，长期借款占比由年初 98.72%下降至 71.89%。

在有息债务规模方面，截至 2014 年末金海马实业的债务总额由期初的 60.08 亿元增至 70.37 亿元，增长幅度为 8.91%，增长的主要原因为金海马实业短期借款规模的扩大。截至 2014 年末，金海马实业资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 85.85%、72.50%和 48.73%，其中资产负债率和长期债务资本化比率均较期初有所下降，主要原因为长期借款规模的缩小，全部债务资本化比率较期初有所增长，主要原因为本次债券的发行。

总体来看，金海马实业负债规模较大，负债结构以短期负债为主，整体债务压力较大。

所有者权益

截至 2014 年末，金海马实业所有者权益合计 26.70 亿元，较年初相比变化幅度小，归属母公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，分别占比 22.60%和 76.23%，其中未分配利润规模较大，权益结构的稳定性不佳。

盈利能力

金海马实业 2014 年全年实现营业收入 57.67 亿元，较上年同期相比变化幅度小，但是由于金海马实业于 2013 年末将氧化铝业务进行剥离，并纳入房地产业务，致使金海马实业 2014 年的主营业务毛利率随着旗下房地产企业主营业务毛利率的下降而下降，由之前的 42.09%下降至 39.21%，当年实现的利润总额和净利润分别较上年同期下降 39.48%和 47.60%，分别为 5.53 亿元和 3.39 亿元。

在盈利指标方面，2014 年金海马实业总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.18%、4.64%和 12.92%，较上年末同期比较，均出现了较明显的下降，并处于一般水平。

现金流

2014 年金海马实业经营活动现金流入量为 86.67 亿元，较上年末增长 8.12%，增长的主要原因是受到其他与经营活动有关现金的规模扩大，加之同期经营活动现金流出量的增长幅度相对较小，金海马实业 2014 年经营活动产生的现金流量由之前的净流出状态转为净流入状态。金海马实业 2014 年现金收入比为 98.32%，表明其收入质量较好。

在投资活动方面，2014 年金海马实业投资活动现金流入量和流出量分别为 132.84 亿元和 136.30 亿元，较上年末相比变化幅度大，主要原因为部分资产置换所涉资产于跟踪期内完成交割所致，当年投资活动产生的现金流量净额为-3.46 亿元，呈净流出状态，但净流出规模较上年末相比变化幅度不大。

金海马实业 2014 年筹资活动前现金流量净额为-0.79 亿元，与上年-6.07 亿元的净流量相比，下降幅度大，表明随着金海马通过经营活动所获得的现金规模的扩大，其对外融资压力明显减小。

2014 年金海马实业通过银行借款为其自身规模化的经营运转提供资金，筹资活动产生的现金流量净额为 2.30 亿元，表明随着本次债券的发行，金海马实业的债务期限结构得到了一定的调整。

总体来看，随着资产置换的逐步完成，金海马实业的现金流量结构得到了较为有效的调整，外部融资需求明显下降。

偿债能力

在短期债务的支付能力方面，2014 年金海马控股流动比率和速动比率分别为 1.10 倍和 0.33 倍，两项指标较上年末相比变化幅度均较小；现金短期债务比为 0.51 倍，较上年有所下降，主要原因为本次债券的发行，致使债务总额的增加。

在长期偿债能力方面，2014 年金海马控股 EBITDA 利息倍数为 2.17 倍，EBITDA 全部债务比为 0.15 倍，表明 EBITDA 对全部债务的保障程度一般，金海马实业的长期偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，金海马获得的银行授信总额为人民币 15.57 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 0.22 亿元，金海马实业间接融资渠道畅通。

截至 2015 年 3 月底，金海马对外担保 10.28 亿元，其中香江集团 10 亿元，家福特置业 0.28 亿元。

根据 2015 年 3 月 18 日提供的企业信用报告，目前金海马实业各类借款和担保均为正常类借款，不存在逾期借款和银行不良记录。

总体来看，金海马实业的整体偿债能力偏弱，但是考虑到金海马实业其家具卖场具备一定的品牌优势，辖下房地产业务发展较好，未来产业协同优势将逐步形成，有利于进一步提升金海马实业的综合竞争力，此外，金海马实业资产中存货和投资型房地产的变现能力强，可对金海马实业的整体偿债能力形成一定的保障，因此金海马整体偿债能力一般。

