

2015 年贵州省物资集团有限责任公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【838】号 01

债券简称：15 黔物资/15
黔物资债

债券剩余规模：5 亿元

债券到期日期：2022 年 01
月 23 日

债券偿还方式：每年付息
一次，到期一次还本，附
第 5 年末公司调整票面利
率选择权及投资者回售选
择权

分析师

姓名：
蒋申 董斌

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司公司
债券评级方法，该评级方
法已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份有
限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦 3
楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2015 年贵州省物资集团有限责任公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对贵州现代物流产业（集团）有限责任公司¹（以下简称“贵州物资”或“公司”）及其 2015 年 1 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司贸易产品种类多样，一定程度上可抵御市场波动风险，主要贸易产品市场需求增长，公司贸易规模持续增长；仓储面积及仓储物流业务收入规模有所增长。但中证鹏元也关注到公司经营业务盈利能力下滑，非经营性损益占比较高，委贷资金面临一定的坏账损失风险，且未来公司能否有效处置抵押物并收回本金存在一定不确定性，公司资产负债率较高，有息债务规模持续增长，面临较大短期偿债压力，以及在建项目仍面临一定资金投入压力等风险因素。

正面：

- 钢铁及有色金属产品下游需求增长，为公司相关产品贸易业务发展提供良好市场环境。预计 2019 年基础设施建设投资将呈缓慢复苏趋势，前期土地储备投资较高将推动房地产施工及新开工面积持续增长，带动钢铁及有色金属产品下游需求持续增长，为公司相关产品贸易业务提供良好市场环境。
- 公司贸易产品种类多样，可一定程度上抵御市场波动风险，贸易收入规模持续增长。公司贸易产品涵盖煤炭、钢铁、铝、锌精矿、汽车等多种产品，可在一

¹公司原名为贵州省物资集团有限责任公司，于 2018 年 8 月变更为现名。

一定程度上抵御市场波动风险；2018 年公司根据市场情况调整商品贸易结构，产品销售业务收入为 120.22 亿元，同比增长 8.23%。

- **公司仓储面积及仓储物流业务收入规模有所增长。**2018 年公司投入运营的仓库面积有所增长，仓储吞吐量同比增长 87.32%至 1,056.00 万吨，实现仓储物流业务收入达 16,096.06 万元，同比增长 21.59%。

关注：

- **公司经营业务盈利能力有所下降，非经营性损益占营业利润比重较高。**2018 年受市场压力影响，公司商品贸易及仓储物流业务毛利润分别同比下降 12.23%和 18.69%，综合毛利率由上年的 3.82%下降至 3.08%，毛利润规模同比下降 14.60%至 4.31 亿元；2018 年公司实现营业利润 1.55 亿元，其中转回资产减值损失及公允价值变动收益合计占比 81.57%。
- **公司汽车销售业务收入及盈利下降幅度较大。**受市场景气度下行影响，2018 年公司汽车销售业务收入为 28,257.43 万元，同比下降 46.99%，毛利率水平由 4.93%下降至 2.55%。
- **公司委贷资金面临一定的坏账损失风险，且未来公司能否有效处置抵押物并收回本金存在一定不确定性。**由于接受委托贷款的房地产企业房地产项目销售情况不佳，截至 2018 年末公司委托贷款逾期且尚未回收金额为 8,826.00 万元，其中 2,826 万元已出现明显损失迹象而 100%计提坏账准备，6,000 万元尚在诉讼中，面临回收风险；未来公司可通过处置抵押的房产抵偿委贷本金，但该等抵押物能否有效处置以收回本金存在一定不确定性。
- **公司资产负债率较高，有息债务规模继续增长，短期偿债压力较大。**2018 年末，公司资产负债率为 73.60%，有息债务规模为 50.78 亿元，同比增长 7.12%，其中，一年内到期的有息债务规模达 41.04 亿元，同比增长 42.81%，面临较大短期偿债压力。
- **公司在建物流项目后续投入仍将使公司面临一定的资金压力。**截至 2018 年末公司在建物流项目尚需投入资金 95,464.02 万元，后续资金的投入将使公司面临一定的资金压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,031,219.99	969,830.27	851,287.07
归属于母公司所有者权益合计	257,498.93	236,120.10	226,843.88
有息债务	507,816.39	474,069.55	380,097.89
资产负债率	73.60%	74.99%	72.72%
流动比率	1.14	1.32	1.47
速动比率	1.08	1.23	1.37
营业收入	1,400,555.10	1,322,357.22	1,099,643.66
资产减值损失	-9,094.75	1,915.48	48,421.72
公允价值变动损益	3,575.25	1,742.56	94.07
营业利润	15,531.97	12,904.58	9,461.27
净利润	10,462.31	10,041.84	1,001.85
综合毛利率	3.08%	3.82%	2.55%
总资产回报率	3.92%	3.82%	3.68%
EBITDA	42,811.06	37,860.41	31,778.16
EBITDA 利息保障倍数	1.91	1.91	2.04
经营活动现金流净额	55,799.40	33,527.35	-39,313.70

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年1月23日公开发行7年期5亿元公司债券，募集资金拟全部用于贵州省物资储运总公司物流中心（第二、三期）建设项目。根据公司提供的募集资金专户情况说明，截至2019年1月1日，本期债券募集资金专项账户余额为17,391.02万元。

二、发行主体概况

2018年8月，公司更名为贵州现代物流产业（集团）有限责任公司，注册资本增至30.00亿元。同时，经贵州省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“贵州省国资委”）同意（黔国资复产权[2018]80号），公司于2018年8月以未分配利润68,736.22万元转增资本，实收资本由51,263.78万元增至120,000.00万元。2018年12月，公司收到贵州省国资委以货币资金增资2.00亿元，公司实收资本增至14.00亿元。截至2019年5月末，公司注册资本为30.00亿元，实收资本为14.00亿元，贵州省国资委持有公司100%股权，为公司控股股东及实际控制人。

2018年以来，公司主要业务较上年未有重大变化，仍主要为商品贸易、现代物流、债权投资以及物业出租、提供劳务及商品贸易配套的其他服务等。2018年公司通过设立新增1家纳入合并范围子公司，为贵州省物资供应贸易有限责任公司，注册资本4,000万元，公司持股比例100%，除此之外公司合并报表范围未有变化。截至2018年末，公司纳入合并财务报表范围的二级子公司共计15家，详见附录二。

根据贵州省人民政府《关于同意贵州现代物流产业（集团）有限责任公司组建方案的批复》（黔府函[2018]60号）、贵阳市国资委《关于组建贵州现代物流产业（集团）有限责任公司出资有关事宜的批复》（筑国资复[2018]49号）等相关批复及相关组建方案，为了聚焦打造贵州省现代物流体系、推动“黔货出山”、提高贵州省物流运行效率，拟以公司和贵州省商贸投资（集团）有限责任公司为基础组建贵州现代物流产业（集团）有限公司，注册资本为50亿元，其中，贵阳市农业投资发展（集团）有限公司以贵阳农产品物流发展有限公司27%股权、贵阳市交通投资发展集团有限公司以货币资金及持有的贵阳农产品物流发展有限公司9.8%股权及货币资金出资等，两者出资金额合计10.00亿元。上述组建完成后，公司主要业务版块将为物流商贸、智慧物流运营管理、物流设施建设与装备制造；目前相关组建工作尚在进行中，若后续方案能够顺利实施，将显著增强公司的资本实力，进一步丰富公司的业务范围及收入来源。

