

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2017]044 号

广东海印集团股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“海印转债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定；同时维持“海印转债”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一七年六月十五日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2017]044 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对广东海印集团股份有限公司及其发行的“海印转债”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持广东海印集团股份有限公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定；同时维持“海印转债”的信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一七年六月十五日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与广东海印集团股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与广东海印集团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。
- 东方金诚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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚零售业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东海印集团股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东海印集团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。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议。
- 2016年广东海印集团股份有限公司可转换公司债券的信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2017年6月15日



广东海印集团股份有限公司

主体及“海印转债”2017年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2017】044号

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2017年6月15日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2017年2月23日

债券概况

债券简称：“海印转债”
发行金额：11.11亿元
存续期：2016年6月8日至2022年6月8日
增信措施：连带责任保证担保
担保主体：广州海印实业集团有限公司

评级小组负责人

葛新景 

评级小组成员

赵成旭 卢洲
 

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83号德胜国际中心B座7层
100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，广东海印集团股份有限公司（以下简称“海印股份”或“公司”）商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大且业态较多元，保持了在广州市商品交易市场经营领域内较强的竞争优势；2016年，公司运营的市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持了较高水平；公司房地产项目销售情况有所好转，且未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；公司金融和文娱业务逐渐形成规模，有望成为公司未来利润的重要来源；公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升；公司股东广州海印实业集团有限公司为本期可转换公司债券提供了连带责任保证担保，增强了本期可转换公司债券本息兑付的安全性。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司房地产在建项目投资规模仍较大，在当前楼市调控政策背景下，未来将面临一定的资金压力；公司债务规模大幅增长，债务结构以长期有息债务为主，偿债压力增加。

综合考虑，东方金诚维持海印股份主体信用等级为AA，评级展望为稳定；并维持“海印转债”信用等级为AA。

跟踪评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2017年6月15日

上次评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
债项信用等级：AA
评级时间：2017年2月23日

债券概况

债券简称：“海印转债”
发行金额：11.11亿元
存续期：2016年6月8日至2022年6月8日
增信措施：连带责任保证担保
担保主体：广州海印实业集团有限公司

评级小组负责人

葛新景 

评级小组成员

赵成旭 卢洲

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街
83号德胜国际中心B座7层
100088

主要数据和指标

项 目	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3月
资产总额(亿元)	68.06	77.32	101.74	103.58
所有者权益(亿元)	29.43	29.02	32.56	32.85
全部债务(亿元)	32.94	39.08	113.10	56.14
营业收入(亿元)	19.19	16.52	19.94	4.85
利润总额(亿元)	4.33	3.03	3.54	0.59
EBITDA(亿元)	7.00	5.65	5.86	0.59
营业利润率(%)	35.17	34.51	35.66	32.83
净资产收益率(%)	12.96	7.12	7.48	-
资产负债率(%)	56.76	62.47	68.00	68.28
全部债务资本化比率(%)	52.81	57.39	77.65	63.08
流动比率(%)	325.49	183.09	254.24	254.83
全部债务/EBITDA(倍)	4.70	6.92	19.30	-
EBITDA利息倍数(倍)	3.07	2.38	1.98	-
EBITDA/本期发债额度 ¹ (倍)	0.63	0.51	0.53	-

注：表中数据来自公司2014年~2016年经审计的合并财务报告及2017年1季度未经审计的合并财务报告。

优势

- 公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大且业态较多元，保持了在广州市商品交易市场经营领域内较强的竞争优势；
- 2016年，公司运营的市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持了较高水平；
- 公司房地产项目销售情况有所好转，且未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；
- 公司金融和文娱业务逐渐形成规模，有望成为公司未来利润的重要来源；
- 公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升。
- 公司股东广州海印实业集团有限公司为本期可转换公司债券提供了连带责任保证担保，增强了本期可转换公司债券本息兑付的安全性。

关注

- 跟踪期内，公司房地产在建项目投资规模仍较大，在当前楼市调控政策背景下，未来将面临一定的资金压力；
- 公司债务规模大幅增长，债务结构以长期有息债务为主，偿债压力增加。

¹ 本期发债额度按11.11亿元计算。

跟踪评级原因

根据相关监管要求及广东海印集团股份有限公司 2016 年可转换公司债券的跟踪评级安排，东方金诚基于海印股份提供的 2016 年度审计报告、2017 年一季度未经审计的财务报表以及相关经营数据，进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

广东海印集团股份有限公司（以下简称“海印股份”或“公司”）主营业务涵盖物业出租、百货、房地产和酒店等领域，公司控股股东为广州海印实业集团有限公司（以下简称“海印集团”），实际控制人为自然人邵建明、邵建佳和邵建聪。

公司原名为茂名永业（集团）股份有限公司（以下简称“茂名永业”），是 1992 年 12 月由茂名市化工一厂独家发起设立的股份有限公司。1998 年 6 月，茂名永业首次发行社会公众股 1250 万股，并于 1998 年 10 月在深交所挂牌上市。经多次增资扩股，截至 2017 年 3 月末，公司总股本为 224986.30 万股，其中海印集团持股比例为 30.91%，为公司控股股东；自然人邵建明、邵建佳和邵建聪对海印集团的持股比例分别 65.00%、20.00%和 15.00%，且邵建聪和邵建明分别持有公司 A 股流通股 11471 万股和 3307.25 万股，三人合计对公司持股 37.48%，为公司实际控制人。公司股权结构图见附件一。

截至 2016 年末，公司（合并）资产总额为 101.74 亿元，所有者权益为 32.56 亿元，资产负债率为 68.00%。2016 年，公司实现营业收入 19.94 亿元，利润总额 3.54 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司（合并）资产总额为 103.58 亿元，所有者权益为 32.85 亿元，资产负债率为 68.28%；公司合并范围子公司共 71 家，较 2016 年末无变化。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 4.85 亿元，利润总额 0.59 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可（2016）502 号文”文核准，公司于 2016 年 6 月发行 11.11 亿元的可转换公司债券，债券简称“海印转债”，起息日为 2016 年 6 月 8 日，到期日为 2022 年 6 月 8 日。海印转债采用累进利率，票面利率第一年为 0.50%、第二年 0.70%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%；每年付息一次，到期一次性归还本金和最后一年利息。

截至 2017 年 6 月 13 日，根据海印股份提供的支付凭证，海印股份已向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司划付用于支付本次“海印转债”应付利息和 2017 年 6 月 9 日“海印转债”停牌²造成的利息补偿金合计 4526026.60 元。

² 2017 年 6 月 8 日晚 17 时，海印股份发布的《关于“海印转债”停牌的公告》称因相关工作人员疏忽导致未能在规定时间内向中国结算深圳分公司申请“海印转债”付息工作以及未能及时刊登可转债付息公告。经海印股份申请，“海印转债”自 6 月 9 日起停牌。海印股份于 6 月 10 日发布了“海印转债”后续付息、复牌和兑息等相关公告，对付息计划及相关处理方案进行了说明。2017 年 6 月 12 日“海印转债”复牌。

截至 2017 年 5 月 31 日，扣除发行费用后，“海印转债”实际募集资金 10.91 亿元，根据募集资金用途已使用 4.41 亿元，用于投入上海周浦镇商业综合体项目，6.50 亿元尚未使用。自 2016 年 7 月 1 日起，“海印转债”在深交所挂牌交易，债券代码为“127003”；截至 2017 年 3 月 31 日，“海印转债”已转股数量为 7013 股，可转债余额为 111094.49 万元。

海印转债转股日期自 2016 年 12 月 17 日至 2022 年 6 月 7 日，初始转股价格为 5.26 元/股。转股价格的调整方式：当公司因送红股、转增股本、增发新股（不包括因可转债转股增加的股本）、配股或派发现金股利等情况使公司股份发生变化时，将进行转股价格的调整。截至报告出具日，公司未对转股价格进行调整，且短期内无调整转股价格计划。

海印集团对海印转债的本息偿付提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2017 年一季度，经济增速延续回升态势，工业增速上扬，固定资产投资增速加快，净出口对经济增长实现正向拉动，宏观经济开局良好

一季度宏观经济增速延续回升。据初步核算，一季度国内生产总值 18.1 万亿元，同比增长 6.9%，同比增速比上年同期加快了 0.2 个百分点，比上年四季度加快了 0.1 个百分点，延续了自 2016 年四季度以来的小幅回升势头。

工业增加值增长面扩大，用电量回升，企业效益明显好转。在 41 个工业大类行业中，有 36 个行业增加值保持同比增长，占 87.8%，增长面较 2016 年全年扩大 4.9 个百分点。一季度工业用电量同比增长 7.7%，增速较上年全年回升 4.8 个百分点，体现了工业生产全面回升的势头。值得注意的是，1~2 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 10157 亿元，同比大幅增长 31.5%，比上年全年加快 23.0 个百分点。

