

信用评级公告

联合〔2022〕7139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，“21南翔贸易MTN001”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

二〇二二年七月二十六日

安徽省南翔贸易（集团）有限公司

2022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
21 南翔贸易 MTN001	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
21 南翔贸易 MTN001	3.00 亿元	3.00 亿元	2023/09/27

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：2022 年 7 月 26 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

注：上述评级方法和评级模型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
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		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”）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，2021 年公司偿还部分到期债务，债务负担有所减轻。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、金融板块非正常类贷款规模仍然较大、2022 年刚性兑付压力较大、非经常性损益对公司利润水平影响较大、股权回购致使资本实力下降等因素可能对公司信用状况带来的不利影响。

公司将持续提高存量项目的运营质量，并着力处置非核心资产，保持现金流平稳运转。

综合评估，联合资信确定维持公司主体信用等级为 AA，维持“21 南翔贸易 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司债务负担有所下降。截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 51.36 亿元，较 2020 年底下降 26.14%，整体债务负担有所减轻。

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 年以来，公司商铺销售因疫情受到影响。2020 年以来新冠疫情使得公司商贸城的许多潜在客户转为观望状态，2021 年公司商铺销售金额继续下降。

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。

3. 剩余可售以竣工项目为主，且分布集中，存在去化压力。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

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

去化压力，预计后期销售规模及速度或将有所下行。

4. **短期债务偿付压力较大，资产质量不佳，盈利能力弱。**公司 2022 年刚性兑付压力较大，且可用货币资金规模较小，资产中存货去化压力较大，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；此外，公司处置部分已上市股权投资，剩余投资资产处置时间具有一定的不确定性。投资收益和公允价值变动收益对公司利润水平影响很大，公司盈利能力弱。

5. **因战略有所调整，公司回购小股东股权，资本实力有所下降。**公司于 2021 年决定回归主业，故回购了曾引进投资者的股权 8.10 亿元，资本实力有所下降。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	14.88	25.75	9.54	9.69
资产总额（亿元）	209.58	198.99	177.35	176.66
所有者权益（亿元）	88.03	86.42	75.68	75.62
短期债务（亿元）	25.34	41.01	32.38	34.88
长期债务（亿元）	36.69	28.52	20.63	16.48
全部债务（亿元）	62.02	69.53	53.01	51.36
营业总收入（亿元）	27.99	22.87	16.78	2.60
利润总额（亿元）	1.20	0.75	0.78	0.11
EBITDA（亿元）	5.85	5.41	5.67	--
经营性净现金流（亿元）	9.78	3.52	6.10	1.30
营业利润率（%）	37.43	26.51	31.36	40.18
净资产收益率（%）	1.10	0.61	0.64	--
资产负债率（%）	57.99	56.57	57.33	57.19
全部债务资本化比率（%）	41.33	44.59	41.19	40.45
流动比率（%）	139.78	129.84	111.66	105.65
经营现金流负债比（%）	14.62	5.35	9.64	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.63	0.29	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.34	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.61	12.86	9.36	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	68.52	79.52	80.90	81.54
所有者权益（亿元）	34.73	35.16	35.61	35.64
全部债务（亿元）	25.15	29.50	18.37	17.48
营业总收入（亿元）	0.65	0.71	0.55	0.17
利润总额（亿元）	0.62	0.69	0.65	0.05
资产负债率（%）	49.32	55.78	55.98	56.29
全部债务资本化比率（%）	42.01	45.62	34.03	32.90
流动比率（%）	240.36	122.25	148.46	141.29
经营现金流负债比（%）	3.65	0.39	2.77	--

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；4. 因会计准则变更，2019 年数据采用 2020 年年初数据；5. 2022 年一季度财务报告未经审计

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
21 南翔 MTN001	AA	AA	稳定	2021/07/29	张文韬 曹梦茹	一般工商企业信用评级方法 /一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读原文

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安徽省南翔贸易（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司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该公司构成评级委托关系外，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。

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。

安徽省南翔贸易（集团）有限公司

2022 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。后经过一系列增资及股权转让，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 5867.45 万元，余恒持有公司 85.22% 股份，根据余恒与受托人余渐富签订的《委托书》，余恒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（余恒为余渐富之子）。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 2022 年 3 月底，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 2021 年底，公司合并范围内一级和二级子公司共 9 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 177.35 亿元，所有者权益 75.68 亿元（含少数股东权益 18.30 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 16.78 亿元，利润总额 0.78 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 176.66 亿元，所有者权益 75.62 亿元（含少数股东权益 18.61 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.60 亿元，利润总额 0.11 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，“21 南翔贸易 MTN001”的募集资金已按指定用途使用，截至本报告出具日尚未到付息期。

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
21 南翔贸易 MTN001	3.00	3.00	2021/09/27	2 年

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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，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，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

¹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 2021 年两年平均增速为以

2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上

涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主

要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步

复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

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。

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，以降低开发者的资金压力。

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

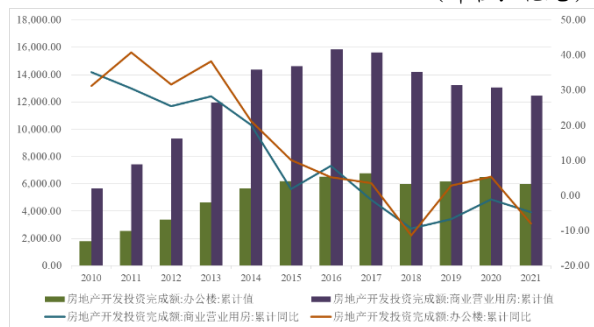
平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