三、运营环境

（一）区域环境

2018年贵州省经济发展良好，基础设施建设投资增长较快，交通运输业的持续发展进一步推动了物流贸易的发展

贵州省位于中国西南部，矿产资源丰富，是中国重要的能源基地、资源深加工基地、特色轻工业基地。近年贵州省经济稳步增长，综合经济实力不断增强，根据贵州省统计局的统计数据，2018年贵州省地区生产总值为14,806.45亿元，同比增长9.1%，保持较快增速。全年贵州省公共财政收入达1,613.64亿元，比上年增长7.2%。其中税收收入1,265.97亿元，增长7.3%。

2018年，贵州省完成固定资产投资比上年增长15.8%。其中，第一产业投资增长29.0%，占固定资产投资的比重为4.2%；第二产业投资增长13.2%，比重为12.7%；第三产业投资增长15.6%，比重为83.1%。基础设施投资比上年增长15.8%，高技术产业投资增长27.7%。在东部地区部分产业向西部转移的大趋势下，贵州省固定资产投资的快速增长有助于其提高基础设施水平，提升经济发展潜力，改善产业结构。

贵州省交通运输业保持快速发展。截至2018年末公路通车里程19.69万公里，比上年末增长1.3%；其中，高速公路通车里程6,453公里，增长10.6%；年末铁路营业里程3560公里，增长8.4%。其中，高铁营业里程1,127公里，增长31.0%；年末内河航道里程3745公里，增长2.2%。2018年贵州省铁路、公路、水运货物运输总量102,536万吨，比上年增长6.5%。

随着贵州省交通运输业的快速发展和交通网络的不断完善，物流效率大大提高，进一步促进了生产资料贸易行业的发展。

（二）产业环境

我国电解铝产能增长势头已基本得到遏制，铝材整体需求将稳定增长，其中电解铝价格将企稳，氧化铝价格承压

电解铝产能将保持稳定。截至2018年末，我国电解铝总产能比上年末下降48.5万吨至4,308.3万吨，产能增长势头已基本得到遏制。电解铝产量保持稳定，为3,649.49万吨，产能利用率连续2年保持在85%左右。在当前政策环境下，行业新增产能只有产能置换和合规产能指标，预计2019年电解铝产能与2018年相比保持稳定。

电解铝下游需求有望保持增长。电解铝的下游需求中，建筑（基建和地产）、电力、

交运、出口的需求量大约分别占比33%、16%、14%、11%。开发商的土地储备和开工热度一般是滞后销售行情1-2年，在经历2016-2017年的火爆市场行情后，开发商将回笼资金用于购地和建设，为2018年建筑铝材消耗增长的重要动力。在去杠杆的大背景下，基建投资力度难以触及高峰，整体可能是缓慢复苏，但仍能促进该领域的铝材需求。此外，电力投资触底反弹；铝材出口增速将高位回落至个位数；汽车市场行情不乐观，但其消耗铝的占比不高，对铝材的整体需求影响有限，整体消费量将稳定增长。

电解铝库存压力继续得到缓解，价格将企稳，但氧化铝价格有下降压力。2018年，一系列偶发事件对铝价形成一定支撑，其中，国产氧化铝净出口95.15万吨，对氧化铝价格形成较大支撑，但铝价始终受到基本面的压制，下半年以来，经济下行压力加大，中美贸易摩擦加剧，市场悲观情绪蔓延，铝价回落明显。2019年，铝材消费量将稳定增长，高企的库存有望得到消化，长期供过于求的态势有望进一步缓解，电解铝价格将企稳。此外，根据上海有色网统计，2019年国外氧化铝短缺格局将得以扭转，内外价差消失，国产氧化铝难以通过出口消化产能。结合国内外供需情况，中证鹏元预计2019年氧化铝供应充足，价格下降。

图1 铝价增长空间有限、氧化铝价格表现相对坚挺



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

预计2019年国内铜市场的需求略高于供给，考虑经济预期等外部因素影响，2019年国内铜价将呈先扬后抑的震荡走势

2018年，电力、房地产、家电及汽车等传统铜消费行业，表现均疲软，且短期内难有实质性地改善，虽然有高端家电、新能源汽车、配电网等细分领域对铜消费的拉动，但贡献有限。2018年铜价整体呈震荡下行态势，主要原因是2017年末市场预期罢工对铜矿供给将产生较大的干扰进而推升铜价攀升，而随着劳资谈判解决，罢工干扰率下降以及中美贸易战对抗升级，在内外因素影响下，铜价自2018年下半年一路下滑。

中证鹏元预计2019年国内铜价将呈现先扬后抑的震荡走势。从供需层面来看，2019年国内铜市场供需矛盾相对缓和，但需求增速略高于供给增速，铜价有望上行。在环保政策趋严的背景下，2019年废铜供应短缺扩大，而在全球铜矿产量增长有限的背景下，国内铜矿进口量的提升规模也难以弥补废铜减少缺口，2019年精炼铜产量增长不大，甚至可能出现负增长。在需求方面，虽然电力、房地产、家电等传统用铜领域增速放缓，但高端家电、新能源汽车等细分领域有望拉动用铜需求，预计2019年精炼铜需求仍将保持小幅增长。

在供需矛盾相对缓和的背景下，2019年铜价受到外部因素干扰的力度较大。国内方面，我国去杠杆已取得阶段性的成功，相关政策已有所调整，出台了全面支持民营企业政策，融资环境有所改善。此外，伴随着积极的财政政策和稳健的货币政策，国内经济进入宽货币、宽信用阶段，促进实体经济发展。在中美贸易战方面，经过2018年的激烈对抗，中美贸易战对双方经济均造成负面影响，预计2019年的对抗冲突将有所缓和，但这将是一个长期而反复的过程，也是中美关系长期调整的开端，长期矛盾仍继续酝酿，外部压力较大。

整体来看，铜的供需矛盾相对缓和，且需求增速有望好于精炼铜产量增速，加上短期内中美贸易战进入缓和期，使得铜价短期保持上扬态势，但长期形势依然严峻，国内经济下行压力不减，中美贸易战拉锯反复的可能性较大，预计2019年下半年铜价承压。

2018年我国钢铁行业整体运行好于预期，但随着供给约束下降，预计2019年钢价下行压力加大，行业供需维持弱平衡状态

2018年我国钢铁行业整体运行好于预期，全国粗钢产量9.28亿吨，同比增长11.61%，粗钢表观需求量大约8.6亿吨，同比增长12.0%，产量和需求量双双实现较快增长。全国商品房销售面积在2018年仅微增，行业景气度较弱，但并不妨碍新开工面积的大幅增长，房屋施工面积增速也回升，特别是在四季度的施工面积增长达到26.86%，高于全年的5.2%。2018年基建投资也增长乏力，水利、环境和公共设施管理业的投资增速仅3.3%，交通运输、仓储和邮政业的投资增速仅3.90%，若剔除固定资产投资价格指数，实际是负增长。

