跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1624 号

安徽省南翔贸易（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

安徽省南翔贸易（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

安徽省南翔贸易（集团）有限公司发行的“16 南翔 02”和“16 南翔 03”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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

安徽省南翔贸易（集团）有限公司
公司债券 2019 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	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 南翔 02	3（2+1）年	0.27 亿元	AA	AA	2018/6/25
16 南翔 03	5（3+2）年	18.00 亿元	AA	AA	2018/6/25

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	212.17	227.43	223.44	223.32
所有者权益（亿元）	85.28	88.19	87.14	87.19
长期债务（亿元）	64.70	64.37	45.06	43.42
全部债务（亿元）	75.35	93.54	77.06	73.64
营业收入（亿元）	33.34	36.34	23.09	3.79
净利润（亿元）	7.22	3.08	0.35	0.10
EBITDA（亿元）	15.10	9.39	7.16	--
经营性净现金流（亿元）	19.87	0.46	20.76	4.61
营业利润率（%）	31.57	28.75	30.24	47.23
净资产收益率（%）	8.36	3.55	0.39	--
资产负债率（%）	59.81	61.22	61.00	60.96
全部债务资本化比率（%）	46.91	51.47	46.93	45.80
流动比率（倍）	2.11	1.63	1.35	1.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.10	0.09	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.99	1.67	1.31	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.83	0.51	0.39	--

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 2019 年一季度数据未经审计，相关数据未年化；3、公司其他流动负债、长期应付款中的有息债务已分别计入短期债务和长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018年，安徽省南翔贸易（集团）有限公司（以下简称“公司”或“安徽南翔”）面临较大偿债压力，积极推进项目销售以回笼资金，并延缓项目继续投入，经营活动净现金流大幅提高；公司主要商贸物流中心项目租赁运营情况良好，租金稳定增长；转型开发文化街区项目有利于加快资产周转和现金流回收。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务区域分布较集中、商贸物流板块剩余可售面积质量一般或将影响公司后期销售规模、房地产板块对公司现金流贡献有限、金融板块非正常类贷款规模仍然较大、债务短期集中偿付压力较大、经营业务大幅下降、非经常性损益对公司利润水平影响较大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

公司近期放缓对成熟商贸物流中心项目的开发节奏，并适度开发文化商业街以加快资产周转，改善资产结构，同时收缩金融业务规模，控制风险。目前公司商贸物流中心项目在建及拟建项目规模较大，仍能满足公司未来一定时间销售和形成一定现金流入。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 南翔 02”和“16 南翔 03”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司维持多元化的业务布局，商贸物流中心和金融业务产业相关度较低，有利于公司分散经营风险。

2. 2018 年，公司大部分商贸物流中心项目租赁运营情况良好，销售较为稳定，项目综合毛利率较高。

3．目前公司拥有8个商贸物流中心，后期将降低商贸物流中心的投资，重点开发文化街

区项目，有利于加快资产周转和现金流回收。

关注

1．公司商贸物流业务和金融业务均主要集中在安徽省内，区域较集中，安徽省经济发展情况和相关政策对公司经营有较大影响。

2. 2018年以来，公司商贸物流板块新增土地储备规模较小，剩余未售项目主要为竣工项目，且去化率一般的芜湖国际商贸物流城项目占比较高，预计后期公司销售规模或将有所下行。

3．房地产板块无未开发项目，且剩余销售面积规模较小，未来房地产板块发展不具有可持续性，对公司整体现金流贡献降低。

4．公司所有者权益稳定性较弱；公司于2019年面临较大的债务集中偿付压力；贷款类资产中非正常类规模仍然较大；公司营业收入和净利润大幅下降，公允价值变动收益对公司利润水平影响很大。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

王　彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

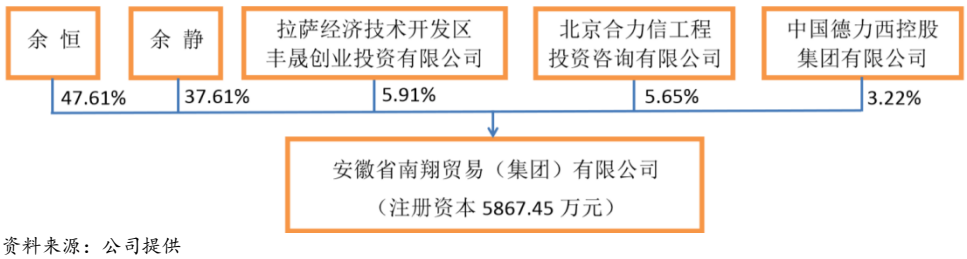
分析师：宋荣荣

联合信用评级有限公司

一、主体概况

安徽省南翔贸易（集团）有限公司（以下简称“公司”或“安徽南翔”）前身系安庆市南翔贸易有限公司，1993 年 9 月由余渐富和冯慧英共同投资设立，注册资本 880.00 万元。2000 年 11 月，公司更为现名。后历经 1 次资本公积转增资本和多次股权转让，截至 2014 年 7 月底，公司注册资本为 5,000.00 万元，股东余静和余恒各持股 50%。2017 年 3 月 18 日，公司股东余恒、余静与新奥资本管理有限公司（以下简称“新奥资本”）签订《增资协议》，协议约定由新奥资本向公司增资 10.00 亿元，其中 839.00 万元计入实收资本，剩余计入资本公积。2017 年 5 月 24 日，公司股东新奥资本与北京合力信工程投资咨询有限公司（以下简称“合力信”）签订《股权转让协议》，将所持公司 839.00 万元股权转让给合力信，该股权转让完成后，余恒、余静和合力信持股比例分别为 42.82%、42.82%和 14.36%。截至 2018 年底，公司股权结构有所调整，余恒、余静分别持股 47.61%和 37.61%，其余股份由拉萨经济技术开发区丰晟创业投资有限公司（以下简称“丰晟创投”）等三家公司持有。根据余恒、余静与受托人余渐富签订的《委托书》，余恒、余静委托余渐富作为全权代理人，因此公司的实际控制人仍为余渐富（余恒、余静为余渐富子女）。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 5,867.45 万元。

图 1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要业务包括商贸物流、金融两大板块。商贸物流业务主要从事商贸物流中心的开发及运营；金融业务主要从事债权投资、股权投资、金融服务等业务。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有综合管理部、财务管理部、资金管理部、投资发展部、工程管理部、成本管理部、信息部、党群部及工会、审计督查部和法律合规部等部门，2018 年公司不再设立人力资源部、总裁办、董事会办公室、营销策划部、客服管理部、审计部和督查部 7 个部门，将相关职能进行融合下放，新增综合管理部、审计督查部；截至 2019 年 3 月底，公司拥有直接控制及间接控制子公司合计 54 家，拥有在职员工合计 1,376 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 223.44 亿元，负债合计 136.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 67.75 亿元。2018 年，公司实现营业收入 23.09 亿元，净利润（含少数股东损益）0.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.66 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 223.32 亿元，负债合计 136.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 67.41 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.30 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-2.00 亿元。

