

跟踪评级公告

联合[2016]535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由“AA-”调整为“AA”，评级展望为“稳定”

深圳香江控股股份有限公司发行的“13 香江债”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：

二零一六年六月三日



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 公司债券 2016 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
本次债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
13 香江债	7 亿元	(3+2) 年	AA	AA	2015.6.10

跟踪评级时间：2016 年 6 月 3 日

担保方：深圳市金海马实业股份有限公司

担保方式：全额不可撤销连带责任保证担保

主要财务数据：

发行人

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	151.21	172.33	168.48
所有者权益 (亿元)	26.30	48.64	49.65
长期债务 (亿元)	25.37	31.32	30.30
全部债务 (亿元)	48.34	48.34	42.18
营业收入 (亿元)	54.49	42.12	7.23
净利润 (亿元)	3.44	3.28	0.97
EBITDA (亿元)	7.82	8.04	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.97	-1.53	5.42
营业利润率 (%)	27.69	32.72	36.70
净资产收益率 (%)	14.30	8.76	--
资产负债率 (%)	82.61	71.77	70.53
全部债务资本化比率 (%)	64.76	49.85	45.94
流动比率 (倍)	1.26	1.58	1.60
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.17	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	1.89	--
EBITDA/债券本金合计 (倍)	1.12	1.15	--

担保方

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	186.63	188.70	206.83
所有者权益 (亿元)	25.81	26.70	29.09
长期债务 (亿元)	57.07	57.67	31.77
全部债务 (亿元)	6.47	3.39	1.95
资产负债率 (%)	86.17	85.85	85.94

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、公司 2016 年一季度财务数据和金海马实业 2015 年三季度数据未经审计；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2015 年，深圳香江控股股份有限公司（以下简称“公司”或“香江控股”）通过资产重组实现战略转型，在注入商贸物流资产后，公司形成了“开发建设+招商运营”双轮驱动的经营格局，家居商贸产业链得以拓展，公司综合竞争力有所增强；公司通过非公开发行股票募集资金 24.50 亿元，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司营业收入减少、土地储备集中度较高、未来租金的上涨对家居流通业务的盈利能力有所影响、债务负担较重且面临一定的集中偿付压力等因素对公司经营造成的不利影响。

2016 年，公司拟通过非公开发行股票募集资金 23.50 亿元，该事项已获证监会批准，若未来发行成功，公司的资本实力将进一步增强，公司家居流通业务规模也将进一步扩大，公司将依托“香江”系列品牌的优势，均衡发展地产板块和家居流通板块。

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”）提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。金海马实业资产质量良好，经营规模较大，其担保对本次债券信用状况具有一定的积极影响。

综上，联合评级将公司的主体长期信用等级由“AA-”调整为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“13 香江债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年，公司通过资产重组实现战略转型，注入商贸物流资产，公司形成“开发建设+招商运营”双轮驱动的经营格局，家居商贸产业链得以拓展，公司综合竞争力有所增强。

2. 跟踪期内，公司通过非公开发行股票募集资金 24.50 亿元，发行完成后，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。

3. 2016 年公司拟通过非公开发行股票募集资金 23.50 亿元，该事项于 2016 年 4 月已获批，若未来非公开发行成功，资本实力将进一步增强。

关注

1. 2015 年，公司商贸物流基地商业物业销售收入减少，营业收入随之减少。

2. 公司土地储备集中度较高，且大部分位于二、三线城市，房地产地区分化趋势使其未来收益的实现存在一定的不确定性。

3. 公司家居门店主要为租赁自第三方物业，未来租金上涨对业务的盈利能力有所影响。

4. 公司经营性现金流持续表现为净流出，具有对外融资需求，且公司债务规模继续增长，偿付期主要集中于近两年，面临一定的集中偿付压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张爽

电话：010-85172818

邮箱：zhangs@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

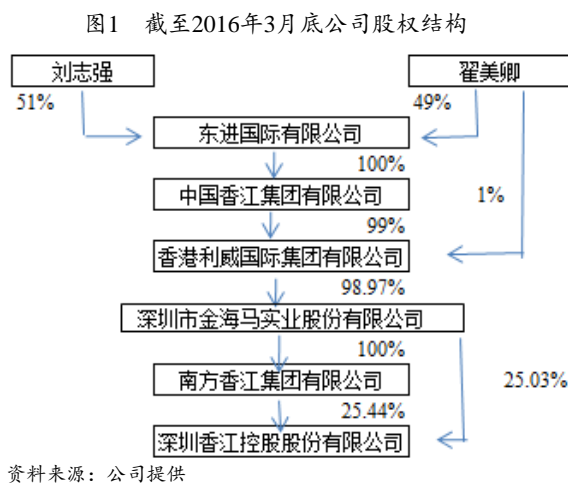


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，股票简称：香江控股，股票代码：600162。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。此后公司经过多次股权转让、定向增发、转增和送股以及吸收合并，截至 2014 年底，公司总股本 76781.26 亿元。

2015 年 12 月，公司获准非公开发行人民币普通股 40,697.67 万股。截至 2015 年底，公司股份总数增至 159,645.76 万股，其中金海马实业持股 25.03%，南方香江持股比例为 25.44%，为公司的控股股东。截至 2015 年底，公司注册资本为 159,645.76 万元。公司的最终控制人为刘志强先生和翟美卿女士（双方为夫妻关系）。



2015 年公司经营范围没有变化。截至 2016 年 3 月底，公司拥有在职员工 4,024 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 172.33 亿元，负债合计 123.69 亿元，所有者权益 48.64 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 44.16 亿元；2015 年，公司实现营业收入 42.12 亿元，净利润 3.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.90 亿元；经营活动现金流量净额为-1.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.46 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 168.48 亿元，负债合计 118.83 亿元，所有者权益 49.65 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 45.24 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.23 亿元，净利润 0.97 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 5.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.00 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；法人代表：翟美卿。

二、债券发行及募集资金使用情况

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，公司已将全部募集资金用于流动资产补充。

公司于 2015 年 12 月 10 日支付了“13 香江债”自 2014 年 12 月 10 日至 2015 年 12 月 9 日期间的利息 5,936 万元。

三、管理分析

跟踪期内，公司董事陈志高先生、监事郭泉女士由于个人原因离任；公司副总经理饶于华先生、总经理助理谢春林先生、监事会主席鲁朝慧、监事李少珍因工作调动原因不再担任原有职务；经公司股东大会审议通过，谢郁武、翟栋梁、李少珍当选为公司董事；黄志伟、刘昊芸被选举为监事会主席和监事；谢郁武、翟栋梁被董事会聘任为执行总经理；范菲、鲁朝慧被聘请为副总经理。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重大影响。

公司董事兼执行总经理谢郁武先生，曾任香江集团法律部顾问、广州番禺锦江房地产有限公司副总经理、聊城香江光彩大市场有限公司总经理、公司董事兼副总经理、董事会秘书；现任公司董事及执行总经理。

公司董事及执行总经理翟栋梁先生，曾任广州市香江实业有限公司区域总经理、副总经理，香江集团常务副总经理、广州玛莉雅实业有限公司总经理、香江集团董事、常务副总裁，香江集团董事；现任本公司董事及执行总经理。

公司副总经理范菲女士，曾任香江集团行政部高级经理、总裁办公室高级经理、公司总经理助理；现任本公司董事及副总经理。

公司副总经理鲁朝慧女士，曾任金海马实业财务经理、助理财务总监、财务总监、董事，香江集团财务副总监、公司监事会主席；现任公司副总经理。

总体看，公司高层管理人员的变化，未对公司的经营生产产生重大影响。

四、行业分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

2015 年，我国房地产行业增速明显放缓。受经济持续下行影响，2015 年全国房地产开发投资 95,979 亿元，比上年名义增长 1.0%（扣除价格因素实际增长 2.8%），比上年增速大幅下滑 9.5 个百分点。2015 年全年房地产开发企业房屋施工面积 735,693 万平方米，比上年增长 1.3%，增幅同

