信用等级公告

联合[2018] 944 号

联合资信评估有限公司通过对新疆华凌工贸（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，确定维持新疆华凌工贸（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“17 华凌工贸 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月八日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

新疆华凌工贸（集团）有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名 称	额 度	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 华凌工贸 CP001	4 亿元	2018/12/13	A-1	A-1

评级时间：2018 年 6 月 8 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.67	12.42	24.92	20.24
资产总额(亿元)	223.19	236.77	264.68	264.74
所有者权益(亿元)	77.75	83.34	90.71	93.40
短期债务（亿元）	20.65	17.82	29.11	32.42
长期债务(亿元)	47.83	66.29	70.28	69.92
全部债务(亿元)	68.48	84.11	99.39	102.33
营业收入(亿元)	18.99	31.74	26.04	6.66
利润总额 (亿元)	2.37	5.33	2.93	0.80
EBITDA(亿元)	6.97	12.11	10.57	--
经营性净现金流(亿元)	4.03	1.77	11.48	-0.37
营业利润率(%)	68.67	57.65	62.79	55.91
净资产收益率(%)	10.00	5.23	2.25	--
资产负债率(%)	65.17	64.80	65.73	64.72
全部债务资本化比率(%)	46.83	50.23	52.28	52.28
流动比率(%)	74.37	74.89	78.52	77.92
经营现金流动负债比(%)	4.98	2.53	13.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.83	6.95	9.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.45	1.98	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数。

分析师

张文选　尹金泽

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称“公司”）的评级结果反映了公司作为新疆自治区内大型的市场经营类企业，在市场规模、品牌知名度、业务多元化、经营稳定性等方面具有的优势。同时联合资信也关注到公司房地产业务发展空间有限、关联方资金占用和华凌南疆综合批发市场面临一定经营压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，受房地产结转收入下降影响，公司营业收入规模有所下降；市场经营业务总体保持稳定，银行业务稳步增长。未来，随着华凌建材进出口基地改扩建工程的建成投入运营，公司市场租赁面积将进一步扩大，营业收入和利润规模有望获得进一步增长空间，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“17华凌工贸CP001”的信用等级为A-1。

优势

1. 公司下属各大市场在新疆、中国西北地区乃至中西亚地区都拥有较高的知名度和显著的规模优势，公司具有较强的区域竞争力。
2. 跟踪期内，公司市场经营业务总体保持稳定，银行业务稳步发展；主营业务保持在较好盈利水平，经营现金流情况良好。

关注

1. 公司房地产土地储备较少，未来发展空间有限。
2. 公司在格鲁吉亚的投资面临一定的管理风险、汇率风险和政治风险。
3. 公司关联方往来款规模较大，对公司资金形成一定占用；非经常性损益对公司利润总额影响较大。

4. 公司投资性房地产公允价值占比高，所有者权益稳定性弱。
5. 华凌南疆综合市场近年来租金水平持续下降，收入规模持续萎缩，面临一定的经营压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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。

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。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新疆华凌工贸（集团）有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于新疆华凌工贸（集团）有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称“公司”或“新疆华凌集团”）前身为乌鲁木齐市华凌工贸有限公司，于1995年4月注册成立，初始注册资本330万元，股东为自然人米恩华和杨纪风，持股比率分别为96.97%和3.03%。后历经数次增资及股权变更，截至2017年底，公司实收资本为20898万元。公司实际控制人为米恩华（持股99.90%）、杨小玲（持股0.10%）夫妇。

公司目前经营范围包括商品交易市场经营与管理、畜牧屠宰、酒店客房和餐饮经营等，以市场经营为主。截至2017年底，公司内设预算办公室、国际业务部、保卫处、法律事务室、财务处、人事处、办公室和纪检监察审计室8个职能部门，辖下各级子公司共48家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 264.68 亿元，所有者权益为 90.71 亿元（含少数股东权益 6.47 亿元）；2017 年公司实现营业收入 26.04 亿元，利润总额 2.93 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 264.74 亿元，所有者权益为 93.40 亿元（含少数股东权益 6.47 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.66 亿元，利润总额 0.80 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市水磨沟区西虹东路 9 号；法定代表人：米恩华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

表 1　公司存续债券概况

名　称	额 度	存续期	募集资金用途
17 华凌工贸 CP001	4 亿元	2017/12/13-2018/12/13	偿还金融机构借款

资料来源：Wind，联合资信整理

截至目前，上述债券募集资金均已按规定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济

增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防

范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

公司的主要业务为市场经营业务，属于商业地产中的租赁业务。公司主要商贸批发市场均为自持，面向客户进行商铺租赁，主要经营业态为建材市场，除市场经营业务外，公司还涉足房地产开发、畜牧屠宰、酒店经营和银行业务等多个业务板块。

1. 商业地产行业分析

行业概况

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，其余出售，此模式优缺点介于出售模式和出租模式之间，租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

随着中国国民经济快速发展，商业地产投资增速也保持在较高水平。2005年以来，商业营业用房投资额增速保持了年均21.54%的较高增速，特别是2008年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在2010年达到35.11%。随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房和办公楼投资增速明显回落，2015~2017年，全国商业营业用房投资完成额增速分别为1.80%、8.40%和-1.20%，办公楼投资完成额增速分别为10.10%、5.20%和3.50%。2017年，商业营业用房和办公楼完成投资额分别为1.56万亿元和0.68万亿元，分别占当年全国房地产行业投资完成总额的14.21%和6.19%。

从商业地产供求情况看，2015~2017年，办公楼竣工面积增速分别为8.80%、6.10%和10.40%，商业营业用房竣工面积增速-0.50%、4.10%和1.20%，商业地产供应规模整体呈增长趋势。2015~2017年，办公楼销售面积增速分别为16.20%、31.40%和24.31%，商业营业用房销售面积增速分别为1.90%、16.80%和18.74%，商业地产需求量近年来增加，2016年和2017年需求增幅持续上升。

商贸批发市场

商贸批发市场是商业地产的细分子行业之一。商贸批发市场的发展是伴随我国商品经济的发展而兴起的，改革开放后，随着我国商品经济的快速发展，我国商贸批发市场也获得了蓬勃的发展，浙江的义乌市、山东的临沂市、福建的石狮市、广东的虎门镇、河北的白沟镇等，都是在当地各类商贸批发市场的带动下发展壮大，如今都是商贸批发市场中的成功典范。

据不完全统计，目前我国共有各类商贸批发市场超过九万家，并仍有大量商贸批发城处于建设之中。虽然我国商贸批发市场发展迅速，但行业内两极分化现象严重，一方面是大型专业批发市场随着对软硬件的升级改造不断提升自身经营实力和综合竞争力；另一方面是大量中小批发市场由于受自身定位不清晰、区位优势不明显、管理混乱、综合配套服务能力不足等因素的影响而使自身陷入经营困境，并出现“空壳化”、出租率严重不足的现象。

目前，我国商贸批发市场的成功经营模式主要集中于两种经营模式：

一种是产销一体化的“基地模式”，即在批发市场经营基地，将生产制造、商贸流通有机结合在一起，形成产业集聚地、产业带，通过缩短商品流通链以及坚实的产业根基来树立竞争优势的经营模式，义乌小商品批发市场便属于“基地模式”。“基地模式”下的商贸批发市场一般处于产业链的中上游，其优势在于市场内商品综合成本较低以及商品品类较为齐全，劣势体现在：一是高昂的物流成本将限制其市场辐射范围；二是所属的产业特性以及产业规模决定了其经营特点以及市场发展空间。

