



CREDIT RATING REPORT

报告名称

雪松实业集团有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】565 号

大公国际资信评估有限公司通过对雪松实业集团有限公司及“17 君华 01”、“18 君华 01”、“18 雪松 01”的信用状况进行跟踪评级，确定雪松实业集团有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“17 君华 01”、“18 雪松 01”的信用等级维持 AA+，“18 君华 01”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月二十八日



评定等级



主体信用

跟踪评级结果	AA+	评级展望	稳定
上次评级结果	AA+	评级展望	稳定

债项信用

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17君华01	12.00	3(2+1)	AA+	AA+	2018.06
18君华01	12.00	3(2+1)	AAA	AAA	2018.06
18雪松01	4.00	3(2+1)	AA+	AA+	2018.09

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2018	2017	2016
总资产	596.88	532.22	363.87
所有者权益	255.88	218.95	164.51
总有息债务	222.67	204.71	56.97
营业收入	2,140.19	1,429.05	551.11
净利润	20.46	22.46	9.20
经营性净现金流	3.17	2.38	-3.43
毛利率	2.19	2.26	2.52
总资产报酬率	5.71	6.98	3.62
资产负债率	57.13	58.86	54.79
债务资本比率	46.53	48.32	25.72
EBITDA 利息保障倍数(倍)	3.26	4.65	10.72
经营性净现金流/总负债	0.97	0.93	-2.38

注: 公司提供了 2018 年财务报表, 中喜会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 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。2017 年财务数据为经追溯调整的 2018 年期初数。

评级小组负责人: 王思明

评级小组成员: 费颖 徐梦琪

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

雪松实业集团有限公司(以下简称“雪松实业”或“公司”)主要从事供应链管理、石油化工、房地产、文化旅游、汽车销售综合服务和服装销售等业务。跟踪期内雪松实业在供应链管理和碳四深加工方面仍具有很强的市场竞争力,控股股东对公司支持力度很大,2019年3月,广州产业投资基金管理有限公司(以下简称“广州基金”)及广州凯得金融控股股份有限公司(以下简称“凯得金融”)合计认购公司发行的 80.00 亿元永续债,有助于提升公司的资本实力及资金流动性;同时,公司供应链管理业务扩张较快,对资金需求量加大,加大公司经营管理压力和资金流动性压力;存货、预付款项、应收账款规模较大,对资金形成一定占用,且受限资产规模较大、股权质押比重极高,很大程度上影响资产流动性及再融资能力。公司更换原有“18 君华 01”增信措施,现以持有的子公司供通云供应链集团有限公司(以下简称“供通云”)100%股权为“18 君华 01”担保,具有较强的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 2018 年以来,公司业务规模继续扩大、业务范围继续拓展,仍保持以供应链管理、石油化工、房地产、文化旅游为主,汽车销售服务和服装销售等为辅的多元业务;
- 2018 年以来,随着业务范围和规模的持续扩大,公司营业收入继续增加,公司仍是华南地区最大的有色金属供应链管理服务提供商之一,对铜产品供应链上下游的资源整合能力仍较强;
- 2018 年,股东大规模增资继续增强公司资本实力;
- 2019 年 3 月,广州基金及凯得金融合计认购公司 80.00 亿元永续债,有助于提升公司资本实力及资金流动性;



- 公司以持有的子公司供通云 100%股权为“18 君华 01”担保，具有较强的增信作用。

主要风险/挑战：

- 公司供应链管理业务扩张较快，对资金需求量加大，将加大公司经营管理压力和资金流动性压力，公司治理与管理有待完善；
- 公司在建及拟建项目较多，主要为房地产及化工项目，未来仍保持着较大的投资量，公司面临一定资本支出压力，同时公司可即时开发的土地储备仍相对较少；
- 公司存货、预付款项、应收账款规模较大，对资金形成一定占用，且商誉及无形资产中商标权规模较大，占总资产的比重较高，资产质量一般，同时受限资产规模较大，占净资产比重较高，且其所持子公司股权质押比重极高，很大程度上影响公司资产流动性及再融资能力；
- 由于业务规模扩大及收购事项等引起资金需求量大幅增加，公司总有息债务规模较大，且存在一定短期偿付压力。



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公贸易企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的雪松实业存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 君华 01	12.00	12.00	2017.08.30~ 2020.08.30	偿还金融机构借款、补充营运资金	已按募集资金要求使用
18 君华 01	12.00	12.00	2018.05.04~ 2021.05.04	偿还公司借款、补充营运资金	已按募集资金要求使用
18 雪松 01	4.00	4.00	2018.10.17~ 2021.10.17	偿还公司借款、补充营运资金	已按募集资金用途使用

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

雪松实业前身系 1997 年成立的广州市君华经济发展有限公司，由自然人张劲、张晟及张炳生共同出资设立，初始注册资本 150 万元人民币，其中张劲持股 20.00%。2004 年 2 月，广州市君华经济发展有限公司更名为君华集团有限公司。历经多次增资及股权变更，截至 2018 年末，公司注册资本为 70.00 亿元，控股股东雪松控股集团有限公司（原名雪松资本投资有限公司，以下简称“雪松控股”）直接持有公司 95.93% 股权，张劲直接持有公司 4.07% 的股权，且张劲直接及间接持有雪松控股 100.00% 股权，因此张劲为公司实际控制人。2018 年 8 月，君华集团有限公司更为现名，各股东持股比例不变；法定代表人由张劲变更为范佳昱，并办理了工商变更登记。

公司 2018 年末纳入合并范围的公司共 145 家，其中本期处置 3 家，注销 1 家，因收购取得 31 家，投资新设立增加 42 家。

公司按照《中华人民共和国公司法》及相关法律、法规的规定制定公司章程，建立了由公司股东会、董事会、监事和经营管理机构组成的规范的法人治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营管理机构之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。



公司主营业务涵盖供应链管理、化工、房地产、文旅、汽车综合销售服务和服装销售等板块，各板块分属不同行业，随着业务规模的不断扩大，跨行业经营给公司带来一定经营和管理挑战，公司治理与管理有待完善。

2016 年以来，公司分别通过协议收购的形式取得两家上市子公司的控制权，分别为淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“齐翔腾达”）和希努尔男装股份有限公司（以下简称“希努尔”）。其中 2016 年，公司协议收购齐翔腾达控股股东淄博齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“齐翔集团”）80.00% 股权间接取得齐翔腾达控制权，股权转让对价 48.18 亿元；2017 年，公司通过二级市场买入及协议收购希努尔原股东持有的希努尔共计 65.40% 股份，交易总价款 43.98 亿元。公司对两家上市公司的收购扩展了公司业务范围，拓宽了直接融资渠道；收购事项使公司支出大量自有资金，同时原有业务规模扩张较快，也在一定程度上增加了资金压力和债务负担。

公司未来的发展战略是继续深耕供应链管理、化工、房地产、文旅、汽车销售服务等领域，同时因时因地制宜不断进行战略调整，多元化深入发展各业务板块，加大运用互联网等信息技术改造传统业务模式的力度，提升企业经营效率，打造相互促进的业务生态。综合来看，随着业务规模的扩大和合并报表范围的增加，公司营业收入增长较快；但各板块分属不同的行业，跨行业经营给公司带来一定经营和管理挑战。

希努尔于 2018 年 11 月 15 日召开的第四届董事会第十九次会议和 2018 年 12 月 4 日召开的 2018 年第三次临时股东大会审议通过了《关于以集中竞价方式回购公司股份的议案》。希努尔拟以自有资金或自筹资金通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购希努尔部分股份，回购的资金总额不低于人民币 3 亿元，不超过人民币 6 亿元；回购股份的价格为不超过人民币 14 元/股，按回购金额上限 6 亿元、回购价格上限 14 元/股进行测算，预计回购股份总数为不超过 42,857,143 股，约占希努尔目前已发行总股本的 7.88%。本次回购股份自股东大会审议通过之日起 12 个月内完成；本次回购股份全部用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。截至 2019 年 5 月 31 日，希努尔尚未进行股份回购。

齐翔腾达于 2018 年 11 月 15 日召开的第四届董事会第十七次临时会议和 2018 年 12 月 4 日召开的 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购部分社会公众股份预案》的议案，同意齐翔腾达以集中竞价交易、大宗交易或其他法律法规允许的方式使用自有资金回购部分齐翔腾达股份，回购股份资金总额为不低于人民币 5 亿元，不超过人民币 10 亿元，回购股份价格为不超过人民币 12.00 元/股（含 12.00 元/股）；本次回购股份全部用作转换上市公司发行的可



转债。截至 2019 年 5 月 31 日，齐翔腾达通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份 552,100 股，约占齐翔腾达目前总股本的 0.0311%，最高成交价为 8.19 元/股，最低成交价为 8.05 元/股，成交总金额为 4,493,593 元（不含交易费用）。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2019 年 5 月 13 日，公司本部未结清信贷中无关注及不良类信息，已结清信贷中有 1 笔关注类贷款，根据公司提供的由中国工商银行股份有限公司出具的说明，该笔 825 万元贷款到期日为 2010 年 2 月 26 日，公司已在 2010 年 2 月 23 日提前偿还，无贷款逾期或其他违约情况。截至本报告出具日，公司本部在债券市场公开发行的“17 君华 01”和“18 君华 01”到期利息均已正常兑付，“18 雪松 01”尚未到还本付息日。

2018 年 8 月 23 日，齐翔腾达公告称，近期收到中国证券监督管理委员会山东证监局（以下简称“山东证监局”）行政监管措施决定书（【2018】49 号）和【2018】50 号），分别对齐翔腾达采取责令改正措施的决定和对齐翔腾达董事长车成聚先生、董事会秘书祝振茂先生采取出具警示函措施的决定，主要由于：一、齐翔腾达 2017 年购买了理财产品，如母公司购买中国农业银行某理财产品，全年累计金额 209.02 亿元，占齐翔腾达 2016 年末未经审计净资产的 355.11%，累计交易金额达到股东大会审议标准，但未提交股东大会审议，未按规定在临时报告、定期报告中披露；二、齐翔腾达 2017 年 7 月 3 日发布《2017 年关于控股股东股份被质押的公告》，称第一大股东齐翔集团所持其股份部分被质押，用途为质押贷款；根据质押合同，其股份质押系为其他贷款提供担保。上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》第二条、第二十一条、第三十条的规定，且在规范运作方面存在问题。因此，山东证监局依据相关规定对齐翔腾达采取责令改正的监管措施，要求齐翔腾达在收到行政监管措施决定书之日起 30 日内将整改报告上报山东证监局，并于 40 日内对上述事项进行改正。齐翔腾达在公告中同时称，在收到上述决定书后，董事会和管理层对上述问题高度重视，立即向董事、监事、高级管理人员以及相关责任人进行了传达，严格执行相关监管规定的要求，及时整改。2018 年 9 月 28 日，齐翔腾达向中国证券监督管理委员会提交了《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于对〈中国证券监督管理委员会山东证监局行政监管措施决定书〉的整改报告》。

整体来看，随着业务规模的不断扩大，跨行业经营给公司带来一定经营和管理挑战，公司治理与管理有待完善。



偿债环境

我国国民经济运行增速放缓，但整体而言经济继续表现良好；国家多次出台政策文件积极推进供应链管理创新，引导传统流通企业向供应链服务企业转型。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港



粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

近年来，国家多次出台政策文件积极推进供应链管理创新，引导传统流通企业向供应链服务企业转型。

供应链管理行业是典型的轻资产、高技术含量的现代服务产业，企业通过对不同行业运行模式的深入研究，利用综合专业能力和自身的整合能力，为客户定制集成解决方案，将单一、分散的报关、运输、仓储、贸易、结算服务等流程组合为供应链管理服务产品，实现商流、物流、资金流和信息流“四流”合一，为客户节约成本，提升价值。供应链服务行业毛利率、净利润率较低，但通过提高周转速度、负债率可以拉高企业的净资产收益率。在互联网经济快速发展的今天，供应链管理已成为各大企业的重要核心战略，也是我国推进供给侧结构性改革的重要着力点。供应链管理行业的发展主要取决于两个因素，一是社会贸易总规模，二是企业供应链管理外包的比例。目前，我国供应链管理行业仍处于初级发展阶段，行业供应商功能单一，增值服务薄弱；供应链管理服务商的收益主要来自于基础性服务，如运输管理和仓储管理等，增值服务如供应链整合服务、供应链金融服务以及供应链平台建设等服务收入占比较小。

近年来，国家多次出台政策文件积极推进供应链管理创新。2016 年 2 月，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、国家发展和改革委员会等八部门联合发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，力推供应链金融。2017 年，国务院办公厅正式下发《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，从鼓励技术和商业模式创新、龙头企业培育、智慧供应链体系建设等多个维度提出了具有前瞻和战略性的规划，明确提出要推进流通与生产深度融合，鼓励流通企业与生产企业合作以及引导传统流通企业向供应链服务企业转型，提升供应链服务水平等。2019 年 2 月 18 日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，推进粤港澳大湾区建设。大湾区聚集了中国 80% 的供应链企业，供应链产业的高质量发展，将有力推动粤港澳大湾区的经济。同时，供应链管理行业作为资本密集型行业，资金周转需求较大，尤其是大宗商品供应链服务，需要匹配大量的资金，因此资金获取能力尤其是低成本获取资金的能力强弱是影响供应链企业竞争力的重要因素。



供应链管理行业集中度仍较低，所服务行业相对较为集中，企业盈利受单一行业波动影响较大且盈利模式单一；有色金属、煤炭及化工等产能过剩行业进入战略调整期，对供应链管理仍存在迫切需求。

我国供应链管理行业集中度仍较低，相关企业呈现“小、散、弱、乱”的格局，且大多从事单一业务或少数几个行业，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，企业盈利受单一行业波动影响较大。大部分企业盈利模式单一，业务重心仅集中在贸易层面，主要通过传统的贸易价差和提供简单配套服务来获取利润，缺乏大规模、长距离、多用户的综合服务能力，造成整个流通环节信息滞后、流通效率较低，客户导向的增值服务意识严重匮乏，不能通过实现规模效应有效降低服务成本，从而缺乏核心竞争力，也不符合未来行业发展的趋势。

目前，有色金属、煤炭、化工及钢铁等行业产能过剩严重、投资增速下降、转型升级迫切，行业发展进入战略调整期，部分供应链环节面临交易环节冗长、支付结算环节缺乏履约保障、风险管理难度大、资金周转压力大、财务费用高企及融资成本升高等问题，不利于相关企业和行业的可持续发展。同时，在供应链环节，互联网及新型支付形式的快速发展降低了信息不对称、同时提高了信息交流和沟通的效率。对于贸易商而言，通过捂盘获取时间价差的盈利模式逐渐弱化，产业链的价值增值的聚焦点从价格端向成本端进行转化，加之整体宏观信贷逐渐趋紧，整个供应链需要提高运转效率，来提升资金的使用效率。而对供应链的有效管理能够解决在行业可持续发展所面临的上述难题，在解决中间环节成本问题的同时还能主动发现需求、匹配需求，加速企业资金周转，减少财务费用。在经济增速放缓、产业结构调整深化的背景下，有色金属、煤炭、化工及钢铁等行业对供应链管理仍存在较为迫切的需求。

房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

调控政策作为主导房地产行业周期变换的关键因素，在整个房地产行业的波动中起着至关重要的作用。从政策端来看，2018 年 7 月末，中央政治局工作会议专门对房地产进行了论述：“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”；2018 年 10 月末，人民日报多次刊文表态“房地产调控不会放松”；2018 年 12 月，针对房地产领域，中央经济工作会议和住房和城乡建设工作会议提出，要构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。政策方面更为强调地方政府的权责，以便于各地政府结合自身的情况进行因城施策的调控。



