跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1020 号

新疆华凌工贸（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：

新疆华凌工贸（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

新疆华凌工贸（集团）有限公司公开发行的“15 华凌 01”和“16 华凌 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：

二零一七年六月二十六日

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

新疆华凌工贸（集团）有限公司
公司债券 2017 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	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 华凌 01	12 亿元	5（3+2）年	AA	AA	2016 年 6 月 24 日
16 华凌 01	8 亿元	5（3+2）年	AA	AA	2016 年 6 月 24 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

主要财务数据

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	223.19	236.77
所有者权益（亿元）	77.75	83.34
长期债务（亿元）	50.29	68.13
全部债务（亿元）	84.34	102.38
营业收入（亿元）	18.99	31.74
净利润（亿元）	7.78	4.36
EBITDA（亿元）	7.22	12.11
经营性净现金流（亿元）	4.03	1.77
营业利润率（%）	68.67	57.65
净资产收益率（%）	11.21	5.41
资产负债率（%）	65.17	64.80
全部债务资本化比率（%）	52.03	55.12
流动比率（倍）	0.74	0.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.36	0.61

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、公司吸收同业存放以及长期应付款中的融资租赁款均已计入债务。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”对）新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称“公司”或“华凌工贸”）的跟踪评级，反映了公司作为新疆自治区内的大型商贸类企业，在市场规模、产业链布局、市场出租率及品牌知名度等方面具有明显优势。2016年，随着公司房地产项目华凌国际公寓二期完工结转收入，公司收入大幅增长。同时，联合评级也关注到关联方往来款对资金占用较大、财务费用对利润侵蚀程度较高等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新疆华凌市场建材出口基地项目的完工、市场可租赁面积的扩大和租金价格的逐步提升，公司整体经营规模、盈利能力和偿债能力将有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15华凌01”和“16华凌01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司作为以经营建材、家居商品为主的新疆大型民营商贸类企业，在市场规模，品牌知名度以及产业链方面仍具备明显优势。

2．2016 年，公司经营市场仍保持较高的出租率，可为公司带来稳定的现金流；华凌国际公寓二期项目的完工，带动公司收入大幅增长。

3．2016 年，公司 Basis 银行业务发展稳健，酒店业务收入也实现增长，多元化的发展有助于公司降低经营风险。

关注

1．公司的境外 Basis 银行经营及投资项目易受国际经济形势、国家政策、汇率等影响。

2．电子商务等新兴营销模式近年来发展

速度较快，可能对公司市场经营业务造成较大冲击。

3．截至 2016 年底，公司住宅和商业用地土地储备较少，对公司房地产业务可持续性的支持能力弱。

4．公司与关联方往来款规模较大，对资金形成一定的占用；债务规模较大，财务费用对公司利润侵蚀程度较高。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

任贵永
电话：010-85172818
邮箱：rengy@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。

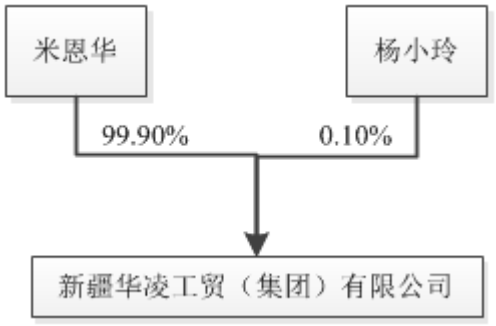
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称“公司”或“华凌工贸”）前身为乌鲁木齐市华凌工贸有限公司，于1995年4月注册成立，初始注册资本330万元，股东为自然人米恩华和杨纪风，持股比率分别为96.97%和3.03%。后历经数次增资及股权变更，截至2016年底，公司注册资本为20,898万元。公司实际控制人为米恩华（持股99.90%）、杨小玲（持股0.10%）夫妇，具体情况如下图所示。

图1　截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年，公司经营范围及组织结构无变化。截至2016年底，公司辖下各级子公司共39家，在职员工合计2,517人。

截至2016年底，公司合并资产总额236.77亿元，负债合计153.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计83.34亿元，其中归属于母公司的所有者权益79.15亿元。2016年，公司实现营业收入31.74亿元，净利润（含少数股东损益）4.36亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.35亿元；经营活动产生的现金流量净额1.77亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.36亿元。

公司法定代表人：米恩华；注册地址：新疆乌鲁木齐市水磨沟区西虹东路9号。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会“证监许可〔2015〕2345号”文核准批复，公司获准发行规模不超过20亿元的公司债券。公司于2015年11月23日公开发行了“新疆华凌工贸（集团）有限公司2015年公司债券（第一期）”，募集资金规模为12亿元，期限为5年，第3年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为6.50%，已于2015年12月17日上市（债券简称“15华凌01”，债券代码：136043.SH）；公司于2016年2月1日公开发行了“新疆华凌工贸（集团）有限公司2016年公司债券（第一期）”，募集资金规模为8亿元，期限为5年，第3年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为6.95%，已于2016年3月1日上市（债券简称“16华凌01”，债券代码：136218.SH）。“15华凌01”和“16华凌01”债券扣除发行费后，实际募集资金分别为11.88亿元和7.92亿元。

截至2016年底，“15华凌01”和“16华凌01”债券募集资金已经全部用于用于偿还贷款（12.79亿）及补充流动资金（7.01亿元）；“15华凌01”和“16华凌01”已分别于2016年11月23日及2017年2月3日按期足额支付首次利息。

三、行业分析

华凌工贸主营市场商铺租赁，辅以畜牧屠宰、酒店餐饮和房地产开发业务，目前已形成多业态综合经营模式。商业地产行业及房地产行业对公司经营影响较大。

1．商业地产行业

（1）行业概况

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。由于受房地产调控政策影响相对较小，近年来我国商业地产发展速度较快。