另一种是所谓网络渠道式的“流转模式”，即依靠自身强大的流通网络和优越的地理位置，建立起以自身为枢纽中心，形成一片紧密衔接上游制造商和下游零售终端的流通网络；通过主导该片区流通网络而树立竞争优势的经营模式，沈阳五爱小商品批发市场便属于“流转模式”。与前者不同的是，批发市场要从商品制造商大量批发进货，再批发转销到零售商；而并非与生产商地理位置紧贴，形成前厂后店的模式。“流转模式”下的商贸批发市场一般处于商品流通的中下游，其优势在于发达的商品流通网络以及便捷的交通，但由于其较为传统的商品流通链，使得其不具备成本优势；且一旦上游制造商或者下游零售商足够强大，将对其原有优势构成威胁。

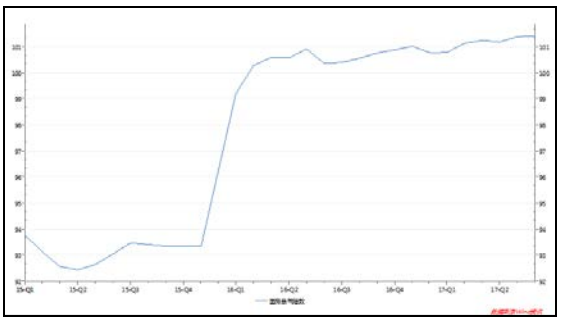
在“流转模式”中，商贸批发市场的自身定位、区位优势、管理水平以及与之配套的物流等多重因素共同构成了商贸批发市场的综合竞争优势。

2. 房地产行业

行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1　2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋

施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

土地供给与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，

占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场

工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 区域经济环境

乌鲁木齐是新疆维吾尔自治区首府，全疆政治、经济、文化中心，也是第二座亚欧大陆桥中国西部桥头堡和中国向西开放的重要门户。乌鲁木齐地处亚欧大陆中心，天山山脉中段北麓，准噶尔盆地南缘。全市辖七区一县，包括天山区、沙依巴克区、高新技术产业开发区(新市区)、水磨沟区、经济技术开发区（头屯河区）、米东区、达坂城区和乌鲁木齐县，总面积 14216.3 万平方公里，建成区面积 436.0 平方公里，全市常住人口 351.96 万人，居住着维吾尔族、哈萨克族、回族等五十多个少数民族。此外，乌鲁木齐自然资源储量丰富，拥有石油、煤炭、铜等多种矿产资源，热力、风力资源也极为丰富。

根据《2017年乌鲁木齐市国民经济和社会发展统计公报》，据初步核算，2017年，乌鲁木齐市实现地区生产总值（GDP）2743亿元，按可比价计算，同比增长8.1%，快于全国GDP增速。2017年三次产业结构比例为1.1：30.2：68.7，受自然条件、区位等因素限制，乌鲁木齐市经济发展以第三产业为主。

2015~2017 年，乌鲁木齐市固定资产投资（不含农户)完成额分别 1708.39 亿元、1607.78 亿元和 2020.15 亿元，同比分别增长 20.0%、-5.89%和 25.6%。

整体看，近年来乌鲁木齐市区域经济增速保持在较高水平；地区财政实力较强，但相对于东部发达地区，乌经济发展仍较为落后，随着 “一带一路”和“丝绸之路经济带核心区”等策略的提出和实施，未来将有较大的增长潜力。公司作为乌鲁木齐市重要的商业市场经营主体，拥有良好的区位优势和外部发展环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年底，公司实收资本为20898万元。公司实际控制人为米恩华（持股99.90%）、杨小玲（持股0.10%）夫妇。

2. 企业规模

公司业务以市场运营管理业务为主，同时涉足房地产开发、畜牧屠宰和银行业务等多个业务板块。

目前，公司已经投入营运的主要市场有：华凌综合市场、华凌南疆综合批发市场、华凌国际珠宝玉器城和华凌市场建材出口基地，除华凌国际珠宝玉器城以经营珠宝玉器为主外，

其他市场均主要经营建材产品。

华凌综合市场位于乌鲁木齐市中心，占地面积 1500 亩，分为华凌国际商贸城、华凌贸易城和华凌陶瓷洁具城三个超大型商业建筑，总建筑面积 80 多万平方米，可出租面积 67.16 万平方米，1997 年开始运营，经营历史悠久，形成了独特的华凌市场商圈，在新疆地区树立了“华凌”市场经营品牌，具有显著的规模优势和品类优势。

华凌南疆综合批发市场位于库尔勒市北山路，占地面积约 2000 亩，可出租面积 61.37 万平方米，2000 年开始运营。现有商户 3500 余户，形成了以贸易城为主的家具市场、建材装饰市场、五金市场、钢材市场、不锈钢市场等五大经营片区。华凌南疆综合批发市场现已成为南疆区域占地面积最大、商品种类齐全、交通便利、设施优良、辐射南疆 5 地州 42 县市及周边各国的大市场。

新疆华凌国际珠宝玉器城位于乌鲁木齐市中心城区的昆仑东路 2 号，西邻南湖北路、南和市政府行政办公区相望，总建筑面积近 10 万平方米，可出租面积 6.61 万平方米，停车场地大、交通便利。自 2010 年开始营运，现有商户 5000 余户，是新疆乃至西北地区规模最大、商户最多、品类齐全的和田玉原料、玉器、珠宝集散地。

华凌建材市场进出口基地位于乌鲁木齐市米东区，以市场中部的城北主干道为界，分为南北两大市场经营区，2012 年开业。该项目的建设是为了缓解华凌商贸城随着商户增加而带来的摊位紧张问题。华凌建材进出口基地规划总占地面积 231.68 万平方米（全部为商业用地）。截至 2017 年底，该市场可租用商铺面积 86 万平方米，形成包括石材市场区、钢材市场区、土产市场区，机电市场区、摩托车市场区、五金市场区、PVC 市场区、物流市场区等多品类在内的综合市场。目前该基地商铺以一层建筑和临时房屋居多，公司将根据市场发展情况，对现有建筑进行改扩建。此外，华凌建材进出口基地拥有占地面积 1000 多亩的华凌物流园区和凌国家二类口岸区域，该区域物流运输量占自治区道路物流运输总量的 85%以上，既是区内商品发往各地州市、兵团团场的物资集散地；也是通过华凌国家二类口岸到周边各国的商品集散地。

公司的房地产业务主要由下属新疆华凌房地产开发有限公司经营，目前，公司开发的房地产项目主要是华凌国际公寓一期和二期项目。一期项目位于乌鲁木齐水磨沟区南湖北路东二巷 188 号，2010 年开工建设，2012 年 10 月完工，目前已基本销售完毕。二期于 2013 年 6 月开工，项目位置紧邻一期，总建筑面积 36.11 万平方米，已全部完工。截至 2017 年底，华凌国际公寓二期项目目前已完成销售约 69%，剩余可售面积共 12.55 万平方米，主要是未销售的车位、商铺和部分住宅。

公司畜牧屠宰业务主要由子公司华凌畜牧产业开发有限公司负债经营，公司畜牧板块的经营模式为通过与养殖牧场、养殖合作社、牛羊肉养殖公司等签订协议收购养殖的牛羊，然后在公司屠宰场集中屠宰、加工处理，最后销往当地的牛羊肉市场。公司所属牛羊肉屠宰场是当地最大的清真牛羊肉集中宰杀基地，牛羊肉屠宰严格按照少数民族信仰方式进行，在当地少数民族群众中认可度较高。

