

信用等级公告

联合[2018]193 号

武汉商贸国有控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对武汉商贸国有控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

武汉商贸国有控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

武汉商贸国有控股集团有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

武汉商贸国有控股集团有限公司 公开发行 2018 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 8 亿元

债券期限：品种一为 3 年期，附第 2 年末公司
调整票面利率选择权和投资者回售
选择权；品种二为 3 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 3 月 5 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额 (亿元)	101.99	111.37	123.08	128.39
所有者权益 (亿元)	29.01	31.59	34.83	36.80
长期债务 (亿元)	31.01	38.47	39.08	44.38
全部债务 (亿元)	58.04	60.00	51.11	62.24
营业总收入 (亿元)	51.06	53.70	55.25	44.91
净利润 (亿元)	2.10	2.61	3.55	2.54
EBITDA (亿元)	6.54	7.24	7.03	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.09	4.61	0.82	-9.19
营业利润率 (%)	14.68	12.53	11.98	11.92
净资产收益率 (%)	7.42	8.61	10.69	--
资产负债率 (%)	71.56	71.63	71.70	71.34
全部债务资本化比率 (%)	66.67	65.51	59.47	62.84
流动比率 (倍)	1.85	2.16	2.08	2.20
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.12	0.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.88	1.11	1.55	--
EBITDA/本期发债规模 (倍)	0.82	0.91	0.88	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2017 年三季度未经审计，相关指标未年化。3、本报告 2014 年相关财务数据采用 2015 年审计报告期初数/上年数，2015 年相关财务数据采用 2016 年审计报告期初数/上年数。4、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对武汉商贸国有控股集团有限公司（以下简称“公司”或“武汉商贸”）的评级反映了公司作为湖北省规模领先的国有综合物流集团，在行业地位、经营规模、业务多元化等方面具有竞争优势，在武汉市内拥有较大规模的土地，营业收入和净利润持续增长。同时，联合评级也关注到公司物流业务模式面临转型升级、冷链物流和房地产业务尚需投资规模较大、小贷业务出现逾期贷款、利润水平受营业外收入影响较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司冷链物流项目投入运营、在建房地产项目开发并实现销售，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 作为武汉市重点国有企业之一，公司在综合物流领域的区域竞争力突出，在行业地位、经营规模、政府支持等方面具备优势。

2. 公司综合物流板块采用多元化业务布局，覆盖油脂加工储运、钢材物流、轿车整车运输物流、副食品商贸储运和应急储备供应等多个业务领域，具备较强的综合服务能力。

3. 公司在武汉市内拥有较大规模的非住宅用地性质的土地储备，随着武汉城市化进程的快速推进，这些土地可能作为未来公司开发土地或实现拆迁收入。

4. 公司货币资金较充裕，债务结构以长期债务为主，营业总收入和净利润持续增长。

关注

1. 公司综合物流板块子公司众多，但各子板块之间单独经营，管理整合的难度较大。随着行业竞争的加剧，公司综合物流业务面临升级转型的压力。
2. 公司在冷链物流和房地产领域尚需投资的规模较大，存在一定的资本支出压力。
3. 公司小贷业务出现一定规模的逾期贷款，小贷业务客户主要为中小企业，随着经济增速下行，坏账损失风险加大。
4. 公司资产受限程度较高，利润水平受非流动资产处置利得、政府补助等营业外收入影响较大，2016 年以来经营活动净现金流状况有所恶化。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

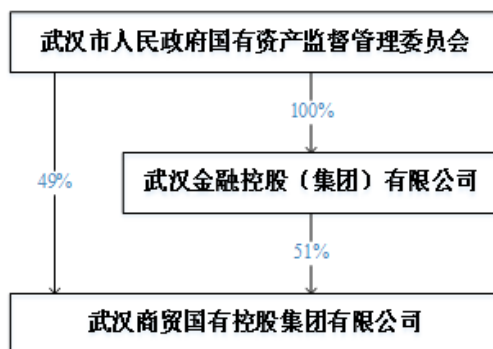


联合信用评级有限公司

一、主体概况

武汉商贸国有控股集团有限公司（以下简称“公司”或“武汉商贸”）系政府单位改制形成。2000年6月，武汉市委办公厅、市政府办公厅印发《关于组建武汉商贸国有控股（集团）有限公司的实施方案》（武办发[2000]33号），撤销武汉市工业品商业（集团）总公司、武汉市副食品商业（集团）总公司，并在此基础上成立武汉商贸国有控股（集团）有限公司，注册资本6亿元。2002年12月，按照武汉市委、市政府《关于重组壮大有关国有控股公司的决定》（武发[2002]19号），武汉商贸国有控股（集团）公司与武汉市物产控股（集团）公司合并重组为武汉商贸。历经多次增资和股权转移，截至2017年9月底，公司注册资本6.14亿元、实收资本5.28亿元；武汉市国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）直接持有公司49%的股份、并通过武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”）间接持有公司51%的股份，武汉市国资委是公司实际控制人。

图1 截至2017年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：授权范围内的国有资产经营管理及投资；房地产开发和商品房销售；物业管理；仓储、物流信息综合物流服务；物流实施服务方案咨询；货物进出口、技术进出口、代理进出口业务，国家禁止或限制货物或技术除外。普通货运。

截至2017年9月底，公司下设经济运行部、投资发展部、财务管理部、人力资源部、监察审计部、办公室等职能管理部门（见附件1）；公司合并范围内的子公司14家。截至2017年底，公司共有员工1,893人。

截至2016年底，公司资产总计123.08亿元，负债合计88.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计34.83亿元，其中归属于母公司所有者权益合计15.93亿元。2016年，公司实现营业收入55.25亿元，净利润（含少数股东损益）3.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.43亿元；经营活动产生的现金流量净额0.82亿元，现金及现金等价物净增加额0.12亿元。

截至2017年9月底，公司资产总计128.39亿元，负债合计91.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计36.80亿元，其中归属于母公司所有者权益合计16.86亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入44.91亿元，净利润（含少数股东损益）2.54亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.95亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.19亿元，现金及现金等价物净增加额-0.05亿元。

公司注册地址：武汉市桥口区解放大道1127号；法定代表人：王郁宝。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次及本期债券概况

本次债券于 2016 年 3 月 9 日经中国证监会“证监许可[2016]475 号”文核准公开发行，核准规模为不超过 11 亿元。本次债券首期已于 2016 年 5 月 3 日完成发行，债券简称“16 武商贸”，债券代码“136394.SH”，发行规模为 3 亿元，债券期限为 5 年，最终票面利率为 4.75%。

本期债券名称为“武汉商贸国有控股集团有限公司公开发行 2018 年公司债券”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 8 亿元。本期债券分为 2 个品种，品种一期限为 3 年期，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二期限为 3 年期。品种一和品种二合计发行规模不超过 8 亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。本期债券票面金额为 100 元，按面值发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向合格投资者公开发行，票面利率由公司和主承销商按照发行时网下询价结果共同协商后确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

扣除发行费用后，本期债券募集资金拟用于补充公司及子公司流动资金。

三、行业分析

公司营业收入和利润主要来自综合物流板块，属于综合物流行业。

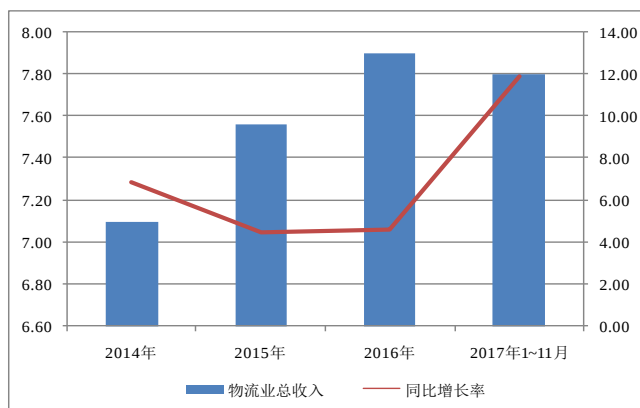
1. 行业概况

物流由商品的运输、配送、仓储、包装、搬运装卸、流通加工以及相关的物流信息等环节构成，其内容包括用户服务、需求预测、订单处理、存货控制、工厂和仓库的布局与选址等多个方面。近年来，随着电子商务的快速发展以及农产品、大宗商品物流的发展，现代物流业快速成长。现代物流通过统一考虑制造、运输、销售等环节降低综合物流成本，提供一体化的综合服务以满足客户需求。

物流行业收入由平稳增长转为加速增长，行业升级转型态势明显

近年来，中国物流行业收入进入平稳增长期，中国已成为全球第一大物流市场。根据国家统计局数据，2014~2016 年，中国物流业总收入分别为 7.10 万亿元、7.56 万亿元和 7.90 万亿元，同比增长率分别为 6.9%、4.5%和 4.6%。2017 年 1~11 月，物流业总收入 7.8 万亿元，同比增长 11.9%，增速大幅提升，主要系物流业转型升级所致。在“互联网+”、消费升级的带动下，2017 年前三季度，邮政快递物流收入同比增长超过 20%，冷链物流市场收入同比增长约为 9%，部分重点细分领域加速发展，供给体系的质量和效率稳步提升，物流业转型升级态势明显。

图 2 物流业总收入及同比增长率（单位：万亿元、%）

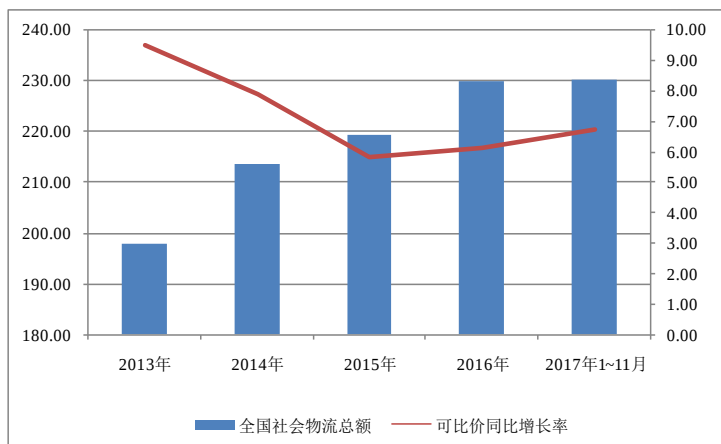


资料来源：Wind

物流需求平稳增长，需求结构优化

2014~2016 年，社会物流总额分别为 213.5 万亿元、219.2 万亿元和 229.7 万亿元，按可比价格计算，同比增长率分别为 7.9%、5.8%和 6.1%。2017 年 1~11 月，全国社会物流总额 229.9 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%。近年来，社会物流需求由快速增长期进入平稳增长期，增幅稳中有升。

图 3 社会物流总额及同比增长率（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind

从需求结构来看，工业品物流始终是中国物流行业的主要构成，2016 年工业品物流总额在社会物流总额中的占比为 93.20%。近年来，工业品物流需求稳定增长，在当前供给侧结构性改革的背景下，工业物流需求结构持续优化，采矿业等高耗能行业物流需求回落，装备制造业、高技术产业物流需求加速增长。

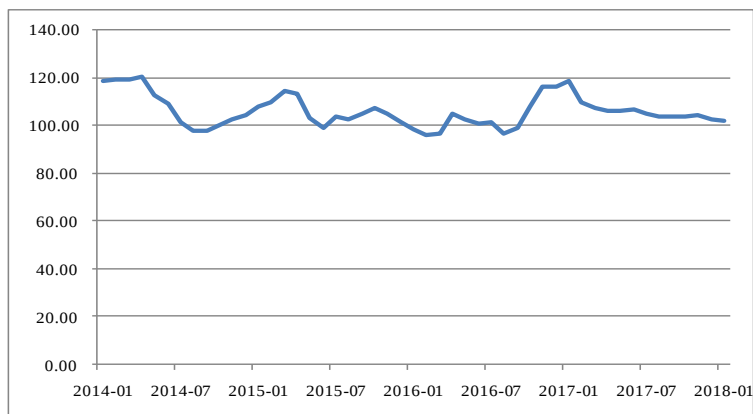
进口货物物流是物流行业的第二大构成，2016 年进口货物物流总额在社会物流总额中的占比为 4.60%。近年来，进口物流需求稳中有升，在需求回暖、大宗商品价格回升等因素带动下，进口物流总额实现 10%左右增长，铁矿石、原油和天然气等大宗商品进口物流量增长较显著。