公司注册地址：安徽省安庆市开发区四号区；法定代表人：余渐富。

二、债券发行及募集资金使用情况

本报告对“16 南翔 02”和“16 南翔 03”进行跟踪。截至 2019 年 3 月底，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途为偿还公司债务及补充营运资金，与募集说明书承诺使用用途一致。2018 年 7 月 28 日，投资者对“16 南翔 02”进行了回售，回售金额为 14.73 亿元，公司支付了“16 南翔 02”自 2017 年 7 月 28 日至 2018 年 7 月 27 日期间的全部利息 1.05 亿元，票面利率由 7%上调至 7.7%。2018 年 12 月 19 日，公司支付了“16 南翔 03”利息 1.24 亿元。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	截至2019年3月底余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
16南翔02	136424.SH	0.27	3（2+1）	7.70	2016/7/28	公开发行
16南翔03	136886.SH	18.00	5（3+2）	6.90	2016/12/19	公开发行
合计	--	**18.27**	--	--	--	--

资料来源：Wind

三、行业及区域经济分析

公司营业收入主要来自于商贸物流园区开发，业务主要位于安徽省，商贸物流行业和安徽省区域经济对公司经营业绩及未来发展有重要影响。

1．商贸物流行业分析

中国物流与采购联合会通报数据显示，2018 年全国社会物流总额 283.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.4%，增速比上年同期回落 0.2 个百分点。分季度看，一季度 62.4 万亿元，增长 7.2%；上半年 131.1 万亿元，增长 6.9%；前三季度 204.1 万亿元，增长 6.7%，全年社会物流总需求呈趋缓趋稳的发展态势。从构成看，工业品物流总额 256.8 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.2%，增速与上年同期持平；进口货物物流总额 14.1 万亿元，增长 3.7%，增速比上年同期回落 5 个百分点；农产品物流总额 3.9 万亿元，增长 3.5%，增速比上年同期回落 0.4 个百分点；单位与居民物品物流总额 7 万亿元，增长 22.8%；再生资源物流总额 1.3 万亿元，增长 15.1%；2018 年社会物流总费用与 GDP 的比率略有回升，2018 年社会物流总费用 13.3 万亿元，同比增长 9.8%，增速比上年同期提高 0.7 个百分点。社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.8%，比上年同期上升 0.2 个百分点。2018 年物流业总收入 10.1 万亿元，比上年增长 14.5%，增速比上年同期提高 3 个百分点。

总体看，总的来看，2018 年物流运行延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，政策环境持续改善，为 2019 年继续保持稳中向好奠定较好基础。

2．安徽省区域经济分析

根据《安徽省 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，初步核算，2018 年安徽省实现地区生产总值（GDP）30,006.82 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.02%。分产业看，第一产业增加值 2,638.01 亿元，增长 8.50%；第二产业增加值 13,842.09 亿元，增长 8.50%；第三产业增加值 13,526.72 亿元，增长 8.60%。三次产业结构由上年的 9.6：47.5：42.9 调整为 8.8:46.1:45.1，其中工业增加值占 GDP 比重为 38.90%。人均 GDP 为 47,712 元（折合 7,210.00 美元），比上年增加 4,311.00 元。2018 年，安徽省全年固定资产按可比口径计算比上年增长 11.80%，增速居全国第二位，比上年前移 9 位。

其中，工业技术改造投资增速增长 34.60%，基础设施投资增长 7.00%，民间投资增长 18.50%。分区域看，皖江示范区投资增长 10.20%，皖北六市投资增长 14.40%。分产业看，第一产业投资增长 33.00%，第二产业投资增长 24.60%，第三产业投资增长 5.60%。分行业看，工业投资增长 24.80%，其中制造业投资增长 33.30%；制造业中装备制造业投资增长 29.40%。2018 年，安徽省全年财政收入突破 5,000.00 亿元，达 5,363.30 亿元，比上年增长 10.40%，其中地方财政收入 3,048.70 亿元，增长 8.40%。全部财政收入中，税收收入 4,419.00 亿元，增长 11.90%，其中增值税和营业税增长 12.60%、企业所得税增长 22.30%。财政支出 6,572.10 亿元，增长 5.90%。

2018 年全年旅客运输量 6.40 亿人，比上年下降 8.30%；货物运输量 40.70 亿，增长 0.80%。旅客运输周转量 1,206.20 亿人/公里，增长 0.80%；货物运输周转量为 11,783.70 亿吨/公里，增长 3.20%。全年港口货物吞吐量 5.10 亿吨，下降 0.20%。全省民航机场客运吞吐量为 1,360 万人次，增长 19.10%。公路运输仍为安徽省最主要的客货运输方式。2018 年末安徽省民用汽车拥有量 1,087.30 万辆，比上年增长 9.30%，其中私人汽车 820.10 万辆、增长 14.50%。民用轿车拥有量 460.80 万辆，增长 14.30%，其中私人轿车 435.50 万辆、增长 14.80%。全年新增高速公路 163.00 公里、一级公路 713 公里、铁路营业里程 51.70 公里。截至 2018 年末，全省高速公路达 4,198.50 公里，其中高速铁路营业里程 1,456.40 公里。

总体看，2018 年，安徽省经济增速处于全国前列；2018 年以来安徽省物流业总体呈现稳中向好的发展态势，为公司商贸物流业务发展提供了较好的外部环境。

四、管理分析

2018 年，公司第二次临时股东会选举余恒为公司董事，任期与其他董事保持一致，叶斌因个人原因不再担任公司董事；选举冯定琪为公司董事、执行总裁，不再担任监事会主席；选举江浩为公司监事会主席；选举熊剑兵为公司董事；王祝芳因个人原因离职不再担任公司监事，由宗宏担任公司监事。公司其他董事、监事及其他高级管理人员未发生变更。公司高管团队整体稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现主营业务收入 20.51 亿元，同比减少 40.07%，主要系商贸物流园区开发收入及房屋销售（住宅）收入的减少所致；主营业务收入占营业收入的 88.83%，主营业务仍突出。2018 年，公司实现净利润 0.35 亿元，同比下降 88.77%，主要系收入大幅下降所致。

2018 年，公司商贸物流园区开发收入 11.43 亿元，同比下降 43.74%，主要系近年来公司根据市场情况调整项目拓展及开发节奏，控制新项目投入，2018 年项目竣工结算面积有所减少，导致收入有所下降所致，收入占比从上年的 59.33%下降至 55.70%，仍是公司的主要收入来源；住宅房屋销售收入 3.45 亿元，同比减少 4.04 亿元，主要系本期项目竣工交付减少所致，收入占比从上年的 21.89%下降至 16.82%；商贸物流园区经营收入 3.98 亿元，同比增长 5.94%，主要系公司建成投入运营的园区规模扩大及部分项目租赁单价提高所致，收入占比从上年的 10.98%上升至 19.42%；金融业务收入 1.65 亿元，同比减少 38.09%，主要系金融板块为适应经济下行的环境主动压降贷款规模，另外公司对外贷款的利率下降，相应收入减少所致，收入占比从上年的 7.80%小幅上涨至 8.06%。

毛利率方面，2018 年，公司商贸物流园区开发毛利率为 39.73%，较上年提升 6.23 个百分点，主要系本年结转高毛利率的成熟的商贸物流园区商铺销售收入所致；住宅房屋销售毛利率为 14.36%，较上年变化不大；商贸物流园区经营毛利率为 72.57%，较上年小幅下降；金融业务毛利率为 44.74%，较上年下降 20.49 个百分点，主要系贷款利率下降所致；由于毛利率较低的住宅房屋收入占比下降以及高毛利率的商贸物流园区经营板块收入占比增加，公司主营业务毛利率为 42.44%，较上年增加 5.80 个百分点，仍处于较高水平。

