信用评级公告

联合〔2021〕5091 号

联合资信评估股份有限公司通过对安徽省南翔贸易（集团）有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持安徽省南翔贸易（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 南翔 03”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

安徽省南翔贸易（集团）有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
安徽省南翔贸易（集团）有限公司	AA	稳定	AA	稳定
16 南翔 03	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 南翔 03	18.00 亿元	13.35 亿元	2021/12/19

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
公司有一定规模商贸物流中心项目，可为公司带来稳定现金流				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，安徽省南翔贸易（集团）有限公司（以下简称“公司”）剩余可售面积充足，主要商贸物流中心项目租赁运营情况良好，能够给公司带来一定规模的稳定现金流及收入。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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项目面临去化压力、住宅地产板块对公司现金流贡献不具有持续性、金融板块非正常类贷款规模仍然较大、短期债务偿付压力较大、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。

公司持续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、形成一定现金流入。

综上，联合资信确定维持公司主体信用等级为 AA，同时维持“16 南翔 03”的债项信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **剩余可售面积充足。**截至 2021 年 3 月底，公司剩余可售面积较为充足，能够满足公司未来较长一段时间销售需求，但项目去化难度较大。
2. **租赁业务对现金流及收入形成补充。**公司持有物业总体运营稳定，租金收入能够给公司带来一定规模的稳定现金流及收入。

关注

1. **2020 年，公司商铺销售因疫情受到影响。**2020 年新冠疫情使得公司商贸城的许多潜在客户转为观望状态，商铺销售金额大幅下降。
2. **业务集中，区域经济发展及政策对公司经营影响较大。**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。

分析师：张文韬　曹梦茹
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. **剩余可售以竣工项目为主，且分布集中，存在去化压力；住宅开发板块对公司现金流贡献将下降。**公司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，公司存在去化压力，预计后期销售规模及速度或将有所下行；住宅地产板块无未开发项目，且剩余销售面积规模较小，住宅地产板块发展不具有可持续性。
4. **短期债务偿付压力大，资产质量不佳，盈利能力弱。**公司2021年仍面临较大的债务偿付压力，且可用货币资金规模较小，资产中存货去化压力大，委托贷款中非正常类比例高，资产总体受限程度高；现金对短期债务覆盖程度较低；投资收益和公允价值变动收益对公司利润水平影响很大，扣非后盈利能力弱。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	22.04	14.88	25.75
资产总额（亿元）	223.44	209.58	198.99
所有者权益（亿元）	87.14	88.03	86.42
短期债务（亿元）	32.00	25.34	41.01
长期债务（亿元）	45.06	36.69	28.52
全部债务（亿元）	77.06	62.02	69.53
营业收入（亿元）	23.09	27.99	22.87
利润总额（亿元）	1.29	1.20	0.75
EBITDA（亿元）	7.16	5.85	5.41
经营性净现金流（亿元）	20.76	9.78	3.52
营业利润率（%）	30.24	37.43	26.51
净资产收益率（%）	0.40	1.10	0.61
资产负债率（%）	61.00	57.99	56.57
全部债务资本化比率（%）	46.93	41.33	44.59
流动比率（%）	135.43	139.78	129.84
经营现金流动负债比（%）	28.62	14.62	5.35
现金短期债务比（倍）	0.69	0.59	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.30	1.34
全部债务/EBITDA（倍）	10.76	10.61	12.86
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	86.35	68.51	79.52
所有者权益（亿元）	34.23	34.73	35.16
全部债务（亿元）	35.07	25.15	29.50
营业收入（亿元）	0.22	0.65	0.71
利润总额（亿元）	0.11	0.62	0.69
资产负债率（%）	60.36	49.32	55.78
全部债务资本化比率（%）	50.60	42.01	45.62
流动比率（%）	200.54	240.35	122.24
经营现金流动负债比（%）	2.27	3.65	0.39

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 其他应付款中的有息部分计入短期债务计算，长期应付款中的有息部分计入长期债务计算

主体评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 南翔 03	AA	AA	稳定	2020/06/19	宋莹莹 卢瑞	原联合信用评级有限公司一般工商企业信用评级方法/评级模型	阅读全文
16 南翔 03	AA	AA	稳定	2016/09/07	钟月光 唐玉丽	原联合信用评级有限公司一般工商企业信用评级方法/评级模型	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由安徽省南翔贸易（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

安徽省南翔贸易（集团）有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于安徽省南翔贸易（集团）有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司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。后经过一系列股权转让及增资，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 5,867.45 万元，余恒和余静分别持有公司股份 47.61%和 37.61%，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）。公司股权结构图详见附件 1-1。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

截至 2020 年底，公司设立综合管理部、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。截至 2020 年底，公司合并范围内一级和二级子公司共 9 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 198.99 亿元，所有者权益 86.42 亿元（含少数股东权益 19.98 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 22.87 亿元，利润总额 0.75 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至本报告出具日公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 南翔 03	18.00	13.35	2016/12/19	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济环境和经济运行状况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应

量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

公司营业收入主要来自于商贸城、批发市场、商业街开发，业务主要位于安徽省，商业营业用房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. 商业地产行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2017 年以来随着部分地区市场饱和，商业地产投资增速有所放缓，但 2020 年投资增速呈现企稳回升态势，办公楼开发投资增速回升较显著。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

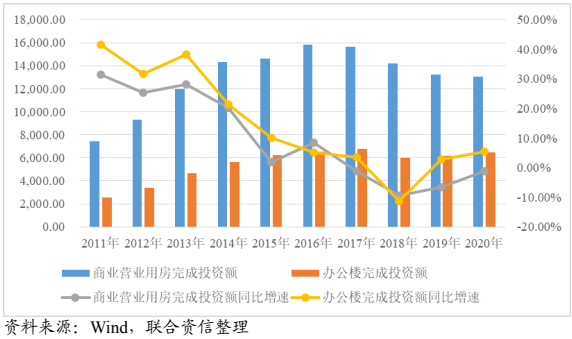
2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.76%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

2021年1－2月，全国商业营业用房开发投资完成额同比增长27.81%，办公楼开发投资完成额同比增长22.79%，增幅较大主要系2020年1－2月受新冠肺炎疫情影响所致，可比性不大。

图 1　2011－2020 年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITs的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升