比下降 7.9 个百分点；新开工面积 154,454 万平方米，比上年下降 14.0%，继续维持下降趋势。

2016 年 1~3 月，全国房地产开发投资 17,677 亿元，同比名义增长 6.2%，其中，住宅投资 11,670 亿元，增长 4.6%。房地产开发企业房屋施工面积 617,975 万平方米，同比增长 5.8%。其中，住宅施工面积 424,041 万平方米，增长 4.0%。房屋新开工面积 28,281 万平方米，增长 19.2%。其中，住宅新开工面积 19,271 万平方米，增长 14.8%。房地产开发企业土地购置面积 3,577 万平方米，同比下降 11.7%。

2015 年以来，中国房地产市场在宽松的政策刺激下，总体上步入了复苏通道，但是土地成交量、新开工量、开发投资额等指标继续回落。

（2）行业供需

土地供应方面，2015 年，“去库存”是房地产政策主基调，中央及各级政府在供应端实施“有供有限”，2015 年全年房地产开发企业的土地购置面积增速均处于负增长态势。根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%，降幅收窄 2.1 个百分点。2016 年 1~3 月，全国 300 个城市共推出土地 6,554 宗，同比减少 25%；推出土地面积 22,482 万平方米，同比减少 34%。

土地价格方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，土地市场溢价率也有所好转，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率 21%，较去年同期上升 9 个百分点。2016 年 1~3 月，全国 300 个城市土地平均溢价率 9%，较去年同期下降 4 个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率 10%，较去年同期下降 4 个百分点。

开发资金来源方面，根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%，增速较上年上升 2.7 个百分点。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%，增速较上年降低 12.8 个百分点；利用外资 297 亿元，下降 53.6%，增速较上年大幅下滑 73.3 个百分点；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%，增速较上年回落 9.0 个百分点；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%，增速较上年大幅上涨 20.8 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 32520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。2016 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 31,992 亿元，同比增长 14.7%，其中，利用外资继续下降，下降幅度达 80.6%。

从商品房市场供求情况看，2015 年得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费，全年商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%；商品房销售额 87,281 亿元，增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。从供给看，2015 年土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境，全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%；其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。2016 年 1~3 月，房地产行业各项指标均超预期，全国商品房销售面积 24,299 万平方米，同比增长 33.1%。其中，住宅销售面积增长 35.6%，办公楼销售面积增长 34.4%。从供应来看，全年房屋竣工面积 20,001 万平方米，增长 17.7%。其中，住宅竣工面积 14,509 万平方米，增长 17.1%。

从销售价格看，2015 年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交价格小幅回升，市

场呈现回暖迹象。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3月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为11,303元/平方米，环比上涨1.90%，涨幅较上月扩大1.30个百分点。从涨跌城市个数看，60个城市环比上涨，38个城市环比下跌，2个城市持平。

总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，需求进一步释放，房价稳中看涨。随着中央工作会议关于去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，未来市场供求关系将得到改善，库存压力有望缓解。

（3）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。2015年以来，与房地产行业相关的调控政策频出，对房地产市场的发展有较大的影响。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，随后楼市的政策态度渐入宽松。

2016年一季度，受宽松的货币环境及政策环境影响，一线城市及南京、苏州等热点二线城市楼市急剧升温。货币信贷方面再宽松，2016年2月央行、银监会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，在不实施“限购”措施的城市，首套房商贷最低首付比例可向下浮动5个百分点至20%，二套房商贷最低首付比例降至30%。2月末，央行再次降准0.5个百分点，为信贷需求的增长提供更宽松的环境。3月财政部、国家税务总局下发《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，营改增细则正式出台，规定房地产业营改增税率为11%。对房地产行业而言，计税方式较市场预期给予更多的让利，土地出让成本以及新增不动产可抵扣，将减轻房地产企业税负，也将增强其它企业购置不动产的动力。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2015年中央及地方相继出台多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

（4）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

房企利润率回归正常水平

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。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

(5) 广州市房地产市场

公司目前在建以及在售项目主要集中在广州市，广州市未来房地产市场走势对公司经营有着较大影响。

2015年，广州市经济总体发展较好。2015年，广州市实现地区生产总值（GDP）18,100.41亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长8.4%；全年完成固定资产投资5,405.95亿元，比上年增长10.6%；房地产开发业完成投资2,137.59亿元，比上年增长17.7%，其中商品住宅开发投资1,331.03亿元，增长33.8%。

2015年，广州市房地产政策整体较为宽松，其中广州住房公积金管理中心宣布，从2015年6月10日开始调整公积金贷款政策，涉及降低首付比例，调整可贷额度计算公式等多个方面。其中，未结清贷款二套房首付比例降至四成，可贷门槛也统一降至6个月缴存期，公积金政策的不断完善，提高了公积金的实用率、减轻购房者的购房压力。2015年11月，广州市全面启动不动产统一登记工作不动产新证证书遵循“不变不换”原则，原《国有土地使用证》、《房地产权证》、《他项权证》、《林权证》、《海域使用权证》等证书与证明将继续有效。不动产登记将能对往后不动产基础数据、房产税落地、及其他宏观政策提供更好的支持。

2015年广州楼市整体强劲反弹，成交金额冲历史高点。2015年商品住宅成交1,237万平方米，成交金额1,860亿元，同比分别增长28%和30%，成交均价15,060元/平方米，与去年持平，是唯一一个房价没有上涨的一线城市。“量热价冷”的核心原因就是近郊和远郊的项目热卖。2015年，远郊的增城和近郊的番禺仍是第一主力成交区，成交面积均在200万平方米以上，同时远郊的南沙、花都成交面积占比分别提高了5.35个百分点和3.29个百分点。2015年，广州商品住宅市场刚需释放强烈，改善需求相对疲软。2015年150万元以下的刚需住宅成交面积占比接近6成，占比上升3个百分点；150~300万元的改善需求成交面积占比不升反降，降幅超过4个百分点。

2015年，广州共成交经营性土地建筑面积1,214万平方米，同比上升28%；成交金额928亿元，同比上升13%，其中住宅土地出让金总额达604亿元；成交楼板价为7,644元/平方米，同比下降12%。分季度来看，广州市上半年土地市场成交较为平淡，第三季度开始回暖。总体来看，2015年广州土地市场成交金额创历史新高，但整体溢价水平持续走低，为近年新低，市场热度与2013年相比相去甚远，整体呈稳步增长态势。

截至 2015 年底，广州商品住宅可售货量 913.25 万平方米，去化周期降至 7.53 个月，为当年最低水平。整体市场供求关系均衡，也是支撑广州楼市持续发力因素之一。

总的来看，2015 年广州房地产政策风向较宽松，市场比较理性，房价受到成交结构影响比较稳定，但中心城区改善和高端产品的价格还是有一定上涨空间。

2. 家居流通行业

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。家居建材行业受政策和房地产行业影响极其明显。2015 年，全国规模以上家居卖场实现销售额 10,849.10 亿元，较上年下降 10.06%，已连续两年下降。2015 年房地产销售面积 12.85 亿平方米，较 2014 年增长 6.50%，预计随着商品房销售面积的增长带来的对家居流通行业需求的积极影响会延续至 2016 年后。此外，2015 年国内城镇居民人均可支配收入较去年实际增长 6.6%，随着居民可支配收入的提高和城镇化的推进，城镇居民消费全面升级，很多消费者存在房屋二次装修、家具翻新等方面的需求，这也将促进家居流通行业的发展。

