

信用等级公告

联合[2015]664 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 2016 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 2016 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

信评委主任：

二零一五年十一月十一日

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 2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过人民币 11 亿元

债券期限：5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 11 月 11 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	76.67	93.12	101.96	108.11
所有者权益(亿元)	25.51	27.64	29.08	30.18
长期债务(亿元)	6.24	22.67	31.01	34.24
全部债务(亿元)	37.22	50.00	58.79	64.15
营业收入(亿元)	48.48	46.80	51.09	26.53
净利润(亿元)	3.62	2.20	2.18	1.08
EBITDA(亿元)	5.21	6.10	6.55	--
经营性净现金流(亿元)	-3.87	-9.61	-11.02	-0.17
营业利润率(%)	13.01	13.15	14.69	13.75
净资产收益率(%)	15.00	8.27	7.67	3.66
资产负债率(%)	66.72	70.31	71.48	72.09
全部债务资本化比率(%)	59.33	64.40	66.90	68.01
流动比率	1.25	1.62	1.85	1.93
EBITDA 全部债务比	0.14	0.12	0.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	1.35	0.88	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.47	0.55	0.60	--

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 2015 年 1-6 月财务报告未经审计，相关指标未年化；未提供 2015 年 1-6 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付息债务。4、长期债务包含了长期应付款中的融资租赁款。5、2013 年数据采用的是 2014 年审计报告的期初数，2012 年数据采用的是 2013 年审计报告的期初数。

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”）及本次债券的评级反映了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、发展前景等方面具有竞争优势。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以及盈利主要依赖于地产开发板块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，公司资产规模与盈利能力将进一步增强。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以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次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，公司获得政策支持力度较大，区域竞争力突出；公司所在地湖北省和武汉市重视物流行业发展，先后出台了多份文件鼓励物流行业发展，为公司创造了良好的外部环境。

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. 公司下属企业在武汉市占有良好的地理区位，拥有较强的水路交通运输能力，区域市场竞争优势明显。

4. 公司重视互联网技术的应用，正在积极发展油脂等大宗商品交易平台，这将有助于公司降低经营成本、提高物流效率，进一步提升议价能力和巩固市场地位。

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. 公司地产开发板块对公司盈利贡献较大，但未来发展存在不确定性，可能对公司盈利带来较大影响。

3. 公司经营业务范围和地域分布不断扩张，但由于各地市场环境差异较大，公司对外扩张面临一定的市场风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@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）与武汉商贸国有控股集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与武汉商贸国有控股集团有限公司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。

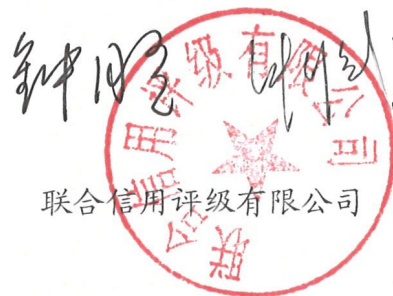
本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因武汉商贸国有控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由武汉商贸国有控股集团有限公司提供，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武汉商贸国有控股集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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

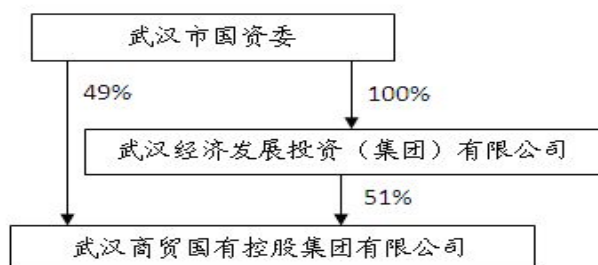
一、主体概况

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国有控股集团有限公司。

2006年，根据武汉市国资委《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有限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经济发展投资（集团）有限公司。

截至2015年6月底，公司注册资本6.14亿元、实收资本5.38亿元，武汉经济发展投资（集团）有限公司持有公司51%的股权，武汉市国资委持有49%的股权；武汉市国资委系公司实际控制人。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司业务领域涉及综合物流、实业投资和地产开发，主要经营范围包括：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；货物进出口、技术进出口、代理进出口业务，国际禁止或限制货物或技术除外。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6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6个职能部门（见附件1）；公司拥有13个全资、控股二级子公司以及2个重要联营企业；公司在职工共计2,429人。

截至2014年底，公司合并资产总额101.96亿元，负债合计72.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.08亿元。2014年公司实现营业收入51.09亿元，净利润（含少数股东损益）2.18亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.89亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.02亿元，现金及现金等价物净增加额-1.89亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额108.11亿元，负债合计77.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.18亿元。2015年1~6月，公司实现营业收入26.53亿元，净利润（含少数股东损益）1.08亿元，其中归属母公司所有者的净利润0.44亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.17亿元，现金及现金等价物净增加额2.23亿元。

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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“武汉商贸国有控股集团有限公司公开发行 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”）。本次债券总发行规模为不超过人民币 11 亿元、首期发行不超过 3 亿元，期限为 5 年。本次债券为固定利率债券，拟定为向合格投资者公开发行，采取网上与网下相结合的发行方式。本次债券票面金额为人民币 100 元，按面值发行。本次债券采取单利按季计息，不计复利。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

扣除发行费用后，本次公司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。

三、行业分析

公司营业收入主要来自于综合物流板块，该业务属于综合物流行业。

1. 行业概况

物流是指为了满足客户的需要，以最低的成本，通过运输、保管、配送等方式，实现原材料、半成品、成品及相关信息由商品的产地到商品的消费地所进行的计划、实施和管理的全过程。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。物流活动的具体内容包括以下几个方面：用户服务、需求预测、定单处理、配送、存货控制、运输、仓库管理、工厂和仓库的布局与选址、搬运装卸、采购、包装和情报信息。

物流概念发轫于 20 世纪初的美国，并在二次世界大战期间形成了系统的物流（logistics）观念，战争中的物资管理和运输活动丰富了物流的内涵。上世纪 50 年代后期，西方企业广泛采用了物流管理中的方法组织企业日常经营生产和运输活动。

我国在 1987 年从日本引进物流概念，经过 20 多年的发展，物流管理已经被商业界广泛重视。进入新世纪以来，我国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善，为进一步加快发展奠定了坚实基础。部分企业采用现代物流管理理念、方法和技术，实施流程再造和服务外包；传统运输、仓储、货代企业实行功能整合和服务延伸，加快向现代物流企业转型；一批新型的物流企业迅速成长，形成了多种所有制、多种服务模式、多层次的物流企业群体。

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，现代物流业进入快速成长期。现代物流不单考虑货物配送问题，还考虑采购、生产过程中的运输、保管和信息管理等因素。现代物流业通过统一考虑制造、运输、销售等环节降低综合物流成本，提供一体化的综

合服务以满足客户的需求。目前，现代物流业已逐步成为国家经济新的增长点和经济转型的重要抓手。

从物流行业的整体规模看，进入新世纪以来，虽然随着经济增长速度的波动，全社会物流总额同比增速出现起伏，但整体上物流行业规模保持了较快的增速。2014 年，全国社会物流总额达 213.50 万亿元，较 2000 年的 17.14 万亿元增长 11.45 倍，年均增长率 19.74%，如下图所示。

图 2 社会物流总额及同比增长率（单位：万亿元、%）



数据来源：Wind 资讯

随着物流行业的快速成长，行业整体在国民经济中占据了较大比重。如下表所示，2014 年物流行业整体实现增加值 3.50 万亿元，同比减少 10.26%，物流业增加值占 GDP 的比重为 5.50%。

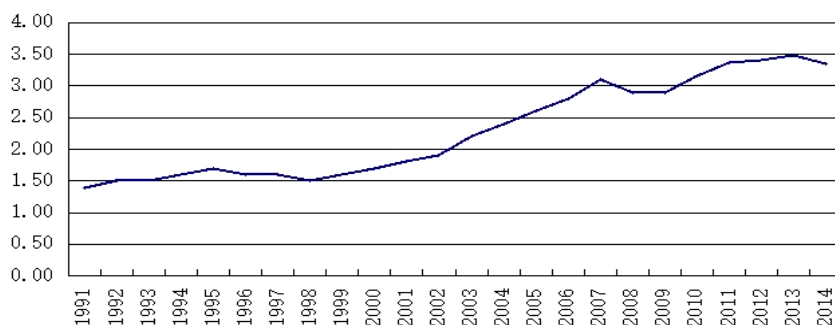
表 1 物流业整体情况（单位：万亿元、%）

时间	物流增加值	物流增加值同比增速	物流增加值占 GDP 比重
2007	1.82	26.13	6.79
2008	2.15	18.18	6.79
2009	2.31	7.29	6.68
2010	2.73	18.34	6.68
2011	3.19	16.79	6.59
2012	3.55	11.25	6.64
2013	3.90	9.91	6.63
2014	3.50	-10.26	5.50

数据来源：Wind 资讯

与此同时，物流行业在国民经济中的地位和作用日益加强，以单位 GDP 物流需求系数（该系数表征每 1 个单位的 GDP 需要多少个单位的物流量来支撑）为表征，根据国家统计局公布数据，“八五”时期平均为 1.6，“九五”为 1.7，“十五”为 2.2，“十一五”为 3.0。2000 年以来，该系数不断上升，2013 年该系数为 3.35，是 2000 年的 1.97 倍，显示国民经济对物流行业的依赖程度明显增加，如下图所示。随着竞争的加剧，制造零售业会借助第三方物流来削减物流成本。欧美等发达地区的第三方物流所占比重达 70%以上，而我国这一比例在生产和商业企业中仅为 21% 和 13%，企业物流习惯的改变，必然会拓展物流行业的发展空间。

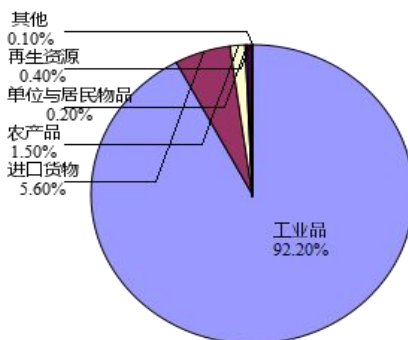
图3 单位 GDP 物流需求系数



数据来源：Wind 资讯

从物流行业的基本构成看，为 2014 年，我国工业品物流总额 196.9 万亿元，同比增长 8.48%，占社会物流总额的比重为 92.2%；进口货物物流总额 12.0 万亿元，同比减少 0.83%，占社会物流总额的 5.6%；农产品物流总额 3.3 万亿元，同比增长 4.10%，占社会物流总额的 1.5%；单位与居民物品物流总额 3,696 亿元，同比增长 32.90%，占社会物流总额的 0.2%；再生资源物流总额 8,455 亿元，同比增长 14.10%，占社会物流总额的 0.4%。整体看我国物流行业主要由工业品物流组成。

图4 2014 年中国物流行业构成情况



数据来源：Wind 资讯

总体上看，我国物流行业规模较大，以工业品物流为主，因此与经济增速起伏关联程度较高；近年来随着行业发展，GDP 对物流行业的依赖呈上升趋势。

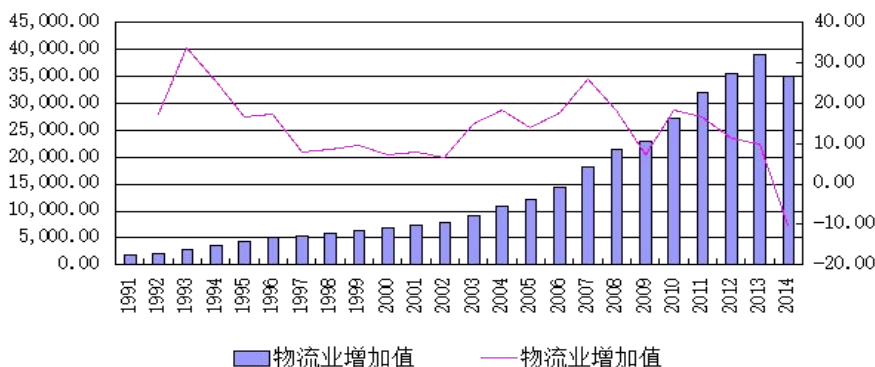
2. 行业现状

行业增速整体放缓

根据 Wind 资讯的数据，2014 年，全国社会物流总额 213.5 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.94%，增幅较上年回落 3.61 个百分点。

2014 年，受我国经济增速中心逐步下移的影响，我国物流业增加值 3.5 万亿元，按可比价格计算，同比减少 10.26%，如下图所示。其中，交通运输物流业增加值 2.4 万亿元，同比减少 14.29%。批发和零售物流业增加值 6,781 亿元，减少 6.55%。仓储物流业批发 3,083.06 亿元，增长 4.80%。邮政物流业增加值 1,634.71 亿元，增长 35.60%。从构成结构看，交通运输物流业增加值占物流业增加值的比重为 68.60%，仍是物流业增加值的主要组成部分，同比减少 3.19 个百分点；批发和零售业物流业增加值占比为 19.40%，同比增加 0.80 个百分点；仓储业增加值占比为 8.81%，同比提高 1.27 个百分点；邮政业增加值占比为 4.67%，同比增加 1.58 个百分点。

图5 物流业增加值情况及增速（单位：亿元、%）

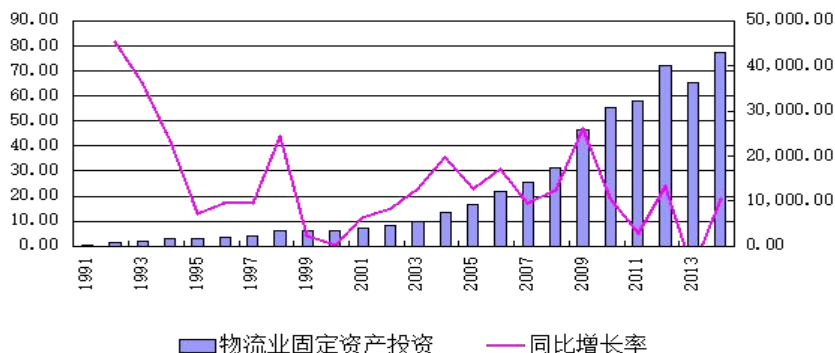


数据来源：Wind 资讯

基础设施逐步完善

进入新世纪以来，我国物流固定资产投资保持较高增速。2014年，全国固定资产投资达到51.28万亿元，较2013年增长14.89%；2014年，全国物流业固定资产投资为4.30万亿元，较2013年增加18.70%，如下图所示。

