跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1831 号

雪松实业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“19 雪松 01”进行跟踪评级，确定：

雪松实业集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

雪松实业集团有限公司公开发行的“19 雪松 01”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

雪松实业集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债券信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 雪松 01	10.00 亿元	AA+	AA+	2019/5/31

本次跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	532.22	596.88	752.14
所有者权益（亿元）	218.95	255.88	351.58
长期债务（亿元）	92.89	135.20	133.55
全部债务（亿元）	204.79	222.71	260.89
营业收入（亿元）	1,429.05	2,140.19	2,675.52
净利润（亿元）	22.46	20.46	23.58
EBITDA（亿元）	42.78	40.41	49.93
经营性净现金流（亿元）	2.38	3.17	7.28
营业利润率（%）	2.12	2.07	2.12
净资产收益率（%）	11.72	8.62	7.76
资产负债率（%）	58.86	57.13	53.26
全部债务资本化比率（%）	48.33	46.54	42.60
流动比率（倍）	1.17	1.65	1.63
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.18	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	3.26	3.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.28	4.04	4.99

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务，长期应付款、其他非流动负债中有息债务已调至长期债务；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，雪松实业集团有限公司（以下简称“公司”或“雪松实业”）继续深耕国内大宗商品供应链业务，大宗商品市场占有率有所提升，电解铜等有色金属销售规模大幅增长；房地产业务签约销售面积和销售额均有所增长。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司大宗商品供应链业务毛利率很低、大额应收账款和其他应收款对公司资金形成占用、化工业务易受宏观经济周期影响、子公司股权受限比例很高、整体债务负担较重且集中偿付压力较大、在建及拟建项目投资规模较大以及商誉规模较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，公司将参与广州市黄浦区旧城改造，预期可获取大量优质土地项目，提升公司整体盈利水平；同时公司将通过合资公司加强与广东省国有企业合作，合资公司未来将依托股东资源开展业务，有利于公司长远发展。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“19 雪松 01”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. **供应链管理业务规模进一步扩大。**2019 年，公司持续深耕国内大宗商品供应链业务，电解铜、铝锭、芳香类产品销售额大幅增长，供应链管理业务规模进一步扩大。

2. **石油化工业务销量全国领先。**2019 年，公司化工业务在碳四产品领域竞争力强，生产的甲乙酮产量全国领先，市场竞争力很强。

3. **公司参与广州市旧改项目，拿地成本较低，利润空间较大。**跟踪期内，公司参与广州市黄浦区旧城改造，预期可以获取大量优质项目，利润空间大。截至本报告出具日，何棠下村项目和金坑村项目正处于拆迁期，预计

2021 年公司将陆续获取两个项目的首期融资区地块。

4．**公司加强与广东省国有企业合作，有利于未来长远发展。**2019 年，公司分别与广州市建设投资发展有限公司和广州凯得金融控股股份有限公司合作出资成立两家合资公司，合资公司未来将依托股东资源开展业务。

关注

1．**外部环境波动风险。**大宗商品供应链管理业务及石油化工业务易受宏观经济周期、大宗商品价格波动的影响，存在一定的经营风险。受新冠肺炎疫情影响，公司旗下旅游社按照国家统一部署暂停营业，对公司文化旅游业务影响很大。

2．**公司石油化工业务收入和毛利率下降，其他业务收入有待提升。**2019 年，受国内经济增速放缓、化工行情低迷影响，公司石油化工业务收入同比下降 9.20%，毛利率较上年下降 0.86 个百分点；公司其他收入较上年增长 81.85%，但其他业务收入的可持续性有待提升。

3．**公司在建及拟建项目尚需投资规模大，对外投资支出大幅增加。**2019 年，公司投资活动现金净流出 83.57 亿元，净流出金额较上年增长 249.81%。截至 2019 年底，公司在建及拟建的房地产项目和石油化工在建项目尚需投资规模大，面临较大的资金支出压力。

4．**应收账款、其他应收款对公司营运资金形成占用，商誉可能面临减值风险。**截至 2019 年底，公司应收账款 111.17 亿元，其他应收款 33.76 亿元；公司商誉 40.38 亿元，如被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

5．**公司本部长期股权投资受限比例高，债务负担很重。**截至 2019 年底，公司本部长期股权投资受限比例高，多家重要子公司的股权受限比例在 95%以上；公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 49.16%和 40.98%。

分析师

候珍珍　登记编号（R0040215120003）
崔濛骁　登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-851712818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

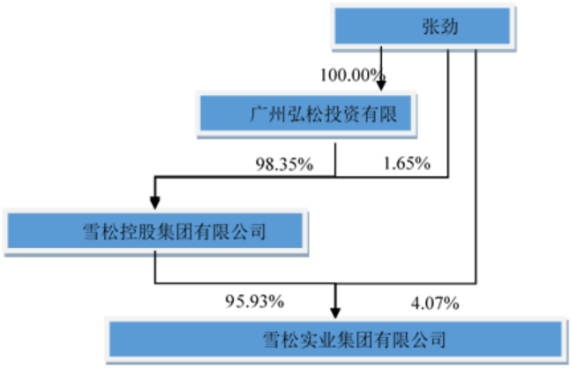
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

雪松实业集团有限公司（以下简称“雪松实业”或“公司”）成立于 1997 年 4 月，系由自然人张劲、张晟及张炳生共同出资设立的有限责任公司，初始注册资本为 150.00 万元。2019 年，公司注册资本未发生变化，截至 2019 年底，公司注册资本 70.00 亿元，雪松控股持有公司 95.93%的股权，为公司控股股东。张劲直接持有公司 4.07%的股权，间接持有公司 95.93%的股权，为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司通过控股子公司淄博齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“齐翔集团”）间接持有淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“齐翔腾达”，证券代码 002408.SZ）56.03%的股份，已质押股份占其间接持有股份的比例为 81.36%；公司通过全资子公司广州雪松文化旅游投资有限公司（以下简称“雪松文旅”）间接持有希努尔男装股份有限公司（以下简称“希努尔”，证券代码 002485.SZ）63.62%的股权，其间接持有股权已全部质押。

2019 年，公司经营范围与组织结构无变化。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 146 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 752.14 亿元，负债合计 400.55 亿元，所有者权益 351.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 264.59 亿元。2019 年，公司实现营业收入 2,675.52 亿元，净利润 23.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.91 亿元。

公司注册地址：广州市白云区恒骏街 4 号 405 房；法定代表人：范佳昱。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕1624 号文核准，公司于 2019 年 12 月发行“雪松实业集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称：“19 雪松 01”；债券代码：155829.SH。“19 雪松 01”发行规模 10.00 亿元；发行期限为 3 年，附第 2 个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；票面利率为 7.50%，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。“19 雪松 01”于 2019 年 12 月 27 日在上海证券交易所上市交易。