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。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。2015 年，红星美凯龙、居然之家、月星集团、金盛集团及武汉欧亚达四家零售销售总额为 1,508 亿元，占总家居市场份额的 27.63%，其中红星美凯龙零售额排名第一。未来家居流通行业将面临升级转型，逐渐走向差异化，行业集中度也将提升。

总体看，2015 年，家居行业销售额增速进一步下滑，未来随着房地产行业的回暖，家居流通行业景气度有望得到提升。

五、经营分析

1. 经营概况

2015 年公司实施战略转型，吸收合并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”），家居流通平台运营业务规模扩大，形成了地产板块“开发销售”与家居流通平台“招商运营”双轮驱动的业务架构。以下经营数据采用追溯调整后的数据。

公司主营房地产开发销售与家居流通平台运营，其中房地产开发销售着重于中高档住宅开发和商贸地产开发销售，家居流通平台运营指家居商贸城的招商运营业务。公司商贸物流经营收入指投资性房地产产生的租金收入，商贸物流基地商业物业销售指商业物流基地商业物业的销售收入。2015 年，公司实现营业收入 42.12 亿元，同比下降 22.71%，主要系商贸物流基地结转收入大幅下降所致；公司实现净利润 3.28 亿元，同比下降 4.71%。

表 1 2014~2015 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

产品分类	2014 年			2015 年			营业收入 变化	毛利率 变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
商品房、商铺及卖场销售收入	26.44	48.52	31.71	25.56	60.68	42.02	-3.33	10.31
商贸物流经营收入	9.20	16.88	50.25	10.33	24.53	50.91	12.31	0.67
物业管理及其他收入	5.00	9.18	36.92	2.77	6.58	33.25	-44.70	-3.67

商贸物流基地商业物业销售收入	13.86	25.44	41.49	3.46	8.21	31.54	-75.00	-9.95
合计	54.49	100.00	37.80	42.12	100.00	42.76	-3.33	4.96

资料来源：公司年报

从收入构成来看，2015 年公司营业收入结构有所变化，收入主要来源于商品房、商铺及卖场销售收入及商贸物流经营收入，两项占比较上年分别上升了 12.16 个百分点和 7.65 个百分点，商贸物流基地商业物业销售收入占比下降了 17.23 个百分点。从收入板块来看，商贸物流经营收入同比增长 12.31%，主要系香江商业租金上涨及新开门店产生租金所致；物业管理及其他收入下降 44.70%，主要系 2015 年香江商业将部分店效低的自营门店剥离所致；商贸物流基地商业物业销售收入同比大幅下降 75.04%，主要系公司已竣工的商贸地产项目已于 2014 年结转完成，2015 年可结转收入较少所致。

从毛利率情况来看，2015 年公司综合毛利率为 42.76%，较上年上升了 4.96 个百分点。分业务板块来看，商品房、商铺及卖场销售板块毛利率较上年上升了 10.31 个百分点，主要系收入占比较高的增城翡翠绿洲项目毛利率较高所致；商贸物流基地商业物业销售板块较上年下降了 9.95 个百分点，主要系 2014 年收入占比达 95% 的香河锦绣香江项目毛利率达 40% 从而带动 2014 年毛利率较高所致。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.23 亿元，同比下降 14.13%，其中商品房、商铺及卖场销售板块实现收入 3.71 亿元。毛利率方面，公司实现综合毛利率 40.06%，较 2015 年下降 2.70 个百分点。

总体看，2015 年公司加快战略转型，房地产板块与商贸物流经营板块成为公司收入及利润的主要来源。受收入结转不均衡影响，2015 年公司营业收入大幅减少，但毛利率有所增长。

2. 房地产板块

(1) 房地产开发

公司房地产板块包括商品房、商铺及卖场和商贸物流基地商业物业两部分。截至 2015 年底，公司累计开发总建筑面积约 795.78 万平方米，其中住宅 396.26 万平方米，商业地产 373.07 万平方米，综合体 26.46 万平方米。

表2 2014~2015公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2014 年	2015 年
新开工面积	66.16	39.39
竣工面积	87.97	5.74
在建面积	124.00	159.22

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：2014 年在建面积为在建计容面积，2015 年在建面积为在建建筑面积。

2015 年，公司开始战略转型，对住宅地产板块谨慎投资，放缓房地产开发速度，开工项目为长沙高岭国际商贸物流城一期 A4-1、A1-2、A2，当年新开工面积仅为 39.39 万平方米，较上年大幅下降 40.46%。2015 年竣工的项目主要有鄂州锦绣香江二期 E1/2/3/5/6，由于其他项目均未达到竣工条件使得当年竣工面积较上年大幅减少，当年竣工面积仅 5.74 万平方米。2016 年 1~3 月，公司无新开工项目，竣工面积为 13.51 万平方米，主要为南昆山锦绣香江项目和增城翡翠绿洲十三期项目竣工。

表 3 截至 2016 年 3 月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
增城翡翠绿洲十三期、十四期	广州	住宅	29.01	100
恩平锦绣香江 J/K 栋	恩平		2.78	100
连云港锦绣香江小高层 1-6#~1-11#	连云港		3.80	100
鄂州二期（续建区） E7\8\20\21	鄂州		4.39	100
株洲锦绣香江一期洋房、湖湘 文化商业街、商业中心、博物馆	株洲		6.43	100
小计	--	--	46.61	--
长沙高岭国际商贸物流城一期 A3、A4-1、A1-2、A2	长沙	商业	51.94	100
南京湾全球家居 CBD 一期商业 （规划展览中心）、一期商业 E 区	滁州		14.88	100
新乡项目香江城市广场二期 A1、A2、A3	新乡		5.95	100
小计	--	--	72.77	--
珠海南方金融传媒大厦	珠海	综合体	14.45	70
南沙香江国际金融中心	南沙		12.01	45.90
小计	--	--	26.46	--
合计	--	--	145.64	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在建房地产项目共计 10 个，合计在建建筑面积 145.64 万平方米（权益面积为 135.01 万平方米），其中住宅地产在建建筑面积为 46.61 万平方米，商业地产在建建筑面积为 72.77 万平方米，综合体项目在建建筑面积为 26.46 万平方米。从区域分布来看，公司的在建项目中，住宅项目主要位于广州（占 62.24%）和株洲（占 13.80%），恩平、连云港鄂州合计占 23.96%；商业项目主要位于长沙（占 71.38%）、滁州（占比 20.45%）、新乡（占 8.17%），其中广州地区为住宅项目，长沙与滁州地区为商业项目，珠海和南沙为综合体项目。公司的在建项目区域集中度较高，易受区域经济及政策环境的影响，但在建项目物业类型较丰富。

表 4 截至 2016 年 3 月底公司房地产拟建项目情况（单位：%、平方米）

项目名称	所在城市	权益	占地面积	规划建筑面积	物业类型
株洲项目二期（B 地块）	株洲	100	6.04	10.88	住宅

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至 2016 年 3 月底，公司拟建项目 1 个，为株洲住宅项目，总占地面积为 6.04 万平方米，规划建筑面积合计 10.88 万平方米，公司拟建项目规模小。

从投资情况来看，截至 2016 年 3 月底，在建与拟建项目未来还需投资 28.60 亿元，考虑到 2015 年签约销售金额为 32.94 亿元，资本支出压力尚可。