随着去产能任务接近尾声，2019年全国钢铁去产能任务只有2千万吨，而环保政策禁止“一刀切”也使得钢厂生产的约束力下降，预计2019年全国钢铁产量将较快增长。需求方面，2017年处于房地产牛市的末期，对2019年房地产投资的影响还将延续，新开工面积保持增长，但增速会放缓；2018年基建投资也增长乏力，2018年下半年开始政府明确托底经济的意图，预计2019年基建投资将缓慢复苏；综合来看，2019年钢铁消费将略增，钢价弹性主要在于供给端。

整体而言，目前钢铁行业处于主动补库存的末期，行业供需处于弱平衡状态。由于产量增长，未来钢价下行压力将加大。目前钢材社会库存处于低位，社会库存的“蓄水池”

作用可消耗过剩供给，2019年行业将处于供需弱平衡状态。

2018年我国煤炭需求超预期增长使得煤炭市场供给偏紧，煤炭价格整体维持高位，预计2019年煤炭需求仍将持续增长，市场有望实现供需相对平衡，煤炭价格仍将维持高位

截至 2018 年末，我国“十三五”煤炭去产能主要目标任务基本完成，煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。根据国家能源局发布的数据，截至 2018 年底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3,373 处，产能 35.3 亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1,010 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 64 处）、产能 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 203 处，产能 3.7 亿吨/年，总产能规模为 45.6 亿吨，虽然较 2015 年末有明显下降，但总产能相对于 2018 年 36.8 亿吨的原煤产量仍然相对过剩。

由于下游需求超预期，且伴随先进产能逐渐释放，全国原煤产量持续增长。2018 年原煤产量为 36.8 亿吨，同比增长 4.5%，2018 年除 7 月份外，其余各月均实现正增长。考虑到 2017-2018 年行业供给偏紧，部分地区出现阶段性供给不足，预计 2019 年去产能的节奏趋缓。随着新增产能持续释放以及去产能节奏放缓，预计煤炭市场供给偏紧的状况在 2019 年将有所缓解。煤炭进口方面，2017 年行业供给偏紧，全年进口量同比增长 6.1%；2018 年 10 月以来进口煤政策逐渐收紧，全年煤炭进口量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，增速较 2017 年回落 2.2 个百分点。预计 2019 年进口煤政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的重要砝码。

图 2 原煤产量连续两年实现正增长



图 3 2018 年煤炭进口量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

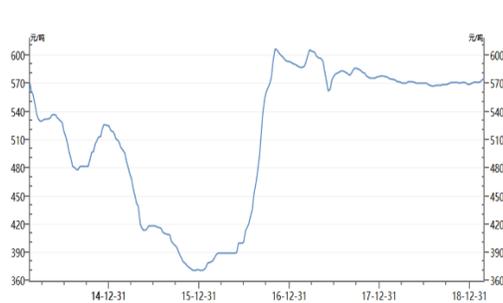
资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭需求仍有支撑。我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，其中火电耗煤、钢铁耗煤、建材耗煤和化工耗煤约占煤炭总消费量的 47%、16%、13%和 7%。2018 年，我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长

6.0%，增速连续三年上升；生铁和粗钢产量分别为 7.71 亿吨和 9.28 亿吨，同比分别增长 3.0%和 6.6%，增速亦连续三年上升。鉴于我国经济稳中向好的长期发展态势没有改变，经济增长正在向高质量发展转变，中证鹏元预计 2019 年火电、钢铁增速会回落，但是仍然会维持正增长，煤炭需求仍有支撑。

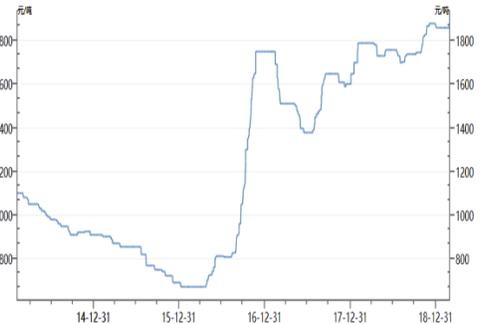
煤炭价格持续维持在高位。2018 年环渤海动力煤价格在 567 元/吨~578 元/吨之间波动，2018 年价格中枢较 2017 年有所下移，但整体仍维持在高位。受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。从 2016 年实行供给侧改革以来，经过三年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内煤炭价格仍有望维持高位，但价格中枢或有下移，动力煤价格有望在绿色区间（500 元/吨~570 元/吨）内波动。

图 4 环渤海动力煤价格维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 山西产京唐港主焦煤库提价上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2018 年公司业务仍主要为商品贸易、仓储物流、债权投资、物业出租、提供劳务及商品贸易配套的其他服务等，其中，主要贸易业务包括铝锭、钢材、铜锭、煤炭、锌精矿和锰矿等物资材料贸易以及汽车经销。2018 年公司实现营业收入合计 140.06 亿元，同比增长 5.91%，主要系贸易业务规模小幅上升所致，但受市场竞争加大影响，公司产品销售毛利率由上年的 1.23% 下降至 0.92%；同时，受汽车销售市场低迷影响，公司汽车销售业务收入同比下降 46.99%，毛利率由上年的 4.93% 下降至 2.55%；此外，仓储物流毛利受市场竞争因素影响而有所下降；在上述因素的综合影响下，公司主营业务毛利率由上年的 2.41% 下降至 2.10%。公司其他业务主要包括物业出租、提供劳务及商品贸易配套的其他服务等，毛利率水平相对较高，为公司收入及利润提供了一定补充。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	1,385,747.37	2.10%	1,303,249.51	2.41%
其中：产品销售	1,202,186.34	0.92%	1,110,756.31	1.23%
仓储物流	16,096.06	36.09%	13,238.11	53.97%
汽车销售	28,257.43	2.55%	53,307.52	4.93%
房地产销售	10,543.34	-2.60%	1,150.21	0.06%
其他	128,664.20	9.10%	124,797.37	6.40%
其他业务	14,807.74	94.91%	19,107.70	99.70%
合计	1,400,555.10	3.08%	1,322,357.22	3.82%

注：2018 年公司调整主营业务分类口径，将原商品贸易拆分至产品销售、汽车经销和其他中，其他收入主要包括资本运作收入和部分商品贸易收入。

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司积极调整贸易产品结构，贸易业务收入规模持续增长，但业务利润规模有所下滑

经过多年的发展，公司形成了以钢材、煤炭以及铝锭、铜锭、锌精矿和锰矿等工业金属为主要产品的物资贸易体系。2018年公司商品贸易业务模式未有重大变化，具体模式为，公司下游贸易商及工程施工方就具体项目签订供货合同，合同签订后先收取一定比例（具体比例依据客户信用情况而定）的合同保证金；然后向钢铁厂、铝材厂或相关贸易商等材料供应商以预付款项的方式购买钢材等物资，向施工方或其他客户供货并在约定时间（具体时限根据不同客户、不同情况而定）内回收账款，如客户无法在约定期限缴付则需加付相应的垫款利息。公司与上游供应商的商业往来部分通过银行承兑汇票结算，一定程度上缓解了公司的即时支付压力。

