

信用等级公告

联合[2019]902 号

雪松实业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对雪松实业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年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：

二零一九年五月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

2019 年公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次债券发行规模：不超过 70 亿元

本期债券发行规模：不超过 10 亿元

本次债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 5 月 31 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	363.87	532.22	596.88
所有者权益 (亿元)	164.51	218.95	255.88
长期债务 (亿元)	11.73	92.89	135.20
全部债务 (亿元)	57.00	204.79	222.71
营业收入 (亿元)	551.11	1,429.05	2,140.19
净利润 (亿元)	9.20	22.46	20.46
EBITDA (亿元)	13.30	42.78	40.41
经营性净现金流 (亿元)	-3.43	2.38	3.17
营业利润率 (%)	1.98	2.12	2.07
净资产收益率 (%)	7.73	11.72	8.62
资产负债率 (%)	54.79	58.86	57.13
全部债务资本化比率 (%)	25.72	48.33	46.54
流动比率 (倍)	0.85	1.17	1.65
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.23	0.21	0.18
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.72	4.65	3.26
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.19	0.61	0.58
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.33	4.28	4.04

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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。3、其他流动负债已计入短期债务，长期应付款已计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对雪松实业集团有限公司（以下简称“公司”或“雪松实业”）的评级反映了其作为一家综合性企业，业务涉及大宗商品供应链管理、房地产开发、化工、汽车销售及服装等方面，经营较为多元化。公司大宗商品供应链业务拥有广泛的上下游客户资源，其中铜产品贸易占据了华东和华南地区较大的市场份额，区域竞争力强；公司在碳四化工领域竞争实力强，甲乙酮、顺酐生产规模全国领先，产能利用率高。近年来，公司资产和收入水平持续大幅增长，控股股东对公司持续增资，资本实力增强。同时，联合评级也关注到，公司大宗商品供应链业务毛利率很低且公司对上游供应商较为依赖，预付款项和应收账款对公司资金形成占用，房地产项目区域相对集中且存在去化压力，化工行业易受宏观经济周期影响，公司持有的上市公司股权质押比例很高，债务规模增长较快且整体债务负担较重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。

公司利用“供通云平台”广泛的上下游资源不断拓展业务，规模效应逐渐显现；公司持续进行外延并购，经营业务日益多元化，公司综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司铜产品贸易业务在华东和华南地区市场占有率较高；公司大宗商品供应链管理积累了大量的上下游客户资源，收入规模持续大幅增长。

2. 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,产能利用率高,销售规模持续增长。

3. 近年来,公司控股股东对公司持续增资,公司资产规模持续增长,资本实力不断增强。

关注

1. 公司主营的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。公司地产项目主要集中在中山市和南宁市,受当地房地产政策变动影响大。

2. 公司对大宗商品上游供应商、碳四原料供应商较为依赖,采购集中度较高。

3. 近年来,公司持续进行大规模的外延并购,同时在建地产项目、在建化工项目等未来仍需较大的资金投入,公司面临较大的资本支出压力。

4. 公司资产中商誉、无形资产中的商标权占比高;投资性房地产以公允价值计量,存在一定的公允价值波动风险,整体公司资产质量一般。公司债务规模增长较快,且整体债务负担较重。

分析师

侯珍珍

电话: 010-85172818

邮箱: houzz@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话: 010-85172818

邮箱: luoq@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：


侯彬 罗峰
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，其中张劲货币出资 30.00 万元，张晟货币出资 30.00 万元，张炳生货币出资 90.00 万元。1999 年 11 月，张炳生将其持有的公司 50.00% 的股权转让给张劲，将其持有的公司 10.00% 的股权转让给钟丽红，股权转让完成后，张劲持有公司 70.00% 股权，成为公司的控股股东及实际控制人。

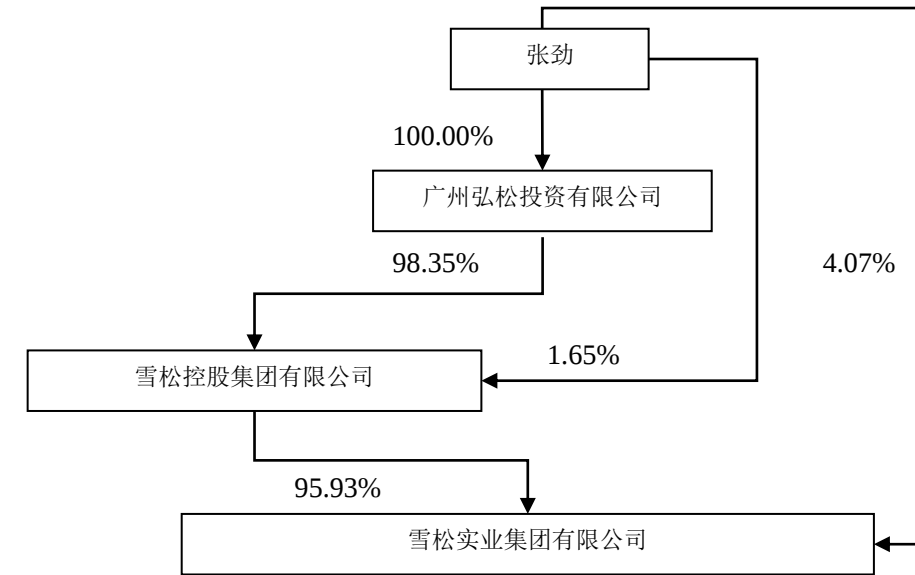
后经一系列的增资和股权转让，截至 2011 年底，公司的注册资本已增加至 45,000 万元，张劲持股 63.33%，广州车前车后信息科技有限公司（原名：广州君华汽车销售服务有限公司）持股 36.67%。2015 年 2 月，广州车前车后信息科技有限公司将其持有的公司 36.67% 的股权全部转让给广州汇华投资有限公司（以下简称“汇华投资”）。2015 年 11 月，汇华投资又将其持有的公司 36.67% 的股权全部转让给雪松控股集团有限公司（以下简称“雪松控股”）。

2016 年 11 月 11 日，公司与车成聚等 48 名自然人签订了《关于淄博齐翔石油化工集团有限公司之股权转让协议》，公司受让车成聚等 48 名自然人持有的淄博齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“齐翔集团”）80.00% 股权，从而间接持有齐翔集团的子公司淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“齐翔腾达”，股票代码“002408.SZ”）41.90% 的股份。公司于 2016 年 12 月底办理了交割手续。齐翔腾达 2016 年底的资产负债表纳入公司合并报表。截至 2019 年 4 月 1 日，公司间接持有的齐翔腾达股权质押比例为 77.07%。

2017 年 9 月 21 日，公司完成对希努尔男装股份有限公司（以下简称“希努尔”，股票代码“002485.SZ”）的要约收购并完成了过户登记手续，至此公司业务板块拓宽至纺织服装行业。根据会计准则，希努尔已纳入公司 2017 年度财务报告的合并范围，由于收购发生于 9 月末，因此公司仅合并希努尔 2017 年第四季度的利润表。截至 2019 年 2 月 16 日，公司持有的希努尔股权质押比例 100%。

2018 年 8 月 31 日，经公司股东会批准，公司名称由“君华集团有限公司”变更为“雪松实业集团有限公司”。2016~2018 年，雪松控股每年向公司增资 20 亿元，截至 2018 年底，公司实收资本 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 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：企业自有资金投资；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；商品零售贸易（许可审批类商品除外）；货物进出口（专营专控商品除外）；房地产开发经营；物业管理；房地产咨询服务；自有房地产经营活动；房屋租赁；科技信息咨询服务；市场调研服务；室内装饰、装修；室内装饰设计服务；润滑油批发；润滑油零售；燃料油销售（不含成品油）；技术进出口；酒店管理；资产管理（不含许可审批项目）；投资管理服务；房地产估价；土地评估；工商咨询服务；贸易咨询服务；企业管理咨询服务；化工产品批发（危险化学品除外）；企业财务咨询服务。

截至 2018 年底，公司下设战略发展中心、财务管理中心、人力资源中心、法律风控中心和行政管理中心共 5 个职能部门（详见附件 1）；公司纳入合并范围的子公司共 145 家，共有在职员工 12,079 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 596.88 亿元，负债总额 341.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 255.88 亿元，其中归属于母公司所有者的权益 169.34 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,140.19 亿元，净利润（含少数股东损益）20.46 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.98 亿元；经营活动现金流量净额 3.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.73 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、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”（以下简称“本次债券”），本次公司债券发行规模不超过 70.00 亿元（含 70.00 亿元），分期发行，首期发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），可附超额配售选择权。本次债券面值 100 元，按面值平价发行，期限不超过 5 年（含 5 年）。本次债券的票面利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本次债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本次公司债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集的资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务和补充营运资金。