表 2　2016~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸物流园区开发	25.40	79.66	35.60	20.31	59.33	33.50	11.43	55.70	39.73
房屋销售（住宅）	0.45	1.40	14.65	7.49	21.89	14.43	3.45	16.82	14.36
商贸物流园区经营	3.39	10.62	77.95	3.76	10.98	75.75	3.98	19.42	72.57
金融业务	2.65	8.32	66.99	2.67	7.80	65.23	1.65	8.06	44.74
合计	**31.89**	**100.00**	**42.41**	**34.23**	**100.00**	**36.44**	**20.51**	**100.00**	**42.24**

资料来源：公司提供

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.79 亿元，同比减少 55.37%，主要系本期无集中竣工交付的项目，确认收入金额有所减少所致；实现净利润 0.10 亿元，同比减少 2.39%。

总体看，2018 年，受商贸物流园区开发收入及住宅房屋销售结转规模下降影响，公司主营业务收入规模大幅减少；受毛利率较低的住宅房屋收入占比下降以及高毛利率的商贸物流园区经营板块收入占比增加的影响，公司综合毛利率水平提升，仍处于较高水平。

2．商贸物流板块

公司是国内商贸物流中心开发运营商，截至 2019 年 3 月底，在安徽、山东、河南和湖南 4 个省份共开发运营了“光彩”及“南翔”品牌的商贸物流中心共计 8 个，其中安庆光彩大市场（1~4 期）、蚌埠光彩大市场（1~2 期）、泰安光彩大市场（1 期）、商丘光彩大市场（1 期）已经基本建成，南翔汽车智慧新城、安徽华夏国际茶博城及芜湖国际商贸物流城、岳阳国际商贸物流城的部分项目尚处于在建和拟建状态。同时，公司自 2017 年以来，不断开发文化商业街项目，先后开发了宿州文化项目、泰山云集和南翔同安里等，文化商业街项目规模较小，开发周期较短，能够对公司现金流提供一定补充。

2018 年，公司出售商丘光彩大市场项目，商丘光彩大市场项目总可租售面积为 24.76 万平方米，于 2006 年完工并投入运营，项目已基本销售完毕，项目总投资 2.42 亿元，已实现销售额 4.03 亿元。公司于 2018 年 4 月和 2019 年 3 月将持有的商丘德美奥翔置业有限公司（以下简称“商丘置业”，商丘光彩大市场开发及运营公司）67%和 33%股权转让给商丘农产品中心批发市场有限公司，转让总价 1.50 亿元，目前已收到全部款项。该股权转让合计确认投资收益 8,626.57 万元。

2018 年以来，公司未获取新的土地储备。2019 年 4 月，公司于安徽淮北获取了淮北云集文化商业街项目，项目总建筑面积 6.09 万平方米，预计总投资 4.22 亿元，其中土地成本 1.28 亿元，一定程度增加了公司项目储备。

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目预计尚需投资 8.16 亿元，拟建项目预计尚需投资 20.45 亿元，投资规模较大，公司存在一定的融资需求。

表3 截至2019年3月底公司商贸物流中心在建及拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

状态	项目	取得土地成本	总可租售面积	预计总投资	已投资	尚需投资
在建	南翔汽车智慧新城（商务办公区 6-9 号楼）	0.62	8.41	4.08	2.60	1.48
	安徽华夏国际茶博城（3 期总部商务区）	1.51	11.63	6.35	4.44	1.91
	岳阳国际商贸物流城（风情街）	0.84	4.14	2.80	2.04	0.76
	芜湖国际商贸物流城（1 期二手车市场）	0.94	5.29	4.72	3.21	1.51
	芜湖国际商贸物流城（2 期 G4 农贸市场）	0.67	12.25	3.53	2.67	0.86
	泰山云集	0.72	5.05	2.75	1.74	1.01
	南翔同安里	0.02	1.29	0.78	0.16	0.62
	小计	**5.31**	**48.06**	**25.02**	**16.86**	**8.16**
拟建	南翔汽车智慧新城（商务办公区 4、5 号楼）	0.35	7.73	3.51	0.35	3.16
	芜湖国际商贸物流城（2 期）	0.93	30.26	7.56	0.94	6.62
	岳阳国际商贸物流城（2-3 期）	5.46	19.25	13.73	5.73	8.00
	安徽华夏国际茶博城（旗舰店）	0.58	7.95	3.25	0.58	2.67
	小计	**7.33**	**65.19**	**28.05**	**7.60**	**20.45**
合计		**12.64**	**113.25**	**53.07**	**24.46**	**28.61**

资料来源：公司提供

从销售情况来看，2018年，公司商贸物流中心销售面积合计30.58万平方米，与上年同期持平，其中2018年公司加强对芜湖国际商贸物流城的销售管理，合同销售面积较去年有所增加，销售金额合计4.85亿元，较上年增长529.87%；安徽华夏国际茶博城的合同销售面积亦有所增加，销售均价为0.89万元/平方米，较上年有所提升，主要系茶博城市场经过持续培育，人流有所增加，且合肥商业销售均价上涨所致，受销售面积及均价上涨影响，销售金额合计3.68亿元，较上年增长178.79%。

表4 2017~2018年公司商贸物流板块合同销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017 年			2018 年		
	销售面积	销售金额	均价	销售面积	销售金额	均价
蚌埠光彩大市场	2.59	1.44	0.56	4.51	5.19	1.15
泰安光彩大市场	3.72	2.89	0.78	1.13	0.93	0.82
安庆光彩大市场	3.07	3.13	1.02	4.12	3.33	0.81
芜湖国际商贸物流城	1.03	0.77	0.74	8.71	4.85	0.56
南翔汽车智慧新城	4.23	2.97	0.70	2.10	1.53	0.73
安徽华夏国际茶博城	1.99	1.32	0.66	4.16	3.68	0.89
岳阳国际商贸物流城	7.06	3.84	0.54	2.36	1.41	0.60
宿州文化项目	6.9	3.59	0.52	1.36	1.73	1.27
泰山云集文化项目	-	--	--	2.13	2.20	1.04
合计	**30.59**	**19.95**	**0.65**	**30.58**	**24.84**	**0.81**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在售项目的总可租售面积为 516.68 万平方米，其中可用于销售面积共计 401.68 万平方米，已获取预售证面积为 399.20 万平方米，已售面积为 329.22 万平方米；从去化率看，芜湖国际商贸物流城去化率较低，主要系该项目整体规模较大，市内竞品较多，市场消化力度有限所致；南翔汽车智慧新城剩余可售部分主要为商办综合楼的写字楼部分，去化率较低，主要系项目所在区域距离市区较远，且四周主要为汽车及配件销售产业，对写字楼等业态需求不够所致；泰山云集项目去化率较低，主要系该项目预售时间较晚，且部分区域未开盘销售所致。