2018年公司贸易业务²实现收入132.38亿元，较上年小幅增长；其中，铝锭、钢材、铜锭、锌精矿、锰矿和煤等主要产品贸易业务收入为108.05亿元，同比增长13.21%，其他贸易品种涵盖农产品、硅锰合金、化工原料、电力设备、铁矿石、建筑材料及生活物资等，品种较为丰富。

根据市场价格波动情况及下游市场需求情况，2018年公司对贸易产品结构进行了调整，主要产品整体毛利率水平有所下滑。其中，产品价格及主要客户供需相对稳定的铝锭贸易业务的销量、收入及毛利率水平较上年保持相对稳定。公司与首钢水城钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“水钢集团”）开展的贸易联动业务（即公司向钢材水钢集团提供煤炭、铁精矿等原材料，水钢集团为公司提供成品钢材）持续处于停滞状态，此外，贵

² 包括“主营业务收入-其他”项目中的商品贸易收入，已将汽车销售收入剔除。

州省内煤炭供应较紧张，2018年公司持续收缩钢材及煤炭的业务规模，两者销售量分别同比下降25.25%和23.32%，毛利率分别下降至2.60%和-0.98%。2018年公司与招商物产有限公司（以下简称“招商物产”）的主要贸易品种由铜转移至锌精矿，铜锭销量及毛利水平均有所下降，而锌精矿销量及毛利呈上升趋势。随着上下游渠道的不断拓展、产品价格的提升，2018年公司锰矿业务持续扩张，销量及收入分别同比增长57.16%和118.48%，毛利率由上年的3.00%下降至2.00%。

表2 2017-2018年公司主要物资贸易销售情况

主要贸易产品	2018年			2017年			均价同比变动
	销量（吨）	收入（万元）	毛利率	销量（吨）	收入（万元）	毛利率	
铝锭	287,599.46	335,461.53	0.99%	296,078.93	330,234.15	0.96%	4.58%
钢材	645,308.31	223,023.56	2.60%	863,327.58	272,156.20	2.66%	9.63%
铜锭	51,538.16	219,173.15	0.26%	63,624.02	220,948.71	0.39%	22.46%
锌精矿	132,105.37	162,078.45	0.43%	44,086.50	40,731.59	0.18%	32.79%
锰矿	399,716.55	88,300.97	2.00%	254,339.41	40,416.09	3.00%	39.02%
煤	537,019.45	52,446.90	-0.98%	700,338.07	49,894.28	1.41%	37.08%
合计	2,053,287.30	1,080,484.56	1.08%	2,221,794.51	954,381.02	1.39%	-

注：公司贸易产品种类较多，其他贸易产品收入规模较小，表中未逐一列示。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体而言，公司贸易产品种类较为丰富，有利于分散风险，2018年公司根据市场需求情况对主要贸易产品结构进行了调整，贸易收入大幅增长，但整体毛利水平同比下降12.23%至11,638.51万元。

2018年公司下游销售渠道不断拓展，客户集中度有所降低，采购渠道相对稳定，但集中度仍偏高，需关注主要供应商合作及经营情况对公司贸易业务的影响

在采购和结算方面，公司先与客户签订供货合同，并按一定的比例预收货款（或保证金），然后向商品供应商以先款后货的方式购买商品，并直接向客户供货及收回账款。同时，为了提升对上游供应商的议价空间，对于长期合作的供应商，公司根据当年预计的整体业务规模向主要供应商预付一定的采购款，每月根据实际市场需求及供应商生产情况向供应商确定采购规模并支付货款。

除钢材贸易外，2018年公司主要贸易品种的采购渠道相对稳定。铝锭贸易主要供应商仍主要为新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司（以下简称“天山铝业”）、招商物产以及深圳正威（集团）有限公司；铜锭及锌精矿等有色金属贸易业务上游供应商主要为招商物产；煤炭贸易采购对象仍以贵州省当地煤炭生产及贸易企业为主；锰矿主要采

购商为贵州物资国际贸易香港有限公司，主要采购南非、澳洲开采的锰矿资源以及硅锰合金。2018年公司钢材采购以贵州地区的中小型钢材贸易及分销商为主，供应商集中度相对较低。

2018年招商物产及天山铝业仍为公司主要的供应商，其中，原中铝天津国际贸易有限公司已注销，其部分业务由招商物产有限公司承接，两者占公司2018年采购总额的38.38%，需关注相关业务合作及经营情况对公司贸易业务的影响。

表3 2017-2018年公司前五大供应商的明细（单位：万元）

供应商名称	2018年		供应商名称	2017年	
	采购金额	占当年采购总额比例		采购金额	占当年采购总额比例
招商物产有限公司 ³	350,556.12	25.03%	中铝天津国际贸易有限公司 ⁴	238,847.09	16.59%
新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司	186,941.53	13.35%	新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司	170,901.35	11.87%
深圳正威（集团）有限公司	32,353.67	2.31%	招商物产有限公司	121,624.40	8.45%
云南石化燃气有限公司	27,118.01	1.94%	贵州金戈戟科技发展有限公司	40,229.02	2.79%
贵州北投鸿腾贸易有限公司	22,126.78	1.58%	萍乡萍钢安源钢铁有限公司	34,883.39	2.42%
合计	619,096.11	44.21%	合计	606,485.25	42.12%

资料来源：公司提供

2018年公司下游客户仍主要为贸易企业，随着贸易产品结构较上年变化较大，下游客户持续拓展，主要客户结构较上年亦有所调整，前五大客户销售额占比由上年的31.42%下降至21.37%。客户集中度进一步下降。其中，前三大客户分布为上海禧旺金属有限公司、上海沃能金属资源有限公司、陕西延长石油矿业有限责任公司煤炭运销分公司，主要贸易产品为铝锭，三者占公司铝锭产品销售额的比重约达50.07%；公司锌精矿及铜矿的销售客户以上海、南京及宁波地区的贸易企业为主，其中，南京昌昊国际贸易有限公司及广东中钜金属资源有限公司主要贸易产品为锌精矿；钢材贸易客户仍以贵州地区钢材分销商为主，煤炭下游客户仍以贵州地区的石化、矿产公司为主，锰矿业务下游客户仍以广西、贵州的贸易企业为主。