图6 物流行业固定资产投资及增速（单位：亿元、%）



数据来源：Wind 资讯

物流基础设施不断完善，为物流业发展提供了良好的设施条件。截至2014年底，全国铁路营业里程11.18万公里，全国公路总里程达446.39万公里，高速公路里程达11.19万公里，拥有民用机场193个。物流园区建设开始起步，仓储、配送设施现代化水平不断提高，一批区域性物流中心正在形成。

2014年，我国城镇交通运输、仓储和邮政业固定资产投资4.30万亿元，同比增长18.32%，增幅较上年同期提升0.68个百分点。公路建设方面，道路运输业投资实现快速增长，全年完成固定资产投资1.55万亿元，同比增长12.9%。截至2014年底，我国已形成公路总里程达446.39万公里的公路网，总里程数较2013年底增加10.77万公里，公路密度为46.50公里/百平方公里，提高1.12公里/百平方公里；全国等级公路里程390.08万公里，比2013年底增加14.52万公里；等级公路占公路总里程87.40%，提高1.19个百分点。依托高速公路，城市间的运输市场得以较快发展，城市间快速、集装箱运输、冷链运输等发展已经形成规模，运输质量和效率有了一定提高。

图 7 近年来全国公路里程变化情况



资料来源：交通部网站

铁路建设方面，铁路运输业投资仍处于相对集中期，2014 年全年完成固定资产投资 7,801.33 亿元，同比增长 19.75%，增幅较上年提升 12.18 个百分点。截至 2014 年底，全国铁路营业里程达 11.18 万公里，比上年末增加 0.87 万公里，路网密度 116.48 公里/万平方公里，增加 9.04 公里/万平方公里。其中，复线里程 5.7 万公里，增长 17.7%，复线率 50.8%，提高 4.0 个百分点；电气化里程 6.5 万公里，增长 16.9%，电化率 58.3%，提高 4.2 个百分点。

仓储业投资方面，仓储业保持了持续高速增长态势，2014 年全年完成投资 5,158.70 亿元，同比增长 22.81%。

航空运输业方面，2014 年我国航空运输业投资保持平稳增长，航空运输业全年完成投资 1,434.56 亿元，同比增长 11.66%，增幅较上年回落 6.43 个百分点。截至 2014 年底，我国民航全行业运输飞机期末在册架数 2,370 架，比 2013 年增加 225 架；共有颁证运输机场 202 个，比 2013 年增加 9 个；共有定期航班航线 3,142 条，按重复距离计算的航线里程为 703.11 万公里，按不重复距离计算的航线里程为 463.72 万公里。2014 年，民航完成货邮运输量为 594.1 万吨、同比增长 5.9%，货邮周转量 187.8 亿吨公里、同比增长 10.3%，完成货邮吞吐量 1,356.1 万吨、同比增长 7.8%。

物流费用增速放缓

2014 年，社会物流总费用 10.60 万亿元，同比增长 6.90%，较上年同期增长率高了 1.08 个百分点。社会物流总费用与 GDP 的比率为 16.6%，与上年基本持平，我国经济社会运行的物流成本仍然较高。其中，运输物流费用 5.6 万亿元，同比增长 3.70%，受市场需求减弱影响，道路与水路运输费用增速回落，而受铁路改革提价带动，铁路运输费用增速明显回升；保管物流费用 3.7 万亿元，同比增长 2.78%，受利率下调影响，利息费用同比增长 8.7%；管理物流费用达到 1.3 万亿元，与去年基本持平。

从构成结构看，运输费用占社会物流总费用的比重为 52.90%，与上年基本持平。保管费用占比为 34.90%，同比下降 0.10 个百分点；管理费用占比为 12.20%，同比下降 0.30 个百分点。

子行业分化明显

2014 年，由于国际需求不振，国内经济增速放缓，我国航运、航空货运市场依然低迷，公路货运市场增速趋缓。在大宗货物运输需求下降的情况下，铁路部门积极推行货运组织改革，铁路货运市场全年实现基本持平。受扩大内需特别是网上购物带动，仓储、快递、快运市场保持高速增长。

公路运输方面，2014 年，我国公路货运量 333.28 亿吨，比上年增长 8.33%；公路货运周转量 6.1 万亿吨公里，比上年增长 9.47%。

铁路运输方面，2014 年，我国铁路完成货运总发送量 38.13 亿吨，比上年下降 3.9%；铁路货运总周转量 2.75 万亿吨公里，较上年下降 5.6%。

水路运输方面，2014 年，我国水路货运量 59.83 亿吨，比上年增长 6.9%，增幅较上年回落 0.6 个百分点；水路货运周转量 9.28 万亿吨公里，比上年增长 16.80%，增幅较上年回落 1 个百分点。其中，受下半年国内投资增速加快带动，煤炭、铁矿石、粮食等大宗商品需求旺盛，沿海干散货运输需求整体稳中走强。

航空货运方面，2014 年，我国航空货邮运量 594.01 万吨，航空货邮周转量 187.8 亿吨公里，比上年增长 10.3%，两项指标均结束了连续两年负增长的局面。受电子商务带动快递业高速发展影响，航空快件业务量持续快速增长。航空快件业务量已经占国内航空货运量 50% 的市场份额。

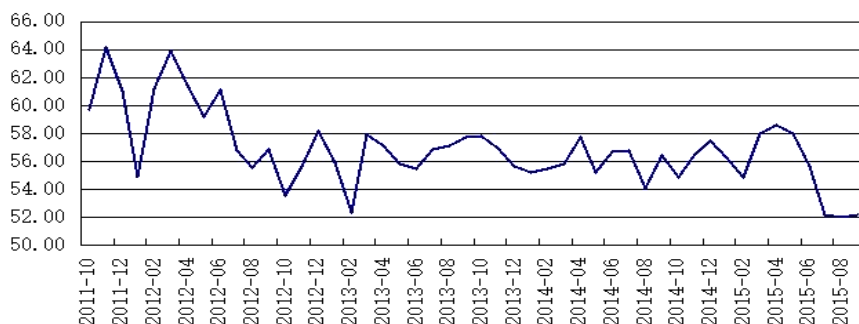
仓储业务方面，生产资料和大宗商品仓储业务增速放缓。2014 年，我国仓储业实现增加值 3,083.06 亿元，同比增长 4.80%，增长率较 2013 年大幅减少 4.4 个百分点。2014 年，电商、连锁零售、快递等消费型业务快速增长；冷链、医药、服装等专业化业务增长加快；钢铁、煤炭、粮食等大宗物资仓储设施增长趋缓。部分仓储企业开始主动转型。仓储业投资持续快速增长，物流地产成为投资热点。

2014 年，我国快递行业快速增长。据国家邮政局统计，2014 年我国快递业规模以上快递业务量 139.60 亿件，同比增长 51.96%；规模以上快递业务收入 2,045.40 亿元，同比增长 41.88%，较上年回落 5.27 个百分点。全年我国快递业务量接近美国，保持了全球快件量第二大国的地位。快递行业市场集中度进一步提升。

行业整体处于景气区间

2014 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。2014 年，LPI 指数全年均高于 50% 的临界点，平均值为 56.03%，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 8 物流业景气指数



数据来源：Wind 资讯

总体上看，我国物流行业经过多年发展，基础设施不断完善，整体增速逐渐放缓，物流费用降低，仓储、快递等子行业深入发展，行业整体处于平稳增长的景气周期。

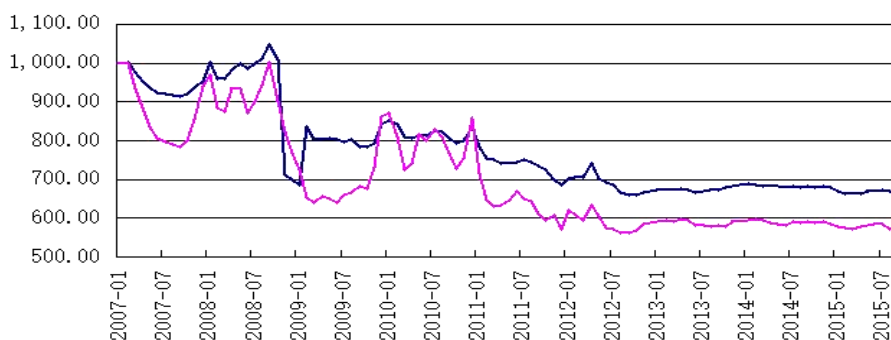
3. 行业经营与竞争¹

行业经营情况

物流行业竞争充分，大部分运价有公开的市场指数。从物流行业整体服务价格来看，近年来，我国物流业价格持续下滑，2014 年全国干散货综合运价指数保持低位波动，如下图所示。整体看全行业价格持续低迷对行业内企业经营较为不利。

¹ 该部分主要根据中国物流与采购协会 2013 年调查数据分析；无最新数据。

图9 煤炭运价指数和干散货运价指数



资料来源：Wind 资讯

虽然运价持续低迷，但由于物流周转量的增加，2014 年中国物流企业整体收入小幅增长。根据中国物流与采购联合会 2014 年初对 128 家大中型物流企业进行的统计，2013 年调查企业主营业务收入同比增长 6.2%，其中，运输型企业受大宗商品运输业务萎缩和“营改增”税率上升较高影响，收入同比减少 10%；仓储型企业中以生产资料和大宗商品仓储为主的企业收入增幅较小，平均在 5%~8%。以生活消费和电子商务为主的企业收入增幅较大，普遍超过 20%；综合型企业收入同比增长 15%。

从成本上看，2013 年我国物流企业成本增长较快，被调查企业主营业务成本同比增长 7.9%，增速高于收入增速。其中，运输型企业成本同比减少 7.3%，仓储型企业成本同比增加 9.4%，综合型企业成本同比增加 16.7%。

从成本的结构看，人力成本占企业主营业务成本 15.1%，由于工资上调和社保基数增加，近年来人力成本基本保持 10%~15% 的增长速度。企业财务成本占企业主营业务成本 3.3%，由于贷款规模上升和融资成本增加，2013 年该成本大致增加 10%。企业燃油费支出占企业运输成本的 21.9%，过路过桥费占运输成本的 9.1%。

由于成本增速大于收入增速，2013 年调查企业实现净利润同比减少 7%。其中，运输型企业实现净利润同比减少 39%，仓储型企业实现净利润同比减少 10%，综合型企业净利润同比增长 12.9%。综合型企业中，商贸消费类企业利润增幅较大，普遍超过 30%。调查企业净利润率平均为 4.3%，其中，运输型企业净利润率为 2.3%，仓储型企业净利润率为 4.6%，综合型企业净利润率为 5.5%。

总体上看，由于经济增速下滑，行业终端价格不振，物流行业收入增速较低；受到成本增加较快的影响，物流行业净利润有所下降，行业整体经营情况一般。

竞争情况

行业集中度较低，竞争十分激烈

从行业中大型企业的规模变化来看，根据 2013 年中国物流与采购联合会对全国重点物流企业 2012 年的经营情况统计调查数据显示，2012 年前 50 家物流企业主营业务收入共达 7,807 亿元，比上年增长 7.33%。中国远洋运输（集团）总公司排名第一，物流业务收入 1,588 亿元，排名第 50 位的物流企业物流业务收入达到 20.35 亿元，较 2011 年排名 50 位的物流企业收入增长 8.26%。从入围 50 强物流企业看，“门槛”呈现逐年提高的趋势，由 2004 年的 2 亿元提高到 2012 年的 20.35 亿元。

表2 2012年中国物流行业物流业务收入前十名情况

名次	企业名称	主营业务收入（万元）
1	中国远洋运输（集团）总公司	15,878,032
2	中国海运（集团）总公司	6,536,349
3	开滦集团国际物流有限责任公司	5,885,201
4	中国外运长航集团有限公司	5,758,718
5	中铁物资集团有限公司	4,414,756
6	河北省物流产业集团有限公司	3,912,548
7	中国石油天然气运输公司	3,323,420
8	厦门象屿股份有限公司	2,911,783
9	中国物资储运总公司	2,900,321
10	福建省交通运输集团有限责任公司	2,162,290

资料来源：2012年全国重点企业物流统计调查

从物流行业的集中度来看，根据物流联合会的统计数据，我国规模最大的物流企业收入的增长较快，近三年前50位企业物流总收入复合增长率为31.63%，高于我国全社会物流总额18.91%的复合增长率，显示行业的集中度有所提升。但是从行业集中度的绝对数字来看，2012年最大的50家物流企业的物流总收入仅占全社会物流总额的0.44%，虽较2010年有所上升，但仍处于很低的水平，显示我国物流行业的集中度很低。

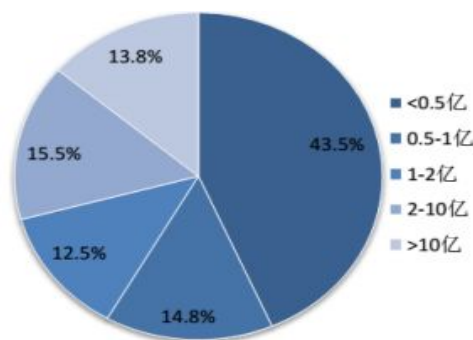
表3 物流行业集中度情况（单位：亿元）

	2010年	2011年	2012年	三年CAGR
前50位企业物流总收入	4,506	7,274	7,807	31.63%
全社会物流总额	1,254,130	1,583,542	1,773,156	18.91%

数据来源：Wind 资讯

从行业内企业规模和数量看，我国有物流企业约20万家，营业收入在300万元以上的企业数量占比不足0.3%。从物流企业资产规模分布来看，资产规模低于1亿元的占58.30%，业内企业规模普遍偏小，行业整体呈现“小、散、乱”的特征。

图10 物流行业企业规模分布



数据来源：联合评级整理

物流行业竞争水平有待提升

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、整车零担运输等等，也涌现出很多具有很强竞争力和成长能力的公司。

总体上看，我国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与国际先进水平还存在差距，仍有较大提升空间。

4. 行业政策

物流业的合理、高效运行是我国工业水平提升的重要环节之一，国家“十一五”规划纲要明确提出“大力发展现代物流业”，中央和地方政府相继建立了推进现代物流业发展的综合协调机制，出台了支持现代物流业发展的规划和政策。为缓解 2008 年金融危机对物流业的负面影响，2009 年 3 月，国务院《物流业调整和振兴规划》将物流业列入十大产业调整和振兴规划。物流业是十大产业中唯一的服务业，该规划的提出对于振兴物流业的意义非常重大，对于改变金融危机对物流行业的负面趋势发挥了重要的作用。

