



# CREDIT RATING REPORT

## 报告名称

# 郑州中瑞实业集团有限公司 主体与2020年公开发行公司债券(第一期) 2020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
偿债来源与负债平衡
偿债能力



## 跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】182 号

大公国际资信评估有限公司通过对郑州中瑞实业集团有限公司及“20 中瑞 01”的信用状况进行跟踪评级，确定郑州中瑞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，“20 中瑞 01”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年十月二十日





## 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
20 中瑞 01	9	3	AA+	AA+	2019.12

## 主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2020.6	2019	2018	2017
总资产	668.45	631.83	639.89	666.62
所有者权益	180.15	176.39	166.76	158.57
总有息债务	233.78	225.28	252.17	262.48
营业收入	226.32	520.95	495.47	482.96
净利润	4.14	9.16	9.88	9.53
经营性净现金流	24.11	103.87	65.50	4.52
毛利率	7.65	7.99	9.75	8.42
总资产报酬率	1.46	3.61	3.88	3.37
资产负债率	73.05	72.08	73.94	76.21
债务资本比率	56.48	56.09	60.19	62.34
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	1.34	1.37	1.25
经营性净现金流/总负债	5.11	22.37	13.35	0.97

注：公司提供了 2019 年和 2020 年 1~6 月财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 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。由于执行新金融工具准则，本报告中 2018 年期末数据为经追溯后的 2019 年期初数据。2020 年 1~6 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：肖 尧

评级小组成员：张 玥

电话：010-67413300

传真：010-67413555

客服：4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

## 主要观点

郑州中瑞实业集团有限公司（以下简称“中瑞实业”或“公司”）主要从事大宗商品供应链管理、供应链金融以及房地产开发等业务。跟踪期内公司供应链管理业务仍高于传统贸易毛利率水平，供应链金融业务仍有助于增强对供应链上下游客户的影响力，房地产板块产品类型仍较为丰富，在郑州仍具有良好的品牌知名度，区域竞争力较强，且销售区域不断扩大；但是公司仍面临应收账款回收风险，在建项目仍需较大投入，受限货币资金比例仍较高，其他应收款规模仍较大，短期有息债务占比进一步提高，面临较大短期偿付压力，担保金额仍有可能继续增长等风险。

## 优势与风险关注

### 主要优势/机遇：

- 公司建立了较为完整的煤炭供应链管理体系，在盈利能力上，供应链管理业务毛利率仍高于传统贸易；
- 公司供应链金融业务仍有助于增强对供应链上下游客户影响力；
- 公司房地产板块产品类型仍较为丰富，在郑州具有良好的品牌知名度，区域竞争力较强；
- 2019 年以来，公司仍继续加大对全国重点二线城市房地产开发力度，销售区域不断扩大。

### 主要风险/挑战：

- 公司供应链金融业务中受让的应收账款集中于煤炭下游终端客户，规模较大且未要求客户提供质押担保，存在一定回收风险；
- 公司在建房地产项目规模较大，未来待投资规模仍较大，将面临一定资金支出压力；
- 公司受限货币资金比例较高，对资产流动性产生一定影响；2019 年以来，其他应收款规模仍较大，且关联方往来款占比较大，对资金形成较大占用，回收情况将对公司流动性造成很大影响；



- 2019 年末，公司总有息债务规模同比下降，但短期有息债务占比同比增长，将面临较大短期偿付压力，债务结构有待改善；
- 受公司为参股公司收购事项提供连带责任保证担保影响，对外担保金额大幅上升，由于部分项目仍处于前期开发阶段，同时尚有 21.62 亿元对价款未支付，担保金额仍有可能继续增长且存在一定的或有风险。



## 评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《一般工商企业评级方法》，版本号为PF-YBGS-2020-V.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
<b>要素一：偿债环境（12%）</b>	<b>4.68</b>
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	3.50
（三）区域环境	5.50
<b>要素二：财富创造能力（58%）</b>	<b>5.59</b>
（一）产品与服务竞争力	5.84
（二）盈利能力	5.10
<b>要素三：偿债来源与负债平衡（30%）</b>	<b>4.93</b>
（一）债务状况	3.04
（二）流动性偿债来源与负债平衡	5.42
（三）清偿性偿债来源与负债平衡	4.07
<b>调整项</b>	<b>-0.20</b>
<b>主体信用等级</b>	<b>AA+</b>

注：大公对上述每个指标都设置了1~7分，其中1分代表最差情形，7分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

## 评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	-	-	2020/07/23	肖尧、张玥	一般工商企业信用评级方法（V.1）	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA+/稳定	20中瑞01	AA+	2019/12/23	肖尧、张玥	大公贸易企业信用评级方法（V.1） 大公房地产企业信用评级方法（V.2）	<a href="#">点击阅读全文</a>
AA+/稳定	-	-	2017/06/30	王晶晶、宋莹莹、王桐桐	大公信用评级方法总论	<a href="#">点击阅读全文</a>



## 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。



## 跟踪评级说明

根据大公承做的中瑞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
20 中瑞 01	9	9	2020.08.19~2023.08.19	偿还金融机构借款、偿还公司债券本息和补充营运资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

## 发债主体

公司前身是成立于 2005 年 12 月的河南中瑞投资有限公司（以下简称“中瑞投资”），由河南中瑞集团有限公司（以下简称“中瑞集团”）、李学锋、李蓉、韩冀峰及刘轶共同出资组建，注册资本 5,000.00 万元，其中中瑞集团持股 80.00%。2008 年 8 月，李学峰、李蓉和韩冀峰将所持的中瑞投资 10.00%、2.00% 和 7.20% 股权分别转让给万永兴和刘轶，2010 年 11 月，中瑞集团将所持有的中瑞投资 56.00% 和 24.00% 的股权分别转让给万永兴和刘轶，转让后，万永兴和刘轶分别持有中瑞投资 70.00% 和 30.00% 的股权。2010 年 12 月，和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”）以货币方式增资 2.50 亿元，中瑞投资注册资本增至 3.00 亿元，和昌地产持股 83.33%。2011 年 1 月，和昌地产将持有的中瑞投资 58.33% 股权转让给万永兴，25.00% 股权转让给刘轶。2015 年，公司变更为现名，同期郑州瑞昌企业管理咨询有限公司（以下简称“郑州瑞昌”）以货币方式增资 50.00 亿元，其中 17.00 亿元增加注册资本，33.00 亿元增加资本公积，公司注册资本增至 20.00 亿元，郑州瑞昌持有公司 85.00% 股权，万永兴直接持有公司 10.50% 股权，刘轶直接持有公司 4.50% 股权。2017 年 12 月，郑州瑞昌对中瑞实业进行现金增资 20.00 亿元，其中增加注册资本 10.00 亿元，增加资本公积 10.00 亿元，工商变更手续已于 2017 年 12 月 25 日完成。增资完成后，郑州瑞昌持有公司 90% 股权，万永兴和刘轶直接持有的公司股权分别下降至 7% 和 3%，同时万永兴和刘轶分别持有郑州瑞昌 70.00% 和 30.00% 股权，故公司实际控制人为万永兴。2019 年 8 月 2 日，公司股东会决议同意将郑州瑞昌持有的公司股权



全部转让给郑州中瑞产业园运营管理有限公司（以下简称“中瑞产业园”），中瑞产业园为郑州瑞昌的全资子公司，本次股东变更完成后，中瑞产业园、万永兴和刘轶对公司持股比例分别为 90%、7%和 3%。2019 年 10 月 21 日，中瑞产业园更名为河南中瑞控股有限公司（以下简称“中瑞控股”）。截至 2020 年 6 月末，公司注册资本为 30.00 亿元，公司控股股东为中瑞控股，实际控制人仍为万永兴。公司注册地为河南省郑州市。

截至 2020 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司共有 129 家，其中二级子公司 10 家。2019 年以来，公司合并范围内新增子公司 9 家，减少子公司 8 家。截至 2020 年 9 月 16 日，公司、万永兴及刘轶共持有瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”）股份数为 6.91 亿股，占瑞茂通总股本的 67.98%，累计质押的股份数为 6.07 亿股，占总体所持有瑞茂通股份总数的 87.86%。

公司依据《中华人民共和国公司法》建立了企业制度，并不断完善公司法人治理结构，制定和完善了公司章程，建立了由股东会、董事会、监事会、经营层组成的治理结构体系，股东会是公司的权力机构，董事会是公司的经营决策机构，由三人组成，设董事长一名，董事会对股东会负责。公司建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，构建了分级管理、权责分明、授权严密的公司治理结构，确保了公司经营工作有序、高效地运行。

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 2020 年 9 月 17 日，公司本部未发生信贷违约事件；截至 2020 年 7 月 6 日，下属子公司瑞茂通存在 9 笔未结清不良贷款，余额 1.24 亿元，2 笔未结清欠息，余额 1.30 亿元，均为重组前山东九发食用菌股份有限公司的不良贷款引起，银行已出具不再追偿的证明，瑞茂通已免除不良贷款偿还责任。截至本报告出具日，公司本部在债券市场公开发行债务融资工具均未到期，到期利息均已按时支付。下属子公司瑞茂通发行的债务融资工具到期利息已按时支付，已到期债务融资工具均已按时还本付息。



## 偿债环境

我国经济增速放缓，但中长期高质量发展走势不会改变；我国煤炭资源分布不均，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升盈利空间；2019 年以来，“房住不炒”总基调不变，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险。

### （一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年上半年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加 8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年上半年，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列政策作用下，我国经济先降后升、稳步复苏，主要指标恢复性增长。经初步核算，上半年我国 GDP 为 45.66 万亿元，同比下降 1.6%。其中，一季度同比下降 6.8%，二季度同比上涨 3.2%，季调后环比也由负转正，从一季度-10.0%升至二季度的 11.5%。分三次产业看，上半年，农业增加值同比增长 3.8%，增速比一季度加快 0.3 个百分点，夏粮生产再获丰收，经济“压舱石”作用稳固；规模以上工业增加值同比下降 1.3%，降幅比一季度收窄 7.1 个百分点，装备制造业加速回升，高技术制造业和新兴产品持续发力；服务业增加值同比下降 1.6%，降幅



比一季度收窄 3.6 个百分点,信息传输、软件和信息技术服务业在疫情冲击下彰显优势和潜力,成为经济发展新动能。从需求端看,上半年,全国固定资产投资同比下降 3.1%,降幅呈逐月收窄态势,民生保障、高技术领域投资增速较快,基础设施、房地产开发、制造业三大领域投资继续改善;社会消费品零售总额同比下降 11.4%,降幅比一季度收窄 7.6 个百分点,在促消费政策和“618”购物节的叠加带动下,线上购物增速继续加快,同时随着居民外出购物增多,实体店零售业务稳步回升;货物进出口同比下降 3.2%,降幅较一季度收窄 3.3 个百分点,防疫物资、“宅经济”产品出口增长较快,机电产品和劳动密集型产品出口降幅均低于总体降幅。

2020 年上半年,针对疫情防控和经济形势,我国加大宏观政策逆周期调节力度,实施更加积极有为的财政政策和更加灵活适度的货币政策,并注重与就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力、形成合力。在财政政策方面,按照政府工作报告安排,全年增加 1 万亿元财政赤字规模和发行 1 万亿元抗疫特别国债,全部转给地方,并建立特殊转移支付机制,确保新增财政资金直达市县基层、直接惠企利民;全年发行 3.75 万亿元地方政府专项债券,重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设;全年落实超过 2.5 万亿元的减税降费规模,纾解企业困难、支持复工复产和经济平稳运行。在货币政策方面,人民银行综合运用降准、再贷款等工具,保持市场流动性合理充裕,解决企业融资难问题。上半年,新增社会融资规模 20.83 万亿元,同比多增 6.22 万亿元;其中,新增人民币贷款 12.33 万亿元,同比多增 2.31 万亿元。同时,人民银行还多次调降各类政策利率,包括在 2 月和 4 月两次下调中期借贷便利(MLF)利率和贷款市场报价利率(LPR),成功引导贷款利率中枢下行,降低实体经济融资成本。此外,人民银行还于 6 月 1 日创设两个直达实体经济的政策工具,即普惠小微企业贷款延期支持工具和信用贷款支持计划,进一步增强帮扶中小微企业的效率和效果。综合来看,考虑到我国经济体量和整体运行情况,尤其通胀水平回落,以财政政策和货币政策为首的宏观调控政策空间仍然充足,能够促进我国经济平稳健康运行。

上半年我国国民经济在突发疫情的冲击下,展现了良好的韧性,制度性优势充分显现,国内疫情得到快速控制并推进了全社会各产业链的全面复工复产。与此同时,我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态,在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下,在逆周期调节政策的有力支持下,创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化,区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大,预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保



基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

## （二）行业环境

我国煤炭储量丰富，但资源分布不均；煤炭行业下游需求保持增长，但增速将承压；传统煤炭贸易企业盈利降低，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升盈利空间。

煤炭供应链管理行业指在煤炭贸易过程中加入供应链管理，将上游煤炭资源生产与下游终端用户衔接起来，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，较传统煤炭贸易企业相比可获得更多的盈利空间。但该行业的市场前景与煤炭产量、煤炭需求量、煤炭价格以及煤炭资源区域分布密切相关。

我国煤炭储量丰富，煤炭主要商品化产区集中在以山西为中心的北方地区，以山东、两淮为中心的华东产区，以贵州为中心的西南产区以及东北产区和西北产区。煤炭的消费地大都集中在经济较为发达的东部沿海和南方地区，除了东北产区的煤炭自给自足外，其他产区的煤炭都要进行外运。煤炭资源分布不均一定程度上为煤炭贸易行业提供盈利空间，煤炭价格下行时，传统煤炭贸易企业盈利空间受到挤压，行业综合毛利率极低；煤炭价格上行时，煤炭最终需求方对资金需求增加，一定程度上均为煤炭供应链管理行业提供发展空间。

作为我国传统的上游资源品，我国的煤炭消费量一直以来都保持在 40.0 亿吨左右的相对较高水平，总消费量在 2013 年达到 42.4 亿吨的高点后逐年下滑，至 2017 年已降至 38.3 亿吨的水平，2018 年为 46.4 亿吨标准煤，同比有所增长，占能源消费总量比重下降至 59.0%，2019 年为 48.6 亿吨标准煤，同比增长 3.3%，占能源消费总量的 57.7%，同比继续下降，但从长期来看，我国以煤炭为主的能源结构短期内不会改变，在我国能源消费中将继续保持基础性地位。煤炭行业的下游需求主要包括电力、钢铁、水泥等。中国煤炭工业协会经初步测算，电力消耗仍占比较高，约 52.8%，其次为钢铁、建材及化工，从下游行业的发展来看，2019 年，从电力行业看，火电产量为 5.2 万亿千瓦时，同比增长 1.9%，增速同比下滑 4.1 个百分点；从钢铁行业来看，2019 年我国分别累计产生铁和粗钢 8.1 亿吨和 10.0 亿吨，同比分别增长 5.0%和 8.3%，生铁增速同比下降 3.5 个百分点，粗钢同比增加 1.7 个百分点；从水泥行业看，水泥产量为 23.3 亿吨，同比增长 6.1%，增速同比有所提升。2020 年以来，受疫情影响，煤炭下游行业开工率同比大幅下降，受此影响，2020 年 1~6 月，火电产量为 2.4 万亿千瓦时，同比下降 1.6%，全社会生铁和粗钢产量分别为 4.3 万吨和 5.0 万吨，同比分别增长 2.2%和 1.4%，水泥产品为 10.0 亿吨，同比下降 4.80%，整体下降幅度均较 2020 年 1 季度有所减少，随着疫情的缓解，煤炭下游需求逐步恢复。考虑到当前经济以稳为主，地产投资韧性仍存，同时基础设施建设将继续增长，建材和钢



