跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]734 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发行的“16 武商贸”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十四日

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 2016 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 武商贸	5 年	3 亿元	AA	AA	2015/11/11

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项　目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	101.99	111.37	114.27
所有者权益（亿元）	29.01	31.67	32.34
长期债务（亿元）	31.01	38.47	--
全部债务（亿元）	58.04	60.00	--
营业收入（亿元）	51.06	53.70	15.30
净利润（亿元）	2.10	2.61	0.88
EBITDA（亿元）	6.54	7.24	--
经营性净现金流（亿元）	-11.09	4.61	-1.50
营业利润率（%）	14.68	12.53	14.28
净资产收益率（%）	7.42	8.60	--
资产负债率（%）	71.56	71.57	71.70
全部债务资本化比率（%）	66.67	65.45	--
流动比率（倍）	1.85	2.16	2.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.88	1.11	--
EBITDA/待偿债券本金合计（倍）	2.18	2.41	--

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 2014 年相关财务数据采用 2015 年审计报告期初数或上年数；4、公司 2016 年 1~3 月财务报告未经审计，相关指标未年化；5、公司未提供 2016 年 1~3 月现金流量表补充资料，相关指标未计算；6、短期债务包含了其他流动负债中的应付短期债券或短期融资券以及其他应付款中付息债务；长期债务包含了长期应付款中的融资租赁款。

评级观点

跟踪期内，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”）作为大型区域物流集团，在经营规模、业务多元化、政策支持等方面仍保持竞争优势；公司营业收入和盈利规模均有所增长，债务结构有所优化。同时，联合评级也关注到公司综合物流板块子公司众多且管理难度较大、不同地域经营环境差异较大、债务负担较重及营业外收入对公司利润贡献较大等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

未来，随着公司逐渐加强管理、物流业务平台的建立与逐步完善，公司收入和盈利规模将进一步增长。

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“16 武商贸”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，跟踪期内，公司获得政策支持力度较大，区域竞争力仍然突出，面临着良好的外部环境。

2．公司主业综合物流板块涵盖油脂加工储运、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，具有较强的综合服务能力。

3．跟踪期内，公司房地产业务收入大幅增加，销售情况良好。

关注

1．公司综合物流板块子公司众多、业务规模庞大，彼此之间单独经营、并未有效发挥协同效益，且增加了公司的管理难度。

2．公司地产开发板块土储规模较小，未来

发展存在不确定性。

3．跟踪期内，营业外收入对公司利润贡献较大，公司整体盈利能力有待提高。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

郑　鹏

电话：010-85172818

邮箱：zhengp@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：郑鹏

联合信用评级有限公司

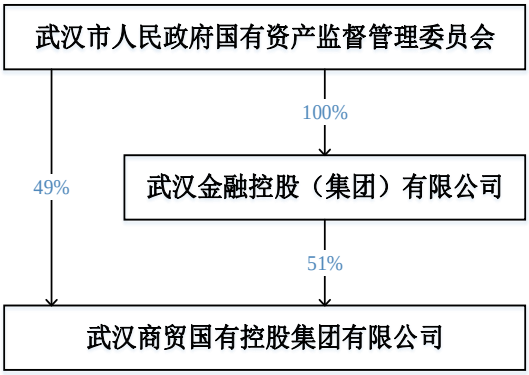
一、主体概况

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国有控股集团有限公司。

2006 年，根据武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）《市国资委关于返投武汉肉联食品公司土地出让金的函》（武国资函[2006]12 号）的规定，武汉商贸国有控股集团有限公司因收到武汉肉联食品有限公司土地出让返还款 1,364.81 万元，全部增加为武汉市国资委出资。公司此次变更后的注册资本增加为 61,364.81 万元。2007 年 5 月，根据武汉市国资委《关于划转商贸控股集团公司持有的部分股权及资产的通知》（武国资产权[2007]46 号），将武汉商贸商业类优质资产全部划至武汉商联（集团）股份有限公司，致使其实收资本减少 10,554.85 万元。2012 年 12 月，根据武汉市国资委《市人民政府关于同意无偿划转武汉商贸国有控股集团有限公司 51%股权的批复》（武国资产权[2012]108 号），武汉市国资委将其持有公司 51%股权无偿划转给武汉金融控股（集团）有限公司[1]（以下简称“武汉金控”）。

截至 2015 年底，公司注册资本 61,364.81 万元、实收资本 52,809.96 万元，武汉市国资委直接持有其 49%的股份、并通过持有武汉金控持有其 51%的股份，系公司实际控制人。

图 1　截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供。

公司经营范围包括：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；普通货运（国家有专项规定的项目经审批后或凭许可证在核定的期限内方可经营）。

截至 2015 年底，公司下设办公室、投资部、经济运行部、财务管理部、人力资源部、监察审计室等 6 个职能部门（见附件 1）；公司下属 55 家子公司，其中：1 级子公司 13 家、2 级子公司 29 家、3 级子公司 12 家、4 级子公司 1 家；公司在职员工共计 2,255 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 111.37 亿元，负债合计 79.70 亿元，所有者权益（含少数股

[1]武汉经济发展投资（集团）有限公司于 2015 年更名为武汉金融控股（集团）有限公司。

东权益）31.67 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 14.45 亿元。2015 年公司实现营业收入 53.70 亿元，净利润（含少数股东损益）2.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 114.27 亿元，负债合计 81.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）32.34 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 14.62 亿元。2016 年一季度公司实现营业收入 15.30 亿元，净利润（含少数股东损益）0.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.65 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：陈建华。

二、债券发行及募集资金使用情况

本次债券已于 2016 年 5 月 3 日完成发行，发行规模为 3 亿元，债券期限为 5 年，最终票面利率为 4.75%。本次债券已于 2016 年 5 月 19 日在上海证券交易所挂牌交易（证券简称：16 武商贸，证券代码：136394.SH），起息日为 2016 年 4 月 29 日。

本次公司债券募集资金拟用于偿还“15 武商贸 SCP004”，发行人在中信银行股份有限公司武汉分行开立唯一募集资金专项账户用于监督募集资金的归集使用，确保本次债券募集资金用于募集说明书中披露用途，不会转借他人。本次债券募集资金已全部用于偿还“15 武商贸 SCP004”，符合《募集说明书》约定的募集资金使用安排。

截至本报告出具日，本次债券尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司 2015 年营业收入主要来自于综合物流板块（占比 70.41%）和地产开发板块（占比 19.33%）。

1．综合物流行业分析

2015 年我国物流运行总体呈现需求平稳增长、结构不断优化、运行效率提升的基本特征。一方面社会物流总额增速减缓但物流市场结构不断优化，新业态、新行业增长较快；另一方面社会物流总费用与 GDP 的比率加快下降，物流产业转型升级态势明显，物流运行质量和效率有所提升。

行业增速整体放缓、物流需求进入转型期

2015 年全国社会物流总额 219.2 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.8%，增速回落 2.1 个百分点。分季度看，一季度 49.4 万亿元，增长 5.6%，回落 3.0 个百分点；上半年 104.7 万亿元，增长 5.7%，回落 3.0 个百分点；前三季度 162.8 万亿元，增长 5.8%，回落 2.6 个百分点；全年社会物流总额呈稳中趋缓的发展态势。

图 2　2015 年社会物流总额及同比增长率（单位：亿元、%）



数据来源：科技信息部。

工业品物流需求小幅回落，新产业增长较快。2015 年工业品物流总额同比增长 6.1%，增速比上年回落 2.2 个百分点，全年增速小幅回落但缓中趋稳；高技术产业物流需求同比增长 10.2%，比工业物流需求快 4.1 个百分点，占比为 11.8%，比上年提高 1.2 个百分点。如航空、航天器及设备制造业增长 26.2%，电子及通信设备制造业增长 12.7%，信息化学品制造业增长 10.6%，医药制造业增长 9.9%，增速比上年均有所加快。

