

# 跟踪评级公告

联合[2018]1251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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“16 武商贸”和“18 武商 01”的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十九日

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 公司债券 2018 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

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

## 债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 武商	5 年	3 亿元	AA	AA	2017/6/23
18 武商 01	2+1 年	5 亿元	AA	AA	2018/3/5

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

## 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	123.09	126.78	132.87
所有者权益 (亿元)	34.84	41.44	42.97
长期债务 (亿元)	39.08	28.76	33.56
全部债务 (亿元)	51.11	58.35	63.54
营业总收入 (亿元)	55.25	59.66	17.16
净利润 (亿元)	3.56	3.22	1.23
EBITDA (亿元)	9.12	6.51	--
经营性净现金流 (亿元)	0.77	-5.63	-0.29
营业利润率 (%)	12.00	13.70	16.76
净资产收益率 (%)	10.73	8.44	--
资产负债率 (%)	71.69	67.32	67.66
全部债务资本化比率 (%)	59.46	58.48	59.65
流动比率 (倍)	2.08	1.69	1.77
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.11	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.01	1.65	--
EBITDA/待偿债券本金合计 (倍)	1.14	0.81	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、本报告 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数；4、公司 2018 年 1-3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；5、其他流动负债中的应付短期债券已计入公司短期债务，长期应付款中的融资租赁款已计入公司长期债务。

## 评级观点

2017 年，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”）作为大型国有区域物流集团，在物流行业运行总体向好的环境下，仍保持经营规模、业务多元化等方面的竞争优势，房地产销售和回款情况良好，收入和综合毛利率稳中有升，重点发展的轿车运输、冷链物流和建材物流业务盈利能力较强，债务负担有所下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司油脂加工储运和应急储备业务毛利率下降、业务发展尚需投资规模较大、小额贷款业务不良率较高、债务负担较重且面临一定的集中偿付压力、营业外收入对利润水平影响较大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来随着公司在建冷链物流项目的建成、建材物流项目的投入运营等，公司收入和盈利规模有望增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 武商”和“18 武商 01”的债项信用等级为“AA”。

## 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，在经营规模、业务多元化等方面仍具备优势。

2. 公司重点发展的轿车运输、冷链物流和建材物流业务毛利率较高，盈利能力较强。

3. 公司房地产业务销售情况良好，回款率高。

4. 公司投资性房地产采用成本模式计量，且拿地时间较早、增值较大；2017 年，公司债务负担有所下降，营业收入规模增长，综合毛利率稳中有升。

## 关注

1. 2017年，公司油脂加工储运和应急储备业务毛利率下降，尤其油脂加工储运毛利率下降为负值，盈利能力有待提升。

2. 公司计划对冷链物流、轿车运输和建材物流等领域进一步加大投入，且在建房地产项目尚需投资的规模较大，公司存在一定的资本支出压力。

3. 公司小额贷款业务不良率较高，已发生一定规模的逾期贷款。

4. 2017年，公司经营活动现金流由上年的净流入转为净流出，债务负担较重且未来两年公司面临一定的长期债务集中偿付压力；营业外收入对公司利润水平影响较大且可持续性一般；公司未决诉讼案件存在一定的或有负债风险。

## 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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

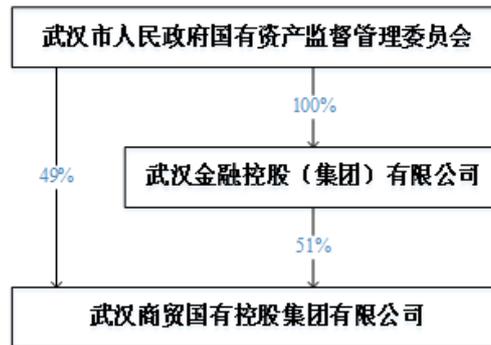


联合信用评级有限公司

## 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”）系在武汉市工业品商业（集团）总公司、武汉市副食品商业（集团）总公司基础上改制形成，成立于 2000 年 10 月。2017 年以来，公司注册资本及股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 6.14 亿元，实收资本 5.28 亿元；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 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供。

2017 年以来，公司经营范围及主营业务未发生变化，组织结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，纳入公司合并范围的子公司共 13 家，在职员工 2,476 人。

截至 2017 年底，公司资产总额 126.78 亿元，负债合计 85.34 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 17.87 亿元。2017 年，公司实现营业总收入 59.66 亿元，净利润（含少数股东损益）3.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.74 亿元；经营活动现金流量净额-5.63 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.40 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 132.87 亿元，负债合计 89.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.61 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 17.16 亿元，净利润（含少数股东损益）1.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.43 亿元；经营活动现金流量净额-0.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.77 亿元。