4.担保效果评价

依据金海马实业 2014 年末财务数据测算，本次债券发行额度（7 亿元）分别占金海马实业资产总额、所有者权益和货币资金 3.71%、26.22%和 30.69%，表明金海马实业对本次债券的代偿能力较强。

八、综合评价

跟踪期内，随着公司旗下商业物业的销售结转，使得公司收入增长较快，归属于母公司的净利润呈增长态势。目前公司在建及可售项目储备能够为公司未来经营提供支撑。跟踪期内，受结转项目毛利率波动影响，公司当期毛利率水平呈下降态势。公司整体负债水平依然保持在较高水平。

公司拟通过发行股份及支付现金方式向深圳金海马购买其所持有的香江商业 100%股权和深圳大本营 100%股权，本次股权收购项目的事项一旦成功实施，其业务链条将得以拓展，持续盈利和综合竞争能力将得到加强。联合评级对公司的评级展望维持“稳定”。

本次债券由金海马实业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。金海马实业资产质量良好，经营规模较大，其对本次债券的担保反映出股东对香江控股的信心和支持力度，对本次债券的信用状况有积极作用。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级，同时维持本次债券“AA”的债项信用等级。

附件 1-1 深圳香江控股股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币亿元）

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月末
流动资产：				
货币资金	17.10	20.29	18.65	21.12
交易性金融资产	0.08	0.05	-39.19	0.07
应收票据				
应收账款	0.32	0.36	13.87	0.42
预付款项	4.79	0.66	-86.16	1.17
应收利息				
应收股利				
其他应收款	2.24	3.40	51.72	2.93
存货	84.28	85.83	1.84	86.23
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	3.80	3.17	-16.64	4.08
流动资产合计	112.61	113.77	1.03	116.03
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.18	0.18	0.00	0.18
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	0.13	0.13	-2.36	0.12
投资性房地产	8.74	10.76	23.09	10.67
固定资产	5.75	5.48	-4.70	5.39
在建工程	2.24	3.57	59.71	4.01
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	1.16	1.12	-3.59	1.11
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	0.01	0.05	231.01	0.04
递延所得税资产	2.26	2.65	16.90	2.40
其他非流动资产	0.01	0.04	249.38	0.00
非流动资产合计	20.49	23.97	17.00	23.93
资产总计	133.10	137.74	3.48	139.96

附件 1-2 深圳香江控股股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
（单位：人民币亿元）

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月末
流动负债：				
短期借款	1.20	6.49	440.98	5.95
交易性金融负债				
应付票据	0.83	3.78	357.20	4.99
应付账款	19.84	23.12	16.54	22.62
预收账款	46.18	32.42	-29.79	33.76
应付职工薪酬	0.41	0.39	-4.72	0.28
应交税费	4.38	2.70	-38.42	2.66
应付利息	0.00	0.08	1,723.54	0.18
应付股利	0.24	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	3.60	4.34	20.57	4.49
一年内到期的非流动负债	9.87	9.97	0.99	4.74
其他流动负债	4.80	5.52	14.94	5.86
流动负债合计	91.34	88.81	-2.78%	85.54
非流动负债：				
长期借款	19.69	18.48	-6.16	23.38
应付债券	0.00	6.89	--	6.90
长期应付款				
专项应付款				
递延收益	0.21	0.19	-8.92	0.00
递延所得税负债	0.01	0.01	0.00	0.01
其他非流动负债				
非流动负债合计	19.91	25.57	28.44	30.48
负债合计	111.25	114.38	2.81	116.02
所有者权益：				
实收资本（或股本）	7.68	7.68	0.00	7.68
资本公积	0.22	0.22	0.52	0.22
减：库存股				
盈余公积	1.06	1.06	0.55	1.06
未分配利润	7.18	9.13	27.03	9.74
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	16.14	18.09	12.08	18.70
少数股东权益	5.72	5.28	-7.66	5.24
所有者权益合计	21.85	23.36	6.91	23.94
负债和所有者权益总计	133.10	137.74	3.48	139.96