与消费相关的单位与居民物品物流总额在社会物流总额中的占比较小，但近年来实现快速增长。2016 年，单位与居民物品物流总额同比增长 42.8%，增速较上年提高 7.3 个百分点；2017 年 1~9 月，同比增长 30.8%，增速较上年同期提高 0.1 个百分点。消费对物流需求的拉动效应进一步显现，电商等业态的物流需求维持快速增长。

公路物流运价企稳

目前我国物流以公路物流为主，铁路、水路、航空物流占比不大，多式联运程度较低。2016 年三季度“治超”新政出台后，公路物流供不应求的状况显著，短期内运价快速上涨，出现大幅波动。2017 年以来，公路物流运价企稳，新政出台之前的公路市场低价竞争格局发生改变。

图 4 中国公路物流运价指数（单位：点）



资料来源：Wind

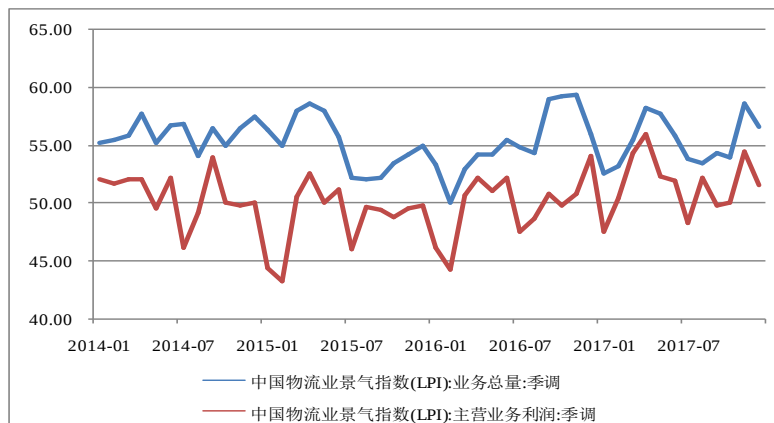
物流成本持续下降，但运输效率仍需进一步提升

2014~2016 年，社会物流总费用占 GDP 的比重分别为 16.6%、16.0%和 14.9%；2017 年 1~9 月，社会物流总费用占 GDP 的比重为 14.5%。随着物流业组织模式的持续创新，以及工业品物流中高价值、高品质的汽车、通用设备、医药等领域物流需求加速增长，每单位 GDP 所消耗的社会物流费用持续下降，物流成本回落。另一方面，在多式联运示范等相关举措推动下，运输物流效率提升、协同性增强，仓储物流效率改善，物流业降本增效趋势较显著。但另一方面，美国、日本、德国等国家社会物流总费用占 GDP 的比重均在 10%以下，中国物流业运输效率仍有较大的提升空间。

行业景气度呈上行趋势

从物流业景气度来看，2016 年以来，物流业景气度指数波动较大，但整体呈上行趋势，中国物流景气指数的业务总量指数从 2016 年 2 月的 50.00%上升至 2017 年 12 月的 56.60%，主营业务利润指数从 2016 年 2 月的 44.20%上升至 2017 年 12 月的 51.60%。

图 5 物流业景气度指数情况



资料来源：Wind

总体看，近年来物流行业平稳增长，但 2017 年以来出现加速增长趋势，行业整体升级转型，需求结构优化，公路运价企稳，物流成本持续下降，行业景气度呈上行趋势；但另一方面，中国物流效率与发达国家相比仍有较大改进空间。

2. 行业竞争

根据中国物流与采购联合会数据，50 强物流企业 2016 年物流业务总收入 8,299 亿元，占全行业物流总收入的 10.51%，其中，排名第一的中国远洋海运集团有限公司市场占有率约为 1.78%，行业集中度较低，价格竞争激烈。2016 年，20 家企业物流业务收入突破 100 亿元，较上年增加 2 家。目前，我国物流企业数量约 30 万家，行业整体呈现“小、散、乱”的特征。随着 2016 年“治超”政策的出台，物流行业低价竞争的格局发生改变，未来行业集中度有望加速上升。

表 1 2016 年中国物流企业 10 强榜单（单位：亿元）

排名	企业	物流业务收入
1	中国远洋海运集团有限公司	1,408.40
2	中国外运长航集团有限公司	764.33
3	冀中能源国际物流集团有限公司	729.00
4	厦门象屿股份有限公司	714.40
5	顺丰控股股份有限公司	574.83
6	河北省物流产业集团有限公司	286.01
7	天津港（集团）有限公司	280.20
8	山东物流集团有限公司	274.59
9	中铁物资集团有限公司	237.49
10	安吉汽车物流股份有限公司	185.71

资料来源：中国物流与采购联合会

目前，我国物流市场仍处在粗放经营阶段，初级物流服务多，高端物流服务少；单一物流服务多，一体化物流服务少。大部分的物流商只能提供简单的传统物流服务，而提供系统化、一体化综合物流服务的现代物流企业不多，物流服务业的竞争更多集中在低端的运输、仓储、装卸搬运层面，少数的现代物流服务商由于其行业渗透度及服务集成度还不高，仍然主要在离散的物流功能上过度竞争，竞争焦点是成本降低和价格，提供的产品同质化严重，还不能满足物流需求社会化的需要。

基础物流服务商因进入门槛较低，竞争非常激烈。国际物流公司进入中国市场，凭借其雄厚的资金实力和丰富的行业经验，在争夺跨国公司物流业务方面具有一定的优势。随着现代物流业的发展，中外物流公司将会互相进入对方优势领域，展开对优质客户的争夺。总体看来，我国物流市场已逐步与国际市场接轨，本土企业将面临强大的国际物流企业的竞争压力，但本土企业可利用自身拥有的物流资源、服务网络和本土化优势，通过品牌建设、扩大服务规模和服务品质来化解面临的压力。

随着我国产业结构日益走向规模化和专业化的格局，伴随信息技术的大量应用、电子商务的兴起以及对成本控制要求的提升，物流行业也开始进入整合阶段，从无序走向有序，各种新的业态也开始涌现，例如供应链管理、整车零担运输等，也涌现出很多具有很强竞争力和成长能力的公司。

总体看，我国物流行业集中度较低，价格竞争激烈，逐步与国际市场接轨，能够提供一体化物流服务的企业较少，物流企业在供应链管理的需求分析、模式创新、运作执行和管理控制等方面仍有较大提升空间。

3. 行业政策

近年来，随着物流对国民经济的重要性日益凸显，物流行业得到政府相关部门的重视，国务院、各部委、地方政府等陆续出台物流业政策，对多式联运、物流供应链管理平台、农产品冷链物流等多方面的发展提供了政策支持。

表 2 近年来物流业主要相关政策

政策	发布日期	相关内容
《关于促进商贸物流发展的实施意见》	2014 年	促进商贸物流发展，降低物流成本，引导企业做大做强，完善服务体系，更好地保障供给，支撑国民经济稳步增长。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014 年	提出发展目标：物流业增加值年均增长 8%左右，物流业增加值占国内生产总值的比重达到 7.5%左右；鼓励运输、仓储等传统物流企业向上下游延伸服务，建设第三方供应链管理平台；鼓励物流企业与制造企业深化战略合作，建立与新型工业化发展相适应的制造业物流服务体系，形成一批具有全球采购、全球配送能力的供应链服务商。
《交通运输部国家发展改革委员会关于开展多式联运示范工程的通知》	2015 年	先期开展 15 个多式联运示范工程建设，形成具有典型示范意义和带动作用的多式联运枢纽场站、组织模式、信息系统以及多式联运承运人；不断完善多式联运设施、装备、信息化、运营组织等方面的技术标准和服务规范；探索托盘集装单元等管理运营模式；逐步充实推进多式联运发展的政策与法规，加快推进多式联运发展。
《国务院办公厅关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	2015 年	鼓励外贸综合服务企业提供跨境电子商务企业提供通关、物流、仓储、融资等全方位服务。支持企业建立全球物流供应链和境外物流服务体系。
《国务院关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》	2015 年	依托口岸优势，建设海关特殊监管区域、边境经济合作区、跨境经济合作区及现代物流园区等平台载体，打造集综合加工、商贸流通、现代物流、文化旅游等于一体的口岸经济增长极。推进内陆与沿海沿边口岸之间的物流合作与联动发展，发展国际物流，构建集仓储、运输、加工为一体的现代物流体系。
《国务院办公厅关于推进线上线下互动加快商贸流通创新发展转型升级的意见》	2015 年	转变物流业发展方式，运用互联网技术大力推进物流标准化，大力发展智能物流，鼓励依托互联网平台的“无车承运人”发展，支持物流综合信息服务平台建设。
《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	2015 年	优化城市流通网络，畅通农村商贸渠道，加强现代批发零售服务体系建设。鼓励发展商贸综合服务中心、农产品批发市场、集贸市场以及重要商品储备设施、大型物流（仓储）配送中心、农产品冷链物流设施。
《综合运输服务“十三五”发展规划》	2016 年	重点围绕建设统一开放的综合运输市场体系、提升综合运输通道服务效能、提高综合运输枢纽服务品质、建设集约高效的货运物流体系、推动“互联网+”与运输服务融合发展等 11 个方面，全力打造综合运输服务升级版。
《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》、《车辆运输车治理工作方案》	2016 年	禁止双排车辆运输车进入高速公路，治理违规轿运车辆。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，近年来我国出台了多项支持物流业发展的政策，支持力度较大。

4. 行业关注

物流运行效率偏低

全社会物流运行效率偏低主要体现在物流费用整体较高，且社会物流成本偏高与物流企业盈利能力偏低并存。近年来，我国物流总费用占 GDP 的比重有所下降，2016 年为 14.9%，但相比美国、日本、德国等国家社会物流总费用占 GDP 的比重均在 10%以下，中国物流业运输效率仍有较大的提升空间。造成我国物流费用较高的原因主要有几个方面：首先，我国经济产出中附加值较低的工业品占比较高，导致物流成本占整体经济产值的比例较高；其次，我国产业布局、资源分布和消费市场分布存在差异，导致重要的资源（如煤炭）和主要的产成品需要在全国范围内长距离大规模流动，进一步提升了物流成本；最后，我国物流市场分割严重，社会资源周转慢、环节多、费用高，多式联运比例远低于全球平均水平。

专业化物流供给不足

目前，社会化物流需求不足和专业化物流供给能力不足的问题同时存在，“大而全”、“小而全”的企业物流运作模式还相当普遍，大型企业大多采用自营物流运作模式，缺少专业化的供应链管理，成为导致全社会物流成本较高的重要原因之一。

基础设施能力不足

一方面，我国物流基础设施能力不足，尚未建立布局合理、衔接顺畅、能力充分、高效便捷的综合交通运输体系，物流园区、物流技术装备等能力有待加强。另一方面，物流企业在仓储、运输、配送等各个环节中仍多以手工作业为主，大部分物流企业的物流设施比较陈旧，技术水平较低，资源闲置和浪费的现象比较严重。此外，我国物流行业自动化信息化程度较低、作业方式落后，降低了物流效率。基础设施能力不足和服务综合水平较低导致了我国物流企业整体效益不佳，竞争力不强，影响了我国物流业的发展。

5. 行业发展

现代物流业和现代供应链作为现代化经济体系的重要组成部分，对于我国转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力具有重要意义。未来一段时期，我国物流业将进入以质量和效益提升为核心的发展新阶段，通过深化供给侧结构性改革，降低全产业链物流成本，提高物流供给质量，降本增效；坚持效率改进、质量提升和创新驱动，积极引入新技术、新模式、新理念，提高全要素生产率，逐步释放行业发展新动能。