公司注册地址：武汉市硚口区解放大道 1127 号；法定代表人：王郁宝。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续期内的公司债券共 2 笔，如下表所示。本报告对“16 武商贸”和“18 武商 01”进行跟踪。截至 2018 年 3 月底，“16 武商贸”的募集资金已全部用于偿还“15 武商贸 SCP004”；“18 武商 01”的募集资金已使用金额为 1.20 亿元，按募集说明书约定用途补充流动资金。2017 年 5 月 2 日，公司支付了“16 武商贸”2016 年 4 月 29 日至 2017 年 4 月 28 日期间利息。截至 2018 年 3 月底，“18 武商 01”尚未到第一个付息日。

表 1 公司债券发行情况

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
16武商贸	136394.SH	3亿元	5（3+2）年	4.75%	2016/4/29	公开发行
18武商01	143490.SH	5亿元	3（2+1）年	7.10%	2018/3/12	公开发行

资料来源：Wind资讯

### 三、行业分析

公司营业收入主要来自于综合物流服务和地产开发，上述两个行业对公司经营业绩和未来发展影响较大。

#### 1. 综合物流行业

2017年，我国物流行业运行总体向好。根据中国物流与采购联合会数据，2017年全国社会物流总额 252.8 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.7%，增速较上年同期提高 0.6 个百分点，全年社会物流总需求呈现稳中有升的发展态势。从构成来看，消费与民生领域高速增长对物流需求的贡献率持续提高，全年单位与居民物品物流总额同比增长 29.9%，高于社会物流总额增长 23.2 个百分点，成为物流需求增长的重要驱动力。其中，网络消费驱动的物流需求在上年高速增长的基础上继续快速增长，全年实物商品网上零售额规模超过 5 万亿元，同比增长 28%，带动快递及电商物流需求高速增长。

从运行质量来看，随着供给侧结构性改革的深入推进，为进一步推进物流降本增效，国务院连续两年出台推进物流业降本增效的文件，物流领域“降成本”取得一定成效。2017年社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.6%，较上年下降 0.3 个百分点，即每万元 GDP 所消耗的社会物流总费用为 1,460 元，同比减少 2.0%，社会物流总费用占 GDP 的比率进入连续回落阶段。此外，运输环节在社会物流总费用中的比重持续提高，保管环节则连续下降，表明当前物流流转速度提升，库存、资金占用时间及成本有所下降。

2017年，物流产业升级转型态势明显。一方面，物流专业化提升，市场规模持续扩大，全年物流业总收入 8.8 万亿元，同比增长 11.5%，增速较上年提高 6.9 个百分点。从细分市场来看，与产业升级相关的物流细分行业增势良好，冷链物流及快递服务增速均大幅高于物流业平均水平。另一方面，物流业景气度良好，企业经营状况改善。2017年中国物流业景气指数平均为 55.3%，比 2016 年均值高出 0.1 个百分点，近年来物流业景气状况均处于较高水平，物流业整体呈现活跃态势。随着物流市场需求和物流设备利用不断改善，2017年物流业景气指数中反映企业效益的主营业务利润指数平均为 51.6%，同比上升 1.7 个百分点，企业效益趋于改善。

物流业供需方面，2017年，一方面受到经济整体回暖、大宗商品价格回升等因素影响，相关物流需求增势良好，另一方面在相关政策及企业转型升级等多方面因素推动下，公路和水运等领域淘汰过剩运能、更新升级运力的步伐不断加快。受上述因素综合影响，物流市场供需增长更趋均衡，服务价格水平稳中有升。

物流基础设施方面，2017年，物流相关固定资产投资结构质量不断提升，围绕促转型、补短板等方面有效投资保持较快增长，全年交通运输、仓储和邮政业完成投资 6.1 万亿元，同比增长 14.8%，增速较上年提高 5.3 个百分点。此外，物流运输设施网络持续优化，各种运输方式一体化衔接协同性改善，综合货运枢纽、物流园区、港口集疏运铁路公路系统建设积极推进；物流基础设施短板进一步补强，冷链物流发展迅速，全国冷库总容量和冷藏车总量同比大幅增长。

2017年,关于物流行业的一系列政策出台,物流行业政策环境持续改善。国务院办公厅发出《关于进一步推进物流降本增效,促进实体经济发展的意见》(国办发[2017]73号),提出27条具体政策措施。国办《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》对发展现代供应链做出总体部署。工业和信息化部开展服务型制造试点,提升工业物流发展水平。国家税务总局、交通运输部连续发文,破解道路运输企业“营改增”后税负增加问题。国家质检总局联合11部门出台《关于推动物流服务质量提升工作的指导意见》,扩大高质量物流服务供给。

