



CREDIT RATING REPORT

报告名称

保集控股集团有限公司 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】108 号

大公国际资信评估有限公司通过对保集控股集团有限公司及“18 保集 01”和“18 保集 02”的信用状况进行跟踪评级，确定保集控股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，“18 保集 01”和“18 保集 02”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇二〇年六月二十八日





评定等级

主体信用

跟踪评级结果	AA	评级展望	稳定
上次评级结果	AA	评级展望	稳定

债项信用

债券简称	发行额 (亿元)	年限 (年)	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果	上次评 级时间
18 保集 01	4.5	3 (2+1)	AA	AA	2019.06
18 保集 02	2.6	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	210.92	202.62	189.55
所有者权益	71.41	63.35	59.13
总有息债务	50.59	62.69	63.21
营业收入	134.16	135.95	118.88
净利润	3.83	5.63	6.64
经营性净现金流	12.57	5.79	6.07
毛利率	8.79	14.97	10.82
总资产报酬率	4.31	6.27	6.31
资产负债率	66.14	68.73	68.81
债务资本比率	41.47	49.74	51.67
EBITDA 利息保障倍 数 (倍)	1.59	2.20	2.28
经营性净现金流/总 负债	9.02	4.29	4.86

注: 公司提供了 2019 年财务报表, 中兴财光华会计师事务所 (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。

主要观点

保集控股集团有限公司 (以下简称“保集控股”或“公司”) 主要从事贸易和房地产业务。跟踪期内, 上海经济环境有利于外贸业务发展, 公司房地产业务签约销售金额和面积保持增长; 但公司土地储备集中在二三线城市, 受区域经济影响较大, 其他应收款关联方占比高, 受限资产规模较大, 银行授信有所降低, 仍面临一定短期偿债压力, 对外担保仍存在一定或有风险。公司实际控制人裘东方为“18 保集 01”、“18 保集 02”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司所在地区上海经济环境较好, 地理位置优越, 有利于外贸业务发展;
- 公司签约销售金额和面积保持增长, 房地产业务产品类型丰富, 刚需及改善型需求产品销售占比较大, 能够满足市场的多层次需求。

主要风险/挑战:

- 公司土地储备分布由金华市转向其他二三线城市, 其中拟建项目主要集中在五线城市, 受区域经济影响较大;
- 公司房地产业务收入有所下降, 毛利率下降幅度较大, 盈利能力有所下降;
- 公司在建、拟建项目较多, 仍面临较大的资金支出压力;
- 公司资产流动性一般, 资产受限资产规模较大, 其他应收款集中度有所上升, 且关联方占比仍较大, 对资金形成较大占用;
- 公司短期有息债务规模仍较大, 银行授信总额继续降低, 可用银行授信较小, 融资结构仍以信托及资管借款为主, 融资能力较弱公司, 短期偿债压力增大;
- 公司部分对外担保企业资产负债率极高, 且存在亏损, 仍存在一定或有风险。

评级小组负责人: 肖 尧

评级小组成员: 贾月华 张 洁

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《房地产企业信用评级方法》，版本号为 PF-FDC-2020-V. 3. 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%）	4.84
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.50
（三）区域环境	5.00
要素二：财富创造能力（58%）	4.28
（一）产品与服务竞争力	3.95
（二）盈利能力	4.90
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	4.99
（一）债务结构	5.80
（二）流动性偿债来源	5.52
（三）清偿性偿债来源	1.23
调整项	-0.05
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 保集 01	AA	2019/06/25	肖尧、贾月华、张洁	大公资信房地产企业信用评级方法（V.2）	点击阅读全文
	18 保集 02	AA				
AA/稳定	18 保集 02	AA	2018/09/12	肖尧、谷建伟、徐欣	大公房地产企业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文
AA/稳定	18 保集 01	AA	2018/05/14	孙瑞、马映雪、王思明	大公房地产企业信用评级方法（V.1）	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

根据大公承做的保集控股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
18 保集 01	4.50	4.50	2018.06.07 ~ 2021.06.07	偿还借款、补充 营运资金	已按募集资金用途使用
18 保集 02	2.60	2.60	2018.12.10 ~ 2021.12.10	偿还借款、补充 营运资金	已按募集资金用途使用

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

公司成立于 1999 年，成立时公司名称为上海保集实业有限公司，注册地址为上海市，初始注册资本为 500 万元，股东为邬美君和裘祥久，出资比例分别为 90.00%和 10.00%。2001 年，裘东方对公司增资 5,000 万元，增资后公司注册资本变更为 6,008 万元，裘东方、邬美君和裘祥久持股比例分别为 83.20%、16.00%和 0.80%。2005 年，裘东方对公司增资 4,000 万元，增资后公司注册资本变更为 10,008 万元，裘东方、邬美君和裘祥久持股比例分别为 89.90%、9.60%和 0.50%。2008 年，邬美君和裘祥久分别将所持有的 9.60%和 0.50%的公司股权转让给黄坚，股权转让后，裘东方和黄坚的持股比例分别为 89.90%和 10.10%。后经多次增资、股权变更，截至 2019 年末，公司注册资本为 82,208 万元，上海佳富投资有限公司（以下简称“佳富投资”）持股比例为 76.88%，上海拓荣营销策划有限公司持股比例为 10.95%，裘东方持股比例为 10.95%，黄坚持股比例为 1.22%，由于裘东方实际控制佳富投资，故公司实际控制人为裘东方。

公司按照《公司法》的规定，并结合公司的实际情况，建立了由股东会、董事会、监事会和经营管理层组成的治理架构，形成了决策机构、监督机构和管理层之间的协调制衡机制。公司设股东会，是公司权力机构；设董事会，由五人组成，董事长一名，董事会是公司的经营决策机构；设监事会，由三人组成，设主席一人，负责检查公司财务和监督董事会、高级管理人员的决策行为及其落实；经营管理层负责公司的日常经营管理工作。公司建立了扁平化管理的组织结构。



公司依据《保集控股集团资金管理办法》，集团整体资金实行控股集团统筹管理，各板块（地产、投资、贸易、产业园、文旅健康、物业、海外等板块）自身平衡管理的分级管理模式，各板块间资金借贷调拨必须通过控股财务中心，严禁自行调拨，原则上各公司银行账户合计余额应不超过 500 万元（不含按揭保证金），多余资金主动及时归集集团制定账户，资金成本按照内部结算方式，由使用者承担。

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 14 日，公司本部未结清信贷中无不良或关注类债务；公司已结清信贷中存在 13 笔、共计 30,600 万元的关注类贷款，最后一笔结清日期为 2010 年 12 月 18 日，均是中国农业银行金桥支行向公司投放的贸易贷款，由于为纯信用、无抵质押物的流动性贷款，中国农业银行将这 13 笔贷款设为关注，后期均已按时按期归还贷款本息，并无逾期。公司已结清信贷中存在一笔中国长城资产管理公司（以下简称“长城资管”）处置的债务 5.08 亿元，处置完成日期为 2019 年 12 月 9 日，五级分类为次级。2019 年 6 月 13 日，公司与关联方上海奇臻贸易有限公司（以下简称“上海奇臻”）、中国长城资产管理股份有限公司浙江省分公司（以下简称“长城资管”）签订了《债权转让协议》，上海奇臻以与公司签订的已到期未支付的 5.51 亿元《购销合同》应收货款为标的债权，拟向长城资管转让债权金额为 5.08 亿元，转让价格为 4.80 亿元，未转让的 0.43 亿元债权在 5.08 亿元债权全部清偿完毕前，劣后于长城资管对公司的一切债权及其他权利受偿。公司已于 2019 年 12 月 9 日偿还长城资管 5.08 亿元。截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的各类债务融资工具的到期本息均已按期兑付，未到期均按时付息。

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 年一季度受新型冠状病毒肺炎疫情影响，经济增速有所下降，但我国经济中长期高质量发展走势不会改变；房地产行业依旧保持着“房住不炒”的总基调；乙二醇价格波动较大，华东地区仍为乙二醇主要生产和消费地区，公司面临较好的需求和供给环境。

（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 年一季度受新型冠状病毒肺炎疫情影响，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（以下简称“GDP”）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，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，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 万亿元的地方政府债务额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度¹，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

¹ 资料来源：财政部。



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 年突如其来的新冠肺炎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）产业环境

1、房地产

2019 年以来，房地产政策调控的主体基调为坚持“住房不炒”，该基调不断被重申；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 年调控政策的一大变化就是非常注重对于市场监管的强化，通过规范市场秩序，保障合理购房需求。全年全国共计超过 60 市县出台房地产市场监管政策，且监管政策涉及范围较为广泛。其中，既有如湖北、福建、海南、辽宁、福州、江门、长春和绍兴等地就住房价格监管进行强化；也有湖南、重庆、西安、长沙、石家庄、丹东、嘉兴、淄博、宁乡市、北京、贵阳等省市对房地产市场监督管理检查进行加强；而武汉、佛山和赣州等地区则在住房销售房价对监管进行加强；海南省、南京强化对新房网签备案管理；另外，随着公证摇号销售政策的普及，长沙、成都、武汉、西安、佛山、杭州、高安、嘉兴、西安、青岛高新区等均出台公证摇号销售政策。除了地方层面的自我监管加强外，中华人民共和国住房和城乡建设部等七部委也对北京、上海等 30 个城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。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，房地产调控政策保持稳定。