截至本报告出具日，公司发行的“19 雪松 01”募集资金已按募集运用计划全部使用完毕；“19

雪松 01”尚未到第一个付息期。

三、行业分析

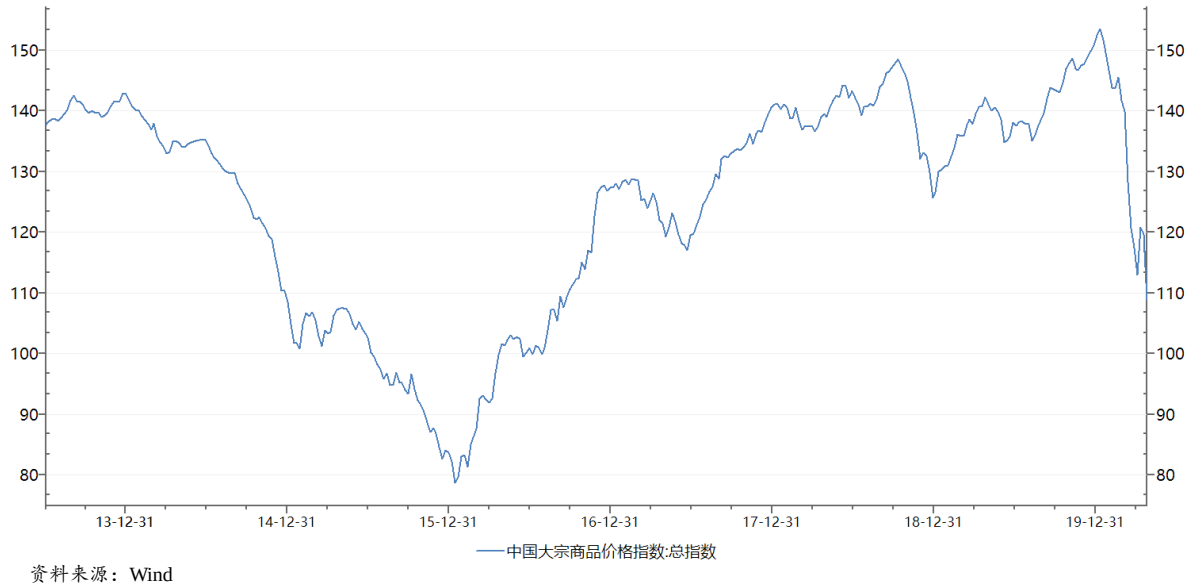
1．大宗商品供应链管理服务行业概况

2019 年以来，我国大宗商品价格指数持续上扬，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。在此环境下，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作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

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的因素，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。从我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，主要大宗商品价格指数均呈现下跌趋势，2015 年底达历史低位。但 2016 年初，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，经历了 15 年的触底之后，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017 年中期在经历短暂价格回调之后，我国大宗商品价格指数持续上扬，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，导致原油市场大幅波动且全球经济大幅萎缩，2020 年 1 月起我国大宗商品价格指数降幅明显。

图 2　近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind

不考虑新冠疫情扰动的情况下，2019 年，随着大宗商品价格指数上扬，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

2．行业政策

我国尚未专门针对供应链行业制定相应的法律法规，但供应链管理服务作为贸易、物流和金融领域的重要组成部分，已经得到政府的重视，正在受到越来越多的政策支持。

2019 年 11 月 19 日，中共中央、国务院提出《关于推进贸易高质量发展的指导意见》，指出要从加快创新驱动、优化贸易结构、促进均衡协调、培育新业态、建设平台体系和健全保障体系等方面推进贸易高质量发展。上述意见提出到 2022 年，贸易结构更加优化，贸易效益显著提升，贸易实力进一步增强，建立贸易高质量发展的指标、政策、统计、绩效评价体系。

3．行业关注

（1）我国供应链管理服务企业综合服务能力较弱

目前，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，大部分供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小，真正应用供应链管理的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少，行业内企业综合服务能力较弱。

（2）大宗商品贸易行业竞争激烈，商品价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓；经济贸易全球化使得国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，价格波动幅度大。

4．行业发展

供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，有望实现物流、信息流和资金流的深度融合。

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为供应链管理服务企业的主要发展方向。

“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实体经济提质增效。对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

四、管理分析

2019 年，公司组织结构、核心管理团队成员无重大变化，相关管理架构、管理制度延续以往

模式。

五、经营分析

1．经营概况

2019年，公司继续深耕国内大宗商品市场，大宗商品供应链管理业务收入大幅增长，但毛利率仍很低；地产销售、服装销售和文化旅游业务收入有较大增长；受国内经济增速放缓、化工行情低迷影响，公司石油化工收入和毛利率有一定下降；公司将股权投资相关业务收入计入其他业务收入，但收入的可持续性有待提升。

2019 年，公司业务范围仍以大宗商品（铜、锌等）供应链管理、石油化工、房地产开发为主，汽车综合销售服务、物业管理、房产租赁、服装纺织及其他业务收入占比较小。2019 年，公司实现营业收入 2,675.52 亿元，同比增长 25.01%，主要系大宗商品供应链管理业务收入增长所致。2019 年，公司净利润 23.58 亿元，较上年增长 15.24%。

从收入构成看，2019年，大宗商品供应链管理业务仍是公司收入的主要来源，其收入占公司营业收入的93.46%。2019年，大宗商品供应链管理收入大幅增长，同比增长26.04%，主要系公司拓展华南区域市场和国际大宗商品市场所致；公司房地产销售业务收入同比增长10.41%，主要系交付面积大幅增长，结转收入增加所致；公司石油化工业务收入同比下降9.20%，主要系国内经济增速放缓、化工行情低迷所致；公司汽车销售及综合服务业务主要由三家东风本田4S店经营，2019年，该业务收入较上年变化不大；公司服装销售业务收入较上年增长36.64%，主要系加大市场开拓力度所致；公司文化旅游业务较上年增长156.94%，主要系旅游综合服务业务收入增长所致；公司其他收入较上年增长81.85%，主要系公司社区，金融，投资业务扩张所致。

表 1　2017－2019 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
大宗商品供应链管理	1,302.44	91.14	0.68	1,983.86	92.70	0.77	2,500.47	93.46	0.94
地产销售	15.39	1.08	23.84	16.99	0.79	50.34	18.76	0.70	37.25
房产租赁	0.38	0.01	100.00	0.62	0.03	100.00	0.82	0.03	100.00
石油化工	93.48	6.54	18.35	103.91	4.86	16.32	94.35	3.53	15.46
汽车销售及综合服务	9.27	0.65	10.17	8.50	0.40	9.25	8.85	0.33	5.38
服装销售	2.16	0.16	24.66	6.95	0.32	20.31	9.50	0.36	21.12
文化旅游	0.00	0.00	36.63	10.14	0.47	13.52	26.06	0.97	10.77
其他	5.92	0.42	13.97	9.22	0.43	20.33	16.71	0.62	47.16
合计	**1,429.05**	**100.00**	**2.26**	**2,140.19**	**100.00**	**2.19**	**2,675.52**	**100.00**	**2.21**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2019年，公司大宗商品供应链管理业务毛利率较上年提高0.17个百分点至0.94%，主要系随着公司市场占有率提升，规模效应显现，同时公司为大宗商品客户提供定价权让渡、套期保值风险管理、虚拟库存以及仓储物流整合等供应链增值服务所致；公司房地产销售业务毛利率较上年下降13.09个百分点至37.25%，主要系各期结转楼盘毛利率存在差异所致；公司石油化工板块销售毛利率较上年下降0.86个百分点至15.46%；汽车销售及综合服务毛利率较上年下降3.87个百分点至5.38%，主要系汽车行业景气度下行所致；服装销售毛利率较上年提升0.80个百分点至21.12%；文化旅游毛利率较上年下降2.75个百分点至10.77%；其他业务毛利率较上年提升26.82个

毛利率至47.16%。受上述因素的影响，2019年，公司综合毛利率2.21%，较上年基本保持稳定。

2．大宗商品供应链管理

2019 年，公司大宗商品供应链管理板块主要涉及大宗商品贸易及供应链服务，主要经营铜产业链的相关制品（如铜锭、铜板、铜杆、铜线等）及铝锭、锌锭等其他有色金属产品，销售区域仍主要集中在华东地区和华南地区，并继续加强了对国际市场的拓展。

公司结合互联网技术，搭建雪松大宗平台，由大宗有色金属产业链各企业、中间服务提供商（包括仓储、物流等）共同参与，旨在提升采购销售、生产制造、资金融通、中间服务等环节的效率。目前，雪松大宗平台拥有的下游终端用户已超过 500 家，尤其是铜产品交易量基本能够满足华南市场 80%的企业终端需求。同时，雪松大宗平台为整个供应链的各环节企业提供全面的专业化服务（如点价权让渡、套期保值、虚拟库存、远期备货、仓储物流整合以及委托加工等）。公司大宗商品供应链管理业务主要由子公司雪松大宗商品供应链集团有限公司（以下简称“雪松供应链”）负责运营。