³原名为招商物产（天津）有限公司，成立日期为2017年6月16日，由中铝国际贸易集团有限公司及中国交通进出口有限公司共同出资成立。

⁴中铝天津国际贸易有限公司已于2018年注销，相应业务部分由招商物产有限公司承接。

表 4 2017-2018 年公司主要客户情况（单位：万元）

客户名称	2018 年		客户名称	2017 年	
	销售金额	占营收比例		销售金额	占营收比例
上海禧旺金属有限公司	84,096.03	6.00%	上海禧旺金属有限公司	111,691.69	8.45%
陕西延长石油矿业有限责任公司煤炭运销分公司	68,824.32	4.91%	南京昌昊国际贸易有限公司	101,801.74	7.70%
上海沃能金属资源有限公司	58,006.01	4.14%	上海商周国际贸易有限公司	78,217.09	5.91%
南京昌昊国际贸易有限公司	48,372.36	3.45%	贵州云尚六合供应链管理有限公司	68,791.02	5.20%
广东中钜金属资源有限公司	40,007.84	2.86%	天津泰达能源集团有限公司	55,049.12	4.16%
合计	299,306.56	21.37%	-	415,550.66	31.42%

资料来源：公司提供

受市场景气度下行影响，公司汽车经销业务规模及利润大幅下降，未来仍面临下滑压力

2018年公司汽车经销业务以中低端品牌的经济型乘用车、轻型客车为主，主要经销区域为贵阳市场，在贵阳花溪大道北段花果园有4个4S店，主要面向贵州省内的二、三线城市及乡镇农村市场，其中，公司子公司贵州省机电设备总公司与贵州瀚羿汽车投资有限公司合作，以预付款形式获得其品牌汽车的销售权。受汽车市场景气度持续低迷，2018年市场竞争进一步加剧，公司贵州瀚羿汽车、天津一汽轿车销量分别同比下降59.35%和59.26%，销售收入分别同比下降53.47%和63.13%。而由于市场需求低迷，公司停止了对东风牌纯电动车的经销业务，该产品2018年未实现收入。此外，公司加大了促销力度，销售及服务成本亦有所上升，导致汽车经销业务整体毛利率由上年的4.93%大幅下滑至2.55%。考虑到宏观经济及居民收入增速仍呈放缓态势，相关汽车消费补贴及刺激政策实施效果仍待观察，预计公司经销业务仍面临一定下滑压力。

表 5 2017-2018 年公司汽车经销情况（单位：辆、万元）

汽车品牌	2018 年		汽车品牌	2017 年	
	销量	收入		销量	收入
贵州瀚羿汽车多品牌汽车	1,624	17,420.00	贵州瀚羿汽车多品牌汽车	3,995	37,436.00
天津一汽轿车	330	2,036.00	天津一汽轿车	810	5,522.00
南京依维柯客车	331	4,420.00	南京依维柯客车	260	3,345.00
东风牌纯电动车	-	-	东风牌纯电动车	800	6,953.00
郑州日产多用途货车	23	202.69	郑州日产多用途货车	14	109.00
合计	2,308	24,078.69	合计	5,879	53,365.00

注：汽车销售收入中包括整车销售收入和汽车维修等收入。

资料来源：公司提供

2018年公司物流仓储业务收入有所增长，但市场竞争使得业务利润有所下降；在建项目后续投入资金需求仍使公司面临一定资金压力

公司物流业务主要由贵州省物资现代物流集团有限责任公司（以下简称“物流集团”）负责，该公司系2016年由原子公司贵州省物资储运总公司转制为物流集团，并以物流集团为平台组建形成，致力于推动互联网+物流业务，打造贵州省国资监管系统物流信息共享平台，向现代物流过渡。目前，物流集团主要负责牛郎关现代物流中心一期项目威尔豪斯建材陶瓷展示配送中心以及已部分完工并投入使用建材贸易配送中心的运营。

牛郎关现代物流中心总规划面积65万平方米，分三期建设，二、三期正在投资建设中。二、三期项目规划面积45万平方米，总建筑面积70.28万平方米，规划总投资134,950万元，预计建成三个现代物流仓库群（冷链物流仓库群、配送中心仓库群、钢铁联运仓库群）和一个建材贸易配送中心（根据项目可研报告，预计每年出入库量120万吨）。截至2018年末，二、三期项目累计已投资39,485.98万元，尚需投入资金95,464.02万元，公司面临一定的资金压力。

2018年公司为了增强原仓储区的利用效率，在原仓库区的基础上新增了钢架结构棚，扩充了仓储面积。此外，当地市场竞争仍较大，为增强仓储竞争力，公司调低了仓储租金及进出库业务的收费标准。受益于仓储面积增长以及收费降低刺激，2018年公司相关瓷砖、钢材等产品业务量大幅提升，当年仓储吞吐量达1,056.00万吨，同比增长87.32%，仓储及进出库收入分别同比增长22.67%和1.15%。整体而言，2018年公司仓储、进出库及租金收入规模均有所上升，实现仓储物流业务收入达16,096.06万元，同比增长21.59%，但仓储、进出库收费标准下降以及物流运营成本相对较高，使得当年毛利率下降17.88个百分点至36.09%，业务毛利下降18.69%至5,809.07万元。

表 6 2017-2018 年公司仓储物流业务发展情况

类型	2018 年	2017 年
仓储吞吐量（万吨）	1,056.00	563.75
仓储收入（万元）	6,711.73	5,471.22
进出库收入（万元）	7,922.87	7,832.76
收入合计(万元)	14,634.60	13,303.98

注：公司仓储物流收入中还包括部分房租出租收入未计入上表中。

资料来源：公司提供

委托贷款、供应链金融及出租业务为公司收入及利润提供了补充，但部分资金面临一定的回收风险

公司资金业务主要包括委托贷款、资本运作及供应链金融等。其中，委托贷款业务放款单位主要是下属子公司，接受贷款单位多为房地产开发商，放款额度一般在抵押物估值的30%-40%左右，贷款利息按季度收取，贷款年限一般为1-2年，2018年实现收入1,478.62万元，主要为收回已逾期的委贷利息。截至2018年末，公司委托贷款业务已逾期尚未回收金额为8,826.00万元，其中，贵州沐新房地产开发有限公司及遵义县贵祥房地产开发有限公司剩余的委贷本金共计2,826.00万元已100%计提坏账准备，其中，遵义县贵祥房地产开发有限公司已办理了房产抵债手续，对贵州南长城企业（集团）房地产开发有限公司的6,000万元借款仍尚在诉讼程序中，2019年上半年已收回300.00万元。上述房产公司均以超出委贷价值的房产作为贷款抵押，但公司未来对该部分抵偿资产能否有效处置以收回本金仍存在一定不确定性。

表 7 截至 2018 年末公司对外债权投资明细（单位：万元）

对象公司	本金	已还本金	抵质押物权属证号	抵押物评估价值	状态	贷款截止期限
贵州南长城企业（集团）房地产开发有限公司	6,000	-	铜房权证地房字第 D201000081 号	16,114.25	逾期未还	2017.2
贵州沐新房地产开发有限公司	5,000	2,835	房建黎平字第 201400717 号	9,517.55	已出现明显损失迹象，转入其他应收款 100% 计提坏账准备	2015.12
遵义县贵祥房地产开发有限公司	1,000	339	遵房建遵义县字第 2014033107 号，第 2014033109 号，第 2014033110 号，第 2014033114 号	6,694.57	已出现明显损失迹象，转入其他应收款 100% 计提坏账准备	2015.4
合计	12,000	3,174	-	32,326.37	-	-

