信用评级公告

联合〔2021〕4944号

联合资信评估股份有限公司通过对雪松实业集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持雪松实业集团有限公司主体长期信用等级为AA+，“19雪松01”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

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

雪松实业集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	本次展望	上次级别	上次展望
雪松实业集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
19 雪松 01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 雪松 01	10 亿元	10 亿元	2022/12/20

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

跟踪评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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，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较高；旗下上市公司石油化工业务细分行业地位领先，产品毛利率提升明显，市场竞争力强。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，公司大宗商品供应链业务毛利率很低，大额应收账款、预付账款和其他应收款对公司资金形成占用，子公司股权受限比例很高，整体债务负担很重且集中偿付压力较大，在建及拟建项目投资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城市运营项目，有利于公司长远发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“19 雪松 01”的债项信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，供应链管理业务保持较大规模，在客户资源、区域地位、供应链整合方面优势持续。**公司搭建的雪松大宗平台拥有的下游终端用户超过 500 家，在大宗商品领域均占有一定的市场份额。

2. **石油化工业务核心产品竞争力强，毛利率提升明显。**2020 年，公司化工业务在碳四产品领域竞争力强，核心产品甲乙酮和顺酐的销量分别占全国 50%和 30%以上。同期，公司石油化工毛利率同比提升 6.34 个百分点至 21.80%。

3. **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，公司参与广州市黄埔区旧城改造，预期可以获取大量优质项目，具备发展潜力。截至本报告出具日，何棠下村项目已进入拆迁阶段。

关注

1. **外部环境波动风险。**大宗商品供应链管理业务及石

分析师：闫 力 郭察理
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

油化工业务易受宏观经济周期、大宗商品价格波动的影响，存在一定经营风险；由于新冠肺炎疫情对产业链及产业景气度的影响，跟踪期内，公司收入规模持续回落。

2．**在建及拟建项目尚需投资规模大，面临较大资本支出压力。**2020 年，公司投资活动现金大额净流出 32.21 亿元。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。

3．**资产受限比例高，流动性一般。**截至 2021 年 3 月底，公司（合并）受限资产账面价值合计 248.53 亿元，占资产总额的 28.16%；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 97%以上；公司预付账款、应收账款及存货规模较大，对营运资金形成占用；公司商誉规模较大且集中，存在一定减值风险。

4．**存量债务规模大，面临短期偿付压力。**截至 2021 年 3 月底，公司（合并）全部债务为 302.26 亿元，短期债务占 71.55%，本部全部债务为 128.47 亿元，利息费用对利润侵蚀明显；跟踪期内，公司债务结构趋于短期化，面临短期偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.64	39.09	33.63	33.63
资产总额(亿元)	596.88	752.14	848.06	882.49
所有者权益(亿元)	255.88	351.58	371.37	390.88
短期债务(亿元)	87.52	127.34	218.78	216.27
长期债务(亿元)	135.20	133.55	80.15	85.98
全部债务(亿元)	222.71	260.89	298.93	302.26
营业总收入(亿元)	2140.19	2675.52	2060.73	365.18
利润总额(亿元)	25.71	30.74	25.76	5.62
EBITDA(亿元)	40.41	49.93	55.36	--
经营性净现金流(亿元)	3.17	7.28	26.74	-14.75
营业利润率(%)	2.07	2.12	2.87	3.88
净资产收益率(%)	8.00	6.71	5.52	--
资产负债率(%)	57.13	53.26	56.21	55.71
全部债务资本化比率(%)	46.54	42.60	44.60	43.61
流动比率(%)	164.72	162.68	115.68	121.46
经营现金流动负债比(%)	1.81	3.04	7.37	--
现金短期债务比(倍)	0.50	0.44	0.31	0.26
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.14	2.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.51	5.23	5.40	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	285.51	362.41	372.50	367.10
所有者权益(亿元)	106.90	184.29	188.12	185.20
全部债务(亿元)	128.37	124.95	126.11	128.47
营业收入(亿元)	51.46	91.04	91.55	5.39
利润总额(亿元)	2.59	1.89	10.61	-2.23
资产负债率(%)	62.56	49.15	49.50	49.55
全部债务资本化比率(%)	54.56	40.40	40.13	40.96
流动比率(%)	135.70	191.28	100.24	97.31
经营现金流动负债比(%)	75.22	-24.20	-7.04	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限类货币资金；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

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

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
19 雪松 01	AA+	AA+	稳定	2020-6-19	侯珍珍、崔濛骁	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法（2018 年）	阅读全文
19 雪松 01	AA+	AA+	稳定	2019-5-31	侯珍珍、罗峤	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法（2018 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：

联合资信评估股份有限公司

雪松实业集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于雪松实业集团有限公司（以下简称“公司”或“雪松实业”）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

雪松实业成立于 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。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 70.00 亿元，雪松控股集团有限公司（以下简称“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。

截至 2021 年 3 月底，公司直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）0.23%股权，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”，公司持股 80.00%）间接持有齐翔腾达 49.11%的股份，通过全资子公司广州君凯投资有限公司持有齐翔腾达 0.48%的股份，公司已质押齐翔腾达 814821014 股，占合并口径所持股份的 86.16%；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”）和广州君凯投资有限公司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）70.31%的股权，公司已质押 97.44%。

跟踪期内，公司经营范围及组织结构未发生重大变化。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 848.06 亿元，所有者权益为 371.37 亿元（含少数股东权益 97.58 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 2060.73 亿元，实现利润总额 25.76 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 882.49 亿元，所有者权益为 390.88 亿元（含少数股东权益 114.33 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 365.18 亿元，实现利润总额 5.62 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，所募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 雪松 01	10.00	10.00	2019/12/20	3(2+1)年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

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

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更

加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

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

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

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

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色

金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于

资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 供应链管理服务及物流行业

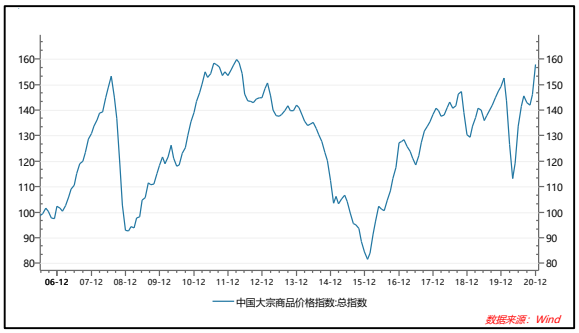
（1）行业概况

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。2020 年以来，在疫情冲击下，中国大宗商品价格指数于 4 月降至全年低点，而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划，大宗商品价格指数快速上升，波动增长至历史高位。

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 年末，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，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

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，依附行业需求量的高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）物流行业

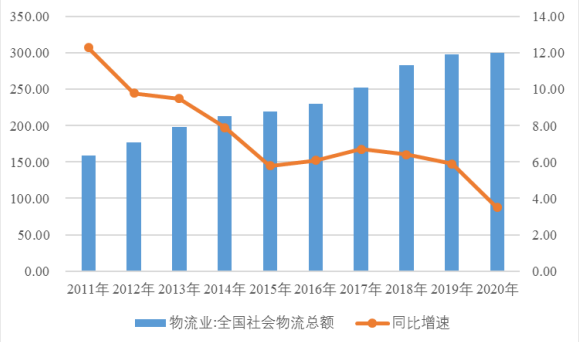
2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。随着复工复产的推进，二季度以来中国物流规模增长持续恢复，全年社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓。未来

全球范围内物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020 年全国社会物流总额 300.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和 2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

图2近年来中国社会物流总额及增长情况

（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理.

