

信用评级公告

联合〔2022〕6414号

联合资信评估股份有限公司通过对“新疆华凌工贸（集团）有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定维持“新疆华凌工贸（集团）有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”的信用等级为 AA⁺_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十五日

新疆华凌工贸（集团）有限公司2020年度第一期资产支持 票据2022年跟踪评级报告

评级结果

票据名称	存续规模（万元）		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
20 华凌工贸 ABN001 优先 A1	--	--	--	--	已兑付	已兑付
20 华凌工贸 ABN001 优先 A2	--	1000.00	--	7.58%	已兑付	AA ⁺ _{sf}
20 华凌工贸 ABN001 优先 A3	1100.00	5400.00	13.92%	40.91%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
20 华凌工贸 ABN001 优先 A4	5700.00	5700.00	72.15%	43.18%	AA ⁺ _{sf}	AA ⁺ _{sf}
20 华凌工贸 ABN001 次	1100.00	1100.00	13.92%	8.33%	NR	NR
合 计	7900.00	13200.00	100.00%	100.00%	--	--

注：1.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2.NR-未予评级

跟踪评级相关信息

信托设立日：2020 年 5 月 29 日

资产跟踪基准日：2022 年 4 月 30 日

票据跟踪基准日：2022 年 4 月 15 日

跟踪期间：2021 年 5 月 1 日 - 2022 年 4 月 30 日

基础资产：发起机构通过《资产转让协议》自项目运营方获得的项目运营方根据政府文件、与采暖用户签署的基础服务合同等因向特定供热区域内采暖用户提供供热服务而享有的在特定期间内特定金额的供热费（含采暖用户拖欠供热费而产生的违约金、滞纳金、赔偿金等）

差额支付承诺人/回购义务人/运营资金支持承诺人/保证金支付人/资产服务机构一/华凌工贸：新疆华凌工贸（集团）有限公司

项目运营方/资产服务机构二：新疆华凌工贸（集团）热力有限责任公司

法定到期日：2025 年 7 月 15 日

跟踪评级时间

2022 年 7 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
企业未来应收款项证券化评级方法	V3.0.201909

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

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 2020 年度第一期资产支持票据”所涉及的原始权益人、差额支付承诺人信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的跟踪关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、履职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“新疆华凌工贸（集团）有限公司 2020 年度第一期资产支持票据”项下“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”信用等级为 AA⁺_{sf}。

优势

1. 跟踪期内，基础资产实现现金流整体高于预期；基础资产现金流可以覆盖当期应偿付优先级资产支持票据本息。跟踪期内，基础资产实现现金流（扣除财政拨款付费）优于预期，各期间合计现金流实现情况高于预测值 4.37%；各档优先级资产支持票据当期应付本息均按计划正常兑付。
2. 差额支付承诺人华凌工贸偿债能力很强。跟踪期内，华凌工贸仍保持多元化经营模式，业务涵盖物资销售及贸易、市场经营、房地产开发和牛羊肉销售等，可适当降低经营风险。华凌工贸商铺规模较大，出租率仍处于很高水平。华凌工贸牛羊肉销售收入保持增长。

关注

1. 需持续关注华凌工贸运营情况。华凌工贸境外业务面临境外经营风险；华凌工贸整体盈利能力较弱；现金流对筹资活动有依赖。

差额支付承诺人主要财务数据：

新疆华凌工贸（集团）有限公司（合并口径）				
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	26.77	30.09	30.22	29.33
资产总额（亿元）	442.44	477.00	524.50	562.07
所有者权益（亿元）	204.24	217.82	221.53	222.16
短期债务（亿元）	56.24	106.95	91.74	--
长期债务（亿元）	96.56	58.02	87.66	--
全部债务（亿元）	152.80	164.98	179.40	--
营业收入（亿元）	30.04	46.32	73.36	23.39
利润总额（亿元）	2.36	2.42	3.13	1.02
EBITDA（亿元）	12.41	13.58	15.28	--
经营性净现金流（亿元）	0.78	0.33	3.85	2.38
营业利润率（%）	54.76	25.10	23.49	25.31
净资产收益率（%）	0.82	0.31	1.09	--
资产负债率（%）	53.84	54.33	57.76	60.47
全部债务资本化比率（%）	42.80	43.10	44.75	--
流动比率（%）	87.56	68.58	79.95	77.09
经营现金流动负债比（%）	0.72	0.20	2.22	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.28	0.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.46	1.28	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.31	12.15	11.74	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异
 2. 华凌工贸吸收同业存放款计入短期债务，长期应付款中有息部分计入长期债务；3. 由于 2022 年一季报未披露财务附注明细，未计算债务相关指标。

资料来源：华凌工贸审计报告

分析师：

霍梦 方竹沁

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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

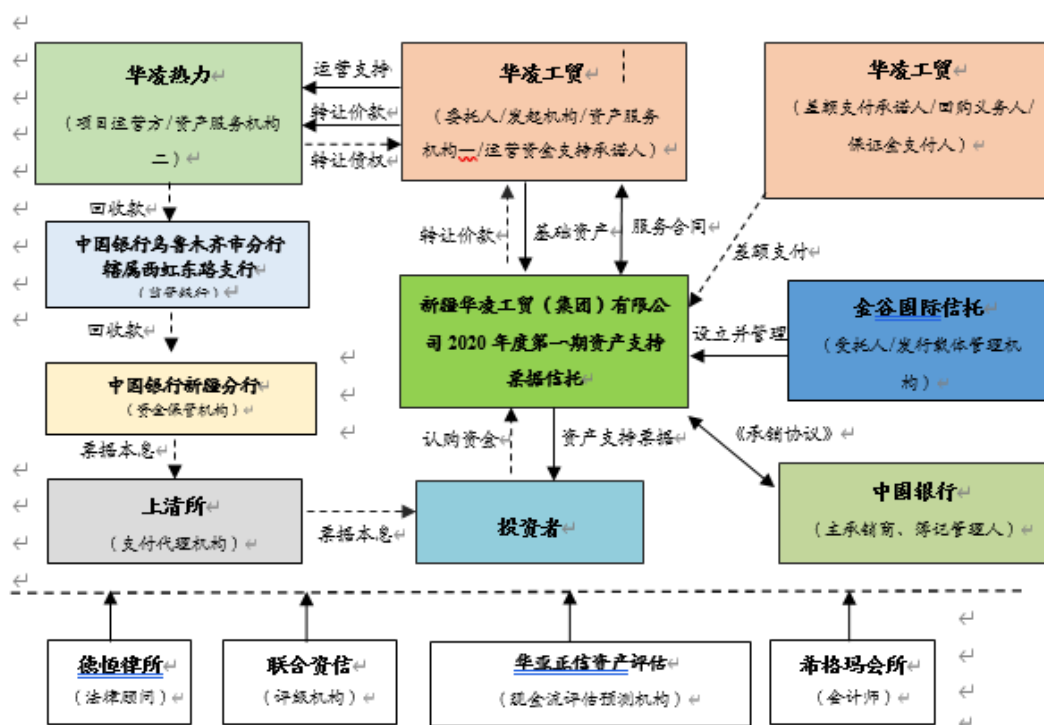
本交易的委托人新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称为“华凌工贸”）将其获得的在特定期间内特定金额的供热费（含采暖用户拖欠供热费而产生的违约金、滞纳金、赔偿金等（如有））收入作为基础资产，采用特殊目的载体机制，委托给中国金谷国际信托有限责任公司（以下简称“金谷国际信托”）并设立“新疆华凌工贸（集团）有限公司2020年度第一期资产支持票据信托”。金谷国际信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行新疆华凌工贸（集团）有限公司2020年度第一期资产支持票据（以下简称“本期资产支持票据”），