固定资产投资增速回升，民间投资增速明显加快。一季度，固定资产投资同比增长 9.2%，增速较上年全年提高 1.1 个百分点。其中房地产投资同比增长 9.1%，增速比去年全年加快 2.2 个百分点。工业企业效益大幅改善，刺激制造业投资同比增长 5.8%，增速比去年全年提高 1.6 个百分点。1~3 月基础设施投资额比去年同期增长 23.5%，增速比去年全年攀升 7.8 个百分点。今年以来民间投资延续了增速回升的态势，一季度民间投资 5.7 万亿元，比去年同期增长 7.7%，增速比去年全年提高 4.5 个百分点。

国内消费整体保持平稳走势，居民消费价格涨势温和，工业生产者出厂价格增速偏高，净出口对经济增长正向拉动作用明显。一季度社会消费品零售总额同比增长 10.0%，增速比上年同期回落 0.3 个百分点。若扣除受补贴政策退坡影响较大的汽车类，社会消费品零售总额增速比上年同期加快约 0.3 个百分点。一季度，CPI 比去年同期上涨 1.4%，涨幅比去年四季度回落 0.7 个百分点，PPI 同比上涨 7.4%，涨幅比去年四季度扩大 4.1 个百分点。一季度，我国货物贸易进出口总值 6.2 万亿元人民币，比去年同期大幅增长 21.8%，扭转了自 2015 年年初以来同比连续负增

长的局面。同期净出口拉动经济增长 0.3 个百分点，成为本季度经济增速回升的重要原因。

东方金诚预计，二季度工业增速有望在补库存周期作用下保持稳定，固定资产投资增速将延续小幅上升势头，消费增长平稳，但净出口拉动作用可能趋弱，由此上半年 GDP 有望继续保持 6.9% 左右的增长水平。

政策环境

在央行采取稳健中性货币政策的同时，监管层在金融领域持续推进去杠杆、强监管、防风险措施，推动金融环境趋紧

央行采取稳健中性的货币政策，货币供应量增速回落。3 月末，M2 余额 159.9 万亿元，同比增长 10.6%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 2.8 个百分点；M1 余额 48.9 万亿元，同比增长 18.8%，增速分别比上月末和上年同期低 2.6 个和 3.3 个百分点。一季度，社会融资规模增量为 6.9 万亿元，比上年同期多 2268 亿元。其中，表内人民币信贷增加 4.2 万亿元，同比少增 3856 亿元，而委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外融资增速均有所提高。一季度，房地产贷款新增 1.7 万亿元，占同期各项贷款增量的 40.4%，比 2016 年占比低 4.5 个百分点，企业中长期贷款增加 2.6 万亿元，同比多增 7081 亿元。

与此同时，监管层在金融领域持续推进去杠杆、强监管、防风险措施，金融环境趋紧。一季度央行两次上调货币市场资金利率，央行资产负债表从 1 月末至 3 月末收缩 1.1 万亿元，降幅达 3.0%。银监会释放银行业治理整顿信号，3 月份以来各地房地产调控政策进一步升级，监管部门加大了防范金融加杠杆炒作、预防交叉性风险的力度。

财政政策方面，财政支出保持高速增长，一季度首现赤字，积极财政政策更有力度

受经济回暖及价格上涨等因素影响，1~3 月累计，全国一般公共预算收入 4.4 万亿元，同比增长 14.1%，较上年同期上升 7.6 个百分点。1~3 月累计，全国一般公共预算支出 4.6 万亿元，同比增长 21.0%，较上年同期上升 5.6 个百分点。一季度财政收支相抵，出现 1551 亿元的财政赤字。同时，为缓解基础设施建设、公共服务领域投资的资金压力，2017 年还安排了政府性基金专项债券 8000 亿元、新增地方政府一般债务限额 8300 亿元、地方政府债券置换存量债务约 3.0 万亿元，财政及准财政政策工具较为丰富。

东方金诚认为，央行坚持稳健中性的货币政策，监管层短期内去杠杆、强监管、防风险的政策组合拳将会连续推出，引导资金向实体经济倾斜；政府积极财政政策亦将持续发力。稳健中性的货币政策和积极的财政政策将继续为深化供给侧改革、优化经济增长结构提供相对适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

公司收入和利润主要来自商品交易市场出租及管理、百货业等业务，经营区域主要集中在广州市。

零售行业

受益于国内城镇居民收入水平的提高和消费结构的升级，我国社会消费品零售总额继续增长，但增速有所放缓

作为我国第三产业中市场化程度较高的行业，零售行业在国内城镇居民收入和消费水平不断提高的带动下，行业总体保持了持续增长态势。但近年来受宏观经济增速放缓影响，行业增速有所放缓。

2016年我国社会消费品零售总额为332316.30亿元，扣除价格因素，同比名义增长10.40%，增速下滑0.3个百分点，但最终消费支出对GDP增长的贡献率为64.6%，比2015年下降1.8个百分点。

图 1：2000 年~2016 年我国社会消费品零售总额及其增速



资料来源：WIND，东方金诚整理

国内零售行业多元化格局已基本形成，经营销售规模持续增长，以网购为代表的新型消费模式对传统零售经营模式造成较大冲击

经过多年发展，国内零售行业已基本形成了百货、超市、便利店等丰富的业态形式，可从商品、体验、购买、支付等各个环节满足城乡居民不同的生活需求。根据中国连锁经营协会公布的数据，2016年连锁百强销售规模达2.1万亿元，同比增长3.5%，增速同比下降0.8个百分点。同时，我国商品交易市场营业面积亦不断增加，交易规模逐步扩大，2015年全国亿元以上商品交易市场有4952个，成交金额达10.01万亿，占当年GDP比重约14.80%。

随着互联网应用的普及以及电子支付与物流环境的逐步完善，网络零售业务模式快速发展，给传统零售业和商品交易市场经营均带来了很大的冲击。2016年，百强企业网上销售额接近1200亿元，比上年增长69%，占到企业销售总额的5.7%。

其中，移动端的销售额占到网上销售的 56.7%，比上年提高了 16.1%。2016 年，全国实物商品网上零售额达 4.19 万亿元，同比增长 25.60%，增速略有下降，实物商品网上零售额占到社会消费品零售总额的 12.62%。

零售行业市场集中度偏低，面临来自成本上涨和同业竞争双重压力

目前，我国零售行业市场集中度偏低，行业多业态竞争格局日益明显。2016 年连锁百强门店总数达到 11.4 万余家，同比增长 5.9%；百强企业销售规模仅占社会消费品零售总额 6.4%，同比下降 0.5 个百分点，零售行业市场集中度偏低，市场竞争较为激烈。

目前我国商品交易市场发展格局已相对稳定，呈现出以专业市场为主，综合市场为辅的格局。据国家统计局统计，2015 年，全国亿元以上商品交易市场有 4952 个，营业面积达 30065.73 万平方米，多分布于国内中东部，经济发展活跃、人口多密度高的地区，市场数量排前五位的省份是山东、广东、浙江、四川、云南五省（区）。

对零售企业盈利能力影响较大的主要因素有物业租赁房租、人工成本、渠道费用等。以百强零售企业为例，根据中国连锁经营协会发布的统计数据，2015 年，百强企业人工成本上涨 4.2%，房租上涨 8.6%，均明显高于当年企业的销售额增幅。

业务运营

公司收入和利润主要来自交易市场出租及管理、百货业和房地产业务，跟踪期内，营业收入有所增长，毛利率保持较高水平

公司主营业务涵盖交易市场出租及管理、百货、房地产、金融、文娱和其他业务。

2016 年公司营业收入为 19.94 亿元，较 2015 年增长 20.70%，主要是湖南红太阳演艺有限公司（以下简称“湖南红太阳”）纳入合并范围，新增文娱业务收入及房地产业务销售收入增加所致。从收入构成来看，公司营业收入主要来自交易市场出租及管理业务、百货业务和房地产开发业务，2016 上述三类业务收入占营业收入比重分别为 42.18%、27.23%和 16.80%。公司金融、文娱及其他业务收入占比相对较低。其中，文娱是新增业务，2016 年以来公司先后出资 4.7 亿元收购湖南红太阳及其主要子公司的股权，完成了对红太阳及其主要子公司的控股并纳入公司合并范围。

2016 年，公司毛利润为 7.74 亿元，同比增加 1.22 亿元，主要是新增文娱业务及金融业务毛利润增长所致。公司主营业务中交易市场出租及管理、百货业、房地产和金融业务的毛利润占比分别为 47.67%、9.56%、19.64%和 12.02%；公司综合毛利率 38.83%，较 2015 年下降 0.64 个百分点。