国际物流需求总体偏弱，结构不断优化。2015 年进口物流总额同比增长 0.2%，增速比上年回落 1.9 个百分点。受国际大宗商品价格大幅下跌等因素影响，进口物流总额按现价计算，同比下降 13.2%。国际物流需求结构不断优化。在我国外贸从“大进大出”转向“优进优出”的背景下，国际物流需求结构不断优化。一方面消费升级类商品进口物流量较快增长，如鲜、干水果进口物流量增长 11.9%，谷物增长 67.6%，另一方面高端装备制造产业进口物流量增长超过 500%。与此同时，大宗商品物流需求量增幅放缓。

消费物流需求加快增长，新业态蓬勃发展。扩大内需和增加消费对经济增长的拉动作用突出，2015 年最终消费对经济增长的贡献率为 66.4%，比上年提高 15.4 个百分点。受此影响，消费物流需求呈现加快增长态势。2015 年单位与居民物品物流总额同比增长 35.5%，增速比上年提高 2.6 个百分点。新业态继续保持蓬勃发展。2015 年网上商品零售额同比增长 31.6%，增速比社会消费品零售总额快 20.9 个百分点。其中吃穿用类零售总额快速增长，如食品类商品增长 40.8%，穿类商品增长 21.4%，用类商品增长 36%。

物流实物量结构调整加速。2015 年铁路货物发送量同比下降 11.9%，降幅创历史新低；水路货运量同比增长 3.7%，公路货运量同比增长 6.4%，民航货运量同比增长 5.2%，增速总体平稳；快递业务量同比增长 46%，继续保持高速增长。物流实物量结构变化明显，其中，铁路货运量所占比重同比下降 1.4 个百分点，公路货运量则提高 1.5 个百分点。与此同时。铁路与公路、水路等运输方式配合日益紧密。

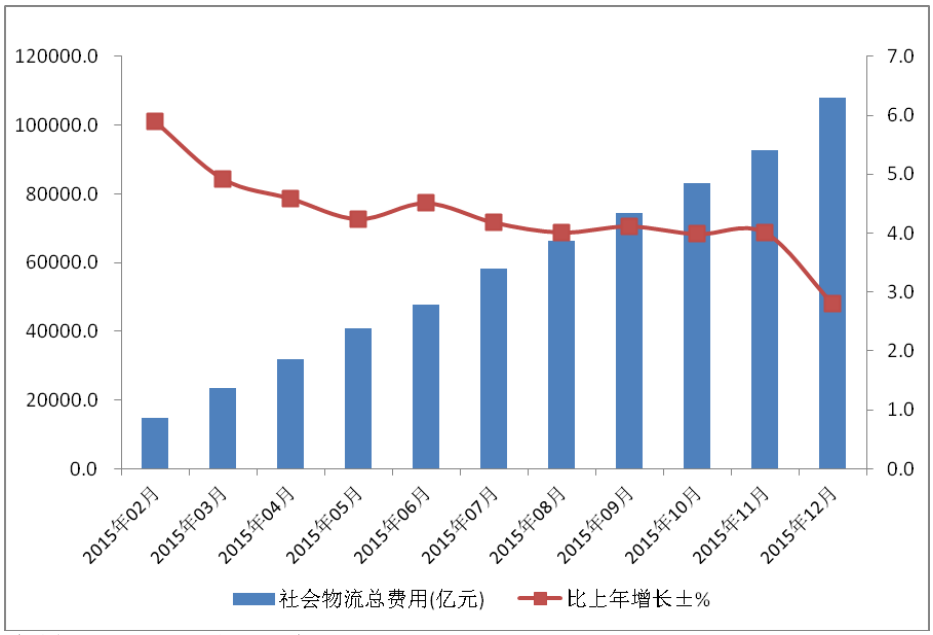
物流费用增速放缓

2015 年社会物流总费用 10.8 万亿元，比上年增长 2.8%，增速比上年回落 4.1 个百分点。其中，运输费用 5.8 万亿元，增长 3.1%，回落 3.5 个百分点；保管费用 3.7 万亿元，增长 1.6%，回落 5.4 个百分点；管理费用 1.4 万亿元，增长 5.0%，回落 2.9 个百分点。从结构看，运输费用占社会物流

总费用的比重为 51.0%；保管费用占社会物流总费用的比重为 35.5%；管理费用占社会物流总费用的比重为 13.5%。

2015 年社会物流总费用与 GDP 的比率为 16.0%，同比下降 0.6 个百分点，连续三年下降，进入加速回落期，表明物流运行质量和效率有所提升。

图 3　2015 年社会物流总费用以及同比增长率

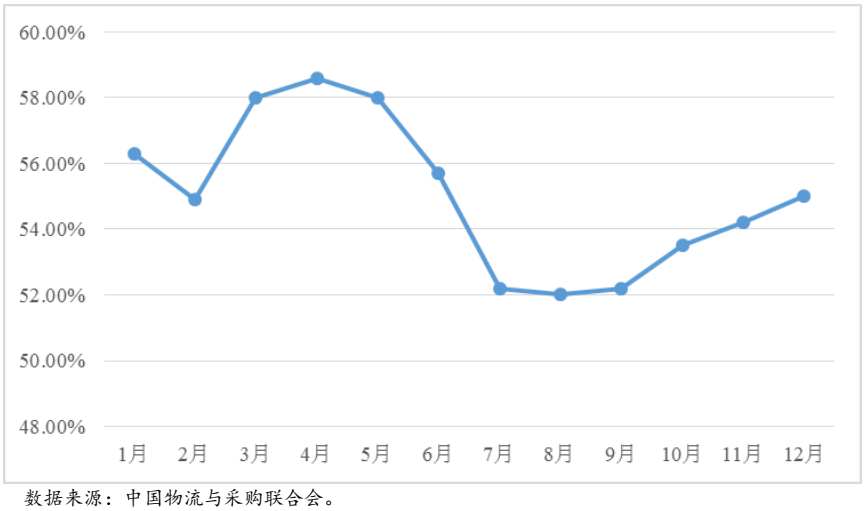


资料来源：中国物流与采购联合会。

行业整体处于景气区间

2015 年，中国物流与采购联合会发布中国物流业景气指数（Logistics Prosperity Index，LPI）。LPI 以 50%为经济强弱分界点。高于 50%时，反映物流业经济扩张；低于 50%，反映物流业经济收缩。2015 年，LPI 指数全年均高于 50%的临界点，平均值为 55.00%，呈现先扬后抑、小幅波动态势，显示物流业活动总体仍处于平稳增长的景气周期。

图 4　2015 年物流业景气指数变化情况



数据来源：中国物流与采购联合会。

总体上看，跟踪期内，整体增速逐渐放缓，物流费用降低，行业整体处于平稳增长的景气周期。

2．房地产行业分析

2015 年，我国房地产行业增速进一步放缓。受经济增速放缓和行业宏观调控政策的影响，2015 年全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，同比增长 1.00%，增速较上年同期下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资增速最为缓慢，但住宅投资占比 60%以上，仍居各类房产之首；办公楼投资表现相对较好，增速一直保持在两位数以上；商业营业用房 2015 年增速下滑最为明显。2015 年一线城市投资增速仍保持高位，三线城市出现回稳迹象。

土地供给方面，2015 年土地市场供需走低，均价上涨，不同城市分化加剧。2015 年全国 100 个大中城市成交土地面积 4.68 亿平方米，比上年下降 18.04%。2015 年，一线城市由上半年控制供地节奏至年末优质地块集中放量，市场再次呈现“U”型走势，宅地价格上涨明显，京沪表现突出；二线城市以分化为主，热点区域高价地频现，整体均价及溢价率同比上涨；三四线城市受楼市库存压力影响，土地市场仍显低迷。