并以基础资产形成的属于本交易的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。

根据《中国人民银行征信中心动产担保登记证明》，本交易基础资产已于2020年6月29日质押给受托人金谷国际信托。

本交易以基础资产所产生的现金流作为还款来源，以优先级/次级分层机制、华凌工贸提供的信托层面的差额支付承诺及触发机制设置为优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）提供综合增信保障。

图1 交易安排



资料来源：联合资信整理

同时，本交易设有开放退出与回购安排。若回购义务人华凌工贸选择使用优先回购权，则回购义务人应于开放参与日（R日¹）前20个工作日发布回购公告并与回购款划款日（R-7日）将

回购价款划入信托账户。若回购义务人放弃使用优先回购权，则华凌工贸应于票面利率调整公告日（R-20日）公告优先级票据的调整结果。优先级票据持有人有权在开放退出登记期²内选择将

¹ 开放参与日：系指信托生效日起满三年对应日紧邻的上一个支付日；若该日为非工作日则为该日后的第一个工作日。该日亦为一个利率调整日。

² 开放退出登记期：系指开放参与日前第15个工作日（R-15）（含）的9时至开放参与日前第10个工作日（R-10）（含）的17时。

所持有的资产支持票据部分或全部退出财产信托。在开放参与日前的第 9 个工作日，金谷国际信托应通知回购义务人华凌工贸需回购的在开放退出登记期登记退出的优先级票据；回购义务人应于回购款划款日将回购价款划入信托账户。跟踪期内，本交易未到开放退出期。

本交易总发行规模为 2.11 亿元，其中优先

级票据分为“20 华凌工贸 ABN001 优先 A1~A4”共 4 档产品，总计 2.00 亿元，具体发行规模及存续期限详见下表。次级票据发行规模为 0.11 亿元，由华凌工贸持有。本交易优先级票据“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”兑付频率为按季付息，按计划还本（见附件 2）。次级票据不设票面利率，在支付日分配剩余收益。

表 1 资产支持票据概要（单位：万元、年）

债券简称	实际发行金额	未偿金额	还本付息方式	发行利率	期限
20 华凌工贸 ABN001 优先 A1	3800.00	0.00	按季付息，按计划还本	6.40%	3+1 (下一个兑付日为 2022 年 7 月 15 日 ³)
20 华凌工贸 ABN001 优先 A2	5100.00	0.00		6.50%	
20 华凌工贸 ABN001 优先 A3	5400.00	1100.00		7.00%	
20 华凌工贸 ABN001 优先 A4	5700.00	5700.00		7.00%	
20 华凌工贸 ABN001 次	1100.00	1100.00	支付日分配剩余收益	--	
合计	21100.00	7900.00	--	--	--

资料来源：联合资信整理

二、票据兑付情况

跟踪期内，本交易各档优先级票据应付本息均按时足额兑付，未触发“违约事件”“加速清偿事件”等事项。

本交易于 2020 年 5 月 29 日成立，实际收到认购资金 2.11 亿元（包括次级票据 0.11 亿元），跟踪期内，本交易共进行四次分配，分别为第 5 至第 8 次兑付：

第 5 次兑付日为 2021 年 7 月 15 日，“20 华凌工贸 ABN001 优先 A2”按时足额偿付利息 16.21 万元，偿还本金 1000.00 万元；“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”当期应付利息全部按时足额偿付，共计 193.72 万元；“20 华凌工贸 ABN001 次”不分配收益。第 6 次兑付日为 2021 年 10 月 15 日，“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”当期应付利息全部按时足额偿付，共计 195.85 万元；“20 华凌工贸 ABN001 次”不分配收益。第 7 次兑付日为 2022 年 1 月 15 日，“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3”按时足额偿付

利息 95.28 万元，偿还本金 1700.00 万元；“20 华凌工贸 ABN001 优先 A4”当期应付利息全部按时足额偿付，共计 100.57 万元；“20 华凌工贸 ABN001 次”不分配收益。第 8 次兑付日为 2022 年 4 月 15 日，“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3”按时足额偿付利息 63.86 万元，偿还本金 2600.00 万元；“20 华凌工贸 ABN001 优先 A4”当期应付利息全部按时足额偿付，共计 98.38 万元；“20 华凌工贸 ABN001 次”分配收益 2355.28 万元。

跟踪期内，“20 华凌工贸 ABN001 优先 A2”全部兑付完毕，“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3”按计划兑付本金 4300.00 万元。跟踪期内的各兑付期间，资产服务机构均按时足额归集基础资产所产生的现金流。跟踪期内，未触发“违约事件”“加速清偿事件”等对信托财产产生重要影响的事件。

³ 根据本交易资金保管机构/保管银行提供的兑付公告、银行划款凭证及资产支持票据付息兑付提示，在兑付日（2022 年 7 月 15

日），本交易各档优先级票据应付本息预计可按时足额兑付。

三、基础资产分析

本交易基础资产为委托人华凌工贸享有的在特定期间内特定金额的供热费(含采暖用户拖欠供热费而产生的违约金、滞纳金、赔偿金等(如有))。

1. 运营情况

跟踪期内,基础资产所涉及实际入池供热面积较上次跟踪有所增长,供热资质、供热期限及收费标准均未发生变化,供热价格较为稳定。

截至资产跟踪基准日(2022年4月30日),新疆华凌工贸(集团)热力有限责任公司(以下简称“华凌热力”)拥有5台70MW燃气热水锅炉,北郊2台29MW燃气热水锅炉,2台0.36MW燃气热水锅炉,1.22MW、0.61MW、0.086MW燃气热水锅炉各两台,2台,7台0.402MW燃气热水锅炉,1台80T硫化床燃煤锅炉,2台40T链条燃煤锅炉和105个外网换热站,供热能力较上次跟踪未发生变化。

供热区域方面,截至资产跟踪基准日,华凌热力供热区域较上次跟踪未发生变化,仍由三部分组成,分别由华凌热力本部、华凌热力库尔勒分公司(以下简称“库尔勒分公司”)和华凌热力米东区分公司(以下简称“米东分公司”)负责。

供热主体业务资质、供热范围以及供热期较上次跟踪均未发生变化。

供热价格方面,华凌热力本部和米东分公司供热区域目前执行乌鲁木齐市发展和改革委员会《关于调整乌鲁木齐市供热价格的通知》,即乌市计价工农(2003)40号文件,根据乌鲁木齐市发展和改革委员会《关于调整乌鲁木齐市供热价格的通知》,即乌市计价工农(2003)40号文件,乌鲁木齐市供热价格为每平方米22元(含税价),截至资产跟踪基准日,华凌热力本部和米东分公司供热区域居民与非居民价格均按上述标准执行。库尔勒分公司供热区域目前执行巴音郭楞蒙古自治州发展和改革委员会《关于调整库尔勒热力价格的通知》巴计价费(2006)286号文件,根据巴音郭楞蒙古自治

州发展和改革委员会《关于调整库尔勒热力价格的通知》巴计价费(2006)286号,居民生活取暖收费标准调整为每平方米建筑面积18.5元(含税价),办公、商饮服务取暖收费标准调整为每平方米建筑面积19元(含税价),截至资产跟踪基准日,库尔勒分公司供热区域居民与非居民价格均按上述标准执行,较上次跟踪均未发生变化。

实际供热收费面积方面,2021—2022供热季华凌热力实际供热收费面积(扣除财政拨款面积)为456.16万平方米,较2020—2021供热季增加5.24万平方米。具体历史供热收费面积见下表。

表2 供热收费面积情况(单位:万平方米)