2020 年以来，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020 年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显示，中国物流企业 50 强实现物流业务收入 1.1 万亿元，同比增长 15%，第 50 名的企业物流营业收入超过 37 亿元，同比增长 19%。

展望 2021 年，物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。从全球发展来看，2021 年疫情对经济的影响将逐步衰减，但国际政治力量分化、地缘政治影响和逆全球化趋势仍会长期存在，世界经济稳定复苏仍面临挑战。结合 2020 年四季度数据来看，出口带动的工业物流需求或将延续增长态势，消费相关需求增速保持平稳。部分传统制造领域、消费升级领域复苏动力较前期有所趋稳，物流需求分化、结构不均衡的趋势可能更明显。

（3）国内电解铜行业

国内铜资源较为匮乏，但消费量大，对外依存度较高。随着国内经济复苏超预期，中国依旧是全球铜产业增长的主要动力。

铜产品被广泛地应用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等领域。中国铜资源储备有限，对外依存度高，中国铜冶炼产能持续提升，其增速超过铜精矿供给增速。2020 年中国电解铜产量约为 1003 万吨，供需缺口在 200 万吨以上。因此，国内电解铜就需大量进口，叠加铜矿资源较为匮乏而冶炼能力较为充足的行业条件，需要大量进口铜精矿。

从消费增长趋势看，2019 年的全球精炼铜消费为 2387.49 万吨，其中中国精炼铜消费达到 1294 万吨，占全球消费的 54.20%；2020 年 1~10 月份，中国精炼铜表观消费量为 1217.89 万吨，远超上一年同期。2020 年前 10 个月，中国铜表观消费已上升至全球消费的 60%。中国经济复苏超预期将带动铜下游传统需求的持续回升，同时新能源汽车等铜的新需求领域快速发展，也会结构性带动铜消费的上升可以说，中国依旧是全球铜产业增长的主要动力。

铜产品在中国经济中属于重要的套利工具和再抵押工具，铜贸易企业基于不同的业务模式运用多种融资手段提升流动性。中国铜贸易市场以大型贸易商为主，中小贸易商补充的竞争格局。大型铜贸易企业在销售渠道、专业程度等方面相近，竞争相对激烈，但贸易细分模式和贸易产品略有差异；部分铜贸易企业具有全产业链优势，通过整合铜产业链，实现铜供应链管理，贸易品种以电解铜及加工后的铜板、铜杆等铜产品为主。另外部分贸易商通过

境外有色金属生产商、贸易商为主的国际资源供应网络和以国内有色金属生产企业和大型贸易商为主的国内资源销售网络，实现铜的进口和转口，贸易品种包括废铜、粗铜、铜精矿和电解铜等。

目前国内三大铜消费增长动力分别是家电、房地产以及新能源/半导体行业。以空调为例，尽管 2020 年受到疫情影响导致国内产量有所下降，但是进入 2020 年下半年以来空调市场复苏态势明显。进入 2021 年随着空调能效新政正式落地，未来空调市场可能面临一轮短暂的销量增长。国内经济较大程度依赖房地产拉动，形成完整的经济周期--地产周期--铜价周期的传导链条，进入 2020 年房屋竣工面积开始回暖的背景下，未来市场对于铜的需求将会进一步提高。

（4）行业发展

未来，贸易企业将由中间商向供应链管理及综合服务商转型，服务链的延伸将成为行业发展趋势。

中国正积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。国务院办公厅公布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，落实工作取得积极成效，商务部、海关总署、人民银行等众多部门出台专项对外贸易政策，同时广东、江苏等 25 省、自治区、直辖市先后出台配套措施。这些政策使贸易便利化水平得以提升，不合理税费得到进一步清理，企业对外贸易成本下降，新型贸易业态发展加速。

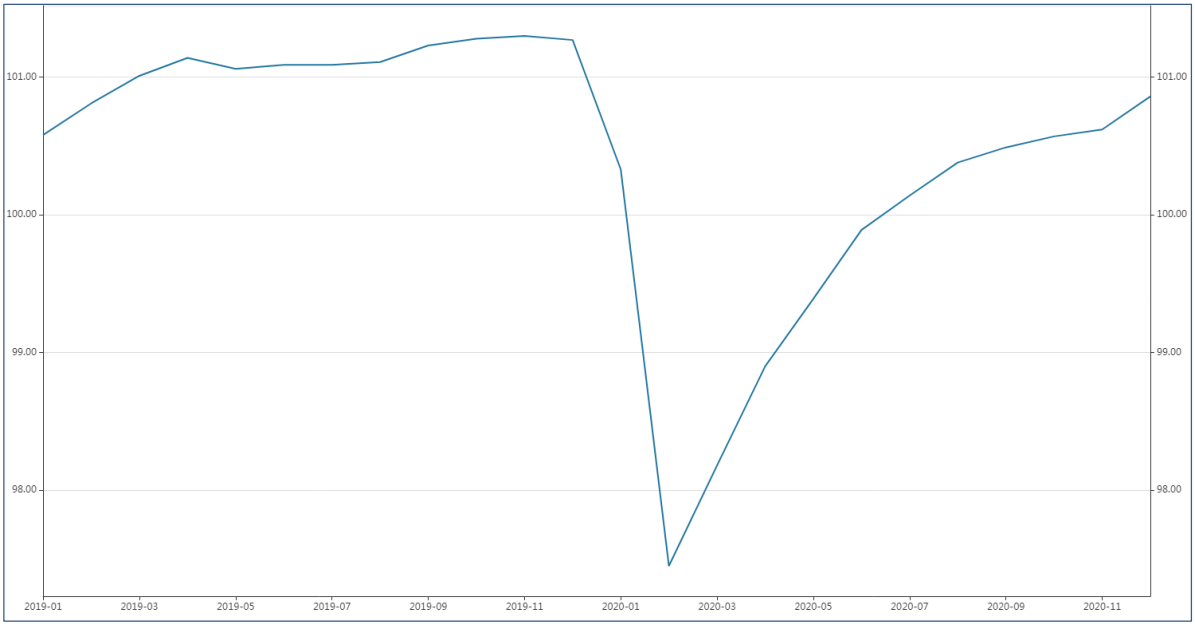
随着行业竞争日益剧烈，贸易企业逐渐向供应链管理及综合服务商转型，通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势。在新的竞争格局下，资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的行业企业将在提供综合服务方面更具优势。

2. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 3　2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（1）　土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，

增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（2）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资

产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表4。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。截至2021年3月底，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。

2. 外部环境及支持

广州市国企认购公司发行的80亿元债权融资计划（永续债），为公司提供流动性支持；公司与广州建设成立合资公司拟共同开展城市建设运营，广州建设的国资背景和项目经验将为合资企业的资源获取和业务可持续发展提供有力支撑。

2019年公司发行两期债券融资计划（5+N）合计80亿元，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和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）分别认购60亿元和20亿元。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，为公司提供流动性支持。

2019年，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；2020年，广州建设和公司按比例对城投雪松进行增资40亿元。截至2020年底，城投雪松实收资本70.00亿元，其中广州建设持股51%，公司持股49%，未来广州建设和公司将按照上述股权比例持续对城投雪松进行增资。

广州建设是广州市财政局直属企业-广州市城市建设投资集团有限公司的全资子公司。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。跟踪期内，城投雪松以49.70亿元总价拿下广州市黄埔区洪圣沙岛3宗地项目，建筑面积60万平方米，拟打造为文化旅游、创新金融和商业配套为一体的综合体，目前城投雪松主要开展基于电解铜的供应链业务。截至2020年底，城投雪松资产总额132.22亿元，所有者权益82.98亿元；2020年，城投雪松实现收入239.48亿元，利润总额4.20亿元；2020年，为公司贡献投资收益为1.53亿元，获得现金分红1911.00万元。