资料来源：公司提供

供应链金融业务主要系公司根据相关客户需求出资采购原材料，待项目完工回款后，由客户支付销售款以及相应资金占用成本，年资金占用成本约在16%-24%之间，期限一般为半年至3年之间。2018年公司实现供应链金融业务实现收入合计7,689.25万元，截至2018年末公司供应链金融业务资金余额为63,022.00万元，预计随着相关业务的到期，公司供应链金融业务规模将逐步缩减。

此外，公司与房地产开发公司进行项目合作，主要合作方式为公司根据相关客户需求出资采购原材料，待相关房地产项目完工结转后，向客户收取原材料采购成本及资金占用费，该业务模式下，公司盈利主要来源于材料采购价差及资金占用费。2018年公司取得资金占用费合计5,548.38万元，截至2018年末，公司提供项目前期拆借资金余额49,486.61万元，主要合作方为贵州远丰房地产开发公司、贵州源茂房地产开发有限公司等，合作期

限根据项目开发周期有所差异。公司持有贵州远丰房地产开发公司41%的股权，双方合作房地产项目位于贵阳市中心城区，预计2019年预售，可售面积约为10万平方米，随着项目的销售，公司相应款项预计将逐步回收，业务规模将有所下降。

出租业务方面，公司出租物业以商业门面、商业办公用房为主，其中主要是上海分公司以及公司位于贵阳市内的相关物业资产，地理位置较佳。2018年，公司物业可出租面积合计约为138,120.95万平方米。其中，部分物业租金收入下滑原因包括（1）由于市场因素部分客户退租，同时公司出于业务整体考虑进行门面调整对出租收入有影响；（2）部分租金未能及时收回，公司未确认相应租金收入。

表 8 公司主要出租物业明细（单位：平方米、万元）

物业名称	物业面积	2018年出租收入	2017年出租收入
投资上海分公司办公楼及商铺	6,111.50	1,013.23	1,036.34
贵阳市新华都投资有限公司	8,200.00	285.24	310.00
生资公司办公楼及商铺	10,903.66	467.00	389.00
牛郎关市场及二戈寨市场	33,000.00	-	553.00
乾朗物流门面	49,284.99	-	370.00
太升市场门面	12,595.00	514.00	559.00
投资本部办公楼及商铺	18,025.80	235.52	187.26
合计	138,120.95	2,514.99	3,404.60

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年及2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司通过设立新增1家纳入合并范围子公司，为贵州省物资供应贸易有限责任公司，注册资本4,000万元，持股比例100%。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但预付及应收款项账龄较长、对公司资金占用高且面临回收风险，整体资产质量一般

截至2018年末，公司总资产规模为103.12亿元，同比增长6.33%，主要源于增资及融

资规模增长带动的货币资金规模增长。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，2018年末流动资产占比为62.17%。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	169,949.56	16.48%	125,981.26	12.99%
应收票据	29,588.30	2.87%	39,525.58	4.08%
应收账款	88,500.27	8.58%	90,747.00	9.36%
预付款项	281,320.57	27.28%	259,975.91	26.81%
其他应收款	34,941.78	3.39%	30,236.38	3.12%
存货	35,499.66	3.44%	40,471.95	4.17%
流动资产合计	641,120.39	62.17%	589,972.04	60.83%
长期应收款	42,557.07	4.13%	41,856.73	4.32%
长期股权投资	121,625.01	11.79%	119,036.34	12.27%
投资性房地产	124,922.62	12.11%	121,338.17	12.51%
固定资产	32,931.86	3.19%	31,708.79	3.27%
无形资产	26,433.24	2.56%	27,639.72	2.85%
非流动资产合计	390,099.60	37.83%	379,858.22	39.17%
资产总计	1,031,219.99	100.00%	969,830.27	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2018年末，公司货币资金达16.99亿元，较上年末增长34.90%，其中受限资金为10.79亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金等，占货币资金年末余额的63.50%，受限资金规模较大。预付账款主要是公司预付的项目合作保证金、项目合作备货款及采购货款，以及公司为上下游提供供应链金融服务产生的款项，随着贸易规模拓展推动公司预付款项规模增长，2018年末预付款项年末账面余额为28.13亿元，同比增加8.21%，其中账龄在1年以内的占56.02%，账龄在1-2年的占21.49%，3年及以上占比14.91%；前五名的预付款项占预付款项年末余额合计数的37.02%。公司预付款规模较大、账龄偏长，对公司资金形成较大占用。截至2018年末，公司存货账面价值为3.55亿元，其中，库存商品和房地产项目开发成本分别为3.05亿元和0.46亿元，已计提跌价准备203.94万元。

2018年末，公司应收票据账面价值为2.96亿元，主要为贸易业务相关商业承兑票据。2018年末，公司应收账款账面价值为8.85亿元，已计提坏账准备3.08亿元，综合计提比例为25.85%，其中，前五名的应收对象合计占应收账款年末余额合计数的26.11%；从应收账款账龄分布上看，1-2年内、2-3年内及3年以上应收账款账面余额占比分别为15.57%、3.68%

和24.54%。截至2018年末，公司其他应收款账面余额为7.22亿元，其中对已出现明显损失迹象的款项共计计提坏账准备3.72亿元，其中，3.04亿元计提比例为100%，计提后年末账面价值为3.49亿元，主要为往来款及部分保证金、押金等。2018年公司通过债权转让、房屋抵债、及现金回收的方式，坏账收回合计1.28亿元，坏账准备较上年下降1.19亿元。整体来看，公司应收账款及其他应收款坏账准备计提规模较大、账龄偏长，未来存在较大的回收风险。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成。2018年末公司长期应收款账面价值为4.26亿元，主要为公司与远丰房产项目合作前期拆借资金合计4.18亿元，拆借资金按平均资金成本上浮30%收取资金占用费。截至2018年末，公司长期股权投资账面价值12.16亿元，同比增长2.17%，主要系持有华创阳安⁵（600155）6.21%的股权，账面价值11.22亿元，采用权益法计量。截至2019年5月末，公司持有华创阳安股权的市场价值约为15.72亿元。2018年末公司投资性房地产账面价值为12.49亿元，公允价值较上年增长0.36亿元，主要包括公司及下属子公司用于对外出租的商业性物业、专项交易市场物业、办公楼等。2018年末，公司固定资产主要系房屋建筑物，账面价值3.29亿元；无形资产2.64亿元，主要系物流集团自有的物流用地。

截至2018年末，公司受限资产合计20.65亿元，占年末总资产的20.03%，明细如表10所示。总体来看，公司资产规模保持增长，主要包括预付款项、长期股权投资、投资性房地产等，其中，货币资金受限规模较高，预付及应收款项规模较大、账龄偏长，对公司资金形成占用且面临回收风险，整体资产质量仍较为一般。

表 10 截至 2018 年末公司受限资产明细（单位：万元）

项目	年末账面余额（原值）	受限原因
货币资金	107,912.36	承兑汇票保证金和信用证保证金等
投资性房地产	72,977.47	抵押
华创阳安（600155）股权	20,545.75	质押
固定资产	3,761.69	抵押
无形资产	1,310.23	抵押
合计	206,507.49	-