项目	2019—2020 供热季	2020—2021 供热季	2021—2022 供热季
非居民供热收费面积	282.30	301.87	301.08
其中:华凌热力本部	139.94	151.32	146.28
库尔勒分公司	38.29	38.60	38.91
米东分公司	104.07	111.95	115.89
居民供热收费面积	151.06	149.05	155.08
其中:华凌热力本部	143.82	141.81	147.89
库尔勒分公司	7.24	7.24	7.19
米东分公司	--	--	--
合计	433.36	450.92	456.16

注:2019—2020年供热季系指2019年10月—2020年9月,以此类推。
资料来源:资产服务机构提供,联合资信整理

供热收入方面,2020—2021供热季应收热费9791.97万元,实收热费7939.37万元,收缴率81.08%,主要系受新冠肺炎疫情影响较2019—2020供热季下降所致。2021—2022供热季(2021—2022供热季的实收热费为截至2022年4月的实收金额(7个月),非整个供热季(12个月)的数据)应收热费10018.29万元,实收热费6366.64万元。

表3 应收及实收供热收入情况(单位:万元)

项目	2019—2020 供热季	2020—2021 供热季	2021—2022 供热季
应收热费	9407.73	9791.97	10018.29
其中:华凌热力本部	6242.72	6448.86	6471.74

库尔勒分公司	875.47	880.21	996.97
米东分公司	2289.54	2462.90	2549.58
实收热费	8000.69	7939.37	6366.64
其中：华凌热力本部	5174.37	4969.58	4326.82
库尔勒分公司	840.12	872.03	947.09
米东分公司	1986.20	2097.76	1944.83
收缴率	85.04%	81.08%	63.55%
其中：华凌热力本部	82.89%	77.06%	66.86%
库尔勒分公司	95.96%	99.07%	94.99%
米东分公司	86.75%	85.17%	76.28%

注：2019—2020 年供热季系指 2019 年 10 月—2020 年 9 月，以此类推；2020—2021 年供热季的实收热费为截至 2021 年 4 月的实收金额，非整个供热季的数据

资料来源：资产服务机构提供，联合资信整理

2. 现金流表现

跟踪期内，基础资产实现现金流整体高于预期，均可覆盖当期应偿付优先级票据本息支出。

本次跟踪期间共涉及四个兑付日，分别为 2021 年 7 月 15 日、2021 年 10 月 15 日、2022 年 1 月 15 日和 2022 年 4 月 15 日，其还款来源分别为特定期间 2021 年 3—2020 年 5 月、2021

年 6—8 月、2021 年 9—11 月和 2021 年 12 月—2022 年 2 月基础资产实现的收入。

根据北京华亚正信资产评估有限公司（以下简称“华亚正信资产评估”）出具的《新疆华凌工贸（集团）热力有限责任公司现金流预测报告》（以下简称“《现金流预测报告》”），特定期限 2021 年 3—5 月、2021 年 6—8 月、2021 年 9—11 月和 2021 年 12 月—2022 年 2 月基础资产预测现金流入分别为 1685.74 万元、291.92 万元、2642.44 万元及 3806.79 万元，实际现金流入（扣除财政拨款付费）分别为 2001.27 万元、570.00 万元、2964.66 万元及 3259.30 万元；分别高于预测值 18.72%、95.26%（主要系米东分公司从 2019 年后半年开始营运，而首评时现金流预测未能获取米东分公司历史运营数据导致其预测值偏低所致）和 12.19%、低于预测值 14.38%。跟踪期内，基础资产实现现金流（扣除财政拨款付费）优于预期，各期间合计现金流实现情况高于预测值 4.37%。

表4 基础资产现金流预测与实际情况对比（单位：万元）

兑付期间	日期区间	预测值	实际值（扣除财政拨款付费）	偏离度
1	2021/03—2021/05	1685.74	2001.27	18.72%
2	2021/06—2021/08	291.93	570.00	95.26%
3	2021/09—2021/11	2642.44	2964.66	12.19%
4	2021/12—2022/02	3806.79	3259.30	-14.38%
合计		8426.89	8795.23	4.37%

资料来源：联合资信整理

根据资金保管报告及监管账户流水显示，跟踪期内的各兑付期间，资产服务机构均按时足额归集。

基础资产所产生的现金流（特定金额）具体归集情况如下表所示。

表5 跟踪期内各期优先级票据本息覆盖倍数（单位：万元、倍）

兑付期间	日期区间	实际值（扣除财政拨款付费）	归集现金流（特定金额）	本息支出	实现现金流覆盖倍数	归集现金流覆盖倍数
1	2021/03—2021/05	2001.27	1685.74	1209.92	1.65	1.39
2	2021/06—2021/08	570.00	291.93	195.85	2.91	1.49
3	2021/09—2021/11	2964.66	2642.44	1895.85	1.56	1.39
4	2021/12—2022/02	3259.30	3806.79	2762.25	1.18	1.38

资料来源：联合资信整理

跟踪期内，基础资产实现现金流可以覆盖当期应偿付优先级票据本息；各期实际归集现金流

可以覆盖当期优先级票据本息。

四、定量分析

以截至票据跟踪基准日剩余优先级票据本金为基础，一般情景下基础资产现金流对优先级票据的期间本息支出保障程度高。测试结果表明，各期基础资产现金流可以覆盖优先级票据本息支出。

联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR⁴）来定量评估本交易的信用风险。偿债覆盖倍数反映了在各偿还时点上，本交易可分配资金对各档票据各期本息支出的覆盖水平，是评估违约可能性的关键指标。

一般情景下 DSCR 测算，联合资信以首评现金流预测报告数据为基础，在优先级票据（包括“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3”和“20 华凌工贸 ABN001 优先 A4”）实际发行利率分别为 7.00%和 7.00%的情况下，测算在一般情景下资产池当期预计现金流对于优先级票据本息的偿债覆盖倍数水平。

优先级票据本息的偿债覆盖倍数水平决定了本交易的现金流入状况对优先级票据本息支出的保障程度，详见表 6。

表 6 一般情景下优先级票据本息 DSCR 水平
(单位: 万元、倍)

兑付期数	当期预计现金流	应付优先级票据本息	优先级票据本息 DSCR
第 9 期	1685.74	1224.61	1.38
第 10 期	753.06	106.74	7.05
第 11 期	3288.76	1906.74	1.72
第 12 期	5188.81	2773.58	1.87

第 13 期	1685.74	1227.68	1.37
--------	---------	---------	------

注：当期预计现金流包括上期留存在信托账户的剩余金额，下同。
资料来源：联合资信整理

测试结果表明，一般情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.37 倍以上，各期基础资产现金流对优先级票据的期间本息支出保障程度高。

特殊情景下 DSCR 测算，考虑到跟踪期内基础资产表现处于首评压力区间范围内，故联合资信维持首评组合压力情景不变，即供热面积、价格水平和收缴率下调 10%，空置率上调 10%。本交易的压力情景下 DSCR 水平，详见表 7。

表 7 组合压力情景下优先级票据 DSCR 水平
(单位: 万元、倍)

兑付期数	当期预计现金流	应付优先级票据本息	优先级票据本息 DSCR
第 9 期	1235.89	1224.61	1.08
第 10 期	225.31	106.74	2.55
第 11 期	2055.86	1906.74	1.11
第 12 期	2940.06	2773.58	1.08
第 13 期	1235.89	1227.68	1.00

资料来源：联合资信整理

测试结果表明，在组合压力情景下，优先级票据各期 DSCR 均在 1.00 倍以上，各期基础资产现金流可以覆盖各偿还时点的优先级票据“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”的本息支出。此外，华凌工贸提供的信托层面的差额支付承诺对优先级票据的偿付亦起到主要的信用支持作用。