调控区域方面，2018 年以来，房地产调控整体呈分散化和扩大化趋势。地方房地产政策调控在旧有强化的基础上，调控覆盖区域也进一步扩大，呈现出在热点城市调控政策全面升级的同时，部分三、四线城市调控政策频出的现象。2018 年以来，扣除常规性的监管政策，仍有共计超过 30 个地级以上城市和 13 个县级城市出台调控政策。整体来看，目前各线城市常用的调控手段仍围绕着限购、限贷和限售来进行；但此轮调控政策精准化的特点，使得不同城市政策的具体内容差异化明显，且调控力度上对一二线城市明显严厉于三四线城市。

除了传统的限购、限售、限贷等政策，2018 年以来调控政策的另一大变化就是注重对于市场监管的强化，通过规范市场秩序，保障合理购房需求。全年全国共计超过 60 市县出台房地产市场监管政策，且监管政策涉及范围较为广泛。除了地方层面的自我监管加强外，住建部等七部委也对北京、上海等 30 城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。同时，在加强商品房调控的同时，通过加快租赁住房、政策性住房建设，我国住房供应结构不断优化。住建部发布的《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，强调热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应需在未来的三到五年内提升至 50%以上。在中央各项鼓励政策出台的大背景下，全国各地已在持续推进租赁住房、政策性住房建设。

整体来看，目前房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

2018 年以来，随着部分城市调控政策的实施，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓。

2018 年以来，随着部分城市调控政策的实施，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓；全国商品房销售面积 171,654 万平方米，销售金额 149,973 亿元，销售面积及销售金额同比分别增长 1.30%和 12.20%，但较 2017 年增速分别下滑 6.40 和 1.50 个百分点。2019 年 1~3 月，商品房销售面积 29,829 万平方米，同比下降 0.90%，销售金额 27,039 亿元，同比增长 5.60%。

开发投资方面，2018 年，全国房地产开发投资完成额 12.00 万亿，同比增长 9.50%，其中新开工面积同比增长 17.20%，土地购置面积累计同比增长 14.20%，土地成交价款累计同比增长 18.00%。新开工面积增速持续高位，土地购置端增速略有下行。2019 年 1~3 月，全国房地产开发投资 2.38 万亿元，同比增长 11.80%，增速比 1~2 月提高 0.20 个百分点。其中，住宅投资 1.73 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 72.50%。

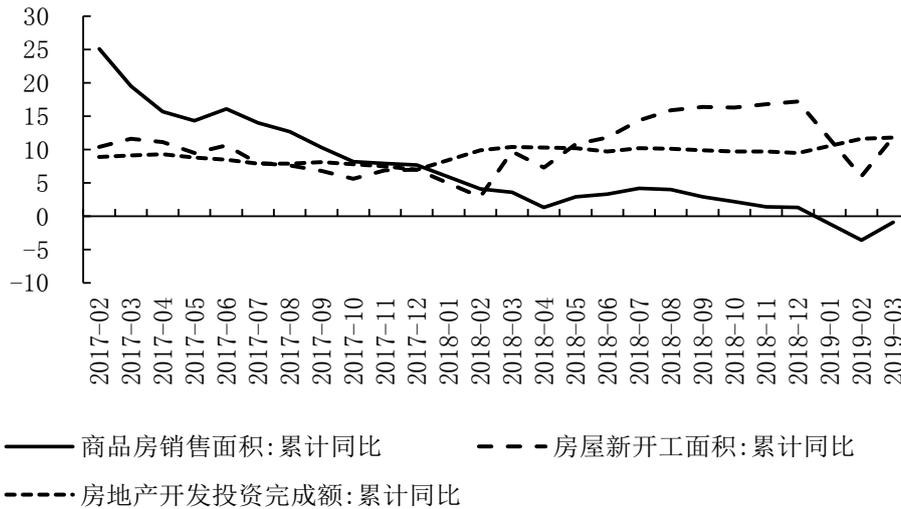


图1 2017年1月~2019年3月我国房地产市场销售及房屋开发情况 (%)

数据来源:Wind

碳四产品下游应用广泛，市场发展空间广阔；随着安全环保要求的不断提高，环保及安全工作比较规范的企业将率先受益。

目前，碳四资源的各项组分中，利用最广泛的包括正丁烷、异丁烷、正丁烯、异丁烯及丁二烯等，其中正丁烷的主要用途是氧化制顺酐，用于生产不饱和聚酯树脂、涂料等有机中间体和专用化学品；异丁烷通常与正丁烯反应生产烷基化汽油，或和丙烯共氧化法生产环氧丙烷并产叔丁醇，其中烷基化油通常是汽油的调和组分，环氧丙烷是重要的基本有机化工合成原料；正丁烯还可以水合-脱氢两步法生产仲丁醇和甲乙酮，其中甲乙酮为有机溶剂，可与多种烃类溶剂互溶，广泛应用于涂料、胶粘剂、润滑油、油墨等领域；异丁烯通常和甲醇在酸性催化剂、40~100℃下醚化生成 MTBE，丁二烯主要用来生产各种橡胶，其中 MTBE 是一种良好的高辛烷值汽油掺加组分。随着国家不断推进油品升级，对油品中氧含量提出更高标准，加之 2020 年国家全面推行乙醇汽油，MTBE 作为油品添加剂将逐步退出市场，MTBE 产能转化为甲基丙烯酸甲酯（MMA）。MMA 主要应用在聚合和共聚领域，可以通过本体聚合制得有机玻璃。用于生产有机玻璃、高档油漆、高端显示屏及其他家用电器、装饰材料等。甲基丙烯酸甲酯的下游产品，聚甲基丙烯酸甲酯树脂（PMMA）被广泛应用于各种照明器材、光学玻璃、仪器仪表、光导纤维、飞机座舱玻璃、防弹玻璃等领域，特别是随着液晶显示器市场的迅速增长，光学级 PMMA 模塑料需求量大幅度增长。

以甲乙酮为例，目前我国（不含台湾地区）已成为全球最大的甲乙酮生产国，生产能力约 68.70 万吨/年，约占全球总产能的 44.44%，其国内消费主要集中在涂料和胶粘剂，国外在润滑油脱蜡及树脂方面的应用也比较多，市场发展空间广



阔。随着人们环保意识的增强和政策对环保要求的持续提高，化工企业均面临不同程度的环保和安全压力；同时，环保及安全工作比较规范的企业将在环保监管升级中率先受益。

（三）区域环境

广州市积极推进粤港澳大湾区建设，综合优势明显；《2019 年广州市政府工作报告》提到发展供应链管理新业态，为公司发展主营业务提供良好的区域环境。

2018 年，广州市实现地区生产总值 22,859.35 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%。其中，第一产业增加值 223.44 亿元，同比增长 2.5%；第二产业增加值 6,234.07 亿元，同比增长 5.4%；第三产业增加值 16,401.84 亿元，同比增长 6.6%。第一、二、三次产业增加值的比例为 0.98：27.27：71.75；第二、三产业对经济增长的贡献率分别为 26.6%和 73.0%。

2018 年，广州地区的财政收入 6,205 亿元，同比增长 4.3%。其中，国税部门组织收入 4,001 亿元，同比增长 4.9%；地税部门组织收入 1,583 亿元，同比增长 8.0%；地方一般公共预算收入 1,632.30 亿元，同比增长 6.5%；地方一般公共预算支出 2,505.84 亿元，同比增长 14.6%。

《2019 年广州市政府工作报告》提到，广州应充分发挥粤港澳大湾区核心引擎作用，探索建立区域政务服务机制，携手港澳建设国际一流湾区和世界级城市群，将广州建设为国际工业设计中心，发展供应链管理、定制化服务、总集成总承包、信息增值服务等服务型制造新业态；加快国际金融城、琶洲互联网创新集聚区等项目建设；推动专业批发市场转型升级，优化物流体系规划建设，开展物流园区整治提升行动；打造国际会展之都，加快推进广交会第四期展馆、琶洲会展塔综合体、物流轮候区、客运口岸码头建设，积极引进国际品牌展会活动落户；发展邮轮经济，加快建设国际邮轮母港。综合来看，以上规划对公司以着力发展供应链管理业务的战略目标相契合，为公司发展主营业务提供良好的区域环境。

财富创造能力

公司营业收入和毛利润同比均大幅增长，毛利率略有下降；在供应链管理领域，公司对铜产品上下游资源整合能力仍较强，一定程度上能够保证盈利水平增长；在石油化工领域，甲乙酮和顺酐仍具有较好的规模效益，2018 年石油化工板块仍保持较好盈利水平；在房地产板块，可售建筑面积相对仍较少，对盈利水平的贡献不稳定。

公司仍维持以供应链管理、石油化工、文化旅游和房地产为主，汽车综合销售服务和服装销售等为辅的多元业务格局。公司供应链管理仍主要包括大宗商品



交易、供应链管理增值服务等，房地产包括地产销售和地产租赁等，石油化工产品主要包括甲乙酮、顺酐等。供应链管理业务仍是公司收入的主要来源，石油化工业务是公司收入来源的重要补充；供应链管理、石油化工和房地产业务共同构成毛利润主要来源。

从营业收入和毛利润来看，随着供应链管理规模快速增长，公司营业收入和毛利润继续较快上升。供应链管理方面，2018 年公司继续加大在华南、华东地区的大宗商品交易量，有效拉动了整体收入规模的增长；供应链管理毛利润同比增加 6.53 亿元，对毛利润的贡献有所提升。石油化工方面，2018 年该板块收入同比增加 10.43 亿元，主要由于主要化工产品价格及销量同比增加；石油化工毛利润同比略有减少，主要是原材料碳四成本上涨所致。房地产方面，公司 2018 年地产销售及房产租赁收入同比均有所增加，2017 年房产销售主要是南宁安置房项目，售价远低于市场价格；而 2018 年房产销售均为中山和南宁商品房，且中山项目由于前期拿地成本优势，加之中山房价上涨，导致房地产板块收入及毛利润分别同比增长 1.84 亿元和 5.12 亿元。服装销售方面，公司 2017 年 9 月收购希努尔，业务板块拓展至服装销售领域，2017 年报仅合并希努尔 2017 年第四季度的利润表，导致 2018 年该板块收入同比大幅增加。文化旅游方面，公司 2017 年第四季度新增此业务板块，2018 年相继设立诸城市松旅恐龙文化旅游发展有限公司（以下简称“诸城松旅”）、桂林市雪松文化旅游发展有限公司等子公司，收购嘉善西塘康辉旅游置业开发有限责任公司、嘉善康辉创世旅游开发有限责任公司、香格里拉仁华置业有限公司等公司，合并范围增加使得文化旅游收入及毛利润显著增长。公司汽车销售综合服务板块经营较为稳定，占营业收入和毛利润比重仍较小。其他业务板块主要是社区管理、金融服务等，2018 年此板块收入同比增加 3.30 亿元，毛利润同比增加 1.05 亿元。

从毛利率来看，2018 年，公司毛利率同比略有下降；受毛利率较低的供应链管理业务规模快速增加影响，公司毛利率水平仍处于较低水平，且同比略有下降；石油化工业务仍具有一定规模和技术优势，毛利率处于较好水平，但同比下降 2.03 个百分点，主要是原材料成本上涨所致；房地产业务毛利率较高，其中房产销售毛利率同比大幅上升 26.50 个百分点，主要是 2018 年分期结转的项目毛利率较高所致；汽车销售综合服务毛利率同比有所下降，主要是行业整体波动所致；其他业务毛利率同比上升 6.36 个百分点。

**表 2 2016~2018 年公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2018 年		2017 年 ¹		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2,140.19	100.00	1,429.05	100.00	551.11	100.00
供应链管理	1,983.86	92.70	1,302.44	91.14	505.45	91.72
石油化工	103.91	4.86	93.48	6.54	0.00	0.00
房地产	17.61	0.82	15.77	1.10	36.56	6.63
汽车销售综合服务	8.50	0.40	9.27	0.65	7.16	1.30
服装销售	6.95	0.32	2.16	0.15	0.00	0.00
文化旅游	10.14	0.47	0.005	0.00	0.00	0.00
其他	9.22	0.43	5.92	0.41	1.94	0.35
毛利润	46.93	100.00	32.34	100.00	13.90	100.00
供应链管理	15.36	32.72	8.83	27.31	3.43	24.71
石油化工	16.96	36.13	17.15	53.04	0.00	0.00
房地产	9.17	19.55	4.05	12.52	9.42	67.79
汽车销售综合服务	0.79	1.68	0.94	2.92	0.64	4.59
服装销售	1.41	3.01	0.53	1.65	0.00	0.00
文化旅游	1.37	2.92	0.002	0.01	0.00	0.00
其他	1.88	4.00	0.83	2.56	0.40	2.91
毛利率		2.19		2.26		2.52
供应链管理		0.77		0.68		0.68
石油化工		16.32		18.35		-
房地产		52.09		25.67		25.77
汽车销售综合服务		9.25		10.17		8.92
服装销售		20.31		24.66		-
文化旅游		13.52		36.63		-
其他		20.33		13.97		20.82

数据来源：根据公司提供资料整理

（一）供应链管理

公司仍是华南地区最大的有色金属供应链管理服务提供商之一，对铜产品供应链上下游的资源整合能力仍较强。

公司供应链管理业务主要由公司本部、淄博齐翔腾达供应链有限公司（以下简称“齐翔腾达供应链”）和供通云承担，其中供通云拥有广州联华实业有限公司、上海穗华投资有限公司等 18 家子公司；截至 2018 年末，公司持有供通云 100.00% 股权。公司供应链运营管理体系以大宗商品交易为基础，包括采购、仓储、掺配、筛选、物流、销售、委托加工和增值服务，建立了完整的大宗商品供应链管理体系和服务平台。

¹ 表 2 的 2017 年数据经追溯调整。

**表 3 2017~2018 年公司供应链管理业务主要经营实体财务指标（单位：亿元、%）**

企业名称	时间	期末 总资产	期末资产 负债率	营业收入	利润 总额	经营性净 现金流
公司本部	2018 年	285.51	62.56	51.46	2.59	59.47
	2017 年	281.22	69.90	25.89	2.87	-31.77
供通云（合并）	2018 年	138.60	48.41	1,759.97	10.36	-33.00
	2017 年	89.67	69.61	1,150.40	7.53	-7.90
齐翔腾达供应链(合并)	2018 年	21.92	68.95	172.88	0.37	-5.88
	2017 年	5.63	44.05	127.05	0.20	-0.67