三、行业分析

公司主营业务较为多元化，其中供应链管理收入占比最大，下文主要分析大宗商品供应链管理服务行业为主。

1. 大宗商品供应链管理服务概况

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。

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。近年来，中国经济稳中有变，下行压力加大，在供给侧结构性改革和“三去一降一补”大背景下，煤炭、钢铁、铁矿石等大宗商品市场面临结构性调整，仅通过对产品的买卖赚取中间差价的机会越来越小。于是倒逼物流企业向供应链管理服务业务转型并提升效率，除了正常的买卖商品获取差价外，可为上下游客户提供仓储、物流及金融等收费服务。目前，我国供应链管理服务渗透度较高的行业仍然是大宗商品贸易行业。

传统贸易商需承担价格波动风险。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，价格波动剧烈。受宏观经济增速放缓影响，大宗商品价格呈下跌趋势，2015年底达历史低位。但2016~2017年，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。2018年，我国大宗商品市场供需格局大体呈现两个阶段。前三季度，受经济运行整体稳健，结构优化，新动能加快成长等因素影响，大宗商品市场供需两旺，整体趋于均衡，大宗商品价格指数基本呈上升趋势。四季度，淡季特征显现，终端需求季节性回落，整体供应仍在增加，市场供需有所失衡，供大于求的迹象开始显现，库存再次积聚。此外，全球经济增长前景不佳、原油大跌等因素，造成市场对未来需求的担忧，商品价格整体下跌。

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 资讯

为提升整体抗风险能力,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。

总体看,近年来受宏观经济、市场预期、供求关系等变化的影响,传统贸易商的盈利空间日益收窄,风险敞口进一步扩大。在此环境下,能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

2. 行业政策

2017年10月13日,国务院办公厅印发《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》,明确指出:到2020年,形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式,基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系。培育100家左右的全球供应链领先企业,重点产业的供应链竞争力进入世界前列,中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。表明我国的供应链产业将迎来一个大的发展时期。

2018年1月18日,在全国统计工作会议上,国家统计局局长宁吉喆表示,2018年将加快构建新时代现代化统计调查体系。其中包括研究建立反映数字经济、共享经济、现代供应链的统计制度;进一步完善全面建成小康社会指标体系。在最新的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)中,供应链管理服务已明确单列统计类别:商务服务业-7224-供应链管理服务。

总体看,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物流、金融的领域的重要组成部分,已经得到政府的重视,受到越来越多的政策支持。

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。此外,我国供应链服务行业分散化的管理模式已成为供应链服务行业发展的制度瓶颈,必须建立适应供应链服务产业集约高效发展的体制环境,以确保市场机制充分发挥作用,从而促进各种供应链服务活动的规范化并最终推动供应链服务行业健康有序发展。

（2）大宗商品贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

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，市场调控难度增大。近年来钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击，但相信随着供给侧结构性改革的深入，我国大宗商品市场会迎来新一轮的发展机遇。

4. 行业发展

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、规模化运作已成为目前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。

总体看，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，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家大型综合性集团，涉及大宗商品供应链管理、房地产、汽车销售及综合服务、物业管理及增值服务、石油化工等多个产业，多元化的经营格局有利于提升公司整体抗风险能力。近来，公司发展稳健，多次荣获中国企业联合会、中国企业家协会发布的“中国民营企业五百强”和“广东省企业百强”等荣誉称号，在广州市拥有一定的品牌知名度。

供应链管理业务由子公司供通云供应链有限公司（以下简称“供通云公司”）运营，供通云公司依托“供通云平台”开展供应链业务。供通云平台是结合互联网技术，集采购、销售、仓储物流服务、价格管理、远期备货和虚拟库存等为一体的大宗商品贸易综合服务平台，以铜、锌及化工产品供应链管理为主。其中有色金属铜贸易方面，供通云平台已成为华南地区最大的精铜及相关产品的供应链平台；供通云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。供应商方面，公司与上游多家大型冶炼厂已形成长期稳定合作关系，是多家上游公司在华南地区最大的分销渠道。下游客户方面，供通云平台拥有终端企业客户超过 500 家，区域市场份额占有率较高。在供应链增值服务方面，公司实行点价权让渡服务、套期保值风险管理服务、虚拟库存远期备货服务、仓储物流整合服务、委托加工服务的模式，由此收取“点价权”让渡所带来的费用，形成利润空间，并通过套期保值对冲现货风险。近三年，公司大宗商品供应链管理业务销售规模增长迅速，进一步形成了规模效应。

子公司齐翔腾达是国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，也是国内规模最大的甲乙酮生产企业。目前齐翔腾达已形成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。齐翔腾达已形成了完整的碳四深加工产业链，其中甲乙酮产量、销量均位列全国第一，产能利用率高。2016~2018 年，齐翔腾达分别实现利润总额 5.82 亿元、9.91 亿元和 9.77 亿元。

总体看，公司大宗商品供应链业务尤其是有色金属铜在华南地区所占市场份额较大。2016年，公司收购齐翔腾达后，主营业务向化工领域延伸，业务范围的拓宽有利于公司多元化发展，降低整体经营风险，收购后公司整体竞争力得到显著提升。

2. 人员素质

截至2018年底，公司有董事长兼总经理1名，董事2名，监事1名，副总经理及财务总监等高级管理人员共4名。公司核心管理人员均从事相关行业多年，具有丰富的行业管理经验。

公司实际控制人张劲先生，1971年生，深圳大学金融学专业本科，北京大学光华管理学院EMBA毕业。现任雪松控股董事局主席、全国政协委员。

公司董事长兼总经理范佳昱先生，1973年生，本科学历，具有律师从业资格、中国证监会上市公司独立董事资格。曾供职于大连中福期货有限公司、大连精远律师事务所；现任公司董事长兼总经理、雪松控股董事长兼总经理、汇华投资执行董事兼总经理、齐翔腾达董事、齐翔集团有限公司监事、供通云公司董事长兼总经理等职位。

截至2018年底，公司员工总人数12,079人。从学历构成看，公司大专及以上学历占28.60%，大专以下学历占比71.40%。从岗位构成看，管理人员占比2.25%，销售人员占比4.90%，技术人员占比5.83%，生产人员17.49%，财务人员占比3.08%，行政人员占比66.45%。

总体看，公司核心管理人员文化素质较高，行业从业经历丰富；公司员工以生产人员、行政人员为主，人员结构基本能够满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《企业集团等级管理暂行规定》及相关法规制定了公司章程。根据公司章程，公司设立了股东会和董事会，建立了较为健全的治理架构。

公司设股东会，由全体股东组成，股东会为公司权利机构，行使决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事以及由股东代表出任的监事、审议批准董事会和监事报告、修改公司章程等权利。

公司设董事会，董事会是公司经营决策机构，向股东会负责，由1名董事长和2名董事组成，董事由股东会选举产生，董事长由董事会选举产生，董事会行使执行股东会决议、制定全公司重大方针政策和管理原则、任免总经理等职权。

公司不设监事会，设监事1名，公司监事由股东会选举产生，主要负责监督经理和董事有无违反法律法规、公司章程及股东会决议的行为，随时检查公司业务状况和资产状况，提议召开临时股东会等。

公司设总经理1名，由董事会聘任，对董事会负责，主要行使组织实施董事会决议、管理公司日常经营活动、组织制定公司各项管理制度等职权。

总体看，公司法人治理结构较为完善，但仍有提升空间。

2. 管理体制

公司下设战略发展中心、财务管理中心、人力资源中心、法律风控中心和行政管理中心共5个职能部门。公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

财务管理方面，公司在财务管理中心下设资金部和财务管理部，并制定了相关的财务管理制度

度。公司按照制度规定按时编制年度、月度财务计划，加强经营核算管理，及时反映和分析财务计划的执行情况，检查监督财务纪律。资金安全方面，公司设置了严格付款审批制度，包括对资金调拨、付款审批、借支审批及费用报销的管理，同时对银行存款、货币资金及头寸的保管设置了明确的职责分离制度。会计核算方面，由总会计师负责相关管理工作，按照国家统计法规的要求及时编报各类统计报表，组织并对外提供公司的其它财务信息。

融资方面，公司先根据对融资环境的研究及公司战略规划和业务需求，制定年度融资计划和中期（2~5年）计划，再根据融资方案对备选融资渠道进行严格筛选。当融资需求和融资条件发生变化时，公司将根据需要进行调整和改进。

大宗商品贸易风险控制方面，公司建立了套期保值体系及相应的管理制度来规避大宗商品价格频繁波动。整个套期保值体系由决策体系、操作体系、信息管理体系以及财务核算体系组成，由公司现货采购与销售部门、财务部门、风控部门以及期货部门协作完成。操作体系方面，日常的原料采购与销售，按方案中不同作价模式下对应的保值方式进行套保即可，由各部门经理业务权限经分管领导签发批准后执行。信息管理体系方面，每日核算检查期货现货头寸，记录产品购销数量、购销价格、保值数量、保值价格与保值基差。每月清理常备库存，常备库存的价格，敞口头寸的数量与价格。每季至少组织一次现货运作与期货套期保值分析会，对采购、销售及保值整体运作效果进行评估分析、对未来进口情况及价格走势进行预测。由财务部建立用于记录核算套期保值盈亏的财务核算体系，包括对原材料采购、产品销售、期货买卖头寸及现货期货两个市场上的盈亏的实时记录和核算。