表 1：2014 年~2016 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
交易市场出租及管理	8.14	42.43	8.11	49.07	8.41	42.18
百货业	4.81	25.06	5.33	32.23	5.43	27.23
房地产	3.10	16.15	2.20	13.34	3.35	16.80
金融	-	-	0.45	2.72	0.92	4.61
文娱	-	-	-	-	1.42	7.12
其他业务	3.14	16.36	0.43	2.60	0.41	2.06
合计	19.19	100.00	16.52	100.00	19.94	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
交易市场出租及管理	4.45	54.72	3.97	48.94	3.69	43.88
百货业	0.58	11.99	0.75	14.14	0.74	13.65
房地产	1.82	58.62	1.17	52.87	1.52	45.34
金融	-	-	0.37	82.73	0.93	72.40
文娱	-	-	-	-	0.66	65.29
其他业务	0.79	25.04	0.26	58.84	0.2	48.68
合计	7.63	39.79	6.52	39.47	7.74	38.83

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

交易市场出租及管理

公司交易市场出租及管理业务运营主体是本部及其下属子公司。

公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大，业态较为多元，项目集中分布于广州市内及周边，保持了在广州市商品交易市场经营领域内较强的竞争优势

公司是国内专业的商品交易市场运营商，具有近 20 年的运营经验，在项目寻源、规划定位、招商、选商到市场运营及管理等方面已形成了成熟的运作模式。公司运营项目主要位于广东省广州市内及周边城市，区域集中度较高。

公司通过租入成熟市场和自行建设两种方式来获取项目，由此公司运营的商品交易市场分为租赁和自有两类。租赁市场方面，公司所租入的市场多为成熟物业，租期较长³，获得经营权后，待装修及招商工作完成后以产生的租金收入获取回报，公司目前运营项目租入平均成本为 99.94 元/月/平方米。同时，公司与租户签订的租赁合约期限一般为 2~3 年，初始租金相对较低，但以每年 5%~10% 的幅度增加。自有市场方面，公司主要通过购入土地后建设集大型超市、购物中心、五星级酒店和酒店式公寓为一体的综合型物业，建成后通过收取租金获取回报。

公司运营的项目大部分位于广州市内，以专业市场、主题商场、购物中心和城市综合体四种业态为主，出租的营业总面积为 43.61 万平方米，总体规模较大。公

³ 公司一般与出租方签订 10 年以上的租赁合约，租赁成本以每年 3% 左右的幅度增加。

司运营中的交易市场分布于大沙头、英雄广场、北京路等广州市的核心商圈，所在区域商业氛围较好，在广州市具有较强的市场影响力。

跟踪期内，公司运营的市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持了较高水平

2016年，公司交易市场出租及管理业务收入8.41亿元，较2015年增长3.70%；毛利润为3.69亿元，同比下降7.05%；毛利率为43.88%，较2015年下降5.06个百分点，仍处于较高水平。

截至2016年末，公司运营的市场出租率为90.86%，租入市场的平均成本租金为99.94元/月/平方米，同比上升4.70%，租入成本保持较低水平。具体出租情况如下表所示。

表 2：截至 2016 年末公司运营的交易市场情况

单位：平方米，元/月/平方米，%

业态模式	物业名称	经营范围	所在区商圈	营业面积	承租合约到期日	租入成本租金	平均租金	租金年增长率	出租率	自有/租赁物业
主题商场	电器总汇	家用电器	越秀区东湖路	8877	2020-4	124.63	250.36	5-10	79.93	租赁
	海印广场	电器、办公用品等	越秀区大沙头路	12493	2018-12	45.42	173.91	5	78.58	租赁
	流行前线	流行时尚产品	越秀区较场西路	16683	2023-6	350.97	824.73	5	98.87	租赁
	布料总汇	服装、家居	越秀区沿江东路	5202	2019-5	49.98	370.36	5	94.00	租赁
	布艺总汇	服装、家居	越秀区沿江东路	2858	2021-5	227.43	332.94	4	94.00	租赁
	东川名店	购物、餐饮	越秀区东川路	7534	2016-9	126.06	258.66	5	97.00	租赁
	潮楼	潮流商品、餐饮	越秀区北京路	9333	2020-5	93.15	157.18	5-10	97.91	租赁
	自由闲	时尚服饰	越秀区中山三路	3588	2020-12	90.98	108.34	5	98.22	租赁
	总统数码港	数码产品	天河区天河路	10318	2018-10	65.00	307.56	0-5	94.26	租赁
	潮楼百货	购物、餐饮	黄埔大沙西路	13976	2019-12	121.15	188.76	5	98.00	租赁
	摄影城	摄影器材及服务	越秀区东华南路	3366	2019-9	48.12	115.76	10	81.50	租赁
	桂闲城	家居、布艺	佛山市平西大道	25413	2030-12	3.77	31.35	10	80.90	租赁
	专业市场	少年坊	女性服装	越秀区一德路	20000	2026-12	14.58	394.43	5-10	100.00
缤缤广场		高档商品、名牌服饰	越秀区起义路	36000	2019-9	40.00	205.27	0-3	75.39	租赁
展贸城		名车城（一期）	番禺区化龙镇展贸东路	20926	2038-1	123.66	14.90	0-2	38.09	租赁
粮油城		茶叶、粮油批发	海珠区南洲路	20559	2025-12	32.60	62.79	5	96.15	租赁
购物中心	商展中心	高档商品、服饰	白云区万达商圈	15414	自有物业	-	134.23	0-3	83.51	自有
	中华广场	数码、购物、餐饮	越秀区中山三路	63484	2023-7	210.28	225.11	3-5	98.00	租赁
	花城汇	休闲、购物、餐饮	天河区黄埔大道	22644	2021-8	159.00	186.00	5-8	97.57	租赁
综合体	海印又一城	购物中心	番禺区番禺大道	94543	2027-4	48.76	96.12	0-5	99.00	租赁
	番禺休闲	商住、超级市场、酒店	番禺区南村镇	22867	自有物业	-	37.86	3-4	100.00	自有
合计	-	-	-	436078	-	99.94	181.71	-	90.86	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司运营的市场出租情况较好，出租率达 90.86%，主要是公司为商户提供多方位服务并加入文娱元素的新商业出租方式对出租率形成保障。公司服务包括为商户提供咨询、经营策略等日常咨询服务，不定期组织商户经营者到境外参观等。同时，每年对商户经营进行考核，淘汰不符合商场定位的经营者，每年的商户淘汰率在 10%~15%。由此，公司逐步积累了丰富优质的客户资源，截至 2016 年末，合作的商户群体超过 1 万家，为业务扩张提供了较好保障。

从自有和租赁市场比例来看，截至 2016 年末，公司租赁和自有市场的营业面积占比分别为 91.22%和 8.78%，以租赁市场为主。其中，城市综合体为自有物业，主题商场、专业市场和购物中心以租赁市场为主。

截至 2016 年末，公司尚未达到运营状态的商品交易市场有 6 个，其中 2016 年 7 月、9 月和 10 月新签的“中华美食城”项目、收购的“友利创意产业园”项目以及新签的“合诚大厦”项目尚处于前期过渡阶段。随着上述项目的投入运营，预计未来公司交易市场出租业务收入及利润将有所增长。

表 3：截至 2016 年末公司尚未正式运营的商品交易市场项目情况

单位：平方米

项目名称	营业面积	营业范围	物业性质	项目进度	预计出租时间 ⁴
上海海印·周浦滨水新天地	45857.90	商业	租赁物业	前期阶段	2015 年 12 月
国际展览城 A 区	77988.60	商业	租赁物业	建设阶段	2015 年 12 月
上海海印·又一城	32240.79	商业	自有物业	建设阶段	2018 年
中华美食城	122436.14	商业	租赁物业	过渡阶段	2017 年 5 月
友利创意产业园	54022.65	商业	自有物业	过渡阶段	2017 年 4 月
合诚大厦	11196.35	商业	租赁物业	过渡阶段	2018 年 1 月

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

跟踪期内，公司通过并购及合作等方式提高自身交易市运营能力、拓展运营市场规模，并购标的及合作内容与自身主营业务有较强协同作用，预计未来营业收入及利润将有所增长

跟踪期内，公司积极通过并购及合作等方式来提高自身交易市场运营能力、拓展运营市场规模。并购方面，2016 年 1 月，公司出资 1.9 亿元收购广东东缙置业有限公司（以下简称“东缙置业”）80%股权，旨在打造“专业市场智能仓储物流配送中心+专业市场末端配送平台模式”来增强市场运营能力。2016 年 7 月，公司与广州市金科物业租赁有限公司签订《关于“中华美食城”的租赁协议》。此次新增租入物业“中华美食城”营业面积为 12.24 万平方米，整体租期 20 年，涉及投资金额 14.57 亿元，将拓展公司的交易市场运营规模及运营内容。2016 年 8 月，公司与广州市华慰蓝新能源科技发展有限公司共同发展新能源汽车运营项目，意在探索交易市场配套的物流车辆租赁及相关服务，拓展公司交易市场运营业务的末端