物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

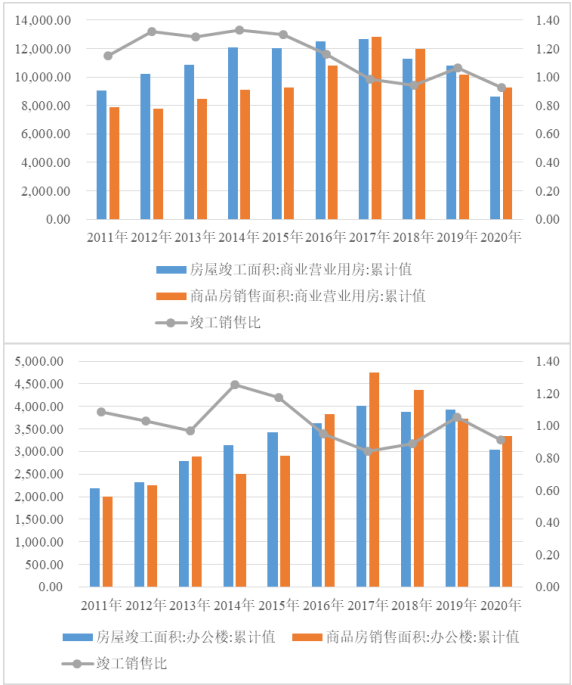
2. 市场供需

近年来，商业地产去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大；2019 年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015 年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017 年，供过于求的局面开始扭转。2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%；增速较上年下降 12.36 个百分点。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用房销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.80%，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10,814.18 万平方米，同比下降 3.95%；商业营业用房销售面积 10,172.87 万平方米，同比下降 15.02%。2020 年，全国商业营业用房竣工面积 8,620.62 万平方米、销售面积 9,288.46 万平方米，销售面积大于竣工面积，整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比增下降 3.06%，增速较上年下降 13.46 个百分点；办公楼销售面积 4,363.32 万平方米，同比下降 8.26%，增速较上年下降 32.57 个百分点。2019 年，全国办公楼竣工面积 3,923.39 万平方米，同比微增 1.01%；办公楼销售面积 3,722.76 万平方米，同比下降 14.68%。2020 年，全国办公楼竣工面积 3,041.59 万平方米、销售面积 3,334.33 万平方米，供需关系小幅扭转。

图 2　2011－2020 年全国办公楼和商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



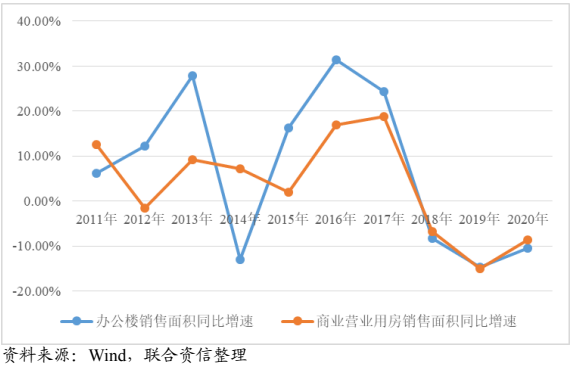
注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求

资料来源：Wind，联合资信整理

从全国商业地产的增速来看，2008 年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009 年和 2010 年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加 24.2%和 29.9%，办公楼销售面积同比大幅增长 30.8%和

21.9%，远超同期 GDP 增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2018 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降 13.6%和 9.4%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降 15.70%和 6.20%。2019 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比分别下降 15.0%和 16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降 14.7%和 15.1%。2020 年，全国商业营业用房销售面积同比下降 8.69%，办公楼销售面积同比下降 10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

图 3　2011－2020 年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。而进入 2015 年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。根据赢商大数据统计，2020 年上半年全国 19 城 964 个样本购物中心的平均空置率为 8.88%，下半年进一步上升至 11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为 10.06%、二线城市为 12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020 年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近 30%，一线城市写字楼空置率在 20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过 25%。

2. 安徽省区域经济分析

2020 年，受疫情影响，安徽省经济增速放缓；人均可支配收入、固定资产投资和房地产投资保持合理增速，经济基本面运行平稳。

根据《安徽省 2020 年国民经济和社会发展统计公报》，2020 年安徽省实现地区生产总值（GDP）38,680.6 亿元，比上年增长 3.90%，增速较上年下降 3.6 个百分点。分产业看，第一产业增加值 3,184.7 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 1,5671.7 亿元，增长 5.2%，其中工业增加值 11,662.2 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 19,824.2 亿元，增长 2.8%。三次产业结构由上年的 7.9：40.6：51.5 调整为 8.2：40.5：51.3。预计全员劳动生产率 88,317 元/人，比上年增加 4,284 元/人。

2020 年，全省常住居民人均可支配收入 28,103 元，比上年增长 6.4%，扣除价格因素实际增长 3.6%。城镇常住居民人均可支配收入 39,442 元，增长 5.1%，扣除价格因素实际增长 2.5%。人均消费支出 22,683 元，下降 4.6%。

2020 年，全省固定资产投资（不含农户）比上年增长 5.1%，其中租赁和商业服务业固定资产投资同比增长 18.30%。分产业看，第一产业投资增长 34.8%，第二产业投资下降 4.3%，第三产业投资增长 9.3%。工业投资下降 4.3%，其中制造业投资下降 5.6%。

2020 年，全省房地产开发投资 7,042.3 亿元，比上年增长 5.6%。商品房销售面积 9,534.1 万平方米，增长 3.3%；商品房销售额 7,346.1 亿元，增长 7.7%；年末商品房待售面积 1,541.7 万平方米，增长 0.7%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，公司实际控制人仍为余渐富。

2. 企业规模和竞争力

公司属于安徽省境内的大型综合民营企业，在以传统的商贸物流中心为核心的基础上，积极发展金融板块，有一定的区域品牌特色优势。

公司以商贸物流为主业，逐步涉足投资、金融领域。公司现已发展为以主要面向三四线城市和具备条件的二线城市的区域商贸物流中心光彩大市场为特色品牌，以商贸物流中心的建设与运营及金融服务为主业的综合性民营企业。公司专注于在三、四线城市和具备条件的二线城市开发和运营商贸物流中心，现已成功建立“光彩大市场”、“国际商贸物流城”、“专业市场”三大产品体系和“南翔”、“光彩”两个品牌。截至2020年底，公司已建成八大商贸物流中心并全部自主运营管理，入驻商户2万余家。公司旗下安徽新安金融集团股份有限公司（以下简称“新安金融”）是安徽省目前规模最大的混合所有制金融企业集团。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（中征码：4401020000222692），截至2021年3月24日，公司本部已结清和未结清信贷记录中均不存在不良或关注类信贷信息。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事人数减少，管理制度无重大变化。