总体看,2017年,我国物流行业运行总体向好,降本增效取得一定成效,升级转型态势明显,供需增长更趋均衡,政策环境持续改善,冷链物流发展迅速。

## 2. 房地产行业

2017年,全国房地产开发投资109,799亿元,同比增长7.04%,增速较上年回升0.16个百分点;其中,住宅投资75,148亿元,同比增长9.38%,增速提高3.02个百分点,住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%;办公楼投资6,761亿元,同比增长3.49%,增速降低2.87个百分点,占房地产开发投资比重为6.16%;商业营业用房投资15,639亿元,同比减少1.26%,占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看,2017年,东部地区房地产开发投资58,023亿元,同比增长3.18%;中部地区投资23,884亿元,同比增长2.57%;西部地区投资23,877亿元,同比增长3.54%;东北地区投资4,015亿元,同比增长1.00%。随着限价政策的严格执行,房价的预期逐渐平稳,有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行,房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面,2017年,全国300个城市土地供应小幅回升,热点城市增加土地供给,稳定市场预期,拉升成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较上年有所收窄,平均溢价率同比下降。除二线城市土地推出面积同比增加8%外,一线城市和三线城市同比分别减少20%和6%;土地成交面积方面,一线城市同比微增3%,二线和三线城市同比分别减少3%和15%;一、二、三线城市的土地出让金均同比增加,其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大,分别为28%和39%;楼面均价方面,一线和三线城市增幅较大,分别为30%和57%,二线城市增幅为13%;溢价率方面,一线和三线城市略有下降,二线城市下降了11个百分点。

资金来源方面,2017年,全年房地产开发企业到位资金156,053亿元,同比增长8.20%,增速较上年下降7.00个百分点。其中,国内贷款25,242亿元,同比增长17.30%;利用外资168.19亿元,同比增长19.80%;自筹资金50,872亿元,同比增长3.50%;其他资金79,770亿元,同比增长8.60%。在其他资金中,定金及预收款48,694亿元,同比增长16.10%;个人按揭贷款23,906亿元,同比下降2.00%。

市场供需方面,2017年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积169,408万平方米,同比增长7.70%。其中,住宅销售面积同比增长5.30%,办公楼销售面积同比增长24.30%,商业营业用房销售面积同比增长18.70%;住宅销售额同比增长11.30%,办公楼销售额同比增长17.50%,商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看,2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米,同比增长3.00%;房屋竣工面积101,486万平方米,同比减少4.40%;商品房待售面积58,923万平方米,同比减少15.30%,其中住宅待售面积同比减少25.10%,办公楼待售面积同比增加0.90%,商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

销售价格方面,2017年,一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓,其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%,二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%,一、二线城市房地产市场明显降温;三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、

下半年企稳，达到 12% 左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

#### 四、管理分析

2017 年以来，根据武汉市组织部及武汉市国资委人事任命变动，公司新增总会计师郭庆有，副董事长、总经理变更为王建国，纪委书记变更为杨斌。公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

公司副董事长、总经理王建国，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。

总体看，公司高管团队发生一定变动，但对公司经营未造成不利影响；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2017 年，公司维持以综合物流为主导、以实业投资和地产开发为两翼的产业发展格局，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，实现营业总收入 59.66 亿元，较上年增长 7.98%，主要系房地产结转收入增加所致；实现净利润 3.22 亿元，较上年减少 9.67%，主要系营业外收入减少所致。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
综合物流服务	39.90	72.64	7.24	40.67	68.17	6.42
实业投资经营	6.23	11.34	47.80	4.88	8.18	78.28
商业地产开发	8.80	16.02	19.09	14.11	23.65	15.45
合计	54.93	100.00	13.72	59.66	100.00	14.43

资料来源：公司提供

注：2016 年实业投资经营中也包含部分房地产结转收入。

从收入构成来看，2017 年，公司综合物流服务收入较上年稳中有升，仍是公司主要收入来源；实业投资经营收入较上年减少 21.67%，主要系该板块下属子公司武汉万信投资有限公司（以下简称“万信投资”）开发的洞庭苑房地产项目当年未实现结转收入所致，收入占比下降至 8.18%；商业地产开发收入较上年增长 60.34%，主要系子公司武汉昌盛实业有限公司（以下简称“昌盛实业”）