资料来源：公司2018年审计报告

⁵ 2018年宝硕股份更名为华创阳安股份有限公司。

资产运营效率

2018年公司营运资产周转效率较上年小幅提升，整体资产周转效率保持相对稳定但仍偏低

公司贸易商品采购过程中先预付部分货款再提货的模式使得公司预付款项规模较大，2018年末预付款项余额为28.13亿元，占总资产的27.28%，同比增长8.21%，周转效率小幅下降；公司存货规模相对较小，周转效率较高；下游应收款规模与营业收入同步增长，周转天数较上年保持稳定；公司票据结算规模进一步增长推动公司应付票据及应付账款规模增长3.76%至27.40亿元，减轻了公司的营运资金占用压力；综合影响下，2018年公司净营业周期由上年的33.31天缩短至29.28天，营运资产周转效率小幅提升。流动资产及总资产周转天数较上年小幅增加，整体资产周转效率保持相对稳定但仍偏弱。

表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	31.92	32.11
预付款项周转天数	71.78	68.93
存货周转天数	10.07	10.46
预收款项周转天数	13.15	14.83
应付票据及应付账款周转天数	71.34	63.37
净营业周期	29.28	33.31
流动资产周转天数	158.22	146.96
总资产周转天数	257.18	247.89

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司贸易业务规模小幅增长，但经营业务盈利能力有所下降，且非经营性损益占公司利润比重较高

2018年公司根据市场供需相应调节贸易业务规模及结构，受益于贸易业务规模增长，实现营业收入140.06亿元，同比增长5.91%，但由于市场竞争加大、成本上升等因素影响，公司贸易业务、汽车经销业务及仓储业务毛利率均有所下行，拖累公司综合毛利率由上年的3.82%下降至3.08%。考虑到贸易业务竞争仍较大、汽车市场持续低迷等因素影响，公司相关业务短期内毛利率仍面临一定下滑压力。此外，根据相关组建方案，公司将作为聚焦打造贵州省现代物流体系、推动“黔货出山”、提高贵州省物流运行效率的主要主体，未来业务板块将拓展为物流商贸、智慧物流运营管理、物流设施建设与装备制造，若相关方

案能顺利实施，将加大公司的经营实力。

2018年公司期间费用率2.93%，较上年小幅增长，主要系利息费用规模增长影响。2018年，公司净转回资产减值损失9,094.75万元，主要系原有坏账收回，占当期营业利润的58.56%；实现公允价值变动损益3,575.25万元，同比增长105.17%，主要系投资性房地产公允价值增长，占当期营业利润的23.02%。2018年公司营业外收入主要系长期挂账无法支付的往来款核销所致。2018年公司实现利润总额1.68亿元，同比增长11.74%，但规模增长主要由非经营性损益带动，经营业务毛利下降、期间费用率上升，整体盈利能力有所减弱。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	1,400,555.10	1,322,357.22
资产减值损失	-9,094.75	1,915.48
公允价值变动损益	3,575.25	1,742.56
营业利润	15,531.97	12,904.58
营业外收入	1,499.50	2,233.74
利润总额	16,792.03	15,028.32
净利润	10,462.31	10,041.84
综合毛利率	3.08%	3.82%
期间费用率	2.93%	2.77%
营业利润率	1.11%	0.98%
总资产回报率	3.92%	3.82%
净资产收益率	4.06%	4.23%
营业收入增长率	5.91%	20.25%
净利润增长率	4.19%	902.33%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现能力提升、经营活动现金流表现持续好转，但在建项目仍面临一定资金压力

2018年公司收现比为1.18，较上年小幅提升，公司净利润规模较上年保持稳定，存货及应收款规模增长，但得益于公司票据结算规模增长，营运资本周转效率提升，其对公司资金占用规模有所下降，经营活动现金流表现有所提升，实现净流入5.58亿元。

公司投资活动主要系资金业务以及项目建设相关现金收支，2018年呈小幅净流入状态。2018年公司吸收投资收到的现金为2.84亿元，主要系收到的股东增资款；受债券到期本息到期偿付规模相对较高影响，2018年公司筹资活动现金持续净流出，规模达2.97亿元。截至2018年末公司在建物流项目尚需投入资金95,464.02万元，后续资金的投入将使公司面

临一定的资金压力。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.18	1.13
净利润	10,462.31	10,041.84
营运资本变化	31,046.02	1,146.82
其中：存货减少（减：增加）	5,215.06	-7,003.06
经营性应收项目的减少（减：增加）	-18,864.00	-68,544.19
经营性应付项目的增加（减：减少）	44,694.96	76,694.07
经营活动产生的现金流量净额	55,799.40	33,527.35
投资活动产生的现金流量净额	2,753.88	-9,612.63
筹资活动产生的现金流量净额	-29,731.98	-20,105.73
现金及现金等价物净增加额	28,821.31	3,844.30

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率水平仍相对较高，有息债务规模持续增长，面临较大短期偿债压力

2018年公司融资规模有所增长，所有者权益增长主要来源于股东增资。截至2018年末，公司负债总额达75.90亿元，同比增长4.37%，所有者权益为27.22亿元，同比增长12.21%，产权比率由上年末的299.82%小幅下降至278.85%，公司净资产对债务的保障能力仍较弱。在负债结构方面，由于一年内到期的债务规模增长，2018年末流动负债占比提升至74.06%。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	759,021.63	727,261.27
所有者权益	272,198.36	242,569.00
产权比率	278.85%	299.82%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成。截至2018年末，公司短期借款余额9.75亿元，较上年同比增长20.25%，包括信用借款6.40亿元、抵押借款2.50亿元及质押借款0.85亿元。2018年公司加大了票据业务结算并相应减少了应付账款规模，年末公司应付票据同比增长24.54%至24.64亿元，其中，银行承兑汇票21.69亿元和商业承兑汇票2.95亿元，由于结算周期一般为三个月左右，一定程度上缓解了资金压力，但票据到期后公司仍将面临一定的资金支付压力；2018年末公司应付账款账面余额为2.76亿元，同比下降58.36%。2018年末公司预收款项规模为5.74亿元，较上年末

增长27.57%，主要系预收商品贸易款。公司其他应付款要是公司与贸易伙伴之间的经营性往来款项，2018年末账面余额为6.06亿元。2018年末公司一年内到期的非流动负债规模合计6.65亿元，包括一年内到期的长期借款3.63亿元以及子公司贵州省物资开发投资有限公司发行的债券到期本息合计3.03亿元。