项目管理方面，公司设置了清晰的项目报批报建管理程序、设计管理程序、工程管理程序、工程变更程序、成本管理程序等，从项目可研、定位、设计、施工进度及竣工结算均设置了明确的要求。执行方面，公司设置了项目经理部、设计中心、采购部、开发部、工程管理部及成本管理部，明确了各部门职能，以确保项目的质量、进度、成本及资源得到合理的控制。

对子公司管理方面，公司通过在子公司股东会行使股东权利的方式建立对子公司的控制架构，确定子公司章程的主要条款，同时负责选任或委派子公司董事、监事、经理及财务负责人等高级管理人员。对于重大风险事项或重大决策信息，公司委派的董事和监事应及时上报公司。具体执行中，由公司财务部对子公司及分公司财务相关的活动实施管理，如投资管理等；公司本部统一向子公司、分公司委派法律顾问，协助办理子公司、分公司的诉讼仲裁业务和劳动纠纷；公司定期或不定期实施对子公司的审计监督。

关联交易方面，公司与关联方之间发生关联交易不能影响公司的独立性；公司与关联方之间的购销及服务关系，不能存在被控制的情况。各项关联交易定价和结算方式，均以市场公允价格为基础，体现协商一致、公平交易的原则，不能发生存在损害公司和股东利益的情形；公司与各关联方严格依照有关法律法规的规定，开展业务往来。

总体看，公司内部组织结构合理，管理制度健全，内控措施较为完备。

六、经营分析

1. 经营概况

公司经营业务多元化，业务范围以大宗商品（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、物业租赁、服装纺织及其他业务收入占比较小；公司于2016年收购齐翔腾达，增加了石油化工业务；2017年收购希努尔，增加了服装纺织业务。2016~2018

年，受大宗商品供应链管理业务大幅增长的影响，公司营业收入增长较快，年均复合增长 97.06%，2018 年，公司实现收入 2,140.19 亿元，同比增长 49.76%。2016~2018 年，公司净利润大幅增长，年均复合增长率 49.16%，2017 年增长主要系处置长期股权投资的投资收益增加以及因收购子公司业确认的营业外收入增加所致；2018 年，公司净利润为 20.46 亿元，同比下降 8.92%，主要系投资收益和营业外收入等非经常性损益下降所致。

表 1 2016~2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
大宗商品供应链管理	505.45	91.72	0.68	1,302.44	91.14	0.68	1,983.86	92.70	0.77
石油化工	--	--	--	93.48	6.54	18.35	103.91	4.86	16.32
房地产	36.56	6.63	25.77	15.77	1.09	25.67	17.61	0.82	52.09
汽车销售及综合服务	7.16	1.30	8.92	9.27	0.65	10.17	8.50	0.4	9.25
其他	1.94	0.35	20.82	8.26	0.58	18.62	26.32	1.23	18.58
合计	551.11	100.00	2.52	1,429.05	100.00	2.26	2,140.19	100.00	2.19

资料来源：公司提供

从收入构成看，大宗商品供应链管理、房地产、石油化工是公司收入的主要来源。2016~2018 年，大宗商品供应链管理收入持续大幅增长，主要系公司积极扩大在华北及华东地区的大宗商品销售规模所致。2016~2018 年，公司房地产销售业务收入波动较大，其中，2016 年房地产收入较高，主要系公司当期结转了君华香柏御府项目和中山君华新城二期项目所致；2017~2018 年，公司可供结转的项目相对较少。2018 年，公司石油化工业务收入小幅增长至 103.91 亿元，主要系化工产品下游市场需求增加，甲乙酮、顺酐、异辛烷等产品的销售量增长所致。公司汽车销售及综合服务业务主要由三家 4S 店经营，主要经销东风本田汽车及提供车后服务，2016~2018 年，该板块收入波动增长；2018 年，汽车销售及综合服务业务收入小幅下降至 8.50 亿元，主要系汽车行业整体销售低迷所致。2016~2018 年，其他收入大幅增长；2018 年其他收入大幅增长，主要系希努尔并表后，新增文旅业务收入和服装销售收入所致，其中，文旅业务收入为 10.14 亿元。

从毛利率看，2016~2018 年，公司大宗商品供应链管理业务毛利率较为稳定，2018 年略有上升，较上年提高 0.09 个百分点至 0.77%，主要系公司在大宗商品市场占有率提升，形成规模效应所致。2016~2017 年，公司房地产销售业务毛利率较为稳定，2018 年毛利率较上年提高 27.26 个百分点至 52.09%，主要系结转的中山君华新城项目在前期拿地成本较低，由于地理位置较好后期销售价格上涨所致。2018 年，石油化工板块销售毛利率较上年下降 2.03 个百分点至 16.32%，主要系原材料成本上涨所致。综上，2016~2018 年，公司综合毛利率持续下滑，主要系毛利率较低的大宗商品供应链管理业务收入占比持续提升所致。

总体看，近年来，公司大宗商品供应链管理业务发展迅速，同时，公司通过一系列外延并购，业务类型逐渐多元化，公司整体营业收入规模持续大幅增长；公司大宗商品供应链管理板块毛利率相对稳定但处于较低水平，化工业务和房地产业务毛利率水平相对较高，公司整体毛利率水平较低。

2. 大宗商品供应链管理

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，目前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，销售区域集中

在华东地区和华南地区。公司在长期的大宗商品经营中，积累了大量的上下游客户资源，正由一家以铜、锌、铝等有色金属贸易为主的企业逐渐向供应链服务平台转型。

公司大宗商品供应链管理业务由供通云公司负责运营，供通云公司结合互联网技术，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，供通云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，公司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）。2018 年，供通云公司实现收入 1,759.97 亿元，实现净利润 7.77 亿元。

2016~2018 年，公司大宗商品供应链板块各产品销售收入情况如下表所示。2016~2018 年，电解铜、锌锭收入持续大幅增长。2018 年 1 月，供通云公司收购实体工厂台一江铜（广州）有限公司与台一铜业（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；2018 年台一江铜（广州）有限公司实现收入 72.69 亿元，净利润 939.10 万元；台一铜业（广州）有限公司实现收入 12.61 亿元，净利润 553.56 万元。随着公司下游客户的不断增多和点价交易等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 2016~2018 年公司大宗商品板块主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、亿元）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	销量	售价	收入	销量	售价	收入	销量	售价	收入
电解铜	112.00	3.22	361.10	178.51	4.21	752.03	266.08	4.36	1,160.11
铜线坯	4.47	3.34	14.91	11.73	4.32	50.64	8.40	4.35	36.55
锌锭	64.08	1.47	94.47	132.14	2.03	267.89	158.27	2.00	316.58
铝锭	23.91	1.08	25.92	116.39	1.24	144.30	136.40	1.23	167.30
铜线及铜杆	--	--	--	--	--	--	20.50	3.17	65.04

资料来源：公司提供

（1）供应商管理

公司依靠多年深耕大宗商品贸易的行业经验，与重要的上下游客户建立了稳定持久的合作关系；控制上游资源对于公司获取稳定、价格合理的货源具有重要的意义。

供应商选择方面，公司在维持货源稳定的前提下，筛选出对公司最有利的供应商和供应价格。公司通过公开及行业相关信息，倾向于选择风险系数低、供货资源充足、供货渠道稳定的供应商。选择的主要参考指标有：综合实力强、资金背景雄厚的上市公司或国企；信用良好，可保证按要求及时供货的企业；公司对其交易模式有一定了解，不存在投机或其他高风险的业务模式的企业。

采购合同制定方面，公司通过协议来控制上游资源，选择综合指标较好的供应商签订期限一年长单合同，以保证货源的充分性和供货渠道的稳定性。一般的采购流程为：首先业务部门每年根据全年销售计划拟定采购计划，根据对供应商的调查了解及价格谈判，筛选供应商；其次风控部门通过对供应商的审核、复核确定长期供应商；最后由业务人员拟定采购申请及长单采购合同，包括采购产品的名称、规格、质量执行标准、各月供应数量、升贴水情况等。对于销售需求较大的个别月份，公司会选择质优价低的供应商签订零单合同，以满足销售需求；对于零单合同，业务部门将根据当时实际销售需求拟定采购计划，通过对供应商的考察和谈判，确定供应商及供应价格，最后交风控部门审核确定。

采购定价方面，鉴于大宗商品的特殊性，采购价格一般情况下由公开市场报价决定；但由于有色金属行业供应商较为集中，公司对供应商存在一定依赖性，对于存在有供应链管理需求的供

应商，公司在验证其货源稳定性的前提下，参考市场行情，需与其进行价格谈判，从而确定最优的升贴水价格。

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，每家冶炼厂都会有几家稳定合作的分销商，公司出于调节交易结构、优化交易条件的角度考虑，会找这些与冶炼厂稳定合作的分销商拿货，原材料供应渠道稳定。但公司原材料采购集中度也相对较高，2016~2018 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分别为 70.93%、39.50%和 45.47%，采购集中度呈波动下降趋势。

