

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2016]116 号

华南国际工业原料城（深圳）有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“华南国际工业原料城（深圳）有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一六年四月二十六日



信用等级公告

东方金诚债评字 [2016]116 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对华南国际工业原料城（深圳）有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定华南国际工业原料城（深圳）有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；华南国际工业原料城（深圳）有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第二期）长期信用等级为 AA+。

特此公告

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一六年四月二十六日



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”）与华南国际工业原料城（深圳）有限公司构成委托关系外，东方金诚、评估人员与华南国际工业原料城（深圳）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。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，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，未因华南国际工业原料城（深圳）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。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由华南国际工业原料城（深圳）有限公司提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 华南国际工业原料城（深圳）有限公司 2015 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级情况，在有效期内信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司

2016 年 4 月 26 日



华南国际工业原料城（深圳）有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期） 信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2016】116号

评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本次债券信用等级：AA+

债券概况

本次债券发行金额：不超过 44 亿元(含 44 亿元)
本期债券发行金额：14 亿元
本次债券期限：不超过 6 年，附公司上调利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：按年付息、到期一次还本
资金用途：调整债务结构和补充营运资金
增信方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保
担保主体：华南城控股有限公司

评级时间

2016 年 4 月 26 日

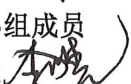
评级小组负责人

程春曙



评级小组成员

李晓光



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”）通过对华南国际工业原料城（深圳）有限公司（以下简称“华南城”或“公司”）经营环境、竞争力、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为我国经济的持续增长以及降低物流成本的内在需求，加上政策的支持，将为大型商贸物流园区和交易中心的发展提供较好的发展机遇；公司主要从事大型商贸物流园区以及商品交易中心的开发与经营业务，开发区域分布于深圳、南宁、南昌、西安、哈尔滨和郑州六个大型城市，具有一定的规模和品牌优势；公司“租售结合、出租为主”的分期滚动开发模式有利于保障公司商贸物流园区项目持续开发的资金需求，并获取长期稳定的收益；公司各个华南城项目内可售面积和土地储备较多，且土地获得成本较低；本次债券由控股股东提供连带责任保证担保，控股股东实力较强，其提供的保证担保能提升本次债券的安全性。同时，东方金诚也关注到商贸物流园区和交易中心的开发和经营面临宏观经济增速放缓、商品交易市场竞争日趋激烈等不利因素，来自网络零售市场竞争压力也逐步加大；2014 年以来，由于营业成本上升幅度较大，公司毛利率略有下降，总体盈利能力有所下降；公司在建和拟建的物流园区开发项目投资较大，面临一定的筹资压力；公司近年来长期借款大幅增加，面临一定的偿债压力等不利因素。

东方金诚评定华南城主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；基于对公司主体长期信用以及本次债券偿付保障措施的评估，东方金诚评定本次债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本次债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券信用等级：AA+

债券概况

本次债券发行金额：不超过 44 亿元(含 44 亿元)

本期债券发行金额：14 亿元

本次债券期限：不超过 6 年，附公司上调利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息、到期一次还本

资金用途：调整债务结构和补充营运资金

增信方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

担保主体：华南城控股有限公司

评级时间

2016 年 4 月 26 日

评级小组负责人

程春曙



评级小组成员

李晓光



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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
资产总额(亿元)	297.39	434.62	485.47	517.12
所有者权益(亿元)	111.28	138.93	156.81	149.17
全部债务(亿元)	63.46	98.20	135.74	178.91
营业收入(亿元)	47.36	74.06	102.98	30.00
利润总额(亿元)	35.15	44.67	41.85	5.58
EBITDA(亿元)	36.18	46.22	43.94	-
营业利润率(%)	34.60	35.88	30.48	33.98
净资产收益率(%)	23.77	24.26	19.29	-
资产负债率(%)	62.58	68.03	67.70	71.15
全部债务资本化比率(%)	36.32	41.41	46.40	54.53
流动比率(%)	118.59	109.56	104.06	108.43
全部债务/EBITDA(倍)	1.75	2.12	3.09	-
EBITDA 利息倍数(倍)	8.35	7.69	5.93	-
EBITDA/本次发债额度 ¹ (倍)	0.74	0.94	0.90	-

注：数据基于华南城 2012 年~2014 年经审计的合并财务报告及 2015 年 1~6 月未经审计的合并财务报表。

优势

- 我国经济的持续增长以及降低物流成本的内在需求，加上政策的支持，将为大型商贸物流园区和交易中心的发展提供较好的发展机遇；
- 公司主要从事大型商贸物流园区以及商品交易中心的开发与经营业务，开发区域分布于深圳、南宁、南昌、西安、哈尔滨和郑州六个大型城市，具有一定的规模和品牌优势；
- “租售结合、出租为主”的分期滚动开发模式有利于保障公司商贸物流园区项目持续开发的资金需求，并获取长期稳定的收益；
- 公司各个华南城项目内可售面积和土地储备较多，且土地获得成本较低；
- 本次债券由公司控股股东提供连带责任保证担保，控股股东实力较强，其提供的保证担保能提升本次债券的安全性。

关注

- 商贸物流园区和交易中心的开发和经营面临宏观经济增速放缓、商品交易市场竞争日趋激烈等不利因素，来自网络零售市场竞争压力也逐步加大；
- 2014 年以来，由于营业成本上升幅度较大，公司毛利率略有下降，总体盈利能力有所下降；
- 公司在建和拟建的物流园区开发项目投资较大，面临一定的筹资压力；
- 公司近年来长期借款大幅增加，债务负担有所加大。

¹ 本次发债额度按 44 亿元计算。

主体概况

华南国际工业原料城（深圳）有限公司（以下简称“华南城”或“公司”）主要从事大型商贸物流园区开发、经营和配套商品房销售等业务，是由华南城控股有限公司（以下简称“华南城控股”）出资设立的港澳台法人独资有限责任公司。

华南城经深圳市对外贸易经济合作局批准设立，2002 年 12 月取得深圳市人民政府颁发的外经贸粤深外资证字[2002]1505 号《中华人民共和国台港澳侨投资批准证书》，并取得深圳市工商行政管理局颁发的企独粤深总字第 310143 号《企业法人营业执照》，投资总额为 20000 万元，注册资本为港币 8000 万元。经过多次增资，截至 2015 年 3 月末，华南城注册资本为港币 220000 万元，华南城控股持股 100.00%，为公司唯一股东。

公司控股股东华南城控股成立于 2002 年 5 月，业务涉及大型商贸物流园区和商品交易中心的开发与经营，以及住宅配套设施、物业管理及酒店运营等多个产业为一体的生态链。2009 年 9 月 30 日，华南城控股在香港联交所主板上市交易，股票代码 1668.HK。截至 2015 年 3 月末，华南城控股资产总额 580.24 亿元²，所有者权益 198.20 亿元，资产负债率为 65.84%；2014/2015 财年³，华南城控股实现营业收入 77.29 亿元，税前利润 46.41 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司拥有直接和间接控股子公司 54 家（见附件一），其中直接控股子公司共计 11 家。

表1：截至2015年6月末华南城重要控股子公司情况⁴

单位：万元、%

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
南昌华南城有限公司（以下简称“南昌华南城”）	110000.00	40.91	综合物流业
南宁华南城有限公司（以下简称“南宁华南城”）	100000.00	100.00	综合物流业
西安华南城有限公司（以下简称“西安华南城”）	100000.00	100.00	综合物流业
哈尔滨华南城有限公司（以下简称“哈尔滨华南城”）	50000.00	100.00	综合物流业
郑州华南城有限公司（以下简称“郑州华南城”）	100000.00	100.00	综合物流业

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2014 年末，华南城资产总额 485.47 亿元，所有者权益 156.81 亿元，资产负债率为 67.70%；2014 年，公司实现营业收入 102.98 亿元，利润总额 41.85 亿元。

截至 2015 年 6 月末，华南城资产总额 517.12 亿元，所有者权益 149.17 亿元，资产负债率为 71.15%；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 30.00 亿元，利润总额 5.58 亿元。

² 华南城控股财务数据以 2014/2015 财年年末 3 月 31 日国家外汇管理局中间价汇率将港元换算为人民币。

³ 财年是指本年 4 月 1 日至次年 3 月 31 日。

⁴ 全部控股子公司情况见附件一。

本次债券及募集资金用途概况

本次债券概况

华南城拟申请公开发行不超过 44 亿元(含 44 亿元)的公司债券(以下简称“本次债券”),其中本期债券发行规模 14 亿元(以下简称“本期债券”),发行期限不超过 6 年,附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值 100 元,按面值平价发行,本期债券为固定利率债券,债券票面利率采取单利按年计息,不计复利。本期债券按年付息、到期一次还本,利息每年支付一次,最后一期利息随本金一起支付。

华南城控股有限公司为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

募集资金用途

本次债券的募集资金除发行费用外,用于调整债务结构和补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济

根据国家统计局初步核算,2015 年上半年中国实现国内生产总值(GDP)296868 亿元;按可比价格计算,GDP 同比增长 7.0%,比去年同期下降 0.4 个百分点。总体来看,中国宏观经济增长继续放缓,面临一定的下行压力。

分产业看,国内经济结构仍处于深层次调整过程中,部分行业需求下降、产能过剩、经济效益下滑等问题较为突出,产业转型和升级压力较大。2015 年上半年,第一产业及第二产业增加值同比增速分别较上年同期回落 0.4 和 1.3 个百分点,第三产业增加值同比增速较上年同期增长 0.4 个百分点;全国规模以上工业增加值同比增长 6.3%,增幅较上年同期回落 2.5 个百分点。2015 年 6 月,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 4.6%,已持续 40 个月同比负增长。2015 年 1~6 月份,全国全社会用电量累计 26624 亿千瓦时,同比增长 1.3%,增速较上年同期回落 4 个百分点。

2015 年上半年,全国固定资产投资(不含农户)及房地产开发投资同比名义增长 11.4%和 4.6%,增幅分别较上年同期回落 5.9 个百分点和 9.5 个百分点,投资对经济增长的拉动作用继续减弱。同期,国内市场销售表现稳定,社会消费品零售总额同比名义增长 10.4%,但外贸出口情况仍不容乐观,进出口总额同比下降 6.9%。

政策环境

在“稳增长、调结构、促改革”的经济发展思路下,2015 年以来,中央政府继续推进新型城镇化建设及棚户区改造,加大了财政政策实施力度,货币政策有所放松。

2015 年上半年,国务院进一步加快推进新型城镇化建设,提出了将江苏、安徽两省和宁波等 62 个城市(镇)列为国家新型城镇化综合试点地区。同时,发改委、外交部和商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之

路的愿景与行动》，明确了基础设施互联互通为“一带一路”建设的优先发展领域，“一带一路”的发展战略进入全面推进阶段。此外，中央政府还加大了对房地产市场健康发展的支持，相继出台了公积金贷款首付金额调整、个人转让2年以上住房免征营业税以及推进棚户区改造等相关政策。

近一年多来，国际大宗商品价格持续走弱，国内需求总体偏弱，通货紧缩预期有所上升。2015年6月末，广义货币(M2)余额133.34万亿元，同比增长11.8%，狭义货币(M1)余额35.61万亿元，同比增长4.3%。2015上半年，我国居民消费价格总水平(CPI)同比增长1.3%，涨幅较上年同期回落1.0个百分点。

今年以来，央行三次降低商业银行存贷款利率(3月1日、5月11日和6月28日)、两次降低金融机构存款准备金率(2月5日和4月20日)，货币政策有所放松。另外，央行还有针对性地对部分金融机构实施了定向降低准备金率，其中，4月20日宣布定向对部分农村金融机构额外下调存款准备金率0.5-2个百分点，6月28日起对“三农”贷款占比达到定向降准标准的相关商业银行降低存款准备金率0.5个百分点，对财务公司降低存款准备金率3个百分点，以进一步支持实体经济发展。

综合分析，预计2015年下半年，中国政府将继续加大财政政策的实施力度，货币政策稳中偏松，宏观经济增长有望企稳筑底、保持在合理的运行区间。

行业及区域经济环境

近年来，公司主要从事大型商贸物流园区以及商品交易中心的开发与经营业务、以及商品房销售业务，所属行业分别为商贸物流和房地产行业。

商贸物流行业

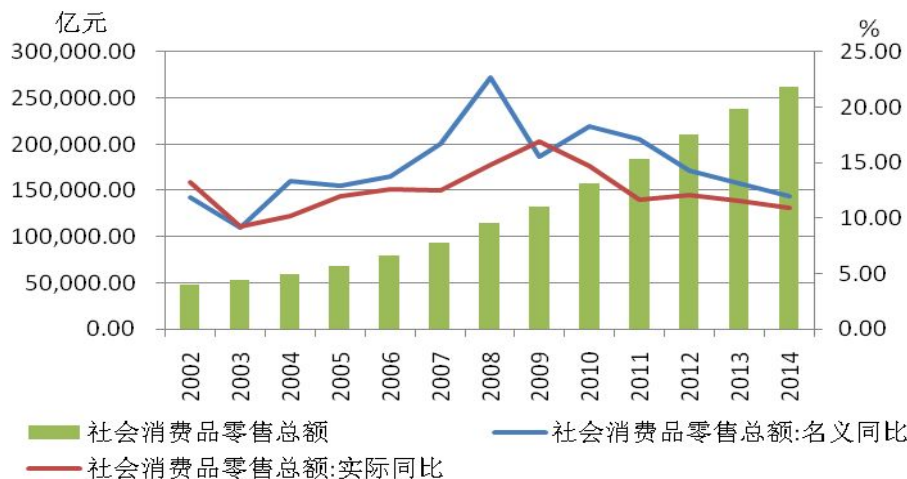
商贸物流是指与批发、零售、住宿、餐饮、居民服务等商贸服务业及进出口贸易相关的物流服务活动。商贸物流属产业物流，是商品流通的重要组成部分，有利于降低物流成本，扩大就业和促进消费升级。现代化的商贸物流体系是发展国际化大都市相适应的现代商贸体系的重要组成部分，在推进我国商贸业现代化，实现物流合理化，促进城市环境改善、完善城市功能、提高城市综合竞争力，实现可持续发展具有重要的意义。

近年来，随着我国国民经济的发展和城乡居民生活水平的迅速提高，我国商贸物流行业获得了较大的发展，商品流通规模不断扩大，为商贸物流的发展提供了持续的增长空间。并且，流通产业所有制结构调整也取得了积极的成果，经营主体多元化进一步发展，多种经济成分并存，国营、民营、合资、外商独资共同发展的流通格局基本形成。传统营销方式逐步得到改造，超市、便利店、专卖店、仓储式商场、购物中心等新型业态成长迅速，大型交易中心和商贸物流园区也得到较快发展。

社会消费品零售总额是衡量商贸物流行业市场容量的“晴雨表”，社会消费品零售总额同比增长率不断增长，说明目前商贸物流行业面临越来越大的市场容量和发展空间。2014年全年中国实现社会消费品零售总额26.24万亿元，扣除价格因素，同比增长10.90%，但增速有所下滑(见下图)。限制“三公消费”政策对国内消费市场是负面因素，不过该政策已出台近两年，在消费市场做出积极调整后，预

计未来对消费需求的抑制作用将逐步减弱。预计到 2015 年，我国社会消费品零售总额和生产资料销售总额分别达到 30 万亿元、76 万亿元。商贸物流业将迎来一个快速发展的新局面。

图 1：2002 年～2014 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

近年来，国内商贸物流行业的发展呈现以下特点：首先，零售业开始走向连锁化经营，向多业态的连锁商店发展；其次，批发市场的多元化、多极化和专业化，即从现有的初级批发市场向零批合一的货仓式大卖场转变，少数辐射能力较强、规模较大的市场提升现代化程度向中、高级批发市场过渡。未来的中级批发市场是一种集分销交易、商品分级加工、储运配送一体化的分销物流市场，是以物流配送为主导的商贸分销服务市场。未来的高级批发市场有两种形式：一种是向期货市场过度，另一种是向大型拍卖市场和物流中心过渡；最后，功能结构逐步完善，市场形态向多元化演变，市场体系逐步完善。