2020年至今，为提高决策效率、实现扁平化管理，公司对章程进行了修改，董事由9人减少为5人。公司管理制度和高管无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司最主要业务商贸物流园区开发受到疫情冲击，收入同比下降。公司综合毛利率亦有一定下滑，主要系 2020 年结转的项目距离拿地时间相对较短，成本相对较高所致。

2020 年，公司各板块收入占比未发生明显变化，商贸物流园区开发、住宅销售和商贸物流园区经营依然是主要收入来源。其中商贸物流园区开发受疫情影响收入下降较多，是公司营业收入同比下降的主要原因。

毛利率方面，2020 年商贸物流园区开发毛利率下降明显，主要系当年公司为加快现金回笼对部分商铺降价，同时上期销售结转的项目建设期较早、成本较低、毛利率高的项目占比较高所致。受此影响，公司 2020 年毛利率同比下降幅度较大。

表 3　2018－2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2018 年			2019 年			2020 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	11.43	49.49	39.73	16.47	58.82	56.34	12.72	55.61	34.13
房屋销售（住宅）	3.45	14.95	14.36	5.05	18.04	8.57	4.60	20.10	8.39
商贸物流园区经营	3.98	17.25	72.57	3.86	13.80	70.94	3.64	15.93	70.02
金融业务	1.65	7.16	44.74	1.00	3.56	20.26	0.58	2.53	17.45
其他	2.57	11.15	32.23	1.62	5.77	35.57	1.33	5.83	43.86
合计	**23.09**	**100.00**	**41.13**	**27.99**	**100.00**	**47.25**	**22.87**	**100.00**	**34.82**

资料来源：公司提供

2. 商贸物流园区开发

公司近年现金流较为紧张，未新增土地储备，在建支出压力不大；新冠疫情对公司的项目去化造成较大影响，在建和拟建项目可售资源充足，但需关注芜湖项目和淮北项目的去化压力。

2020 年及 2021 年 1－3 月，因公司短期债务偿付压力较大，资金较为紧张，公司未新增土地储备。

目前公司在建项目 1 个，建设支出压力不大。拟建项目近期尚无动工计划。

表4　截至2021年3月底公司商贸物流板块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	淮北云集文化项目	1.30	6.10	4.18	2.30	1.88
	小计	**1.30**	**6.10**	**4.18**	**2.30**	**1.88**
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	3.15
	芜湖国际商贸物流城（2 期）	0.73	23.48	5.87	0.73	5.14
	岳阳国际商贸物流城（2-3 期）	5.46	19.25	13.73	5.74	7.99
	安徽华夏国际茶博城（旗舰区）	0.58	7.95	3.25	0.58	2.67
	小计	**7.13**	**58.41**	**26.35**	**7.40**	**18.95**
合计		**8.42**	**64.50**	**30.54**	**9.70**	**20.84**

资料来源：公司提供

2020 年，新冠疫情爆发使得部分潜在客户转为观望状态，给公司商铺的出售和招商工作带来较大难度，总体销售面积有所下降。2021 年一季度，公司销售情况仍未恢复至疫情前水平，公司预计全年销售金额在 10~14 亿元。

表5　2018－2021年3月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	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	销售面积	销售金额	均价	销售面积	销售金额	均价	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	4.51	5.19	1.15	3.91	3.86	0.99	0.83	0.53	0.64	1.95	1.09	0.56
泰安光彩大市场	1.13	0.93	0.82	0.15	0.10	0.67	0.04	0.03	0.75	--	--	--
安庆光彩大市场	4.12	3.33	0.81	4.21	4.55	1.08	3.97	3.26	0.82	0.72	0.53	0.74
芜湖国际商贸物流城	8.71	4.85	0.56	7.48	5.21	0.70	3.95	3.06	0.77	0.61	0.44	0.72
南翔汽车智慧新城	2.10	1.53	0.73	1.98	1.16	0.59	1.95	1.16	0.59	0.31	0.20	0.65
安徽华夏国际茶博城	4.16	3.68	0.89	1.69	1.63	0.96	1.51	1.39	0.92	0.13	0.12	0.92
岳阳国际商贸物流城	2.36	1.41	0.60	0.65	0.34	0.52	0.15	0.09	0.61	0.02	0.01	0.61
宿州文化项目	1.36	1.73	1.27	2.03	1.37	0.67	1.85	1.15	0.62	0.21	0.11	0.52
泰山云集文化项目	2.13	2.20	1.04	1.35	1.83	1.36	0.65	0.79	1.22	--	--	--
淮北云集文化项目	--	--	--	--	--	--	1.73	1.87	1.08	0.14	0.12	0.86
合计	**30.58**	**24.84**	**0.81**	**23.45**	**20.05**	**0.85**	**16.63**	**13.34**	**0.80**	**4.13**	**2.62**	**0.63**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司已竣工项目的剩余可售面积可满足公司 2~3 年的销售。从去化率看，芜湖国际商贸物流城和淮北云集文化项目去化率较低。芜湖项目主要系该项目整体规模较大，市场消化力度有限所致。目前安徽自贸试验区芜湖片区和公司的芜湖国际商贸物流城达成合作，将部分片区用作仓储，对该项目未来的去化可能有一定帮助，同时芜湖市内一旧商贸市场有腾退计划，芜湖国际商贸物流城为目前市内唯一有接纳能力的市场，当地政府正着手将商户引至公司项目入驻，对该项目未来的去化亦有一定帮助，但旧商贸市场全面腾退尚无明确时间表。淮北云集项目 2019 年底开盘销售，2020 年受疫情影响，上半年暂停销售，因此去化率偏低。

表6　截至2021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）	139.30	113.43	113.43	102.07	11.36	5.48	89.99
	蚌埠光彩大市场（1~2 期）	99.75	85.74	85.74	83.36	2.38	2.26	97.22