2010 年 6 月，国家发改委发布《农产品冷链物流发展规划》，提出到 2015 年，建成一批效率高、规模大、技术新的跨区域冷链物流配送中心，冷链物流核心技术得到广泛推广，形成一批具有较强资源整合能力和国际竞争力的核心冷链物流企业，初步建成布局合理、设施先进、上下游衔接、功能完善、管理规范、标准健全的农产品冷链物流服务体系。

2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。从 2012 年 1 月 1 日起，在上海交通运输业和部分现代服务业开展营业税改征增值税试点；从 2014 年 1 月 1 日起，将铁路运输和邮政服务业纳入营业税改征增值税试点。目前交通运输业已全部背纳入营改增范围。

2012 年 2 月，财政部、国家税务总局联合发布《关于物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策的通知（财税[2012]13 号）》（下称“《通知》”），《通知》规定自 2012 年 1 月 1 日起至 2014 年 12 月 31 日止，对物流企业自有（包括自用和出租）的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50%计征城镇土地使用税。

2012 年 12 月，商务部发布《关于促进仓储业转型升级的指导意见》，提出引导仓储企业由传统仓储中心向多功能、一体化的综合物流服务商转变。在服务方面由仓库出租向仓储管理、库存控制、加工包装、分拣配送、质押监管等多功能增值服务发展；在技术方面由平面堆放、人工操作向立体化存储、单元化作业、机械化与自动化操作发展；在管理方面由分散、粗放式经营向精益化、标准化与信息化发展。用五年左右时间，实现加工配送率达到 40%，仓储服务达标率提

高到 40%，立体仓库的总面积占仓库总面积的 40%；仓储企业机械化、自动化、标准化、信息化水平显著提高；商品库存周转速度明显加快，流通环节仓储费用占商品流通费用的比率显著下降。

2013 年 1 月，工信部发布《关于推进物流信息化工作的指导意见》，提出到“十二五”末期，初步建立起与国家现代物流体系相适应和协调发展的物流信息化体系，电子政务系统中的物流信息资源开发利用水平得到显著提高；铁路、公路、水运、航空和邮政等重点物流行业的电子单证得到广泛应用，基本实现物流信息协同，促进多种运输方式的联动；物流企业和企业物流的信息化水平显著提高，供应链管理水平和物流全程可视化服务能力明显提高，社会化服务能力显著增强；物流设施、设备的自动化、智能化和网络化水平大幅度提高，物品全生命周期管理得到较为普遍的应用；物流信息化标准体系基本形成，关键的基础性标准、重点行业应用标准和服务规范的制定和宣贯成效显著；涌现一批成功运营的物流信息平台，初步形成覆盖全国的物流信息联动网络；专业化物流信息服务业实现规模化发展。

2014 年 6 月 11 日，国务院常务会议讨论通过了《物流业发展中长期规划》（以下简称《中长期规划》）。《中长期规划》在对我国物流业发展现状、问题和面临形势深入分析的基础上，提出了指导思想、目标和原则。《中长期规划》提出到 2020 年基本建立现代物流服务体系，提升物流业标准化、信息化、智能化、集约化水平，确定了农产品物流、制造业物流与供应链管理、再生资源回收物流等 12 项重点工程，是今后一个时期指导我国物流业发展的纲领性文件。

表 4 近年来物流行业相关的部分重要政策

时间	发布部门	政策名称
2009 年 3 月	国务院	《物流产业调整和振兴规划》
2010 年 6 月	国家发改委	《农产品冷链物流发展规划》
2012 年 2 月	财政部、国家税务总局	《关于物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税政策的通知》
2012 年 12 月	商务部	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》
2013 年 1 月	国务院办公厅	《关于印发降低流通费用提高流通效率综合工作方案的通知》
2013 年 1 月	工信部	《关于推进物流信息化工作的指导意见》
2013 年 5 月	财政部、国家税务总局	《关于在全国开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点税收政策的通知》
2014 年 6 月	国务院常务会议	《物流业发展中长期规划》

资料来源：联合评级整理

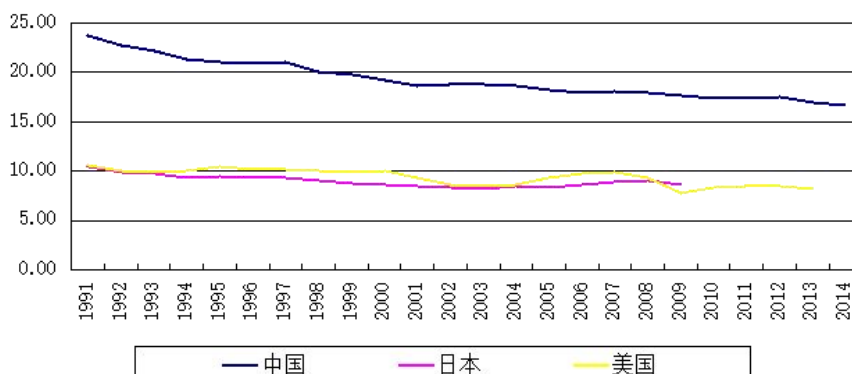
总体上看，物流业作为经济转型的重要抓手，受到国家高度重视和重点扶持，行业发展的政策环境良好。

5. 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为物流费用整体较高，并且社会物流成本偏高与物流企业盈利能力偏低相并存。2012~2014 年，我国物流总费用占 GDP 的比率略有下降，但始终维持在 16% 以上。这一比率高于美国、日本，如下图所示。

图 11 物流总费用占 GDP 比重比较 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯

从物流费用的结构来看,截至 2015 年 6 月末,我国社会物流总费用为 4.80 万亿元,其中运输、保管和管理费用分别为 2.40 万亿元、1.80 万亿元和 0.62 万亿元。三类物流费用占比分别为 50.00%、37.5%和 12.92%,运输成本占物流费用的比例过半。

造成我国物流费用较高的原因主要有几个方面:首先,我国目前尚处于工业化中后期,我国经济产出以附加值较低的工业品为主,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。例如,我国海铁联运比例远远低于全球平均水平,目前国际上港口集装箱的海铁联运比例通常在 20%左右,美国为 40%,而我国仅为 2.6%左右。

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,这导致专业化的物流企业规模受限,不利于物流行业固有的规模效应发挥作用,是全社会物流成本较高的一个重要原因。

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低、作业方式落后,降低了物流效率。基础设施和服务综合水平的制约导致了我国物流企业整体效益不佳,竞争力不强,严重影响了我国物流业的发展。

税收负担较重

据中国物流与采购联合会的调查资料显示,2008 年至 2012 年期间,样本企业五年间平均税收负担水平为 20.19%,高于全国同期宏观税负水平 1.93 个百分点。

“营改增”的实施,有利于促进物流一体化运行,但物流企业整体税负水平不降反升。2012 年年底,中国物流与采购联合会对上海市 26 家不同规模、从事货物运输业务的企业进行摸底调查,无一例降低税负,实际税负平均增幅为 120%。造成此现象的核心原因是企业实际可抵扣项较少。例如,目前物流企业可抵扣的进项税额为燃油费、新购车辆费、维修费,但实际上存量运输工具、维修费、燃油费等均难以抵扣,整体上导致企业实际税负增加。

人才和行业标准

我国物流人才培养起步晚，物流专业在 2001 年以后才进入高校专业序列，2003 年起我国高校才有本科、研究生学历层次物流人才的培养教育。同时，物流人才需要有较强的组织能力、市场分析能力，需要熟悉物流行业各个环节，是既懂技术又懂管理的复合型人才，因此培养周期长，导致人才的成长成熟慢于市场需求。

6. 未来展望

行业整体保持平稳运行

未来一段时间，中国经济将保持中高速增长，是物流行业平稳发展的重要前提。从投资来看，新型城镇化加快发展，对铁路、城市地铁和公共设施、环境治理、网络宽带等提出新的投资需求；从消费来看，由于国家实施“收入翻番”计划，以及电子商务发展、消费结构转变，国民经济对物流行业的依赖程度将逐步提升。整体上物流行业发展环境良好。

具体来看，钢铁、煤炭等大宗商品物流需求仍将较为疲软，增速难有明显改善，而快递速运、物流平台、一体化物流、供应链管理等高端物流业态有望保持快速增长。

行业加速转型升级

随着我国物流行业的发展，行业转型升级步伐逐步加快。主要体现在专业化服务能力增强、供应链管理更加成熟、快递速配快速发展、物流平台化等方面。

供应链管理方面，制造业和贸易企业一体化的物流需求催生了制造、贸易、运输、金融全面运营和管理的供应链管理方式。目前，已经有部分物流企业逐步向供应链管理服务提供商转变，其业务模式也从简单的配送转变为对物流、信息流、现金流的统一管理和筹划，并逐步开辟供应链金融等新型的业务模式。

近几年我国电子商务普及速度极快，导致快递速运行业迅猛发展。2011 年以来，快递业务量增速连续始终保持在 50% 以上。2014 年全年，全国规模以上快递服务企业业务量累计完成 139.60 亿件，同比增长 51.96%。目前我国快递行业仍较分散，但已有三通一达、顺丰速运等快速成长的龙头企业出现。未来快递行业有望与上下游进一步整合，并产生类似美国 UPS 的行业巨头。

物流行业平台化、网络化和一体化趋势明显。物流平台以网络为基础，以信息平台 and 第三方支付为手段，发现和创造商机，形成撮合交易的平台；同时行业内龙头企业借助信息化技术和行业物流资源整合，建设一体化的物流网络，提高物流网络的覆盖范围。上述变化以两个不同方式集聚资源，在一定程度上改变了物流行业“小散乱”的格局，降低了物流成本。

行业发展方式转变

随着经济增速的放缓，我国物流行业也走过了快速扩张阶段。未来一段时间，物流业由规模速度型向质量效益型转变，企业品牌化、网络合理化、运营信息化、服务精益化、经营规范化的发展方向将逐步成为主流。

当前，我国物流企业逐步由运输配送服务向供应链管理服务转变，物流企业与制造、商贸、金融企业走向融合，国内市场和国际市场一体化加快，供应链上的各个参与主体深度合作、共同发展逐渐成为行业主流。未来将可能看到跨行业、跨产业链各个环节的大型供应链服务企业出现。

总体上看，虽然我国物流行业尚不成熟，但经过多年发展，结合中国经济转型，行业已经到了转变发展方式和经营模式的关头。

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，占地面积约 2,400 余亩。截至 2015 年 6 月末，公司拥有 12 条武汉市内铁路专用线，1 个水运码头专用泊位，总面积 58.23 万平方米的自有仓库、其中按现代物流要求建设的彩板库 16.2 万平方米，在武汉市拥有低温冷库容量 8 万余吨、食用油库存储容量 10 万吨，同时，还有 6 个具有较大规模的专业批发市场；此外，公司自有运输车辆 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 多台及 3 艘 1,000 吨级船舶，一次性运力投送总量可达 8,500 吨以上。总体而言，公司是湖北省内综合实力最强、服务范围最广的物流企业。

2010 年公司成为中部地区首批国家 5A 级物流企业；同时，公司控股子公司和联营公司中有 5 家 4A 级、4 家 3A 级物流企业，其中，国家 4A 级物流企业有武汉正达物流有限公司、武汉世通物流股份有限公司、武汉诚通物流有限公司、武汉长江沙鸥植物油有限公司、武汉市商业储运有限责任公司，国家 3A 级物流企业有武汉市江天金属材料有限公司、武汉市副食品商业储备有限公司、武汉友谊副食品商业有限责任公司、武汉新动力燃料有限责任公司。截至 2014 年底，公司连续 7 年进入中国物流 50 强。

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

公司现有董事、监事及高级管理人员等 10 人，其中，董事长 1 人、副董事长 1 人、董事 3 人，监事 1 人。

公司董事长陈建华先生，现年 59 岁，硕士；历任武汉市龙威集团总经理助理，武汉市证券管理委员会办公室综合秘书处处长，武汉国际信托投资公司副总经理、党组书记，市工商联副会长；现任武汉商贸国有控股集团有限公司董事长。

公司副董事长、总经理王郁宝先生，现年 51 岁，硕士；历任武汉肉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，武汉商贸国有控股集团有限公司副总经理、董事；现任武汉商贸国有控股集团有限公司副董事长、总经理。

公司财务总监丁长美，现年 43 岁，本科；历任荆门市通用机械厂财务科长、大信会计事务所北京分所审计员、国务院国有资产监督管理委员会监事会职员、大信会计事务所（特殊普通合伙）项目经理；现任武汉市国有资产监督管理委员会财务总监，兼任公司监事。

截至 2015 年 6 月底，公司共有员工 2,429 人。从年龄结构来看，30 岁以下的占比 21.20%、30~50 岁的占比 52.49%、50 岁以上的占比 26.31%；从文化素质来看，博士占比 0.08%、硕士占比 1.48%、本科占比 14.99%、大专占比 24.66%、高中及以下占比 58.79%；从岗位构成来看，生产人员占 30.55%、销售人员占 11.03%、技术人员占 15.40%、财务人员占 5.43%、其他人员占 37.59%。

总体上看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的物流行业工作背景和管理经验，管理水平较高。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

政策支持

公司所在地湖北省和武汉市十分重视物流行业的建设和发展。根据湖北省出台的《现代物流业发展“十二五”规划》，到 2015 年，物流业增加值超过 2,000 亿元，年均增长 13%以上，物流整体运行效率显著提高，社会物流总费用占 GDP 的比重下降 1 个百分点以上，培育 5~6 个国家级物流示范园区，新增 5 家以上 5A 级物流企业，逐步构建现代物流服务网络体系，发展辐射全国的中部物资集散中心、商贸流通中心和物流信息中心，建设立足湖北、面向全国、连接国际的中部物流核心区域，确立现代物流作为湖北省支柱产业之一的重要地位。

2009 年 6 月，武汉市提出了八大产业和十五个新兴产业振兴计划，物流行业名列其中；武汉市投入巨资建设港口、铁路、航空、轨道交通项目现代物流基础设施，着力建设国家级综合交通运输枢纽。

2012 年 1 月，武汉市人民政府发布《关于推进现代物流业快速健康发展建设全国重要物流中心的意见》（武政规[2012]3 号），提出加快发展现代物流业；到“十二五”期末，初步形成具有比较优势的现代物流服务体系，基本形成统一、高效、协调的物流管理体制，基本建成全国重要的物流中心，进入全国物流先进城市行列。