铁用煤需求将保持增长，但煤炭消费总量控制以及新能源带来的冲击，煤炭整体需求增速将承压。

**供应链管理以提升整条供应链绩效为目标，并从中分享整体利润，通过发挥供应链金融的作用，促进供应链稳定性。**

供应链是指围绕核心企业，通过对信息流、物流、资金流的控制，从采购原材料开始，制成中间产品以及最终产品，最后由销售网络把产品送到消费者手中的将供应商、制造商、分销商、零售商、最终用户连成一个整体的功能网链结构。供应链管理的有效组织与传统贸易的最大区别在于，随着价值链的延伸，其获利形式已发生很大变化，不再局限于某一产品，而是某一行业整体或行业以外的相关产业，追求的不是每一节点的获利而是整体的价值体现。根据国家发改委、国家统计局和中国物流与采购联合会联合通报的全国物流运行情况，2019 年，全国社会物流总额为 298.0 万亿元，同比增长 5.9%。2019 年，社会物流总费用分别为 14.6 万亿元，持续增长，占当期 GDP 的比重分别为 14.7%，处于较高水平，我国物流成本偏高，降低这一成本的潜力巨大。而供应链管理作为物流行业的高端服务，不仅显著降低了物流环节成本，还以多项增值服务来提升整条供应链的绩效，并从中分享了整体利润。

传统的贸易企业利润来源于贸易品种的买卖价差，因此在与上下游企业交易时常是以对手的身份进行议价，而供应链管理企业将合作的上下游企业从交易对手转变为战略合作伙伴关系。供应链一体化可以认为是服务于上下游产业链客户的整体技术体系，通过连接供应链上的客户群，实现产购销渠道的无障碍化，减少客户的业务管理成本。提高客户价值实现的效率和质量，促成更为频繁的交易，建立起更为长久的关系，进而取得了定价调价的一部分主动权，可以更加灵活应对市场，二者的关系走向协同，形成供应链体系的良性循环。

在传统的贸易融资中，金融机构只针对单一企业进行信用风险评估，并据此做出是否授信的决策。供应链金融是从整个供应链管理的角度出发，提供综合的财务金融服务，把供应链上的相关企业作为一个整体，根据交易中构成的链条关系和行业特点设定融资方案，将资金有效注入到供应链上的相关企业，提供灵活运用的金融产品和服务的一种融资创新解决方案。它涵盖了从原材料供应商到最终消费者的整个过程，能够对物流、信息流和资金流进行集成管理。供应链金融通过对一个产业供应链中的单个企业或上下游多个企业提供全面的金融服务，促进了供应链核心企业及上下游配套企业产供销链条的稳固和流转畅顺。

供应链管理盈利形式与传统买卖存在较大差异，追求的是价值链上的整条盈利最大化，供应链管理体系将供应链各个环节联系在一起，与上下游企业建立战略合作伙伴关系，使各个相关企业形成了一个融会贯通的网络整体，共同合作，



以实现整体利益最大化的目标。同时供应链管理将金融服务融通到整个供应链当中，为各环节企业提供供应链金融服务，使价值链更加稳固顺畅。

**2019 年以来，房地产政策调控总基调“房住不炒”不断被重申，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险；近年来，房地产行业融资渠道不断收紧，房企面临一定的融资压力和债务偿还压力。**

房地产行业是政策敏感度极高的行业，尤其当政策调整涉及信贷、金融利率、住房结构及土地时，都会对行业供需产生影响。2018 年 12 月，住房和城乡建设工作会议和中央经济会议在京召开，确定 2019 年房地产政策调控的主体基调为坚持“住房不炒”，以“稳”为主，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，坚持因城施策、分类指导，落实城市主体责任。2019 年 4 月，中共中央政治局会议重申房地产调控总基调，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。2019 年 7 月，中共中央政治局会议在坚持总基调的基础上，提出不将房地产作为短期刺激经济的手段。2019 年 12 月，中央经济工作会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2019 年以来，我国房地产政策主体基调不变，且不断被重申，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险。

融资方面，2019 年，房地产开发企业到位资金整体保持高位，资金规模达 17.9 万亿元，同比增长 7.6%，同比提高 1.2 个百分点，增幅有所扩大。从境内债券市场来看，2019 年我国房地产企业发行债券规模合计 3,627.35 亿元，同比下降 9.20%，平均票面利率为 5.58%，同比下降 0.80 个百分点。2019 年 7 月 12 日，国家发展改革委发布的《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》明确，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，房企海外债资金用途受限。

但受疫情影响，国内融资环境有所宽松，随着社会经济秩序的正常化，政策逐步在个别领域收紧；2020 年 6 月 24 日，中国银行保险监督管理委员会发布《关于开展银行业保险业市场乱象政治“回头看”工作的通知》，通知明确对于房地产行业，将是银保监会针对市场乱象政治“回头看”工作的重中之重，检查内容涵盖从宏观政策执行到创新业务等几大领域，共涉及银行、保险、信托、金融资产管理 and 金融租赁等五类金融机构，预计下半年开始，房地产融资将面临监管升级风险，同时 2020 年下半年房企到期债务偿还规模同比增长约 58.0%，房企仍将面临一定的融资压力和债务偿还压力。



随着房地产行业调控政策趋严，2019 年以来，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑；受疫情影响，2020 年一季度全国商品房销售面积和销售金额等指标增速均转为负值。

随着中央坚持“房住不炒”的定位，以及各地密集出台的限购限售等政策，2018 年 7 月开始销售面积和销售金额增速有所下降。2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，销售金额 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速同比均有所下降。

开发投资方面，2019 年，全国房地产开发投资 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，其中，住宅投资 9.71 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 73.45%；土地成交价款 1.47 万亿元，同比下降 8.7%；房屋新开工面积达到 22.71 亿平米，同比增长 8.50%，增速放缓。

受疫情的影响，2020 年 2 月，全国商品房销售金额和销售面积增速分别为 -35.90%和-39.90%，房屋新开工面积增速为-44.90%，房地产开发投资完成额增速为-16.30%，同比均大幅下降，3 月以来各指标均有所好转。

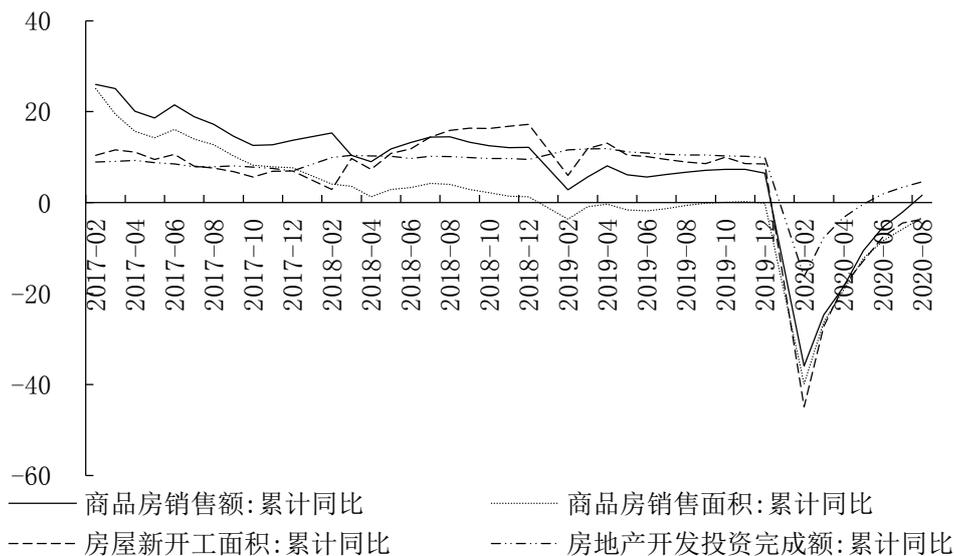


图 1 2017 年 2 月至 2020 年 8 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况

数据来源: Wind

### (三) 区域环境

河南省是全国重要交通枢纽，郑州航空港区以及自贸区的建设，有利于贸易企业发展；郑州市资源和人口吸附能力很强，经济发展速度较快。

河南位于中国中东部地区，是中国重要的经济大省，随着“中原经济区”纳入整体国家战略规划，河南经济得到快速发展。2016~2019 年，河南省 GDP 分别为 4.5 万亿元、4.8 万亿元和 5.4 万亿元，同比分别增长 7.8%、7.9%和 7.0%，持续位居中国第五位、中西部首位，经济保持总体平稳、稳中向好的发展态势。



河南交通区位优势明显，是全国重要的综合交通枢纽，拥有铁路、公路、航空、水运、管道等相结合的综合交通运输体系。河南省铁路、高铁、高速公路通车里程均居中国前列。京广、京九、太焦、焦柳、陇海、侯月、新月、新菏、宁西等铁路干线经过河南，形成了纵横交错、四通八达的铁路网，便利的交通有利于贸易企业发展。

郑州航空港区，是我国首个国家级航空港经济综合实验区，规划面积 415 平方公里，是集航空、高铁、城际铁路、地铁、高速公路于一体的综合枢纽，是国际航空物流中心、以航空经济为引领的现代产业基地、内陆地区对外开放重要门户，并且国家在口岸通关、航线航权、财税金融、土地管理、服务外包等方面给予实验区政策支持。2016 年 8 月 31 日河南自贸区在郑州成立，是河南的区域性自由贸易园区，属我国自由贸易区范畴，一定程度上刺激了郑州当地贸易行业的发展。

河南省是人口大省，作为河南省省会和中心城市，郑州市资源和人口的吸附能力很强，经济发展迅速，2017~2019 年，郑州市 GDP 分别为 9,130.2 亿元、10,143.3 亿元和 11,589.7 亿元，同比分别增长 8.2%、8.2%和 6.5%，位居河南省首位。2017~2019 年，区域内常住人口分别为 988.1 万人、1,013.6 万人和 1,035.2 万人，同比分别增长 1.6%、2.6%和 2.1%；截至 2019 年末，城镇化率为 74.6%，持续保持增长。在经济快速发展和人口持续增长的带动下，郑州房地产市场发展较快。

## 财富创造能力

2019 年，公司营业收入继续增长；受煤炭和油品业务规模增长影响，供应链管理板块收入同比增长；受保理业务规模大幅下降影响，供应链金融板块收入同比下降。

公司业务主要包括大宗商品供应链管理、供应链金融以及房地产开发三大领域，目前已形成以供应链管理为核心，以供应链金融和房地产开发为支撑的业务发展格局。2019 年，公司营业收入继续增长，供应链管理业务仍为公司收入的主要来源。分板块来看，受油品业务和有色金属收入增长的影响，2019 年供应链管理收入同比增长 8.93%；受保理业务规模大幅下降影响，供应链金融收入同比下降 26.28%；受结转项目减少影响，房地产收入同比下降 11.56%；其他业务收入同比增长 53.07%，一方面由于园林绿化业务规模扩大，另一方面由于物业管理业务交付项目增多导致物业管理费收入增加。

2019 年，公司毛利润同比下降 13.89%，其中供应链管理板块毛利润随收入增加而同比有所增加，毛利率略有下降；受业务规模下降影响，供应链金融业务毛利润同比下降 25.77%，毛利率同比有所增加，由于使用自有资金进行保理业



务，毛利率仍处于较高水平；房地产板块毛利润同比下降 31.08%，一方面是结转项目减少导致的收入下降所致，另一方面是受结转项目土地成本较高影响，毛利率同比下降 4.68 个百分点所致。

**表 2 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况(单位:亿元、%)**

项目	2020 年 1~6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>226.32</b>	<b>100.00</b>	<b>520.95</b>	<b>100.00</b>	<b>495.47</b>	<b>100.00</b>	<b>482.96</b>	<b>100.00</b>
供应链管理	191.86	84.77	435.50	83.60	399.78	80.69	413.86	85.69
供应链金融	2.20	0.97	5.92	1.14	8.03	1.62	11.15	2.31
房地产	30.04	13.27	74.79	14.36	84.57	17.07	55.98	11.59
其他	2.22	0.98	4.73	0.91	3.09	0.62	1.97	0.41
<b>毛利润</b>	<b>17.31</b>	<b>100.00</b>	<b>41.61</b>	<b>100.00</b>	<b>48.32</b>	<b>100.00</b>	<b>40.65</b>	<b>100.00</b>
供应链管理	9.69	55.98	22.87	54.97	22.16	45.85	17.08	42.03
供应链金融	2.15	12.43	5.82	13.98	7.84	16.22	10.83	26.64
房地产	5.21	30.08	12.35	29.68	17.92	37.08	12.35	30.39
其他	0.26	1.51	0.57	1.37	0.41	0.85	0.38	0.94
<b>毛利率</b>	<b>7.65</b>		<b>7.99</b>		<b>9.75</b>		<b>8.42</b>	
供应链管理	5.05		5.25		5.54		4.13	
供应链金融	97.64		98.18		97.57		97.13	
房地产	17.33		16.51		21.19		22.07	
其他	11.81		12.06		13.32		19.45	

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~6 月，公司营业收入同比增长 1.21%，毛利润和毛利率分别同比下降 26.80%和 2.93 个百分点。分板块来看，公司供应链管理板块收入同比增长 6.40%，但受国外疫情扩散，毛利较高的进口煤业务规模下降影响，毛利率同比下降 1.47 个百分点，毛利润同比下降 17.60%；受公司缩减业务规模影响，供应链金融收入同比下降 34.43%，毛利率同比略有下降，仍维持很高水平，毛利润同比下降 34.86%；受地产项目结转减少影响，房地产业务营业收入同比下降 21.02%，同时由于结转项目拿地成本同比增长，毛利率同比下降 4.52 个百分点，毛利润同比下降 37.37%。

### （一）供应链管理

2019 年以来，煤炭板块仍是供应链管理业务的主要收入来源，油品及铁矿石等产品规模的扩展带动了供应链管理板块收入的增长。

公司供应链管理业务主要由瑞茂通经营，主要业务仍为煤炭供应链管理业务，以及油品和铁矿石等贸易业务。2019 年以来，由于郑州瑞茂通发行的“17 郑瑞 EB”转股，截至 2020 年 6 月末，公司对瑞茂通持股比例较 2018 年末下降 4.46 个百分点。

**表3 2017~2019年及2020年1~6月瑞茂通主要财务指标（单位：亿元、%）**

期间	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
2020年1~6月	65.87	271.12	77.20	171.54	1.47	16.24
2019年	66.41	226.14	72.62	402.57	4.13	70.44
2018年	70.33	205.99	72.27	380.96	4.76	39.30
2017年	69.57	211.60	75.26	374.97	7.15	-20.64