2018 年 1 月，雪松供应链收购实体工厂雪松铜业（广州）有限公司（收购前为台一江铜（广州）有限公司），新增加了铜线及铜杆的加工销售业务，产业链进一步完善。2019 年，雪松铜业（广州）有限公司实现收入 70.37 亿元，同比下降 3.20%；利润总额 3,553.86 万元，同比增长 155.89%。

2019 年，公司电解铜、铝锭、铜线及铜杆、芳香类产品和燃料类产品销售收入大幅增长，分别同比增长 25.52%、100.62%、11.38%、120.62%和 44.48%。随着公司下游客户的不断增多和供应链新模式的成熟完善，未来公司大宗商品销售规模有望继续增长。

表 2　2017－2019 年公司大宗商品供应链业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、亿元）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	售价	收入	销量	售价	收入	销量	售价	收入
电解铜	178.51	4.21	752.03	266.08	4.36	1,160.11	346.55	4.20	1,456.12
锌锭	132.14	2.03	267.89	158.27	2.00	316.58	180.52	1.77	319.92
铝锭	116.39	1.24	144.30	136.40	1.23	167.30	272.02	1.23	335.65
铜线及铜杆	--	--	--	20.50	3.17	65.04	19.64	3.69	72.44
铜线坯	11.73	2.40	28.10	8.40	4.35	36.55	8.49	4.25	36.06
白银	0.0042	360.43	1.50	0.05	382.75	17.82	0.03	326.07	10.45
芳香类产品	--	--	--	50.00	0.50	25.18	102.53	0.54	55.56
中间聚合物类产	--	--	--	19.27	0.77	14.77	11.32	0.65	7.38
铝制品	--	--	--	9.74	1.18	11.45	9.01	1.26	11.35
燃料类产品	--	--	--	21.91	0.48	10.48	35.15	0.43	15.14
其他	126.89	0.47	60.11	592.71	0.27	158.58	800.60	0.23	180.40
合计	**565.65**	--	**1,302.44**	**1,283.31**	--	**1,983.86**	**1,785.87**	--	**2,500.47**

资料来源：公司提供

（1）供应商管理

2019 年，公司在供应商选择和采购合同制定上仍执行较为详细的风控措施，公司与上游供应商建立了稳定合作关系，供应渠道畅通。公司替信誉较高的下游企业预付采购货款，预付款对公司资金存在一定占用，且公司存在一定风险敞口。

由于有色金属行业内的终端供应商比较集中，上游主要为江西铜业、云南铜业、紫金矿业等冶炼厂，每家冶炼厂有几家稳定合作的分销商，公司会优先选择与冶炼厂稳定合作的分销商拿货，

原材料供应渠道稳定。公司原材料采购集中度相对较高，2019 年大宗商品供应链管理前五大供应商主要为分销商，采购金额占总采购金额的比重为 45.88%，采购集中度仍较高。

采购结算方面，对于信誉较高的下游企业，公司会替下游企业预付给上游公司采购货款，预付款比例不固定（公司替下游客户支付的同时，也会预收下游客户 10%~15%的保证金，基本实行“上游先款后货、下游货到付款”的模式），预付款期限一般在一个月以内。

（2）销售管理

2019 年，公司给予优质客户延长账期优惠，应收款对公司资金有一定占压。公司大宗商品销售价格的确定采取“基价+上浮”模式，毛利率相对稳定，但处于很低水平。

公司产品采购价格和销售结算价格的确定方式一般均为“基价+上浮”。以阴极铜为例，结算价格一般为“铜基价上浮 X 元/吨”作为送货到买受人工厂的最终结算价。其中基价约定：出卖人赋予买受人在一定期限内，按照上海期货交易所阴极铜期货盘面即时点价的权利，买受人点价时必须在上海期货交易所阴极铜当月合约的交易日 14:55 前点价，所点价格为上海期货交易所阴极铜当月合约即时成交价，并且双方随后以书面形式确认所点价格，即为阴极铜的结算“基价”。由于“基价”确定受买卖双方点价及市场波动影响较大，大宗商品贸易买卖差价仍存在较大的波动性。为应对大宗商品价格波动风险，公司会结合头寸情况做套期保值。

客户方面，公司与下游大客户形成了稳定的供应关系，包括冀中宏远国际贸易有限公司、福建三安集团有限公司等大型企业。2019 年，公司大宗商品贸易前五大销售客户占总销售金额的比重为 9.55%，较上年下降 6.07 个百分点，销售集中度较低。

销售结算方面，公司主要采用现款现货和货到付款方式，对少部分优质客户给予 1 个月以内的账期；2019 年，公司综合考虑客户股东背景、往期交易回款情况等因素，将对部分大型国企或上市公司等优质客户的账期延长，期末应收账款有较大幅度的增长。

3．房地产业务

公司土地资源充足，能够满足公司未来几年的开发需求。截至 2019 年底，公司在建及拟建项目后续投资支出规模大，面临较大的资金支出压力。2019 年，公司签约销售面积大幅增长，但平均签约销售价格下降；公司在售地产项目主要位于中山市和南宁市，区域分布较为集中，受当地对房地产调控政策影响，公司未来房地产业务发展存在一定的不确定性。

2019 年，公司房地产业务的运营实体仍为公司及子公司中山君华房地产开发有限公司及南宁君华置业有限公司等。

（1）土地储备和开发情况

公司主要通过招拍挂方式及股权转让获取土地。公司重点拿地区域为中山市、南宁市、许昌市等。考虑到一线城市土地成本上升且楼市竞争激烈，2019 年，公司未在广州市进行拿地。截至 2020 年 3 月底，公司土地储备面积 22.05 万平方米，其中，位于中山市的君华新城项目为公司在 2013 年取得，拿地较早，拿地成本较低，为工业用地，拿地成本为 772.50 元/平方米；中山天和项目土地于 2017 年底取得，拿地成本较高，主要系中山市住房价格在 2016 年以后大幅上涨；河南许昌的香柏麓湖花园项目为 2018 年取得，拿地成本尚可。

表 3　截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

项目名称	项目所在地	土地取得时间	物业类型	占地面积	享有权益	拿地成本	土地开发情况
中山君华新城	中山市	2013/4/28	工业用地	0.67	100.00	772.50	暂未开发

中山天和项目	中山市	2017/12/9	住宅用地	4.39	100.00	16,953.97	暂未开发
中山天和项目	中山市	2017/12/9	住宅用地	0.19	100.00	16,504.87	暂未开发
许昌香柏麓湖花园项目	河南省许昌市	2018/5/30	商住用地	16.84	100.00	7,527.71	暂未开发
合计	--	--	--	**22.05**	--	**6,651.13**	--

资料来源：公司提供

开发模式方面，2019 年，公司仍采用滚动开发模式，以自主开发和合作开发为主，一般以 8~20 万平方米为一标段开发（视项目单价而定）；公司每个项目一般从拿地到开工时间为 3~6 个月，开工到取得预售证时间为 8~10 个月，开工到竣工时间为 24 个月。公司房地产开发情况如下表所示。

从项目开发数据看，2019 年，公司加快开发节奏，新开工面积和竣工面积同比均大幅增长。

表 4　2017－2019 年公司房地产开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
本期新开工项目（个）	2	2	2
本期新开工面积（万平方米）	8.90	23.78	60.55
本期竣工面积（万平方米）	25.18	28.56	46.81
期末在建面积（万平方米）	48.74	43.96	57.70