2016年，商业地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下景气度有所回升，2016年，全国商业营业用房投资完成额增速为8.40%，较上年提升6.60个百分点。从供求情况看，2016年，商业营业用房竣工面积增速由上年的-0.5%升至4.10%，商业地产供应规模整体呈增长趋势。2016年，商业营业用房销售面积增速为16.80%，较上年提升14.90个百分点，商业地产需求量增长明显。

总体看，商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动，2016年，商业地产景气度有所回升，年内投资完成额、竣工面积和需求增速均有所提升。

（2）竞争格局

商业地产企业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。

从商业物业价值来看，依据 2016 年中国房地产企业商业物业价值 Top100 排行榜，前 10 名分别为万达集团、华润置地、九龙仓、恒隆地产、中粮集团、新鸿基、凯德集团、绿地集团、陆家嘴和世茂集团，物业价值分别为 2,302 亿元、1,120 亿元、808 亿元、807 亿元、773 亿元、699 亿元、696 亿元、668 亿元、603 亿元、468 亿元，前 10 名企业的物业合计价值占 Top100 总价值的 43.00%，商业地产规模分化明显。

总体看，商业地产企业规模优势明显，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（3）行业关注

行业集中度低，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去几年相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，由于住宅地产限购政策和景气度下滑的因素的影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如 shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈。

复合型人才短缺

商业地产规划设计难度大，开发周期长，后期管理复杂，需要熟悉各个环节的复合型人才参与开发建设和管理经营。目前我国商业地产市场成熟度不高，此类人才十分紧缺，对未来我国商业地产行业的长期发展构成挑战。

（4）行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性是成为关键投入，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目才最具竞争实力。

目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，特别是房地产金融包括 REITs 的发展，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，相信随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

总体看，未来几年，商业地产行业发展将更多于创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

2．房地产行业

（1）行业概况

2016 年，“分类调控，因城施政”的政策主线贯穿全年，尤其在 2016 年上半年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下大幅增长；但自 2016 年下半年起，热点城市深化调控、信贷收紧，房地产行业热度呈回落态势。

2016 年，全国房地产开发投资完成额 102,580.61 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年提高 5.88 个百分点；房屋新开工面积 166,928.13 万平方米，同比增长 8.08%；房屋竣工面积 106,127.71 万平方米，同比增长 6.09%。整体看，相比 2015 年，房地产行业景气度有所回升。

2016 年，全国土地供应规模有所下滑，100 大中城市供应土地数量 13,811 宗，同比下降 6.86%；100 大中城市供应土地占地面积 59,858.97 万平方米，同比下降 2.92%。其中，一线城市土地供应数量和占地面积分别为 461 宗和 2,273.23 万平方米，同比下降 20.10%和 17.81%；二线城市土地供应数量和占地面积分别为 5,854 宗和 27,508.46 万平方米，同比增长 8.11%和 12.15%；三线城市土地供应数量和占地面积分比为 7,496 宗和 30,077.28 万平方米，同比下降 15.17%和 12.48%。供应土地挂牌均价方面，2016 年，100 大中城市挂牌均价 1,756.32 元/平方米，同比上升 15.10%；其中，一线城市供应土地挂牌均价下降 13.30%、二线和三线城市供应土地挂牌均价分别上升 25.77%和 12.43%。受前三季度整体政策宽松影响，城市土地溢价率方面，2016 年，100 大中城市平均成交土地溢价率 47.14%，同比上升 30.86 个百分点。

在开发资金来源方面，2016 年前三季度，房地产融资环境全面宽松，房地产企业整体融资活跃；但进入四季度市场资金监管趋势加强，交易所、银监会先后出台严控房地产企业发债的审批政策、收缩融资渠道，控制房地产企业借款比率。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.05 亿元，同比增长 15.18%；其中，国内贷款、利用外资、自筹资金和其他资金（预收款、个人按揭贷款等）分别占 14.92%、0.10%、34.07%和 50.92%，其中国内贷款和自筹资金占比分别下降 1.23 个百分点和 5.10 个百分点。2017 年初，政策基调仍将维持紧缩，未来房地产企业融资面临一定压力。

在市场供需上，受上半年“去库存”政策影响，2016 年，全国商品房销售面积 157,348.53 万

平方米，同比增长 22.46%，增速同比提高 15.96 个百分点。截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，较上年底减少 3.22%，商品房库存近五年首次出现负增长，但库存总量仍处于高位。在销售价格上，2016 年重点城市商品住宅价格持续上涨。2016 年 12 月，百城平均住宅价格 13,105 元/平方米，同比上涨 18.72%，环比上涨 0.54%。

2016 年，中国房地产行业集中度进一步提高：国内前 10 强房地产开发企业销售总金额约占国内房地产企业 500 强销售总金额的 35%，销售面积总计约占 500 强总销售面积的 38%；前 50 强、100 强、200 强销售金额分别约占 500 强总销售金额的 60%、70%和 90%。整体看，房地产行业竞争格局相对稳固，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

总体看，2016 年房地产行业景气度有所回升，销售规模和价格有所上升，行业集中度一进步提高，但土地供应量有所下滑。

（2）行业政策

2016 年，房地产行业政策“先扬后抑”：1~2 月，先后出台了非限购城市首付比例下调、交易税费减免以及央行降准等利好政策，高库存城市也继续出台财政补贴、交易税费减免、支持农民工购房等政策。3~9 月，抑制房地产泡沫逐渐成为政策导向，上海、深圳、南京和厦门等一、二线城市陆续出台土地限价、房价调控、市场监管、下调公积金和商贷额度等调控政策。10~12 月，政策收紧力度加大，22 城限购政策密集出台并向中西部及三线城市延伸；上交所于 10 月 28 日下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，明确强调房地产企业募资不得用于购置土地。

2017 年，中央层面继续强调“因城施政、分类调控”，三四线去库存和重点城市控房价处于并重地位。2017 年政府工作报告中再次强调了房子的居住属性，加强对于投资性购房的抑制，同时解决低线城市的库存问题。3 月，北京、广州、杭州、南京、郑州、青岛、保定等城市陆续出台限购限贷等调控政策。此轮调控中，一二线城市最为严厉，重点在于抑制地产投机性交易，去个人金融杠杆的同时保证刚需住宅的供应；强三四线城市，由于受一二线城市需求外溢的影响也被列入限购行列，进入了“去库存”和“控房价”双轨并行的阶段。