附件 2 深圳香江控股股份有限公司

2013 年~2015 年 3 月合并利润表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1 至 3 月
一、营业收入	29.20	44.07	50.95	8.42
减: 营业成本	14.23	28.27	98.70	4.98
营业税金及附加	4.02	4.94	22.86	0.83
销售费用	1.86	2.02	8.50	0.64
管理费用	2.42	2.46	1.42	0.48
财务费用	0.94	1.30	38.96	0.47
资产减值损失	0.38	0.74	93.85	0.00
加: 公允价值变动收益	0.01	-0.02	-309.55	0.02
投资收益	0.36	0.11	-69.25	-0.01
其中: 对合营企业投资收益	-0.02	-0.02	17.05	
汇兑收益				
二、营业利润	5.71	4.43	-22.40	1.03
加: 营业外收入	0.22	0.09	-58.27	0.08
减: 营业外支出	0.26	0.31	19.45	0.01
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.01	748.35	0.00
三、利润总额	5.67	4.22	-25.70	1.10
减: 所得税费用	1.94	1.74	-10.20	0.52
四、净利润	3.74	2.48	-33.74	0.58
其中: 归属于母公司的净利润	1.92	2.56	33.13	0.61
少数股东损益	1.81	-0.09	-104.73	-0.03

附件 3 深圳香江控股股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并现金流量表
(单位: 人民币亿元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1 至 3 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	35.43	30.20	-14.76	10.08
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	1.58	1.19	-24.86	2.22
经营活动现金流入小计	37.01	31.39	-15.19	12.30
购买商品、接受劳务支付的现金	29.12	21.17	-27.31	5.77
支付给职工以及为职工支付的现金	1.94	2.11	9.13	0.54
支付的各项税费	8.04	7.49	-6.92	1.85
支付其他与经营活动有关的现金	2.44	4.32	76.87	1.94
经营活动现金流出小计	41.54	35.08	-15.54	10.11
经营活动产生的现金流量净额	-4.53	-3.69	-18.40	2.20
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	0.00	0.01	--	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.03	--	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.44	0.30	-32.54	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.05	0.44	855.23	0.00
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	0.49	0.78	59.36	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	1.96	1.23	-37.09	0.00
投资支付的现金	0.00	0.02	--	0.00
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	1.96	1.25	-36.27	0.02
投资活动产生的现金流量净额	-1.47	-0.47	-67.97	-0.02
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金				
取得借款收到的现金	17.98	17.70	-1.53	8.90
发行债券收到的现金	0.00	7.00	--	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金				
筹资活动现金流入小计	17.98	24.70	37.40	8.90
偿还债务支付的现金	15.92	13.56	-14.83	8.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3.27	3.46	6.00	0.62
支付其他与筹资活动有关的现金	0.24	1.43	498.61	0.01
筹资活动现金流出小计	19.43	18.45	-5.02	9.57
筹资活动产生的现金流量净额	-1.45	6.25	-530.29	-0.67
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-7.45	2.08	-127.94	1.51
加: 期初现金及现金等价物余额	23.87	16.42	-31.22	18.50
六、期末现金及现金等价物余额	16.42	18.50	12.68	20.00

附件 4 深圳香江控股股份有限公司
2013 年~2015 年 3 月合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币亿元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	3.74	2.48	-33.74
加: 资产减值准备	0.38	0.74	93.85
固定资产折旧及其他	0.36	0.40	12.98
投资性房地产摊销	0.29	0.36	25.38
无形资产摊销	0.03	0.05	48.56
长期待摊费用摊销	0.06	0.02	-70.69
处置固定资产、无形资产等损失	-0.15	-0.01	-93.79
固定资产报废损失			
公允价值变动损失	-0.01	0.02	-309.55
财务费用	1.13	1.36	21.23
投资损失	-0.36	-0.11	-69.25
递延所得税资产减少	-0.18	-0.38	116.13
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-10.64	-4.58	-56.93
经营性应收项目的减少	-3.34	3.35	-200.48
经营性应付项目的增加	4.18	-7.38	-276.57
其他	-0.01	-0.02	53.48
经营活动产生的现金流量净额	-4.53	-3.69	--