截至 2019 年 3 月底，公司在售项目中剩余可售面积为 71.88 万平方米，其中竣工项目剩余可售面积为 54.78 万平方米，占比为 76.21%，在建项目剩余可售面积规模较小为 17.10 万平方米；未售项目主要为南翔同安里和拟建的四个项目，可售面积为 44.29 万平方米。截至 2019 年 3 月底，公司竣工项目的剩余可售面积中 42.07 万平方米已对外出租，主要系租赁需求较多，公司为培育项目将部分可售面积用于对外出租。整体看，公司竣工、在建及拟建中剩余可售面积能够满足公司未来 3~4 年的销售，但目前在售项目的剩余可售部分主要以竣工项目为主，拟建项目尚处于前期投资状态，达预售条件尚需一定时间，预计短期内公司销售规模或将有所下行。

表5　截至2019年3月底公司商贸物流板块项目销售情况（单位：万平方米、%）

状态	项目	总可租售面积	可销售面积	已获取预售证面积	已售面积	剩余可售面积	剩余可售面积中已出租面积	去化率
竣工	安庆光彩大市场（1-4 期）	138.01	112.14	112.14	94.65	17.49	15.59	84.40
	蚌埠光彩大市场（1-2 期）	99.75	85.74	85.74	78.89	6.85	6.85	92.01
	泰安光彩大市场（1 期）	44.98	38.14	38.14	37.79	0.35	0.35	99.09
	南翔汽车智慧新城（1 期汽配区、1 期汽车博览中心、1 期商务办公区）	30.09	19.15	19.15	15.71	3.44	1.21	82.08
	岳阳国际商贸物流城（1 期建材城、家博及运营中心、电商中心）	27.44	23.62	23.62	23.48	0.14	0.14	99.41
	安徽华夏国际茶博城（1 期、2 期）	16.28	10.89	10.89	8.89	2	1.49	81.60
	芜湖国际商贸物流城（1 期轻纺百货区、家居建材区、铝材型材区和十里洋场配套区、飞阳物流园区、汽配区）	95.38	62.81	62.06	40.39	22.42	14.35	65.08
	宿州文化项目(云集商业街）	19.30	13.18	13.18	11.09	2.09	1.82	84.14
	小计	**471.23**	**365.67**	**364.92**	**310.89**	**54.78**	**42.07**	**85.19**
在建	南翔汽车智慧新城（商务办公区 6-9 号楼）	8.41	8.41	8.41	3.35	5.06	--	39.88
	安徽华夏国际茶博城（3 期总部商务区）	11.63	5.67	5.67	4.02	1.65	--	70.90
	岳阳国际商贸物流城（风情街）	4.14	4.14	4.14	2.44	1.7	--	59.04
	芜湖国际商贸物流城（1 期二手车市场）	5.29	4.40	4.40	0.15	4.25	--	3.40
	芜湖国际商贸物流城（2 期 G4 农贸市场）	12.25	6.47	6.47	6.04	0.43	--	93.33
	泰山云集	5.05	5.05	3.33	2.33	2.72	--	69.97
	南翔同安里	1.29	1.29	--	--	1.29	--	--
	小计	**48.06**	**35.43**	**32.42**	**18.33**	**17.10**	--	**56.54**
拟建	南翔汽车智慧新城（商务办公区4、5号楼）	7.73	7.73	--	--	7.73	--	--
	芜湖国际商贸物流城（2期）	30.26	15.13	--	--	15.13	--	--
	岳阳国际商贸物流城（2-3期）	19.25	13.47	--	--	13.47	--	--
	安徽华夏国际茶博城（旗舰店）	7.95	7.95	--	--	7.95	--	--
	小计	**65.19**	**44.29**	--	--	**44.29**	--	--
合计		**584.48**	**445.39**	**397.34**	**329.22**	**116.17**	**42.07**	--

资料来源：公司提供

从物业租赁情况来看，截至 2018 年底，公司商贸物流中心项目已出租面积 143.47 万平方米，与上年同期相比变化很小，公司已出租面积大于项目可用于出租的面积，主要系公司将部分可对外销售的物业对外出租，培养客户所致。2018 年，公司商贸物流中心租金收入 3.98 亿元，与上年同期

基本持平。随着公司对商业的持续培育，2018 年，公司商贸物流中心项目租赁单价均有所提升；且除蚌埠光彩大市场和南翔汽车智慧新城外其余 6 个商贸物流中心出租率均有不同程度增长。

表6　公司商贸物流中心租赁情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米/月、%）

项目	2017 年				2018 年			
	已出租面积	租金收入	租赁单价	出租率	已出租面积	租金收入	租赁单价	出租率
蚌埠光彩大市场	23.58	0.83	29.45	96.53	24.90	0.99	31.71	95.18
泰安光彩大市场	9.68	0.38	33.68	94.03	8.04	0.37	35.48	99.50
安庆光彩大市场	42.32	1.71	25.88	89.15	41.96	1.60	26.89	90.43
安徽华夏国际茶博城	9.35	0.11	13.15	87.39	10.98	0.16	15.71	94.66
芜湖国际商贸物流城	32.95	0.46	24.46	80.89	32.21	0.52	24.50	81.10
宿州文化项目	7.54	0.10	12.36	93.32	7.45	0.18	15.70	99.48
岳阳国际商贸物流城	6.71	0.08	11.66	84.55	6.76	0.06	12.15	96.47
南翔汽车智慧新城	9.75	0.09	12.95	91.88	11.16	0.11	13.28	91.31
合计	**141.87**	**3.76**	--	--	**143.47**	**3.98**	--	--

资料来源：公司提供

注：此处租金收入包含物业服务费收入和市场经营管理服务费收入；其中，表中租赁面积按期末数据统计；租赁单价按年底或月底执行的平均租赁价格统计。

总体看，2018 年公司商贸物流中心销售较为稳定，但部分项目去化较慢；物业出租率及租赁单价均有所上升，但整体租金收入规模较为一般。截至 2019 年 3 月底，公司竣工、在建及拟建中剩余可售面积能够满足公司未来 3~4 年的销售，但目前在售项目的剩余可售部分主要以竣工项目为主，拟建项目尚处于前期投资状态，达预售条件尚需一定时间，预计后期公司销售规模或将有所下行。

3．房屋销售（住宅）板块

公司目前主营业务仍以商贸物流中心的建设、运营为主，住宅地产主要为配合商贸物流中心项目开发房地产项目，非公司主业，公司自身不会主动拓展该种类型项目。2018年，公司房屋销售（住宅）主要为光明御龙湾和明光凯旋门，由于当年开盘面积较上年有所提升，公司签约销售面积11.27万平方米，同比增加24.26%；签约销售金额5.41亿元，同比增加36.96%。2018年，公司结转收入金额同比减少4.04亿元至3.45亿元，主要系茶博城茗湾学府、宿州宝贝城项目可结转收入减少，明光御龙湾和明光凯旋门尚未竣工所致。

表7　2017~2018年公司在售住宅销售情况（万平方米、亿元）

项目	开盘时间	2017 年				2018 年			
		当年开盘面积	当年签约销售面积	当年签约销售额	当年结转收入	当年开盘面积	当年签约销售面积	当年签约销售额	当年结转收入
茶博城茗湾学府	2015 年	--	0.77	0.15	4.84	--	0.24	0.05	1.79
宿州宝贝城	2015 年	--	1.71	0.71	2.56	--	0.11	0.08	0.48
淮安丽晶首府	2015 年	--	0.59	0.11	0.09	--	0.15	0.08	1.19
明光御龙湾	2017 年	6.45	5.07	2.53	--	2.00	2.96	1.45	--
明光凯旋门	2017 年	3.31	0.93	0.45	--	10.39	7.81	3.75	--
小计	--	**9.76**	**9.07**	**3.95**	**7.49**	**12.40**	**11.27**	**5.41**	**3.45**