具体来看，物流降本增效的路径主要包括：继续优化经济结构；提升物流运作水平，大力发展多式联运，提升铁路和水路运输的比重，降低库存浪费，实现物流“零库存”；降低制度性交易成本，通过审批、税收、用地、交通、信用等制度性成本的进一步降低，推动物流管理成本的下降。

当前，我国物流业正处于转型升级的关键时期，智慧物流、现代供应链和物流基础设施网络建设将是未来物流业发展的重要方向。随着物联网、云计算、大数据等新一代信息技术逐渐进入成熟期，全覆盖、广连接的物流互联网将加快形成，物流数字化程度将显著提高，众包、众筹、共享等新的分工协作方式有望得到广泛应用。在政策的鼓励下，供应链和互联网将深化融合，以智能技术强化产业链各环节衔接，推动物流业与上下游产业战略合作。此外，根据“十九大”报告提出的要求，下一步我国将深入推进交通与物流融合发展，完善物流基础设施规划布局，促进多种运输方式无缝对接，推动物流园区互联互通，完善城市末端物流微循环，打造布局合理、衔接一体、功能齐全、绿色高效的物流基础设施网络体系。

总体看，我国物流业的未来发展重点在于降本增效和转型升级，随着制度性交易成本的降低、物流基础设施网络的完善和智慧物流的发展，物流行业整体盈利能力有望提升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以综合物流服务为核心主业、实业投资与经营和商业地产开发为普通主业的大型综合性集团公司，是湖北省、武汉市联手共同支持的现代物流龙头企业。

公司下属企业经营网点遍及武汉三镇及全国部分省市，在湖北省拥有较强的区域竞争力。截至2017年9月底，公司旗下拥有5家4A物流企业和4家3A物流企业；拥有12条铁路专用线，1个水运码头专用泊位，自有仓库面积58.23万平方米、其中按现代物流要求建设的彩板库面积16.20万平方米，自有运输车辆452台，火车槽车10台，通过长期租赁协议有效整合社会车辆1,500多台、1,000吨级船舶3艘，一次性运力投送总量可达8,500吨以上。公司是湖北省内综合实力最强、服务范围最广的物流企业。

2017年，公司名列中国物流企业50强（排名前30名左右）、湖北企业100强（第59名）、

武汉企业 100 强（第 45 名），并荣获省运管物流系统“十佳文明优质企业”等荣誉。

总体上看，公司作为区域性大型商贸物流企业，在仓储、物流方面均具有较强的区域竞争力。

2. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 9 人，均具备丰富的行业经验和管理经验。

公司董事长、党委书记王郁宝先生，1964 年出生，硕士学历；历任武汉肉联食品冷冻加工厂车间主任、副厂长，武汉食品有限公司副经理、经理、党委委员，公司副总经理、董事，公司副董事长、总经理、党委副书记；现任公司董事长、党委书记。

公司副董事长、总经理王建国先生，1963 年出生，大学本科学历，高级工程师；历任武汉市建材工业总公司党委办公室、总经理办公室主任，总经理助理、经济运行办副主任，副总经理，武汉鑫科投资有限公司董事长、总经理，武汉国有资产经营公司副总经理、党委委员，武汉国有资产经营公司（武汉商联<集团>股份有限公司）副总经理、党委委员；现任公司总经理、副董事长、党委副书记。

截至 2017 年底，公司共有员工 1,893 人。从年龄结构来看，30 岁以下的占比 14.16%、30~50 岁的占比 63.71%、50 岁以上的占比 22.13%；从文化素质来看，博士占比 0.05%、硕士占比 1.85%、本科占比 17.22%、大专占比 24.72%、高中及以下占比 56.16%；从岗位构成来看，生产人员占 25.41%、销售人员占 17.01%、技术人员占 8.14%、财务人员占 6.76%、其他人员占 42.68%。

总体看，公司高级管理人员均拥有丰富的行业工作背景和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工整体素质能够满足正常生产经营的需要。

3. 外部支持

武汉市十分重视物流行业的建设和发展。根据《武汉市现代物流业发展“十三五”规划》，到 2020 年，武汉全市社会物流总额达到 5 万亿元左右，物流业增加值达到 2,000 亿元，社会物流总费用占 GDP 的比重下降到 13%左右；培育 3 家收入过百亿元、8 家收入过 50 亿元的物流企业，发展 30 家 3A 级以上物流企业，其中 5A 级物流企业 3~5 家；基本建成带动城市圈、引领长江经济带中游地区、联通东西部、对接全国乃至全球市场的现代物流体系，成为国际知名、国内领先、区域龙头的国家物流中心。

作为武汉市重点国有企业之一，2014~2016 年，公司分别获得政府补助 3,990.75 万元、3,384.60 万元和 2,339.11 万元。2017 年，公司获得国资委资本金注入 2,724 万元，政策性储备补贴 1,564 万元。

总体看，公司发展存在较好的外部行业环境和政府重点支持，公司外部发展条件良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》及国家相关法律法规的要求制订《公司章程》，并经武汉市国资委批准。公司章程规定，公司设立股东大会、董事会、监事会和总经理，由武汉市国资委实施监管；公司股东大会是公司决策机构。

公司设股东会，股东会是公司的权力机构，依法行使职权。

公司设董事会，是公司的决策机构，由 5 名董事组成，包括职工代表 1 名；设董事长 1 人，可以设副董事长 1 人。公司董事会对股东负责，主要负责决定公司的年度经营计划，制定公司的中、长期发展规划和重大项目投资方案等。

根据《公司章程》，公司设监事会，负责监督职能，由 5 名监事组成，其中包括职工代表 2 名；监事每届任期三年，连选可以连任。目前，公司尚未设立监事会，根据《公司章程》的相关规定，由武汉市国资委委派财务总监履行监事职能。在武汉市国资委的监督管理下，监事缺任未对公司日常运营管理造成重大不利影响。

公司设总经理 1 人，副总经理 2~4 人，根据需要设置总会计师、总经济师、总工程师。总经理对董事会负责，负责组织实施董事会的决议，主持公司的日常经营与管理工作等职责。

总体看，公司法人治理结构相对完善，能够维持公司的日常运行。

2. 管理体制

公司按照《公司法》、《企业内部控制基本规范》等有关法律法规的规定，建立了较完整的公司组织架构，在公司的日常管理决策和具体经营中起到了较好的控制和防范作用。

子公司管理方面，公司从产（股）权、财务监管、董事、监事以及高级管理人员和控股子公司经营业绩考核各方面规范了对控股子公司的管理，明确了控股子公司的经营情况考核制度、国有资产保值增值责任、公司管理和重大事项的内部报告审批制度和程序。公司定期获取控股子公司财务报告和管理分析报告，从制度建设、制度执行、生产计划、经营指标等各方面对公司进行综合考核及评价，能够对其经营管理有效控制，同时根据相关规定，公司委托会计师事务所审计子公司的财务报告。

财务制度方面，公司根据《会计法》、《企业会计准则》、《企业财务通则》、《公司章程》等制定了《财务管理制度》、《财务预算制度》等制度，明确了公司法定代表人为公司财务工作的总负责人，总会计师协助法定代表人领导公司的财务工作，对总会计师、财务管理部的职责和主要会计制度和会计估计方法、预算管理、资金管理、流动资产管理、投资及股权管理、固定资产及其他资产管理、对外抵押和担保、经营管理、利润及其分配、财务报告管理、会计档案管理等涉及财务管理的各方面均作出详尽规定。

投融资方面，公司制订的《财务管理制度》明确了重大投资、融资事项的管理制度。对于投资项目，公司由战略投资部主承办，严格实行项目责任制，项目组进行项目论证并报公司管理层进行审定和决策，项目批准后由财务管理部进行操作。项目的后续由相应的项目责任部门进行管理，并承担相应责任。对于融资事项，项目责任部门根据相应融资金额的管理权限向管理层（总经理、董事长）提交审定，金额较大的提交董事会审议。公司发行债券由董事会制定方案并报股东会批准。

仓储管理制度方面，为确保中央储备的安全储存和规范管理，公司制定了《油脂仓储管理制度》。该规定对公司油脂仓储的库存管理、质量管理、抽检制度友情检查、设备设施、安全消防等方面进行了详细的规定。公司通过《金属材料仓库管理制度》对钢材的验收和储存、钢材堆放原则、钢材的开票和发货以及仓库人员的管理等方面进行了详细的规范。

总体看，公司内部管理制度健全，措施到位，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务分为三大板块，形成了以综合物流为主导、以实业投资和地产开发为两翼的产业格局，具体经营范围涉及商贸物流、冷链物流、汽车物流、食品油加工配送、生化制药、实业经营、商业地产、住宅地产等。2014~2016 年，公司营业收入分别为 51.06 亿元、53.70 亿元和 55.25 亿元，逐年增长，年均复合增长 4.03%；净利润分别为 2.10 亿元、2.61 亿元和 3.55 亿元，年均复合增长 29.93%，增幅大于营业收入增幅，主要系营业外收入增长所致；公司主营业务收入在营业收入中的比重均在 95%以上，主营业务突出。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
综合物流服务	35.56	70.01	7.65	35.53	66.81	7.50	39.90	72.64	7.24
实业投资经营	8.52	16.77	40.85	7.90	14.77	36.62	6.23	11.34	47.80
商业地产开发	6.71	13.21	27.57	9.85	18.42	20.10	8.80	16.02	19.09
合计	50.79	100.00	15.85	53.48	100.00	14.04	54.93	100.00	13.72

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2014~2016 年，公司综合物流服务收入波动增长，2016 年增幅较大，主要系油脂贸易量增长所致，收入占比约在 70%左右；实业投资经营收入逐年下降，其中 2015 年下降主要系投资业务收入下降所致，2016 年下降主要系一家物业子公司不再纳入合并范围所致，收入占比从 2014 年的 16.77%下降至 2016 年的 11.34%；商业地产开发收入波动增长，主要系位于武汉的项目陆续结转所致，收入占比从 2014 年的 13.21%上升至 2016 年的 16.02%。综合物流服务是公司主要收入来源，实业投资经营和商业地产开发为公司收入提供一定补充。

从毛利率来看，2014~2016 年，公司综合物流服务毛利率逐年下降，其中 2015 年下降主要系油脂加工储运毛利率下降所致，2016 年下降主要系轿车整车运输物流毛利率下降所致；实业投资经营毛利率波动上升，其中 2015 年下降主要系生化制药毛利率下降所致，2016 年上升主要系生化制药毛利率回升及剥离一家物业子公司所致；商业地产开发毛利率逐年下降，主要系结转项目的土地成本上升所致。综上，公司主营业务毛利率分别为 15.85%、14.04%和 13.72%，逐年下降。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 44.91 亿元，同比增长 13.80%，主要系商业地产开发收入增加所致；净利润 2.54 亿元，同比增长 2.57%，增幅小于营业收入增幅，主要系期间费用增长所致。

总体看，公司收入主要来自综合物流服务，部分来自实业投资经营和商业地产开发；2014~2016 年，公司营业收入及净利润逐年增长，但主营业务毛利率小幅下滑。

2. 综合物流服务

公司综合物流服务主要分为冷链、建材、油脂储运、钢材、轿车整车运输、副食品商贸、铁路集装箱物流、应急储备供应等板块。公司综合物流服务收入主要来自油脂加工储运、副食品商贸储运、轿车整车运输物流和应急储备供应，2016 年上述板块收入在综合物流服务收入中的占比分别为 53.24%、19.03%、13.38%和 10.33%，合计 95.99%。

表 4 公司综合物流板块主要经营方式

板块	营运主体	主要经营方式
油脂加工储运	武汉长江沙鸥植物油有限公司	生产、销售、储备、仓储、运输、期货交割、市场管理
轿车运输	武汉市商业储运有限责任公司	仓储、运输、装卸、配送、信息处理
副食品商贸	武汉友谊副食品商业有限责任公司	批发、零售、物流
应急储备	武汉市副食品商业储备有限公司	储备、仓储、物流配送
钢材加工	武汉市江天金属材料有限公司	代购、加工、仓储、运输配送、市场管理
冷链物流	武汉肉联食品有限公司	加工、仓储、运输、市场管理
建材物流	武汉市正达物流有限公司	仓储、运输、市场管理
铁路集装箱	武汉诚通物流有限公司	铁路运输代理、仓储、运输配送、信息服务
物流信息集成	武汉威士达软件工程有限公司	物流信息集成