2. 市场供需

2021年上半年，商业地产开发投资和销售端景气度虽较上年同期有所复苏，但下半年受地产行业融资端收紧影响较大。从2010年以来的累计竣工销售比来看，商业营业用房供应过剩的状况有所缓解但仍属过剩，办公楼供求关系有小幅扭转，但考虑到未来宏观经济增速下行压力，办公楼供大于求的状况可能再次出现。

2014年以来随着国内经济增速放缓、居民消费方式变化，商业地产行业持续面临去库存和转型压力，开发投资增速显著下滑；2019年起，受新一线城市商用土地放量、个税改革和减税降费等政策提振消费、传统零售商销售方式和渠道更新、电商线下门店拓展、品牌商户布局下沉等因素影响，商业地产开发投资出现复苏，在疫情后也延续良好的恢复态势。2020年，虽有新冠肺炎疫情的冲击，全国商业地产开发投资增速仍实现了较显著的回升。2021年上半年，随着国内疫情防控工作持续推进、经济企稳修复，商业地产开发投资增速进一步反弹，但下半年受房地产融资趋紧影响，整体商业地产开发投资端景气度较弱。2021年，全国商业营业用房开发投资完成额为12444.76亿元，同比下降1.1%；办公楼开发投资完成额为5974.90亿元，同比下降8.00%。同受上述因素影响，2021年，商业营业用房和办公楼的销售额同比增速分别为-2.00%和-6.90%，景气度仍显著低于疫情前水平。

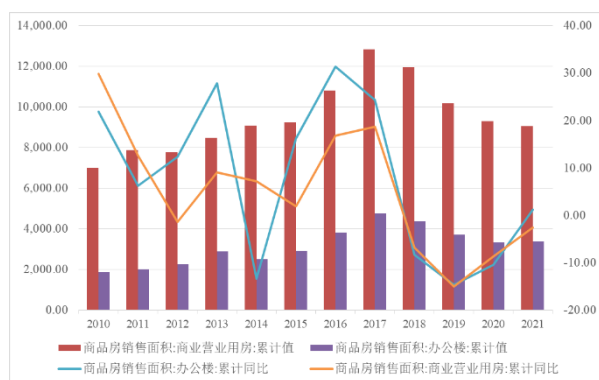
图1 2010年以来全国商业地产开发投资情况
(单位: 亿元)



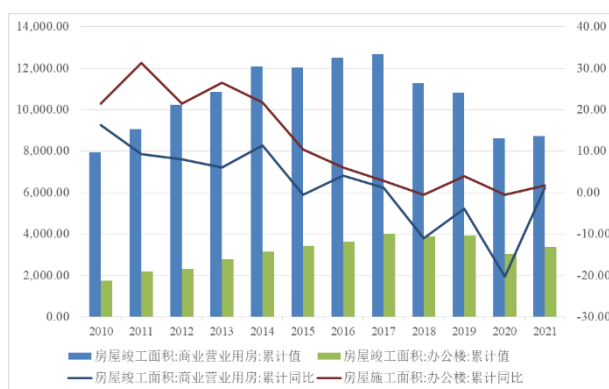
资料来源: 联合资信根据国家统计局数据整理

从供求情况来看, 2021年, 全国商业营业用房和办公楼的竣工销售比分别为0.96倍和1.00倍, 较2020年小幅提升。从更长时间数据来看, 2010年至2021年, 全国商业营业用房和办公楼累计竣工销售比分别为1.12倍和0.99倍, 商业营业用房仍存在供给过剩, 办公楼整体供求关系已有小幅扭转。

图2 2010年以来全国商业地产竣工及销售情况 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据国家统计局数据整理



根据中国房地产指数系统数据统计, 2021年上半年, 我国主要商业街商铺租金水平整体下跌, 但跌幅收窄, 重点商圈(购物中心)商铺租金水平整体止跌回升; 下半年主要商业街商铺租金水平整体继续下跌, 且跌幅较上半年有所扩大; 重点商圈(购物中心)商铺租金水平整体继续回升, 涨幅与上半年基本持平。2021年上半年, 百街商铺平均租金为24.90元/平方米·天, 环比下跌0.24%, 跌幅收窄; 百MALL商铺平均租金为26.84元/平方米·天, 环比上涨0.31%。2021年下半年, 百街商铺平均租金为24.82元/平方米/天, 环比下跌0.32%, 跌幅较上半年扩大0.08个百分点; 百MALL商铺平均租金为26.93元/平方米/天, 环比上涨0.32%, 涨幅与上半年基本持平。

写字楼方面, 2021年, 重点城市主要商圈写字楼平均租金在有限范围内小幅波动, 市场整

体处于平稳运行的状态。2021年上半年, 写字楼租金指数环比微跌, 第二季度全国重点城市主要商圈写字楼平均租金为4.75元/平方米·天, 环比微跌0.10%, 较2019年二季度下跌4.57%, 整体依旧未恢复至疫情前水平, 其中97.5%的商圈租金水平依旧低于疫情前。2021年下半年, 重点城市写字楼市场租赁需求有序释放, 带动写字楼租金连续两个季度环比上涨, 第四季度全国重点城市主要商圈写字楼平均租金为4.77元/平方米·天, 环比上涨0.16%。