开发的住宅项目结转规模增加所致，收入占比上升至 23.65%，是公司第二大收入来源。

从毛利率来看，2017 年，公司综合物流服务毛利率较上年小幅下降，主要系油脂加工储运业务毛利率为负数所致；实业投资经营毛利率较上年大幅提升，主要系当年该板块不包含房地产结转收入、未对投资毛利产生稀释所致；商业地产开发毛利率较上年有所下降，主要系结转项目土地成本较高所致；综上，公司综合毛利率为 14.43%，较上年稳中有升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 17.16 亿元，较上年同期增长 3.59%；实现净利润 1.23 亿元，较上年同期增长 0.65%。

总体看，2017 年，公司收入规模有所增长，综合毛利率水平稳中有升，经营情况基本保持稳定。

## 2. 综合物流业务

2017 年，公司综合物流业务仍由 7 大板块构成，油脂加工储运仍是综合物流业务主要收入来源，轿车运输、副食品商贸等业务是综合物流业务主要利润来源。

表3 2017年公司综合物流业务主要板块经营情况（单位：亿元、%）

板块	运营主体	2016年		2017年	
		收入	毛利率	收入	毛利率
油脂加工储运	武汉长江沙鸥植物油有限公司	21.24	2.79	21.71	-0.36
轿车运输	武汉市商业储运有限责任公司	5.34	21.38	6.57	22.08
副食品商贸	武汉友谊副食品商业有限责任公司	7.59	8.51	7.76	8.99
应急储备	武汉市副食品商业储备有限公司	4.12	4.19	2.99	3.21
冷链物流	武汉肉联食品有限公司	0.65	45.12	0.67	60.04
建材物流	武汉市正达物流有限公司	1.37	93.40	1.31	95.31

资料来源：公司提供

2017 年，公司油脂加工储运收入 21.71 亿元，较上年基本保持稳定；毛利率下降为负数，主要系油脂价格下跌所致。为提升油脂加工储运业务的盈利能力，未来公司计划创新经营方式，新增小包装油批发市场售点 20 家以上，并与相关经销商及电商企业进行深入合作，对相关批发市场进行招标，建立“沙鸥”品牌形象店，并择机套期保值、防御现货风险。目前，武汉长江沙鸥植物油有限公司已不再承担储备油的政策性业务，全部为市场化业务，未来公司油脂加工储运板块盈利能力有望提升。

2017 年，公司轿车运输收入 6.57 亿元，较上年增长 23.03%，是公司重点投资发展的业务板块之一；毛利率为 22.08%，较上年小幅提升，处于较高水平。截至 2018 年 3 月底，公司自持轿车整车运输车辆 447 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 51 万平方米，年轿运能力可达 51 万辆。公司拥有一汽大众、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。未来随着公司对轿运能力的进一步投入，轿车运输板块的收入规模和盈利能力有望提升。

2017 年，公司副食品商贸收入 7.76 亿元，毛利率为 8.99%，均较上年稳中有升。公司副食品商贸业务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，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，近年来经营状况基本保持稳定。

2017年，公司应急储备收入2.99亿元，较上年减少27.43%，主要系猪源供应和国内供糖量较紧所致；毛利率较上年小幅下降至3.21%。公司承担了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，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。

2017年，公司冷链物流收入0.67亿元，较上年稳中有升，主要由冷库租金收入构成；毛利率为60.04%，处于很高水平。截至2018年3月底，公司持有及在建的冷库储存容量合计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况，2018年开始将陆续投入使用。公司计划在未来四年于昆明和鄂州分别新建储存容量50万吨和20万吨的冷库，预计投资55亿元，截至2018年3月底已投资3亿元，未来上述冷库的投运将使得公司管理的冷库容量达到95万吨，规模效应将显著增强。冷链物流是公司重点投资发展的业务板块之一，业务盈利能力强、政策环境良好，符合物流行业升级趋势，未来有望成为公司利润的重要增长点。

2017年，公司建材物流收入1.31亿元，较上年小幅下降；毛利率为95.31%，处于很高水平。公司建材物流收入主要包括持有的武汉华中建筑装饰材料市场的租金和管理费收入，以及2017年9月开始试运营的正达家居建材仓储展示中心项目收入。公司与红星美凯龙等国内家居龙头企业开展了业务合作，确定了“专业市场+物流配送”的发展模式，未来计划采取合资参股等方式拓展建材物流行业产业链。截至2018年3月底，正达家居建材仓储展示中心招商率为99.2%，已开始正式运营，预计2018年公司建材物流收入将有所增长。