数据来源：根据公司提供资料整理

供应链管理板块仍是公司的传统板块，该板块经营产品仍以煤炭、油品和有色金属为主，其他产品主要包括铁矿石、棉花以及化工等产品。2019年，公司供应链管理业务营业收入同比增长8.93%，主要是油品和有色金属板块业务规模扩大所致，油品和有色金属收入同比分别增长31.20%和31.64%。同期，由于油品毛利率同比下降1.40个百分点，供应链管理毛利率同比下降0.29个百分点；其他产品毛利率同比增加35.18个百分点，主要是收入中无成本的居间费收入比例提高所致。2019年，公司供应链管理毛利润同比略有增长。

**表4 2017~2019年及2020年1~6月公司供应链管理营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）<sup>1</sup>**

项目	2020年1~6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>191.86</b>	<b>100.00</b>	<b>435.50</b>	<b>100.00</b>	<b>399.78</b>	<b>100.00</b>	<b>413.86</b>	<b>100.00</b>
煤炭	129.70	67.60	303.61	69.72	291.13	72.82	248.49	60.05
油品	38.43	20.03	90.83	20.86	69.23	17.32	78.93	19.07
有色金属	16.23	8.46	38.86	8.92	29.52	7.30	51.78	12.51
其他产品	7.49	3.90	2.20	0.51	9.90	2.48	34.65	8.36
<b>毛利润</b>	<b>9.69</b>	<b>100.00</b>	<b>22.87</b>	<b>100.00</b>	<b>22.16</b>	<b>100.00</b>	<b>17.08</b>	<b>100.00</b>
煤炭	6.84	70.58	20.16	88.16	19.39	87.49	13.96	82.00
油品	1.88	19.45	1.78	7.80	2.33	10.50	3.42	20.07
有色金属	0.00	0.00	0.06	0.26	0.04	0.17	0.07	0.06
其他产品	0.97	9.96	0.86	3.78	0.41	1.83	-0.37	-2.46
<b>毛利率</b>	<b>5.05</b>		<b>5.25</b>		<b>5.54</b>		<b>4.13</b>	
煤炭	5.27		6.64		6.66		5.62	
油品	4.90		1.96		3.36		4.34	
有色金属	0.00		0.15		0.13		0.13	
其他产品	12.90		39.27		4.09		-1.07	

数据来源：根据公司提供资料整理

2020年1~6月，公司供应链管理板块营业收入为191.86亿元，同比增长6.40%，主要是公司扩展了油品和铁矿石等业务规模所致，毛利润和毛利率同比分别下降17.60%和1.47个百分点。同期，从各品类产品看，煤炭板块收入同比

<sup>1</sup> 2020年1~6月，有色金属毛利润为4.41万元，占比为0.46%，毛利率为0.27%。



下降 2.72%，毛利润和毛利率同比分别下降 40.67%和 3.37 个百分点，主要是由于去年同期增加了毛利较高的进口煤业务，但 2020 年以来，受疫情影响，进口煤业务规模下降所致；油品收入同比增长 34.36%，主要是公司扩展业务规模所致，毛利润和毛利率同比分别增加 1.65 亿元和 4.07 个百分点，主要是公司采取的期现结合方式提高了盈利水平所致；有色金属收入同比下降 11.67%，主要是收缩板块规模所致，毛利润和毛利率均同比由负转正；由于公司增加对铁矿石等业务规模的扩展，因此其他产品板块收入、毛利润及毛利率同比均增长较多。

公司利用供应链管理理念，仍能够将物流、业务流、信息流以及资金流贯穿于煤炭贸易的全过程，使公司盈利能力仍高于传统贸易企业。

2019 年以来，公司仍能够将供应链管理理念运用到自身传统煤炭贸易业务中，通过多品种、多地区煤炭采购，科学掺配和高效运输配送，以及账期管理和信息互通，将煤炭从煤矿运至终端用户企业这一过程中涉及的物流、业务流、信息流以及资金流等连成一体，及时满足下游用户的用煤需求，降低用煤成本和保证煤炭的质量。

截至 2020 年 6 月末，公司供应链管理业务拥有 70 余个采购网点，全面覆盖国内主要大宗商品生产和消费区，同时，公司在印度尼西亚、新加坡和香港成立分公司，在澳大利亚、南非设立办事处，通过境外采购平台，促进公司大宗商品的采购网络全球化。同时公司依靠遍布全国的一线业务人员每天传回的专业市场行情监测数据，建立了自身的煤炭市场行情数据库，实时监测市场行情变动，为经营决策提供数据支撑，能够按照客户需求及时准备货源，并保证采购价格最低。

公司下游客户仍较为稳定，可以根据客户需求，整理汇总按照所需煤炭种类及热值进行分类，统一安排采购，并依据上游货源分布情况，将各种货物重新组合，设计最经济的路线，进行统一发送，从而实现对运输费用的优化。公司利用自身拥有的上游煤炭资源进行掺配业务，扩大业务规模同时提供盈利空间。

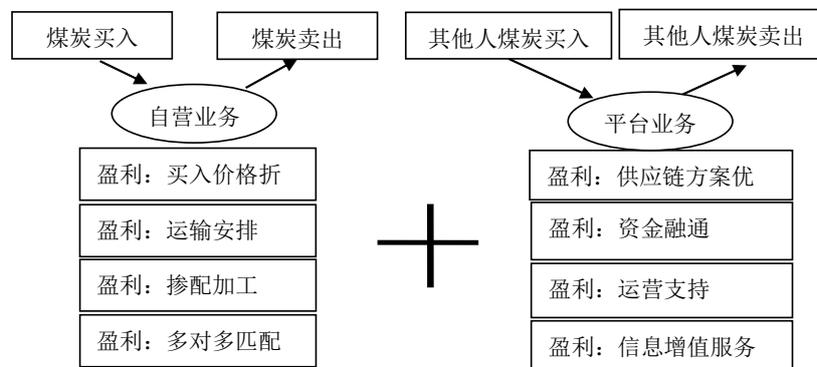


图 2 公司业务盈利模式说明图

资料来源：根据公司提供资料整理

公司引入 ERP 系统，改进了管理理念和管理模式，通过对采购、仓储、物流、



加工以及销售整个供应链的流程进行把控，提升了公司的数据整合能力。此外，公司运用互联网思维，建设全球化大型煤炭电子商务平台“易煤网”，并于 2015 年 3 月正式上线，易煤网构建了易煤商城、撮合交易、团购业务、易煤金融、煤矿专区、阳光采购、物流、行情资讯以及数据中心于一体的运营模式。易煤网的搭建，将集合供应链各环节参与者，是公司的信息化支撑平台，有助于公司了解市场供需信息。易煤网发布的易煤长江口动力煤价格指数（英文简称：YRSPI）于 2016 年 7 月 19 日正式纳入中国煤炭价格指数指标体系，发布渠道包括易煤网、中国煤炭市场网、国家煤炭网和纳入指数数据采集体系的主要港口单位的信息平台等。同时公司通过易煤网搭建资金管理平台系统，利用平台发展供应链金融服务，在煤炭供应链基础之上开展商业保理业务，将上下游客户应收账款盘活，为其提供资金支持。易煤网与第三方银行合作开发的支付平台目前已经投入使用，随着支付平台运用的逐渐推广，将进一步提供公司对上下游客户的影响力。

总体看，通过几十年的发展，公司积累了丰富的上下游客户群，为供应链管理奠定基础。公司利用国内外多品种货源、统一安排配送、依据下游客户需求进行掺配的增值服务，提高原煤利用率；利用内部信息系统和外部互联网平台，提供信息支撑；利用资金实力，为上下游提供资金融通，将物流、业务流、信息流以及资金流贯穿于煤炭贸易的全过程，使公司较传统贸易企业盈利能力有所提升。

**公司仍对煤炭等相关业务实施期货对冲交易，降低大宗商品价格波动带来的风险，同时采取锁定汇率措施，降低汇率波动风险。**

公司拥有期货运营团队，为公司的现货交易在期货市场进行期货对冲交易，并根据现货业务进行实时调整。公司期货业务在建立空头仓位时，交易团队会就仓位规模和对应的覆盖比率会同现货团队进行预先规划，根据对市场以及行情等综合因素对交易要素进行调整。公司不断加强期货投资业务的风险管控，以分管高管和首席风控官为主管，以产业运营部门、财务部门和期货团队内部风控岗位为辅助，实现四位一体的风险控制体系，从交易策略的整体制定、具体执行和最终结果分析，进行风险把控。

公司现货业务中的进口业务周期较长，价格波动风险大，且单笔业务金额较大，2019 年以来，公司仍通过动力煤期货针对现货的风险敞口进行风险对冲。公司有色产品、油品及其他业务都根据业务需求进行不同程度的期货交易。公司主要是依靠公司在煤炭行业的多年经营经验和对市场行情的准确把握，运用期现货结合策略，期货盈利弥补现货的跌价损失，对公司业务实现支撑。

2019 年以来，为防止人民币汇率波动对公司的利润水平造成影响，公司仍有专门部门负责对汇率风险进行对冲，降低汇率波动对公司盈利产生的不利影



响，但若人民币出现大幅贬值，将会增加公司的采购成本，降低盈利空间，需持续关注汇率变化对公司经营带来的不确定性。

### 产品 1：煤炭

公司建立了完整的煤炭供应链管理体系，2019 年以来，煤炭供应链管理业务保持增长，上下游客户仍较为分散。

公司煤炭供应链运营管理体系仍包括采购服务、煤炭掺配、物流配送、资源分销、交易撮合以及信息咨询等服务，为下游客户高效配置煤炭资源，降低用煤成本；为上游供应商分销煤炭，及时回笼资金；同时为中间贸易商撮合交易，搭建平台，从上游煤炭采购延续到下游的煤炭分销，建立了完整的煤炭供应链管理体系。

**表 5 2019 年公司煤炭供应链管理业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）**

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
山西晋煤国贸（日照）有限公司	10.66	3.76	徐州凯易商贸有限公司	11.32	3.73
浙江自贸区春吉贸易有限公司	10.59	3.74	天津中煤能源华北有限公司	9.18	3.02
陕西陕煤供应链管理有限公司	8.28	2.92	中国煤炭工业秦皇岛进出口有限公司	9.14	3.01
SINOPEC INTERNATIONAL (SINGAPORE) PRIVATE LIMITED	7.35	2.59	广东省电力工业燃料有限公司	7.90	2.60
河南中平能源供应链管理有限公司	6.90	2.43	徐州曼威考尔商贸有限公司	7.14	2.35
<b>合计</b>	<b>43.78</b>	<b>15.44</b>	<b>合计</b>	<b>44.68</b>	<b>14.71</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要经营产品仍为动力煤，公司采购渠道仍较为多元，进口煤炭主要来源于印度尼西亚、澳大利亚、菲律宾和俄罗斯等国的主要煤炭生产及贸易商，公司进口煤炭主要为 FOB 方式，采用国际信用证结算。2019 年以来，公司国内煤炭仍主要来源于山西、陕西、河南、甘肃、内蒙古、宁夏及青海等地区，以山西煤炭为主，占国内采购量的 70% 左右。国内煤炭采购方面，公司仍主要遵循“以销定采”及“包销”等贸易模式，结算方式仍主要有电汇、银行承兑汇票等，对于公司长期合作的国有企业及矿务局等，公司一般为预付 60%~80%。公司煤炭采购集中度较低，2019 年，公司前五名供应商采购额和占比分别为 43.78 亿元和 15.44%，上游客户较为分散。

**表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月公司煤炭产品采购与销售情况（单位：元/吨、万吨）**

项目	2020 年 1~6 月	2019 年	2018 年	2017 年	
采购均价	383	422	453	437	
采购量	内贸	2,206	4,188	3,626	3,503
	外贸	1,184	2,532	2,374	1,864
	合计	<b>3,210</b>	<b>6,720</b>	<b>6,000</b>	<b>5,367</b>
销售均价	405	452	485	462	
销售量	3,210	6,720	6,000	5,367	

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年以来，公司煤炭销售仍主要为国内销售，下游客户主要为电力、冶金、化工以及建材等大型企业，仍以电力行业为主，电力行业约占公司总销售额的 70%，公司与中国华能集团公司为首的五大电力集团均有广泛合作。公司与长期合作客户签订长期协议，约定年度采购量、月度执行量等，有利于销售稳定性。2019 年，公司前五名销售客户销售额及占比分别为 44.68 亿元和 14.71%，销售集中度较低。2019 年以来，公司煤炭采购量和销售量同比均有所增长，主要是公司煤炭贸易业务规模的扩大所致；2019 年以来，受动力煤价格下降影响，公司采购均价及销售均价均持续下降。

公司依托多年的煤炭行业经营经验，仍向上游贸易商提供融资服务，通过收取一定利息费用帮助上游贸易商盘活资金。上游贸易商负责向下游电厂发货，待下游电厂确认收货后，公司会向贸易商支付 60%~70% 货款，当电厂向公司支付全额货款后，公司会将扣取利息后的剩余货款支付给上游贸易商，公司收取利息的利率在 10%~12% 左右。公司垫资服务选择的上游客户一般为长期合作客户，下游电厂主要为中国大唐集团公司、中国华电集团公司等五大发电集团下属电厂，资质和信誉度较高，有助于公司把控风险。

### 产品 2：油品

2019 年，公司油品板块规模同比增长，采购与销售均同比有所增长，前五大销售客户集中度有所提升。

2019 年以来，油品贸易经营产品仍主要包括燃料油、成品油及沥青等石油化工品等。油品贸易采购模式仍分为与上游供应商签订协议和根据市场需求即时采购两种方式。公司油品贸易上游供应商主要为国际贸易公司，2019 年公司前五名供应商采购额为 63.50 亿元，同比增长 34.82%，主要是由于板块规模的增长，前五名供应商采购额占油品贸易采购额的比重为 71.31%，同比略有上升。

公司油品贸易下游客户主要为电厂及冶炼厂所属的境外贸易公司，2019 年前五大销售客户交易额为 52.26 亿元，占油品贸易销售额的 57.54%，前五大销售金额和集中度同比分别增长 68.25% 和 12.68 个百分点，主要是油品业务规模有限，为保证业务周转效率，客户直供增加所致。

**表7 2019年公司油品贸易前五大供应商及客户情况（单位：亿元，%）**

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
VITOL ASIA PTE LTD	18.94	21.27	NORTH PETROLEUM INTERNATIONAL COMPA	12.85	14.15
OCEAN ENERGY PTE LTD	17.37	19.50	BP SIGNAPORE PTE. LIMITED	11.16	12.29
NORTH PETROLEUM INTERNATIONAL COMPANY LIMITED	12.15	13.65	XU RUN INTERNATIONAL LIMITED	9.82	10.81
STRONG PETROCHEMICAL LIMITED (MACAO COMMERCIAL OFFSHORE)	7.85	8.81	PETRO-DIAMOND SINGAPORE (PTE) LTD	9.33	10.28
VITOL TRADING MALAYSIA LABUAN LTD	7.19	8.08	UENERGY PTE LTD	9.09	10.01
<b>合计</b>	<b>63.50</b>	<b>71.31</b>	<b>合计</b>	<b>52.26</b>	<b>57.54</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2019年公司油品贸易主要的销售区域仍集中在国内的山东省以及境外的香港、新加坡等地区，销售模式仍主要依托自身深耕大宗商品的经验，接受下游客户委托，介入原有贸易环节，为下游客户提供采购、期货管理及套期保值等服务，上游油品供应商仍为下游客户指定贸易商。公司会根据客户需要，对部分业务进行远期套期保值，同时，公司会与新加坡星展银行及汇丰银行等签订锁汇协议，帮助下游客户避免货币贬值导致的油价波动风险，以差价形式收取服务费。结算方面，下游客户向公司开具美元信用证，公司接到母证后再向上游供货商开具子证进行结算。