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
	泰安光彩大市场（1 期）	45.05	38.14	38.14	38.00	0.14	--	99.63
	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）	38.49	27.56	27.56	23.57	3.99	1.29	85.52
	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、风情街）	31.58	27.76	27.76	26.42	1.34	0.42	95.17
	安徽华夏国际茶博城（1 期、2 期）	26.09	16.52	16.52	16.05	0.47	0.41	97.13
	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）	114.01	74.76	74.76	54.45	20.31	11.58	72.83
	宿州云集文化项目	17.46	13.98	13.98	13.90	0.08	--	99.43
	泰山云集	5.69	4.33	4.33	4.13	0.20	--	95.38
	小计	**517.42**	**402.22**	**402.22**	**361.95**	**40.27**	**21.44**	--
在建	淮北云集文化项目	6.10	5.00	4.46	1.86	3.14	--	41.70
	小计	**6.10**	**5.00**	**4.46**	**1.86**	**3.14**	**--**	**41.70**
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）	23.48	11.74	--	--	11.74	--	--
	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（旗舰区）	7.95	7.95	--	--	7.95	--	--
	小计	**58.41**	**40.89**	--	--	**40.89**	--	--
合计		**581.93**	**448.11**	**406.68**	**363.81**	**84.30**	**21.44**	**--**

注：去化率=已售面积/已获取预售证面积
资料来源：公司提供

3．物业租赁

受推售和疫情影响，公司各项目出租率有所下降。各项目的租金水平有涨有降，已过租金优惠期的项目涨价明显。

2020年，公司各项目出租率均有所下降，主要系公司近年来针对市场经营户开展销售，部分租户购买所租赁的物业，因此出租面积有所下降；另外2020年新冠疫情也影响了市场出租率。

租金方面，各市场租金有涨有降，其中华夏茶博城和汽车智慧新城2019年以来租金上涨较快。主要系两项目分别于2016和2017年开业，前三年处于租金优惠期，租赁单价较低。第四年开始，租金恢复到正常水平，取消免租期优惠，租金价格有明显的上涨。

表7　2019－2021年3月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	2019 年				2020 年				2021 年 1－3 月			
	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	已出租面积	租金收入	租赁单价	出租率
蚌埠光彩大市场	18.22	0.85	32.27	95.51	18.03	0.71	30.37	90.45	17.34	0.18	31.17	90.47
泰安光彩大市场	7.05	0.44	40.47	97.11	6.06	0.45	41.06	93.59	6.01	0.11	41.35	93.65
安庆光彩大市场	34.61	1.34	29.39	90.61	30.99	1.21	26.93	89.14	29.25	0.30	27.75	89.26
安徽华夏国际茶博城	10.08	0.24	16.65	88.93	8.67	0.19	20.03	84.12	7.93	0.05	20.46	84.23
芜湖国际商贸物流城	35.11	0.60	24.62	81.22	31.86	0.67	24.14	80.15	31.14	0.17	24.14	80.22
宿州文化项目	6.86	0.19	16.87	99.72	5.73	0.16	18.81	98.05	5.73	0.04	18.93	99.53
岳阳国际商贸物流城	5.94	0.07	12.28	92.15	4.25	0.06	14.11	81.16	4.13	0.02	14.11	81.16
南翔汽车智慧新城	11.15	0.13	13.55	91.52	11.05	0.20	15.08	89.59	10.56	0.05	16.84	90.02
合计	**129.02**	**3.86**	**--**	**--**	**116.64**	**3.64**	**--**	**--**	**112.09**	**0.92**	**--**	**--**

注：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；以上出租率计算时都将可售对外出租部分加入已出租面积和总可出租面积中进行计算
资料来源：公司提供

4．住宅开发销售

公司住宅业务主要为商贸物流园的配套业态，基本已售罄，且公司暂无新项目开发计划。

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。

2020年及2021年1－3月，公司无新开盘的住宅项目，在售项目均为以往存量项目。截至2021年3月底，公司在售房地产剩余可售全部为地下车库。

表8　2019－2021年3月公司住宅销售情况（万平方米、亿元）

项目	开盘时间	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
		签约销售面积	签约销售额	结转收入	签约销售面积	签约销售额	结转收入	签约销售面积	签约销售额	结转收入
茶博城茗湾学府	2015 年	0.09	0.02	0.02	--	--	--	--	--	--
宿州宝贝城	2015 年	0.54	0.22	--	--	--	--	--	--	--
明光御龙湾	2017 年	0.11	0.05	3.18	0.16	0.11	0.61	--	--	0.04
明光凯旋门	2017 年	3.61	1.76	1.85	0.92	0.52	3.99	0.02	0.01	0.04
小计	**--**	**4.35**	**2.05**	**5.05**	**1.07**	**0.63**	**4.60**	**0.02**	**0.01**	**0.08**

资料来源：公司提供

表9　截至2021年3月底公司在售住宅项目情况（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	明光御龙湾	1.06	3.97	3.85	8.45	8.31	98.34	8.27
	明光凯旋门	1.83	6.10	5.86	13.70	13.30	97.08	13.16
合计		2.89	10.07	18.81	42.38	41.84	98.73	41.66

资料来源：公司提供

5．金融板块

2020 年，公司金融板块业务主要以清理历史遗留不良资产为主，总贷款规模进一步下降。未来，公司将聚焦住房抵押小额贷款业务，典当和担保业务将进一步收缩。

公司金融板块运营主体为新三板挂牌公司安徽新安金融集团股份有限公司。金融业务此前不良率较高，2020 年，公司继续清理历史遗留的不良资产，总体贷款余额继续同比下降，但因剩余贷款中难收回的比例更高，因此总体不良率较上年底有小幅上升。2020 年，公司彻底退出 P2P（互联网金融服务平台）业务，所有借贷均已按时足额兑付。未来，公司金融板块将聚焦于住房抵押小额贷款业务，委托贷款业务主要为对集团内企业发放的贷款，仍将保持一定体量。

表10　2019－2020年公司金融板块收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2019 年				2020 年			
	期末贷款余额	期末不良贷款规模	不良率	收入	期末贷款余额	期末不良贷款规模	不良率	收入
委托贷款业务	163,241.00	15,881.00	9.73	15,296.73	150,291.00	12,631.00	8.40	11,496.55
小贷业务	44,918.00	32.00	0.07	4,880.95	27,909.91	--	0.00	4,724.33
典当业务	12,714.73	12,714.73	100.00	238.10	10,114.73	10,114.73	100.00	--
融资租赁业务	--	--	--	--	--	--	--	--
互联网金融服务平台	16,065.49	--	0.00	737.65	--	--	--	336.25
其他业务	--	--	--	1,505.15	--	--	--	2,091.68
担保业务	51,136.49	--	0.00	619.71	22,304.91	--	0.00	83.70
合计	**288,075.71**	**28,627.73**	**9.94**	**23,278.28**	**210,620.57**	**22,745.74**	**10.80**	**18,732.51**