资料来源：公司提供

(1) 油脂加工储运

公司承担油脂生产加工、储运业务的载体为控股子公司武汉长江沙鸥植物油有限公司（以下简称“长江沙鸥”）。该子公司主要从事油脂贸易、仓储物流、加工配送、信息服务仓单质押、电子商务、代定代销、农产品收购等一体化业务，为我国中部地区最大的油脂储存、调运、配送基地，是湖北省内最大的中央储备油和省级储备油代储企业，也是郑州商品交易所首批认定的菜籽油期货交割库，还是国内食用油行业第一家“AAAA级”物流企业，油脂年吞吐量超过30万吨，存储容量和业务规模居中部地区首位。

长江沙鸥厂区占地近80亩，交通便利，座落在武汉长江边，水路交通四通八达，且是京广铁路、107国道、京珠、沪蓉高速公路交汇处；厂区拥有铁路专用线和水运专用码头，与京广线联通并直达厂区的铁路专用复线，有较强的中转、储存与装卸能力，已成为华中地区最大的油脂储备和中转库；公司拥有食用油储存罐总容量10万多吨，意大利CMB精炼油生产线一条以及完备的食用油收发检测设施和成套中小包装灌装线，并先后通过了“AAAA级物流综合服务型企业”、“ISO9001质量管理体系”、“源全5S”的认证。

长江沙鸥生产的湖北名牌产品“沙鸥”牌植物油部分供应超市卖场，此外还广泛供应武汉地区高校食堂、餐饮酒店、食品企业，是武汉市餐饮服务管理处的“餐饮推荐用油”。同时，长江沙鸥利用设施与技术优势，与国内外知名粮油企业（中粮集团、中国储备粮管理总公司湖北分公司、中国植物油公司、嘉吉粮油有限公司等）广泛合作，开展油脂贸易、仓储物流、分装配送等业务。

此外，长江沙鸥还在国家对粮油市场供需调控和紧急供应过程中承担应急储备、调运、供应等业务。公司的应急储备业务是与湖北省储备粮油管理有限公司、湖北中储粮油脂有限公司保持长期合作关系，承担中央储备油6万吨、省级储备油2万吨的代储业务，在国家对粮油市场供需调控和紧急供应过程中负责储备油的应急储备、调运、供应等业务。

2014~2016年，公司油脂加工储运收入分别为16.20亿元、16.82亿元和21.24亿元，逐年增长，主要系湖北日月油脂股份有限公司纳入合并范围、油脂吞吐量上升所致；2017年1~9月，油脂加工储运收入15.92亿元。2014~2016年，公司油脂加工储运毛利率分别为3.04%、1.81%和2.79%，波动下降，主要系油脂价格波动所致；2017年1~9月，油脂加工储运毛利率为-1.30%，随着油脂价格下跌，毛利率降至负值。

从采购来看，公司油脂加工储运业务主要采购原材料为一级大豆油、菜油和棕榈油等，采购渠道为粮油公司、贸易公司、粮油交易中心等。2016年，公司向前五大供应商采购金额15.14亿元，占当期该板块营业成本的比例为73.30%，采购集中度较高。公司主要以现款现货方式进行采购。

表 5 2016 年公司油脂加工储运板块前五大供应商（单位：亿元、%）

序号	供应商名称	与公司关系	采购品种	采购金额	占当期营业成本的比例
1	中储粮镇江粮油有限公司	非关联方	一级大豆油	6.13	29.67
2	湖北金润丰贸易有限公司	非关联方	一级大豆油、菜油、棕榈油	4.32	20.91
3	湖北省粮油食品进出口集团有限公司	非关联方	豆油	2.29	11.11
4	江苏省江海粮油集团有限公司	非关联方	一级大豆油、菜油、葵油、棕榈油	1.24	6.02
5	武汉国家粮油交易中心	非关联方	四级菜油	1.15	5.59
合计		--	--	15.14	73.30

资料来源：公司提供

从销售来看，公司油脂产品约 90%以散油或中包装形式销售给贸易商、经销商，以现款现货方式结算；约 10%的商品以小包装形式销售给超市等卖场，按 15 天、30 天、45 天三种周期结算。2016 年，公司向前五大客户销售金额为 2.35 亿元，占当期该板块销售额的 11.07%，客户较分散。

表 6 2016 年公司油脂加工储运板块前五大客户（单位：亿元、%）

序号	客户名称	与公司关系	采购品种	销售金额	占当期销售额的比例
1	重庆鼎盛锦业油脂有限公司	非关联方	一级大豆油、四级菜油	0.90	4.24
2	安徽鹰唛食品有限公司	非关联方	一级大豆油、四级菜油	0.43	2.03
3	湖北省粮油食品进出口集团有限公司	非关联方	一级豆油	0.37	1.72
4	湖北金润丰贸易有限公司	非关联方	一级豆油	0.33	1.57
5	重庆红蜻蜓君惠粮油有限责任公司	非关联方	一级大豆油、四级菜油	0.32	1.51
合计		--	--	2.35	11.07

资料来源：公司提供

总体看，公司油脂加工储运板块除了市场化业务以外，还承担一定的政策性业务，主要采取现款现货方式进行采购和销售的结算，采购集中度较高，客户较分散；近年来公司油脂加工储运收入增长，但受油脂价格下跌影响，毛利率下滑至负值。

（2）副食品商贸

公司从事副食品商贸的主体是控股子公司武汉友谊副食品商业有限责任公司（以下简称“友谊副食品”）。友谊副食品目前已形成了集批发、零售、物流服务于一体大型经营实体，主要经营全球及国内知名的优质副食品，包括雀巢系列、卡夫系列、美赞臣系列、李锦记系列、人头马、轩尼诗等洋酒系列、依云矿泉水、茅台、五粮液、剑南春、王朝、长城、喜力系列酒类、雅培奶粉、屈臣氏饮品等。友谊副食品下设副食批发分公司、汉正街分公司、荆州分公司、宜昌分公司、襄樊分公司 5 个分公司以及武汉友谊超级商场、五粮液旗舰店。友谊副食品的主要销售对象为湖北省内大、中型商场，大型量贩店，大卖场，周边城市的批发分销商，南方、武汉航空公司及各大酒店、娱乐场所。

2014~2016 年，公司副食品商贸收入分别为 7.51 亿元、8.01 亿元和 7.59 亿元，2016 年业务规模有所下降；2017 年 1~9 月，副食品商贸收入 5.70 亿元。2014~2016 年，公司副食品商贸毛利率分别为 9.18%、8.61%和 8.51%，小幅下滑；2017 年 1~9 月，副食品商贸毛利率回升至 9.11%。

采购方面，友谊副食品与上游厂商签订了供货合同，以现款现货的方式采购，主要充当一级批发商。2016 年，友谊副食品对前五大供应商的采购金额合计 6.09 亿元，占当期该板块营业成本的 87.68%，经营品种的集中度较高。

表 7 2016 年公司副食品商贸板块前五大供应商（单位：亿元、%）

序号	供应商名称	与公司关系	采购品种	采购金额	占当期营业成本的比例
1	美赞臣营养品（中国）有限公司	非关联方	美赞臣系列婴幼儿奶粉	2.40	34.53
2	宜宾五粮液酒类销售有限责任公司	非关联方	五粮液系列白酒	1.19	17.13
3	费列罗贸易（上海）有限公司	非关联方	费列罗系列巧克力、糖果	1.03	14.86
4	上海雀巢产品服务有限公司	非关联方	雀巢系列产品	1.02	14.68
5	国酒茅台（贵州仁怀）营销有限公司	非关联方	茅台系列白酒	0.45	6.48
合计		--	--	6.09	87.68

资料来源：公司提供

销售方面，友谊副食品主要向下游二级批发商、卖场或零售店面发货，按月结算。2016 年，友谊副食品向前五大客户销售额为 4.69 亿元，占当期该板块销售额的 61.81%，客户集中度略高。

表 8 2016 年公司副食品商贸板块前五大客户（单位：亿元、%）

序号	客户名称	与公司关系	销售品种	销售金额	占当期销售额的比例
1	中百仓储超市有限公司	非关联方	雀巢、美赞臣、费列罗、五粮液、茅台等	1.87	24.58
2	武汉武商量贩连锁有限公司	非关联方		1.26	16.66
3	沃尔玛（中国）投资有限公司	非关联方		0.61	8.04
4	中百超市有限公司	非关联方		0.58	7.62
5	武汉汉福超市有限公司	非关联方		0.37	4.92
合计		--	--	4.69	61.81

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司副食品商贸业务收入和毛利率小幅波动，但基本保持稳定；公司主要充当一级批发商，向下游二级批发商、大型超市卖场等销售，经营品种较集中，客户集中度略高。

（3）轿车整车运输

公司从事轿车整车运输业务的主体是控股子公司武汉市商业储运有限责任公司（以下简称“商业储运”）。商业储运是集仓储、运输、装卸、物流配送、商品车整车运输等多种服务功能于一体的综合型物流企业，主要为客户提供集整车、仓储、金融、信息为一体的汽车物流综合物流，旨在汽车物流领域发展汽车物流供应链管理模式。

截至 2017 年 9 月底，商业储运自持轿车整车运输车辆 470 台，旺季时期通过与外部社会车辆协作，运力可达上千台。公司拥有分布于武汉、上海、长春、南京、太原的 5 个物流基地，仓储面积 37 万平方米，年轿运能力可达 43 万辆。

2014~2016 年，公司轿车整车运输收入分别为 4.72 亿元、4.75 亿元和 5.34 亿元，逐年增长；2017 年 1~9 月，轿车整车运输收入 4.78 亿元。2014~2016 年，轿车整车运输毛利率分别为 20.45%、23.79% 和 21.38%，呈波动上升态势，整体保持稳定；2017 年 1~9 月，轿车整车运输毛利率为 23.47%。

商业储运拥有一汽大众、一汽奥迪、上汽通用、上海大众、神龙汽车、东风本田、广州本田等一手优质客户资源，同时在天津、北京、广州等轿车生产基地拥有良好的商品车运输资源，主要业务集中在东北、华北、华东、华中、华南等地区。商业储运与汽车生产厂商签订长期合同，商业储运垫付运费，厂商与商业储运每三个月结算一次。商业储运除自有运力外，还同其他物流企业进行合作，结算方式为向合作企业先期支付一半的费用，三个月之内支付余款。

2016 年，商业储运向前五大客户的销售额为 4.11 亿元，占当期该板块销售额的 77.02%，集中

度较高。

表 9 2016 年公司轿车整车运输前五大客户（单位：亿元、%）

序号	客户名称	与公司关系	销售品种	销售金额	占当期销售额的比例
1	一汽大众	非关联方	一汽大众	1.57	29.37
2	安吉物流	非关联方	上海大众	0.98	18.45
3	武汉东本	非关联方	东风本田	0.86	16.15
4	丰田西工厂	非关联方	丰田	0.41	7.77
5	湘潭吉利	非关联方	吉利	0.28	5.29
合计		--	--	4.11	77.02

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司轿车整车运输收入逐年增长，毛利率整体稳中有升，拥有优质的一手客户资源，但客户集中度较高，需为客户垫付运费，对资金形成一定的占用。

（4）应急储备供应

公司从事应急储备供应业务的主体是控股子公司武汉市副食品商业储备有限公司（以下简称“副食储备”）。副食储备以经营肉制品及农副产品的储备、仓储、物流配送为主，同时也承担武汉市政府规定的猪肉等重要副食品的储备和市场调控任务，并取得了进出口资质。副食储备主要经营猪肉、牛肉和食糖的销售和储备。