总体看，2015 年，公司对住宅地产板块谨慎投资，放缓房地产开发速度，新开工面积和竣工面积较上年均大幅下降；目前在建项目投资规模一般，未来资金支出压力尚可。

（2）房地产销售

2015 年，公司加大销售力度，实现签约销售面积 32.94 万平方米，较上年增长 11.10%；从销售均价来看，由于长沙商贸项目和增城翡翠绿洲项目的销售均价较高，使得 2015 年销售均价达

0.95 万元/平方米，较上年小幅增长 5.56%；同期实现签约金额 31.33 亿元，同比上涨 17.78%。从结转情况来看，2015 年公司结转面积和结转收入较上年均大幅下降，分别为 30.70 万平方米和 29.02 亿元，主要系项目未达交付条件所致。

表 5 2014~2015 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	2014 年	2015 年
达预售项目	8	11
签约销售面积	29.65	32.94
签约销售金额	26.60	31.33
签约销售均价	0.90	0.95
结转面积	61.10	30.70
结转收入	40.30	29.02

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在售项目可售面积合计 163.69 万平方米；其中住宅地产为 120.88 万平方米，占比 73.85%；商贸地产 41.05 万平方米，占比 25.08%；综合体 1.75 万平方米，占比较低，规模较小。公司可售项目中，广州增城项目单体项目规模较大，占总可售面积的比较高，2015 年广州市房地产市场回暖，公司的在售项目去化压力一般。

表 6 截至 2015 年底公司在售项目情况（单位：万平方米）

地区	项目	类型	2015 年预售面积	截至 2015 年末可售面积
广州	增城项目	住宅	14.73	98.53
广州	南昆山项目		1.02	7.50
恩平	恩平项目		0.12	2.44
连云港	连云港项目		0.25	5.76
鄂州	鄂州项目		2.84	1.54
株洲	株洲项目		0.34	1.14
成都	成都项目		0.26	3.79
来安	来安项目		0.65	0.18
小计	--		--	20.21
南沙	南沙项目	综合体	3.02	1.75
成都	成都香江全球家居 CBD	商业	0.02	18.50
香河	香河项目		0.77	6.38
来安	南京湾项目		0.47	10.72
长沙	长沙项目		8.49	5.45
小计	--	--	9.75	41.05
合计	--	--	32.94	163.69

资料来源：公司年报

总体看，2015 年，公司加大销售力度，签约销售面积和签约销售金额较上年增长；截至 2015 年，公司在售项目规模较大，集中于广州地区，考虑到 2015 年广州地区房地产市场回暖，公司在售项目去化压力一般。

（3）土地储备情况

2015 年公司未购置新的土地。截至 2015 年底，公司土地储备占地面积合计 115.27 万平方米，

计容面积合计 249.47 万平方米(权益面积为 211.96 万平方米),其中住宅用地计容面积合计 161.66 万平方米,商业用地 87.81 万平方米,土地储备较充足。

从土地储备区域分布来看,公司住宅用地主要分布于广州(占 34.73%)、鄂州(占 21.92%)、滁州(占 13.08%),株洲、连云港、成都合计占 30.27%,公司土地大部分位于二三线城市,未来房地产地区分化趋势使未来收益的实现存在一定不确定性。公司商业用地主要分布于长沙、成都、洛阳、新乡、南京和聊城,其中长沙和成都两地占比达 66.62%,集中度较高。

表7 截至2016年3月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
番禺锦绣香江	广州	住宅	16.91	34.73	51
增城翡翠绿洲	广州		15.76	12.89	100
南昆山锦绣香江项目	广州		12.75	8.53	45.90
恩平锦绣香江	恩平		3.38	7.05	100
连云港锦绣香江	连云港		4.57	16.65	100
鄂州锦绣香江	鄂州		8.30	35.44	100
株洲锦绣香江	株洲		6.04	13.98	100
成都紫钻	成都		3.87	11.24	51
南京湾锦绣香江	滁州		6.78	21.14	51
小计	--		--	78.36	161.66
长沙高岭国际商贸物流城	长沙	商业	12.00	32.30	100
成都香江全球家居 CBD	成都		7.88	26.20	100
洛阳项目	洛阳		9.01	14.28	100
新乡项目	新乡		4.97	10.58	100
聊城项目	聊城		3.04	4.45	100
小计	--	--	36.91	87.81	--
合计			115.27	249.47	--

资料来源:公司提供

总体看,2015年,公司未购置新的土地;公司目前土地储备以住宅用地为主,较充足,但住宅用地中大部分位于二、三线城市,目前房地产地区分化趋势使其未来收益的实现存在一定不确定性。

3. 商贸物流经营板块

公司于2015年9月21日收到证监会2015年9月18日签发的《关于核准深圳香江控股股份有限公司向深圳市金海马实业股份有限公司发行股份购买并募集配套资金的批复》(证监许可【2015】2142号),经资产重组,香江商业和深圳大本营进入公司合并范围。

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。2015年公司实现租金收入合计5.69亿元,管理费收入4.64亿元,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8 截至2015年底公司商贸物流经营情况（单位：平方米、亿元）

区域	城市	可租面积	已租面积	租金收入
华北	天津、廊坊、青岛、保定	27.74	14.94	1.86
华中	南昌、武汉、新乡、郑州、洛阳	43.34	34.90	1.36
华南	广州、韶关、深圳、汕头、惠州、增城	43.71	41.89	1.61
华东	上海、无锡、南昌	9.52	7.66	0.47
东北	长春、沈阳	18.95	14.00	0.15
西南	成都	38.82	19.75	0.24
合计	--	182.08	133.14	5.69

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司共经营 40 家门店，其中自建门店 4 家，租赁门店 31 家，委托管理门店 5 家，广东省门店内达 15 家。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 21 个城市均涉及相关业务。截至 2015 年底，公司商业物业可租面积合计 182.08 万平方米，已租面积合计 133.14 万平方米，公司总体出租率不高。预计随着香江商业招商运营及品牌优势的进一步深入，公司商贸物流经营板块出租率有望提升，收入进一步增长。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，考虑到公司的门店大多租赁自第三方，未来租金的上涨对业务盈利能力将产生较大影响。

公司以“香江”为主打品牌，在家居流通行业内具有较高的品牌知名度。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的经验，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。

总体看，2015 年，公司通过资产重组整合商贸地产上下游，产业链进一步拓展；同时考虑到公司家居门店主要为租赁物业，未来租金的上涨对该板块业务的盈利能力将产生一定影响。

4. 重大事项

(1) 公司通过非公开发行股票和现金支付方式收购香江商业和深圳大本营

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》，公司拟向金海马实业购买其持有的香江商业 100% 股权和深圳大本营 100% 股权，总收购金额 24.50 亿元，其中现金支付部分为 3 亿元，公司向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金不超过 24.50 亿元。2015 年 9 月 18 日，中国证监会下发了《关于核准深圳香江控股股份有限公司想深圳市金海马实业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2015】2142 号）。2015 年 10 月 8 日，香江商业和深圳大本营 100% 股权过户手续及相关工商登记完成，变更之后，公司拥有香江商业和深圳大本营 100% 的股权，公司家居商贸产业链得以拓展，增强公司商贸业务的综合竞争力。公司募集资金 24.50 亿元，资本实力提升，整体流动性得以增强。

(2) 公司通过非公开发行股票和现金支付方式收购深圳家福特等资产

公司于 2015 年 11 月 3 日公告了《深圳香江控股有限公司关于筹划发行股份有限公司关于筹划发行股份购买资产实现的进展补充公告》，于 2015 年 11 月 4 日公告了《第七届董事会第 23 次