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建及拟建地产项目尚需投资规模大，未来资本支出压力较大。

表 5　截至 2019 年底公司在建及拟建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	坐落城市	总建筑面积	已竣工面积	计划总投资	已完成投资	尚需投资	状态	类型
君华新城五期	中山	5.03	5.03	2.52	1.88	0.64	在建	住宅
君华新城八期	中山	2.98	2.98	1.49	1.17	0.32	在建	住宅
锦云项目	南宁	38.68	38.68	15.93	13.17	2.76	在建	住宅
总部大楼	广州	10.59	0	17.14	8.63	8.51	在建	商业
朝阳花地二期	中山	47.73	0	48.40	18.37	30.02	在建	住宅
香蜜山项目	中山	52.88	0	51.06	27.70	23.35	在建	住宅
雪松君华小镇	南宁	56.46	0	22.56	7.42	15.15	在建	住宅
诸城	山东	31.12	0	13.93	3.73	10.20	在建	商住
天和项目	中山	15.77	0	16.74	8.56	8.18	拟建	住宅
许昌香柏麓湖花园	许昌	59.23	0	37.28	11.32	25.96	拟建	住宅
合计		**314.36**	**46.69**	**227.04**	**101.96**	**125.09**	--	--

资料来源：公司提供

除上述项目外，截至本报告出具日，公司还参与了广州市黄浦区 2 个旧改项目：何棠下村项目和金坑村项目。未来，公司将通过旧改项目获取土地，拿地成本较低。

金坑村项目改造范围 41.63 公顷（约 624 亩），包括复建区 52.31 万平米（村民住宅和集体物业）和融资区 54.06 万平米（公司持有）。金坑村项目开发周期 10 年，现金流回正时点为 2025 年 10 月。目前该项目正处于拆迁阶段，公司预计 2021 年 12 月将获取首期融资区地块，2023 年 3 月融资区首期预售。

何棠下村项目改造范围 127.97 公顷（约 1,920 亩），包括复建区 271.57 万平米（村民住宅和集体物业）和融资区 185.58 万平米（公司持有）。何棠下村项目开发周期 15 年，现金流回正时点为 2027 年 1 月。目前该项目正处于拆迁阶段，公司预计 2021 年 7 月将获取首期融资区地块，

2022 年 9 月融资区首期预售。

（2）销售情况

公司用于销售的房地产项目以住宅为主，另有少部分住宅底商和车位；销售模式方面，公司根据不同的项目采取不同的销售方式，以代理销售模式为主，对于部分利润率较高的高端物业采用自销模式。

2019 年，公司协议销售面积 38.52 万平方米，较上年大幅增长；公司房地产项目销售均价为 6,093.23 元/平方米，较上年下降幅度较大，主要系销售区域和项目类型不同所致。

表 6　2017－2019 年公司房地产销售与结转情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
协议销售面积（万平方米）	25.88	13.83	38.52
协议销售金额（亿元）	13.68	13.02	23.47
协议销售均价（元/平方米）	5,285.43	9,412.19	6,093.23
结转收入面积（万平方米）	25.97	18.08	24.50
结转收入（亿元）	15.39	16.99	18.76

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在售项目总可售面积 268.06 万平方米，主要为中山市的朝阳花地、香蜜山项目，许昌市的香柏项目，南宁市的雪松君华小镇、锦云项目等住宅项目。近年来，由于中山市和南宁市出台了严厉的地产调控政策，公司地产项目销售速度受到一定影响，面临着一定去化压力。

4．石油化工

公司旗下子公司齐翔腾达在石油化工碳四细分领域具有较强的市场竞争优势；但石油化工行业易受原料供给变化、大宗商品价格变化的影响，齐翔腾达经营业绩存在较大的波动性；石油化工在建项目投资规模大，齐翔腾达面临较大资金支出压力。

公司的石油化工业务由子公司齐翔腾达经营。齐翔腾达于 2010 年在深圳证券交易所中小板上市，是国内碳四综合利用行业的领军企业，也是国内规模最大的甲乙酮生产企业。2019 年，甲乙酮作为齐翔腾达主打产品，继续保持良好盈利能力，毛利率 25.98%，同比增长 2.47%，国内市场占有率持续保持 50%以上，占国内出口份额 60%以上；顺酐继续提高市场占有率和竞争力，国内市场占有率 25%以上，占国内出口份额 50%以上。但受国内经济增速持续下行、国际局势动荡、安全环保形势不断趋紧、化工行情持续低迷等因素影响，2019 年，公司化工板块部分产品盈利水平较去年有所下滑，齐翔腾达实现净利润 6.32 亿元，同比下降 25.25%。

原材料采购方面，齐翔腾达生产所需的碳四原料为石油加工产生的副产品，齐翔腾达通过对碳四进行深加工，将其转化为甲乙酮、丁二烯、MTBE、异丁烯、叔丁醇、顺酐、异辛烷等高附加值产品。近年来，大宗商品价格波动上涨，齐翔腾达主要原材料采购价格也有所上涨，毛利率略有下滑。齐翔腾达紧邻中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化等上游供应商企业，有利于公司从周边的石化及炼化企业采购相应的碳四材料。公司与中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化签订了长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道运送，供应稳定可靠且节省运输成本。齐翔腾达其他原料直接面向市场独立公开采购，其他原料供应商主要为国内生产商及经销商。2019 年，公司向前五大供应商采购额占总采购额的比重为 47.80%，较上年有所下降，但采购集中度仍较高。

齐翔腾达基本形成了完整的碳四深加工链条，包括碳四丁烯组分综合利用产品线、异丁烯组

分综合利用产品线、丁烷组分综合利用产品线、异丁烷组分综合利用产品线及催化剂产品等多条产品线。2019 年，齐翔腾达各类化工产品产能较上年保持稳定。从销量看，甲乙酮销量较上年有一定下降，主要系下游市场低迷所致；顺酐销量较上年有所增长。2019 年，齐翔腾达向前五大客户销售化工产品（不含供应链管理业务部分）销售额占总销售额的 21.76%，销售集中度较上年有所升高。

表 7　2017－2019 年齐翔腾达主要产品情况（单位：万吨、%）

项目	主要产品	2017 年	2018 年	2019 年
产能	甲乙酮	19.60	19.60	19.60
	顺酐	17.08	20.00	20.00
销量	甲乙酮	24.54	26.46	24.27
	顺酐	18.15	21.77	23.14
销售均价	甲乙酮	6,953.00	7,378.08	6,556.72
	顺酐	7,495.35	7,359.58	5,741.97

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，齐翔腾达在建项目为 20 万吨/年 MMA 项目、70 万吨/年丙烷脱氢项目、30 万吨/年环氧丙烷项目，项目预计总投资 106.85 亿元，已完成投资 7.59 亿元，尚需投资 99.26 亿元，未来投资规模大，齐翔腾达存在较大资金支出压力。

5．重大事项

2019 年，公司共发行 80 亿元的债权融资计划，债权融资计划募集资金到位为公司提供了一定流动性支持，但融资成本较高，进一步加重了公司的债务负担。

2019 年 3 月 15 日，公司发行“雪松实业集团有限公司非公开发行 2019 年债权融资计划（第一期）”，发行规模为 60 亿元，发行期限为 5+N，已由广州市建设投资发展有限公司（以下简称“广州建设”）下属广州产业投资基金管理有限公司全额认购。2019 年 4 月初，发行“雪松实业集团有限公司非公开发行 2019 年债权融资计划（第二期）”，发行规模 20 亿元，发行期限为 5+N，已由广州凯得金融控股股份有限公司（为广州开发区金融控股集团有限公司的子公司）认购。上述两期债权融资计划募集资金用途为公司及下属子公司偿还其他金融机构借款及其他合法合规用途。