根据 2009 年 4 月湖北省人民政府《关于支持武汉商贸集团发展的会议纪要》，武汉商贸国有控股集团有限公司被列为湖北省省、武汉市联手共同支持的现代物流龙头企业，湖北省、武汉市发展改革部门协调并支持其建设成为现代物流龙头企业。湖北省、武汉市国资管理部门对武汉商贸国有控股集团有限公司在资源整合、资产配置、资金融通和政策扶持等方面给予支持，推动公司做大做强，打造中部地区最大、全国知名的百亿元现代物流产业集团。

补助奖励

（1）公司获得商务部现代物流技术应用和共同配送综合试点城市项目（2014 年 3 月到账）政策补贴 380 万元。其中，武汉诚通物流公司《慈惠物流中心建设、物流设备采购及信息系统改造升级项目》140 万元，武汉世通物流公司《武汉谌家矶商贸物流配送项目》120 万元，武汉市商业储运公司《日用商品城市配送项目》120 万元。

（2）公司 2014 年获得省政府企业债券融资奖励资金 15 万元。

（3）公司在 2014 年获得武汉市政府 3A 级以上物流企业奖励资金 180 万元。其中，公司本部获得 5A 级奖励资金 40 万元，正达物流、诚通物流、世通物流、商业储运、长江沙鸥等 5 家 4A 级各获得奖励资金 20 万元、合计 100 万元，江天金属、新动力燃料、副食储备和友谊副食等 4 家 3A 级各获得奖励资金 10 万元、合计 40 万元。

（4）公司获得物流项目供地支持。其中，商业储运公司常福物流园项目 2013 年 11 月 27 日取得了 147.23 亩土地使用权，江天公阳逻钢铁物流园项目 2014 年 5 月 16 日以挂牌方式竞得项目一期土地国有建设用地使用权、地块面积约 70.64 亩，友谊公司朱家湾快消品现代物流中心项目 2013 年取得了 70.1 亩土地使用权。

总体上看，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。

公司设立股东会，股东会是公司的权力机构，依法行使职权。公司设有董事会，公司董事由国资委委派；现有董事 5 人，设董事长 1 人，董事长为公司法定代表人；董事长不能履行职权时，由董事长或股东会指定副董事长或其它董事代行其职权。目前，公司尚未设立监事会，由武汉市国资委委派的财务总监履行监事职能。公司总经理对董事会负责，组织实施董事会的决议，主持公司的日常经营与管理工作。

总体上看，公司法人治理结构相对完善。

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，不断完善和规范公司组织架构，确保了公司董事会及相关决策机构的规范运作和有效决策，维护了公司及股东的合法权益，对公司健康稳健发展起到了良好的促进作用。公司现行管理制度符合国家有关法律法规的要求，符合公司经营的需要，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、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。

安全生产制度方面，公司各子公司根据自身安全生产需要制订了相应的安全生产制度，如长联来福、长江沙鸥均制订了自己的《安全生产管理制度》、武汉肉联制订了《安全生产管理办法》、江天金属制订了《关于设立安全基金的规定》、《关于厂区内安全保卫的管理规定》等。上述安全生产制度体系加强了企业的安全生产的监督管理、有效地预防和减少安全事故，有助于保障员

工生命和财产安全，促进了公司稳定发展。

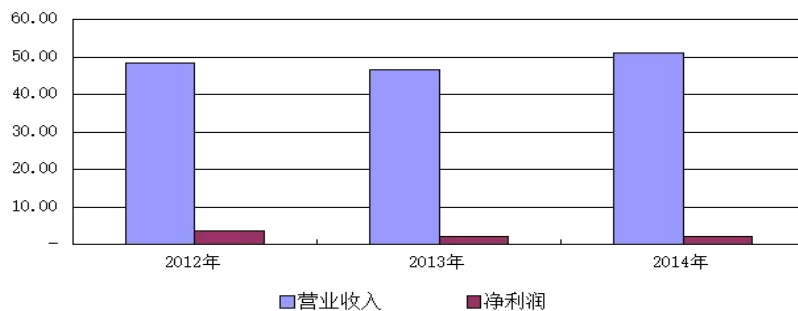
总体上看，公司内部管理制度健全，措施到位，整体管理水平较高。

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、建材物流、信息集成服务、生化制药、实业经营、商业地产、住宅地产。公司已经发展成为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。2012~2014 年，公司营业收入波动增长，三年分别实现营业收入 48.47 亿元、46.80 亿元、51.09 亿元，年均复合增长 2.66%，实现净利润 3.62 亿元、2.20 亿元、2.18 亿元，年均复合减少 22.51%。

图 12 2012~2014 年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告

公司收入主要来源于综合物流板块、实业投资板块和地产开发板块。2012~2014 年上述三大板块业务收入占主营业务收入的比重分别为 98.86%、98.50%、100.00%；2012~2015 年上半年，公司主营业务收入及其构成和毛利率情况如下表所示。

表 5 2012~2015 年上半年主营业务收入及其构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	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	36.65	76.09	9.83	34.81	75.01	10.96	37.38	73.54	13.22	17.52	66.04	12.76
实业投资	5.93	12.31	21.76	7.80	16.81	15.69	6.42	12.63	23.81	3.07	11.57	21.01
地产开发	5.04	10.46	32.62	3.10	6.68	25.57	7.03	13.83	19.88	5.94	22.39	20.44
三大板块收入合计	47.62	98.86	13.71	45.71	98.49	12.73	50.83	100.00	15.92	26.53	100.00	15.43
其他	0.55	1.14	50.15	0.70	1.51	12.76	0	0	0	0	0	0
合计	48.17	100.00	14.14	46.41	100.00	13.51	50.83	100	14.88	26.53	100.00	15.43

资料来源：公司提供

注：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。

2012~2014 年，公司三大板块业务收入呈波动增长趋势，年均复合增长 3.32%；其中，2013 年公司三大板块业务收入为 45.71 亿元，较 2012 年减少 4.01%，主要是受油脂价格下降影响，综合物流服务板块收入下降所致。2014 年，公司实现三大板块业务收入为 50.83 亿元，同比增长

11.20%，系公司地产开发板块收入增加所致。

从主营业务收入构成看，综合物流板块是公司收入的主要来源，三年占主营业务收入的比重均在 70%以上。2012~2014 年，公司综合物流板块收入波动增长，年均复合增长 0.99%；其中，2013 年公司综合物流服务业务收入达到 34.81 亿元，较 2012 年下降 5.03%，主要是受油脂价格下降影响，公司营业收入下降所致。2014 年公司综合物流服务业务营业收入 37.38 亿元，较上年同期增长 7.38%，主要原因是公司拓展重庆油脂市场，2014 年销售同比增幅较快；子公司武汉商业储运有限责任公司轿车运输业务发展迅速，营业收入较上年增幅较大。

2012~2014 年，公司实业投资板块收入波动增长，年均复合增长 4.05%；其中，2013 年公司实业投资板块营业收入 7.8 亿元，同比增长 31.57%，主要系公司子公司武汉海博能源有限公司 2013 年扩大化纤销售、营业收入增加所致。2014 年，公司实业投资板块实现营业收入 6.42 亿元，同比减少 17.62%，系子公司受化纤行业影响收入下降所致。

2012~2014 年，公司地产开发板块营业收入波动增长，年均复合增长 18.10%；其中，2013 年公司地产开发板块营业收入 3.10 亿元，较 2012 年减少 38.30%，主要系 2013 年公司房地产板块处于开发期，只有子公司武汉昌盛实业有限公司 K1 项目于 2013 年底开始预售、营业收入较少所致。2014 年，公司商业地产开发营业收入 7.03 亿元，较上年同期增长 126.09%，主要系公司子公司武汉昌盛实业有限公司 K1 项目进入销售期，收入增加所致。

毛利率方面，2012~2014 年公司毛利润波动提高，三年分别为 13.71%、12.73%、15.92%，其中 2013 年公司毛利率下降主要系实业投资板块毛利润下降所致。2012~2014 年，公司综合物流板块毛利率逐年增加，系公司改善综合物流板块经营与管理、提高效益所致；公司实业投资板块毛利率波动提高，主要受投资项目收益波动影响；公司地产开发板块毛利率逐年下降，主要受房地产市场低迷影响所致。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 26.53 亿元，其中综合物流板块实现收入 17.52 亿元、占 66.04%，实业投资板块实现营业收入 3.07 亿元、占 11.57%，地产开发板块实现营业收入 5.94 亿元、占 22.39%。公司各板块营业收入占比及毛利率基本保持稳定。

总体上看，近三年公司收入规模和盈利水平均呈波动增长态势；综合物流板块收入呈上升趋势，毛利率逐年提高；地产开发板块是公司利润的重要来源，但毛利率水平逐年下降。

2. 综合物流板块

(1) 综合物流板块概况

综合物流服务是指以商贸为基础的仓储、物流配送、租赁、加工等业务。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；除此之外，公司还涉足文化用品商贸、煤炭物流等领域。

公司在综合物流领域，依照子行业的不同而对产业链的覆盖程度有所不同，其子公司主要经营方式如下表所示：

表 6 公司综合物流板块子公司主要经营方式（单位：万元）

序号	物流板块	营运主体	2014 年主营业务收入	主要经营方式
1	冷链物流	武汉肉联食品有限公司	6,307.10	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	仓储、运输、市场管理
3	油脂加工储运	武汉长江沙鸥植物油有限公司	162,009.24	生产、销售、储备、仓储、运输、

序号	物流板块	营运主体	2014 年主 营业务收入	主要经营方式
				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	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	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	批发、零售、物流
7	铁路集装箱物流	武汉诚通物流有限公司	7,767.01	铁路运输代理、仓储、运输配送、信息服务
8	应急储备供应	武汉市副食品商业储备有限公司	32,834.11	储备、仓储、物流配送
9	物流信息集成	武汉威仕达软件工程有限公司	339.57	物流信息集成
合计			376,946.37	

资料来源：公司提供

公司物流业务涵盖冷链、建材、油脂、钢材、轿车整车运输、副食品等行业，各行业业务流程略有区别。在公司综合物流9个子板块中，收入主要来自油脂加工储运、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5个子板块。2014年，上述5个板块主营业务收入分别为16.20亿元、3.22亿元、4.71亿元、7.51亿元和3.28亿元，合计占综合物流板块总收入的比重为93.42%。

（2）综合物流板块主要子板块分析

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。2014年，长江沙鸥中小包装油加工量突破500万件。

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。

近年来，长江沙鸥坚持食用油自主品牌和综合物流服务相结合的发展思路，对食用油产业链加以整合，2008年长江沙鸥抓住国家大力增加食用油储备的机遇，加大食用油罐改扩建力度，斥

资600万元参股湖北宜城天鑫油脂有限公司，形成了油脂加工、存储、配送、交易和期货交割一体化产业链条，继续保持中部最大的油脂物流企业优势地位。2007年，长江沙鸥于被郑州商品交易所确定为菜籽油指定交割库，为延伸物流金融服务功能奠定了基础。此外，长江沙鸥已与湖北日月油脂股份有限公司签订股权转让协议，定于2013年1月控股日月油脂52.02%，将食用油产业链从物流下游向生产上游延升。日月油脂是省级农业产业化项目，位于华中地区菜籽油主产区荆门，目前年产量为10万吨，区域市场排名第三，主要供应省级食用油储备，市场竞争压力较小。长江沙鸥将通过该项并购展开华中食用油物流基地项目，将其发展成为食用油生产与物流一体化基地，完善公司食用油业务的产业链、提升盈利能力、进一步巩固公司食用油业务在武汉市、湖北省的竞争优势。目前长江沙鸥油脂吞吐量超过38万吨/年，未来定位经营、分装、仓储三位一体地商业模式，计划进一步扩建食用油仓储能力，升级现代物流信息系统和现货交易平台。

长江沙鸥业务可分为市场化业务和政策性业务（见下表），其中市场化业务占主要部分。2012~2014年，长江沙鸥存储量呈增长趋势；2014年，长江沙鸥市场化存储量18.24万吨、占比78.42%，政策性业务存储量5.02万吨、占比21.58%。

表 7 2012~2015 年上半年长江沙鸥存储量情况（单位：万吨、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	存储量	占比	存储量	占比	存储量	占比	存储量	占比
市场化业务	14.39	79.39	14.63	69.02	18.24	78.42	7.99	68.76
政策性业务	3.74	20.61	6.57	30.98	5.02	21.58	3.63	31.24
合计	18.13	100.00	21.20	100.00	23.26	100.00	11.62	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 and 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。

②钢材物流

公司从事钢材物流的载体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”），该子公司主要从事钢材代购、剪切加工、运输配送等服务，并建有武汉市最大的钢卷板及整平板集散市场，并对其进行经营管理。

江天金属是在武汉市金属材料总公司基础上改制而成的新企业，地处武汉市钢材物流加工大市场的丹水池地区，占地面积65亩。截至2015年6月底，江天金属材料有限公司拥有3条钢卷板加工生产线、30万吨/年热轧钢卷板加工能力，拥有2.9公里铁路专用线及多台起重设备等各项配套设施；拥有近百间板材交易市场，常年驻场客户80家、加工客户120家，年钢材吞吐量53万多吨。

2014年，江天金属实现日加工能力0.15万吨，实现轧钢卷板年加工量7.8万吨，实现钢材吞吐量22.1万吨，见下表。

表 8 2012~2015 年上半年江天金属经营情况（单位：万吨）

	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
日加工能力	0.15	0.15	0.15
轧钢卷板年加工量	16.90	7.80	0.10
钢材吞吐量	53.60	22.10	1.90

资料来源：公司提供

江天金属自成立以来相继通过了“ISO9001质量管理体系认证”和中国物流与采购联合会的“AAA级物流企业”认证，开发应用了仓储加工管理信息系统和钢材贸易管理信息系统。近年来，江天金属与武钢、鄂钢、邯钢等大中型钢厂建立了稳定的合作关系，与中石特管、许继电器等公

司形成了较为完整的供应链合作关系。江天金属每年为武汉市基建、房地产开发项目供应建筑钢材近万吨，为缅甸猎德大桥、江苏等地船舶企业和上海衡源油脂等建设项目和生产企业提供钢材的采购、剪切加工和运输配送，钢材物流业务辐射湖北及河南、安徽、湖南、江苏等地区。

江天金属建有武汉市最大的钢卷板及整平板集散市场，该市场有近百间板材交易间，常年驻场客户80余家、加工客户120家，年钢材吞吐量56万吨，为武汉市最大的钢卷板及整平板集散市场。

江天金属在立足钢材加工的同时，延伸钢材物流产业链，开拓钢材采购物流和终端物流业务，为客户提供“采购、加工、配送”一站式服务，全面向钢材物流综合服务商转型。

总体上看，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。

③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”）。该子公司是集仓储、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。