⁴ 截至 2016 年 6 月末，上海海印·周浦滨水新天地和国际展览城 A 区项目有小部分已投入运营，进驻商户数量很少，目前项目仍处于在建和招商阶段。

⁵ 国际展览城项目为公司 2014 年 6 月非公开发行股票的募投项目，A 区为其子项目，目前仍处于在建和招商阶段。

服务。2016年9月，公司收购了广州市番禺区友利玩具有限公司⁶100%股权。收购完成后，公司将运营收购标的所持有的“友利创意产业园”，营业面积为5.40万平方米，预计未来公司主营业务业态将进一步丰富，有利于公司电子商务业务协同发展。

合作方面，2016年9月和2016年12月，公司先后与中国联合网络通信有限公司、韶关金财投资集团有限公司签署《战略合作框架协议》，将与上述公司在专业市场运营及数据运用，以及深入粤北市场、拓展业务区域方面开展合作。2017年2月6日，公司与罗定市达里雅仓储服务有限公司签订《合作框架协议》，公司拟出资不超过3.3亿元用于收购配套仓储物业及开展后续业务运营。

公司收购标的及合作内容与公司主营业务有较强协同作用，符合公司“商业+文娱+金融”的发展战略，预计未来营业收入及利润将有所增长，但仍存在一定不确定性。

百货业务

公司百货业务主要由全资子公司广东海印又一城商务有限公司（以下简称“海印商务”）负责运营管理。

跟踪期内，公司百货业务收入和利润保持稳定，为公司收益的重要补充

公司百货业务收入来自奥特莱斯商场（以下简称“奥莱商场”）的经营。奥莱商场位于公司开发的自有物业广州番禺海印又一城项目二期内，于2012年4月开业，2013年实现满租经营，且经营状况逐年成熟。截至2016年末，奥莱商场经营面积为9.52万平方米，出租率为99.99%。奥莱商场为华南地区最大的奢侈品汇集中心，商场内已入驻Gucci、Amani、Burberry等25家国际知名奢侈品牌，并配有餐饮、娱乐、休闲等业态。

2016年，公司百货业务收入为5.43亿元，毛利润为0.74亿元，较2015年保持稳定，为公司收益的重要补充。

未来1~2年内，公司暂无对奥莱商场进一步更新、改造和升级的计划。

房地产开发业务

公司房地产开发业务以商业综合体及写字楼为主、配套少量住宅物业，运营主体为本部及其下属项目公司。

公司房地产开发业务主要位于广州市及周边区域，以商业综合体及写字楼为主；跟踪期内，住宅类物业销售情况好转，收入有所增长，毛利率水平较高

公司房地产开发业务主要位于广州市及周边区域，以广东省内肇庆市、茂名市等四线城市为主，2015年获得上海地块后，逐步向上海市场发展。

截至2016年3月末，除茂名“森邻四季”为纯住宅项目外，公司所开发的房

⁶ 广州市番禺区友利玩具有限公司在番禺区市桥镇拥有面积1.97万平方米的土地使用权，地块上已建项目为“友利创意产业园”，园区总建筑面积5.40万平方米，园区内入驻多为电商企业；2015年末，该公司总资产为1.65亿元，净资产为0.41亿元；2015年该公司未经审计营业收入达0.24亿元，净利润-0.04亿元。

地产项目均为综合型物业。跟踪期内，公司住宅类物业销售情况明显转好，销售金额及面积均大幅增长。2016年公司房地产开发业务收入3.35亿元，较2015年增长52.27%；毛利率为45.34%，较2015年下降7.53个百分点，但仍处较高水平。

跟踪期内，受益于住宅类物业销售情况好转，公司房地产项目合同销售金额及面积均大幅增长，具体见下表。2016年，公司房地产项目平均售价为7538.70元/平方米，同比下降14.38%，主要是结转项目多为肇庆及茂名项目平均售价较低所致。考虑到公司在建商业项目位于广州市周边，并且公司近些年结合自身资金情况灵活控制对在建项目的开发投资进度，总的来看房地产业务风险可控。

表4：2014年~2016年公司房地产开发业务主要经营数据

单位：万平方米、万元、元/平方米

项目	2014年	2015年	2016年
1、总计			
合同销售面积	2.01	2.29	4.59
合同销售金额	20213.36	20163.74	34585.78
销售均价	10056.4	8805.13	7538.70
2、商业物业和住宅物业			
合同销售面积（商业物业）	1.64	0.90	1.08
合同销售金额（商业物业）	17798.98	13901.30	15762.95
平均售价（商业物业）	10853.04	15445.89	14604.92
合同销售面积（住宅物业）	0.37	1.39	3.51
合同销售金额（住宅物业）	2414.38	6262.44	18822.83
平均售价（住宅物业）	6525.35	4505.35	5364.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司无新完工项目，在建房地产项目土地成本相对较低、投资规模仍较大，未来存在一定的资本支出压力

跟踪期内，公司无新完工项目。截至2016年末，公司房地产在建项目共计7个，均为商业办公类项目。主要位于肇庆市、茂名市、上海市及珠海市等地，总规划建筑面积186.87万平方米，可售面积129.30万平方米。在建项目总体施工进度已达33.98%，部分在建项目已进行开盘销售，取得预售证面积为17.46万平方米，已销售面积9.65万平方米，销售进度达55.27%。

公司在建项目楼面地价平均为842.12元/平方米，土地成本相对较低。截至2016年末，公司在建项目已售合同金额为5.00亿元，预售部分平均售价为5181.35元/平方米，结合较低的土地成本，公司在建项目未来利润空间较大。

公司在建项目预计总投资额90.30亿元，截至2016年末已累计投入30.68亿元，尚需投资额为59.62亿元。公司在建项目房地产项目投资规模较大，在当前楼市调控政策背景下，后续将面临一定的资本支出压力。

表 5：截至 2016 年末公司房地产在建项目情况

单位：亿元、元/平方米、万平方米

项目名称	地理位置	预计竣工时间	总投资额	累计已投资额	楼面地价	总可售面积	可预售面积	已售面积	合同销售额
肇庆大旺海印又一城	肇庆高新区迎宾大道东面地段	2019-10	26.30	9.69	303.66	50.00	10.40	7.61	4.20
肇庆鼎湖海印又一城	肇庆市鼎湖区广利办院主一	2018-12	8.30	3.32	576.97	9.00	3.95	0.23	0.11
茂名“森邻四季”	茂名市茂南区西城西路8号大院	2019-10	20.90	6.36	640.00	50.00	3.11	1.81	0.69
上海康桥	上海市浦东新区周邓公路	2019-4	16.25	4.91	4860.73	3.50	-	-	-
海印新都荟·大旺站	肇庆高新区南部商务区文德八街	-	1.80	0.69	690.53	4.80	-	-	-
珠海海印又一城商业广场	珠海市香洲区南屏南湾大道西南侧	2018-10	11.00	4.57	1354.65	6.00	-	-	-
茂名大厦	茂名市油城五路1号	2017-6	5.75	1.14	983.80	6.00	-	-	-
合计	-	-	90.30	30.68	842.12	129.30	17.46	9.65	5.00

资料来源：东方金诚整理

公司金融和文娱业务已逐渐形成规模，有望成为公司未来利润重要来源，其他业务规模较小

金融业务

公司利用自身拥有优质商户的优势和外部迅速增长的需求，积极布局金融业务。2015年，公司先后共出资2.95亿元收购广东商联支付网络技术有限公司（以下简称“商联支付”）71%股权；同年，公司完成对广州越秀海印小额贷款股份有限公司（以下简称“海印小贷”）52.49%股份的收购。

跟踪期内，公司于2016年9月投资设立广州海印互联网小额贷款有限公司继续完善公司金融业务布局；同年12月21日，公司与其他联合体牵头设立花城人寿保险股份有限公司的事项已经获得中国保险监督管理委员会的《行政许可申请材料收文回执》，后续相关审核流程仍存在一定不确定性。2016年，公司金融业务收入为0.92亿元，毛利率为72.40%，收入持续增长并保持了很高的毛利水平。

文娱业务

公司文娱业务主要由湖南红太阳负责运营，湖南红太阳为公司打造文化娱乐业务的重要平台，文化娱乐业务的布局是为了前期辅助公司商业转型，后期带动商业发展，开展“商业+文娱”的业务格局。

跟踪期内，公司先后共出资2.85亿元将对湖南红太阳的持股比例由38.30%提高至100%。此外，公司陆续共出资1.86亿元完成对湖南红太阳控股的3家子公司剩余股权的收购，公司将湖南红太阳纳入2016年合并范围。2016年，红太阳完成营业收入1.42亿元，净利润0.34亿元。