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。受新冠疫情影响，国内融资环境有所宽松，2020 年 1~3 月房地产企业发债规模 1,218.17 亿元，同比增长 2.58%，平均票面利率为 4.46%，同比降低 1.09 个百分点。从境外债券市场来看，2019 年²国内房地产企业发行海外债共 239 只，同比增加 94 只，融资规模 781.42 亿美元，同比增长 63.85%，平均票面利率为 8.85%，同比增加 1.18 个百分点，其中票面利率超过 10.00% 的有 86 只，同比增加 63 只。同时，2020 年 3 月以来，国外新冠疫情不断蔓延，在全球流动性收缩、风险偏好收紧等背景下，美元债展期或新增融资将面临困难。2020 年 1~3 月，国内房地产企业发行海外债共 78 只，同比增加 12 只，发行规模 279.23 亿美元，同比仅增长 3.15%。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。

整体来看，2019 年房地产行业境内融资渠道不断收紧，房企海外债规模不断增加，融资成本有所上升；2020 年受新冠疫情影响，部分房企可能由境外融资转为境内融资，房企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；受新型冠状病毒疫情影响，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

² 数据来源：根据 Wind 整理，不包括可转债。



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。

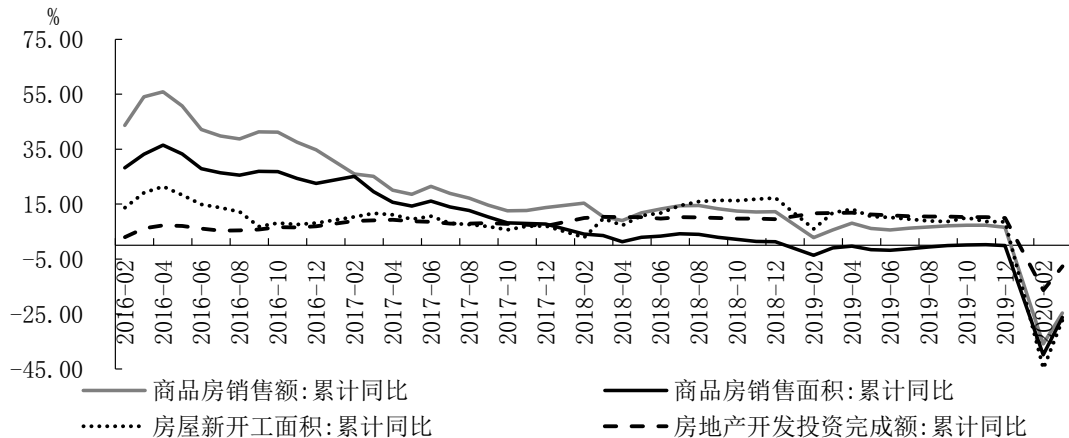


图1 2016年2月至2020年3月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况

数据来源: Wind

受新冠疫情的影响,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月各指标均有所好转。

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、万科地产和恒大地产仍位于前三强,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。



受新冠疫情影响，2020 年一季度房地产市场成交压力较大；融资审批流程可能会放宽，但“房住不炒”总基调不变；本次疫情对房企一季度开工、销售带来一定影响，需加强关注现阶段高杠杆房企的债务偿还风险。

在新型冠状病毒肺炎的影响下，房地产行业最先受到影响的指标可能为销售和新开工。截至 2020 年 2 月 3 日，已经有超过 110 个城市发布了应对新冠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，受新冠疫情影响，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，本次新型冠状病毒肺炎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一定影响，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。

2、化工行业

2019 年，受国际环境复杂化、新增产能不及预期及下游需求等各方面影响，国内乙二醇现货价格波动较大；华东地区为乙二醇主要生产和消费地区，公司面临较好的需求和供给环境。

乙二醇作为液体化工原料，可广泛应用于聚酯涤纶、聚酯树脂、PET、合成纤维、吸湿剂、增塑剂、醇酸树脂及乙二醛等多种化工产品的生产，其中用于聚酯生产的比例高达 90%以上。受国内资源条件限制，较中东和美国通过天然气提取乙二醇原料乙烯，我国以石脑油作为原料提取乙烯的生产成本较高，从而导致我国乙二醇产能增加有限，同时对外依存度维持在较高水平。

2016 年以来，国内乙二醇产能、产量及进口量均逐年增长，乙二醇对外进口依存度降到 60.00%以下，但仍以进口为主。2019 年乙二醇产能约为 1,076 万吨，产量达 739 万吨，乙二醇进口量为 995 万吨，同比增长 1.50%。2019 年上半年，受国际环境复杂化、乙二醇原料供应及下游需求等各方面影响，国内乙二醇现货价格持续下跌至 4,200 元/吨，2019 年下半年受新增产能投产不及预期和沙



特油田遭无人机袭击导致乙二醇价格出现大幅震荡。2020 年 1 月以来，受新冠疫情影响，国际石油价格持续下行，乙二醇价格持续下跌。

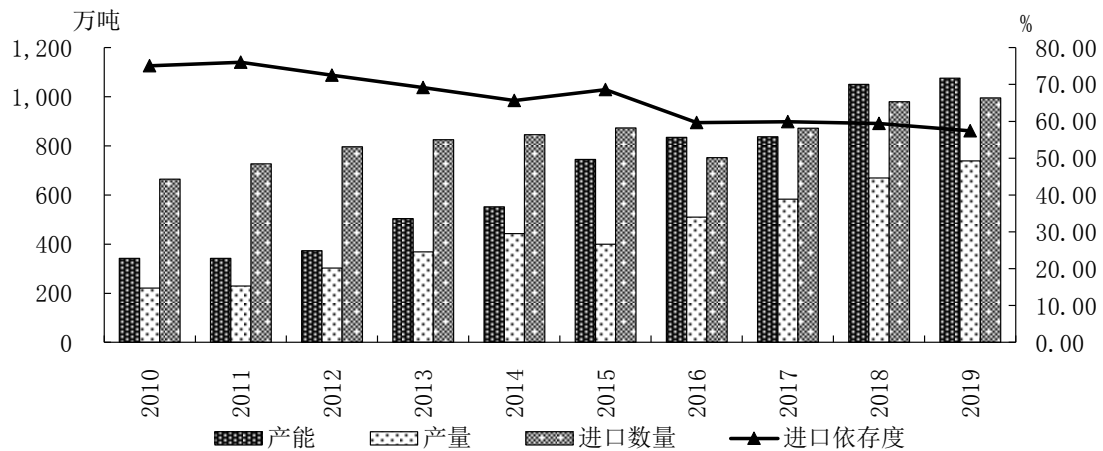


图 2 2010~2019 年乙二醇产能、产量、进口数量和进口依存度情况

数据来源：Wind

从生产区域上看，以江浙沪为代表的华东地区是我国乙二醇主要的产区，2019 年产能达到 488 万吨，约占全国产能的 38%，其次是华北和华中地区。从消费区域上看，90%的聚酯产能集中在华东地区，尤其浙江作为中国纺织业的集中地，聚集了大量的聚酯生产企业。目前，浙江省、江苏省聚酯产能分别约为 2,464 万吨、1,978 万吨，其次是华南地区。在进口区域分布上，乙二醇的进口贸易同样高度集中在华东地区，其次是华南地区。

我国苯乙烯产能主要分布在华东地区，下游需求易受房地产市场影响。

苯乙烯在工业上是合成树脂、离子交换树脂及合成橡胶等的重要单体，是石化行业的重要基础原料，主要用于家电包装材料、建筑保温材料、隔热板等领域。从全球产能及需求来看，我国既是全球产能最大的苯乙烯生产国，同时又是全球需求最多的需求国。近年来由于下游需求旺盛，我国苯乙烯产能产量持续增长。2016 年以来，随着国内苯乙烯产量不断增长，国内产出快速增加，自给率逐渐提升，苯乙烯进口依存度逐渐下降。

从产能分布看，我国苯乙烯产能主要分布在华东、华北、华南和东北。江浙沪等华东地区产能占全国总产能的 45.0%左右，是我国苯乙烯产能最大的地区。2019 年，苯乙烯产能达 979.50 万吨，其中华东地区占比达 42.30%。从下游消费上看，主要应用于通用/高抗冲聚苯乙烯（PS）、发泡聚苯乙烯（EPS）、ABS 树脂等，其中聚苯乙烯是最大的下游需求，EPS 主要用作包装材料和建筑保温材料等，终端主要用于建材保温板，与房地产市场密切相关。近年来，我国苯乙烯表观消费量从 2006 年的 426.1 万吨逐年增长至 2019 年的 1,104.73 万吨，自 2005 年后我国就成为世界最大的苯乙烯消费国。2006~2019 年年均增长率达到 7.7%



左右，其中 2009~2010 年间同比增长较快，而受全球经济增速放缓以及中国产业结构调整的影响，2011~2019 年我国苯乙烯消费增速明显放缓，预计未来几年消费放缓趋势仍将持续。