商业储运目前拥有一个武汉市内仓库和一个物流配送中心，总仓储面积10万余平方米，主要业务为快速消费品和汽车的仓储、运输、装卸和物流配送。商业储运年运输商品车突破30万辆，总里程1,800万公里，产值突破4亿元。

商业储运下属子公司上海欣鸿程物流有限公司是商业储运与长春市鸿程物流有限公司的自然人股东共同投资成立现代汽车物流企业。2011年1月经过整合，上海欣鸿程物流有限公司收购长春市鸿程物流有限公司全部股权，壮大了在轿车整车运输行业的经营实力。上海欣鸿程物流有限公司旨在汽车物流领域发展汽车物流供应链管理新模式，向客户提供高素质的集整车、仓储、金融、信息为一体的汽车物流综合服务。截至2015年6月底，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6月底，商业储运完成商品车运输13.25万台。

商业储运的运输车辆配置强大，并全部配备了GPS跟踪定位系统及监控平台，实现了流程信息化管理。上海欣鸿程物流有限公司拥有武汉、上海、长春3个物流基地，合计占地281亩，目前拥有一汽大众、一汽奥迪、上汽通用、上海大众、神龙汽车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也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。

商业储运积极创新物流营运模式，2007年通过中国质量认证中心ISO9001质量体系认证，并通过中国物流与采购联合会“AAA物流综合服务型企业”认证。

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。

④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“友谊副食”），该子公司主要从事副食品批发、零售、物流等服务。

友谊副食通过“ISO9001质量体系”认证和中国物流采购联合会“AAA综合性物流企业”认证，是全国商业服务行业AAA企业、湖北省商贸流通业AAA企业；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（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、巴黎、伊云矿泉水、进口糖果巧克力等）及国内（茅台、五粮液、剑南春、王朝、长城、喜力系列酒、雅培奶粉、屈臣氏饮品、崂山矿泉水等）公司的优质副

食品，以及仓储、装卸、货物运输、物流加工和信息服务等业务。友谊副食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、襄樊分公司等五个分公司和武汉友谊超级商场、五粮液旗舰店。友谊副食主要的经营对象为湖北省内大、中型商场、大型量贩店、大卖场，及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。

2015年1~6月，友谊副食前五大主要供应商分别为美赞臣、卡夫、雀巢、费列罗和五粮液，采购金额分别为1.13亿元、0.72亿元、0.62亿元、0.54亿元和0.51亿元，合计占比80.53%，供应集中程度较高；前五大主要客户分别为中百仓储、武商、沃尔玛、中百便民和家乐福，销售金额分别为0.82亿元、0.42亿元、0.32亿元、0.28亿元和0.19亿元，合计占比43.19%，销售集中程度较高。

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。

⑤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”）。

副食储备目前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，此外，2010年副食储备获得进出口资质。

武汉市政府办公厅文件《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）规定了储备的品种包括猪肉、清真牛羊肉、食糖等。若遇市场肉、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。副食储备在保证完成政府储备任务的同时，还要确保节假日、生产淡季和遇突发事件时重要副食品供应不断档、不脱销、不积压。

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，具体补贴项目包括贷款利息、运杂费、仓租保管费、商品损耗、检验检疫费、组织管理费、冷藏保管费等。

武汉市财政局在当年预算中列专项资金，采取按月预拨、年终清算的方法给副食储备在储备经营中发生的储备费用予以补贴。

2013~2014年，公司副食储备基本保稳定；2014年，公司销售猪肉6,263吨、销售牛肉1,928吨、销售食糖49,929吨、储备牛肉1,800吨、储备猪肉5,500吨、储备食糖3,000吨。（见下表）

表 9 2013~2015 年上半年副食储备主要产品经营情况（单位：吨、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
销售猪肉	6,887	6,263	2,152
销售牛肉	1,410	1,928	656
销售食糖	48,433	49,929	30,501
储备牛肉	1,800	1,800	900
储备猪肉	5,500	5,500	2,750
储备食糖	3,000	3,000	1,500

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司应急储备板块政策性业务实现存储量分别为2.08万吨、2.90万吨、3.86万吨，分别实现收入3.58亿元、3.64亿元、3.30亿元；2013~2014年，公司分别获得政府财政补贴1,267.59万元、1500万元。

表 10 2012~2015 年上半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	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~6 月	
	存储量	收入	存储量	收入	存储量	收入	存储量	收入
政策性业务	2.08	3.58	2.90	3.64	3.86	3.30	2.87	1.92

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。

（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 11 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。

（4）结算方式

公司综合物流板块按照业务特点有如下几种结算方式：

①以经营仓储、市场管理、配送为主的武汉肉联、正达物流、副食储备、诚通物流等公司作为仓库、市场店面以及配送服务的提供者，根据租赁协议与商户按月或按季结算仓储费用、场租和运费。另外，副食储备还承担政府储备职能，财政部门每年考核平均库存量，每年的财政补贴分3~4次拨付给该公司。

②以经营商品批发、贸易为主的友谊副食等公司，作为批发商和贸易商，按照与上游厂商签订的供货合同以现款现货的方式进货，然后向下游二级批发商、卖场或零售店面发货，按月结算。

③以经营油脂加工、储运为主的长江沙鸥等公司，以现款现货方式向上游供应商采购原料，其油脂产品90%以散油或中包装形式向贸易商、经销商等单位供应，以现款现货方式结算，10%的商品以小包装形式向超市等卖场供应，采取按15天、30天、45天三种周期结算。

④以经营钢材加工、储运为主的江天金属等公司，在收到客户订单后，以现款现货方式向上游厂家采购原料，向下游客户发货后按购货合同收款，通常账期为一个月。

⑤以经营轿车整车运输为主的商业储运等公司，上游客户为固定的汽车生产厂商，公司同厂商签订长期合同，公司垫付运费，厂商与公司每三个月结算一次。公司除自有运力外，还同其他物流企业合作，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。

总体上看，公司综合物流各子板块结算制度完善，有利于账款的收回。

（5）未来发展

综合物流是公司的主业，公司未来将利用信息通信技术以及互联网平台，加快互联网与传统物流行业的深度融合，加快物流企业转型升级，创造新的发展生态。

①积极构建长江油脂交易平台。武汉长江沙鸥油脂有限公司积极打造长江油脂（油料）大宗电子交易平台，构建长江流域油脂（油料）“交易中心、定价中心、融资中心和物流中心”。预

计未来建成后，其现货电子交易平台年交易量将超过60万吨、中包装加工出库量实现两年翻一番、突破1,000万件，湖北区域占有率将达到50%。

②充分运用钢联网云平台。武汉江天金属材料有限公司与上海钢联物联网有限公司合作，依托其云平台和物联网应用技术，开展货物资源整合，优化货物资源结构，将仓库网络与交易网络、信息网络、物流网络相联，提供库存挂单、信息查询、仓库监管服务、仓库管理外包服务、物流信息化服务及交易合作等相关供应链信息与金融服务，实现仓储监管网络化、仓储管理智能化。公司希望以此来转变传统的钢材流通模式，适应钢材电子商务的发展趋势，探索钢材经营新业态。

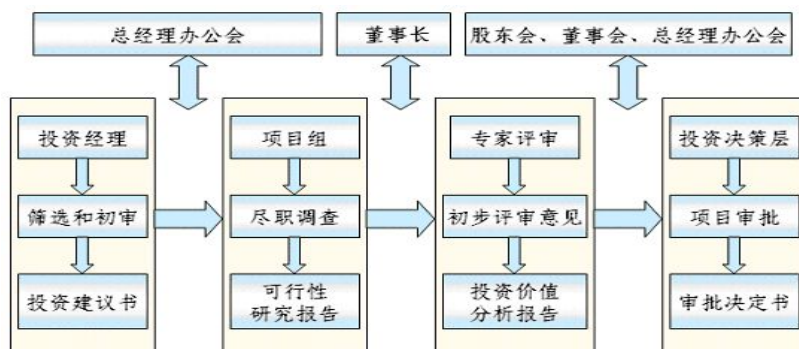
③搭建车联网、车商网平台。公司轿车整车运输物流已迈入全国十强，年运输商品车突破30万辆，总里程突破1,600万公里。武汉市商业储运有限公司控股企业武汉鸿程物流有限公司，正在积极筹划建设华中地区商品车集散分拨配送中心。配送中心集商品车储存、分拨、转运、配送、交易、汽车金融、汽车后市场服务等多功能于一体，通过车联网、车商网打造华中地区最大的汽车交易服务平台，打通汽车生产、物流、配送、销售和服务之间的闭环，实现“互联网+汽车物流+汽车交易+汽车金融+汽车后市场”的无缝链接，凸显武汉中心的战略地位，整体提升汽车物流的营运效率。

总体上看，公司综合物流板块凭借业务规模大、种类齐全、基础设施完善的优势，积极搭建互联网交易平台，加快企业转型升级，有利于公司保持较高的市场竞争力。

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，主要由子公司武汉万信投资有限责任公司（以下简称为“万信投资”）进行运作，项目投资决策流程图如下所示：

图 13 项目投资决策流程图



资料来源：公司提供

（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2014年底，公司纳入并表范围的子公司15家，累计投资42,619.48万元；进行长期股权投资13家、期末余额7,532.66万元。（见下两表）

表 12 万信投资纳入并表范围的子公司列表（单位：万元、%）

	企业名称	实收资本	投资金额	持股比例	表决权比例
1	武汉市正达物流有限公司 ²	7,940.44	2,686.00	33.83	33.83
2	武汉信和置业有限责任公司	2,600.00	2,600.00	100.00	100.00
3	武汉威仕达软件工程有限公司 ³	672.23	302.48	45.00	45.00
4	武汉商控华顶工业孵化器有限公司	10,500.00	11,250.00	100.00	100.00
5	武汉昌信股权投资基金有限公司	8,000.00	4,050.00	50.63	50.63
6	武汉欣农达网络服务有限公司	3,000.00	3,000.00	100.00	100.00
7	武汉昌信万达商贸发展有限公司	100.00	100.00	100.00	100.00
8	武汉耀岳科技发展有限公司	2,010.00	1,010.00	50.25	50.25
9	武汉鄂誉经贸有限责任公司	6,450.00	6,450.00	100.00	100.00
10	武汉鼎信建筑工程有限公司 ⁴	2,600.00	2,600.00	50.00	50.00
11	武汉家政通网络服务有限公司	600.00	300.00	100.00	100.00
12	武汉世通物流股份有限公司	6,609.05	3,371.00	51.01	51.01
13	武汉人信商华投资担保服务有限公司	100.00	100.00	86.00	86.00
14	武汉商控华顶物业服务服务有限公司	5,000.00	4,300.00	100.00	100.00
15	武汉八达通农产品物流有限公司	500.00	500.00	100.00	100.00
合计投资			42,619.48	--	--

资料来源：公司提供

表 13 万信投资本部长期股权投资情况列表（单位：万元、%）

序号	被投资单位名称	初始投资成本	期末余额	持股比例
1	武汉中至瀚阳商贸有限公司	800.00	800.00	40.00
2	湖北中佳兴业实业有限公司	750.00	0	0
3	武汉民众投资有限责任公司	1,000.00	0	0
4	湖北宏广国际融资租赁公司	817.80	1,000.00	10.00
5	武汉富商投资顾问有限公司	7.50	7.50	9.68
6	武汉市副食品商业储备有限公司	30.00	30.00	2.79
7	武汉昌盛实业有限公司	1,079.54	1,079.54	14.47
8	武汉中金万信创业投资有限公司	979.36	450.62	25.58
9	武汉中鸿业商贸实业有限公司	400.00	400.00	40.00
10	武汉大哥大实业有限公司	40.00	40.00	2.23
11	武汉天华小额贷款有限责任公司	1,525.00	1,525.00	9.68
12	武汉红星美凯龙正达置业有限公司	2,100.00	2,100.00	42.00
13	武汉万吨冷链物流有限公司	100.00	100.00	20.00
合计		9,629.20	7,532.66	--

资料来源：公司提供

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。该基金在保障项目源的基础上，投资商贸物流应不少于6,000万元，2013年度投资4个项目共计4,932万元。此外，万信投资与中金

² 武汉市正达物流有限公司由万信投资、武汉市民众投资有限公司、湖北嘉成投资有限公司共同投资组建。截止 2014 年底，万信投资拥有正达物流 33.83% 的股权。根据万信投资与武汉市民众投资有限公司签定的战略合作协议，民众投资公司将在正达物流所有对董事会的安排和股东会表决权授予万信投资公司，据此万信投资对正达物流具有实质控制权，故纳入万信投资合并范围。

³ 武汉威仕达软件工程有限公司由万信投资及自然人股东田玉珍、张波共同出资组建，截止 2014 年底，万信投资拥有武汉威仕达软件工程有限公司 45% 的股权，且有权决定该公司的财务及经营政策，故将其纳入合并范围。

⁴ 武汉鼎信建筑工程有限公司的经营和管理人员全部由万信投资委派，实施实际管理，故将其纳入合并范围。

创新国际投资管理顾问有限公司合作，另设中金万信基金4,000万元，已投资具有高成长性的黄邦柯科技有限公司。截至2015年6月末，九派基金已投资项目26个，累计投资金额4.2亿元（包括2015年年初投资金燕海洋生物科技股份有限公司2,000万元）。

2011年12月由万信投资、武汉工贸有限公司、武汉盈汇投资有限公司、武汉商业储运有限责任公司和武汉沙鸥食品营销有限责任公司共同设立武汉昌信股权投资基金有限公司，该公司注册资本为8,000万元，实收资本1,600万元，万信投资认缴注册资本3,000万元，实际出资600万元，商业储运和武汉长江沙鸥食品营销有限责任公司认缴注册资本分别为1,000万元、1,000万元，实际出资分别为1,000万元、1,000万元。2012年3月，万信投资已全额认缴了对昌信投资的3,000万元注册资本。

2014年，万信投资累计融资额1.3亿元，累计投资额2.23亿元；全年完成担保业务9笔，累计为长联药业、长江沙鸥等关联企业或权属企业提供4.6亿元融资担保，在一定程度上满足了权属企业对资金的需求，间接助推了公司业务的发展。2014年，万信投资业务实现主营业务收入1.45亿元、毛利0.45亿元、毛利率31.35%。