公司银行业务的经营主体为格鲁吉亚 Basis 银行（以下简称“Basis 银行”），公司于 2012 年 3 月收购该银行 90%股权，成为新疆首家在境外投资收购金融机构的民营企业。Basis 银行在格鲁吉亚国内主要以中小企业和零售银行业务为主，在当地具有良好的声誉。2012 年 12 月 25 日，公司对 Basis 银行进行第一期增资 1500 万美元。2013 年 5 月，公司对 Basis 银行进行第二期增资 3000 万美元，增资完成后，Basis 银行竞争力得到提升，授信规模和额度得以扩大，业务规模和盈利水平提高。

总体看，公司市场经营板块下属各大市

场在新疆、中国西北地区乃至中西亚地区都拥有较高的知名度和显著的规模优势，在区域市场具有较强的竞争力，有助于公司主营业务的稳定发展；除市场经营板块外，公司还涉足畜牧屠宰、房地产和银行等其他业务，对主营业务形成了有效补充，多元化的业务发展模式有助于分散经营风险。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要管理人员和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司实现营业收入 26.04 亿元，同比下降 17.99%，主要是房地产收入下降所致；综合毛利率为 68.89%，同比上升 7.25 个百分点，主要是受低毛利率的房地产收入占比下降和市场经营租金优惠期结束毛利率有所上升综合影响所致。

表 2　2014~2017 年 6 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	18.01	94.85	73.97	29.33	92.42	59.55	25.14	96.54	69.05	6.35	95.34	58.35
市场经营	10.06	53.00	86.78	8.35	26.30	85.98	9.32	35.79	97.21	3.05	45.80	95.74
畜牧屠宰	1.52	8.01	7.88	1.45	4.57	-2.52	0.62	2.38	12.90	0.22	3.30	11.50
酒店餐饮	0.56	2.96	78.38	0.88	2.76	87.68	0.97	3.73	83.33	0.2	3.00	85.00
房地产	0.55	2.87	45.47	12.64	39.84	38.34	7.08	27.19	40.34	1.12	16.82	34.82
物业收入	--	--	--	--	--	--	3.49	13.40	93.12	0.93	13.96	60.86
其他	5.32	28.01	71.08	6.01	18.95	78.35	3.66	14.06	55.56	0.83	12.46	58.12
其他收入	0.98	5.15	64.42	2.41	7.58	87.10	0.90	3.46	66.67	0.31	4.65	68.54
合计	**18.99**	**100.00**	**73.48**	**31.74**	**100.00**	**61.64**	**26.04**	**100.00**	**68.89**	**6.66**	**100.00**	**60.21**

资料来源：公司提供。

注：市场经营收入=暖气销售收入+租赁收入+广告收入；主营业务中的其他收入=出口收入+汽车销售收入+手续费佣金收入+利息收入+其他；其他收入=牛羊肉加工+管理费+租金+货运+材料销售+其他。

收入构成方面，公司主营业务主要为市场经营，辅以房地产开发、物业、畜牧屠宰和酒店经营等其他业务。2017 年，公司市场经营业务和房地产业务收入占比分别为 35.79%和 27.19%，同比分别上升 9.49 和下降 12.65 个百分点，其中市场经营业务收入为 9.32 亿元，同比增长 11.62%，主要系 2016 年公司将部分市场经营的租金收入计入其他收入所致；2017 年主营业务中的其他收入占比 14.06%，较 2016 年下降 39.10%，主要系物业收入重分类后单独列示所致。

毛利率构成方面，2017 年，公司主营业务毛利润主要来自市场经营、房地产、物业和其他收入。2017 年，公司市场经营和房地产业务毛利率分别为 97.21%和 40.34%，同比分别上升 11.23 和 2.00 个百分点，市场经营业务毛利率上升主要系租金优惠政策结束以及部分物业转为投资性房地产后计提折旧减少所致；其他收入毛利率受银行业务利差下降等因素影响，毛利率同比下降 22.79 个百分点至 55.56%。

2018 年一季度，公司营业收入为 6.66 亿元，毛利率为 60.21%，较 2017 年下降 8.68 个百分点，主营业务收入中除酒店餐饮和其他，其他板块毛利率均较 2017 年有所下降，其中物业收入毛利率为 60.86%，较 2017 年下降 32.26 个百分点，下降的原因为新增停车场地租赁费用。

总体看，跟踪期内，受房地产结转收入下降影响，公司营业收入出现下降；市场经营业务发展稳定，毛利率水平有所提升；公司整体盈利能力维持稳定，保持在较好水平。

2. 市场经营

公司市场运营的物业均为自持。公司拥有的市场包括乌鲁木齐华凌综合市场（华凌贸易城、华凌国际商贸城、华凌陶瓷洁具城）、华凌市场建材进出口基地、华凌国际珠宝玉器城和华凌南疆综合批发市场，除华凌国际珠宝玉器城外，均主要经营建材业务，公司下属各大市场在新疆、中国西北地区乃至中西亚地区都拥有较高的知名度和显著的规模优势。

表3 截至2017年底，公司下属市场情况（单位：万平方米、间、%）

名称	开业时间	区域位置	运营主体	租赁业态	租赁面积	商铺间数	出租率
华凌贸易城	1997 年	乌市水区	新疆华凌集团	专业建材市场	15.86	1800	100.00
华凌贸易城（平房区）	1997 年	乌市水区	新疆华凌集团	专业建材市场	17.58	3242	100.00
华凌国际商贸城	2005 年	乌市水区	华凌实业资产	专业建材市场	17.99	1400	100.00
华凌陶瓷洁具城	2011 年	乌市水区	新疆中亚建材城	专业建材市场	15.73	1000	95.00
华凌南疆综合批发市场	2000 年	库尔勒	华凌实业资产	专业建材市场	61.37	4814	92.53
华凌国际珠宝玉器城	2009 年	乌市水区	新疆华凌集团	珠宝玉器市场	6.61	5220	95.00
华凌市场建材进出口基地	2012 年	乌市米东区	新疆华凌集团	专业建材市场	86.00	11784	95.00
合计	--	--	--	--	**221.14**	**29260**	--

资料来源：公司提供

公司市场经营业务的经营主体为公司本部、华凌实业资产管理有限公司和新疆中亚建材城有限公司。截至 2017 年底，公司拥有的市场可租赁面积达 221.14 万平方米，可出租商铺为 29260 间，综合出租率均维持在 90%以上。

公司市场经营模式是出租市场摊位给经营业主，按面积收取年租金，第一年租金于起租日一次性收取，之后每年到起租日再收取下一年份的租金。公司对下属的市场按片轮次出租和收取租金，确保每个月都有现金流入。

表4 近年来公司下属市场经营情况（乌鲁木齐市）

物业名称	经营情况	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
华凌贸易城（A 楼）	出租面积（万平方米）	15.86	15.86	15.86	15.86
	出租率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.52	1.49	1.54	1.54
	租金收入（亿元）	0.87	0.85	0.89	0.22
华凌贸易城（平房区）	出租面积（万平方米）	19.93	19.93	17.58	17.58
	出租率（%）	100.00	96.00	100.00	100.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.10	1.70	2.08	2.08

	租金收入（亿元）	0.79	1.17	1.34	0.29
华凌国际商贸城（B 楼）	出租面积（万平方米）	17.99	17.99	17.99	17.99
	出租率（%）	100.00	100.00	100.00	100.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	2.73	2.36	2.31	2.31
	租金收入（亿元）	1.77	1.53	1.50	0.40
华凌陶瓷洁具城（C 楼）	出租面积（万平方米）	15.73	15.73	15.73	15.73
	出租率（%）	95.00	93.00	95.00	95.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.64	1.43	1.44	1.44
	租金收入（亿元）	0.86	0.75	0.76	0.20
华凌国际珠宝玉器城	出租面积（万平方米）	6.61	6.61	6.61	6.61
	出租率（%）	93.00	96.00	95.00	95.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	2.35	2.68	2.40	2.40
	租金收入（亿元）	0.52	0.61	0.55	0.14
华凌市场建材进出口基地	出租面积（万平方米）	83.42	83.42	86.00	86.00
	出租率（%）	92.00	91.00	95.00	95.00
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.17	1.12	1.13	1.10
	租金收入（亿元）	3.23	3.06	3.32	0.80
合计	**租金收入（亿元）**	**8.04**	**7.97**	**8.36**	**2.05**