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，竣工项目包括淮安丽都首府、宿州宝贝城和安徽华夏国际茶博城茗湾学府，

其中茶博城茗湾学府去化率较一般，主要系剩余部分为地下车库，小区入住率尚不高，去化较慢；在建项目中，明光御龙湾去化率已达95.23%，明光凯旋门去化率不高，主要系该项目分期开盘销售，2018年10月开盘10.39万平方米，开盘时间较晚所致。公司剩余可售面积为5.86万平方米，主要为明光凯旋门项目，预计公司后期销售规模将大幅下降。截至2019年3月底，公司在建项目预计尚需投资1.96亿元，无拟建项目，也无土地储备。

表8　截至2019年3月底公司房屋销售（住宅）项目情况（单位：亿元、万平方米、%）

状态	项目	取得土地成本	预计总投资	已投资	总可售面积	已售面积	去化率	已结转面积
竣工	茶博城茗湾学府	1.98	5.76	5.55	11.54	10.15	87.94	10.13
	宿州宝贝城	0.62	3.60	3.17	10.43	9.77	93.73	9.40
	淮安丽晶首府	0.06	1.92	1.86	6.55	6.52	99.47	6.49
	合计	**2.66**	**11.28**	**10.58**	**28.52**	**26.44**	--	**26.02**
在建	明光御龙湾	1.06	3.69	3.17	8.45	8.05	95.23	--
	明光凯旋门	1.83	6.17	4.73	13.70	10.32	75.35	--
	合计	**2.89**	**9.86**	**7.90**	**22.15**	**18.37**	--	--

注：淮安丽晶首府项目中包含一个自持酒店，总投资约0.70亿元，主体结构已整体完工，目前正在装修。为盘活资产，该酒店已于2018年5月整体转让，因此淮安丽晶首府项目总投资中扣除该部分投资。
资料来源：公司提供

总体看，受竣工项目可结转面积较小影响，公司结转面积大幅下降，致使公司房屋销售（住宅）结转收入大幅下降，但仍为公司营业收入提供了一定补充；目前公司房屋销售（住宅）项目去化较充分，剩余可售规模不大，且无拟建项目，预计后续该板块对公司现金流贡献有限；截至2019年3月底，公司房地产开发业务无土地储备，可售面积较小，未来发展不具有可持续性。

4．金融板块

2018年，在金融环境管控趋紧的大环境下，公司梳理各个业务条线流程，加强风险控制，适度缩减了金融板块业务规模，委托贷款业务规模降幅尤其显著。截至2018年底，公司对外发放的委托贷款、小额贷款、典当贷款等债权业务余额18.84亿元，较上年底减少10.79亿元，其中委托贷款业务年末余额11.21亿元，较上年底23.38亿元大幅减少12.17亿元，主要系为控制风险、收缩委托贷款业务所致，2018年实现收入1.26亿元，同比下降3.82%，不良率为19.22%，较上年底大幅提升11.09个百分点，主要系期末委托贷款余额减少，但不良贷款规模未有较大变化所致；小贷业务期末贷款余额4.69亿元，较上年底增加9.29%，2018年实现利息收入0.41亿元，同比下降26.79%，主要系2018年小额贷款业务主要以个人住房抵押贷款为主，风险较低，利率下降，且当年新增的小贷业务主要在2018年下半年投放，因收入确认的滞后性所致，不良率为5.15%，较上年底减少1.07个百分点。公司金融板块担保方式为抵押占86.51%、质押占11.66%、保证占1.83%，行业分布以房地产业和批发零售业为主，上述不良贷款抵押占72.12%、质押占19.32%、保证占8.57%，公司不良贷款大部分存在抵质押物，且抵质押物价值能够对不良贷款规模形成覆盖，但尚有部分不良贷款无抵质押物，预计回收风险较大（详细情况见附件2、附件3）。

表9 2016~2018年公司金融板块收入构成情况（单位：万元、%）

项目	业务运营单位	2018年底期末余额	2018年底不良贷款规模	不良率	2016年收入	2017年收入	2018年收入
委托贷款业务	新安金融、新安资产、新安资本	112,106.67	21,551.00	19.22	14,050.50	13,114.00	12,608.43
小贷业务	新安小贷	46,893.06	2,670.06	5.15	5,750.14	5,640.78	4,093.27
典当业务	新安典当、南翔典当	24,433.30	15,383.30	62.96	2,764.31	3,554.16	3,369.98
融资租赁业务	新安租赁	--	--	--	3,669.17	2,251.59	--
互联网金融服务平台	新安左右贷	25,086.34	--	--	4,005.17	2,076.52	843.1
其他业务	左邻右里、新安金融、新安资产、庐记代理等	--	--	--	1,521.86	1,672.26	1,988.86
担保业务	新安担保	58,929.34	--	--	435.27	456.69	617.84
合计	--	**267,448.71**	**39,604.36**	--	**32,196.42**	**28,766.00**	**23,521.48**

资料来源：公司提供

注：1、此处营业收入与合并口径不一致，主要系合并口径中有部分内部抵消业务所致。2、担保业务期末余额是公司对外提供的担保余额，互联网金融平台余额是公司平台上的贷款余额非公司投放，公司只是提供服务平台，收取管理费。3、互联网金融服务平台期末余额25,086.34全部由新安担保公司提供担保，客户以自有房产抵押给新安担保公司提供反担保，因此互联网金融服务平台业务与担保业务期末余额重合25,086.34万元。

公司金融板块坚持以债权业务为主、适度开展股权投资业务的经营思路。截至2018年底，公司股权投资业务规模18.12亿元，较上年底增加1.65%，当年新增的股权投资主要有无锡迪维投资合伙企业（有限合伙）2.04亿元，减少的股权投资主要有皖江（芜湖）物流产业投资基金（有限合伙）（以下简称“皖江物流”）0.81亿元、浙江蓝桂资产管理有限公司0.50亿元等。

新安银行系公司作为主发起人之一设立的安徽省首家民营银行，新安银行注册资本20亿元，公司出资6.00亿元，持股30%，已于2017年11月正式开业运营。新安银行的顺利开业有利于完善公司金融产业布局，提升公司品牌影响力。截至2018年底，新安银行资产总额为40.26亿元，负债总额为20.10亿元，吸收存款余额为13.82亿元，同业存放款项5.75亿元；各项贷款余额为20.97亿元，暂无不良贷款；累计计提贷款损失准备0.52亿元，贷款拨备率为2.50%。2018年实现营业收入1.41亿元，实现净利润0.20亿元。

总体看，2018年，公司适度缩减了委托贷款债权业务规模，叠加小贷业务利率下降和收入确认具有滞后性，当期金融板块收入有所下降；公司委托贷款和典当业务不良贷款整体规模未发生较大变动，但受期末余额减少影响，委托贷款和典当业务不良率较上年有所上升，整体处于较高水平，不良贷款大部分存在抵质押物，但公司能否收回不良贷款存在一定不确定性。