表 3 2018 年公司大宗商品供应链板块主要供应商采购情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购额	主要采购品种	占比
上海惠翱有色金属有限公司	3,370,961.36	电解铜	17.12
上海垚宇能源有限公司	1,992,870.79	电解铜	10.12
上海詹弈贸易有限公司	1,739,103.53	电解铜	8.83
上海高川投资管理有限公司	926,665.94	电解铜	4.71
上海旗瀚贸易有限公司	922,287.40	电解铜	4.69
小计	8,951,889.02	--	45.47

资料来源：公司提供

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。

总体看，公司在供应商选择和采购合同制定上有较为详细的风控措施，执行情况良好；商品采购量随公司业务规模扩大增长幅度较大；公司与上游供应商建立了稳定合作关系，供应渠道畅通。公司会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。

（2）销售管理

销售价格方面，从 2016 年开始，公司为扩大市场占有率对下游客户采取适度的让利政策，因此买卖差价较小，毛利率较低。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。

销售客户方面，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。2016~2018 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分别为 26.43%、17.95%和 15.62%，销售集中度持续下降，下游客户分散。

表 4 2018 年公司大宗商品供应链板块主要客户销售情况（单位：万元、%）

客户名称	销售额	占比
福建三安集团有限公司	907,374.98	4.57
冀中宏远国际贸易有限公司	768,100.47	3.87
公航旅（兰州新区）国际贸易有限公司	678,109.51	3.42
中船重工物资贸易集团广州有限公司	373,122.29	1.88

上海枣矿新能源有限公司	372,960.08	1.88
小计	3,099,667.33	15.62

资料来源：公司提供

销售结算方面，公司主要采用现款现货和货到付款的方式，少部分优质客户给予 1 个月以内的账期；但在 2018 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优惠，因此 2018 年底应收账款有较大幅度的增长。

总体看，公司大宗商品销售价格的确定采取“基价+上浮”模式，因此大宗商品供应链管理业务毛利率较为稳定，但毛利率较低。公司大宗商品供应链管理业务在华南市场占有率高，公司与部分大客户建立了长期稳定的供应关系，销售集中度低；2018 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。

3. 房地产业务

公司房地产业务的运营实体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

截至 2018 年底，公司在广东省内重点拿地区域为中山市；在广东省外，重点拿地区域为广西省南宁市、河南省许昌市。公司拿地方案的决策流程主要包括信息收集和甄别、项目立项、可行性研究和决策评审。公司主要通过招拍挂方式及股权转让获取土地。考虑到一线城市土地成本上升且楼市竞争激烈，近年来，公司未在广州市进行拿地。2017 年，公司加大拓展中山市房地产市场，获取了兰溪谷项目和中山天和项目，土地建筑面积共计 62.14 万平方米，其中兰溪谷项目拿地价格 11.83 亿元，总投资 27.58 亿元，中山天和拿地价格 7.79 亿元，总投资 16.74 亿元；2018 年，公司加大对广东省以外房地产市场的拓展力度，分别于河南省许昌市和广西省南宁市获得 16.80 万平方米和 30.80 万平方米土地，拿地价格为 12.65 亿元和 3.22 亿元，总投资分别为 37.28 亿元和 20.00 亿元。

土地成本方面，公司目前的土地储备中，位于中山市的君华新城项目为公司在 2013 年取得，拿地较早，楼面地价较低，为工业用地，楼面地价为 772.45 元/平方米；中山天和项目土地于 2017 年底取得，拿地楼面地价较高，主要系随着中山市住房价格在 2016 年以后大幅上涨所致；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 5 截至 2018 年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	正处于前期阶段
中山天和项目	中山市	2017/12/9	住宅用地	4.40	100.00	16,954.01	正处于前期阶段
中山天和项目	中山市	2017/12/9	住宅用地	0.20	100.00	16,504.92	正处于前期阶段
许昌香柏麓湖花园项目	河南省许昌市	2018/5/30	商住用地	16.85	100.00	7,527.76	处于前期报建阶段
合计	--	--	--	22.12	--	--	--

资料来源：公司提供

开发模式方面，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。

表 6 2016~2018 年公司房地产开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
本期新开工项目（个）	5	2	2
本期新开工面积（万平方米）	73.63	8.90	23.78
本期竣工面积（万平方米）	17.14	25.18	28.56
期末在建面积（万平方米）	65.02	48.74	43.96

资料来源：公司提供

从项目开发数据看，2016 年，公司新开工项目有位于中山市的君华新城项目和南宁市锦云保障房项目；2017 年，公司新开工项目主要为广州总部大楼项目、中山朝阳花地二期项目；2018 年，公司新开工项目为中山的香蜜山项目、南宁的雪松君华小镇项目。

截至 2019 年 3 月底，公司在建及拟建项目总建筑面积共 289.35 万平方米，主要分布于中山市、南宁市和许昌市，考虑到公司每年的平均新开工面积，目前项目储备能够满足公司未来几年的销售需求；公司在建及拟建地产项目尚需投资 128.81 亿元，资本支出压力较大。

表 7 截至 2019 年 3 月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		2.52	1.83	0.69	在建	住宅
君华新城八期	中山	2.98		1.49	1.08	0.41	在建	住宅
锦云项目	南宁	38.68	22.06	15.93	11.45	4.48	在建	住宅
总部大楼	广州	10.59		17.14	5.85	11.29	在建	商业
朝阳花地二期	中山	47.73		48.40	15.16	33.24	在建	住宅
香蜜山项目	中山	52.88		51.06	24.61	26.45	在建	住宅
雪松君华小镇	南宁	56.46		22.56	4.89	17.67	在建	住宅
天和项目	中山	15.77		16.74	8.11	8.63	拟建	住宅
许昌香柏麓湖花园	许昌	59.23		37.28	11.32	25.96	拟建	住宅
合计		289.35	22.06	213.11	84.30	128.81		

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司在广东省内外持续拿地，土地储备主要分布在中山市和许昌市，土地资源充足，能够满足公司未来几年的开发需求。2016 年以来，中山市土地供应价格持续走高，公司面临一定的土地成本上涨压力。公司在建及拟建项目后续投资支出规模仍较大，面临较大的资金支出压力。

（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。

2016~2018 年，公司协议销售面积波动下降；2018 年，公司协议销售面积为 13.83 万平方米，较上年下降较多，主要系南宁市锦云保障房项目签约销售量下降所致。2016~2018 年，公司协议销售均价也呈波动下降态势，2017 年，协议销售均价较上年下降较多，为 5,285.43 元/平方米，主要系均价较低的南宁锦云保障房项目开始销售，同时中山市、南宁市出台较为严格的限购政策打压房价所致；2018 年，随着粤港澳大湾区建设提速、深中通道等利好政策出台，协议销售均价较上年大幅增长，为 9,412.19 元/平方米。

表 8 2016~2018 年公司房地产销售与结转情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
协议销售面积（万平方米）	20.25	25.88	13.83
协议销售金额（亿元）	20.18	13.68	13.02
销售回款率（%）	100.00	100.00	100.00
协议销售均价（元/平方米）	9,965.73	5,285.43	9,412.19
结转收入面积（万平方米）	35.68	25.97	18.08
结转收入（亿元）	36.39	15.39	16.99

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售项目总可售面积 251.74 万平方米，剩余可供销售面积 142.11 万平方米，主要为中山市的朝阳花二期、香蜜山项目，南宁市的雪松君华小镇等住宅项目。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。

总体看，公司近年来签约销售面积波动下降，在售地产项目主要位于中山和南宁，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。

4. 石油化工

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。2016~2018 年，齐翔腾达分别实现利润总额 5.82 亿元、9.91 亿元和 9.77 亿元。

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。2018 年，公司主要碳四原料向前五大供应商采购额占总采购额的比重为 60.74%，采购集中度较高。

截至 2018 年底，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。2016~2018 年，齐翔腾达生产的各类化工产品产量持续增长；2018 年，公司生产各类化工产品共 162 万吨左右，其中，甲乙酮 26.25 万吨；顺酐 21.64 万吨；丙烯 12.76 万吨；异辛烷 29 万吨，均超设计产能。2016~2018 年，齐翔腾达甲乙酮和顺酐销售均价持续大幅上升，主要系下游市场需求增长所致；齐翔腾达产能利用率、产销率均维持高位。2018 年，齐翔腾达向前五大客户销售集中度为 13.44%，集中度一般。

表 9 2016~2018 年齐翔腾达主要产品情况（单位：万吨、%）

项目	主要产品	2016 年	2017 年	2018 年
产能	甲乙酮	19.60	19.60	19.60
	顺酐	15.00	17.08	20.00
产量	甲乙酮	23.64	24.49	26.25
	顺酐	14.79	18.44	21.64
产能利用率	甲乙酮	121.00	125.00	133.93

	顺酐	99.00	107.96	108.20
销量	甲乙酮	23.57	24.54	26.46
	顺酐	14.82	18.15	21.77
产销率	甲乙酮	99.70	100.20	100.80
	顺酐	100.20	98.43	100.60
销售均价	甲乙酮	4,779.00	6,953.00	7,378.08
	顺酐	5,295.97	7,495.35	7,359.58