其他业务

公司其他业务主要是酒店业务及相关管理服务收入，其中酒店业务主要由广州总统大酒店有限公司、广州市番禺总统大酒店有限公司等7家子公司负责运营，目

前的经营实体为总统大酒店及肇庆鼎湖雅逸酒店公寓。

截至 2016 年末，公司投入运营的酒店 5 家，共拥有客房 744 间，其中总统大酒店拥有客房 207 间，肇庆鼎湖雅逸酒店 146 间。跟踪期内，公司其他业务收入为 0.41 亿元，毛利率为 48.68%，较上年变化不大。

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理等方面无重大变化。

2017 年 6 月 8 日晚 17 时，海印股份发布了《关于“海印转债”停牌的公告》，公告中称因相关工作人员疏忽导致未能在规定时间内向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“中国结算深圳分公司”）申请“海印转债”付息工作以及未能及时刊登可转债付息公告。我司对该事件进行了持续关注，该事件反映了公司对债券发行后付息工作的内部管理有待提高。

财务分析

财务质量

公司提供了 2014 年~2016 年合并财务报告和 2017 年第一季度合并财务报表。北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014 年~2016 年财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年第一季度合并财务报表未经审计。

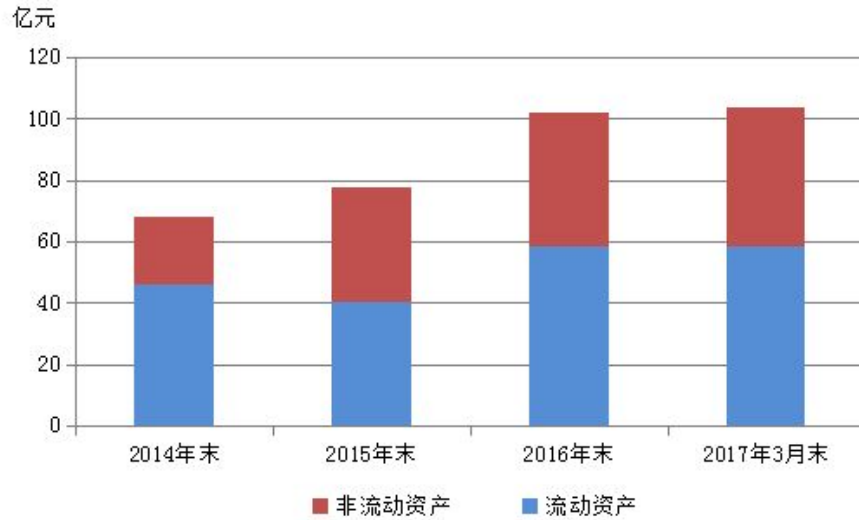
2016 年末，公司合并范围共计 71 家。截至 2017 年 3 月末，公司合并范围子公司共 71 家，数量较 2016 年末无变化。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，资产构成以流动资产为主，存货占比较高

2016 年末，公司资产总额为 101.74 亿元，较 2015 年末增长 31.58%；公司流动资产 58.14 亿元，占资产总额比例为 57.15%，公司资产结构以流动资产为主。2017 年 3 月末，公司资产总额为 103.58 亿元，较年初变化不大；其中，流总资产 58.01 亿元，占资产总额比例为 56.00%，仍以流动资产为主。

图 2：2014 年~2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产构成情况

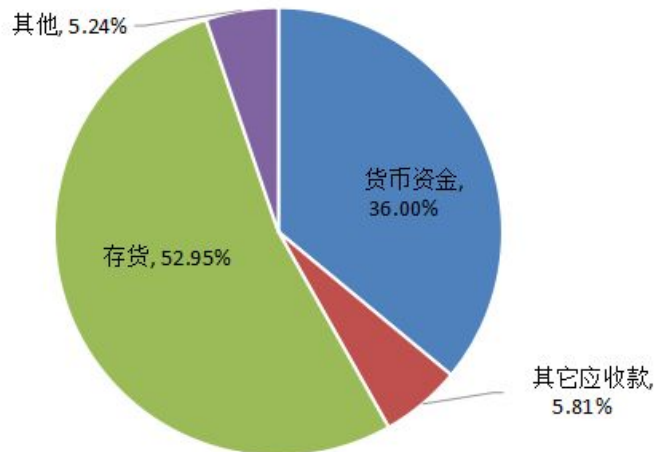


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产中占比较大的项目为存货、货币资金和和其他应收款，合计占流动资产总额的 95.34%。

图 3：截至 2016 年末公司流动资产主要构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司存货账面价值为 30.78 亿元，较 2015 年增长 12.37%。公司存货主要由在建开发成本和开发产品构成，分别为 25.65 亿元和 5.11 亿元；其中，开发成本年内产生的资本化利息金额为 1.61 亿元。公司未对在建开发成本和开发产品计提跌价准备。

公司货币资金期末余额为 20.93 亿元，较 2015 年末增加 12.00 亿元，其中库存现金 338.91 万元，银行存款 20.90 亿元，年末无受限货币资金。2017 年 3 月末，公司货币资金减少 4.76 亿元，主要是期内支付湖南红太阳及海印小贷等公司的股权对价款所致。

公司其他应收款账面价值为 3.38 亿元，较 2015 年增长 55.02%，其中保证金 2.27 亿元、单位往来款 0.90 亿元、押金 0.06 亿元、次级证券化投资 0.03 亿元，其中前五大应收方欠款合计占比为 46.21%，公司对其他应收款计提坏账准备 277.52 万元，计提比例为 2.90%。2017 年 3 月末，其他应收款账面价值为 6.39 亿元，较年初增加 3.01 亿元，主要是新增罗定仓储项目的保证金 1.7 亿元、支付海印互联网小额贷款公司的投资款 1 亿元及支付中华美食城项目的租赁保证金 0.2 亿元所致。

2. 非流动资产

2016 年末，公司非流动资产 43.60 亿元，较 2015 年末增长 16.39%，主要由投资性房地产、商誉、在建工程、其他非流动资产、发放贷款及垫款和可供出售金融资产等构成，上述科目合计占非流动资产的比例为 84.77%。2017 年 3 月末，公司非流动资产 45.57 亿元，较年初增长 4.52%，总体变化不大。

公司投资性房地产期末余额为 11.04 亿元，较 2015 年末基本持平，为公司持有的经营性物业，全部采用成本模式计量。公司未对投资性房地产计提减值准备；公司投资性房地产涉及 5 宗抵押借款担保，合计抵押借款 27.37 亿元。

公司商誉为 7.26 亿元，较 2015 年末增长 25.25%，主要是收购子公司时点股权投资成本高于被投资单位可辨认的部分确认为商誉。

公司在建工程期末余额为 5.43 亿元，同比增长 30.88%，主要是国际展览城扩大建设规模，增大工程投入所致。

公司其他非流动资产 5.28 亿元，较 2015 年下降 14.79%，主要由预付租金 2.27 亿元、预付股权收购款 1.82 亿元、预付土地款 0.50 亿元和预付工程款 0.44 亿元等构成。

公司发放贷款及垫款账面价值 4.03 亿元，跟踪期内公司把海印小贷纳入合并范围后，新增小额贷款业务后对应产生。

公司可供出售金融资产为 3.92 亿元，较 2015 年末增长 7.10%，主要是可出售金融权益及债务工具公允价值增加所致。

资本结构

跟踪期内，受已发行的可转换债券账面价值增加影响，公司所有者权益规模有所增长

2016 年末，公司所有者权益为 32.56 亿元，较 2015 年末增长 12.21%，主要为跟踪期内公司已经发行的可转换债券账面价值增加导致当期其他权益工具期末余额增长所致；所有者权益构成中，实收资本、盈余公积、未分配利润、其他权益工具和少数股东权益分别为 22.50 亿元、1.26 亿元、4.80 亿元、2.06 亿元和 1.89 亿元，占比分别 69.10%、3.86%、14.74%、6.32% 和 5.81%。

跟踪期内，公司债务规模大幅增长，债务结构以长期有息债务为主，偿债压力增加

截至 2016 年末，公司负债总额 69.18 亿元，较 2015 年末增长 43.21%，流动

负债和非流动负债占比分别为 33.06%和 66.94%。公司负债结构以非流动负债为主。2017 年 3 月末，公司负债总额 70.73 亿元，较年初增长 2.24%。