资料来源：公司提供

2017 年，公司位于乌鲁木齐的各大市场的经营情况稳定，华凌综合市场除陶瓷洁具城的出租率为 95%以上，其他区域的出租率均保持在 100%。随着 2015 年推出的“交三用四（交三年租金使用四年）”的租金优惠政策到期，华凌综合市场的租金水平除国际商贸城外均较 2016 年有所上升，其中平房区的租金为 2.08 元/平方米/日，同比增长 22.35%，增幅最大。华凌市场建材进出口基地通过改扩建，出租面积增长至 86 万平方米，同时出租率同比上升 4 个百分点至 95%，租金水平为 1.13 元/平方米/日，同比略有增长。华凌国际珠宝玉器城的出租率较 2016 年下降 1 个百分点至 95%，同时平均单位租金也下滑至 2.40 元/平方米/日，同比下降 10.45%。

2017 年，公司在新疆乌鲁木齐的各大市场的租金合计收入 8.36 亿元，同比增长 4.89%。

表5　近年来华凌南疆综合批发市场经营情况

物业细分	经营情况	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
主楼区	出租面积（万平方米）	8	8	8	8
	出租率（%）	100	100	97	97
	平均单位租金（元/平方米/日）	1.97	1.76	0.92	0.92
	租金收入（亿元）	0.86	0.51	0.27	0.07
平房区（有证）	出租面积（万平方米）	5.7	5.11	5.11	5.11
	出租率（%）	100	89	100	100
	平均单位租金（元/平方米/日）	2.25	1.51	1.23	1.23
	租金收入（亿元）	0.56	0.28	0.23	0.06
平房区（无证）	出租面积（万平方米）	46.35	48.26	48.26	48.26
	出租率（%）	95	89	91	91

	平均单位租金（元/平方米/日）	0.27	0.39	0.32	0.41
	租金收入（亿元）	0.43	0.6	0.51	0.17
合计	**租金收入（亿元）**	**1.85**	**1.39**	**1.01**	**0.30**

资料来源：公司提供

华凌南疆综合批发市场位于新疆南疆库尔勒市，近年来租金水平不断下降，面临一定的经营压力。2017 年华凌南疆综合批发市场主楼区的出租率较 2016 年下降 3 个百分点至 97%，同时租金水平大幅下降 47.73%至 0.92 元/平方米/日；平房区的出租率均较 2016 年有所上升，但租金水平有所下降，其中有证区的平均租金为 1.23 元/平方米/日，同比下降 18.54%，无证区的平均租金为 0.32 元/平方米/日，同比下降 17.95%。2017 年华凌南疆综合批发市场的租金收入为 1.01 亿元，同比下降 27.34%。

2018 年一季度，公司各市场经营情况稳定，出租率和租金水平较 2017 年基本持平，

总体看，跟踪期内，公司在乌鲁木齐的各大市场经营情况稳定，随着公司“交三用四”优惠政策的结束，租金收入有所增长；华凌南疆综合批发市场租金水平出现明显下降，租金收入下降幅度较大，面临较大经营压力。

3. 房地产业务

公司的房地产业务主要由下属新疆华凌房地产开发有限公司经营，目前，公司开发的房地产项目主要是华凌国际公寓一期和二期项目。一期项目位于乌鲁木齐水磨沟区南湖北路东二巷 188 号，2010 年开工建设，2012 年 10 月完工。二期于 2013 年 6 月开工，项目位置紧邻一期，总建筑面积 36.11 万平方米，2016 年 9 月完工。此外，公司在售的房地产项目还有格鲁吉亚青奥村项目。

华凌国际公寓一期项目，总可售面积为 23.15 万平方米，2017 年签约销售面积和签约金额分别为 0.46 万平方米和 0.26 亿元，剩余可售面积为 3.07 万平方米。华凌国际公寓二期项目，总可售面积为 36.02 万平方米，2017 年签约销售面积和签约金额分别为 6.91 万平方米和 6.03 亿元，剩余可售面积为 6.03 万平方米。华凌国际公寓一期和二期项目剩余可售面积主要是主要是未销售的车位、商铺和部分住宅，其中商铺处于租赁状态。格鲁吉亚青奥村项目，总可售面积为 18.54 万平方米，2017 年公司房地产签约销售面积和签约金额分别为 2.79 万平方米和 1.13 亿元，剩余可售面积为 15.75 万平方米。

截至 2017 年底，公司土地储备共计 214.24 万平方米，较上年有所增长，公司土地储备均位于乌鲁木齐，其中商业用地 2.64 万平方米，住宅用地 0.07 万平方米，住宅和商业用地 20.07 万平方米，瞻仰景观休闲用地（荒山绿化）159.60 万平方米。

表 6 截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万元，平方米，元/平方米，%）

项目名称	土地面积	所在城市	土地使用性质	拿地时间	楼面均价	开发进度	拿地支出
三角地	26360.36	乌鲁木齐	商业用地	2011	无	未开发	18652.46
北郊	164944.93	乌鲁木齐	住宅、商业用	2012	无	未开发	30035.14
振兴路（米东区）	35679.35	乌鲁木齐	住宅、商业用	2013	无	未开发	1468.37
红雁池	1595977.53	乌鲁木齐	瞻仰景观休闲用地	2011	无	未开发	5722.61
八道湾	319448.26	乌鲁木齐	暂未定	手续办理中	无	未开发	--

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建房地产项目为古树小镇项目，该项目位于乌鲁木齐市河滩路，临近会展中心，拟建高端商业住宅，规划占地面积16.48万平方米，拟建15栋住宅，已于2017年5月开工，目前处于地基挖掘阶段。项目计划总投资25亿元，截至2017年底已投资3.5亿元（主要为土地出让金），拟采用滚动开发模式，前期项目资金通过自筹及银行借款，后期将使用销售收入投入。

总体看，公司房地产业务是公司主营业务的有效补充；公司现有土地储备多为荒山绿化用地，公司未来房地产发展空间有限。

4. 物业管理

公司物业管理运营主体为新疆家瑞祥物业服务有限公司（以下简称“家瑞祥物业”），2016年12月通过非同一控制下合并取得。家瑞祥物业负责收取公司主要市场的物业管理费用。2017年，公司实现物业收入3.49亿元，毛利率为93.12%。2018年一季度，公司物业收入0.93亿元，毛利率为60.86%，较2017年下降32.26个百分点，系新增停车场地租赁费用所致。

5. 其他业务

公司经营业务除市场经营、房地产等业务外，涉足的其他业务主要包括银行业务、进出口贸易、汽车销售、物业管理、畜牧屠宰和酒店经营等。

公司银行业务的经营主体为格鲁吉亚Basis银行，公司于2012年3月收购该银行90%股权，成为新疆首家在境外投资收购金融机构的民营企业。Basis银行在格鲁吉亚国内主要以中小企业和零售银行业务为主。截至2017年底，Basis银行资产总额30.92亿元，同比增长25.49%，主要系发放的贷款及垫款规模增加所致；2017年实现收入2.27亿元，同比增长14.07%；净利润0.81亿元，同比增长12.50%。