五、差额支付承诺人/回购义务人/运营资金支持承诺人/保证金支付人/资产服务机构一信用水平风险分析（详见附件 1-1）

本交易的差额支付承诺人为华凌工贸，主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。跟踪期内，华凌工贸提供的信托层面的差额支付承诺对优先级票据仍具有主要的信用支持作用。

华凌工贸主营物资销售及贸易、辅以市场商铺租赁、牛羊肉销售、银行和物业管理等业务。

截至 2022 年 3 月底，华凌工贸注册资本为 50000.00 万元，实际控制人为米恩华（持股 99.96%）和杨小玲（持股 0.04%）。2020 年，华凌工贸经营范围及组织结构无变化。华凌工贸注册地址：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。

⁴ 偿债覆盖倍数=当期预计现金流/当期的税费、费用、利息和本金的偿付

额。

截至 2021 年底，华凌工贸合并资产总额 524.50 亿元，负债合计 302.97 亿元，所有者权益 221.53 亿元（含少数股东权益 46.96 亿元）。2021 年，华凌工贸实现营业总收入 73.36 亿元，利润总额 3.13 亿元。

截至 2022 年 3 月底，华凌工贸合并资产总额 562.07 亿元，负债合计 339.90 亿元，所有者权益 222.16 亿元（含少数股东权益 47.23 亿元）。2022 年 1—3 月，华凌工贸实现营业总收入 23.39 亿元，利润总额 1.02 亿元。

华凌工贸作为新疆维吾尔自治区的大型多元化企业，在市场规模、品牌知名度及降低经营风险等方面仍具备较强优势。2021 年，华凌工贸商铺规模较大，出租率仍处于很高水平，牛羊肉销售收入保持增长。同时，联合资信也关注到华凌工贸境外业务面临境外经营风险；华凌工贸整体盈利能力较弱；现金流对筹资活动有依赖等不利因素对华凌工贸信用水平带来的不利影响。

基于对华凌工贸经营风险及财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定华凌工贸主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **多元化业务发展可适当降低经营风险。**华凌工贸保持多元化经营模式，业务涵盖物资销

售及贸易、市场经营、房地产开发和牛羊肉销售等，可适当降低经营风险。

2. **华凌工贸商铺规模较大，出租率仍处于很高水平。**截至 2021 年底，华凌工贸商铺面积合计 247.04 万平方米，在区域内仍具有较强的规模优势；且商铺出租率维持很高水平，大规模的商铺和很高的出租率可为华凌工贸提供较为稳定的现金流流入。

3. **牛羊肉销售收入保持增长。**2021 年，华凌工贸牛羊肉销售收入继续增长，区域竞争优势进一步加强。

关注

1. **华凌工贸利润对非经常性损益有一定依赖，整体盈利能力较弱；现金流对筹资活动有依赖。**华凌工贸其他收益、公允价值变动收益及投资收益占营业利润的比重较高，利润对非经常性损益有一定依赖，盈利能力较弱。华凌工贸投资活动现金流净流出规模大，现金流对筹资活动有依赖。

2. **境外业务经营风险。**华凌工贸下属格鲁吉亚 Basis 银行业务和格鲁吉亚华凌国际经济特区经营业务受格鲁吉亚政治、经济以及汇率波动影响较大，若后续格鲁吉亚政治和经济环境发生不利变化，华凌工贸将面临投资风险。

六、其他参与方信用水平风险分析

1. 项目运营方/资产服务机构机构二

本交易所涉及项目运营方/资产服务机构二为华凌热力。华凌热力运营较稳定。

华凌热力成立于 1996 年 3 月，华凌热力公司是以提供供暖为主营业务的服务性企业，现下设库尔勒分公司和华凌畜牧热力站。截至 2022 年 3 月底，华凌热力注册资本 1.20 亿元，实收资本 1.20 亿元，由华凌工贸持股 97.00%，新疆家瑞祥物业服务有限公司持股 3.00%。

截至 2021 年底，华凌热力资产总额为 4.41 亿元，较上年底增长 25.69%，主要系往来款明显增长所致；负债总额为 3.16 亿元，较上年底

大幅增长 62.49%，主要系新增三笔借款导致短期借款增加所致，所有者权益总额为 1.25 亿元，较上年底减少 20.04%。2021 年，华凌热力营业收入为 0.96 亿元，同比增长 13.48%，利润总额为 -0.31 亿元。2021 年，华凌热力经营活动现金流量净额为 -0.91 万元；现金及现金等价物净增加额为 0.41 亿元。截至 2022 年 3 月底，华凌热力资产总额 39.78 亿元，负债总额 28.63 亿元。2022 年 1—3 月，华凌热力营业收入 0.48 亿元。

根据华凌热力提供的人民银行征信报告，截至 2022 年 5 月 16 日，华凌热力未结清和已结清业务中无不良和关注类信贷信息记录。

跟踪期内, 本交易未发生更换资产服务机构事项。

2. 资金保管机构/保管银行

本交易资金保管机构/保管银行履约和尽职能力情况稳定。

本交易涉及的资金保管机构/保管银行为中国银行股份有限公司新疆分行。截至 2021 年底, 中央汇金投资有限责任公司持有中国银行股份有限公司(以下简称“中国银行”)64.02%的股份, 为中国银行的控股股东。

截至 2021 年底, 中国银行资产总额为 26.72 万亿元, 较上年底增长 9.51%; 负债总额为 24.37 万亿元, 较上年底增长 9.59%; 所有者权益为 2.35 万亿元, 较上年底增长 8.68%。2021 年, 中国银行实现营业收入 6055.59 亿元, 同比增长 7.08%; 利润总额 2766.20 亿元, 同比增长 12.27%。截至 2021 年底, 中国银行资本充足率和核心一级资本充足率和不良贷款率分别是 16.53%和

11.30%。

跟踪期内, 本交易未触发资金保管机构解任事件。

3. 受托人/受托机构

本交易受托人履约和尽职能力情况稳定。

本交易涉及的受托人为金谷国际信托。截至 2021 年底, 金谷国际信托注册资本和实收资本均为 22.00 亿元, 由中国信达资产管理股份有限公司持股 92.29%, 中国妇女活动中心持股 6.25% 及中国海外工程有限责任公司持股 1.46%。截至 2021 年底, 金谷国际信托信托资产总计达 1742.21 亿元。

截至 2021 年底, 金谷国际信托总资产 66.23 亿元, 负债总额为 23.64 亿元, 所有者权益为 42.59 亿元。2021 年, 金谷国际信托实现营业收入为 7.39 亿元; 利润总额 1.60 亿元。

跟踪期内, 本交易未触发受托人解任事件。

六、评级结论

联合资信对本期资产支持票据所涉及的原始权益人、差额支付承诺人信用水平、基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注, 根据跟踪期内取得的相关资料, 经过分析与测算, 结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑

后, 联合资信确定维持本期资产支持票据项下“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”信用等级为 AA⁺_{sf}, 上述评级结果反映了本交易优先级资产支持票据“20 华凌工贸 ABN001 优先 A3~A4”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力很强, 违约概率很低。

附件 1-1 差额支付承诺人/回购义务人/运营资金支持承诺人/保证金支付人/资产服务机构—华凌工贸主体信用分析

1. 企业概况

新疆华凌工贸（集团）有限公司（以下简称“华凌工贸”）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 330.00 万元，股东为自然人米恩华和杨纪风，持股比例分别为 96.97% 和 3.03%。后历经数次增资及股权变更，截至 2022 年 3 月底，华凌工贸注册资本为 50000.00 万元，实际控制人为米恩华（持股 99.96%）和杨小玲（持股 0.04%）。