资料来源：公司提供

2018 年，齐翔腾达收购了瑞士 Granite Capital S.A. 公司，将石油化工业务拓展至欧洲和美国市场，进入国际化工供应链领域，同时也为自身构建了新的原材料供应渠道，能够进一步巩固在碳四综合利用行业的龙头地位。2018 年，Granite Capital S.A 实现营业收入 58.17 亿元，实现净利润 509.19 万元。同时，齐翔腾达拟建 70 万吨/年丙烷脱氢项目，项目预计总投资 39.94 亿元，全部为公司自筹资金，项目建成后公司石油化工业务产能将进一步提升。

总体看，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力，经营情况良好，盈利能力很强；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。

5. 重大事项

（1）收购希努尔

2017 年 6 月 13 日，公司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”）收购 A 股上市公司希努尔男装股份有限公司 65.40% 的股权，股权收购价款为 42.75 亿元。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。公司收购希努尔资金来源为自有资金以及股东的资金支持，无配资或其他融资行为。

希努尔原主营业务为设计、生产和销售西装、衬衫及其他服饰类产品，公司拥有“希努尔”、“普兰尼奥”、“皇家新郎”等品牌，以自制生产为主、委托加工生产为辅，以直营店和特许加盟店为主；团体订购、外贸出口和网上直销为补充的生产销售模式。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。

（2）公司控股股东雪松控股收购中江信托

中国银保监会于 2018 年 11 月 29 日批复（银保监复〔2018〕306 号），同意雪松控股受让领锐资产管理股份有限公司、大连昱辉科技发展有限公司、天津瀚晟同创科技发展有限公司和深圳市振辉利科技有限公司合计持有的中江信托 71.30% 股权。自 2017 年起，受宏观经济影响，债券市场违约风险上升，中江信托出现多个项目兑付逾期，面临较大的经营压力，盈利能力大幅下降。截至 2018 年底，中江信托总资产规模 94.24 亿元，所有者权益 74.47 亿元。截至 2019 年 4 月底，雪松控股收购中江信托 71.30% 的股权事项已完成工商变更，具体收购价格暂未公布，其他转让工作尚在进行中。

总体看，雪松控股收购中江信托后，经营业务正式拓展至信托领域；但近年来中江信托经营业绩下滑，经营状况有待改善；此次收购也将给雪松控股带来较大的资金压力。

(3) 2019 年，公司共发行 80 亿元的债权融资计划

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，发行利率 8.5%，已由广州市建设投资发展有限公司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，发行利率 8.5%，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。截至 2019 年 3 月底，其中 20 亿元已用于大宗商品供应链业务。

总体看，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。

(4) 公司与广州市建设投资发展有限公司（以下简称“广州建设”）合作，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”）

2019 年 1 月，公司与广州建设共同出资成立城投雪松，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 4 月底，城投雪松实收资本 10.00 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。

总体看，公司与广州建设通过成立合资公司的形式开展业务合作，有利于公司的长远发展。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转率分别为 86.92 次、109.22 次和 55.15 次，2018 年，公司为拓展供应链业务对部分优质客户延长账期，应收账款周转率下降幅度较大，但仍处于较高水平；公司存货周转率分别为 22.97 次、27.33 次和 23.80 次，2018 年略有下降，主要系公司近年来持续拿地，在建地产项目增加，使得存货规模有所增加所致；公司总资产周转率变化较小，分别为 2.09 次、3.19 次和 3.79 次。

表 10 2018 年同行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	总资产周转率	应收账款周转率
600755.SH	厦门国贸	6.59	2.79	8.92
600180.SH	瑞茂通	29.40	1.82	56.13
600057.SH	厦门象屿	16.45	4.66	41.63
600153.SH	建发股份	2.32	1.41	5.27
002183.SZ	怡亚通	7.14	1.54	8.92
--	雪松实业	23.82	3.79	57.03

资料来源：Wind 资讯，表 10 中数据均取自 wind，相关指标的计算方法与附表计算公式存在差异

总体看，公司经营效率较好。

7. 经营关注

(1) 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。由于中山的房价比深圳、港澳地区地低很多，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，2017年3月，中山市发布住房限购政策，落实商品住房价格备案审查，严格明码标价制度，同时实行住房限购及差别化信贷政策，加强对商品住房销售的金融监管，对中山楼市做出了进一步规范。2017年5月25日，南宁住房保障和房产管理局、南宁市国土资源局等七部门联合发布《关于进一步加强房地产市场调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》，内容包括限地价、限房价、限售、限贷、限装修价等政策；其中，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）公司近年来持续进行外部收购，存在较大的资金支出压力

公司于2016年11月收购上市公司齐翔腾达控股股东齐翔集团80%股权，转让价款总额为48.18亿元；公司于2017年6月以21元/股的价格收购上市公司希努尔63.62%股权，转让价款总额为42.75亿元。以上收购款项均来源于公司自有资金以及股东支持，持续的外延并购给公司带来较大的资金压力。同时公司拥有的齐翔腾达和希努尔股权质押比例较高，存在平仓风险。

（4）非相关多元化带来的管理风险

近年来，公司持续进行多元化并购，经营范围逐渐扩大，参股和控股企业数量持续大幅增加。公司各业务板块相对独立，且部分领域为公司初次进入，公司在对控股公司或参股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。

8. 未来发展

供应链板块，公司将深耕华东和华南市场，稳固既有的华南区域铜贸易商龙头地位，部分竞争对手的退出将使得公司在华南、华东地区的销售数量大幅提升，同时积极开拓西北地区，提升市场份额，扩大贸易规模，积累真实客户的销售渠道，进一步发展并巩固贸易链条。同时，随着目前全球经济回暖，各国经济对大宗商品的需求增加，大宗商品价格企稳回升，将迎来新一轮需求热点，公司将继续坚持战略规划，进一步强化市场地位，扩大市场规模，稳步推进大宗商品供应链管理业务。

地产板块，公司将继续维持地产开发量，坚持走精品地产路线，有序将所储土地开发入市，同时寻找具有结构性变化机会的新项目。公司将致力于盘活朝阳花地二期、香蜜山项目、雪松君华小镇和文化旅游项目，随着集体土地流转政策的成熟，公司正逐步开发该土地上的计划项目。

在化工供应链板块，2016年齐翔腾达成为公司旗下第一家上市公司，主营业务不断发展的同时，于2017年新加入供应链管理板块。未来公司将进一步发挥自身产业优势，战略整合行业资源，通过纵向延伸、横向扩张、国内外并举的策略规划，在碳四产业链稳步发展的基础上，加速推进MMA、丙烷脱氢、环氧丙烷等新项目建设，瞄准高附加值的精细化工品及化工新材料领域，实施高壁垒、一体化、多元化的发展战略，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。整体看，公司各项业务规划清晰，对公司未来发展具有一定的指导作用，联合评级将持续关注公司各项战略具体实施情况。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2016~2018 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，出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部发布的最新会计准则编制。

2016 年，公司合并范围新增 18 家子公司，减少 1 家子公司；2017 年公司合并范围内新增子公司 34 家，减少子公司 6 家；2018 年，处置 3 家，注销 1 家，因收购取得 31 家，投资新设立增加 42 家，2018 年底纳入合并的范围的公司共 145 家。考虑到近年来合并范围变化很大，公司财务数据可比性不强，下文分析将主要以 2018 年财务数据为主。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 596.88 亿元，负债总额 341.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 255.88 亿元，其中归属于母公司所有者的权益 169.34 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,140.19 亿元，净利润（含少数股东损益）20.46 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.98 亿元；经营活动现金流量净额 3.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-17.73 亿元。

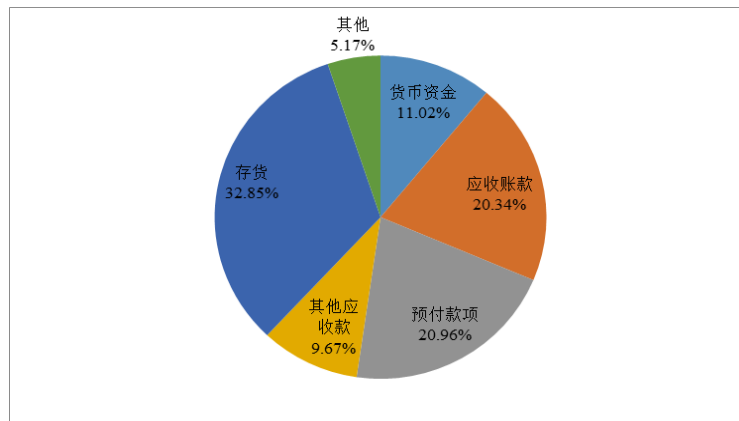
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产持续大幅增长，年均复合增长率为 28.08%。截至 2018 年底，公司资产总额 596.88 亿元，较年初增长 12.15%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占比 48.41%，非流动资产占比 51.59%。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长率为 46.15%。截至 2018 年底，公司流动资产 288.95 亿元，较年初大幅增长 33.30%，主要系应收账款、其他应收款和存货大幅增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 11.02%）、应收账款（占比 20.34%）、预付款项（占比 20.96%）、其他应收款（占比 9.67%）和存货（占比 32.85%）构成。