公司的进出口贸易、汽车销售和物业管理等业务都是围绕公司市场建设、培育和服务而配套发展起来的业务增长点，和公司市场经营业务构成了完整的市场运营产业链。公司进出口贸易业务主要是由下属子公司新疆华凌进出口有限公司和新疆华凌口岸贸易有限公司经营，主要经营轻工业产品（如各种五金交电、生活用品、服装、小家电等）的跨境贸易。近年来，公司进出口贸易规模不断缩小，2017年，公司进出口贸易业务收入0.05亿元，为2016年的20.83%，主要系受外部经济环境影响公司收紧业务规模所致。

公司畜牧屠宰业务主要由子公司华凌畜牧产业开发有限公司负债经营，公司畜牧板块的经营模式为通过与养殖牧场、养殖合作社、牛羊肉养殖公司等签订协议收购养殖的牛羊，然后在公司屠宰场集中屠宰、加工处理，最后销往当地的牛羊肉市场。2017年，公司畜牧屠宰业务进行战略转型，由传统的牛羊肉屠宰加工企业转向平台企业。2017年初，公司投入近1000万元建设了智慧农牧供应链金融服务平台，为全产业链提供技术服务、数据监管、交易中心、金融信贷等先进技术服务。对原有的商业模式（单一收取屠宰费、租赁费）和市场渠道（多家良莠不齐的屠宰、批发经营户竞争乱象）进行了调整，整合多家屠宰、批发户成立屠宰批发公司。同时取消了进口贸易业务（2016年做进口内销贸易，2017年为集中精力转型暂停了进口贸易业务），上述几方面原因，导致2017年销售业绩下滑。2017年，公司畜牧屠宰实现收入0.62亿元，同比下降57.24%。

公司酒店业务的主要经营主体为华凌大酒店，华凌大饭店建筑面积35096.66平方米，客房数量250间。2017年华凌大饭店入住率为46.10%，平均房价404.27元/间/夜，2017年酒店业务实现收入0.97亿元，同比增长10.28%，毛利率为83.33%，同比下降4.35个百分点。

总体看，公司多元化的发展模式一方面是对现有市场租赁业务的配套补充，另一方

面也有助于分散经营风险；跟踪期内，公司银行业务和酒店业务保持稳步增长态势，对公司主营业务形成一定补充。

6. 在建工程

截至 2017 年底，公司主要在建工程为华凌建材进出口基地、库尔勒华凌国际城一期、华凌国际学校项目和华凌国际经济特区项目，其中库尔勒华凌国际城一期、华凌国际经济特区项目已基本完成资金投入，尚未办理竣工结算。

华凌建材进出口基地规划总占地面积 231.68 万平方米（全部为商业用地），计划总投资为 14.53 亿元，已完成投资 11.58 亿元，尚需投资 2.95 亿元。该项目的建设是为了缓解华凌商贸城随着商户增加而带来的摊位紧张问题，项目建设周期预计为 2008~2020 年。截至 2018 年 3 月底，已形成可租用商铺面积 86 万平方米。该基地商铺目前以一层建筑和临时房屋居多，公司未来将根据市场发展情况，对现有建筑进行改扩建。

华凌国际学校项目，于 2017 年 8 月开工，位于乌鲁木齐市，总建筑面积共计 15.84 万平方米，项目未来公司将自主运营，预计年收入 2.09 亿元，华凌国际学校项目总计划投资规模为 5.8 亿元，截至 2017 年底已投资 1.90 亿元，尚需投资 3.90 亿元。

7. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数波动上升，三年分别为 24.40 次、47.16 次和 36.48 次；存货周转次数波动中有所上升，三年分别为 0.24 次、0.55 次和 0.39 次；总资产周转次数偏低，三年分别为 0.09 次、0.14 次和 0.10 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

8. 未来发展

公司未来将继续围绕商业租赁、畜牧屠宰、酒店餐饮和房地产四大板块业务进行业务拓展，并进一步扩大在格鲁吉亚的项目投资并做大做强金融行业。

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

总体看，公司未来发展规划清晰务实，公司业务规模和综合竞争力有望进一步提高；联合资信同时关注到，公司在格鲁吉亚的银行业务和投资项目易受国际经济形势和当地政策影响，面临一定的管理风险、汇率风险和政治风险。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，公司 2016 年财务报表合并范围内子公司 39 家，较 2015 年新增 3 家子公司，减少 1 家子公司，其中新增的新疆家瑞祥物业服务有限公司，为同一控制下合并，截至 2016 年底，其净资产和净利润分别为 4.62

亿元和 1.46 亿元，于股权转让日纳入合并范围，并追溯调整 2015 年财务报告期初数。以下财务分析 2015 年财务数据采用经调整后的 2016 年财务报告期初数。2017 年，公司合并范围新增 9 家，其中非同一控制下合并 1 家（北京汉宇航空有限公司，以下简称“汉宇航空”，截至 2017 年 7 月 18 日，汉宇航空的净资产账面价值 4.21 亿元，资产总额 8.25 亿元），新设 8 家子公司，截至 2017 年底，公司合并范围子公司共 48 家。总体看，近年来公司合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 264.68 亿元，所有者权益为 90.71 亿元（含少数股东权益 6.47 亿元）；2017 年公司实现营业收入 26.04 亿元，利润总额 2.93 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 264.74 亿元，所有者权益为 93.40 亿元（含少数股东权益 6.47 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.66 亿元，利润总额 0.80 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 8.90%。截至 2017 年底，公司资产总额为 264.68 亿元，其中流动资产占 25.82%，非流动资产占 74.18%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所增长，三年分别为 60.14 亿元、52.54 亿元和 68.35 亿元。截至 2017 年底，公司流动资产构成以货币资金（占 36.45%）、其他应收款（占 20.26%）和存货（占 27.36%）为主。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 22.26%。截至 2017 年底，公司货币资金为 24.92 亿元，同比增长 100.55%，主要由银行存款 14.31 亿元和其他货币资金 10.38 亿元（用于借款质押的定期存款和理财账户及同业隔夜存放）构成。截至 2017 年底，货币资金中受限部分占 41.65%，受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款金额较少。截至 2017 年底，公司应收账款为 0.78 亿元，共按账龄法计提坏账准备 515.49 万元，计提比例 6.17%。其中，账龄一年以内占 60.37%，1~2 年占 27.94%，公司应收账款综合账龄较短，回收风险可控。

2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所增长，年均复合增长 7.98%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 13.84 亿元，同比下降 15.33%，其中 98.90%按照账龄法计提坏账准备，从账龄上看，1 年以内占 29.13%，1~2 年占 43.42%，2~3 年占 1.39%，3~5 年占 17.80%，5 年以上占 8.25%，共按账龄法计提坏账准备 1.42 亿元，计提比例 8.28%。截至 2017 年底，其他应收款余额前 5 名客户欠款金额合计占其他应收款总额的 53.40%。总体看，公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，部分其他应收款账龄较长，有一定回收风险。

表 7 按欠款方归集的期末余额前 5 名其他应收账款情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	款项性质
新疆华顺工贸有限公司	4.99	1 年以内/1-2 年	关联方往来款
新疆海益股权投资有限公司	1.70	1-2 年	往来款
上海鲁新实业有限公司	1.02	4-5 年	往来款
新疆家盒子文化有限公司	0.85	1 年以内/1-2 年	关联方往来款
蓝勇租赁（天津）有限公司	0.70	1 年以内	飞机租赁款
合计	**9.26**	--	--

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降 11.49%。截至 2017 年底，公司存货为 18.70 亿元，同比增长 7.05%，主要是房地产开发成本，其中华凌国际公寓和