1. 流动负债

2016 年末，公司流动负债 22.87 亿元，同比增长 5.03%，主要由一年内到期的非流动负债、短期借款和其他应付款构成，上述科目合计占比为 90.21%。

公司一年内到期的非流动负债 9.41 亿元，较 2015 年末增长 16.63%，其中包括一年内到期的长期借款 3.21 亿元、一年内到期的应付债券“14 粤海印 MTN001”3.00 亿元和一年内到期的长期应付款 3.20 亿元。公司短期借款 8.15 亿元，较 2015 年末增长 48.09%，由抵押借款 5 亿元和保证借款 3.15 亿元组成；公司其他应付款为 3.08 亿元，较 2015 年末下降 53.04%，主要为外部往来款、定金及定金税费以及定金及定金税费等。

2017 年 3 月末，公司流动负债为 22.77 亿元，较 2016 年末下降 0.45%。

2. 非流动负债

2016 年末，公司非流动负债为 46.31 亿元，较 2011 年增长 74.53%，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益等构成。

2016 年末，公司长期借款为 29.68 亿元，较 2015 年末增加 16.34 亿元，主要由 19.45 亿元抵押借款、9.24 亿元保证借款及 0.99 亿元质押借款构成；应付债券 9.32 亿元，跟踪期内，公司于 2014 年 6 月发行的 3.00 亿元中期票据“14 粤海印 MTN001”转入一年内到期的非流动负债，期内公司成功发行 11.11 亿元可转换公司债券导致应付债券增加；公司长期应付款 5.97 亿元，是公司于 2014 年 8 月以旗下物业未来收益权为基础资产发行的“广东海印集团股份有限公司信托受益权专项资产管理计划”（以下简称“海印股份专项计划”）⁷收到的信托贷款余额。

2017 年 3 月末，公司非流动负债为 47.97 亿元，较 2016 年末增长 3.57%。

3. 债务负担

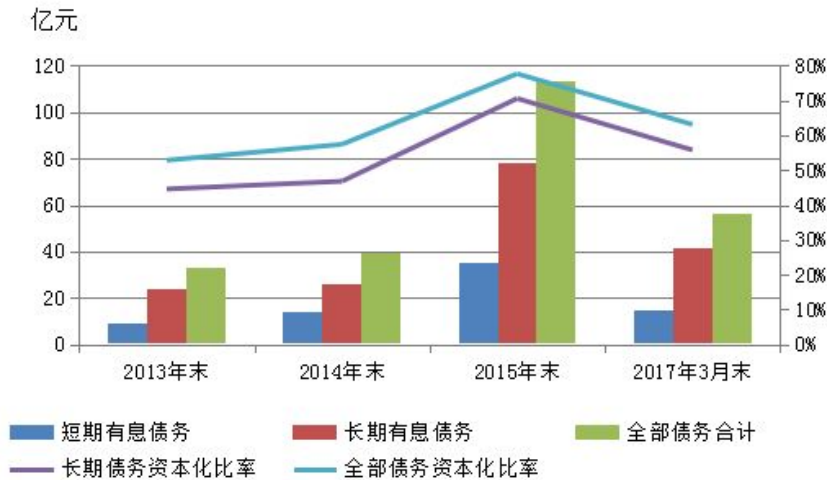
2016 年末，全部有息债务为 113.10 亿元，同比增长 189.41%，主要是长期有息债务大幅增长所致。其中，长期债务 78.00 亿元，占全部债务比重 68.96%，同比增加 3.68 个百分点，债务结构以长期有息债务为主。

2016 年末，公司资产负债率为 68.00%，若考虑到预收账款和收入结转因素，调整后的资产负债率⁸为 67.58%，全部债务资本化比率为 77.65%，公司总体债务负担有所加重。

⁷ 公司于 2014 年 8 月 14 日发行了“广东海印集团股份有限公司信托受益权专项资产管理计划”，募集资金总额为 15.00 亿元，其中优先级产品 14.00 亿元，分为 5 期，期限分别为 1、2、3、4 和 5 年；次级产品 1.00 亿元，期限为 5 年，由公司出资购买自持。

⁸ 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款*(1-当期综合毛利率)；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款

图 4：2014 年~2016 年末及 2017 年 3 月末公司有息债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

盈利能力

跟踪期内，公司主营业务发展稳健，营业收入及利润有所增长

公司业务稳健发展，所运营的商品交易市场租金收入稳定，金融和文娱业务形成规模，公司营业收入及利润均有所增长。2016 年，公司营业收入为 19.94 亿元，同比增长 20.66%；营业利润率 35.66%，较 2015 年增长 1.15 个百分点；营业利润 3.20 亿元，同比增长 24.46%。

2016 年，公司期间费用为 4.39 亿元，同比增长 18.52%，主要是销售费用增长所致，期间费用率为 22.01%，较 2015 年下降 0.39 个百分点。

表 6：2014 年~2016 年公司期间费用构成情况

单位：亿元、%

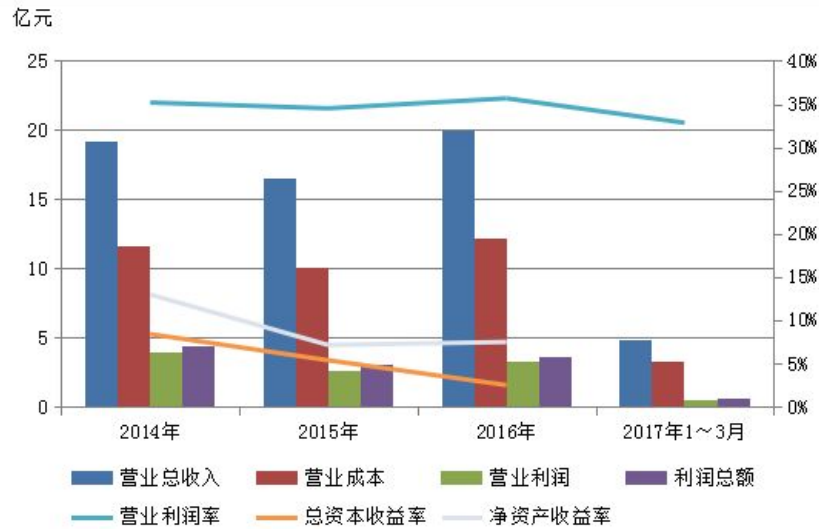
项目	2014 年	2015 年	2016 年
销售费用	1.08	0.71	1.33
管理费用	2.18	1.73	1.99
财务费用	1.51	1.25	1.07
期间费用合计	4.76	3.70	4.39
期间费用率	24.82	22.40	22.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年，公司投资收益为 0.67 亿元，主要为权益法核算的对红太阳有限公司的投资收益 0.18 亿元、公司自持的“广东海印集团股份有限公司信托受益权专项资产管理计划”次级债券收益 0.35 亿元和购买理财产品的投资收益 0.14 亿元；营业外收入为 0.35 亿元，主要是公司获得政府发放的财政补贴。

公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 2.49%和 7.48%，盈利能力一般。

图 5：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流状况稳定增长，对外投资规模仍较大，对外部融资依赖度有所上升

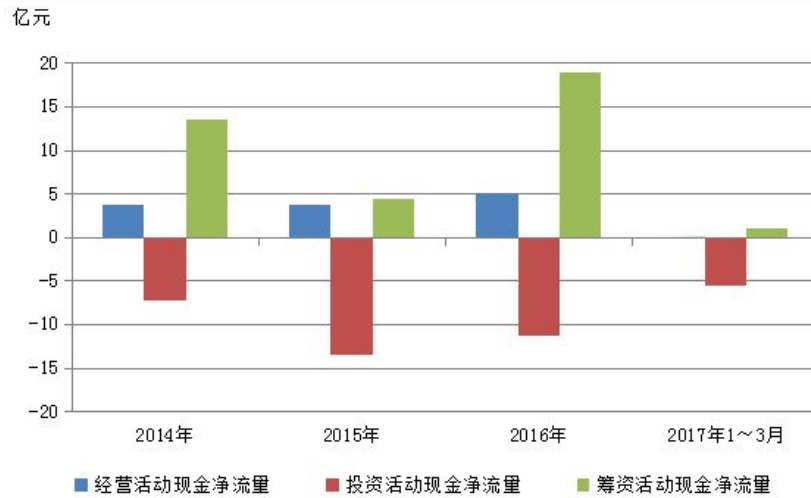
跟踪期内，公司经营活动现金流入量为 26.56 亿元，较 2015 年增长 16.03%；公司经营活动现金流出量为 21.49 亿元，经营活动净现金流量为 5.07 亿元，较 2015 年增长 39.57%。公司经营活动现金流状况稳定增长。

同期，公司投资活动现金流入为 4.78 亿元，较 2015 年增长 12.12%，其中，2016 年公司收到的其他与投资有关的现金 4.38 亿元，主要为收回北海高岭科技有限公司股权转让后其所欠款项；公司投资活动现金流出 16.18 亿元，主要是跟踪期内支付收购湖南红太阳剩余股权、追加投资海印小贷及收购东缙置业等公司的股权所致；公司投资活动现金流量净额，为-11.40 亿元，对外投资规模仍较大。