会议决议公告》，公司拟向金海马实业发行股份购买其持有的深圳市家福特置业有限公司（以下简称“深圳家福特”）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香江好天地商贸有限公司（以下简称“沈阳好天地”）100%股权；拟向中国南方香江集团（以下简称“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。公司向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，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 23.50 亿元。本次非公开发行股票募集配套资金的股份发行价格为 6.06 元/股，不低于本次交易首次董事会决议公告前 20 个交易日 A 股股票交易均价的 90%。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，依据市场询价结果确定。

表 9 交易资产相关情况（单位：万元、%）

交易对方	交易对方持有的资产或股权	净资产/资产账面价值	预估值	增值率
南方香江	沈阳好天地	23,085	119,117	416
金海马实业	长春物业	2,628	39,596	1,407
金海马实业	郑州物业	12,669	25,830	104
香江集团	广州物业	20,259	35,789	77
金海马实业	深圳家福特	1,236	15,645	1,165
合计	--	60,119	235,967	293

资料来源：公司提供

沈阳好天地是以自有物业从事招商业务，经营沈阳香江家居门店。该门店于 2010 年 3 月开业，目前已经过门店培育期，经营状况良好，截至目前招商业务出租率为 99%。家居商贸业务整合时，仅将其招商业务剥离至香江商业沈阳分公司，沈阳物业仍归沈阳好天地所有，由沈阳好天地向香江商业收取物业租金。沈阳好天地的利润主要来源于承租方支付的租金，扣除自有物业的折旧、摊销以及税费等管理费后的余额。深圳家福特、广州物业与沈阳好天地类似，家居商贸业务重组前，深圳家福特经营自有的欧洲城香江家居 MALL，招商业务出租率 100%；广州物业持有广州万星店，出租率为 100%。郑州物业出租给无关联第三方郑州欧凯龙家居广场有限公司用于家居商贸业务运营。

2015 年 4 月 12 日，公司发行股份及支付现金购买资产即关联交易事项获得证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过。上述事项的核准，符合公司打造“开发建设”与“招商运营”双轮驱动的经营理念，使得公司家居商贸运营业务规模进一步获得增长，产业链得以进一步拓展，增强公司商贸业务的综合竞争力。

总体看，公司上述资产重组所并购资产评估增值幅度较大；上述资产重组事项已获证监会核准，使得公司家居商贸产业链得以拓展，增强公司商贸业务的综合竞争力；若未来发行成功，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。

5. 经营关注

公司的在建项目中，住宅项目主要位于广州（占比 62.24%），其他项目位于株洲、恩平、连云港、鄂州，公司的在建项目区域集中度较高，需关注未来区域经济及政策环境变动带来的影响以及二三线城市项目的去化情况。且土地储备中住宅用地主要位于二、三线城市，目前房地产地区分化趋势使其未来收益的实现存在一定不确定性。

公司的商贸物流经营板块收入主要为住宅项目配套商铺的租金收入与家居商贸城的租金、管理费收入，其中公司家居商贸城以租赁物业为主，未来租金的上涨对商贸物流板块业务盈利能力将产生一定影响。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2015 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。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》以及后续修订的会计准则及相关规定编制。

合并范围方面，截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 88 家，较上年新增 29 家，主要系香江商业和深圳大本营子公司进入公司合并范围所致，虽公司主营业务有所调整，但以下财务分析均采用追溯调整后的数据，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 172.33 亿元，负债合计 123.69 亿元，所有者权益 48.64 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 44.16 亿元。2015 年，公司实现营业收入 42.12 亿元，净利润 3.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.90 亿元；经营活动现金流量净额为-1.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.46 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 168.48 亿元，负债合计 118.83 亿元，所有者权益 49.65 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 45.24 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 7.23 亿元，净利润 0.97 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 5.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.00 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产规模为 172.33 亿元，较年初增长 13.96%，其中流动资产占比 84.31%，非流动资产占比 15.69%。公司资产构成以流动资产为主，较年初变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 145.28 亿元，较年初增长 16.32%，主要来源于货币资金的增长。截至 2015 年底，公司流动资产以货币资金（占 26.01%）、存货（占 64.11%）和其他应收款（占 5.60%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 37.79 亿元，较年初增长 75.01%，主要系公司于 2015 年进行非公开发行股票收到募集资金所致。截至 2015 年底，公司货币资金主要由银行存款（占比 97.82%）和其他货币资金构成（占比 2.13%）。公司货币资金中受限金额为 3.53 亿元，占公司货币资金总量的 9.33%，受限比例较低。

截至 2015 年底，公司存货账面价值为 93.15 亿元，较年初增长 3.05%；公司共计提存货跌价准备 8,411.97 万元，主要由于株洲锦绣香江项目中湖湘文化城系带有公益性质的配套项目，该项目至年底已发生的成本、销售费用以及相关税费高于目前估计售价的原因。截至 2015 年底，公司受限存货账面价值为 8.54 亿元（占存货余额 9.17%），存货受限比例较低。公司存货规模相对较大，土地储备大部分及在建项目大部分位于二、三线城市，项目的保值及销售情况值得关注。

截至 2015 年底，公司其他应收款余额为 8.13 亿元，较年初增长 58.60%，主要系新增公司对广东省产权交易集团投资开发有限公司的意向金收购金所致，公司于 2016 年已收回了该笔合作意

向金及利息。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 2.15 亿元，其中 1 年期的占 82.60%、1~2 年期的占 7.95%、2~3 年期的占 2.17%、3 年以上的占 7.29%，账龄分布较为集中，以 1 年以内的为主。截至 2015 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 0.19 亿元；公司其他应收款前五名余额占比为 73.48%，集中度较高，主要为合作意向金、往来款与代垫土地拆迁款等。其他应收款对公司资金形成一定占用。

表 10 截至 2015 年底公司其他应收款金额前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	年限	占比
广东省产权交易集团投资开发有限公司	合作意向金	4.00	1 年以内	47.42
中国建筑二局第三建筑公司	往来款及代垫水电费	1.07	2 年以内	12.73
广州产权交易所	购地诚意金	0.50	1 年以内	5.93
长沙江北投资有限公司	代垫土地拆迁款	0.33	1 年以内	3.91
长沙市国土资源局	代垫土地拆迁款	0.29	1~2 年	3.49
合计	--	6.20	--	73.48

资料来源：公司审计报告

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 27.04 亿元，较年初增长 2.78%。截至 2015 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 42.68%）、固定资产（占比 20.01%）、在建工程（占比 16.86%）、递延所得税资产（占比 10.28%）构成。

公司投资性房地产以成本模式计量，截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值为 11.54 亿元，较年初下降 2.56%。截至 2015 年底，公司投资性房地产中使用受限部分账面价值为 7.83 亿元，占比 67.83%，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值 4.56 亿元，较年初增长 27.66%，主要系增加温泉中心酒店项目建设投资所致。截至 2015 年底，公司在建工程受限金额为 3.12 亿元，占比为 68.47%，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 5.41 亿元，较年初下降 5.76%。截至 2015 年底，公司固定资产成新率为 69.37%，成新率一般。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产总额为 2.78 亿元，较年初增长 4.80%，主要系公司预计未来可获得足够的应纳税所得额用来抵扣暂时性差异而使可抵扣亏损增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 168.48 亿元，较上年底下降 2.23%。公司流动资产合计 141.48 亿元，较上年底下降 2.62%；公司非流动资产合计 27.00 亿元，较上年底变化不大；公司流动资产占比为 83.97%，较上年底仅下降了 0.33 个百分点，公司资产结构较为稳定。

总体看，2015 年公司经营规模扩大，公司资产规模增长较快。公司资产以流动资产为主，其中货币资金和存货规模较大，且公司房地产项目部分位于二三线城市，未来去化存在一定不确定性，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 123.69 亿元，较年初变化不大，其中流动负债占比 74.52%，非流动负债占比 25.48%，公司负债仍以流动负债为主。