数据来源：根据公司提供资料整理

公司根据下游客户的订单需求，合理安排向上游采购、加工厂加工、物流配送，为下游客户高效配置大宗商品资源，降低资源使用成本；为上游供应商稳定分销大宗商品，及时回笼资金；为中间贸易商、加工商补足短板，撮合交易。公司自 2002 年进入大宗商品贸易行业，多年来在铜、锌等大宗商品贸易业务中积累了丰富的上下游客户资源，并提供供应链增值服务，利润来源由之前单一地赚取贸易买卖价差向“贸易利润+供应链增值服务利润”的盈利模式转型，逐步形成了自身的渠道优势，是华南地区最大的有色金属供应链管理服务提供商之一。作为一家深耕铜产业链的核心企业，供通云和铜、铝等冶炼大厂合作关系紧密，下游拥有华南、华东、华北各大区域市场众多终端客户，是华南地区最大的铜产品渠道商之一，对铜产品供应链上下游的资源整合能力较强；供通云旗下实体工厂台一江铜（广州）有限公司（以下简称“台一江铜”）与台一铜业（广州）有限公司（以下简称“台一铜业”）年产值过百亿，台一江铜主营各类裸铜铜线制造，主要是将购入的电解铜板原材料制造成不同口径的裸铜线，是中国地区最大的裸铜线生产企业之一；台一铜业目前主营各种规格漆包线的生产与加工，主要工艺是将购入的裸铜线拉制成各种规格的铜丝，并进行上漆烘烤，是中国最大的漆包线生产企业之一，同时是日本万宝至马达（Mabuchi Motor）、三菱电机、台湾台达集团等世界顶级电机制造商的认证供应商。根据公司提供的说明资料，目前供通云铜产品业务约占华南区域流通市场规模的 40%，是华南地区最大的铜产品供应商之一；同时，供通云拥有下游终端企业客户逾 500 家，服务华南市场 80%终端的需求。另一方面，供通云也在积极开拓华东、华北、西北及海外等市场，公司在华东市场的业务飞速发展，业务占比已达 60%以上。在其它有色品种如铝、锌的供应链业务上，供通云也有一定的市场经验与规模。公司与南储仓储管理集团有限公司及多家大型物流公司建立了长期合作关系，构筑了遍布全国的仓储物流体系和服务网络，同时参股鄂尔多斯煤炭交易中心，进一步完善物流及仓储系统。此外，公司在收购齐翔腾达后，在其上市公司的优势基础上积极发展非有色业务，且供应链管理技术也积极促进齐翔腾达业务的发展。



公司供应链管理业务规模快速扩大，主要通过套期保值、存货及应收账款管理等多种方式降低经营风险，但套期保值也存在一定的决策和操作风险；供应链管理业务扩张对资金需求量加大，将加大公司经营管理压力和资金流动性压力。

公司供应链管理产品品种较多，主要包括电解铜、锌锭、铝锭、铜线及铜杆、铜线坯、白银、芳香类产品和原煤等。由于近几年大宗商品市场价格波动剧烈，经营风险使得公司需要集中精力管理主营的商品品种。2018 年，公司供应链管理产品仍以铜、锌和铝为主，三者合计占销售总额的 80%以上。

表 4 2016~2018 年供应链管理业务主要品种销售情况（单位：万吨、亿元）

产品	项目	2018 年	2017 年	2016 年
铜金属	销售量	294.97	178.51	116.47
	销售金额	1,261.69	752.76	376.01
锌金属	销售量	158.27	132.14	70.08
	销售金额	316.58	267.89	99.83
铝金属	销售量	146.13	116.39	23.91
	销售金额	178.76	144.30	25.92

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司供应链管理业务量持续扩大，铜、锌和铝三种金属销售总量及销售金额快速上升，主要是依靠汽车行业、房地产行业、家电行业和基础设施建设行业的需求带动，大宗商品市场有所回暖，公司迅速大幅扩大了铜、锌和铝的交易规模，其中铜金属交易规模增幅最大。但大规模大宗商品交易具有典型的资金密集性特征，对资金需求量较大，且面临国内外经济运行中的不稳定和不确定因素较多，随着供应链管理业务的快速扩大，公司资金流动性和经营管理能力仍面临一定挑战。

公司大宗商品交易规模较大，在经营过程中存在大宗商品价格波动风险、存货及应收账款管理风险等，因此在经营过程中公司采取多种方式降低交易风险。针对大宗商品价格波动风险，公司主要通过期货市场交易进行套期保值操作，以锁定未来产品的销售价格，减轻短期内价格波动的风险；此外，公司还通过自己专业的风险敞口管理团队，为上下游客户提供“套期保值风险管理²”、“点价权让渡”和“虚拟库存，远期备货”等增值服务，降低价格波动对公司利润的影响。但铜和锌等金属产品属于国际大宗商品，市场价格易受多种因素影响而剧烈波动，公司较大的交易量决定了需要频繁进行双向套期保值操作，因此套期保值也存在一定的决策和操作风险。针对存货管理风险，公司通过整合多年积累的上下游客户资源，采取“以销定购”的订货模式，提供“虚拟库存、远期备货”

² 公司会收取客户 10%~20%的期货保证金。



服务，通过日常的头寸管理最大限度地降低存货，在供应链业务中更多的是提供交易促成服务。针对应收账款管理风险，公司首先对下游客户建立企业经营能力及信用情况评估方案，目标客户群首选为优质的国有企业，其次为规模较大具有行业领导地位的民营企业。通过对不同企业的经营状况及信用情况的评估结果确定交易对手的账期，并在业务经营期间保持对客户持续经营情况的密切关注，保障应收账款的及时回收。

总体来看，公司供应链管理业务规模扩张较快，对资金需求量加大，将加大公司经营管理压力和资金流动性压力。

公司拥有广泛的上游采购渠道及下游客户，与主要客户建立了稳定的合作关系，采购供应商集中度较高，下游客户集中度一般。

公司根据下游订单向上游采购，供应商主要为大型国有企业及信用资质良好的贸易公司，合作关系较为稳定。2018 年，公司前五大供应商较去年无变化；前五大供应商采购金额合计为 895.19 亿元，占比为 45.47%，采购集中度同比上升 5.97 个百分点。

表 5 2018 年公司供应链管理业务前五大供应商情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	金额	占比
上海惠翱有色金属有限公司	否	337.10	17.12
上海垚宇能源有限公司	否	199.29	10.12
上海詹弈贸易有限公司	否	173.91	8.83
上海高川投资管理有限公司	否	92.67	4.71
上海旗瀚贸易有限公司	否	92.23	4.69
合计	-	895.19	45.47

数据来源：根据公司提供资料整理

采购结算方面，作为供应链管理服务提供商，对于信誉较高的下游企业，公司采取代下游企业向上游企业预付采购货款、同时向下游企业收取 10%~15% 保证金的模式，结算方式主要包括银行承兑汇票、现金、信用证等。公司采购采取“滚动结算”模式，每天进行动态管理。销售方面，公司大宗商品部分直供生产实体企业，部分供给其他贸易商。公司通常将客户分为两种，一种情况为长期合作客户，每年年初签订当年度大宗商品购销的年度框架协议，约定年度采购量、月度执行量，以及价格结算方式、大宗商品品质要求等内容。框架协议执行过程中，大宗商品的价格将根据“点价权让渡”或市场价格进行调整并在到货前提前通知。其他客户采用长期联系，一年内多次不定期购买的方式。结算方面，公司主要采用现款现货和货到付款的方式结算；对于信用较好的长期合作客户，通常给予一定的赊销期限，但赊销方式占比较小且期限较短，业务回款速度较快；结算方式主要为现金、银行承兑汇票。2018 年，公司下游客户主要为福建三安集团



有限公司、冀中宏远国际贸易有限公司、公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司、中船重工物资贸易集团广州有限公司和上海枣矿新能源有限公司等；前五大客户销售金额合计为 309.97 亿元，占比为 15.62%。随着业务规模的快速扩大和下游客户覆盖范围大幅增加，销售集中度同比有所下降。

表 6 2018 年公司供应链管理业务前五大客户情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	金额	占比
福建三安集团有限公司	否	90.74	4.57
冀中宏远国际贸易有限公司	否	76.81	3.87
公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司	否	67.81	3.42
中船重工物资贸易集团广州有限公司	否	37.31	1.88
上海枣矿新能源有限公司	否	37.30	1.88
合计	-	309.97	15.62

数据来源：根据公司提供资料整理

从销售区域看，公司销售主要集中在华东和华南地区，此两区域也是我国重要的有色金属加工基地和贸易集散地。2018 年，华南地区供应链销售占供应链管理收入的比重为 18.47%，华东地区占比为 52.68%，华北地区占比为 5.79%，西北地区占比为 8.80%。未来，公司在继续做强华东、华南市场基础上，通过新收购的 Granite Capital S.A. 及其下属的 5 家子公司，进一步开拓海外市场。

（二）房地产

公司房地产业务以住宅为主，遵循区域深耕的发展策略，房地产项目主要集中在广州、中山、南宁和许昌等地，其中销售项目以中山、南宁两地为主，区域集中度较高，不利于分散业务风险；2018 年房地产项目签约销售面积及签约销售金额均同比均有所下降。

公司房地产业务主要包括地产销售和房产租赁，由本部及子公司中山市君华房地产开发有限公司（以下简称“中山君华房地产”）及南宁君华置业有限公司等负责经营。

表 7 2017~2018 年公司房地产业务主要经营实体财务指标（单位：亿元、%）

企业名称	时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额	经营性净现金流
中山君华房地产	2018 年	28.93	55.58	12.77	6.53	-0.28
	2017 年	28.89	68.68	6.84	2.01	0.81

数据来源：根据公司提供资料整理

公司为借助雪松控股的资源和优势盘活资产，于 2018 年底将持有的江南世家三期项目、江南世家四期项目按账面价值 4.24 亿元转让给母公司雪松控股；同时，基于中山市汇德丰房地产投资有限公司（以下简称“中山汇德丰”）地块



明显升值，公司从整体效益考虑，于 2018 年底将持有的中山汇德丰 80%的股权按照协议价格转出给中山市盛置房地产开发有限公司（以下简称“中山盛置房地产”）60%股权和中山市春融房地产发展有限公司 20%股权，转让对价合计 8.72 亿元，处置后公司持有中山汇德丰的股权比例由原来的 90%下降至 10%，不再纳入公司合并报表范围。2019 年 3 月，公司与广州市城市建设投资集团有限公司（以下简称“广州城投”）旗下的广州市建设投资发展有限公司（以下简称“广州建投”）合资成立广州市城投雪松投资控股有限公司（以下简称“城投雪松公司”），共同投资城市运营相关项目，其中公司持股比例为 49%；此合作设立城投雪松公司主要是引入优质合作者，借助广州城投丰厚资源，合作进行城市运营项目投资开发，同时借助国资背景，有助于降低公司融资成本。

公司拥有广东省住房和城乡建设厅核发的房地产二级开发资质证书，主要直接从事房地产开发的实施主体均具有项目所在地有效开发资质。公司房产租赁主要是商住项目自持物业，通过对外出租收取租金收益。

公司房地产业务开发类型主要包括住宅、商业地产等，以住宅为主，自持物业主要是商业和车位。公司遵循区域深耕发展策略，开发项目主要集中在广州、中山、南宁和许昌等地，在售项目以在中山和南宁两地为主，区域集中度较高，若受区域行业环境或政策不利影响，将直接影响房地产业务的盈利水平，不利于分散业务风险。截至 2018 年末，公司主要有 6 个已完工在售项目，总可售面积 90.57 万平方米，已签约面积 76.80 万平方米，剩余可售面积为 13.77 万平方米，项目销售情况良好。2018 年，公司签约销售面积为 13.83 万平方米，同比大幅减少 12.05 万平方米，主要是 2017 年南宁锦云项目签约销售面积较多，2018 年此项目签约销售面积大幅减少所致；签约销售金额为 13.02 亿元，同比减少 0.66 亿元。

**表 8 2016~2018 年公司房地产业务主要运营情况³**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
新开工面积（万平方米）	23.78	8.90	73.63
竣工面积（万平方米）	28.56	25.18	17.14
签约销售面积（万平方米）	13.83	25.88	20.25
其中：			
中山	8.93	8.85	11.23
广州	0.52	0.30	0.37
南宁	4.38	16.74	8.65
签约销售金额（亿元）	13.02	13.68	20.18
其中：			
中山	9.33	8.58	10.16
广州	0.46	0.45	0.72
南宁	3.22	4.66	9.29
期末已售未结算金额（亿元）	15.30	19.27	20.99
期末已售未结算面积(万平方米)	16.25	20.50	20.59
签约销售均价（元/平米）	9,412.19	5,285.43	9,965.73
其中：			
中山	10,453.33	9,689.80	9,050.17
广州	8,914.12	15,127.93	19,587.62
南宁	7,349.57	2,782.96	10,737.31

数据来源：根据公司提供资料整理

公司可即时开发土地储备仍相对较少，由于 2018 年公司转出广州汇华投资有限公司 60% 股权给母公司雪松控股，因此大源村土地合作开发权益不再纳入公司合并范围；在建及拟建项目待投资金额较大，未来仍存在一定资本支出压力。

公司房地产开发所涉土地使用权的取得采用“合作开发”与“公开购买或收购”相结合的方式。2003~2004 年，公司原全资子公司广州尼菲贸易有限公司（现名：广州汇华投资有限公司，以下简称“广州汇华”）先后与广州市白云区太和镇大源村就合作开发占地面积共 8,978 亩集体自留用地签订了 6 份《土地合作开发协议书》，协议约定该等土地在补齐地价后按照农村集体自留用地流转政策进入市场并通过带条件招拍挂的方式由广州汇华取得此地块国有土地使用权后进行正式开发。广州汇华已按照《土地合作协议书》约定向大源村合作社总计支付了 28.59 亿元的合作开发土地收益款。由于 2018 年公司将持有的广州汇华 60.00% 股权按协议价 20.17 亿元转让给雪松控股，因此雪松实业失去对广州汇华

³ 2016 年及 2017 年期末已售未结算面积与之前披露有差异的原因为根据盘点的已售未结算面积=上期期末已售未结算面积+本期签约面积-本期结转面积来修正之前数据。2017 年签约面积与之前披露有差异的原因为南宁锦云面积以往年度披露时，回迁部分销售面积暂按政府提供面积统计，本次按实修正。



的控制权，大源村土地合作开发权益不再纳入公司合并范围。

公司在建项目主要为通过招拍挂和收购的方式获取土地，可即时开发的土地储备 4 项，位于广东省中山市和河南省许昌市，占地面积合计 331.47 亩。公司土地储备情况详见附件 2。截至 2018 年末，公司在建项目共 7 个，主要集中在广州、中山和南宁，在建项目计划总投资 159.10 亿元，已投资 64.87 亿元，待投资金额为 94.22 亿元；拟建项目共 2 个，拟建项目计划总投资 54.02 亿元，已投资 19.43 亿元。公司在建及拟建项目情况详见附件 2。

整体来看，公司与广州城投合资建立的城投雪松公司有利于公司今后房地产业务拓展；在建及拟建项目待投资金额较大，未来仍存在一定资本支出压力；目前房地产项目销售集中在中山和南宁两地，区域集中度较高，不利于分散业务风险，且 2018 年以来签约销售面积及签约销售金额同比均下滑。

（三）石油化工

2018 年，公司石油化工板块整体盈利水平较为稳定，齐翔腾达继续加强化工板块和供应链板块的业务融合力度。

公司石油化工业务主要经营实体为齐翔腾达。2018 年，石油化工收入同比增加 56.98 亿元，且齐翔腾达继续推进供应链管理业务与石油化工业务的协同效应。整体来看，齐翔腾达盈利水平较好且相对较为稳定。

表 9 2017~2018 年齐翔腾达主要财务指标（单位：亿元、%）

企业名称	时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额	经营性净现金流
齐翔腾达	2018 年	115.16	35.33	279.24	9.77	9.04
	2017 年	96.45	30.84	222.26	9.91	2.92