根据武汉市政府办公厅《市人民政府办公厅关于印发武汉市市级地方重要副食品储备经营管理的通知》（武政办[2010]142 号），该文件规定了储备的品种包括猪肉、清真牛羊肉、食糖等，如遇市场肉、糖价格剧烈波动等特殊情况下，武汉市政府对上述产品储备经营总量进行调控。武汉市政府参照国家肉品、食糖储备的现行补贴项目和标准，结合重要副食储备经营特点和市场实际情况，对储备费用进行补贴。武汉市政府在当年预算中列专项资金，采取按月预拨、年终清算的方法对副食储备进行补贴。

2014~2016 年，公司应急储备供应收入分别为 3.28 亿元、4.21 亿元和 4.12 亿元，波动增长；2017 年 1~9 月，应急储备供应收入 2.32 亿元。受猪源供应和国内供糖量较紧影响，公司应急储备供应业务规模有所下降。2014~2016 年，公司应急储备供应毛利率分别为 3.16%、3.34%和 4.19%，小幅上升；2017 年 1~9 月，应急储备供应毛利率为 3.06%，有所回调。

采购方面，副食储备根据协议按月或按季与上游进行结算。由于副食储备还承担政府储备职能，财务部门每年考核平均库存量，每年的财政补贴分 3~4 次拨付给副食储备。2016 年，副食储备向前五大供应商采购金额 1.65 亿元，占当期该板块营业成本的 41.83%，采购集中度略高，主要供应商为贸易公司和食品企业。

销售方面，副食储备主要客户为肉联市场和卖场、食品企业、药品企业、贸易公司等。2016 年，副食储备向前五大客户销售金额 1.13 亿元，占当期该板块销售额的 27.40%，客户集中度一般。

总体看，公司应急储备供应板块承担了部分政策性业务，受上游供应紧张影响，业务规模和毛利率有所下滑，但基本保持稳定。

（5）冷链物流

公司从事冷链物流业务的主体是控股子公司武汉肉联食品有限公司（以下简称“武汉肉联”）。武汉肉联主要经营生鲜肉食品的加工、仓储、运输配送，并且经营管理冻品交易市场。截至 2017 年 9 月底，武汉肉联在武汉本地冻品交易市场有各类经营门面 196 家，主要经销商品覆盖海产品、速

冻食品和干鲜调料等千余品种。

2017 年 1~9 月，武汉肉联实现营业收入 0.43 亿元，其中冷库租金收入和市场租赁管理费收入分别为 0.35 亿元和 0.04 亿元。武汉肉联与商户一般按月或按季结算仓储费用或场租。截至 2017 年 9 月底，武汉肉联持有冷库的储存容量合计 25 万吨，包括武汉地区 8 万吨、重庆地区 10 万吨、昆明地区 5 万吨和扬州地区 2 万吨，大部分仍处于在建状态，2018 年开始将陆续投入使用。

武汉肉联计划在未来四年内于昆明和鄂州分别新建储存容量 50 万吨和 20 万吨的冷库。上述规划预计投资 55 亿元，截至 2017 年 9 月底已投资 2 亿元。未来上述冷库的投运将使得武汉肉联管理的冷库容量达到 95 万吨。武汉肉联在冷库方面尚需投资的规模较大，公司存在一定的资本支出压力。

近年来，通过自身扩大规模和联营、并购等方式，武汉肉联的冷库规模已达全国领先水平，是华中地区最大的肉类冷藏企业，并成为了北京农副产品交易所湖北地区储备冷库。目前，武汉肉联“冷库+市场”的传统经营模式正在向“智能冷库、连锁冷库、规模冷库”及导入信息、金融和配送服务的一体化冷链运作模式转型，凭借武汉肉联在华中地区的领先优势，通过积极实施扩张策略，以实现成为全国冷链产品的交易中心、物流中心、信息中心和价格指导中心的发展目标。

总体看，冷链物流是公司目前重点投资发展的领域，已持有的冷库规模较大，大部分处于在建状态，随着冷库陆续投入使用，冷链物流有望成为公司收入和利润的增长点；公司对冷链物流尚需投资的规模较大，存在一定的资本支出压力。

（6）其他物流板块业务

公司从事的其他物流板块业务包括建材物流、钢材加工物流、铁路集装箱物流、物流信息集成服务、文化办公用品商贸、煤炭经营批发等，经营范围广，业务多元化程度高。

公司从事建材物流的主体是控股孙公司武汉市正达物流有限公司（以下简称“正达物流”）。截至 2017 年 9 月底，正达物流持有的武汉华中建筑装饰材料市场拥有商铺、库房 19.23 万平方米、铁路专线 1 条和货场 10.63 万平方米，有 579 家商户进场经营。正达物流主要通过收取租金和管理费形式获得收益，经营情况较为稳定，2017 年 1~9 月实现营业收入 1.00 亿元。2017 年 9 月，正达家居建材仓储展示中心项目进入试运行阶段，截至 2017 年 11 月底招商率为 98.72%，未来正达物流营业收入有望实现较大幅增长。

正达物流依托原有的华中建筑材料市场，不断尝试建材物流行业新的经营模式，采取合资参股等方式拓展建材物流行业的产业链。目前，正达物流开展了与红星美凯龙等国内家居龙头的业务合作，确立了“专业市场+物流配送”的发展模式，巩固和确立“建立商铺+仓储物流”的新型建材商业生态。

总体看，公司经营范围广，业务多元化程度高，其他多种物流业务目前收入规模较小，但随着建材物流板块新项目投入运营，有望成为公司新的收入增长点。

3. 实业投资与经营

（1）投资业务

公司投资业务收入主要来源于控股子公司武汉万信投资有限责任公司（以下简称“万信投资”）。万信投资是公司的投资平台，主要从事对商业贸易、物流配送、仓储运输、食品加工、医药、食品工业和房地产等领域的投资。2014~2016 年，公司投资业务收入分别为 2.83 亿元、1.95 亿元和 4.01 亿元；2017 年 1~9 月，投资业务收入 1.18 亿元。

截至 2017 年 9 月底，万信投资纳入并表范围的子公司共 7 家；进行长期股权投资的企业共 3 家，长期股权投资期末余额 0.29 亿元。除直接权益投资外，万信投资还以基金模式参与投资活动。2010

年，万信投资与湖北高新技术产业投资公司合作，共同发起设立九派基金，总规模 2.5 亿元。此外，万信投资与中金创新国际投资管理顾问有限公司合作，设立中金万信基金 4,000 万元。

截至 2017 年 9 月底，九派基金已投资项目 36 个，累计投资金额 4.65 亿元。九派基金已处于投资集中回收期，目前科技部科技型中小企业引导基金管理的 4,500 万元引导基金已经退出，部分上市项目已经解除锁定期、正在寻找合适价格退出。

总体看，公司投资业务主要进行直接权益投资、以基金模式进行投资以及为权属企业提供担保，目前基金已处于投资集中回收期，能够为公司收入提供一定补充。

（2）生化制药业务

公司控股子公司武汉长联来福制药股份有限公司（以下简称“长联来福”）是公司旗下唯一一家制药企业，目前已在全国中小企业股份转让系统挂牌上市，股票代码“834239.OC”。

长联来福前身为武汉生物化学制药厂，目前专业从事抗感染药物、心脑血管药物及消化系统药物的研发、生产和销售，主要产品为冻干粉针剂、小容量注射剂，具体包括注射用炎琥宁、注射用奥硝唑等。长联来福在炎琥宁的制备工艺上拥有发明专利，产品稳定性和质量较高。长联来福是国内最大的冻干粉针剂生产企业之一，主要产品市场占有率稳定增长。长联来福投资的武汉邦伦医药产业园项目已基本完工，未来预计可实现高新医药项目年产值 30 亿元。2017 年 1~9 月，长联来福实现销售收入 1.29 亿元，净利润 0.08 亿元。

总体看，公司生化制药业务主要产品为冻干粉针，目前收入规模不大；未来随着在建项目的投产，生化制药业务有望成为公司新的收入增长点。

（3）金融服务

公司控股子公司武汉硚口天华小额贷款有限公司（以下简称“天华小贷”）成立于 2008 年，注册资金 1.55 亿元，主要从事小额贷款业务，主要服务于中小企业和个人创业，是武汉市资本规模最大的小贷公司之一。2014~2016 年，公司金融服务收入分别为 0.27 亿元、0.22 亿元和 0.32 亿元；2017 年 1~9 月金融服务收入为 0.18 亿元。截至 2017 年 9 月底，天华小贷的贷款余额 3.75 亿元，逾期贷款余额 1.51 亿元，占贷款余额的 40.27%，不良贷款占比较高；其中逾期 1~3 年及逾期 3 年以上的余额分别为 0.97 亿元和 0.49 亿元，逾期客户主要分布在商贸业、服务业和制造业，根据五级分类计提坏账，累计计提贷款损失准备金额 0.38 亿元。从贷款类型来看，天华小贷的质押贷款、抵押贷款和担保贷款的占比分别约为 15%、43%和 42%。公司小额贷款业务中逾期贷款占比较高，可能对公司造成一定坏账损失。

除小贷业务外，近年来公司积极发展新的评贷网业务，即公司通过合作单位在互联网发布金融服务信息，借款人以个人住宅作为抵押进行融资，并由合作单位为贷款业务作担保。2017 年，公司评贷网业务发生 7,000 万元，已收回贷款 1,500 万元。公司拟将该业务发展出标准化产品，实现资产证券化，以降低融资成本。

总体看，公司小额贷款业务中逾期贷款占比较高，可能对公司造成一定坏账损失，金融服务业规模整体不大。

（4）物业服务

公司物业服务板块收入主要包括租金和物业管理费。2014~2016 年，公司物业服务收入分别为 4.14 亿元、4.55 亿元和 0.59 亿元，2016 年收入大幅下降，主要系剥离一家物业子公司所致；2017 年 1~9 月，公司物业服务收入 0.48 亿元。

总体看，2016 年公司剥离一家物业子公司后，物业服务收入大幅减少，整体规模不大。

4. 商业地产开发

公司控股子公司武汉昌盛实业有限公司（以下简称“昌盛实业”）主要从事房地产及商业地产开发，昌盛实业具备国家房地产二级开发资质。截至 2017 年 9 月底，公司已完成开发的项目包括顶琇晶城、顶琇广场、洞庭苑和顶琇西北湖 I 项目，在建项目包括唐家墩城中村改造项目和顶琇西北湖项目。

表 10 截至 2017 年 9 月底公司在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	总投资	累计已投资	占地面积	建筑面积	物业类型	用途	建设期	项目进展
唐家墩城中村改造项目	56.45	49.17	8.27	52.00	住宅及商业地产	出售	2012.4~2019	土建施工，部分已售
顶琇西北湖项目	57.00	30.07	4.13	36.48	住宅及商业地产	出售	2015~2019	土建施工
合计	113.45	79.24	12.40	88.48	--	--	--	--

资料来源：公司提供

昌盛实业近年来战略方向转向中心地段城中村改造，从独立开发转向合资合作、参股、收购、置换等多种经营方式和开发方式相结合。目前，昌盛实业重点推进唐家墩城中村改造项目（又名“顶琇国际城”），该项目分为 K1 地块和 K7 地块。K1 地块于 2015 年 7 月竣工，截至 2017 年 9 月底，已售房屋均已交付结转，实现销售收入 6.28 亿元，尚余 7 套商铺（3,307 平方米）和 150 个地下车位待售。K7 地块分 A、B、C、D 四个区陆续开发，预计销售收入 58.94 亿元，截至 2017 年 9 月底，项目尚需投资 7.28 亿元，已销售回款 28.21 亿元，剩余可售规模较充裕。唐家墩城中村改造项目计划于 2019 年全面完工。

顶琇西北湖项目位于汉口核心居住区域，地段优势明显，周边配套齐全。项目由 3 个地块组成，地块 A 和 B 为商务设施用地，地块 C 为居住用地。截至 2017 年 9 月底，项目尚需投资 26.93 亿元，尚未开盘销售。