公司加强与广东省国有企业合作，共同出资成立城投雪松、凯德雪松，有利于公司的长远发展。

2019 年 1 月，公司与广州建设共同出资成立广州市城投雪松投资控股有限公司（以下简称“城投雪松”），根据协议规定，城投雪松注册资本为 125.00 亿元，由公司与广州建设在未来几年内分别按照约定的持股比例认缴；截至 2019 年底，城投雪松注册资本 125.00 亿元，实收资本 35.00 亿元，其中广州建设持股 51%，公司持股 49%，未来广州城投和公司将按照上述股权比例持续对城投雪松进行增资。广州建设是广州市最大的土地持有者，持有土地约 2 万多亩。城投雪松未来将主要依托广州建设及公司的相关资源开展城市建设运营的相关项目。2019 年，城投雪松取得收入 109.29 亿元，实现净利润 0.87 亿元。

2019 年 5 月，公司与广州开发区金融控股集团有限公司共同出资成立广州市凯得雪松投资控股有限公司（以下简称“凯德雪松”），截至 2019 年底，凯德雪松注册资本 9.02 亿元，其中公司持股 49%，广州凯德金融控股股份有限公司持股 51%。

6．经营关注

（1）公司主营业务受宏观经济周期、大宗商品价格的影响大，大宗商品供应链业务毛利率较低

公司供应链管理业务依托于大宗商品交易，易受宏观经济周期、市场供给变化的影响，中美贸易关系日趋紧张，中美贸易战会对公司大宗商品供给情况产生一定不利影响。近年来碳四原料价格有所上涨，公司石油化工业务成本控制压力较大；公司大宗商品供应链业务毛利率处于较低水平，尚未形成明显的规模效应。

（2）房地产业务受地方政策波动影响较大，面临一定去化压力

公司房地产在售项目主要分布于中山市和南宁市，分布区域较为集中。由于中山市房价低于深圳、港澳地区，粤港澳大湾区规划出台造成部分港澳客户涌入中山购房。为维护中山房地产市场的稳定，政府出台了一系列限地价、限房价、限售、限贷、限装修价等政策。同时，南宁市政府也对现房转让有明确规定，即“购房人在南宁市区（不含武鸣区）购买第三套及以上住房的（含新建商品住房和二手住房），须取得不动产权证书满两年后方可转让”。中山市和南宁市对住房市场采取了较为严厉的限购政策，可能会影响公司地产项目的销售速度。

（3）新冠肺炎疫情的爆发给公司文旅业务经营带来较大负面影响

2017 年 6 月 13 日，公司全资子公司雪松文旅收购 A 股上市公司希努尔 65.40%的股权，收购完成后希努尔控股股东变更为公司的全资子公司雪松文旅。2018 年，希努尔将业务拓展至文化旅游行业，相继设立诸城市松旅恐龙文化旅游发展有限公司、桂林市雪松文化旅游发展有限公司等子公司，收购嘉善康辉创世旅游开发有限责任公司、香格里拉仁华置业有限公司等公司，业务拓展至文旅小镇、旅行社和全域旅游开发、演艺、客栈、情景消费等内容端设计业务，从而布局旅游全产业链。

2020 年初，全国范围内爆发新冠肺炎疫情，国家采取了严格的防控措施。公司旗下旅游社按照国家文旅部通知，自 1 月 24 日已暂停经营团队旅游及“机票+酒店”产品，景区内的小镇业务按照地方政府的统一部署暂停营业。2020 年一季度，希努尔实现营业收入 2.79 亿元，同比下降 67.05%，净利润亏损 0.23 亿元，公司文旅业务受疫情影响较为严重。

（4）在建项目面临较大资金支出压力

截至 2019 年底，公司房地产板块在建及拟建的项目尚需投资 131.40 亿元；石油化工板块（齐翔腾达）在建项目为 20 万吨/年 MMA 项目、70 万吨/年丙烷脱氢项目和 30 万吨/年环氧丙烷项目，项目预计总投资 106.85 亿元，尚需投资 99.26 亿元。公司在建项目面临较大资金支出压力。

（5）非相关多元化带来的管理风险

公司经营业务涉及多个行业，较为多元化，随着经营范围逐渐扩大，参股和控股企业数量大幅增加。公司各业务板块相对独立，且部分领域为公司初次进入，公司在对控股子公司或参股子公司管理方面需投入更多的人力和物力；同时各业务板块要形成协同作用尚需时日。

7．未来发展

公司针对旗下各板块业务制定了详细的发展战略。其中大宗商品供应链管理业务将继续布局国内市场，提供增值服务，提升盈利水平；石油化工业务将向制造高附加值产品方向发展；房地产业务将以珠三角地区商业地产为主要开发方向。公司短期内进入多个业务领域，且化工和文旅业务投资规模较大，回报期长，未来投资回报存在一定不确定性。

（1）大宗商品供应链管理板块

公司未来将稳固并深耕华南市场，扩大华北及华东市场的参与度，并积极开拓挖掘西北等区域，提升市场份额，扩大交易规模，积累客户的销售渠道，进一步发展并巩固“从铜厂到套利商、分销商、终端用户”的交易链条。依托大宗商品贸易业务，利用公司在大宗商品贸易行业多年积累的业务资源，合理匹配商流、物流、信息流、资金流，提供高附加值的供应链增值服务，提升大宗商品供应链管理业务板块的盈利水平，同时亦提升客户粘性，为业务的稳定发展提供保障。建立大宗商品闭环供应链管理服务平台，打通供应链各个环节，形成扩张版图、增加业务规模、积累客户经验、提供增值服务、提升客户粘性、业务稳健增长的良性循环，为公司大宗商品供应链管理板块从贸易商向平台商的转型打下基础。

（2）石油化工板块

以化工板块为基础，不断探索和引进产业链上下游前沿技术，以低附加值向高附加值产品为发展方向，以技术带动产业发展为驱动力，以实现现有产业链产能的更迭。

（3）房地产板块

以稳健发展为原则进行商业地产开发，公司对未来的发展战略定位为以广州市为核心，辐射至珠三角地区，在速度与规模、品质与创新等问题上做到有效及科学。

（4）汽车综合销售服务板块

公司将进一步拓展车后综合服务业务，开拓市场潜力较大的车后市场，同时摆脱 4S 店的物理局限性，将业务半径扩大。

（5）文化旅游板块

公司计划以文旅项目作为平台化、场景化的运营载体，进一步丰富项目业态，在原有情景商业、特色餐饮、酒店客栈、旅游文娱等业态外，进行新业态孵化，满足新兴消费者的需求，增强文旅项目核心竞争力。基于公司在文旅项目开发建设、规划运营中积累的经验，输出管理方案，包括开发建设、业态规划、商业运营、流量渠道等，为公司带来持续的商业利益。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度合并财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司财务报表按照财政部发布的最新会计准则编制。

2019 年，公司合并范围内子公司减少 17 家（处置 9 家，注销 4 家，因持股比例降低失去控制 4 家），增加 18 家（收购 4 家，投资新设立 14 家）；截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 146 家；公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 752.14 亿元，负债合计 400.55 亿元，所有者权益 351.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 264.59 亿元。2019 年，公司实现营业收入 2,675.52 亿元，净利润 23.58 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.91 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模继续增长，资产结构较为均衡。公司流动资产中，货币资金受限比例较高；存货主要为地产项目，存在一定的跌价风险。非流动资产中，商誉和无形资产占比大，投资性房地产以公允价值计量。公司资产受限比例较高，整体资产质量一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 752.14 亿元，较年初增长 26.01%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 51.80%，非流动资产占 48.20%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比较年初有所上升。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 389.58 亿元，较年初增长 34.82%，主要系应收账款和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 12.68%）、应收账款（占 28.54%）、预付款项（占 12.30%）、其他应收款（占 8.64%）、存货（占 27.00%）和其他流动资产（占 9.12%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 49.39 亿元，较年初增长 55.16%，其中受限货币资金 16.90 亿元，占货币资金比重为 34.22%，公司受限货币资金主要是银行承兑汇票保证金、借款保证金等，受限比例较高。