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年 4 月 17 日，齐翔腾达公告称，其全资孙公司齐翔腾达供应链香港有限公司（以下简称“供应链香港”）拟收购 Integra Holdings Pte. Ltd. 持有的 Granite Capital SA 的 51% 股权，交易对价为 3,600 万美元，资金来源为自有资金；2018 年 7 月 12 日，齐翔腾达公告称，上述收购 Granite Capital SA 51% 股权事项已完成，Granite Capital SA 于 2018 年 6 月纳入合并范围。Granite Capital SA 主要从事石化类大宗商品贸易，涉及 LPG（丙烷/丁烷混合气）、混合芳烃、丙烷、丁烷、碳四烯烃等，在化工行业细分产品市场中的贸易规模和市场占有率具有较高地位，其中丁烯-1 产品在美国市场排名首位，裂解汽油在亚洲市场位列前两名，丙烯在欧洲和亚洲市场位列前三名，对 Granite Capital SA 的收购有利于齐翔腾达进一步向上游原材料领域、海外市场延伸。截至 2018 年末，Granite Capital SA 总资产为 11.03 亿人民币，资产负债率 75.07%，Granite



Capital S.A (合并) 公司 2018 年 7~12 月收入为 58.17 亿人民币, 净利润为 0.05 亿人民币, 经营性净现金流为 1.42 亿人民币。

2018 年 6 月 19 日, 齐翔腾达公告称其正在筹划发行股份收购菏泽华立新材料有限公司 (以下简称“菏泽华立”) 51%~100% 股权。菏泽华立主要从事甲基丙烯酸甲酯 (以下简称“MMA”) 的研发及生产, 并且具备成熟的异丁烯氧化法 (C4 法) 制备 MMA 的清洁工艺生产技术和工业化装置。2018 年 9 月, 齐翔腾达完成对菏泽华立第一次交易, 以增资形式付款 3 亿元占股 16.66%; 2018 年 12 月, 双方约定第二次交易齐翔腾达以 6.18 亿元另外收购菏泽华立 34.34% 股权, 并于当月预付 1.236 亿元。2019 年 1 月 7 日, 菏泽华立进行了工商变更登记程序, 齐翔腾达合计持有菏泽华立 51% 股权。

齐翔腾达碳四深加工产业链较为完善, 甲乙酮总产能达世界首位, 规模效益明显; 主要化工在建项目投资规模较大, 且资金来源均为自筹, 未来存在一定资本支出压力。

齐翔腾达主要从事碳四深加工产品以及石化催化剂等的研发、生产和销售, 主要产品有甲乙酮、丁二烯、顺丁橡胶、顺酐、异辛烷、甲基叔丁基醚 (MTBE)、丙烯等。

截至 2018 年末, 齐翔腾达主要产品年产能分别为: 甲乙酮 24 万吨、顺酐 20 万吨、丁二烯 15 万吨、异辛烷 24 万吨、MTBE 35 万吨、丙烯 10 万吨、异丁烯 3 万吨、叔丁醇 6 万吨、丁苯胶乳 2 万吨、顺丁橡胶 5 万吨。齐翔腾达拥有全球最大的单套甲乙酮装置, 甲乙酮总产能达世界首位, 同时顺酐装置规模全球第一, 规模效益明显。2018 年 12 月, 齐翔腾达公告称确定投资建设 20 万吨/年 MMA 及配套新材料项目, 项目预计总投资 37.80 亿元, 其中固定资产投资 33.20 亿元, 铺底流动资金 0.75 亿元, 资金来源全部为公司自筹资金, 项目预计建设期为 20 个月 (不含项目申报); 该项目将同时配套建设 10 万吨/年聚甲基丙烯酸甲酯树脂 (PMMA)、40 万吨/年叔丁醇和 5 万吨/年异丁烯装置。此外, 齐翔腾达计划与韩国 SKC 公司共同投资建设 30 万吨/年环氧丙烷项目。

**表 10 2016~2018 年齐翔腾达主要产品产能及产量情况**

产品	指标	2018 年	2017 年	2016 年
甲乙酮	设计产能（万吨/年）	19.60	19.60	19.60
	产量（万吨）	26.25	24.49	23.64
	销量（万吨）	26.46	24.54	23.57
	销售均价（元/吨）	7,378.08	6,953.00	4,779.00
顺酐	设计产能（万吨/年）	20.00	17.08	15.00
	产量（万吨）	21.64	18.44	14.79
	销量（万吨）	21.77	18.15	14.82
	销售均价（元/吨）	7,359.58	7,495.35	5,296.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 4 月，齐翔腾达发布公告称，将原来 45 万吨/年丙烷脱氢项目规模增加至 70 万吨/年，项目预计建设期为 24 个月（不含项目申报期），本项目预计总投资 39.94 亿元，其中固定资产投资 36.23 亿元，铺底流动资金 0.65 亿元，资金来源全部为公司自筹资金，公司拟发行可转债募集资金总额不超过 29.90 亿元用于该项目建设。丙烷脱氢制丙烯技术的最大特点是技术含量高，原料、产品单一，产品收率高，工艺路线简单稳定、低能耗、安全环保。其主要原料丙烷来自油田伴生气和页岩气，资源丰富。截至本报告出具日，本次新建项目尚需政府相关部门审批。

表 11 截至 2018 年末公司主要化工在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源	总投资	累计已完成投资
清洁燃气改造项目	自筹	6.26	5.95
10 万吨/年 MMA 项目	自筹	37.80	0.20
45 万吨/年丙烷脱氢项目	自筹	31.48	0.06
合计	-	75.54	6.21

数据来源：根据公司提供资料整理

安全环保方面，齐翔腾达采取了多项举措。2018 年是齐翔腾达全面现场管理提升年，全年重新对原有装置防腐保温面积超过 270 万平方米，治理噪音设备 59 台，降噪管线超过 650 米，架设达标降噪房 30 处，种植各类花卉树木 4 万多棵。各类污染物达标排放，外排污水、烟气排放合格率 100%。

随着齐翔腾达不断进行技术升级改造，其主要产品甲乙酮和顺酐实际产量均高于设计产能，且产销量持续扩大；2018 年以来，公司化工板块盈利水平继续保持增长态势，甲乙酮作为公司主打产品，继续保持良好盈利能力，国内市场占有率持续保持 45%以上，占国内出口份额 70%以上；顺酐继续提高盈利能力和市场竞争力，国内市场占有率 25%以上，占国内出口份额 50%以上。公司将继续加强化工板块和供应链板块的业务融合力度，发挥公司产品竞争和市场占有率优



势，打通上下游，有效降低和缩短商品流通环节费用支出和时间，有效缩短周转率、减少成本和提升效益。从营销战略的制定上，齐翔腾达坚持多区域、多行业、多家用户销售战略，并根据区域、行业特点，制定了灵活实用的营销策略。在销售结算上，主要是款到发货，同时齐翔腾达对部分优质客户给予赊销账期，一般不超过当月月末，前五大客户集中度一般。

表 12 2018 年齐翔腾达化工产品（不含供应链管理部分）前五大客户⁴（单位：亿元、%）

单位名称	销售产品	金额	占比
第一大客户	异辛烷、MTBE 等	9.07	8.53
第二大客户	异辛烷、MTBE 等	4.21	3.95
第三大客户	顺酐	3.92	3.69
第四大客户	MTBE	2.87	2.70
第五大客户	顺酐	2.84	2.67
合计	-	22.91	21.53

数据来源：根据公司提供资料整理

齐翔腾达生产所需的原材料主要为碳四。在原材料采购上，公司淄博两个厂区和黄岛厂区分别紧邻中国石油化工集团公司齐鲁分公司和中国石化青岛炼化有限责任公司，碳四等主要原料的采购及相关能源的供应依据与上述两家公司签订的战略合作协议进行，采取市场化定价，均通过管道直接输送，形成了良好的原料和能源动力供应平台。2018 年，齐翔腾达碳四采购量为 146.83 万吨，采购均价为 4,401.00 元/吨。

表 13 2018 年齐翔腾达化工产品业务前五大供应商情况⁵（单位：亿元、%）

单位名称	采购产品	金额	占比
第一大供应商	碳四、苯乙烯、水电等	29.85	35.56
第二大供应商	碳四	3.82	4.55
第三大供应商	碳四	2.29	2.73
第四大供应商	碳四	2.01	2.40
第五大供应商	碳四	2.01	2.39
合计	-	39.98	47.63

数据来源：根据公司提供资料整理

⁴ 公司未提供表 12 的前五大客户名称。

⁵ 公司未提供表 13 的前五大供应商名称。



（四）服装及文旅

2018 年以来，希努尔保持服装业务稳健经营，推进战略转型升级，聚焦服装销售与品牌运营；同时通过收购等方式开拓文化旅游业务作为新的业务和利润增长点。

2018 年，希努尔实现营业收入 17.20 亿元，同比增长 121.99%，实现利润总额 1.90 亿元，同比增长 147.95%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.29 亿元，同比增长 120.06%；积极开拓文旅业务，文旅业务收入占比 57.13%，主要来源于旅游服务、文旅小镇的业务收入，服装业务收入占比下降至 40.42%。

希努尔持续推进服装业务的转型升级，剥离服装生产业务，聚焦服装销售与品牌运营。2018 年服装业务实现收入 6.95 亿元，同比减少 8.68%；毛利率为 19.51%，同比下降 4.86 个百分点，主要由于服装业务转型，在过渡期间因产品结构调整、采购由原内部生产转为外部采购使得成本上升导致；主营西装、衬衫及其他服饰类产品的销售，拥有“希努尔”、“普兰尼奥”、“皇家新郎”、“润尔”等品牌，形成以直营店和特许加盟店为主，团体订购、外贸出口和网上直销为辅的销售模式。目前，希努尔构筑了以山东、河北、河南、山西、江苏、陕西六省为核心的第一市场圈，以上六省区大部分县级以上城市的主要商业中心都设有销售网络。受宏观经济增速放缓影响，整体服装行业低迷，下游需求不景气，且服装行业竞争激烈、消费者需求和消费方式多元化，希努尔采取了调整产品结构，优化营销渠道，节能降耗和降低费用，自有商铺对外出租、出售等措施。

表 14 2017~2018 年希努尔主要财务指标（单位：亿元、%）

企业名称	时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额	经营性净现金流
希努尔	2018 年	33.22	31.80	17.20	1.90	0.67
	2017 年	24.32	13.93	7.75	0.77	0.07

数据来源：根据公司提供资料整理

在保持服装业务稳健经营的同时，公司积极开拓文化旅游业务作为新的利润增长点。公司以旅游小镇开发及全域旅游作为载体，演艺、客栈、情景消费等内容端设计，B2B（松旅网）+ERP+APP 渠道整合及轻资产输出为发展驱动，布局旅游全产业链。公司积极布局一线旅游目的地，文旅小镇项目地处香格里拉、西塘、西安等一线旅游目的地黄金地段，旅游资源较为丰富，市场潜力较大。香格里拉·独克宗花巷于 2018 年 9 月 18 日开业，属希努尔首度亮相的藏域风情文旅小镇，也是迪庆州文化和旅游产业融合发展示范基地；嘉兴西塘花巷位于江南水乡西塘古镇景区内北部核心区域，希努尔对原有一期项目升级改造，并着力开发二期项目；诸城恐龙探索王国，依托世界最大恐龙化石群的资源优势打造恐龙文化主题乐园；西安芷阳花巷进入初期规划设计阶段。此外，希努尔全资子公司诸城



松旅分别于 2018 年 7 月、9 月和 10 月收到诸城市财政局以现金形式拨付的 2018 年度第一期、第二期和第三期旅游产业发展奖励资金合计 0.97 亿元，该款项已全部到账。

2018 年，希努尔实现文旅业务营业收入 9.83 亿元，同比大幅增长，主要是本期通过收购和新设的方式新增合并范围内公司 25 家，新增子公司主要发生在第二和第三季度，由于暑期及小长假等传统文旅行业旺季的影响，收购和新设的子公司在第三和第四季度贡献了大部分的收入及利润。其中，旅游服务收入 8.94 亿元，此业务毛利率为 7.34%，同比下降 29.29 个百分点，主要是由于大力开展 B2B 业务平台，为提高市场占有率，吸引更多的供应商、分销商、零售商、资源提供商等的入驻采取阶段性营销政策；旅游策划和小镇业务为本年度新增业务，主要是依托希努尔专业的运营团队和标准化的管理体系，融合创新演艺秀、情景商业街、特色餐饮、酒店客栈、主题乐园、非物质文化馆、地道民间艺术馆等丰富业态，为客户提供全面升级的旅游服务；旅游小镇业务主要是文化旅游业务，通过演艺门票、商铺租赁获取旅游综合服务收入。

2018 年 3 月，希努尔分别以 0.50 亿元和 0.90 亿元的交易价格收购香格里拉市仁华置业有限公司 100%股权和西安天楠文化旅游开发有限公司 90%股权。2018 年 9 月，希努尔收购嘉善康辉西塘旅游置业开发有限责任公司 100%股权和嘉善康辉创世旅游开发有限责任公司 100%股权，本次股权转让价款总额为 3.85 亿元。

表 15 截至 2018 年末公司最新收购文旅公司情况（单位：亿元、%）

序号	交易标的	股权转让款	完成时间
1	广西灵水小镇文化旅游有限公司 100%股权	0.92 ⁶	2018.2
2	香格里拉市仁华置业有限公司 100%股权	0.50	2018.3
3	西安天楠文化旅游开发有限公司 90%股权	0.90	2018.3
4	南京风之旅国际旅行社有限公司 100%股权	0.02	2018.5
5	南京新文华国际旅行社有限公司 51%股权	0.01 ⁷	2018.5
6	嘉善康辉西塘旅游置业开发有限责任公司 100%股权	2.08	2018.9
7	嘉善康辉创世旅游开发有限责任公司 100%股权	1.77	2018.9

资料来源：根据公司提供资料整理

2018 年 11 月 12 日，希努尔公告称与丽江玉龙花园投资有限公司（以下简称“丽江玉龙”）及丽江晖龙旅游开发有限公司（以下简称“丽江晖龙”，丽江玉龙和丽江晖龙合称“甲方”）签订了《大研花巷项目委托经营管理协议》，希努尔对甲方拥有的大研花巷项目进行经营管理；首期经营管理期限自 2019 年 1

⁶ 单位为万元。

⁷ 具体金额为 81.60 万元。



月 1 日起至 2021 年 12 月 31 日止，希努尔与甲方为同一实际控制人控制下的法人。受托运营项目大研花巷坐落于丽江古城内北端，属一线旅游目的地的核心地段。本次希努尔向大研花巷提供一揽子经营管理服务，以标准化管理模型对其输出经营管理，将产生基于希努尔成熟管理经验与关联方优质文旅载体的协同效应，有利于提升盈利能力。

（五）汽车综合销售

公司汽车综合销售占主营业务收入和毛利润比重均较小，是主业的重要补充。

公司汽车销售业务主要由子公司广州车前车后信息科技有限公司及其下属子公司承担。

截至 2018 年末，公司共拥有 3 家正在运营的 4S 门店，分别位于广州、潮州和百色三地，代理东风本田品牌全系车型的汽车销售，为消费者提供整车销售、维修服务、配件供应、信息反馈等服务。2018 年，公司汽车销量为 5,468 辆，销售均价为 13.85 万元/辆，获得销售收入 7.56 亿元，售后业务及其他服务收入为 0.94 亿元。整体来看，公司汽车综合销售业务经营较稳定。

表 16 2016~2018 年公司汽车综合销售情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
汽车销售收入（亿元）	7.56	8.46	6.48
汽车销量（辆）	5,468	5,932	4,794
销售均价（万元/辆）	13.85	14.26	13.51
售后业务及其他服务收入（亿元）	0.94	0.81	0.68