总体看，2017年，受市场波动影响，公司油脂加工储运业务和应急储备业务毛利率水平下降，其他综合物流板块主要业务经营情况稳中向好；公司重点发展的轿车运输、冷链物流和建材物流业务毛利率较高，随着业务的持续投资发展，公司盈利能力有望提升。

### 3. 实业投资与经营

公司实业投资与经营板块主要包括投资业务、生化制药业务、金融服务等业务。

公司投资业务主要由控股子公司万信投资运营。截至2018年3月底，万信投资纳入合并范围的子公司共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；万信投资与湖北高新技术产业投资公司共同设立的九派基金已投资项目36个，累计投资金额4.65亿元。

公司生化制药业务由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”，股票代码“834239.OC”）运营，其主要产品为冻干粉针剂、小容量注射剂，在冻干粉针剂细分市场处于龙头地位。2017年，长联来福实现营业收入2.10亿元，较上年增长61.62%。

公司金融服务业务主要由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”）运营，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。截至2018年3月底，天华小贷贷款余额4.86亿元，逾期贷款余额1.46亿元，不良率约为30%，其中逾期1~3年及3年以上的余额分别为0.91亿元和0.55亿元，逾期客户主要分布在商贸、服务业制造业，天华小贷计提的贷款损失准备余额为0.57亿元。从贷款类型来看，质押贷款、抵押贷款和担保贷款余额占比分别为31%、39%和30%。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的坏账损失。

总体看，2017年，公司投资业务规模一般，生化制药业务收入快速增长，小额贷款业务中逾期贷款占比较高、可能对公司造成一定的坏账损失。

#### 4. 商业地产开发

公司商业地产开发业务主要由控股子公司昌盛实业运营，昌盛实业具备国家房地产二级开发资质。截至2018年3月底，公司已完成开发的项目主要包括顶琇晶城、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4 截至2018年3月底公司在建项目情况（单位：亿元、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	51.06	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	38.45	4.13	36.48	住宅及商业地产	出售	2015~2019	土建施工
<b>合计</b>	<b>113.45</b>	<b>89.51</b>	<b>12.40</b>	<b>88.48</b>	--	--	--	--

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，已售房屋均已交付结转，实现销售收入6.28亿元。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2018年3月底，项目尚需投资5.39亿元，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2018年3月底，项目尚需投资18.55亿元，尚未开盘销售。

2017年，公司唐家墩城中村改造项目实现销售额13.51亿元，顶琇西北湖项目实现销售额2.86亿元，销售回款率为100%。

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2018年3月底，公司持有约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。

表5 截至2018年3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，公司房地产项目数量不多，目前主要进行存量项目的开发和去化，销售和回款情况良好，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. 经营关注

### (1) 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，公司计划对轿车运输、建材物流领域加大投入，且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。

### (2) 小贷业务不良率较高

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。截至2018年3月底，公司小额贷款业务逾期贷款余额1.46亿元，不良率约为30%，不良率较高。

### (3) 综合物流板块部分业务毛利率较低

2017年，公司油脂加工储运板块毛利率下降为负数，应急储备业务毛利率下滑至较低水平。上述板块盈利能力有待提升。

## 6. 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。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2017年度合并财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司2018年1~3月财务报表未经审计。本报告财务分析中2016年财务数据采用2017年审计报告的期初数/上年数。2017年，公司合并范围无变化，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司资产总额126.78亿元，负债合计85.34亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.44亿元，其中归属于母公司所有者权益17.87亿元。2017年，公司实现营业总收入59.66亿元，净利润（含少数股东损益）3.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.74亿元；经营活动现金流量净额-5.63亿元，现金及现金等价物净增加额-4.40亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 132.87 亿元，负债合计 89.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.61 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业总收入 17.16 亿元，净利润（含少数股东损益）1.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.43 亿元；经营活动现金流量净额-0.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.77 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 126.78 亿元，较年初增长 3.00%；其中，流动资产占 74.96%，非流动资产占 25.04%，流动资产占比较年初小幅下降。

### （1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 95.03 亿元，较年初减少 0.69%；流动资产主要由货币资金（占 9.97%）、其他应收款（占 17.75%）和存货（占 61.87%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 9.47 亿元，较年初减少 28.05%，主要系公司进行冷链物流方面投资以及上交税款规模较大所致；其中，受限货币资金占 10.18%，系银行承兑汇票保证金，受限比例一般。