**产品3：有色金属**

公司有色金属业务仍采取以重点客户直供为主、零售为辅的模式进行销售，较为灵活；2019年以来，有色金属板块主要产品为铜和锌，收入同比有所波动。

公司有色金属板块经营的产品仍主要为铜和锌，主要经营主体为远宜实业发展（上海）有限公司和郑州瑞茂通供应链有限公司本部。2019年，公司适当增加铜和锌业务规模，板块收入同比增长31.64%；2020年1~6月，受疫情影响，公司降低了有色金属业务板块规模，收入同比下降11.67%。

**表8 2017~2019年及2020年1~6月公司有色金属贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2020年1~6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铜	10.24	63.07	22.50	57.90	16.49	55.88	36.36	70.22
锌	6.00	36.93	16.35	42.08	12.88	43.65	13.88	26.81
镍	-	-	-	-	-	0.00	1.43	2.77
其他	-	-	0.00 <sup>2</sup>	0.01	0.14	0.47	0.11	0.20
<b>合计</b>	<b>16.24</b>	<b>100.00</b>	<b>38.86</b>	<b>100.00</b>	<b>29.52</b>	<b>100.00</b>	<b>51.78</b>	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>2</sup> 为48.33万元。



公司通过协调整合供应链上下游资源，针对产业链各环节客户需求，提供不同供应链服务模式，仍采用期现结合、统购分销、合资公司、代理贸易、平台服务等经营手段，以实现从采购、运输、生产到市场营销、分销终端等各环节全程一站式供应链服务。

采购方面，公司仍与上游供应商签订年度采购框架合同，每笔业务前发送订单双方确认的方式来确定采购数量和品种，以及单笔采购合同等形式进行采购，仍采取“以销定采”的模式，并保持一定库存，由于有色金属采购及销售价格波动对公司盈利影响较大，公司严格控制库存，坚持快进快出的经营策略，同时采取加强绩效考核、保持存货结构均衡、形成市场跟踪机制、灵活调整采购量、期现结合等措施来尽可能规避存货价格大幅波动等极端情况带来的风险。公司有色金属采购集中度较为适中，2019 年，公司有色金属贸易板块前五大供应商采购额和占比分别为 23.01 亿元和 59.30%，同比分别增加 11.89 亿元和 21.60 个百分点，集中度提升较多，主要是有色金属业务规模整体较小，因此合作的 upstream 供应商基本稳定，而本期从上述部分供应商采购的有色金属业务规模同比有所增加所致。

在销售模式上，公司仍采用“重点客户直供”与“市场零售”相结合的模式。其中，“重点客户直供”销售收入占有色金属业务销售收入的 70%左右，该模式下，公司根据客户的需要进行采购，货物直接由供应商送至客户指定地点，有利于减少公司物流仓储成本、提高资产流动性。在销售价格方面，公司根据市场价格情况、下游企业议价能力以及公司资金周转情况确定，对于重点客户，公司会在零售价格的基础上结合市场的供需情况给与一定优惠。从结算方式看，公司给予重点客户 3 个月以内的账期，一般采取银行承兑汇票或信用证等方式进行结算，对于零售客户采取现货现款的方式进行结算，以加速资金回笼并降低回款风险。2019 年，公司有色金属贸易板块前五大销售客户销售额及占比分别为 10.11 亿元和 26.01%，同比分别下降 10.05%和 12.06 个百分点，集中度有所下降。

**表 9 2019 年公司有色金属贸易板块前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）**

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
上海简晟国际贸易有限公司	6.61	17.05	浙江杭实善成实业有限公司	3.85	9.91
宁波景臻瑞昌贸易有限公司	4.92	12.68	杭实国贸投资（杭州）有限公司	2.35	6.05
深圳君创联合商贸有限公司	4.68	12.07	上海惠翔有色金属有限公司	1.74	4.48
上海汉庚实业有限公司	3.75	9.65	盛屯矿业集团股份有限公司	1.13	2.90
宁波弘弈通实业有限公司	3.05	7.85	宁波金田铜业（集团）股份有限公司	1.04	2.68
<b>合计</b>	<b>23.01</b>	<b>59.30</b>	<b>合计</b>	<b>10.11</b>	<b>26.01</b>

数据来源：根据公司提供资料整理



## （二）供应链金融

公司供应链金融业务有助于增强公司对供应链上下游客户的影响力；公司受让的应收账款集中于煤炭下游终端用户，且公司未要求客户提供质押，因此存在一定回收风险。

供应链金融业务是供应链管理的派生业务，主要为公司上下游客户提供金融服务，包括商业保理、融资租赁等，目前公司供应链金融业务主要以商业保理形式为主，业务类型较为单一。公司供应链金融经营主体主要为天津瑞茂通商业保理有限公司（以下简称“天津瑞茂通”）和新疆瑞泰商业保理有限公司（以下简称“新疆瑞泰”），2018 年以来，因天津税收优惠减少，因此供应链金融业务逐步向税收优惠政策更好的新疆瑞泰倾斜。

**表 10 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月公司供应链金融主要经营主体主要财务指标（单位：亿元、%）**

经营主体	期间	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
天津瑞茂通	2020 年 1~6 月	65.85	6.52	5.63	0.28	0.16	0.00 <sup>3</sup>
	2019 年	66.41	6.21	3.79	0.93	0.48	0.01
	2018 年	70.32	16.08	65.82	3.26	0.54	16.95
	2017 年	69.57	52.29	58.11	8.52	4.97	2.95
新疆瑞泰	2020 年 1~6 月	65.85	28.58	84.40	1.75	0.69	-0.01
	2019 年	66.41	33.11	88.61	4.53	1.51	4.99
	2018 年	70.32	53.11	86.33	4.15	2.69	0.01
	2017 年	69.57	29.67	84.61	1.99	1.57	-3.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司商业保理业务仍主要为应收账款保理业务，通过与客户签订有追索权的保理合同，以受让客户应收账款的形式，向客户提供供应链融资，同时向客户收取利息、业务手续费等方式进行盈利。公司保理客户仍主要为煤炭供应链的上游煤矿和煤炭中间贸易商。根据应收账款的期限和质量，公司保理业务期限一般在一年以内，综合费率在 7.5%~18%左右，其中手续费为 3%~5%。供应链金融业务资金来源主要为注册资本、未分配利润、往来款和外部非银行借款等，2020 年以来，受宏观政策调整及经营需求影响，保理业务规模大幅下降，但仍将面临一定的资金支付压力。供应链金融业务成本主要来自于借款利息支出，借款利率高低对该板块毛利率形成较大影响，公司供应链金融业务资金来源以自有资金及控股股东提供的资金支持为主，成本主要来自内部拆借款<sup>4</sup>，为公司保理业务盈利提供一定空间。公司仍以应收账款保理业务为切入点，迅速布局供应链金融业务，深度挖掘煤炭供应链各环节的客户需求，通过为上游供应商和中间贸易商提供供

<sup>3</sup> 2020 年 1~6 月，天津瑞茂通经营性净现金流为 0.0025 亿元。

<sup>4</sup> 主要为天津瑞茂通与兄弟公司的拆借款，拆借款利率在 6.00%左右。



应链金融服务，解决其资金临时短缺问题，有助于公司供应链管理板块业务发展。

**表 11 2017~2019 年末及 2020 年 6 月末公司供应链金融业务情况（单位：亿元、%）**

类别	2020 年 6 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
业务余额	34.95	37.61	68.96	85.49
关注类业务余额	-	0.04	0.03	0.16
平均费率	8.48	8.56	8.35	8.28

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司供应链金融业务余额为 37.61 亿元，同比下降 45.46%，主要是公司优化业务结构，集中优势资源保障煤炭供应链业务而适当减少供应链金融业务规模所致；关注类业务余额<sup>5</sup>略有增加。2020 年 6 月末，公司供应链金融业务余额为 34.95 亿元，较 2019 年末下降 2.66%，关注类业务余额下降至 0 元，平均费率变动不大。

公司供应链金融业务仍主要为煤炭供应链管理业务客户提供服务，大部分客户应收账款来自于煤炭下游终端用户，所处行业受市场影响较大，因此公司存在一定回收风险，且未要求客户就商业保理业务提供质押，一旦应收账款无法回收，公司将面临较大损失。2019 年末，公司供应链金融业务额前五大客户合计为 23.71 亿元，占当期业务余额的 63.05%，由于公司对供应链金融客户的准入及放款标准均有所提高，对优质客户放款增加，因此集中度提升较多，期限一般在 3~12 个月。

**表 12 截至 2019 年末公司供应链金融业务余额中前五大客户情况（单位：亿元、%）**

单位名称	金额	占业务余额比例
客户一	6.65	17.68
客户二	6.22	16.53
客户三	4.19	11.15
客户四	3.41	9.07
客户五	3.24	8.62
合计	23.71	63.05

数据来源：根据公司提供资料整理

### （三）房地产

公司房地产业务仍以住宅开发为主，产品类型较丰富；公司仍在郑州具有良好的品牌知名度，区域竞争力较强；2019 年以来，公司销售区域仍不断扩大，但受限购政策影响，公司整体销售进度有所放缓。

公司房地产业务主要由控股子公司和昌地产经营，和昌地产位列克而瑞发布的“2019 年 1~12 月中国房地产企业销售榜（全口径金额）TOP200”第 122 位。

<sup>5</sup> 公司列入关注类的业务指的是超过付款期未超过宽限期的业务，关注类业务余额包含期末列入次级类及损失类的业务余额。



2019年，营业收入为74.79亿元，同比下降11.52%，净利润为4.81亿元，同比下降19.57亿元，主要是结转项目减少所致。

**表13 2019年及2020年1~6月和昌地产财务情况（单位：亿元、%）**

期间	期末资产总额	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流	预收款项
2020年1~6月	277.72	72.45	30.04	1.05	2.65	81.15
2019年	296.48	75.09	74.79	4.81	8.67	91.56

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产产品覆盖普通、中高端和商业住宅以及别墅等多种产品形态，以住宅开发为主，其中刚需及刚改产品销售比重在90%以上。公司不断完善产品体系，开发出匠心系、云端系、云舒系、城邦系和臻境系为代表的产品，产品系列清晰、针对性强。

**表14 公司住宅产品线情况**

产品系列	业态特点	代表项目
城邦系	自成一城的大盘项目，内部含有住宅、商业、公寓等多种，面向城市白领阶层为主的刚需和刚改需求，社区配套完善，主力户型面积为90~120平方米	郑州盛世城邦、郑州林与城、郑州湾景国际、合肥中央城邦、洛阳中央城邦
匠心系	居于城市核心或郊区，面向城市中高端阶层的网改和中高端改善型需求，配套设施完善，绿化环境较好，主力户型面积为90~140平方米	合肥中央悦府、杭州和昌府、合肥香樟原著
云端系	居于城市中心区域，面向城市中心高端居住需求，集城市地标建筑、城市居住公馆、层峰社交精致会所于一体，户型区间为90~180平方米，主力户型面积为100~140平方米	杭州云潮、郑州珑悦
云舒系	独享景观系列，提供至尊管家级管理服务，以别墅或豪宅类产品为主，户型区间为105~380平方米，主力户型面积为100~140平方米	苏州紫竹云山墅、杭州云栖久著、青岛海云曦岸
臻境系	居于城市核心、热点板块区域，且具有得天独厚的自然资源，独具匠心的景观配套，客群以35~50岁青年成功人士、社会和家庭中坚力量为主，主力户型为140~170平方米	苏州国展和昌府

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产业务一直坚持全国化发展战略，立足于郑州市场，不断进驻具有发展潜力的全国二线省会城市及核心城市，公司在郑州仍具有良好的品牌知名度，同时销售区域不断扩大。截至2020年6月末，公司累计进入16个城市，跨区域发展形成一定规模。受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响，2016年9月以来，全国多个城市先后发布楼市调控政策，2017年9月以来，全国多个城市先后发布限售政策，提高首付比例和购房者门槛，导致刚需和刚改产品的市场需求下降，公司地产项目主要分布于核心二线城市且以刚需和刚改产品为主，这些城市均出台了相关限购政策，项目所在区域的市场需求有所下降，公



司销售进度将会有所放缓。

公司放缓拿地和项目建设节奏，2019 年，新开工面积和竣工面积分别同比下降 41.62%和 56.10%；签约销售均价同比下降 22.90%，主要是和昌盛世城邦项目部分为团购房，项目整体均价较低，拉低了销售均价所致；签约面积同比略有下降，因此签约金额同比下降 23.25%；受结转项目减少影响，公司结算面积和结算金额同比分别下降 47.12%和 24.66%。2020 年 1~6 月，公司新开工面积和竣工面积分别下降 63.81%和 56.74%，签约面积和签约金额同比分别下降 58.14%和 55.65%；受结转项目减少影响，结算面积同比下降 32.31%，结算均价同比增加 2,247 元/平方米，结算金额同比下降 19.63%。截至 2020 年 6 月末，公司已售未结算面积为 73.43 万平方米，已售未结算金额为 84.33 亿元，较 2019 年末有所下降，但仍可对公司未来收入和盈利提供一定支撑。

**表 15 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月公司房地产开发及销售情况**

项目	2020 年 1~6 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末施工面积（万平方米）	370.83	346.71	293.34	318.81
新开工面积（万平方米）	56.90	76.57	131.15	118.63
竣工面积（万平方米）	33.84	59.92	136.49	70.25
签约面积（万平方米）	28.49	80.72	81.11	94.68
签约金额（亿元）	29.17	78.71	102.56	112.95
签约销售均价（元/平方米）	10,238	9,750	12,646	11,930
结算面积（万平方米）	21.01	55.66	105.25	75.87
结算金额 <sup>6</sup> （亿元）	29.96	72.81	96.64	55.64
结算均价（元/平方米）	14,255	13,081	7,958	7,334
期末已售未结算面积（万平方米）	73.43	72.60	112.29	171.31
期末已售未结算金额（亿元）	84.33	96.36	134.91	183.48

数据来源：根据公司提供资料整理

从签约销售区域分布看，2019 年，公司房地产销售以郑州、洛阳、济南和东莞为主，其中郑州区域签约销售收入占比为 40.75%，同比有所下降，但比例仍较高，易受区域房产政策变动影响。2019 年以来，郑州和洛阳地区仍是公司销售重点，新增东莞和青岛地区，公司销售区域分布不断扩大。