2020年以来, 新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响, 大量商业街和商圈购物中心业主向租户提供不同幅度的租金减免政策, 造成一定租金损失。随着疫情的延续, 部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题, 本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

3. 安徽省区域经济分析

2021年，安徽省经济自疫情中有所恢复；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2021年国民经济和社会发展统计公报》，2021年安徽省实现地区生产总值（GDP）42959.2亿元，比上年增长8.3%，两年平均增长6%。分产业看，第一产业增加值3360.6亿元，增长7.4%；第二产业增加值17613.2亿元，增长7.9%，其中工业增加值13081.7亿元，增长8.9%；第三产业增加值21985.4亿元，增长8.7%。三次产业结构由上年的8.4:40.0:51.6调整为7.8:41.0:51.2。预计全员劳动生产率132467元/人，比上年增加15463元/人。

2021年，全省常住居民人均可支配收入30904元，比上年增长10%，扣除价格因素实际增长9%。城镇常住居民人均可支配收入43009元，增长9%，扣除价格因素实际增长8%。人均消费支出26495元，增长16.8%。

2021年，全省固定资产投资（不含农户）比上年增长9.4%，其中租赁和商业服务业固定资产投资同比增长16.4%。分产业看，第一产业投资增长39.1%，第二产业投资增长13.5%，第三产业投资增长6.9%。工业投资增长13.5%，其中制造业投资增长14.6%。

2021年，全省房地产开发投资7263.2亿元，比上年增长3.1%。商品房销售面积10460.9万平方米，增长9.7%；商品房销售额8143.2亿元，增长10.8%；年末商品房待售面积1713.4万平方米，增长11.1%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东公司控股股东由余恒、余静变更为余恒，公司实际控制人仍为余渐富。

表3 公司股权变更情况（单位：万元、%）

变更前公司股权结构			
股东名称	出资金额	出资比例	备注
余恒	2793.37	47.61	委托余浙富管理
余静	2206.63	37.61	委托余浙富管理
拉萨经济技术开发区丰晟创业投资有限公司	346.99	5.91	--
北京合力信工程投资咨询有限公司	331.36	5.65	--
中国德力西控股集团有限公司	189.10	3.22	--
合计	5867.45	100.00	--
变更后公司股权结构			
股东名称	出资金额	出资比例	备注
余恒	5000.00	85.22	委托余浙富管理
安庆余恒基商业运营管理有限公司	702.64	11.97	--
南翔（安徽）投资策划有限公司	164.81	2.81	--
合计	5867.45	100.00	--

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2017年，公司因考虑转型，增加新能源业务，引入部分小股东，并设立天津华智投资有限公司（以下简称“天津华智”）作为新能源业务的投资主体，后考虑到新能源项目投资金额高，回报期长，未实际落地。2021年，公司决定坚持商贸物流主业，故通过子公司安庆余恒基商业运营管理有限公司（以下简称“余恒基”）及关联方南翔（安徽）投资策划有限公司对小股东的股权进行了回购，并处置了天津华智80%股权，将其转让给廊坊华源能源技术有限公司（以下简称“廊坊华源”）。

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。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：3408040000000821），截至2022年6月30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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年7月12日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员发生变动。

2021年3月24日经公司股东会会议决议通过，董事王国庆退出，监事由江浩变更为韩奇志。

2021年12月30日经公司董事会会议决议通

过，曹琴辞去公司总裁职务，聘任余恒担任公司总裁职务。

七、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司最主要业务商贸物流园区开发收入继续下降，综合毛利率有一定提升。

2021年，商贸物流园区开发和商贸物流园区经营依然是公司主要收入来源，其中商贸物流园区开发收入受疫情影响继续下降，同比下降8.49%。2021年公司住宅房屋销售主要为零星尾盘及地下车库销售，公司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，目前剩余未售全部为地下车库。

毛利率方面，受产品销售结构差异影响，2021年商贸物流园区开发毛利率同比小幅回升，但公司仍处于为加快现金回笼对部分产品降价销售的过程中。公司2021年综合毛利率同比提升6.31个百分点。

2022年一季度，公司营业总收入同比下降19.50%，毛利率较上年有所提升。

表4 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸物流园区开发	16.47	58.82	56.34	12.72	55.61	34.13	11.64	69.38	36.67	1.48	57.01	43.39
房屋销售（住宅）	5.05	18.04	8.57	4.60	20.10	8.39	0.19	1.11	-9.71	0.01	0.35	14.27
商贸物流园区经营	3.86	13.80	70.94	3.64	15.93	70.02	3.67	21.87	66.78	0.80	30.79	67.36
金融业务	1.00	3.56	20.26	0.58	2.53	17.45	0.34	2.04	32.83	0.05	1.78	35.73
其他	1.62	5.77	35.57	1.33	5.83	43.86	0.94	5.60	9.20	0.26	10.07	30.16
合计	27.99	100.00	47.25	22.87	100.00	34.82	16.78	100.00	41.13	2.60	100.00	49.20

资料来源：公司提供

2. 商贸物流园区开发

跟踪期内，公司现金流较为紧张，未新增土地储备，暂无资本支出压力；公司客户主要为小微企业，故销售情况受疫情影响较为明显，需关注芜湖项目和淮北项目的去化压力；公司拟建项目可售资源充足，拟通过合作形式开发

避免大额资本支出。

2021年及2022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。截至2022年3月底，公司无在建项目；拟建项目将通过合作形式开发，由合作方支付建设费用。公司暂无资本支出压力。