（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，目前已经进入上市辅导期。

长联来福前身为武汉生物化学制药厂，创建于五十年代，是我国最早研发生产生物制品的企业之一，后引入战略投资者武汉德邦尚福公司和德国莱茵药业公司，成为中外合资企业。长联来福目前是湖北省集外资先进生产科研技术和中国传统生物制药为一体的唯一中德合资企业。2008年该公司斥资1,000万元控股湖北沙洋天一药业有限公司，使长联来福低成本地进入医药原料领域和出口市场，完善了企业的产业布局，同时，长联来福加快本部冻干粉针GMP改造和扩建工程，成为全国最大的冻干粉针生产企业。长联来福目前的主打产品是冻干粉针，另外小批量生产小容量注射剂、乳膏剂。

2010年，长联来福出资1,000万元成立了武汉邦伦医药科技有限公司，进行“武汉邦伦医药产业园”项目的规划和建设，现已取得土地证，完成前期方案设计。截至2015年3月底该项目已完成一期规划报审。

2011年，长联来福进行股份制改造，改名为武汉长联来福制药股份有限公司。当年营业收入19,423.60万元，净利润1,631.32万元，净利润同比增长28.11%。同时，长联来福加大了研发力度，研发部共计开展项目25个，委托合作项目10余个，其中6类仿制品种11个，其余为三类新药项目。

2014年，长联来福实现主营业务收入1.29亿元、毛利0.59亿元、毛利率45.93%。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：长联来福，证券代码：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”）成立于2008年12月，注册资金1亿元，2010年8月增资扩股，注册资金达到1.55亿元。天华小贷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。

为了高效、规范、简捷地做好贷款业务，有效控制风险，天华小贷实行高效审核、专业审批的管理办法，具体分为六个步骤，分别是：贷前调查、贷前审核、撰写调查报告、贷款审批、贷款发放以及贷后管理。审核以实地考察、网上验证、政府部门验证、实物验证、问询他人为主。

验证方法及结果要记录。双人审核，审核人员为主，业务经理为辅。重点验证借款人所提交资料的真实性。贷款审批实行逐层权限管理，股东担保且在授信额度内的由总经理审批，其余贷款审贷委员会审批。审贷委员会由法律顾问、银行审贷专业人士、行业专家等组成。总经理为召集人。每次审贷会必须有法律顾问一人、银行审贷专业人士一至两人参加，需要的情况下再请行业专家参加。在放贷完成后，天华小贷将定期对借款人进项款项运用检查，保证资金用途准确并落实借款人还本付息计划。贷后管理分为业务经理、财务部门、办公室和总经理四个层面共同作用，制订了详细的贷后管理规则。

截至2015年6月底，天华小贷贷款金额为9,560万元，在贷笔数56笔，贷款余额为19,032万元，放贷率达到97.18%；天华小贷发放的贷款无一发生逾期。2015年1~6月天华小贷实现主营业务收入822.18万元、毛利822.18万元、毛利率100%。

(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。2012年，大哥大公司受让海博能源45%的股权，成为实际控制人，海博能源主要经营石油及衍生品。公司控股子公司武汉万事达商务有限责任公司主要为公司本部提供文印、车辆等服务，基本不对外营业，营业收入极少。

2014年，公司共经营物业出租面积6.83万平方米，实现租金收入5,281万元。（见下表）

表 14 截至 2015 年 6 月底公司出租物业情况（单位：万平方米、万元）

承租方	出租物业	出租面积	2014 年租金收入
商贸控股	顶琇广场 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
大哥大	江汉区解放大道 712 号	0.70	403.00
合计		6.83	5,281.00

资料来源：公司提供

总体上看，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。公司经过多年发展，拥有较多的物流、仓储用地，其中部分地块拥有较好的区位优势；公司对拥有的土地进行用途变更后进行土地开发，使土地价值得到增值并获得了较高的收益。昌盛实业为武汉房地产前二十，具备拆迁优势、与规划部门的沟通优势。

截至2015年6月底，公司开发的地产开发项目如下表所示：

表 15 公司房地产项目情况（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	截止 2015 年 6 月累计投资额	项目进展
顶琇晶城	10.69	4.50	20.60	住宅	2005.7~2009.3	10.69	完工、已售
顶琇广场	4.97	2.30	13.01	住宅及商业地产	2007.2~2010.12	4.97	完工、已售
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	27.78	土建施工，部分预售

顶琇西北湖项目（I）	3.14	0.67	2.58	住宅	2012.10~2016	2.95	土地施工
顶琇西北湖项目	57.00	4.13	36.37	住宅及商业	2015~2019	21.56	土地施工
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	121.87	24.53	153.30	--	--	72.25	--

资料来源：公司提供

① “顶琇晶城”项目

“顶琇晶城”项目位于武汉市江汉区发展大道与唐家墩路交汇处，总投资10.69亿元，楼盘占地面积4.5万平方米，建筑面积20.6万平方米，整个项目由8栋28~32层的高层商住楼和1栋综合服务楼组成，包括1,366套住宅和46套商用房。该项目2005年7月开始施工，2007年开始销售，2009年3月竣工交房，目前住宅已完成销售，实现利润近2亿元，未售完部分（主要为车库）也将根据市场情况陆续安排销售。目前苏宁电器、民生银行、招商银行、一统国际家居等企业已成功入驻，现在“顶琇晶城”已成为唐家墩片区金融商业新的结合点。

② “顶琇广场”项目

“顶琇广场”项目由公司与昌盛实业合作开发，该项目位于武汉市汉阳区汉阳大道与龙阳大道交汇处，占地面积2.3万平方米，建筑面积13.01万平方米，总投资4.97亿元。整个项目由商场、写字楼和公寓式酒店三部分组成，是集商务、大型购物中心与住宅于一体的城市商住综合体。其中商场部分约5万平方米、写字楼约2.53万平方米、酒店约3.92万平方米。顶琇广场项目共有两栋主楼，紧邻龙阳大道的是一栋25层大厦，1~5层是商场，6~25层是写字楼。另外一栋为32层的酒店式公寓。

“顶琇广场”项目写字楼与公寓式酒店已整体销售完毕，销售面积约6.4万平方米，销售金额4.83亿元，利润总额1.75亿元；武汉商贸本部取得商场部分的全部权益，并已与大洋百货签订长期租赁合同，租期20年，租赁面积约4.6万平方米，目前租金为61.3元/平方米，年租金约为3,384万元，未来将按合同逐步提高租金水平。

③ 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，昌盛实业正在稳步推进唐家墩城中村改造项目。武汉市政府对于唐家墩城中村改造采取的方式是，先以招拍挂的形式让企业竞买城中村地块的开发权，竞得企业自行出资完成拆迁，形成熟地后政府给予办理土地证，不需要再行招拍挂。武汉乾敬置业有限公司为该项目竞得人，拥有该项目的地块开发权，目前项目的拆迁工作已完成。乾敬置业原为武汉乾恒置业有限公司全资子公司；根据武汉商贸、昌盛实业、武汉乾恒置业有限公司与武汉乾敬置业有限公司四方签订的《合作框架协议》及相关《补充协议》，昌盛实业全资收购并实际控制项目公司武汉乾敬置业有限公司。截至2015年6月末，昌盛实业已实际控制唐家墩城中村改造项目的运作。

唐家墩城中村改造项目分为K1（又名“顶琇国际公寓”）和K7（又名“顶琇国际城”）两地块。K1地块位于江汉区唐家墩村，东临邮政宿舍、红旗公寓，西临锦绣人家小区，南临武汉供电局先锋变电站，北临阳光花园小区、红旗渠路。K1地块面积19.24亩，建筑面积60,135平方米，总投资4.47亿元，预计销售收入5.91亿元，利润总额8,647万元，项目周期27个月。截至2014年9月底，K1板块已办理项目“四证”并于2013年11月进入预售，已回款4.84亿元。K7地块位于江汉区唐家墩村，东临蓝天天际小区、唐家墩路，南临发展大道，西临马场二路，北临京广铁路走廊。K7地

块面积86.68亩，建筑面积332,281平方米，总投资33.6亿元，预计销售收入40亿元，利润总额5.7亿元，项目周期57个月。截至2015年6月底，唐家墩城中村改造项目已累计投资27.78亿元。

④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6月末，已累计投资2.95亿元，项目进入预售阶段。

⑤顶琇西北湖项目

昱玺置业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6月已经累计投资21.56亿元。

该项目由三个地块组成，地块A和B为商务设施用地、地块C为居住用地。整个项目场地平整，项目总用地面积4.13万平方米（61.90亩）；其中A地块商务设施用地面积1.11万平方米、B地块商务设施用地1.37万平方米、C地块居住用地面积1.65万平方米。具体规划方案如下：

表 16 拟公示的规划方案

序号	项目	A 区	B 区	C 区	大西北湖合计
1	规划用地面积（平方米）	11,080.00	13,680.00	16,507.00	41,267.00
	规划用地面积（亩）	16.62	20.52	24.76	61.90
2	总建筑面积（平方米）	92,969.00	112,942.00	157,802.00	363,713.00
3	计容总建筑面积（平方米）	69,480.00	90,754.00	117,086.00	277,320.00
	其中 住宅建筑面积（平方米）	--	--	107,248.00	107,248.00
	商业建筑面积（平方米）	6,516.00	8,634.00	9,427.00	24,577.00
	办公建筑面积（平方米）	62,779.00	81,880.00	--	144,659.00

资料来源：公司提供

截至2015年6月末，西北湖片旧城改造项目工程进展：A区已完成桩基施工，正在出土，B\C区桩基施工正在进行中。

⑥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m²，其中：各种钢结构、混凝土厂房面积26.1万m²，住宅配套面积12.2万m²，公建及公寓面积3.2万m²，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m²，含厂房面积14.4万m²，办公楼、食堂及配套公寓面积3.2万m²；二期工程总建筑面积11.7万m²，含单层厂房面积6.9万m²，三层电子厂房4.8万m²；三期工程规划建筑面积12.2万m²，为6栋7层的配套住宅。

（2）公司地产开发板块未来发展

公司未来房地产业务收入主要来源于唐家墩城中村改造项目、顶琇西北湖项目（I）、顶琇西北湖项目和商控华顶工业园项目，根据上述房地产项目的规模、收入预计和开发周期进行测算，2015~2016年，公司房地产业务收入预计分别为10亿元、11亿元。

表 17 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	出租面积	平均单价	未来投资			
					2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
顶琇广场	--	--	4.60	--	0	0	0	0
唐家墩城中村改造项目	35.30	12.87	--	0.97~1.17	32,400.00	24,700.00	17,700.00	2,100.00
顶琇西北湖项目（I）	2.55	0.65	--	1.99	2,300.00	200.00	0	0
顶琇西北湖项目	27.65	0	--	---	14,200.00	30,800.00	38,000.00	78,800.00
商控华顶工业园项目	18.96	14.47	0.86	0.25	10,000.00	0	0	0
合计	84.46	27.99	5.46	--	58,900.00	55,700.00	55,700.00	80,900.00

资料来源：公司提供

截至2015年9月底（见上表），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，2015~2018年，公司唐家墩城中村改造项目、顶琇西北湖项目（I）、顶琇西北湖项目、以及商控华顶工业园项目预计投资分别为5.89亿元、5.57亿元、5.57亿元和8.09亿元。

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 18 公司部分土地情况表

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 号
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两个地块已完成拆迁，目前处于尚在办理变更土地性质手续，江岸区胜利街301号地块即将拆迁，土地性质未来有可能变性为商业或公共用地，但是目前尚无明确的开发投资计划。

总体看，公司地产开发板块业务规模较小，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，公司地产开发板块收入存在较大的不确定性。

5. 经营效率

2012~2014年，公司应收账款周转次数分别为18.33次、13.81次和12.59次，存货周转次数分别为5.64次、1.52次和1.23次，总资产周转次数分别为0.71次、0.55次和0.52次，均呈逐年下降趋势。近三年，公司应收账款周转率大幅下降，主要系公司应收账款增加幅度大于营业收入增长幅度所致；公司存货周转率大幅下降，主要系存货大幅增加所致；总资产周转率大幅下降，则主要是公司资产大幅上升所致。

总体上看，公司经营效率有待提高。

6. 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收入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一个建设和完善的过程，导致公司存在经营区域和经营范围扩张的风险。

7. 未来发展

按照公司发展规划，未来公司将重点实施企业文化构建、信息化建设、自主创新、国际化经营等战略。企业文化构建方面，公司将增强企业品牌意识，大力推进品牌建设；以企业社会责任（CSR）建设为重点，建设和谐发展企业。信息化建设方面，公司将推动集团信息集成，加快建立集团本部与物流企业之间统一、共享的物流信息平台，实现母子公司信息集成。自主创新方面，公司将重视理念、技术、管理等方面的创新，确立供应链管理、依托市场、物流商流资金流战略性融合、促进物流业集约式发展的营运理念，全面导入信息技术和现代物流设施，实现现代化、市场化管理。国际化经营方面，公司将与国际资本对接，增强有效的资源利用；与全球产业链条对接，致力于产业整合；与世界游戏规则对接，规范企业的运营管理秩序。

公司未来发展目标是：到2015年，初步构建布局合理、技术先进、节能环保、便捷高效、安

全有序并具有较强的现代物流服务体系，集团主营业务收入达到 100 亿元以上，跻身中国物流企业 20 强；2~3 家权属企业完成股改，1 家权属企业实现上市目标；控股集团本部建立起第四方物流的运作模式，真正实现综合物流向现代物流的转型和跨越。

总体上看，公司未来将继续立足于综合物流行业，从企业文化、信息化、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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年度审计报告经武汉兴业会计师事务所有限责任公司审计、2013~2014 年度审计报告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 2015 年上半年财务报告未经审计。公司审计报告按照财政部企业会计准则进行编制。截至 2014 年底，公司合并子公司 13 家，2012~2014 年公司合并范围未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2014年底，公司合并资产总额101.96亿元，负债合计72.88亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.08亿元。2014年公司实现营业收入51.09亿元，净利润（含少数股东损益）2.18亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.89亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.02亿元，现金及现金等价物净增加额-1.89亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额108.11亿元，负债合计77.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）30.18亿元。2015年1~6月，公司实现营业收入26.53亿元，净利润（含少数股东损益）1.08亿元，其中归属母公司所有者的净利润0.44亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.17亿元，现金及现金等价物净增加额2.23亿元。