古树小镇 16.15 亿元、华凌国际经济特区开发的青奥村项目 2.29 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 18.45%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 5.43 亿元，同比增长 16.63%，主要由存放央行准备金 3.28 亿元、待抵扣进项税 1.38 亿元和预缴营业税 0.15 亿元、预缴房产税 0.57 亿元构成。

2015~2017 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 20.89%。截至 2017 年底，公司预付款项为 4.61 亿元，为 2016 年底的 4.61 倍，主要是合并汉宇航空新增飞机预付款所致。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 9.73%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 196.33 亿元，同比增长 6.57%，主要由投资性房地产（占 57.23%）、固定资产（占 12.99%）、可供出售金融资产（占 6.98%）、在建工程（占 6.49%）和发放贷款及垫款（占 9.69%）构成。

2015~2017 年，公司投资性房地产保持相对稳定，年均复合增长 2.79%。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 112.35 亿元，同比增长 2.79%，由房屋、建筑物 105.36 亿元和土地使用权 6.99 亿元构成。公司投资性房地产采用公允价值计量，截至 2017 年底，投资性房地产公允价值累计变动增加 85.54 亿元，占投资性房地产账面价值的 76.14%；投资性房地产中 69.55 亿元用于借款抵押，占 61.90%。

2015~2017 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长 3.82%。截至 2017 年底，公司固定资产为 25.50 亿元，同比增长 11.59%，主要由房屋及建筑物（18.89 亿元）、运输设备（4.25 亿元）和机器设备（1.70 亿元）构成；固定资产累计计提折旧 11.00 亿元，资产成新率 69.87%。截至 2017 年底，公司固定资产未计提减值准备；固定资产中有 3.32 亿元用于借款抵押，占 13.02%。

2015~2017 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 42.93%。截至 2016 年底，公司在建工程为 12.53 亿元，同比增长 100.99%，主要来自华凌国际经济特区工程等在建工程的投入增长。截至 2017 年底，公司在建工程为 12.74 亿元，主要为华凌国际经济特区工程 9.31 亿元和库尔勒华凌国际城一期 2.33 亿元，上述工程均已完工但尚未办理结算手续。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 61.28%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 13.71 亿元，同比增长 7.81%，主要包括可供出售债务工具 3.64 亿元和可供出售权益工具 10.06 亿元（乌鲁木齐银行股份有限公司 0.89 亿元，持股比例 1.48%、利泰醒狮（太仓）控股有限公司 2.01 亿元，持股比例 8.19%、卓朗智能机械有限公司 1.00 亿元，持股比例 1%、其他投资理财产品 6.16 亿元）。

2015~2017 年，公司发放贷款及垫款快速增长，年均复合增长 23.85%。截至 2017 年底，公司发放贷款及垫款 19.03 亿元，同比增长 22.16%，主要是子公司格鲁吉亚 Basis 银行业务发展所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 264.74 亿元，较 2017 年底变化不大，其中流动资产占 25.02%，非流动资产占 74.98%，资产结构较 2017 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，随着合并范围增加、在建工程投入增加和货币资金的增长，公司资产总额有所增长。公司资产构成以非流动资产为主，符合行业特点；流动资产中货币资金、其他应收款和存货占比高，部分其他应收款账龄较长，存在一定回收风险；非流动资产中投资性房地产占比高，且投资性房地产公允价值增加部分和受限部分占比高；整体看，公司资产质量及流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 8.02%。截至 2017 年底，公司所有者权益为 90.71 亿元，同比增长 8.85%，主要来自其他综合收益（合并华山投资产生的汇兑损益）和未分配利润的增长，其中归属于母公司所有者权益为 84.25 亿元，股本占 2.48%、资本公积占 2.85%、盈余公积占 1.94%、其他综合综合收益占 10.79%、未分配利润占 81.95%，所有者权益构成较 2016 年底变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 93.40 亿元，较 2017 年底增长 2.96%，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

总体看，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。

负债

2015~2017 年，公司负债总额有所增长，年均复合增长 9.37%。截至 2017 年底，公司负债总额为 173.97 亿元，其中流动负债占 50.04%，非流动负债占 49.96%，流动负债占比较 2016 年底有所上升。

2015~2017 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 3.75%，截至 2017 年底，公司流动负债为 87.05 亿元，同比增长 24.07%，主要由短期借款（占 13.61%）、预收款项（占 10.92%）、其他应付款（占 28.40%）和其他金融类流动负债（占 21.28%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款有所波动，年均复合增长 0.37%。截至 2017 年底，公司短期借款为 11.85 亿元，同比下降 5.92%，由抵押借款（8.34 亿元）和信用借款（3.51 亿元）构成。

2017 年，公司交易性金融负债为 4 亿元，为公司 2017 年发行的短期融资券。

2015~2017 年，公司预收款项波动幅度较大，2017 年为 9.50 亿元，为 2016 年的 4.52 倍，主要是预收房租增加所致；公司预收款项包括预收市场租金、物业费和购房款等。

2015~2017 年，公司其他应付款不断下降，年均复合下降 13.55%。截至 2017 年底，其他应付款为 24.72 亿元，同比下降 12.54%，从账龄上看，截至 2017 年底，其他应付款 1 年以内占 39.53%、1~2 年占 11.94%、2~3 年占 14.57%、3 年以上占 33.96%，其他应付款主要是往来款、在建工程项目的质保金以及预收的市场定金。

2015~2017 年，公司其他金融类负债分别为 13.40 亿元、16.43 亿元和 18.52 亿元，为格鲁吉亚 Basis 银行吸收存款及同业存放。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 13.15 亿元，为 2016 年的 2.52 倍，主要是银行抵质押和保证借款。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 16.02%。截至 2017 年底，公司非流动负债为 86.92 亿元，同比增长 4.38%，主要由长期借款（占 57.84%）、应付债券（占 23.01%）和递延所得税负债（占 15.71%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 18.45%。截至 2017 年底，公司长期借款为 50.28 亿元，同比增长 8.61%，其中抵押借款 30.52 亿元、质押借款 16.82 亿元、信用借款 2.94 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券分别为 12.00 亿元、20.00 亿元和 20.00 亿元。截至 2017 年底，公司应付债券为公司 2015 年和 2016 年发行的两期公司债券，规模分别为 12 亿元和 8 亿元，到期日分别为 2020 年和 2021 年。

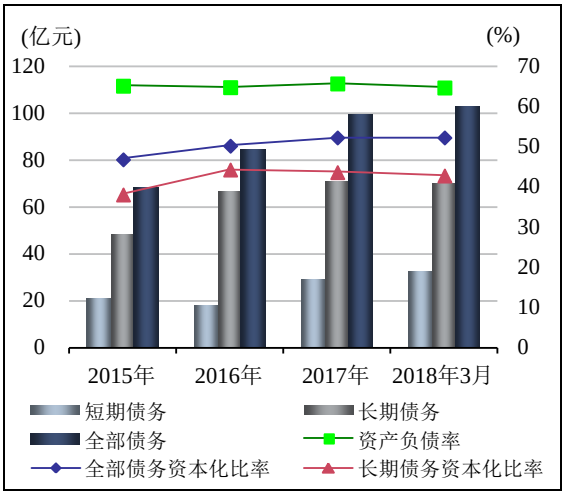
2015~2017 年，公司递延所得税负债有所波动，年均复合下降 0.24%。截至 2017 年底，递延所得税负债为 13.66 亿元，同比下降 3.92%。

有息债务方面，2015~2017 年，公司全部债务不断增长，年均复合增长 20.47%。截至 2017 年底，公司全部债务为 99.39 亿元，同比增长 18.17%，其中短期债务占 29.29%，长