针对供给端，中国证券投资基金业协会于 2 月 13 日发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业项目》，明确表示投资于房价上涨过快城市地产项目的私募资产管理计划不予备案，且禁止私募产品向房地产开发企业提供融资，在债权表外融资方面限制了房地产企业的资金来源。

总体看，在“因城施政、分类调控”的大背景下，中央及地方相继出台调控政策，预计短期政策、融资环境将持续收紧，房地产行业热度将有所下滑。

（3）行业关注

政策持续收紧，行业景气度下行压力大

2016 年下半年，房地产行业政策以调控为主，2017 年政策预计维持紧缩，房地产企业融资能力下滑，投资预期下降；受限购限贷影响，房地产需求量和成交量下滑，商品房价格面临下行压力，对房地产企业收入规模及盈利能力存在一定影响。

商品房待售面积维持高位，三四线城市去库存压力仍然较强

截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，虽较上年底有所下降，但库存总量仍处于高位。在一二线城市限购的背景下，部分资金流入三四线城市，短期内三四线城市的商品房库存压力得到缓和；但产业和人口仍是去库存的关键，三四线城市多存在人口流失，长期的去库存效果仍不确定。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，且由于房地产企业融资渠道的限制，房地产企业融资成本较高。近年按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率维持在 70%以上，整体债务率较高，若受政策及市场影响，房地产企业收入水平下滑，则存在一定的财务风险。

市场格局持续分化，中小房地产企业竞争压力大

国内房地产行业集中度较高，大中小型企业的经营差距日趋明显。实力雄厚的大型房地产企业更有机会获得优质的土地资源、更低的融资成本，中小型房企将会面临更大的市场竞争压力和整合风险。

（4）行业发展

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

近年来，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

3．新疆区域经济及房地产发展情况

新疆位于中国西北边陲、地处亚欧大陆腹地，面积 166 万平方公里，陆地边境线 5,600 多公里，周边与俄罗斯、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、巴基斯坦、蒙古、印度、阿富汗八国接壤，是中国面积最大、陆地边境线最长、毗邻国家最多的省级行政区，在历史上是古丝绸之路的重要通道，现在是第二座“亚欧大陆桥”的必经之地，战略位置十分重要。

根据《新疆维吾尔自治区 2016 年国民经济和社会发展统计公报》，2016 年，新疆地区实现地区生产总值（GDP）9,617.23 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 1,648.97 亿元，增长 5.8%；第二产业增加值 3,585.22 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 4,383.04 亿元，增长 9.7%。按常住人口计算，全年人均地区生产总值 40,427 元，增长 5.3%。

2016 年，房地产开发投资 923.40 亿元，下降 7.6%，其中，住宅投资 518.83 亿元，下降 14.1%。房屋施工面积 11,530.59 万平方米，增长 0.6%；房屋竣工面积 1,695.91 万平方米，增长 5.4%。商品房销售面积 1,828.22 万平方米，增长 0.2%；商品房销售额 846.84 亿元，下降 0.3%

总体看，2016 年，新疆自治区经济平稳增长，房地产行业总体发展平稳，未来在“一带一路”政策推动下，新疆将会获得良好的发展机遇。

四、管理分析

2016年，公司核心管理团队以及管理制度均未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

（1）经营概况

公司主营市场商铺租赁，辅以畜牧屠宰、酒店餐饮和房地产开发业务。2016 年，公司营业收入合计 31.74 亿元，较上年增长 67.15%，主要系房地产板块销售结转收入规模较大所致；主营业务收入占比 92.42%，较上年变化不大。

表 1　2015~2016 年公司营业收入构成情况[1]（单位：亿元，%）

项目	2015 年			2016 年			收入变动情况
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
主营业务收入	**18.01**	**94.85**	**73.97**	**29.34**	**92.42**	**59.55**	**62.88**
市场经营	10.06	53.00	86.78	8.35	26.31	85.98	-17.03
畜牧屠宰	1.52	8.01	7.88	1.45	4.57	-2.52	-4.58
酒店餐饮	0.56	2.96	78.38	0.88	2.76	87.68	55.85
房地产	0.55	2.87	45.47	12.64	39.84	38.34	2,219.65
其他	5.32	28.01	71.08	6.01	18.95	78.35	13.06
其他收入[2]	**0.98**	**5.15**	**64.42**	**2.41**	**7.58**	**87.10**	**145.95**
合计	**18.99**	**100.00**	**73.48**	**31.74**	**100.00**	**61.64**	**67.15**

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2016 年，公司市场经营板块实现收入 8.35 亿元，较上年下降 17.03%，主要系对下游租户推出优惠政策致当年确认收入减少所致，市场经营仍为公司的主要业务，但占比下降至 26.31%；畜牧屠宰业务和酒店餐饮业务分别实现收入 1.45 亿元和 0.88 亿元，占营业收入比重较小；房地产业务由于当年华凌国际公寓二期结转面积大幅增加，收入较上年大幅增长至 12.64 亿元，占营业收入比重升至 39.84%；公司主营业务中其他业务主要是银行业务、进出口贸易、汽车销售、物业管理等业务，2016 年收入大幅增长 13.06%至 6.01 亿元，主要系格鲁吉亚 Basis 银行业务和物业管理费收入增长所致。

从毛利率看，2016 年，畜牧屠宰板块由于羊肉售价下降导致该业务呈成本倒挂状态；房地产板块毛利有所提高主要系年内结转收入的新疆华凌公寓二期土地成本较低所致；市场经营及酒店餐饮板块毛利率较上年均无较大变化；综合毛利率为 61.64%，较上年下降 11.84 个百分点，主要系毛利率相对较低的房地产业务占比上升所致。