<sup>6</sup> 结算金额与表 2 同期房地产板块营业收入稍有差异，主要由于表 2 中房地产板块营业收入包含当期租金收入。

**表16 2017~2019年及2020年1~6月公司房地产开发及销售情况（单位：亿元、%、万平方米）**

项目	2020年1~6月			2019年			2018年			2017年		
	签约收入		签约面积	签约收入		签约面积	签约收入		签约面积	签约收入		签约面积
	金额	占比		金额	占比		金额	占比		金额	占比	
郑州	5.08	17.43	5.93	32.06	40.73	43.29	46.92	45.74	44.25	38.08	33.72	37.68
武汉	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.27	0.24	0.16
南京	0.01	0.02	0.01	0.08	0.10	0.14	0.36	0.35	0.20	8.34	7.38	4.46
合肥	0.50	1.72	0.71	5.08	6.45	4.34	7.89	7.69	6.45	13.35	11.82	15.25
洛阳	7.76	26.60	9.86	9.25	11.75	11.71	4.40	4.29	6.36	5.36	4.74	5.61
扬州	0.13	0.45	0.97	0.33	0.42	1.31	1.85	1.80	2.64	8.96	7.93	8.25
苏州	1.79	6.14	1.15	10.20	12.96	5.93	5.10	4.97	3.21	16.10	14.25	10.46
杭州	0.06	0.2	0.11	7.76	9.86	2.94	25.05	24.42	11.23	19.11	16.92	9.49
海宁	-	-	-	-	-	-	5.24	5.11	1.42	3.39	3.00	3.32
济南	2.93	10.03	2.73	8.07	10.25	7.23	5.59	5.45	5.16	-	-	-
东莞	8.29	28.42	5.31	5.89	7.48	3.82	-	-	-	-	-	-
青岛	2.63	9.01	1.71	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	29.17	100.00	28.49	78.71	100.00	80.72	102.57	100.00	81.11	112.95	100.00	94.68

数据来源：根据公司提供资料整理

公司获取土地方式较多，但土地储备规模较为一般；土地储备集中度较高，易受区域政策影响。

公司仍主要通过招拍挂、城中村改造、收购兼并和股权合作方式获取土地资源，2019年公司新增土地储备面积17.58万平方米，同比下降83.31万平方米，主要是受政策趋紧影响，公司拿地趋谨慎所致；2020年1~6月，公司新增土地储备面积35.27万平方米。2019年以来，公司新增项目7个，全部通过招拍挂方式获取。

**表17 截至2020年6月末公司在开发项目土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%）**

城市	在开发标段/期区(个)	总可售面积		已售面积		未售面积	
		面积	占比	面积	占比	面积	占比
郑州	12	152.83	49.77	60.29	41.37	92.54	57.35
洛阳	3	55.23	17.98	36.38	24.97	18.85	11.68
济南	2	29.19	9.51	16.38	11.24	12.81	7.94
天津	1	17.09	5.56	0.01	0.01	17.08	10.58
杭州	2	17.44	5.68	16.77	11.51	0.67	0.42
青岛	1	13.03	4.24	1.71	1.17	11.32	7.01
苏州	1	9.65	3.14	7.20	4.94	2.45	1.52
东莞	1	10.92	3.56	5.31	3.64	5.61	3.47
扬州	1	1.71	0.56	1.67	1.14	0.05	0.03
合计	24	307.10	100.00	145.72	100.00	161.38	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理



截至 2020 年 6 月末，公司在开发项目共计 24 个，总可售面积 307.10 万平方米，剩余可售面积为 161.38 万平方米，主要分布在郑州、洛阳、天津、济南等城市，其中郑州未售面积占比为 57.35%，占比仍较高。截至 2020 年 6 月末，公司拟建项目土地储备总建筑面积为 148.73 万平方米。

**表 18 截至 2020 年 6 月末公司拟建项目土地储备情况**

项目	城市	占地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	权益占比 (%)	楼面地价 (元/平方米)	业态
湾景国际 (D1-2 地块)	郑州	1.61	3.98	100	1,581.00	住宅
津滨临 (挂) 2017-3-B 号	天津	2.05	4.11	100	2,635.89	商业
国展中心 (北区)	苏州	1.30	17.94	90	5,744.86	住宅、商业
盛世城邦五期	郑州	15.34	39.39	49	3,768.00	住宅
盛世城邦六期	郑州	17.35	44.53	49	4,215.00	住宅
和昌中央城邦 (洛阳) E 区	洛阳	8.30	38.78	100	1,634.81	住宅、商业
<b>合计</b>	-	<b>45.95</b>	<b>148.73</b>	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在开发项目大多处于开发中期，其中未销售面积主要集中于郑州、洛阳、济南等城市；拟建项目土地储备规模较大，主要集中在郑州和洛阳等城市，且郑州地区在开发项目未售土地储备建筑面积占比仍处于较高水平，区域集中度较高；拟建项目业态以高层住宅为主，同时配套少量商业，未来公司会结合市场需求，适度增加改善型住宅的开发。综上所述，根据目前的开发速度，土地储备仍可满足公司未来 1~2 年开发，但公司在建和拟建项目较集中，易受区域房地产政策调控影响。

截至 2020 年 6 月末，公司、和昌地产以及万永兴为公司参股的关联公司并购贷款提供连带责任保证担保规模较大，占净资产比例为 40.68%；截至 2020 年 6 月末，尚有 21.62 亿元对价款未支付，公司未来担保金额仍有可能继续增长，存在一定的或有风险。

2017 年 8 月 15 日，和昌地产与莱蒙国际集团有限公司（3688.HK，以下简称“莱蒙国际”）经协商初步签订买卖协议，拟收购莱蒙国际下属 4 个目标公司所拥有的位于深圳、南京、杭州等城市的 8 个房地产项目，总代价约 133.26 亿元。2017 年 10 月 13 日，和昌地产（或其指定公司）与莱蒙国际订立补充协议，对并购对价进行调整，对价金额由 133.26 亿元调整至 129.66 亿元。后经和昌地产与莱蒙国际协商，确定此次项目收购主体为深圳运昌管理咨询有限公司（以下简称“深圳运昌”）。深圳运昌为深圳怡昌管理咨询有限公司（以下简称“深圳怡昌”）的全资子公司，和昌地产直接持有深圳怡昌 55% 股权，北京和昌通过旗下全资子公司深圳昱晟企业管理有限公司间接持有深圳怡昌 45% 股权，同时北京和昌持有和昌地产 37% 股权；深圳怡昌董事会共有 3 人，其中 2 人由北京和昌委派，



因此北京和昌对深圳怡昌拥有控制权，故深圳怡昌不纳入和昌地产合并范围。2017 年 11 月 29 日，深圳运昌与各项目公司分别签署股权转让协议。

深圳运昌所收购的 8 个项目中，广州南沙甘化厂项目在整个交易对价中占比较小，权益作价仅约 2,000 万元，主要是莱蒙国际支付的项目前期费用，该项目处于非常前期的阶段，未签署任何实质具有约束力的合同，未有确权资产和实质业务发生；此外公司已确认即将退出深圳水榭蓝湾项目，尚未有实际投入。剩余项目总建筑面积共计 392.07 万平方米，预计项目总投资 375.41 亿元，截至 2020 年 6 月末，已完成投资 56.33 亿元，剩余仍需要投资 319.08 亿元，已累计回款 30.54 亿元。深圳市莱蒙都会项目和深圳布吉农批市场项目为旧城改造项目，由于需要进行棚户区改造整理等前期工作，上述两个项目总投资金额较大，开发时间较长，其中深圳市莱蒙都会项目总建筑面积为 151.70 万平方米，该项目总投资需要 259.33 亿元，截至 2020 年 6 月末，已完成投资 35.11 亿元，剩余投资 224.22 亿元，该项目已于 2013 年 8 月取得纳入“城市更新项目”的回复（深规土告【2013】6 号），于 2015 年 8 月取得城市更新单元专项规划批复，并于 2019 年 6 月 11 日完成项目集资备案，于 2019 年 12 月 19 日完成土地出让合同签订，2020 年 6 月已取得建设用地规划许可证，其中一期项目将于 2020 年第四季度开盘预售，一期项目整体货值为 60 亿元；目前整体拆迁进度为 75%，还有 14 万平方米未拆迁，其中一期拆迁进度为 100%，二期为 80%，三期为 63%，四期为 38%。深圳布吉农批市场项目总建筑面积为 50.64 万平方米，该项目总投资需要 78.00 亿元，截至 2020 年 6 月末，已完成投资 1.53 亿元，剩余投资 76.47 亿元，该项目已经取得罗湖区城市更新局将此项目纳入“城市更新项目”的回复，项目立项阶段工作完成，目前仍处于城市更新单元专项规划的申报审批阶段，这两个项目能否顺利开发均存在一些不确定性。截至 2020 年 6 月末，杭州水榭春天项目已交付，累计结转收入 20.91 亿元；常州莱蒙城项目已完工，累计结转收入 0.47 亿元；南昌莱蒙都会项目处于在开发状态，预计将于 2020 年第三季开盘预售。

根据买卖协议及补充协议，和昌地产（或其指定公司）以现金分期支付对价，买卖协议签署日缴纳预付款 15 亿元，2017 年 12 月 31 日之前缴纳首期对价 63.82 亿元，扣除预付款共计需支付 48.82 亿元对价；第二期支付于 2018 年 6 月底前完成，金额预计为 25.93 亿元；截至 2020 年 6 月末，尚有 21.62 亿元对价款未支付，剩余款项的支付将与两个旧城改造项目的审批进度相关。

本次并购的资金来源主要是金融机构提供的并购贷款，2017 年 11 月，A 资本管理有限公司（以下简称“A 资本管理”）、B 资产管理股份有限公司（以下简称“B 资管公司”）和泰州宜恒贸易有限公司（以下简称“宜恒贸易”）签署合伙协议，成立并购基金，基金总规模为 131.64 亿元，其中 B 资产管理出资



119.00 亿元，A 资本管理出资 0.01 亿元，宜恒贸易出资 12.63 亿元，公司、和昌地产以及万永兴为该笔贷款提供连带责任保证担保。该基金将通过银行委贷的形式向深圳运昌提供并购及后期项目建设所需资金，委托贷款在满足相应的条件后分七笔发放，单笔期限不超过 5 年（含 5 年），目前第一笔和第二笔委托贷款已经满足条件并发放，金额分别为 48.82 亿元和 28.27 亿元，截至 2020 年 6 月末，深圳运昌已提前还款 3.80 亿元，公司、和昌地产及万永兴对已经发放的 73.29 亿元负有担保义务。根据委托贷款协议，本次借款以单笔委托贷款的付息日余额为基数按季度付息，2017~2020 年仅需支付借款利息，截至 2020 年 12 月 20 日，深圳运昌应累计归还委托贷款本金不低于人民币 20 亿元整，截至 2021 年 12 月 20 日深圳运昌应累计归还委托贷款本金不低于人民币 60 亿元整，剩余委托贷款本金于到期日全部还清。深圳运昌用于归还并购贷款的资金来源为项目销售回款，为防范风险，并购基金各方于委托贷款协议中明确约定深圳运昌在借款偿付完毕之前，全部销售回款资金均将存放于监管账户中，另外还约定被收购项目公司所属土地所有权等资产全部抵质押给贷款方。公司、和昌地产及万永兴为委托贷款提供连带责任保证担保，为控制风险，公司会确保抵质押资产评估价值高于贷款额度。

2017 年 8 月 15 日，和昌地产以借款形式代深圳运昌垫付项目预付款 15 亿元，截至 2018 年 6 月末，深圳运昌已偿还 13.83 亿元，2017 年 11 月 29 日，深圳运昌将并购贷款提供的 48.82 亿元贷款支付了收购款，2018 年 1 月 10 日，深圳运昌收到第二笔并购贷款 28.27 亿元，已全部用于第二期对价支付，截至 2020 年 6 月末，共计已支付对价款 108.04 亿元，并且根据协议中交割条款的约定，已将收购项目 100%的股权过户至深圳运昌名下。

此次收购的房地产项目不纳入公司合并范围，但是和昌地产拥有深圳运昌 55%的股权，预计未来该项目将使公司获得较多的投资收益。但是由于此次并购项目规模较大，收购资金及后期投资资金规模较大，截至 2020 年 6 月末，公司、和昌地产以及万永兴为并购贷款提供连带责任保证担保共计 73.29 亿元，占公司净资产比例为 40.68%。由于部分项目仍处于前期开发阶段，且截至 2020 年 6 月末，尚有 21.62 亿元对价款未支付，公司未来担保金额仍有可能继续增长，存在一定的或有风险。



## 偿债来源与负债平衡

2019 年，公司利润水平同比有所下降；经营性现金流净流入规模同比上升较多，对负债和利息的保障能力有所提升；资产及负债规模均持续增长，总资产及货币资金受限比例很低，对资产流动性影响较小；公司有息债务规模仍较大，其中短期有息债务占比同比增长，面临一定的短期偿付压力。

### （一）偿债来源

#### 1、盈利

2019 年，公司利润水平有所下降；受财务费用下降影响，期间费用及期间费用率同比均有所下降；投资收益仍为营业利润重要组成部分。

2019 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 12.08 亿元、12.23 亿元和 9.16 亿元，同比分别下降 14.27%、8.54%和 7.22%；少数股东损益为 3.99 亿元，同比下降 27.93%，主要是 2018 年和昌地产持股 51%的子公司河南创和置业有限公司所开发的和昌悦澜湾项目集中竣工结转贡献了报表利润，导致 2018 年度归属于少数股东的损益较高所致。同期，总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.61%和 5.20%，同比均略有下降。

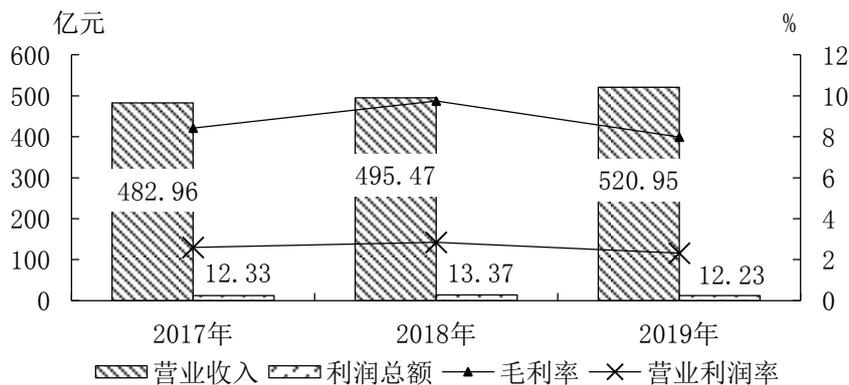


图 3 2017~2019 年公司营业收入和盈利概况（单位：亿元、%）

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用 33.16 亿元，同比下降 7.51%，其中财务费用为 5.49 亿元，同比下降 41.09%，主要是公司融资规模下降及置换部分成本较高的融资所致；销售费用为 20.53 亿元，同比增长 6.48%；管理费用为 7.14 亿元，同比下降 1.51%。同期，公司期间费用率 6.36%，同比下降 0.87 个百分点。

**表 19 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

指标	2020 年 1~6 月	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	8.56	20.53	19.28	15.41
管理费用	2.72	7.14	7.25	5.98
财务费用	2.01	5.49	9.32	8.92
<b>期间费用</b>	<b>13.30</b>	<b>33.16</b>	<b>35.85</b>	<b>30.31</b>
期间费用/营业收入	5.87	6.36	7.24	6.28