开发资金来源方面，2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，同比增长 2.6%，增速较上年增加 2.7 个百分点。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49.038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

从商品房市场供求情况看，2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.50%，增速较上年提高 14.10 个百分点。其中，办公楼销售面积增速最快，达 16.20%，增速较上年提高 29.20 个百分点，增幅较大。分城市来看，一线城市 2015 年商品房销售面积增幅最大，同比增长 15.30%，二、三线城市增速均在 10.00%以下。

从销售价格来看，2015 年 5 月份以来百城住宅均价开始逐步提高，12 月，住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增速为 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点。2015 年以来一线城市房价整体保持增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，跟踪期内，房地产行业受持续宽松的货币政策以及信贷政策等多重利好的影响下持续增长，但是增速明显下滑，不同区域房地产市场明显分化。

四、管理分析

2015 年 11 月至今，公司无重大管理变更事项，公司高管团队基本稳定；公司主要内控制度如财务管理、仓储管理、投融资制度、安全管理制度等方面依然执行严格的内控制度，公司主要管理制度连续，不存在重大遗漏，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务较上年变化不大，仍分为三大板块，以综合物流为主导。2015 年公司主营业务收入为 53.48 亿元，较上年增长 5.21%，主要系地产开发业务的大幅增长所致，实现净利润 2.61 亿元，

较上年增加 24.11%。

从业务构成看，2015 年，公司收入主要来源于综合物流板块（占比 70.41%）、实业投资板块（占比 10.26%）和地产开发板块（占比 19.33%），其中地产开发板块占比由上年的 13.83%增加到 19.33%，增幅较大，主要系地产开发板块的集中销售所致。2015 年，公司三大板块业务实现收入 53.48 亿元，较上年增长 5.21%。其中，综合物流板块 2015 年营业收入为 37.66 亿元，与上年基本持平；实业投资板块营业收入为 5.49 亿元，较上年减少 14.49%，主要系 2015 年将武汉万信投资有限责任公司（以下简称为“万信投资”）子公司信和置业的营业收入从实业投资板块调至房地产板块所致，剔除此因素影响，实业板块收入与上年基本持平；地产开发板块收入较上年增加 47.08%至 10.34 亿元，主要系 2015 年房价上涨以及昌盛房地产项目大部分进入销售旺季、唐家墩和顶琇西北湖（I）项目处于销售阶段所致。

表 1　2014 年~2016 年 1 季度主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年 1 季度		
	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	37.38	73.54	13.22	37.66	70.41	11.67	7.94	51.89	14.13
实业投资	6.42	12.63	23.81	5.49	10.26	17.77	0.76	4.96	31.97
地产开发	7.03	13.83	19.88	10.34	19.33	20.80	6.60	43.15	18.87
合计	**50.83**	**100**	**14.88**	**53.48**	**100.00**	**14.06**	**15.30**	**100.00**	**17.06**

资料来源：公司提供。

从毛利率变化情况看，2015 年公司主营业务综合毛利率为 14.06%，与上年基本持平。其中，综合物流板块毛利率为 11.67%，较上年小幅下降；实业投资板块为 17.77%，较上年下降 6.04 个百分点，主要系长联来福制药毛利率下降所致；地产开发板块为 20.80%，与上年基本持平。

2016 年一季度，公司实现营业收入 15.30 亿元，其中综合物流板块实现收入 7.94 亿元（占 51.89%），实业投资板块实现营业收入 0.76 亿元（占 4.96%），地产开发板块实现营业收入 6.60 亿元（占 43.15%）；主营业务综合毛利率为 17.06%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模较上年有所提高，毛利率较上年略有下降。

2．综合物流板块

（1）综合物流板块概况

截至 2015 年底，公司综合物流服务板块主要包括 9 个子板块，分别为：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、应急储备供应和物流信息集成，2015 年，公司综合物流业务的 9 个子版块营业收入总额为 37.89 亿元，与上年基本持平；除此之外，公司还涉足文化用品商贸、煤炭物流等领域。2015 年各子公司主要经营方式及收入情况如下表所示：

表 2　2014~2015 年公司综合物流板块子公司主要经营方式及收入情况（单位：万元，%）

序号	物流板块	营运主体	2014 年主营业务收入	2015 年主营业务收入	变动情况	主要经营方式
1	冷链物流	武汉肉联食品有限公司	6,307.10	6,216.86	1.43	加工、仓储、运输、市场管理
2	建材物流	武汉正达物流有限公司	13,274.73	14,388.75	8.39	仓储、运输、市场管理

序号	物流板块	营运主体	2014 年主营业务收入	2015 年主营业务收入	变动情况	主要经营方式
3	油脂加工储运	武汉长江沙鸥植物油有限公司	162,009.24	168,178.27	3.81	生产、销售、储备、仓储、运输、期货交割、市场管理
4	钢材物流	武汉市江天金属材料有限公司	32,183.07	12,991.40	-59.63	代购、加工、仓储、运输配送、市场管理
5	轿车整车运输物流	武汉市商业储运有限责任公司	47,128.26	47,463.23	0.71	仓储、运输、装卸、配送、信息处理
6	副食品商贸储运	武汉友谊副食品商业有限责任公司	75,103.28	80,110.14	6.67	批发、零售、物流
7	应急储备供应	武汉市副食品商业储备有限公司	32,834.11	42,126.77	28.30	储备、仓储、物流配送
9	分公司	武汉商贸国有控股集团有限公司大东门机电产品市场	1,338.80	1,528.32	14.16	机电市场租金
10	出租	武汉商贸国有控股集团有限公司（母公司）	3,846.51	3,760.28	-2.24	投资性房地产出租
11	（内部抵消调整）	武汉商贸国有控股集团有限公司	-261.37	-149.17	--	--
合计			**373,763.73**	**376,614.85**	--	--

资料来源：公司提供。

在公司综合物流 9 个子板块中，收入主要来自建材物流、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 6 个子板块。2015 年，上述 6 个板块主营业务收入分别为 1.44 亿元、16.82 亿元、1.30 亿元、4.75 亿元、8.01 亿元和 4.21 亿元，合计占综合物流板块总收入的 96.41%。

此外，由于武汉市江天金属材料有限公司金属加工项目正在搬迁中，市场已拆迁，钢材物流子版块营业收入大幅下降 59.63%。

总体看，2015 年，公司综合物流板块收入主要来自油脂加工储运、轿车整车运输物流和副食品商贸储运等板块，与上年相比变化不大。

（2）业务运营

油脂加工储运

公司承担油脂生产加工、储运业务的载体仍为控股子公司武汉长江沙鸥植物油有限公司（以下简称为“长江沙鸥”）。2015 年，长江沙鸥中小包装油加工量突破 500 万件。

长江沙鸥业务可分为市场化业务和政策性业务，其中市场化业务占主要部分。2015 年，长江沙鸥市场化存储量 16.00 万吨、占比 79.60%，政策性业务存储量 4.10 万吨、占比 20.40%，政策性业务占比有所下降。

表 3　2014~2015 年长江沙鸥存储量情况（单位：万吨，%）

项目	2014 年		2015 年	
	存储量	占比	存储量	占比
市场化业务	18.24	78.42	16.00	79.60
政策性业务	5.02	21.58	4.10	20.40
合计	**23.26**	**100.00**	**20.10**	**100.00**