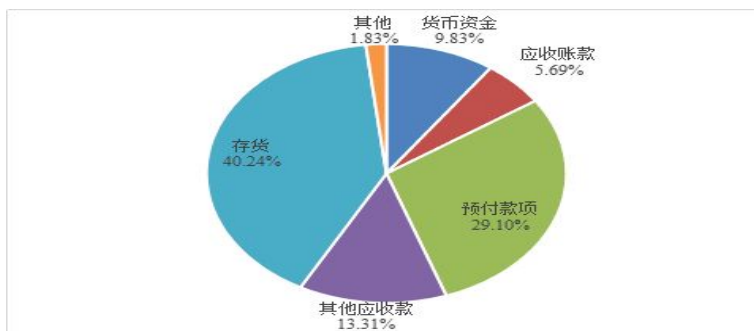
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模增长较快，年均增加 15.32%。截至 2014 年底，公司资产规模达 101.96 亿元，较年初增加 9.49%。公司资产构成以流动资产（占 75.14%）为主，符合公司业务模式。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产规模呈减速增长的态势，年均复合增长 17.34%，2013 年较年初增长 23.53%，2014 年较年初增长 11.46%。截至 2014 年底，公司流动资产总额为 76.61 亿元，主要由货币资金（占比 9.83%）、应收账款（占比 5.69%）、其他应收账款（占比 13.31%）、预付账款（占比 29.10%）和存货（占比 40.24%）构成，如下图所示。

图 14 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金规模呈波动下降态势，年均复合增长率减少8.27%。截至2014年底，公司货币资金7.53亿元，较年初减少了20.04%，主要是由于公司银行存款和其他货币资金的减少所致；从货币资金的构成来看，以银行存款为主，占货币资金总额的84.49%，其余为库存现金和其他货币资金。货币资金中，受限资金1,060万元，占比不大。

2012~2014年，公司应收账款规模呈稳步增长态势，年均复合增长为19.34%，截至2014年底，公司应收账款规模为4.36亿元，较年初增长20.05%。从应收账款的账龄来看，应收账款账龄以一年期以内（占比94.17%）为主。从应收账款的坏账计提来看，公司按组合计提应收账款的坏账准备合计为725万元，其中，以账龄分析法计提坏账准备，1年以内（占比94.17%）计提54.81万元，3年以上（占比3.94%）计提639.53万元；公司未按其他组合方法计提坏账准备。截至2014年底，公司应收账款前五位的单位分别为按揭款客户乾敬、一汽物流、安吉物流、按揭款客户中楷、武汉东本，前五位应收账款合计3.91亿元，占比为68.27%，集中度较高。应收账款坏账准备计提较不充分。

2012~2014年，公司其他应收款规模呈波动上升态势，年均复合增长为1.13%，截至2014年底，公司其他应收款规模达10.20亿元，较年初下降了4.15%。公司的其他应收款主要是公司本部、万信投资、武汉肉联对外的往来款，其中作为公司投资平台的万信投资对外往来款占主要部分。截至2014年底，公司前五大其他应收款合计2.53亿元，占其他应收款总额24.79%，集中度较高。从其他应收款的账龄来看，主要以1年以内（占比89.73%）和2~3年（占比7.47%）为主。从其他应收款的坏账计提来看，按单项金额重大的其他应收账款单项计提坏账准备218.3万元，占比73.13%；按组合计提的其他应收款的坏账准备80.20万元，占比26.87%，其中按组合计提的其他应收款主要采用账龄分析法，公司其他应收款坏账计提较为充分。

2012~2014年，公司预付账款规模呈波动增长态势，年均复合增长为10.47%，截至2014年底，公司预付账款规模达22.29亿元，较年初增长355.69%，主要系公司控股子公司昌盛实业2014年预付西北湖旧城改造项目新增用地的18亿元土地出让金所致；从预付款项的账龄来看，以1年以内的预付账款为主，占比97.11%。

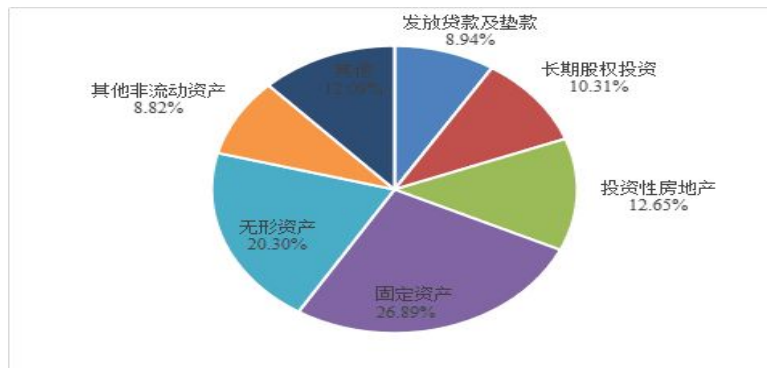
2012~2014年，随着公司房地产开发业务的开展，公司存货规模呈波动上升的态势，年均复合增长达47.03%。截至2014年底，公司存货账面价值为30.83亿元，较年初减少19.43%。从存货构成上看，主要包括原材料、包装物、低值易耗品、在产品、库存商品、开发成本和其他存货，其中主要以由开发成本和开发产品构成的其他存货为主，截至2014年底，其他存货占比达86.87%，主要由公司房地产开发业务的前期开发成本构成。从存货计提的坏账准备来看，公司主要计提了原材料、库存商品（产成品）和周转材料的坏账准备，合计641.19万元。联合评级认为，由于房地产开发项目前期资金成本投入大，受国家行业政策和地区建设规划的影响深，公司可能因此面临存货跌价损失的风险，跌价准备计提不充分。

截至2015年6月底，公司受限资产包括公司本部及下属子公司在银行授信时提供抵/质押的房产及土地、固定资产、应收账款和货币资金等，账面价值总额约为32.41亿元，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。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产规模呈不断增长的态势，年均复合增长9.79%。截至2014年底，公司非流动资产总额为25.35亿元，较年初增加了3.92%。公司非流动资产主要由发放贷款及垫款（占比8.94%）、长期股权投资（占比10.31%）、投资性房地产（占比12.65%）、固定资产（占比26.89%）、无形资产（占比20.30%）和其他非流动资产（占比8.82%）构成，如下图所示。

图 15 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司发放贷款及垫款呈波动下降态势，年均复合增长 3.67%，截至 2014 年底，公司发放贷款及垫款规模为 2.27 亿元，较年初减少 5.04%，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 229.00 万元；从发放贷款及垫款的行业分布来看，主要为农牧渔业（占比 4.00%）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。

2012~2014 年，公司长期股权投资规模呈逐年下降态势，年均复合减少 6.04%，截至 2014 年底，公司长期股权投资规模为 2.61 亿元，较年初下降 0.95%。公司的长期股权投资主要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（年末金额占比 41.51%）、湖北日月油脂股份有限公司（年末金额占比 15.96%）和武汉中油压缩天然气有限公司（10.12%）为主，集中度较高。

2012~2014 年，公司投资性房地产规模呈快速增长的态势，年均复合增长达 253.43%，截至 2014 年底，公司投资性房地产规模 3.21 亿元，较年初增长 15.39%。投资性房地产的快速增长，主要系公司顶琇广场建成后自持所致，对应账面价值由固定资产转为投资性房地产科目。公司投资性房地产采用成本模式进行计量。

2012~2014 年，公司固定资产规模呈波动增长态势，年均复合增长 2.46%，截至 2014 年底，固定资产规模为 6.82 亿元，较年初增长 7.86%，主要由房屋、建筑物（账面净值占比 71.35%），机器设备（账面净值占比 18.60%）和运输工具（账面净值占比 8.18%）构成，成新率分别为 75.55%、60.90%和 23.64%，固定资产的平均成新率为 60.76%；从固定资产的减值准备来看，公司仅就电子设备类固定资产计提了 48.55 万元减值准备。公司固定资产成新率一般。

2012~2014 年，公司无形资产规模呈波动增长的态势，年均复合增长 54.59%，截至 2014 年末，无形资产规模为 5.14 亿元，较年初减少了 12.23%。其中，以土地使用权和非专利技术为主，规模分别为 5.06 亿元和 0.04 亿元，符合公司旗下拥有房地产板块，土地使用权较多的业务结构。

2012~2014 年，公司其他非流动资产呈快速增长的态势，年均复合增长高达 559.87%，截至 2014 年底，其他非流动资产规模为 2.24 亿元，较年初增长 3.22%。主要为公司武汉大道拆迁改造房屋、土地、设备、拆迁的固定资产清理，该项年末金额为 2.15 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 108.11 亿元，较年初增加 6.03%，资产结构以流动资产（占比 76.79%）为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模大，资产构成以流动资产为主。流动资产中存货和预付账款占比较大，符合公司以房地产业和冷链物流为主的业务构成和资产结构特征。公司受限资产规模较大，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债总额呈稳步上升态势，年均复合增长为 19.36%，2012~2014 年负债总额分为 51.15 亿元、65.48 亿元和 72.88 亿元。负债构成方面，流动性负债规模逐年减少，非流动性负债总额明显上升。截至 2014 年底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 56.81% 和 43.19%，相比于 2012 年年底负债结构（流动负债占比 86.98% 和非流动负债占比 13.02%），公司的负债结构调整进展效果明显，有利于缓解公司运营的短期资金压力。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负债规模呈逐年下降态势，年均复合减少 3.53%，截至 2014 年底，公司流动负债为 41.40 亿元，较年初下降 2.41%。其中，以短期借款（占比 33.40%）、其他应付款（占比 22.80%）、一年内到期的非流动负债（占比 21.68%）和其他流动负债（占比 8.48%）为主。

图 16 截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款规模呈波动下降态势，年均复合减少 1.81%，截至 2014 年底，短期借款规模为 13.83 亿元，较年初减少了 25.32%，主要系公司保证借款和信用借款大幅度减少所致，下降幅度分别为 19% 和 66%。公司近年来主动调整负债结构，短期借款占比下降明显。

2012~2014 年，公司其他应付款规模呈波动下降趋势，年均复合减少 12.30%，截至 2014 年底，其他应付款规模为 9.44 亿元，较年初下降了 24.44%，主要系公司子公司昌盛实业以售卖的房款抵消了应付太阳物业的款项 1.3 亿元所致。其它应付款主要包括房地产订金、关联方往来款、股权交易款及拆迁补偿款等，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分别为 3.7 亿元、3.02 亿元和 0.87 亿元，计入公司短期债务规模内。总体上看，公司其他应付款规模较大。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债呈波动增长的态势，年均复合增长 37.77%，截至 2014 年底，一年内到期的非流动负债规模为 8.98 亿元，较年初增长 342.12%，主要系 1 年以内到期的抵押借款和保证借款增长所致，分别为 2.31 亿元和 6.19 亿元。

2012~2014 年，公司其他流动负债规模呈波动下降态势，年均复合减少 29.51%，截至 2014 年底，其他流动负债规模为 3.51 亿元，较年初增加了 15.62%。公司其他流动负债主要由应付短期债券和预提费用维修费构成；2012~2014 年，公司其他流动负债中，短融类负债规模分别为 7.00 亿元、3.00 亿元和 3.50 亿元，计入公司短期债务规模内。

截至 2015 年 6 月底，公司其他应付款中付息债务规模为 1.68 亿元；其他流动负债中短融类负债规模为 7.50 亿元，均调整至当期短期债务规模内。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债规模呈增长态势，年均复合增长 117.35%，近三年公司非流动负债总额分别为 6.67 亿元、23.05 亿元和 31.47 亿元。截至 2014 年底，公司非流动负债以长期借款（占比 69.52%）和应付债券（占比 28.60%）为主。

2012~2014 年，公司长期借款余额呈快速增长态势，年均复合增长 87.24%，截至 2014 年底，公司长期借款余额合计 21.88 亿元，较年初增加 27.30%，主要由抵押借款（占比 49.84%）和保证借款（占比 49.80%）构成。长期借款的变化符合公司主动调整债务结构的目标。

2014 年，公司长期应付款中融资租赁规模为 0.13 亿元，计入公司长期债务规模内。

公司应付债券主要指公司于银行间市场发行的两期期限五年的中期票据。2013 年底应付债券余额为第一期发行的中期票据 5 亿元，于 2018 年 5 月到期；2014 年底为 2013 年和 2014 年发行的两期中期票据的总额 9 亿元，其中 2014 年发行的 4 亿元中期票据于 2019 年 10 月到期，公司应付债券 2014 年规模较年初增加 80.49%。

2012~2014 年，公司有息债务规模持续增长，年均复合增长率为 25.67%。截至 2014 年底，公司有息债务合计 58.79 亿元，较年初增长 17.57%。其中，短期债务规模 27.78 亿元，长期债务规模 31.01 亿元，占比分别为 47.25%和 52.75%，以长期债务为主。截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 71.48%、66.90%和 51.60%，公司债务水平逐年升高，但处于行业合理水平。

截至 2015 年 6 月底，公司有息债务合计 64.15 亿元，较年初增长 9.13%。其中，短期债务规模 29.92 亿元，长期债务规模 34.24 亿元，占比分别为 46.63%和 53.37%，债务结构较年初变化不大。截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 72.09%、68.01%和 53.15%，较年初均有升高。

总体看，2012~2014 年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债规模快速增长，公司负债结构由以流动负债为主，逐渐向以非流动负债变化。这样的负债结构调整，有助于缓解公司房地产项目建设周期长、资金周转率低带来的压力；长期债务的增加加重了公司债务负担，但尚属可控水平。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益规模呈稳定增长态势，年均复合增长 6.76%，截至 2014 年底，公司所有者权益 29.08 亿元（含少数所有者权益 15.64 亿元），较年初增长 5.20%。归属于母公司所有者权益中，股本占 40.04%，资本公积占 14.43%，盈余公积占 4.83%，未分配利润占 40.71%。公司所有者权益中少数股东权益占比高，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比高，所有者权益稳定性弱。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益为 30.18 亿元，较年初增加 3.77%，其中归属于母公司的所有者权益为 13.97 亿元，股本占 38.52%，资本公积占 14.53%，盈余公积占 4.64%，未分配利润占 42.30%，所有者权益结构小幅变化。

总体看，公司归母公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司的营业收入规模呈波动上升态势，三年营业收入分别为 48.48 亿元、46.79 亿元和 51.09 亿元，三年复合增长率为 2.66%。2014 年，公司实现营业收入 51.09 亿元，同比增长 9.19%。其中，综合物流服务和房地产开发业务是公司营业收入的主要来源，2014 年两项主要营

