



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

雪松实业集团有限公司 主体与相关债项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】085 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
二〇二〇年六月二十四日





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+	2019.06
18 君华 01	12.00	3(2+1)	AAA	AAA	2019.06
18 雪松 01	4.00	3(2+1)	AA+	AA+	2019.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019	2018	2017
总资产	752.14	596.88	532.22
所有者权益	351.58	255.88	218.95
总有息债务	260.83	222.67	204.71
营业收入	2,675.52	2,140.19	1,429.05
净利润	23.58	20.46	22.46
经营性净现金流	7.28	3.17	2.38
毛利率	2.21	2.19	2.26
总资产报酬率	5.58	5.71	6.98
资产负债率	53.26	57.13	58.86
债务资本比率	42.59	46.53	48.32
EBITDA 利息保障倍数(倍)	3.14	3.26	4.65
经营性净现金流/总负债	1.96	0.97	0.93

注: 公司提供了 2019 年财务报表, 中喜会计师事务所(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。2018 年财务数据为经追溯调整后 2019 年审计报告的上期对比数。

评级小组负责人: 王思明
 评级小组成员: 王 洋 费 颖
 电话: 010-67413300
 传真: 010-67413300
 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”)主要从事大宗商品供应链管理、石油化工、房地产、文化旅游、服装销售和汽车综合销售服务等业务。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, 控股股东等外部支持力度很大, 2019 年 3 月发行 80.00 亿元永续债, 有助于提升公司资金流动性; 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, 新增私募股权基金投资且对供应链业务联营企业长期股权投资规模较大, 考虑到被投资企业盈利不确定, 或存在一定减值风险, 受限资产规模较大、股权质押比重极高, 很大程度上影响再融资能力, 资产流动性较弱, 可用银行授信余额较少。公司以持有的子公司雪松大宗商品供应链集团有限公司(以下简称“雪松大宗”, 原名为“供通云供应链集团有限公司”, 于 2019 年 6 月 28 日更为现名) 100% 股权为“18 君华 01”担保, 仍具有较强的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司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, 有利于增强抗风险能力;
- 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, 2019 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;
- 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, 有助于提升公司资



金流动性；

- 公司以持有的子公司雪松大宗 100% 股权为“18 君华 01”担保，仍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，同时上市子公司存在监管处罚事项，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再融资能力，资产流动性较弱；
- 由于对外投资增加以及偿还到期债务等引起资金需求量大幅增加，公司总有息债务规模仍较大，且短期有息债务规模较大，存在一定短期偿付压力。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《贸易企业信用评级方法》，版本号为 PF-MY-2020-V. 2. 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
要素一：偿债环境（12%）	4.68
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	3.00
（三）区域环境	6.00
要素二：财富创造能力（58%）	5.45
（一）产品与服务竞争力	5.42
（二）盈利能力	5.49
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	4.94
（一）债务结构	5.02
（二）流动性偿债来源	4.92
（三）清偿性偿债来源	4.98
调整项	-
主体信用等级	AA+

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	18 雪松 01	AA+	2019/06/28	王思明、费颖、徐梦琪	大公贸易企业信用评级方法	点击阅读全文
	18 君华 01	AAA				
	17 君华 01	AA+				
AA+/稳定	18 雪松 01	AA+	2018/09/14	金莉、韩星、李晓娜	大公贸易企业信用评级方法	点击阅读全文
AA+/稳定	18 君华 01	AAA	2018/03/06	吴洁洁、金莉、韩星	大公信用评级方法总论	点击阅读全文
AA+/稳定	17 君华 01	AA+	2017/06/09	吴洁洁、金莉、付芸辉	大公信用评级方法总论	点击阅读全文



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	6.60	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	已按募集资金要求使用

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。2018 年 8 月，君华集团有限公司更为现名；法定代表人由张劲变更为范佳昱，并办理了工商变更登记。历经多次增资及股权变更，截至 2019 年末，公司注册资本总额 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。

此外，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”）。根据齐翔腾达于 2019 年 6 月 7 日发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司公开发行可转换公司债券预案》、希努尔于 2020 年 3 月 4 日发布《希努尔男装股份有限公司关于非公开发行公司债券的公告关于非公开发行公司债券的公告》披露，两家上市子公司拟通过债券融资的形式，拓宽各自直接融资渠道，保证已投或拟投项目的顺利开展；2020 年 6 月 5 日，齐翔



腾达公开发行可转换公司债券的申请获得审核通过，希努尔债券发行事项能否获得核准存在不确定性。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 146 家；其中 2019 年处置 9 家，注销 4 家，因控股方增资减少 4 家；因收购取得 4 家，投资新设立增加 14 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。

公司未来的发展战略是继续深耕供应链管理、房地产、石油化工等领域，顺应粤港澳大湾区政策红利，因时制宜因地制宜，适时进行战略调整，在当前的产业布局下，以内生式发展为主调，基于全产业链布局辅之以外延式并购，保持公司稳健发展。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。

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 5 月 8 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（以下简称“工商银行”）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，公司本部在公开债券市场存续的“17 君华 01”¹、“18 君华 01”²、“18 雪松 01”到期利息均已正常兑付，“19 雪松 01”尚未到还本付息日。

2019 年 10 月 17 日，中小板公司管理部对齐翔腾达董事长兼总经理车成聚出具中小板监管函【2019】第 183 号，主要原因是齐翔腾达于 2019 年 10 月 12 日披露 2019 年第三季度报告，车成聚作为齐翔腾达董事长兼总经理，在齐翔腾达 2019 年第三季度报告披露前 30 日内买入齐翔腾达股票 339.61 万股，成交金额为 2,528.81 万元。上述行为违反了深交所《股票上市规则（2018 年修订）》第 1.4 条及深交所《中小板上市公司规范运作指引（2015 年修订）》第 3.8.17 条的规定。中小板公司管理部要求车成聚充分重视上述问题，吸取教训，杜绝上述问题的再次发生。

2019 年 12 月 20 日，中小板公司管理部对希努尔出具中小板监管函【2019】

¹ 雪松实业于 2019 年 9 月 30 日发布《君华集团有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）转售实施结果公告》称，根据《回售实施结果公告》，公司对“17 君华 01”回售债券 12.00 亿元拟进行转售，拟转售债券不超过 12.00 亿元；本期债券完成转售 6.60 亿元，注销未转售债券 5.40 亿元。

² 雪松实业于 2020 年 6 月 4 日发布《君华集团有限公司 2018 年公开发行公司债券（第一期）转售实施结果公告》称，根据《回售实施公告》，公司对“18 君华 01”回售债券 6.16 亿元拟进行转售，本期债券完成转售 6.16 亿元。



第 216 号，主要原由：2018 年 12 月 17 日，希努尔披露《回购报告书》，称拟使用自有资金或自筹资金回购希努尔部分股份，回购总金额不少于 30,000 万元且不高于 60,000 万元，回购股份期限为自股东大会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月（即 2018 年 12 月 4 日至 2019 年 12 月 4 日）；2019 年 11 月 6 日，希努尔披露的《关于终止回购公司股份的公告》显示，在回购期限内希努尔未进行股份回购。上述终止回购股份事项已经希努尔董事会审议后提交股东大会审议并获得通过。由于希努尔董事会制定回购方案时未能审慎论证、判断和决策回购股份的有关事项，在回购期内未进行回购的行为违反了深交所《股票上市规则（2018 年 11 月修订）》第 1.4 条、第 2.1 条和《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》第四条、第二十八条的规定。

偿债环境

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 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速转负，但我国经济中长期高质量发展走势不会改变；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

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 年一季度受新冠肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，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 年一季度，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）影响，我国 GDP 为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府专项债额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。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，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，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

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、原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发展。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较大；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。

房地产行业属于政策敏感性行业，其受宏观调控及部分城市调控政策的影响较大。近年来，中央及地方密集出台各类政策以促进房地产市场平稳健康发展。2018年3月，两会政府工作报告强调“房住不炒”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。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。

融资方面，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，海外债资金用途受



限。2019 年 8 月末，国内房地产企业发行海外债共 138 支，融资规模约 524.08 亿元，同比上升 33.90%，平均利率为 9.01%，同比增加 1.90 个百分点，其中票面利率超过 10.00% 的有 49 支。然而，整体来看，房地产企业融资渠道不断收紧，融资成本不断上升，未来仍将面临一定的融资压力。

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。

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，2019 年，全国商品房销售面积 171,558 万平方米，销售金额 159,725 亿元，销售面积同比由上升 1.30% 转为下降 0.10%，销售金额同比增长 6.50%，增速同比减少 5.70 个百分点。2020 年 1~3 月，商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.30%；销售金额 27,039 亿元，同比增长 5.60%。

开发投资方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，同比增长 9.90%，其中新开工面积同比增长 8.50%，土地购置面积累计同比下降 11.40%，土地成交价款累计同比下降 8.70%。新开工面积增速同比有所下降，土地购置端增速由上升转为下降。

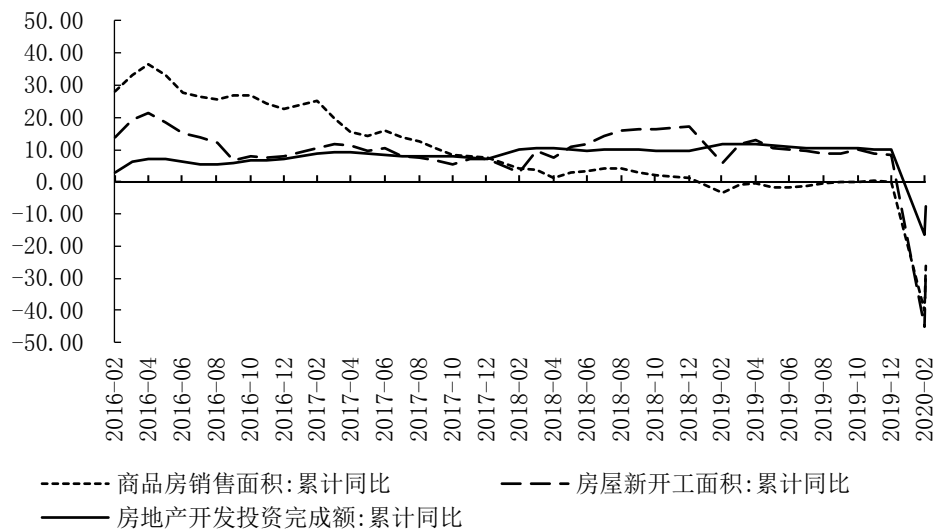


图 1 2016 年 2 月至 2020 年 3 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind

受疫情的影响，2020 年一季度房地产市场成交压力较大；本次疫情对房企一季度开工、销售带来较大的不确定性，需加强关注现阶段高杠杆房企的债务偿还风险。

在疫情的影响下，2020 年 1~3 月，全国房地产开发投资 2.20 万亿元，同比下降 7.70%，降幅较 1~2 月收窄 8.60 个百分点。其中，住宅投资 1.60 万亿元，住宅投资占房地产开发投资的比重为 72.73%。截至 2020 年 2 月 3 日，已经



有超过 110 个城市发布了应对疫情关于房地产方面的政策，主要内容为建议或要求商品房售楼部和房产中介门店暂停营业和建筑工地不迟于 2 月 9 日复工或新开工。随着售楼处的关闭、中介机构的暂停营业，2020 年一季度房地产市场成交压力较大。鉴于历史上一季度的销售和开工占比较小，伴随疫情的结束以及购房需求的延后，后续销售和新开工或可恢复。

从政策走势上来看，受疫情的影响，房地产调控政策在企业融资审批流程环节上可能会有所放宽，但预计“房住不炒”的总基调不会变，各地继续因城施策。

对于房企而言，本次疫情对房企销售回款产生影响，而销售回款是房企最重要的开发资金来源，短期内充足的货币资金最为重要，销售及回款的走弱意味流动性紧张，房企拿地及新开工将更为谨慎，或将影响全年可售资源。此外，2020 年，房企到期需要偿还的信用债规模超过 3,500 亿元，较为集中的债务期限，以及较大的偿债规模，使得 2020 年房企整体偿债压力较大，行业处于偿债高峰期，本次疫情对房企一季度开工和销售带来较大的不确定性，需加强关注现阶段可售资源较少、高杠杆房企债务偿还风险。