截至 2019 年底，公司应收账款 111.17 亿元，较年初增长 89.14%，主要系供应链管理业务对下游客户延长收款账期所致。截至 2019 年底，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 109.15 亿元，从账龄看，1 年以内占比 98.05%，1~2 年占比 0.81%，2~3 年占比 0.41%，其他为 3 年以上；公司计提坏账准备 1.29 亿元，计提比例 1.18%。从集中度看，截至 2019 年底，前五大应收账款余额占公司应收账款余额的比重为 22.57%，集中度一般，前五大应收方全部为公司供应链管理业务终端客户，包括广州市建材发展集团有限公司、珠海正方商贸有限公司、昆明国资实业发展有限责任公司、中能电子商务（深圳）有限公司、广西百色广达实业开发有限公司。

截至 2019 年底，公司预付款项 47.93 亿元，较年初下降 20.85%，主要系供应链业务预付款减少所致。公司预付款排名前五单位包括山东交运天宇国际贸易有限公司、广州汇捷供应链管理有限公司、承志供应链有限公司、盐城溢岱实业有限公司、福建才溪建设集团有限公司，公司向前五大预付对象预付款占公司预付款项期末合计数的 42.90%。

截至 2019 年底，公司其他应收款 33.65 亿元，较年初增长 20.41%，主要系公司与关联方之间的往来拆借款增加所致，对前五大欠款方应收款占比为 73.17%，集中度很高。公司其他应收款主要为关联方借款、保证金及利息、股权转让款和代垫款等。其他应收款欠款方主要为公司的关联方企业。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 105.20 亿元，较年初增长 10.84%，主要系公司地产项目增加投入所致。公司存货主要以房地产开发成本及开发产品（90.63 亿元）、原材料（5.32 亿元）和库存商品（7.58 亿元）为主；房地产开发成本及开发产品主要为位于中山市、南宁市、许昌市等地的地产项目。公司已对存货计提跌价准备 0.13 亿元。考虑到公司地产项目区域分布较为集中，中山市、南宁市住房市场受限购政策影响大，存在一定的存货跌价风险。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 35.52 亿元，较年初增长 11.48 倍，主要系投资私募股权基金所致。其他流动资产主要包括投资款（28.00 亿元，主要为投资私募股权基金）、预缴税费及待抵扣认证增值税（4.37 亿元）、理财产品（2.46 亿元）等。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 362.56 亿元，较年初增长 17.74%，主要系长期股权投资、固定资产等增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 22.39%）、投资性房地产（占 17.49%）、固定资产（占 14.49%）、无形资产（占 23.34%）和商誉（占 11.14%）构成。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 63.39 亿元，较年初下降 5.13%，主要系公司部分自持物业项目规划改变，公司将其从投资性房地产转至存货或在建工程所致。公司投资性房地

产以公允价值计量，公允价值变动情况如下表所示。

表 8　2017－2019 年公司投资性房地产公允价值情况（单位：亿元）

项目名称	2017 年底	2018 年底	2019 年底
君华上域	1.06	1.05	1.04
江南世家	0.23	--	--
天汇项目	6.76	6.74	6.74
华府项目	2.35	2.32	2.25
江南世家（雪松实业）	1.27	1.26	1.26
御府项目	1.20	0.97	0.91
香柏项目	23.49	23.33	22.93
君华新城（中山）	11.73	6.37	5.13
香蜜山	6.57	--	--
丽江晖龙旅游开发有限公司	1.52	1.39	--
丽江玉龙花园投资有限公司	11.04	5.39	--
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	1.11	1.20	1.10
希努尔男装股份有限公司	7.30	14.81	16.04
雪松总部大楼	--	1.96	5.94
盛城世家	--	0.03	0.06
合计	**75.61**	**66.82**	**63.39**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司长期股权投资 81.18 亿元，较年初增长 77.48%，主要系公司增加对粤港澳大湾区产融投资有限公司、城投雪松以及参股的其他供应链公司投资所致。

表 9　截至 2019 年底公司主要长期股权投资明细（单位：万元、%）

被投资单位	期末余额	持股比例
开源证券股份有限公司	303,540.45	23.09
广州市城投雪松投资控股有限公司	175,747.40	49.00
粤港澳大湾区产融投资有限公司	121,250.00	3.13
雪松大宗商品产业有限公司	58,800.00	49.00
广州市凯得雪松投资控股有限公司	29,529.21	49.00

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 52.52 亿元，较年初增长 22.35%，主要系在建工程转入所致。其中专用设备 23.93 亿元，主要为化工板块的生产设备；通用设备 11.93 亿元；房屋及建筑物 15.97 亿元。固定资产累计折旧 37.27 亿元，减值准备 0.24 亿元，固定资产成新率为 58.34%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司无形资产 84.62 亿元，较年初增长 8.20%，主要系专利权工业产权增加所致；公司无形资产主要包括土地使用权 15.20 亿元、商标权 55.37 亿元（商标主要为收购齐翔石油化工集团有限公司时产生，属于使用寿命不确定的无形资产不予以摊销）、非专利技术 6.86 亿元和专利权工业产权 5.99 亿元。

截至 2019 年底，公司商誉 40.38 亿元，较年初增长 11.58%，主要系公司溢价收购菏泽华立新材料有限公司所致。公司商誉主要为对希努尔男装股份有限公司收购形成的商誉 29.75 亿元、对淄博齐翔石油化工集团有限公司收购形成商誉 3.43 亿元、对菏泽华立新材料有限公司收购形成的商誉 4.24 亿元；2019 年，公司对 GraniteCapitalS.A 计提商誉减值准备 464.20 万元。公司商誉规

模较大，如未来被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 170.14 亿元，受限资产占总资产比例为 22.62%，受限比例较高，受限资产如下表所示。

表 10　截至 2019 年底公司所有权或使用权受限资产情况（单位：万元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	169,045.08	银行承兑汇票、信用证、借款、期货等保证金
应收票据	22,501.78	质押
应收账款	8,759.90	质押
存货	393,768.51	抵押
其他流动资产	24,460.94	质押
长期股权投资	452,753.13	质押
投资性房地产	469,325.45	抵押
固定资产	60,234.47	抵押
在建工程	58,549.30	抵押
无形资产	41,980.48	抵押
合计	**1,701,379.04**	--

资料来源：公司审计报告

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年底，公司债务规模较年初有所增长，以流动负债为主。公司债务规模继续增长，以长期债务为主，整体债务负担较重，集中偿付压力较大。

截至 2019 年底，公司负债总额 400.55 亿元，较年初增长 17.46%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 59.79%，非流动负债占 40.21%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

流动负债

截至 2019 年底，公司流动负债 239.48 亿元，较年初增长 36.51%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 26.60%）、应付票据（占 8.20%）、应付账款（占 13.46%）、其他应付款（占 17.56%）、预收款项（占 11.48%）和一年内到期的非流动负债（占 17.08%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 63.71 亿元，较年初下降 7.58%；其中质押借款占 24.02%，抵押借款占比 27.81%，保证借款占比 19.24%，信用借款占比 28.93%。

截至 2019 年底，公司应付账款 32.24 亿元，较年初增长 22.44%，主要系大宗商品供应链业务应付款及应付的建设工程款增加所致；公司应付票据 19.63 亿元，较年初增长 67.35%，主要系公司使用票据结算方式增加所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 27.49 亿元，较年初下降 8.92%，公司预收款项主要为预收购房款和预收大宗商品供应链业务下游客户的保证金。