资料来源：根据公司提供资料整理

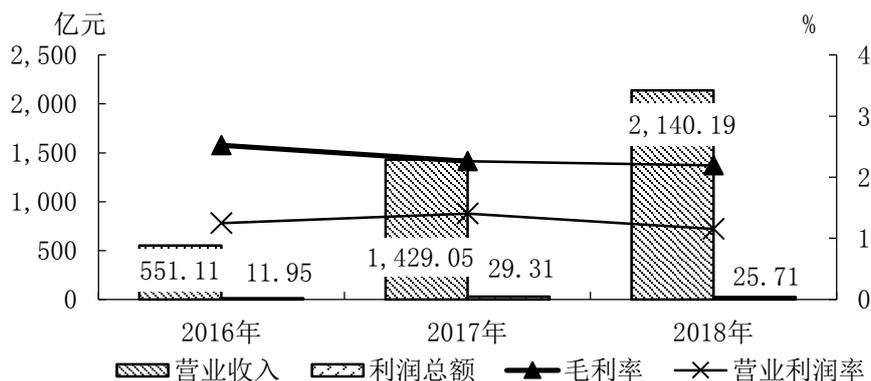
偿债来源

2018 年，公司经营性现金流仍为净流入，对债务及利息保障能力一般；债务融资渠道多元，流动性偿债来源总体一般；清偿性偿债来源为可变现资产，仍以存货、货币资金和投资性房地产为主，资产变现能力仍一般。

（一）盈利

2018 年，公司利润总额及净利润同比减少；而随着合并报表范围的增加及业务规模持续扩大，期间费用继续增加。

2018 年，公司利润总额和净利润分别为 25.71 亿元和 20.46 亿元，同比分别下降 12.29%和 8.92%，主要由于营业外收入同比大幅减少 7.97 亿元。


图 2 2016~2018 年公司盈利情况

数据来源：根据公开资料整理

2018 年，随着合并报表范围的增加及业务规模继续扩大，公司期间费用⁸继续增加；但营业收入增幅大于期间费用的增幅，期间费用率同比略有下降。2018 年，公司期间费用为 22.56 亿元，同比增加 4.92 亿元；其中财务费用为 7.80 亿元，同比略有增长，2018 年因项目建设而资本化的利息支出为 4.04 亿元；管理费用为 7.11 亿元，同比增加 3.04 亿元，主要是职工薪酬增加 2.00 亿元，管理咨询费增加 0.43 亿元以及折旧与摊销费增加 0.27 亿元所致；销售费用为 4.56 亿元，同比增加 1.59 亿元，主要是职工薪酬增加 0.33 亿元，推广地产项目使得广告宣传费增加 0.39 亿元，运输费增加 0.20 亿元以及销售代理及佣金增加 0.19 亿元等；研发费用为 3.09 亿元，同比增长 9.40%，主要是化工业务燃料动力费增加 0.17 亿元以及折旧费增加 0.16 亿元所致。

2018 年，营业外收入为 1.32 亿元，同比大幅减少 7.97 亿元，主要是 2017 年被收购方的可辨认净资产公允价值大于收购成本的差额计入营业外收入所致；其中 2017 年，公司收购中山汇德丰形成的负商誉 5.90 亿元以及收购中山市联发利房地产开发有限公司（以下简称“中山联发利”）形成的负商誉 2.61 亿元。同期，公司营业外支出为 0.25 亿元，同比大幅增加 0.21 亿元，主要是非流动资产报废损失增加 0.12 亿元所致；公允价值变动收益为 -0.55 亿元，净损失同比增长 30.92%，主要来自于按公允价值计量的投资性房地产损失；投资收益为 3.07 亿元，同比下降 58.05%，主要是 2017 年底出售西安君华置业有限公司 90% 股权所致，2018 年公司处置长期股权投资产生的投资收益为 1.12 亿元，具体为处置中山汇德丰实现投资收益；其他收益为 0.54 亿元，主要为与日常活动相关的政府补助，同比无太大变化。

2018 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.71% 和 8.00%，随着资产规模的继续提升以及本年净利润同比减少，公司总资产报酬率与净资产收益率

⁸ 期间费用包括销售费用、管理费用、财务费用和研发费用。



分别下降 1.28 个百分点和 2.26 个百分点。

（二）自由现金流

2018 年，公司经营性现金流仍为净流入，对债务及利息保障能力一般；在建及拟建项目较多，仍保持着较大的投资量，面临一定资本支出压力。

2018 年，公司经营性净现金流为 3.17 亿元，仍为净流入，同比增长 33.58%，主要是经营性应付项目增加所致，经营性净现金流对债务及利息保障能力一般。

表 17 2016~2018 年公司现金流及偿债指标情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流（亿元）	3.17	2.38	-3.43
投资性净现金流（亿元）	-23.89	-104.49	-20.15
筹资性净现金流（亿元）	2.49	126.52	34.36
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.26	0.26	-2.77
经营性净现金流/流动负债（%）	1.76	1.38	-2.90

数据来源：根据公司提供资料整理

随着收购子公司支付的现金较多及对外投资的继续投入，2018 年，投资性净现金流为-23.89 亿元，净流出规模同比下降 77.14%，主要是本期取得子公司及其他营业单位支付的现金同比大幅减少 86.26 亿元，2017 年合并希努尔支付 43.98 亿元、合并佛山市顺德区金盛瑞泰投资有限公司（以下简称“金盛瑞泰”）支付 20.00 亿元，以及前期合并齐翔腾达于 2017 年支付 33.72 亿元所致；同时，投资支付的现金同比减少 14.47 亿元，2018 年投资支付的现金为 7.89 亿元，主要由购买理财 5.52 亿元，投资齐翔腾达 1.66 亿元以及增持希努尔 0.56 亿元等构成。

截至 2018 年末，公司在建及拟建项目主要为房地产项目，其中在建项目计划总投资 159.10 亿元，已完成投资 64.87 亿元；拟建项目计划总投资 54.02 亿元，已投资 19.43 亿元；此外，齐翔腾达主要化工在建项目投资规模已较大，且项目资金来源为自筹；综合来看，公司未来仍保持着较大的投资量，面临一定资本支出压力。若公司内外部融资能力受到宏观环境、信贷政策等因素的不利影响，公司将面临较大资本支出压力。

（三）债务收入

由于投资支出规模较大且公司供应链管理业务需要大量资金周转，公司仍主要通过外部融资来弥补资金缺口；筹资性现金流仍表现为净流入，但同比大幅减少，公司也面临可用授信余额较少的风险。

2018 年，公司筹资性净现金流为 2.49 亿元，同比大幅减少 124.03 亿元，主要是公司借款所收到的现金大幅减少 50.49 亿元，同时 2018 年度偿还债务支付的现金增加 66.25 亿元所致。从筹资性现金流入来源来看，主要是金融机构借



款，其中近一半为信托贷款，同时公司仍保持与多家银行等金融机构的良好合作关系。

公司分别于 2017 年 8 月、2018 年 5 月和 2018 年 10 月发行三期公司债券，合计募集资金 28.00 亿元，其中发行总额为 12.00 亿元的“17 君华 01”将于 2019 年 8 月回售。截至 2018 年末，公司共获得银行授信 211.83 亿元，尚未使用银行授信额度 28.74 亿元，面临可用授信余额较少的风险。

表 18 2016~2018 年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	193.14	239.29	74.49
借款所收到的现金	156.87	207.36	53.25
筹资性现金流出	190.65	112.77	40.13
偿还债务所支付的现金	169.91	103.66	37.91

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

控股股东对公司支持力度较大；2018 年，股东大规模增资继续增强公司资本实力；2019 年 3 月，广州基金及凯得金融合计认购公司发行的 80.00 亿元永续债有助于提升公司资本实力及资金流动性；凯得金融和广州建投分别与公司建立两个合资公司，较大程度上为公司业务开展提供支持。

2018 年，公司控股股东雪松控股继续向公司增资。2018 年 6 月 22 日，公司召开股东会，同意注册资本由 50.00 亿元增加至 70.00 亿元，新增注册资本 20.00 亿元全部由控股股东雪松控股认缴；本次增资已经广州皓程会计师事务所有限公司于 2018 年 7 月 6 日出具的穗皓程验字【2018】第 0179 号《验资报告》验证，并办理了工商变更登记。公司控股股东支持力度较大，大规模增资继续增强公司资本实力。

此外，2019 年 5 月 31 日，雪松控股与中国工商银行广州分行（以下简称“工商银行广州分行”）签署全面金融服务战略合作协议，工商银行广州分行将为雪松控股提供 200 亿元的金融服务支持额度，其中首期 100 亿元金融服务支持额度将在近期落地。雪松控股较充足的授信额度和其对公司的的大力支持，为公司使用其授信额度提供了一定保障。

2018 年，公司获得的政府补助规模同比大幅增长，本期计入当期损益的政府补助为 1.55 亿元，政府对公司支持力度较大。雪松控股于 2019 年 1 月与广州基金签署战略合作协议，广州基金承诺认购公司发行的 60 亿元永续债券。2019 年 3 月，根据北京金融资产交易所债权融资计划【2019】第 0135 号批复，公司完成 80 亿人民币债权融资计划备案，由珠海华润银行股份有限公司主承；其中人民币 60 亿元整已由广州基金旗下广州新华城市发展产业投资企业（有限合伙）



于 2019 年 3 月 15 日摘牌、缴款；人民币 20 亿元整已由广州开发区政府下属广州开发区金融控股集团有限公司旗下凯得金融于 2019 年 3 月 28 日摘牌、缴款。另，公司与广州城投旗下广州建投合资成立城投雪松公司，共同投资城市运营相关项目；城投雪松公司注册资本 125 亿元，其中公司持股比例为 49%。公司与凯得金融合资成立广州市凯得雪松投资控股有限公司（以下简称“凯得雪松”）；凯得雪松注册资本 42 亿元，其中公司持股比例为 49%。

整体来看，2019 年以来，公司发行 80.00 亿元永续债，有助于提升公司资本实力及资金流动性；凯得金融和广州建投通过分别与公司建立两个合资公司，较大程度上为公司业务开展提供业务支持。

（五）可变现资产

2018 年末，公司存货、预付款项、应收账款规模较大，对资金形成一定占用；商誉及无形资产中商标权规模较大，占总资产的比重仍较高，资产质量一般；受限资产规模较大，占净资产比重仍较高，且所持子公司股权质押比例极高，很大程度上影响公司资产流动性及再融资能力。

2018 年，公司资产规模继续增长，仍以非流动资产为主，但非流动资产占比同比下降 7.68 个百分点。

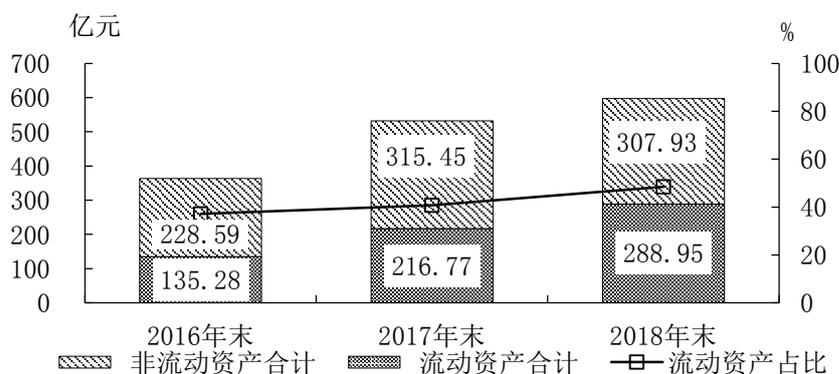


图 3 2016~2018 年末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、应收票据及应收账款、预付款项、货币资金和其他应收款等构成，2018 年末以上五项合计在流动资产中占比为 98.05%。

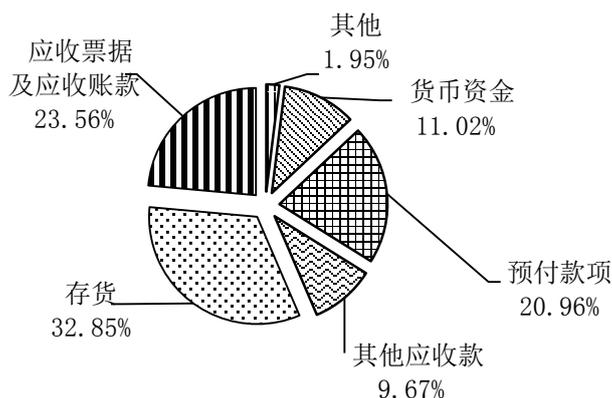


图 4 2018 年末流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司存货为 94.91 亿元，主要包括房地产开发成本 68.12 亿元及开发产品 13.17 亿元、库存商品 8.19 亿元和原材料 4.04 亿元等，同比增加 14.09 亿元，主要是 2017 年开工项目于 2018 年确认开发产品较多以及库存商品增加所致；公司计提跌价准备 0.11 亿元。

2018 年末，公司应收票据及应收账款为 68.08 亿元，同比大幅增加 40.77 亿元；其中应收账款为 58.78 亿元，同比增加 42.51 亿元，主要是 2018 年度公司适当给予供应链管理业务的优质客户（例如部分央企、国企或上市公司）一定的账期（一般 6 个月以内）所致，账龄在一年以内的应收账款占比为 97.05%，应收账款合计计提坏账准备 1.57 亿元；按欠款方归集的应收账款期末余额前五名单位合计欠款 35.63 亿元，占比 59.05%，前五大客户较为集中。公司应收票据为 9.30 亿元，同比下降 15.72%，其中银行承兑汇票为 9.23 亿元，2018 年已质押的应收票据为 3.69 亿元。

表 19 截至 2018 年末公司应收账款前五大单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	账龄	金额	占应收账款余额比例
辽宁洛可可实业有限公司	否	1 年以内	13.37	22.16
舟山群岛新区名森石化有限公司	否	1 年以内	7.85	13.00
上海涛灿贸易有限公司	否	1 年以内	5.87	9.73
广州市建材发展有限公司	否	1 年以内	5.08	8.43
镇江世治国际贸易有限公司	否	1 年以内	3.46	5.73
合计	-	-	35.63	59.05

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司预付款项为 60.56 亿元，占总资产及流动资产的比重分别为 10.15%和 20.96%，账龄基本在 1 年以内，同比增加 4.00 亿元，主要是大宗商



品供应链管理业务规模大幅扩大、采购增加所致；前五大预付款项单位分别为上海惠翱有色金属有限公司、上海詹弈贸易有限公司、泰华鑫国贸（江苏）有限公司、上海高川投资管理有限公司和上海旗瀚贸易有限公司，上述前五大预付款项合计 39.40 亿元，占预付款项余额比例为 65.06%。公司预付款项占总资产及流动资产的比例较高，一定程度上降低了资金的使用效率。

表 20 截至 2018 年末公司预付款项前五大单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	账龄	金额	占预付款项余额比例
上海惠翱有色金属有限公司	否	1 个月以内	11.33	18.70
上海詹弈贸易有限公司	否	1 个月以内	9.35	15.44
泰华鑫国贸（江苏）有限公司	否	1 个月以内	7.99	13.20
上海高川投资管理有限公司	否	1 个月以内	6.81	11.25
上海旗瀚贸易有限公司	否	1 个月以内	3.92	6.47
合计	-	-	39.40	65.06

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，由于公司偿还部分借款且外部融资规模同比缩减，公司货币资金为 31.83 亿元，同比下降 28.01%，其中银行存款 23.30 亿元，其他货币资金 8.52 亿元；受限货币资金 9.25 亿元，主要是银承保证金、信用证保证金和借款保证金等。