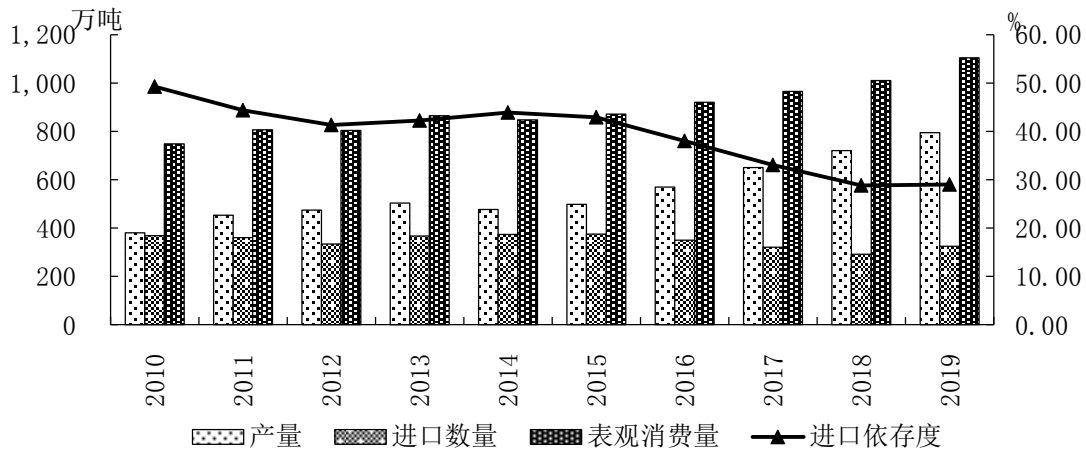


图3 2010~2019年苯乙烯产量、进口数量和进口依存度情况

数据来源：Wind

(三) 区域环境

金华市经济发展增速较快，为地区房地产市场的发展提供支撑；上海市地理环境优越，区域环境良好，有利于公司外贸业务发展。

金华市是浙江省辖地级市，经济发展速度较快，2019年GDP排名浙江省各市第七位。2018年，金华市生产总值为4,559.91亿元，同比增速为6.5%，较快的经济发展速度为区域房地产市场的存持久发展提供支撑。同期，金华市房地产开发房屋施工面积为3,020.67万平方米，比上年增长7.7%，竣工面积271.67万平方米，下降15.8%；全市商品房销售面积为551.63万平方米，增长3.6%，其中住宅销售面积499.41万平方米，增长7.4%。从成交量和成交价格来看，2019年，市区新建商品住宅成交15,160套，同比下降1.7%，二手住宅成交11,512套，同比下降25.3%；新建商品住宅销售价格同比上涨8.2%，已经超出全年涨幅不超过5%的调控目标。2019年，市区库存商品房去化周期为10个月左右，较去年增加1个月。

自2019年10月8日起，新发放商业性个人住房贷款利率以最近一个月相应期限的LPR为定价基准加点形成；首套房贷款利率不得低于相应期限LPR，二套房贷款利率不得低于相应期限LPR加60个基点。自新规实施后，金华市各家银行公布的LPR“加点”幅度不尽相同，12月大多数银行首套房利率集中在5.6%左右，二套房利率集中在5.8%左右。

上海位于长江入海口，水资源丰富，腹地广阔，矿产资源丰富，长三角作为我国最发达的地区之一，为上海的发展提供了强力的支持；交通方面，上海铁路



交通是南北的枢纽，并且具有河运和海运的转运优势，总体来看，上海地理环境优越。同时上海还是全国金融、经济和国际交往中心，经济社会发展具有人才、技术、政策等诸多优势，综合经济实力保持在全国前列。2019 年，上海生产总值为 38,155 亿元，同比增速为 6.0%。2019 年 12 月初，国务院印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，进一步突出上海核心地位，引领长三角一体化发展。2019 年上海市房地产开发投资为 4,231 亿元，增速同比上升 4.9%；上海市房屋新开工面积为 3,063.17 万平方米，同比上升 14.0%；上海市商品住宅销售面积 1,333 万平方米，同比下降 0.6%，新房成交均价 53,911 元/平方米。公司位于上海地区，区域环境良好，是众多房地产企业争相进入的重要阵地，同时地理位置优越，有利于公司外贸业务发展。

财富创造能力

2019 年，受公司结转面积下降和土地成本上升影响，公司营业收入、毛利润和毛利率均有所下降，公司盈利水平有所下降。

公司主要从事贸易和房地产业务，其他业务主要为租赁收入，贸易和房地产仍是公司收入和利润最重要的组成部分。

2019 年，公司实现营业收入同比下降 1.31%，毛利润同比下降 42.03%，毛利率同比降低 6.18 个百分点。

表 2 2017~2019 年公司营业收入和毛利润构成（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	134.16	100.00	135.95	100.00	118.88	100.00
房地产	45.22	33.70	54.14	39.82	45.30	38.11
贸易	88.71	66.12	80.89	59.50	72.87	61.29
其他	0.24	0.18	0.92	0.68	0.71	0.60
毛利润	11.80	100.00	20.35	100.00	12.87	100.00
房地产	10.49	88.94	19.07	93.69	11.46	89.06
贸易	1.08	9.18	1.10	5.43	1.23	9.52
其他	0.22	1.88	0.18	0.88	0.18	1.41
毛利率	8.79		14.97		10.82	
房地产	23.21		35.22		25.29	
贸易	1.22		1.37		1.68	
其他	92.98		19.50		25.50	

数据来源：根据公司提供资料整理

分板块来看，2019 年，公司房地产业务收入和毛利润同比分别下降 16.47% 和 44.97%，毛利率同比降低 12.02 个百分点，主要由于本年结转江湾花园项目土地成本较高；贸易收入 88.71 亿元，同比增长 7.82%，毛利润为 1.08 亿元，



同比变化不大，毛利率为 1.22%，同比降低 0.15 个百分点；受物业管理收入重分类至房地产板块影响，其他业务收入同比减少 0.68 亿元，但毛利润同比增加 0.04 亿元，租赁收入毛利率较高，故其他业务毛利率同比大幅增加。

（一）房地产

公司以普通住宅开发为主，刚需及改善需求型产品销售占比较大；产品线类型丰富，能够满足市场多层次需求；公司土地储备分布由金华市转向其他二三线城市，拟建项目主要集中在五线城市腾冲，受区域经济影响较大。

公司总部设在上海，房地产业务主要经营主体为金华通和置业有限公司（以下简称“金华通和”）、金华市申标房地产开发有限公司（以下简称“金华申标”）、上海保集置业有限公司（以下简称“上海保集置业”）、上海川杰置业有限公司（以下简称“上海川杰置业”）和宁波甬泉置业有限公司（以下简称“宁波甬泉”），最初房地产发展区域为上海宝山区、闸北区，后以长三角区域为中心扩展项目。目前公司已形成住宅地产、产业地产和文化旅游地产为主体的多元化地产开发格局，未来公司将在维持住宅地产规模前提下，逐步扩大产业地产和旅游地产规模。

2019 年 4 月 29 日，公司与浙江国贸集团金信资产经营有限公司（以下简称“国贸集团”）签订《交易合同》及《补充协议》，收购国贸集团持有的金华通和 46% 股权，转让成交价格 50,569 万元，于 2019 年 6 月 12 日完成工商变更登记手续，变更后公司持有金华通和 100% 股权。金华通和主要销售及在建项目为保集湖海塘庄园。2019 年末，金华通和总资产为 29.72 亿元，资产负债率为 68.78%，2019 年实现营业收入 0.82 亿元，净利润为 0.26 亿元，经营性净现金流为 7.19 亿元，由于一、三地块项目基本结转完毕，故本年营业收入同比减少 12.25 亿元，净利润同比减少 3.24 亿元。

表 3 2017~2019 年公司房地产开发及销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积	65.29	68.14	22.02
竣工面积	30.98	38.66	40.45
签约销售面积	54.84	33.92	39.45
签约销售金额	68.60	58.06	51.91
签约销售均价（元/平方米）	12,509	17,117	13,158
结算面积	28.96	32.87	27.41
结算金额	44.23 ³	54.14	45.30
结算均价（元/平方米）	15,272	16,471	16,527
已售未结算金额	55.97	43.86	42.10

数据来源：根据公司提供资料整理

³ 因 2019 年物业管理收入划分至房地产板块收入，故表 4 结算金额与表 3 房地产收入不同。



2019 年，公司新开工面积同比减少 2.85 万平方米，竣工面积同比减少 7.68 万平方米；结算方面，结算面积和结算金额同比分别下降 11.90%和 18.30%。截至 2019 年末，公司尚有已售未结算金额 55.97 亿元，可以为未来收入提供一定保障。

销售方面，2019 年，公司签约销售面积同比大幅增长 61.67%，主要是宜兴、荣成、邯郸和慈溪等地区开盘项目增加；签约销售均价为 12,509 元/平方米，同比大幅下降 26.92%，主要由于金华和宁波等均价较高地区签约销售占比下降，以及台州、邯郸和荣成等均价较低地区签约销售增加；签约销售金额同比增长 19.91%。公司在上海地区项目为上海 E 智谷，位于上海宝山区，土地性质主要为 C65 研发用地，平均土地成为为 1,085.79 元/平方米，土地成本较低，其中 30% 直接可售，20%在取得《不动产权证》后满 5 年可售，剩余 50%为自持物业。2019 年末，公司已签约出租面积 3.65 万平方米，出租率为 83%，公司未来将会加大投资 C65 性质土地，扩大产业地产规模。