附件 5 深圳香江控股股份有限公司 2013 年~2015 年 3 月主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年 3 月末
经营效率			
应收账款周转次数(次)	56.47	119.89	--
存货周转次数 (次)	0.18	0.33	--
总资产周转次数 (次)	0.23	0.33	
现金收入比率 (%)	121.34	68.52	119.83
盈利能力			
总资本收益率 (%)	9.61	6.27	--
总资产报酬率 (%)	5.27	4.12	--
净资产收益率 (%)	18.47	10.95	--
主营业务毛利率 (%)	51.27	35.86	--
营业利润率 (%)	37.50	24.64	30.85
费用收入比 (%)	17.88	13.11	18.82
财务构成			
资产负债率 (%)	83.58	83.04	82.89
全部债务资本化比率 (%)	59.11	66.13	65.75
长期债务资本化比率 (%)	47.40	52.06	55.84
偿债能力			
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.67	2.19	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.24	0.14	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	-0.14	-0.08	0.05
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.19	-0.09	0.05
流动比率	1.23	1.28	1.36
速动比率	0.31	0.31	0.35
现金短期债务比 (倍)	1.44	1.01	1.35
经营现金流动负债比率 (%)	-4.96	-4.16	2.57
经营现金利息偿还能力 (倍)	-1.61	-1.26	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-2.13	-1.42	--
本期公司债券偿债能力			
EBITDA 偿债倍数	1.08	0.92	--

附件 6-1 深圳市金海马实业股份有限公司

2013 年~2014 年合并资产负债表（资产）

（单位：人民币亿元）

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	20.20	22.81	12.89
交易性金融资产	0.08	0.08	-10.46
应收票据	0.00	0.01	--
应收账款	0.43	0.49	14.18
预付款项	8.15	4.31	-47.09
应收利息			
应收股利			
其他应收款	18.44	10.86	-41.11
存货	98.32	104.31	6.10
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	5.42	6.85	26.41
流动资产合计	151.05	149.71	-0.88
非流动资产：			
可供出售金融资产	0.88	0.90	1.94
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	0.15	0.18	20.87
投资性房地产	18.92	20.77	9.79
固定资产	6.08	5.79	-4.67
在建工程	2.31	3.65	57.97
工程物资			
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	1.70	1.64	-3.14
开发支出			
商誉	2.37	2.37	--
合并价差			
长期待摊费用	0.86	0.95	9.86
递延所得税资产	2.29	2.68	17.00
其他非流动资产	0.01	0.04	249.38
非流动资产合计	35.58	38.98	9.57
资产总计	186.63	188.70	1.11

附件 6-2 深圳市金海马实业股份有限公司
2013 年~2014 年合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币亿元）

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	18.19	27.16	49.34
交易性金融负债			
应付票据	0.83	3.80	359.60
应付账款	24.72	27.03	9.34
预收账款	47.58	34.03	-28.48
应付职工薪酬	0.54	0.53	-2.61
应交税费	4.70	3.20	-31.83
应付利息	0.01	0.20	1,418.30
应付股利	0.24	0.00	-100.00
其他应付款	17.80	20.79	16.79
预计负债			
一年内到期的非流动负债	13.87	14.03	1.18
其他流动负债	4.80	5.52	14.94
流动负债合计	133.28	136.30	2.27
非流动负债：			
长期借款	27.19	18.48	-32.04
应付债券	0.00	6.89	--
长期应付款			
专项应付款			
递延收益	0.00	0.19	--
递延所得税负债	0.14	0.14	0.00
其他非流动负债	0.21	0.00	-100.00
非流动负债合计	27.54	25.70	-6.67
负债合计	160.82	162.00	0.73
所有者权益：			
实收资本（或股本）	2.92	2.92	0.00
资本公积		--	
减：库存股			
盈余公积	0.10	0.15	52.80
未分配利润	9.48	9.84	3.76
外币报表折算差额			
归属于母公司所有者权益合计	12.50	12.91	3.27
少数股东权益	13.31	13.79	3.62
所有者权益合计	25.81	26.70	3.45
负债和所有者权益总计	186.63	188.70	1.11