2021 年，华凌工贸经营范围及组织结构无变化。

华凌工贸注册地址：新疆乌鲁木齐市水磨沟区西虹东路 9 号；法定代表人：米在齐。

2. 行业及区域

华凌工贸主营物资销售及贸易、辅以市场商铺租赁、牛羊肉销售、银行和物业管理等业务，目前已形成多业态综合经营模式。贸易及商业地产行业对华凌工贸经营影响较大。

（1）供应链管理服务

近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花

等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，截至 2019 年底，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高。2021 年，国际大宗商品价格呈先涨后跌走势，前 10 个月持续上涨，个别产品价格创出历史新高，10 月底开始震荡回落，总体水平比上年明显上涨。2022 年一季度，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

(2) 商业物业租赁行业

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。2021 年及 2022 年一季度，商业地产开发投资呈走弱态势。

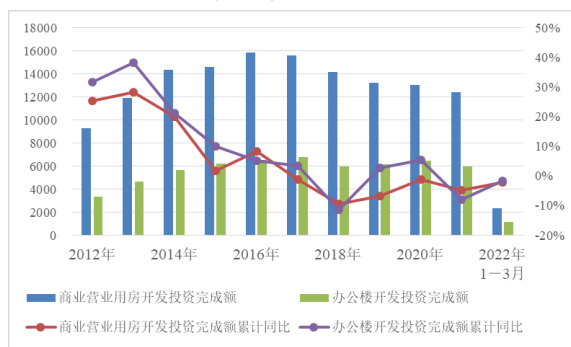
商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。

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。

2021 年，受房地产整体融资趋紧和部分地区的疫情阶段性反弹等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为 12444.76 亿元，同比下降 4.8%；办公楼开发投资完成额为 5973.90 亿元，同比下降 8.0%。考虑到 2020 年同比数据受疫情影响较大，若与 2019 年数据相比，2021 年商业营业用房和办公楼开发投资完成额分别下降 5.9% 和 3.1%。

2022 年 1—3 月，商业地产开发投资延续小幅下滑态势，商业营业用房和办公楼开发投资完成额同比分别下降 2.1% 和 1.6%。

图 2 2012 年—2022 年 3 月全国商业营业用房和办公楼完成投资情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

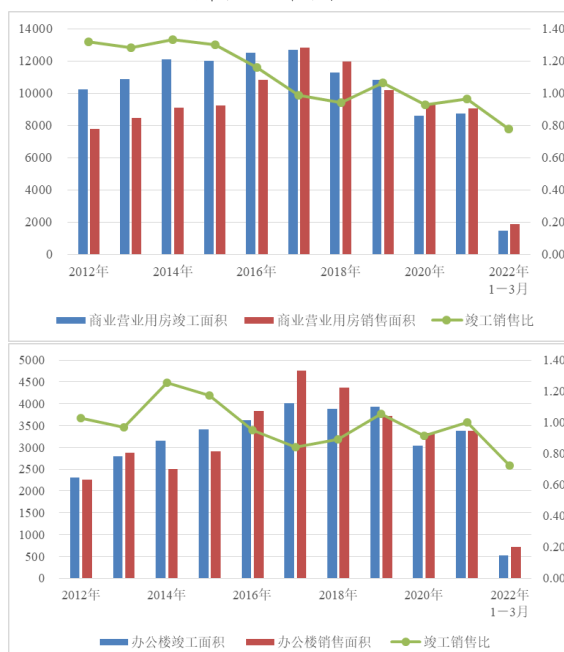
市场供需

商业地产供求矛盾虽有所缓解，但整体库存压力依然较大；受疫情持续影响，全国商业地产销售景气度较疫情前仍有较大差距。

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。2021 年，全国商业营业用房竣工销售比为 0.96 倍，2022 年 1—3 月下降至 0.78 倍，但该指标下降主要系竣工面积显著减少所致，并非销售端的景气度提升。在疫情持续冲击和房地产融资环境恶化的情况下，商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，但整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

从办公楼供求情况看，2021 年，全国办公楼竣工销售比为 1.00 倍，2022 年 1—3 月下降至 0.72 倍，该下降同样主要来自竣工面积下降。未来随着城市新区开发不断推进，办公楼市场仍将持续面临新增供应以及优胜劣汰的压力。

图 3 2012 年—2022 年 3 月全国商业营业用房和办公楼供求情况（单位：万平方米、倍）

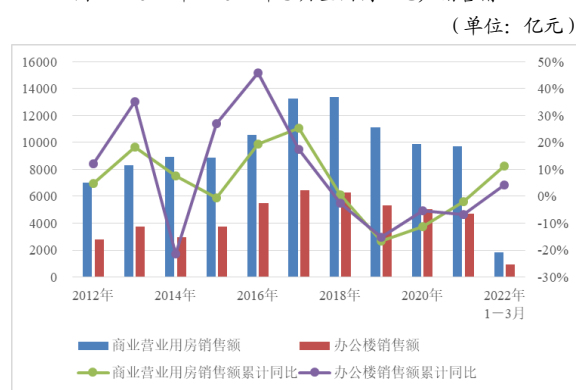


注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于 1 倍说明供不应求，大于 1 倍说明供大于求

资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

从销售端来看,2021年,商业营业用房销售金额为9692.36亿元,同比下降2.0%;办公楼销售金额为4701.46亿元,同比下降6.9%。考虑到2020年同比数据受疫情影响较大,若与2019年数据相比,2021年商业营业用房和办公楼销售额分别下降13.01%和11.78%。综上,商业地产整体销售景气度较疫情前仍有较大差距。2022年1—3月,商业营业用房和办公楼销售额分别同比增长11.30%和4.10%,商业营业用房销售同比实现较大幅度的恢复性增长。

图4 2012年—2022年3月全国商业地产销售情况



资料来源:联合资信根据国家统计局数据整理

(3) 新疆区域经济情况

2021年,新疆自治区经济平稳增长,为华凌工贸发展提供较好的区域环境。

2021年,新疆全年实现地区生产总值(GDP)15983.65亿元,比上年增长7.0%。其中,第一产业增加值2356.06亿元,比上年增长7.9%;第二产业增加值5967.36亿元,增长6.7%;第三产业增加值7660.23亿元,增长6.9%。第一产业增加值占地区生产总值比重为14.7%,第二产业增加值比重为37.4%,第三产业增加值比重为47.9%。全年人均地区生产总值61725元,比上年增长6.3%。2021年,新疆全年全区居民人均可支配收入26075元,比上年增长9.4%,扣

除价格因素,实际增长8.1%。

2021年,新疆全年猪牛羊禽肉产量183.08万吨,比上年增长16.1%;固定资产投资(不含农户)比上年增长15.0%。2021年,新疆全年房地产开发投资1501.43亿元,比上年增长19.1%。其中:住宅投资1067.67亿元,增长21.5%;办公楼投资24.36亿元,下降24.7%;商业营业用房投资277.10亿元,增长24.6%。年末商品房待售面积1447.42万平方米,比上年末增加105.32万平方米。其中:商品住宅待售面积575.47万平方米,增加49.25万平方米。

3. 经营分析

(1) 经营概况

2021年,受大力发展电解铜销售业务影响,华凌工贸收入大幅增长;但毛利率有所下降。

华凌工贸业务含物资销售及贸易、市场商铺租赁、牛羊肉销售、银行及物业服务等。2021年,华凌工贸实现营业总收入73.36亿元,同比增长58.38%,主要系电解铜购销业务收入增长所致。

从收入构成看,2021年,华凌工贸物资销售及贸易收入同比大幅增长至37.19亿元,主要系华凌工贸继续大力发展电解铜大宗购销业务(内贸业务)所致;租赁收入同比增长23.16%,主要系新冠肺炎疫情较2020年有所控制所致;牛羊肉销售收入同比增长39.04%,主要系华凌工贸扩大业务范围,增加线上线下销售渠道所致;利息(银行)收入同比略减1.29%;物业管理费收入同比略减1.70%;华凌工贸餐饮客房、停车费、暖气销售等其他板块业务收入规模较小,或收入变化不大。