5．经营关注

（1）业务区域分布较集中

公司商贸物流中心项目以及金融业务的客户大部分位于安徽省，区域较为集中，不利于分散风险，安徽省经济发展情况和相关政策对公司经营有较大影响。

（2）商贸物流中心项目开发周期较长，投资规模较大，去化较为一般

公司商贸物流中心项目规模较大、开发周期较长，去化速度相比一般住宅项目较慢。公司在建及拟建项目尚需投资金额较大，公司存在较大的资本支出压力。

（3）公司转型发展文化街区项目，或将存在管理压力

公司将由开发大型商贸物流中心项目转型为发展小型文化街区项目，项目主要分布在公司商贸

物流中心项目所在三四线城市，公司在文化街区项目的拓展或将存在一定管理压力。

（4）住宅类房地产土地储备不足。

截至 2019 年 3 月底，公司住宅开发业务无土储，且住宅销售中剩余可售面积很小，未来房地产板块对公司整体的现金流贡献有限；剩余可结转面积相对较大，短期内仍可以为房地产销售收入提供一定支撑，但不具有持续性。

（5）金融板块业务坏账风险依旧存在

公司委托贷款规模有所减少，贷款类资产中非正常类规模仍较大，收回存在一定不确定性，且随着经济增速下行，坏账损失风险依旧存在。

6．未来发展

公司根植商贸物流业近 40 年，逐步形成以商贸物流产业为主业，文化产业和金融产业为补充，三大产业共同发展、相互促进的发展格局。加快拓展文化产业项目，整合文化产业资源，每年拓展 2~3 个新的特色文化街区项目。在此基础上，充分利用在商业运营管理方面的人才、运营策略、管理体系优势，推动品牌输出，通过多种方式承接运营商业项目，以创造新的利润增长点。在金融板块，公司将对金融的传统业务盈利方式和业务模式进行优化调整。第一，稳健发展传统的小额贷款、典当和融资租赁等传统信贷业务。第二，适度开展上市公司定增、PE 等股权投资业务。第三，积极利用好商贸物流中心的广大的商户和上下游产业链资源，与极具实力的互联网技术企业合作，打造国内一流的互联网金融平台。公司主发起成立的民营银行-安徽新安银行将充分发挥民营银行优势，在监管部门的支持下，通过专业化经营、差异化竞争，稳健开展相关银行业务。未来新安银行将依托公司商贸物流园区优质的商户资源，开展普惠金融业务，推动中小微企业的发展，促进公司商贸物流板块与金融板块的融合、发展。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司持续发展。

六、财务分析

公司 2018 年度合并财务报表已经华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见；2019 年 1~3 月财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的各项会计准则。2018 年，公司合并范围内新增 5 家子公司、减少 3 家子公司，但公司主营业务不变，会计政策连续，公司财务数据的可比性仍属较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 223.44 亿元，负债合计 136.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.14 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 67.75 亿元。2018 年，公司实现营业收入 23.09 亿元，净利润（含少数股东损益）0.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.76 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.66 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 223.32 亿元，负债合计 136.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 87.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 67.41 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.30 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-2.00 亿元。

1．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 223.44 亿元，较年初减少 1.76%，主要系非流动资产减少所致；流动资产占比增加 1.87 个百分点至 43.95%，非流动资产占比减少至 56.05%，资产结构仍以非流动

资产为主。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计98.21亿元，较年初增长2.60%，主要由货币资金（占18.79%）、存货（占比62.85%）和其他流动资产（占10.94%）构成。

截至2018年底，公司货币资金18.45亿元，较年初增长56.15%，主要系公司经营活动现金流净额增加所致；公司货币资金主要由银行存款（占60.92%）和其他货币资金（占39.08%）构成，其他货币资金主要为各类保证金、为取得借款进行的定期存单质押、证券投资账户余额等；受限资金5.83亿元，占货币资金的31.60%，受限比例较高。

截至2018年底，公司存货账面价值61.72亿元，较年初增长2.48%，主要系开发成本的增加所致；其中开发产品占48.81%，开发成本占51.19%，开发产品中芜湖国际商贸物流城（17.45亿元）、蚌埠光彩大市场（3.02亿元）和宿州文化项目（2.57亿元）规模较大；开发成本中岳阳国际商贸物流城（8.19亿元）、明光御龙湾、凯旋门（6.72亿元）和芜湖国际商贸物流城（6.19亿元）规模较大，公司存货（开发产品）计提跌价准备0.02亿元，计提比例较低，公司开发产品规模较大，芜湖、蚌埠等地区商贸物流行业的景气度和房地产市场状况对公司有较大影响。

截至2018年底，公司其他流动资产10.74亿元，较年初减少12.89%，主要系公司银行理财产品减少所致；公司其他流动资产主要由理财产品（占67.60%）和预交税金（占27.19%）构成。

（2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计125.23亿元，较年初减少4.92%，主要系委托贷款、长期股权投资和固定资产的减少所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.03%）、发放贷款及垫款（占5.25%）、委托贷款（占8.04%）、长期股权投资（占6.44%）和投资性房地产（占比61.30%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产10.06亿元，主要由按成本计量的可供出售权益工具（占94.21%）构成，较年初增长11.01%，主要系本年新增对无锡迪维投资合伙企业（有限合伙）2.04亿元投资所致。

截至2018年底，公司委托贷款净额10.07亿元，较年初减少54.57%，主要系金融板块子公司本期发放的贷款规模下降所致；从五级分类来看，委托贷款正常类余额占比28.46%，关注类占比52.36%，次级类占比11.24%，可疑类占比8.03%，委托贷款风险较高；公司对上述五级分类贷款计提贷款损失准备的比例分别为1.50%、3.00%、30.00%、60.00%和100.00%，年末委托贷款减值准备金额1.14亿元。

截至2018年底，公司长期股权投资8.06亿元，主要是对新安银行和皖江物流的投资，较年初减少8.02%，主要系减少对皖江物流的投资以及皖江投资形成-0.61亿元的其他综合收益所致。

截至2018年底，公司投资性房地产76.77亿元，较年初增长5.14%，主要系公允价值增长所致；公司投资性房地产采用公允价值模式计量，初始成本为35.81亿元，增值率为114.38%，增值率略高。

截至2018年底，公司受限资产合计58.31亿元，占总资产的26.10%，受限程度略高，受限资产分别为货币资金5.83亿元、存货4.59亿元、固定资产1.59亿元、无形资产0.75亿元和投资性房地产45.54亿元，主要用于借款抵质押。

截至2019年3月底，公司资产总额223.32亿元，较年初无较大变动，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018年，公司资产规模较年初变化不大，仍以非流动资产为主；资产中存货和投资性房地产占比较大，存货中开发产品占比较大，资产流动性一般；资产受限程度略高，且委托贷款中

非正常类贷款规模较大。整体看，公司资产质量仍属一般。

2．负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债合计136.30亿元，较年初减少2.11%，主要系非流动负债减少所致；流动负债占比较年初增加11.09个百分点至53.20%，非流动负债占比减少至46.80%，以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计72.51亿元，较年初增长23.66%，主要系短期借款、应付票据、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致；流动负债主要由短期借款（占10.25%）、预收款项（占29.44%）、其他应付款（占14.61%）和一年内到期的非流动负债（占27.01%）构成。