2018 年末，公司其他应收款为 27.95 亿元，同比大幅增加 22.54 亿元，主要是应收对雪松控股的往来款 6.97 亿元，公司看齐翔腾达第一期员工持股计划提供无息借款 4.10 亿元以及公司转出持有中山汇德丰部分股权后应收中山盛置房地产股权转让款 4.07 亿元等。

表 21 截至 2018 年末公司其他应收款前五大欠款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联方	款项性质	账龄	金额	占其他应收款余额占比
雪松控股集团有限公司	是	往来款	1 年以内	6.97	24.29
齐翔员工持股计划	否	往来款	1 年以内	4.10	14.31
中山市盛置房地产开发有限公司	否	股权转让款	1 年以内	4.07	14.18
台一铜业（英属维京群岛）有限公司	否	往来款	1 年以内	1.42	4.95
诸城国土资源网	否	保证金	1 年以内	1.40	4.88
合计	-	-	-	17.96	62.61

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动资产主要由无形资产、投资性房地产、长期股权投资、固定资产、商誉等在在建工程等构成，2018 年末以上六项在非流动资产中合计占比 93.77%。

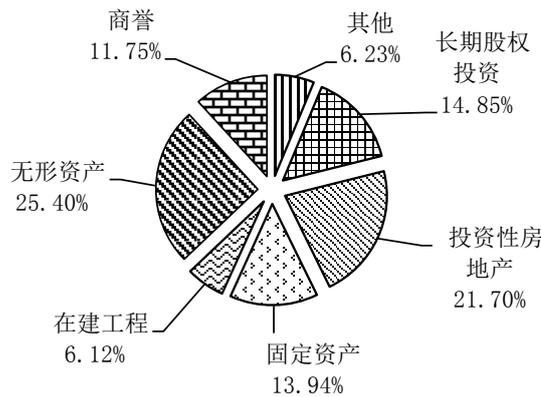


图 5 2018 年末公司非流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司无形资产为 78.21 亿元，同比增长 10.94%，主要是由于合并增加所致，无形资产主要包括主要是收购齐翔腾达获得土地使用权、专利权工业产权、非专利技术、商标权客户关系等无形资产；其中商标权为 55.37 亿元，商标权主要为收购齐翔集团时产生，属于使用寿命不确定的无形资产不予以摊销。公司聘请广东中广信资产评估有限公司（以下简称“中广信公司”）对期末商标权价值进行评估，并出具了的“中广信评报字【2019】第 168 号”评估报告书。根据评估结果测算，期末商标权不存在减值。

2018 年末，公司投资性房地产为 66.82 亿元，主要包括本部及子公司中山君华房地产、广州鼎鑫房地产发展有限公司等持有的物业，同比减少 11.62%，主要由于项目规划改变，使投资性房地产转至存货或在建工程。公司投资性房地产采用公允价值计价的模式，可能导致资产价值的不确定性。2018 年末，投资性房地产的公允价值由中广信公司进行评估，并出具了“中广信评报字【2019】第 149 号”报告书。2018 年末，公司未办妥产权证书的投资性房地产为 9.02 亿元。

2018 年末，公司长期股权投资为 45.74 亿元，同比大幅增加 20.27 亿元，原因是本期由于转让广州汇华 60% 股权给雪松控股从而失去对广州汇华控制权导致计入长期股权投资 13.32 亿元，以及新增对粤港澳大湾区产融投资有限公司 0.13 亿元、菏泽华立 4.24 亿元等股权投资所致。

2018 年末，公司固定资产为 42.92 亿元，同比变化不大，主要包括专用设备 20.55 亿元、房屋及建筑物 13.27 亿元及通用设备 8.42 亿元等，已累计计提折旧 31.22 亿元。此外，2018 年末未办妥产权证书的固定资产为 2.67 亿元。

2018 年末，公司商誉为 36.19 亿元，同比增长 6.08%，主要由于公司本期并购 Granite Capital S.A.（合并）新增商誉 1.00 亿元以及合并台一国际（香港）



有限公司新增商誉 0.61 亿元；商誉主要由合并希努尔形成的商誉 29.75 亿元和合并齐翔集团形成的商誉 3.43 亿元等构成。针对形成较大规模商誉的希努尔和齐翔集团，中广信公司对期末股东权益价值进行评估，并出具了“中广信评报字【2019】第 166 号”和“中广信评报字【2019】第 167 号”报告书，根据评估测算，期末商誉不存在减值。

2018 年末，公司在建工程为 18.85 亿元，同比大幅增加 9.82 亿元，主要是公司增加了对大研花巷演艺项目 5.69 亿元、总部大楼 1.60 亿元、香格里拉独克宗项目 0.90 亿元、10 万吨/年 MMA 项目和清洁燃气项目等项目投资所致。

2018 年末，公司可供出售金融资产为 13.15 亿元，同比减少 6.89 亿元，主要是公司 2018 年度因为剥离相关子公司广州汇华导致可供出售权益工具减少 7.05 亿元。

2018 年末，公司其他非流动资产为 3.80 亿元，同比大幅减少 33.17 亿元，主要是公司 2018 年度因为剥离广州汇华导致减少白云世家、白云颐园、白云御府、白云华府和白云文化旅游项目 28.59 亿元，转出合作土地开发权益含江南世家四期 3.79 亿元以及剥离中山汇德丰导致江西省昌盛投资发展有限公司 1.28 亿元不再计入公司合并范围。

表 22 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限原因	受限部分占总资产比例
货币资金	9.25	保证金、用于担保的定期存款等	1.55
存货	56.77	抵押	9.51
应收票据	3.69	质押	0.62
应收账款	0.31	质押	0.05
投资性房地产	51.63	抵押	8.65
可供出售金融资产	0.66	质押	0.11
固定资产	1.93	抵押	0.32
无形资产	1.11	抵押	0.19
在建工程	10.16	抵押	1.70
长期股权投资	34.47	质押	5.78
其他非流动资产	0.40	抵押	0.07
合计	170.40	-	28.55

资料来源：根据公司提供资料整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 170.40 亿元，在总资产中占比为 28.55%，占净资产比重为 66.59%，占总资产和净资产的比重很高。截至 2018 年末，齐翔集团 80% 股权、齐翔集团所持齐翔腾达 743,812,676 股股票（占其持有齐翔腾达股份总数的 77.07%，占齐翔腾达总股本的 41.90%）、中山



联发利 85%股权、河南天门置业有限公司 100%股权、中山市君睿房地产开发有限公司 100%的股权、中山市君盈房地产开发有限公司 100%股权、广州雪瓴企业管理有限公司 100%股权、广州雪松文化旅游投资有限公司（以下简称“雪松文投”）100%股权、中山君华房地产 100%股权、广州君华地产置业有限公司 100%股权、雪松文投所持希努尔 340,029,660 股股票（占其持有希努尔股份总数的 98.24%，占希努尔总股本的 62.51%）、丽江玉龙旅游开发有限公司 100%股权、丽江晖龙旅游开发有限公司 100%股权均处于质押状态。2019 年 1 月 30 日，雪松文投及其一致行动人广州君凯投资有限公司（以下简称“广州君凯”或“一致行动人”）办理了补充质押，本次质押雪松文投持有的希努尔股份 6,074,185 股，占希努尔总股本的 1.12%；广州君凯累计共质押其持有的希努尔股份 15,112,328 股，占希努尔总股本的 2.78%。截至 2019 年 4 月 30 日，雪松文投及其一致行动人共持有希努尔股份 361,216,173 股，占希努尔总股本的 66.40%；雪松文投及其一致行动人累计共质押其持有的希努尔股份 361,216,173 股，占其所持希努尔股份的 100%，占希努尔总股本的 66.40%。

综合来看，公司可变现资产仍以存货、货币资金和投资性房地产等为主，资产变现能力一般。但公司受限资产规模仍较大，所持子公司股权质押比重极高，很大程度上影响公司资产流动性及再融资能力。

流动性偿债来源较大程度上依赖借款和发行债券；清偿性偿债来源仍为可变现资产，对整体债务偿还形成一定保障。

总体看，公司流动性偿债来源以债务收入、外部支持等为主，较大程度上依赖借款和发行债券；清偿性偿债来源仍为可变现资产，对整体债务偿还形成一定保障。公司可变现资产中，仍以存货、货币资金及投资性房地产为主，整体变现能力一般，可对债务偿还形成一定保障；但受限资产规模仍较大，所持子公司股权质押比重极高，很大程度上影响公司资产流动性及再融资能力。外部支持中，控股股东雪松控股及政府对公司支持力度较大。

偿债能力

2018 年末，由于业务规模扩大及收购事项等引起资金需求量大幅增加，公司借款规模继续增加，流动负债占比有所下降。

2018 年末，公司负债规模为 341.00 亿元，同比增长 8.85%，以流动负债为主，但流动负债占比同比下降 7.54 个百分点。

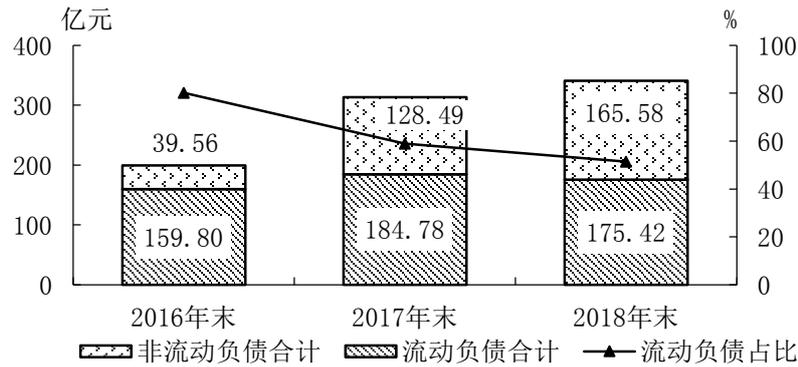


图 6 2016~2018 年末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款等构成，2018 年末以上四项占流动负债的比重为 91.32%。

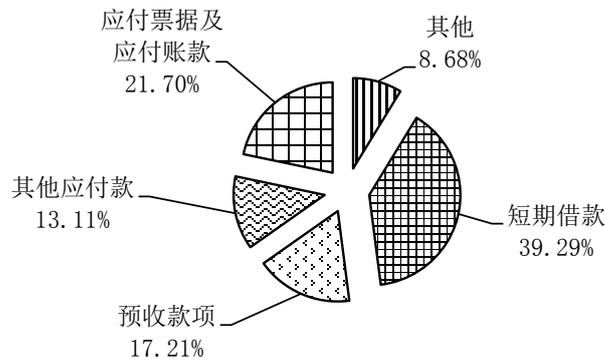


图 7 2018 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司短期借款为 68.93 亿元，包括质押借款 18.76 亿元、抵押借款 26.62 亿元、信用借款 19.39 亿元和保证借款 4.15 亿元，同比下降 31.78%，主要是本期偿还了部分保证借款。

2018 年末，公司应付票据及应付账款为 38.07 亿元，同比大幅增加 17.07 亿元，主要是公司 2018 年度新增银行承兑汇票 5.16 亿元导致应付票据增加 5.26 亿元以及 2018 年度应付采购款和应付项目工程款有所增加导致应付账款增加 11.81 亿元；应付账款的账龄主要是以一年以内为主。

2018 年末，公司预收款项为 30.19 亿元，同比增长 6.05%，主要是房地产板块预收的商品房销售款以及供应链管理板块的预收大宗商品供应链业务款项。

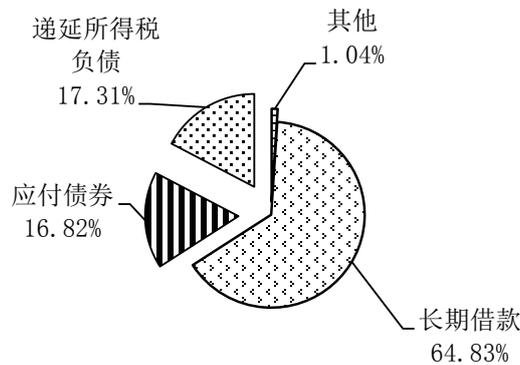
表 23 截至 2018 年末公司其他应付款前五大收款单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联方	款项性质	账龄	金额	占其他应付款余额比例
北京中福康华景区旅游开发有限公司	否	股转款	1 年以内	1.28	5.85
吴瑜明	否	往来款	1 年以内	1.16	5.30
李春华	否	股转款	1 年以内	1.06	4.86
中福海峡(平潭)发展股份有限公司	否	股转款	1 年以内	1.00	4.57
北京雪松财富投资管理有限公司	是	往来款	1 年以内	0.98	4.49
合计	-	-	-	5.49	25.07

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司其他应付款为 23.00 亿元，同比下降 3.39%，主要是应付单位和个人的股转款和往来款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债等构成，2018 年末以上三项合计占非流动负债的比重为 98.96%。


图 8 2018 年末公司非流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司长期借款为 107.35 亿元，同比增长 33.38%，主要是公司 2018 年度优化债务结构，适当增加长期借款所致；长期借款主要由房地产开发贷款和长期流动资金贷款构成。

2018 年末，应付债券为 27.85 亿元，同比增加 15.94 元，主要是公司于 2018 年 5 月及 2018 年 10 月分别发行总额为 12.00 亿元和 4.00 亿元的“18 君华 01”和“18 雪松 01”，发行期限均为三年，附第二年投资者回售权和公司票面利率调整权。

2018 年末，公司递延所得税负债为 28.66 亿元，同比下降 14.88%，主要由于处置兰溪谷等项目，从而减少了非同一控制下收购公司评估增值产生的递延所得税负债。



2018 年末，公司有息债务规模同比有所增长，以长期有息债务为主，但面临较大短期偿付压力。

随着公司合并报表范围增加及业务规模扩大，融资需求加大使得有息债务规模继续增长。截至 2018 年末，公司总有息债务为 222.67 亿元，同比增加 17.96 亿元，以长期有息债务为主，但面临较大短期偿付压力；总有息债务占总负债比重为 65.30%，同比基本持平。

表 24 2016~2018 年末公司有息债务情况⁹（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	87.47	111.82	45.27
长期有息债务	135.20	92.89	11.70
总有息债务	222.67	204.71	56.97
长期有息债务占比	60.72	45.38	20.54
总有息债务在总负债中占比	65.30	65.35	28.58

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务的期限结构分布来看，截至 2018 年末，公司总有息债务主要集中在 1 年以内到期及 1 至 2 年内到期。公司短期有息债务以短期借款和一年内到期的非流动负债为主，主要集中在 2019 年第四季度偿付；货币资金对短期有息债务有一定保障能力，但不能完全覆盖，公司仍面临较大短期偿付压力。

表 25 截至 2018 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

期限	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	>5 年	合计
金额	87.47	116.95	16.44	1.81	222.67
占比	39.28	52.52	7.38	0.81	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

公司发行的“17 君华 01”、“18 君华 01”将于一年内回售，若投资者选择回售，公司将面临一定的债券偿付压力。

公司发行总额均为 12.00 亿元“17 君华 01”、“18 君华 01”分别将于 2019 年 8 月和 2020 年 5 月回售，若投资者选择回售，公司将面临一定债券偿付压力。

公司对外担保主要为对购房客户的按揭担保以及对控股股东雪松控股的担保。

截至 2018 年末，公司对外担保为 54.01 亿元，担保比率 21.11%，包括对控股股东雪松控股的 29.67 亿元担保以及按照房地产经营惯例为商品房购买人提供按揭贷款担保 24.34 亿元；若剔除对购房客户提供的按揭贷款担保，其为合并范围外关联方提供的担保余额为 29.67 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 11.60%。公司对雪松控股的 29.67 亿元中的 9.00 亿元担保期限至 2019 年 11 月，