截至 2019 年底，公司其他应付款 42.05 亿元，较年初增长 82.78%，主要系往来款增加所致。其他应付款主要为往来款及股权转让款，其他应付款不计息。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 40.90 亿元，较年初增长 5.01 倍，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券转入所致。

非流动负债

截至 2019 年底，公司非流动负债 161.07 亿元，较年初下降 2.72%，较年初变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 48.42%）、应付债券（占 16.10%）、递延所得税负债（占 16.08%）和其他非流动负债（占 15.89%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 78.00 亿元，较年初下降 27.34%；其中质押借款 67.30 亿元，抵押借款 10.70 亿元。从偿还期限看，长期借款中，2021 年到期的 64.30 亿元，2023 年到期的 13.70 亿元，长期借款存在一定的集中偿还压力。

截至 2019 年底，公司应付债券 25.94 亿元，较年初下降 6.87%，主要系一年内到期的应付债券结转至一年内到期的非流动负债所致。

截至 2019 年底，公司递延所得税负债 25.90 亿元，较年初下降 9.62%，主要系投资性房地产的公允价值变动产生的应纳税暂时性差异减少所致。

2018 年底，公司无其他非流动负债。截至 2019 年底，其他非流动负债 25.60 亿元，主要系公司发行的债权融资计划（债权融资计划-19 粤雪松大宗 ZR001（19CFZR0613）、债权融资计划-19 粤雪松大宗 ZR002（19CFZR0625）、债权融资计划-19 粤雪松实业 ZR003（19CFZR0352）、债权融资计划-19 粤雪松实业 ZR004（19CFZR0941）、债权融资计划-19 粤雪松实业 ZR006（19CFZR0969））所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 260.89 亿元，较年初增长 17.14%。其中，短期债务占 48.81%，长期债务占 51.19%。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.26%、42.60%和 27.53%，较年初分别下降 3.88 个百分点、3.94 个百分点和 7.04 个百分点。

若将公司 2019 年发行的 80 亿元的永续债权计划调入长期债务，截至 2019 年底，公司全部债务增至 340.89 亿元。其中，短期债务 127.34 亿元（占 37.36%），长期债务 213.55 亿元（占 62.64%）。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.89%、55.66%和 44.02%，较调整前分别上升 10.64 个百分点、13.06 个百分点和 16.49 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，受利润留存、发行永续债权计划的影响，公司所有者权益大幅增长。但公司所有者权益中少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比较高，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 351.58 亿元，较年初增长 37.40%，主要系发行永续债权计划所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 75.26%，少数股东权益占比为 24.74%。归属于母公司所有者权益 264.59 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 26.46%、30.24%、10.84%、8.27%和 24.04%，其他权益工具为公司发行 80 亿元永续债权计划。公司所有者权益中，少数股东权益、其他权益工具和未分配利润占比较高，公司权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2019 年，受益于供应链管理业务规模扩张，公司营业收入和净利润保持增长；但随着业务规模的拓展，期间费用增长较快，费用控制能力有待提升；非经常性损益对公司利润水平影响不大，整体盈利能力略有提升。

2019 年，公司实现营业收入 2,675.52 亿元，较上年增长 25.01%，主要系供应链管理业务扩张所致；实现营业利润 30.14 亿元，较上年增长 22.31%；公司实现净利润 23.58 亿元，较上年增长

15.24%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 28.83 亿元，较上年增长 27.81%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 20.26%、29.10%、11.10%和 39.54%。其中，销售费用为 5.84 亿元，较上年增长 28.22%，主要系广告宣传费和职工薪酬增加所致；管理费用为 8.39 亿元，较上年增长 18.02%，主要系职工薪酬增加和停工损失增加所致；研发费用为 3.20 亿元，较上年增长 3.48%；财务费用为 11.40 亿元，较上年增长 46.14%，主要系利息支出大幅增长所致。2019 年，公司费用收入比为 1.08%，较上年升高 0.02 个百分点，相比公司毛利率水平，公司费用控制能力仍有待提升。

2019 年，公司实现投资收益 0.87 亿元，较上年下降 71.48%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益下降、期货投资收益下降、丧失控制权后剩余股权按公允价值重新计量产生的利得下降所致；公司实现其他收益 1.06 亿元，较上年增长 93.86%，主要系政府补助增加所致。公司投资收益、其他收益占利润总额比重均较低，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 2.12%，较上年提高 0.05 个百分点，变化不大；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.39%、6.23%和 7.76%，较上年分别提高 0 个百分点、提高 0.19 个百分点和下降 0.85 个百分点。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，但净流入规模仍然较小，无法覆盖投资活动现金的大规模净流出，收入实现质量有所下降；考虑到对参股公司的持续投资以及在建项目的资金需求，公司未来仍对外部筹资有较大依赖。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 2,877.47 亿元，较上年增长 22.37%，主要为主营业务回款；经营活动现金流出 2,870.19 亿元，较上年增长 22.22%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 7.28 亿元，净流入量较上年增长 129.42%。2019 年，公司现金收入比为 106.03%，较上年下降 2.10 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 45.78 亿元，较上年增长 342.26%，主要系处置子公司广州汇华投资有限公司收到的股权对价资金所致；投资活动现金流出 129.35 亿元，较上年增长 277.76%，主要系公司增加对粤港澳大湾区产融投资有限公司的投资（12.00 亿元）、城投雪松的投资（17.15 亿元）、参股的其他供应链公司投资（10.05 亿元）以及购买私募理财基金所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出 83.57 亿元，较上年增长 249.81%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 275.56 亿元，较上年增长 42.68%，主要系吸收投资以及取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 189.50 亿元，较上年变化不大。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 86.07 亿元，较上年增长 33.58 倍。

6．偿债能力

跟踪期内，公司整体偿债能力有所弱化。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率由年初的 1.65 倍下降至 1.63 倍，速动比率由年初的 1.11 倍提高至 1.19 倍。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 0.50 倍下降至 0.44 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现有所弱化。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 49.93 亿元，较上年增长 23.55%。从构成

看，公司 EBITDA 由折旧（占 13.07%）、计入财务费用的利息支出（占 22.56%）、利润总额（占 61.57%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.26 倍下降至 3.14 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍提高至 0.19 倍。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2019 年底，公司对外担保全部为对控股股东雪松控股的担保，对外担保余额 6.21 亿元，对外担保规模占公司净资产比例很小。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信额度 253.38 亿元，仅有 44.71 亿元的额度尚未使用，间接融资渠道有待进一步拓宽。公司旗下有两家上市公司，拥有直接融资渠道。

截至 2019 年底，公司主要涉及的未决诉讼、仲裁事项如下表所示，诉讼标的总额占公司净资产比例较小。

表 11　截至 2019 年底公司主要未决诉讼（单位：万元）

序号	原告/上诉人	被告/被上诉人	诉讼标的额	案由	最新进展情况
1	夏军伟	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	1,840.00	股权转让纠纷	一审审理中
2	天津有山化工有限公司	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	6,816.69	委托合同纠纷	二审审理中
3	上海华谊丙烯酸有限公司	菏泽华立新材料有限公司	--	知识产权纠纷	诉讼阶段

资料来源：公司提供

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91440101618508498R），截至 2020 年 5 月 8 日，公司本部未结清信贷业务中无不良和关注类记录；已结清信贷业务中有 1 笔关注类记录，该笔关注类贷款系 2009 年中国工商银行广州黄埔支行向公司发放，金额 825.00 万，公司与 2010 年提前结清，但人民银行信贷系统未及时更新，人民银行已进行系统更正。公司过往债务履约情况良好。

7．公司本部财务概况

公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，其中多家重要子公司股权受限比例达 95%以上。公司本部债务负担很重；所有者权益中其他权益工具占比很高，权益稳定性差。公司本部收入贡献很小，期间费用以财务费用为主，利息支出规模较大；经营活动现金流呈大额净流出状态。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 362.41 亿元；其中流动资产 181.20 亿元，主要为货币资金（17.24 亿元）、其他应收款（132.79 亿元）和其他流动资产（20.05 亿元）；非流动资产 181.21 亿元，主要为长期股权投资（155.85 亿元）和投资性房地产（11.17 亿元）。