3. 规模与竞争力

跟踪期内，公司作为华南地区大型有色金属供应链管理服务商之一，在客户资源、区域经营地位、供应链整合能力等方面的优势持续，2020年供应链收入仍保持较大规模；齐翔腾达核心产品市场竞争力强，市场占有率高，在石油化工细分领域保持领先。

公司形成了以大宗商品供应链管理、石油化工、地产销售等多元化发展的经营结构。

公司搭建雪松大宗平台，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，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在华南市场占有较大市场份额。

公司化工板块经营主体齐翔腾达是全球规模最大的顺酐、甲乙酮和氧化脱氢制丁二烯生产企业，已形成以甲乙酮、顺酐为主导，丁二烯（及顺丁橡胶）、MTBE、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯、甲基丙烯酸甲酯、丁腈胶乳等为主要产品组合的产品结构，已实现对碳四原料各主要组分的充分利用，并延伸至碳三产业链。2020年，齐翔腾达核心产品甲乙酮国内市场占有率继续保持50%以上，占国内出口份额70%以上；顺酐国内市场占有率30%以上，占国内出口份额50%以上，核心产品市场竞争力很强。

公司房地产业务包括普通商住/住宅项目

和旧城改造项目。跟踪期内，公司房地产业务重心逐步转向广州市旧改项目，普通商住/住宅项目开发节奏有所放缓。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，具备发展潜力。截至本报告出具日，何棠下村项目正处于拆迁中。

4. 企业信用记录

公司本部过往履约情况良好。

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 2021 年 5 月 31 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，公司于 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主业盈利较薄，营业收入有下滑，但仍保持较大规模。由于新冠肺炎疫情全球蔓延对国内外产业链及景气度的影响，2020年，公司大宗商品供应链管理、石油化工、文旅等业务规模不同程度收缩；由于业务调整，大宗供应链业务一季度延续收缩态势；股权处置收益对主业利润有所支撑，但可持续性不确定。

跟踪期内，公司业务范围仍以大宗商品（铜、锌、铝等）供应链管理、石油化工和地产销售为主，汽车销售及综合服务、房产租赁、服装销售、文化旅游及其他业务收入占比较小。2020年，公司实现营业收入 2060.73 亿元，同比下滑 23.01%，主要系大宗商品供应链业务收入下降所致，同期，地产销售和石油化工业务收入亦同比有所下降。

从收入构成看，2020年，受疫情影响，大宗商品供应链管理收入同比下降16.66%至1917.29亿元，收入占比为93.04%；地产销售业务收入同比下滑45.58%至10.21亿元，主要系受疫情影响房地产销售项目有所减少；公司石油化工业务收入同比下降8.44%至86.39亿元，主要系是疫情影响，化工行业上下游企业开工率不足，化工产品销售量和销售价格下滑所致；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，2020年，该业务收入同比增长21.02%至10.71亿元，主要系新增店面运营所致；服装销售业务收入同比下滑14.42%至8.13亿元；受疫情影响，希努尔文旅小镇及旅行社业务受到冲击，文化旅游业务同比大幅下滑24.71亿元至1.35亿元；公司其他收入主要包含股权处置收益、社区物业收入以及其他收入。2020年其他收入同比增长56.37%，主要系公司处置股权收益（收益）16.00亿元。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 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
大宗商品供应链管理	2500.47	93.46	0.94	1917.29	93.04	0.95	332.97	91.18	1.35
地产销售	18.76	0.70	37.25	10.21	0.50	16.26	--	--	--
房产租赁	0.82	0.03	100.00	0.52	0.03	100.00	0.07	0.02	100.00
石油化工	94.35	3.53	15.46	86.39	4.19	21.80	28.26	7.74	32.48
汽车销售及综合服务	8.85	0.33	5.38	10.71	0.52	6.41	2.65	0.73	6.28
服装销售	9.50	0.36	21.12	8.13	0.39	19.11	0.73	0.20	24.16

文化旅游	26.06	0.97	10.77	1.35	0.07	15.92	0.25	0.07	75.72
其他	16.71	0.62	47.16	26.13	1.27	75.57	0.24	0.07	100.00
合计	**2675.52**	**100.00**	**2.21**	**2060.73**	**100.00**	**2.98**	**365.18**	**100.00**	**3.98**

资料来源：公司提供

从毛利率看，2020年，公司大宗商品供应链管理业务毛利率为0.95%，同比变化不大；公司房地产销售业务毛利率同比下降21.02个百分点至16.26%，主要系各期结转楼盘毛利率存在差异，本期销售项目主要集中在广西南宁等毛利率较低地区；公司石油化工板块销售毛利率同比提升6.34个百分点至21.80%，主要系原材料价格下降所致；汽车销售及综合服务毛利率同比提升1.03个百分点至6.41%；服装销售毛利率同比下滑2.01个百分点至19.11%；其他业务毛利率同比提升28.41个百分点至75.57%，主要系股权类投资收益按净收益计算，拉升毛利率。受上述因素的影响，2020年，公司综合毛利率同比提升0.77个百分点至2.98%。

2021年1-3月，公司实现营业365.18亿元，同比增长17.90%，综合毛利率较上年同期变化不大。其中，地产销售未实现销售收入，主要系地产项目未结转收入；大宗商品供应链管理实现收入332.97亿元，同比下降20.26%，主要原因是调整贸易结构，提升高毛利产品收入占比，收缩贸易规模所致。

2．大宗商品供应链管理

跟踪期内，公司大宗商品供应链管理业务模式未发生重大变化。受疫情影响，公司主要贸易品种收入均有所下滑；公司大宗商品销售价格的确定采取“基价+上浮”模式，毛利率稳中有升，但处于很低水平。

公司搭建雪松大宗平台，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在华南市场占有一定地位。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“雪松大宗”）和齐翔腾达供应链负责运营。截至 2020 年底，雪松大宗资产总额 195.84 亿元，所有者权益 90.19 亿元；2020 年实现营业收入 1618.54 亿元，利润总额 4.80 亿元。

公司大宗商品供应链业务收入主要源于电解铜、铝锭和锌锭。2020 年，受疫情影响，公司电解铜、锌锭、白银和芳香类产品销售收入大幅下滑，分别同比下滑 35.39%、41.40%、93.88%和 51.24%。；同期，铝锭、铜线胚和其他类产品收入同比有所增长。价格方面，2020 年，电解铜、铜杆、铜线等售价小幅上升，铝锭价格基本持平，锌锭价格回落；大宗商品市场价格波动明显，铜等有色金属价格由于疫情影响而全年呈现震荡，为大宗业务带来一定不确定性。

2021 年，公司大宗商业供应链管理业务调整结构，减少毛利率较低产品贸易规模，该业务规模进一步压降。

表 6　2018－2020 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	2018 年			2019 年			2020 年		
	销量	售价	收入	销量	售价	收入	销量	售价	收入
电解铜	266.08	4.36	1160.11	346.55	4.20	1456.12	219.15	4.28	937.86
锌锭	158.27	2.00	316.58	180.52	1.77	319.92	117.73	1.59	187.46