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

资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司有明确的业务拓展方向，但以财务稳健为前提，较为审慎。

在商贸物流板块，南翔集团计划在财务稳健的前提下，进入经济快速增长、缺少大型商贸物流中心的二、三及四线城市，审慎拓展新项目，逐步完善商贸物流产业布局，将公司目前成功的商业模式复制到新地区。

在文化产业项目，整合文化产业资源，将文化产业做精、做强。公司将充分利用在商业运营管理方面的人才、运营策略、管理体系的优势，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，南翔集团将对金融业务盈利方式和业务模式进行优化调整。第一，稳健开展小额分散的住房抵押贷款等小微信贷业务；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，开展普惠金融业务。

八、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年度合并财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）（原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。公司执行财政部颁布的各项会计准则。2020 年，公司按照新金融工具准则的规定，对金融工具的分类和计量进行了追溯调整。本报告 2019 年财务数据采用 2020 年报重述后财务数据。

2020 年，公司合并范围内新设子公司 1 家，同一控制下企业合并 1 家，股权转让不再纳入合并范围子公司 1 家。公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 198.99 亿元，所有者权益 86.42 亿元（含少数股东权益 19.98 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 22.87 亿元，利润总额 0.75 亿元。

2. 资产质量

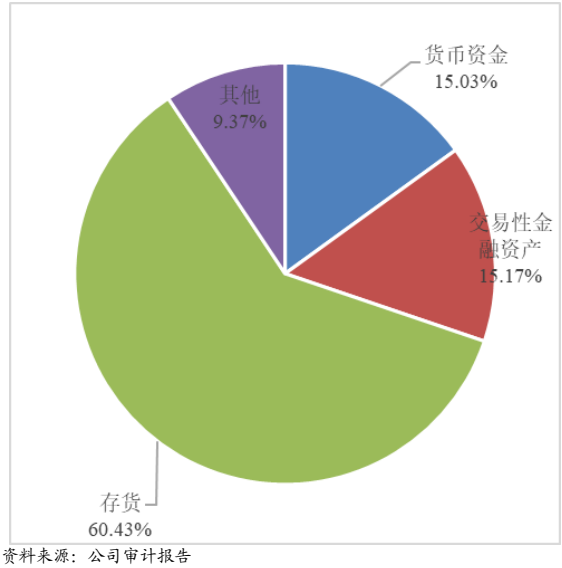
随着存货去化，公司资产规模略有下降；流动资产和非流动资产占比均衡；货币资金受限比例很高；存货中开发产品占比高，去化压力大；间接持有上海凯赛生物技术股份有限公司（以下简称“凯赛生物”）股份有一定变现价值；委托贷款中关注类比例很高，减值风险较大；资产受限程度高。总体看，公司资产质量不佳。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 198.99 亿元，较上年底下降 5.05%，主要系流动资产减少所致。其中，流动资产占 42.86%，非流动资产占 57.14%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 85.29 亿元，较上年底下降 8.80%，主要系存货和其他流动资产减少所致。公司流动资产构成如下图。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司货币资金 12.82 亿元，较上年底增长 29.50%，主要系 2020 年未新增土储，经营性支出大幅减少所致。货币资金中有 9.86 亿元受限资金，受限比例为 76.91%，主要为质押的定期存单和各类保证金。公司货币资金受限比例很高。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产 12.93 亿元，较上年底增长 159.79%。交易性金融资产主要为理财产品（占 65.20%）、资管计划（占

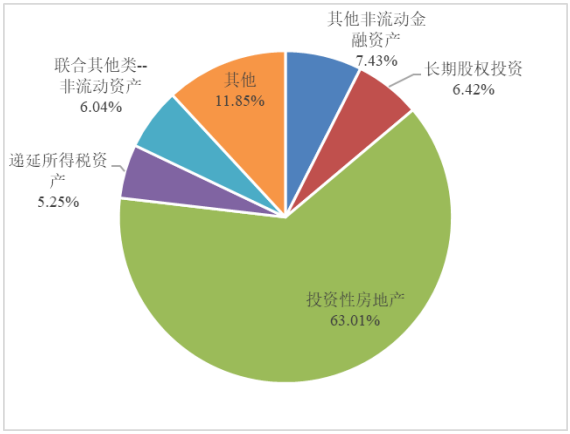
16.55%）和基金（占 12.06%）。公司理财产品规模较大主要系金融板块将闲置储备资金用于短期投资所致。

截至 2020 年底，公司存货 51.54 亿元，较上年底下降 15.01%，开发产品和开发成本均有所减少，主要系结转交付和已竣工项目推售所致。存货中开发产品占 77.65%，开发成本占 22.31%，累计计提跌价准备 0.37 亿元，计提比例为 0.71%，为对合肥的华夏国际茶博城、南翔汽车智慧新城和宿州云集文化项目的地下车库计提的减值，各市场商铺未发生减值。公司存货中芜湖国际商贸城、淮北云集等项目去化压力较大，但公司拿地成本较低，存货继续跌价风险不大。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 113.70 亿元，较上年底下降 2.04%，公司非流动资产构成如下图。

图5　截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司其他非流动金融资产 8.44 亿元，全部为权益工具投资，主要为对无锡迪维投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“迪维投资”）投资 4.66 亿元（持股比例 25.93%）和对安世亚太科技股份有限公司投资 2.02 亿元。迪维投资持有科创板上市公司凯赛生物的 5.63%股份，将于 2021 年 8 月解禁。截至 2021 年 6 月 7 日，凯赛生物市值约 402 亿元，公司间接持有其 1.46%股份，公司与迪维投资的其他股东达成一致，解禁后可直接在二级市场变现公司间接持有的份额。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 7.30 亿元，较上年底下降 6.64%，主要系现金分红减少账面价值所致。长期股权投资主要为对新安银行和皖江物流的投资。