期债务占 70.71%。

债务指标方面，2015~2017 年，公司资产负债率有所波动，三年分别为 65.17%、64.80%和 65.73%；全部债务资本化比率持续上升，三年分别为 46.83%、50.23%和 52.28%；长期债务资本化比率波动中有所增长，三年分别为 38.09%、44.30%和 43.65%。

图 2　近年来公司债务变化情况



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 171.34 亿元，较 2017 年底下降 1.51%，负债结构较 2017 年底变化不大；有息债务方面，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 102.33 亿元，其中短期债务占 31.68%，长期债务占 68.32%，长期债务占比较 2017 年底有所下降；截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 64.72%、42.81%和 52.28%，均较 2017 年底变动不大。

总体看，跟踪期内，公司负债总额有所增长，债务负担有所加重；负债结构中长期债务占比较高，债务结构合理。公司实际债务负担偏重。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 17.10%。2016 年公司营业收入为 31.74 亿元，同比增长 67.15%，主要来自房地产收入的增长；2017 年，公司营业收入为 26.04 亿元，同比下降 17.96%。2015~2017 年，公司营业成本波动增长，年均复合增长 27.33%，2017 年公司营业成本为 7.12 亿元，同比下降 37.66%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用波动增长，年均复合增长 14.22%。2017 年公司期间费用为 12.36 亿元，同比下降 13.48%，其中销售费用占 18.53%、管理费用占 42.13%、财务费用占 39.34%。2015~2017 年，公司期间费用率波动中有所下降，三年分别为 49.88%、44.99%和 47.45%，期间费用控制能力仍有待加强。

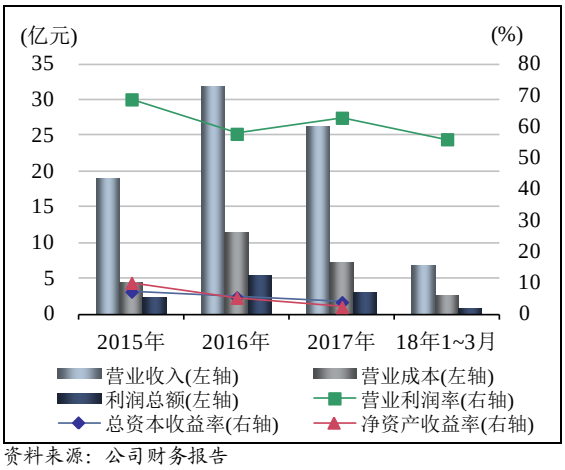
非经常性损益方面，公司非经常性损益主要是资产减值损失、公允价值变动收益、投资收益、营业外收入和支出。2015~2017 年，公司资产减值损失波动增长，2017 年为 0.78 亿元，主要是坏账损失；公司公允价值变动收益主要来自投资性房地产的公允价值变动，2015~2017 年波动下降，三年分别为 0.23 亿元、1.03 亿元和-0.15 亿元；2015~2017 年，公司投资收益波动中有所增长，三年分别为 0.18 亿元、1.89 亿元和 0.54 亿元，公司投资收益主要来自长期股权投资权益法核算的利润、股权处置收益、持有至到期投资和可供出售金融资产的投资收益。2017 年公司营业外支出为 0.28 亿元，其中捐赠支出 0.14 亿元；营业外收入较 2016 年大幅下降，主要是新会计准则下政府补助 0.59 亿元归入其他收益所致。总体看，非经常性损益对公司利润总额影响较大。

2015~2017 年，受房地产结转收入影响，公司营业利润和利润总额波动幅度较大，近三年营业利润分别为 2.87 亿元、5.39 亿元和 3.13 亿元；利润总额分别为 2.37 亿元、5.33 亿元和 2.93 亿元。

2015~2017 年，公司净利润分别为 7.78 亿元、4.36 亿元和 2.04 亿元。2015 年净利润规模较高的主要原因是 2015 年根据国家相关

政策，公司部分子公司享受西部大开发所得税优惠政策可减按 15%预交所得税，公司据此调整减少上期累计确认的递延所得税负债 6.56 亿元，同时调减递延所得税费用 6.56 亿元使 2015 年公司所得税为负值，受此影响，2015 年公司净利润规模较高。

图 3　近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

利润指标方面，受 2016 年房地产项目结转收入的毛利率较低影响，2015~2017 年，公司营业利润率波动中有所下降，三年分别为 68.67%、57.65%和 62.79%；2015~2017 年总资本收益率和净资产收益率持续下降，总资本收益率三年分别为 7.17%、5.37%和 3.83%；净资产收益率三年分别为 10.00%、5.23%和 2.25%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.66 亿元，同比下降 8.77%；利润总额为 0.80 亿元，同比下降 40.30%；营业利润率为 55.91%，较 2017 年下降 6.88 个百分点。

总体看，跟踪期内，受当年房地产结转收入下降影响，公司营业收入和利润规模有所下降；期间费用率仍维持在较高水平，期间费用控制能力有待加强；公司盈利指标数值偏低，整体盈利水平较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长 8.25%，2017 年公司经营活动现金流入量为 38.80 亿元，同比增长 37.62%，主要是预收租金增加所致（交三用四租赁政策到期）和 Bassis 银行业务增长所致，其中销售商品、提供劳务收到的现金 25.95 亿元、金融业务产生的现金流入 5.48 亿元。2015~2017 年，公司经营活动现金流出量波动中有所下降，年均复合下降 3.08%。2017 年公司经营活动现金流出量为 27.32 亿元，同比增长 3.41%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 11.13 亿元、金融业务产生的现金流出 6.51 亿元。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，三年分别为 4.03 亿元、1.77 亿元和 11.48 亿元。2015~2017 年，公司现金收入比分别为 150.96%、68.30%和 99.66%，2016 年现金收入比较低的原因为当年结转的房地产项目收入对应的现金流已于前期流入且公司实行“交三用四”租金优惠政策，当期确认的租金收入的现金流已于前期流入，总体看，公司收入实现质量良好。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入快速下降，三年分别为 7.48 亿元、4.88 亿元和 1.13 亿元，主要来自收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金，2015 年投资活动现金流入规模较大系收回前期发放的委托贷款 2.61 亿元所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出波动幅度较大，三年分别为 9.77 亿元、23.02 亿元和 7.49 亿元，主要是购建固定资产、无形资产支付的现金和投资支付的现金。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-2.28 亿元、-18.14 亿元和-6.36 亿元，均呈净流出状态。

从筹资活动来看，2015~2017 年，筹资活动现金流入波动中有所下降，年均复合下降 11.73%，2017 年为 87.00 亿元，同比增长 35.69%，主要为 Basis 银行取得借款收到的现金和吸收投资收到的现金；2015~2017 年，筹资活动现金流出波动中有所下降，年均复合

下降 14.62%，2017 年为 82.86 亿元，同比增长 52.62%，主要是 Basis 银行偿还债务支付的现金。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流净额波动增长，三年分别为-2.02 亿元、9.82 亿元和 4.13 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金净流量分别为-0.37 亿元、-1.99 亿元和-2.37 亿元；收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，主要是往来款规模增长和统计口径变化所致。2018 年 1~3 月，公司现金收入比为 66.20%，较 2017 年进一步下降，主要是 2018 年一季度销售结算收入对应的现金流部分已于前期流入所致。