从毛利率看,2021年,华凌工贸毛利率同比略降2.55个百分点至25.99%,主要系收入占比最大的物资销售及贸易业务毛利率低所致。具体看,2021年,华凌工贸物资销售及贸易业务收入占比最大为50.69%,而毛利率仅为1.77%。

表1 2020—2021年华凌工贸收入情况(单位:亿元)

项目	2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物资销售及贸易	18.65	40.27%	1.08%	37.19	50.69%	1.77%

租赁	9.26	19.98%	99.33%	11.40	15.54%	97.73%
牛羊肉销售	7.73	16.68%	8.95%	10.75	14.65%	4.42%
利息（银行）	2.71	5.86%	45.75%	2.68	3.65%	50.76%
物业管理费	2.47	5.34%	66.05%	2.43	3.32%	58.26%
其他	5.49	11.86%	4.60%	8.90	12.14%	45.02%
合计	46.32	100.00%	28.53%	73.36	100.00%	25.99%

资料来源：华凌工贸提供

2022 年 1—3 月，华凌工贸营业总收入同比增长 28.38%至 23.39 亿元；毛利率同比增长 1.68 个百分点至 26.78%；主要系新冠肺炎疫情影响较上年同期大幅度减弱租赁市场回暖，且物资贸易及牛羊肉销售收入持续增长所致。

（2）业务板块

物资销售及贸易

2021 年，华凌工贸大力发展电解铜内贸业务，电解铜销售收入同比大幅增长。

华凌工贸物资销售及贸易业务主要由全资子公司新疆华凌进出口有限公司负责经营，贸易品种主要为电解铜（内贸业务）。

2021 年，华凌工贸定价方式为：在签订合同时，合同中约定电解铜的品质、合同量、价格，但是具体价格由当日卖方点价决定。

采购方面，2021 年，华凌工贸采购模式为国内采购，采用人民币结算，主要采用现金及银行承兑汇票形式。从采购量看，2021 年，华凌工贸电解铜贸易规模扩张，采购量同比增长 43.23%至 58744.26 吨，采购均价同比增加 34.87%至 59970.59 元/吨。从采购集中度看，华凌工贸对第一大供应商南京中电熊猫贸易发展有限公司（非关联方）采购额为 13.32 亿元，占年度采购总额的 42.35%；前五大供应商占年度采购总额的比重为 95.58%，较 2020 年仅两家供应商，集中度明显下降。

销售方面，2021 年，华凌工贸销售定价为：以采定销模式，当日同时签订上下游合同，由采购价格直接决定价格。销售结算模式为：一般账期为 35 至 45 天之间，全部采用现金结算。从销售量看，2021 年，华凌工贸电解铜销售量同比增长 43.23%至 58744.26 吨；销售均价同比增长 36.56%至 61378.73 元/吨。从销售集中度看，2021

年，华凌工贸对销售商宜兴市中新广贸铜业科技有限公司（销售商一家，为非关联方）销售额 36.06 亿元，同比大幅增长 95.60%，客户集中度仍极高。

2021 年，华凌工贸实现物资销售及贸易收入 37.19 亿元，毛利率同比略增 0.69 个百分点至 1.77%。

市场经营（租赁）板块

2021 年，华凌工贸商铺规模较大，出租率仍处于很高水平。随着新冠肺炎疫情得到有效控制，华凌工贸租赁收入有所增长。

华凌工贸商铺租赁业务主要为专业市场出租，在新疆地区有较高的知名度，主要由华凌工贸本部、华凌实业资产管理有限公司和新疆中亚建材城有限公司负责经营。

截至 2021 年底，华凌工贸下属市场商铺租赁面积合计为 247.04 万平方米，较上年增加 2.26 万平方米，商铺土地均为自有。从出租率看，截至 2020 年底，华凌工贸商铺出租率整体处于很高水平（97%至 100%），从区域分布看，华凌工贸商铺主要位于乌鲁木齐市，并有部分（华凌南疆综合批发市场和国际家居库尔勒店）位于库尔勒市，华凌工贸商铺区域布局整体较好，且在区域仍具有较强的规模优势；大规模的商铺和较高的出租率，可为华凌工贸提供较为稳定的现金流入。随着新冠肺炎疫情得到有效控制，2021 年，华凌工贸租赁收入 11.40 亿元，同比增长 23.16%。

牛羊肉销售

2021 年，华凌工贸牛羊肉销售业务快速发展，牛羊肉销售收入持续增长。

华凌工贸牛羊肉销售主要由子公司华凌畜牧产业开发有限公司的下属子公司新疆华凌农牧科技开发有限公司（以下简称“农牧科技公

司”)负责经营。农牧科技公司的主要生产基地位于乌鲁木齐米东区北外环路北侧,畜牧屠宰板块的生产模式主要是通过与养殖牧场、养殖合作社、牛羊养殖公司等养殖大户签订合作协议,通过协议价格收购养殖户的出栏活牛、活羊,再在农牧科技公司集中屠宰场中宰杀、加工处理。经过加工后的牛羊肉再销往当地的牛羊肉市场,供应乌鲁木齐当地百姓生活所需。农牧科技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。2021年,华凌工贸实现牛羊肉销售收入10.75亿元,同比增长39.04%。

其他业务板块

华凌工贸保持多元化的经营模式,银行、物业管理和餐饮客房业务经营状况较好。

华凌工贸其他业务包括银行业务、物业管理、酒店等。

2012年3月,华凌工贸获中国监管机构核准收购格鲁吉亚Basis银行,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服务为主营业务,包括存款、贷款和提供担保、现金结算业务、证券业务和外币兑换业务等。截至2021年底,格鲁吉亚国内共有14家银行,Basis银行排名在第5位,在当地有较强的竞争优势。截至2021年底,Basis银行资产总额39.71亿元,负债总额为32.48亿元,所有者权益为7.23亿元;不良贷款率为3.79%,不良贷款率处于格鲁吉亚市场较低水平;资本充足率为17.96%,核心资本充足率为16.12%,Basis银行资本充足。

华凌工贸物业管理主要由新疆家瑞祥物业服务有限责任公司(以下简称“家瑞祥物业”)运营,负责收取公司主要市场的物业管理费用。2021年,家瑞祥物业物业管理面积较上年略增至247.04万平方米。物业管理费平均价格为0.27元/平方米·天。

华凌工贸餐饮客房主要由新疆华凌大饭店有限责任公司和格鲁吉亚华凌国际经济特区公司运营,华凌工贸目前拥有新疆华凌大饭店和格

鲁吉亚帕弗伦斯酒店两家5星级酒店,以及新疆华凌亚中饭店、格鲁吉亚富德酒店两家商务旅游酒店。2021年客房间数较上年无变化;随着新冠肺炎疫情得到有效控制,2021年客房入住率上升至37.50%。

4. 财务概况

华凌工贸2021年度财务数据已经希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)审计,希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)出具了标准的无保留审计意见报告。华凌工贸财务报表基于财政部颁布的最新会计准则编制。2022年一季度财务报表未经审计。

2021年,华凌工贸注销1家子公司;截至2021年底,华凌工贸合并范围内子公司合计43家。

截至2021年底,华凌工贸合并资产总额524.50亿元,负债合计302.97亿元,所有者权益221.53亿元(含少数股东权益46.96亿元)。2021年,华凌工贸实现营业总收入73.36亿元,利润总额3.13亿元。

截至2022年3月底,华凌工贸合并资产总额562.07亿元,负债合计339.90亿元,所有者权益222.16亿元(含少数股东权益47.23亿元)。2022年1-3月,华凌工贸实现营业总收入23.39亿元,利润总额1.02亿元。