资料来源：公司提供。

总体看，公司油脂加工储运板块子公司长江沙鸥拥有较好的区位优势和储运能力，并且拥有“沙鸥”品牌植物油直接供应市场，在食用油产业链布局完整，具有较强的竞争优势。

钢材物流

公司从事钢材物流的载体仍为控股子公司武汉市江天金属材料有限责任公司（以下简称为“江天金属”）。

截至 2015 年底，公司市场已拆迁至阳逻经济开发区及东西湖区地块交易市场，江天所在地获得拆迁补偿款 261 万元。阳逻一期土地 70 亩已办理土地使用证和《建设用地规划许可证》，项目正在筹划中，二期尚无规划；东西湖地区目前卷板加工生产线 4 月份已搬迁安装完毕，目前正进行设备调试、5 月中下旬正式生产。

总体看，公司钢材加工物流板块子公司江天金属拥有较强的钢材加工运输能力，注重企业管理，建立了完善的钢材物流产业链。

轿车整车运输物流

公司从事轿车整车运输行业的载体为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”）。

截至 2015 年底，商业储运下属子公司上海欣鸿程物流有限公司自有轿车整车运输车辆 397 台，拥有武汉、上海、长春三个物流基地，占地共计 767 亩（含自有和租赁），年轿运能力达到逾 30 万辆。截至 2015 年底，商业储运完成商品车运输 37 万辆。

总体上看，公司轿车整车运输物流板块子公司商业储运建立了较为完善的轿车储运体系，注重全国网络布局和信息化管理，拥有较强的轿车整车经营实力。

副食品商贸储运

公司从事副食品商贸物流的载体为控股子公司武汉友谊副食品商业有限责任公司（以下简称为“友谊副食”），该子公司主要从事副食品批发、零售、物流等服务。

2015 年，友谊副食前五大主要供应商分别为美赞臣、卡夫、费列罗、五粮液和雀巢，采购金额分别为 2.72 亿元、1.63 亿元、1.45 亿元、1.42 亿元和 1.38 亿元，合计占比 79.43%，供应集中度较高；前五大主要客户分别为中百仓储、武商、沃尔玛、中百超市和汉福，销售金额分别为 1.36 亿元、0.98 亿元、0.81 亿元、0.62 亿元和 0.43 亿元，合计占比 100%，销售集中度较高。

总体上看，公司副食品商贸储运板块子公司友谊副食注重企业管理，运营食品范围广泛、档次较高，具有批发、零售、物流服务于一体的经营能力。

应急储备供应

公司从事应急储备供应的主要载体为武汉市副食品商业储备有限公司（以下简称为“副食储备”）。2015 年，公司销售猪肉 4,863 吨、销售牛肉 2,129 吨、销售食糖 58,118 吨，销售量较上年有所增长；储备牛肉 1,800 吨、储备猪肉 5,508 吨、储备食糖 3,000 吨，储量与上年保持一致。

表 4　2014~2015 年副食储备主要产品经营情况（单位：吨）

项目	2014 年	2015 年
销售猪肉	4,263.20	4,863
销售牛肉	1,978.25	2,129
销售食糖	49,929.27	58,118
储备牛肉	1,800	1,800
储备猪肉	5,500	5,508
储备食糖	3,000	3,000

资料来源：公司提供。

2015年，公司应急储备板块政策性业务为1.03万吨，与上年保持不变，实现收入1.54亿元，较上年减少20.62%，主要系受国际市场影响，冻肉几近萎缩、鲜肉市场景气度下降导致价格下降影响所致；2015年，公司获得政府财政补贴1,613.84万元，与上年基本持平；2015年公司自主性业务储存量为5.68万吨，较上年增加18.58%，收入与上年基本持平。

表 5　2014~2015 年应急储备板块存储量、收入情况（单位：万吨，亿元）

应急储备板块	2014 年		2015 年	
	存储量	收入	存储量	收入
政策性业务	1.03	1.94	1.03	1.54
自主性业务	4.79	2.12	5.68	2.19
合计	**5.82**	**4.06**	**6.71**	**3.73**

资料来源：公司提供。

总体上看，公司应急储备供应板块子公司副食储备承担了一定的市场调控任务，同时获得了相应的政府补贴，整体保持稳定。

（3）综合物流板块主要客户

公司通过在武汉地区多年的经营，已经建立起较为完善的物流体系，并且形成了一批长期合作的优质客户，如下表所示：

表 6　公司重要客户

客户所处行业	客户名称
副食品	伊利、蒙牛、娃哈哈、金龙鱼、福临门、鲁花、金浩、金帝巧克力、良品铺子等
电器	格力空调、美的电器等
快速消费品	联合利华等
汽车	上汽通用、上海大众、一汽大众、一汽奥迪、武汉神龙、东风本田、广州本田等
原材料	中国石化、武钢

资料来源：公司提供。

总体上看，公司综合物流板块重要客户数量较多、层次较高。

3．实业投资板块

公司实业投资板块主要包括投资业务、生化制药业务、金融服务、物业服务等业务，主要由子公司万信投资进行运作。

（1）投资业务

公司控股子公司万信投资是公司的投资平台，其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的投资。

截至 2015 年底，万信投资纳入并表范围的子公司 15 家，累计投资 39,469.48 万元；进行长期股权投资 11 家、期末余额 7,517.53 万元。

除直接权益投资外，万信投资还以基金模式参与投资活动。截至 2015 年末，九派基金已投资项目 27 个，累计投资金额 4.31 亿元（包括 2015 年初投资金燕海洋生物科技股份有限公司 2,000 万元）。

2015 年，万信投资累计融资额 3.45 亿元，累计投资额 1.00 亿元；全年完成担保业务 12 笔。2015 年，万信投资业务实现主营业务收入 2.17 亿元、毛利润 1.69 亿元、毛利率 77.88%。

（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。

2015 年，长联来福实现主营业务收入 1.18 亿元、毛利润 0.47 亿元、毛利率 39.87%。长联来福于 2015 年 8 月 26 日正式向全国股转系统递交申报材料，10 月 30 日公司收到全国中小企业股份转让系统有限公司同意挂牌的通知，股票简称为“长联来福”，证券代码为“834239”。

（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（以下简称为“天华小贷”，公司持股比例 19.35%，作为第一大股东，具有实际控制权）主要从事小额贷款业务，主要服务于中小企业和个人创业。天华小贷自成立以来，放贷规模逐渐扩大，盈利能力不断增强，是武汉市资本规模最大的小贷公司。截至 2015 年底，天华小贷贷款金额为 21,100 万元，在贷笔数 51 笔，贷款余额为 19,071.26 万元，放贷率达到 99.76%；天华小贷发放的贷款无一发生逾期。2015 年天华小贷实现主营业务收入 2,199.10 万元、毛利润-147.22 万元、毛利率 6.69%。

（4）物业服务

公司物业服务主要由商贸控股和大哥大实业有限公司经营。商贸控股主要经营顶琇广场 1~5 层及地下室和大东门机电广场；公司控股子公司武汉大哥大实业有限公司本部主要经营大哥大写字楼的物业管理和租赁业务，营业收入较少，主要为租金和物业管理费。

2015 年，公司共经营物业出租面积 7.59 万平方米，实现租金收入 5,341 万元。

表 7　截至 2015 年底公司出租物业情况（单位：万平方米，万元）

出租方	出租物业	出租面积	2015 年租金收入
商贸控股	顶绣广场 汉阳区龙阳大道 36 号 1~5 层及地下室	4.60	3,540.00
商贸控股	大东门机电市场 武昌区中山路 515 号~517 号	2.16	1,338.00
商贸控股	大东门机电市场 武昌区老车站路 116-124 号 1 层 1 室	0.13	60.00
大哥大	江汉区解放大道 712 号	0.70	403.00
合计		**7.59**	**5,341.00**