总体看，2016 年，公司营业收入较上年大幅增长，主要系当年确认的房地产结转面积增长所致；综合毛利率同比有所下降，但仍处于较高水平。

2．市场经营板块

公司市场经营板块主要是市场商铺租赁，主要由公司本部、华凌实业资产管理有限公司（以下

[1] 市场经营收入=暖气销售收入+租赁收入+广告收入
畜牧屠宰收入=牛羊肉销售收入
酒店餐饮收入=餐饮客房收入
房地产收入=房屋销售收入
主营业务中其他收入=出口收入+汽车销售收入+手续费佣金收入+利息收入+其他
[2] 其他收入中包含部分市场租赁收入，系统计口径重新划分所致

简称“华凌实业”）和新疆中亚建材城有限公司（以下简称“中亚建材”）负责经营。

2016年，公司拥有的市场仍然是乌鲁木齐华凌综合市场（包括华凌贸易城、华凌国际商贸城、华凌陶瓷洁具城）、华凌南疆综合批发市场、华凌国际珠宝玉器城和华凌市场建材出口基地等市场，仍在中国西北地区及中西亚地区的商品市场规模方面具有优势。公司商铺经营模式和商户维护管理模式均没有发生变化，仍然是按租赁面积向经营业主预收全年租金。截至2016年底，公司拥有的市场情况如下表所示。公司拥有的市场租赁面积218.59万平方米，拥有商铺25,249间，出租率较上年变化不大，全部保持在90%以上。

表 2　截至 2016 年底公司下属市场情况（单位：万平方米，间，%）

名称	开业时间	租赁面积	商铺间数	出租率
华凌贸易城	1997年	15.86	1,800	100.00
华凌贸易城（平房区）	1997年	19.93	3,569	96.00
华凌国际商贸城	2005年	17.99	1,400	100.00
华凌陶瓷洁具城	2011年	15.73	1,000	93.00
华凌南疆综合批发市场	2000年	60.17	4,500	96.00
华凌国际珠宝玉器城	2009年	6.61	5,220	95.00
华凌市场建材出口基地	2012年	82.30	7,760	91.00
合计	--	**218.59**	**25,249**	--

资料来源：公司提供

2016年，华凌贸易城、华凌国际贸易城、华凌陶瓷洁具城可出租面积较上年没有变化，出租率基本与上年持平，平均单位租金有所下降，主要系公司为提升市场出租率，于2014~2015年实行“交三用四”（即交三年租金，使用四年）政策，自签订合同之后，每年按比例减免部分租金，致使当年平均单位租金逐年小幅下降。2016年，华凌贸易城（平房区）可出租面积较上年没有变化，出租率基本与上年持平，2016年收入较2015年小幅提升，主要系2015年部分商户中途入驻，租金收入非整年收入所致。

表 3　2015~2016 年华凌贸易城、华凌国际贸易城、华凌陶瓷洁具城经营情况

物业名称	物业经营条件	2015 年	2016 年	变动率（%）
华凌贸易城	可出租面积（万平方米）	15.86	15.86	0.00
	出租率（%）	100.00	100.00	0.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.52	1.49	-1.97
	租金收入（亿元）	0.87	0.85	-2.30
华凌国际贸易城	可出租面积（万平方米）	17.99	17.99	0.00
	出租率（%）	100.00	100.00	0.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	2.73	2.36	-13.55
	租金收入（亿元）	1.77	1.53	-13.56
华凌陶瓷洁具城	可出租面积（万平方米）	15.73	15.73	0.00
	出租率（%）	95.00	93.00	-2.11
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.64	1.43	-12.80
	租金收入（亿元）	0.86	0.75	-12.79
华凌贸易城（平房区）	可出租面积（万平方米）	19.93	19.93	0.00
	出租率（%）	100.00	96.00	-4.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.10	1.70	54.55

	租金收入（亿元）	0.79	1.17	48.10
合计	**租金收入（亿元）**	**4.29**	**5.13**	**19.58**

资料来源：公司提供

2016 年，华凌南疆综合批发市场可出租面积较上年变化不大，平房区（有证）可租面积较上年减少系部分拆除所致。华凌南疆综合批发市场未推出优惠政策，2016 年主楼区和平房区（有证）的平均单位租金均较上年均有所下降，主要系年内公司为保证出租率，降低租金所致；平房区（无证）的平均单位租金大幅提高。出租率方面，主楼区出租率仍为 100.00%，平房区的出租率较上年有所下降。

表 4　2015~2016 年华凌南疆综合批发市场经营情况

物业细分	物业经营条件	2015 年	2016 年	变动率（%）
主楼区	可租面积（万平方米）	8.00	8.00	0.00
	平均出租率（%）	100.00	100.00	0.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.97	1.76	-10.66
	租金收入（亿元）	0.86	0.51	-40.70
平房区（有证）	可租面积（万平方米）	5.70	5.11	-10.35
	平均出租率（%）	100.00	89.00	-11.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	2.25	1.51	-32.89
	租金收入（亿元）	0.56	0.28	-50.00
平房区（无证）	可租面积（万平方米）	46.35	48.26	4.12
	平均出租率（%）	95.00	89.00	-6.32
	平均单位租金（元/平方米/日）	0.27	1.25	362.96
	租金收入（亿元）	0.43	0.60	39.53
合计	**租金收入（亿元）**	**1.85**	**1.39**	**-24.86**

资料来源：公司提供

2016 年，华凌国际珠宝玉器城可出租面积较上年未发生变化，平均出租率均较上年相比小幅增长，平均单位租金小幅增长带动租金收入大幅增长至 0.61 亿元。

表 5　2015~2016 年华凌国际珠宝玉器城经营情况

物业经营条件	2015 年	2016 年	变动率（%）
可租面积（万平方米）	6.61	6.61	0.00
平均出租率（%）	93.00	95.00	2.15
平均单位租金（元/平方米/日）	2.35	2.68	14.04
租金收入（亿元）	0.52	0.61	17.31