表5 截至2022年3月底公司商贸物流板块拟建项目情况（单位：万平方米、亿元）

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
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	0.60	2.65
合计	7.13	58.41	26.35	7.42	18.93

资料来源：公司提供

2020年以来，新冠疫情爆发使得公司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。2022年一季度，公司销售情况仍未恢复至疫情前水平，公司2022年全年销售金额目标为

约10亿元，但公司客户主要为小微企业，经济下行对其影响较大，购买力有所下降，且公司无新推盘项目，现存项目去化速度减慢，该目标实现难度较大。

表6 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	2019年			2020年			2021年			2022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	3.91	3.86	0.99	0.83	0.53	0.64	3.94	1.62	0.41	0.05	0.03	0.60
泰安光彩大市场	0.15	0.10	0.67	0.04	0.03	0.75	--	--	--	--	--	--
安庆光彩大市场	4.21	4.55	1.08	3.97	3.26	0.82	3.02	2.51	0.83	0.89	0.68	0.76
芜湖国际商贸物流城	7.48	5.21	0.70	3.95	3.06	0.77	3.18	2.48	0.78	0.92	0.71	0.77
南翔汽车智慧新城	1.98	1.16	0.59	1.95	1.16	0.59	1.54	1.07	0.69	0.73	0.38	0.52
安徽华夏国际茶博城	1.69	1.63	0.96	1.51	1.39	0.92	1.36	1.09	0.80	0.03	0.02	0.67
岳阳国际商贸物流城	0.65	0.34	0.52	0.15	0.09	0.61	0.03	0.02	0.67	--	--	--
宿州文化项目	2.03	1.37	0.67	1.85	1.15	0.62	0.40	0.21	0.53	0.04	0.03	0.75
泰山云集文化项目	1.35	1.83	1.36	0.65	0.79	1.22	0.03	0.02	0.83	0.05	0.04	0.86
淮北云集文化项目	--	--	--	1.73	1.87	1.08	1.26	1.28	1.02	0.17	0.17	1.00
合计	23.45	20.05	0.85	16.63	13.34	0.80	14.76	10.30	0.70	2.89	2.06	0.71

资料来源：公司提供

截至2022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。芜湖项目去化率较低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工作受疫情影响，进度有所放缓。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7 截至2022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	去化率
竣工	蚌埠光彩大市场（1-2期）	99.75	89.46	89.46	85.40	4.06	95.46%
	泰安光彩大市场（1期）	45.05	38.14	38.14	38.00	0.14	99.63%
	安庆光彩大市场（1-4期）	139.3	113.43	113.43	105.27	8.16	92.81%

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	去化率
	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）	33.17	27.56	27.56	25.53	2.03	92.63%
	安徽华夏国际茶博城（1期、2期）	25.59	17.50	17.50	17.31	0.19	98.91%
	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）	31.58	27.75	27.75	26.43	1.32	95.24%
	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	57.94	16.82	77.50%
	宿州文化项目（云集商业街）	17.46	13.98	13.98	13.98	0.00	100.00%
	泰山云集文化项目	5.73	4.36	4.36	4.21	0.15	96.56%
	淮北云集文化项目	6.10	5.00	5.00	3.15	1.85	63.00%
	小计	517.74	411.94	411.94	377.22	34.72	91.57%
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（旗舰店）	7.95	7.95	--	--	7.95	--
	小计	58.41	40.89	--	--	40.89	--
	合计	576.15	452.83	411.94	377.22	75.61	--

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
公司各项目租赁单价均稳中有升，但部分项目出租率继续下降。

2021年，公司各项目租赁单价均稳中有升，但部分项目出租率仍有小幅下降，整体租金收入保持平稳。

表8 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			
	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	14.05	0.73	30.45	88.55
泰安光彩大市场	7.05	0.44	40.47	97.11	6.06	0.45	41.06	93.59	5.77	0.42	42.28	92.23
安庆光彩大市场	34.61	1.34	29.39	90.61	30.99	1.21	26.93	89.14	28.45	1.13	27.10	88.26
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	8.20	0.24	20.19	86.87
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	33.26	0.66	24.20	81.26
宿州文化项目	6.86	0.19	16.87	99.72	5.73	0.16	18.81	98.05	5.16	0.17	19.05	97.70
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	3.92	0.09	14.13	81.20
南翔汽车智慧新城	11.15	0.13	13.55	91.52	11.05	0.20	15.08	89.59	9.25	0.23	15.70	89.08
合计	129.02	3.86	--	--	116.64	3.64	--	--	108.06	3.67	--	--

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. 金融板块
2021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，公司金融板块将聚焦住房抵押小额贷款业务和一级市场股权投资。

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，2021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，不良率较上年底有小幅下降。未来，公司金融板块将聚焦于住房抵押小额贷款业务和一级市场股权投资；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，其中不良贷款均为对集团外企业发放形成。

表9 公司金融板块收入构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019年				2020年				2021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	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	16.32	1.59	9.73	1.53	15.03	1.26	8.40	1.15	16.19	1.05	6.50	1.16
小贷业务	4.49	0.00	0.07	0.49	2.79	--	--	0.47	1.59	--	--	0.16
典当业务	1.27	1.27	100.00	0.02	1.01	1.01	100.00	--	0.99	0.47	47.30	0.10
融资租赁业务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
互联网金融服务平台	1.61	--	-	0.07	--	--	--	0.03	--	--	--	--
其他业务	--	--	--	0.15	--	--	--	0.21	--	--	--	0.24
担保业务	5.11	--	-	0.06	2.23	--	-	0.01	1.64	--	--	0.07
合计	28.81	2.86	9.94	2.33	21.06	2.27	10.80	1.87	20.41	1.52	7.45	1.73