(1) 资产质量

跟踪期内,华凌工贸资产规模有所增长,资产仍以非流动资产为主;投资性房地产评估增值率高,需关注其后续公允价值波动及资产流动性情况;华凌工贸整体资产质量一般。

截至2021年底,华凌工贸合并资产总额524.50亿元,较上年底增长9.96%。其中,流动资产占26.44%,非流动资产占73.56%,资产结构较年初变化不大。

截至2021年底,华凌工贸流动资产138.65亿元,较上年底增长21.67%,主要系存货增长所致。华凌工贸流动资产主要由货币资金(占21.77%)和存货(占44.65%)构成。

截至2021年底,华凌工贸货币资金30.19

亿元,较上年底增长 0.56%,其中受限资金 13.43 亿元,占期末货币资金余额的 44.48%,受限比例较高,主要系为子公司借款提供担保而受限。

截至 2021 年底,华凌工贸存货 61.92 亿元,较上年底增长 37.45%,主要系华凌国际公寓二期、古树小镇及红雁池生态园住宅小区项目开发成本增长所致;存货主要由开发成本(主要为华凌国际公寓二期、古树小镇、洪雁池生态园住宅小区和青奥村项目)构成;累计计提存货跌价准备 0.20 亿元,主要来自百花村在研项目。

截至 2021 年底,华凌工贸非流动资产 385.85 亿元,较上年底增长 6.28%;非流动资产主要由投资性房地产(占 74.17%)构成。

截至 2021 年底,华凌工贸投资性房地产 286.19 亿元,较上年底增长 1.15%。投资性房地产以公允价值进行后续计量,投资性房地产成本 54.27 亿元,增值率 527.38%,增值率高,需关注后续公允价值波动及资产流动性情况;华凌工贸投资性房地产受限比例为 67.89%,比例较高。

截至 2021 年底,华凌工贸受限资产总额 221.39 亿元,占期末资产总额的 42.21%,受限比例较高;受限资产主要为因借款抵押的投资性房地产。

截至 2022 年 3 月底,华凌工贸合并资产总额 562.07 亿元,较年初增长 7.16%;其中,流动资产占 28.06%,非流动资产占 71.94%,资产规模及结构较上年底变动不大。

(2) 负债及所有者权益

2021 年,华凌工贸负债总额及全部债务均保持增长;短期债务占比明显下降,债务结构有所优化,债务负担仍较重。

截至 2021 年底,华凌工贸负债总额 302.97 亿元,较上年底增长 16.90%。其中,流动负债占 57.24%,非流动负债占 42.76%;以流动负债为主。

截至 2021 年底,华凌工贸流动负债 173.42 亿元,较上年底增长 4.36%。华凌工贸流动负债主要由短期借款(占 18.90%)、合同负债(占 18.91%)、其他应付款(占 14.84%)、一年内到期的非流动负债(占 18.48%)和吸收存款及同

业存放(占 12.70%)构成。

截至 2021 年底,华凌工贸短期借款 32.77 亿元,较上年底增长 34.72%,主要为抵押借款(26.37 亿元)。截至 2021 年底,华凌工贸预收款项 32.79 亿元,较 2021 年 1 月 1 日余额增长 29.44%,主要系预收租金、货款及服务款增加所致。截至 2021 年底,华凌工贸其他应付款 25.74 亿元,较上年底增长 21.17%;其他应付款账龄 1 年以内占 58.45%,1 至 2 年占 12.47%,2 至 3 年占 5.39%,3 年以上占 23.69%。截至 2021 年底,华凌工贸一年内到期的非流动负债 32.05 亿元,较上年底减少 41.43%,主要为一年内到期的长期借款(30.97 亿元)。

截至 2021 年底,华凌工贸非流动负债 129.55 亿元,较上年底增长 39.29%,主要系长期借款增加所致。华凌工贸非流动负债主要由长期借款(占 59.55%)和递延所得税负债(占 26.37%)构成。

截至 2021 年底,华凌工贸长期借款 77.14 亿元,较上年底增长 73.24%,长期借款主要由抵押借款(占 72.50%)和担保借款(占 15.85%)构成。截至 2021 年底,华凌工贸递延所得税负债 34.16 亿元,较上年底增长 0.92%。

截至 2021 年底,华凌工贸全部债务 179.40 亿元,较上年底增长 8.74%。从债务指标来看,截至 2021 年底,华凌工贸资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.76%、44.75%和 28.35%,较上年底分别提高 3.43 个百分点、1.65 个百分点和 7.32 个百分点。华凌工贸债务负担较重。

截至 2022 年 3 月底,华凌工贸负债总额 339.90 亿元,较年初增长 12.19%。其中,流动负债占 60.19%,非流动负债占 39.81%,负债结构较上年底变动不大。

(3) 所有者权益

2021 年,华凌工贸所有者权益略有增长;所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比高,权益稳定性有待提升。

截至 2021 年底,华凌工贸所有者权益 221.53 亿元,较上年底增长 1.70%。其中,归属

于母公司所有者权益占比为 78.80%，少数股东权益占比为 21.20%。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 2.26%、0.58%、41.90%和 33.33%。所有者权益结构稳定性有待提升。

截至 2022 年 3 月底，华凌工贸所有者权益为 222.16 亿元，较年初增长 0.28%，所有者权益规模及结构较上年底变动不大。

（4）盈利能力

2021 年，华凌工贸营业总收入大幅增长；利润对非经常性损益有一定依赖，整体盈利能力较弱。

2021 年，华凌工贸实现营业总收入 73.36 亿元，同比大幅增长 58.38%，主要系大力开展物资销售及贸易业务所致，利润总额同比增长 29.75%至 3.13 亿元。

2021 年，华凌工贸费用总额为 15.55 亿元，同比增长 11.71%。从构成看，华凌工贸销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 9.11%、36.77%、0.34%和 53.79%，以管理费用和财务费用为主。其中，管理费用为 5.72 亿元，同比增长 18.26%；财务费用为 8.36 亿元，同比增长 8.56%。

2021 年，华凌工贸其他收益 0.77 亿元，占当期营业利润的 23.62%，其他收益主要来自政府补助及债务重组利得，政府补助具有一定的可持续性；公允价值变动收益 1.86 亿元，占当期营业利润的 57.07%，公允价值变动收益全部来自投资性房地产评估增值；投资收益 0.41 亿元，占当期营业利润的 12.56%，投资收益主要来自权益法核算的利润。整体看，华凌工贸利润对非经常性损益有一定依赖。

从盈利指标看，2021 年，华凌工贸营业利润率为 23.49%，较上年下降 1.60 个百分点；总资产收益率和净资产收益率分别为 2.91%和 1.09%，分别较上年上升 0.04 个百分点和 0.78 个百分点。华凌工贸盈利能力较弱。

2022 年 1—3 月，华凌工贸营业总收入和利润总额均同比增长，其中营业总收入 23.39 亿元，同比增长 28.40%；利润总额 1.02 亿元，同比增

长 5.89%。

（5）现金流

2021 年，华凌工贸经营活动现金净流入大幅增长；较大规模的固定资产投资和股权收购致使投资活动现金流继续呈现净流出态势，且投资支出现金流对筹资活动有较强依赖。

从经营活动来看，2021 年，华凌工贸经营活动现金流入 103.16 亿元，同比增长 63.40%，主要系电解铜贸易业务收入增加所致；经营活动现金流出 99.31 亿元，同比增长 58.13%，主要系电解铜采购量增加所致。2021 年，华凌工贸经营活动现金净流入 3.85 亿元，同比大幅增长 1.06 倍。2021 年，华凌工贸现金收入比为 113.28%，同比上升 4.97 个百分点，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2021 年，华凌工贸投资活动现金流入 6.29 亿元，同比减少 6.34%；投资活动现金流出 18.22 亿元，同比增长 23.76%，主要系新增资产投资所致。2021 年，华凌工贸投资活动现金净流出 11.93 亿元，同比减少 49.98%。