截至2018年底，公司短期借款7.43亿元，较年初增长15.91%，系公司补充流动资金所致；短期借款主要由抵押借款（占比60.16%）和质押借款（占比26.78%）构成。截至2018年底，公司应付账款3.40亿元，较年初减少45.06%，主要系与施工方结算工程款增加所致。截至2018年，公司应付票据为0.98亿元（2017年无应付票据），全部为银行承兑汇票。截至2018年底，公司预收款项21.35亿元，较年初增长74.88%，主要系新增楼盘开售，收到的预收房款增加所致；其中，购房款占93.68%，房屋租金及劳务费占5.25%。截至2018年底，公司其他应付款10.59亿元，较年初增长88.43%，主要系往来款的增加所致；截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债19.59亿元，较年初增长30.95%，系一年内到期的应付债券的增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 63.78 亿元，较年初减少 20.86%；非流动负债主要由长期借款（占 27.54%）、应付债券（占 41.55%）和递延所得税负债（占 22.01%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款账面价值 17.56 亿元，较年初增长 10.67%，主要系抵押借款的增加所致；其中 1~2 年到期的长期借款占比 54.16%；2~3 年到期的长期借款占比 10.01%；3~4 年到期的长期借款占比 8.75%；4~5 年到期的长期借款占比 13.69%；5 年以上的长期借款占比 13.10%，长期借款集中在 2020 年到期偿付比例较大。截至 2018 年底，公司应付债券 26.50 亿元，较年初减少 44.21%，主要系归还 14.73 亿元的“16 南翔 02”所致；其中 2.80 亿元的“17 南翔 02”和 18 亿元的“16 南翔 03”的回售选择权日分别为 2019 年 7 月 8 日和 2019 年 12 月 19 日，若投资者全部行使回售选择权，公司应付债券将集中于 2019 年到期，公司将于 2019 年面临一定的集中偿付压力；若不考虑回售情况，公司应付债券主要集中于 2021 年到期。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 14.04 亿元，较年初增长 7.81%，主要系本年根据公允价值变动收益金额计提递延所得税负债所致。

截至2018年底，公司全部债务77.06亿元，较年初减少17.62%，主要系偿还应付债券所致；其中短期债务占比41.52%，长期债务占58.48%，较年初减少10.34个百分点，仍以长期债务为主，不考虑回售情况，全部债务集中于2019~2021年到期；如考虑回售，公司将于2019年面临较大集中偿付压力。截至2018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61.00%、46.93%和34.09%，较年初分别减少0.22个百分点、4.54个百分点和8.11个百分点，公司债务负担仍处于合理水平。

表10　2016年底~2019年3月底公司全部债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年底		2017 年底		2018 年底		2019 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期债务	10.65	14.13	29.17	31.18	32.00	41.53	30.22	41.04
长期债务	64.7	85.87	64.37	68.82	45.06	58.47	43.42	58.96
全部债务	**75.35**	**100.00**	**93.54**	**100.00**	**77.06**	**100.00**	**73.64**	**100.00**

资料来源：公司提供、联合评级整理

截至2019年3月底，公司负债合计136.13亿元，较年初下降0.12%；流动负债占比由53.20%增长至54.48%，变化不大；公司全部债务73.64亿元，较年初下降4.43%，主要系偿还短期借款的减少所致，其中短期债务占比41.04%，如果公司公司债券到期全部回售，则公司2019年尚有26.50亿元应付债券需要偿付，公司短期债务将增加至56.72亿元，占全部债务的77.02%，占比很高，公司面临的短期集中偿付压力很大；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60.96%、45.80%和33.26%，债务指标均微幅下降。

表11　截至2019年3月底公司短期债务情明细况（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
短期借款	6.46	21.37
交易性金融负债	1.00	3.31
应付票据	0.98	3.24
其他流动负债	3.00	9.93
一年内到期应付债券	6.27	20.75
一年内到期长期借款	12.51	41.40
合计	**30.22**	**100.00**

资料来源：公司提供、联合评级整理

表12　截至2019年3月底考虑回售情况下公司长期债务期限结构分布明细情况（单位：亿元、%）

项目	1年以内	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	5年以上	合计
长期借款	--	7.12	6.66	0.84	0.31	0.39	15.32
应付债券	26.50	--	--	--	--	--	26.50
长期应付款	--	0.60	1.00	--	--	--	1.60
合计	**26.50**	**7.72**	**7.66**	**0.84**	**0.31**	**0.39**	**43.42**
占比	**61.03**	**17.78**	**17.63**	**1.93**	**0.72**	**0.91**	**100.00**

资料来源：公司提供、联合评级整理
注：表中应付债券为一年以内到期主要为考虑了公司债券到达回售的日期。

总体看，2018年，公司负债规模有所减少，负债结构由以非流动负债为主变为以流动负债为主；受偿还应付债券影响，公司债务规模有所减少，仍以长期债务为主，但如考虑应付债券回售情况，公司将于2019年面临较大集中偿付压力。

（2）所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计87.14亿元，较年初减少1.20%，归属于母公司所有者权益占比77.75%，较年初变化不大；归属于母公司所有者权益主要由资本公积（占15.93%）和未分配利润（占82.64%）构成。公司所有者权益结构变化不大，但仍以未分配利润为主，权益稳定性弱。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计87.19亿元，较年初增长0.06%，归属于母公司所有者权益占比77.31%，较年初降低0.44个百分点，变化不大；归属于母公司所有者权益主要由资本公积（占16.01%）和未分配利润（占82.60%）构成。

总体看，公司所有者权益规模及结构变化不大，权益稳定性仍较弱。

3．盈利能力

2018年，公司实现营业收入23.09亿元，同比减少36.47%，主要系商贸物流园区开发收入及房屋销售（住宅）收入的减少所致；实现净利润0.35亿元，同比下降88.77%，主要系主营业务收入下降所致；实现归属于母公司所有者的净利润0.39亿元，同比下降86.05%。

从期间费用来看，2018 年，公司费用总额 9.34 亿元，同比减少 1.31%；其中，销售费用 1.54 亿元（占 16.48%），同比增长 28.60%；管理费用 2.64 亿元（占 28.24%），同比下降 16.35%；财务费用 5.16 亿元（占 55.28%），同比减少 1.31%。

从利润构成来看，2018 年，公司公允价值变动收益 3.05 亿元，同比增长 173.76%，主要为投资性房地产公允价值变动损益提升所致，占营业利润的 251.65%，对利润影响大；投资收益-0.12 亿元，由正转负，主要系 2018 年市场整体下行，公司处置部分二级市场投资发生亏损所致，投资收益对利润总额未有贡献；其他收益 0.83 亿元（为政府补助），占营业利润的 68.82%，对利润影响大。

从盈利指标来看，2018 年，随着公司利润规模的减少，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.01%、2.73%和 0.39%，较上年分别下降 1.69 个百分点、1.03 个百分点和 3.16 个百分点，公司盈利能力弱化。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.79 亿元，同比减少 9.87%，主要系竣工结转项目规模减少，确认收入金额有所减少所致；实现净利润 0.10 亿元，同比下降 2.39%。