注: 1. 此处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, 公司将未来经营重点放在盘活存量资产上, 提高已竣工项目的运营质量, 并择机出售部分非核心物业。

在金融板块, 公司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2021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, 审计机构出具了标准无保留的审计意见。公司2022年1-3

月财务数据未经审计。

截至2021年底, 公司合并资产总额177.35亿元, 所有者权益75.68亿元(含少数股东权益18.30亿元); 2021年, 公司实现营业总收入16.78亿元, 利润总额0.78亿元。

截至2022年3月底, 公司合并资产总额176.66亿元, 所有者权益75.62亿元(含少数股东权益18.61亿元); 2022年1-3月, 公司实现营业总收入2.60亿元, 利润总额0.11亿元。

2. 资产质量

随着存货去化及债务偿还, 公司资产规模有所下降; 货币资金受限比例很高; 存货中开发产品占比高, 去化压力较大; 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2021年底, 公司资产总额较上年底下降10.87%, 主要系存货去化及债务偿还所致。公司资产结构相对均衡, 较上年底变化不大。

表10 公司资产主要构成(单位:亿元、%)

科目	2019年底		2020年底		2021年底		2022年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	93.51	44.62	85.29	42.86	70.72	39.88	70.49	39.90
货币资金	9.90	4.72	12.82	6.44	8.08	4.56	8.09	4.58
存货	60.64	28.94	51.54	25.90	44.75	25.23	44.00	24.91
划分为持有待售的资产	0.00	0.00	0.00	0.00	10.59	5.97	10.59	6.00

非流动资产	116.06	55.38	113.70	57.14	106.63	60.12	106.17	60.10
投资性房地产	73.82	35.22	71.64	36.00	71.36	40.24	70.56	39.94
长期股权投资	7.82	3.73	7.30	3.67	7.74	4.37	7.74	4.38
委托贷款	6.87	3.28	6.87	3.45	5.81	3.28	5.81	3.29
资产总额	209.58	100.00	198.99	100.00	177.35	100.00	176.66	100.00

注：占比指该科目在资产总额中的占比
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底，公司流动资产70.72亿元，较上年底下降17.08%。

截至2021年底，公司货币资金8.08亿元，较上年底下降36.95%，主要系偿还债务所致。货币资金中有5.72亿元受限资金，受限比例为70.79%，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2021年底，公司存货较上年底下降13.17%，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81.38%，开发成本占18.60%，累计计提跌价准备0.77亿元，计提比例为1.68%，主要为宿州云集文化项目的地下车库计提的减值0.18亿元和金融板块抵债资产跌价0.46亿元。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。

截至2021年底，公司划分持有至待售资产10.59亿元，公司拟出售全资子公司天津华智80%股权，已与廊坊华源签订股权转让协议，转让对价为8亿元，公司尚未办理工商变更登记，该笔价款用于支付公司收购少数股东所持公司股权的对价，未来公司将继续向廊坊华源转让天津华智剩余的20%股权。该项股权出售事项计提持有待售资产减值准备0.23亿元。

(2) 非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产106.63亿元，较上年底下降6.22%，主要系公司处置部分股权投资（无锡迪维投资合伙企业（有限合伙），主要投资标的为科创板上市公司凯赛生物），非流动金融资产下降所致。

截至2021年底，公司长期股权投资7.74亿元，较上年底增长6.13%，权益法下确认投资收益及其他综合收益合计0.91亿元。长期股权投资

主要为对新安银行和皖江物流的投资。2021年5月，公司将持有新安银行部分股权质押，截至2021年底，公司长期股权投资受限金额1.33亿元。

截至2021年底，公司委托贷款5.81亿元，较上年底下降1.06亿元。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	--	--	--	--
关注类	5.52	83.97	0.17	3.00
次级类	0.13	1.94	0.04	30.00
可疑类	0.93	14.09	0.56	60.00
合计	6.57	100.00	0.76	11.56

资料来源：公司审计报告

截至2021年底，公司投资性房地产71.36亿元，较上年底下降0.39%，主要系出售所致，变化不大。

截至2021年底，公司受限资产67.65亿元，占公司总资产的38.15%。公司资产受限程度高。

表12 截至2021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	5.72	按揭保证金、贷款保证金、定期存单、承兑保证金
存货	8.04	办理借款抵押
固定资产	1.38	
投资性房地产	50.53	
无形资产	0.66	
长期股权投资	1.33	
合计	67.65	--

资料来源：公司审计报告

截至2022年3月底，公司合并资产规模及结构较上年底变动不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益较上年底有所下降，未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性较弱。

截至 2021 年底，公司所有者权益 75.68 亿元，较上年底下降 12.42%。2021 年 12 月，子公司余恒基收购少数股东持有的公司股权，形成库存股 8.10 亿元，导致资本实力有所下降，公司将积极引入投资者。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 0.78%、15.52%、0.48%、69.24% 和 24.18%。所有者权益中未分配利润和

少数股东权益占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益的规模和结构较上年底变动不大。

(2) 负债

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底略有下降，债务负担适中，但短期债务占比较高，2022 年刚性兑付压力较大。

截至 2021 年底，公司负债总额 101.67 亿元，较上年底下降 9.68%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占 62.30%，非流动负债占 37.70%。公司负债结构较上年底变化不大。