表 4 2017~2019 年房地产业务签约金额地区分布情况（单位：亿元、%）⁴

区域	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金华	27.83	40.57	33.56	57.81	32.14	61.91
宁波	10.99	16.03	6.88	11.85	7.75	14.93
上海	1.90	2.77	7.30	12.57	8.66	16.68
湖州	0.40	0.59	0.29	0.51	1.00	1.92
腾冲	2.50	3.65	2.28	3.92	-	-
宜兴	4.41	6.43	0.71	1.23	-	-
镇江	3.46	5.04	2.25	3.87	-	-
荣成	4.41	6.43	-	-	-	-
台州	9.66	14.08	-	-	-	-
邯郸	1.81	2.64	-	-	-	-
慈溪	1.20	1.75	4.79	8.25	2.37	4.56
合计	68.60	100.00	58.06	100.00	51.91	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从签约销售区域来看，2019 年，随着公司在金华地区项目数量减少且未补充土地储备，公司在金华地区的签约销售金额同比下降 17.09%，签约销售占比下降 17.23 个百分点；宁波地区签约销售金额同比增加 4.12 亿元，占比同比上升 4.18 个百分点，主要是象山府项目签约销售增加；随着宜兴云湖福邸和荣成保集蓝郡项目销售增加，公司宜兴和荣成地区签约销售同比均大幅增长。同期，公司新增台州、邯郸和慈溪等地区签约销售，分别为三门保集御府项目、富椿溢

⁴ 根据公司本年统计口径，2017 年和 2018 年数据均做调整。



河源和慈溪保集蓝郡项目。

公司土地获取方式较为灵活，以招拍挂、股权收购和拍卖为主，其中通过招拍挂方式获得土地占比较大，2019 年公司无新增土地储备。截至 2019 年末，公司在建项目 10 个，总规划建筑面积为 199.15 万平方米，总剩余可售规划建筑面积为 94.34 万平方米，拟建项目 2 个，总规划建筑面积 68.24 万平方米。从在建项目区域分布来看，剩余可售面积前五大城市分别为邯郸、台州、宁波、荣成和镇江，占比分别为 24.03%、21.03%、11.97%、10.67%和 10.20%，总体来看，公司土地储备分布由金华市转向其他二三线城市，其中拟建项目主要集中在五线⁵城市腾冲，受区域经济影响较大。

公司以普通住宅开发为主，刚需及改善需求型产品销售占比较大；产品线类型丰富，能够满足市场多层次需求。

截至 2019 年末，公司已累计进入 10 个城市，项目分布在上海、浙江（金华、宁波、湖州、无锡）、江西（南昌）、天津、云南腾冲、江苏（宜兴、镇江）和山东荣成等省市。公司自成立以来先后开发“保集英郡”（联体别墅、小高层洋房）、“美罗家园”（保障房）、“金华·保集外滩”（普通住宅）等高品质项目，已建立采购、开发、销售在内一整套完整、独立的房地产开发业务经营体系。

在产品开发上，公司坚持以普通住宅开发为主，聚焦居民改善型居住需求，刚需产品销售比重约为 70.00%；公司已形成较成熟的起航系、幸福系、尊享系和广场系四大系列产品线，覆盖普通住宅、高端住宅、公寓、别墅、购物中心等多种产品形态，产品系列清晰、针对性强，其中起航系和幸福系为公司最主要的销售产品系列。经过多年的产品专业打造及提炼，公司已经形成包括住宅（起航系、幸福系、尊享系）和商业（广场系）两大类产品体系，产品线丰富，能够满足市场多层次需求。

表 5 截至 2019 年末公司住宅产品线情况

产品系列	业态特点	代表项目
起航系	以企事业单位年轻白领为主刚需住宅	金华保集外滩、金华保集半岛、南昌保集半岛、扬州保集半岛、上海美罗家园
幸福系	以企事业单位中高层为主的改善型住宅	上海保集澜湾、金华保集蓝郡、金华和悦花园、金华江湾花园、保集禹州府、天津保集玫瑰湾、宁波保集蓝郡、慈溪保集蓝郡
尊享系	以私企业务、高收入人群为主的豪宅型	宁波象山府、保集湖海塘
广场系	以购物中心为主的商住或纯商业户型	金华保集外滩商业街、湖州保集未来城

资料来源：根据公司提供资料整理

⁵ 根据 2020 年 5 月 29 日，新一线城市研究所发布的《2020 城市商业魅力排行榜》，台州市、金华市为二线城市，邯郸市为三线城市，宁波市为新一线城市，腾冲所在的保山市为五线城市。



（二）贸易

公司贸易业务主要以化工产品贸易为主，整体盈利能力较弱；部分贸易经营主体资产负债率极高。

贸易业务是公司收入的重要组成部分，但整体盈利水平较低，以化工贸易为主，建筑建材及电子通讯设备贸易为辅，其中化工贸易以乙二醇、苯乙烯、甲醇为主要产品。公司贸易业务主要通过公司本部、下属子公司上海锦臻盛国际贸易有限公司（以下简称“锦臻盛”）、宁波聚丰长和进出口有限公司（以下简称“宁波聚丰”）、上海世旌国际贸易有限公司（以下简称“上海世旌”）、上海竑臻贸易有限公司（以下简称“上海竑臻”）、安徽保集国际贸易有限公司（以下简称“安徽保集”）展开，其中锦臻盛、上海世旌和安徽保集资产负债率极高，主要是公司子公司借款并贷款给保集控股本部所致，财务费用均由子公司承担。

表 6 2019 年主要贸易公司的主要财务指标情况（单位：万元、%）

公司名称	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
锦臻盛	14.91	91.88	26.23	0.17	-0.16
宁波聚丰	7.44	51.23	17.56	0.13	-1.08
上海世旌	3.53	98.00	3.23	0.03	-0.20
上海竑臻	5.96	81.65	22.95	0.10	0.91
安徽保集	0.97	98.25	0.15	0.0024	-0.0006

数据来源：根据公司提供资料整理

公司贸易业务包括国内贸易和国际贸易，以国内贸易为主，销售额占比 90% 以上，主要以化工产品、电子通讯设备和建材贸易为主，区域分布以上海、浙江地区为主，销售额合计占比为 70% 左右；国际贸易以转口贸易为主，即向海外供应商采购货物后以美元结算的形式直接转口进行销售，销售额占比相对较小。

经营模式方面，公司分为“以销定购”、“囤货销售”和“合约订货”三种形式，以“以销定购”为主。以销定购模式即确定销售合同后，根据市场行情的变化选取适当的价格点采购产品，一般在签署销售合同后一个月内将相应货物交付客户，该模式占贸易业务收入比重稳定在 80% 以上。囤货销售模式主要分为现货囤货和期货囤货两种，现货囤货为当前阶段进行采购放入库存，以备销售，而期货囤货则是通过签订采购合同约定未来一定时间节点进行交货，一般在三个月内；“囤货销售”经营模式主要针对苯乙烯和乙二醇等需求量较大的化工行业原料型大宗商品，该业务类型占贸易收入 15% 左右；合约订货模式主要是与贸易商或终端使用工厂签订年度框架合同，约定每月取月度均价作为销售价格成交，每周交货一次，公司根据市场整体仓位情况以及化工原料石油价格走势情况，分析判断市场行情，在预期低于合约销售均价的情况下采购用于合约供货，合约货来



源一方面为已签订采购合同在预定期限内交货的货物,另一方面为当日在现货市场采购并用于当天销售的货物,其中下游需求量较大的苯乙烯作为主要合约订货产品,该类业务占贸易收入比重在 5%左右。

表 7 2017~2019 年贸易产品采购销售情况

产品	项目	2019 年	2018 年	2017 年
化工产品	采购量(万吨)	110.56	82.05	72.02
	采购均价(元/吨)	6,765.96	8,533.64	8,408.00
	销量(万吨)	110.56	82.05	72.02
	销售均价(元/吨)	6,806.92	8,598.08	8,481.08
通讯电子设备	采购量(万台)	2.35	1.81	2.51
	采购均价(元/台)	18,184.29	22,928.64	20,047.90
	销量(万台)	2.35	1.81	2.51
	销量均价(元/台)	19,516.67	24,614.46	21,554.88
建材建筑-电梯类	采购量(万台)	0.22	0.14	0.15
	采购均价(万元/台)	11.81	22.91	22.64
	销量(万台)	0.22	0.14	0.15
	销量均价(万元/台)	12.21	24.12	23.90
建材建筑-铝合金型材	采购量(万吨)	2.80	1.45	1.47
	采购均价(元/吨)	13,395.20	13,309.00	13,056.00
	销量(万吨)	2.80	1.45	1.47
	销量均价(元/吨)	13,980.90	13,856.00	13,605.10

数据来源:根据公司提供资料整理

与上下游结算方面,公司采购和销售的结算方式采用电汇、银行承兑汇票、信用证等。采购时,公司预付供应商 5%~10%左右的货款,并在货到后付清余款。销售时,在“以销定购”和“囤货销售”的模式下,公司根据贸易合同的约定要求下游客户提供 5%~10%左右的保证金,其余的货款待交货后结清;“合约订货”模式下,不需要下游客户提供保证金,每月 25 日之前确定最终前一个月(上月 26 日~本月 25 日)的平均价格,月底完成货物结算。公司从事贸易时间较长,已建立了有效的风险管理体系,有利于控制价格波动风险。

表 8 2017~2019 年公司贸易业务主要经营指标(单位:亿元、%)

产品名称	2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
化工产品	75.26	0.60	70.55	0.75	61.08	0.86
通讯电子设备	4.59	6.83	4.46	6.85	5.41	6.99
建筑建材	6.60	3.82	5.39	4.62	5.59	4.85
其他	2.26	2.88	0.50	4.39	0.79	6.33
合计	88.71	1.22	80.89	1.37	72.87	1.68

数据来源:根据公司提供资料整理



从销售情况来看，2019 年，随着化工产品贸易量增加，公司贸易收入同比增长 6.87%，毛利率同比小幅降低 0.19 个百分点，主要是本年化工产品价格较低，公司盈利空间压缩所致。