流动负债

截至 2015 年底，公司流动负债合计 92.17 亿元，较年初下降 7.22%，主要系短期借款和其他应付款下降所致。截至 2015 年底，公司流动负债以短期借款（占比 6.04%）、预收款项（占比 37.91%）、应付账款（占比 23.94%）、其他应付款（占比 8.68%）、一年内到期的非流动负债（占比 9.73%）和其他流动负债（占比 6.81%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款余额为 5.57 亿元，较年初下降 39.59%，主要系公司归还银行借款所致。

截至 2015 年底，公司预收款项 34.94 亿元，较年初增长 6.11%，主要系当期公司加快销售节奏所致。公司预收款项规模较大，但预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入，为未来结转收入提供一定的保障。

截至 2015 年底，公司应付账款 22.06 亿元，较年初下降 6.34%，主要系公司偿还部分已达到付款条件的工程款所致。从账龄来看，公司应付账款主要集中于 1 年以内，占比为 96.40%。

截至 2015 年底，公司其他应付款余额 8.00 亿元，较年初下降 24.18%，主要系香江商业各门店与入驻商户的货物质量保证金、履约保证金及场地租赁押金等往来款的减少所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债总额 8.97 亿元，较年初下降 10.03%，主要系一年内到期的长期借款结转较少所致。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债主要由保证借款（占比 89.55%）和抵押借款（占比 10.45%）构成。

截至 2015 年底，公司其他流动负债合计 6.28 亿元，较年初增长 13.67%，主要系土地增值税增加所致。

非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 31.52 亿元，较年初增长 23.27%，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（占比 77.47%）和应付债券（占比 21.93%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额 24.41 亿元，较年初增长 32.13%，主要系因公司经营规模扩大，融资需求上升所致。从长期借款的期限结构来看，公司于 2017、2018、2019 年及以后到期的长期借款占比分别为 17.50 亿元、5.95 亿元和 0.96 亿元，有一定的集中偿付压力。

公司于 2014 年 12 月 10 日新增应付债券 7.00 亿元，债券期限为 5 年并将于 2019 年 12 月到期，公司应付债券对公司短期的资金偿付压力不大。截至 2015 年底，公司应付债券余额为 6.91 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 118.83 亿元，较上年底下降 3.92%。其中，流动负债占比 74.34%，较上年底变化不大，公司负债结构较为稳定。

截至 2015 年底，公司全部债务为 48.34 亿元，较年初变化不大。其中，短期债务 17.02 亿元，较年初下降 25.92%，主要系短期借款和应付票据减少所致；长期债务 31.32 亿元，较年初增长 23.47%，主要系长期借款的增加所致；截至 2015 年底，公司短期债务和长期债务占比分别为 35.20% 和 64.80%。与此同时，受公司调整长短期债务结构比例影响，公司短期债务较年初下降 9.18 个百分点。从有息债务的期限结构来看，公司于 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年及以后到期的有息债务分别为 17.02 亿元、17.50 亿元、5.95 亿元和 7.87 亿元，主要集中于 2016 年和 2017 年，有一定的集中偿付压力。

表11 截至2015年底有息债务期限结构（单位：亿元）

到期	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	合计
2016年	5.57	2.48	8.97	--	--	17.02
2017年	--	--	--	17.50	--	17.50
2018年	--	--	--	5.95	--	5.95
2019年及以后	--	--	--	0.96	6.91	7.87
合计	5.57	2.48	8.97	24.41	6.91	48.34

资料来源：联合评级整理

截至2015年底，公司资产负债率为71.77%，较年初大幅下降10.83个百分点，主要系公司非公开发行股票募集资金使得所有者权益大幅增长所致。公司2015年全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为49.85%、39.17%，公司负债水平一般，长期债务负担处于可控水平。

总体看，公司负债以流动负债为主，资产负债率较上年大幅下降；随着公司融资规模不断扩大，公司有息债务规模继续增长，以长期债务为主，偿付期主要集中于近两年，面临一定的集中偿付压力。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益48.64亿元，同比大幅增长84.94%，主要来源于资本公积和股本的增长。其中归属于母公司所有者权益为44.16亿元，少数股东权益4.48亿元。归属母公司所有者权益中，股本占比36.15%，资本公积占比46.43%，盈余公积占比0.78%，未分配利润占比18.10%。公司股本与资本公积合计占比较高，所有者权益较稳定。

截至2015年底，公司总股本15.96亿元，较年初大幅增长107.92%，主要是由于公司于2015年9月获得中国证券监督管理委员会《关于核准深圳香江控股股份有限公司向深圳市金海马实业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2015]2142号）的核准，向金海马实业定向发行人民币普通股399,628,253股（每股面值为人民币1.00元）及现金支付的方式购买香江商业和深圳大本营，并采用非公开发行股票形式募集本次购买资金的配套资金。公司实际非公开发行人民币普通股406,976,700股（每股面值为1.00元）；此外，公司于2015年11月同时实行限制性股票激励计划，并向31位激励对象定向发行人民币普通股22,040,000股（每股面值为1.00元）。

公司资本公积由资本溢价（占资本公积总额99.31%）和其他资本公积（占资本公积总额0.69%）构成。截至2015年底，公司资本公积合计20.50亿元，较上年末大幅增长6.80倍，主要系公司当年进行非公开发行股票发行以募集配套资金以及发行股票激励计划使得资本溢价大幅上升所致。

截至2016年3月底，公司所有者权益49.65亿元，较上年底上升了2.07%。归属于母公司的所有者权益中，股本占35.29%，资本公积占45.32%，未分配利润占19.98%。权益结构较上年未发生变化，较稳定。

总体看，2015年，公司非公开发行股票募集资金，公司所有者权益大幅增长；归属于母公司的所有者权益中股本与资本公积占比较高，权益结构较稳定。

4. 盈利能力

2015年，公司实现营业收入42.12亿元，同比下降22.71%，主要系商贸地产板块结转的收入较少所致；公司实现利润总额分别为5.61亿元，较上年比变化不大；公司实现净利润3.28亿元，同比下降4.17%。2015年，公司公允价值变动损益和投资收益占同期营业利润的比例较低，对营业利润的影响较小。

从期间费用来看，2015年，公司的费用总额为8.30亿元，同比下降2.56%；其中销售费用同比下降10.97%，主要系当期广告宣传费用下降所致；财务费用同比增长15.52%，主要系有息债务规模增长使得利息增长所致；管理费用变化不大。公司期间费用中，三费占比变化不大。公司2015年营业收入较上年大幅下降，但同时期间费用较上年变化不大，导致公司费用收入比从13.11%上升为19.70%，公司费用控制能力有待提升。

2015年，公司实现投资收益0.06亿元，占利润总额的1.04%，投资收益对公司利润总额的贡献较小；公司营业外收支合计为0.27亿元，营业外收支合计波动较大且对利润影响较小。总体看，2015年，公司投资收益、营业外收支对利润总额的贡献较小。

从各项盈利指标来看，2015年，公司营业利润率为32.72%，较上年上升了5.03个百分点，公司盈利能力增强。2015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5.81%、4.52%和8.76%，较上年均有所下降。从指标上看，公司整体盈利能力尚可。

2016年1~3月，公司实现营业收入7.23亿元，同比下降32.23%，主要系本期结转面积较上期减少所致；实现净利润0.97亿元，其中归属于母公司的净利润1.04亿元，同比增长2.88%。同期实现投资收益-0.05亿元，营业外净收支0.20亿元，对净利润的影响较小。