资料来源：公司提供。

总体上看，2015 年，公司实业投资板块运营状况良好。

4．地产开发板块

（1）地产开发概况

公司控股子公司武汉昌盛实业有限公司（以下简称为“昌盛实业”）主要从事房地产及商业地产开发。2015 年，公司地产开发板块实现收入 10.34 亿元，较上年增长 19.33%，主要系 2015 年房价上涨以及昌盛房地产项目大部分进入销售旺季、唐家墩和顶琇西北湖（I）项目处于销售阶段所致。

截至 2015 年底，公司开发的地产项目如下表所示：

表 8　截至 2015 年底公司在建房地产项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	总投资	占地面积	建筑面积	物业类别	建设期	截至 2015 年底累计投资额	项目进展
唐家墩城中村改造项目	38.07	7.06	39.24	住宅及商业地产	2012.4~2016	29.08	2/3 楼盘主体结构封顶，销售去化 66%
顶琇西北湖项目（I）	3.14	0.67	2.58	住宅	2012.10~2016	3.09	竣工验收，销售去化 38%
顶琇西北湖项目	57.00	4.13	36.37	住宅及商业	2015~2019	22.57	土建施工
商控华顶工业园项目	8.00	5.87	41.50	工业	2009~2013	4.30	一期工程大部分完工
合计	**106.21**	**17.73**	**119.69**	--	--	**59.04**	--

资料来源：公司提供。

唐家墩城中村改造项目

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、置换等多种经营和开发方式。目前，昌盛实业下属子公司武汉乾敬置业发展有限公司（以下简称“武汉乾敬”）正在稳步推进唐家墩城中村改造项目。截至 2015 年底，唐家墩城中村改造项目 2/3 楼盘主体结构已经封顶，销售去化达到 66%，已累计投资 29.08 亿元。

顶琇西北湖项目（I）

昌盛实业已收购武汉中楷雅居置业有限公司 100%股权、取得位于青年路 348 号西北湖一块宗地开发项目。该项目为顶琇西北湖项目（I），占地面积 10 亩，规划建筑面积 2.58 万平方米，为住宅地产性质，该项目位于汉口核心居住区域，市政配套设施齐全、交通便利，为中心城区稀缺资源。项目总投资 3.14 亿元，预计销售收入 3.91 亿元，利润总额 7,765 万元，项目周期 33 个月。截至 2015 年底，已累计投资 3.09 亿元，项目已竣工验收，销售去化达到 38%。

顶琇西北湖项目

武汉昱玺置业发展有限公司（以下简称“武汉昱玺”）摘得西北湖旧城改造项目宗地，该项目紧邻顶琇西北湖项目（I），占地面积 61.90 亩，计划总投资 57 亿元、建筑面积 36.37 万平方米，主要用于住宅及商业地产，截至 2015 年底已经累计投资 22.57 亿元。

截至 2015 年底，顶琇 •大西北湖已取得“两证”。西北湖 A 地块商服用地，土地证：武国用(2015)第 236 号，证载面积 16.5 亩，用地规划许可证：武规地[2015]188 号；西北湖 BC 地块城镇住宅用地、商服用地，土地证：武国用(2015)第 238 号，证载面积：45.3 亩，用地规划许可证武规地[2015]189 号。A 区完成地下二层，正在进行地下室一层施工，BC 区正在进行地下连续墙施工，完成 50%。

商控华顶工业园项目

公司三级子公司武汉商控华顶工业孵化器有限公司从事工业地产开发与园区建设，专门为开发“商控华顶工业园”项目而成立。“商控华顶工业园”项目位于湖北省葛店经济技术开发区，项目占地约 880 亩，园区规划总建筑面积约 41.5 万㎡，其中：各种钢结构、混泥土厂房面积 26.1 万平方米，住宅配套面积 12.2 万平方米，公建及公寓面积 3.2 万平方米, 投资总额约人民币 8 亿元。园区分三期开发建设，开发周期为 4 年。一期工程总建筑面积 17.6 万平方米，含厂房面积 14.4 万平方米，

办公楼、食堂及配套公寓面积 3.2 万平方米；二期工程总建筑面积 11.7 万平方米，含单层厂房面积 6.9 万平方米，三层电子厂房 4.8 万平方米；三期工程规划建筑面积 12.2 万平方米，为 6 栋 7 层的配套住宅。截至 2015 年底，该项目一期工程已基本完工。

（2）销售情况

截至 2015 年底，公司唐家墩城中村改造项目拥有可售面积 35.30 万平方米、已售面积 12.87 万平方米，预计单价 0.97~1.17 万元/平方米；顶琇西北湖项目（I）拥有可售面积 2.55 万平方米、已售面积 0.65 万平方米，预计单价 1.99 万元/平方米；顶琇西北湖项目拥有可售面积 27.65 万平方米；商控华顶工业园项目拥有可售面积 18.96 万平方米、已售面积 14.47 万平方米，预计单价 0.25 万元/平方米，并且拥有出租面积 0.86 万平方米。此外，公司顶琇广场项目收入主要来源于物业出租，公司物业出租面积达到 4.6 万平方米。

未来投资方面，2016~2018 年预计投资分别为 5.57 亿元、5.57 亿元和 8.09 亿元。

表 9　公司地产开发板块未来发展情况（单位：万平方米，万元/平方米，万元）

项目名称	可售面积	已售面积	平均单价	2016 年	2017 年	2018 年
唐家墩城中村改造项目	35.30	12.87	0.97~1.17	24,700.00	17,700.00	2,100.00
顶琇西北湖项目（I）	2.55	0.65	1.99	200	0	0
顶琇西北湖项目	27.65	0	--	30,800.00	38,000.00	78,800.00
合计	**65.50**	**13.52**	**--**	**55,700.00**	**55,700.00**	**80,900.00**

资料来源：公司提供。

（3）土储情况

除上述公司已开发和正在开发的房地产项目外，公司暂无其他可用作房地产开发的商业用地或住宅用地储备。但是公司目前拥有大约 44 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，但是目前仍未明确开发计划或未来需要进行土地性质变更，其中部分地块如下表所示。

表 10　截至 2015 年底公司部分土地储备情况表

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	武昌区徐东大道	83,188	2004	1,233	工业用地	武国用（2008）第 60 号
3	武昌区徐东大道	2,861	2001	划拨	工业用地	武国用（2010）398 号
4	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
5	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
6	江岸区江岸路 12 号	161,534	2006	2,365	工业用地	武国用（2007）第 161 号
7	江岸区江岸路 12 号	34,437	2006		工业用地	武国用（2007）第 135 号
8	江岸区江岸路 12 号	27,713	2010	391	工业用地	武国用（2010）第 483 号
9	江岸区胜利街 301 号	8,367	2003	划拨	工业用地	武国用（2003）字第 1400
10	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
11	江岸区百步亭 7 号	2,692	2007	32.48	工业用地	武国用（2007）第 497 号
12	江汉区常发里 103 号	14,678	2005	划拨	工业用地	武国用（2010）第 232 号
	合计	**440,616**	--	--	--	--

资料来源：公司提供。

上述土地目前仍作为公司仓储、商业等用途。由于上述地块大部分属于城市中心稀缺资源，未来随着武汉城市化的进一步推进，可作为公司未来地产开发土地，其中武昌区徐东大道地块土地使用权通过挂牌方式转让，由武汉联投置业有限公司竞买取得，成交价格为 173,480.00 万元，并于 2015 年 10 月 27 日与武汉联投置业有限公司签订国有建设用地使用权转让补偿合同，截止 2015 年 12 月 31 日，武汉联投置业有限公司已支付土地转让款 86,740.00 万元，江岸区胜利街 301 号地块在 2016 年 6 月与房屋征收管理办公室签订了货币补偿安置协议书，但是目前尚无明确的开发投资计划。