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，非经常性损益方面，公司投资收益 6.50 亿元，同比增长 19.72%，一方面是公司确认合联营公司投资收益同比增加 1.78 亿元，另一方面是处置期货和远期类交易性金融资产取得投资收益增加 0.87 亿元所致；公允价值变动收益为 0.07 亿元，同比下降 1.04 亿元，主要是公司所持衍生金融工具产生公允价值变动收益。2019 年非经常性损益中投资收益占营业利润比例为 53.82%，仍对利润有较大影响。

2020 年 1~6 月，公司营业利润、利润总额和净利润同比分别下降 29.75%、31.98%和 41.64%，主要是由于房地产结转项目减少，收入下降所致；期间费用为 13.30 亿元，同比下降 23.58%，销售费用、管理费用和财务费用同比分别下降 12.98%、25.76%和 48.34%，其中管理费用同比下降较多是由于去年同期绩效集中发放且薪酬支出增加所致；财务费用大幅下降主要是借款规模下降，利息费用下降所致；期间费用率为 5.87%，同比下降 1.91 个百分点。同期，非经常性损益方面，公司投资收益 2.60 亿元，同比下降 30.18%，主要是期货收益同比下降所致。2020 年 1~6 月，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.46%和 2.30%。

整体来看，2019 年以来，公司利润水平有所下降，但财务费用的下降使得期间费用和期间费用率均有所下降；2019 年以来，投资收益仍为公司经营利润重要组成部分。

## 2、现金流

2019 年，公司经营性现金流的净流入规模同比增加较多，对流动负债和利息的保障程度有所提升；公司在建项目较多，仍面临一定的资金支出压力。

2019 年，公司经营性净现金流 103.87 亿元，净流入规模同比增长 58.59%，一方面是收回保理款项所收到的现金增加所致，另一方面是票据贴现利率较低，公司供应链管理业务中使用票据支付方式的比例有所提升所致；经营性净现金流利息保障倍数和与流动负债的比例均有所增长，经营性净现金流对流动负债和利息的保障程度有所提升；投资性净现金流-29.98 亿元，净流出规模同比增加 18.88 亿元，主要是与国有煤企及平台公司建立合资公司支出增加所致。

**表 20 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月公司经营性及投资性现金流情况**

指标	2020 年 1~6 月	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	24.11	103.87	65.50	4.52
投资性净现金流（亿元）	-15.57	-29.98	-11.11	-46.95
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-4.30	6.03	3.56	0.25
经营性净现金流/流动负债（%）	5.60	25.97	16.81	1.25
经营性净现金流/总负债（%）	5.11	22.37	13.35	0.97

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~6 月，公司经营性净现金流 24.11 亿元，净流入规模同比下降 47.70%，一方面是账期延长导致销售商品收到的现金减少，另一方面是由于收回保理款项同比下降 13.18 亿元所致；投资性净现金流-15.57 亿元，净流出规模同比下降 25.10%，主要是拆借款支出下降的同时拆借收入增多所致。

截至 2020 年 6 月末，公司在建项目主要为房地产项目，项目计划总投资共计 303.74 亿元，已累计投资 182.21 亿元，未来仍需投资 121.53 亿元。公司仍存在着一定的资金支出压力。

### 3、债务收入

公司债务收入来源以银行借款和发行债券为主，且公司下属子公司瑞茂通为上市企业，融资渠道较为多元，债务收入可对债务偿还形成一定保障。

2019 年，公司筹资性净现金流为-78.63 亿元，净流出规模同比增长 22.20%，主要是新增借款减少所致。2020 年 1~6 月，公司筹资性净现金流为-4.30 亿元，净流出规模同比下降 85.01%，主要是偿还债务所支付的现金下降 27.68 亿元所致。

**表 21 2017~2019 年及 2020 年 1~6 月债务融资情况分析（单位：亿元）**

指标	2020 年 1~6 月	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	114.60	221.54	313.13	421.32
借款所收到的现金	61.39	130.28	171.44	249.75
筹资性现金流出	118.90	300.16	377.47	383.47
偿还债务所支付的现金	71.20	193.12	226.41	194.73

数据来源：根据公司提供资料整理

公司的融资渠道以银行借款和发行债券为主，截至 2020 年 6 月末，公司获得全口径授信总额为 279.26 亿元，其中银行授信总额为 238.96 亿元，尚未使用的全口径授信总额为 134.90 亿元，其中未使用的银行授信额为 131.33 亿元。此外，公司通过在债券市场直接融资获得债务收入，截至 2020 年 6 月末，公司在债券市场上已发行多期债务融资工具，公司下属子公司瑞茂通为上市公司，融资渠道较为多元，债务收入可对债务偿还形成一定保障。



#### 4、外部支持

政府每年给予公司一定比例的财政扶持，例如扶持资金、发展专项资金等，2019 年，公司营业外收入和其他收益中的政府补助合计为 0.51 亿元。总体来看，公司获得的外部支持在偿债来源构成中占比仍较小，对公司偿债贡献有限。

#### 5、可变现资产

2019 年以来，公司资产仍以流动资产为主；可变现资产以存货和货币资金为主，整体变现能力较强，但受限资产占净资产比重仍较大，其他应收款规模较大，且关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定影响。

2019 年末，公司资产规模略有下降，仍以流动资产为主。截至 2020 年 6 月末，公司资产总额为 668.45 亿元，较 2019 年末增长 5.80%，流动资产占总资产的比重为 80.81%。

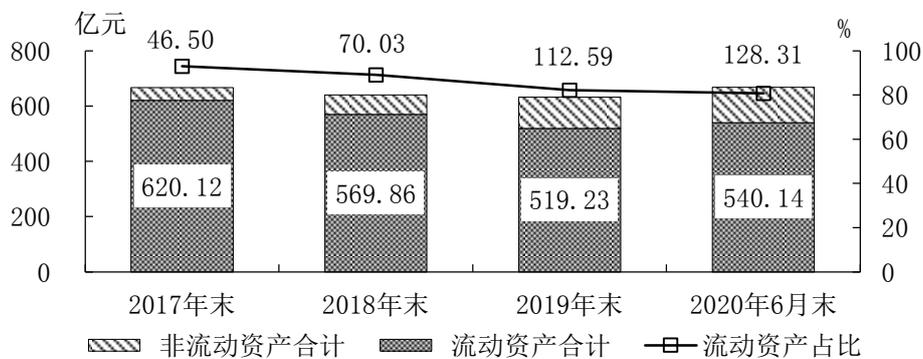


图 4 2017~2019 年末及 2020 年 6 月末公司资产构成情况

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、其他应收款<sup>7</sup>、货币资金、应收账款和应收保理款等构成。2019 年末，公司存货为 172.89 亿元，同比下降 4.33%，其中开发成本、开发产品、库存商品、建造合同形成的已完工未结算资产和原材料分别为 151.13 亿元、10.11 亿元、8.82 亿元、2.83 亿元和 38.31 万元，存货中受限部分占比为 30.84%。同期，其他应收款为 155.18 亿元，同比下降 1.33%。公司其他应收款主要分为经营性往来款和非经营性往来款，其中经营性往来款主要为业务经营支付的备用金、押金、保证金以及项目诚意金等，各种形式的备用金、押金、保证金整体余额随着业务规模的变化而变化，项目诚意金为和昌地产对通过合作方式拿地的项目公司前期投入资金，后期会随着项目的确权转至长期股权投资科目；非经营性往来款主要是公司为提高资金使用效率、降低资金使用成本，根据经营活动和投融资活动的实际需求，将短期闲置资金用于委托平台投资或向关联方进行短期资金拆借用于其业务经营周转，期限一般为 3~6 个月。2019 年末其他应收款中经营性往来款占比 53.55%，非经营性往来款占比 46.45%，坏账

<sup>7</sup> 流动资产部分分析中的其他应收款均不包含应收利息。



准备余额为 0.56 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中一年以内的其他应收款占比为 97.06%，其他应收款前五大期末余额为 52.39 亿元，占其他应收款期末余额比例为 33.95%。

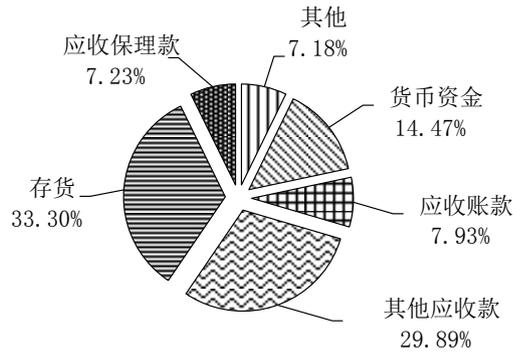
**表 22 截至 2019 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）**

单位名称	款项性质	金额	账龄	关联关系	占其他应收款 <sup>8</sup> 总额比例
深圳运昌管理咨询有限公司	往来款	13.05	2~3 年	关联方	8.46
北京和昌置业发展有限公司	往来款	2.05	1 年以内	关联方	7.83
		5.21	1~2 年		
		4.82	2~3 年		
新疆弘睿瑞成股权投资合伙企业（有限合伙）	往来款	7.05	1 年以内	关联方	7.68
		4.80	1~2 年		
郑州长瑞企业管理咨询有限公司	往来款	4.26	1 年以内	关联方	5.54
		1.69	1~2 年		
		2.61	2~3 年		
北京和嘉瑞昌投资管理有限公司	往来款	1.19	1 年以内	关联方	4.44
		2.81	1~2 年		
		2.84	2~3 年		
<b>合计</b>	-	<b>52.39</b>	-	-	<b>33.95</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司货币资金为 75.11 亿元，同比增长 11.65%，主要是保理业务占用的资金减少所致，其中受限货币资金 57.56 亿元，占货币资金的 76.63%，受限比例较高，对流动性产生一定不利影响；应收账款为 41.19 亿元，同比下降 4.85%，坏账准备余额为 0.94 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中一年以内的应收账款占比为 97.78%，应收账款前五大期末余额为 6.21 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 14.73%。同期，应收保理款为 37.56 亿元，同比下降 45.50%，主要是受保理业务规模下降所致，其中正常类占比为 99.65%；其他流动资产为 17.81 亿元，同比下降 13.07%，主要是理财产品及期限一年内小额贷款减少所致；预付款项为 16.92 亿元，同比下降 40.27%，主要是有色金属板块业务形成的预付款项陆续结算所致。

<sup>8</sup> 此处其他应收款总额不包括应收利息。

**图5 截至2019年末公司流动资产构成情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

2020年6月末，流动资产为540.14亿元，较2019年末增长4.03%，其中其他应收款为152.60亿元，较2019年末小幅下降0.77%，其他应收款前五大期末余额为51.19亿元，占其他应收款期末余额比例为33.54%；货币资金为79.65亿元，较2019年末增长6.04%，其中受限货币资金为57.79亿元，占货币资金的72.55%；应收保理款34.95亿元，较2019年末下降6.96%，主要是公司压缩保理业务规模所致；应收款项为67.17亿元，同比大幅增长63.09%，主要是公司加大与联营企业及核心贸易企业的合作力度所致。流动资产其他主要科目较2019年末均变动不大。

**表23 截至2020年6月末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）**

单位名称	款项性质	金额	账龄	关联关系	占其他应收款总额 <sup>9</sup> 比例
深圳运昌管理咨询有限公司	往来款	1.44	1年以内	关联方	9.49
		13.05	2~3年		
北京和昌置业发展有限公司	往来款	1.59	1年以内	关联方	7.87
		5.68	1~2年		
新疆弘睿瑞成股权投资合伙企业（有限合伙）	往来款	4.74	2~3年	关联方	6.47
		5.08	1年以内		
郑州长瑞企业管理咨询有限公司	往来款	4.80	1~2年	关联方	5.61
		4.26	1年以内		
		1.69	1~2年		
北京和嘉瑞昌投资管理有限公司	往来款	2.61	2~3年	关联方	4.10
		1.19	1年以内		
		2.81	1~2年		
合计	-	2.25	2~3年	-	33.54

数据来源：根据公司提供资料整理

<sup>9</sup> 此处其他应收款总额不包括应收利息。



从资产运营效率来看，2019 年，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 29.19 天和 132.78 天，周转效率同比均有所提升。2020 年 1~6 月，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 43.09 天和 146.48 天。

公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产等构成。2019 年末，公司长期股权投资为 86.49 亿元，同比增加 48.65 亿元，主要是 2019 年对联营和合营企业投资增加 45.20 亿元所致，主要包括对陕西陕煤供应链管理有限公司投资 14.70 亿元、对郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司追加投资 9.80 亿元、对江苏港瑞供应链管理有限公司增加投资 5.80 亿元、对山西晋煤国贸（日照）有限公司增加投资 5.01 亿元和对河南中平能源供应链管理有限公司增加投资 4.91 亿元等；投资性房地产为 10.20 亿元，同比增长 2.59%；此外，其他非流动资产为 5.57 亿元，同比下降 42.38%，主要是对合伙企业的投资减少所致；递延所得税资产为 3.29 亿元，同比下降 26.62%，主要是房地产特定事项可抵扣暂时性差异减少所致；可供出售金融资产为 2.40 亿元，同比下降 32.59%，主要是公司收回部分编号为 SX9864 的弘毅 1 号私募基金所致，公司所持有的该私募基金剩余部分原值为 1.24 亿元，年末市场价值为 1.35 亿元。2020 年 6 月末，非流动资产为 128.31 亿元，较 2019 年末增长 13.95%，其中长期股权投资 102.61 亿元，较 2019 年末增长 18.64%，主要是公司对合联营企业增加投资所致；非流动资产主要科目较 2019 年末均变化不大。

**表 24 截至 2020 年 6 月末公司受限资产情况（单位：亿元、%）**

项目	账面价值	受限原因	占资产总额比例
存货	59.53	土地使用权等抵押	8.91
货币资金	57.79	保证金、定期存款、监管户资金等	8.65
投资性房地产	7.97	投资性房地产抵押	1.19
固定资产	0.26	房屋建筑物抵押	0.04
应收票据	0.16	票据质押	0.02
<b>合计</b>	<b>125.71</b>	-	<b>18.81</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产受限情况看，截至 2020 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 125.71 亿元，占总资产的比重为 18.81%，占净资产比重为 69.78%，公司受限资产规模较大，占净资产比重很高，对资产流动性产生一定影响。



总体看，2019 年以来，公司利润水平有所下降，经营性现金流对债务和利息的保障能力有所提升；公司债务收入来源以银行借款和发行债券为主，债务收入可对债务偿还形成一定保障；可变现资产整体变现能力较强，但受限比例较大，同时其他应收款规模较大，且以关联方往来为主，对资产流动性产生一定影响。

2019 年以来，公司利润水平同比有所下降，但受收回保理款项所收到的现金规模增加影响，公司经营性现金流的净流入规模同比增加较多，对流动负债和利息的保障程度有所提升；公司债务收入来源以银行借款和发行债券为主，且下属子公司瑞茂通为上市公司，融资渠道较为多元，债务收入可对债务偿还形成一定保障。公司清偿性偿债来源为可变现资产，可变现资产以存货和货币资金为主，整体变现能力较强，但受限资产占净资产比重仍较大，其他应收款规模较大，且关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定影响。

## （二）债务及资本结构

2019 年末，公司负债结构仍以流动负债为主。

2019 年末，公司负债规模略有下降，流动负债占总负债比重为 89.46%，同比增长 6.50 个百分点，负债结构仍以流动负债为主。截至 2020 年 6 月末，公司负债总额为 488.30 亿元，较 2019 年末增长 7.21%，流动负债占总负债的比重为 93.05%。