截至 2020 年底，公司委托贷款 6.87 亿元，较上年底无变化。委托贷款按分类计提损失准备，具体情况如下。公司关注类贷款占比很高。

表 11　公司委托贷款情况（单位：亿元、%）

类别	余额	余额占比	损失准备	计提比例
正常类	0.75	9.96	0.01	1.50
关注类	5.52	73.31	0.17	3.00
次级类	0.93	12.35	0.28	30.00
可疑类	0.34	4.52	0.20	60.00
合计	**7.53**	**100.00**	**0.66**	**8.72**

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司投资性房地产71.64亿元，较上年底下降2.95%，主要系部分投资性房地产租转售，冲减前期确认的公允价值变动收益所致。

截至2020年底，公司资产受限资产73.56亿元，占公司总资产的36.97%。公司资产受限程度高。

表 12　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	9.86	贷款保证金、定期存单、承兑保证金
存货	11.68	办理借款抵押
固定资产	1.19	
投资性房地产	50.14	
无形资产	0.69	
合计	**73.56**	--

资料来源：公司审计报告

3．资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益较上年变化不大，未分配利润占比较高，稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益86.42亿元，较上年底下降1.83%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为76.88%，少数股东权益占比为23.12%。在所有者权益中，实

收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占0.68%、13.33%、-0.37%和62.80%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

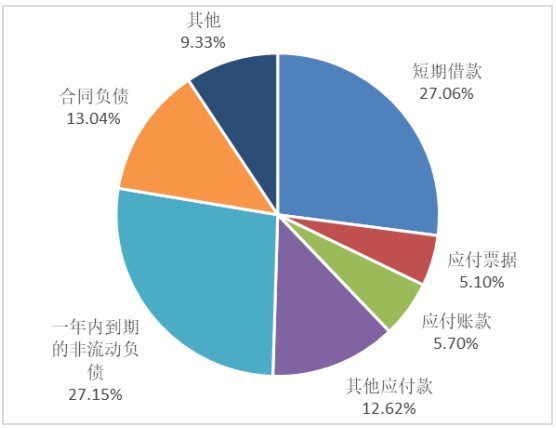
（2）负债

公司负债总额较上年底略有下降，负债结构比较均衡；债务负担适中，但短期债务占比较高，2021年刚性兑付压力大。

截至2020年底，公司负债总额112.57亿元，较上年底下降7.39%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占58.35%，非流动负债占41.65%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债65.68亿元，较上年底下降1.82%，变化不大。公司流动负债构成如下图。

图6　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司短期借款17.77亿元，较上年底增长165.89%，主要系公司流动资金需求增加所致。

截至2020年底，公司应付票据3.35亿元，较上年底增长378.13%，主要系当年采用票据结算方式的业务增长所致所致。

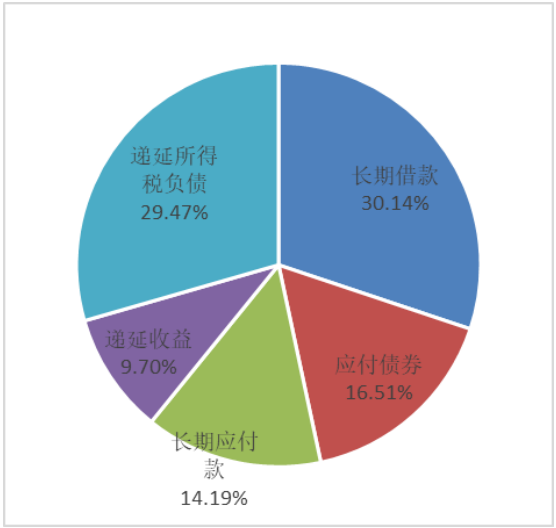
截至2020年底，公司应付账款3.75亿元，较上年底下降29.98%，主要系在建项目减少，应付设备工程款减少所致。应付账款主要为设备工程款（3.56亿元），账龄一年以上的占5.07%，账龄很短。

截至2020年底，公司其他应付款8.29亿元，较上年底下降34.54%，主要系往来款减少所致。其他应付款主要为往来款（占58.26%）和保证金（占23.52%）。

2020年公司执行新收入准则，将预收账款中的购房款重分类至合同负债。截至2020年底，公司合同负债8.57亿元，较上年底预收账款中的购房款18.61亿元减少53.95%。主要系交付结转，同时2020年新增预收房款较少所致。

截至2020年底，公司非流动负债46.88亿元，较上年底下降14.20%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债构成如下图。

图7　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司长期借款14.13亿元，较上年底下降15.72%，主要系项目贷款偿还，同时新增项目较少融资需求下降所致。

截至2020年底，公司应付债券7.74亿元，较上年底下降60.00%，主要系“16南翔03”重分类至一年内到期非流动负债所致。

截至2020年底，公司长期应付款6.65亿元，较上年底增长1062.93%，主要系融资租赁增加所致。

截至2020年底，公司递延收益4.55亿元，较上年底下降1.65%，较上年底变化不大。递延收益全部为政府补助。

截至2020年底，公司全部债务69.53亿元，较上年底增长12.11%，主要系短期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占58.98%，长期债

务占41.02%，短期债务占比较高；短期债务41.01亿元，较上年底增长61.87%；长期债务28.52亿元，较上年底下降22.26%。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.57%、44.59%和24.81%，较上年底分别下降1.42个百分点、提高3.25个百分点和下降4.60个百分点。公司债务负担适中。

从债务期限来看，公司2021年债务到期规模大，公司销售规模和可用货币资金规模较小，刚性兑付压力大。

表13　截至2020年底公司全部债务到期结构（单位：亿元）

项目	2021 年到期	2022 年到期	2023 年到期	2024 年及以后到期	小计
短期借款	17.77	--	--	--	17.77
应付票据	3.35	--	--	--	3.35
一年内到期的非流动负债	17.83	--	--	--	17.83
其他流动负债	2.06	--	--	--	2.06
长期借款	--	8.56	2.59	2.98	14.13
应付债券（若行权时全部回售）	--	7.74	--	--	7.74
应付债券（若行权时全部不回售）	--	6.00	1.74	--	7.74
长期应付款	--	5.68	0.97	--	6.65
合计（若行权时全部回售）	**41.01**	**21.98**	**3.56**	**2.98**	**69.53**
合计（若行权时全部不回售）	**41.01**	**20.24**	**5.30**	**2.98**	**69.53**