我国房地产行业集中度逐年提升，领军企业竞争优势愈发明显，大型房地产企业议价能力较强，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看，2016 年以来，房地产企业销售金额集中度和销售面积集中度逐步提升。2019 年，品牌房地产企业业绩规模继续增长，碧桂园控股有限公司（以下简称“碧桂园”）、万科地产股份有限公司和恒大地产集团有限公司仍位于前三强，其中碧桂园以 7,715.30 亿元位居销售金额第一位，同比上升 5.88%；销售金额过千亿的房地产企业数量达到 34 家，同比增加 3 家。

在项目建设方面，大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本，提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力，具备良好的业务发展基础。因此，预计未来 3~5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度，中小型房企未来或将面临着一定的压力。

**表 2 2016~2019 年中国房地产企业权益销售金额集中度情况³ (单位: %)**

级别	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
TOP10 企业	21.43	21.27	19.58	15.88
TOP30 企业	35.65	35.09	31.00	24.38
TOP50 企业	43.47	43.27	37.35	29.71
TOP100 企业	52.97	53.55	46.17	38.32

数据来源: 克而瑞研究中心

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联产叔丁醇, 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。

³ 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额。



（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等新业态，为公司发展主营业务提供良好的区域环境。

2019 年，广州市地区生产总值 23,628.60 亿元，按可比价计算，同比增长 6.8%，增速同比提升 0.6 个百分点。其中，第一产业增加值 251.37 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 6,454.00 亿元，同比增长 5.5%；第三产业增加值 16,923.23 亿元，同比增长 7.5%。广州的产业结构不断优化，三次产业比重为 1.06：27.32：71.62，服务业主导型经济日益巩固。

《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。

此外，2020 年 5 月 14 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，从促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化、扩大金融业对外开放、推进粤港澳资金融通渠道多元化、进一步提升大湾区金融服务创新水平、切实防范跨境金融风险五个方面提出了 26 条具体措施，将使金融服务实体经济的功能得到进一步发挥，也将使金融在大湾区的辐射功能进一步提升。

财富创造能力

2019 年，公司营业收入和毛利润同比均大幅增长，且毛利率同比略有上升；供应链管理业务为收入的主要来源；随着供应链管理业务中大宗商品交易规模持续快速增加，营业收入快速上升，但毛利率水平较低。

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，服装销售和汽车综合销售服务等为辅的多元业务格局。供应链管理业务仍是公司收入的主要来源，占营业收入的比例超过 90%，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。

**表 3 2017~2019 年公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年		2018 年		2017 年 ⁴	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2,675.52	100.00	2,140.19	100.00	1,429.05	100.00
供应链管理	2,500.47	93.46	1,983.86	92.70	1,302.44	91.14
石油化工	94.35	3.53	103.91	4.86	93.48	6.54
房地产	19.58	0.73	17.61	0.82	15.77	1.10
汽车销售综合服务	8.85	0.33	8.50	0.40	9.27	0.65
服装销售	9.50	0.36	6.95	0.32	2.16	0.15
文化旅游	26.06	0.97	10.14	0.47	0.00	0.00
其他	16.71	0.62	9.22	0.43	5.92	0.41
毛利润	59.16	100.00	46.93	100.00	32.34	100.00
供应链管理	23.60	39.89	15.36	32.72	8.83	27.31
石油化工	14.59	24.65	16.96	36.13	17.15	53.04
房地产	7.81	13.20	9.17	19.55	4.05	12.52
汽车销售综合服务	0.48	0.80	0.79	1.68	0.94	2.92
服装销售	2.01	3.39	1.41	3.01	0.53	1.65
文化旅游	2.81	4.74	1.37	2.92	0.00	0.01
其他	7.88	13.32	1.88	4.00	0.83	2.56
毛利率	2.21		2.19		2.26	
供应链管理	0.94		0.77		0.68	
石油化工	15.46		16.32		18.35	
房地产	39.89		52.09		25.67	
汽车销售综合服务	5.38		9.25		10.17	
服装销售	21.12		20.31		24.66	
文化旅游	10.77		13.52		36.63	
其他	47.16		20.33		13.97	

数据来源：根据公司提供资料整理

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，2019 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 8.24 亿元，对毛利润的贡献有所提升。石油化工方面，2019 年受国内经济增速持续下行、国际局势动荡、安全环保形势不断趋紧、化工行情持续低迷等因素影响，化工板块营业收入同比减少 9.56 亿元，毛利润同比减少 2.37 亿元。房地产方面，公司 2019 年地产销售及房产租赁收入同比均有所增加，由于本期南宁锦云以及南宁武鸣项目的销售毛利率较去年同期结转的中山项目毛利率相比有所下降导致房地产板块收入毛利润同比减少 1.36 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，2019 年服装业务持续

⁴ 2017 年数据经追溯调整。



整合，进一步聚焦品牌运营管理，通过精细化管理、整合优化营销渠道、加大团购市场开拓力度等措施，服装销售收入同比增加 2.55 亿元，同期该板块毛利润同比略有增加。文化旅游方面，公司 2017 年第四季度新增此业务板块，立足一线旅游目的地资源，深度整合渠道与目的地资源，丰富业态、提升服务品质，2019 年该板块收入同比大幅增加 15.91 亿元，毛利润同比增加 1.44 亿元。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。其他业务板块主要包含社区管理、金融服务、投资等，2019 年此板块收入同比增加 7.49 亿元，毛利润同比增加 6.00 亿元，主要是其他业务规模扩大所致。

从毛利率来看，2019 年，公司毛利率同比略有上升；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，供应链业务毛利率同比上升 0.17 个百分点，主要是公司规模效应凸显以及继续推进多元化的增值服务所致；石油化工毛利率同比下降 0.86 个百分点，但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；房地产业务毛利率较高，但同比大幅下降 12.20 个百分点，主要是公司销售楼盘所处地域的毛利率存在差异所致；汽车销售综合服务毛利率同比下降 3.87 个百分点，主要是行业整体波动所致；文化旅游毛利率同比下降 2.75 个百分点，主要是受不同区域项目影响毛利率差异影响；其他业务毛利率同比大幅上升 26.82 个百分点，主要是投资业务毛利率高，拉升了整体毛利率。

（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”）和雪松大宗承担，其中雪松大宗拥有广州联华实业有限公司（以下简称“广州联华”）、上海穗华投资有限公司等 20 家子公司，其中广州博莖贸易有限公司（以下简称“博莖贸易”）、广州博昱贸易有限公司（以下简称“博昱贸易”）、天津联华供应链有限公司（以下简称“天津联华”）、雪松供应链（天津）有限公司（以下简称“供应链天津”）因雪松控股增资导致雪松大宗投资比例被动稀释并丧失控制权，期末不再纳入其合并范围；此外，2019 年末，公司新设立雪松大宗（香港）供应链有限公司（以下简称“大宗香港供应链”）。截至 2019 年末，公司持有雪松大宗 100.00% 股权。作为大宗商品供应链“一揽子、一站式”服务商，公司实现有色、黑色、化工、能源等大宗商品品种的全覆盖，为上下游数千家企业提供“一揽子”供应链服务，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。

**表 4 2018~2019 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	2019 年	362.41	49.15	91.04	1.89	-22.93
	2018 年	285.51	62.56	51.46	2.59	59.47
雪松大宗（合并）	2019 年	194.92	56.69	2,216.02	15.38	-0.84
	2018 年	138.60	48.41	1,759.97	10.36	-33.00
齐翔腾达供应链（合并）	2019 年	22.65	68.73	204.33	0.24	-1.65
	2018 年	21.92	68.95	172.88	0.37	-5.88

数据来源：根据公司提供资料整理

作为一家深耕铜产业链的核心企业，雪松大宗和铜、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。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。2019 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 5 2017~2019 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	2019 年	2018 年	2017 年
铜金属	销售量	346.55	294.97	178.51
	销售金额	1,456.12	1,261.69	752.76
锌金属	销售量	180.52	158.27	132.14
	销售金额	319.92	316.58	267.89
铝金属	销售量	272.02	146.13	116.39
	销售金额	335.65	178.76	144.30

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 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，公司迅速大幅扩大了铜和铝的交易规模，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⁵”、“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”服务，通过日常的头寸管理最大限度地降低存货。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仍较快，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，采购供应商集中度仍较高，对单一供应商依赖较大；下游客户集中度同比有所下降、较为分散。

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。2019年，公司前五大供应商较去年无变化，采购集中度同比上升0.41个百分点。

表 6 2019 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	采购品种	金额	占比
第一大供应商	否	电解铜等	543.54	21.94
第二大供应商	否	电解铜等	303.44	12.25
第三大供应商	否	电解铜等	121.46	4.90
第四大供应商	否	电解铜等	101.34	4.09
第五大供应商	否	电解铜等	66.97	2.70
合计	-	-	1,136.74	45.88

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

⁵ 公司会收取客户 10%~20%的期货保证金。



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。2019 年，公司供应链管理业务前五大客户销售金额占比为 9.55%，同比下降 6.07 个百分点。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，较为分散。

表 7 2019 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	销售品种	金额	占比
第一大客户	否	电解铜等	51.92	2.08
第二大客户	否	电解铜等	49.62	1.98
第三大客户	否	电解铜等	49.61	1.98
第四大客户	否	电解铜等	46.25	1.85
第五大客户	否	电解铜等	41.42	1.66
合计	-	-	238.82	9.55

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。2019 年，华南地区供应链销售占供应链管理收入的比重为 30.27%，华东地区占比为 43.30%，华北地区占比为 4.29%，西北地区占比为 7.20%，境外收入占比 9.70%；整体看，华南地区的占比同比大幅上升 11.81 个百分点，华南地区供应链业务优势进一步凸显。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. 及其下属子公司，进一步开拓海外市场。

疫情对供应链板块的影响，一方面是公司旗下雪松铜业(广州)有限公司和台一铜业(广州)有限公司两厂等生产制造企业受员工复工推迟，上游供货商及下游客户复工延后等因素影响，导致产量和销量均有所减少，产值及利润相应受到一定影响；大宗商品贸易板块受复工延后、部分大宗商品价格下跌、物流组织受阻等因素影响，出现价量齐跌，收入和利润相应受到一定影响。



（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，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；2019 年，房地产项目新开工和竣工面积均同比大幅增长，签约销售面积及签约销售金额均同比增加，但签约销售均价同比显著下滑。

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”）、广州君华地产置业有限公司（以下简称“君华地产置业”）、广州鼎鑫房地产开发有限公司及南宁君华置业有限公司（以下简称“南宁君华置业”）等负责经营。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。房地产开发业务的开展以自主开发为主，较大部分针对三旧改造（即旧城镇、旧村庄、旧厂房）等类型的项目；开发项目涵盖别墅、豪宅、普通住宅等业态，项目体量从小盘到超级大盘全系列覆盖。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。2019 年，中山君华房地产利润总额同比减少 2.93 亿元，主要是结转收入减少以及中山君华新城项目公允价值变动收益变动综合影响所致。

表 8 2018~2019 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	2019 年	26.57	45.52	9.03	3.60	-0.14
	2018 年	28.93	55.58	12.77	6.53	-0.28
南宁君华置业	2019 年	7.25	77.50	5.69	0.36	2.18
	2018 年	11.71	89.50	1.38	0.09	6.75
中山市联发利房地 产开发有限公司	2019 年	9.19	66.08	2.95	1.08	0.14
	2018 年	8.94	74.22	2.42	1.31	0.05

数据来源：根据公司提供资料整理

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%；此次合作设立城投雪松公司主要是引入优质合作者，借助广州城投的国资背景和丰厚资源，合作进行城市运营项目投资开发，降低公司融资成本。

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、南宁和山东等地，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 2019 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 79.49 万平方米，剩余可售面积为 11.08 万平方米，项目销售情况良好。2019 年，公司签约销售面积为 38.52 万平方米，同比大幅增加 24.69 万平方米，其中雪松君华小镇项目⁶同比增加 23.27 万平方米；签约销售金额为 23.47 亿元，同比大幅增加 10.45 亿元，其中雪松君华小镇项目同比增加 12.01 亿元；签约销售均价同比减少 3,318.96 元/平方米，主要是出售房型不同所致。