总体看，公司地产开发板块收入较上年大幅提升，虽然当前给公司带来了较多营业收入和利润，但受房地产行业下行的影响且并非公司核心业务，公司地产开发板块存在较大的不确定性。

5．经营关注

综合物流板块经营管理风险

公司综合物流板块子公司众多、业务规模庞大，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，但各子版块之间单独经营、并未形成发挥协同效益。并且，公司子公司多增加了公司的管理难度；公司主要通过股权、管理人员、经营业绩等方面对子公司进行管理，难以整合各子公司业务以发挥规模优势。

地产开发板块收益不确定

公司收益主要依赖房地产板块，一方面房地产板块并非公司主营业务，另一方面目前房地产行业逐渐低迷，在市场流动性收紧和购房者观望气氛加剧的背景下，区域市场面临项目去化及价格下行压力，公司在售项目面临一定销售压力。在当前我国宏观经济进入下行通道，并且政府不断进行经济结构调整、政策存在不确定的情形下，公司未来房地产板块存在较大的不确定性。

经营区域和经营范围扩张的风险

公司在稳固湖北省内部分业务优势地位的同时，积极拓展全国市场，扩大经营范围，在全国其他城市采取并购和新设等方式成立子公司。由于各地区经济发展不均衡，市场环境各异，可能导致业务模式、经营成本都存在差异，同时，进入新的城市和行业需要建设和完善的过程，导致公司存在经营区域和经营范围扩张的风险。

6．未来发展

按照公司发展规划，未来公司将着重培育，包括资本运作能力、并购整合能力、投资管理能力、风险控制能力、技术创新能力、市场创新能力、信息集成服务能力等七项核心能力。公司将以“四个全面”战略布局为统领，按照我市建设国家创新型城市、国家商贸物流中心和全面创新改革试验区的决策部署，突出创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，坚定实施“三个突破”，坚持服务建设国家中心城市、复兴大武汉的目标不动摇，坚持市场化改革取向不迟疑，坚持科学发展、跨越发展不懈怠，坚持产业经营能力与资本运作能力同步提升不失衡，坚持企业发展和员工收入同步增长不偏离，充分发挥集团植根实体经济、注重资本运作、混合所有制企业的体制机制、市场化程度较高、商贸物流领军企业的行业影响等优势，积极推进集团业态创新、管理创新、模式创新、机制创新和转型发展，着力塑造改革创新力、战略导向力、跨界整合力和文化凝聚力，将集团打造成为以现代服务业为方向，以商贸物流为特色，体制健全、治理完善、机制灵活、管理科学、效益显著的市属国有资本投资运营公司。

公司未来发展目标是：到 2020 年，集团规模效益实现跨越发展，资产总额和主营业务收入均达

到 200 亿元以上，利润达到 10 亿元以上；培育 2-3 家上市公司（含新三板）；集团跻身中国物流企业 20 强，继续保持全省物流企业龙头地位。

总体上看，公司未来将继续立足于综合物流行业，从产业升级与业态创新、自主创新、国际化发展等方面提升公司的竞争力，实现公司向现代物流转型。

六、财务分析

公司 2015 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审计意见。2016 年一季度报表未经审计。2015 年，公司通过投资设立 3 家三级子公司，分别为以仓储为主业的武汉澳尔美劲牛食品有限公司、以网上购销为主业的长江沙鸥油脂交易股份有限公司和以包装食品兼散装食品批发为主业的张家港保税区沙鸥新丰贸易有限公司三家公司均为新设成立。由于前期差错更正的影响，本报告财务分析中 2014 年相关数据采用 2015 年审计报告的期初数或上年数。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 111.37 亿元，负债合计 79.70 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）31.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 14.45 亿元。2015 年，公司实现营业收入 53.70 亿元，净利润（含少数股东权益）2.61 元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.61 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.26 亿元。

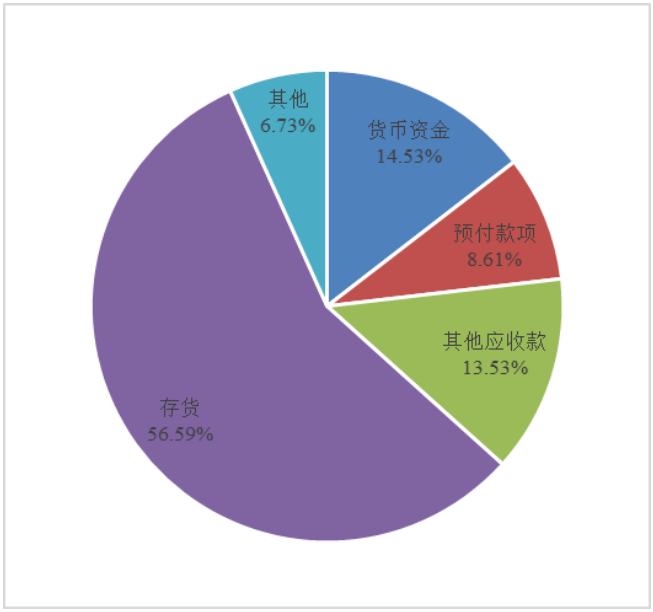
截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 114.27 亿元，负债合计 81.93 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）114.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 14.62 亿元。2016 年一季度，公司实现营业收入 15.30 亿元，净利润（含少数股东权益）0.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.65 亿元。

1．资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 111.37 亿元，较年初增长 9.20%，主要系流动资产的增加所致。从资产构成看，公司的资产仍以流动资产（占 79.06%）为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 88.05 亿元，较年初增长 14.90%，主要系货币资金和存货的增加所致；公司流动资产主要以货币资金（占比 14.53%）、预付款项（占比 8.61%）、其他应收款（占比 13.53%）和存货（占 56.59%）为主。

图5　截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告。

截至 2015 年底，公司货币资金为 12.80 亿元，较年初增加 69.91%，主要系公司 2015 年武汉肉联食品有限公司的子公司武汉万吨转让土地使用权以及昌盛实业房地产业务收入大幅增加所致。其中，银行存款占 94.88%；其他货币资金占 4.95%。其他货币资金中，受限资金为 15.00 万元，占比不大。

截至 2015 年底，公司预付款项账面价值为 7.58 亿元，较年初减少 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。其中，一年内的预付款项占比从 96.64%下降到 64.81%。截至 2015 年底，账龄超过 1 年的预付款项占比 35.19%，主要系未结算的土地整理款和拆迁款，主要债务单位包括武汉昱玺、武汉乾敬等，由于两个公司分别负责的唐家墩项目以及西北湖项目已经在建设中，公司预付款项风险不大。

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。其他应收款共计提坏账准备 0.06 亿元，总体计提比例为 0.47%。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，一年以内的其他应收款占比 85.71%，公司坏账准备计提充分。

表 11　截至 2015 年底其他应收账款排名前五名明细情况（单位：亿元，%）

单位名称	账面价值	账龄	占应收账款账面价值的比例	性质
武汉市民众投资有限责任公司	1.25	一年以内	10.49	往来款
湖北天宙顺财置业有限公司	0.54	一年以内	4.49	往来款
湖北日月油脂股份有限公司	0.43	一年以内	3.63	往来款
武汉市金喜达投资有限公司	0.35	一年以内	2.92	往来款
江通动画股份有限公司	0.30	一年以内	2.52	往来款
合计	**2.86**	--	**24.01**	--