铝锭	136.40	1.23	167.30	272.02	1.23	335.65	302.21	1.24	375.45
铜线及铜杆	20.50	3.17	65.04	19.64	3.69	72.44	21.06	4.06	85.56
铜线坯	8.40	4.35	36.55	8.49	4.25	36.06	14.05	4.45	62.58
白银	0.05	382.75	17.82	0.03	326.07	10.45	0.00	329.65	0.64
芳香类产品	50.00	0.50	25.18	102.53	0.54	55.56	63.92	0.42	27.09
中间聚合物类产品	19.27	0.77	14.77	11.32	0.65	7.38	14.11	0.59	8.28
铝制品	9.74	1.18	11.45	9.01	1.26	11.35	8.14	1.28	10.44
燃料类产品	21.91	0.48	10.48	35.15	0.43	15.14	34.69	0.33	11.50
其他	592.71	0.27	158.58	800.60	0.23	180.40	565.87	0.37	210.43
合计	**1283.31**	**100.00**	**1983.86**	**1785.87**	**100.00**	**2500.47**	**1360.93**	**100.00**	**1917.29**

资料来源：公司提供

（1）供应商管理

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，2020 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 22.94%，采购集中度较上年有所降低。

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

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。2020 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 8.78%，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一定账期。

3. 房地产业务

跟踪期内，公司房地产业务重心逐步转向广州市旧改项目，普通商住/住宅项目开发节奏放缓，目前参与的旧改项目处于前期投入阶段，整体项目周期较长，项目收益及去化速度可能受到外部经济环境、融资及行业政策影响而具有不确定性。公司地产板块后续仍需较大规模投入，面临资金支出压力。

公司房地产业务包括普通商住/住宅项目和旧城改造项目，前者的运营实体为中山市君华房地产开发有限公司、南宁君华置业有限公司及广州雪城投资有限公司等 3 家全资子公司，后者的经营实体为全资子公司广州雪城投资有限公司（以下简称“广州雪城投资”）以及广州科金城市更新投资有限公司（公司持股 60%、

科学城（广州）城市更新集团有限公司持股40%）、广州科城雪领投资有限公司（公司持股55%、科学城（广州）城市更新集团有限公司持股 10%）等 2 家控股子公司。考虑到重点城市土地成本上升以及房地产市场竞争激烈、集中度趋于上升，公司房地产业务重心逐步转向广州市的旧城改造项目，普通商住/住宅项目的开发投入放缓。

（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。2020 年，公司未有新增土地储备。截至 2021 年 3 月底，公司土地储备面积 5.25 万平方米，其中，位于中山市的君华新城项目用地为公司在 2013 年取得的工业用地，拿地较早，拿地成本较低（暂未有开发计划）；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 年以后大幅上涨带动土地价格。

表 7　截至 2021 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	广东中山	2013/4/28	工业用地	0.67	100%	772.50	暂未开发
中山天和项目	广东中山	2017/12/9	住宅用地	4.39	100%	16,953.97	暂未开发
中山天和项目		2017/12/9	住宅用地	0.19	100%	16,504.87	暂未开发
合计				**5.25**		**14,883.95**	

资料来源：公司提供

开发模式方面，2020 年，公司采用滚动开发模式，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。2020 年，公司开发节奏有所放缓，没有新开工项目和开工面积，竣工面积和在建面积均同比下降明显。

表 8　2018－2020 年公司房地产开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
本期新开工项目（个）	2.00	2.00	--
本期新开工面积（万平方米）	23.78	60.55	--
本期竣工面积（万平方米）	28.56	46.81	24.81
期末在建面积（万平方米）	43.96	57.70	33.02

资料来源：公司提供

截至 2020 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 9　截至 2020 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	开发模式	类型
朝阳花地二期	中山	47.73	0.00	48.40	18.70	29.70	在建	自主	商住
香蜜山项目	中山	52.88	0.00	51.06	28.23	22.83	在建	自主	商住
雪松君华小镇	南宁	56.46	14.47	22.56	12.05	10.51	在建	自主	商住
诸城项目	山东	31.12	0.00	13.93	4.73	9.20	在建	自主	商住
天和项目	中山	9.67	0.00	16.74	8.68	8.06	拟建	自主	商住
合计	--	**197.86**	**14.47**	**152.69**	**72.39**	**80.30**			

注：天和项目已完成投资额为土地出让金

资料来源：公司提供

除上述项目外，公司还参与了广州市黄埔区 3 个旧改项目，分别为何棠下村项目、金坑村项目和南岗村项目；通过旧改项目获取土地的成本相对市场价格能有一定下浮，竞争程度也相对缓和。根据黄浦区政策，公司参

与的旧改项目均采取“先拆后批”“边拆边建”模式，有助于缩短前期垫资期。何棠下项目已经进入拆迁阶段。资金配套方面，公司前期先垫付部分资金，然后通过拆迁贷、银团贷款及施工方垫资的形式进行融资；规模最大的何棠下项目的土地供应采用“拆一块、供一块”的分期拿地、滚动开发模式，有助于降低一次性垫资规模。

何棠下村项目改造范围 128.39 公顷（约 1920 亩），包括复建区 274.36 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）。目前该项目正处于拆迁阶段，公司预计 2021 年 11 月将获取首期融资区地块，2022 年 1 月融资区首期预售。2020 年，公司本部收购广州雪城投资，将其作为何棠下项目的经营主体，再下设项目公司具体开展项目建设。

金坑村项目改造范围 30.23 公顷（约 453 亩），包括复建区 48.32 万平米（村民住宅和集体物业）和融资区 53.76 万平米（公司持有）。公司预计 2023 年 11 月融资区首期预售。该项目的经营主体为合资公司广州科金城市更新投资有限公司（公司本部持股 60.00%，科学城（广州）城市更新集团有限公司持股 40.00%）。

南岗村项目改造范围 76.23 公顷（约 1143 亩），包括复建区 54.63 万平米（村民住宅和集体物业）和融资区 66.96 万平米（公司持有）。公司预计 2023 年 6 月融资区首期预售。该项目的经营主体为合资公司广州科城雪领投资有限公司（公司本部持股 55.00%，广州鹤领置业有限公司持股 35.00%，科学城（广州）城市更新集团有限公司持股 10.00%）。

2019 年，公司与广州建设共同出资成立城投雪松，2020 年，广州建设和公司按比例对城投雪松进行合计增资 40 亿元。截至 2020 年底，城投雪松实收资本 70.00 亿元，其中广州建设持股 51%，公司持股 49%。广州建设是广州市财政局直属企业广州市城市建设投资集团有限公司的全资子公司。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。跟踪期内，城投雪松以 49.70 亿元总价拿下广州市黄埔区洪圣沙岛 3 宗地项目，建筑面积 60 万平方米，拟打造为文化旅游、创新金融和商业配套为一体的综合体。

（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。跟踪期内，公司地产销售明显放缓。

2020 年，公司协议销售面积 15.62 万平方米，同比下降 59.45%；结转收入 10.21 亿元，同比下降 45.58%。公司房地产项目销售均价为 5706.56 元/平方米，同比下降 6.35%，主要系销售地区集中在广西南宁地区，房价相对较低。2021 年一季度末预收房款 17.70 亿元，目前尚未结转收入。

表 10　2018－2020 年公司房地产销售与结转情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
协议销售面积（万平方米）	13.83	38.52	15.62
协议销售金额（亿元）	13.02	23.47	8.91
协议销售均价（元/平方米）	9412.19	6093.23	5706.56
结转收入面积（万平方米）	18.08	24.50	16.23
结转收入（亿元）	16.99	18.76	10.21

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在售项目总可售面积 105.17 万平方米，主要为雪松君华小镇、诸城项目等住宅项目。近年来，由于国家和地方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

2020 年受疫情影响，石油化工行业上下游企业开工不足，齐翔腾达化工业务有所下滑，受益于原材料成本降低，毛利率提升明显。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。