分产品看，同期，公司化工产品营业收入同比增长 6.67%，毛利率同比降低 0.15 个百分点，主要由于本年化工产品产品价格较低，采购均价和销售均价均下降约 20%，公司利润空间进一步被压缩；通讯电子设备产品主要为公司定向代理采购和销售国家政府部门专用及民用高科技电信设备、电讯电子产品、无线网络基站、雷达跟踪监测系统等产品，通讯电子设备收入同比小幅增长 2.83%，毛利率基本无变化；建筑建材收入同比增长 22.46%，毛利率同比下降 1.33 个百分点，主要是采用适当薄利多销的营销策略；其他业务为进口红酒和牛肉为主，其他业务收入同比增加 1.76 亿元，主要是新增腾冲公司业务收入所致，毛利率同比降低 1.51 个百分点，主要是红酒采购价格上升所致。2019 年，公司前五大供应商采购金额和客户销售金额占比分别为 17.68%和 22.97%，集中度仍处于较低水平。

表 9 2019 年公司贸易供应商和客户情况（单位：亿元、%）

类别	公司名称	采购/销售金额	占比
供应商	天津海盟鼎盛国际贸易有限公司	4.43	5.14
	杭州市财开投资集团有限公司	3.55	4.12
	新疆好物德汇物流投资有限公司	2.96	3.44
	杭州浙信实业有限公司	2.55	2.96
	大连铭源石油化工有限公司	1.74	2.02
	合计	15.23	17.68
客户	杭州金投企业集团有限公司	6.07	6.96
	上海通茂商贸有限公司	4.34	4.98
	上海绿地金属材料有限公司	4.04	4.63
	浙江物产经贸集团有限公司	3.37	3.86
	宁波恒逸实业有限公司	2.21	2.53
	合计	20.03	22.97

数据来源：根据公司提供资料整理



偿债来源与负债平衡

2019 年，公司营业收入和利润规模均有所下降，总资产报酬率和净资产收益率均有所降低，公司盈利能力有所减弱；经营性净现金流有所增长，对利息和债务的保障程度有所上升；在建拟建项目较多，仍存在较大的资金支出压力；同时可用银行授信额度较小，融资能力较弱；关联方资金占用情况进一步加重，受限资产规模仍较大，资产流动性一般。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年，公司营业收入和利润规模均有所下降，总资产报酬率和净资产收益率均有所降低，公司盈利能力有所减弱；投资收益对利润贡献程度较高。

2019 年，公司营业收入同比小幅下降 1.31%，受房地产结转项目开发成本较高影响，公司毛利率同比降低 6.18 个百分点；营业利润、利润总额和净利润分别为 5.87 亿元、5.86 亿元和 3.83 亿元，同比分别下降 37.27%、36.92%和 32.00%，总体来看，公司盈利水平有所下降。同期，公司营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.37%、4.31%和 5.36%，同比均有所下降，公司盈利能力有所减弱。

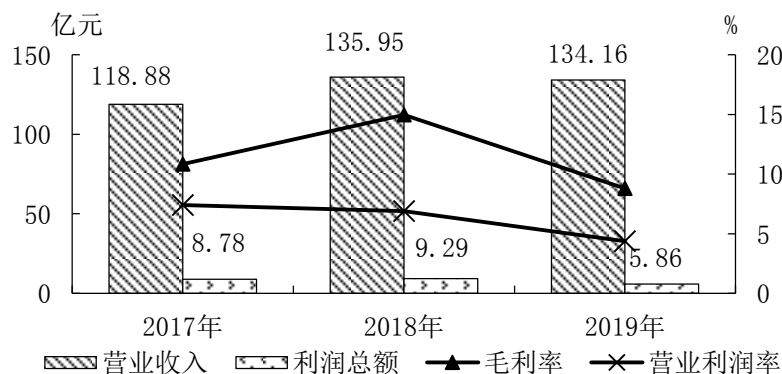


图 4 2017~2019 年公司盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用为 6.81 亿元，同比下降 8.16%，期间费用率同比小幅降低 0.38 个百分点；其中，销售费用同比下降 17.35%，主要是推广费和销售代理费同比减少 0.37 亿元所致；管理费用同比增长 7.55%，主要是职工薪酬和办公费等上涨所致；财务费用同比下降 12.67%，主要是资本化利息支出增加，计入费用化利息略有下降，总利息支出变化不大。

**表 10 2017~2019 年公司期间费用情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	1.56	1.89	1.53
管理费用	2.25	2.09	1.62
财务费用	3.00	3.43	3.33
期间费用	6.81	7.42	6.48
期间费用/营业收入	5.08	5.45	5.45

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常性损益方面，2019 年，公司投资收益为 2.23 亿元，同比由损失转为收益，主要是持有上海国和现代服务业股权投资基金合伙企业（有限合伙）份额取得投资收益 1.49 亿元以及处置宁波市荣海精密钢管有限公司债权产生收益 0.72 亿元，占营业利润比重为 37.99%，对营业利润贡献较高；公允价值变动损益为-0.66 亿元，同比由收益转为损失，主要是保集 E 智谷自持部分公允价值变动所致；资产减值损失为 0.26 亿元，同比由收益转为损失，主要是按账龄计提其他应收款坏账准备同比增加且本年度无转回所致；营业外收入为 0.15 亿元，同比增加 0.13 亿元，主要是收购金华通和新增企业合并利得 0.12 亿元；营业外支出为 0.16 亿元，同比增加 0.08 亿元，主要是对外捐赠支出增加以及新增赔偿款和滞纳金共计 0.09 亿元所致。

2、现金流

2019 年，受拿地支出减少影响，公司经营性净现金流有所增长，对利息和债务的保障程度有所上升；投资性净现金流保持净流入，但公司在建拟建项目较多，仍存在一定资金支出压力。

2019 年，公司经营性净现金流同比增加 6.78 亿元，主要由于公司本年购买土地支出减少所致；经营性净现金流对利息保障倍数为 2.13 倍，占流动负债比重 12.14%，对利息和债务的保障程度有所上升。同期，投资性净现金流保持净流入，同比增加 0.72 亿元，主要是转让信托产品收回投资所致。

表 11 2017~2019 年公司现金流及偿债指标情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流（亿元）	12.57	5.79	6.07
投资性净现金流（亿元）	1.62	0.90	-9.05
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	2.13	0.98	1.14
经营性净现金流/流动负债（%）	12.14	6.47	7.81

数据来源：根据公司提供资料整理

公司未来主要投资项目均为房地产项目，截至 2019 年末，公司在建项目 10 个，计划总投资 184.00 亿元，已完成投资额 100.28 亿元，尚需投资 83.72 亿元；拟建项目 2 个，计划总投资 71.67 亿元，公司在建、拟建项目较多，仍面临较大



的资金支出压力。

3、债务收入

公司筹资性现金流仍为净流出，债务收入以金融机构借款为主，融资渠道以信托和资管借款为主，银行授信额度继续下降，可用银行授信较少，融资成本继续上升，公司融资能力一般。

2019 年，公司筹资性现金流持续净流出，净流出规模同比增长 45.59%，主要是公司借款收到的现金同比下降 17.06%，并且本年度未发行债券，公司筹资性现金流入同比下降 38.32%，公司融资水平有所下降。

表 12 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	19.46	31.54	49.54
借款所收到的现金	17.55	21.16	34.39
筹资性现金流出	34.84	42.11	41.33
偿还债务所支付的现金	22.30	28.22	33.69
筹资性净现金流	-15.38	-10.57	8.21

数据来源：根据公司提供资料整理

公司融资渠道以金融机构借款和发行债券为主，金融机构借款主要是信托、资管借款，银行借款占比较小。截至 2019 年末，公司授信总额 12.05 亿元，同比降低 9.22 亿元，未使用授信额度 4.17 亿元，剩余可使用额度较少。整体来看，公司银行授信额度较低，能从银行内获取借款较少，融资能力相对较弱。从融资结构来看，公司主要以信托及资管借款为主，规模和占比均有所下降，平均融资成本同比增加 1.34 个百分点，有所上升。

表 13 2017~2019 年末公司融资变化情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行贷款	7.08	15.50	8.95	15.98	20.03	35.51
信托及资管	22.54	49.35	30.04	53.63	26.40	46.80
债券	16.06	35.16	17.02	30.39	9.98	17.69
融资总金额	45.68	100.00	56.01	100.00	56.41	100.00
平均融资成本	10.68		9.34		8.30	

数据来源：根据公司提供的资料整理

4、外部支持

公司获得的外部支持金额较少，对偿债来源贡献程度很小。

2019 年，公司获得政府补助 63.40 万元，同比变化不大，对偿债来源的贡献程度很小。



5、可变现资产

2019 年末，公司总资产规模略有增长，资产结构仍以流动资产为主；其他应收款对关联方往来款大幅增长，关联方资金占用情况进一步加重，同时受限资产规模仍较大，资产流动性一般。

2019 年末，公司总资产规模为 210.92 亿元，同比小幅增长 4.10%，资产结构仍以流动资产为主，流动资产为 174.75 亿元，同比增长 10.08%。