总体看，公司营业收入较上年大幅下降，费用控制能力有待提升，但整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015年，公司经营活动产生的现金流依然表现为净流出，净流出额为-1.53亿元，较上年净流出规模大幅减小。经营活动现金流入方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金为43.58亿元，同比增长7.76%；2015年收到其他与经营活动有关的现金主要为税费返还，为0.59亿元。经营活动现金流出方面，公司购买商品、接受劳务支付的现金为25.55亿元，同比下降17.97%；公司支付其他与经营活动有关的现金主要为暂付经营性其他应收款与销售费用支付的现金，2015年为9.01亿元，同比增长43.34%，主要系暂付经营性其他应收款大幅上升所致。

由于房地产企业会计计量中现金收入实现与收入确认时点不匹配，故现金收入比变动较大，2015年公司现金收入比分别为103.48%，较上年的74.22%大幅上升。

从投资活动情况来看，公司保持一定的对外投资规模，2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.12亿元，净流出规模较上年下降。公司于2015年收到关于投资活动有关的现金较多，主要系香江商业、深圳大本营、卓升项目投资的理财产品本期收回本金所致。公司于2015年投资活动现金流出小计5.80亿元，同比增长13.93%，主要来源于支付深圳大本营和香江商业股权收购款。

从筹资活动情况来看，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额18.12亿元，较上年大幅增长31.46%，主要系2015年借款规模增加及吸收香江商业和本大本营投资收到的现金增加所致。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额5.42亿元；投资活动产生的现金流量净额-4.57亿元；公司无筹资活动现金流入，筹资活动产生的现金流量净额-6.85亿元；现金及现金等价物净增加额-6.00亿元。

总体看，2015年，公司现金流量净额持续为负，随着公司未来在建及拟建项目的持续投入，公司经营活动所产生的现金流无法满足自身的投资需要，公司存在一定的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015年，公司流动比率和速动比率分别1.58倍和0.57倍，较年初

分别上升了 0.32 倍和 0.22 倍，流动性一般。公司 2015 年速动比率上升主要系公司进行定向增发使得货币资金大量增加，并且同时销售形成的预收款有所减少所致。2015 年，公司现金短期债务比为 2.23 倍，较年初上升了 1.29 倍，现金类资产对短期债务保护程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，公司资产负债率由年初的 82.61% 下降至 2015 年底的 71.77%，公司资产负债率水平大幅下降；公司 EBITDA 为 8.04 亿元，较上年有所增长；EBITDA 构成较为稳定，其中，利润总额占比较高，占比 69.76%，计入财务费用的利息支出占比 21.23%。2015 年，EBITDA 利息保障倍数为 1.89 倍，公司 EBITDA 对利息的保障程度较高；公司 EBITDA 全部债务比 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司的长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司除对子公司担保外，无其他对外担保事项，公司或有负债风险可控。

截至 2016 年 3 月底，公司无对其生产经营或偿债能力产生重大影响的未决诉讼或未决仲裁。

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 2016 年 5 月 5 日，公司无未结清不良信贷信息，过往履约情况良好。

公司与各大银行建立了良好的长期合作伙伴关系，截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 46.81 亿元，已使用 34.45 亿元，尚未使用授信额度 10.58 亿元，间接融资渠道有待拓宽。但同时考虑到公司作为上市公司，直接融资渠道较为便利。

总体看，公司现金类资产较充裕，目前整体债务负担尚可；未来随着公司相关项目的竣工结转及其他业务的不断发展，公司盈利水平有望提高，整体偿债能力有望得到改善。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 37.86 亿元，约为“13 香江债”本金（7 亿元）的 5.41 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 48.64 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 6.95 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产对“13 香江债”的按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 8.04 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 1.15 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 44.17 亿元，约为债券本金（7 亿元）的 6.31 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，公司现金类资产充裕，对本次债券的覆盖程度高，并考虑到公司作为地产开发与家居流通平台招商运营双轮驱动的上市企业，品牌知名度较高、家居商贸业务板块毛利水平较高，公司对“13 香江债”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

本次债券由深圳市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、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，香江集团持股 80%，其余股东持股比例均为 5%。2007 年 5 月 12 日，金海马实业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。2015 年 10 月 8 日，将香江商业和深圳大本营 100%股权转让给香江控股。

经多次增资后，截至 2015 年 9 月末，金海马实业注册资本 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 26.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 12.91 亿元；2014 年全年实现营业收入 57.67 亿元，净利润 3.39 亿元，其中归属于母公司的净利润 2.29 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。

截至 2015 年 9 月末，金海马实业合并资产总额 206.83 亿元，负债合计 177.74 亿元，所有者权益 29.09 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 14.46 亿元；2015 年 1~9 月，实现营业收入 31.77 亿元，净利润 1.95 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额-43.87 万元，现金及现金等价物净增加额-1.82 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 12 2013~2014 年金海马实业主营业务收入情况（单位：亿元、%、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		
房地产	29.19	51.16	51.27	44.07	76.42	35.86	50.95	-15.41
家居流通	10.54	18.46	50.23	11.94	20.70	52.92	13.28	2.69
氧化铝制造	13.43	23.53	21.15	--	--	--	-100.00	-21.15
其他	2.00	3.50	--	0.30	0.52	--	-84.87	--
合计	55.17	96.66	42.09	56.31	97.65	39.21	2.08	-2.88

资料来源：金海马实业提供

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。家居流通业比较稳定，2014 年毛利率水平 52.92%，较上年提高 2.69 个百分点，家居流通业务整体毛利率水平较高。

2015 年 1~9 月，金海马实业实现营业收入 31.77 亿元，为 2014 年全年营业收入的 55.09%；实现净利润 1.95 亿元，为 2014 年全年净利润的 57.54%。

总体看，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 162.00 亿元，所有者权益 26.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 12.91 亿元；2014 年全年实现营业收入 57.67 亿元，净利润 3.39 亿元，其中归属于母公司的净利润 2.29 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。

截至 2015 年 9 月末，金海马实业合并资产总额 206.83 亿元，负债合计 177.74 亿元，所有者权益 29.09 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 14.46 亿元；2015 年 1~9 月，实现营业收入 31.77 亿元，净利润 1.95 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额-43.87 万元，现金及现金等价物净增加额-1.82 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（占 15.23%）、其他应收款（占 7.25%）、存货（占 69.67%）构成。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 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%。截至 2014 年末，金海马实业存货较年初增长 6.10%，主要系储备土地增加所致。

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%，主要系投资性房地产规模扩大所致。在非流动资产构成方面，主要为投资性房地产（占 53.28%）、固定资产（占 14.86%）、在建工程（占 9.37%）构成。截至 2014 年末，金海马实业投资性房地产为 20.77 亿元，较年初增长 9.79%，主要系房地产项目转入所致。截至 2015 年末，在建工程为 3.65 亿元，较年初增长 57.97%，主要系加大对温泉中心酒店项目投入所致。

截至 2015 年 9 月末，金海马实业资产总额合计 206.83 亿元，较 2014 年末增长 9.61%，主要系存货增长所致；其中流动资产和非流动资产占比分别为 81.04% 和 18.96%，流动资产占比略有上升，资产结构较年初变化不大。

总体看，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（占 19.93%）、应付账款（占 19.83%）、预收款项（占 24.97%）、其他应付款（占 15.25%）和一年内到期的非流动负债（占 10.30%）组成。

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，较年初增长 9.34%，主要系随着房地产建设项目规模的扩大应付建筑工程款增加所致。截至 2014 年末，金海马实业预收款项 34.03 亿元，较年初下降 28.48%，主要系随着已建成房地产项目的交付，部分预收售楼款结转所致。截至 2014 年末，金海马实业其他应付款合计 20.79 亿元，较年初增长 16.79%，主要系往来款增加所致。截至 2014 年末，一年内到期的非流动负债为 14.03 亿元，较年初持平。