截至 2017 年底，公司其他应收款 16.86 亿元，较年初减少 4.78%；其他应收款主要按信用风险特征组合计提坏账准备，其中账龄 1 年以内的占 76.67%，账龄 3 年以上的占 17.86%，整体账龄较长；公司累计计提坏账准备 0.33 亿元，整体计提比例为 1.92%，计提比例较低，公司存在一定的坏账风险；前五大其他应收款余额合计占 52.05%，主要系往来款。

截至 2017 年底，公司存货 58.79 亿元，较年初增长 14.57%，主要系房地产项目开发持续投入所致；公司累计计提存货跌价准备 0.07 亿元，主要针对库存商品计提，规模较小；存货账面价值中，房地产开发成本占 89.63%。考虑到公司房地产项目均位于武汉，地段位置较好，存货跌价风险整体可控。

### （2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 31.75 亿元，较年初增长 15.88%，主要系投资性房地产增加所致；非流动资产主要由发放贷款及垫款（占 10.62%）、投资性房地产（占 28.62%）、固定资产（占 23.18%）和无形资产（占 17.48%）构成。

截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款 3.37 亿元，较年初增长 13.60%，主要系发放的企业贷款及垫款增加所致；公司累计计提贷款损失准备 0.57 亿元，计提比例为 14.57%；逾期贷款合计 1.46 亿元，其中附担保物贷款占 60.18%，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的坏账损失。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 9.09 亿元，较年初大幅增长 168.10%，主要系正达家居建材仓储展示中心项目由在建工程转入投资性房地产所致；公司投资性房地产采用成本模式计量，累计计提折旧（摊销）0.94 亿元，主要包括顶琇广场、大东门机电市场、武汉商控写字楼、正达家居建材仓储展示中心等，自持业务均位于武汉，存在一定增值空间。

截至 2017 年底，公司固定资产 7.36 亿元，较年初增长 1.56%；公司累计计提折旧 6.15 亿元，固定资产成新率为 54.57%，成新率较低；公司固定资产主要为房屋及建筑物。

截至 2017 年底，公司无形资产 5.55 亿元，较年初增长 10.47%，主要系土地使用权增加所致；公司累计计提摊销 0.98 亿元；公司无形资产主要为土地使用权。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 36.71 亿元，占资产总额的 28.96%，受限比例一般，受限资产主要包括存货（受限比例 45.11%）、投资性房地产（受限比例 34.15%）、固定资产（受限比例

25.53%)等。

截至2018年3月底,公司资产总额132.87亿元,较年初增长4.80%;其中,流动资产占74.34%,较年初变化不大;货币资金12.24亿元,较年初增长29.26%,主要系发行“18武商01”收到募集资金所致。

总体看,2017年,公司资产规模及资产结构变化不大,资产受限程度一般,货币资金规模有所下降但2018年一季度回升,对逾期贷款的损失准备计提较充分,公司整体资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

截至2017年底,公司负债合计85.34亿元,较年初减少3.29%;其中,流动负债占65.72%,非流动负债占34.28%,流动负债占比较年初上升13.49个百分点。

截至2017年底,公司流动负债56.09亿元,较年初增长21.68%,主要系一年内到期的非流动负债增加所致;流动负债主要由短期借款(占18.49%)、应交税费(占14.90%)、其他应付款(占18.50%)和一年内到期的非流动负债(占23.46%)构成。

截至2017年底,公司短期借款10.37亿元,较年初增长37.02%,主要系运营资金需求增加所致;其中,抵押借款占38.86%,信用借款占27.97%,保证借款占26.42%。

截至2017年底,公司应交税费8.35亿元,较年初减少27.63%,主要系应交企业所得税减少所致。

截至2017年底,公司其他应付款10.37亿元,较年初增长13.19%,主要系往来款增加所致;其他应付款主要由代收代付代垫款(占26.57%)、往来款(占23.39%)、经营款(占13.83%)、拆迁款(占13.29%)等构成。

截至2017年底,公司一年内到期的非流动负债13.16亿元,较年初大幅增长629.05%,公司面临一定的集中偿付压力。

截至2017年底,公司非流动负债29.26亿元,较年初减少30.60%,主要系部分长期借款和应付债券转入一年内到期的非流动负债所致;非流动负债主要由长期借款(占73.75%)和应付债券(占23.93%)构成。

截至2017年底,公司长期借款21.58亿元,较年初减少20.32%;公司长期借款大部分将于2019年到期,届时公司将面临一定的集中偿付压力。

截至2017年底,公司应付债券7.00亿元,较年初减少41.67%;应付债券包括“16武商贸”(3.00亿元,2016年发行,期限5年)和“14武商贸MTN001”(4.00亿元,2014年发行,期限5年)。