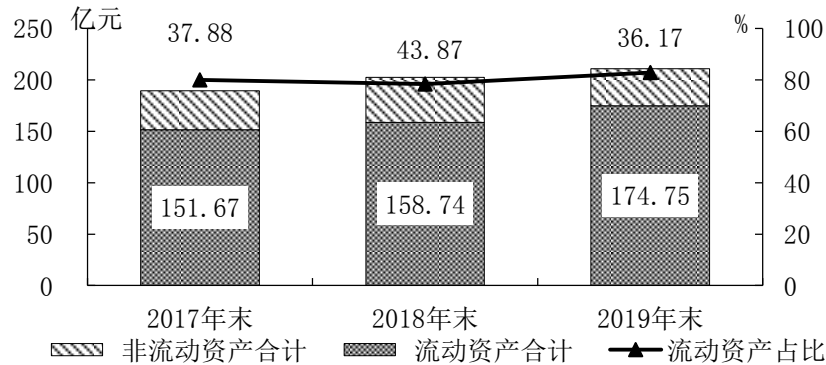


图 5 2017~2019 年末公司资产结构

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、预付款项、其他应收款和货币资金构成。2019 年末，公司存货为 98.03 亿元，同比变化不大，主要由开发成本和开发产品构成，其中开发成本 86.53 亿元，开发产品 11.32 亿元；预付款项 33.64 亿元，主要为预付工程款和预付贸易款，同比增长 9.38%，前五名预付款合计 9.08 亿元，占预付款项总额比重 26.98%，集中度有所下降，其中最大预付款项单位是上海中标建筑工程有限公司（以下简称“上海中标”），为公司关联方，预付款项金额为 5.14 亿元，占预付账款总额比重 15.30%。

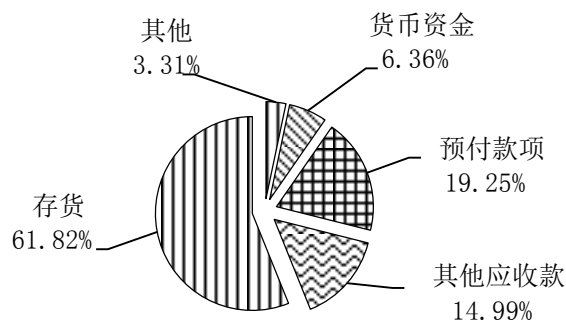


图 6 截至 2019 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，其他应收款 26.19 亿元，主要由关联方往来、非关联方往来、



押金和保证金构成，同比大幅增加 13.72 亿元，主要是新增对关联方上海保资投资管理有限公司⁶往来款 11.70 亿元，关联方资金占用情况进一步加重；其中其他应收款前五名单位合计 18.70 亿元，占其他应收款期末余额合计比重为 69.92%，集中度很高；按账龄分析组合中账龄 1 年以内的其他应收款 6.22 亿元，占比为 60.30%。同期，公司货币资金 11.11 亿元，同比下降 14.13%，其中受限货币资金为 5.25 亿元，占货币资金总额比重 47.21%，受限比例较高，可用货币资金较少。

表 14 截至 2019 年末公司其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联方	余额	占其他应收款余额比例	款项性质	账龄
上海保资投资管理有限公司	是	11.70	43.73	往来款	1 年以内
英威房地产有限公司	是	2.08	9.20	往来款	1~2 年
上海金盛隆置地有限公司 ⁷	是	2.46	8.37	往来款	1 年以内
锦明实业投资有限公司	否	0.08	0.32	往来款	1 年以内
	否	1.12	4.19	往来款	3~4 年
上海爱建信托有限公司	否	1.10	4.11	保证金	1 年以内
合计	-	18.70	69.92	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司存货周转天数为 288.56 天，应收账款周转天数 3.84 天，存货周转效率和应收账款周转效率均有所提高。

公司非流动资产主要由投资性房地产、长期股权投资、商誉、可供出售金融资产以及持有至到期投资构成。2019 年末，公司投资性房地产为 15.19 亿元，同比下降 2.38%；长期股权投资 7.88 亿元，同比下降 1.62%；商誉 3.95 亿元，同比变化不大；可供出售金融资产 3.28 亿元，同比下降 15.18%，主要由于持有国和基金投资份额期间取得投资收益冲减其账面价值；持有至到期投资 3.22 亿元，同比下降 25.18%，主要是出售信托产品所致。

表 15 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占账面价值比例	占资产总额比例	受限原因
存货	60.93	62.16	28.89	抵押借款
投资性房地产	13.93	91.75	6.61	抵押借款
货币资金	5.25	47.21	2.49	保证金、质押
可供出售金融资产	1.22	37.07	0.58	质押借款
合计	81.33	-	38.56	-

数据来源：根据公司提供资料整理

⁶ 与公司为同一实际控制人

⁷ 以下简称“金盛隆置地”



受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产总计 81.33 亿元，占总资产比重 38.56%，是净资产的 1.14 倍。其中，存货受限规模最大，为 60.93 亿元，占存货账面价值比重为 62.16%，受限比例较高；投资性房地产受限规模 13.93 亿元，占其账面价值比重为 91.75%，受限比例极高。总体看，公司受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。

总体看，2019 年，公司盈利能力有所减弱；经营性净现金流有所增长，对利息和债务的保障程度有所上升；银行授信额度较小，融资能力一般；同时关联方资金占用情况进一步加重，受限资产规模仍较大，资产流动性一般。

2019 年，公司营业收入和利润规模均有所下降，总资产报酬率和净资产收益率均有所降低，公司盈利能力有所减弱；受经营性现金支出减少影响，经营性净现金流有所增长，对利息和债务的保障程度有所上升；公司融资方式主要为金融机构借款，但银行授信额度较小，融资能力一般；可变现资产方面，2019 年末，仍以流动资产为主，其他应收款大幅增长使得公司资产规模有所增长，同时关联方资金占用情况进一步加重，受限资产规模仍较大，资产流动性一般。

（二）债务及资本结构

2019 年末，公司总负债规模变化不大，受预收房款增加影响，流动负债有所增长；公司有息债务有所下降，但短期债务规模仍较大，若未来债券全部回售，公司短期偿债压力将进一步加大。

2019 年末，公司总负债规模为 139.95 亿元，同比变化不大，负债结构仍以流动负债为主，流动负债为 107.72 亿元，同比增长 8.32%。

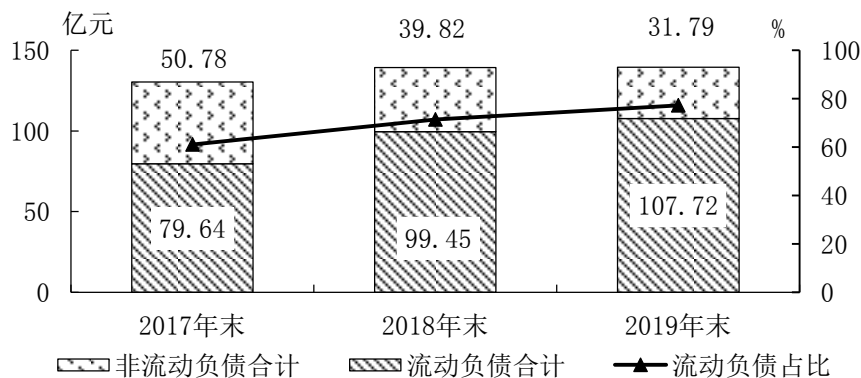


图 7 2017~2019 年末公司负债结构

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、一年内到期的非流动负债、应交税费、其他应付款和应付账款构成。2019 年末，公司预收款项为 60.34 亿元，同比增长 36.47%，主要是预收房款增加所致；一年内到期的非流动负债 15.19 亿元，同比下降 6.10%；应交税费 9.80 亿元，同比下降 22.46%，主要是应交土地增值税同



比减少 2.76 亿元所致；其他应付款 8.62 亿元，同比下降 13.14%，主要是往来款同比减少 1.90 亿元所致，其中关联方应付款为 0.54 亿元，规模不大；应付账款 5.76 亿元，同比增长 14.75%，主要由于应付货款和应付服务费有所增长。

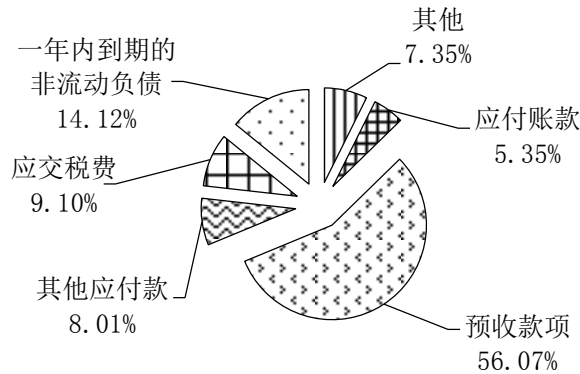


图 8 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

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、应付债券和递延所得税负债构成。2019 年末，公司长期借款为 20.43 亿元，同比增长 12.81%，主要是转入一年内到期的长期借款同比减少所致，长期借款主要由抵押、质押、保证借款和抵押、保证借款构成，分别为 13.50 亿元和 9.08 亿元；应付债券 7.06 亿元，同比下降 58.54%，主要是转入一年内到期的非流动负债 9.00 亿元所致；递延所得税负债为 4.30 亿元，同比下降 8.19%。

2019 年末，公司有息债务规模有所下降，仍以长期有息债务为主，但短期有息债务占比仍较高，且货币资金无法覆盖未来一年到期债务，公司仍存在一定短期偿债压力。

2019 年末，公司有息债务规模为 50.59 亿元，同比下降 19.31%，其中长期有息债务 27.49 亿元，同比下降 21.76%，占总息债务比重为 54.34%，仍以长期有息债务为主，短期有息债务为 23.10 亿元，同比下降 16.18%，占总息债务比重 45.66%，同比增加 1.70 个百分点，公司货币资金无法覆盖短期有息债务，仍存在一定的短期偿债压力。