表 9 2017~2019 年公司房地产业务主要运营情况⁷

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	60.55	23.78	8.90
竣工面积（万平方米）	46.81	28.56	25.18
签约销售面积（万平方米）	38.52	13.83	25.88
其中：			
中山	7.12	8.93	8.85
广州	0.24	0.52	0.30
南宁	28.75	4.38	16.74
山东	2.40	-	-
签约销售金额（亿元）	23.47	13.02	13.68
其中：			
中山	6.94	9.33	8.58
广州	0.34	0.46	0.45
南宁	14.75	3.22	4.66
山东	1.44	-	-
期末已售未结算金额（亿元）	20.02	15.30	19.27
期末已售未结算面积（万平方米）	30.27	16.25	20.50
签约销售均价（元/平米）	6,093.23	9,412.19	5,285.43
其中：			
中山	9,734.26	10,453.33	9,689.80
广州	14,417.01	8,914.12	15,127.93
南宁	5,131.24	7,349.57	2,782.96
山东	5,985.75	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

⁶ 雪松君华小镇项目位于广西省南宁市武华大道以北寿桃村旁，分为南、北两个地块，于 2018 年 3 月取得地块，土地占地面积 461.53 亩，规划建筑面积 46.92 万平方米。

⁷ 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。



公司可即时开发土地储备仍相对较少，2019 年公司继续将持有广州汇华投资有限公司 35%的股权转让给母公司雪松控股；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；2019 年，公司继续将持有广州汇华 35%的股权转让给雪松控股，转让对价是 11.77 亿元，与账面价值差别不大。根据公司提供说明，公司分期转让广州汇华股权一方面是为了盘活大源村的土地，集中利用更好流动性资产去开展业务，因此将流动性较弱的资产转出，另一方面也有利于雪松控股资金安排。截至 2019 年 12 月 31 日，雪松控股上述两笔股权款已全部支付完毕。

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，建筑面积合计 1,124.94 亩。

表 10 截至 2019 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	501.85	252.67	888.40
合计	618.44	331.47	1,124.94

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年末，公司在建项目共 8 个，主要集中在广州、中山、南宁和山东，在建项目计划总投资 173.03 亿元，已投资 82.07 亿元，待投资金额为 90.96 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 19.88 亿元。

**表 11 截至 2019 年末公司房地产业务在建项目情况（单位：万平米、元/平方米）**

项目	区域	占地面积	总建筑面积	平均地价	许可证	总投资（亿元）	已投资（亿元）
君华新城五期	中山	2.81	5.03	712.00	1.2.3.4.5	2.52	1.88
君华新城八期	中山	1.52	2.98	1,288.00	1.2.3.4.5	1.49	1.17
锦云项目	南宁	7.03	38.68	1,256.00	1.2.3.4.5	15.93	13.17
总部大楼	广州	2.21	10.59	4,967.00	1.2.3.4	17.14	8.63
朝阳花地二期	中山	11.25	47.73	1,310.19	1.2.3.4	48.40	18.37
香蜜山项目	中山	14.88	52.88	4,099.04	1.2.3.4	51.06	27.70
雪松君华小镇	南宁	30.77	56.46	1,044.99	1.2.3.4.5	22.56	7.42
诸城项目	山东	9.55	31.12	982.58	1.2.3.4.5	13.93	3.73
合计	-	80.02	245.47	-	-	173.03	82.07

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》

数据来源：根据公司提供资料整理

此次疫情对于公司房地产业务有一定影响。春节是返乡客户购房的销售旺季，春节过后 2~3 月是销售淡季。随着疫情防控形势的好转及各类企业逐步复工复产，房地产复工所必需的人力及物资供给将逐步恢复。

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，2019 年签约销售面积及签约销售金额均同比增加，但是签约销售均价同比显著下滑。

（三）石油化工

齐翔腾达是我国碳四综合利用行业的龙头企业，2019 年化工产品盈利水平同比下滑，同时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，是我国碳四综合利用行业的龙头企业，并逐步涉入碳三领域，是甲乙酮、顺酐的全球龙头企业，拥有全球最高水平的丁二烯生产技术。2019 年，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，供应链业务经过前期市场的开拓，业务种类、市场规模有较大提升，2019 年供应链业务收入同比增长 18.04%，供应链收入占比为 67.88%，同比上升 5.98 个百分点。2019 年 8 月 20 日，公司为应对产品产能不断扩大以及匹配未来新项目对原料的需求，打通国际原料采购业务，使用自有资金投资设立齐翔腾达（莱州）储运有限公司，在莱州港口投资建设的低温储罐库区，预计总投资 8 亿元。



表 12 2018~2019 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	2019 年	141.31	42.00	300.58	7.08	7.65
	2018 年	115.16	35.33	279.24	9.77	9.04

数据来源：根据公司提供资料整理

跟踪期内，齐翔腾达使用自有资金 6.18 亿元收购菏泽华立新材料有限公司（以下简称“菏泽华立”）34.33% 股权⁸，收购完成后公司持有菏泽华立 51% 股权，菏泽华立于 2019 年 1 月 7 日完成工商变更登记程序，并纳入齐翔腾达合并范围。菏泽华立主要从事甲基丙烯酸甲酯的研发及生产，并且具备成熟的异丁烯/叔丁醇氧化法制备 MMA 的清洁生产工艺技术和工业化装置。通过本次收购，公司能够取得菏泽华立的技术支持，突破 MMA 清洁生产工艺的技术壁垒。

齐翔腾达不断完善和延伸石油化工深加工业务，已形成完善的碳四深加工产业链，并逐步向碳三产业链延伸；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，未来仍存在一定资本支出压力。

齐翔腾达不断完善和延伸石油化工深加工业务，已形成完善的碳四深加工产业链，并往碳三产业链延伸。目前，齐翔腾达已形成以甲乙酮、顺酐为主导，丁二烯（及顺丁橡胶）、甲基叔丁基醚（MTBE）、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯等为主要产品组合的产品结构。

截至 2019 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 8 万吨、叔丁醇 20 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。

⁸ 公司收购菏泽华立股权事项的交易对手方陈新建、宁波梅山保税港区富甲投资管理合伙企业（有限合伙）、宁波梅山保税港区鲁荷股权投资合伙企业（有限合伙）承诺菏泽华立 2019 年度、2020 年度、2021 年度实现的净利润不低于 1.3 亿元、1.5 亿元和 1.7 亿元或 2019~2021 年度菏泽华立实现的净利润累计超过 4.5 亿元。2019 年，菏泽华立实现净利润为 1.22 亿元。

**表 13 2017~2019 年齐翔腾达主要产品产能及产量情况**

产品	指标	2019 年	2018 年	2017 年
甲乙酮	设计产能（万吨/年）	19.60	19.60	19.60
	销量（万吨）	24.27	26.46	24.54
	销售均价（元/吨）	6,556.72	7,378.08	6,953.00
顺酐	设计产能（万吨/年）	20.00	20.00	17.08
	销量（万吨）	23.14	21.77	18.15
	销售均价（元/吨）	5,741.97	7,359.58	7,495.35

数据来源：根据公司提供资料整理

公司目前正在投建 20 万吨/年 MMA 项目，同时配套建设 40 万吨/年叔丁醇和 10 万吨/年聚甲基丙烯酸甲酯树脂（PMMA）和 5 万吨/年异丁烯装置，实现了碳四中异丁烯组分的高效利用，产成品从附加值较低的 MTBE 转为附加值较高的 MMA，最终将形成“异丁烯—MMA—PMMA”的一体化完整产业链，产品附加值与抗风险能力进一步提高。

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。截至 2019 年末，70 万吨/年丙烷脱氢项目已完成能评、环评等前期工作，破土动工。

此外，齐翔腾达拟投资建设 30 万吨/年环氧丙烷项目，已于 2019 年 7 月 23 日与 Evonik Degussa GmbH（以下简称“赢创”）、ThyssenKrupp Industrial Solutions AG（以下简称“蒂森克虏伯”）共同签署环氧丙烷生产工艺许可及服务相关协议；项目预计总投资 37.55 亿元，全部为齐翔腾达自有资金，预计建设周期两年。此项目采用德国赢创、蒂森克虏伯共有的过氧化氢直接氧化法技术，主要以过氧化氢（俗称“双氧水”）及丙烯为原料生产环氧丙烷。该项目将同时配套建设 20.5 万吨/年过氧化氢装置。该项目建设完成后，将形成比较完善的丙烷—丙烯—环氧丙烷的碳三产业链布局，实现公司的产业版图从碳四产业向碳三产业的顺利延伸。同时，环氧丙烷项目将与公司丙烷脱氢项目最大程度的形成产业链上下游联动，有利于发挥产业一体化优势，从而可以有效的控制成本。环氧丙烷（PO）是除聚丙烯和丙烯腈外的第三大丙烯衍生物，是重要的基本有机化工合成原料，主要用于生产聚醚、丙二醇等，它也是第四代洗涤剂非离子表面活性剂、油田破乳剂、农药乳化剂等的主要原料。环氧丙烷的衍生物广泛用于汽车、建筑、食品、烟草、医药及化妆品等行业。截至 2019 年末，30 万吨/年环氧丙烷项目部分关键设备开始订货。



2020 年 4 月 9 日、齐翔腾达发布《关于投资建设 20 万吨/年异壬醇项目的公告》，该项目预计总投资 17.98 亿元，包含 20 万吨/年异壬醇装置、原料预处理装置、配套公用工程及罐区，其中 20 万吨/年异壬醇装置预计投资 7.50 亿元，预计建设周期两年，资金来源全部为公司自筹资金。该装置建成后将进一步增进公司对碳四原料的加工深度，增加产品附加值与产品多样化，实现碳四产业链纵深发展。异壬醇主要用于生产 PVC 用增塑剂（DINP），DINP 是一种优良的通用的无毒型增塑剂，具有优良的耐热性、耐光性、耐老化和电绝缘性，广泛应用于玩具膜、汽车、电线、电缆、地坪、建筑等领域，同时作为塑料玩具的增塑剂，在安全性、环保性上更是优于其他增塑剂。此外，齐翔腾达与法国 Axens、美国陶氏全球科技有限责任公司、英国庄信万丰戴维技术有限公司共同签署异壬醇生产工艺许可及服务相关协议，用于新建 20 万吨/年异壬醇项目。目前，异壬醇项目尚处于立项阶段。

表 14 截至 2019 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	总预算	累计已完成投资
20 万吨/年 MMA 项目	其他	34.70	3.45
70 万吨/年丙烷脱氢项目	其他	34.60	1.25
30 万吨/年环氧丙烷项目	其他	37.55	2.89
合计	-	106.85	7.59

数据来源：根据公司提供资料整理

安全环保方面，2019 年，随着国家安全环保形势的日益严峻，公司始终将安全生产和环境保护放在首位，恪守国家各项安全环保制度，未出现重大安全环保事故。公司坚持“以人为本”的发展理念，安全环保遵循一票否决，全面贯彻落实建立“安全风险分级管控及隐患排查体系”的双重预防体系，不断加大安全环保设施投入。

2019 年，受国内经济增速持续下行、国际局势动荡、安全环保形势不断趋紧、化工行情持续低迷等因素影响，公司化工板块部分产品盈利水平同比有所下滑，实现归属于上市公司股东的净利润同比减少 26.39%。甲乙酮作为公司产品，继续保持良好的盈利能力，国内市场占有率持续保持 50%以上，占国内出口份额 60%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。丙烯价格较为稳定，已逐渐成为公司盈利能力突出的第三大化工产品。2019 年，化工品价格整体走弱，对公司收入及利润有一定影响。

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 15 2019 年齐翔腾达化工产品（不含供应链管理部分）前五大客户⁹（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	10.83	11.25
第二大客户	顺酐	2.86	2.98
第三大客户	异辛烷、MTBE	2.85	2.96
第四大客户	顺酐	2.25	2.34
第五大客户	丙烯	2.15	2.24
合计	-	20.95	21.76

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，系石油加工过程中产生的副产品。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油化工有限责任公司，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。2019 年，齐翔腾达碳四采购量为 123.36 万吨，同比减少 23.47 万吨；采购均价为 3,988.55 元/吨，同比减少 412.45 元/吨。

表 16 2019 年齐翔腾达化工产品业务前五大供应商情况¹⁰（单位：亿元、%）

单位名称	采购产品	金额	占比
第一大供应商	碳四等	24.13	32.99
第二大供应商	碳四	3.15	4.31
第三大供应商	碳四	3.11	4.24
第四大供应商	碳四	2.32	3.18
第五大供应商	碳四	2.25	3.08
合计	-	34.97	47.80