从商品交易中心的发展情况来看，商品交易中心是集聚众多商家展示及销售商品的大型市场，商家空间上的集聚起到提升交易效率和降低交易成本的作用。伴随我国经济和国民收入的持续快速增长，我国商品交易中心市场也取得了快速发展。截至 2013 年末，全国有 5089 个亿元以上商品交易市场，成交金额达到 9.84 万亿元，占 GDP 比重约 17.29%，历年增速大都处于较高水平。

目前，虽然我国商品交易中心和商贸物流园区数量较多，但规模不大，并且多为单一行业的消费类商品市场，相互之间竞争激烈。国内比较著名的批发市场有义乌小商品批发市场、海宁皮革城、柯桥轻纺城、华强北商城、石狮服装城等；大型商贸物流园区主要有华南国际工业原料城（深圳）有限公司、浙江传化股份有限公司、安得物流股份有限公司、上海闵行公司以及青岛海尔物流园区等。从地域看，主要集中于珠三角、长三角以及环渤海等经济较发达且交通便利的区域。此外，互联网的普及助推了电子商务的发展，网络零售市场高速发展，其中 2014 年国内网络零售总额达到 2.82 万亿元，同比大增 49.7%，占社会消费品零售总额比重达到 10.6%，抢占了实体交易市场的份额，对其形成竞争压力。

产业政策方面，近年来国家出台了与此相关的多项法规和政策，用于规范商贸

物流的健康发展。2010年3月，国家商务部、发改委、供销总社联合印发出了《商贸物流发展专项规划》（以下简称“《规划》”）。作为我国物流业六大专项规划之一，《规划》提出到2015年，我国将初步建立一套与商贸服务业发展相适应的高效畅通、协调配套、绿色环保的现代商贸物流服务体系。为加速商贸流通业产业升级，《规划》还提出了包括完善商贸物流网络布局，加强商贸物流基础设施建设、引导和鼓励商贸物流模式创新等九项具体工作，并明确表示要支持大型连锁企业建设、改造现代物流配送中心。大力发展第三方物流，支持商贸服务业与物流业对接。

2014年9月，国务院发布了《关于印发物流业中长期规划（2014~2020年）的通知》，提出我国物流产业到2020年要基本建立布局合理、技术先进、便捷高效、绿色环保、安全有序的现代物流体系，要求物流业增加值年均增长8%，物流业增加值占GDP比重达到7.5%。全社会物流费用占GDP比重由2013年的18%降到2020年的16%左右。大力加强物流基础设施网络建设成为今后一段时期内的发展重点。

综合来看，我国经济的持续增长以及降低物流成本的内在需求，加上政策的支持，将为商贸物流行业的未来发展提供良好动力及空间，大型交易中心和商贸物流园区也将面临较好的发展机遇。同时，商贸物流行业也面临宏观经济增速放缓、商品交易市场竞争日趋激烈等不利因素，来自网络零售市场竞争压力也逐步加大。

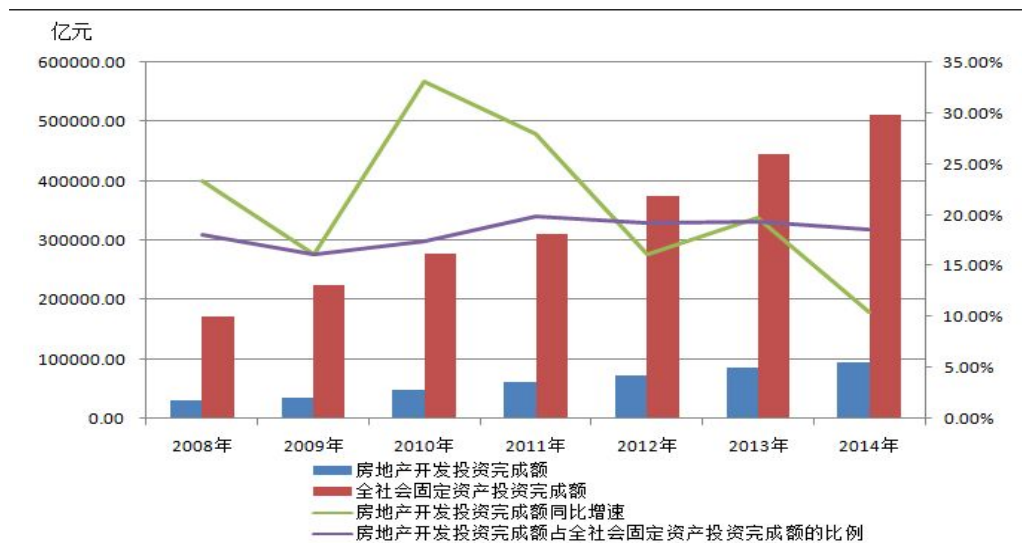
房地产行业

1. 行业概况

房地产行业是国民经济的基础性行业之一，与建筑、建材、工程机械等60余个行业密切相关，属于周期性行业，在国民经济中具有重要地位。根据房地产用途分类，房地产开发类型主要包括住宅地产和商业地产等。

根据国家统计局统计，2008年~2014年我国房地产开发投资年均复合增长率20.40%，虽增速下降，但占全社会固定资产投资比例始终保持在16.00%以上。

图2：2008年~2014年我国房地产开发投资情况

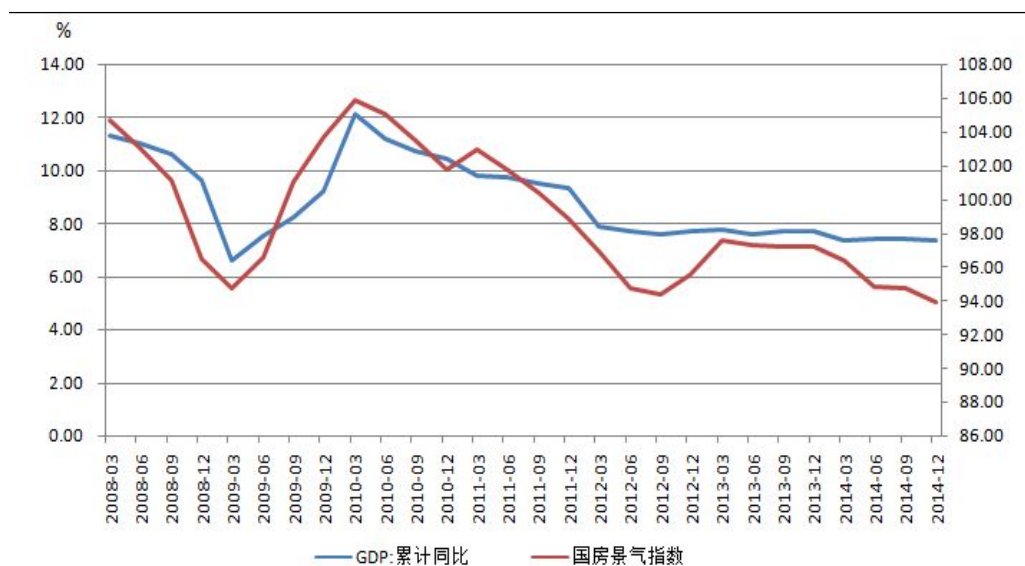


资料来源：国家统计局，东方金诚整理

房地产行业具有强周期性，与宏观经济的相关性明显。2008年以来，随着我国政府对房地产行业调控政策的推进，住房金融支持的减弱，缓慢的土地供应化进

程，我国房地产行业的需求和供给出现不稳定状态，行业发展环境趋于复杂，行业景气度呈下降趋势。

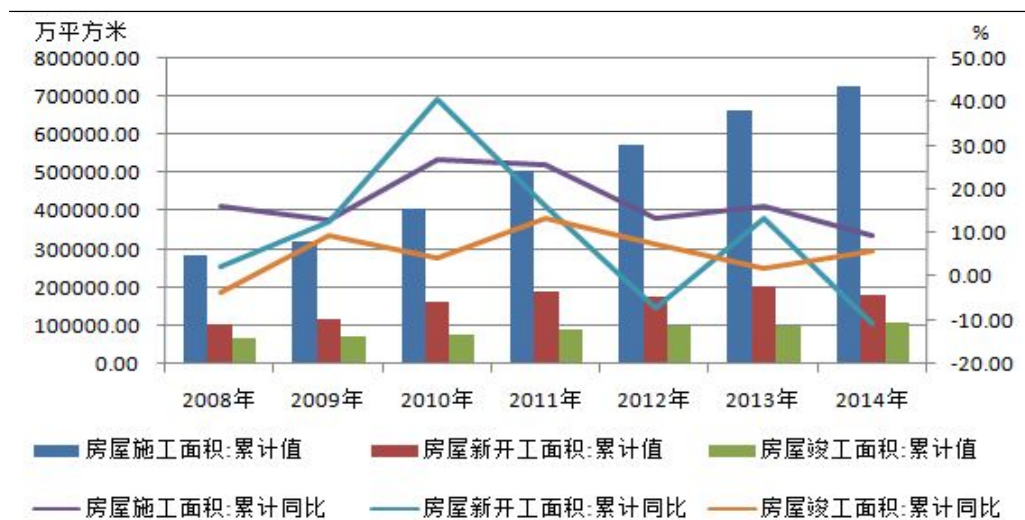
图 3：2008 年～2014 年 GDP 累计同比和国房景气指数



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从商品房供给来看，2014 年房地产开发企业房屋施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.20%，增速较上年下降 6.90 个百分点，其中，住宅地产施工面积 515096.45 万平方米，同比增长 5.90%，商业地产施工面积 124247.59 万平方米，同比增长 18.10%；房屋新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.70%，其中住宅地产新开工面积 124877 万平方米，同比下降 14.40%，商业地产新开工面积 32396.83 万平方米，同比下降 1.20%；房屋竣工面积 107459.05 万平方米，同比增长 5.90%，增速较上年同期提高 3.90 个百分点，其中住宅地产竣工面积 80868.26 万平方米，同比增长 2.70%，商业地产竣工面积 15228.26 万平方米，同比增长 11.63%。

图 4：2008 年～2014 年我国房屋施工、新开工及竣工面积



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

从市场需求来看,2008年~2014年,全国商品房销售面积年均复合增长率为10.58%。2014年,全国商品房销售面积120648.54万平方米,比上年下降7.58%,其中住宅地产销售面积105181.79万平方米,比上年下降9.11%,商业地产销售面积11572.75万平方米,比上年增长1.94%。

从市场价格来看,2008年~2014年,我国商品房平均销售价格年均复合增长率为8.86%。其中,2009年房价出现快速上涨,全国商品房平均销售价格为4681.04元/平方米,较2008年涨幅达23.19%,为2001年以来最高;2010年~2013年,我国政府加强了宏观调控,货币政策逐渐收紧,并出台了限购、限价等政策,商品房平均销售价格增速明显放缓;2014年,商品房平均销售价格为6323.53元/平方米,较上年同期变化不大。

从土地储备来看,土地是房地产主要的成本来源,易受到地方政府供地规划、开发商购地能力和意愿的影响。近年来,我国房地产行业土地购置面积随着市场环境变化也呈波动状态,2014年,全国土地购置面积33383.03万平方米,较上年同期下降14.00%,且受2014年以来房地产市场景气度下降影响,国内房地产市场成交量较上年同期有所回落,土地市场行情也随之走弱。通过对国内四十个大中城市⁵土地供求情况分析,一线城市土地供不应求,成交量略高于供给量,土地价格不断上升;二、三线城市土地供略大于求,土地价格上涨动力不足。

总体来看,房地产行业受宏观经济周期性和国家相关调控政策影响较大,未来1~2年内房地产价格出现大幅上涨的可能性不大。

2. 行业政策

为了抑制房价的过快增长,保障居民的合理住房需求,2009年以来,国家先后出台了“国四条”、“国十一条”、“新国八条”及“新国五条”等调控政策,各地方政府也纷纷出台限购政策,金融监管部门也相应出台了围绕开发贷和住房贷款等的限制政策。但2014年以来,我国房地产调控政策明确了以市场化调控为主的长效机制。

自2014年4月开始,我国多数城市取消了限购政策,截至2015年6月末,仅剩北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市尚未取消限购政策。2015年6月30日,中国人民银行、住建部、银监会三部委联合下发通知,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房,最低首付款比例调整为不低于40%。另外,自2014年11月以来,中国人民银行连续四次降息,预计将部分缓解房地产企业未来的资金压力。

总体来看,目前房地产行业调控方向将从行政手段逐渐变为长效的市场化调控机制。

3. 竞争格局

房地产行业是资金密集型的行业,对资金的规模和流动性要求比较高。此外,开发资质是决定开发商进入的前提条件。根据《房地产开发企业资质管理规定》,

⁵ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳;二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州,共22个;三线城市包括无锡、贵阳、昆明、南宁、海口、银川、乌鲁木齐、嘉兴、温州、佛山、常州、唐山、烟台、东莞,共14个。

房地产开发企业资质按照企业条件分为一、二、三、四等四个资质等级。

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，行业集中度较低，但近年来集中度持续提升。根据中国房地产 TOP10 研究组发布的《2015 中国房地产百强企业研究报告》显示，2014 年地产百强企业实现销售总额 27007.4 亿元，销售面积 24978.5 万平方米，同比分别增长 12.4% 和 10.3%。百强企业 2014 年销售额市场份额为 35.4%，较 2013 年（29.5%）提高了 5.9 个百分点，提升幅度为近 5 年最高。

同时，由于房地产本身具有空间不可转移性，行业竞争也呈现出较强的区域性特征，部分区域性房地产开发企业，虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有一定差距，但在特定区域市场中仍具有较强的竞争优势。

4. 行业关注

信贷控制收紧，房地产开发融资多样化

近年来，信贷政策有所收紧，已促使更多的房地产企业从单纯向银行进行项目性贷款走向了多样化筹资，包括在国内外发行长短期债券、票据，通过信托渠道融资等，以满足企业扩张和延长债务期限的资金需求。

房地产企业通常依靠快速的资产周转来偿债和获取盈利，其收入和利润的实现易受国家房地产调控政策的影响，一旦政策调控导致销售放缓，债务杠杆较高的开发商的信用质量将受到进一步削弱。

税收执行力度加强会使房地产开发企业的利润空间受到挤压

近年来酝酿的土地增值税清缴所带来的潜在缴税额度增加会影响开发商的现金流。一些开发商的利润将因土地增值税的清缴而下降。

企业竞争力

经营规模和品牌

华南城主要开发与经营以“华南城”为品牌的大型综合商贸物流及商品交易中心。公司“华南城”项目已覆盖深圳、南昌、南宁、西安、哈尔滨及郑州六个大型城市，具有一定的规模和品牌优势。截至 2015 年 6 月末，公司竣工物业建筑面积为 822.56 万平方米，在建物业建筑面积约 591.84 万平方米，尚未开发的土地面积约 256.03 万平方米。

另外，腾讯控股有限公司于 2014 年 1 月入股华南城控股，双方以各自的资源优势，开展华南城 O2O 商业模式的新探索；同年 9 月，华南城策略入股中小企业 B2B 采购交易平台马可波罗网，共同打造中国最大的中小企业 O2O 生态产业链，为商户提供更高效的线上线下一体化商贸服务，共享商贸流通优势。

政策优势

公司华南城项目建成及运营后，可以快速吸引周边资源，在项目周边产生集聚联动效应，不仅有利于优化当地产业结构、提升当地区域竞争力、促进区域经济繁荣；尤其在当前城镇化的大背景下，对于解决当地就业、推进城市化进程、提升城市形象更是具有很大的作用，因此各地华南城项目得到了当地政府的大力支持，成为各地政府招商引资的重点项目。深圳华南城自 2003 年开始连续 11 年被列为“深