2016 年，公司筹资活动现金流入量为 38.71 亿元，较 2015 年增加 19.63 亿元，主要是各类借款所收到的现金增加 11.00 亿元及发行可转债后收到现金 10.91 亿元所致；筹资活动现金流量净额为 18.83 亿元，对外融资依赖度有所上升。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额-0.17 亿元，投资活动现金流净额-5.56 亿元，筹资活动现金流净额 1.01 亿元。

图 6：2014 年~2016 年及 2017 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债指标来看，2016 年末，公司流动比率为 254.24%，速动比率为 119.63%，较 2015 年有明显上升；同期，公司经营现金流动负债比为 22.18%，2016 年指标明显上升，主要系当期公司经营现金净流量增长，当期负债下降所致，短期偿债能力明显增强。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司 EBITDA 为 5.86 亿元；EBITDA 利息倍数为 1.98 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 19.30 倍。跟踪期内，公司长期借款大幅增加并发行 11.11 亿元可转换公司债，公司长期债务规模大幅增长，长期偿债能力下降。

表 7：2014 年~2016 年末及 2017 年 3 月末公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月末
流动比率	325.49	183.09	254.24	254.83
速动比率	150.29	57.27	119.63	114.52
经营现金流动负债比	25.95	16.69	22.18	-
EBITDA 利息倍数	3.07	2.38	1.98	-
全部债务/EBITDA	4.70	6.92	19.30	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》(NO.E2015071400880213)，截至 2017 年 5 月 31 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录。公司过往债务履约情况良好。

截至 2017 年 3 月末，公司无对外担保。

增信措施

海印集团对本期债券的担保在一定程度上增强了本期债券本息兑付的安全性

根据公司股东海印集团出具的《担保函》，海印集团对公司本期债券提供无条件的不可撤销连带责任保证担保。担保的范围为公司 2016 年 6 月发行的总额 11.11 亿元的可转换公司债券的本金及利息（包括赎回和回售应支付的对价）、违约金、损害赔偿金和实现债权合理费用等相关费用。担保的期限为自本期债券设立之日起至到期兑付日之日起二年。

海印集团成立于 1996 年 4 月 30 日，截至 2016 年末注册资本为 1.00 亿元，法人代表为邵建明；主要经营商业物业租赁、房地产和矿业开发等业务。

跟踪期内，海印集团主营业务未发生重大变化。2016 年，海印集团主营业务收入 24.82 亿元、主要来自物业出租及管理、矿产品及原料、房地产及百货产品等业务，占比分别为 36.00%、19.09%、13.63%及 21.87%，其中物业出租及管理与百货产品业务为主要收入来源。

截至 2016 年末，海印集团资产总额 135.03 亿元，所有者权益 37.51 亿元，资产负债率为 72.22%。2016 年，海印集团营业收入为 25.00 亿元，利润总额 2.24 亿元。

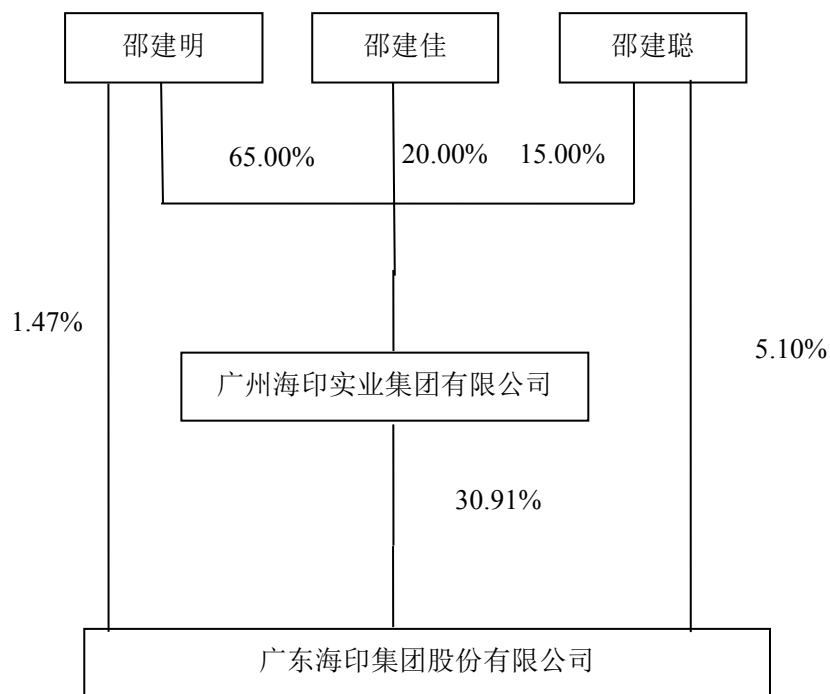
抗风险能力及结论

公司商品交易市场运营经验丰富，出租市场规模较大且业态较多元，保持了在广州市商品交易市场经营领域内较强的竞争优势；2016 年，公司运营的市场出租率较高，租金收入较为稳定，毛利率保持了较高水平；公司房地产项目销售情况有所好转，且未来可售面积较大，为房地产业务持续发展提供了有力支撑；公司金融和文娱业务逐渐形成规模，有望成为公司未来利润的重要来源；公司通过并购及合作等方式不断拓展市场规模，商品交易市场运营能力不断提升；公司股东广州海印实业集团有限公司为本期可转换公司债券提供了连带责任保证担保，增强了本期可转换公司债券本息兑付的安全性。

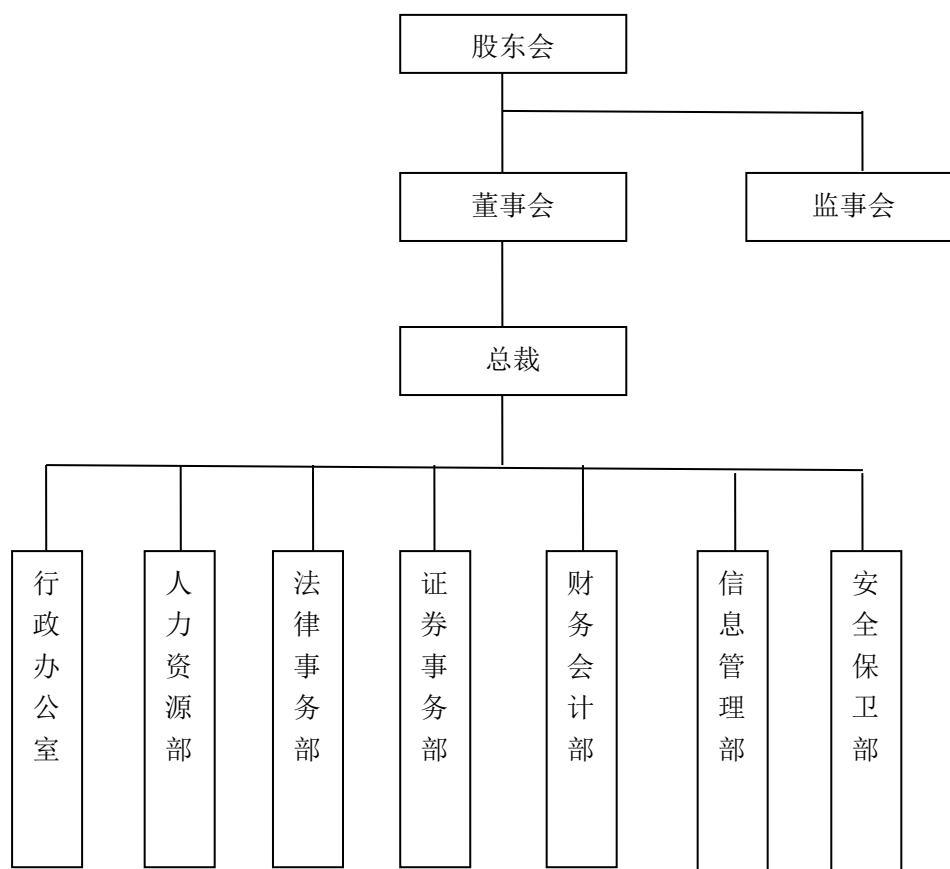
同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司房地产在建项目投资规模仍较大，在当前楼市调控政策背景下，未来将面临一定的资金压力；公司债务规模大幅增长，债务结构以长期有息债务为主，偿债压力增加。

综上所述，东方金诚维持海印股份主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；并维持“海印转债”信用等级为 AA。

附件一：截至 2017 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2017 年 3 月末公司组织结构图