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年 1~3 月，齐翔腾达实现营业收入 46.97 亿元，同比下降 33.96%，主要是受新冠肺炎疫情影响及原油价格下跌，为规避市场风险，公司主动缩减供应链业务量所致。

整体来看，目前，公司正在推进新项目包括甲基丙烯酸甲酯（MMA）及配套项目、丙烷脱氢（PDH）项目及环氧丙烷项目的建设。随着项目建设进程的加快，公司 MMA 项目的设备工程款、PDH 项目及环氧丙烷的技术许可使用费的支付进度也因此加快，且所需金额较高，化工在建项目面临一定资本支出压力。

⁹ 公司未披露表 13 的前五大客户名称。

¹⁰ 公司未披露表 14 的前五大供应商名称。



（四）服装及文旅

2019 年，公司继续保持服装销售及文化旅游行业稳健经营，积极拓展上下游渠道，整体运营良好，文旅板块收并购有所放缓；2020 年一季度，受疫情影响，希努尔营业收入同比大幅下降，归母净利润呈亏损状态。

公司服装与文旅业务的经营主体为上市子公司希努尔。2019 年，希努尔实现营业收入 35.85 亿元，同比增长 108.40%，实现利润总额 2.34 亿元，同比增长 23.21%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.94 亿元，同比减少 27.41%。跟踪期内，希努尔积极开拓文旅业务，文旅业务收入占比 72.42%，同比上升 15.29 个百分点，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 26.50%。

2019 年，希努尔服装业务持续整合，进一步聚焦品牌运营管理，实现收入 9.50 亿元，同比增长 36.64%；毛利率为 20.55%，同比上升 1.04 个百分点；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。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。2019 年，希努尔及其子公司山东希努尔男装有限公司已对外出租 26 家已购置的商铺，共确认收入 1,455.54 万元。

表 17 2018~2019 年及 2020 年 1~3 月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	2020 年 1~3 月	37.38	35.91	2.79	-0.30	-1.39
	2019 年	37.51	35.53	35.85	2.34	1.49
	2018 年	33.22	31.80	17.20	1.90	0.67

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，文旅小镇项目地处云南香格里拉、浙江嘉兴西塘、山东诸城、陕西西安等一线旅游目的地黄金地段，并受委托经营丽江古城大研花巷，旅游资源较为丰富。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，2019 年小镇开展富有当地民族特色的系列主题活动，推出藏地风情互动演艺、藏韵特色风物集市、藏地婚嫁演艺秀、藏八宝火锅长桌宴、



藏家特色团圆饭等丰富的传统文化节目；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、业务优化，于 2019 年五一期间开业，升级后的花巷融合主题民宿、特色餐饮、情景商业等，招商率达 90%，引进星巴克、肯德基等知名品牌入驻，全年客流 240 余万人次；位于陕西西安和山东诸城文旅小镇仍处于规划设计、工程建设阶段。针对旗下文旅产品和服务，希努尔开展营销创新，与中国好声音、王老吉、可口可乐、杨协成等知名品牌达成战略合作，不断扩大异业合作圈。希努尔组织香格里拉藏式跨年仪式、西塘汉服文化周、云南旅拍节、丽江民谣音乐节、特色文化展、美食节、风物集市等活动，通过系统性品牌策划，提升项目知名度和市场热度。

此外，公司全资子公司诸城市松旅恐龙文化旅游发展有限公司已收到诸城市财政局以现金形式拨付的 2019 年度第一期旅游产业发展奖励资金 2,077.00 万元和 2019 年度第二期旅游产业发展奖励资金 4,400.00 万元，合计增加公司 2019 年度利润总额 6,477.00 万元。

2019 年，希努尔实现旅游综合服务营业收入 25.96 亿元，同比大幅增长 164.18%，主要由于希努尔 2018 年收购较多公司并开始运营，故 2019 年增长明显。在收并购方面，本期仅收购 1 家旅行社，收购数量较 2018 年大幅减少，为重庆天樾国际旅行社有限公司，交易对价为 0.001 亿元。

疫情爆发后，公司文旅业务按照国家文旅部通知，自 2020 年 1 月 24 日已暂停经营团队旅游及“机票+酒店”产品；景区内的小镇业务按照地方政府的统一部署暂停营业。截至 2020 年 4 月 15 日，公司已复工复产。综合来看，2020 年一季度公司文旅业务受疫情影响较为严重，营业收入同比大幅下降 67.05%，归属于上市公司股东净利润同比转为亏损。

偿债来源与负债平衡

2019 年，公司经营性现金流仍为净流入，但对债务及利息保障能力较弱；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）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司利润总额及净利润均同比增长；随着业务规模持续扩大，期间费用继续增加，其中财务费用增幅较大，对利润水平影响较大。

2019 年，公司营业收入为 2,675.52 亿元，同比增长 25.01%，主要是受益于供应链业务规模持续扩大；利润总额和净利润分别为 30.74 亿元和 23.58 亿元，同比分别增长 19.56%和 15.24%。

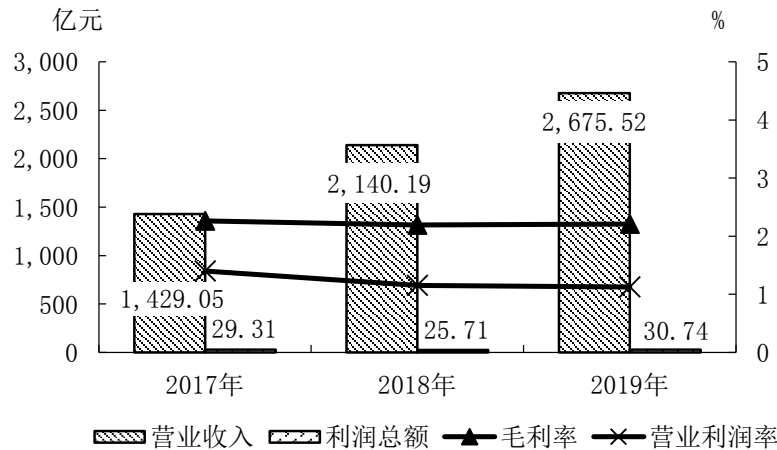


图2 2017~2019年公司盈利情况

数据来源：根据公开资料整理

2019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¹¹继续增加，期间费用率为1.08%，同比基本持平；期间费用为28.83亿元，同比增加6.27亿元；其中财务费用为11.40亿元，同比大幅增加3.60亿元，主要是外部融资规模增加、融资成本上升共同导致利息支出同比大幅增加，2019年资本化利息支出为4.63亿元；管理费用为8.39亿元，同比增加1.28亿元，主要由于齐翔腾达进行设备检修停工损失增加0.58亿元以及职工薪酬费用增长所致；销售费用为5.84亿元，同比增加1.29亿元，其中广告宣传费同比增加0.60亿元、职工薪酬费用同比增加0.30亿元等；研发费用为3.20亿元，同比小幅增长3.48%。

表18 2017~2019年公司期间费用情况（单位：万元、%）

项目	2019年	2018年	2017年
销售费用	58,405	45,550	29,690
管理费用	83,892	71,080	40,696
研发费用	31,995	30,917	28,262
财务费用	113,998	78,005	77,682
期间费用	288,289	225,552	176,330
期间费用/营业收入	1.08	1.05	1.23

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常性损益方面，2019年，公司其他收益为1.06亿元，同比增加0.51亿元；投资收益为0.87亿元，同比大幅减少2.19亿元，主要是处置长期股权投资产生的投资收益同比减少1.13亿元、丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得同比减少0.98亿元以及期货投资收益同比减少0.90亿元；公允价值变动收益为0.88亿元，同比由亏转盈，主要是受按公允价值计量的投资性

¹¹ 期间费用包括销售费用、管理费用、财务费用和研发费用。



房地产（主要为总部大楼）评估增值影响；资产减值损失为-0.53 亿元，损失同比增加 0.30 亿元，主要为固定资产减值损失和坏账损失。

2019 年，营业外收入为 0.82 亿元，同比大幅减少 0.50 亿元，主要是政府补助减少 0.33 亿元所致；营业外支出为 0.22 亿元，同比略有减少，主要是违约金支出大幅增加至 0.16 亿元。

2019 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.58%和 6.71%，随着资产规模以及净资产继续上升，公司总资产报酬率与净资产收益率分别同比下降 0.12 个百分点和下降 1.29 个百分点。

2、现金流

2019 年，公司经营性现金流仍为净流入，对债务及利息保障能力较弱；投资性现金流仍为净流出且同比大幅增加，本期对联营企业的投资规模较大；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。

2019 年，公司经营性净现金流为 7.28 亿元，仍为净流入，同比增加 4.11 亿元，主要是净利润同比增加 3.12 亿元以及经营性应付项目增加所致；但经营性净现金流对债务及利息保障能力很弱。

表 19 2017~2019 年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、倍）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流	7.28	3.17	2.38
投资性净现金流	-83.57	-23.89	-104.49
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.46	0.26	0.26
经营性净现金流/流动负债（%）	3.51	1.76	1.38
经营性净现金流/总负债（%）	1.96	0.97	0.93

数据来源：根据公司提供资料整理

随着对外投资的继续大规模投入，2019 年，公司投资性净现金流为-83.57 亿元，净流出规模同比大幅增加 59.68 亿元，一方面本年收回投资收到的现金同比增加 13.98 亿元、处置子公司及其他营业单位收到的现金同比增加 22.32 亿元，主要包括处置广州汇华、广州幸星传媒有限公司（以下简称“幸星传媒”）等股权收回的款项；另一方面，投资支付的现金同比大幅增加 76.53 亿元至 84.42 亿元，主要是对外投资理财以及投资城投雪松公司、凯得雪松、粤港澳大湾区产融投资有限公司（以下简称“粤港澳产融投资”）等联营企业投资款，支付其他与投资活动有关的现金同比增加 12.01 亿元至 18.54 亿元，主要包括对关联方雪松控股集团成都有限公司借款（以下简称“雪松成都公司”）13.60 亿元，该笔借款不计息，临时性支持雪松成都公司拿地。同期，公司取得子公司及其他营业单位支付现金为 7.97 亿元，包括对齐翔腾达增资款及手续费 3.49 亿元、收购广州证行互联网金融信息服务有限公司 0.89 亿元以及菏泽华立、西塘项目股权款



等。

截至 2019 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 173.03 亿元，已完成投资 82.07 亿元；拟建项目计划总投资 54.02 亿元，已投资 19.88 亿元；此外，齐翔腾达主要化工在建项目投资规模也较大，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。

3、债务收入

由于投资支出规模较大且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且同比大幅增加，但公司可用授信余额较少。

2019 年，公司筹资性净现金流为 86.07 亿元，仍为净流入且同比大幅增加 83.58 亿元，主要是吸收投资收到的现金同比增加 61.97 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金同比增加 17.04 亿元，主要包括 2019 年上半年子公司广州联华向深圳市前海润邦商业保理有限公司的保理借款 7.74 亿元，年化借款利率 10.50%，期限主要为 1、3 或 6 个月、保证金退回 4.82 亿元等；同时，偿还债务支付的现金同比减少 12.38 亿元、支付其他与筹资活动有关的现金同比增加 8.82 亿元至 16.29 亿元，其中本期支付受限资金 9.82 亿元，同比增加 5.45 亿元。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。

2019 年 12 月，公司新发行总额为 10.00 亿元“19 雪松 01”公司债券，发行期限为 3 年，附第二年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行时票面利率为 7.5%，通过债券融资方式进一步拓宽外部融资渠道。截至 2019 年末，公司共获得银行授信 253.38 亿元，尚未使用银行授信额度 44.71 亿元，分别同比增加 41.55 亿元和 15.97 亿元，主要新增工商银行对广州雪瓴企业管理有限公司 9.00 亿元和齐翔腾达并购贷款 5.50 亿元等，但仍面临可用授信余额较少的风险。

表 20 2017~2019 年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	275.56	193.14	239.29
借款所收到的现金	166.16	156.87	207.36
筹资性现金流出	189.50	190.65	112.77
偿还债务所支付的现金	157.53	169.91	103.66

数据来源：根据公司提供资料整理



4、外部支持

控股股东对公司支持力度较大；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。

2019 年 5 月 31 日，雪松控股与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；针对具体项目获得授信批复 23.10 亿元，并已提款 19.24 亿元。2019 年 12 月 6 日，雪松控股与农业银行广东分行签署战略合作协议，农业银行广东分行将为雪松控股提供 200 亿元的金融服务支持额度；其中子公司齐翔腾达截至 2019 年末获得授信批复 7.00 亿元，并已提款 6.00 亿元。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。