资料来源：公司提供

2016 年，建材出口基地可出租面积 83.42 万平方米、可租店铺数量 8,600 间，较上年无变化；出租率和平均单位租金都有所下降，一方面系部分物流公司租户由于需要大量设备投资造成经营困难而退租，另一方面系部分商户转型或减少铺面所致。2016 年，建材出口基地实现租金收入 3.06 亿元，较上年下降 5.28%。

表 6　2015~2016 年建材出口基地经营情况

物业经营条件	2015 年	2016 年	变动率（%）
可租面积（万平方米）	83.42	83.42	0.00
可租店铺数量（间）	8,600	8,600	0.00

平均出租率（%）	92.00	91.00	-1.09
平均单位租金（元/平方米/	1.17	1.12	-4.24
租金收入（亿元）	3.23	3.06	-5.28

资料来源：公司提供

公司城市供热业务已合并计入市场经营板块。公司供热业务主要由下属子公司新疆华凌热力有限责任公司（原名“新疆暖万家热力有限责任公司”）经营。2016 年，公司城市供热业务实现收入 0.64 亿元，较上年变化不大。

总体看，2016 年，公司市场租赁业务整体发展相对平稳，受公司推行优惠政策影响的影响，当年确认的租金相对减少。

3．房地产开发

公司的房地产业务主要由下属新疆华凌房地产开发有限公司（以下简称“华凌房地产公司”）经营。华凌房地产公司开发的房地产项目主要是华凌国际公寓一期和二期项目，目前一期已基本销售完毕，二期完成销售约50%。2016年，公司协议销售面积9.75万平方米，协议销售金额8.60亿元，协议销售均价8,820.00元/平方米，分别较2015年增长41.30%、45.76%和3.16%。2016年，公司实现房地产收入12.64亿元，主要系当年华凌国际公寓二期结转面积大幅增加所致。

华凌国际公寓二期项目总建筑面积36.11万平方米，已全部竣工，截至2016年底，在售面积17.95万平方米。

2016年，公司无新增土地储备。截至2016年底，公司土地储备共计182.38万平方米，全部位于新疆，其中商业用地2.64万平方米，住宅用地0.07万平方米，住宅和商业用地20.07万平方米，瞻仰景观休闲用地（荒山绿化）159.60万平方米。

总体看，2016年，由于华凌国际公寓二期完工结转，使得房地产收入大幅增长；土地储备主要以瞻仰景观休闲用地为主，对未来公司房地产业务开展的支持性较弱。

4．其他业务

公司其他业务包括银行业务、进出口贸易、汽车销售和物业管理等。

2012年3月，公司获中国监管机构核准收购格鲁吉亚Basis银行（以下简称“Basis银行”），成为新疆首家在境外投资收购金融机构的民营企业。Baisi银行在格鲁吉亚国内主要以中小企业和零售银行业务服务为主营业务。截至2016年底，Basis银行资产总额24.64亿元，同比增长11.85%，主要系发放的贷款及垫款规模增加所致；2016年实现收入1.99亿元，同比增长15.70%；净利润0.72亿元，同比增长20.00%。

公司进出口贸易业务主要是由下属子公司新疆华凌进出口有限公司（以下简称“华凌进出口公司”）和新疆华凌口岸贸易有限公司（以下简称“华凌口岸贸易公司”）经营，主要经营轻工业产品（如各种五金交电、生活用品、服装、小家电等）的跨境贸易。2016年，公司进出口贸易业务收入0.24亿元，同比下降44.46%，主要系受外部经济环境影响公司收紧业务规模所致。

2016年，公司汽车销售业务收入0.13亿元，同比下降48.33%，主要系公司所销售汽车品种主要是商用车，但区域内该车型的市场趋于饱和所致。

公司物业管理主要由新疆家瑞祥物业服务有限公司（以下简称“家瑞祥物业”）负责，收取公司主要市场的物业管理费用。2016年，公司实现物业管理费收入2.66亿元，同比增长24.94%，主要系公司市场竣工面积增加，管理物业规模扩大所致。

总体看，公司在保持主营业务稳定增长的基础上，保持多元化的业务发展模式，银行业务和物业管理服务业务收入规模较上年增长明显，对公司主营业务收入规模形成有效补充。

5．重要投资及在建项目

公司在建项目仍然为国际经济特区项目和华凌建材进出口基地项目，计划总投资约 46.81 亿元，截至 2016 年底，国际经济特区项目主体投资已基本完成，华凌建材进出口基地项目仍需投资 9.00 亿元。

表 7　截至 2016 年底公司在建项目情况

项目名称	计划投资金额	已完成投资金额	筹资来源	未来投资计划	开工时间	拟完工时间
国际经济特区项目	3.00 亿美元	3.00 亿美元	35%自筹，65%贷款	--	2012 年	2018 年
华凌建材进出口基地项目	26.00 亿元	17.00 亿元	6 亿元贷款，其余自筹	9.00 亿元	2012 年	2020 年
合计	**46.81 亿元**	**37.81 亿元**	--	**9.00 亿元**	--	--

资料来源：公司提供
注：表中合计数根据 2016 年底美元兑人民币汇率中间价折算。

总体看，2016 年，公司快速推进投资进度，待投资规模较上年明显下降；公司未来在建项目为建材出口基地，随着未来该项目的建成，公司市场经营业务的可租赁面积有所增加，有利于公司综合竞争力的提高。