从筹资活动来看，2021 年，华凌工贸筹资活动现金流入 104.32 亿元，同比增长 46.26%，主要系新增借款所致；筹资活动现金流出 98.69 亿元，同比增长 62.85%，主要系偿还债务所致。2021 年，华凌工贸筹资活动现金净流入 5.63 亿元，同比减少 47.51%。

2022 年 1—3 月，华凌工贸经营活动现金净流入 2.73 亿元，投资活动现金净流出 13.07 亿元；筹资活动现金净流入 9.54 亿元。

（6）偿债能力

华凌工贸短期和长期偿债能力均较弱，但考虑到其间接融资渠道较为畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，华凌工贸流动比率与速动比率分别由年初的 68.58%和 41.47%上升至 79.95%和 44.25%，但流动资产对流动负债的保障程度仍较弱。截至 2021 年底，华凌工贸现金短期债务比由年初的 0.28 倍上升至 0.33 倍，同时考虑到华凌工贸货币资金受限比例较高，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，华凌工贸短期偿债能力

较弱。

从长期偿债能力指标看,2021年,华凌工贸 EBITDA 为 15.28 亿元,较上年增长 12.51%。从构成看,华凌工贸 EBITDA 由折旧(占 12.77%)、计入财务费用的利息支出(占 60.59%)、利润总额(占 20.51%)构成。2021 年,华凌工贸 EBITDA 利息倍数由上年的 1.28 倍增长至 1.31 倍,EBITDA 对利息的覆盖程度仍较弱;全部债务/EBITDA 为 11.74 倍,较上年变动不大,EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看,华凌工贸长期债务偿债能力较弱。

截至 2021 年底,华凌工贸获得各银行授信额度合计 416.77 亿元,已使用授信额度 134.89 亿元,尚未使用额度 281.89 亿元,间接融资渠道较为畅通。

截至 2021 年底,华凌工贸对外担保余额 12.33 亿元,为占当期净资产的 5.56%,对外担保比率低。

根据华凌工贸提供的中国人民银行征信报告,截至 2022 年 5 月 6 日,华凌工贸未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录;已结清业务中,有 93 笔不良和关注类贷款,均产生在 2014 年之前,根据华凌工贸及银行提供的说明,不良原因系银行系统问题、新疆地区暴力恐怖、华凌工贸与银行计息差异等所致,非华凌工贸主观原因造成,华凌工贸过往履约情况正常。

截至 2021 年 5 月底,华凌工贸有 1 项重大仲裁。因业绩承诺未完成,子公司新疆百花村股份有限公司(以下简称“百花村”)与张孝清就业绩补偿发生纠纷,2020 年 4 月,百花村收到《中国国际经济贸易仲裁委员会裁决书》((2020)中国贸仲京裁字第 0496 号),裁定张孝清需向百花村支付补偿股份 25252039 股及违约金等费用。2020 年 5 月 6 日,百花村收到中国证券登记结算有限公司上海分公司《股权司法冻结及司法划转的通知》(2020 司冻 0430-01 号),补偿股份 25252039 股限售流通股已划转至公司账户。

(7) 母公司财务分析

母公司承担了一定规模经营业务,资产中其他应收款和长期股权投资规模较大,债务负担

重,所有者权益稳定性一般。

截至 2021 年底,母公司资产总额 181.81 亿元,较年初增长 19.58%。其中,流动资产 46.81 亿元(占 25.75%),非流动资产 134.99 亿元(占 74.25%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占 21.69%)和其他应收款(占 77.51%)构成,非流动资产主要由可供出售金融资产(占 5.89%)、长期股权投资(占 65.18%)和投资性房地产(占 27.01%)构成。截至 2021 年底,母公司货币资金为 10.15 亿元,母公司货币资金规模尚可。

截至 2021 年底,母公司负债总额 141.62 亿元,较年初增长 20.18%。其中,流动负债 101.07 亿元(占 71.36%),非流动负债 40.56 亿元(占 28.64%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占 14.83%)和其他应付款(占 65.34%)构成,非流动负债主要由长期借款(占 62.70%)、应付债券(占 25.95%)和递延所得税负债(占 11.25%)构成。母公司 2021 年资产负债率为 77.90%,较 2020 年增长 0.39 个百分点;母公司债务负担重。

截至 2021 年底,母公司所有者权益为 40.18 亿元,较年初增长 17.51%。其中,实收资本为 5.00 亿元(占 12.44%)、资本公积合计 4.29 亿元(占 10.68%)、未分配利润合计 24.72 亿元(占 61.51%)、盈余公积合计 1.63 亿元(占 4.07%),所有者权益中未分配利润占比较高,所有者权益稳定性一般。

2021 年,母公司营业收入为 7.26 亿元,利润总额为 5.72 亿元。

2021 年,母公司经营活动、投资活动及筹资活动现金流量净额分别为 29.36 亿元、-14.86 亿元和-14.00 亿元。

5. 结论

华凌工贸作为新疆维吾尔自治区的大型多元化企业,在市场规模、品牌知名度及降低经营风险等方面仍具备较强优势。2021 年,华凌工贸商铺规模较大,出租率仍处于很高水平,牛羊肉销售收入保持增长。同时,联合资信也关注到华凌工贸境外业务面临境外经营风险;华凌工整体盈利能力较弱;现金流对筹资活动有依赖等不利

因素对华凌工贸信用水平带来的不利影响。

基于对华凌工贸经营风险及财务风险等方面的综合分析评估,联合资信确定华凌工贸主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

附件 1-2 新疆华凌工贸（集团）有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	26.77	30.09	30.22	29.33
资产总额（亿元）	442.44	477.00	524.50	562.07
所有者权益（亿元）	204.24	217.82	221.53	222.16
短期债务（亿元）	56.24	106.95	91.74	--
长期债务（亿元）	96.56	58.02	87.66	--
全部债务（亿元）	152.80	164.98	179.40	--
营业收入（亿元）	30.04	46.32	73.36	23.39
利润总额（亿元）	2.36	2.42	3.13	1.02
EBITDA（亿元）	12.41	13.58	15.28	--
经营性净现金流（亿元）	0.78	0.33	3.85	2.73
财务指标				
存货周转次数（次）	0.36	0.78	0.99	--
总资产周转次数（次）	0.08	0.10	0.15	--
现金收入比（%）	101.11	108.30	113.28	134.04
营业利润率（%）	54.76	25.10	23.49	25.31
总资本收益率（%）	2.44	2.47	2.91	--
净资产收益率（%）	0.82	0.31	1.09	--
长期债务资本化比率（%）	32.10	21.04	28.35	--
全部债务资本化比率（%）	42.80	43.10	44.75	--
资产负债率（%）	53.84	54.33	57.76	60.47
流动比率（%）	87.56	68.58	79.95	77.09
速动比率（%）	54.97	41.47	44.25	49.79
经营现金流动负债比（%）	0.72	0.20	2.22	--
现金短期债务比（倍）	0.48	0.28	0.33	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.46	1.28	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.31	12.15	11.74	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异 2. 公司吸收同业存放款计入短期债务，长期应付款中有息部分计入长期债务；3. 由于 2022 年一季报未披露财务附注明细，未计算债务相关指标。

资料来源：华凌工贸提供，联合资信整理

附件 1-3 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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 1-4-2 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 资产支持证券信用等级设置及含义

联合资信资产支持证券（含资产支持票据）信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务