2019 年，公司获得的政府补助规模同比增长，计入当期损益的政府补助为 1.73 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 亿元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；上述债权融资计划发行期限均为 5+N 年，募集资金用途为公司及下属子公司偿还其他金融机构借款及其他合法合规用途。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%。截至 2019 年末，城投雪松公司总资产和所有者权益分别为 36.22 亿元和 35.87 亿元；2019 年，城投雪松公司营业收入和净利润分别为 109.29 亿元和 0.87 亿元，经营性净现金流为-34.44 亿元。公司与凯得金融合资成立凯得雪松；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 年公司发行 80.00 亿元永续债，有助于提升公司资金流动性；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。

5、可变现资产

2019 年末，公司应收账款、存货、预付款项规模较大，对资金形成一定占用，应收账款同比大幅增长，存在一定回收风险；新增私募股权基金投资以及供应链业务联营企业等股权投资，被投资企业盈利能力具有一定不确定性，未来或存在一定减值风险；商誉及无形资产中商标权占总资产的比重仍较高；受限资产规模较大，占净资产比重仍较高，资产流动性较弱；所持子公司股权质押比例极高，很大程度上影响公司再融资能力。

2019 年末，公司资产规模继续增长，资产构成同比转变为以流动资产为主，非流动资产占比同比下降 3.39 个百分点。

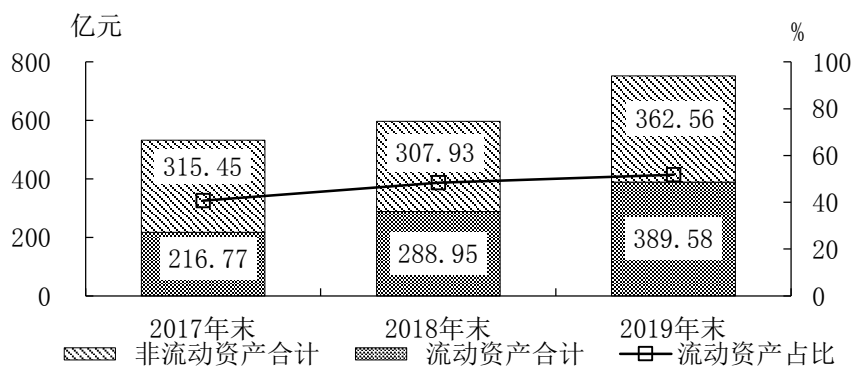


图 3 2017~2019 年末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由应收账款、存货、货币资金、预付款项、其他流动资产及其他应收款等构成，2019 年末以上六项合计在流动资产中占比为 98.31%。

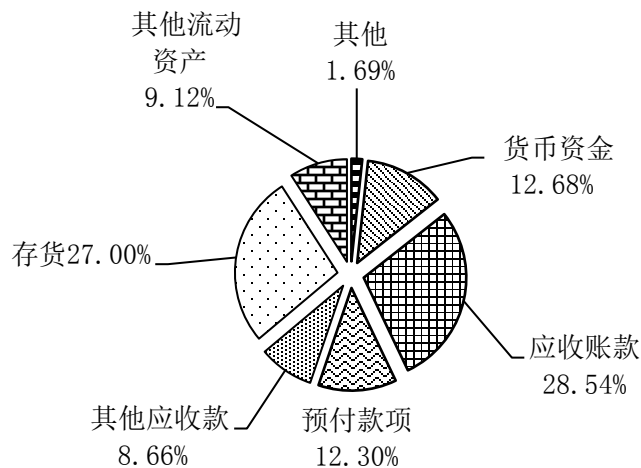


图 4 截至 2019 年末流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司应收账款为 111.17 亿元，同比大幅增加 52.39 亿元，主要为新增大宗商品供应链管理板块应收账款，从 2018 年年末起，经过对客户的整



体综合评估，公司适当的给予优质客户（例如部分央企、国企或上市公司）一定的账期（账期为 1 个月，3 个月，6 个月不等），随着赊销规模的扩大，2019 年末应收账款余额较期初余额增幅较大；按欠款方归集期末余额前五大应收账款单位包括广州市建材发展集团有限公司（以下简称“广州建材发展”）、珠海正方商贸有限公司、昆明国资实业发展有限责任公司、中能电子商务（深圳）有限公司、广西百色广达实业开发有限公司，除广州建材发展外，其余 4 家为新增单位，同比变化较大，前五大应收账款合计 25.39 亿元，占应收账款合计数比例为 22.57%；期末应收账款计提坏账准备合计 1.34 亿元，其中按账龄分析法计提的坏账准备合计 1.29 亿元，包括对账龄在 1 年以内的款项 107.02 亿元按照 0.41% 的比例计提坏账准备 0.44 亿元，较 2018 年末对该期限账龄的坏账计提比例 0.76% 相比有所下降，主要是会计估计变更所致。同时，本期应收账款坏账准备转回 0.28 亿元、核销 0.33 亿元¹²。整体来看，2019 年以来，公司应收账款规模大幅增加，对营运资金形成较大占用，且存在一定的回收风险。

表 21 截至 2019 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
第一名	否	1 年以内	8.09	7.19
第二名	否	1 年以内	4.64	4.12
第三名	否	1 年以内	4.43	3.93
第四名	否	1 年以内	4.39	3.90
第五名	否	1 年以内	3.85	3.43
合计	-	-	25.39	22.57

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司存货为 105.20 亿元，主要包括开发成本及开发产品 90.63 亿元、库存商品 7.46 亿元和原材料 5.32 亿元等，同比增加 10.29 亿元，主要是房地产存货及原材料增加所致；期末已计提跌价准备合计 0.13 亿元，主要对库存商品计提跌价，公司未对地产存货计提跌价准备，而公司地产项目主要集中在中山、南宁，若未来受“限购”、“限价”政策等影响，存在一定跌价风险，对资产规模及利润或造成一定不利影响。

2019 年末，公司货币资金为 49.39 亿元，主要包括银行存款 34.19 亿元，其他货币资金 15.20 亿元等，同比增加 17.56 亿元，主要系公司发行 80 亿元可续期债权融资计划的募集资金到账；其中受限货币资金 16.90 亿元，主要是银行承兑汇票及信用证保证金 10.08 亿元、借款保证金 3.03 亿元及用于担保的定期存款或通知存款 2.08 亿元等；期末存放在境外的款项为 3.13 亿元。公司受限货

¹² 本期，公司对应收东莞泽龙线缆有限公司货款 0.28 亿元因账款无法收回进行核销。



币资金规模较大，对资金流动性造成一定影响。

2019 年末，公司预付款项为 47.93 亿元，占总资产及流动资产的比重分别为 6.37%和 12.30%，账龄基本在 1 年以内，同比大幅减少 12.62 亿元，主要是随着公司业务规模快速增长，行业地位的不断提升，对上游的议价能力逐步增强，同时 2019 年末及时与上游结算货款所致；前五大预付款项单位包括山东交运天宇国际贸易有限公司、广州汇捷供应链管理有限公司、承志供应链有限公司、盐城溢岱实业有限公司和福建才溪建设集团有限公司，与上年预付款项前五名单位变化很大，前五大预付款项合计 20.56 亿元，占预付款项余额比例为 42.90%，集中度同比下降 22.16 个百分点。公司预付款项占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 22 截至 2019 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
第一名	否	1 年以内	5.71	11.91
第二名	否	1 年以内	5.09	10.61
第三名	否	1 年以内	4.01	8.37
第四名	否	1 年以内	2.94	6.13
第五名	否	1 年以内、1~2 年	2.82	5.88
合计	-	-	20.56	42.90

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司其他流动资产为 35.52 亿元，同比大幅增加 32.68 亿元，主要为对外投资私募股权基金 28.00 亿元，预缴税费及待抵扣认证增值税 4.37 亿元，理财产品 2.46 亿元以及应收账款收益权 0.66 亿元。整体看，2019 年，公司新增投资私募股权基金及理财产品购买，对前期的项目选择及后续的投资管理要求较高。

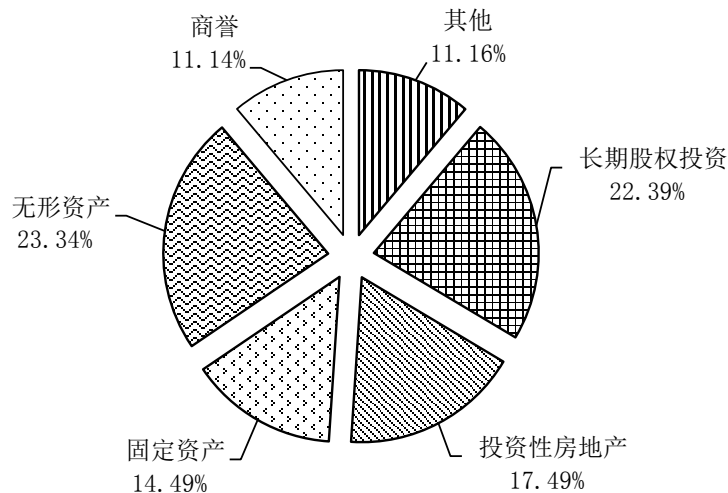
2019 年末，公司其他应收款为 33.76 亿元，同比增加 5.81 亿元，主要是期末给雪松成都公司借款 13.60 亿元所致；期末公司其他应收款计提坏账准备合计 0.52 亿元；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中账龄在 1 年以内的其他应收款 2.66 亿元按照 1.40%比例计提坏账 0.04 亿元；同时，本期公司对烟台德生蚨置业公司 0.36 亿元坏账进行核销，原因是该公司经法院裁定破产清算并未发现有可供执行财产。

表 23 截至 2019 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
第一名	是	关联方借款	1 年以内	13.60	39.80
第二名	否	保证金及利息	1 年以内、1~2 年	5.01	14.66
第三名	是	股权转让款	1 年以内	3.95	11.55
第四名	是	代垫款项	1~2 年	1.44	4.23
第五名	是	往来款	1 年以内、1~2 年	1.00	2.93
合计	-	-	-	25.00	73.17

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、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、商誉等构成，2019 年末以上五项在非流动资产中占比合计 88.84%。


图 5 截至 2019 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

2019 年末，公司无形资产为 84.62 亿元，同比增长 8.20%，主要是合并菏泽华立导致专利权工业产权增加 5.40 亿元以及购置土地使用权所致；其中商标权为 55.37 亿元，主要为收购淄博市齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“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“中广信评报字【2020】第 135 号”评估报告书。根据评估结果测算，期末商标权不存在减值。

2019 年末，公司长期股权投资为 81.18 亿元，同比大幅增加 35.44 亿元，主要是新增粤港澳产融投资（公司持股比例 3.13%）12.00 亿元，城投雪松公司（公司持股比例 49%）17.57 亿元以及凯得雪松（公司持股比例 49%）2.95 亿元等；同



时，公司新增对雪松商品大宗商品产业有限公司（以下简称“雪松大宗产业”）、雪松供应链（天津）有限公司、成都雪松供应链管理有限公司、天津联华供应链有限公司等供应链业务相关 8 家联营企业投资合计 16.99 亿元，公司在上述单位的期末持股比例基本为 49%；公司新增投资的供应链公司主营业务均为从事供应链管理，并在供应链管理的基础上拟开始尝试孵化新业务，如供应链金融或区块链撮合平台等，由于新业务前期可能会出现一段较长的发展期，盈利具有一定不确定性，公司出于谨慎性考虑，上述单位并未纳入合并范围，但考虑到新设立的供应链公司在一定程度上仍然依赖传统的供应链管理业务，因此由雪松大宗进行部分出资。此外，2019 年公司减少对广州汇华股权投资，将持有广州汇华 35% 股权继续转让给控股股东雪松控股，公司对广州汇华的持股比例从 2018 年末持股比例 40% 下降至 5% 并相应计入可供出售金融资产科目，期末余额为 1.67 亿元。整体来看，公司 2019 年集中对供应链业务的联营企业追加投资，新增投资规模较大，主要是供应链管理业务向供应链金融进行探索尝试，由于还处于前期孵化，盈利具有较大不确定性，或可能对权益法确认的投资损益造成一定影响，同时对粤港澳产融投资、城投雪松公司新增投资规模较大；进一步减少对广州汇华的持股比例，仍是基于控股股东雪松控股在战略层面需进一步盘活资产的需要。