6．经营关注

（1）电子商务带来冲击

公司主营市场经营业务，市场租赁收入是公司收入的主要来源，电子商务近年来发展速度较快，未来电子商务对公司市场经营业务可能造成较大冲击。

（2）格鲁吉亚区域风险

公司拥有的境外Basis银行受格鲁吉亚的经济形势、国家政策、汇率等影响较大，需关注相关风险。

（3）住宅和商业用地土地储备较少

目前，公司住宅和商业用地土地储备较少，若未来无法取得相关土地储备，将对房地产板块经营产生不利影响。

7．未来发展

公司未来将继续围绕商业租赁、畜牧屠宰、酒店餐饮和房地产四大板块业务进行发展，并进一步扩大在格鲁吉亚的项目投资并适当介入金融行业。商业租赁方面，坚持市场化导向，继续以家具建材批发市场的商业租赁为主业，坚持“以人为本，诚信经营”的经营模式；畜牧屠宰业务上，结合资本市场的投资者，全面投产运营现代化的清真牛羊肉生产屠宰流水线，推出“华凌”自主品牌的冷鲜肉，实现品牌化的经营管理，主打国内外高端肉制品市场，实现产销一条龙服务；酒店餐饮方面，华凌大酒店作为全国五星级的酒店中唯一一家穆斯林清真酒店，通过重新装修和国际酒店管理集团的人员培训，入住率和房价有望得到提高；打造金融板块，发展金融产业，成立担保、典当、小额贷款公司，实现产融结合，发挥专业优势，完善服务；加大在格鲁吉亚的投资，将华凌（格鲁吉亚）工业园和经济开发区与新疆华凌的产业链紧密连接，并引进矿产、木材等弥补国内

稀缺资源的不足。

总体看，公司制定了明晰的发展目标，发展计划的可行性强，这将有利于公司推进业务发展，提升竞争力。

六、财务分析

公司2016年财务报表经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2016年底，公司新纳入合并范围3家子公司，分别是新设立的新疆华凌雅凯装饰设计有限公司和新疆凌宝矿业有限公司，以及同一控制下合并的家瑞祥物业；不再纳入合并范围1家子公司，为新疆昌宏矿业有限公司，系股权转让所致。公司涉及合并范围变化的子公司资产合计占公司总资产比重较低，且公司将合并的家瑞祥物业调整入2016年期初数。总体看，公司财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额236.77亿元，负债合计153.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计83.34亿元，其中归属于母公司的所有者权益79.15亿元。2016年，公司实现营业收入31.74亿元，净利润（含少数股东损益）4.36亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.35亿元；经营活动产生的现金流量净额1.77亿元，现金及现金等价物净增加额为-6.36亿元。

1．资产质量

截至2016年底，公司资产总额236.77亿元，较年初增长6.08%，其中流动资产占比22.19%，非流动资产占比77.81%，资产结构以非流动资产为主，符合公司主营市场租赁的经营特点。

（1）流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产总额 52.54 亿元，较年初下降 12.63%，主要系货币资金及存货减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 23.65%）、其他应收款（占 31.12%）、存货（占 33.25%）及其他非流动资产（占 8.85%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金 12.42 亿元，较年初下降 25.47%，主要系年内投资在建项目支出增加所致；银行存款占 56.97%，其他货币资金占 42.98%，其余为库存现金；受限货币资金余额 3.99 亿元，占全部货币资金的 32.13%，全部为质押的定期存款。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值 16.35 亿元，较年初增长 37.72%，主要系公司 2016 年向关联方新疆华顺工贸有限公司的拆借资金增加所致。公司其他应收款按账龄法计提坏账准备，账龄在 1 年以内的占 70.17%，1~2 年的占 2.20%，2~3 年占 4.19%，3 年以上占 23.44%，期末其他应收款按组合计提坏账准备共计 2.79 亿元，计提比例 14.58%。截至 2016 年底，公司其他应收款按前五名欠款方合计占比为 50.59%，集中度较高，主要为往来款。整体看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成占用；部分应收账款的账龄较长，存在一定的回收风险。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 17.47 亿元，较年初下降 26.82%，主要系“华凌国际公寓二期”开发成本结转所致；公司存货主要由公司房地产项目的开发成本（占 97.40%）构成；累计计提跌价准备 23.35 万元，主要为来自于库存材料的减值。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 4.65 亿元，较年初增长 20.31%，主要系随着格鲁吉亚 Basis 银行业务规模的扩大，存放央行的准备金增长所致；公司其他流动资产主要由存放央行准备金（占 59.39%）和待抵扣进项税（占 21.35%）构成。

（2）非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产总额 184.22 亿元，较年初增长 12.99%，主要系可供出售金融资产及在建工程增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 6.90%）、发放贷款及垫款（占 8.45%）、投资性房地产（占 59.33%）、固定资产（占 12.40%）和在建工程（占 6.80%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 12.71 亿元，较年初增长 141.28%，主要系公司新增对喀什汇成西部股权投资合伙企业（有限合伙）、上海高鹄上廉投资管理合伙公司（有限合伙）、嘉兴盛仑投资合伙企业（有限合伙）等公司的投资所致。截至 2016 年底，公司发放贷款及垫款 15.58 亿元，较年初增长 25.57%，主要系格鲁吉亚 Basis 银行业务规模的扩大所致。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值 109.30 亿元，较年初增长 2.80%，主要由公司市场经营业务板块的投资物业构成。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 22.85 亿元，较年初小幅下降 3.41%，主要系计提折旧所致；公司固定资产仍主要由房屋、建筑物及土地使用权构成，累计计提折旧 8.96 亿元，成新率 71.83%，成新率一般。截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 12.53 亿元，较年初增长 100.99%，主要系 2016 年增加对华凌国际经济特区、库尔勒华凌国际城、华凌家居广场等的建设支出所致；公司在建工程未及提减值准备。

截至 2016 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 78.66 亿元，占资产总额的比重为 33.22%，受限资产占比较高。

表8　截至2016年底公司所有权或使用权受限的资产明细情况（单位：万元）

项目	金额	受限原因
货币资金	39,872.39	质押
存货	19.038.63	抵押
投资性房地产	692,035.36	抵押
固定资产	33,461.53	抵押
无形资产	21,203.59	抵押
合计	**786,572.87**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2016 年公司资产规模较年初有所增长，资产结构仍以非流动资产为主；流动资产中，其他应收款规模较大，部分账龄较长，存在一定回收风险；非流动资产以投资性房地产为主，符合公司经营特点；公司受限资产占比较高，整体资产质量一般。

2．负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债总额 153.43 亿元，较年初增长 5.49%，主要来自于非流动负债的增长；其中，流动负债占 45.73%，非流动负债占 54.27%。