公司未来房地产业务收入主要来自唐家墩城中村改造项目和顶琇西北湖项目，公司预计 2018~2020 年房地产业务可实现超过 100 亿元的收入，将是公司收入和利润的重要来源。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有约 47.81 万平方米的土地，为公司本部及下属子公司目前生产经营的商业、仓储、经营用地，这些土地大部分散布于武汉市核心区域，随着武汉市城市化进程的快速推进，其中不少土地资源价值逐步显现，部分地块具备较强的商业开发价值，可作为公司未来地产开发土地，或为公司实现拆迁收入。2016 年 6 月，公司与武汉市江岸区房屋征收管理办公室签订货币补偿安置协议书，征收公司江岸区胜利街 301 号地块，收回国有土地使用权的土地面积为 8,368.86 平方米，拆迁补偿总金额为 5.00 亿元，2016 年度公司共收到拆迁补偿款 3.50 亿元。

表 11 截至 2017 年 9 月底公司非住宅用地性质的土地储备情况

序号	地块位置	土地面积 (平方米)	取得 时间	土地出让金 (万元)	土地性质	土地权证号码
1	武昌中山路 515 号	17,453	2004	2,777	商业用地	武国用（2004）第 2205 号
2	武昌区白沙洲街堤后街	45,000	2001	划拨	工业用地	武国用（2009）第 139 号
3	武昌区徐家棚临江大道 522—538 号	13,040	2004	划拨	工业用地	武国用（2003）第 1798 号
4	江岸区江岸路 12 号	161,534	2006	2,365	工业用地	武国用（2007）第 161 号
5	江岸区江岸路 12 号	34,437	2006		工业用地	武国用（2007）第 135 号
6	江岸区江岸路 12 号	27,713	2010	391	工业用地	武国用（2010）第 483 号

7	江岸区解放大道 2022 号	29,653	2008	357.73	工业用地	武国用（2008）第 406 号
8	江汉区常发里 103 号	14,678	2005	划拨	工业用地	武国用（2010）第 232 号
9	汉阳朱家湾	46,600	2013	1,630	工业用地	蔡国用（2014）第 6334 号
10	蔡甸区麦山街灯岭村	88,007	2014	2,210	工业用地	蔡国用（2014）第 1216 号
合计		478,115	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产项目不多，目前主要进行存量项目的开发和去化，未来尚需一定规模的资金投入，预计未来三年销售回款金额较大；公司在武汉市拥有较大规模的非住宅用地性质的土地储备，可能作为未来公司地产开发土地或为公司实现拆迁收入。

5. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转率分别为 12.58 次、11.35 次和 12.09 次，呈波动下降态势，整体变动不大；存货周转率分别为 1.23 次、1.14 次和 0.94 次，总资产周转率分别为 0.52 次、0.50 次和 0.47 次，均逐年小幅下降，主要系房地产项目持续投资、存货增长所致。

总体看，近年来公司经营效率小幅下滑。

6. 经营关注

（1）综合物流板块子公司尚未形成协同效应

公司综合物流板块子公司众多、业务规模较大，虽然部分子公司的业务规模在武汉市甚至华中地区位居前列，但各子板块之间单独经营、未形成协同效应，管理整合的难度较大。随着行业竞争的加剧，公司综合物流业务面临升级转型的压力。

（2）尚需投资规模较大

冷链物流是公司重点发展的业务领域，目前多个冷库处于在建中，且公司未来将进一步加大对冷库的投入。此外，公司在建房地产项目尚需投资的规模较大，公司整体存在一定的资本支出压力。

（3）小贷业务出现逾期贷款

2016 年以来公司小贷业务出现一定规模的逾期贷款，截至 2017 年 9 月底逾期贷款余额约 1.51 亿元。随着宏观经济增速下行，中小企业的经营风险加大。公司小贷业务客户主要为中小企业，小贷业务的坏账损失风险加大。

（4）部分业务客户集中度较高

公司副食品商贸、轿车整车运输业务的客户集中度较高，且轿车整车运输业务需为客户进行垫资，存在一定的集中度风险。

7. 未来发展

按照公司“十三五”发展规划，公司将发展战略定位为“一二三”战略，即一个品牌、二个中心、三个支柱。一个品牌是指打造行业性、区域性的“商贸物流”领军企业；二个中心是指将公司本部打造成为资本营运中心、战略决策中心；三个板块是指通过资源整合、并购扩张、业态创新，发展壮大综合物流、实业投资、地产开发三大板块。围绕上述战略定位，公司将坚持创新驱动，推进权属企业与电商融合，加快线上线下协同发展，在业态、管理、服务、商业模式等方面寻求突破创新；围绕结构转型和产业升级，寻找可持续发展的资源性项目和创新性项目，推动权属企业向产业链的高端位移；大力推动权属企业上市，推进并购整合，扩大企业规模。

总体看，公司未来仍将立足综合物流行业，发展现有三大板块，推动产业升级、业态创新、资

本运营、并购整合，发展战略切实可行，符合公司发展需要。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年度合并财务报表经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2017 年 1~9 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定进行编制。

从合并范围来看，公司 2015 年度纳入合并范围的二级子公司有 13 家，较 2014 年二级子公司合并范围无变化；2016 年度纳入合并范围的二级子公司有 14 家，新增 1 家；截至 2017 年 9 月底，公司合并范围内的二级子公司有 14 家，较年初无变化。公司合并范围变动较小，对公司财务数据影响不大，财务数据的可比性仍属较强。

截至2016年底，公司资产总计123.08亿元，负债合计88.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计34.83亿元，其中归属于母公司所有者权益合计15.93亿元。2016年，公司实现营业收入55.25亿元，净利润（含少数股东损益）3.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.43亿元；经营活动产生的现金流量净额0.82亿元，现金及现金等价物净增加额0.12亿元。

截至2017年9月底，公司资产总计128.39亿元，负债合计91.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计36.80亿元，其中归属于母公司所有者权益合计16.86亿元。2017年1~9月，公司实现营业收入44.91亿元，净利润（含少数股东损益）2.54亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.95亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.19亿元，现金及现金等价物净增加额-0.05亿元。

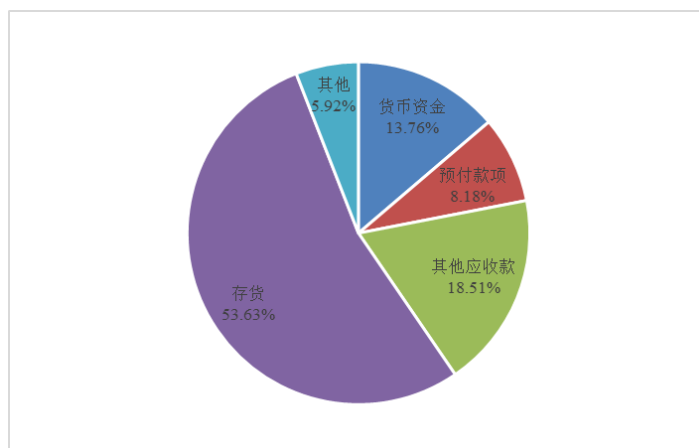
2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 9.85%，主要系流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司资产规模达 123.08 亿元，较年初增加 10.51%。公司资产中流动资产占比 77.75%，非流动资产占比 22.25%，公司资产构成中流动资产占比较高。

（1）流动资产

2014~2016 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 11.75%。截至 2015 年底，公司流动资产 88.05 亿元，较年初增长 14.90%，主要系存货增长所致。截至 2016 年底，公司流动资产 95.69 亿元，较年初增长 8.68%，主要系其他应收款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 13.76%）、预付款项（占比 8.18%）、其他应收款（占比 18.51%）和存货（占比 53.63%）构成。

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司货币资金规模逐年增长，年均复合增长32.21%。截至2015年底，公司货币资金12.80亿元，较年初增长69.91%，主要系收到部分拆迁款项以及昌盛实业房地产业务签约销售收入大幅增加所致。截至2016年底，公司货币资金13.16亿元，较年初增长2.87%，其中银行存款占比99.47%；受限制的货币资金主要为银行承兑汇票保证金，占比1.93%，受限程度很低。

2014~2016年，公司预付款项规模波动下降，年均复合下降40.73%。截至2015年底，公司预付款项账面价值7.58亿元，较年初下降65.97%，主要系子公司昌盛实业预付购地款14.61亿元转入存货所致。截至2016年底，公司预付款项7.83亿元，较年初增长3.24%。按欠款方归集的前五大预付款项余额合计占比75.13%，集中度较高；其中最大债务单位为江汉区城改办，占预付账款合计的比例为48.84%，公司预付了一定规模的土地款。

2014~2016年，公司其他应收款规模逐年增长，年均复合增长31.79%。截至2015年底，公司其他应收款账面价值11.91亿元，较年初增长16.84%，主要系应收关联方款项的大幅增加所致。截至2016年底，公司其他应收款账面价值17.71亿元，较年初增长48.66%，主要系往来款规模增长以及支付押金增加所致；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额中，账龄1年以内的占比62.42%，账龄1~2年的占比15.43%，账龄2~3年的占比7.56%，账龄3年以上的占比14.59%，账龄整体较长；公司对其其他应收款累计计提坏账准备0.20亿元，计提比例为1.09%，考虑到账龄较长，计提比例较低；按欠款方归集的前五大其他应收款余额合计占比33.18%，集中度一般。

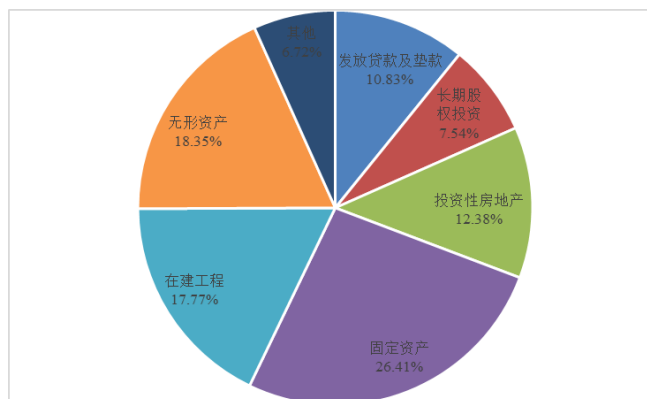
2014~2016年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长28.99%。截至2015年底，公司存货账面价值49.83亿元，较年初增加61.54%，主要系房地产项目建设的大幅推进导致开发产品和开发成本增加所致。截至2016年底，公司存货账面价值51.32亿元，较年初增长2.99%，其中房地产开发成本和开发产品50.02亿元，主要为大西北湖项目、小西北湖项目和唐家墩城中村改造项目；公司针对原材料、库存商品和周转材料累计计提存货跌价准备647.79万元；考虑到公司开发项目位于武汉，地段位置较好，存货跌价风险整体可控。

（2）非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长3.92%。截至2015年底，公司非流动资产合计23.33亿元，较年初减少8.01%，主要系发放贷款及垫款、固定资产和其他非流动资产的减少所致。截至2016年底，公司非流动资产合计27.38亿元，较年初增长17.40%，主要系发放贷款及垫款、固定资产和在建工程增长所致；公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占比10.83%）、长期股权投资（占比7.54%）、投资性房地产（占比12.38%）、固定资产（占比26.41%）、在建工

程（占比 17.77%）和无形资产（占比 18.35%）构成。

图 7 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司发放贷款及垫款规模波动增长，年均复合增长 14.40%。截至 2015 年底，公司发放贷款及垫款规模为 1.91 亿元，较年初减少 15.87%，主要系公司减少对个人的贷款和垫款所致。截至 2016 年底，公司发放贷款及垫资 2.97 亿元，较年初增长 55.57%，主要系对企业的贷款增加所致。从发放贷款及垫款的损失准备来看，公司按单项计提损失准备。截至 2016 年底，公司累计计提贷款损失准备 0.39 亿元，计提比例为 11.54%，考虑到公司逾期贷款的规模和逾期时间，计提较充分；从担保方式看，附担保物贷款占比 69.93%，保证贷款占比 30.07%，附担保物贷款比例较年初有所下降；逾期贷款合计 1.60 亿元，以附担保物贷款为主，占比 64.71%。