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。

受新冠疫情影响，化工行业上下游企业开工率不足，公司主要产品的销售价格和销售价格同比有所下滑，2020 年，齐翔腾达化工板块实现收入 86.39 亿元，同比下降 8.44%；受益于原材料价格下降、加强成本控制，化工板块毛利率提升 6.34 个百分点至 21.80%。2021 年 1-3 月，受益于产能释放及产品价格上涨，齐翔腾达实现营业收入 87.00 亿元，同比增长 85.23%，实现利润总额 8.25 亿元，同比增长 228.69%[1]。

2020 年，甲乙酮类产品作为齐翔腾达主打产品，实现收入 25.33 亿元，同比增长 2.91%，继续保持良好盈利能力，毛利率 26.23%，同比提升 0.25 个百分点；受疫情影响及减产毛利率较低产品，顺酐类产品实现收入 37.25 亿元，同比下降 32.20%，毛利率 17.83%，同比提升 5.78 个百分点。

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。跟踪期内，大宗商品价格回落，齐翔腾达主要原材料采购价格也有所下滑，毛利率提升明显。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。2020 年，公司向前五大供应商采购额占总采购额的比重为 18.74%，集中度较低。

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。2020 年，齐翔腾达各类化工产品产能较上年保持稳定。从销量看，甲乙酮和顺酐销量均同比有所增长，销售价格均有所回落。2020 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 38.71%，销售集中度较高。

表 11　2018－2020 年齐翔腾达主要产品情况

（单位：万吨、%）

项目	主要产品	2018 年	2019 年	2020 年
产能	甲乙酮	19.60	19.60	19.60
	顺酐	20.00	20.00	20.00
销量	甲乙酮	26.46	24.27	27.10
	顺酐	21.77	23.14	23.26
销售均价	甲乙酮	7378.08	6556.72	6090.25
	顺酐	7359.58	5741.97	5730.04

资料来源：公司提供

表 12　截至 2021 年 3 月底齐翔腾达主要在建化工项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划产能	计划总投资	已完成投资	尚需投资
20 万吨/年 MMA 项目	20 万吨/年	23.90	17.07	6.83
70 万吨/年丙烷脱氢项目	70 万吨/年	34.60	4.35	30.25

[1]2021 年一季度业绩包含供应链业务收入

30 万吨/年环氧丙烷项目	30 万吨/年	37.55	3.45	34.10
合计		**96.05**	**24.87**	**71.18**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，齐翔腾达在建项目为 20 万吨/年 MMA 项目、70 万吨/年丙烷脱氢项目和 30 万吨/年环氧丙烷项目，项目预计总投资 96.05 亿元，已完成投资 24.87 亿元，尚需投资 71.18 亿元，未来投资规模大，齐翔腾达存在较大资金支出压力。

5．服装及文旅业务

公司服装及文旅业务的经营主体为希努尔。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，公司转让全资子公司山东希努尔男装有限公司 100%股权，逐步退出服装业务。

受疫情影响，希努尔文旅小镇及旅行社业务受到严重冲击，文旅业务同比减少 94.80%至 1.35 亿元；服装业务同比减少 14.41%至 8.13 亿元。2020 年，希努尔实现营业收入 15.26 亿元，同比下降 57.43%；利润总额-0.37 亿元，去年同期为 2.34 亿元。[2]

6. 经营效率

公司整体经营效率较好。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 18.07 次、17.71 次和 2.58 次，较上年均有所下降。考虑到公司包含地产业务，从供应链同行业对比来看，公司经营效率处于同行业中上游水平。

表 13　同行业公司 2020 年经营效率指标对比

（单位：次、天）

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
厦门建发股份有限公司	75.04	2.07	1.26
物产中大集团股份有限公司	44.51	18.20	4.04
厦门国贸集团股份有限公司	99.26	7.68	3.45
深圳市怡亚通供应链股份有限公司	5.50	9.83	1.62
苏美达股份有限公司	13.14	15.58	2.31
中位数	**44.51**	**9.83**	**2.31**
雪松实业	18.07	17.71	2.58

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind，联合资信整理

7．未来发展

公司未来将持续立足实业，深耕大宗商品供应链管理、石油化工、城市综合运营等领域。公司旗下重点业务板块的未来规划如下：

（1）大宗商品供应链管理板块

深耕华南市场，并稳步拓展华北、华东、西北等市场，提升市场份额。公司将继续合理匹配商流、物流、信息流、资金流，提供高附加值的供应链增值服务；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，打破地域限制，服务实体经济；继续强化产业链上下游延伸，在提升产业链资源整合能力的基础上，促进产业链运转更快更顺；增强海外供应链与国内产业链的全面联动，更好地保障国内制造的原料供应和贸易畅通。

（2）石油化工板块

公司未来将在碳四产业链稳步发展的基础上，加速推进 PMMA、丙烷脱氢、环氧丙烷、异壬醇等新项目建设，努力构建“结构优化、技术高端、链条完整、绿色低碳”的现代化工生产体系。公司未来加强与国内外顶尖

[2]2020 年业绩包含供应链业务收入

企业的研发合作，依托现有产业基础，进一步延伸与拓展产业链的广度与深度。

（3）城市综合运营

公司将秉承精品地产的开发理念，拓展重点核心城市，打造精品工程；同时，公司扎根广州市开展城市更新服务项目，充分发挥旗下产业链综合优势，为投资项目所在区域聚拢产业集群、培育新兴业态，推动产业升级和焕发城市新面貌；文化旅游方面，公司立足一线旅游目的地资源，专注于文旅小镇开发、渠道整合和全域旅游发展，进一步丰富项目业态，打造集商业、特色餐饮、酒店客栈、旅游文娱等一体化的业态产品矩阵增强文旅项目核心竞争力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年一季度财务报表未经审计。

2020 年，公司合并范围内子公司减少 47 家（处置 32 家，注销 15 家），增加 21 家（收购 3 家，投资新设立 18 家）；截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 121 家；公司主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 848.06 亿元，所有者权益为 371.37 亿元（含少数股东权益 97.58 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 2060.73 亿元，实现利润总额 25.76 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 882.49 亿元，所有者权益为 390.88 亿元（含少数股东权益 114.33 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 365.18 亿元，实现利润总额 5.62 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，资产结构较为均衡。供应链业务备货力度加大导致流动资产中预付账款和存货快速增长，对营运资金形成占用；随着加大对参股公司的投资及在建工程的投入，非流动资产亦快速增长，并购形成商誉或将面临减值风险。公司资产受限比例高，整体资产质量尚可，流动性一般。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 848.06 亿元，较上年底增长 12.75%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 49.52%，非流动资产占 50.48%。公司资产结构相对均衡，流动资产占比较上年底有所下降。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 419.96 亿元，较上年底增长 7.80%，主要系货币资金、预付款项和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 15.07%）、应收账款（占 25.12%）、预付款项（占 14.64%）、其他应收款（合计）（占 8.86%）、存货（占 28.72%）和其他流动资产（占 6.44%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 63.27 亿元，较上年底增长 28.09%，其中受限货币资金 34.51 亿元，占货币资金比重为 54.54%，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 2020 年底，公司应收账款净额 105.48 亿元，较上年底下降 5.12%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 103.24 亿元，从账龄看，1 年以内占比 96.26%，1~2 年占比 3.04%，2~3 年占比 0.25%，其他为 3 年以上；公司计提坏账准备 1.49 亿元，计提比例 1.39%。从集中度看，前五大应收账款余额占公司应收账款余额的比重为 16.77%，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。

截至 2020 年底，公司预付款项 61.48 亿元，较上年底增长 28.25%，主要系增加预付供应链货款所致。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 23.85%。