圳市重大建设项目”；西安市发改委和西安市重点建设项目领导小组办公室联合认定西安华南城项目为西安市重点建设项目；江西省发改委《关于下达二〇一〇年第二批省重点建设项目名单的通知》（赣发改重点字【2010】2289号）将南昌华南城项目一期工程列为省重点建设项目；河南省人民政府重点项目建设办公室《关于2012年省重点项目郑州华南城一期工程项目情况的说明》将郑州华南城一期工程认定为省重点项目建设；哈尔滨市大项目工作领导小组办公室文件《关于下达2012年省市重点项目计划的通知》（哈大项目办【2012】1号）将哈尔滨华南城一期项目列为省市重点项目。

业务运营

经营概况

华南城主要从事大型商贸物流园区开发、经营和商品房销售及其他配套产业等业务。公司物流园区开发业务主要是所有工业原料市场和物流中心及其他配套设施的开发和销售；物流园区经营业务指所有的工业原料市场和物流中心及其他配套设施的对外出租、物业管理和物流服务等；商品房销售业务收入指宗地用地性质为住宅的项目开发和销售。

2012年~2014年，公司实现营业总收入分别为47.36亿元、74.06亿元和102.98亿元，年均复合增长率为47.46%。其中主营业务收入分别为46.92亿元、73.50亿元和101.39亿元，年均复合增长率为47.00%；其他业务收入主要是公司对入驻商贸物流园区的商户收取水电费等产生的收入，分别为0.44亿元、0.56亿元和1.59亿元，年均复合增长率为90.10%，其他业务收入占营业总收入比重较小。

从收入构成来看，公司营业总收入主要来源于物流园区开发业务，2012年~2014年，公司物流园区开发销售业务收入占营业总收入的比重分别为60.84%、74.52%和81.91%。2014年，公司完工项目相对较多，各个项目陆续实现销售，销售规模扩大，公司物流园区开发业务收入增长较快。

2012年~2014年，公司物流园区经营业务收入占营业总收入的比重分别为13.07%、10.53%和12.23%。2014年，公司物流园区经营业务收入为12.59亿元，同比增长61.41%，其大幅增长的主要原因为租赁收入以及各类配套服务收入的增长。

2012年~2014年，公司商品房销售业务收入占营业总收入的比重分别25.17%、14.19%和4.32%。2014年，公司商品房销售业务收入为4.45亿元，同比减少57.66%，主要原因是商品房销售面积减少所致，2014年公司商品房销售主要包括南昌华南城住宅项目和南宁华南城住宅项目的销售业务。

2015年1~6月，公司实现营业收入30.00亿元，其中物流园区开发收入14.16亿元，物流园区经营收入5.52亿元，商品房销售收入10.04亿元，其他业务收入0.28亿元。

表 2：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
主营业务收入	46.92	99.08	73.50	99.24	101.39	98.46	29.72	99.04
物流园区开发	28.81	60.84	55.19	74.52	84.35	81.91	14.16	47.19
物流园区经营	6.19	13.07	7.80	10.53	12.59	12.23	5.52	18.40
商品房销售	11.92	25.17	10.51	14.19	4.45	4.32	10.04	33.45
其他业务收入	0.44	0.92	0.56	0.76	1.59	1.54	0.28	0.96
合计	47.36	100.00	74.06	100.00	102.98	100.00	30.00	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2012 年~2014 年，公司营业毛利润分别为 22.55 亿元、38.87 亿元以及 44.42 亿元。近三年，物流园区开发业务毛利润占公司营业毛利润的占比均在 70%以上，是公司营业毛利润的主要来源。而物流园区经营业务对公司营业毛利润贡献较少，同时，公司商品房销售业务以及其他业务的毛利润规模和占比都较小。2014 年，公司营业毛利润同比增长 14.28%，主要原因是 2012 年以来，公司在广西南宁、江西南昌投资的物流园区业务开始实现收入，同年随着深圳、西安华南城物流园区经营的不成熟，物流园区经营业务收入也有所增加。

2015 年 1~6 月，公司实现毛利润 14.06 亿元，其中物流园区开发毛利润 7.38 亿元，物流园区经营毛利润 2.32 亿元，商品房销售毛利润 4.31 亿元。

表 3：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月公司营业毛利润构成情况

单位：亿元、%

业务类型	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物流园区开发	16.48	73.08	31.36	80.68	38.10	85.79	7.38	52.50
物流园区经营	2.84	12.61	3.20	8.23	4.89	10.99	2.32	16.48
商品房销售	3.12	13.82	4.21	10.83	1.14	2.57	4.31	30.70
其他业务	0.11	0.49	0.10	0.26	0.29	0.65	0.05	0.33
营业毛利润	22.55	100.00	38.87	100.00	44.42	100.00	14.06	100

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利率来看，公司 2012 年~2014 年营业毛利率分别为 47.63%、52.49%和 43.13%。2014 年，公司营业毛利率同比下降 9.36%，主要是由于郑州华南城有限公司在当期确认物流园区开发业务收入中给予客户较多让利所致。郑州华南城有限公司在 2014 年首次确认物流园区开发业务收入，通常在项目早期销售阶段会给予客户部分让利，以吸引和鼓励商户入驻。

2012 年~2014 年，公司物流园区开发业务收入毛利率分别为 57.21%、56.82%以及 45.17%，略高于公司营业毛利率，主要是公司物流园区开发业务土地成本较低。

2015 年 1~6 月，公司营业毛利率为 46.85%，其中物流园区开发毛利率 52.11%，物流园区经营毛利率 41.95%，商品房销售毛利率 43.00%。

表 4：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月公司营业毛利率情况

单位：%

产品	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
物流园区开发	57.21	56.82	45.17	52.11
物流园区经营	45.96	41.02	38.80	41.95
商品房销售	26.16	40.07	25.68	43.00
其他业务	25.17	18.56	17.96	15.90
营业毛利率	47.63	52.49	43.13	46.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

物流园区开发业务

公司物流园区开发业务通过建设大型综合商贸物流及商品交易中心，销售交易中心展位来获得收入和盈利。近年来，公司选址深圳、南昌、南宁、西安、郑州、哈尔滨等市场需求旺盛，发展潜力较大的省会城市，相继投资建设了多个以“华南城”为品牌的大型综合商贸物流及商品交易中心。

公司投资建设的大型综合商贸物流及商品交易中心项目中，交易中心面积约占 50%，仓储物流、配套商业和配套住宅面积约占 25%。与传统房地产企业有所区别，公司投资建设的交易中心约一半面积用于出租以获得中长期的经常性租金收入和资本升值；另外约一半面积的交易中心和配套住宅用于出售，一方面可以较快的实现资金回笼，为公司扩大规模和持有大量投资物业提供了资金支持，另一方面也吸引了需要购买物业产权的商户入住园区。由于公司的各个“华南城”项目正处于开发和建设期，目前物流园区开发业务收入是公司现阶段收入的主要来源。

公司华南城项目总规划占地面积为 3270 万平方米⁶，规划总建筑面积约为 5632 万平方米⁷，截至 2015 年 6 月末，项目总体竣工面积 822 万平方米，其中商品交易中心竣工面积约为 598 万平方米，拥有包括原辅材料批发运营、食品、小商品、奥特莱斯商场等综合业态交易市场，并且提供包括仓储物流、综合商业、办公、住宅、会议展览、电子商务、餐饮酒店娱乐、物业管理等在内的多项配套设置及服务。

截至 2015 年 6 月末，公司共有六个处于不同发展阶段的大型综合物流及商品交易中心项目，分别位于深圳、南宁、南昌、西安、郑州和哈尔滨，此外还包括代华南城控股管理的位于合肥和重庆的两个华南城项目。其中，深圳华南城物流园区开发业务因项目开发比例较高，目前物流园区开发收入占比较高。

⁶ 含配套商品房。

⁷ 含配套商品房。

表 5：截至 2015 年 6 月末公司主要项目概况

单位：万平方米

项目	成立时间	规划占地面积	规划建筑面积	竣工面积	项目定位	地理位置
深圳华南城项目	2002.12	106	264	200	综合物流	深圳市平湖
南昌华南城项目	2007.11	281	730	150	综合物流	南昌市红谷滩新区
南宁华南城项目	2009.08	183	488	82	综合物流	南宁市江南区
西安华南城项目	2009.11	1000	1750	119	综合物流	西安国际港务区内
哈尔滨华南城项目	2012.01	1000	1200	80	综合物流	哈尔滨市道外区
郑州华南城项目	2012.05	700	1200	191	综合物流	郑州新郑市龙湖镇
合计	-	3270	5632	822	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于中国大力发展商贸物流产业及城镇化战略，2012 年以来，公司南昌华南城、南宁华南城及西安华南城取得良好销售，物流园区开发及销售规模快速增加。从销售均价来看，由于 2011 年物流园区销售来源于深圳华南城，而 2012 年及 2013 年新增的其他华南城销售价格低于深圳华南城，故整体销售均价有所下降。

表 6：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月物流园区开发业务情况

单位：平方米、元/平方米

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
累计销售面积	273500	567300	1152800	186950
平均销售价格	10535	9728	7316	7537

资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 深圳华南城项目

深圳华南城项目为公司首个开发项目，于 2002 年 12 月开始建设，位处深圳平湖物流基地园区，项目占地约 106 万平方米，规划总建筑面积约 264 万平方米，计划投资额超过 80 亿元人民币。深圳华南城涵盖纺织、服装、皮革、皮具、电子、五金、化工、塑料、印刷、纸品、包装、小商品共 12 个产业门类，是集展示交易、会展、电子商务、信息交流、仓储、配送、货运、检测、金融结算、人才交流及商务、生产和生活等配套服务于一体大型综合商贸物流平台。

区位方面，深圳华南城项目距深圳中心区仅 20 公里，东接惠州、南靠香港、西北与全世界工厂最为集中、制造业十分发达的珠三角广阔腹地相连。铁路方面，京九线、广九线穿基地而过，平盐线、平南线在基地内与京九线接轨，日编组能力 8000 车次的平湖南铁路编组站位于基地中心；海运方面，盐田国际中转港、蛇口集装箱港经此两线辐射国内外；公路方面，清平、南坪、莞深、机荷高速公路等在基地周围纵横交错，东接惠盐、深汕高速公路至惠州、汕头，西至宝安、观澜、龙华直通广深高速公路，南接深圳市区，北连东莞，把基地与港口、机场紧紧连在一起。通过陆路交通，平湖物流基地与全球第二繁忙的港口——香港葵青货柜码头、全球第四繁忙的盐田港及珠三角、香港及澳门等六大机场紧密相连，形成畅通的海陆空立体交通网络。

深圳华南城项目分三期开发，建设内容主要为交易中心及其配套设施，其中一期交易中心主要为皮革、皮具、纺织、化工、纸品、包装等批发市场；二期交易中

心主要为茶叶、食品、进口商品、内衣服饰、电子商务等专业市场；三期交易中心主要为建材、电脑配件、电子产品专业市场。截至 2015 年 6 月末，一期、二期及部分三期合计约 200 万平方米物业已竣工并投入营运，包括 132 万平方米交易中心及 68 万平方米配套设施。目前深圳华南城项目处于第三期开发阶段，第三期规划总建筑面积约 103.2 万平方米，包括 80 万平方米交易中心、18 万平方米物流仓储设施及 5.2 万平方米办公楼。其中，办公楼已于 2012 年度建设完成，建筑面积 33 万平方米的交易中心 5 号广场（含 23.2 万平方米交易中心、6.4 万平方米公寓及 3.4 万平方米办公楼）已于 2013 年 3 月推出。

深圳华南城项目已竣工物流园区销售情况良好，交易中心已竣工物业销售回款率⁸为 111.56%，一、二期交易中心销售均价分别为 6500 元/平方米、13800 元/平方米，可售部分销售比率均达到了 99.00%；第三期交易中心正在建设阶段，截至 2015 年 6 月末，已竣工面积 16.56 万平方米，可售面积 7.10 万平方米，可售部分销售比率已有 95%。随着深圳市的楼市复苏，三期交易中心的销售均价达到 17800 元/平方米，明显高于已经竣工的前两期交易中心。进入 2015 年，随着深圳市房价提升，预计深圳华南城项目三期交易中心销售均价将会提升。

在建项目方面，截至 2015 年 6 月末，深圳华南城在建项目主要为深圳华南城三期交易中心—4 号交易广场（好百年家居建材市场）。项目具体情况见表 7。

表 7：截至 2015 年 6 月末深圳华南城在建项目情况

单位：万元

项目名称	资金来源	总投资额	已投资额	计划建设周期	批复文号
深圳华南城三期交易中心—4 号广场	自筹 40%、银行贷款 60%	120000	90000	至 2015 年下旬	深发改（2012）117 号、深环批函（2005）077 号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

深圳华南城三期交易中心—4 号交易广场（好百年家居建材市场）总建筑面积约为 31 万平方米，经营业态为好百年家居建材广场。该项目总投资约为 12 亿元，截至 2015 年 6 月末，项目正处于内部装修装饰工程中。

拟建项目方面，深圳华南城 3 号交易广场已取得深房地字第 6000117044 号土地证，宗地号为 G04227-0072，土地出让金 1638 万元已全部缴付，预计总建筑面积约为 20 万平方米，总投资预计约为 8 亿元。

在尚未开发的土地储备⁹方面，截至 2015 年 6 月末，深圳华南城项目尚未开发的土地用地面积合计为 11.36 万平方米，公司土地储备均已取得土地权证，土地所在区位条件较好，未来升值潜力较大。

⁸ 销售回款率=项目已竣工物业销售收入/项目总投资额。

⁹ 土地储备不含在建和拟建项目用地，下同。

表 8：截至 2015 年 6 月末深圳华南城项目土地储备情况

单位：万平方米、万元

土地证号	宗地号	用地面积	土地性质	土地出让金	已付金额
深房地字第 6000117044 号	G04227-0072	5.46	仓储用地	1638	1638
深房地字第 6000109415 号	G04227-0008	1.60	仓储用地	480	480
深房地字第 6000109399 号	G04227-0017	1.40	仓储用地	420	420
深房地字第 6000109414 号	G04227-0070	1.50	仓储用地	450	450
深房地字第 6000109413 号	G04227-0071	1.40	仓储用地	420	420
合计	-	11.36	-	3408	3408

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，深圳华南城项目开发时间较早，地理位置优越，开发进度和销售情况均较好，为公司在其他地区类似项目的开发奠定了良好的基础。

2. 南昌华南城项目

南昌华南城项目位于江西南昌市红谷滩新区，运营主体为下属子公司南昌华南城。南昌华南城项目总占地面积约 281 万平方米，总规划建筑面积约 730 万平方米。

区位方面，南昌华南城项目位于南昌市红谷滩新区九龙湖及红角洲片区交汇处，生米大桥西延线即城市二环线以南、320 国道以东、向莆铁路以北、昌樟高速、建设中的西客站（1.3 公里）和地铁 2 号线终点站以西区域内。至南昌昌北机场 25 公里，至南昌港 28 公里，至西客站 1.5 公里。

截至 2015 年 6 月末，总建筑面积约 150 万平方米的一期交易中心及配套住宅已经竣工，一期计划开设奥特莱斯商场、品牌服装及绿色食品交易中心，目前处于试营运中。南昌华南城二期处于开发准备阶段。

南昌华南城项目一期交易中心总投资约为 47.55 亿元，截至 2015 年 6 月末，一期交易中心已竣工建筑面积约 90.94 万平方米，可售面积 70.22 万平方米，累计实现销售收入约 40.51 亿元，销售均价约为 11000 元/平方米，销售回款率为 85.19%。该项目销售回款情况总体较好，但销售进度一般，可售部分销售比率只有 52.00%，主要是公司根据目前的招商策略和经营业态布局，调整销售策略。