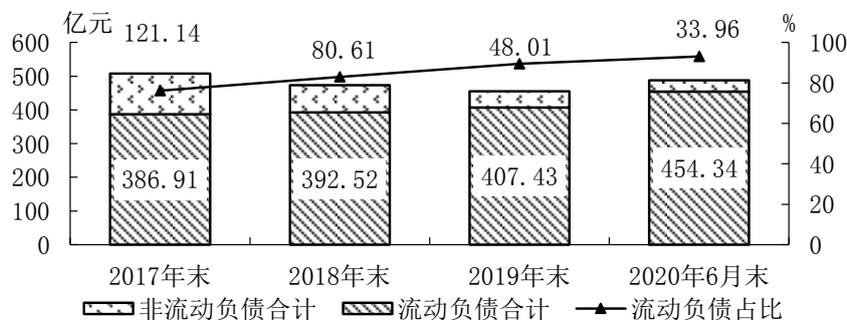


图 6 2017~2019 年末及 2020 年 6 月末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由预收款项、应付票据、其他应付款、应付账款、短期借款和一年内到期的非流动负债等构成。2019 年末，公司预收款项为 99.10 亿元，同比下降 16.58%，主要是公司放慢推盘节奏，收到的购房款下降所致，其中购房款、贷款和物业费分别为 91.56 亿元、6.56 亿元和 0.98 亿元；应付票据为 72.14 亿元，同比增长 84.74%，主要是公司增加票据结算所致；其他应付款为 69.02 亿元，主要以资金往来款项和押金保障金为主，同比增长 13.89%，主要是资金往来款项增加所致，其中包含关联方往来款 27.30 亿元；应付账款为 63.47 亿元，同比增长 35.14%，主要是贷款、工程进度款及工程后续支出暂估款增加所致。



同期，公司短期借款为 47.62 亿元，主要以质押借款和保证借款为主，同比下降 30.54%，主要是偿还金融机构借款所致；一年内到期的非流动负债 42.64 亿元，同比增长 11.23%，主要是一年内到期的应付债券增加所致；其他流动负债为 7.65 亿元，同比下降 47.44%，主要是两期规模均为 5 亿元的超短期融资券<sup>10</sup>到期偿还所致。2020 年 6 月末，公司应付账款为 70.75 亿元，较 2019 年末增长 49.59%，主要是公司加大与联营企业及核心贸易企业的合作力度所致；一年内到期的非流动负债为 48.45 亿元，较 2019 年末增长 13.62%，主要是长期借款转入所致；流动负债其他主要科目较 2019 年末均变动不大。

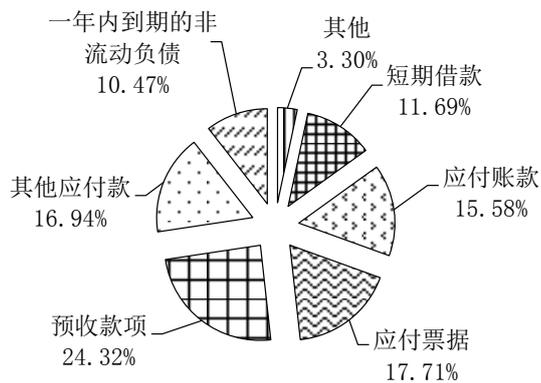


图 7 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2019 年末，长期借款为 29.00 亿元，同比增长 21.73%，主要是转入一年内到期的长期借款同比减少所致，其中抵押借款和质押借款分别为 30.42 亿元和 7.07 亿元；应付债券为 15.98 亿元，同比下降 70.15%，主要是本年偿还“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”全部剩余款项、“17 瑞茂 01”部分回售及“17 郑瑞 EB”部分转股所致。2020 年 6 月末，长期借款为 16.53 亿元，较 2019 年末下降 43.00%，主要是部分转入一年内到期的非流动负债所致；非流动负债其他主要科目较 2019 年末均变动不大。

2019 年末，公司总有息债务规模同比下降，但短期有息债务占比同比增长，面临较大短期偿付压力，债务结构有待改善。

2019 年末，公司总有息债务为 225.28 亿元，同比下降 10.66%，短期有息债务占比为 77.49%，同比增加 8.17 个百分点。截至 2020 年 6 月末，公司总有息债务规模为 233.78 亿元，在总负债的占比为 47.88%，其中短期有息债务为 203.09 亿元，在总有息债务的占比为 86.87%，面临较大短期偿付压力，总体债务结构

<sup>10</sup> 公司于 2018 年 10 月和 2018 年 12 月分别发行规模均为 5.00 亿元的超短期融资券“18 中瑞实业 SCP001”和“18 中瑞实业 SCP002”，发行期限为 270 天。



有待改善。

**表 25 2017~2019 年末及 2020 年 6 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 6 月末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	203.09	174.57	174.80	131.56
长期有息债务	30.69	50.72	77.36	130.91
<b>总有息债务</b>	<b>233.78</b>	<b>225.28</b>	<b>252.17</b>	<b>262.48</b>
短期有息债务占比	86.87	77.49	69.32	50.12
总有息债务在总负债中占比	47.88	49.47	53.30	51.66

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务的期限结构来看，截至 2020 年 6 月末，公司有息债务中一年内到期有息债务占比为 86.67%，主要由应付票据、短期借款和一年内到期的非流动负债构成。

**表 26 截至 2020 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	>5 年	合计
金额	203.09	22.87	7.08	0.74	233.78
占比	86.87	9.78	3.03	0.32	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从公司短期有息债务债务期限结构看，公司短期有息债务平均分布在未来的四个季度，但短期债务规模仍较大。

**表 27 截至 2020 年 6 月末公司短期有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	其他应付款（付息项）	合计	占比
2020 年第三季度	7.17	23.10	14.68	1.78	46.74	23.02
2020 年第四季度	26.91	-	32.05	6.18	65.15	32.08
2021 年第一季度	6.46	24.44	12.43	1.00	44.33	21.83
2021 年第二季度	7.55	0.90	29.65	8.77	46.87	23.08
<b>合计</b>	<b>48.09</b>	<b>48.45</b>	<b>88.82</b>	<b>17.74</b>	<b>203.09</b>	<b>100.00</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

公司为深圳运昌收购事项提供连带责任保证担保，截至 2020 年 6 月末，尚有 21.62 亿元对价款未支付，公司未来对外担保金额仍可能继续增长，存在一定的或有风险。

2017 年下半年，公司、和昌地产以及万永兴为深圳运昌共计 131.64 亿元的收购项目并购贷款提供连带责任保证担保，截至 2020 年 6 月末，公司、和昌地产及万永兴对深圳运昌并购事项提供的担保总额为 73.29 亿元，占公司净资产比例为 40.68%。由于部分项目仍处于前期开发阶段，同时尚有 21.62 亿元对价款未支付，担保金额仍有可能继续增长且存在一定的或有风险。



2019 年末及 2020 年 6 月末，深圳运昌总资产分别为 221.41 亿元和 219.77 亿元，净资产分别为 27.83 亿元和 27.44 亿元，货币资金分别为 10.08 亿元和 6.24 亿元，预收款项分别为 4.49 亿元和 6.02 亿元；2019 年和 2020 年 1~6 月，营业收入分别为 22.15 亿元和 0.40 亿元。由于所并购项目尚处开发阶段，且规模较大，深圳运昌将面临较大资金支出压力。

截至 2020 年 6 月末，公司对外担保余额为 228.38 亿元，担保比率为 126.77%，其中对购房者按揭贷款担保余额为 102.47 亿元，除去按揭担保部分后，对外担保余额占总资产比重为 18.84%，占净资产比重为 69.89%。未来随着深圳运昌收购事项的推进，担保金额仍可能继续增长。

截至 2020 年 6 月末，公司不存在重大未决诉讼情况。

**2019 年以来，公司所有者权益继续增长，主要是利润增长带来的未分配利润同比增长所致。**

2019 年末，公司所有者权益为 176.39 亿元，同比增长 5.77%，其中股本仍为 30.00 亿元；资本公积为 46.33 亿元，同比增长 0.77%，主要是子公司郑州瑞茂通发生可交债转股增加资本溢价 0.34 亿元所致；盈余公积和未分配利润分别为 0.62 亿元和 32.34 亿元，同比分别增长 0.41 亿元和 16.30%，主要是提取法定盈余公积和净利润增加所致；其他综合收益为 1.33 亿元，同比增长 65.88%，主要是其他权益工具投资公允价值变动增加所致。2020 年 6 月末，公司所有者权益科目较 2019 年末均变化不大。

**公司偿债来源多元，可对公司整体债务偿还提供良好保障。**

公司流动性偿债来源以盈利和债务收入为主。2019 年，公司营业收入同比保持增长，利润水平同比有所下降，同时公司债务融资渠道丰富，总授信规模和未使用授信规模较大，对流动性偿债来源形成一定支持。公司清偿性偿债来源为公司可变现资产，其中货币资金规模较大，但受限比例较高；受限资产规模仍较大；其他应收款规模较大且关联方往来占比较高，对资产流动性产生一定影响，总体来看，可对公司整体负债偿还形成一定保障。2019 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.27 倍和 0.85 倍；资产负债率和债务资本比率分别为 72.08% 和 56.09%，同比均有所下降。2019 年，公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.34 倍，同比略有下降。

## 偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力很强。公司建立了较为完整的煤炭供应链管理体系，供应链管理业务较传统贸易仍可创造更多附加值；公司供应链金融业务仍有助于增强公司对供应链上下游客户影响力，进一步提升客户粘性；公司房地产板块产品类型较为丰富，在郑州具有良好的品牌知名度，区域竞争力较强；但公



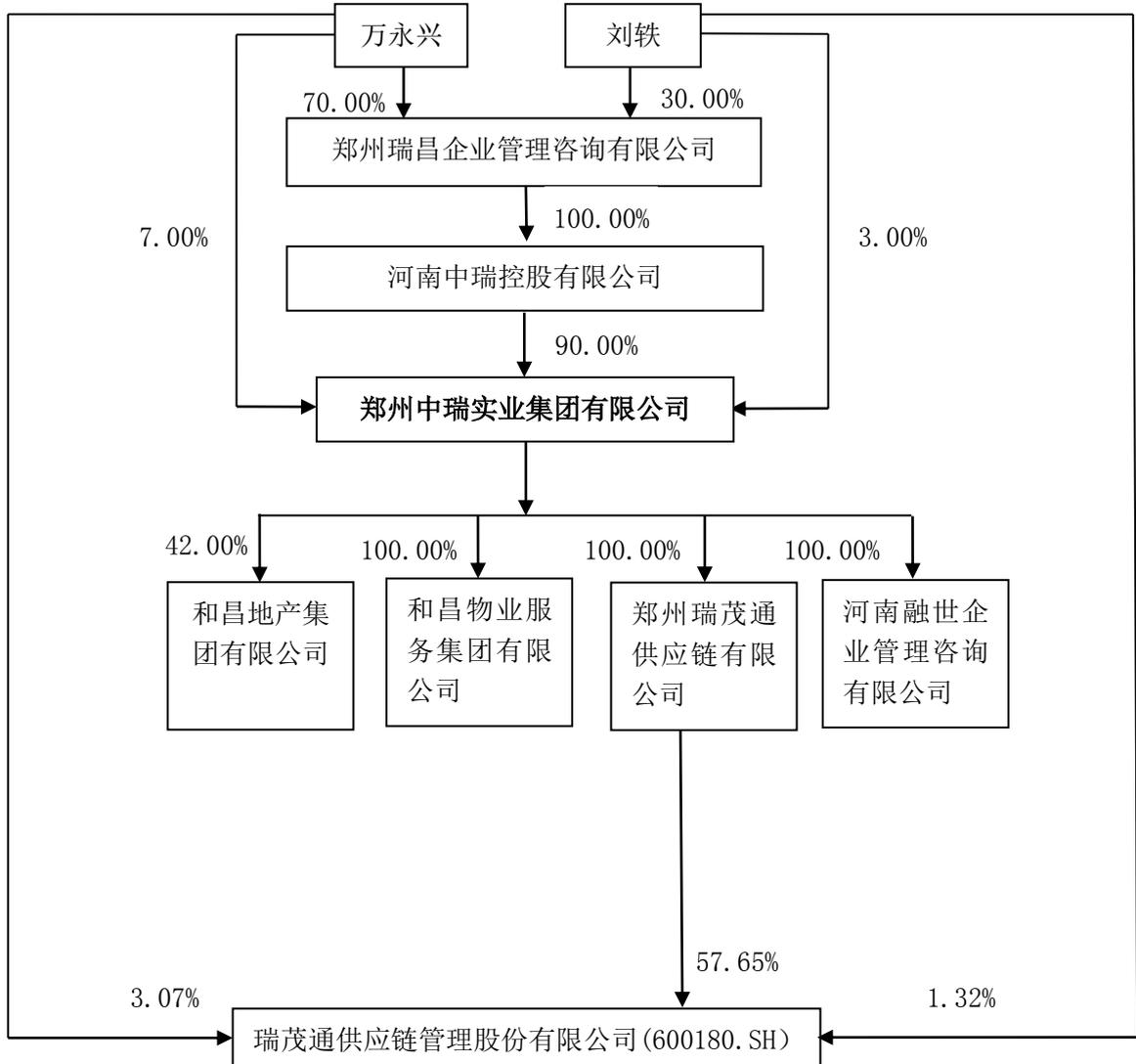
司供应链金融业务中受让的应收账款集中于煤炭下游终端客户，且公司未要求客户提供质押，因此存在一定回收风险；且其他应收款规模较大，以关联方往来款为主，对资金形成较大占用，回收情况将对公司流动性造成很大影响；2019 年末，公司总有息债务规模同比下降，但短期有息债务占比同比增长，面临较大短期偿付压力，债务结构有待改善；受公司为参股公司收购事项提供连带责任保证担保影响，公司担保比率处于很高水平，截至 2020 年 6 月末，公司、和昌地产及万永兴对深圳运昌并购事项提供的担保总额为 73.29 亿元，同时尚有 21.62 亿元对价款未支付，担保金额仍有可能继续增长且存在一定的或有风险。公司偿债来源多元，可对公司整体债务偿还提供良好保障。