截至 2019 年底，公司子公司股权受限比例很高，其中重要子公司雪松供应链、齐翔腾达、雪松文旅、希努尔以及多家房地产公司的股权受限比例均在 95%以上，公司本部资产质量较差。

表 12　截至 2019 年底公司本部对子公司股权质押情况（单位：%）

子公司名称	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	权利受限原因
雪松大宗商品供应链集团有限公司	100.00	100.00	“18 君华 01”质押担保
淄博市齐翔石油化工集团有限公司	80.00	100.00	质押
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	44.82	96.01	质押
广州雪松文化旅游投资有限公司	100.00	100.00	质押
中山市君华房地产开发有限公司	100.00	100.00	质押

子公司名称	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	权利受限原因
广州君华地产置业有限公司	100.00	100.00	质押
南宁君华置业有限公司	100.00	100.00	质押
雪松君华置业（广州）有限公司	100.00	100.00	质押
菏泽华立新材料有限公司	51.00	100.00	质押
河南天门置业有限公司	100.00	100.00	质押
希努尔男装股份有限公司	70.30	97.44	质押

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司本部负债 178.12 亿元，其中流动负债 94.73 亿元，非流动负债 83.39 亿元；流动负债主要包括其他应付款（45.57 亿元）和一年内到期的非流动负债（28.79 亿元）；非流动负债以长期借款（39.00 亿元）、应付债券（25.94 亿元）和其他非流动负债（16.00 亿元）为主。

截至 2019 年底，公司本部资产负债率 49.15%，全部债务资本化比率 40.98%；若将 80.00 亿元的永续债调整至长期债务，公司本部资产负债率 71.23%，全部债务资本化比率 66.60%。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益 184.29 亿元，其中实收资本 70.00 亿元，其他权益工具 80 亿元，资本公积 25.13 亿元。

2019 年，公司本部实现营业收入 91.04 亿元，主要为大宗商品供应链管理业务收入，投资收益 0.28 亿元，财务费用 8.26 亿元，管理费用 0.74 亿元，营业利润 1.88 亿元，净利润 1.71 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 127.37 亿元和 150.29 亿元，经营活动现金流量净额为-22.93 亿元；公司投资活动现金流量净额-22.00 亿元；筹资活动现金流量净额为 56.83 亿元。

8．存续期债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产为56.00亿元，为“19雪松01”发行额度（10.00亿元）的5.60倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；截至2019年底，公司净资产为351.58亿元，为“19雪松01”发行额度（10.00亿元）的35.16倍，公司净资产对“19雪松01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为49.93亿元，为“19雪松01”发行额度（10.00亿元）的4.99倍，公司EBITDA对“19雪松01”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入2,877.47亿元，为“19雪松01”发行额度（10.00亿元）的287.75倍，公司经营活动产生的现金流入对“19雪松01”的覆盖程度很高。

综合以上分析，公司对“19 雪松 01”的偿还能力很强。

七、综合评价

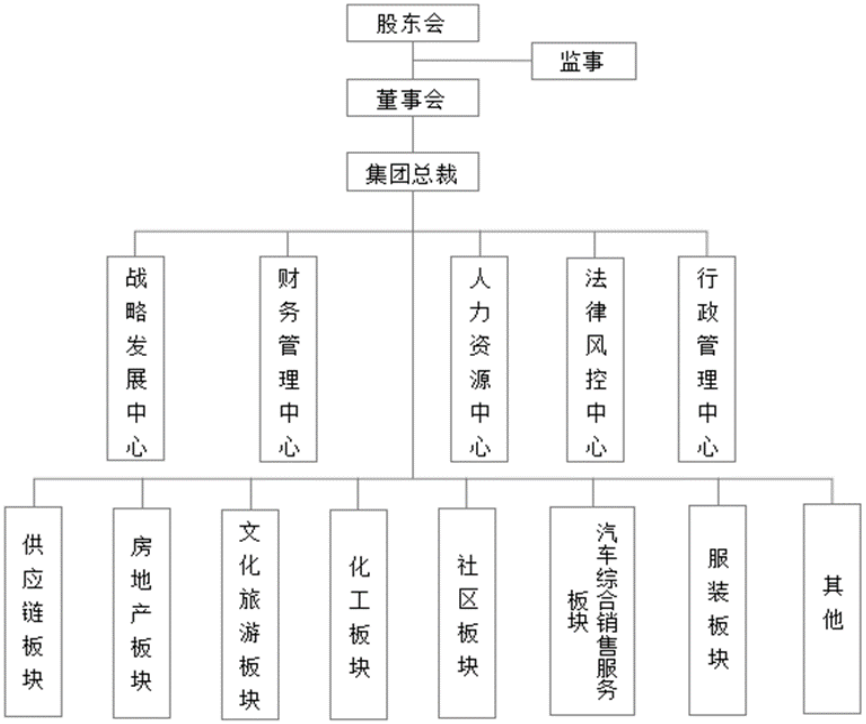
2019 年，雪松实业继续深耕国内大宗商品供应链业务，大宗商品市场占有率有所提升，电解铜等有色金属销售规模大幅增长；房地产业务签约销售面积和销售额均有所增长。此外，联合评级也关注到，公司大宗商品供应链业务毛利率很低、大额应收账款和其他应收款对公司资金形成占用、化工业务易受宏观经济周期影响、子公司股权受限比例很高、整体债务负担较重且集中偿付压力较大、在建及拟建项目投资规模较大以及商誉规模较大等因素对其信用水平可能产生的不

利影响。

未来，公司将通过参与广州市黄浦区旧城改造项目获取大量低价土地，提升公司整体盈利水平；同时公司将通过合资公司加强与广东省国有企业合作，合资公司未来将依托股东资源开展业务，有利于公司长远发展。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”，同时维持“19 雪松 01”的债项信用等级为 AA+。

附件 1　雪松实业集团有限公司
组织结构图



附件 2　雪松实业集团有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	532.22	596.88	752.14
所有者权益（亿元）	218.95	255.88	351.58
短期债务（亿元）	111.90	87.52	127.54
长期债务（亿元）	92.89	135.20	133.55
全部债务（亿元）	204.79	222.71	260.89
营业收入（亿元）	1429.05	2140.19	2,675.52
净利润（亿元）	22.46	20.46	23.58
EBITDA（亿元）	42.78	40.41	49.93
经营性净现金流（亿元）	2.38	3.17	7.28
应收账款周转次数（次）	109.22	55.15	30.96
存货周转次数（次）	27.33	23.80	26.12
总资产周转次数（次）	3.19	3.79	3.97
现金收入比率（%）	114.26	108.12	106.03
总资本收益率（%）	9.40	6.39	6.39
总资产报酬率（%）	8.30	6.03	6.23
净资产收益率（%）	11.72	8.62	7.76
营业利润率（%）	2.12	2.07	2.12
费用收入比（%）	1.23	1.05	1.08
资产负债率（%）	58.86	57.13	53.26
全部债务资本化比率（%）	48.33	46.54	42.60
长期债务资本化比率（%）	29.79	34.57	27.53
EBITDA 利息倍数（倍）	4.65	3.26	3.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.21	0.18	0.19
流动比率（倍）	1.17	1.65	1.63
速动比率（倍）	0.74	1.11	1.19
现金短期债务比（倍）	0.50	0.50	0.44
经营现金流动负债比率（%）	1.29	1.81	3.04
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.28	4.04	4.99

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
2. 其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务，其他非流动负债和长期应付款中有息债务已调至长期债务；
3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。