2019 年末，公司投资性房地产为 63.39 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，同比下降 5.13%，主要丽江项目随幸星传媒处置后不再纳入合并范围。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。2019 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【2020】第 130 号”报告书；期末未办妥产权证书的投资性房地产为 13.01 亿元，主要由于尚未完成竣工验收手续或正在履行审批手续等情形造成。

2019 年末，公司固定资产为 52.52 亿元，主要包括专用设备 23.93 亿元、房屋及建筑物 15.97 亿元及通用设备 11.93 亿元等，同比增加 9.59 亿元，主要是在建工程转固以及企业合并增加所致，已累计计提折旧 37.27 亿元；期末未办妥产权证书的固定资产为 2.03 亿元，暂未投入使用的固定资产 6.61 亿元（相应计提减值准备 0.07 亿元）。

2019 年末，公司商誉为 40.38 亿元，同比增加 4.19 亿元，主要由于公司合并菏泽华立产生 4.24 亿元，商誉主要由合并希努尔形成的商誉 29.75 亿元、合并齐翔集团形成的商誉 3.43 亿元以及收购 Granite Capital S.A 形成 1.00 亿元商誉等构成。针对形成较大规模商誉的希努尔和齐翔集团，中广信公司对上述两家公司期末股东权益价值进行评估，并分别出具了“中广信评报字【2020】第 136 号”和“中广信评报字【2020】第 137 号”报告书，根据评估测算，上述两



家公司形成的商誉期末不存在减值。

表 24 截至 2019 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	16.90	银行承兑汇票、信用证、借款、期货等保证金	2.25
应收票据	2.25	质押	0.30
应收账款	0.88	质押	0.12
存货	39.38	抵押	5.24
其他流动资产	2.45	质押	0.33
长期股权投资	45.28	质押	6.02
投资性房地产	46.93	抵押	6.24
固定资产	6.02	抵押	0.80
在建工程	5.85	抵押	0.78
无形资产	4.20	抵押	0.56
合计	170.14	-	22.62

资料来源：根据公司提供资料整理

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 170.14 亿元，在总资产中占比为 22.62%，占净资产比重为 48.39%，占总资产和净资产的比重很高。截至 2019 年末，佛山市顺德区金盛瑞泰投资有限公司持有开源证券股份有限公司（以下简称“开源证券”）518,669,401.00 股均处于质押状态，占其持有开源证券股份数的 81.53%，占开源证券总股本的 18.83%，质押股份用于债权质押担保，质押权人为广州农村商业银行股份有限公司（以下简称“广州农商行”）；另，齐翔集团将所持齐翔腾达 786,357,803.00 股股份质押给山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国际信托”），占其持有齐翔腾达股份总数的 79.06%，占齐翔腾达总股本的 44.30%；希努尔控股股东广州雪松文化旅游投资有限公司（以下简称“雪松文投”）质押给长安国际信托股份有限公司持有希努尔 34,610.38 万股，占其持有股份的 100.00%，占希努尔股份的 63.62%；雪松文投的一致行动人广州君凯投资有限公司将持有的希努尔 2,655.82 万股质押给长安国际信托股份有限公司，占其持有希努尔股份总数的 73.03%，占希努尔总股本的 4.88%。

**表 25 截至 2019 年末公司直接或间接持有的子公司股权受限情况（单位：%）**

子公司名称	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	权利受限原因
雪松大宗商品供应链集团有限公司	100.00	100.00	“18 君华 01” 质押担保
淄博市齐翔石油化工集团有限公司	80.00	100.00	质押
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	44.82	96.01	质押
广州雪松文化旅游投资有限公司	100.00	100.00	质押
中山市君华房地产开发有限公司	100.00	100.00	质押
广州君华地产置业有限公司	100.00	100.00	质押
南宁君华置业有限公司	100.00	100.00	质押
雪松君华置业（广州）有限公司	100.00	100.00	质押
菏泽华立新材料有限公司	51.00	100.00	质押
河南天门置业有限公司	100.00	100.00	质押
希努尔男装股份有限公司	70.30	97.44	质押

资料来源：根据公司提供资料整理

2020 年 3 月 18 日，齐翔腾达发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东及其一致行动人补充质押股份的公告》称，齐翔集团及其一致行动人将其持有的齐翔腾达股份 28,463,211 股补充质押给了山东国际信托，本次质押用途为齐翔集团前次为公司贷款提供担保而进行股份质押的补充质押。本次补充质押股份后，齐翔集团及其一致行动人累计质押给山东国际信托的齐翔腾达股份合计 814,821,014 股，占其持有齐翔腾达股份的 78.82%，占齐翔腾达股份总数的 45.90%。

综合来看，公司可变现资产以存货、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较大，所持子公司股权质押比重极高，很大程度上影响公司再融资能力，资产流动性较弱。

总体看，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。

偿债来源结构一般。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，很大程度上影响再融资能力，资产流动性较弱。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。



（二）债务及资本结构

2019 年末，由于业务规模扩大及项目建设、对外投资等引起资金需求量大幅增加，公司借款规模仍保持较大规模，流动负债占比有所上升，短期有息负债规模仍较大且大幅增加。

2019 年末，公司负债规模为 400.55 亿元，同比增长 17.46%，仍以流动负债为主且流动负债占比同比上升 8.34 个百分点。

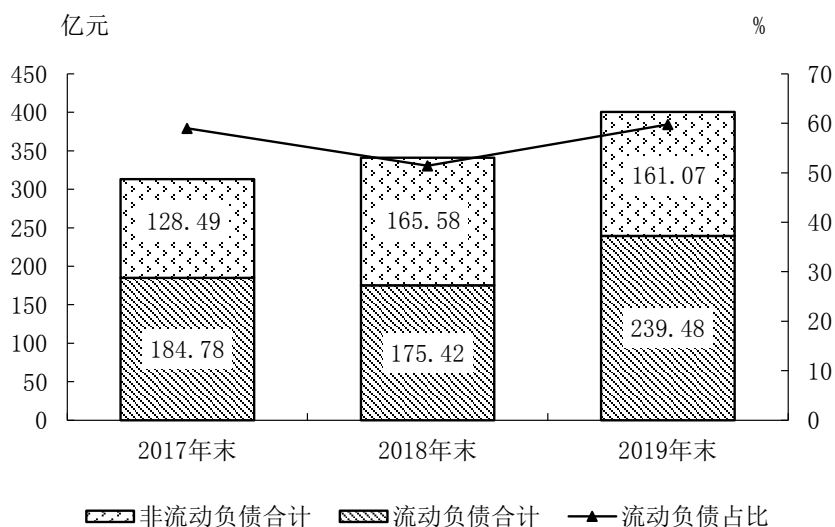


图 6 2017~2019 年末公司负债构成情况

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、其他应付款、一年内到期的非流动的负债、应付账款、预收款项及应付票据等构成，2019 年末以上六项占流动负债的比重为 94.38%。

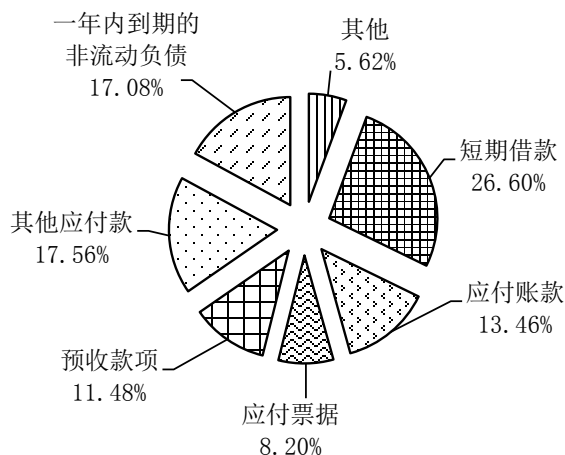


图 7 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理



2019 年末，公司短期借款为 63.71 亿元，包括质押借款 15.30 亿元、抵押借款 17.72 亿元、信用借款 18.43 亿元和保证借款 12.26 亿元，同比减少 5.22 亿元，主要是本期偿还了部分抵押借款及质押借款；其他应付款为 42.05 亿元，同比大幅增加 19.04 亿元，主要是应付单位和个人的股转款和往来款，账龄以一年以内为主；一年内到期的非流动的负债为 40.90 亿元，同比大幅增加 34.09 亿元，主要是一年内到期的长期借款同比大幅增加 27.07 亿元至 33.64 亿元所致以及新增一年内到期的应付债券为 6.59 亿元；应付账款为 32.24 亿元，同比增加 5.91 亿元，账龄在一年以内的占比 72.78%；预收款项为 27.49 亿元，同比减少 2.69 亿元，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，账龄基本在一年以内；应付票据为 19.63 亿元，同比增加 7.90 亿元，其中银行承兑汇票为 16.26 亿元。

表 26 截至 2019 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
第一名	是	往来款	1 年以内、1~2 年	13.89	35.81
第二名	是	股权转让款	1 年以内	2.78	7.18
第三名	否	对价款	1 年以内	1.90	4.90
第四名	否	受让款	1 年以内	1.50	3.87
第五名	否	往来款	1 年以内	1.40	3.61
合计	-	-	-	21.47	55.37

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、应付债券、递延所得税负债和其他非流动负债等构成，2019 年末以上四项合计占非流动负债的比重为 96.50%。

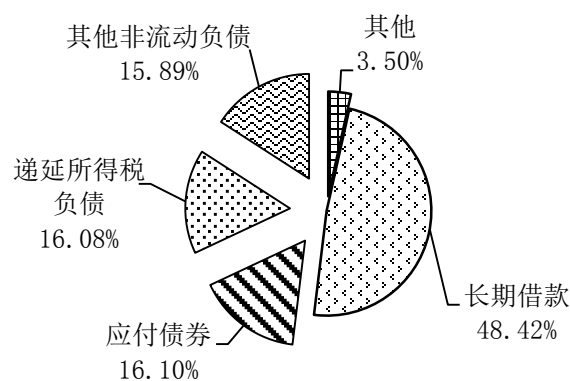


图 8 截至 2019 年末公司非流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司长期借款为 78.00 亿元，主要由房地产开发贷款和长期流动资金贷款构成，其中质押借款 67.30 亿元、抵押借款 10.70 亿元，同比下降



27.34%，主要是质押借款同比减少 37.70 亿元所致；应付债券为 25.94 亿元，同比下降 6.87%，主要是“17 君华 01”部分回售所致；递延所得税负债为 25.90 亿元，同比下降 9.62%，主要为非同一控制企业合并资产评估增值确认 13.20 亿元、投资性房地产公允价值变动产生 9.82 亿元以及利息资本化递延税费 2.08 亿元等；其他非流动负债为 25.60 元，同比大幅增加，主要是新增债权融资计划 19 粤雪松大宗 ZR001/ZR002、19 粤雪松实业 ZR003/ZR004/ZR006。

2019 年末，公司有息债务规模同比有所增长，以短期有息债务为主且规模同比显著上升，仍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 2019 年末，公司总有息债务¹³为 260.83 亿元，同比增加 38.16 亿元，转变以短期有息债务为主，但面临较大短期偿付压力；总有息债务占总负债比重为 48.30%。

表 27 2017~2019 年末公司有息债务情况¹⁴ (单位：亿元、%)

项目	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	127.29	87.47	111.82
长期有息债务	133.55	135.20	92.89
总有息债务	260.83	222.67	204.71
短期有息债务占比	48.80	39.28	54.62
总有息债务在总负债中占比	65.12	65.30	65.35

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 2019 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 2020 下半年偿付；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 28 截至 2019 年末公司有息负债期限结构 (单位：亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	127.29	104.34	15.50	1.65	3.30	8.75	260.83
占比	48.80	40.00	5.94	0.63	1.26	3.35	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

¹³ 公司总有息债务未计算 80 亿元永续债，但永续债计息。

¹⁴ 短期有息债务含应付票据，2019 年末长期有息债务包括其他非流动负债。



公司发行的“17 君华 01”、“18 雪松 01”将于 2020 年下半年面临到期兑付或回售，若投资者选择回售，存在一定债券集中兑付压力。

公司债券余额 6.60 亿元的“17 君华 01”将于 2020 年 8 月到期，发行总额 4.00 亿元的“18 雪松 01”将于 2020 年 10 月面临回售。整体来看，若投资者均选择全部回售“18 雪松 01”，公司将在 2020 年下半年共需兑付合计 10.60 亿元债券，存在一定债券集中兑付压力。