综合分析，大公对公司“20 中瑞 01”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。



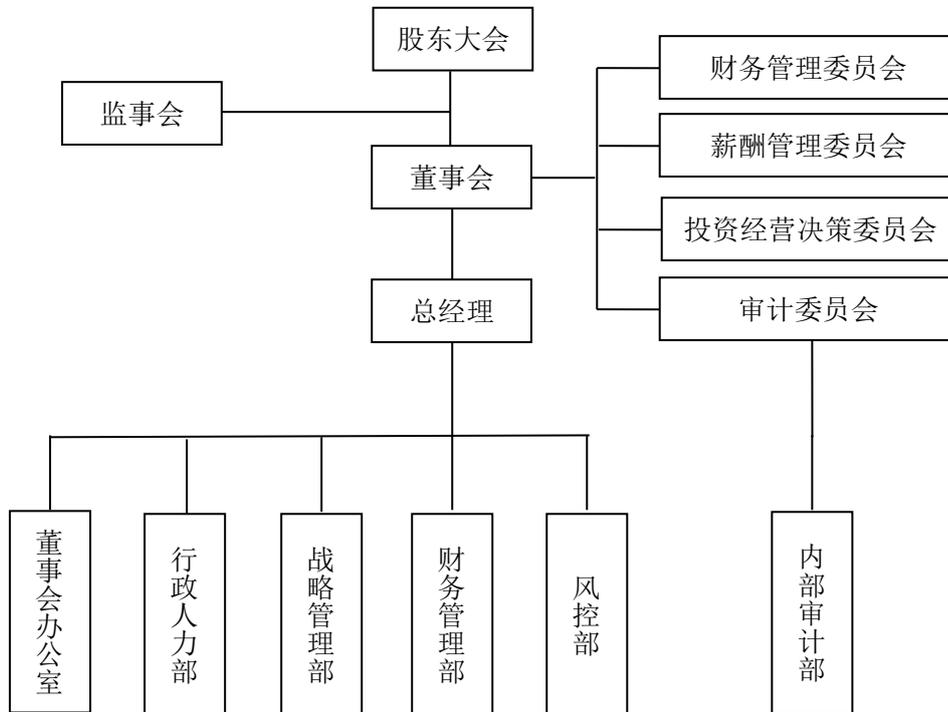
## 附件 1 公司治理

1-1 截至 2020 年 6 月末郑州中瑞实业集团有限公司股权结构图





### 1-2 截至 2020 年 6 月末郑州中瑞实业集团有限公司组织结构图





## 附件2 经营指标

## 2-1 截至2020年6月末郑州中瑞实业集团有限公司主要在建项目

(单位: 亿元)

项目名称	项目总投资	项目起止年限	截至2020年6月末累计投资	未来预计资金投入		
				2020年7~12月	2021年	2022年及以后
林与城(6#地)	14.08	2018/02~2021/10	8.83	0.66	2.62	1.97
林与城(8#地)	10.18	2020/03~2022/12	5.12	1.27	1.27	2.53
林与城(9#地)	16.74	2020/03~2022/12	8.35	2.10	2.10	4.19
和昌·瑞景园(E1-4地块)	4.13	2016/11~2020/12	2.86	0.25	1.02	-
和昌都汇广场五期	4.14	2017/08~2020/09	1.98	0.41	1.62	0.12
和昌·中央城邦(洛阳)-A区	13.04	2015/12~2021/12	8.05	0.13	1.59	3.27
和昌·中央城邦(洛阳)-B区	9.44	2016/12~2022/12	2.93	0.10	1.43	4.99
和昌·中央城邦(洛阳)-D区	8.46	2015/12~2020/11	6.78	0.14	0.32	1.23
和昌·中央城邦(洛阳)-F区	9.75	2019/09~2022/11	3.73	1.23	2.01	2.78
昌景园	17.75	2018/06~2027/06	12.57	0.20	1.55	3.43
济南湖畔樾山花园/湖畔樾山项目	9.88	2017/08~2020/12	9.08	0.35	0.46	-
济南新悦广场项目	16.71	2017/04~2021/12	11.22	1.62	3.24	0.63
和昌·森林湖A区	1.80	2017/04~2021/05	1.42	0.07	0.32	-
芳草庭	13.12	2018/01~2021/06	9.96	0.65	1.54	0.98
云潮美誉商务中心	10.44	2017/12~2020/09	8.41	1.83	0.20	0.00
云栖玖著	14.90	2017/09~2020/08	14.16	0.37	0.33	0.04
和昌珑悦商业中心	12.96	1#3#:2017/11~2021/01 2#:2017/11~2022/03	9.05	0.25	2.00	1.66
拾里松湖	15.01	2018/08~2021/12	9.06	1.77	3.45	0.74
惠丰苑	2.44	2017/11~2020/12	1.45	0.07	0.66	0.26
和昌·海云曦岸	21.39	2018/12~2022/12	6.30	1.37	5.33	8.39
盛世城邦三期/团购房	23.19	2018/07~2021/10	14.96	2.11	5.51	0.61
盛世城邦四期	18.16	2018/07~2024/12	7.92	1.33	3.25	5.66
和昌凌云筑波	15.94	2020/06~2024/05	7.01	0.88	2.30	5.75
和昌云庭	20.09	2020/04~2022/06	11.01	1.79	4.19	3.11
<b>合计</b>	<b>303.74</b>	-	<b>182.21</b>	<b>20.95</b>	<b>48.31</b>	<b>52.34</b>

数据来源: 根据公司提供资料整理

2-2 截至2020年6月末郑州中瑞实业集团有限公司对外担保<sup>11</sup>

(单位：亿元)

受保企业名称	担保余额	担保期限	担保类型	是否逾期
深圳运昌管理咨询有限公司	73.29	2017/11/29~2022/11/21	保证	否
河南中瑞集团有限公司	3.00*	2019/09/17~2020/08/07	保证	否
	2.22	2020/07/09~2021/07/09	保证	否
	1.50	2019/12/13~2020/12/12	保证	否
	1.00	2019/11/04~2020/10/19	保证	否
	2.50	2019/10/18~2020/11/03	保证	否
	0.60	2020/01/03~2021/01/03	保证	否
河南中阅和瑞实业有限公司	0.80	2019/11/15~2020/11/15	保证	否
	0.25*	2019/07/24~2020/07/24	保证	否
	0.25*	2019/07/18~2020/07/18	保证	否
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	0.20	2020/04/21~2021/04/21	保证	否
	1.30*	2019/08/15~2020/08/15	保证	否
	1.00**	2019/09/26~2020/09/26	保证	否
	0.50**	2019/09/25~2020/09/25	保证	否
	2.60**	2019/08/28~2020/08/28	保证	否
郑州新发展供应链管理有限公司	1.00	2019/11/22~2020/12/31	保证	否
	1.32	2019/11/06~2020/11/06	保证	否
德盛瑞茂通（上海）供应链管理有限公司	3.00	2020/05/07~2021/05/07	保证	否
河南禾悦园林绿化工程有限公司	0.60	2020/01/14~2021/01/14	保证	否
河南新地标建筑工程有限公司	0.80	2020/01/10~2021/01/10	保证	否
	0.50	2020/07/27~2021/12/05	保证	否
河南怡安供应链管理有限公司	0.20*	2019/09/10~2020/09/10	保证	否
河南中平能源供应链管理有限公司	4.50	2020/02/20~2021/02/20	保证	否
	1.00**	2019/08/28~2020/07/07	保证	否
江苏港瑞供应链管理有限公司	1.00	2020/06/09~2021/04/23	保证	否
	0.50	2019/12/31~2020/12/31	保证	否
	0.49	2019/12/17~2020/12/17	保证	否
南昌莱蒙置业有限公司	7.00	2019/12/26~2022/02/26	保证	否
陕西煤业股份有限公司	4.90	2019/12/17~2020/12/17	保证	否
	3.00	2020/06/10~2021/06/10	保证	否
烟台牟瑞供应链管理有限公司	2.00	2020/01/21~2021/01/20	保证	否
	1.00	2020/06/17~2021/06/08	保证	否

<sup>11</sup> 本表中对外担保不包含对购房者按揭贷款担保 102.47 亿元；带\*号表示到期正常续保，\*\*表示到期不再续保。



## 2-2 截至 2020 年 6 月末郑州中瑞实业集团有限公司对外担保（续）

（单位：亿元）

受保企业名称	担保余额	担保期限	担保类型	是否逾期
镇江美裕房地产发展有限公司	0.54	2018/10/31~2021/10/30	保证	否
郑州欣卓商贸有限公司	0.55*	2019/09/24~2020/09/24	保证	否
	0.50	2020/06/03~2021/06/03	保证	否
郑州中阅供应链管理有限公司	0.50	2020/02/19~2021/02/19	保证	否
<b>合计</b>	<b>125.91</b>	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

**附件3 主要财务指标****3-1 郑州中瑞实业集团有限公司（合并）主要财务指标**

（单位：万元）

项目	2020年1~6月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年
<b>资产类</b>				
货币资金	796,524	751,140	672,789	725,801
应收票据	20,165	22,561	34,568	17,286
应收账款	671,691	411,858	432,869	431,250
其他应收款	1,568,907	1,551,825	1,572,784	1,853,148
预付款项	180,381	169,181	283,226	307,787
存货	1,672,797	1,728,923	1,807,105	1,855,244
应收保理款	349,505	375,647	689,284	853,248
流动资产合计	5,401,433	5,192,341	5,698,592	6,201,181
可供出售金融资产	23,062	23,974	35,566	80,074
长期股权投资	1,026,139	864,920	378,403	162,064
投资性房地产	102,045	102,045	99,471	95,593
递延所得税资产	32,930	32,896	44,830	53,938
其他非流动资产	46,494	55,694	96,656	57,156
非流动资产合计	1,283,062	1,125,950	700,292	465,004
<b>总资产</b>	<b>6,684,495</b>	<b>6,318,291</b>	<b>6,398,884</b>	<b>6,666,185</b>
<b>占资产总额比 (%)</b>				
货币资金	11.92	11.89	10.51	10.89
应收票据	0.30	0.36	0.54	0.26
应收账款	10.05	6.52	6.76	6.47
其他应收款	23.47	24.56	24.58	27.80
预付款项	2.70	2.68	4.43	4.62
存货	25.03	27.36	28.24	27.83
应收保理款	5.23	5.95	10.77	12.80
流动资产合计	80.81	82.18	89.06	93.02
可供出售金融资产	0.35	0.38	0.56	1.20
长期股权投资	15.35	13.69	5.91	2.43
投资性房地产	1.53	1.62	1.55	1.43
递延所得税资产	0.49	0.52	0.70	0.81
其他非流动资产	0.70	0.88	1.51	0.86
非流动资产合计	19.19	17.82	10.94	6.98



## 3-2 郑州中瑞实业集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020年1~6月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年
<b>负债类</b>				
短期借款	480,900	476,154	685,545	773,138
应付票据	888,218	721,407	390,489	194,270
应付账款	949,448	634,692	469,659	446,784
预收款项	840,395	991,012	1,187,994	1,470,607
其他应付款	707,151	690,194	606,007	587,770
一年内到期的非流动负债	484,454	426,384	383,336	258,179
其他流动负债	66,248	76,540	145,627	56,172
流动负债合计	4,543,394	4,074,272	3,925,152	3,869,081
长期借款	165,270	289,955	238,201	651,586
应付债券	141,590	159,762	535,445	533,540
非流动负债合计	339,572	480,121	806,100	1,211,391
<b>负债合计</b>	<b>4,882,966</b>	<b>4,554,393</b>	<b>4,731,252</b>	<b>5,080,472</b>
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	9.85	10.45	14.49	15.22
应付票据	18.19	15.84	8.25	3.82
应付账款	19.44	13.94	9.93	8.79
预收款项	17.21	21.76	25.11	28.95
其他应付款	14.48	15.15	12.81	11.57
一年内到期的非流动负债	9.92	9.36	8.10	5.08
其他流动负债	1.36	1.68	3.08	1.11
流动负债合计	93.05	89.46	82.96	76.16
长期借款	3.38	6.37	5.03	12.83
应付债券	2.90	3.51	11.32	10.50
非流动负债合计	6.95	10.54	17.04	23.84
<b>权益类</b>				
股本	300,000	300,000	300,000	300,000
资本公积	463,798	463,327	459,767	461,831
盈余公积	6,248	6,248	2,107	2,065
未分配利润	345,181	323,411	278,074	253,800
归属于母公司所有者权益	1,129,014	1,109,035	1,048,251	1,016,700
少数股东权益	672,515	654,864	619,382	569,013
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,801,529</b>	<b>1,763,899</b>	<b>1,667,632</b>	<b>1,585,713</b>
<b>损益类</b>				
营业收入	2,263,153	5,209,494	4,954,728	4,829,560
营业成本	2,090,080	4,793,413	4,471,494	4,423,091
营业税金及附加	10,974	29,442	47,284	36,784



## 3-3 郑州中瑞实业集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2020年1~6月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年
<b>损益类</b>				
销售费用	85,645	205,251	192,764	154,069
管理费用	27,202	71,383	72,474	59,843
财务费用	20,111	54,927	93,241	89,159
投资收益	25,998	65,012	54,302	41,421
营业利润	57,054	120,803	140,907	125,287
利润总额	53,674	122,299	133,721	123,287
所得税	12,299	30,657	34,950	28,013
净利润	41,375	91,642	98,771	95,273
归属于母公司所有者的净利润	21,497	51,728	43,390	60,924
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	92.35	92.01	90.25	91.58
营业税金及附加	0.48	0.57	0.95	0.76
销售费用	3.78	3.94	3.89	3.19
管理费用	1.20	1.37	1.46	1.24
财务费用	0.89	1.05	1.88	1.85
投资收益	1.15	1.25	1.10	0.86
营业利润	2.52	2.32	2.84	2.59
利润总额	2.37	2.35	2.70	2.55
所得税	0.54	0.59	0.71	0.58
净利润	1.83	1.76	1.99	1.97
归属于母公司所有者的净利润	0.95	0.99	0.88	1.26
<b>现金流量表</b>				
经营活动产生的现金流量净额	241,104	1,038,736	654,990	45,201
投资活动产生的现金流量净额	-155,665	-299,813	-111,053	-469,549
筹资活动产生的现金流量净额	-42,993	-786,250	-643,432	378,424



## 3-4 郑州中瑞实业集团有限公司（合并）主要财务指标

项目	2020年1~6月 (未经审计)	2019年	2018年 (追溯调整)	2017年
<b>主要财务指标</b>				
EBIT (万元)	97,375	227,935	248,552	224,525
EBITDA (万元)	-	231,481	252,845	228,197
总有息债务 (万元)	2,337,788	2,252,849	2,521,652	2,624,754
毛利率 (%)	7.65	7.99	9.75	8.42
营业利润率 (%)	2.52	2.32	2.84	2.59
总资产报酬率 (%)	1.46	3.61	3.88	3.37
净资产收益率 (%)	2.30	5.20	5.92	6.01
资产负债率 (%)	73.05	72.08	73.94	76.21
债务资本比率 (%)	56.48	56.09	60.19	62.34
长期资产适合率 (%)	166.87	199.30	353.24	601.52
流动比率 (倍)	1.19	1.27	1.45	1.60
速动比率 (倍)	0.82	0.85	0.99	1.12
保守速动比率 (倍)	0.18	0.19	0.18	0.19
存货周转天数 (天)	146.48	132.78	147.43	133.73
应收账款周转天数 (天)	43.09	29.19	31.39	28.72
经营性净现金流/流动负债 (%)	5.60	25.97	16.81	1.25
经营性净现金流/总负债 (%)	5.11	22.37	13.35	0.97
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.16	6.03	3.56	0.25
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.28	1.32	1.35	1.23
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.34	1.37	1.25
现金比率 (%)	17.73	18.51	17.17	18.83
现金回笼率 (%)	90.30	98.29	102.88	111.41
担保比率 (%)	126.77	120.62	159.25	120.35



## 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<sup>12</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数<sup>13</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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 =  $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

<sup>12</sup> 半年度取 180 天。

<sup>13</sup> 半年度取 180 天。



23. 可变现资产=总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
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. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/非流动资产 × 100%



## 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。