（1）流动负债

截至 2016 年底，公司流动负债 70.16 亿元，较年初下降 13.25%，主要系预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债减少所致；公司流动负债主要由短期借款（占 17.95%）、其他应付款（占 40.29%）、吸收存款及同业存放（占 23.42%）和一年内到期的非流动负债（占 7.44%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 12.60 亿元，较年初增长 7.08%，主要系为满足资金需求向银行取得短期借款增加所致；其中抵押借款、质押借款和信用借款占比分别为 77.41%、7.53%和 15.06%。截至 2016 年底，公司其他应付款 28.27 亿元，较年初下降 14.54%，主要系往来应付款项减少所致。

截至 2016 年底，公司吸收存款及同业存放 16.43 亿元，较年初增长 22.65%，主要系 Basis 银行经营规模扩大所致。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 5.22 亿元，较年初下降 37.73%，全部为一年内到期的长期借款。

（2）非流动负债

截至 2016 年底，公司非流动负债 83.27 亿元，较年初增长 28.95%，主要系长期借款及应付债券增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 55.59%）、应付债券（占 24.02%）和递延所得税负债（占 17.07%）构成。截至 2016 年底，公司长期借款 46.29 亿元，较年初增长 29.18%，主要系为满足投资资金需求，公司向大业信托有限责任公司取得信托借款所致，长期借款中 7.07 亿元于 2018 年到期，31.60 亿元于 2022 年到期，存在一定的集中偿债压力。截至 2016 年底，公司应付债券 20.00 亿元，较年初增长 66.67%，主要系完成发行公司债“16 华凌 01”所致。截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 14.22 亿元，较年初增长 3.58%，变化不大。

债务方面，截至2016年底，公司全部债务102.38亿元，较年初增长21.39%；其中短期债务34.25亿元（占33.45%），较年初基本持平；长期债务[3]68.13亿元（占66.55%），较年初增长35.46%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至2016年底，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64.80%、55.12%和44.98%，资产负债率较年初变动不大，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初增长3.09个百分点和5.70个百分点，债务负担有所加重，但债务结构更趋合理。

总体看，2016年，公司取得信托借款及发行公司债券，导致公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但债务结构更趋合理。

（3）所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益83.34亿元，较年初增长7.19%，主要系其他综合收益和未分配利润的增加所致。截至2016年底，公司归属于母公司的所有者权益79.15亿元，其中股本占2.64%、资本公积占3.02%、其他综合收益占8.59%、盈余公积占2.06%、未分配利润占83.69%，所有者权益稳定性较弱。

总体看，2016 年，公司负债规模小幅增长，债务负担较年初有所加重，负债水平适中；所有者权益较年初有所增长，但稳定性仍较弱。

3．盈利能力

2016年，公司实现营业总收入31.74亿元，同比增长67.15%，主要系房地产板块收入增长所致；营业成本11.43亿元，较年初大幅增长160.07%，主要系房地产板块结转开发成本所致，导致公司营业利润率由2015年的68.67%降至57.65%。2016年，公司利润总额为5.33亿元，较上年大幅增长124.65%，主要系投资收益及公允价值变动收益增加入所致；净利润为4.36亿元，同比下降43.96%，主要系上年递延所得税费用大幅减少使得所得税费用为负所致[4]。

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 14.28 亿元，同比增长 50.78%，主要系融资规模增长导致财务费用大幅增加所致；销售费用和管理费用分别为 1.91 亿元和 5.38 亿元，较上年变化不大，财务费用 6.99 亿元，较上年大幅增长 172.99%，主要系随着公司在建工程的逐步完工，用于资本化的利息大幅减少所致。2016 年公司费用收入比为 44.99%，较上年下降 4.89 个百分点，但公司的费用

[3] 含长期应付款中融资租赁款。

[4] 2015 年，华凌工贸递延所得税费用金额较上年金额减少 7.18 亿元，主要系根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》、《财政部海关总署国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收问题的通知》（财税〔2011〕58 号），华凌工贸及子公司华凌实业、中亚建材城享受西部大开发所得税优惠政策，2015 年减按 15%的税率预缴企业所得税，按照 15%税率调整减少上期累计确认的递延所得税负债 6.56 亿元，同时，调整减少递延所得税费用 6.56 亿元。

控制能力仍有待提高。

2016年，公司公允价值变动收益为1.03亿元，同比增长341.32%，主要系用于出租的市场评估价值上升较多所致，可持续性较差。2016年，公司实现投资收益1.89亿元，同比增长953.23%，主要系处置新疆昌鸿矿业有限公司及部分乌鲁木齐商业银行股份获得的收益，可持续性不高。2016年，公司实现营业外收入0.64亿元，较上年变化不大，主要是政府补助（占73.00%）。2016年，公司投资收益及公允价值变动收益占利润总额的比重为54.86%，公司利润总额对投资收益和公允价值变动收益的依赖程度较大。

从盈利指标看，2016年，受上年递延所得税调整影响，公司净利润有所下降，导致公司总资本收益率和净资产收益率分别较上年下降1.13个百分点和5.80个百分点至5.17%和5.41%；公司总资产报酬率4.33%，较上年上升1.91个百分点，主要年内房地产板块收入带动利润总额大幅增长所致。

总体看，2016年，公司房地产板块大规模的结转收入带动公司营业收入规模的大幅增长；公司利润总额对投资收益及公允价值变动的依赖程度较高，不具有可持续性；受上年递延所得税调整影响，公司净利润有所下降；公司费用控制能力有所提高，但仍处于较弱水平，财务费用对利润总额有一定的侵蚀；总体看，公司整体盈利能力尚可。

4．现金流

从经营活动看，2016年，公司经营活动现金流入28.19亿元，同比下降14.86%，主要系市场经营板块收到的租金及管理费随收入下降所致；经营活动现金流出26.42亿元，同比下降9.17%；综合以上因素，公司经营活动现金流量净额为1.77亿元，同比下降55.99%。2016年，公司现金收入比为68.30%，较上年下降82.66个百分点，主要系当年确认的收入中房地产销售收入占比较高而前期销售现金已流入所致。