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 2019 年末，公司对外担保为 36.90 亿元，担保比率 10.50%，包括对控股股东雪松控股的 6.21 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 30.69 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 6.21 亿元，占 2019 年末净资产的比重为 1.77%。公司对雪松控股的 6.21 亿元担保期限至 2021 年 12 月；公司无其他对外担保。

齐翔腾达涉及两起重大未决诉讼形成的或有负债，目前案件尚未取得生效法律文书，暂无法确定损失金额。

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 09 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提起诉讼，要求齐翔腾达赔偿其股权损失 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 1,840.00 万元，并就涉案股权价值向天津市滨海新区人民法院申请进行司法评估。2018 年 6 月，天津市滨海新区人民法院批准了夏军伟的评估申请，并摇号选定评估机构。截至 2019 年 12 月 31 日，本案仍在等待评估结果。案件尚未取得生效法律文书，暂无法确定损失金额。



2019 年末，受永续债成功发行以及未分配利润增加影响，公司所有者权益大幅增长。

受永续债成功发行以及未分配利润增加影响，2019 年末，公司所有者权益为 351.58 亿元，同比增加 95.71 亿元；其中，实收资本为 70.00 亿元，同比无变化；资本公积为 28.67 亿元，同比增加 2.19 亿元；随着经营利润不断增加，公司未分配利润为 63.62 亿元，同比增加 14.64 亿元；其他权益工具为 80.00 亿元，公司于 2019 年 3 月发行总额 80 亿人民币永续债（19 粤雪松实业 ZR001、19 粤雪松实业 ZR002），期限 5+N，依照条款的约定赎回之前长期存续，在公司依据发行条款约定赎回时到期，每半年付息一次，可递延付息，付息日前 12 个月内触发强制付息事件后不得递延付息；归属于母公司所有者权益和少数股东权益分别为 264.59 亿元和 86.99 亿元，同比分别增加 95.25 亿元和增加 0.46 亿元。

公司经营性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。

2019 年，EBITDA 利息保障倍数为 3.14 倍，由于利息支出同比大幅增加，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。2019 年末，公司现金及现金等价物期末余额为 32.49 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；2019 年末，公司获得的银行授信同比有所增加，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 1.63 倍和 1.19 倍，同比变化不大。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。2019 年末，公司资产负债率为 53.26%，债务资本比率 42.59%，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。



公司本部偿债能力

公司本部资产构成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；受新发行永续债计入其他权益工具影响，公司资产负债率同比下降；本部主营业务中投资业务对毛利润贡献度较高，但本部盈利能力仍较弱；债务负担较重，财务费用同比有所增长。

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、投资等业务。2019 年末，公司本部总资产为 362.41 亿元，资产结构较为均衡，流动资产占比同比上升 12.42 个百分点。2019 年末，公司其他应收款为 133.33 亿元，主要是公司本部与子公司的往来款及关联方借款，同比增加 36.56 亿元，主要是对子公司的往来款增加所致；按欠款方归集的其他应收款期末余额前五名合计 103.82 亿元，占本部其他应收款余额合计数比例为 78.11%，期末计提坏账准备合计 0.13 亿元，计提比例为 0.10%。公司货币资金为 17.24 亿元，同比增加 14.53 亿元，主要是由于公司经营积累及筹资资金增加所致。非流动资产中长期股权投资、可供出售金融资产及投资性房地产占比较高。2019 年末，公司本部长长期股权投资为 155.85 亿元，同比增加 2.05 亿元，主要由于减少对子公司投资 18.05 亿元和增加对联营企业投资 20.10 亿元，其中减少对广州汇华投资 11.66 亿元、广州桐鲲贸易有限公司（以下简称“广州桐鲲”）减少投资 18.80 亿元，追加对粤港澳产融投资 12.00 亿元投资，新增凯得雪松投资 3.02 亿元、城投雪松公司 17.15 亿元等，长期股权投资中股权质押比率很高，变现能力较弱；可供出售金融资产为 12.24 亿元，主要包括山东信托·君华集团集合资金信托产品 10.00 亿元，同比略减；投资性房地产为 11.17 亿元，包括天汇项目、华府御府项目等，同比变化不大。

2019 年末，公司本部负债为 178.12 亿元，同比略有下降，负债结构同比转为以流动负债为主，流动负债占比为同比上升 8.92 个百分点至 53.18%；流动负债以其他应付款、一年内到期的非流动负债、短期借款及应付票据为主。2019 年末，公司本部其他应付款为 45.58 亿元，同比增加 3.41 亿元，主要是往来款、应付股利变动所致；一年内到期的非流动负债为 28.79 亿元，同比大幅增加 25.78 亿元，主要是一年内到期的长期借款和应付债券增加所致；短期借款为 8.32 亿元，同比大幅减少 20.19 亿元，主要是本期调整债务结构，增加长期融资，偿还短期借款导致；应付票据为 6.90 亿元，同比增加 5.28 亿元，主要是票据结算增加所致；新增其他流动负债 3.00 亿元，主要为北金所挂牌的债权融资计划-19 粤雪松实业 ZR005。公司本部非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债为主，2019 年末长期借款为 39.00 亿元，同比大幅减少 30.00 亿元，主要是部分借款调整到一年内到期所致；应付债券同比下降 1.91 亿元，主要是新



发行债券 10 亿元“19 雪松 01”及“17 君华 01”调整到一年内到期所致；新增其他非流动负债 16.00 亿元，主要是北金所挂牌的债权融资计划。2019 年末，公司资产负债率为 49.15%，同比下降 13.41 个百分点。

从盈利能力来看，2019 年，公司本部实现营业收入为 91.04 亿元，同比大幅增加 39.58 亿元，主要是供应链管理、投资业务收入增幅较大所致；期间费用 9.06 亿元，主要包括财务费用 8.26 亿元，同比增加 1.11 亿元，主要是财务费用增长所致，对公司利润形成一定挤压；期间费用率为 9.95%，同比下降 5.50 个百分点，主要由于营业收入增幅大于期间费用增幅。2019 年，公司本部非经常损益规模较小，对利润影响不明显。同期，本部利润总额和净利润分别为 1.89 亿元和 1.71 亿元，分别同比下降 27.14%和 28.03%，全部为归母净利润。同期，公司毛利润同比大幅增加 10.07 亿元至 10.73 亿元，主要是投资业务毛利率较高所致；毛利率为 11.79%，同比大幅上升 10.51 个百分点。

2019 年，公司经营性净现金流为-22.93 亿元，同比减少 82.40 亿元且转为净流出，主要是收到其他与经营活动有关的现金（主要是收回备用金及往来款）同比减少 59.60 亿元，同时支付其他与经营活动有关的现金（主要是支付的备用金及往来款）同比增加 19.84 亿元。同期，本部投资性净现金流为-22.00 亿元，仍为净流出但净流出规模同比减少 42.70 亿元，其中收回投资收到的现金同比增加 32.69 亿元，主要为收回广州汇华股转款 11.77 亿元，广州桐鲲减资款 18.00 亿元，以及处置子公司及其他营业单位收到的现金净额同比增加 23.21 亿元，主要为广州汇华、中山市汇德丰房地产投资有限公司、幸星传媒的股转款；同时投资支付的现金大幅增加 58.10 亿元，取得子公司及其他营业单位支付的现金同比减少 57.97 亿元，而 2018 年本部对广州桐鲲增资 19.90 亿元，对雪松大宗增资 34.20 亿元。2019 年，本部筹资性净现金流为 56.83 亿元，同比增加 61.11 亿元且转为大幅净流入，一方面主要由于公司发行的永续债 80.00 亿元，另一方面偿还债务支付的现金同比减少 24.19 亿元。2019 年末，公司现金及现金等价物为 12.11 亿元，同比大幅增加 11.90 亿元。

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雪松大宗（原名为“供通云”）100%股权为“18 君华 01”提供质押担保，仍具有较强的增信作用。

雪松大宗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。雪松大宗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。2019 年，雪松大宗实现营业收入 2,216.02 亿元，同比增加 456.05 亿元，净利润为 11.78 亿元，同比增加 4.01 亿元，主要是供应链管理业务规模增加所致；经营性净现金流为-0.84 亿元，仍为净流出但净流出规模同比减少 32.16 亿元。2019 年末，雪松大宗的现金及现金等价物为 1.98 亿元，同比大幅减少 4.21 亿元，其中可随时用于支付的银行存款同比减少 4.71 亿元。2019 年末，雪松大宗总资产为 194.92 亿元，同比增加 56.32 亿元，仍以流动资产为主，其中应收账款同比大幅增加 47.55 亿元，按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计 24.10 亿元，占期末应收账款总额的比例为 29.10%，期末计提坏账准备合计 0.01 亿元，按账龄组合计提坏账的应收账款中账龄在 1 年以内的款项不计提坏账；预付款项同比减少 17.11 亿元，按预付对象归集的预付款项期末余额前五名合计 19.34 亿元，占预付款项总额的 54.85%；其他流动资产同比增加 9.00 亿元，主要是新增预付投资款 8.00 亿元（私募股权基金款）和理财产品 1.00 亿元；货币资金为 8.56 亿元，同比减少 1.07 亿元，其中受限货币资金为 6.59 亿元，性质为期货、票据和信用保证金，非受限部分较少。非流动资产中，雪松大宗长期股权投资同比增加 19.30 亿元，主要包括对开源证券的长期股权投资 30.35 亿元，雪松大宗对开源证券持股比例为 23.09%以及本年新增对雪松大宗产业等供应链业务 8 家联营企业投资款合计 16.99 亿元，除雪松大宗产业和供应链天津公司由雪松大宗直接持股外，其余 6 家单位均通过广州联华持股。2019 年末，雪松大宗总负债为 110.50 亿元，同比增加 43.41 亿元，仍以流动负债为主，主要包括其他应付款 51.94 亿元、短期借款 21.16 亿元、应付票据 9.98 亿元、应付账款 6.71 亿元和预收款项 6.35 亿元等，其中其他应付款同比大幅增加 26.45 亿元，主要是对雪松实业的往来款同比增加 24.69 亿元至 47.96 亿元以及对供应链天津公司往来款 2.06 亿元等；非流动负债中新增其他非流动负债 9.60 亿元，主要是广州农商行债权融资计划；所有者权益为 84.43 亿元，同比增加 12.92 亿元，主要是未分配利润同比增加 11.41 亿元所致。2019 年末，雪松大宗资产负债率为 56.69%，同比上升 8.28 个百分点。2019 年末，雪松大宗的受限资产为 36.27 亿元，占总资产和净资产的比重分别为 18.61%和 42.97%，占比较高；截至 2019 年末，雪松大宗间接持有的开源证券 518,669,401 股用于质押，占其持有开源证券股份数的 81.53%，占开源证券总股本的 18.83%，质押股份用于债权质押担保，质押权人为广州农商行。

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



有的雪松大宗 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，被质押的雪松大宗 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）。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、雪松大宗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，剔除关联方负债后雪松大宗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雪松大宗偿还所欠债务；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=（雪松大宗负债总额-雪松大宗对关联方负债总额）/雪松大宗资产总额，上述数据均为雪松大宗合并数据；（2）在质押期间，雪松大宗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，雪松大宗不会新增对外担保等或有负债。截至 2019 年末，按照 2019 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，2019 年末质押资产的评估价值（合并口径下雪松大宗 2019 年经审计的净资产）与“18 君华 01”未偿还本金的比率为 7.04 倍。2019 年末，雪松大宗资产负债率为 56.69%，雪松大宗剔除关联方负债 52.39 亿元（其中雪松大宗对雪松实业的负债总额为 47.96 亿元）后的资产负债率为 29.81%。

综合分析，公司以其持有的子公司雪松大宗 100%股权为“18 君华 01”提供质押担保，截至 2019 年末雪松大宗已有账面价值为 36.27 亿元资产处于受限状态，具有较强的增信作用。

偿债能力

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。2019 年，公司营业收入和毛利润均同比大幅增长。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，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、对外投资增加以及在建工程投入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；新增私募股权基金投资且对供应链业务联营企业长期股权投资规模较大，考虑到被投资企业盈利不确定，未来或存在一定减值风险；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再融资能力，资产流动性较弱。公司以持有的子公司雪松大宗 100%股权为“18 君华 01”担保仍具有较强的增信作用。