附件三：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
流动资产：				
货币资金	142446.01	84320.41	209316.45	161728.83
△拆出资金	-	-	-	-
交易性金融资产	-	-	-	-
应收票据	-	-	-	-
应收账款	4693.68	5886.76	14397.31	13187.55
预付款项	8708.89	11440.96	12344.91	13557.99
应收利息	-	-	1010.69	1596.59
应收股利	-	-	-	-
其它应收款	54312.27	21799.78	33794.23	63892.24
△买入返售金融资产	-	-	-	-
存货	246612.24	273947.03	307829.35	319427.34
一年内到期的非流动资产	-	-	-	-
其他流动资产	1380.70	1241.75	2712.08	6747.05
流动资产合计	458153.80	398636.69	581405.02	580137.58
非流动资产：				
△发放贷款及垫款	-	-	40294.85	43680.01
可供出售金融资产	4500.00	36610.40	39210.00	39665.00
持有至到期投资	-	-	-	-
长期应收款	373.75	1463.44	2464.05	2671.24
长期股权投资	10840.00	14845.99	12191.63	12748.69
投资性房地产	85416.25	110246.21	110372.95	109556.34
固定资产	10423.93	13596.09	12673.32	14151.36
工程物资	-	-	-	-
在建工程	29485.88	41466.06	54272.78	53535.09
固定资产清理	-	-	-	-
生产性生物资产	-	-	-	-
油气资产	-	-	-	-
无形资产	7945.76	1130.59	1879.88	1784.49
开发支出	-	484.64	-	-
商誉	3737.48	57996.38	72641.16	77879.05
长期待摊费用	32400.79	34385.06	36019.02	37980.47
递延所得税资产	451.65	437.35	1193.39	1248.05
其他非流动资产	36891.52	61942.78	52780.01	60802.67
非流动资产合计	222467.02	374604.98	435993.04	455702.46
资产总计	680620.82	773241.67	1017398.06	1035840.04

附件三：合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
流动负债：				
短期借款	13000.00	55000.00	81450.00	47420.00
△拆入资金	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-
应付账款	7428.90	7753.45	8395.58	8327.50
预收款项	2699.71	1400.91	5703.65	2291.12
应付职工薪酬	174.73	409.54	539.83	451.11
应交税费	7849.26	5235.07	5578.34	2028.20
应付利息	1742.50	1742.50	2169.07	2982.07
应付股利	1.61	1.61	1.61	200.31
其他应付款	28015.47	65525.07	30767.91	64127.73
一年内到期的非流动负债	79848.04	80660.96	94075.00	99825.00
其他流动负债	-	-	-	-
流动负债合计	140760.22	217729.11	228681.00	227653.04
非流动负债：				
长期借款	87225.46	133468.75	296818.75	319725.00
应付债券	30000.00	30000.00	93166.52	94452.72
长期应付款	119333.33	91666.67	59666.67	51166.67
专项应付款	-	-	-	-
递延收益	8981.55	10060.81	13469.61	14311.18
预计负债	-	-	-	-
递延所得税负债	-	152.60	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-
非流动负债合计	245540.35	265348.82	463121.55	479655.57
负债合计	386300.57	483077.93	691802.54	707308.61
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	118413.84	224986.30	224986.64	224987.35
资本公积	12351.64	-	1.52	4.51
专项储备	-	788.47	575.56	575.56
盈余公积	10118.67	11416.15	12553.94	12553.94
一般风险准备	-	-	-	-
未分配利润	152099.47	42409.85	47985.65	51536.90
其他权益工具	-	-	20582.53	20581.98
未确认投资损失	-	-	-	-
归属母公司所有者权益合计	292983.62	279600.76	306685.84	310240.23
少数股东权益	1336.62	10562.98	18909.67	18291.20
股东权益合计	294320.24	290163.74	325595.51	328531.43
负债与股东权益合计	680620.82	773241.67	1017398.06	1035840.04

附件四：合并利润表

单位：万元

项目名称	2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
一、营业总收入	191866.56	165238.72	199371.15	48464.39
其中：营业收入	191866.56	165238.72	199371.15	48464.39
减：营业成本	115531.42	100024.53	121964.12	31925.83
营业税金及附加	8848.47	8196.37	6313.96	626.11
销售费用	10778.56	7140.39	13296.50	2521.81
管理费用	21777.61	17332.92	19873.86	6372.28
财务费用	15060.99	12547.60	10708.28	3276.43
资产减值损失	368.46	-43.42	1877.45	1.78
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	19580.19	5681.98	6677.20	1066.93
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-52.21	1481.02	1794.53	557.06
汇兑收益	-	-	-	-
二、营业利润	39081.24	25722.31	32014.18	4807.07
加：营业外收入	4389.65	5244.57	3501.15	1072.11
减：营业外支出	198.74	631.11	127.56	28.01
三、利润总额	43272.15	30335.76	35387.77	5851.17
减：所得税	5123.18	9661.88	11041.39	1816.73
四、净利润	38148.97	20673.88	24346.38	4034.44
归属于母公司所有者的净利润	9079.28	19592.42	20634.72	3551.25
少数股东损益	181.08	1081.46	3711.66	483.19

附件五：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2014年	2015年	2016年	2017年 1~3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	178575.01	169327.59	207954.29	52260.01
收到的其他与经营活动有关的现金	140756.34	59613.21	57682.61	32731.34
经营活动现金流入小计	319331.35	228940.80	265636.90	84991.34
购买商品、接受劳务支付的现金	104345.54	97056.21	121206.24	35646.55
支付给职工以及为职工支付的现金	18099.43	16391.16	20058.85	6310.09
支付的各项税费	25053.59	25376.25	24370.62	7922.74
支付的其他与经营活动有关的现金	135311.89	53781.90	49289.48	36787.19
经营活动现金流出小计	282810.44	192605.53	214925.19	86666.57
经营活动产生的现金流量净额	36520.91	36335.28	50711.71	-1675.23
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	-	0.66	-	-
取得投资收益所收到的现金	495.96	3195.60	3950.80	41.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	0.65	1.41	19.11	-
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	42549.14	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	28662.72	39420.69	43814.41	4895.00
投资活动现金流入小计	71708.47	42618.36	47784.32	4936.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	104548.86	59665.93	64549.59	17773.99
投资所支付的现金	29345.59	46225.00	34998.78	16150.00
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	41049.06	24135.40	500.00
支付的其他与投资有关的现金	11345.27	32000.00	38100.00	26553.00
投资活动现金流出小计	145239.72	178939.99	161783.78	60976.99
投资活动产生的现金流量净额	-73531.25	-136321.62	-113999.46	-56040.57
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	81609.31	400.00	2030.00	-
取得借款所收到的现金	105200.00	155000.00	264950.00	58420.00
发行债券收到的现金	30000.00	-	109088.89	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	316000.00	35345.27	11000.00	31000.00
筹资活动现金流入小计	532809.31	190745.27	387068.89	89420.00
偿还债务所支付的现金	198825.21	70751.42	100750.00	72293.75
分配股利、利润等支付的现金	23761.18	53149.46	31868.43	6998.08
支付其他与筹资活动有关的现金	175723.83	23638.38	66166.67	-
筹资活动现金流出小计	398310.23	147539.26	198785.10	79291.83
筹资活动产生的现金流量净额	134499.08	43206.01	188283.79	10128.17
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-	-
五、现金和现金等价物净增加额	97488.75	-56780.34	124996.04	-47587.63

附件六：主要财务指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
盈利能力				
营业利润率 (%)	35.17	34.51	35.66	32.83
总资产收益率 (%)	8.39	5.36	2.49	-
净资产收益率 (%)	12.96	7.12	7.48	-
偿债能力				
资产负债率 (%)	56.76	62.47	68.00	68.28
长期债务资本化比率 (%)	44.56	46.79	70.55	55.77
全部债务资本化比率 (%)	52.81	57.39	77.65	63.08
流动比率 (%)	325.49	183.09	254.24	254.83
速动比率 (%)	150.29	57.27	119.63	114.52
经营现金流负债比 (%)	25.95	16.69	22.18	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.07	2.38	1.98	-
全部债务/EBITDA (倍)	4.70	6.92	19.30	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.11	-0.26	-0.06	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-2.61	-6.33	-5.33	-
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	-	31.23	19.66	-
存货周转次数 (次)	-	0.38	0.42	-
总资产周转次数 (次)	-	0.23	0.22	-
现金收入比 (%)	-	102.47	104.31	107.83
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	-	13.61	22.26	-
净资产年平均增长率 (%)	-	-1.41	5.18	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	-13.88	1.94	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	-29.90	-9.57	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.63	0.51	0.53	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	2.87	2.06	2.39	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.33	0.33	0.46	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.33	-0.90	-0.57	-

附件七：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	$(1) 2 \text{ 年数据: 增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$ $(2) n \text{ 年数据: 增长率}=[(\text{本期}/\text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务；EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件八：主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。