公司非流动负债主要是长期借款、应付债券、长期应付职工薪酬以及递延所得税负债。2018年末，公司长期借款账面余额为3.77亿元，较上年保持稳定，主要系信用借款；公司应付债券5.97亿元，其中，本期债券账面余额4.98亿元⁶、“18黔物01”账面余额为0.99亿元。2018年末，公司长期应付职工薪酬账面余额为4.93亿元，全部为员工离职后的设定受益计划净负债，每年公司根据怡安翰威特咨询公司出具的员工福利精算评估报告进行相应的福利计提和发放。2018年末公司递延所得税负债规模为4.85亿元，主要是公司对华创阳安的投资收益以及投资性房地产公允价值增长按规定应计提的税额。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	97,500.00	12.85%	81,080.00	11.15%
应付票据	246,389.45	32.46%	197,837.78	27.20%
应付账款	27,562.23	3.63%	66,187.68	9.10%
预收款项	57,369.52	7.56%	44,971.42	6.18%
其他应付款	60,616.21	7.99%	41,798.75	5.75%
一年内到期的非流动负债	66,544.92	8.77%	8,476.32	1.17%
流动负债合计	562,104.24	74.06%	447,089.21	61.48%
长期借款	37,650.00	4.96%	37,783.33	5.20%
应付债券	59,732.02	7.87%	148,892.12	20.47%
长期应付职工薪酬	49,282.78	6.49%	43,333.85	5.96%
递延所得税负债	48,524.14	6.39%	48,318.59	6.64%
非流动负债合计	196,917.39	25.94%	280,172.06	38.52%
负债合计	759,021.63	100.00%	727,261.27	100.00%
有息债务	507,816.39	66.90%	474,069.55	65.19%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末，公司有息债务合计507,816.39万元，较上年小幅增长；其中，一年内到期的有息债务规模为410,434.37万元，面临较大短期偿债压力。2018年末公司资产负债率为73.60%，仍处于较高水平。受应付票据及短期借款等短期债务规模提升影响，公司流动比率及速动比率仍呈持续下降趋势，EBITDA利息保障倍数与上年持平，整体偿债压力仍较

⁶ 本期债券当期余额为 5.00 亿元，溢折价摊销之后，账面余额为 4.98 亿元。

大。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	73.60%	74.99%
流动比率	1.14	1.32
速动比率	1.08	1.23
EBITDA（万元）	42,811.06	37,860.41
EBITDA 利息保障倍数	1.91	1.91
有息债务/EBITDA	11.86	12.52
债务总额/EBITDA	17.73	19.21
经营性净现金流/流动负债	0.10	0.07
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.05

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月28日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

我国钢铁、煤炭及基本工业金属下游需求持续增长，为公司业务开展提供了良好的基础；公司贸易产品种类多样，可一定程度上抵御市场波动风险，2018年公司积极调整贸易产品结构，贸易收入规模持续增长；同时，仓储面积及物流业务规模持续增长，收入有所提升。

同时中证鹏元也关注到，公司经营业务盈利能力有所下降，非经营性损益占盈利规模较高，委托贷款资金面临一定坏账风险，本金回收具有不确定性，公司资产负债率较高，有息债务规模继续增长，面临较大的短期偿债压力，在建物流项目的后续投入仍使公司面临一定的资金压力。

基于以上分析，经中证鹏元综合评定，本期债券信用等级维持为AA，公司主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	169,949.56	125,981.26	91,774.84
应收票据及应收账款	118,088.58	130,272.59	105,621.04
预付款项	281,320.57	259,975.91	227,053.54
其他应收款	34,941.78	30,236.38	29,695.45
存货	35,499.66	40,471.95	33,453.88
长期应收款	42,557.07	41,856.73	40,190.17
长期股权投资	121,625.01	119,036.34	114,265.99
投资性房地产	124,922.62	121,338.17	112,644.96
固定资产	32,931.86	31,708.79	20,343.63
无形资产	26,433.24	27,639.72	27,546.64
资产总计	1,031,219.99	969,830.27	851,287.07
短期借款	97,500.00	81,080.00	42,500.00
应付票据及应付账款	273,951.67	264,025.46	183,710.32
预收款项	57,369.52	44,971.42	63,939.48
其他应付款(合计)	60,616.21	41,798.75	27,702.75
一年内到期的非流动负债	66,544.92	8,476.32	11,000.00
长期借款	37,650.00	37,783.33	45,573.86
应付债券	59,732.02	148,892.12	148,557.58
长期应付职工薪酬	49,282.78	43,333.85	42,899.90
递延所得税负债	48,524.14	48,318.59	47,028.82
负债合计	759,021.63	727,261.27	619,056.72
有息债务	507,816.39	474,069.55	380,097.89
归属于母公司所有者权益合计	257,498.93	236,120.10	226,843.88
营业收入	1,400,555.10	1,322,357.22	1,099,643.66
营业利润	15,531.97	12,904.58	9,461.27
净利润	10,462.31	10,041.84	1,001.85
经营活动产生的现金流量净额	55,799.40	33,527.35	-39,313.70
投资活动产生的现金流量净额	2,753.88	-9,612.63	-3,527.19
筹资活动产生的现金流量净额	-29,731.98	-20,105.73	-32,759.38
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数	31.92	32.11	31.10
预付款项周转天数	71.78	68.93	68.00
存货周转天数	10.07	10.46	9.37
预收款项周转天数	13.15	14.83	15.22
应付账款周转天数	71.34	63.37	54.53

净营业周期	29.28	33.31	38.73
流动资产周转天数	158.22	146.96	154.22
总资产周转天数	257.18	247.89	256.77
综合毛利率	3.08%	3.82%	2.55%
期间费用率	2.93%	2.77%	2.97%
营业利润率	1.11%	0.98%	0.86%
总资产回报率	3.92%	3.82%	3.68%
净资产收益率	4.06%	4.23%	0.44%
营业收入增长率	5.91%	20.25%	75.82%
净利润增长率	4.19%	902.33%	-92.51%
资产负债率	73.60%	74.99%	72.72%
流动比率	1.14	1.32	1.47
速动比率	1.08	1.23	1.37
EBITDA (万元)	42,811.06	37,860.41	31,778.16
EBITDA 利息保障倍数	1.91	1.91	2.04
有息债务/EBITDA	12.52	11.96	10.30
债务总额/EBITDA	17.73	19.21	19.48
经营性净现金流/流动负债	0.10	0.07	-0.12
经营性净现金流/负债总额	0.04	-0.05	-0.04

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末公司纳入合并财务报表范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例(%)		表决权比例(%)	取得方式
		直接	间接		
贵州省金属材料有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省机电设备有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省化工建材有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省生产资料服务有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省物资开发投资有限责任公司	商业流通	89.98		89.98	设立
贵州省金属回收公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省建筑材料公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省物资协作公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省物资现代物流集团有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省物资配套承包有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州省外商投资企业物资供销公司	商业流通	51.00		51.00	设立
贵州省物资集团国际贸易有限公司	商业流通	100.00		100.00	设立
贵州天恒房地产开发有限责任公司	房地产	51.00		51.00	设立
贵州省物资集团大数据有限公司	大数据	40.00		40.00	设立
贵州省物资供应贸易有限责任公司	商业流通	100.00		100.00	设立

注：上述仅包括二级子公司。

资料来源：公司 2018 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$
预付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初预付款项} + \text{期末预付款项}) / 2] \}$
预收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初预收款项} + \text{期末预收款项}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。