图 3 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 5.10%。截至 2018 年底，公司货币资金 31.83 亿元，较年初下降 28.01%，主要系公司偿还短期债务以及为拓展经营业务资金支出增加所致；其中受限货币资金 9.25 亿元，占货币资金比重为 26.87%，公司受限货币资金主要是银行承兑汇票保证金、信用证保证金、借款保证金等，受限比例较高。

2016~2018 年，公司应收账款持续大幅增长，年均复合增长率为 164.16%，主要系大宗商品

供应链业务规模增长、同时给予优质客户更长的账期所致。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 58.78 亿元，较年初增长 261.25%。截至 2018 年底，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 48.46 亿元，从账龄看，1 年以内占比 96.34%，1~2 年占比 1.56%，2~3 年占比 0.80%，计提坏账准备 1.08 亿元。从集中度看，截至 2018 年底，前五大应收方应收账款余额占公司应收账款余额的比重为 59.05%，集中度较高，前五大应收方全部为公司供应链管理业务终端客户。

表 11 2018 年底公司应收账款前五名单位情况（单位：万元、%）

公司	应收账款余额	占比
辽宁洛可可实业有限公司	133,711.34	22.16
舟山群岛新区名森石化有限公司	78,468.82	13.00
上海涛灿贸易有限公司	58,695.88	9.73
广州市建材发展有限公司	50,849.91	8.43
镇江世治国际贸易有限公司	34,569.26	5.73
合计	356,295.21	59.05

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司预付款项持续增长，年均复合增长 11.28%。截至 2018 年底，公司预付账款 60.56 亿元，较年初增长 7.08%，主要系随公司大宗商品供应链业务持续规模扩大，采购量增加所致。

2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 37.24%。截至 2018 年底，其他应收款为 27.83 亿元，较年初增长 4.17 倍，主要系公司与关联方之间的往来拆借款增加所致，前五大欠款方应收款占比 62.61%，集中度较高。

表 12 2018 年底欠款方归集的其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：万元、%）

项目	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例
雪松控股集团有限公司	往来款	69,655.14	1 年以内	24.29
齐翔员工持股计划	往来款	41,040.90	1 年以内	14.31
中山市盛置房地产开发有限公司	股权转让款	40,662.50	1 年以内	14.18
台一铜业（英属维京群岛）有限公司	往来款	14,199.02	1 年以内	4.95
诸城国土资源网	保证金	14,000.00	1 年以内	4.88
合计	--	179,557.57	--	62.61

资料来源：公司提供

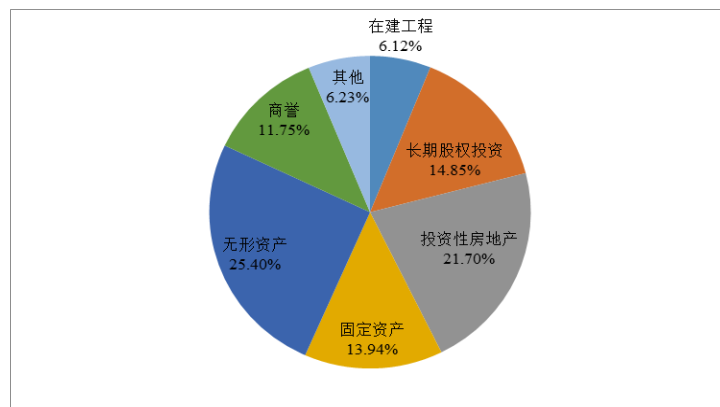
2016~2018 年，公司存货持续大幅增长，年均复合增长 110.89%，主要系公司地产项目增加投入所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 94.91 亿元，较年初增长 17.44%，主要以房地产开发成本及开发产品（81.29 亿元）、原材料（4.03 亿元）和库存商品（8.27 亿元）为主；房地产开发成本及开发产品主要为位于中山市、南宁市、许昌市等地的地产项目。公司已对存货计提跌价准备 0.11 亿元。考虑到公司地产项目区域分布较为集中，中山市、南宁市住房市场受限购政策影响大，存在一定的存货跌价风险。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为 16.06%。截至 2018 年底，公司非流动资产 307.92 亿元，较年初下降 2.39%，主要系可供出售金融资产、投资性房地产及其他非流动资产下降所致；非流动资产构成以长期股权投资（占比 14.85%）、投资性房地产（占比

21.70%)、固定资产（占比 13.94%）、无形资产（占比 25.40%）和商誉（占比 11.75%）为主。

图 4 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 3.51%。截至 2018 年底，公司投资性房地产 66.82 亿元，较年初下降 11.62%，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。2016~2018 年，公司计入投资性房地产项目及公允价值变动情况如下表所示。

表 13 2016~2018 年公司投资性房地产公允价值情况（单位：亿元）

项目名称	2016 年底	2017 年底	2018 年底
君华上域	1.13	1.06	1.05
江南世家	0.22	0.23	--
天汇项目	6.73	6.76	6.74
华府项目	2.64	2.35	2.32
江南世家（雪松实业）	1.31	1.27	1.26
御府项目	1.25	1.20	0.97
香柏项目	23.61	23.49	23.33
君华新城（中山）	11.97	11.73	6.37
香蜜山	--	6.57	--
丽江晖龙旅游开发有限公司	1.53	1.52	1.39
丽江玉龙花园投资有限公司	11.08	11.04	5.39
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	0.90	1.11	1.20
希努尔男装股份有限公司	--	7.30	14.81
雪松总部大楼	--	--	1.96
盛城世家	--	--	0.03
合计	62.36	75.61	66.82

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 11.33 倍。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 45.74 亿元，增长 79.56%。2018 年，公司出售原全资子公司广州汇华投资有限公司 60%的股权给控股股东雪松控股，出售后公司仅持有广州汇华投资有限公司 40%股权，并计入长期股权投资；同时公司 2017 年购买开源证券股份有限公司股权，并在 2018 年增加对菏泽华立新材料有限公司的投资。

表 14 截至 2018 年底公司长期股权投资明细（单位：万元、%）

被投资单位	期末余额	持股比例
广东省君华公益基金会	200.00	100.00
开源证券股份有限公司	280,369.80	28.53
广州汇华投资有限公司	133,200.00	40.00
粤港澳大湾区产融投资有限公司	1,250.00	3.12
菏泽华立新材料有限公司	42,360.00	16.66
合计	457,379.80	--

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 4.82%。截至 2018 年底，公司固定资产 42.92 亿元，较年初增长 0.87%，其中专用设备 20.55 亿元，主要为化工板块的生产设备；通用设备 8.42 亿元；房屋及建筑物 13.27 亿元。已计提累计折旧 31.22 亿元，固定资产成新率为 57.95%，成新率一般。

2016~2018 年，公司无形资产持续增长，年均复合增长 6.24%。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 78.21 亿元，较年初变化不大；公司无形资产主要包括土地使用权 14.13 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）。

2016~2018 年，公司其他非流动资产波动下降，年均复合下降 67.81%。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 36.98 亿元，较年初变化小，其他非流动资产主要为广州汇华投资有限公司持有的 8,978 亩集体自留用地项目（即白云世家、白云颐园、白云御府、白云华府和白云文化旅游项目）。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 3.80 亿元，较年初减少 33.18 亿元，主要系公司出售广州汇华投资有限公司 60% 股权给雪松控股后，白云世家、白云颐园、白云御府、白云华府和白云文化旅游项目不再纳入公司合并范围所致。

2016~2018 年，公司商誉持续增长，年均复合增长 2.16 倍，主要系公司外部并购取得子公司所致。截至 2018 年底，公司商誉为 36.19 亿元，较年初增长 6.08%；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 亿元和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；2018 年，经过一系列商誉减值测试，公司未对商誉计提减值。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 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 169.08 亿元，受限资产占总资产比例为 28.33%，受限比例很高，受限资产如下表所示。

表 15 截至 2018 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	92,525.32	保证金、用于担保的定期存款等
应收票据	36,904.76	质押
应收账款	3,128.00	质押
存货	556,412.63	抵押
可供出售金融资产	6,630.00	质押
长期股权投资	344,743.30	质押
投资性房地产	514,422.17	抵押
固定资产	19,331.84	抵押
在建工程	101,632.76	抵押
无形资产	11,061.46	抵押

其他非流动资产	4,000.00	质押
合计	1,690,792.24	--

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主。公司流动资产中，存货主要为地产项目；非流动资产中，商誉占比大，投资性房地产以公允价值计量；资产受限比例较高，公司整体资产质量一般。