2014~2016 年，公司长期股权投资规模波动下降，年均复合减少 11.13%。截至 2015 年底，公司长期股权投资账面价值 2.83 亿元，较年初增加 8.18%，主要系 2015 年增加对湖北航天杜勒制药有限公司的投资所致。截至 2016 年底，公司长期股权投资账面价值 2.06 亿元，较年初下降 27.00%，主要系合并范围变动及子公司减少长期股权投资所致；公司长期股权投资全部为对联营企业投资，以重庆万吨冷链物流有限公司（占比 47.17%）、湖北航天杜勒制药有限公司（占比 14.74%）、武汉红星美凯龙正达路业有限公司（占比 9.61%）、武汉诚通物流有限公司（占比 9.06%）和武汉君钿房地产有限公司（占比 7.43%）为主。

2014~2016 年，公司投资性房地产规模稳步增长，年均复合增长达 2.78%。截至 2016 年底，公司投资性房地产 3.39 亿元，较年初增长 3.89%；公司投资性房地产采用成本模式计量，包括顶琇广场、大东门机电市场和武汉商控写字楼，账面原值 3.91 亿元。

2014~2016 年，公司固定资产规模波动增长，年均复合增长 2.97%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 6.18 亿元，较年初下降 9.34%，主要系公司计提固定资产累计折旧所致。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 7.23 亿元，较年初增长 16.96%，主要系在建工程转入所致；公司固定资产成新率为 55.64%，成新率一般；固定资产账面价值主要由房屋、建筑物（占比 74.69%）和机器设备（占比 16.87%）构成。

2014~2016 年，公司在建工程规模逐年增长，年均复合增长 87.11%。截至 2015 年底，公司在建工程 2.69 亿元，较年初增加 93.72%，主要系吉林公主岭经济开发区项目、正达红星美凯龙家居中心等项目的推进所致。截至 2016 年底，公司在建工程 4.87 亿元，较年初增长 80.72%，主要系常福物流基地、武汉市正达家具建材仓储展示中心等项目的推进以及长江沙鸥产能和仓储能力建设所致。

2014~2016 年，公司无形资产规模波动中小幅下降，年均复合下降 1.17%。截至 2015 年底，公

司无形资产账面价值为 4.97 亿元,较年初减少 3.30%,主要系出让土地所有权所致。截至 2016 年底,公司无形资产账面价值 5.02 亿元,较年初增长 1.00%;公司无形资产主要由土地使用权构成,占比 98.33%,地块主要散布在武汉区域。

截至 2016 年底,公司受限资产合计 52.88 亿元,占总资产的 42.97%,主要用于抵押借款;其中受限货币资金 0.25 亿元、存货 48.63 亿元、固定资产 0.98 亿元、无形资产 0.35 亿元、投资性房地产 2.66 亿元。公司资产受限程度较高。

截至 2017 年 9 月底,公司资产合计 128.39 亿元,较年初小幅增长 4.32%,主要来自其他应收款、存货和在建工程增加;公司资产中流动资产占比 77.10%,非流动资产占比 22.90%,资产结构较上年末变化不大。

总体看,近三年公司资产规模稳步扩大,资产结构以流动资产为主,货币资金较充裕,但资产受限程度较高,公司整体资产质量尚可。

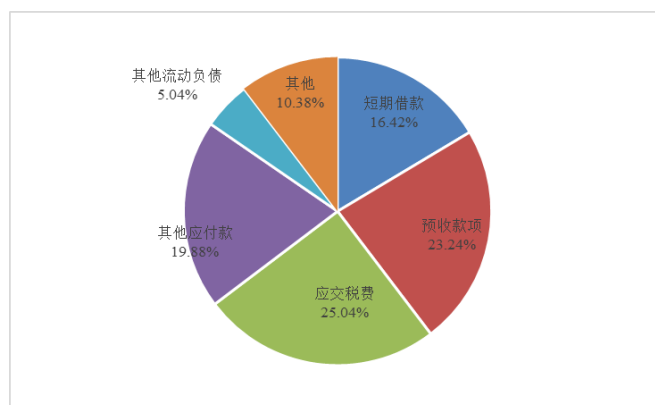
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2014~2016年,公司负债总额逐年增长,年均复合增长9.97%。截至2016年底,公司负债合计88.25亿元,较年初增长10.62%,流动负债和非流动负债均有所增长。公司负债构成中,流动负债占比52.23%,非流动负债占比47.77%,两者占比较为相近。

2014~2016年,公司流动负债规模波动增长,年均复合增长5.38%。截至2015年底,公司流动负债合计为40.78亿元,较年初下降1.75%,主要系一年内到期的流动负债的减少所致。截至2016年底,公司流动负债合计46.09亿元,较年初增长13.02%,主要系预收款项和应交税费的增长所致;公司流动负债主要由短期借款(占比16.42%)、预收款项(占比23.24%)、应交税费(占比25.04%)、其他应付款(占比19.88%)和其他流动负债(占比5.04%)构成。

图 8 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年,公司短期借款规模逐年下降,年均复合下降26.02%。截至2016年底,公司短期借款7.57亿元,较年初减少34.92%,主要系短期借款到期偿还规模较大所致;公司短期借款中,质押借款占比9.38%,抵押借款占比35.94%,保证借款占比52.03%,信用借款占比2.64%。

2014~2016年,公司预收款项规模逐年增长,年均复合增长 195.54%。截至 2016 年底,公司预收款项 10.71 亿元,较年初增长 478.60%,主要系预收售房款规模较大所致;公司预收款项主要由预收售房款构成,截至 2016 年底,公司预收售房款占预收款项期末余额的 82.79%。

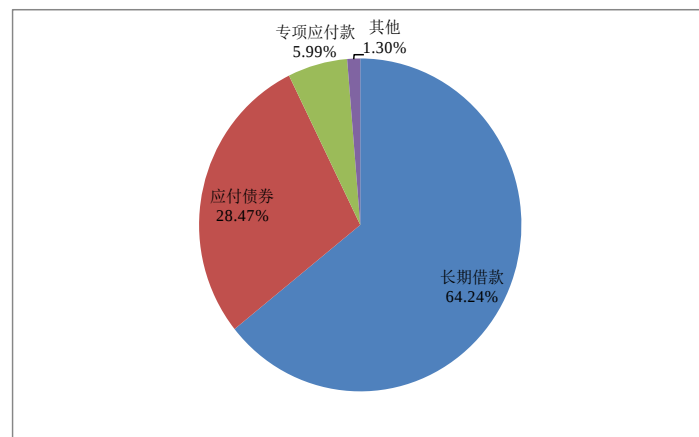
2014~2016年，公司应交税费规模逐年增长，年均复合增长152.41%。截至2016年底，公司应交税费11.54亿元，较年初大幅增长216.84%，主要系武汉万吨、胜利仓库的土地转让计提税费较多所致。

2014~2016年，公司其他应付款规模波动小幅下降，年均复合下降1.64%。截至2015年底，公司其他应付款合计11.83亿元，较年初增加24.85%，主要系关联方往来款、拆迁款和土地款等的增加共同作用所致；截至2016年底，公司其他应付款9.17亿元，较年初减少22.51%，主要系应付往来款减少所致；公司其他应付款中，经营款占比37.09%，代收代付代垫款占比22.84%，往来款占比13.13%。

2014~2016年，公司其他流动负债规模波动下降，年均复合下降18.67%。截至2015年底，公司其他流动负债9.22亿元，较年初增长162.72%，主要系2015年公司发行5笔超短融共计12.20亿元所致。截至2016年底，公司其他流动负债2.32亿元，较年初减少74.83%，主要系超短融到期偿付所致；公司其他流动负债由应付短期债券（占比99.06%）和预提维修费（占比0.94%）构成。

2014~2016年，公司非流动负债规模逐年增长，年均复合增长15.73%。截至2015年底，公司非流动负债合计39.00亿元，较年初增加23.91%，主要系长期借款大幅增加所致。截至2016年底，公司非流动负债合计42.16亿元，较年初增长8.10%，主要系应付债券和专项应付款的增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比64.24%）、应付债券（占比28.47%）和专项应付款（占比5.99%）构成。

图9 截至2016年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司长期借款余额波动增长，年均复合增长11.25%。截至2015年底，公司长期借款余额29.24亿元，较年初增加33.64%，主要系房地产项目贷款大幅增长所致。截至2016年底，公司长期借款余额27.08亿元，较年初减少7.38%；公司长期借款以保证借款为主，占比82.37%，余下部分全部为抵押借款，占比17.63%；长期借款中，2018年到期的占比43.83%，2019年到期的占比56.17%，公司面临一定的集中偿还压力。

2014~2016年，公司应付债券规模有所增长，年均复合增长15.47%。截至2015年底，公司应付债券9.00亿元，较年初无变化。截至2016年底，公司应付债券12.00亿元，较年初增长33.33%，主要系发行“16武商贸”所致。结合长期借款的期限结构，公司于2018年和2019年面临长期债务集中偿付压力。

表 12 截至 2016 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行规模	发行日期	债券期限	票面利率	期末余额
13武商贸MTN1	5.00	2013-5-16	5年	5.58	5.00
14武商贸MTN001	4.00	2014-10-29	5年	5.96	4.00
16武商贸	3.00	2016-4-29	5（3+2）年	4.75	3.00
合计	12.00	--	--	--	12.00

资料来源：公司审计报告，Wind资讯。

2014~2016年，公司专项应付款规模波动增长，年均复合增长263.90%。截至2015年底，公司专项应付款0.15亿元，较年初下降22.47%，主要系应付退休人员改制费用减少所致。截至2016年底，公司专项应付款2.53亿元，较年初大幅增长1,608.08%，主要系应付拆迁补偿款增长所致；公司专项应付款中，拆迁补偿款占比97.96%。

2014~2016年，公司全部债务规模波动下降，年均复合下降6.16%。截至2015年底，公司全部债务60.00亿元，较年初增长3.39%，主要系长期借款规模增长所致。截至2016年底，公司全部债务51.11亿元，较年初减少14.83%，主要系短期借款偿还所致；公司债务结构以长期债务为主，短期债务占比23.53%，长期债务占比76.47%；2014~2016年，公司资产负债率分别为71.56%、71.63%和71.70%，整体基本稳定；全部债务资本化比率分别为66.67%、65.51%和59.47%，逐年下降；长期债务资本化比率分别为51.67%、54.91%和52.88%，小幅波动增长。整体看，公司债务负担小幅减轻，债务结构有所改善。

截至2017年9月底，公司负债合计91.59亿元，较年初增长3.79%，主要系借款规模有所增长所致；流动负债占比49.13%，非流动负债占比50.87%，流动负债占比有所下降。

截至2017年9月底，公司全部债务62.24亿元，较年初增长21.78%，短期债务与长期债务规模均有所增长；其中短期债务占比28.39%，长期债务占比71.61%，公司债务结构仍以长期债务为主；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.34%、62.84%和54.77%，较年初分别下降0.36个百分点、增长3.37个百分点和增长1.90个百分点，公司借款规模有所增长，债务负担有所加重。

总体看，近三年公司负债规模持续扩大，流动负债和非流动负债占比相近；近三年公司债务负担较重，债务结构以长期债务为主。

（2）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长9.57%。截至2016年底，公司所有者权益合计34.83亿元，较年初增长10.23%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致；其中归属于母公司所有者权益占比45.75%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比33.15%，资本公积占比16.58%，盈余公积占比4.65%，未分配利润占比45.62%。公司所有者权益中，少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至2017年9月底，公司所有者权益合计36.80亿元，较年初增长5.66%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致；其中，归属于母公司所有者权益占比45.80%，少数股东权益占比54.20%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比31.33%，资本公积占比17.33%，盈余公积占比4.40%，未分配利润占比46.94%。公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，近三年公司所有者权益规模稳定增长；少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入分别为 51.06 亿元、53.70 亿元和 55.25 亿元，公司整体经营状况稳定，营业收入规模稳健增长，年均复合增长 4.03%；公司净利润分别为 2.10 亿元、2.61 亿元和 3.55 亿元，逐年增长，年均复合增长 29.93%，主要系非流动资产处置利得增长较快所致；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.85 亿元、1.08 亿元和 1.43 亿元。