表 13 公司负债主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	66.90	55.04	65.68	58.35	63.34	62.30	66.72	66.04
短期借款	6.69	5.50	17.77	15.79	9.71	9.55	9.47	9.37
其他应付款	11.08	9.11	8.24	7.32	18.98	18.67	19.27	19.07
一年内到期的非流动负债	12.95	10.66	17.83	15.84	19.53	19.21	22.28	22.05
非流动负债	54.64	44.96	46.88	41.65	38.33	37.70	34.31	33.96
长期借款	16.76	13.79	14.13	12.55	10.43	10.25	9.41	9.31
应付债券	19.35	15.92	7.74	6.88	6.74	6.63	5.00	4.95
负债总额	121.54	100.00	112.57	100.00	101.67	100.00	101.04	100.00

注: 1. 占比指该科目在负债总额中的占比; 2. “/”表示数据未获取
数据来源: 公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动负债

截至 2021 年底，公司流动负债 63.34 亿元，较上年底下降 3.57%。

截至 2021 年底，公司短期借款较上年底下降 45.36%，主要系公司债务融资规模下降所致。

截至 2021 年底，公司其他应付款较上年底增长 130.27%，主要系子公司收购少数股东股权产生了应付股权款所致，往来款规模也有一定提升。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 19.53 亿元，较上年底增长 9.49%，其中应付债券占 31.84%，长期借款占 39.23%，长期应付款占 28.50%。

(2) 非流动负债

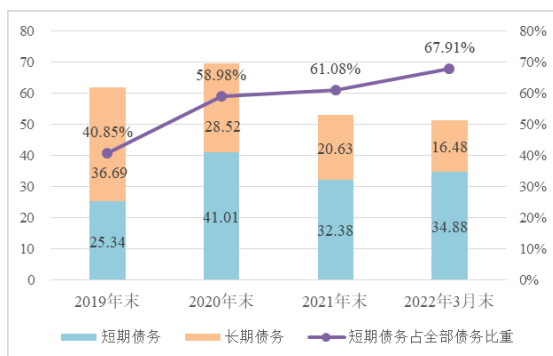
截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 18.24%，主要系债务下降所致。

截至 2021 年底，公司长期借款较上年底下降 26.22%，主要系无新增项目，融资需求下降，及偿还贷款所致。借款来源除银行外，还包括长城资管、中民国际总资租赁等非银金融机构。

截至 2021 年底，公司应付债券 6.74 亿元，较上年底下降 12.92%，主要系 19 南翔贸易 PPN001 转入一年内到期及 16 南翔 03 兑付所致。2021 年，公司新发行两期中期票据，金额合计 5.00 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司负债规模及结构较上年底变化不大。

图3 公司债务结构



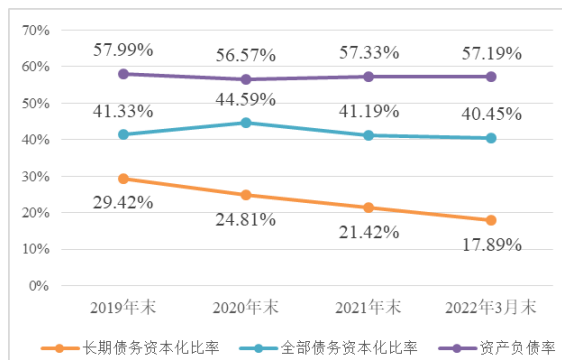
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司全部债务53.01亿元，较上年底下降23.76%，主要系公司于2021年底兑付16南翔03所致。债务结构方面，短期债务占61.08%，结构有待优化。从债务指标来看，截至2021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较上年底分别提高0.76个百分点、下降3.39个百分点和下降3.39个百分点。公司债务负担适中。

截至2022年3月底，公司债务水平继续下

降，结构较上年变化不大。

图4 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从债务期限来看，公司2022年债务到期规模大，公司销售及租金收入规模和可用货币资金规模较小，刚性兑付压力较大，公司续贷续借工作已在开展过程中，其中将于2022年11月到期的19南翔贸易PPN001由徽商银行创设风险缓释凭证提供担保，公司已向徽商银行申请继续授信。

表14 截至2021年底公司全部债务到期结构 (单位: 亿元)

项目	2022年到期	2023年到期	2024年到期	2025年及以后到期	小计
短期借款	9.71	--	--	--	9.71
应付票据	3.14	--	--	--	3.14
一年内到期的非流动负债	19.53	--	--	--	19.53
长期借款	--	5.88	2.45	2.10	10.43
租赁负债	--	0.20	0.40	0.04	0.64
应付债券 (若行权时全部回售)	--	6.74	--	--	6.74
应付债券 (若行权时全部不回售)	--	4.74	2.00	--	6.74
长期应付款	--	2.82	--	--	2.82
合计 (若行权时全部回售)	32.38	15.64	2.85	2.14	53.01
合计 (若行权时全部不回售)	32.38	13.64	4.85	2.14	53.01

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

受商贸物流园区配套住宅资源售罄影响，公司2021年营业总收入继续下降，带动利润下降；因销售规模下降，公司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，减值损失对公司利润形成一定侵蚀；公司盈利能力弱。

跟踪期内，公司营业总收入、成本和利润等情况详见经营概况。

2021年，公司费用总额为6.16亿元，同比

下降7.63%，主要系销售和管理费用下降所致，与公司销售规模下降有关。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为6.09%、23.42%和70.49%。公司财务费用为4.34亿元，同比增长2.32%，同比变化不大。2021年公司期间费用率为36.71%，受收入下降影响同比提高7.55个百分点。