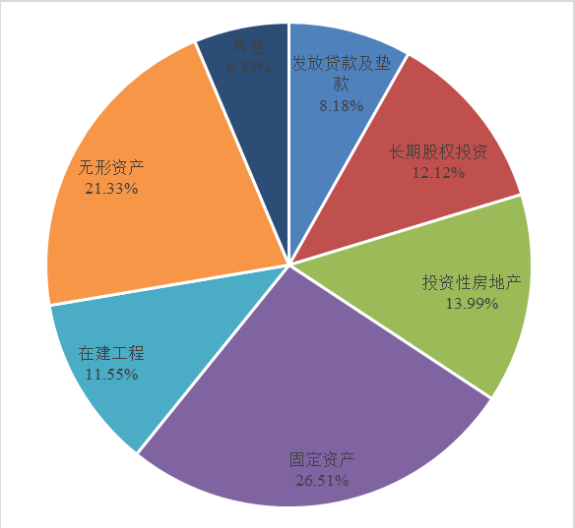
数据来源：公司提供。

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。主要包括武汉昱玺开发的西北湖地块项目成本 24.90 亿元（占 49.97%）和武汉乾敬开发的唐家墩城中村项目成本 17.06 亿元（占 34.24%）等。公司只对

原材料、库存商品和周转材料计提了 0.07 亿元存货跌价准备，而对房地产开发成本和开发产品未计提跌价准备，由于房地产开发项目前期资金成本投入大，受国家行业政策和地区建设规划的影响深，公司可能因此面临存货跌价损失的风险。存货受限规模为 21.18 亿元，受限规模较大，均用于贷款抵押。

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、固定资产和其他非流动资产的减少所致。公司非流动资产构成以发放贷款及垫款（占比 8.18%）、长期股权投资（占比 12.12%）、投资性房地产（占比 13.99%）、固定资产（占比 26.51%）、在建工程（占比 11.55%）和无形资产（占比 21.33%）为主，如下图所示。

图6　截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告。

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。从发放贷款及垫款的损失准备来看，公司主要按单项计提损失准备，合计 201.00 万元；从担保方式看，主要为附担保物贷款（占比 75.06%），附担保物贷款比例较上年有所提高；从发放贷款及垫款的行业分布来看，主要为农牧渔业（占比 5.00%）和其他行业（占比 95.00%），其中，其他行业主要为服务业及商贸行业。

截至 2015 年底，公司长期股权投资账面价值为 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。公司的长期股权投资全部为对联营企业的股权投资，其中以对重庆万吨冷储物流有限公司（占比 38.16%）、湖北航天杜勒制药有限公司（11.15%）、湖北日月油脂股份有限公司（占比 10.06%）和武汉中油压缩天然气有限公司（占比 10.73%）为主。

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值为 3.26 亿元，较年初增加 1.69%。公司投资性房地产均采用成本模式计量，全部为房屋、建筑物，主要系公司对外租赁的汉阳区十升路顶绣广场。

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。固定资产成新率为 55.23%，企业固定资产成新率一般。固定资产中受限规模为 2.78 亿元，占固定资产总额的 44.98%，占比较大，主要用于贷款抵押。

截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 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 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%，系 2015 年肉联子公

司武汉万吨将所属地块编号为 P（2015）103 号宗地的土地使用权通过挂牌方式转让导致土地使用权减少所致，该地块由武汉联投置业有限公司（以下简称“武汉联投”）竞买取得，成交价格为 173,480.00 万元，并于 2015 年 10 月 27 日与武汉联投签订国有建设用地使用权转让补偿合同，截至 2015 年底，武汉联投已支付土地转让款 86,740.00 万元。截至 2015 年底，公司无形资产以土地使用权（占比 98.50%）为主，此外还包括企业研发过程中产生的专利权和专利技术。无形资产中使用受限规模为 0.37 亿元，规模较小，用于贷款抵押。

截至 2015 年底，公司受限资产包括货币资金、存货、固定在产和无形资产账面价值共计 24.32 亿元占公司总资产的 29.98%。公司受限资产总额较大，一旦相关资产面临处置，可能影响公司的正常生产经营。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 114.27 亿元，较年初增加 2.60%，其中流动资产占比 78.30%，非流动资产占比 21.70%，非流动资产占比较年初有所提高。

总体看，跟踪期内，公司资产规模较上年有所增长，仍以流动资产为主；公司货币资金和存货规模增加较大，由于公司地产项目主要集中在武汉中心地段，存货去化压力不大，公司受限资产规模较大，公司整体资产质量尚可。

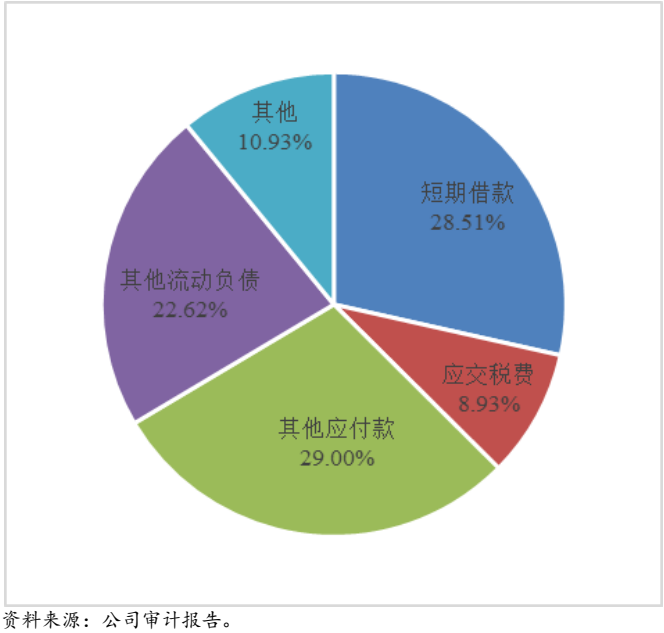
2．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2015 年底，公司负债合计 79.70 亿元，较年初增加 9.22%，主要系其他流动负债和长期借款的大幅增加所致。公司流动负债占比小幅下降为 51.16%。

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。公司流动负债以短期借款（占比 28.51%）、应交税费（占比 8.93%）、其他应付款（29.00%）以及其他流动负债（占比 22.62%）为主，如下图所示。

图7　截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 11.63 亿元，较年初减少 15.91%，主要系信用借款、保证借款的减少所致，短期借款中，质押借款占 9.29%、抵押借款占 27.85%、保证借款占 57.18%、信用借

款占 5.68%；公司应交税费合计 3.64 亿元，较年初增加 101.07%，主要系应交税费的本年应交金额大于本年已交金额所致。

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；其中关联方往来款主要是子公司向其他股东单位的短期借入资金，此类借款中付息部分的规模为 0.14 亿元，计入公司短期债务中。

截至 2015 年底，公司其他流动负债较年初增加 162.72%至 9.22 亿元，主要系 2015 年公司发行 5 笔超短融共计 12.20 亿元所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 38.92 亿元，较年初增加 23.67%，主要系长期借款的大幅增加所致。公司非流动资产主要由长期借款（占比 75.12%）和应付债券（23.12%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额 29.24 亿元，较年初增加 33.64%，主要系公司主动调整债务结构所致；公司长期借款主要由抵押借款（占比 34.68%）和保证借款（占比 44.80%）构成。

截至 2015 年底，公司长期应付款中融资租赁款规模为 0.24 亿元，已计入公司长期债务。

公司应付债券主要是公司于银行间市场发行的两期五年期中期票据。截至 2015 年底，公司应付债券余额为 9.00 亿元，较上年无变化，分别为 2013 年第一期发行的中期票据 5 亿元，于 2018 年 5 月到期；2014 年发行的第一期中期票据 4 亿元，于 2019 年 10 月到期。

截至 2015 年底，公司长期债务、短期债务和全部债务分别为 38.47 亿元、21.53 亿元和 60.00 亿元，其中短期债务较年初有所下降，长期债务和全部债务均呈上升趋势，全部债务较年初增加 3.39%。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 71.57%、54.85%和 65.45%，较年初基本持平。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 81.93 亿元，较年初增长 2.79%。其中，流动负债占比 48.61%，非流动负债占比 51.39%，较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所上升；债务负担变化不大，但债务结构有所调整，整体债务负担仍处于合理水平。