总体看，跟踪期内，受预收租金影响，公司经营活动净现金流规模大幅增长；受在建工程持续投入影响，投资活动净现金流持续为净流出，且规模相对较大，公司面临一定的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年底，公司流动比率分别为 74.37%、74.89%和 78.52%，速动比率分别为 44.85%、49.99%和 57.04%；同期，公司经营现金流动负债比分别为 4.98%、2.53%和 13.18%，指标数值偏低。截至 2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 77.92%和 58.41%，较 2017 年底变化不大。整体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数波动中有所上升，三年分别为 1.94 倍、2.45 倍和 1.98 次；全部债务/EBITDA 倍数波动中有所下降，分别为 9.83 倍、6.95 倍和 9.40 倍。公司长期偿债能力弱。

截至 2017 年底，公司受限资产为 80.56 亿元，资产受限比例为 30.44%，受限比例较高。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保合计 5070 万美元，为对公司关联企业新疆华顺工贸有限公司（以下简称“华顺工贸”），华顺工贸为公司实际控制人米恩华先生在格鲁吉亚投资主体，主要投资免税工业园、木材加工、石材开发等项目，项目投资总额 2.74 亿美元（1.12 亿美元自有资金和 1.62 亿美元银行借款），截至 2018 年 3 月已完成投资 2.74 亿美元，上述投资项目 2017 年产生收入 1.84 亿美元。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额为 154.20 亿元，尚未使用授信额度为 46.89 亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（公司信用机构代码 G1065010500016110S）（银行版），截至 2018 年 5 月 15 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清贷款中，有 1 笔不良/关注类贷款、133 笔关注类贷款，经银行证明为非企业方面原因造成，公司过往债务履约情况正常。

8. 抗风险能力

基于对公司经营规模、区域行业地位、盈利状况以及公司所处区域外部环境的综合分析，公司整体抗风险能力尚可。

十、存续债券保障能力分析

2015~2017 年，公司现金类资产分别为 16.67 亿元、12.42 亿元和 24.92 亿元，分别为“17 华凌工贸 CP001”的 4.17 倍、3.11 倍和 6.23 倍。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为 20.24 亿元，为“17 华凌工贸 CP001”的 5.06 倍。公司现金类资产对“17 华凌工贸 CP001”的保障能力强。

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 33.11 亿元、28.19 亿元和 38.80 亿元，分别为“17 华凌工贸 CP001”的 8.28 倍、7.05 倍和 9.70 倍；同期，公司经营活动现金净流

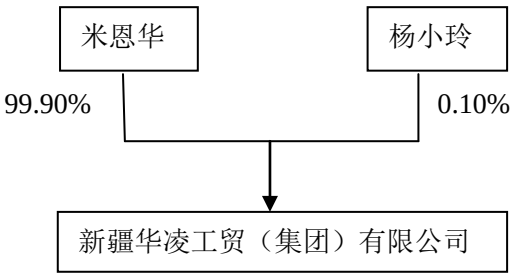
量分别为 4.03 亿元、1.77 亿元和 11.48 亿元，分别为“17 华凌工贸 CP001”的 1.01 倍、0.44 倍和 2.87 倍。公司经营活动现金流入量对“17 华凌工贸 CP001”的保障能力强。

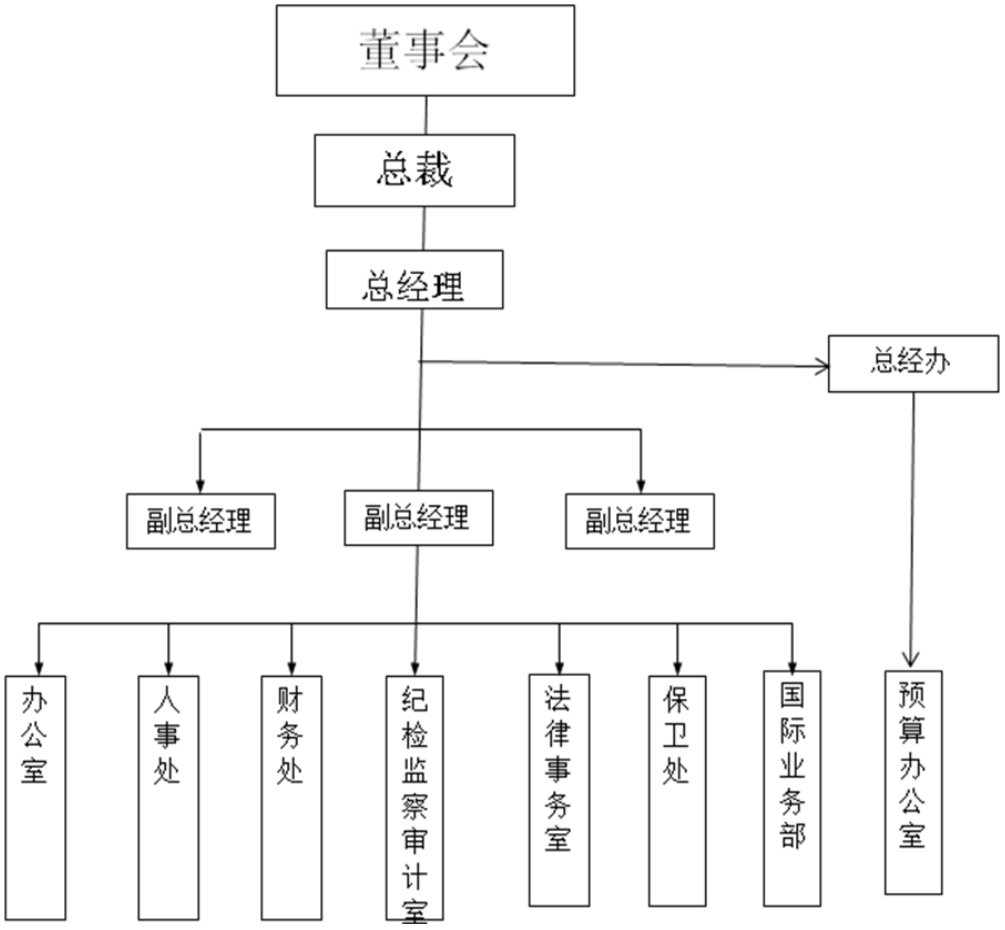
总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 华凌工贸 CP001”的保障能力强。

十一、结论

综合分析，联合资信确定维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“17 华凌工贸 CP001”信用等级为 A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.67	12.42	24.92	20.24
资产总额(亿元)	223.19	236.77	264.68	264.74
所有者权益(亿元)	77.75	83.34	90.71	93.40
短期债务(亿元)	20.65	17.82	29.11	32.42
长期债务(亿元)	47.83	66.29	70.28	69.92
全部债务(亿元)	68.48	84.11	99.39	102.33
营业收入(亿元)	18.99	31.74	26.04	6.66
利润总额(亿元)	2.37	5.33	2.93	0.80
EBITDA(亿元)	6.97	12.11	10.57	--
经营性净现金流(亿元)	4.03	1.77	11.48	-0.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.40	47.16	36.48	--
存货周转次数(次)	0.24	0.55	0.39	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.14	0.10	--
现金收入比(%)	150.96	68.30	99.66	66.20
营业利润率(%)	68.67	57.65	62.79	55.91
总资本收益率(%)	7.17	5.37	3.83	--
净资产收益率(%)	10.00	5.23	2.25	--
长期债务资本化比率(%)	38.09	44.30	43.65	42.81
全部债务资本化比率(%)	46.83	50.23	52.28	52.28
资产负债率(%)	65.17	64.80	65.73	64.72
流动比率(%)	74.37	74.89	78.52	77.92
速动比率(%)	44.85	49.99	57.04	58.41
经营现金流动负债比(%)	4.98	2.53	13.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.45	1.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.83	6.95	9.40	--

注：2018 年 1~3 月财务数据未经审计；2015 年财务数据采用 2016 年审计报告期初数。

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	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　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　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

附件 4-3　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 4-4　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息