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，较年初下降 6.67%，主要系长期借款下降所致。在非流动负债的构成方面，主要由长期借款（占 71.89%）和应付债券（占 26.81%）构成；由于子公司香江控股发行公司债券，长期借款占比由年初 98.72% 下降至 71.89%。

截至 2015 年 9 月末，金海马实业负债总额 177.74 亿元，较年初增长 9.72%，主要来源于预收款项和其他应付款的增长；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 81.97% 和 18.03%，负债结构较年初变化不大。

截至 2014 年末，金海马实业的债务总额为 70.37 亿元，较年初增长 8.91%，主要系短期借款增长使得短期债务增长所致；截至 2014 年末，短期债务为 45.00 亿元，长期债务为 25.37 亿元，占比分别为 63.95% 和 36.05%，依然以短期债务为主，短期债务占比较年初上升了 9.21 个百分点。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年初有所下降，主要系长期借款下降所致，全部债务资本化比率较年初有所增长，主要系“13 香江债”发行所致。

总体看，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，较年初增长 3.45%；归属母公司所有者权益中，实收资本占 22.60%，未分配利润占 76.23%，未分配利润占比高，权益结构的稳定性较弱。

截至 2015 年 9 月末，金海马实业所有者权益合计 29.09 亿元，较 2014 年末增长 8.95%，主要来源于未分配利润的增长；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 20.17%，未分配利润 78.78%，权益结构较年初变化不大。

总体看，金海马实业未分配利润占比较高，权益结构稳定性较弱。

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%，较上年比较，均出现了较明显的下降，并处于一般水平。

2015 年 1~9 月，金海马实业实现营业收入 31.77 亿元，净利润 1.95 亿元。

总体看，2014 年，金海马实业毛利率随房地产毛利率下降而下降，盈利能力下滑。

现金流

2014年金海马实业经营活动现金流入量为86.67亿元，较上年增长8.12%，增长的主要原因是收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年筹资活动现金流量净额为2.30亿元，由净流出转变为净流入，主要系公司2014年发行债券及当期偿还债务力度减小所致。

2015年1~9月，金海马实业经营活动产生的现金流量净额为-43.81万元，投资活动产生的现金流量净额为-0.63亿元，筹资活动产生的净现金流为-1.18亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.82亿元。

总体看，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

在短期偿债能力方面，截至2014年末，金海马实业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，主要系“13香江债”发行使得债务总额增加所致。

在长期偿债能力方面，2014年金海马实业EBITDA为10.32亿元，较上年下降28.80%，主要系利润总额下降所致；2014年EBITDA利息倍数为2.17倍，EBITDA全部债务比为0.15倍，较上年下降了0.14倍和0.09倍，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2016年3月底，金海马实业获得的银行授信总额为23.70亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币10.50亿元，金海马实业间接融资渠道畅通。

截至2016年3月底，金海马对外担保23.90亿元，均为对母公司香江集团和对关联方深圳香江供应链管理有限公司的担保，或有负债风险不大。

根据中国人民银行企业信用报告，截至2016年5月25日，金海马实业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尚可。

4. 担保效果评价

依据金海马实业2014年末财务数据测算，“13香江债”（7亿元）占金海马实业资产总额、所有者权益和货币资金分别为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。

九、综合评价

2015年，公司通过资产重组实现战略转型，在注入商贸物流资产后，公司形成了“开发建设+招商运营”双轮驱动的经营格局，家居商贸产业链得以拓展，公司综合竞争力有所增强；公司通过非公开发行股票募集资金24.50亿元，资本实力得到增强，整体流动性得到较好补充。同时联合评级关注到公司营业收入减少、土地储备集中度较高、未来租金的上涨对家居流通业务的盈利能力有所影响、债务负担较重且面临一定的集中偿付压力等对公司经营造成的不利影响。

2016年，公司拟通过非公开发行股票募集资金23.50亿元，该事项已获证监会批准，若未来发行成功，公司的资本实力将进一步增强，公司家居流通业务规模也将进一步扩大，公司将依托“香江”系列品牌的优势，均衡发展地产板块和家居流通板块。

本次债券由金海马实业提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保。金海马实业资产质量良好，经营规模较大，其担保对本次债券信用状况具有一定的积极影响。

综上，联合评级将公司的主体长期信用等级由“AA-”调整为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“13香江债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1-1 深圳香江控股股份有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016.3
资产总额 (亿元)	151.21	172.33	168.48
所有者权益 (亿元)	26.30	48.64	49.65
短期债务 (亿元)	22.97	17.02	11.89
长期债务 (亿元)	25.37	31.32	30.30
全部债务 (亿元)	48.34	48.34	42.18
营业收入 (亿元)	54.49	42.12	7.23
净利润 (亿元)	3.44	3.28	0.97
EBITDA (亿元)	7.82	8.04	1.38
经营性净现金流 (亿元)	-6.97	-1.53	5.42
应收账款周转次数(次)	137.76	85.42	--
存货周转次数 (次)	0.39	0.26	--
总资产周转次数 (次)	0.38	0.26	--
现金收入比率 (%)	74.22	103.48	115.70
总资本收益率 (%)	7.61	5.81	--
总资产报酬率 (%)	4.98	4.52	--
净资产收益率 (%)	14.30	8.76	--
营业利润率 (%)	27.69	32.72	36.70
费用收入比 (%)	15.63	19.70	19.62
资产负债率 (%)	82.61	71.77	70.53
全部债务资本化比率 (%)	64.76	49.85	45.94
长期债务资本化比率 (%)	49.10	39.17	37.90
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.43	1.89	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.17	--
流动比率 (倍)	1.26	1.58	1.60
速动比率 (倍)	0.35	0.57	0.55
现金短期债务比 (倍)	0.94	2.23	2.58
经营现金流流动负债比率 (%)	-7.01	-1.66	6.14
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.12	1.15	--

注：2016 年一季度年报未经审计

附件1-2 深圳市金海马实业股份有限公司
主要财务指标

项目	2013年	2014年	2015.9
资产总额（亿元）	186.63	188.70	206.83
所有者权益（亿元）	25.81	26.70	29.09
短期债务（亿元）	32.88	45.00	30.42
长期债务（亿元）	27.19	25.37	31.71
全部债务（亿元）	60.08	70.37	62.13
营业收入（亿元）	57.07	57.67	31.77
净利润（亿元）	6.47	3.39	1.95
EBITDA（亿元）	14.49	10.32	--
经营性净现金流（亿元）	-1.95	2.67	--
应收账款周转次数(次)	216.13	112.18	--
存货周转次数（次）	0.61	0.34	--
总资产周转次数（次）	0.41	0.31	--
现金收入比率（%）	95.20	98.32	102.59
总资本收益率（%）	12.42	7.18	--
总资产报酬率（%）	9.42	4.64	--
净资产收益率（%）	26.55	12.92	--
营业利润率（%）	42.09	39.21	38.81
费用收入比（%）	35.65	30.82	26.16
资产负债率（%）	86.17	85.85	85.94
全部债务资本化比率（%）	69.95	72.50	68.11
长期债务资本化比率（%）	51.30	48.73	52.16
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	2.17	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.15	--
流动比率（倍）	1.13	1.10	1.15
速动比率（倍）	0.40	0.33	0.34
现金短期债务比（倍）	0.62	0.51	0.85
经营现金流动负债比率（%）	-1.46	1.96	--

注：金海马 2015 年三季度财务数据未经审计

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。