表 9：截至 2015 年 6 月末南昌华南城物流园区开发业务土地储备情况

单位：万平方米、万元

土地证号	宗地号	用地面积	土地性质	土地出让金	已付金额
洪土国用登红（2010）第 367 号	E03	13.56	仓储用地	7126	7126
洪土国用登红（2010）第 361 号	B02	1.35	市场用地	707	707
洪土国用登红（2010）第 366 号	D07	5.13	商住用地	2696	2696
洪土国用登红（2012）第 D0314 号	E04	13.95	市场用地	19046	19046
洪土国用登红（2012）第 D244 号	F01	9.99	市场用地	13632	13632
洪土国用登红（2012）第 D065 号	D09	4.05	商业金融业兼部分公寓用地	5525	5525
洪土国用登红（2012）第 D0277 号	B08	12.32	商业用地	16812	16812
洪土国用登红（2010）第 363 号	B08	8.06	仓储用地	4239	4239
合计	-	68.41	-	69783	69783

资料来源：公司提供，东方金诚整理

在尚未开发的土地储备方面，截至 2015 年 6 月末，南昌华南城项目尚未开发的土地用地面积合计约为 68.41 万平方米。

总体来看，南昌华南城项目销售进度未达到公司预期，但销售回款情况总体较好，项目开发进度有所滞后；项目土地储备较多，土地取得成本较低，未来有一定的开发潜力。

3. 南宁华南城项目

南宁华南城项目运营主体为下属子公司南宁华南城。南宁华南城项目位于广西壮族自治区南宁市江南区沙井大道 56 号，规划建筑净占地面积约 183 万平方米，规划总建筑面积约 488 万平方米。

南宁华南城项目立足南宁、服务西南、辐射东盟，将建成品种齐全、现代化程度高的工业原料及产品展示交易中心、现代综合商贸物流中心和高端生产服务业基地。项目除引进国内知名品牌商家外，还为东盟 10 国提供总计 5 万平方米的展示交易区，展示东盟特色商品，为推进东盟自贸区经济，联通东南亚经济圈做出贡献。

南宁华南城项目正在进行一期交易中心建设，规划建筑面积 89.46 万平方米，截至 2015 年 6 月末，交易中心已完工物业建筑面积约为 32.78 万平方米，其中可售面积 30.33 万平方米，商品交易中心将主要服务于五金机电、皮革、服装及纺织等行业，目前处于试营运中。

从已完工物业的销售情况来看，截至 2015 年 6 月末，一期交易中心累计实现销售收入约 11.26 亿元，销售均价为 13100 元/平方米，销售回款率为 33.14%；但可售部分的销售比率只有 28.00%，主要原因为该项目一期交易中心尚处于滚动开发和前期运营阶段中，并计划将来加大招商力度。

在建项目方面，南宁华南城项目主要在建项目为南宁华南城一期交易中心—1 号和 4 号交易广场。项目具体情况见表 10。

表 10：截至 2015 年 6 月末南宁华南城在建项目情况

单位：亿元

项目名称	资金来源	总投资额	已投资额	计划建设周期	批复文号
南宁华南城一期交易中心-1 号交易广场	自筹 40%、银行贷款 60%	12	10.5	至 2015 年下半年	南发改经贸(2011)6 号、南环建字(2010)27 号
南宁华南城一期交易中心-4 号交易广场	自筹 40%、银行贷款 60%	7.72	5	至 2015 年下半年	南发改经贸(2011)6 号、南环建字(2010)27 号

资料来源：公司提供，东方金诚整理

南宁华南城一期交易中心—1 号和 4 号交易广场项目总投资约为 19.72 亿元，截至 2015 年 6 月末已投资 15.50 亿元，经营业态为东盟特色馆、奥特莱斯等。截至 2015 年 6 月末，项目处于内部装修装饰工程和前期招商准备阶段。

在尚未开发的土地储备方面，截至 2015 年 6 月末，南宁华南城项目尚未开发的土地用地面积合计 28.71 万平方米。

表 11：截至 2015 年 6 月末南宁华南城物流园区开发业务土地储备情况

单位：万平方米、万元

土地证号	宗地号	用地面积	土地性质	土地出让金	已付金额
南宁国用（2013）第 619290 号	450105003209GB00033	4.74	仓储用地	1944	1944
南宁国用（2013）第 619286 号	450105003209GB00031	4.72	仓储用地	1936	1936
南宁国用（2013）第 619838 号	450105003209GB00029	6.46	仓储用地	2646	2646
南宁国用（2010）第 528862 号	0521050	8.90	仓储用地	3646	3646
南宁国用（2010）第 528863 号	0521051	3.89	仓储用地	1592	1592
合计	-	28.71	-	11764	11764

资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，南宁华南城项目销售进度和销售回款情况未达到公司预期，项目开发进度有所滞后；项目土地储备很多，土地取得成本较低，未来有一定的开发潜力。

4. 其他华南城项目

除了上述华南城项目之外，公司还开发了西安、郑州和哈尔滨三个华南城项目，分别由下属子公司西安华南城、郑州华南城和哈尔滨华南城负责运营。

西安华南城项目处于西安市国际港务区内，位于西安市东北部，东抵港务大道，南接东三环路，西临灞河，北距潘骞路约 700 米。项目总规划占地面积约为 1000 万平方米，总规划建筑面积约为 1750 万平方米，其中一半将建设交易中心，其余规划作仓储物流及配套设施。

西安华南城项目目前正在进行一期交易中心建设，截至 2015 年 6 月末，一期交易中心已完工物业总建筑面积约为 109.16 万平方米，竣工面积占规划建筑面积的 69.11%，可售面积 98.15 万平方米；已完工商品交易中心涵盖纺织皮革、五金机电、餐饮酒店用品等业态，目前项目正处于试营运中。从已完工物业的销售情况来看，截至 2015 年 6 月末，西安华南城项目已完工物业累计实现销售收入 42.21 亿元，可售部分的销售比率为 52.00%，销售均价为 8300 元/平方米，销售回款率为 73.20%。

截至 2015 年 6 月末，西安华南城项目土地储备用地面积合计 81.99 万平方米，土地出让金 12.53 亿元已全部缴纳。综合来看，西安华南城项目尚处于开发初期，已完工物业销售回款情况较好，但销售进度一般；项目土地储备较多，土地所在区位条件较好，土地取得成本较低，未来升值潜力较大。

郑州华南城项目位于河南省郑州新郑市龙湖镇内，规划净用地约 700 万平方米，规划总建筑面积约 1200 万平方米。郑州华南城目前正在进行一期交易中心建设，截至 2015 年 6 月末，建筑面积约 179.06 万平方米的商品贸易中心及配套设施已竣工，竣工面积占规划建筑面积的 57.48%，可售面积 147.79 万平方米，目前商品交易中心已开展试营运。从已完工物业的销售情况来看，截至 2015 年 6 月末，商品交易中心累计实现销售收入 65.48 亿元，可售部分的销售比率为 62.00%，销售均价为 7100 元/平方米，销售回款率为 66.16%。截至 2015 年 6 月末，郑州华南城项目土地储备的用地面积合计约为 32.09 万平方米，土地出让金 7221 万元已全部缴纳。综合来看，郑州华南城项目处于开发初期，已完工物业销售回款情况较好，但销售进度一般；项目土地储备较多，土地取得成本较低。

哈尔滨华南城项目位于黑龙江省哈尔滨市道外区团结镇内，哈尔滨华南城项目规划占地面积约 1000 万平方米，总规划建筑面积约 1200 万平方米。哈尔滨华南城项目正在进行一期交易中心建设，截至 2015 年 6 月末，已完工总建筑面积 77.30 万平方米，竣工面积占规划建筑面积的 48.85%，可售面积 33.07 万平方米。从已完工物业的销售情况来看，截至 2015 年 6 月末，一期交易中心累计实现销售收入 14.19 亿元，可售部分的销售比率为 69.00%，销售均价为 6200 元/平方米，销售回款率为 22.13%。截至 2015 年 6 月末，哈尔滨华南城项目土地储备的用地面积合计约为 26.61 万平方米，土地出让金 1.66 亿元已全部缴纳。综合来看，哈尔滨华南城项目处于开发初期，销售进度一般；项目土地储备较多，土地取得成本较低。

公司已开发的六个华南城项目虽然处于不同的发展阶段，但已形成一定的建设规模。各华南城项目均处于一线城市和二线城市，对物流业的需求较为旺盛，有较强的实体产业群和便利的交通来支撑。各华南城项目的建设运营可为当地政府贡献一定的税收额，增加创业机会，提升项目周边的投资环境，将分散的专业市场进行集中整合，降低交易成本，提升城市商贸水平和现代服务业竞争力，因此，公司在各地项目开发过程中得到了当地政府的大力支持。同时，各地政府对华南城项目的租售比存在一定的要求以确保公司通过华南城项目带动当地的经济的发展。

总体来看，由于公司开发的各华南城项目陆续实现销售，销售规模的扩大导致公司近年来物流园区开发业务收入呈快速上升趋势；项目土地储备较多，土地取得成本较低，未来升值潜力较大。但西安、郑州和哈尔滨三个华南城项目尚处于开发初期，开发和销售进度一般，同时在建和拟建项目投资金额较大，公司未来面临一定的筹资压力。

物流园区经营业务

公司以“租售结合、出租为主”的分期滚动开发模式作为公司物流园区的主要经营模式，通常是将各华南城项目体量的 30%~50%用于销售，另 50%~70%长期自持作出租以及自营。销售物业能够快速回笼资金，为后期项目持续开发提供资金，而长期持有物业通过经营及出租，将支持公司未来获取长期稳定的经营收入以及物业升值收益。

公司物流园经营业务主要包括：物流园区内基础设施（如交易中心展位、园区办公物业等）的租赁业务，仓储物流配送、电子商务平台、会议展览、配套商业服务（包括酒店、餐饮和奥特莱斯），以及物业管理服务等。从经营形式来看，公司物流园区经营业务分为租赁业务、物业管理、物流业、酒店业、餐饮业、奥特莱斯及其他业务等。

表 12：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月公司物流园区经营收入情况

单位：万元、%

业务类型	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
租赁业务	50416	81.45	57692	74.00	63015	50.05	38213	69.22
电子商务	-	-	-	-	15146	12.03	-	-
物业管理	3577	5.78	5924	7.60	19417	15.42	11722	21.24
物流业	1810	2.92	2186	2.80	4497	3.57	5268	9.54
酒店业	2127	3.44	-	-	-	-	-	-
餐饮业	2776	4.49	3175	4.07	3255	2.59	-	-
奥特莱斯	1035	1.67	8987	11.53	20585	16.35	-	-
其他	153	0.25	-	-	-	-	-	-
合计	61894	100.00	77964	100.00	125915	100.00	55203	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

目前，公司物流园区经营业务主要为深圳华南城项目综合经营收入，同时其他华南城物流园区也开始产生经营收入，随着深圳华南城物流园区入驻商户逐渐增多，市场配套日趋完善，物流园区经营收入也逐年增长，因此公司物流园区经营板块毛利润逐年增长。公司物流园区 2012~2014 年经营收入复合增长率为 42.62%，2014 年收入同比增加 61.50%，增长主要来自租赁业务、物业管理以及奥特莱斯等。

招商方面，公司采取跨区域招商方式，根据项目的行业定位，从全国各地寻找合适客户。为保证公司项目的长期运营效益和租金提升，公司主要筛选优质的经营客户、有影响力的行业大客户作为重点客户，并通过提供优惠租赁条款以吸引其签订长期租约，从而带动其它租户入驻经营。交易中心的运营存在一个较长的市场培育期，公司通过提供免租期、优惠租赁条款、优惠租金、租金预付折扣、优化综合物流配套服务等策略吸引潜在客户。公司在项目招商时一方面承接来自老旧批发市场迁移过来的商户以及通过商会、展览会等措施开拓新商户，另外一方面利用华南城项目的网络优势吸引老商户入驻其他华南城项目，从而一定程度上保证了华南城项目的出租率。

1. 租赁业务

公司租赁业务包括融资租赁业务和经营租赁业务。公司经营租赁收入目前主要来自于深圳华南城项目及子公司深圳市好百年家居连锁股份有限公司的经营租赁项目。经营租赁业务为公司通过与承租人签订租期出租协议向承租人提供短期物业出租，包括公司自持物业通过招商出租，以及公司和已售业主签订长期合作协议，将已售物业再出租经营。公司经营园区的租赁合同多数为三年一签，目前平均月租水平为 46 元/平方米。

表 13：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月公司经营租赁业务情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
出租面积(平方米)	499300	750900	996800	1030465
租金收入(万元)	17117	22073	31377	23690
平均月租金(元/平方米)	32	51	47	46
平均出租率(%)	74	79	75	79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2012 年~2014 年，公司租赁收入分别为 5.04 亿元、5.77 亿元和 6.30 亿元，逐年增长，主要是由于深圳华南城知名度及客流量导致租金及出租率稳步上升所致。截至 2015 年 6 月末，南昌华南城、南宁华南城、西安华南城、郑州华南城已逐步进入经营阶段，预计公司经营租赁业务的出租面积及租赁收入未来将有所增长。

融资租赁业务为公司与租户签订长期租赁协议，预先收取租户于相关租赁期内到期总租金的现值，由于已将物业所有权的绝大部分风险及回报转移给了租户，因此从会计处理上确认为融资租赁业务。公司用作融资租赁的项目主要为深圳华南城的华南发展中心办公楼、环球物流中心办公楼及华南西苑配套住宅物业。公司融资租赁业务目前仅限于深圳华南城，随着深圳华南城可用于融资租赁项目的减少，预计未来此块业务收入比重将会下降。

表 14：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月公司融资租赁业务情况

单位：平方米、万元、元/平方米

业务类型	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	住宅	商务中心	住宅	商务中心	住宅	商务中心	住宅	商务中心
租赁面积	4000	36400	21400	20100	23600	10800	5000	10500
租金资金	2599	30699	16978	18641	20593	11045	4329	10195
平均租赁价格	6500	8400	7900	9300	8700	10200	8600	9700

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2. 其他经营收入

公司其他物流园区经营业务主要是自营业务，主要涉及物流服务、综合商业、物业管理、展览展示、电子商务和酒店等业务，其收入在公司整体收入中占比较低，但近年来增长速度较快。

在物流服务方面，公司成立物流服务公司深圳乾龙运营管理有限公司（以下简称“乾龙运营”），负责物流园区的仓储及物流服务，主要包括仓库及货代市场租赁及仓储货物管理，安排第三方提供驻场运输及配送，为园区商户提供仓储、运输、配送等一站式物流服务。

在综合商业方面，公司成立深圳华盛商业发展有限公司（以下简称“华盛商业”）作为奥特莱斯商场的运营主体，多年来吸引了上百个品牌的加盟，其中包括耐克等国际知名品牌。在电子商务发展方面，公司建立了深圳华南城网科技有限公司（以下简称“华南城网”），华南城网以各华南城实体市场产业集群为基础，目前已形成集信息展示、商机发布、品牌推广等多重功能于一体的在线业务管理平台，公司未来计划突破目前单一的电子商务形态，逐步建立商品交易、仓单贸易、在线供应链管理以及互联网金融等新型业务体系。

2014 年 12 月及 2015 年 2 月，公司将分别主要从事物流服务、综合商业及电子商务三类业务的经营主体乾龙运营、华盛商业和华南城网转让给华南城控股旗下的其他子公司，进行华南城体系内资产并购重组，以实现更加完善的业务布局和业务模式，以及更加专业化的运营。预计未来公司自营业务将会受到一定影响，业务重点将主要集中在物流园区的经营租赁及管理上。