截至 2020 年底，公司其他应收款净额 37.17 亿元，较上年底增长 10.46%，主要系公司与关联方之间的往来款增加所致，其他应收款累计计提坏账准备 1.57 亿元（当期计提增加主要系企业合并导致）；公司其他应收款主要为关联方借款、员工持股计划借款、股权转让款等，对前五大欠款方应收款占比为 58.19%，集中度较高。

截至 2020 年底，公司存货账面价值 120.60 亿元，较上年底增长 14.64%，主要系供应链业务增加库存商品和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（96.98 亿元）、原材料（4.15 亿元）和库存商品（17.59 亿元）为主；房地产开发成本及开发产品主要为位于广州、中山市、南宁市等地的地产项目、旧改项目。公司已对存货计提跌价准备 0.23 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 2020 年底，公司其他流动资产 27.03 亿元，较上年底下降 23.90%，主要系投资款（合伙企业投资款减少，未找到相关投资标的备案未成功撤回）下降所致。其他流动资产主要包括投资款（10.00 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（3.50 亿元）、理财产品（13.15 亿元）等。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 428.10 亿元，较上年底增长 18.08%，主要系长期股权投资和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 26.25%）、投资性房地产（占 15.98%）、固定资产（占 14.75%）、无形资产（占 19.92%）和商誉（占 8.83%）构成。

截至 2020 年底，公司投资性房地产账面价值 68.40 亿元，较上年底增长 7.90%，主要系公司部分自持物业项目规划改变，公司将其从存货或在建工程转至投资性房地产所致。公司投资性房地产均以公允价值计量。

表 14　截至 2020 年底公司投资性房地产明细

（单位：亿元）

名称	账面价值
君华上域	1.02
天汇项目	10.97
香柏项目	22.97
君华新城（中山）	5.21
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	1.10
希努尔男装股份有限公司	16.00
开创大道 2511 号物业	11.13
合计	**68.40**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 15.61 亿元，较上年底变化不大。主要构成为按成本计量的可供出售权益工具（和讯资本松盛私募股权投资资金 5 亿元及和讯资本松弘私募股权投资基金 7 亿元）。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 112.39 亿元，上年底增长 38.45%，主要系公司增加对广州市城投雪松投资控股有限公司和雪松智联科技集团有限公司投资增加所致。

表 15　截至 2020 年底公司主要长期股权投资明细

（单位：亿元、%）

被投资单位	期末余额	持股比例
开源证券股份有限公司	32.75	18.42
广州市城投雪松投资控股有限公司	38.51	49.00
粤港澳大湾区产融投资有限公司	12.13	3.13
雪松大宗商品产业有限公司	5.88	49.00
广州市凯得雪松投资控股有限公司	2.93	49.00
成都雪松供应链管理有限公司	3.09	49.00
雪松供应链（天津）有限公司	3.00	49.00

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值 63.16 亿元，较上年底增长 20.27%，主要系在建工程转入所致。其中专用设备 27.32 亿元，主要为化工板块的生产设备；通用设备 14.53 亿元；房屋及建筑物 20.75 亿元。固定资产累

计折旧 44.30 亿元，减值准备 0.22 亿元。

截至 2020 年底，公司无形资产 83.50 亿元，较上年底变化不大，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 16.03 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 5.52 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉 35.86 亿元，较上年底下降 11.18%，主要系公司对希努尔计提商誉减值 2.89 亿元所致。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 29.74 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。考虑公司商誉集中度高，未来若标的业绩增长不如预期，商誉仍可能面临进一步减值风险。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产 16.75 亿元，较上年底增长 198.83%，主要系合同履约成本（预付工程款、设备款）所致。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 882.49 亿元，较 2020 年底增长 4.06%，主要系流动资产增长所致。其中预付款项增长 22.45%至 75.28 亿元，存货增长 14.53%至 138.13 亿元；可供出售金融资产与其他非流动资产科目变动较大，主要系按照新金融工具会计准则，相关资产科目调整所致。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 248.53 亿元，受限资产占总资产比例为 28.16%，受限比例较高，受限资产如下表所示。

表 16　截至 2021 年 3 月底公司受限资产明细

（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	23.58	保证金、用于担保的定期存款等
存货	53.57	抵押受限
应收票据	0.53	质押受限
应收账款	13.94	质押受限
其他流动资产	1.78	质押受限
投资性房地产	60.92	抵押受限
固定资产	5.33	抵押受限
无形资产	5.63	抵押受限
在建工程	1.37	抵押受限
长期股权投资	81.88	质押受限
合计	**248.53**	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司有息债务持续增长、存量债务规模大，随着长期债务期限进入 1 年内叠加短期借款上升，债务期限趋向短期化，短期集中偿付压力大。

（1）负债

截至 2020 年底，公司负债总额 476.69 亿元，较上年底增长 19.01%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 76.16%，非流动负债占 23.84%。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 2020 年底，公司流动负债 363.04 亿元，较上年底增长 51.60%，主要系短期借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 25.24%）、应付票据（占 7.28%）、应付账款（占 11.03%）、其他应付款（占 19.55%）、预收款项（占 7.00%）和一年内到期的非流动负债（占 26.78%）构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 91.62 亿元，较上年底增长 43.81%；其中质押借款 40.76 亿元，抵押借款占 34.03 亿元，信用借款 15.71 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款 40.04 亿元，较上年底增长 24.18%，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 26.45 亿元，较上年底增长 34.70%，主要系公司使用票据结算方式增加所致。

截至 2020 年底，公司预收款项 25.43 亿元，较上年底下降 7.51%，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 2020 年底，公司其他应付款 70.96 亿元，较上年底增长 68.76%，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 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 97.23 亿元，较上年底增长 137.75%，主要系一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券转入和一年内到期的债权融资计划调整至该科目所致。

非流动负债

截至 2020 年底，公司非流动负债 113.64 亿元，较上年底下降 29.43%，主要系长期借款下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 34.36%）、应付债券（占 30.62%）、递延所得税负债（占 23.30%）和其他非流动负债（占 6.76%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 39.05 亿元，较上年底下降 49.94%；其中质押借款 28.18 亿元，抵押借款 10.79 亿元。

截至 2020 年底，公司应付债券 34.80 亿元，较上年底增长 34.15%，主要系子公司齐翔腾达发行 29.90 亿元可转债所致。

截至 2020 年底，公司递延所得税负债 26.48 亿元，较上年底变动不大。

公司其他非流动负债主要为债权融资计划。截至 2020 年底，其他非流动负债 7.69 亿元，较上年底下降 69.97%，主要系公司偿还债权融资计划-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 ZR004（19CFZR0941）和债权融资计划-19 粤雪松实业 ZR006（19CFZR0969））合计 20.60 亿元所致。

截至 2020 年底，公司全部债务 298.93 亿元，较上年底增长 14.58%。其中，短期债务占 73.19%，长期债务占 26.81%。截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.21%和 44.60%，较上年底分别增长 2.95 个百分点和 2.00 个百分点；长期债务资本化比率为 17.75%，较上年底下降 9.78 个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 491.61 亿元，较 2020 年底增长 3.13%。其中，其他流动负债增长 294.98%至 12.65 亿元，主要系地产项目增加 3.73 亿元金交所融资产品；长期借款增长 40.90%至 55.02 亿元，主要系齐翔腾达增加 MMA 项目银团借款；其他非流动负债增长 48.70%至 11.43 亿元，主要系城市更新项目新增 8.98 亿元金交所融资产品。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 302.26 亿元，较 2020 年底增长 1.11%，其中短期债务占 71.55%，长期债务占 28.45%；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 55.71%、43.61%和 18.03%。