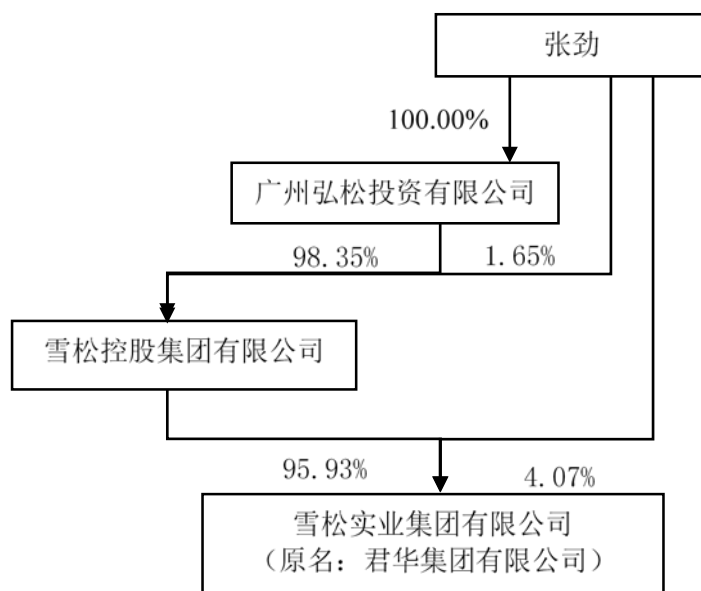
综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。“17 君华 01”、“18 雪松 01”到期不能偿付的风险很小，“18 君华 01”到期不能偿付的风险极小。

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。



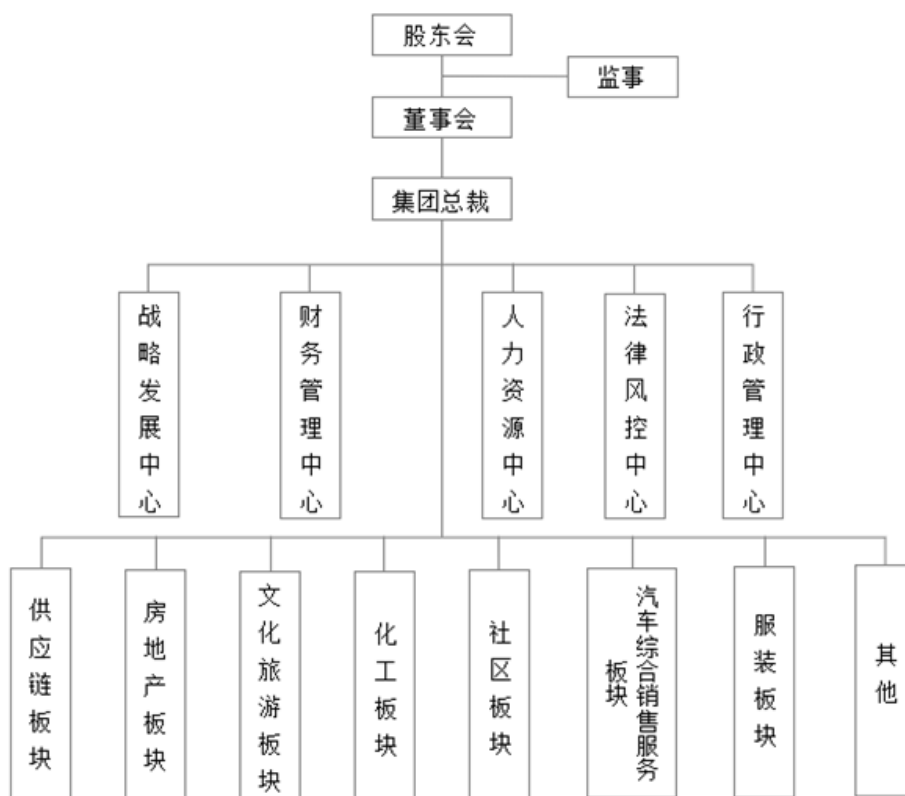
附件 1 公司治理

1-1 截至本报告出具日雪松实业集团有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 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 2019 年末雪松实业集团有限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	中山	4.59	16.74	8.56
许昌香柏麓湖花	河南许昌	16.87	37.28	11.32
合计	-	21.45	54.02	19.88

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 雪松实业集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
资产类			
货币资金	493,941	318,340	442,209
应收票据	65,577	92,978	110,316
应收账款	1,111,698	587,778	162,708
其他应收款	337,555	279,462	54,017
预付款项	479,337	605,575	565,531
存货	1,052,020	949,105	808,189
流动资产合计	3,895,775	2,889,539	2,167,675
可供出售金融资产	146,324	131,489	200,340
长期股权投资	811,760	457,380	254,718
投资性房地产	633,941	668,244	756,108
在建工程	155,961	188,535	90,352
无形资产	846,225	782,115	704,978
商誉	403,781	361,884	341,157
递延所得税资产	37,001	18,535	10,618
其他非流动资产	56,048	38,040	369,784
非流动资产合计	3,625,587	3,079,282	3,154,540
总资产	7,521,362	5,968,821	5,322,215
占资产总额比 (%)			
货币资金	6.57	5.33	8.31
应收票据	0.87	1.56	2.07
应收账款	14.78	9.85	3.06
其他应收款	4.49	4.68	1.01
预付款项	6.37	10.15	10.63
存货	13.99	15.90	15.19
流动资产合计	51.80	48.41	40.73
可供出售金融资产	1.95	2.20	3.76
长期股权投资	10.79	7.66	4.79
投资性房地产	8.43	11.20	14.21
在建工程	2.07	3.16	1.70
无形资产	11.25	13.10	13.25
商誉	5.37	6.06	6.41
递延所得税资产	0.49	0.31	0.20
其他非流动资产	0.75	0.64	6.95
非流动资产合计	48.20	51.59	59.27



3-2 雪松实业集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
负债类			
短期借款	637,082	689,316	1,010,403
应付票据	196,348	117,329	64,708
应付账款	322,413	263,330	145,277
预收款项	274,947	301,879	284,660
其他应付款	420,460	230,034	238,095
应交税费	79,855	65,256	45,888
一年内到期的非流动负债	408,969	68,090	43,076
流动负债合计	2,394,774	1,754,240	1,847,776
长期借款	780,001	1,073,460	804,796
应付债券	259,375	278,507	119,147
递延所得税负债	258,987	286,550	336,642
其他非流动负债	256,000	0	0
非流动负债合计	1,610,743	1,655,795	1,284,906
负债合计	4,005,518	3,410,035	3,132,682
占负债总额比 (%)			
短期借款	15.91	20.21	32.25
应付票据	4.90	3.44	2.07
应付账款	8.05	7.72	4.64
预收款项	6.86	8.85	9.09
其他应付款	10.50	6.75	7.60
应交税费	1.99	1.91	1.46
一年内到期的非流动负债	10.21	2.00	1.38
流动负债合计	59.79	51.44	58.98
长期借款	19.47	31.48	25.69
应付债券	6.48	8.17	3.80
递延所得税负债	6.47	8.40	10.75
其他非流动负债	6.39	0.00	0.00
非流动负债合计	40.21	48.56	41.02
权益类			
实收资本（股本）	700,000	700,000	500,000
资本公积	286,706	264,804	253,962
盈余公积	4,086	2,376	0
未分配利润	636,201	489,808	342,416
归属于母公司所有者权益	2,645,932	1,693,430	1,372,539
少数股东权益	869,912	865,356	816,994
所有者权益合计	3,515,844	2,558,786	2,189,533



3-3 雪松实业集团有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
损益类			
营业收入	26,755,174	21,401,882	14,290,512
营业成本	26,163,530	20,932,585	13,967,144
营业税金及附加	24,430	25,446	20,035
销售费用	58,405	45,550	29,690
管理费用	83,892	71,080	40,696
研发费用	31,995	30,917	28,262
财务费用	113,998	78,005	77,682
资产减值损失	-5,340	-2,326	733
公允价值变动收益	8,844	-5,496	-4,198
投资收益/损失	8,746	30,671	73,111
营业利润	301,419	246,434	200,611
营业外收支净额	5,965	10,660	92,515
利润总额	307,384	257,094	293,126
所得税	71,628	52,518	68,507
净利润	235,756	204,576	224,620
归属于母公司所有者的净利润	188,200	149,768	178,637
占营业收入比 (%)			
营业成本	97.79	97.81	97.74
营业税金及附加	0.09	0.12	0.14
销售费用	0.22	0.21	0.21
管理费用	0.31	0.33	0.28
研发费用	0.12	0.14	0.20
财务费用	0.43	0.36	0.54
资产减值损失	-0.02	-0.01	0.01
公允价值变动收益	0.03	-0.03	-0.03
投资收益/损失	0.03	0.14	0.51
营业利润	1.13	1.15	1.40
营业外收支净额	0.02	0.05	0.65
利润总额	1.15	1.20	2.05
所得税	0.27	0.25	0.48
净利润	0.88	0.96	1.57
归属于母公司所有者的净利润	0.70	0.70	1.25
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	72,837	31,749	23,768
投资活动产生的现金流量净额	-835,683	-238,894	-1,044,915
筹资活动产生的现金流量净额	860,657	24,891	1,265,177



3-4 雪松实业集团有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
主要财务指标			
EBIT	420,015	340,680	371,735
EBITDA	499,276	404,115	427,819
总有息债务	2,608,320	2,226,708	2,047,067
毛利率 (%)	2.21	2.19	2.26
营业利润率 (%)	1.13	1.15	1.40
总资产报酬率 (%)	5.58	5.71	6.98
净资产收益率 (%)	6.71	8.00	10.26
资产负债率 (%)	53.26	57.13	58.86
债务资本比率 (%)	42.59	46.53	48.32
长期资产适合率 (%)	141.40	136.87	110.14
流动比率 (倍)	1.63	1.65	1.17
速动比率 (倍)	1.19	1.11	0.74
保守速动比率 (倍)	0.23	0.25	0.30
存货周转天数 (天)	13.77	15.11	13.17
应收账款周转天数 (天)	11.43	6.31	3.11
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.51	1.76	1.38
经营性净现金流/总负债 (%)	1.96	0.97	0.93
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.46	0.26	0.26
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.64	2.75	4.04
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	3.14	3.26	4.65
现金比率 (%)	20.64	19.72	24.47
现金回笼率 (%)	106.03	108.12	114.22
担保比率 (%)	10.50	21.11	14.06



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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
资产类			
货币资金	172,416	27,072	99,747
预付款项	2,019	25,596	35,899
其他应收款	1,333,268	967,620	1,173,454
存货	64,064	23,580	8,317
其他流动资产	200,545	1,432	73
可供出售金融资产	122,419	123,459	112,565
长期股权投资	1,558,534	1,538,056	1,206,637
投资性房地产	111,653	112,891	115,684
总资产	3,624,149	2,855,080	2,812,152
负债类			
短期借款	83,172	285,100	672,354
应付票据	69,043	16,200	4,200
应付账款	19,357	20,240	21,373
其他应付款	455,779	421,690	477,817
一年内到期的非流动负债	287,889	30,103	3,356
长期借款	390,000	690,000	632,202
应付债券	259,375	278,507	119,147
其他非流动负债	160,000	0	0
总负债	1,781,214	1,786,127	1,965,652
权益类			
实收资本（股本）	700,000	700,000	500,000
其他权益工具	800,000	0	0
资本公积	251,309	253,800	253,800
其它综合收益	68,935	69,467	70,775
未分配利润	18,605	43,310	21,926
所有者权益	1,842,935	1,068,953	846,500
损益类			
营业收入	910,391	514,568	258,900
营业成本	803,066	507,962	259,718
管理费用	7,378	10,454	4,915
财务费用	82,611	68,469	56,727
投资收益	2,798	99,668	93,243
营业利润	18,769	25,919	28,823
利润总额	18,866	25,894	28,739
净利润	17,101	23,760	28,913



3-6 雪松实业集团有限公司（本部）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年 (追溯调整)
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	-229,273	594,694	-317,670
投资活动产生的现金流量净额	-220,020	-647,018	-606,757
筹资活动产生的现金流量净额	568,286	-42,815	971,969



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 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$
23. 可变现资产 = $\text{总资产} - \text{在建工程} - \text{开发支出} - \text{商誉} - \text{长期待摊费用} - \text{递延所得税资产}$



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。