资料来源：公司提供

4．盈利能力

受疫情影响，公司2020年营业收入有所下降，带动利润下降；因销售规模下降和加强费用管控，销售和管理费用下降明显；投资收益和公允价值变动对当年利润影响大；公司盈利能力有所下降。

2020年，公司实现营业收入22.87亿元，同比下降18.29%，主要系新冠疫情导致销售规模下降所致；营业成本14.91亿元，同比增长0.98%，同比变化不大；营业利润率为26.51%，同比下降10.92个百分点。2020年，公司利润总额0.75亿元，同比下降37.22%。

2020年，公司费用总额为6.67亿元，同比下降11.35%，主要系销售费用和管理费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为9.08%、27.28%和63.64%，以财务费用为主。其中，销售费用为0.61亿元，同比下降46.73%，主要系销售规模下降所致；管理费用为1.82亿元，同比下降24.09%，主要系公司加强费用管控所致；财务费用为4.24亿元，同比增长6.39%，主要系手续费增加和利息收入减少所致。

2020年，公司实现投资收益0.63亿元，同比下降61.25%，主要系交易性金融资产持有期间及处置取得的投资收益减少所致，投资收益占营业利润比重为75.27%，对营业利润影响较大；公允价值变动收益1.02亿元，其中投资性房地产公允价值变动损益-1.39亿元，金融资产公允价值变动损益2.41亿元（凯赛生物当年在科创板挂牌上市，确认2.54亿元的公允价值变动收益，其他金融资产当年确认-0.13亿元公允价值变动收益）。投资收益对公司利润影响较大，且可持续性不强。

2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.88%、0.61%，同比分别下降0.38个百分点、下降0.49个百分点。

5．现金流

公司经营活动继续保持净流入，但规模缩小；投资活动主要为理财的循环购买，规模小；筹资活动方面，继续保持净流出态势。

表 14　2018－2020 年公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	56.84	36.96	21.41
经营活动现金流出小计	36.09	27.18	17.89
经营现金流量净额	**20.76**	**9.78**	**3.52**

投资活动现金流入小计	9.80	11.06	4.04
投资活动现金流出小计	5.63	10.03	3.15
投资活动现金流量净额	**4.17**	**1.03**	**0.89**
筹资活动前现金流量净额	**24.93**	**10.81**	**4.40**
筹资活动现金流入小计	32.30	32.29	37.28
筹资活动现金流出小计	52.57	52.62	41.82
筹资活动现金流量净额	**-20.27**	**-20.33**	**-4.55**

资料来源：公司年报

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入同比下降42.08%，主要系疫情导致销售同比大幅下降所致；经营活动现金流出同比下降34.17%，主要系2020年未新增土储，同时在建项目较少所致。2020年，公司经营活动现金净流入同比下降64.05%。

公司投资活动主要为理财产品循环购买，2020年，公司投资活动现金流入同比下降63.51%，投资活动现金流出同比下降68.60%，主要系当年购买理财较少所致。2020年，公司投资活动现金净流入同比下降14.19%。

2020年，公司筹资活动前现金流量净额为4.40亿元，同比下降59.28%。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比增长15.43%；筹资活动现金流出同比下降20.52%。2020年，公司筹资活动现金净流出4.55亿元，较上年净流出规模缩小。

6．偿债能力

公司短期和长期偿债能力均较弱；间接融资渠道有待拓宽。考虑到公司自持物业有比较稳定的现金流入，总体看，公司偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的139.78%和49.13%分别下降至129.84%和提高至51.38%，流动资产对流动负债的保障程度较好。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为5.35%，同比下降9.27个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.59倍提高至0.63倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为5.41亿元，同比下降7.51%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占7.94%）、计入财务费用的利息支出（占73.31%）、利润总额（占13.91%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.30倍提高至1.34倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；公司全部债务/EBITDA由上年的10.61倍提高至12.86倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至2020年底，公司获得银行授信67.66亿元，未使用额度17.09亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至2020年底，公司无未决重大诉讼。

截至2020年底，公司无对外担保。

7．母公司财务分析

母公司流动资产和流动负债占比均衡，货币资金少，债务负担适中，营业收入少，利润主要来自投资收益，资产和负债占合并口径近40%。

截至2020年底，母公司资产总额79.52亿元，较上年底增长16.07%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产44.77亿元（占比56.29%），非流动资产34.76亿元(占比43.71%)。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占98.85%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占98.95%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为0.40亿元。

截至2020年底，母公司负债总额44.36亿元，较上年底增长31.28%。其中，流动负债36.62亿元（占比82.55%），非流动负债7.74亿元（占比17.45%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占16.81%）、其他应付款（占40.19%）、一年内到期的非流动负债（占37.00%）、其他流动负债（占5.69%）、其他流动负债（占5.69%）构成；非流动负债全部为应付债券。母公司2020年资产负债率为55.78%，较2019年提高6.47个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务29.50亿元。其中，短期债务占73.76%、长期债务占26.24%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率

45.62%，母公司债务负担适中。

截至2020年底，母公司所有者权益为35.16亿元，较上年底增长1.26%。在所有者权益中，实收资本为0.59亿元（占1.67%）、资本公积合计14.47亿元（占41.16%）、未分配利润合计19.92亿元（占56.66%）、盈余公积合计0.29亿元（占0.83%）、其他综合收益合计-0.11亿元（占-0.33%），权益稳定性一般。

2020年，母公司营业收入0.71亿元，利润总额为0.69亿元，投资收益为0.68亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为0.14亿元，投资活动现金流净额0.52亿元，筹资活动现金流净额-1.17亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的39.96%；母公司负债占合并口径的39.41%；母公司所有者权益占合并口径的40.69%；母公司营业收入占合并口径的3.11%；母公司利润总额占合并口径的91.47%；母公司全部债务占合并口径的42.43%。

截至2020年底，母公司全部债务29.50亿元。其中，短期债务占73.76%、长期债务占26.24%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率45.62%，母公司债务负担适中。

截至2020年底，母公司所有者权益为35.16亿元，较上年底增长1.26%。在所有者权益中，实收资本为0.59亿元（占1.67%）、资本公积合计14.47亿元（占41.16%）、未分配利润合计19.92亿元（占56.66%）、盈余公积合计0.29亿元（占0.83%）、其他综合收益合计-0.11亿元（占-0.33%），权益稳定性一般。