附件 7 深圳市金海马实业股份有限公司

2013 年~2014 年合并利润表

(单位：人民币亿元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	57.07	57.67	1.06
减：营业成本	31.95	34.28	7.29
营业税金及附加	4.78	5.62	17.57
销售费用	5.15	5.02	-2.51
管理费用	3.92	3.64	-7.11
财务费用	3.16	3.11	-1.58
资产减值损失	0.43	0.80	86.46
加：公允价值变动收益	0.01	-0.03	--
投资收益	1.58	0.46	-70.99
其中：对合营企业投资收益			
汇兑收益			
二、营业利润	9.27	5.64	-39.21
加：营业外收入	0.31	0.21	-30.80
减：营业外支出	0.45	0.32	-28.04
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额	9.13	5.53	-39.48
减：所得税费用	2.66	2.14	-19.72
四、净利润	6.47	3.39	-47.60
其中：归属于母公司的净利润	3.16	2.29	-27.57
少数股东损益	3.31	1.10	-66.70

附件 8 深圳市金海马实业股份有限公司

2013 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币亿元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	54.33	56.70	4.37
收到的税费返还	1.60	0.00	--
收到其他与经营活动有关的现金	24.22	29.96	23.70
经营活动现金流入小计	80.15	86.67	8.12
购买商品、接受劳务支付的现金	34.98	32.81	-6.21
支付给职工以及为职工支付的现金	3.09	3.29	6.28
支付的各项税费	9.38	8.73	-6.95
支付其他与经营活动有关的现金	34.64	39.17	13.05
经营活动现金流出小计	82.10	83.99	2.30
经营活动产生的现金流量净额	-1.95	2.67	-237.07
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金	12.89	130.28	910.52
取得投资收益收到的现金	1.00	0.34	-66.12
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.44	0.30	-32.57
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.05	0.44	855.23
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	1.49	--
投资活动现金流入小计	14.39	132.84	823.46
购建固定资产、无形资产等支付的现金	2.21	1.82	-17.70
投资支付的现金	16.30	133.29	717.59
取得子公司等支付的现金净额			
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	1.20	--
投资活动现金流出小计	18.51	136.30	636.41
投资活动产生的现金流量净额	-4.12	-3.46	-16.03
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	--	1.00	--
取得借款收到的现金	43.69	33.84	-22.54
发行债券收到的现金	0.00	7.00	--
收到其他与筹资活动有关的现金	0.70	2.62	273.73
筹资活动现金流入小计	44.39	44.46	0.15
偿还债务支付的现金	52.81	33.15	-37.23
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5.65	7.29	29.08
支付其他与筹资活动有关的现金	0.35	1.72	389.89
筹资活动现金流出小计	58.82	42.16	-28.31
筹资活动产生的现金流量净额	-14.43	2.30	-115.92
四、汇率变动对现金的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	-20.50	1.51	-107.34
加: 期初现金及现金等价物余额	40.01	19.51	-51.23
六、期末现金及现金等价物余额	19.51	21.02	7.71

附件 9 深圳市金海马实业股份有限公司

2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币亿元)

项 目	2014 年
将净利润调为经营活动现金流量:	
净利润	3.39
加: 资产减值准备	0.81
固定资产折旧及其他	1.13
无形资产摊销	0.07
长期待摊费用摊销	0.41
处置固定资产、无形资产等损失	-0.01
固定资产报废损失	
公允价值变动损失	0.02
财务费用	3.18
投资损失	-0.94
递延所得税资产减少	-0.39
递延所得税负债增加	
待摊费用减少	
预提费用增加	
存货的减少	-9.02
经营性应收项目的减少	3.12
经营性应付项目的增加	0.92
其他	-0.02
经营活动产生的现金流量净额	2.67

注: 金海马实业未提供 2013 年现金流补充资料。

附件 10 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	
总资产收益率	(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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 11 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。