总体来看，随着深圳华南城的逐步运营成熟，公司物流园区经营业务收入虽目

前规模不大，但逐年稳步提升。预计随着各地华南城的建成，公司物流园区经营业务收入将进一步增加。

商品房销售业务

公司商品房销售业务主要来自各地华南城住宅配套项目，主要是为了向园区入驻业主提供住宅配套以及满足其他购房者的需求。商品房开发周期较短，回笼资金较快，能部分缓解公司项目后续开发资金压力。

目前，公司已开发的商品房项目主要有三个：南昌“九珑府”、“隆祥苑”项目和南宁“江南华府”项目。

表 15：截至 2015 年 6 月末公司已完工商品房项目情况

单位：亿元、万平方米、%、元/平方米

项目名称	总投资	总建筑面积	可售面积	预售时间	已售比例	销售均价
九珑府	10.12	37.40	28.46	2011.10	99	5300
江南华府	15.02	46.50	33.55	2013.03	60	5800
隆祥苑	5.78	21.01	16.01	2014.04	73	6800

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司已开发的商品房项目中，南宁华南城“江南华府”项目销售比例较低，主要原因是公司调整销售策略。由于商品房的开发建设仅为物流园区的客户做配套使用，并非公司核心业务和主要利润来源，其开发和销售会根据公司物流园区的阶段性建设规模、整体招商招租进度进行安排。根据目前的经营业态布局和招商策略，公司将南宁华南城商品房的销售策略做出相应的调整，以满足后期物流园区商户的配套需求。

表 16：2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月商品房销售情况

单位：平方米、万元、元/平方米

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
销售面积	234600	160700	73900	150167
销售金额	119187	105102	44520	100354
平均销售价格	5080	6540	6021	6683

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司的商品房销售业务从 2011 年开始确认收入，2011 年和 2012 年，公司该块业务收入主要来自于南昌“九珑府”项目。进入 2013 年以来，由于房地产行业的不景气，公司商品房销售面积及金额均有了一定下降。截至 2015 年 6 月末，公司商品房的销售情况有所改观，销售面积、销售金额以及平均销售价格均有了较大提高。

表 17：截至 2015 年 6 月末公司商品房销售业务土地储备情况

单位：平方米、万元

项目	土地证号	宗地号	用地面积	土地性质	拿地金额	已付金额
南昌华南城	洪土国用登红（2010）第 D021 号	D02	68604	住宅用地	3606	3606
合计	-	-	68604	-	3606	3606

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2015 年 6 月末，公司在商品房销售业务方面土地储备仅有一个地块约 6.86 万平方米，以出让方式取得土地使用权。公司拿地成本约为 525.66 元/平方米，拿地成本较低。

总体来看，公司商品房销售业务定位于为各地华南城项目提供住宅配套，有助于部分缓解公司项目后续开发资金压力。

企业管理

产权结构

截至 2015 年 6 月末，公司注册资本为港币 220000.00 万元，由华南城控股全资控股；郑松兴先生及其家族通过直接和间接方式持有华南城控股 30.62% 股份¹⁰，为公司实际控制人。

公司治理

公司严格按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国外资企业法》及中国其它有关法律、法规的要求，不断完善公司的治理结构，强化内部管理，规范公司经营运作。

公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人。公司董事会下设执行董事、总裁、首席财务总监、集团副总裁负责财务金融、人力行政、工程管理以及业务管理四大职能板块，分别根据各自职责对公司经营与发展提出相关的专业意见和建议。公司根据实际经营情况，设立了 18 个职能部门，负责具体事务。另外，公司设立时，按照《中华人民共和国外资企业法》的要求设置董事会，同时在深圳市工商局及深圳市市场监督管理局办理了备案手续，但未设置监事会或监事。截至 2015 年 6 月末，公司从未收到深圳市工商局、深圳市市场监督管理局之通知要求公司设置监事会或监事。

总体来看，公司法人治理结构比较完善。

内部管理

公司注重内部控制制度的建设和完善，遵循《企业内部控制基本规范》、香港联交所《企业管治常规守则》（因公司股东为香港上市公司）要求，建立了较为完

¹⁰ 郑松兴先生分别拥有 Accurate Gain Developments Limited 及 Proficient Success Limited 已发行股本 65.00% 及 41.08% 股份权益，郑大报先生分别拥有 Accurate Gain Developments Limited 及 Proficient Success Limited 已发行股本的 35.00% 及 58.92% 股份权益。而该两家公司分别持有华南城控股有限公司已发行股本的 15.97% 和 13.61% 股份权益。郑松兴先生及郑大报先生另外各自持有华南城控股有限公司个人权益，分别占华南城控股有限公司已发行股本约 0.98% 和 0.06%，郑松兴先生为郑大报先生的胞弟，故郑松兴先生及其家族直接及间接持有华南城控股有限公司 30.62% 股份。

善的内部控制制度，形成了较好的内部控制环境及监控系统。

基于全面控制原则，公司梳理了所有业务流程并作了细分，确定了 18 个大类的关键业务流程，并在各个环节建立了相应的控制制度，包括《预算管理办法》、《工程成本管理办法》、《工程监督检查管理办法》、《工程招标采购文件及工程类合同标准版本》、《资金管理制度》、《法律事务管理办法及管控权限表》、《绩效考核管理规定》、《建设工程重大安全事故应急预案》、《合同审批及签订流程的管理办法》、《内部审计章程》等。同时，公司通过各类人员的岗位职责、岗位标准、岗位罚则及工作流程的制订，以从制度上提高内控制度的执行力度。

财务及资金管理方面，公司制订了《华南国际工业原料城（深圳）有限公司财务管理制度汇编》，该制度分别从财务管理、会计核算、财务人员管理、预算管理及控制、财务分析管理、财务档案管理等方面进行了规范。公司实行会计电算化管理，统一财务软件、统一会计凭证、会计帐簿和财务会计报告的处理程序。公司建立了较全面的资金营运管理体系，制定了《华南国际工业原料城（深圳）有限公司资金管理制度》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司付款管理流程》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司资金调拨管理制度》和《华南国际工业原料城（深圳）有限公司费用报销管理指引》等，对资金计划、对外付款、资金收付、票据管理、销售回款、费用报销等流程进行了规范。

安全生产方面，公司以“安全第一、预防为主”为方针，根据国家《安全生产法》、《消防法》及其他法律、法规的要求，建立了安全生产管理制度；在工程安全生产管理方面，从建设项目立项，到工程招标、项目施工、项目竣工验收等各个环节，均建立、明确了相应的安全管理制度与责任。在市场的安全经营管理方面，公司制订和完善了有关安全经营、市场治安综合管理等制度，以规范、约束市场商户的经营行为，引导商户的诚信、守法经营。

工程管理方面，公司注重工程质量及成本的管理，从设计、采购到建设建立了一系列的制度进行较严格的管控，主要制度包括《华南国际工业原料城（深圳）有限公司规划设计管理工作指引》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司工程招标管理办法》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司工程成本管理办法》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司工程建设管理办法》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司工程监督检查管理办法》和《华南国际工业原料城（深圳）有限公司工程项目管理制度》。公司设立了规划设计部、招标采购部、成本管理部、工程监督部对各项目的工程建设实施对口管理，对各项目的成本进行管控，并保证物资和劳务的及时供应，以及提高对项目工程质量和进度的保障能力。

子公司管理方面，公司主要在投资、财务、人事和其他重大事项上对子公司实施控制和管理。公司总部各职能管理部门对子公司进行业务指导、工作检查，监督子公司职责的有效履行。子公司管理的基本模式是：子公司按《公司法》和《公司章程》的规定，构建股东（大）会、董事会（执行董事）、监事会（监事）、经理层的法人治理结构；公司向子公司推荐董事、监事及高级管理人员；子公司的日常经营由总经理组织实施，根据公司的总体经营计划独立负责的开展经营活动；子公司对重要事项分别履行请示、报批职责；子公司统一执行公司的财务会计制度，其会计报表纳入公司合并报表。公司根据《华南国际工业原料城（深圳）有限公司内部审计章程》、《华南国际工业原料城（深圳）有限公司内部审计操作规程细则》

对子公司实行内部审计。

总体来看，公司内部管理制度较为健全，运作较为规范。

人员素质

截至 2014 年末，公司共有 5 名董事、4 名高级管理人员。公司主要董事会成员及高级管理人员情况如下：

郑妙芳女士，现为公司董事长兼总经理，34 岁，工商管理学硕士；于 2003 年起加入深圳华南城。在项目谈判、运营发展、行政管控、流程信息、财务统筹、物业运维、政策法务等专业领域具有丰富的企业管理经验。目前主要负责公司物流园区开发及配套业务的运作、管控和实施。

谭卫忠先生，现为公司副总经理兼财务总监，52 岁，研究生学历；历任深圳市旅游集团计划财务部部长；目前主要负责公司的法律、行政及财务工作。

钱文贵先生，现为公司副总经理，38 岁，历任公司工程部副总经理，设计技术部总经理。目前主要负责公司的工程建设和实施。

魏强先生，现为公司副总经理，42 岁，历任深圳艺展投资发展有限公司董事兼总经理，深圳古玩城总经理。目前主要负责招商中心及各专业市场的招商、运营、销售等工作。

截至 2015 年 6 月末，公司共有在职员工 5384 人。按学历划分，大专及专科以下学历占 62.35%，本科学历占 34.25%，硕士及以上学历占 3.40%；按专业划分，人力行政人员占 16.46%，财务金融人员占 8.23%，工程管理人员占 14.06%，业务管理人员占 61.26%。

总体来看，公司核心管理人员具备多年大型商贸物流以及工业原料园区的开发与经营业务的管理经验；公司员工结构较为合理，能够满足公司业务发展的需要。

发展战略

未来几年，公司发展的战略目标是巩固中国“综合商贸物流中心”地位。未来，公司会将持有物业比例保持在 50%左右，并根据各地市场情况研究分别保持最佳的销售物业与投资物业的结合。同时，根据区域经济特点，扩充商贸交易中心的产业品类覆盖面，提高交易中心的产业生产链的垂直整合水平；加大各类品牌推广，通过多种营销措施，缩短市场培育期，提高项目中交易中心的使用率、租金及人流。

财务分析

财务质量

公司提供了 2012 年~2014 年及 2015 年 1~6 月的财务报表。中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2012 年~2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2015 年 1~6 月的财务报表未经审计。

截至 2015 年 6 月末，纳入公司合并报表范围的子公司详见附件一。2013 年公司新设立了西安华盛佳和商业发展有限公司、南昌华盛佳和商业投资有限公司、南昌乾龙物流有限公司、西安乾龙物流有限公司、郑州乾龙物流有限公司、合肥乾龙物流有限公司、哈尔滨乾龙物流有限公司及郑州乾龙置业有限公司等 12 家子公司，

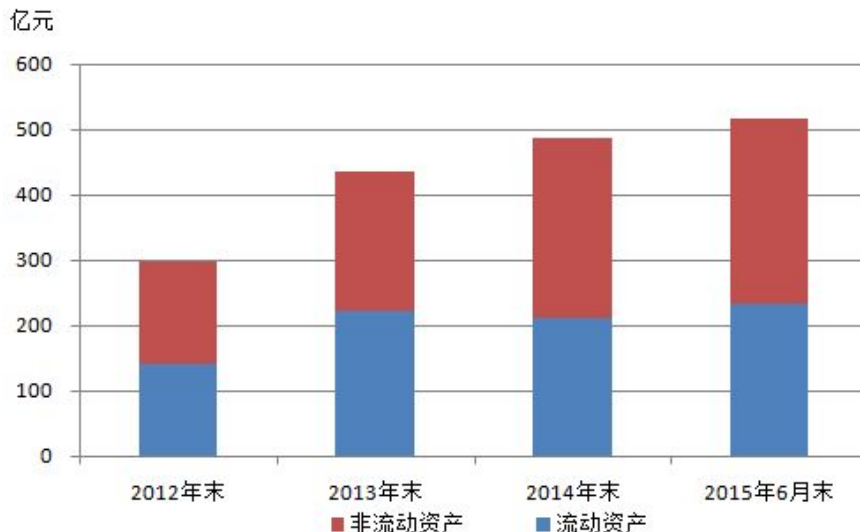
并收购了深圳好百年家居连锁股份有限公司 37.50% 的股份¹¹，均纳入当年合并报表范围；2014 年公司新设立了哈尔滨华盛佳和商业发展有限公司、哈尔滨乾龙置业有限公司、合肥华盛商业运营有限公司、西安嘉泰商业运营管理有限公司、南昌华望城有限公司、郑州华盛佳和商业投资有限公司及深圳华南城商贸物流服务有限公司等 12 家子公司，并全部纳入当年合并报表范围，自 2014 年 12 月起，深圳华盛商业发展有限公司、南昌华盛佳和商业发展有限公司、南宁华盛佳和商业发展有限公司等 11 家子公司不再纳入合并范围；2015 年 1~3 月，公司对深圳市乾龙运营管理有限公司的股权进行了转让。

资产构成

2012 年~2014 年末，公司资产总额逐年增长，分别为 297.39 亿元、434.62 亿元和 485.47 亿元，年均复合增长率为 27.77%。截至 2015 年 6 月末，公司资产总额为 517.12 亿元，较 2014 年末增长 6.52%。

2012 年~2014 年末，公司资产构成中流动资产占比分别为 47.64%、51.16% 和 43.48%，非流动资产占比分别为 52.36%、48.84% 和 56.52%。截至 2015 年 6 月末，公司资产构成较 2014 年末变化不大，其中流动资产占比 44.89%，非流动资产占比 55.11%。公司资产中非流动资产占比较大，有别于一般的房地产企业，主要原因系由于华南城各地所在政府对公司的租售比均有一定要求，故使公司非流动资产中的投资性房地产在资产总额中占比较大。

图 5: 公司资产构成情况



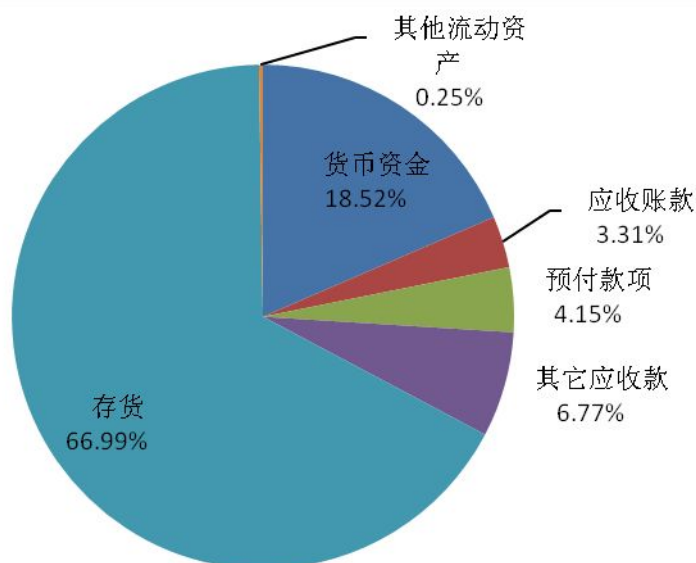
资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2012 年~2014 年末，公司流动资产波动中有所增加，分别为 141.69 亿元、222.36 亿元和 211.11 亿元。截至 2014 年末，公司流动资产主要由存货、货币资金、其他应收款和预付账款构成，占比分别为 66.99%、18.52%、6.77% 和 4.15%，合计占比达 96.43%。

¹¹ 收购股份后，公司成为深圳好百年家居连锁股份有限公司第一大股东，并在董事会中占有多数。

图 6:截至 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

2012 年~2014 年末，公司存货逐年增加，分别为 97.10 亿元、121.50 亿元和 141.42 亿元。截至 2014 年末，公司存货主要由开发成本和开发产品构成，占比分别为 47.07%和 52.84%。2014 年末，存货中用于债务抵押的账面价值为 30.49 亿元。其中，2014 年存货增加较多的原因主要来自于郑州华南城项目及南昌华南城项目的开发产品增长。