⁹ 短期有息债务含应付票据。



5 亿元担保期限至 2019 年 8 月¹⁰；8.91 亿元担保期限至 2020 年 10 月，6.76 亿元担保期限至 2019 年 12 月；公司无其他对外担保。根据公司提供的资料，2018 年，雪松控股本部财务报表净利润为 1.00 亿元。

2018 年以来，子公司齐翔腾达涉及四起未决诉讼形成的或有负债可能对公司财务状况造成一定不利影响。

2018 年 1 月，天津有山化工有限公司（以下简称“有山公司”）以齐翔腾达违反委托经营合同的约定为由向天津市第二中级人民法院（以下简称“天津二中院”）提起诉讼，要求齐翔腾达赔偿其损失 6,816.69 万元。在本案答辩期内，齐翔腾达向天津二中院提出了管辖权异议。2018 年 3 月，天津二中院裁定将本案移送至山东省淄博市中级人民法院（以下简称“淄博中级法院”）处理，后有山公司上诉至天津市高级人民法院。2018 年 5 月，经天津市高级人民法院审理，裁定驳回了有山公司的上诉，本案遂移送至淄博中级法院审理。2018 年 9 月，淄博中级法院开庭审理本案。2019 年 1 月，淄博中级法院经审理认定有山公司与齐翔腾达之间不存在委托经营合同关系，一审裁定驳回有山公司的起诉。2019 年 2 月，有山公司提起了上诉，本案目前仍在二审审理阶段，尚未正式开庭。截至本报告出具日，案件尚未取得生效法律文书，暂无法确定损失金额。

2017 年 9 月，夏军伟以齐翔腾达擅自解除股权转让合同为由向天津市滨海新区人民法院（以下简称“天津滨海法院”）提起诉讼，要求雪松实业赔偿其股权损失 1,629.14 万元。2018 年 1 月，夏军伟变更了诉讼请求，要求齐翔腾达赔偿其股权损失 1,840 万元，并就涉案股权价值向天津滨海法院申请进行司法评估。2018 年 6 月，天津滨海法院批准了夏军伟的评估申请，并摇号选定评估机构。截至本报告出具日，本案仍在等待评估结果，且案件尚未取得生效法律文书，暂无法确定损失金额。

菏泽华立于 2018 年 7 月被上海华谊丙烯酸有限公司（以下简称“上海华谊”）以侵害其技术秘密为由向上海知识产权法院提起诉讼。根据齐翔腾达于 2018 年 11 月 26 日发布的《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于深圳证券交易所关注函回复的公告》，齐翔腾达认为，由于技术秘密等知识产权相关诉讼专业性较强，难度较大，因此诉讼预计持续时间较长；诉讼将会围绕不同技术秘密点进行逐项辩论和判定，但菏泽华立采用的技术与上海华谊主张的技术秘密点存在显著的不同，菏泽华立败诉可能性较低。同时，齐翔腾达称本次涉诉的技术秘密点不会导致生产工艺的重大变化，也不会对菏泽华立现有生产经营产生重大不利影响。此外，齐翔腾达表示向菏泽华立增资时，在与菏泽华立的原股东签署的《增资协议》第 12.2.13 项中约定“菏泽华立因增资完成之前发生的，包括但不限于于

¹⁰ 到期是否续保公司未确定。



知识产权纠纷等事项导致菏泽华立被要求向第三方支付任何赔偿的，则菏泽华立原股东承诺向菏泽华立全额补偿，齐翔腾达认为，即使菏泽华立在前述案件中败诉，相关的赔偿、罚款等责任由菏泽华立的原股东承担，该等诉讼对齐翔腾达不会带来重大不利影响。

齐翔集团涉垫付款返还债务纠纷，原告淄博多得源工贸有限公司，齐翔集团不服山东省淄博市临淄区人民法院（2016）鲁 0305 民初 4951 号民事判决，向淄博中院提起上诉。2019 年 1 月 9 日，淄博中院作出民事裁定书（2018）鲁 03 民终 3481 号，裁定如下：撤销山东省淄博市临淄区人民法院（2016）鲁 0305 民初 4951 号民事判决；本案发回山东省淄博市临淄区人民法院重审。截至本报告出具日，尚未重新开庭审理。

2018 年末，受控股股东继续增资及未分配利润增加影响，公司所有者权益大幅增长。

2018 年末，公司所有者权益分别为 255.88 亿元，同比增加 36.93 亿元；其中，实收资本增至 70.00 亿元，新增注册资本 20.00 亿元全部由控股股东雪松控股认缴。公司资本公积为 26.48 亿元，同比增加 1.08 亿元，主要是开源证券股份有限公司（以下简称“开源证券”）2018 年由于所有者投入资本计入资本公积 13.15 亿元，公司持有金盛瑞泰 80% 股权，金盛瑞泰持有开源证券 28.53% 股权，2018 年 4 月 30 日增资后根据权益法长期股权投资增加确认资本公积约 1.90 亿元；同时公司购买齐翔腾达及希努尔少数股东股票，冲减资本公积约 8,000 万元。随着经营利润不断增加，公司未分配利润继续增加，为 48.98 亿元。2018 年末，公司归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别为 169.34 亿元和 86.54 亿元，同比分别增加 32.09 亿元和 4.84 亿元。

公司经营净现金流和货币资金为流动性偿债来源形成补充，由于投资支出和短期债务规模较大，影响流动性还本付息能力；盈利对利息保障程度仍处于较好水平。

2018 年，EBITDA 利息保障倍数为 3.26 倍，由于公司非经常性损益对利润的贡献下降，盈利对利息保障程度继续减弱，但仍处于较好水平。

公司流动性偿债来源以期末现金及现金等价物及债务收入为主。2016 年以来，公司经营净现金流波动较大，经营性净现金流对债务和利息保障能力不稳定；2018 年末，公司现金及现金等价物期末余额为 22.58 亿元，对流动性偿债来源形成一定支持。公司偿债来源占比较大的为融资收入，目前公司可获得的债务融资渠道具体分为未使用授信，以及可循环使用的已用授信，发行债券和股权融资等；2018 年末，公司获得的银行授信较为稳定，但也面临可用授信余额较少的风险；流动比率和速动比率分别为 1.65 倍和 1.11 倍，同比略有上升。总体



来看，公司流动性还本付息能力一般，主要是投资支出和短期有息债务规模较大所致。

清偿性偿债来源为可变现资产。公司可变现资产主要为存货、货币资金和投资性房地产，但受限资产规模较大，所持子公司股权质押比例极高，很大程度上影响公司资产流动性及再融资能力。同时，公司债务规模不断扩大。2018 年末，公司资产负债率为 57.13%，债务资本比率 46.53%，清偿性还本付息能力一般。

总体来看，公司流动性偿债来源与资产变现能力均一般，公司偿债来源较为广泛，盈利对利息保障总体处于较好水平，公司偿债能力很强。

公司本部偿债能力

公司本部资产以非流动资产为主，其中其他应收款和长期股权投资占比较高，长期股权投资受限规模较大，资产负债率处于较高水平；投资收益对本部利润影响较大，本部盈利能力较弱。

公司本部主要负责对各子公司进行战略性规划、资金募集和投资决策等管理工作，此外还经营供应链管理、房地产等业务。2018 年末，公司本部总资产为 285.51 亿元，以非流动资产为主，非流动资产占总资产的比重为 62.42%；其他应收款、长期股权投资占比较高，为 96.76 亿元和 153.81 亿元；其他应收款主要是公司本部与子公司往来款，长期股权投资同比增长 27.47%，主要是新增对供通云投资 34.20 亿元和广州桐鲲贸易有限公司 19.90 亿元等，长期股权投资中股权质押比率很高，变现能力较弱。2018 年末，本部货币资金为 2.71 亿元，同比减少 7.27 亿元，金额较少。

2018 年末，公司本部负债为 178.61 亿元，同比下降 9.13%，以非流动负债为主。公司流动负债以其他应付款和短期借款为主，分别为 42.17 亿元和 28.51 亿元，其中短期借款同比大幅减少 38.73 亿元，公司短期融资规模大幅缩减；非流动负债主要由长期借款和应付债券为主，分别为 69.00 亿元和 27.85 亿元；资产负债率为 62.56%，同比下降 7.34 个百分点。

从盈利能力来看，2018 年，公司本部实现营业收入为 51.46 亿元，同比大幅增加 25.57 亿元，主要是供应链管理收入增加所致；期间费用 7.95 亿元，以财务费用 6.85 亿元和管理费用 1.05 亿元为主，同比增长 27.91%，主要是管理费用及财务费用增加所致，对公司利润形成一定挤压；期间费用率为 15.45%，同比下降 8.55 个百分点。非经常损益方面，2018 年，公司投资收益为 9.97 亿元，同比增长 6.89%，主要处置长期股权投资产生的投资收益增长所致；上述非经常损益对本部利润影响较大。同期，本部营业利润和利润总额均为 2.59 亿元，分别同比下降 10.07%和 9.90%。非经常损益对利润产生明显影响，扣除投资收益后，营业利润亏损 7.38 亿元。整体看，公司本部盈利能力较弱，对投资收益等



非经常损益依赖度较大。

担保分析

2019 年 4 月 29 日，债券持有人会议通过变更“18 君华 01”增信措施的议案，同意雪松实业以其持有的子公司供通云 100%股权为“18 君华 01”提供质押担保，具有较强的增信作用。

“18 君华 01”原由公司以其合法拥有的广州汇华 100%股权，以及广州汇华以其根据与大源村合作社签署《土地合作开发协议》有权处分的应收账款 28.59 亿元提供质押担保。根据中广信公司 2017 年 8 月 24 日出具的，以 2017 年 6 月 30 日为评估基准日的《君华集团有限公司拟发行公司债券质押涉及的广州汇华投资有限公司股东全部权益价值项目评估报告书》（中广信评报字【2017】第 292 号），采用资产基础法对广州汇华 100%股权进行评估的净资产评估价值总计为 353,220.00 万元。截至 2017 年 6 月末，“18 君华 01”质押的广州汇华 100%股权的评估价值总计为 35.32 亿元，为“18 君华 01”发行规模 12.00 亿元的 2.94 倍。同时，截至 2017 年 6 月末，广州汇华将持有的账面价值为 7.03 亿元可供出售金融资产质押，具体为持有广州农村商业银行股份有限公司（以下简称“广州农商行”）14,001.00 万股股份及广州银行股份有限公司（以下简称“广州银行”）2,066.36 万股股份。根据雪松实业于 2019 年 2 月 18 日发布《雪松实业集团有限公司“18 君华 01”2019 年第一次债券持有人会议决议公告》，债券持有人会议审议通过《关于出售广州汇华投资有限公司持有的广州农村商业银行股份有限公司和广州银行股份有限公司股权的议案》；截至 2018 年 6 月末，广州汇华持有广州农商行 14,001.00 万股、广州银行 2,066.36 万股，账面价值合计 7.18 亿元，已全部质押给银行用于银行借款。

根据雪松实业 2019 年 4 月 29 日公布《“18 君华 01”2019 年第二次债券持有人会议决议公告》，债券持有人会议通过变更“18 君华 01”增信措施的议案，同意雪松实业以其合法持有的供通云 100%股权为“18 君华 01”提供质押担保。雪松实业已于 2019 年 6 月 17 日办理完毕供通云 100%股权质押登记手续，并于 2019 年 6 月 19 日和 2019 年 6 月 20 日分别办理完毕广州汇华 100%股权出质注销手续和应收账款质押注销登记手续。供通云作为中国最大的大宗商品做市商之一，提供全品类大宗商品从原材料采购、交易风险管控、供应链金融、仓储物流到产成品销售等的一站式供应链服务。供通云现已打通上游矿产资源开采——供应链服务——物流仓储——产品生产和深加工——产成品分销的全产业链条，实现对有色金属、黑色金属、能源、化工等大宗商品品类全覆盖，与客户一次性对接即可集中式提供覆盖整个供应链各交易节点的全方位综合服务。2018 年，供通云实现营业收入 1,759.97 亿元，同比增加 609.57 亿元，净利润为 7.77 亿元，



同比增加 2.12 亿元；经营性净现金流为-33.00 亿元，同比大幅净流出 25.10 亿元，主要是预付款项及应收账款大幅增加所致。2018 年末，供通云总资产为 138.60 亿元，以流动资产为主，其中预付款项为 52.37 亿元，同比增加 4.16 亿元；应收票据及应收账款为 35.51 亿元，同比大幅增加 28.40 亿元；长期股权投资为 28.04 亿元，同比增加 2.59 亿元，全部为对开源证券的长期股权投资；货币资金为 9.63 亿元，同比增加 4.25 亿元；总负债为 67.09 亿元，同比增加 4.68 亿元，主要包括其他应付款 25.49 亿元、短期借款 18.32 亿元、应付票据及应付账款 9.87 亿元和预收款项 8.66 亿元等，其中其他应付款主要是对雪松实业的往来款 23.27 亿元等；所有者权益为 71.51 亿，同比大幅增加 44.26 亿元，主要是本期雪松实业对供通云增资 34.20 亿元所致。2018 年末，供通云资产负债率为 48.41%，同比下降 21.20 个百分点。2018 年末，供通云的受限资产为 27.45 亿元，占总资产和净资产的比重分别为 19.81%和 38.39%，占比较高；截至 2018 年末，供通云持有的开源证券 480,000,000 股用于质押，质押股份用于债权质押担保，质押权人为中国华融资产管理股份有限公司广东分公司。

根据《雪松实业集团有限公司与海通证券股份有限公司关于君华集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）之供通云供应链集团有限公司股权质押合同》（以下简称“质押合同”），质押合同项下的质押资产为雪松实业合法拥有的供通云 100%股权为“18 君华 01”的到期兑付提供质押担保，质押期限自办理完毕质押资产登记之日起至“18 君华 01”完成所有本息偿付止，被质押的供通云 100%股权在评估基准日(2018 年 12 月 31 日)经审计的净资产为 715,081.62 万元（中喜审字【2019】第 1179 号）。供通云为雪松实业全资子公司，截至 2018 年 12 月 31 日，注册资本 50.00 亿元。质押合同规定，在“18 君华 01”存续期间，质押资产的评估价值与“18 君华 01”未偿还本金的比率不得低于 5.95（自小数点后两位四舍五入，下同），质押资产的初始价值按照 2018 年 12 月 31 日经审计的合并财务会计报表中的净资产金额进行计算。股权质押权人计算的质押综合比率低于 5.95 时，应在三个工作日内通知股权质押人。除雪松实业、供通云及其子公司的正常经营外，雪松实业不得作出任何使质押股权价值减少的行为，并作出如下承诺：（1）在质押期间，剔除关联方负债后供通云的资产负债率不高于 65%，且雪松实业承诺，在质押期间其所控制的企业不会要求供通云偿还所欠债务；剔除关联方负债后的资产负债率计算公式为：剔除关联方负债后的资产负债率=（供通云负债总额-供通云对关联方负债总额）/供通云资产总额，上述数据均为供通云合并数据；（2）在质押期间，供通云受限资产占总资产的比重不高于 35%；（3）在质押期间，未征得股权质押权人书面同意，供通云不会新增对外担保等或有负债。截至 2018 年末，按照 2018 年 12 月 31 日经审计的



合并财务会计报表中的净资产金额作为质押资产的初始价值进行计算，2018 年末质押资产的评估价值与“18 君华 01”未偿还本金的比率为 5.96 倍。2018 年末，供通云资产负债率为 48.41%，供通云剔除关联方负债 24.94 亿元（其中供通云对雪松实业的负债总额为 23.27 亿元）后的资产负债率为 30.41%。