表 16 2017~2019 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	23.10	27.56	17.55
长期有息债务	27.49	35.13	45.66
总有息债务	50.59	62.69	63.21
短期有息债务占比	45.66	43.96	27.77
总有息债务在总负债中占比	36.26	45.02	48.47

数据来源：根据公司提供资料整理



从债务期限结构来看，截至 2019 年末，公司总有息债务主要集中在 1 年内及 1~2 年到期，短期偿债压力较大。

表 17 截至 2019 年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	(3, 4]年	合计
金额	23.10	22.66	1.33	3.50	50.59
占比	45.66	44.79	2.63	6.92	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2020 年，若“18 保集 02”债券持有人选择全部回售，则公司短期偿债压力进一步加大。

截至 2020 年 5 月末，公司存续债券为“18 保集 01”和“18 保集 02”，债券余额分别为 4.50 亿元和 2.60 亿元。其中“18 保集 01”于 2020 年 6 月 8 日前完成回售金额 1.62 亿元，回售债券计划转售；“18 保集 02”回售日为 2020 年 12 月 10 日，若债券持有人选择全部回售，则公司短期偿债压力会进一步加大。

公司部分对外担保企业资产负债率处于极高水平，且存在亏损，存在一定或有风险。

截至 2019 年末，公司对外担保金额为 4.11 亿元，担保比率为 5.75%。其中，公司对商品房承购人提供的阶段性购房按揭贷款担保为 0.53 亿元，对企业提供的担保金额为 3.58 亿元，均为关联方担保。2019 年，新增对浙江景虹贸易有限公司（以下简称“景虹贸易”）担保 0.64 亿元，新增对控股股东佳富投资担保 0.30 亿元。

2019 年，金盛隆置地尚无结算项目，故无营业收入，金华骏远置业有限公司（以下简称“金华骏远”）结转项目量较少，同时受近年净利润亏损影响，金华骏远未分配利润仍为负，所有者权益为负，导致其期末资产负债率大于 100%；佳富投资无实际业务，盈利依赖于投资收益；景虹贸易期末资产负债率极高，主要是其经营性应付项目规模较大，故资产负债率极高，期末无银行借款。

表 18 2019 年被担保企业主要财务指标（单位：亿元、%）

被担保企业	期末总资产	期末净资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
金盛隆置地	11.30	6.23	44.84	-	-0.01	0.02
金华骏远	14.93	-0.31	102.09	0.0029	-0.36	2.80
上海中标	5.60	4.49	19.84	5.58	0.28	-0.01
景虹贸易	6.16	0.06	99.10	0.92	0.004	0.75
佳富投资	8.97	1.13	87.46	-	0.34	-0.57

数据来源：根据公司提供资料整理



2019 年末，受资本公积和未分配利润增加影响，公司所有者权益有所增长，其中未分配利润占比较大，若未来发生大规模利润分配，将对公司所有者权益的稳定性产生一定不利影响。

2019 年末，公司所有者权益合计 71.41 亿元，同比增长 12.74%；其中实收资本仍为 8.22 亿元；资本公积 8.48 亿元，同比增长 61.92%，主要是收购金华通和少数股权权益付出对价与其净资产的差额计入资本公积所致；盈余公积 0.80 亿元，同比增长 8.89%；未分配利润为 40.47 亿元，同比 10.41%，主要是本年利润结转所致；归属于母公司所有者权益 59.69 亿元，同比增长 15.73%，少数股东权益 11.72 亿元，同比下降 0.47%。

2019 年，公司盈利能力有所下降，对利息的保障程度有所降低；受拿地支出减少影响，公司经营性净现金流有所增长，对利息和债务的保障程度有所增强；公司银行授信进一步降低，融资渠道主要为信托和资管借款，银行授信额度继续下降，公司融资能力一般。

2019 年，公司盈利水平有所下降，经营性净现金流大幅增长，公司 EBITDA 对利息保障倍数为 1.59 倍，盈利对利息的保障能力有所下降，经营性现金流利息保障倍数为 2.13 倍，保障能力有所上升。

公司流动性偿债来源主要包括盈利、经营性现金流和债务收入等。2019 年，公司经营性净现金流比流动负债为 12.14%，保障程度有所增强；此外，公司银行授信进一步降低，融资渠道主要为信托和资管借款，银行授信额度下降，公司融资能力一般。整体看，公司流动性偿债能力一般。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，以流动资产为主，其中存货及其他应收款占比较高，存货周转效率和应收账款周转效率有所上升，但关联方往来款增加，对公司资金占用情况进一步加重，受限资产规模仍较大，公司资产流动性一般。2019 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.62 倍和 0.71 倍，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度略有上升；债务资本比率为 41.47%，资产负债率为 66.14%，扣除预收款项的资产负债率为 52.58%，均有所下降，资本结构有所改善。整体看，公司清偿性偿债来源一般。

偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力很强。公司主要从事房地产和贸易业务，房地产业务仍以普通住宅开发为主，贸易业务仍以化工贸易为主。2019 年，公司房地产业务仍为利润的主要来源，贸易业务仍为收入的主要来源；公司位于上海地区，地理位置优越，有利于外贸业务发展；公司签约销售金额和面积保持增长，同时，公司土地储备分布由金华市转向其他二三线城市，其中拟建项目主要集中在五线城市，受区域经济影响较大；公司房地产业务收入有所下降，毛利率



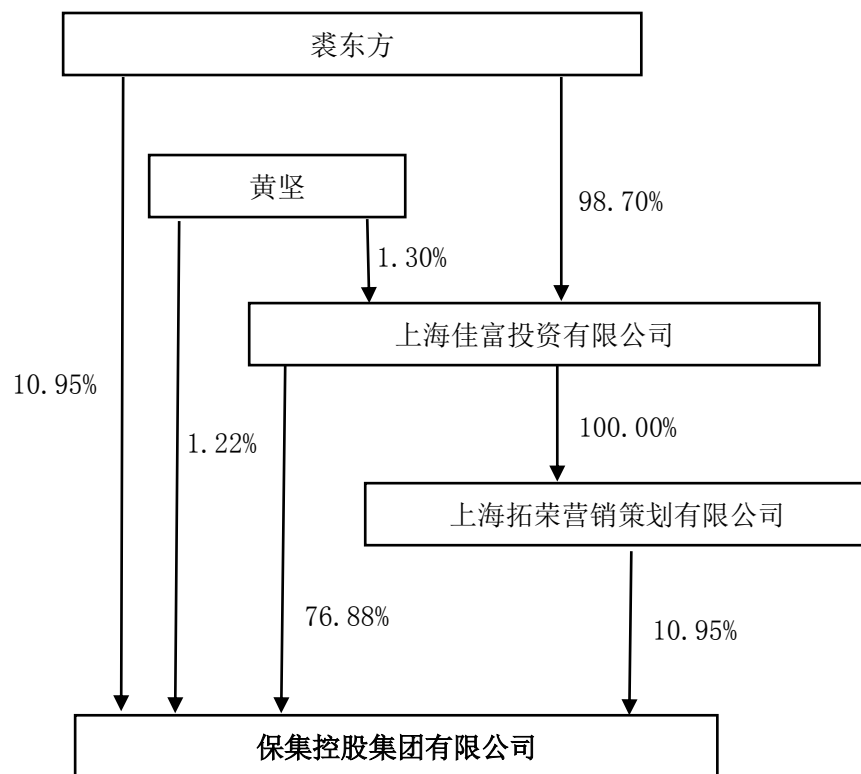
大幅降低，公司盈利能力有所下降；在建、拟建项目较多，仍存在较大的资金支出压力；公司融资结构仍以信托及资管借款为主，银行授信继续下降，公司融资能力一般；公司存货和其他应收款占比较高，关联方资金占用情况进一步加重，且资产受限规模较大，资产流动性一般；公司有息债务规模有所下降，但短期有息债务规模仍较大，公司面临一定短期偿债压力；公司对外担保均为关联方担保，且部分对外担保企业资产负债率仍处于极高水平，净利润亏损，存在一定或有风险。此外，公司实际控制人裘东方为“18 保集 01”、“18 保集 02”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

综合分析，大公对公司“18 保集 01”和“18 保集 02”信用等级维持 AA，主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