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 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 382.26 亿元。其中，短期债务 216.27 亿元（占 56.58%），长期债务 165.98 亿元（占 41.42%）。截至 2021 年 3 月底，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提升至 64.77%、49.44%和 29.81%。

（2）所有者权益

跟踪期内，受利润积累和少数股东权益增长影响，公司所有者权益有所增长。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 2020 年底，公司所有者权益为 370.08 亿元，较上年底增长 5.63%，主要系利润积累和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 73.72%，少数股东权益占比为 26.28%。归属于母公司所有者权益 273.79 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 25.57%、29.22%、8.05%、8.05%和 26.21%，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。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益小幅提升至 390.88 亿元，增长主要源于少数股东权益较上年底增加 16.75 亿元，主要系齐翔腾达可转债转股，少数股东权益增加所致。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入及利润规模均有所下滑，主业盈利弱，资产减值以及快速增长的财务费用对利润侵蚀加剧。

2020 年，公司实现营业收入 2060.73 亿元，同比下降 22.98%，主要系供应链管理业务收入规模下滑所致；营业成本 1999.38 亿元，同比下降 23.58%；营业利润率 2.87%，同比提升 0.75 个百分点。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 36.78 亿元，同比增长 27.58%，主要系财务费用增长所致。其中，销售费用为 5.39 亿元，同比下降 7.74%；管理费用为 9.98 亿元，同比增长 18.97%，主要系职工薪酬增加和停工损失增加所致；研发费用为 2.74 亿元，同比下降 14.22%；财务费用为 18.67 亿元，同比增长 63.74%，主要系利息支出大幅增长所致。同期，公司费用收入比为 1.78%，较上年升高 0.70 个百分点，公司费用控制能力有待提升。

2020 年，公司实现投资收益 1.81 亿元，同比增长 107.08%，主要为权益法核算的长期股权投资收益 1.28 亿元；公司实现其他收益 1.02 亿元，同比变化不大，主要系政府补助增加所致；资产减值损失 3.91 亿元，主要系计提对希努尔的商誉减值所致。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率为 6.01%，同比提升 0.32 个百分点；净资产收益率 5.52%，同比下降 1.19 个百分点。

2021 年 1—3 月，由于大宗商品供应链管理收入进一步压降以及地产业务未结转收入，公司营业收入同比下降 17.90%至 365.18 亿元，营业利润率较上年同期上升 1.89 个百分点至 3.88%；虽然管理费用率和财务费用率也有相应提升，但在毛利润提升的拉动下，利润总额由上年同期的 1.72 亿元增至 5.62 亿元。

5. 现金流

2020 年，公司经营性活动收入实现质量有所提升，经营活动现金净流入提升；由于对外投资和项目建设投资力度仍较大，公司仍对外部筹资有较大依赖。若后续公司仍维持较大投资力度，资金缺口或将持续存在。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 2277.44 亿元，同比下降 20.85%，主要为主营业务回款；经营活动现金流出 2250.69 亿元，同比下降 21.58%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。同期，公司经营活动现金净流入 26.74 亿元，净流入量较上年增长 267.19%。2020 年，公司现金收入比为 108.31%，较上年提升 2.28 个百分点。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 93.22 亿元，同比增长 103.63%，主要系投资收回的现金（理财、可转债投资款及备案未成功退回投资款）大幅增长所致；投资活动现金流出 125.42 亿元，同比下降 3.04%，主要系公司增加对广州市城投雪松投资控股有限公司（19.60 亿元）、雪松智联科技集团有限公司（5.14 亿元）、参股的其他供应链公司的投资以及购买私募理财基金所致。同期，公司投资活动现金净流出 32.21 亿元（2019 年同期为净流出 83.57 亿元）。

从筹资活动来看，2020 年，公司取得借款受到的现金和偿还债务支付的现金均有明显增长，筹资活动现金流入 284.93 亿元，增长 3.40%，主要为取得借款收到的现金 237.05 元；筹资活动现金流出 282.40 亿元，同比增长 49.02%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。同期，公司筹资活动现金净流入 2.53 亿元，同比大幅下滑 83.54 亿元，主要系 2019

年收到永续债资金 80.00 亿元所致。

2020 年 1—3 月，由于经营活动加大投入和垫资，公司经营活动现金流净额由正转负，为-14.75 亿元（上年同期为 1.82 亿元）；投资活动资金缺口收缩，净流出 9.26 亿元（上年同期净流出 17.37 亿元）；筹资活动净流入 23.07 亿元（上年同期为 13.79 亿元）。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标有所弱化。综合考虑公司经营效率较高，尚未使用银行授信余额较大且具备直接融资渠道，公司整体偿债能力强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 115.68%和 82.46%，均较上年底有所下滑。截至 2020 年底，公司现金短期债务比为 0.31 倍（2019 年底为 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，2020 年，公司 EBITDA 为 55.36 亿元；公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 2.80 倍和 5.40 倍。整体看，公司长期偿债能力指标表现一般。

截至 2020 年底，公司对外担保合计 5.12 亿元，分别是广州筑通贸易有限公司 4.70 亿元和深圳市华力特电气有限公司 0.42 亿元。其中广州筑通贸易有限公司为公司关联方（雪松控股持股 47.62%）。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 345.39 亿元，有 110.50 亿元的额度尚未使用。公司旗下有两家上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 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 17 截至 2020 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	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
2	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：公司年报

7. 公司本部财务分析

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 97%以上；所有者权益中其他权益工具占比很高，权益稳定性差，有息债务保持稳定，但实际债务负担很重。公司本部收入贡献很小，利息支出规模较大。

截至 2020 年底，公司本部资产总额 372.50 亿元；其中流动资产 142.47 亿元，主要为货币资金（10.09 亿元）、其他应收款（110.19 亿元，主要对合并范围内子公司拆解款）和存货（9.99 亿元）；非流动资产 230.03 亿元，主要为长期股权投资（198.87 亿元）、可供出售金融资产（14.29 亿元）和投资性房地产（10.97 亿元）。

截至 2020 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 97%以上，公司本部资产质量较差。

表 18 截至 2021 年 3 月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	49.82%	86.16%	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
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
雪松产业投资集团有限公司	100.00%	100.00%	质押
中山市君盈房地产开发有限公司	100.00%	100.00%	质押
嘉善康辉创世旅游开发有限责任公司	100.00%	100.00%	质押
广州市景腾房地产投资有限公司	100.00%	100.00%	质押
齐翔华利新材料有限公司	51.00%	100.00%	质押
希努尔男装股份有限公司	70.31%	97.44%	质押

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司本部负债 184.39 亿元，其中流动负债 142.13 亿元，非流动负债 42.26 亿元；流动负债主要包括短期借款（10.75 亿元）、应付票据（6.20 亿元）、其他应付款（56.33 亿元）和一年内到期的非流动负债（69.32 亿元）；非流动负债以长期借款（24.84 亿元）、应付债券（10.00 亿元）和其他非流动负债（5.00 亿元）为主。

截至 2020 年底，公司本部资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.50%、40.13%和 17.47%；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、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率强分别提升至 70.97%、65.59%和 52.57%。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益 188.12 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 25.14 亿元。