从投资活动看，2016年，公司投资活动现金流入4.88亿元，较上年下降34.78%；投资活动现金流出23.02亿元，较上年增长135.81%，主要系公司投入大量资金用于格鲁吉亚华凌国际经济特区、库尔勒华凌国际城、华凌家居广场等的建设所致；综合以上因素，投资活动现金流量净额为-18.14亿元，仍呈净流出状态且规模大幅增长。

从筹资活动看，2016年，公司筹资活动现金流入64.11亿元，同比下降42.58%，主要系期内取得借款所收到的现金减少所致；筹资活动现金流出54.29亿元，同比下降52.24%，主要系偿还债务导致的现金流出减少所致；综合以上因素，公司筹资活动现金流量净额为9.82亿元，由上年的净流出转为净流入状态。

总体看，2016年，公司经营活动现金流量净额仍呈净流入状态；由于本期确认的房地产收入导致的现金流已在前期流入，导致本期收入实现质量不高；另外，随着在建项目的大量投入，公司投资活动现金流量净流出额大幅增长，公司通过发行公司债券和取得借款满足投资资金需求。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.75 倍和 0.50 倍，较上年基本持平；由于经营活动现金流量净额大幅下降，公司经营现金流动负债比率由上年的 4.98%下降至 2.53%；现金短期债务较年初的 0.49 倍下降至 0.36 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016年，受利润总额大幅增长影响，公司 EBITDA 较上年大幅增长67.67%至12.11亿元；EBITDA 构成中，折旧占13.10%、摊销占4.61%、计入财务费用的利息支出占38.23%、利润总额占44.05%。2016年，公司 EBITDA 利息倍数为2.62倍，较上年基本持平；EBITDA

全部债务比由上年的0.09倍小幅提升至0.12倍。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度尚可，对全部债务的覆盖程度较弱；整体看公司长期偿债能力尚可。

截至2016年底，公司获得各银行授信额度合计120.80亿元，已使用额度45.46亿元，尚未使用额度75.34亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2016年底，公司对外担保余额1.97亿元，为占期末净资产的2.37%，全部为公司以存放于厦门国际银行新香洲支行2.00亿元定期存款为质押物，为盈丰集团有限公司取得的澳门国际银行股份有限公司2,957.75万美元（采用2016年底汇率，折合人民币1.97亿元）提供担保，借款期限为2016年1月18日至2017年7月6日。总体看，公司担保规模相对于公司净资产规模较小，或有负债风险较低。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G1065010500016110S），截至2017年5月4日，公司未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录；已结清业务中，有1笔不良/违约类贷款、133笔关注类贷款，非企业方面原因造成，公司过往履约情况正常。

截至2016年底，海宁中国皮革城股份有限公司诉公司、新疆家瑞祥物流有限公司知识产权侵权案尚由乌鲁木齐市中级人民法院审理过程中，起诉标的615万元。2017年4月22日，该案已一审判决，判令公司给付商标侵权费及原告合理成本30万元，驳回原告方其他诉讼请求，目前尚未接到原告上诉状。

总体看，公司整体偿债能力一般，但考虑到公司市场经营业务现金流情况较为稳定，间接融资渠道畅通，未来随着新疆华凌市场建材出口基地项目的完工，公司市场可租赁面积的扩大，租金价格的逐步提升，公司整体偿债能力有望得到提升。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产达12.42亿元，约为“15华凌01”和“16华凌01”债券待偿本金合计（20亿元）的0.62倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度一般；净资产达83.34亿元，约为债券待偿本金合计（20亿元）的4.17倍，公司较大的净资产规模能够对“15华凌01”和“16华凌01”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司 EBITDA 为12.11亿元，约为债券待偿本金合计（20亿元）的0.61倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入28.19亿元，约为债券本金合计（20亿元）的1.41倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为新疆大型商贸类企业，在品牌、区域位置、资产和权益规模等方面具有优势，公司对“15华凌01”和“16华凌01”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为新疆自治区内的大型商贸类企业，在市场规模、产业链布局、市场出租率及品牌知名度等方面具有明显优势。2016年，随着公司房地产项目华凌国际公寓二期完工结转收入，公司收入大幅增长。同时，联合评级也关注到关联方往来款对资金占用较大、财务费用对利润侵蚀程度较高等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新疆华凌市场建材出口基地项目的完工、市场可租赁面积的扩大和租金价格的逐步提升，公司整体经营规模、盈利能力和偿债能力将有望得到提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15华凌01”和“16华凌01”的债项信用等级为“AA”。

附件1 新疆华凌工贸（集团）有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	223.19	236.77
所有者权益（亿元）	77.75	83.34
短期债务（亿元）	34.05	34.25
长期债务（亿元）	50.29	68.13
全部债务（亿元）	84.34	102.38
营业收入（亿元）	18.99	31.74
净利润（亿元）	7.78	4.36
EBITDA（亿元）	7.22	12.11
经营性净现金流（亿元）	4.03	1.77
应收账款周转次数（次）	23.66	45.26
存货周转次数（次）	0.24	0.55
总资产周转次数（次）	0.09	0.14
现金收入比率（%）	150.96	68.30
总资本收益率（%）	6.30	5.17
总资产报酬率（%）	2.42	4.33
净资产收益率（%）	11.21	5.41
营业利润率（%）	68.67	57.65
费用收入比（%）	49.88	44.99
资产负债率（%）	65.17	64.80
全部债务资本化比率（%）	52.03	55.12
长期债务资本化比率（%）	39.28	44.98
EBITDA 利息倍数（倍）	2.67	2.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.12
流动比率（倍）	0.74	0.75
速动比率（倍）	0.45	0.50
现金短期债务比（倍）	0.49	0.36
经营现金流动负债比率（%）	4.98	2.53
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.36	0.61

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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）
本期公司债券偿债能力	
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

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+拆入资金

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。