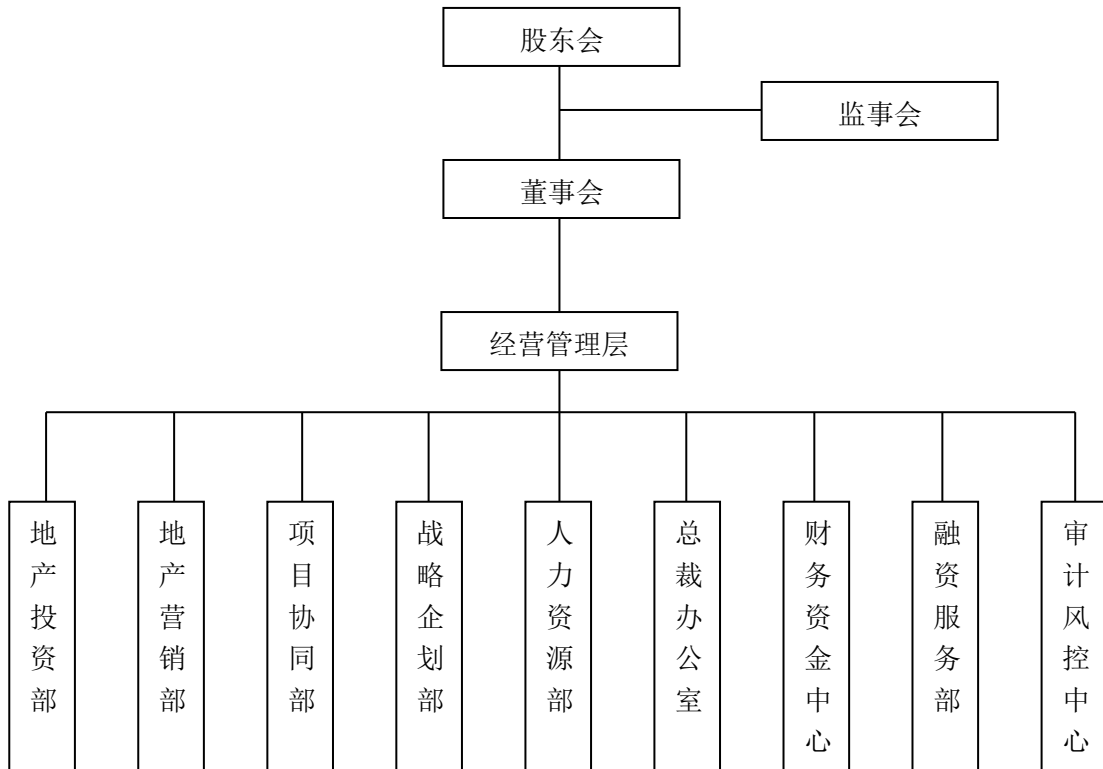
附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年末保集控股集团有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年末保集控股集团有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 截至 2019 年末保集控股集团有限公司在建拟建项目情况

(单位: 亿元、万平方米)

在建项目							
项目名称	位置	产品类型	计划总投资	已投入	规划建筑面积	剩余可售面积 ⁸	预计竣工时间
象山府	宁波	住宅	26.00	15.00	28.25	11.29	2020.12
保集湖海塘庄园二地块	金华	排屋、商业	59.75	39.60	19.22	6.87	2022.03
保集瑞府	宁波	住宅	11.00	7.90	13.82	4.46	2020.05
保集禹州府	金华	住宅	13.95	10.77	8.12	3.08	2021.06
三门保集御府	台州	住宅、商业	18.91	6.96	39.92	19.84	2023.05
保集梧桐墅	镇江	住宅、商业	13.00	5.96	20.12	9.62	2021.10
洵韵福邸	宜兴	住宅、商业	5.28	3.27	7.69	0.73	2020.08
荣成保集蓝郡	荣成	住宅、商业	8.26	2.37	16.71	10.07	2021.06
富椿滏河源	邯郸	住宅、商业	16.60	4.50	34.07	22.67	2023.06
凤凰保集·伊甸园	腾冲	住宅	11.25	3.95	11.23	5.71	2021.12
合计	-	-	184.00	100.28	199.15	94.34	-
拟建项目							
项目名称	位置	产品类型	计划总投资	占地面积	规划建筑面积	预计开工时间	
保集E智谷 (B\C 地块)	上海	C65 研发用地	10.00	4.45	16.85	2020.07	
凤凰保集·伊甸园	腾冲	住宅	61.67	52.87	51.39	2020 ~ 2021	
合计	-	-	71.67	57.32	68.24	-	

数据来源: 根据公司提供资料整理

⁸ 为剩余可售规划建筑面积。



2-2 截至 2019 年末保集控股集团有限公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保企业	企业性质	担保金额	担保到期时间	担保方式
金盛隆置地	关联方	1.41	2020.07.16	保证
金华骏远	关联方	0.95	2020.07.19	保证
景虹贸易	关联方	0.50	2020.12.23	保证
		0.14	2020.12.26	保证、抵押
佳富投资	关联方	0.30	2020.01.16	保证
上海申标	关联方	0.20	2020.02.19	保证
		0.08	2020.09.24	保证
合计	-	3.58	-	-

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 保集控股集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
资产类			
货币资金	111,103	129,390	154,694
应收账款	10,678	17,913	23,906
其他应收款	261,876	124,688	76,745
预付款项	336,443	307,580	273,444
存货	980,295	981,328	957,340
流动资产合计	1,747,495	1,587,434	1,516,739
可供出售金融资产	32,827	38,993	43,796
持有至到期投资	32,172	43,000	-
长期股权投资	78,820	80,115	80,802
投资性房地产	151,869	155,573	116,026
固定资产	17,454	18,695	22,674
商誉	39,525	39,232	37,044
递延所得税资产	6,999	9,852	8,170
非流动资产合计	361,676	438,730	378,760
总资产	2,109,171	2,026,164	1,895,499
占资产总额比 (%)			
货币资金	5.27	6.39	8.16
应收账款	0.51	0.88	1.26
其他应收款	12.42	6.15	4.05
预付款项	15.95	15.18	14.43
存货	46.48	48.43	50.51
流动资产合计	82.85	78.35	80.02
可供出售金融资产	1.56	1.92	2.31
持有至到期投资	1.53	2.12	0.00
长期股权投资	3.74	3.95	4.26
投资性房地产	7.20	7.68	6.12
固定资产	0.83	0.92	1.20
商誉	1.87	1.94	1.95
递延所得税资产	0.33	0.49	0.43
非流动资产合计	17.15	21.65	19.98



3-2 保集控股集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
负债类			
短期借款	30,000	46,990	13,800
应付票据	49,077	66,810	68,070
应付账款	57,610	50,204	66,359
预收款项	603,406	442,156	426,106
其他应付款	86,230	99,278	74,244
应交税费	97,980	126,355	54,027
一年内到期的非流动负债	151,928	161,800	93,650
流动负债合计	1,077,179	994,465	796,391
长期借款	204,300	181,100	356,800
应付债券	70,581	170,227	99,800
递延所得税负债	43,012	46,847	51,228
非流动负债合计	317,893	398,174	507,828
负债合计	1,395,072	1,392,638	1,304,219
占负债总额比 (%)			
短期借款	2.15	3.37	1.06
应付票据	3.52	4.80	5.22
应付账款	4.13	3.60	5.09
预收款项	43.25	31.75	32.67
其他应付款	6.18	7.13	5.69
应交税费	7.02	9.07	4.14
一年内到期的非流动负债	10.89	11.62	7.18
流动负债合计	77.21	71.41	61.06
长期借款	14.64	13.00	27.36
应付债券	5.06	12.22	7.65
递延所得税负债	3.08	3.36	3.93
非流动负债合计	22.79	28.59	38.94
权益类			
实收资本	82,208	82,208	82,208
资本公积	84,763	52,348	52,348
未分配利润	404,739	366,565	311,354
归属于母公司所有者权益	596,864	515,741	460,327
少数股东权益	117,234	117,785	130,952
所有者权益合计	714,098	633,526	591,280



3-3 保集控股集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
损益类			
营业收入	1,341,643	1,359,471	1,188,847
营业成本	1,223,649	1,155,940	1,060,192
销售费用	15,604	18,881	15,339
管理费用	22,510	20,931	16,184
财务费用	29,991	34,343	33,300
公允价值变动收益	-6,601	39,725	16,665
投资收益/损失	22,286	-5,826	29,884
营业利润	58,666	93,524	87,970
利润总额	58,616	92,927	87,814
所得税	20,342	36,639	21,379
净利润	38,275	56,287	66,435
归属于母公司所有者的净利润	38,825	55,210	47,667
占营业收入比 (%)			
营业成本	91.21	85.03	89.18
销售费用	1.16	1.39	1.29
管理费用	1.68	1.54	1.36
财务费用	2.24	2.53	2.80
公允价值变动收益	-0.49	2.92	1.40
投资收益/损失	1.66	-0.43	2.51
营业利润	4.37	6.88	7.40
利润总额	4.37	-0.04	-0.01
所得税	1.52	6.84	7.39
净利润	2.85	2.70	1.80
归属于母公司所有者的净利润	2.89	4.14	5.59
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	125,731	57,908	60,723
投资活动产生的现金流量净额	16,244	9,042	-90,539
筹资活动产生的现金流量净额	-153,841	-105,667	82,076



3-4 保集控股集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年 (追溯调整)
主要财务指标			
EBIT	90,833	127,133	119,581
EBITDA	93,597	129,444	121,184
总有息债务	505,885	626,927	632,120
毛利率 (%)	8.79	14.97	10.82
营业利润率 (%)	4.37	6.88	7.40
总资产报酬率 (%)	4.31	6.27	6.31
净资产收益率 (%)	5.36	8.88	11.24
资产负债率 (%)	66.14	68.73	68.81
债务资本比率 (%)	41.47	49.74	51.67
长期资产适合率 (%)	285.34	235.16	290.19
流动比率 (倍)	1.62	1.60	1.90
速动比率 (倍)	0.71	0.61	0.70
保守速动比率 (倍)	0.10	0.13	0.19
存货周转天数 (天)	288.56	301.88	303.68
应收账款周转天数 (天)	3.84	5.54	8.08
经营性净现金流/流动负债 (%)	12.14	6.47	7.81
经营性净现金流/总负债 (%)	9.02	4.29	4.86
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	2.13	0.98	1.14
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.54	2.16	2.25
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	1.59	2.20	2.28
现金比率 (%)	10.31	13.01	19.42
现金回笼率 (%)	113.51	111.33	100.54
担保比率 (%)	5.75	10.68	7.86



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。