2020 年，公司本部实现营业收入 91.55 亿元，主要为大宗商品供应链管理业务收入，投资收益 0.47 亿元，利润总额 10.61 亿元。

2020 年，公司本部、经营活动现金流入量和流出量分别为 126.00 亿元和 136.01 亿元，经营活动现金流量净额为-10.00 亿元；公司投资活动现金流量净额 14.91 亿元；筹资活动现金流量净额为-8.95 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对公司存续债券待偿本金峰值余额保障能力较好，经营活动现金流入量对公司存续债券待偿本金峰值余额保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续期内债券为“18 雪松 01”和“19 雪松 01”，余额合计 14.00 亿元，到期日分别为 2021 年 10 月 17 日和 2022 年 12 月 20 日。其中，“19 雪松 01”行权日为 2021 年 12 月 20 日。按行权计，公司存续债券待偿本金峰值为 14.00 亿元。公司存续债券保障情况如下表所示。

表19公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

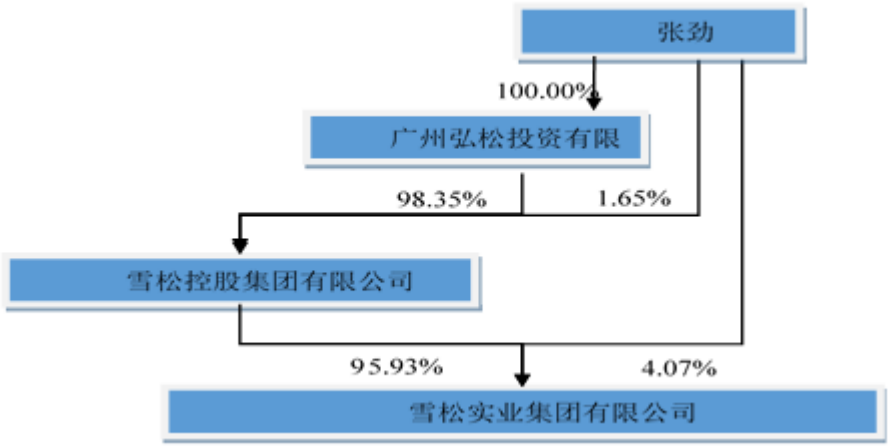
项目	2020 年
一年内到期债券余额	14.00
未来待偿债券本金峰值	14.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.40
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	160.76
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	1.91
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	3.95

资料来源：联合资信整理

十一、结论

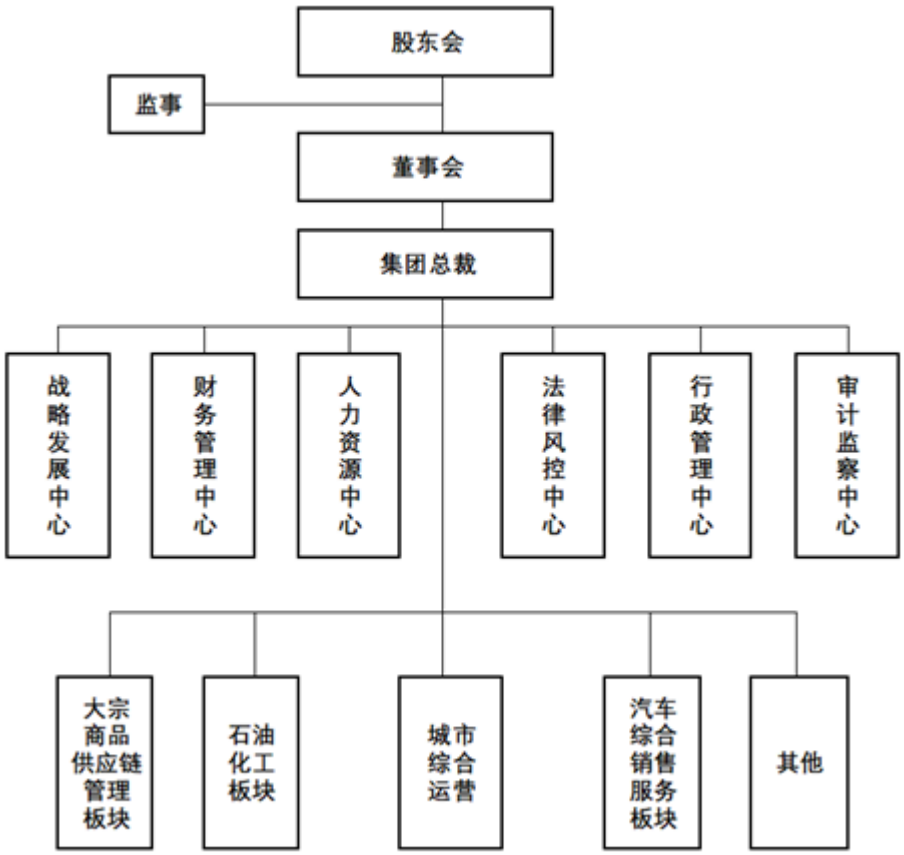
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA$^+$，维持“19 雪松 01”的信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定。

附件 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.64	39.09	33.63	33.63
资产总额(亿元)	596.88	752.14	848.06	882.49
所有者权益(亿元)	255.88	351.58	371.37	390.88
短期债务(亿元)	87.52	127.34	218.78	216.27
长期债务(亿元)	135.20	133.55	80.15	85.98
全部债务(亿元)	222.71	260.89	298.93	302.26
营业收入(亿元)	2140.19	2675.52	2060.73	365.18
利润总额(亿元)	25.71	30.74	25.76	5.62
EBITDA(亿元)	40.41	49.93	55.36	--
经营性净现金流(亿元)	3.17	7.28	26.74	-14.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	44.88	28.80	18.07	--
存货周转次数(次)	23.82	26.15	17.71	--
总资产周转次数(次)	3.79	3.97	2.58	--
现金收入比(%)	108.12	106.03	108.31	108.20
营业利润率(%)	2.07	2.12	2.87	3.88
总资本收益率(%)	6.02	5.69	6.01	--
净资产收益率(%)	8.00	6.71	5.52	--
长期债务资本化比率(%)	34.57	27.53	17.75	18.03
全部债务资本化比率(%)	46.54	42.60	44.60	43.61
资产负债率(%)	57.13	53.26	56.21	55.71
流动比率(%)	164.72	162.68	115.68	121.46
速动比率(%)	110.61	118.75	82.46	83.90
经营现金流动负债比(%)	1.81	3.04	7.37	--
现金短期债务比（倍）	0.50	0.44	0.31	0.26
全部债务/EBITDA(倍)	5.51	5.23	5.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.26	3.14	2.80	--

注：2021 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限类货币资金；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
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 4 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.45	17.24	10.09	2.25
资产总额(亿元)	285.51	362.41	372.50	367.10
所有者权益(亿元)	106.90	184.29	188.12	185.20
短期债务(亿元)	31.52	44.01	86.28	88.63
长期债务(亿元)	96.85	80.94	39.83	39.84
全部债务(亿元)	128.37	124.95	126.11	128.47
营业收入(亿元)	51.46	91.04	91.55	5.39
利润总额(亿元)	2.59	1.89	10.61	-2.23
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	59.47	-22.93	-10.00	4.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5734.09	45.66	19.04	--
存货周转次数(次)	31.85	18.33	8.91	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.28	0.25	--
现金收入比(%)	118.60	95.30	87.92	196.10
营业利润率(%)	1.19	11.73	20.18	1.93
总资本收益率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	2.22	0.93	4.69	--
长期债务资本化比率(%)	47.54	30.52	17.47	17.70
全部债务资本化比率(%)	54.56	40.40	40.13	40.96
资产负债率(%)	62.56	49.15	49.50	49.55
流动比率(%)	135.70	191.28	100.24	97.31
速动比率(%)	132.72	184.52	93.21	88.41
经营现金流动负债比(%)	75.22	-24.20	-7.04	--
现金短期债务比（倍）	0.17	0.39	0.12	0.03
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计；其他非流动负债中的有息债务已调整至长期债务
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

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

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

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

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。