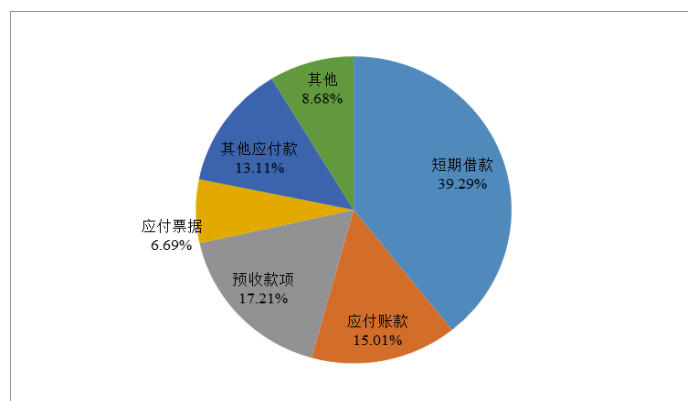
3. 负债及所有者权益

负债

2016~2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 40.58%。截至 2018 年底，公司负债总额 341.00 亿元，其中流动负债 175.42 亿元（占比 51.44%）、非流动负债 165.58 亿元（占比 48.56%）。

2016~2018 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 4.78%。截至 2018 年底，公司流动负债 175.42 亿元，较年初下降 5.06%，主要系偿还短期借款所致；公司流动负债构成中，短期借款占比 39.29%，应付账款占比 15.01%，预收款项占比 17.21%，其他应付款占比 13.11%，应付票据占比 6.69%。

图 5 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 40.58%。截至 2018 年底，公司短期借款 68.93 亿元，较年初下降 31.78%，其中质押借款占比 27.22%，抵押借款占比 38.62%，保证借款占比 6.02%，信用借款占比 28.13%。

2016~2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 20.04%。截至 2018 年底，公司应付账款 26.33 亿元，较年初增长 81.26%，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。

2016~2018 年，公司预收款项持续增长，年均复合增长 9.86%。截至 2018 年底，预收款项 30.19 亿元，较年初增长 6.05%，公司预收款项主要为预收购房款（占比 46.07%）和预收大宗商品供应链业务下游客户的保证金（占比 30.14%）。

2016~2018 年，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 42.02%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 23.00 亿元，较年初下降 3.39%，变动较小。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。

2016~2018 年，公司非流动负债持续大幅增长，年均复合增长 104.57%。截至 2018 年底，公

司非流动负债 165.58 亿元，较年初增长 28.87%，主要系长期借款、应付债券增长所致。非流动负债主要由长期借款（占比 64.83%）、应付债券（占比 16.82%）和递延所得税负债（占比 17.31%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款持续大幅增长，年均复合增长 4.46 倍。截至 2018 年底，公司长期借款为 107.35 亿元，较年初增长 33.38%，主要系公司业务扩张对资金需求增加所致；其中，2019~2020 年到期 7.29 亿元，2020~2021 年到期 105.00 亿元，到期期限集中度很高，届时公司将面临较大的集中偿付压力。

截至 2016 年底，公司无应付债券，截至 2017 年底，应付债券为 11.91 亿元，主要系公司发行“17 君华 01”所致；截至 2018 年底，公司应付债券为 27.85 亿元，较年初增长 1.34 倍，主要系公司发行“18 君华 01”和“18 雪松 01”公司债券所致。

2016~2018 年，公司全部债务逐年上升，年均复合增长 97.67%，债务规模增长较快。截至 2018 年底，公司全部债务为 222.71 亿元，其中短期债务为 87.52 亿元，长期债务为 135.20 亿元，公司以长期债务为主。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 54.79%、58.86%和 57.13%，波动上升；全部债务资本化比率分别为 25.73%、48.33%和 46.54%，呈波动上升趋势；长期债务资本化比率分别为 6.66%、29.79%和 34.57%，呈大幅上升趋势。

总体看，近年来，公司债务规模持续快速增长。公司债务以长期债务为主，整体债务负担较重，集中偿付压力较大。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 24.72%，主要系股东对公司进行增资、利润留存以及随并购增加少数股东权益增加所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 255.88 亿元，较年初增长 16.86%，其中归属于母公司的所有者权益 169.34 亿元；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 41.34%、资本公积占比 15.64%、其他综合收益占比 13.96%、未分配利润占比 28.92%。

总体看，近年来，公司控股股东持续对公司进行资本投入，同时随着利润滚存及持续并购，公司所有者权益增长较快，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016~2018 年，受大宗商品供应链板块业务扩大的影响，公司营业收入持续大幅增长，年均复合增长 97.06%；2018 年，公司营业收入为 2,140.19 亿元，同比增长 49.76%。2016~2018 年，公司营业利润波动增长，年均复合增长 89.42%；2018 年，公司营业利润 24.64 亿元，同比增长 22.84%，主要系大宗商品供应链业务规模效应显现使得毛利率提升以及石油化工业务盈利增加所致。2016~2018 年，公司净利润波动增长，年均复合增长 49.16%；2018 年，公司净利润为 20.45 亿元，同比下降 8.92%，主要系营业外收入下降所致。

期间费用方面，2016~2018 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 1.15 倍，2018 年，公司费用构成中，销售费用占比 23.40%、管理费用占比 36.52%、财务费用占比 40.08%。2016~2018 年，公司销售费用呈持续增长趋势，年均复合增长 152.43%，主要系公司为扩大业务规模增加宣传费用、人工费用所致；公司管理费用持续增长，年均复合增长 107.91%，主要系子公司数量持续大幅增加，公司人工费用增长所致；公司财务费用持续增长，年均复合增长 104.71%，主要系公司债务规模增加所致。2016~2018 年，公司费用收入比分别为 0.77%、1.23%和 1.21%，和公司毛利率相比，公司费用控制能力有待提升。

2016~2018 年，公司投资收益波动增长，分别为 0.20 亿元、7.31 亿和 3.07 亿元，2017 年投资收益较高，主要系处置下属子公司“西安君华置业股份有限公司”的长期股权投资产生的投资收益 6.30 亿元所致；2018 年投资收益主要为处置长期股权投资产生的投资收益 1.12 亿元，以及处置子公司股权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得 0.89 亿元。

2016~2018 年，公司营业外收入波动下降，年均复合下降 49.22%；2017 年，公司营业外收入为 9.29 亿元，同比增长 81.82%，主要系公司收购中山市汇德丰房地产投资有限公司在内等三家公司，被收购方的可辨认净资产公允价值大于收购成本差额确认为营业外收入所致。2018 年，公司营业外收入为 1.32 亿元，同比下降 85.82%，营业外收入主要为政府补助。

从盈利指标看，得益于利润总额和净利润的增速较快，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈波动上升趋势，2016~2018 年，公司总资本收益率分别 6.41%、9.82%和 6.39%；总资产报酬率分别为 5.00%、8.30%和 6.03%，公司净资产收益率分别为 7.73%、11.72%和 8.62%，2018 年各盈利指标有所下降，主要系营业外收入下降所致。与同行业上市公司对比来看，公司营业利润率处于同行业较低水平，总资产报酬率和净资产收益率处于同行业中上水平。

表 16 2018 年公司与同行业上市公司盈利指标比较（单位：%）

证券代码	证券简称	营业利润率	总资产报酬率	净资产收益率
600755.SH	厦门国贸	1.93	2.98	9.42
600180.SH	瑞茂通	2.74	2.28	8.69
600057.SH	厦门象屿	1.16	2.13	9.24
600153.SH	建发股份	4.57	2.38	18.26
002183.SZ	怡亚通	2.57	0.44	3.37
--	雪松实业	1.15	5.99	9.77

资料来源：Wind 资讯。注：以上数据均来自 Wind，相关指标的计算方法与附表计算公式存在差异。

总体看，近年来，公司收入规模持续大幅增长，费用控制能力有待提升，净利润对投资收益和营业外收入有一定依赖，整体盈利能力有待提升。

5. 现金流

经营活动方面，2016~2018 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 87.60%；2018 年，经营活动现金流入为 2,351.51 亿元，主要为主营业务回款。2016~2018 年，公司经营活动流出的现金持续增长，年均复合增长 86.86%，2018 年，经营活动现金流出为 2,348.33 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。综合考虑上述因素，2016~2018 年，公司经营活动现金流量净额分别为-3.43 亿元、2.38 亿元和 3.17 亿元，由负转正，但相对于公司净利润，公司经营活动现金净流入规模仍较小。2016~2018 年，公司现金收入比分别为 115.83%、114.26%和 108.12%，公司收入实现质量良好。

投资活动方面，2016~2018 年，公司投资活动现金流入量分别为 0.49 亿元、32.12 亿元和 10.35 亿元，主要为公司持有理财产品到期回收及收到的理财产品现金分红。2016~2018 年，公司投资活动现金流出量分别 20.64 亿元、136.61 亿元和 34.24 亿元；2017 年，公司投资活动现金流出主要为支付购买齐翔集团和希努尔的股权转让款和理财支出等。综合考虑上述因素，2016~2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-20.15 亿元、-104.49 亿元和-23.89 亿元，主要系近年来持续并购规模较大所致。

筹资活动方面，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入量分别为 74.49 亿元、239.30 亿元和

193.14 亿元，以借款取得的现金为主，另有部分资金系控股股东对公司增资以及公司通过发行债券取得。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出量分别为 40.13 亿元、112.77 亿元和 190.45 亿元，主要为偿还债务现金支出。综合考虑上述因素，2016~2018 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 34.36 亿元、126.52 亿元和 2.49 亿元。