业收入占比分别为 73.54%和 13.83%；随着房地产开发业务开始进入盈利期，营业收入占比逐年上升。2012~2014 年，公司利润总额呈波动下降态势，三年复合增长率为-14.72%。2014 年，公司实现利润总额 3.14 亿元，同比增长 9.26%，实现净利润 2.18 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.89 亿元，少数股东权益 1.28 亿元，公司盈利水平一般且波动较大。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用总额呈逐年增长的态势，年均增长率 11.52%。2014 年公司期间费用总额为 5.09 亿元，同比增加 23.51%，主要系债务结构调整导致的财务费用增加所致。从期间费用的结构上看，2014 年销售费用、管理费用和财务费用规模分别为 1.40 亿元、2.83 亿元和 0.86 亿元，占比分别为 27.51%、55.51%和 16.98%，管理费用占比较高；管理费用的上升主要因昌盛实业房地产项目进入热销阶段，管理费用增加 3,627 万元所致，对公司盈利水平影响较大。近三年，公司费用收入比分别为 8.44%、8.81%和 9.96%，呈波动上升态势。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

公司营业外收入主要包括非流动资产处置利得、政府补助和罚款收入等。2012~2014 年，公司营业外收入分别为 1.78 亿元、1.04 亿元和 0.82 亿元，占利润总额比例分别为 41.37%、36.30%和 26.14%，主要是商业储运房屋土地拆迁补偿款和武汉市禽蛋加工厂拆迁补偿收入，以及各项财政补贴，营业外收入年均增长率为-32.20%，整体呈下降趋势。2014 年公司营业外收入下降，主要是子公司商业储运结转房屋土地拆迁补偿收入相比上年度有所下降造成的；该项补偿款 2013 年结转 6000 万元，2014 年结转 3,000 万元。

从各项盈利指标来看，2014 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.34%、5.52%和 7.67%；2012~2014 年，公司营业利润率呈稳步上升的态势，分别为 13.01%、13.15%和 14.69%。

从同行业来看，公司 2014 年的盈利指标与主要物流行业上市公司的同期指标相比，处于较高水平，主要由于公司的业务构成中，有房地产开发业务的影响。具体数据如下表所示。

表 19 2014 年主要物流行业上市公司盈利指标情况

指标名称	武汉商贸	新宁物流	保锐科技	中储股份	恒基达鑫
净资产收益率(%)	7.68	1.97	8.63	9.35	5.10
总资产报酬率(%)	5.52	2.31	7.16	6.24	4.85
毛利率(%)	16.34	31.21	43.15	3.72	41.09

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体上看，公司经营规模不断扩大，但营业收入和利润规模增长能力一般，其中，营业收入受房地产开发业务的影响较大。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。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流净额分别为-3.87 亿元、-9.61 亿元和-11.02 亿元，整体呈下降趋势，三年复合增长率为 68.86%。2014 年，公司经营活动产生的现金流流入为 55.37 亿元，同比下降了 12.45%；经营活动产生的现金流流出为 66.39 亿元，同比下降了 8.87%，主要由于公司购买商品、接受劳务支付的现金增长所致；2014 年经营活动产生的现金流量净额为-11.02 亿元，净流出规模同比增加了 14.68%。公司的地产开发项目在竣工交房时确认收入，确认收入与房产销售回款存在时滞，公司经营活动的现金收入受其影响明显。2012~2014

年，公司现金收入比呈小幅下降趋势，分别为 106.97%、105.39%和 101.92%。公司经营活动收入实现的质量尚可。

从投资活动情况来看，2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.62 亿元、-1.34 亿元和-0.13 亿元，均为净流出状态，但净流出金额不断下降，2014 年，公司投资活动现金流入量为 6.05 亿元，同比增长 300.54%，主要是由于统计口径的变化造成的；2013 年度与非合并报表范围内的企业间的资金拆借计入经营活动现金流，2014 年度调至投资活动现金流。当期投资活动产生的现金流流入，由收回投资收到的现金（占比 8.66%）和收到其他与投资活动有关的现金（占比 79.34%）构成。2014 年，公司投资活动产生的现金流流出量为 6.18 亿元，同比增加 116.40%，主要由投资支付的现金（占比 43.21%）和支付其他与投资活动相关的现金（占比 36.59%）组成。投资活动为净流出状态。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 7.86 亿元、11.42 亿元和 9.26 亿元，整体呈波动下降的趋势，三年复合增长率为 8.56%。2014 年，公司筹资活动产生的现金流流入量为 42.45 亿元，同比下降 12.58%，筹资活动产生的现金流入以取得借款和发行债券为主，2013 年公司除借款筹资外，另通过发行中期票据获得资金；2014 年，公司筹资活动产生的现金流出量为 33.19 亿元，同比下降 10.62%，现金流出主要为偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息等支付的现金。

2015 年 1~6 月，公司由经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.17 亿元、-0.59 亿元和 0.30 亿元。同期，现金及现金等价物净变动额为 2.23 亿元。

总体上看，近年来公司经营活动现金流量净额受在建项目的持续投入、开工项目的增加以及往来款规模增大的影响，持续为负且连续大幅下降。公司经营活动及投资活动对现金的需求量均较大，公司存在较大的现金流压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司流动比率呈现持续上升的态势，流动比率分别为 1.25 倍、1.62 倍和 1.85 倍；速动比率受存货规模变化的影响，呈现波动上升趋势，分别为 0.93 倍、0.72 倍和 1.11 倍。流动比率和速动比率差距较大主要系存货规模较大所致。2014 年底公司现金短期债务比从 2013 年的 0.38 倍下降到 0.29 倍；2014 年公司经营活动净现金流为净流出，经营现金流动负债比率为-26.62%，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力弱。考虑到公司存货价值较大，具有一定变现能力；同时公司近年来致力于优化债务结构效果显著，流动负债中短期借款的比重不断下降，偿付压力下降。整体看，公司短期偿债能力一般但有望改善。截至 2015 年 6 月底，公司的流动比率和速动比率分别为 1.93 倍和 1.04 倍。

从长期偿债能力指标来看，截至 2014 年底，公司资产负债率为 71.48%。公司目前主要的营业收入来自综合物流行业，行业成熟盈利稳定，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 5.21 亿元、6.10 亿元和 6.55 亿元，呈稳定上升态势；截至 2014 年底，公司 EBITDA 中，折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额分别为 0.77 亿元、0.40 亿元、2.24 亿元和 3.14 亿元，占比分别为 11.77%、6.11%、34.25%和 47.87%。近两年，公司有息债务的快速增加导致 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比呈下降趋势。2012~2014 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.90 倍、1.35 倍和 0.88 倍，EBITDA 对利息的保护程度较好；2012~2014 年公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.12 倍和 0.11 倍，保障能力一般；考虑公司房地产业务板块的开发项目规模较大，未来可售及可结转面积较大，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，总体看公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面，公司及其下属子公司按照房地产经营惯例，为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保。阶段性担保期限自保证合同生效之日起至商品房承购人所购住房的房屋产权证及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。截至 2015 年 10 月 16 日，公司对内担保余额合计 6.22 亿元，此外公司无为其他无权属关系的企业提供担保情况。

截至 2015 年 6 月底，公司共有 6 笔未决诉讼；其中，下属子公司万信投资有一起未决诉讼、天华小贷有三起未决诉讼、商业储运有二起未决诉讼（见下表）。

表20 截至2015年6月底公司未决诉讼情况

序号	案件性质	原告	被告	案由	案件标的金额	案件阶段
1	起诉	武汉万信投资有限公司	湖北天宙顺财置业有限公司	借款纠纷	3,327.75 万元	尚在审理中
2	起诉	武汉天华小额贷款公司	借款人杨胜全、方颖；保证人湖北汇凯实业集团公司、杨奇	小额贷款纠纷	1,000 万元	尚在审理中
3	起诉	武汉天华小额贷款公司	借款人武汉市汉豪酒业有限公司；保证人周汉元、王琴琴	小额贷款纠纷	300 万元	尚在审理中
4	起诉	武汉天华小额贷款公司	借款人李滨；保证人钟祥市宏达实业发展有限公司和丁赤工	小额贷款纠纷	70 万元	尚在审理中
5	起诉	武汉市商业储运有限公司	吉林省镇赉金囤粮食仓储有限公司	动产质押纠纷	3,000 万元	吉林省高级人民法院二审中
6	被诉	汉口银行股份有限公司水果湖支行	动产质押人湖北信诚和工贸有限公司；被委托人及保证人武汉市商业储运有限公司	动产质押纠纷	5,100 万元	尚在审理中

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，公司无对外担保。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1042010400064540P），截至 2015 年 6 月底，公司不存在逾期而未偿还的债务。

截至 2014 年底，公司获得金融机构授信额度合计 58.23 亿元，已使用的授信额度 45.86 亿元，剩余授信额度 12.37 亿元；公司间接融资渠道顺畅。

总体上看，公司整体偿债能力较好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月底，公司全部债务合计 64.15 亿元，公司本次拟发行债券规模为 11 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度一般，对公司债务水平的影响一般。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 11 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 59.98%、71.35%和 74.66%，公司债务负担较发债前略有上升。根据公司股东大会决议，公司本次债券募集资金在扣除发行费用后，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；上述测算的债务指标数值实际将会降低。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 6.55 亿元，为本次公司债券发行额度 11 亿元的 0.60 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好；2014 年公司经营活动产生的现金流入 55.37 亿元，为本次公司债券发行额度 11 亿元的 5.03 倍，对本次债券覆盖程度较强；2014 年公司经营活动现金净流量为-11.02 亿元，难以对公司本次债券形成保障。

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较强。

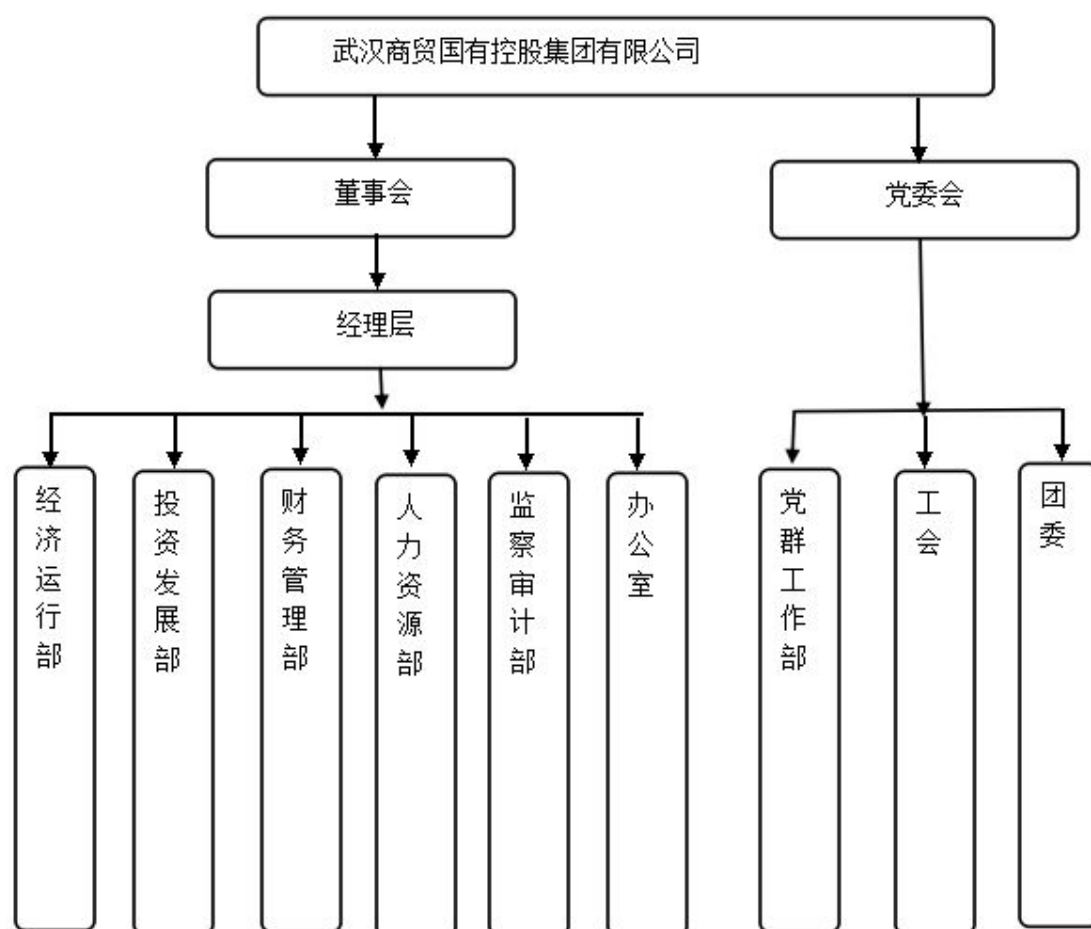
九、综合评价

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、发展前景等方面具有竞争优势。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以及盈利主要依赖于地产开发板块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，公司资产规模与盈利能力将进一步增强。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以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次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

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	76.67	93.12	101.96	108.11
所有者权益（亿元）	25.51	27.64	29.08	30.18
短期债务（亿元）	30.98	27.33	27.78	29.92
长期债务（亿元）	6.24	22.67	31.01	34.24
全部债务（亿元）	37.22	50.00	58.79	64.15
营业收入（亿元）	48.48	46.80	51.09	26.53
净利润（亿元）	3.62	2.20	2.18	1.08
EBITDA（亿元）	5.21	6.10	6.55	--
经营性净现金流（亿元）	-3.87	-9.61	-11.02	-0.17
应收账款周转次数（次）	18.33	13.81	12.59	5.23
存货周转次数（次）	5.64	1.52	1.23	0.65
总资产周转次数（次）	0.71	0.55	0.52	0.25
现金收入比率（%）	106.97	105.39	101.92	105.41
总资本收益率（%）	6.79	6.44	5.34	1.19
总资产报酬率（%）	6.28	6.11	5.52	1.36
净资产收益率（%）	15.00	8.27	7.67	3.66
营业利润率（%）	13.01	13.15	14.69	13.75
费用收入比（%）	8.44	8.81	9.96	8.99
资产负债率（%）	66.72	70.31	71.48	72.09
全部债务资本化比率（%）	59.33	64.40	66.90	68.01
长期债务资本化比率（%）	19.65	45.06	51.60	53.15
EBITDA 利息倍数（倍）	2.90	1.35	0.88	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.12	0.11	--
流动比率（倍）	1.25	1.62	1.85	1.93
速动比率（倍）	0.93	0.72	1.11	1.04
现金短期债务比（倍）	0.32	0.38	0.29	0.34
经营现金流动负债比率（%）	-8.69	-22.65	-26.62	-0.39
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.47	0.55	0.60	--

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 2015 年 1-6 月财务报告未经审计，相关指标未年化；未提供 2015 年 1-6 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付息债务；

4、长期债务包含了长期应付款中的融资租赁款。

附件 3 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]
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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 2016 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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年武汉商贸国有控股集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次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。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送武汉商贸国有控股集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十一月十一日