截至2017年底,公司全部债务58.35亿元,较年初增长13.79%;其中,短期债务占50.71%,长期债务占49.29%,占比相近;公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.32%、58.48%和40.97%,较年初分别下降了4.38个百分点、1.07个百分点和12.01个百分点,债务负担有所下降,但仍属较重。

截至2018年3月底,公司负债合计89.90亿元,较年初增长5.34%,主要系发行债券“18武商01”所致;其中,流动负债占62.09%,非流动负债占37.91%,流动负债占比较年初有所下降。

截至2018年3月底,公司全部债务63.54亿元,较年初增长8.88%;其中,短期债务占47.19%,长期债务占52.81%,长期债务占比有所上升;公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为67.66%、59.65%和43.85%,较年初分别上升了0.34个百分点、1.18个百分点和2.88个百分点,债务负担有所加重。

总体看,2017年,公司负债规模变化不大,流动负债占比仍较高;债务规模增长,债务负担仍

属较重；公司债务结构有待进一步改善，2018~2019年面临一定的集中偿付压力。

#### (2) 所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益41.44亿元，较年初增长18.93%，主要系少数股东权益增加所致；其中，归属于母公司所有者权益占43.13%，少数股东权益占56.87%，少数股东权益占比较高。归属于母公司所有者权益17.87亿元，其中，实收资本占29.55%，资本公积占17.99%，未分配利润占47.88%，未分配利润占比较高。公司权益稳定性仍属较弱。

截至2018年3月底，公司所有者权益42.97亿元，较年初增长3.70%；其中，归属于母公司所有者权益占43.30%，少数股东权益占56.70%，权益结构较年初变化不大。

总体看，2017年，随着少数股东权益增加，公司所有者权益有所增长，权益稳定性仍属较弱。

#### 4. 盈利能力

2017年，公司实现营业总收入59.66亿元，较上年增长7.98%，主要系房地产结转收入增加所致；实现净利润3.22亿元，较上年减少9.67%，主要系营业外收入减少所致；实现归属于母公司所有者的净利润1.74亿元，较上年增长20.62%。

从期间费用来看，2017年，公司费用总额5.02亿元，较上年增长4.97%；其中，销售费用占40.30%，管理费用占55.21%，财务费用占4.48%。2017年，公司销售费用较上年增长16.50%，主要系职工薪酬、业务经费增加所致；管理费用较上年增长3.83%；财务费用较上年减少40.15%，主要系利息支出减少且利息收入增加所致。2017年，公司费用收入比为8.41%，较上年小幅下降0.24个百分点，费用控制能力有所增强。

从利润构成来看，2017年，公司营业外收入2.04亿元，较上年减少66.09%，主要系2016年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、非流动资产处置利得规模较大所致；2017年营业外收入主要来自固定资产处置利得，占利润总额的43.41%，对利润水平有较大影响，但不具备可持续性。资产减值损失、公允价值变动收益、投资收益及其他收益对公司利润水平影响不大。

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率为13.70%，较上年上升1.69个百分点，公司主营业务盈利能力有所增强；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.30%、4.39%和8.44%，较上年分别下降了0.69个百分点、2.35个百分点和2.29个百分点，主要系利润规模下降所致。

2018年1~3月，公司实现营业总收入17.16亿元，较上年同期增长3.59%；实现净利润1.23亿元，较上年同期增长0.65%。

总体看，2017年，公司收入规模有所增长，主营业务盈利能力有所增强，但营业外收入减少导致利润规模下降；公司费用控制能力有所增强，营业外收入对利润水平影响较大。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入较上年减少12.61%，主要系房地产项目销售回款减少所致；经营活动现金流出较上年减少4.38%，变化不大；综上，经营活动现金流量净额-5.63亿元，从上年的小规模现金净流入转为净流出。2017年，公司现金收入比为101.06%，较上年大幅下降31.49个百分点。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入较上年减少60.51%，主要系处置资产收到的现金减少所致；投资活动现金流出较上年增长75.01%，主要系购建资产支付的现金增加所致；综上，

投资活动现金流量净额-2.19 亿元，由上年的大规模现金净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动现金流入较上年增长 1.50%；筹资活动现金流出较上年减少 32.93%，主要系偿债规模减少所致；综上，筹资活动现金流量净额 3.42 亿元，较上年由大规模现金净流出转为净流入，公司存在一定的融资需求。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-0.29 亿元；投资活动现金流量净额-2.52 亿元；筹资活动现金流量净额 5.58 亿元。