2021年，公司实现投资收益3.49亿元，同比增长2.87亿元，其中处置其他非流动金融资产取得投资收益2.18亿元，公司当期投资收益

占营业利润比重为 457.83%，对营业利润影响较大，但可持续性及其稳定性低。同期，公司实现公允价值变动损益-0.70 亿元，较上年减少 1.72 亿元，主要系上年凯赛生物在科创板挂牌上市，公司所持股权增值 2.41 亿元所致；2021 年因出售部分投资性房地产，公允价值变动损益为 -1.38 亿元。2021 年，公司计提信用减值损失及资产减值损失合计 1.46 亿元，对利润形成一定侵蚀。

2021 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.72%、0.64%，同比分别提高 0.84 个百分点和 0.03 个百分点。

5. 现金流

公司经营活动继续保持净流入；投资活动主要为理财投资，公司 2021 年赎回较大规模理财产品，以补充流动性；筹资活动方面，公司继续压降债务，筹资活动继续保持净流出态势且净流出规模较大。

表 15 公司现金流量情况

(单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	36.96	21.41	16.77	3.44
经营活动现金流出小计	27.18	17.89	10.66	2.14
经营现金流量净额	9.78	3.52	6.10	1.30
投资活动现金流入小计	11.06	4.04	13.39	1.01
投资活动现金流出小计	10.03	3.15	2.63	0.89
投资活动现金流量净额	1.03	0.89	10.76	0.13
筹资活动前现金流量净额	10.81	4.40	16.86	1.42
筹资活动现金流入小计	32.29	37.28	28.78	2.86
筹资活动现金流出小计	52.62	41.82	46.24	5.09
筹资活动现金流量净额	-20.33	-4.55	-17.46	-2.23

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看，2021 年，公司经营活动现金流入同比下降 21.66%，主要系疫情导致销售同比有所下降及收到的往来款下降所致；经营活动现金流出同比下降 40.38%，主要系公司最后一个在建项目竣工且拟建项目未动工，资本支出下降所致。2021 年，公司经营活动现金净流入 6.10 亿元，同比增长 73.59%。

2021 年，公司投资活动现金流入 13.39 亿元，同比增长 231.53%；投资活动现金流出 2.63

亿元，同比下降 16.54%；公司投资活动现金净流入 10.76 亿元，同比增长 1111.62%，主要系赎回理财产品及公司投资的无锡迪维投资合伙企业(有限合伙)减持凯赛生物后进行分配所致。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额为 16.86 亿元，同比增长 282.83%。

从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动现金流入 28.78 亿元，同比下降 22.80%，主要系取得借款下降所致；筹资活动现金流出 46.24 亿元，同比增长 10.56%，主要系偿还债务所致。2021 年，公司筹资活动现金净流出 17.46 亿元，净流出同比增长 283.98%。

2022 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 1.30 亿元，同比增长 130.30%；投资活动现金净流入 0.13 亿元；筹资活动现金净流出 2.23 亿元，债务水平继续压降。

6. 偿债指标

公司短期和长期偿债指标均较弱；间接融资渠道有待拓宽。

表 16 公司偿债指标情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
短期偿债指标				
流动比率 (%)	139.78	129.84	111.66	105.65
速动比率 (%)	49.13	51.38	41.00	39.70
经营现金/流动负债 (%)	14.62	5.35	9.64	--
经营现金/短期债务 (倍)	0.39	0.09	0.19	--
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.63	0.29	0.28
长期偿债指标				
EBITDA (亿元)	5.85	5.41	5.67	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.31	1.34	1.31	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.60	12.86	9.36	--

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率较上年底有所下降，现金短期债务比下降至 0.29 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度低。整体看，公司短期偿债指标较弱。

从长期偿债指标看，2021 年公司 EBITDA 小幅提高但对利息支出的保障程度有所下降；受债务水平下降影响，EBITDA 对全部债务的

覆盖程度有一定程度提高，但仍属较弱。整体看，公司长期偿债指标较弱。

截至 2021 年底，公司获得银行授信额度 30.32 亿元，未使用额度 5.53 亿元；获得非银金融机构授信额度 20.65 亿元，未使用额度 1.37 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2022 年 3 月底，公司无未决重大诉讼。

截至 2022 年 3 月底，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，营业总收入少，利润主要来自投资收益。

截至 2021 年底，母公司资产总额 80.90 亿元，较上年底增长 1.73%，较上年底变化不大。其中，流动资产 54.73 亿元（占比 67.66%），非流动资产 26.17 亿元（占比 32.34%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 79.01%）、划分为持有待售的资产（占 18.27%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.32%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 1.27 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 45.29 亿元，较上年底增长 2.09%。其中，流动负债 36.87 亿元（占比 81.41%），非流动负债 8.42 亿元（占比 18.59%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 10.11%）、其他应付款（合计）（占 72.69%）和一年内到期的非流动负债（占 16.87%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 19.95%）和应付债券（占 80.04%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 55.98%，较 2020 年提高 0.20 个百分点。

截至 2021 年底，母公司全部债务 18.37 亿元。其中短期债务占 54.16%。截至 2021 年底，母公司全部债务资本化比率 34.03%，母公司债务负担适中。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 35.61 亿元，较上年底增长 1.27%。在所有者权益中，实收资本为 0.59 亿元（占 1.65%）、资本公积合计 14.47 亿元（占 40.64%）、未分配利润合