总体看，2018 年，公司收入规模及利润规模大幅下降，公允价值变动收益及其他收益等非经常性损益对利润影响很大，扣除非经常性损益后公司营业利润出现亏损，公司整体盈利能力下降，并处于一般水平。

4．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 56.84 亿元，同比增长 1.67%；公司经营活动现金流出为 36.09 亿元，同比减少 34.92%，主要系委托贷款业务规模减少所致；综上，公司经营活动现金流量净额 20.76 亿元，同比增加 20.29 亿元，经营活动现金流仍为净流入且净流入规模大。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 9.80 亿元，同比增长 63.11%，主要系 2018 年南翔商贸物流收回商丘置业投资款、新安金融收回蓝桂十号资管计划投资款所致；投资活动现金流出 5.63 亿元，同比减少 81.32%，主要系投资支付的现金和理财产品支付的现金减少所致；综上，公司投资活动现金流量净额 4.17 亿元，由上年的现金净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 32.30 亿元，同比下降 44.42%，主要系 2018 年公司并未新增直接融资所致；筹资活动现金流出 52.57 亿元，同比增长 43.90%，主要系公司于 2018 年偿付债券规模增加所致；综上，筹资活动现金流量净额-20.27 亿元，由上年的现金净流入转为净流出。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 4.61 亿元，同比增长 120.89%，主要系本期公司加大对存量可售资产的去化力度，资金回笼增加，同时调整新建项目的工程开发节奏，控制新增项目投入；另外委托贷款业务规模当期也有所压缩，使得经营活动现金流净额大幅提升所致；投资活动现金流量净额-1.80 亿元，上年同期为-1.70 亿元，变化不大；筹资活动现金流量净额-4.81 亿元，上年同期为-4.30 亿元，主要系本期未收到吸收投资收到的现金以及支付其他与筹资活动有关的现金增加所致。

总体看，2018 年，因委托贷款规模减少，公司经营活动现金净流入规模大幅提升；受投资活动现金流入增加影响，公司投资活动现金由净流出转为净流入；受偿付债券规模增加影响，筹资活动现金由净流入转为净流出。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率从上年底的 1.63 倍下降至 1.35 倍，

速动比率从上年底的 0.61 倍下降至 0.50 倍，均有所下滑。现金短期债务比从上年底的 0.62 倍上升至 0.69 倍，略有提升，主要系现金类资产增加所致。整体看，公司短期偿债能力指标与上年基本持平，且处于一般水平，但若考虑应付债券回售情况，公司 2019 年到期债务规模将大幅增加，公司面临较大短期集中偿付压力。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.16 亿元，同比下降 23.75%，主要系利润总额减少所致；EBITDA 中，利润总额占 17.99%，计入财务费用的利息支出占 67.83%，折旧占 5.86%，摊销占 8.32%；EBITDA 利息倍数由上年的 1.67 倍下降至 1.31 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍下降至 0.09 倍，主要系利润规模减少所致，EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度降低。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内获得的银行授信额度合计 60.16 亿元，已使用 46.90 亿元，尚未使用的额度 13.26 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司无作为被告方的未决诉讼案件；公司作为原告方的未决诉讼共 6 笔，主要为借款合同纠纷和追偿权纠纷，涉案金额合计 0.20 亿元。

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：G1034080100007630N），截至 2019 年 5 月 13 日，公司无未结清或已结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，2018 年，随着利润规模的减少，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标较上年有所下降，考虑 2019 年存在大额回售应付债券，公司长短期偿债能力均较弱，偿债指标均处于一般水平；但考虑到公司在综合实力和经营规模等方面具有较强的竞争优势，公司偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）21.75 亿元，为“16 南翔 02”和“16 南翔 03”待偿本金合计（18.27 亿元）的 1.19 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产 87.19 亿元，为“16 南翔 02”和“16 南翔 03”待偿本金合计（18.27 亿元）的 4.77 倍，对“16 南翔 02”和“16 南翔 03”的按期偿付起到的保障作用高。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 7.16 亿元，为“16 南翔 02”和“16 南翔 03”待偿本金合计的 0.39 倍，覆盖程度一般。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 56.84 亿元，为“16 南翔 02”和“16 南翔 03”待偿本金合计（18.27 亿元）的 3.11 倍，公司经营活动现金流入量对“16 南翔 02”和“16 南翔 03”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、经营规模、品牌知名度和业务多元化等方面具有较强的竞争优势，联合评级认为，公司对“16 南翔 02”和“16 南翔 03”的偿还能力很强。

八、综合评价

2018年，公司面临较大偿债压力，积极推进项目销售以回笼资金，并延缓项目继续投入，经营活动净现金流大幅提高；公司主要商贸物流中心项目租赁运营情况良好，租金稳定增长；转型开发文化街区项目有利于加快资产周转和现金流回收。同时，联合评级也关注到公司业务区域分布较集

中、商贸物流板块剩余可售面积质量一般或将影响公司后期销售规模、房地产板块对公司现金流贡献有限、金融板块非正常类贷款规模仍然较大、债务短期集中偿付压力较大、经营业务大幅下降、非经常性损益对公司利润水平影响较大等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

公司近期放缓对成熟商贸物流中心项目的开发节奏，并适度开发文化商业街以加快资产周转，改善资产结构，同时收缩金融业务规模，控制风险。目前公司商贸物流中心项目在建及拟建项目规模较大，仍能满足公司未来一定时间销售和形成一定现金流入。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 南翔 02”和“16 南翔 03”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　安徽省南翔贸易（集团）有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	212.17	227.43	223.44	223.32
所有者权益（亿元）	85.28	88.19	87.14	87.19
短期债务（亿元）	10.65	29.17	32.00	30.22
长期债务（亿元）	64.70	64.37	45.06	43.42
全部债务（亿元）	75.35	93.54	77.06	73.64
营业收入（亿元）	33.34	36.34	23.09	3.79
净利润（亿元）	7.22	3.08	0.35	0.10
EBITDA（亿元）	15.10	9.39	7.16	--
经营性净现金流（亿元）	19.87	0.46	20.76	4.61
流动资产周转次数（次）	0.35	0.38	0.24	--
存货周转次数（次）	0.29	0.37	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.16	0.17	0.10	--
现金收入比率（%）	94.61	76.21	135.81	204.16
总资本收益率（%）	7.26	4.70	3.01	--
总资产报酬率（%）	6.72	3.75	2.73	--
净资产收益率（%）	8.36	3.55	0.39	--
营业利润率（%）	31.57	28.75	30.24	47.23
费用收入比（%）	27.60	26.04	40.46	50.21
资产负债率（%）	59.81	61.22	61.00	60.96
全部债务资本化比率（%）	46.91	51.47	46.93	45.80
长期债务资本化比率（%）	43.14	42.19	34.09	33.26
EBITDA 利息倍数（倍）	2.99	1.67	1.31	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.10	0.09	--
流动比率（倍）	2.11	1.63	1.35	1.38
速动比率（倍）	0.74	0.61	0.50	0.52
现金短期债务比（倍）	2.18	0.62	0.69	0.74
经营现金流动负债比率（%）	42.73	0.79	28.62	6.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.83	0.51	0.39	--

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、公司其他流动负债中的有息债务、长期应付款已分别计入短期债务和长期债务

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
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	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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务+长期应付款

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。