综合分析，公司以其持有的子公司供通云 100% 股权为“18 君华 01”提供质押担保，截至 2018 年末供通云已有账面价值为 27.45 亿元资产处于受限状态，具有较强的增信作用。

结论

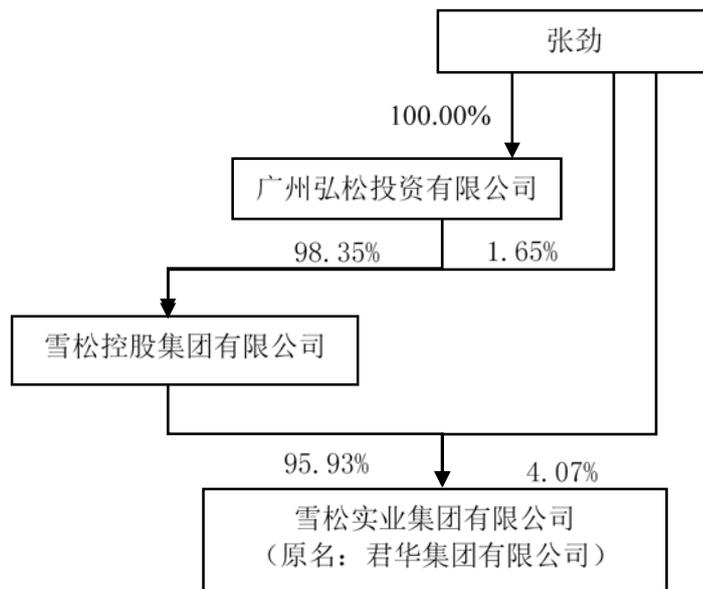
综合来看，公司抗风险能力很强。公司是华南地区最大的铜产品渠道商之一，对铜产品供应链上下游的资源整合能力仍较强。2018 年，公司营业收入同比大幅增长；股东大规模增资继续增强公司资本实力。2019 年 3 月，广州基金及凯得金融认购共计 80.00 亿元永续债有助于提升资金流动性及资本实力，同时凯得金融和广州建投分别与公司建立两个合资公司，对公司业务提供了较大程度的支持。整体来看，外部支持对公司偿债来源贡献度较高。同时，由于业务规模扩大及收购事项等引起资金需求量大幅增加，公司总有息债务同比有所增加，债务偿还期限较为集中，未来存在较大短期偿付压力；除化工在建工程外，房地产业务在建及拟建规模较大，今后仍存在较大的资本支出压力；预付款项、应收账款及存货占比较高，形成对资金的占用，一定程度上降低资金的使用效率；受限资产占总资产及净资产比重较高，且所持子公司股权质押规模较大，很大程度上影响公司资产流动性及再融资能力。公司以持有的子公司供通云 100% 股权为“18 君华 01”担保具有较强的增信作用。

综合分析，大公对公司“17 君华 01”、“18 雪松 01”信用等级维持 AA+，“18 君华 01”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。



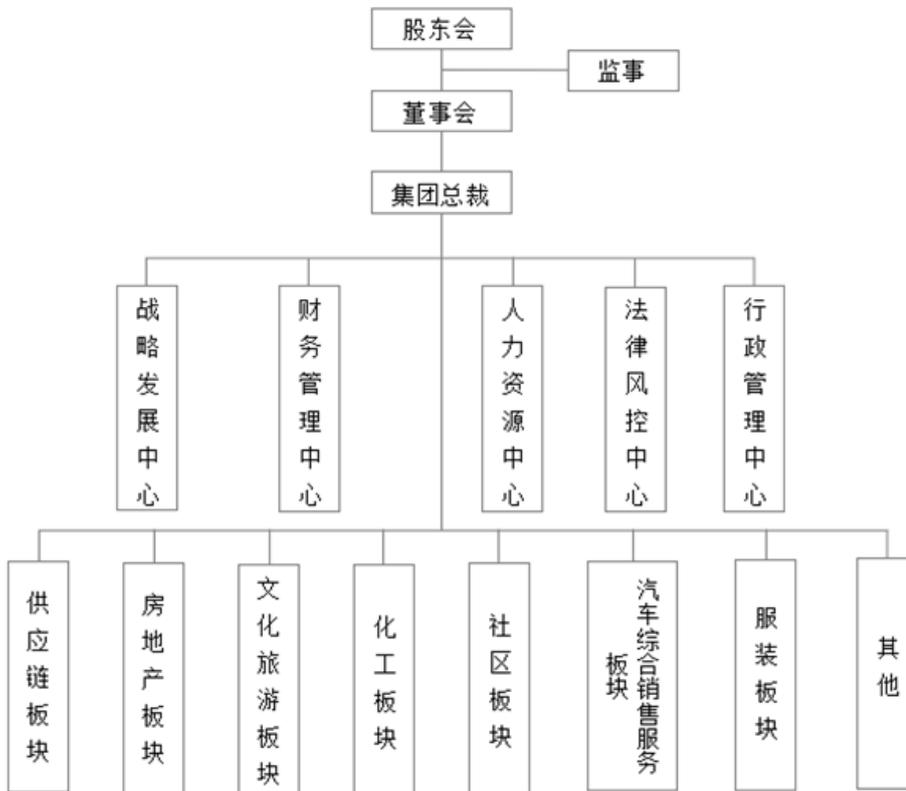
附件 1 公司治理

1-1 截至 2018 年末雪松实业集团有限公司股权结构图





1-2 截至 2018 年末雪松实业集团有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

截至 2018 年末公司可即时开发土地储备情况 (单位: 万元/亩、亩)

土地使用证号	拿地成本	占地面积	建筑面积
中府国用(2013)第易 1502629 号	51.50	10.00	-
粤(2018)中山市不动产权第 0046642 号	1,130.27	65.90	226.52
粤(2018)中山市不动产权第 0046636 号	1,100.33	2.90	10.02
豫(2018)许昌市不动产权第 0048251 号	501.85	252.67	888.40
合计	618.44	331.47	1,124.94

资料来源: 根据公司提供资料整理

截至 2018 年末公司房地产业务在建项目情况 (单位: 万平米、元/平方米、亿元)

项目	区域	占地面积	建筑面 积	平均	许可证	总投资	已投 资
				地价			
君华新城五期	中山	2.81	5.03	712.00	1.2.3.4	2.52	1.83
君华新城八期	中山	1.52	2.98	1,288.00	1.2.3.4	1.49	1.08
锦云项目	南宁	7.03	38.68	1,256.00	1.2.3.4.5	15.93	11.45
总部大楼	广州	2.21	10.59	4,967.00	1.2.3.4	17.14	5.85
朝阳花地二期	中山	11.25	47.73	1,310.19	1.2.3.4	48.40	15.16
香蜜山项目	中山	14.87	52.88	4,099.04	1.2.3.4	51.06	24.61
雪松君华小镇	南宁	30.80	56.46	1,044.99	1.2.3.4.5	22.56	4.89
合计	-	70.49	214.35	-	-	159.10	64.87

注: “1”代表《国有土地使用证》, “2”代表《建设用地规划许可证》, “3”代表《建设工程规划许可证》, “4”代表《建筑工程施工许可证》, “5”代表《商品房预售许可证》。

资料来源: 根据公司提供资料整理

截至 2018 年末公司房地产业务拟建项目情况 (单位: 万平米、亿元)

项目	区域	占地面积	总投资	已投资
天和项目(君睿)	中山	4.60	16.74	8.11
许昌香柏麓湖花园	河南许昌	16.87	37.28	11.32
合计	-	21.47	54.02	19.43

资料来源: 根据公司提供资料整理



附件 3 主要财务指标

3-1 雪松实业集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
资产类			
货币资金	318,340	442,209	353,456
应收票据及应收账款	680,756	273,023	-
其中: 应收票据	92,978	110,316	50,928
应收账款	587,778	162,708	84,233
其他应收款	279,462	54,017	148,365
预付款项	605,575	565,531	489,065
存货	949,105	808,189	213,405
流动资产合计	2,889,539	2,167,675	1,352,795
可供出售金融资产	131,489	200,340	110,774
长期股权投资	457,380	254,718	3,008
投资性房地产	668,244	756,108	623,640
固定资产	429,228	425,544	390,695
在建工程	188,535	90,352	51,320
无形资产	782,115	704,978	692,899
商誉	361,884	341,157	36,215
其他非流动资产	38,040	369,784	367,108
非流动资产合计	3,079,282	3,154,540	2,285,882
总资产	5,968,821	5,322,215	3,638,677
占资产总额比 (%)			
货币资金	5.33	8.31	9.71
应收票据及应收账款	11.41	5.13	-
其中: 应收票据	1.56	2.07	1.40
应收账款	9.85	3.06	2.31
其他应收款	4.68	1.01	4.08
预付款项	10.15	10.63	13.44
存货	15.90	15.19	5.86
流动资产合计	48.41	40.73	37.18
可供出售金融资产	2.20	3.76	3.04
长期股权投资	7.66	4.79	0.08
投资性房地产	11.20	14.21	17.14
固定资产	7.19	8.00	10.74
在建工程	3.16	1.70	1.41
无形资产	13.10	13.25	19.04
商誉	6.06	6.41	1.00



3-2 雪松实业集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
占资产总额比 (%)			
其他非流动资产	0.64	6.95	10.09
非流动资产合计	51.59	59.27	62.82
负债类			
短期借款	689,316	1,010,403	348,804
应付票据及应付账款	380,659	209,985	-
其中: 应付票据	117,329	64,708	100,859
应付账款	263,330	145,277	182,760
预收款项	301,879	284,660	250,104
其他应付款	230,034	238,095	684,238
应交税费	65,256	45,888	22,020
一年内到期的非流动负债	68,090	43,076	0
流动负债合计	1,754,240	1,847,776	1,597,971
长期借款	1,073,460	804,796	35,997
应付债券	278,507	119,147	0
递延所得税负债	286,550	336,642	258,204
非流动负债合计	1,655,795	1,284,906	395,647
总负债	3,410,035	3,132,682	1,993,619
占负债总额比 (%)			
短期借款	20.21	32.25	17.50
应付票据及应付账款	11.16	6.70	-
其中: 应付票据	3.44	2.07	5.06
应付账款	7.72	4.64	9.17
预收款项	8.85	9.09	12.55
其他应付款	6.75	7.60	34.32
应交税费	1.91	1.46	1.10
一年内到期的非流动负债	2.00	1.38	0
流动负债合计	51.44	58.98	80.15
长期借款	31.48	25.69	1.81
应付债券	8.17	3.80	0
递延所得税负债	8.40	10.75	12.95
非流动负债合计	48.56	41.02	19.85
权益类			
实收资本	700,000	500,000	300,000
资本公积	264,804	253,962	253,780
盈余公积	2,376	0	0
未分配利润	489,808	342,416	163,779



3-3 雪松实业集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
权益类			
归属于母公司所有者权益	1,693,430	1,372,539	1,013,310
少数股东权益	865,356	816,994	631,748
所有者权益	2,558,786	2,189,533	1,645,058
损益类			
营业收入	21,401,882	14,290,512	5,511,067
营业成本	20,932,585	13,967,144	5,372,105
营业税金及附加	25,446	20,035	29,709
销售费用	45,550	29,690	7,148
管理费用	71,080	40,696	16,443
研发费用	30,917	28,262	-
财务费用	78,005	77,682	18,614
投资收益/损失	30,671	73,111	2,009
营业利润	246,434	200,611	68,686
营业外收支净额	10,660	92,515	50,856
利润总额	257,094	293,126	119,542
所得税	52,518	68,507	27,589
净利润	204,576	224,620	91,953
归属于母公司所有者的净利润	149,768	178,637	91,870
占营业收入比 (%)			
营业成本	97.81	97.74	97.48
营业税金及附加	0.12	0.14	0.54
销售费用	0.21	0.21	0.13
管理费用	0.33	0.28	0.30
研发费用	0.14	0.20	-
财务费用	0.36	0.54	0.34
投资收益/损失	0.14	0.51	0.04
营业利润	1.15	1.40	1.25
营业外收支净额	0.05	0.65	0.92
利润总额	1.20	2.05	2.17
所得税	0.25	0.48	0.50
净利润	0.96	1.57	1.67
归属于母公司所有者的净利润	0.70	1.25	1.67
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	31,749	23,768	-34,336
投资活动产生的现金流量净额	-238,894	-1,044,915	-201,527
筹资活动产生的现金流量净额	24,891	1,265,177	343,598



3-4 雪松实业集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
主要财务指标			
EBIT	340,680	371,735	131,793
EBITDA	404,115	427,819	133,045
总有息债务	2,226,708	2,047,067	569,686
毛利率 (%)	2.19	2.26	2.52
营业利润率 (%)	1.15	1.40	1.25
总资产报酬率 (%)	5.71	6.98	3.62
净资产收益率 (%)	8.00	10.26	5.59
资产负债率 (%)	57.13	58.86	54.79
债务资本比率 (%)	46.53	48.32	25.72
长期资产适合率 (%)	136.87	110.14	89.27
流动比率 (倍)	1.65	1.17	0.85
速动比率 (倍)	1.11	0.74	0.71
保守速动比率 (倍)	0.25	0.30	0.25
存货周转天数 (天)	15.11	13.17	14.80
应收账款周转天数 (天)	6.31	3.11	3.97
经营性净现金流/流动负债 (%)	1.76	1.38	-2.90
经营性净现金流/总负债 (%)	0.97	0.93	-2.38
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.26	0.26	-2.77
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.75	4.04	10.62
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	3.26	4.65	10.72
现金比率 (%)	19.72	24.47	22.29
现金回笼率 (%)	108.12	114.22	115.83
担保比率 (%)	21.11	14.06	4.50



3-5 雪松实业集团有限公司本部主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
资产类			
货币资金	27,072	99,747	194,336
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	27,404	9,523	2,475
预付款项	25,596	35,899	130,526
其他应收款	967,620	1,173,454	222,061
存货	23,580	8,317	9,945
投资性房地产	112,891	115,684	119,236
长期股权投资	1,538,056	1,206,637	928,604
其他非流动资产	6,683	48,914	44,505
总资产	2,855,080	2,812,152	1,658,082
负债类			
短期借款	285,100	672,354	188,768
预收款项	17,183	6,612	21,729
其他应付款	421,690	477,817	724,391
长期借款	690,000	632,202	35,997
应付债券	278,507	119,147	0
递延所得税负债	26,993	25,299	26,043
总负债	1,786,127	1,965,652	1,038,727
权益类			
实收资本(股本)	700,000	500,000	300,000
资本公积	253,800	253,800	253,800
其它综合收益	69,467	70,775	72,543
未分配利润	43,310	21,926	-6,988
所有者权益	1,068,953	846,500	619,355
损益类			
营业收入	514,568	258,900	487,594
营业成本	507,962	259,718	432,233
管理费用	10,454	4,915	7,335
财务费用	68,469	56,727	13,389
投资收益	99,668	93,243	-993
营业利润	25,919	28,823	14,106
利润总额	25,894	28,739	14,057
净利润	23,760	28,913	10,468
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	594,694	-317,670	242,238
投资活动产生的现金流量净额	-647,018	-606,757	-580,409
筹资活动产生的现金流量净额	-42,815	971,969	378,337



附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
23. 可变现资产 = $\min(\sum \text{资产科目} * \text{变现系数}, \text{非受限资产})$



24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持产生的现金流净额 + 经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和利息 + 股利 + 或有负债（确定的支出项） + 其他确定的收购支出



附件 5 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。