计 20.16 亿元（占 56.63%）、盈余公积合计 0.29 亿元（占 0.82%），母公司权益稳定性一般。

2021 年，母公司营业总收入为 0.55 亿元，营业收入为 0.55 亿元，利润总额为 0.65 亿元。同期，母公司投资收益为 0.86 亿元。

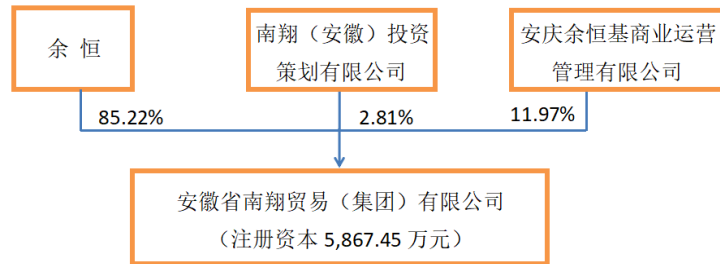
现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 1.02 亿元，投资活动现金流净额 0.93 亿元，筹资活动现金流净额-1.09 亿元。

截至 2021 年底，母公司资产占合并口径的 45.62%，负债占合并口径的 44.55%，所有者权益占合并口径的 47.05%；母公司营业收入占合并口径的 3.29%，利润总额占合并口径的 82.77%。

九、结论

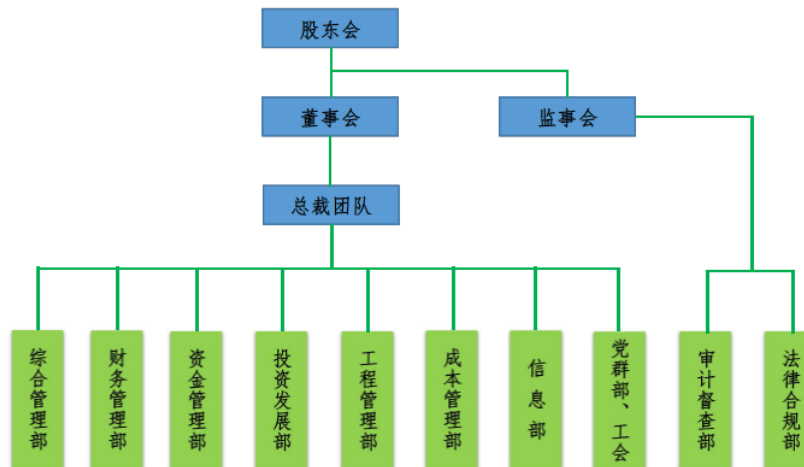
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体信用等级为 AA，维持“21 南翔贸易 MTN001”的债项信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	14.88	25.75	9.54	9.69
资产总额（亿元）	209.58	198.99	177.35	176.66
所有者权益（亿元）	88.03	86.42	75.68	75.62
短期债务（亿元）	25.34	41.01	32.38	34.88
长期债务（亿元）	36.69	28.52	20.63	16.48
全部债务（亿元）	62.02	69.53	53.01	51.36
营业总收入（亿元）	27.99	22.87	16.78	2.60
利润总额（亿元）	1.20	0.75	0.78	0.11
EBITDA（亿元）	5.85	5.41	5.67	--
经营性净现金流（亿元）	9.78	3.52	6.10	1.30
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.29	0.26	0.22	--
存货周转次数（次）	0.24	0.27	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.11	0.09	--
现金收入比（%）	90.57	54.14	63.86	95.43
营业利润率（%）	37.43	26.51	31.36	40.18
总资本收益率（%）	3.26	2.88	3.72	--
净资产收益率（%）	1.10	0.61	0.64	--
长期债务资本化比率（%）	29.42	24.81	21.42	17.89
全部债务资本化比率（%）	41.33	44.59	41.19	40.45
资产负债率（%）	57.99	56.57	57.33	57.19
流动比率（%）	139.78	129.84	111.66	105.65
速动比率（%）	49.13	51.38	41.00	39.70
经营现金流动负债比（%）	14.62	5.35	9.64	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.63	0.29	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	1.31	1.34	1.31	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.61	12.86	9.36	--

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

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.69	0.51	1.48	0.89
资产总额（亿元）	68.52	79.52	80.90	81.54
所有者权益（亿元）	34.73	35.16	35.61	35.64
短期债务（亿元）	5.80	21.76	9.95	10.80
长期债务（亿元）	19.35	7.74	8.42	6.68
全部债务（亿元）	25.15	29.50	18.37	17.48
营业总收入（亿元）	0.65	0.71	0.55	0.17
利润总额（亿元）	0.62	0.69	0.65	0.05
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	0.53	0.14	1.02	0.08
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	98.11	77.08	193.84	49.69
营业利润率（%）	84.94	85.96	93.09	94.85
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	1.30	2.00	2.08	--
长期债务资本化比率（%）	35.79	18.04	19.12	15.78
全部债务资本化比率（%）	42.01	45.62	34.03	32.90
资产负债率（%）	49.32	55.78	55.98	56.29
流动比率（%）	240.36	122.25	148.46	141.29
速动比率（%）	240.36	122.25	148.46	141.29
经营现金流动负债比（%）	3.65	0.39	2.77	--
现金短期债务比（倍）	0.12	0.02	0.15	0.08
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，“*”表示数据过大或过小无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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 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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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