2020年，母公司营业收入0.71亿元，利润总额为0.69亿元，投资收益为0.68亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流净额为0.14亿元，投资活动现金流净额0.52亿元，筹资活动现金流净额-1.17亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的39.96%；母公司负债占合并口径的39.41%；母公司所有者权益占合并口径的40.69%；母公司营业收入占合并口径的3.11%；母公司利润总额占合并口径的91.47%；母公司全部债务占合并口径的42.43%。

九、存续期内债券偿还能力分析

2021年为公司债券偿付高峰，现金类资产和经营活动现金流入量对本年到期债券覆盖程度尚可。

截至2020年底，公司存续债券余额共21.09亿元。其中一年内到期的应付债券为“16南翔03”13.35亿元，达到单年偿还债券的峰值。公司对存续债券保障情况如下表：

表 15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

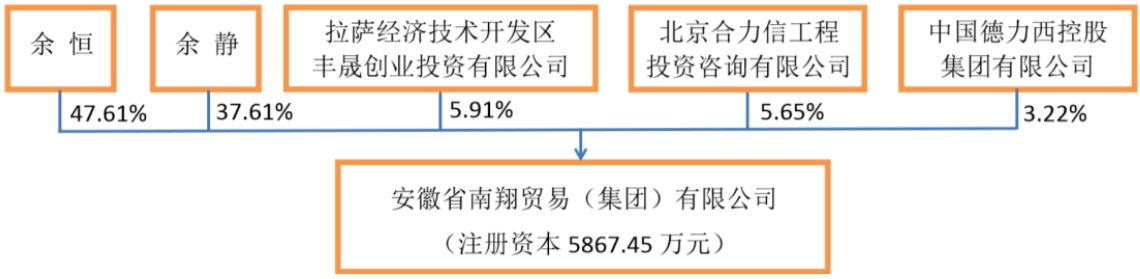
项 目	指标值
本年度到期债券余额	13.35
未来待偿债券本金峰值	13.35
现金类资产/本年度到期债券余额	1.19
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.60
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.26
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.41

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 表中现金类资产使用 2020 年底财务数据，已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十、结论

综上，联合资信确定维持公司主体信用等级为 AA，同时维持“16 南翔 03”的债项信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底安徽省南翔贸易（集团）有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底安徽省南翔贸易（集团）有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	持股比例（%）	表决权比例（%）	注册资本（万元）	主要业务
1	安徽南翔商贸物流产业有限公司	100.00	100.00	100,000	物业管理、企业管理咨询服务
2	安徽南翔光彩投资有限公司	100.00	100.00	70,000	国内商贸；物流、物业管理
3	安庆余恒基商业运营管理有限公司	100.00	100.00	20,347	对大型综合性市场的管理运营
4	安徽南翔茶博城投资发展有限公司	100.00	100.00	53,200	商贸物流中心建设
5	安徽南翔汽车智慧新城投资有限公司	100.00	100.00	50,000	商贸物流中心建设
6	南翔万商（安徽）物流产业股份有限公司	100.00	100.00	180,000	商贸物流中心建设
7	南翔万商（岳阳）物流产业有限公司	100.00	100.00	50,000	商贸物流中心建设
8	安徽新安金融集团股份有限公司	52.98	52.98	190,000	金融投资、股权投资
9	安徽新安资本运营管理有限公司	55.22	55.22	112,000	创业投资、金融投资
10	蚌埠光彩投资有限责任公司	100.00	100.00	8,280	集贸市场管理服务
11	山东光彩投资有限公司	100.00	100.00	10,000	物业管理；园区管理服务

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	22.04	14.88	25.75
资产总额（亿元）	223.44	209.58	198.99
所有者权益（亿元）	87.14	88.03	86.42
短期债务（亿元）	32.00	25.34	41.01
长期债务（亿元）	45.06	36.69	28.52
全部债务（亿元）	77.06	62.02	69.53
营业收入（亿元）	23.09	27.99	22.87
利润总额（亿元）	1.29	1.20	0.75
EBITDA（亿元）	7.16	5.85	5.41
经营性净现金流（亿元）	20.76	9.78	3.52
财务指标			
流动资产周转次数（次）	24.66	0.29	0.26
存货周转次数（次）	0.22	0.24	0.27
总资产周转次数（次）	0.10	0.13	0.11
现金收入比（%）	135.81	90.57	54.14
营业利润率（%）	30.24	37.43	26.51
总资本收益率（%）	3.17	3.26	2.88
净资产收益率（%）	0.40	1.10	0.61
长期债务资本化比率（%）	34.09	29.42	24.81
全部债务资本化比率（%）	46.93	41.33	44.59
资产负债率（%）	61.00	57.99	56.57
流动比率（%）	135.43	139.78	129.84
速动比率（%）	50.31	49.13	51.38
经营现金流动负债比（%）	28.62	14.62	5.35
现金短期债务比（倍）	0.69	0.59	0.63
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.30	1.34
全部债务/EBITDA（倍）	10.76	10.61	12.86

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 其他流动负债中的有息部分计入短期债务计算，长期应付款中的有息部分计入长期债务计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	0.68	0.69	0.51
资产总额（亿元）	86.35	68.51	79.52
所有者权益（亿元）	34.23	34.73	35.16
短期债务（亿元）	8.57	5.80	21.76
长期债务（亿元）	26.50	19.35	7.74
全部债务（亿元）	35.07	25.15	29.50
营业收入（亿元）	0.22	0.65	0.71
利润总额（亿元）	0.11	0.62	0.69
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	0.58	0.53	0.14
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.00	0.02	0.02
存货周转次数（次）	*	*	*
总资产周转次数（次）	0.00	0.01	0.01
现金收入比（%）	123.58	98.11	77.08
营业利润率（%）	86.00	84.94	85.96
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	0.08	1.30	2.00
长期债务资本化比率（%）	43.63	35.79	18.04
全部债务资本化比率（%）	50.60	42.01	45.62
资产负债率（%）	60.36	49.32	55.78
流动比率（%）	200.54	240.35	122.24
速动比率（%）	200.54	240.35	122.24
经营现金流动负债比（%）	2.27	3.65	0.39
现金短期债务比（倍）	0.08	0.12	0.03
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务；4. “/”代表有数据未能获取，无法计算

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。