2012 年~2014 年末，公司货币资金有所波动，分别为 28.24 亿元、78.51 亿元和 39.11 亿元。截至 2014 年末，公司货币资金由现金和银行存款构成，占比分别为 0.08%和 99.92%，其中公司受限货币资金 8.97 亿元，占货币资金总额的比例为 22.94%。

2012 年~2014 年末，公司其他应收款逐年增加，分别为 3.87 亿元、5.80 亿元和 14.29 亿元，主要由往来款以及押金及保证金构成，占比分别为 59.90%和 7.63%。2014 年末，公司其他应收款同比大幅增长 146.40%，主要是应收往来款大幅增加所致。2014 年末，公司其他应收款以 1 年以内账龄为主，占比为 89.10%。截至 2014 年末，公司其他应收款已计提坏账准备 0.03 亿元，占其他应收款总额的 0.22%，主要是针对深圳华南城项目逾期的个人购房委托贷款计提坏账准备。

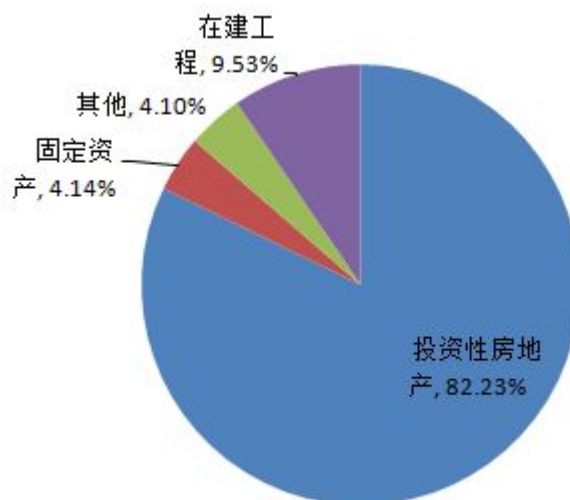
2012 年~2014 年末，公司预付款项分别为 8.79 亿元、5.00 亿元和 8.76 亿元，主要由预付土地款以及预付工程款构成，占比分别为 58.56%和 40.41%。

截至 2015 年 6 月末，公司流动资产 232.13 亿元，较 2014 年末增加 9.96%，主要是货币资金增加所致。从构成情况来看，流动资产主要由存货、货币资金、其他应付款和应收账款构成，占比分别为 66.24%、22.34%、7.52%和 3.15%，合计占比达 99.25%。

2. 非流动资产

2012 年~2014 年末，公司非流动资产逐年大幅增加，分别为 155.71 亿元、212.26 亿元和 274.36 亿元。截至 2014 年末，公司非流动资产主要由投资性房地产、在建工程和固定资产构成，占比分别为 82.23%、9.53%和 4.14%。

图 7：截至 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司投资性房地产按照成本进行初始计量，采用公允价值模式进行后续计量。2012 年~2014 年末，公司投资性房地产分别为 130.34 亿元、178.47 亿元和 225.60 亿元，在总资产中占比分别为 43.83%、41.06%和 46.47%。2014 年末，公司投资性房地产同比增长 26.41%，主要系新增深圳华南城、南宁华南城、哈尔滨保利通及南昌华南城投资性房地产所致，其中用于借款抵押的账面价值为 114.06 亿元。

2012 年~2014 年末，在建工程分别为 16.95 亿元、19.49 亿元和 26.15 亿元。截至 2014 年末，公司主要的在建项目有深圳华南城、南昌华南城、西安华南城、南宁华南城、哈尔滨华南城、哈尔滨宝力通、郑州华南城、郑州乾龙物流及合肥乾龙物流等项目的在建工程。其中，2014 年末公司在建工程同比增加 34.11%，主要为上述各项目施工增加所致。

2012 年~2014 年末，公司固定资产分别为 3.20 亿元、5.62 亿元和 11.35 亿元。截至 2014 年末，公司固定资产同比大幅增长 102.11%，主要系深圳和郑州华南城办公楼及招商中信等固定资产结转所致，其中用于借款抵押的固定资产账面价值为 2.99 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司非流动资产为 284.99 亿元，较 2014 年末略有增加。与 2014 年末相比，非流动资产构成变化不大。

总体来看，近年来，公司资产规模快速增长，资产结构以非流动资产为主，非流动资产中投资性房地产占比较大，整体资产质量较好。

资本结构

1. 所有者权益

2012 年~2014 年末，公司所有者权益分别为 111.28 亿元、138.93 亿元和 156.81 亿元。截至 2014 年末，公司所有者权益中股本占比 12.48%，资本公积占比 0.12%，其他综合收益占比 1.48%，盈余公积占比 1.08%，未分配利润占比 76.57%，少数股东权益占比 8.27%。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益 149.17 亿元，较 2014 年末减少 4.87%，

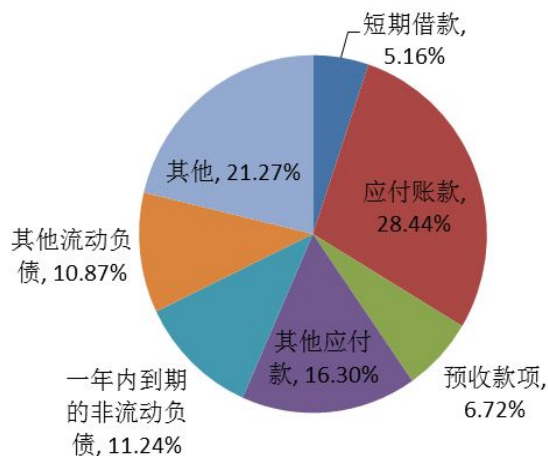
主要由于未分配利润减少所致。

2. 负债

2012 年~2014 年末, 公司负债总额逐年大幅增长, 分别为 186.12 亿元、295.69 亿元和 328.66 亿元, 年均复合增长率为 32.89%, 主要是长期借款、一年内到期的非流动负债及应付账款增加较快所致。截至 2014 年末, 公司流动负债占比 61.72%, 非流动负债占比 38.28%。截至 2015 年 6 月末, 公司负债总额为 367.95 亿元, 负债结构较 2014 年末变化不大。

2012 年~2014 年末, 公司流动负债分别为 119.48 亿元、202.96 亿元和 202.86 亿元, 其中 2013 年末大幅增长主要原因是公司一年内到期的非流动负债和应付账款增加较快所致。截至 2014 年末, 公司流动负债主要由应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和预收账款构成, 占比分别为 28.44%、16.30%、11.24% 和 6.72%。

图 8: 截至 2014 年末公司流动负债构成



资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

2012 年~2014 年末, 公司应付账款逐年增长, 分别为 28.33 亿元、35.08 亿元和 57.69 亿元。截至 2014 年末, 公司应付账款账龄在 1 年以内的占比为 87.97%, 主要是公司应付工程款。

2012 年~2014 年末, 公司其他应付款分别为 28.44 亿元、36.50 亿元和 33.08 亿元。截至 2014 年末, 公司其他应付款主要由押金保证金、往来款以及代收款构成, 分别占比 24.82%、46.07% 和 22.79%。

2012 年~2014 年末, 公司一年内到期的非流动负债逐年增长, 分别为 7.55 亿元、15.42 亿元和 22.80 亿元, 主要为一年内到期的长期借款。

2012 年~2014 年末, 公司预收款项分别为 17.53 亿元、50.56 亿元和 13.63 亿元, 主要为预收房地产销售款。2013 年末, 预收款项同比增加 188.35%, 主要原因系子公司哈尔滨宝力通市场开发管理有限公司、郑州华南城有限公司、哈尔滨华南城有限公司当期预售所致。2014 年末, 公司预收款项同比减少 73.04%, 主要是子公司哈尔滨宝力通市场开发管理有限公司、郑州华南城有限公司、哈尔滨华南城有限公司本次部分物业已满足收入确认条件所致。2014 年末, 公司预收款项账龄以 1 年以内为主, 占比为 99.51%。

2012 年~2014 年末，公司其他流动负债大幅增长，分别为 0.02 亿元、0.03 亿元和 22.04 亿元。截至 2014 年末，公司其他流动负债主要为公司于 2014 年 10 月份发行一年期短期融资券，金额为人民币 22.00 亿元，起息日为 2014 年 10 月 17 日。

2012 年~2014 年末，公司短期借款波动中有所下降，分别为 17.41 亿元、27.96 亿元和 10.47 亿元。截至 2015 年 6 月末，公司短期借款 23.89 亿元，其中，保证借款占比 53.16%，信用借款占比 32.19%，抵押借款占比 11.81%，保证加抵押借款占比 8.37%。

截至 2015 年 6 月末，公司流动负债为 214.08 亿元，较 2014 年末增加了 5.53%。其中，应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和预收账款占流动负债的比重分别为 21.11%、15.34%、11.69%和 5.11%。

2012 年~2014 年末，公司非流动负债逐年增加，分别为 66.64 亿元、92.73 亿元和 125.80 亿元，主要是应付债券增加所致。截至 2014 年末，公司非流动负债主要由长期借款，递延所得税负债以及应付债券构成，占比分别为 39.75%，30.92%和 15.66%。截至 2015 年 6 月末，公司非流动负债 153.87 亿元，长期借款、递延所得税负债以及应付债券占非流动负债比重分别为 38.42%，25.26%和 22.48%。

截至 2014 年末，公司长期借款 50.01 亿元，大部分用于项目开发与建设。从贷款种类看，保证加抵押借款 20.44 亿元，占比 40.87%；抵押借款 17.38 亿元，占比 34.75%；质押借款 5.00 亿元，占比 9.98%；保证借款 4.63 亿元，占比 9.26%；信用借款 2.56 亿元，占比 5.12%。从长期借款的期限看，公司长期借款期限基本为 2~3 年，与房地产企业单个项目的平均建设周期基本相匹配。截止 2015 年 6 月末，长期借款 59.11 亿元，其中保证加抵押借款 33.95 亿元，占比 57.43%；抵押借款 22.07 亿元，占比 37.33%；保证借款 2.40 亿元，占比 4.06%；信用借款 0.70 亿元，占比 1.18%。

截至 2014 年末，公司递延所得税负债 38.89 亿元，其中公允价值变动增加的所得税影响 37.44 亿元，占比 96.27%。截至 2015 年 6 月末，公司递延所得税负债 38.86 亿元。

截至 2014 年末，公司应付债券为 19.71 亿元。截至 2015 年 6 月末，公司应付债券为 34.58 亿元，具体情况见表 18。

表 18：截至 2015 年 6 月末公司已发行债券情况

单位：亿元、%

债券简称	发行时间	发行金额	利率
14 华南工业 MTN001	2014.05.12-2019.05.09	10	7.50
14 华南工业 MTN002	2014.09.15-2019.09.12	10	8.40
14 华南工业 CP001 ¹²	2014.10.17-2015.10.17	22	5.40
15 华南城债	2015.04.13-2021.04.13	15	7.00

资料来源：公开资料，东方金诚整理

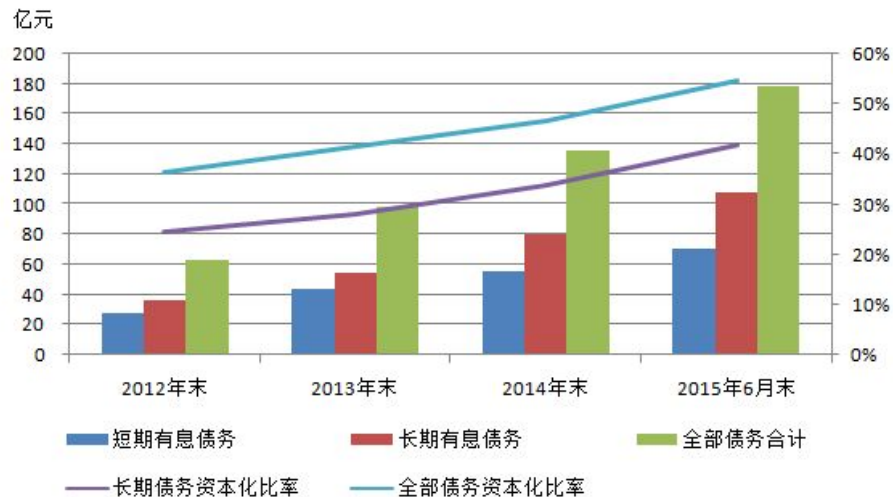
2012 年~2014 年末，公司全部债务分别为 63.46 亿元、98.20 亿元和 135.74 亿元，呈逐年大幅增长态势，公司债务主要由长期借款构成，截至 2014 年末，公

¹² 计入其他流动负债。

司短期有息债务占比 40.72%，长期有息债务占比 59.28%。2012 年~2014 年末，公司债务水平逐年增长，截至 2014 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.70%和 46.40%。近年来，公司面临的债务压力有所加大。

截至 2015 年 6 月末，公司全部债务为 178.91 亿元，其中，短期有息债务占比 39.64%，较 2014 年末减少 1.08 个百分点；长期有息债务占比 60.36%，较 2014 年有所上升。截至 2015 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.15%和 54.53%，较 2014 年末有所增加，主要是长期借款和已发行债券增加所致。

图 9：公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2015 年 6 月 30 日，公司对外担保余额 7.66 亿元，对外担保比率为 5.14%。主要是对公司同一控制人下关联方合肥华南城有限公司以及重庆华南城有限公司的担保额合计 7.60 亿元；此外，公司对郑州惠泽源化工有限公司担保 58.00 万元，对深圳中汇城投资有限公司担保 500.00 万元。

公司与工商银行、中国银行、建设银行、农业银行、兴业银行、中信银行、交通银行等金融机构建立了良好的合作关系。截至 2015 年 6 月末，公司合并口径授信总额为 188.88 亿元，已使用的授信额度为 142.81 亿元，未使用的授信余额为 46.07 亿元。

总体来看，公司近三年债务规模逐年增加，债务压力有所加大。

盈利能力

2012 年~2014 年，公司营业收入分别为 47.36 亿元、74.06 亿元和 102.98 亿元，年均复合增长率为 47.46%；营业成本分别为 24.80 亿元、35.19 亿元和 58.56 亿元，年均复合增长率为 53.66%，公司营业利润率分别为 34.60%、35.88%和 30.48%，其中 2014 年营业成本上升幅度较大，主要为当年实际应付的应计入房地产开发成本中的项目贷款利息增加较多所致。2015 年 1~6 月，公司营业收入为 30.00 亿元，营业成本为 15.95 亿元，营业利润率为 33.98%。

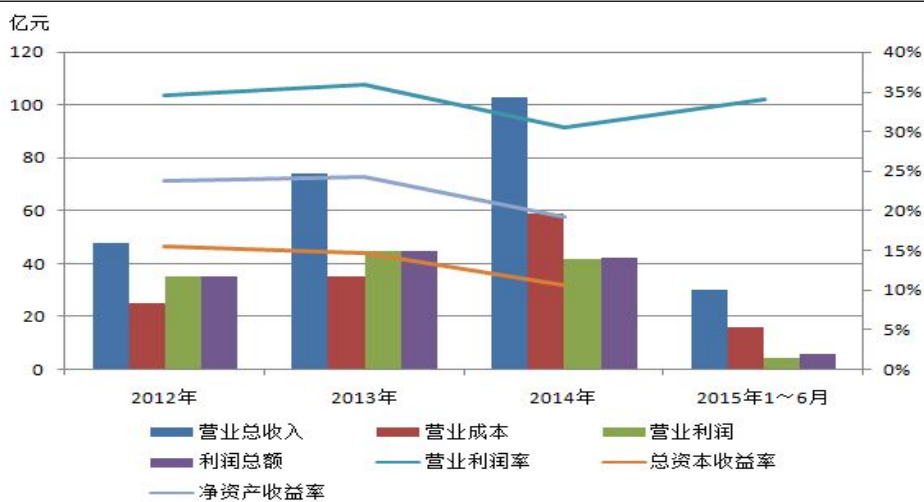
2012 年~2014 年，公司期间费用逐年增长，分别为 6.17 亿元、9.10 亿元和 14.03 亿元，占营业收入的比重分别为 13.02%、12.29%和 13.63%。2014 年，公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 42.77%、51.03%和 6.20%。