（2）所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 31.67 亿元，较年初增长 9.17%，主要系资本公积和未分配利润的增加所致。其中，归属于母公司所有者权益为 14.45 亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占 36.54%，资本公积占 15.62%，盈余公积占 4.87%，未分配利润占 42.97%，所有者权益构成较上年变化不大，未分配利润占比仍较高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 32.34 亿元，较年初增加 2.13%，权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益有所增加，资本实力有所增强，所有者权益构成中未分配利润占比仍较大，公司权益结构稳定性有待提升。

3．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 53.70 亿元，较上年增加 5.18%，主要系公司房地产业务收入大幅增加所致；实现营业利润 1.32 亿元，同比下降 43.75%，主要系营业成本增幅大于营业收入的增幅所致；实现净利润 2.61 亿元，同比增加 24.11%，其中，归属于母公司所有者净利润 1.08 亿元，同比增加 26.29%，主要系 2015 年通过挂牌方式转让 103 号宗地的土地使用权导致的营业外收入的大幅增加所致，不具有持续性。2015 年，公司营业外收入为 2.90 亿元，较上年增长 253.40%，营业外收入为营业利润的 2.20 倍，对营业利润的影响较大。

从期间费用上看，2015 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 1.65 亿元、2.64 亿元和 0.80 亿元，较上年分别增长 18.16%、-6.64%和-7.72%。其中销售费用的增加主要系昌盛房地产销售处于旺季所致；管理费用和财务费用均较去年有所下降。公司费用收入比为 9.48%，较去年下降 0.49 个百分点，公司费用控制能力有所提升。

盈利指标方面，公司 2015 年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.26%、5.82%和 8.60%，其中，总资本收益率较上年降低了 0.22 个百分点，总资产报酬率和净资产收益率分别提升了 0.32 个百分点和 1.18 个百分点，主要系 2015 年度收入的小幅增加所致。

总体看，2015 年，受房地产项目收入增加的影响，公司营业收入规模有所提高。随着公司的房地产各项目的开展和竣工，将为公司未来的收入实现提供保障，公司整体盈利能力有望改善。公司利润对营业外收入依赖性较强，且持续性一般。

4．现金流

受房地产业务收入增加导致销售商品接受劳务收到的现金增加的影响，2015 年公司经营性现金流入为 78.38 亿元，同比增加 41.36%；同时，受购买商品、接受劳务支付的现金流增加以及支付的各项税费增加影响，公司经营性现金流出额为 73.77 亿元，同比增加 10.87%。受上述影响，公司经营性现金净流量为 4.61 亿元，由上年的净流出转为净流入。公司 2015 年的现金收入比为 105.41%，较去年提高 3.43 个百分点，收入实现质量有所提高。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入量为 11.56 亿元，较去年增加 90.93%，主要系公司处置肉联子公司武汉万吨所属地块编号为 P（2015）103 号宗地的土地使用权导致的处置固定资产、无形资产以及其他长期资产收到的现金大幅增加所致；投资活动现金流出量为 6.32 亿元，较上年增加 2.32%。受上述影响，公司投资活动产生的现金流量净流量为 5.23 亿元，由上年的净流出状态转为净流入状态。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 44.51 亿元，较上年增加 4.86%；筹资活动现金流出为 49.09 亿元，较上年增加 48.22%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致；受上述因素影响，2015 年公司筹资活动现金净额为-4.58 亿元，由上年的净流入状态转为净流出状态。

总体看，2015 年公司经营活动现金净流量受房地产板块集中销售影响较上年有较大改善，收入实现质量有所提高；投资活动现金需求不大，对外部筹资的依赖大幅下降。

5．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.16 倍和 0.94 倍，其中流动比率较年初有所提升，速动比率较年初有所下降，主要系存货的大幅增加所致。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 0.61 倍，较年初的 0.30 倍明显提升，主要系短期债务的减少所致，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度高。整体上公司短期偿债指标均有所提高，短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 7.24 亿元，由利润总额（占比 56.84%）、计入财务费用的利息支出（占比 28.87%）、折旧（占比 10.16%）和摊销（占比 4.13%）构成；EBITDA 全部债务比为 0.12 倍，较上年有所上升；EBITDA 利息倍数由上年的 0.88 倍升至 1.11 倍，主要系 2015 年度资本化利息大幅减少所致，EBITDA 对利息支出的保障程度一般。公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司及下属公司合计获得各银行金融机构授信总额人民币 60.48 亿元，尚未使用额度 19.41 亿元，公司间接融资能力一般。

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 2016 年 5 月 18 日，公司无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，公司无对外担保。截止 2015 年底，公司共存在 15 笔未决诉讼，共涉及金额 3.50 亿元，其中涉及金额在 500 万元以上的有 7 笔，涉及金额 3.40 亿元。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍属很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月末，公司现金类资产（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）为 13.79 亿元，为“16 武商贸”债券本金（3 亿元）的 4.60 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较好；净资产为 32.34 亿元，为债券本金 3 亿元的 10.78 倍，公司现金类资产和净资产对“16 武商贸”的保障作用较好。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 7.24 亿元，为债券本金 3 亿元的 2.41 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 2015 年经营活动产生的现金流入 78.38 亿元，为债券本金 3 亿元的 26.13 倍，对本次债券的覆盖程度较强；2015 年经营活动产生的现金净流入 4.61 亿元，为债券本金 3 亿元的 1.54 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

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突出，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力仍然很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为大型区域物流集团，在经营规模、业务多元化、政策支持等方面仍保持竞争优势；公司营业收入和盈利规模均有所增长，债务结构有所优化。同时，联合评级也关注到公司综合物流板块子公司众多且管理难度较大、不同地域经营环境差异较大、债务负担较重及营业外收入对公司利润贡献较大等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

未来，随着公司逐渐加强管理、物流业务平台的建立与逐步完善，公司收入和盈利规模将进一步增长。

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“16 武商贸”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

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	101.99	111.37	114.27
所有者权益（亿元）	29.01	31.67	32.34
短期债务（亿元）	27.03	21.53	--
长期债务（亿元）	31.01	38.47	--
全部债务（亿元）	58.04	60.00	--
营业收入（亿元）	51.06	53.70	15.30
净利润（亿元）	2.10	2.61	0.88
EBITDA（亿元）	6.54	7.24	--
经营性净现金流（亿元）	-11.09	4.61	-1.50
应收账款周转次数（次）	12.58	11.35	--
存货周转次数（次）	1.23	1.14	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.50	--
现金收入比率（%）	101.99	105.41	101.21
总资本收益率（%）	5.48	5.26	--
总资产报酬率（%）	5.50	5.82	--
净资产收益率（%）	7.42	8.60	--
营业利润率（%）	14.68	12.53	14.28
费用收入比（%）	9.97	9.48	8.59
资产负债率（%）	71.56	71.57	71.70
全部债务资本化比率（%）	66.67	65.45	--
长期债务资本化比率（%）	51.67	54.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.88	1.11	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	--
流动比率（倍）	1.85	2.16	2.25
速动比率（倍）	1.10	0.94	1.05
现金短期债务比（倍）	0.30	0.61	--
经营现金流动负债比率（%）	-26.72	11.30	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.18	2.41	--

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、公司 2016 年 1~3 月财务报告未经审计，相关指标未年化；未提供 2016 年 1~3 月现金流量表补充资料，相关指标未计算；
3、短期债务包含了其他流动负债中的应付短期债券或短期融资券以及其他应付款中有息债务；
4、长期债务包含了长期应付款中的融资租赁款。

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]
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	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%
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	
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+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。