总体看，2017 年，随着销售回款减少，公司经营性现金流转为净流出；投资活动现金流转为净流出；筹资活动现金流转为净流入，公司存在一定的融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，随着一年内到期的非流动负债增加，公司流动比率和速动比率较年初均有所下降，分别为 1.69 倍和 0.65 倍；现金短期债务比从年初的 1.13 倍大幅下降至 0.33 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低；经营现金流动负债比率为负数，经营性净现金流对流动负债无法形成覆盖。截至 2018 年 3 月底，公司现金短期债务比小幅回升至 0.42 倍，仍处于较低水平。整体看，随着部分长期债务即将集中偿付，公司短期偿债能力指标下降至一般水平，流动性压力加大。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.51 亿元，较上年减少 28.61%，主要系利润总额减少所致；其中，折旧和摊销占 15.81%，计入财务费用的利息支出占 11.93%，利润总额占 72.26%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.01 倍下降至 1.65 倍；EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍下降至 0.11 倍，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力指标有所下降，处于一般水平。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 72.51 亿元，其中尚未使用的额度 32.40 亿元，公司间接融资渠道较通畅。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司及其下属子公司作为被告方的未决诉讼涉案金额约 1.24 亿元；作为原告方的未决诉讼主要是天华小贷涉及的逾期贷款案件，涉及的尚未偿还本金合计 0.16 亿元。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 2018 年 3 月 28 日，公司无未结清或已结清的不良、关注类贷款记录。

总体看，2017 年，公司偿债能力指标较上年有所下降，流动性压力有所加大，存在一定的或有负债风险；但考虑到公司的融资渠道、股东背景、行业地位等，公司整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产和净资产是待偿债券本金合计（8.00 亿元）的 1.56 倍和 5.37 倍，覆盖程度较高。

从盈利情况来看，2017 年公司 EBITDA 系待偿债券本金合计的 0.81 倍，覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017 年公司经营活动现金流入系待偿债券本金合计的 8.46 倍，覆盖程度较高。

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较

突出，联合评级认为，公司对“16武商贸”和“18武商01”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

2017年，公司作为大型国有区域物流集团，在物流行业运行总体向好的环境下，仍保持经营规模、业务多元化等方面的竞争优势，房地产销售和回款情况良好，收入和综合毛利率稳中有升，重点发展的轿车运输、冷链物流和建材物流业务盈利能力较强，债务负担有所下降。同时，联合评级也关注到公司油脂加工储运和应急储备业务毛利率下降、业务发展尚需投资规模较大、小额贷款业务不良率较高、债务负担较重且面临一定的集中偿付压力、营业外收入对利润水平影响较大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

未来随着公司在建冷链物流项目的建成、建材物流项目的投入运营等，公司收入和盈利规模有望增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16武商贸”和“18武商01”的债项信用等级为“AA”。

## 附件 1 武汉商贸国有控股集团有限公司 主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	123.09	126.78	132.87
所有者权益 (亿元)	34.84	41.44	42.97
短期债务 (亿元)	12.03	29.59	29.98
长期债务 (亿元)	39.08	28.76	33.56
全部债务 (亿元)	51.11	58.35	63.54
营业总收入 (亿元)	55.25	59.66	17.16
净利润 (亿元)	3.56	3.22	1.23
EBITDA (亿元)	9.12	6.51	--
经营性净现金流 (亿元)	0.77	-5.63	-0.29
应收账款周转次数 (次)	12.09	14.81	--
存货周转次数 (次)	0.94	0.93	--
总资产周转次数 (次)	0.47	0.48	--
现金收入比率 (%)	132.55	101.06	79.34
总资本收益率 (%)	5.00	4.30	--
总资产报酬率 (%)	6.74	4.39	--
净资产收益率 (%)	10.73	8.44	--
营业利润率 (%)	12.00	13.70	16.76
费用收入比 (%)	8.65	8.41	10.80
资产负债率 (%)	71.69	67.32	67.66
全部债务资本化比率 (%)	59.46	58.48	59.65
长期债务资本化比率 (%)	52.87	40.97	43.85
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.01	1.65	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.11	--
流动比率 (倍)	2.08	1.69	1.77
速动比率 (倍)	0.96	0.65	0.76
现金短期债务比 (倍)	1.13	0.33	0.42
经营现金流流动负债比率 (%)	1.67	-10.05	-0.52
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.14	0.81	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、本报告 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数/上年数；4、公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计，相关指标未年化；5、其他流动负债中的债务已计入公司短期债务，长期应付款中的债务已计入公司长期债务。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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]
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	自由负债/自有资产×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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+长期应付款

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

+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 3 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。