2015 年 1~6 月，公司期间费用 6.11 亿元，占营业收入的比重为 20.37%。

2012 年~2014 年，公司营业利润和利润总额呈波动上升。2014 年，公司营业利润和利润总额分别为 41.31 亿元和 41.85 亿元，同比下降 7.17%和 6.31%。2014 年，公司投资收益 0.31 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业利润 4.17 亿元，利润总额 5.58 亿元。

从盈利指标来看，2012 年~2014 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈下降态势，总资产收益率分别为 15.55%、14.63%和 10.69%，净资产收益率分别为 23.77%、24.26%和 19.29%。

图 10：公司盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，公司近三年营业收入呈快速上升趋势，尽管受营业成本上升的影响，近年来盈利能力有所下降，但整体盈利能力仍较强。

现金流

2012 年~2014 年，公司经营活动现金流入量波动中有所上升，分别为 61.88 亿元、112.83 亿元和 72.33 亿元。2014 年经营现金流入为 72.33 亿元，同比减少 35.89%，主要是较少大型新项目开售，导致销售商品提供劳务收到的现金较上年减少 38.60%所致；近三年现金流出分别为 60.86 亿元、69.74 亿元和 91.37 亿元，主要为开发成本支出。2012 年~2014 年，公司经营性净现金流分别为 1.02 亿元、43.09 亿元和 -19.04 亿元，经营活动现金流于 2014 年由正转负，主要原因是公司为了项目储备支付了较多的项目合作意向金、保证金或土地出让金。随着未来公司物流园区开发项目中可以实现预售的面积增加，预计公司经营活动净现金流量将随之增加。

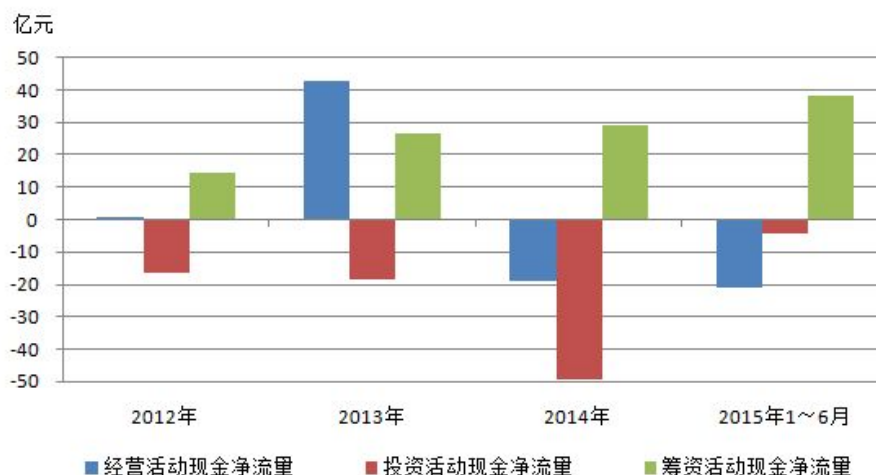
2012 年~2014 年，公司投资活动现金流出分别为 17.09 亿元、20.18 亿元和 49.09 亿元，呈不断增长的状态。2014 年大幅增加主要是因为是在建工程所支付的现金增加所致。2012 年~2014 年，公司投资活动净现金流分别为 -16.64 亿元、-18.39 亿元和 -49.55 亿元。

2012 年~2014 年，公司筹资活动现金流入主要以长期借款为主，现金流出主要以偿还债务和支付借款利息为主。2012 年~2014 年，公司筹资活动净现金流分

别为 14.53 亿元、26.84 亿元和 29.19 亿元。

2015 年 1~6 月，公司经营活动现金净流量和投资活动现金净流量仍为负，分别为-21.05 亿元和-4.52 亿元；筹资活动现金净流量为 38.31 亿元。

图 11：公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，2014 年公司经营活动净现金流量和投资活动净现金流量均表现为净流出，对外部融资依赖较大。公司当前在建及拟建物流园区开发项目较多，投入金额较大，预计未来仍然面临一定的外部融资压力。

偿债能力

2012 年~2014 年，公司流动比率分别为 118.59%、109.56%和 104.06%，速动比率分别为 37.32%、49.69%和 34.35%，有所波动。2012 年~2014 年，受经营性净现金流量为净流出影响，公司经营性净现金流流动负债比也逐年下降，经营性现金流对流动负债的保障能力不强。截至 2015 年 6 月末，公司流动比率和速动比率较 2014 年末有所上升，但经营性净现金流为负值。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2012 年~2014 年，公司 EBITDA 分别为 36.18 亿元、46.22 亿元和 43.94 亿元；全部债务/EBITDA 的倍数分别为 1.75 倍、2.12 倍和 3.09 倍，呈逐年上升趋势；EBITDA 利息倍数分别为 8.35 倍、7.69 倍和 5.93 倍，呈逐年下降趋势。2012 年以来，公司债务压力逐渐加大，但随着在建和拟建物流园区开发项目建设的推进，预计未来公司长期偿债能力将逐步增强。

表 19：公司偿债能力情况

指 标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
流动比率 (%)	118.59	109.56	104.06	108.43
速动比率 (%)	37.32	49.69	34.35	36.60
经营性净现金流流动负债比 (%)	0.85	21.23	-9.39	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.35	7.69	5.93	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.75	2.12	3.09	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

本次债券偿债能力

本次债券的拟发行额度为不超过 44 亿元，拟发行额度是公司 2015 年 6 月末全部债务和负债总额的 27.39%和 13.32%，对公司现有资本结构有一定影响大。

截至 2015 年 6 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 71.15%和 54.53%。以公司 2015 年 6 月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率将上升至 80.63%和 60.44%，较发债前水平有所上升，公司债务负担将进一步加重。

以公司 2014 年的财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本次公司债的保护倍数分别为 0.90 倍、1.48 倍、-0.39 倍和-1.40 倍，对本次公司债券保障程度较弱。

表 20：本次债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/本次发债额度	0.74	0.94	0.90
经营活动现金流入/本次发债额度	1.26	2.30	1.48
经营活动现金净流量/本次发债额度	0.02	0.88	-0.39
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.32	0.50	-1.40

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期债务期限结构来看，本次债券存续期内，含本次债券和公司现有长期有息债务的每年本金偿还额将于 2021 年 7 月至 2022 年 6 月达到最高，金额为 44.44 亿元，存在一定的集中兑付压力。

表 21：本次债券存续期内公司长期债务期限结构情况

单位：亿元

债务到期时间	长期债务本金 到期偿还金额	本期债券本金 到期偿还金额	合计
2016.07~2017.06	24.69	-	24.69
2017.07~2018.06	25.23	-	25.23
2018.07~2019.06	19.53	-	19.53
2019.07~2020.06	12.73	-	12.73
2020.07~2021.06	18.40	-	18.40
2021.07~2022.06	0.44	44.00	44.44
合计	101.02	44.00	145.02

资料来源：公司提供，东方金诚整理

在本次债券存续期内，公司面临一定的偿债压力，但随着公司在建和拟建项目实现预售以及项目完工结算，公司获取现金的能力将有望逐步增强，对到期债务本息偿付的保障能力也将会逐步增强。总体来看，本次债券到期不能偿还的风险很低。

担保能力分析

担保条款

公司拟公开发行规模不超过人民币 44 亿元（含 44 亿元）的公司债券，公司控股股东华南城控股为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并出具了担保函。

华南城控股承担保证责任的保证范围为本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。华南城控股所承担保证责任期间为本次债券存续期及本次债券到期之日后两年止。

根据本次债券募集说明书约定，在担保函项下保证范围及保证期间内，如公司不能全部兑付债券本息，华南城控股应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户，债券持有人可分别或联合邀请华南城控股承担保证责任。债券持有人的代理人有义务代理债券持有人要求华南城控股履行保证责任。如担保函规定的担保期间内，债券持有人对华南城控股负有同种类、品质的到期债券的，可依法将该债务与其在本担保函项下对担保人的债券相抵消。

根据本次债券《债券受托管理协议》的约定，公司未按照募集说明书的规定按期、足额将到期的本次债券利息和/或本金时，应当按照债券受托管理人求追加担保，并履行《债券受托管理协议》约定的其他偿债保障措施，并须配合受托管理人办理其依法申请法定机关采取的财产保全措施。

担保主体概况

华南城控股主营商贸物流园区及配套物业的开发及运营，并辅以少量住宅业务的开发。

华南城控股原名为大维有限公司，于 2002 年 5 月 9 日注册成立，初始股本为一千万港元，注册地址为香港九龙尖沙咀广东道 15 号港威大厦永明金融大楼 2205 室。2002 年 7 月 26 日，大维有限公司更名为华南城控股有限公司。2009 年 9 月 4 日，华南城控股股本增至 3 亿港元。2009 年 9 月 30 日，华南城控股在香港联交所主板上市交易，股票代码 1668.HK。

2014 年 1 月 15 日，腾讯控股有限公司（以下简称“腾讯”）通过其全资子公司 THL H Limited 以约 15 亿港元配售本公司约 9.9% 的股份，并于同年 9 月 23 日行使其 24480 万股认股权，以 8.225 亿港元增持华南城控股股份，截至 2015 年 3 月末，腾讯于华南城控股的持股比例为 11.56%。

截至 2015 年 3 月末，Accurate Gain Developments Limited 及 Proficient Success Limited 分别为华南城控股的主要股东，持股比例分别为 15.97% 和 13.61%，郑松兴分别拥有 Accurate Gain Developments Limited 及 Proficient Success Limited 股本 65.00% 及 41.08% 股权，郑大报分别拥有 Accurate Gain Developments Limited 及 Proficient Success Limited 股本的 35.00% 及 58.92% 股权。此外，郑松兴及郑大报分别持有华南城控股 0.98% 和 0.06% 股权，郑松兴为郑大报胞弟，郑松兴及其家族直接及间接持有华南城控股 30.62% 股份。

表22：截至2015年3月末华南城控股主要股东持股情况

单位：%、万股

股东名称	股东类型	持股比例	持股数量
Accurate Gain Developments Limited	持股 5%以上股东	15.97	127819.68
Proficient Success limited	持股 5%以上股东	13.61	108898.41
Chen's International Investment Limited	持股 5%以上股东	12.53	100252.40
THL H Limited	持股 5%以上股东	11.56	92510.00
京晖国际有限公司	持股 5%以上股东	6.54	52389.98
梁满林	持股 5%以上股东	2.25	18006.00
合计	-	62.46	499876.47

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2015 年 3 月末，华南城控股纳入合并报表范围的主要子公司共 19 家，其中主要直接控股子公司 2 家。

截至 2015 年 3 月末，华南城控股资产总额 580.24 亿元，所有者权益 198.20 亿元，资产负债率为 65.84%；2014/2015 财年，公司实现营业收入 77.29 亿元，税前利润 46.41 亿元。

担保能力

华南城控股主要从事大型商贸物流园区以及商品交易中心的开发与经营业务，业务区域分布于深圳、西安和哈尔滨等八个大型城市，具有一定的规模和品牌优势；我国经济的持续增长以及降低物流成本的内在需求，加上政策的支持，将为大型商贸物流园区和交易中心的发展提供较好的发展机遇；公司分期滚动的商贸物流园区开发模式有利于公司保障项目持续开发的资金需求，并获取长期稳定的收益；公司各个华南城项目内可售面积和土地储备较多，且土地获得成本较低。

同时，东方金诚也关注到，商贸物流园区和交易中心的开发和经营面临宏观经济增速放缓、商品交易市场竞争日趋激烈等不利因素，来自网络零售市场竞争压力也逐步加大；公司在建和拟建的物流园区开发项目投资规模较大，面临一定的筹资压力；公司近三年有息债务逐年增加，债务负担有所加大。

东方金诚评定华南城控股主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

综合来看，华南城控股具有较强的抗风险能力，代偿能力很强。

抗风险能力

东方金诚国际信用评估有限公司通过对华南国际工业原料城（深圳）有限公司经营环境、竞争力、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为我国经济的持续增长以及降低物流成本的内在需求，加上政策的支持，将为大型商贸物流园区和交易中心的发展提供较好的发展机遇；公司“租售结合、出租为主”的分期滚动开发模式有利于保障公司商贸物流园区项目持续开发的资金需求，并获取长期稳定的收益；公司各个华南城项目内可售面积和土地储备较多，且土地获得成本较低；本次债券由控股股东提供连带责任保证担保，控股股东实力较强，其提供的保证担保能提升本次债券的安全性。

同时，东方金诚也关注到商贸物流园区和交易中心的开发和经营面临宏观经济增速放缓、商品交易市场竞争日趋激烈等不利因素，来自网络零售市场竞争压力也逐步加大；2014 年以来，由于营业成本上升幅度较大，公司毛利率略有下降，总体盈利能力有所下降；公司在建和拟建的物流园区开发项目投资较大，面临一定的筹资压力；公司近年来长期借款大幅增加，面临一定的偿债压力等不利因素。

结论

东方金诚评定华南城主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；本次债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本次债券具备很强的偿还保障，到期不能偿还的风险很低。