期间费用方面，2014~2016 年，公司费用总额逐年下降，年均复合下降 3.08%。2016 年公司期间费用总额为 4.78 亿元，同比下降 6.07%，主要系财务费用减少所致。从期间费用的结构上看，2016 年销售费用、管理费用和财务费用规模分别为 1.74 亿元、2.67 亿元和 0.38 亿元，占比分别为 36.31%、55.82%和 7.86%，管理费用占比较高。2014~2016 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 11.36%，主要系公司业务规模扩大及人工成本上涨等因素影响；管理费用波动下降，年均复合下降 2.81%，其中 2015 年管理费用 2.64 亿元，同比下降 6.64%，2016 年管理费用 2.67 亿元，同比增长 1.17%；财务费用逐年下降，年均复合下降 34.05%，主要系利息支出下降所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 9.97%、9.48%和 8.66%，逐年下降，公司费用控制能力较强。

利润构成方面，2014~2016 年，投资收益分别占公司当期营业利润的-0.95%、-8.34%和-9.31%，主要系部分联营、合营企业因价格竞争激烈或处于培育阶段，造成一定亏损。2014~2016 年，营业外收入分别占公司利润总额的 26.24%、70.38%和 79.97%，占比逐年上升且处于较高水平；2016 年公司营业外收入 3.94 亿元，其中非流动资产处置利得 3.68 亿元，政府补助 0.23 亿元，非流动资产处置利得主要系武汉市江岸区房屋征收管理办公室征收公司江岸区胜利街 301 号地块所致，可持续性较差。公允价值变动损益对公司营业利润影响较小。

盈利指标方面，2014~2016 年，公司营业利润率分别为 14.68%、12.53%和 11.98%，逐年下降，主要系公司综合物流及商业地产板块毛利率下降所致；总资本收益率分别为 5.48%、5.26%和 4.98%，逐年下降；总资产报酬率分别为 5.50%、5.82%和 4.95%，波动下降；净资产收益率分别为 7.42%、8.61%和 10.69%，逐年增长。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 44.91 亿元，同比增长 13.80%，主要系油脂业务规模扩大所致；实现净利润 2.54 亿元，同比增长 2.57%，变化不大；其中归属于母公司所有者的净利润 0.95 亿元。

总体看，公司收入规模稳健增长，费用控制能力有所增强，但公司主营业务盈利能力一般，公司利润较依赖非流动资产处置利得，可持续性较差，整体盈利能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.23%；其中 2015 年同比增长 41.36%，主要系收到的往来款大幅增加所致；2016 年经营活动现金流入 77.51 亿元，同比下降 1.11%，变动不大，受房地产销售回款大幅增长的影响，销售商品、提供劳务收到的现金增长。同期，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 7.36%；其中 2015 年同比增长 10.87%，主要系房地产开发投资增长所致；2016 年同比增长 3.95%，变动不大。公司经营活动现金流量净额分别为-11.09 亿元、4.61 亿元和 0.82 亿元，波动较大。公司现金收入比分别为 101.99%、105.41%和 132.66%，逐年上升，主要系预收房款增加所致。

从投资活动来看，2014~2016 年，公司投资活动现金流入规模逐年增长，年均复合增长 63.48%；其中 2015 年同比增长 90.93%，主要系处置固定资产和无形资产收回现金所致；2016 年，公司投资活动现金流入 16.18 亿元，较上年增长 39.99%，主要系处置江岸区胜利街 301 号地块收到的现金增

长所致。公司投资活动现金流出波动减少，年均复合下降 10.92%；其中 2015 年同比增长 2.32%，变动不大；2016 年同比下降 22.45%，主要系支付其他与投资活动有关的现金减少所致。公司投资活动现金流量净额分别为-0.13 亿元、5.23 亿元和 11.27 亿元，近两年公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额大幅上升，公司投资活动现金流量净额转为净流入。

从筹资活动来看，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 11.58%；其中 2015 年同比增长 4.86%，主要系取得借款收到的现金有所增加所致；2016 年同比下降 25.44%，主要系投资活动现金净流入规模较大、融资需求有所降低所致。公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 16.77%；其中 2015 年同比增长 48.22%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致；2016 年同比下降 8.00%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金以及偿还债务支付的现金有所减少所致。公司筹资活动现金流量净额分别为 9.33 亿元、-4.58 亿元和-11.98 亿元，从净流入转为净流出。

2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额-9.19 亿元，公司商品房预售收入有所减少，购买商品、接受劳务支付的现金增加；投资活动现金流量净额-1.08 亿元，主要系处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额大幅减少所致；筹资活动现金流量净额 10.21 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量净额波动较大；近两年公司处置资产收到的现金规模较大，对外部筹资的依赖大幅下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.85 倍、2.16 倍和 2.08 倍，波动增长，主要系公司负债结构有所改善所致；速动比率分别为 1.10 倍、0.94 倍和 0.96 倍；现金短期债务比分别为 0.30 倍、0.61 倍和 1.13 倍，呈逐年增长态势，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可；公司经营现金流动负债比率分别为-27.72%、11.30%和 1.78%，经营性净现金流对流动负债的保障程度弱。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 3.66%；其中 2015 年同比增长 10.76%，主要系利润总额增加所致；2016 年，公司 EBITDA 为 7.03 亿元，同比减少 2.99%，其中利润总额占比 70.19%，计入财务费用的利息支出占比 12.42%，折旧占比 13.98%，摊销占比 3.41%。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.88 倍、1.11 倍和 1.55 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍、0.12 倍和 0.14 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 9 月底，公司获得的金融机构授信额度合计 73.87 亿元，其中尚未使用的授信额度 28.70 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2017 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 9 月底，公司作为被告方的未决诉讼共 5 笔，涉案金额约 1.37 亿元；公司作为原告的未决诉讼涉及的尚未偿还本金合计约 0.65 亿元，以天华小贷涉及的逾期贷款案件为主。公司面临一定的或有负债风险。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1042010400064540P），截至 2017 年 11 月 8 日，公司无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，已结清信贷信息中存在一笔欠息，系银行操作原因所致。

总体看，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标一般，但考虑到公司融资渠道较为通畅、公司作为武汉市重点国有企业之一获得政府支持力度较大等因素，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务合计 62.24 亿元，公司本期拟发行债券规模不超过 8 亿元，占全部债务的 12.85%，对公司债务负担有一定影响。

以 2017 年 9 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 8.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 73.02%、65.62% 和 58.82%，分别上升了 1.68 个百分点、2.78 个百分点和 4.05 个百分点，债务负担有所增加。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还银行贷款、调整债务结构和补充流动资金等用途，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年 EBITDA 为 7.03 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 0.88 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；公司 2016 年的经营活动现金流入量为 77.51 亿元，为本期公司债券发行额度（8 亿元）的 9.69 倍，对本期债券覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为武汉市重要的国有商贸物流企业，经营规模和区域竞争力突出，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

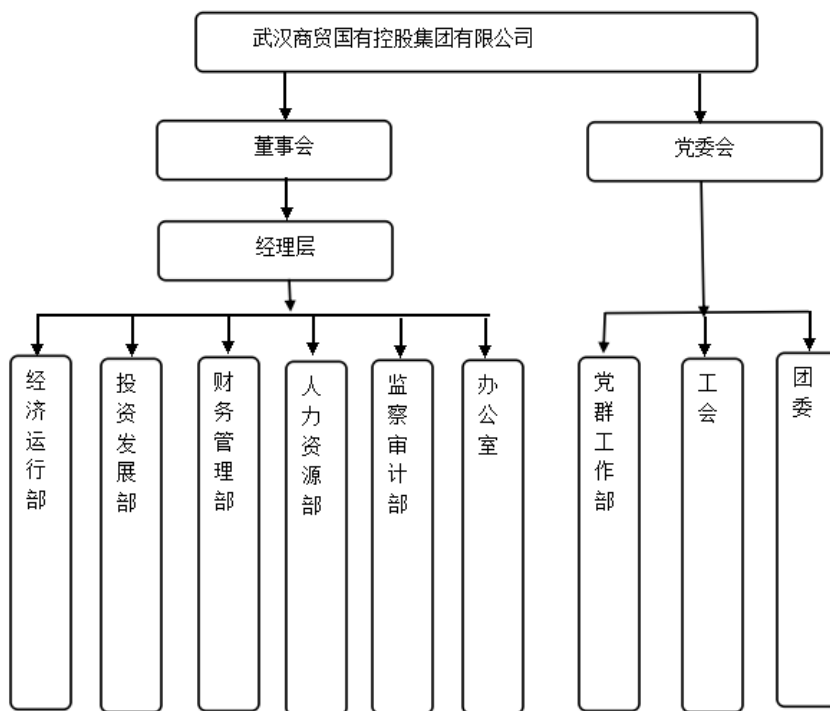
九、综合评价

公司作为湖北省规模领先的国有综合物流集团，在行业地位、经营规模、业务多元化等方面具有竞争优势，在武汉市内拥有较大规模的土地，营业总收入和净利润持续增长。同时，联合评级也关注到公司物流业务模式面临转型升级、冷链物流和房地产业务尚需投资规模较大、利润水平受营业外收入影响较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司冷链物流项目投入运营、在建房地产项目完成开发并实现销售，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 武汉商贸国有控股集团有限公司 组织结构图



附件 2 武汉商贸国有控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
资产总额（亿元）	101.99	111.37	123.08	128.39
所有者权益（亿元）	29.01	31.59	34.83	36.80
短期债务（亿元）	27.03	21.53	12.03	17.67
长期债务（亿元）	31.01	38.47	39.08	44.38
全部债务（亿元）	58.04	60.00	51.11	62.24
营业总收入（亿元）	51.06	53.70	55.25	44.91
净利润（亿元）	2.10	2.61	3.55	2.54
EBITDA（亿元）	6.54	7.24	7.03	--
经营性净现金流（亿元）	-11.09	4.61	0.82	-9.19
应收账款周转次数（次）	12.58	11.35	12.09	--
存货周转次数（次）	1.23	1.14	0.94	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.50	0.47	--
现金收入比率（%）	101.99	105.41	132.66	91.07
总资本收益率（%）	5.48	5.26	4.98	--
总资产报酬率（%）	5.50	5.82	4.95	--
净资产收益率（%）	7.42	8.61	10.69	--
营业利润率（%）	14.68	12.53	11.98	11.92
费用收入比（%）	9.97	9.48	8.66	8.58
资产负债率（%）	71.56	71.63	71.70	71.34
全部债务资本化比率（%）	66.67	65.51	59.47	62.84
长期债务资本化比率（%）	51.67	54.91	52.88	54.77
EBITDA 利息倍数（倍）	0.88	1.11	1.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	0.14	--
流动比率（倍）	1.85	2.16	2.08	2.20
速动比率（倍）	1.10	0.94	0.96	1.01
现金短期债务比（倍）	0.30	0.61	1.13	0.76
经营现金流动负债比率（%）	-26.72	11.30	1.78	-20.41
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.82	0.91	0.88	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2017 年三季报未经审计，相关指标未年化。3、本报告 2014 年相关财务数据采用 2015 年审计报告期初数/上年数，2015 年相关财务数据采用 2016 年审计报告期初数/上年数。4、其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 武汉商贸国有控股集团有限公司 公开发行 2018 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年武汉商贸国有控股集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

武汉商贸国有控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。武汉商贸国有控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注武汉商贸国有控股集团有限公司的相关状况，如发现武汉商贸国有控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如武汉商贸国有控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至武汉商贸国有控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送武汉商贸国有控股集团有限公司、监管部门等。