总体看，近年来，公司收入实现质量较高，但经营活动现金净流量规模较小；公司不断进行外延并购，投资活动现金流出规模很大；考虑到公司在建地产项目等仍需持续投入以及公司外延并购的资金需求，公司未来仍有较大的外部筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率分别为 0.85 倍、1.17 倍和 1.65 倍，流动比率持续上升；公司速动比率分别为 0.71 倍、0.74 倍和 1.11 倍，速动比率与流动比率变化趋势相同；公司现金短期债务比分别为 0.90 倍、0.50 倍和 0.50 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 74.28%。2018 年公司 EBITDA 为 40.41 亿元，其中折旧占比 14.50%，摊销占比 1.19%，计入财务费用的利息支出占比 20.68%，利润总额占比 63.62%。2016~2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.72 倍、4.65 倍和 3.26 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.23 倍、0.21 倍和 0.18 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 月底，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 29.67 亿元，对外担保规模占公司净资产比例的 11.60%，面临着一定或有负债风险。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 211.83 亿元，公司已使用额度 183.09 亿元，间接融资渠道有待进一步拓宽。公司拥有两家上市公司，拥有直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，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，联合评级将持续关注相关涉诉事项进展情况。

表 15 截至 2019 年 3 月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	淄博多得源工贸有限公司	淄博齐翔石油化工有限公司	2,869.68	企业借贷纠纷	二审法院发回一审法院重审
2	夏军伟	淄博齐翔腾达化工股份有限公司	1840.00	股权转让纠纷	一审审理中
3	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	一审法院驳回起诉，原告提起上诉，二审审理中

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（机构信用代码：G1044010600435940Z），截至 2019 年 1 月 4 日，公司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一笔关注类记录，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。

总体看，近年来，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到公司在经营规模、业务多元化等方

面的优势，其整体偿债能力仍属很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底，公司全部债务 222.71 亿元，本期拟发行债券规模不超过 70 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次公司债券的发行对公司债务结构影响较大。

以 2018 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 70 亿元，本次公司债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 61.63%、53.36%和 44.50%，分别较发行前上升 4.50 个百分点、6.82 个百分点和 9.93 个百分点，公司的债务负担进一步加重，但考虑到部分募集资金用于偿还现有债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 40.41 亿元，为本次公司债券发行额度（70 亿元）的 0.58 倍，EBITDA 对本次公司债券的覆盖程度尚可；2018 年公司经营活动产生的现金流入 2,351.51 亿元，为本次公司债券发行额度（70 亿元）的 33.59 倍，公司经营活动现金流入量对本次公司债券覆盖程度高；2018 年公司经营活动净现金流为 3.17 亿元，为本次公司债券发行额度（70 亿元）的 0.05 倍，公司经营活动净现金流对本次公司债券的覆盖程度较差。

综合以上分析，并考虑到公司在铜产品供应链领域和石油化工领域的竞争优势，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

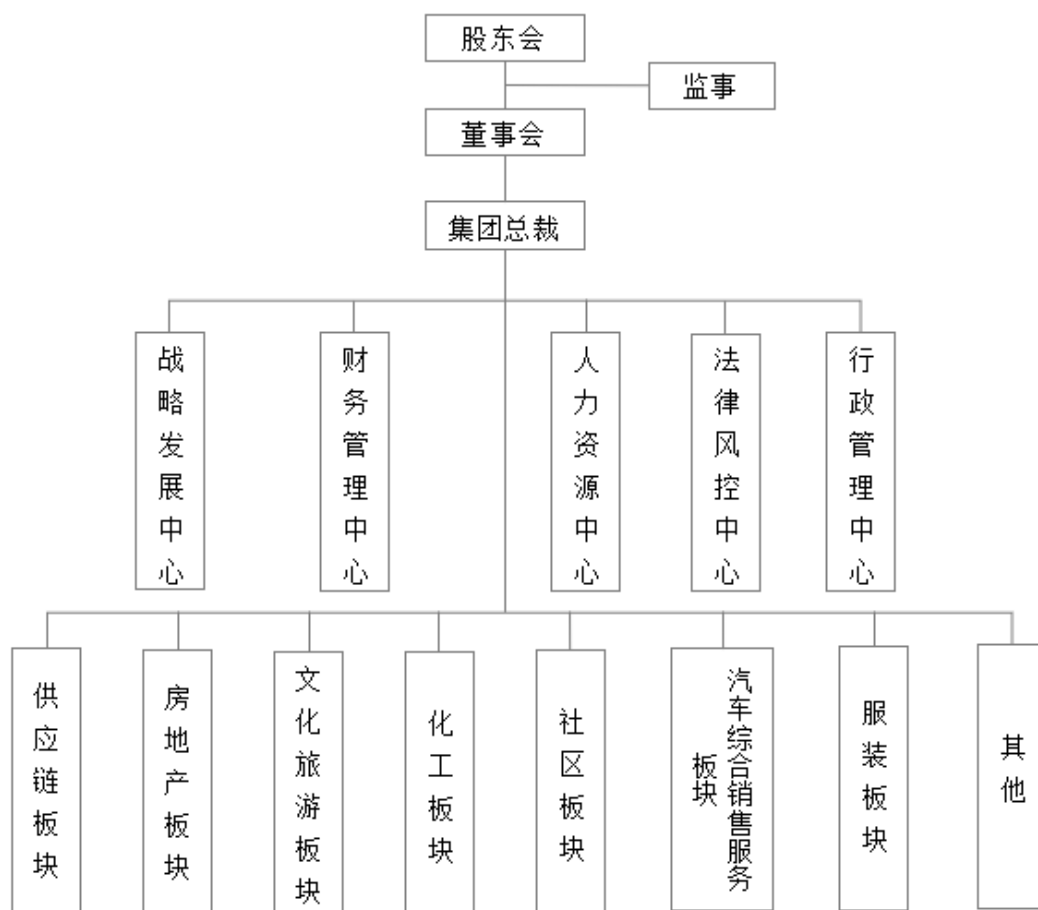
九、综合评价

公司作为一家综合性企业，业务涉及大宗商品供应链管理、房地产开发、化工、汽车销售及服装等方面，经营较为多元化。公司大宗商品供应链业务拥有广泛的上下游客户资源，其中铜产品贸易占据了华东和华南地区较大的市场份额，区域竞争力强；公司在碳四化工领域竞争实力强，甲乙酮、顺酐生产规模全国领先，产能利用率高。近年来，公司资产和收入水平持续大幅增长，控股股东对公司持续增资，资本实力增强。同时，联合评级也关注到，公司大宗商品供应链业务毛利率很低且公司对上游供应商较为依赖，预付款项和应收账款对公司资金形成占用，房地产项目区域相对集中且存在去化压力，化工行业易受宏观经济周期影响，公司持有的上市公司股权质押比例很高，债务规模增长较快且整体债务负担较重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。

公司利用“供通云平台”广泛的上下游资源不断拓展业务，规模效应逐渐显现；公司持续进行外延并购，经营业务日益多元化，公司综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用等级以及本次公司债券偿还能力的评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	363.87	532.22	596.88
所有者权益（亿元）	164.51	218.95	255.88
短期债务（亿元）	45.27	111.90	87.52
长期债务（亿元）	11.73	92.89	135.20
全部债务（亿元）	57.00	204.79	222.71
营业收入（亿元）	551.11	1429.05	2140.19
净利润（亿元）	9.20	22.46	20.46
EBITDA（亿元）	13.30	42.78	40.41
经营性净现金流（亿元）	-3.43	2.38	3.17
应收账款周转次数（次）	86.92	109.22	55.15
存货周转次数（次）	22.97	27.33	23.80
总资产周转次数（次）	2.09	3.19	3.79
现金收入比率（%）	115.83	114.26	108.12
总资本收益率（%）	6.41	9.40	6.39
总资产报酬率（%）	5.00	8.30	6.03
净资产收益率（%）	7.73	11.72	8.62
营业利润率（%）	1.98	2.12	2.07
费用收入比（%）	0.77	1.23	0.91
资产负债率（%）	54.79	58.86	57.13
全部债务资本化比率（%）	25.73	48.33	46.54
长期债务资本化比率（%）	6.66	29.79	34.57
EBITDA 利息倍数（倍）	10.72	4.65	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	0.23	0.21	0.18
流动比率（倍）	0.85	1.17	1.65
速动比率（倍）	0.71	0.74	1.11
现金短期债务比（倍）	0.90	0.50	0.50
经营现金流流动负债比率（%）	-2.15	1.29	1.81
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.19	0.61	0.58
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.33	4.28	4.04

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；除特别说明外，均指人民币。

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	
总资产收益率	(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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 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。

联合信用评级有限公司关于 雪松实业集团有限公司 公开发行 2019 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年雪松实业集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

雪松实业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。雪松实业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注雪松实业集团有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现雪松实业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如雪松实业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至雪松实业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送雪松实业集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一九年五月三十一日