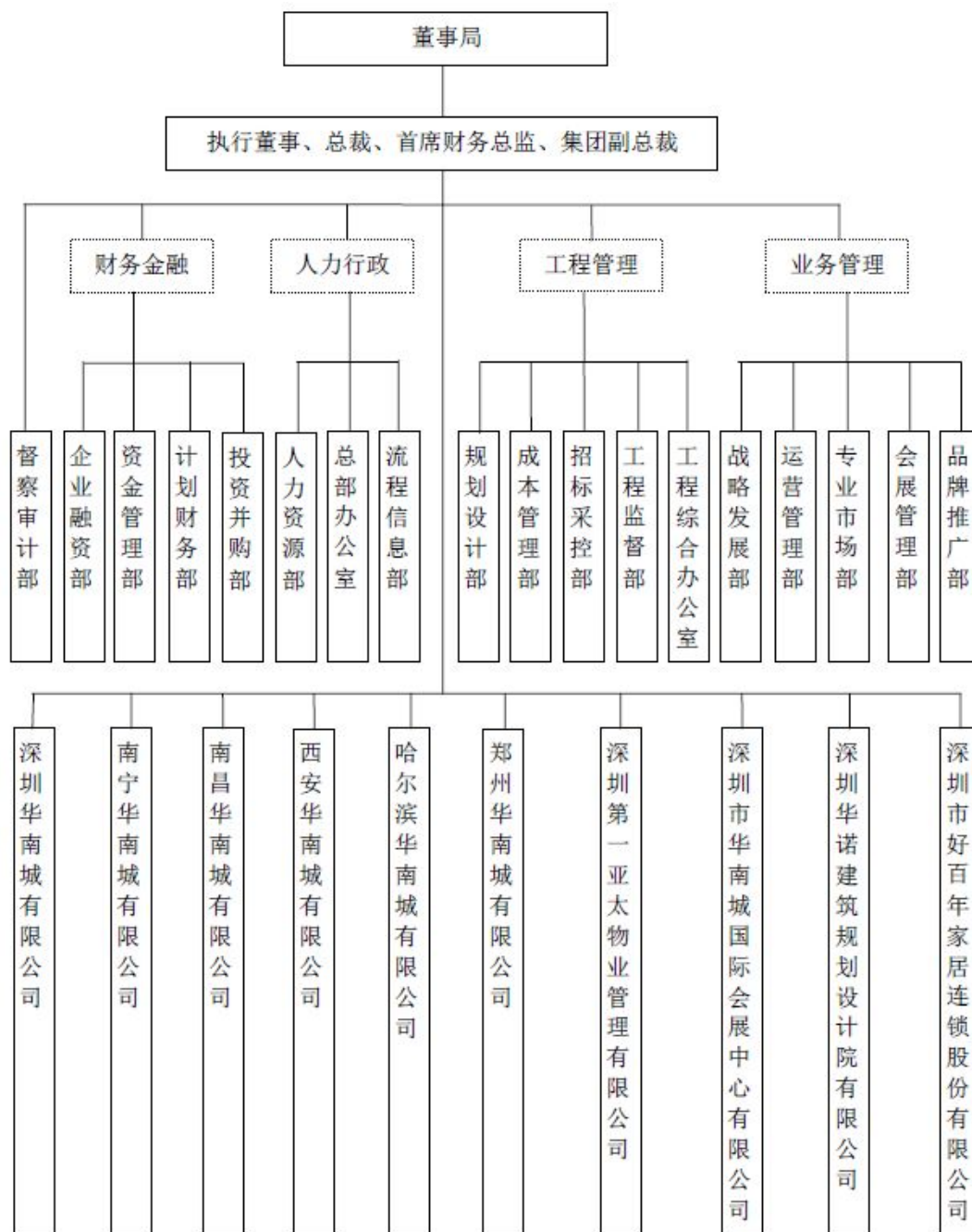
附件一：截至 2015 年 6 月末公司下属子公司情况

单位：万元、%

序号	公司名称	注册资本	实际出资额	持股比例	表决权比例
1	深圳市华南城国际会展中心有限公司	200.00	200.00	100.00	100.00
2	深圳市华南城广告有限公司	150.00	150.00	100.00	100.00
3	深圳跨国电子采购中心有限公司	2000.00	2000.00	95.00	95.00
4	河源华南城商贸有限公司	2000.00	2000.00	100.00	100.00
5	南宁华南城有限公司	100000.00	100000.00	100.00	100.00
6	南宁华乐园娱乐投资有限公司	150.00	-	100.00	100.00
7	南宁嘉泰商业运营管理有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
8	西安嘉泰商业运营管理有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
9	深圳市好百年家居连锁股份有限公司	48000.00	19200.00	37.50	75.00
10	深圳市德高投资发展有限公司	300.00	300.00	37.50	75.00
11	中山市好百年家居有限公司	100.00	100.00	26.25	52.50
12	杭州美庭品味家居销售有限公司	3200.00	3200.00	37.50	75.00
13	深圳市好百年办公家居有限公司	300.00	300.00	30.00	60.00
14	深圳市美庭商贸有限公司	300.00	300.00	37.50	75.00
15	深圳市好百年企业管理顾问有限公司	100.00	100.00	37.50	75.00
16	深圳市好百年物业管理有限公司	100.00	100.00	37.50	75.00
17	深圳市好百年商贸有限公司	3000.00	3000.00	37.50	75.00
18	珠海市好百年家居有限公司	100.00	100.00	37.50	75.00
19	福州好百年家居有限公司	100.00	100.00	37.50	75.00
20	重庆好百年家居有限公司	100.00	100.00	37.50	75.00
21	上海好百年家居市场经营管理有限公司	100.00	100.00	37.50	75.00
22	北京好百年家居商场有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
23	长沙好百年家居有限公司	200.00	200.00	37.50	75.00
24	广西好百年商业管理有限公司	1000.00	1000.00	37.50	75.00
25	郑州好百年家居销售有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
26	西安好百年商业运营管理有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
27	哈尔滨好百年家居有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
28	南昌好百年家居有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
29	合肥好百年商业管理有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
30	重庆好百年商业管理有限公司	500.00	500.00	37.50	75.00
31	华南城集团有限公司	30000.00	30000.00	100.00	100.00
32	西安华南城有限公司	100000.00	100000.00	100.00	100.00
33	西安泰盛商业运营管理有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
34	哈尔滨华南城有限公司	50000.00	50000.00	100.00	100.00
35	哈尔滨宝力通市场开发管理有限公司	50000.00	50000.00	100.00	100.00
36	郑州华南城有限公司	100000.00	100000.00	100.00	100.00
37	郑州振中房地产开发管理有限公司	1000.00	1000.00	100.00	100.00
38	郑州银湖置业有限公司	1000.00	1000.00	100.00	100.00

39	郑州宝力通市场开发管理有限公司	1000.00	1000.00	100.00	100.00
40	郑州兴茂实业发展有限公司	1000.00	1000.00	100.00	100.00
41	郑州普菲特商业地产有限公司	1000.00	1000.00	100.00	100.00
42	深圳第一亚太物业管理有限公司	5000.00	5000.00	97.50	97.50
43	诸暨泛亚物业管理有限公司	50.00	50.00	80.00	80.00
44	华南富豪酒楼（深圳）有限公司	500.00	500.00	50.50	50.50
45	华丽城酒店（深圳）有限公司	4000.00	4000.00	65.00	65.00
46	深圳华利嘉电子市场管理有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
47	深圳华昌商业运营管理有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
48	深圳华诺建筑规划设计院有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
49	合肥华南城运营管理有限公司	1000.00	1000.00	100.00	100.00
50	深圳华南城商贸物流服务有限公司	10000.00	10000.00	100.00	100.00
51	深圳市华岳股权投资基金有限公司	10000.00	10000.00	100.00	100.00
52	南昌华南城有限公司	110000.00	110000.00	41.00	60.00
52	南昌华腾智谷有限公司	50000.00	-	80.00	80.00
54	南昌华望城有限公司	10000.00	-	100.00	100.00

附件二：截至 2015 年 6 月末公司组织架构图



附件三：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015年6月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	282433.63	785088.94	391061.04	518517.01
应收账款	36730.80	63122.22	69940.72	73235.03
预付款项	87935.73	49982.51	87599.52	14676.19
应收利息	41.25	-	-	-
应收股利	-	-	-	-
其它应收款	38745.75	57990.14	142885.00	174595.61
存货	970980.24	1215047.14	1414240.97	1537698.87
一年内到期的非流动资产	-	-	-	-
其他流动资产	-	52328.68	5334.45	2560.14
流动资产合计	1416867.39	2223559.63	2111061.70	2321282.85
非流动资产：				
可供出售金融资产	-	1.00	1.00	1.00
长期股权投资	104.98	24.49	-	-
投资性房地产	1303415.60	1784695.20	2256009.80	2289713.54
固定资产	32003.07	56164.40	113513.35	111086.47
在建工程	169525.44	194947.84	261452.01	325827.97
固定资产清理	-	-	-	-
无形资产	7416.26	7252.13	46329.29	45853.70
开发支出	-	-	-	-
商誉	2713.14	2713.14	2713.14	2713.14
长期待摊费用	938.11	3664.02	3258.20	3892.61
递延所得税资产	43671.64	73177.33	60365.11	70825.62
其他非流动资产	-	-	-	-
非流动资产合计	1557075.10	2122639.55	2743641.89	2849914.05
资产总计	2973942.49	4346199.17	4854703.60	5171196.90

附件三：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015年6月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	174100.00	279560.00	104700.00	238920.00
应付票据	25459.81	5010.00	-	-
应付账款	283309.00	350830.28	576938.37	451841.02
预收款项	175342.08	505603.38	136327.95	109314.78
应付职工薪酬	2991.99	4625.40	4777.05	1791.31
应交税费	129883.21	290708.08	267599.16	252874.68
应付利息	787.16	1797.45	12063.88	25374.32
应付股利	42800.00	71993.00	146993.00	261993.00
其他应付款	284356.89	364953.37	330750.24	328412.50
一年内到期的非流动负债	75508.00	154180.01	228018.56	250232.47
其他流动负债	236.14	297.30	220448.69	220000.00
流动负债合计	1194774.28	2029558.26	2028616.90	2140754.08
非流动负债：				
长期借款	311417.60	479813.60	500078.69	591138.00
应付债券	-	-	197064.53	345830.90
长期应付款	48085.78	63387.12	107543.76	143002.76
递延收益	48390.00	50455.10	64388.72	7012.00
递延所得税负债	258498.76	333668.09	388928.38	388622.86
非流动负债合计	666392.14	927323.91	1258004.09	1538696.55
负债合计	1861166.42	2956882.18	3286620.99	3679450.62
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本（或股本）	195656.28	195656.28	195656.28	195656.28
资本公积	93.43	71.33	1845.33	1915.20
其他综合收益	23266.57	23266.57	23266.57	23266.57
盈余公积	9074.03	14279.33	16987.60	16987.08
未分配利润	771340.24	1014302.70	1200707.20	1116450.23
归属母公司所有者权益合计	999430.54	1247576.21	1438462.97	1354275.36
少数股东权益	113345.53	141740.79	129619.64	137470.91

所有者权益合计	1112776.07	1389317.00	1568082.61	1491746.27
负债与股东权益合计	2973942.49	4346199.17	4854703.60	5171196.90

附件四：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月 (未经审计)
一、营业总收入	473588.50	740589.94	1029791.83	300040.40
减：营业成本	248027.71	351858.90	585627.27	159480.36
营业税金及附加	61712.90	122988.60	130303.93	38599.56
销售费用	25933.52	34543.36	60010.32	20902.99
管理费用	29209.77	48056.02	71642.29	33857.58
财务费用	6512.04	8410.45	8695.50	6344.78
资产减值损失	3879.24	-1347.80	14825.29	-51.30
加：公允价值变动收益	252684.60	268917.94	251223.88	-
投资收益	-28.57	-21.27	3143.05	787.35
其中：对联营企业和合营企业的 投资收益	-28.57	-32.14	-624.49	-
汇兑收益	-	-	-	-
二、营业利润	350969.35	444977.08	413054.14	41693.78
加：营业外收入	946.75	2593.44	11674.78	15521.10
减：营业外支出	427.00	891.72	6223.29	1452.24
其中：非流动资产处置损失	162.77	31.53	135.74	0.10
三、利润总额	351489.10	446678.81	418505.63	55762.64
减：所得税	86936.97	109563.90	116097.84	15565.11
加：未确认的投资损失	-	-	-	-
四、净利润	264552.13	337114.91	302407.79	40197.53
归属于母公司所有者的净利润	220602.03	283167.77	264112.76	30743.04
少数股东损益	53947.14	43950.10	38295.03	9454.49

附件五：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月 (未经审计)
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	486792.16	1042630.67	640200.17	269732.92
收到的税金返还	-	-	25.84	-
收到的其他与经营活动有关的现金	131968.16	85645.39	83068.20	88537.60
经营活动现金流入小计	618760.32	1128276.05	723294.24	358270.53
购买商品、接受劳务支付的现金	507617.39	532212.51	664021.63	309890.26
支付给职工以及为职工支付的现金	21120.59	35530.41	55182.01	28510.65
支付的各项税费	51429.64	84466.23	119555.34	89467.35
支付的其他与经营活动有关的现金	28417.47	45186.09	74928.25	140912.42
经营活动现金流出小计	608585.09	697395.24	913687.23	568780.69
经营活动产生的现金流量净额	10175.23	430880.81	-190392.99	-210510.16
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	-	500.00	-	-
取得投资收益所收到的现金	-	10.87	-	-
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	558.26	8.32	0.65	157.10
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	-	-4562.38	33900.16
收到的其他与投资活动有关的现金	3933.78	17385.42	-	-
投资活动现金流入小计	4492.04	17904.61	-4561.72	34057.26
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	144772.95	177781.06	299239.22	55373.84
投资所支付的现金	-	-	23163.67	-
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	26113.79	24000.00	-	-
支付的其他与投资有关的现金	-	-	168521.23	23843.59
投资活动现金流出小计	170886.74	201781.06	490924.11	79217.43
投资活动产生的现金流量净额	-166394.70	-183876.45	-495485.84	-45160.17
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	14781.68	400.00	-	-
取得借款所收到的现金	270180.00	673064.02	847747.10	507944.76
收到的其他与筹资活动有关的现金	-	12729.91	-	150000.00
筹资活动现金流入小计	284961.68	686193.93	847747.10	657944.76
偿还债务所支付的现金	74097.87	320536.01	471676.45	236692.51
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	32345.39	97277.06	84131.53	38125.95
支付其他与筹资活动有关的现金	33182.79	10.00	59.17	-
筹资活动现金流出小计	139626.04	417823.07	555867.15	274818.46

筹资活动产生的现金流量净额	145335.63	268370.86	291879.95	383126.30
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-29.02	-
五、现金和现金等价物净增加额	-10883.84	515375.22	-394027.89	127455.97

附件六：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2012 年	2013 年	2014 年
1、净利润	264552.13	337114.91	302407.79
资产减值准备	3879.24	-1347.80	14825.29
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2382.99	4305.98	7435.51
无形资产摊销	232.94	193.52	796.89
长期待摊费用摊销	561.23	1285.42	2394.39
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	161.12	22.35	142.60
固定资产报废损失	-	-	-
公允价值变动损失（减：收益）	-252684.60	-268917.94	-251223.88
财务费用	7108.67	9375.67	10384.71
投资损失	28.57	21.27	-3143.05
递延所得税资产减少	-24138.14	-29505.69	12812.22
递延所得税负债增加	72995.20	75169.33	55260.29
存货的减少	-439413.88	-244066.91	-199193.82
经营性应收项目的减少	55532.80	-48614.06	72814.23
经营性应付项目的增加	318976.96	595844.77	-216106.17
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	10175.23	430880.81	-190392.99
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	785078.94	269703.72	391061.04
减：现金的期初余额	269703.72	280587.56	785088.94
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	515375.22	-10883.84	-394027.89

附件七：公司主要财务指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
盈利能力				
营业利润率 (%)	34.60	35.88	30.48	33.98
总资本收益率 (%)	15.55	14.63	10.69	—
净资产收益率 (%)	23.77	24.26	19.29	—
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.58	68.03	67.70	71.15
长期债务资本化比率 (%)	24.42	28.11	33.91	41.99
全部债务资本化比率 (%)	36.32	41.41	46.40	54.53
流动比率 (%)	118.59	109.56	104.06	108.43
速动比率 (%)	37.32	49.69	34.35	36.60
经营现金流动负债比 (%)	0.85	21.23	-9.39	—
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.35	7.69	5.93	—
全部债务/EBITDA (倍)	1.75	2.12	3.09	—
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.25	0.25	-0.51	—
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-3.60	4.11	-2.96	—
经营效率				
销售债权周转次数 (次)	19.44	14.83	15.48	—
存货周转次数 (次)	0.33	0.32	0.45	—
总资产周转次数 (次)	0.19	0.20	0.22	—
现金收入比 (%)	102.79	140.78	62.17	89.90
增长指标				
资产总额年平均增长率 (%)	—	46.14	27.77	—
营业收入年平均增长率 (%)	—	56.38	47.46	—
利润总额年平均增长率 (%)	—	27.08	9.12	—
本次债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.74	0.94	0.90	—
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	1.26	2.30	1.48	—
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	0.02	0.88	-0.39	—
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.32	0.50	-1.40	—

附件八：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	(营业收入-营业成本)/营业收入×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%
总资本收益率	(净利润+利息费用)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/(长期有息债务+短期有息债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/(长期有息债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/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
期内长期债务偿还能力	期内(净利润+固定资产折旧+摊销)/期内应偿还的长期债务本金
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
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%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/(当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=【(本次/前 n 年)^(1/(n-1))-1】×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	
本次债券偿债能力	
EBITDA/本次发债额度	EBITDA/本次发债额度
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本次债券到期偿还额

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

附件九：企业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。

关于华南国际工业原料城（深圳）有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券 （第二期）跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“华南国际工业原料城（深圳）有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的存续期内密切关注华南国际工业原料城（深圳）有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在华南国际工业原料城（深圳）有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向华南国际工业原料城（深圳）有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，华南国际工业原料城（深圳）有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如华南国际工业原料城（深圳）有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间，并根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司
2016 年 4 月 26 日

