信用等级公告

联合〔2020〕2830 号

联合资信评估有限公司通过对浙商中拓集团股份有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将浙商中拓集团股份有限公司的主体长期信用等级由 AA 调整至 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

浙商中拓集团股份有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙商中拓集团股份有限公司	AA+	稳定	AA	稳定

评级时间：2020年7月29日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	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	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		4
		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

浙商中拓集团股份有限公司（以下简称“公司”或“浙商中拓”）自2016年成为浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）控股子公司后，其收入规模对交投集团贡献度高，重要性日益显现，交投集团对公司在资金、融资及资产注入等方面的支持力度逐渐加大，对公司经营发展、财务及融资稳定起到明显支撑作用。基于公司良好的经营、财务弹性和高效的市场化运营及周转能力，公司得以将交投集团的资金及融资便利支持转化为发展动力，近年来实现了高质量的跨越式发展，盈利能力和整体竞争及抗风险实力显著提升。跟踪期内，公司供应链服务业务规模持续扩张，贸易模式日趋成熟，贸工一体化不断推进，营业收入和利润规模均实现快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，贸易行业受宏观环境影响较大，公司为实现交投集团整体经营目标大幅提升杠杆水平，增加营运资本投入，对公司风控及流动性管理提出了更高要求，经营活动净现金流波动大、权益稳定性较弱等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

公司计划引入浙江永安国富实业有限公司（以下简称“永富实业”）作为战略投资者，并在大宗商品贸易期现结合业务中开展战略合作，该合作有望促进公司供应链业务风控精度的提升、盈利手段的多元扩充和盈利窗口把握能力的提升；同时，公司拟与浙江省海运集团有限公司（以下简称“海运集团”）进行重组，重组事项完成后，交投集团对公司的持股比例将有所提升，公司资本实力得到扩充的同时，物流业务将拓展至近海及内河航运领域，促进公司货权风险管控能力的提升，有助于公司竞争实力和抗风险能力的进一步巩固。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA调整为AA+，评级展望为稳定。

分析师：刘嘉敏　邢霖雪
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

优势

1. **股东实力雄厚，在资金融通和业务融合上为公司持续提供有力支持，通过投入运营资本促进公司高效的周转运营能力，盈利能力得到持续提升。**截至 2020 年 3 月底，浙江省交通投资集团财务有限责任公司（以下简称“交投集团财务公司”）对公司提供 45 亿元授信，较 2020 年 1 月底新增 34 亿元，资金成本不高于国内主要商业银行同期同档次贷款利率。2019 年，公司实现利润总额 7.65 亿元，净资产收益率大幅提升至 17.12%，达到行业优秀水平。

2. **跟踪期内，公司风控体系持续完善，风控能力持续提升，手段日趋丰富。资产负债匹配性高，经营、财务弹性良好，保障了公司高质量的快速增长。**跟踪期内，公司通过自建的客户关系管理系统（CRM）、价格风险管理系统（PRM）和智慧仓储系统（WMS），从客户筛选、期现结合、追踪货源等方面持续加强自身风险管控水平，保障了公司的增长质量。近年公司新增业务风险事件及涉诉事件减少，实际信用风险损失降低。

3. **跟踪期内，贸工一体化项目部分投入使用，为供应链集成服务业务增长的可持续性形成支撑。**2019 年，公司在建项目产能部分释放，公司持续探索工贸一体、以工促贸的发展模式，有助于公司提升对终端客户的服务能力、业务附加值和客户粘性。同时，工贸一体项目也有助于公司提升对终端价格的敏锐度和价格管理能力，促进整体业务增长的持续性。

4. **公司计划与交投集团子公司海运集团资产重组，如重组完成，公司对物权的管控能力将进一步提升，权益资本有望得到补充。**跟踪期内，公司持续推进发行股票购买交投集团子公司海运集团 100%股权，截至 2019 年底，海运集团资产总额为 29.06 亿元，所有者权益合计 6.59 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2019 年，海运集团实现收入 14.35 亿元，利润总额 9.13 亿元（投资收益 5.80 亿元）。资产重组完成后，公司物流业务将拓展至近海及内河航运领域，在提升货物运输效率的同时能够进一步加强公司对货权的管控能力。

5. **公司计划引入战略投资者，并在大宗商品期现结合业务领域展开战略合作，有望促进公司供应链服务业务风控精度和提升、扩充盈利手段。**2020 年 6 月，公司拟向交投集团和永富实业非公开发行股份，募集资金规模不超过 5 亿元，并将与永富实业在大宗商品期现结合业务中开展战略合作，公司期现结合的管理能力和机会把握水平有望提升。

关注

1. **公司主业集中在大宗商品贸易领域，易受宏观政策变动影响。**公司主要业务集中在钢材贸易领域，受宏观经济环境和经济周期影响大，宏观政策变动和经济环境的不确定性可能加大公司经营管理难度。

2. **公司经营活动产生的现金流量净额波动幅度大。**受供应链业务经营特点以及 2020 年初集中备货的影响，跟踪期内公司应收类款项、预付款项及存货快速增长，对营运资金形成较大占用，经营活动产生的现金流量净额大幅下降。

3. **所有者权益稳定性较弱。**截至 2019 年底，公司所有者权益为 33.84 亿元，包含其他权益工具（永续债）7.50 亿元和未分配利润 10.76 亿元，权益稳定性较弱。

4. **为对冲新冠肺炎疫情对业务造成的短期影响，实现交投集团整体经营目标，2020 年，公司加大业务投入，大幅提升杠杆水平，高杠杆运营压缩了公司整体弹性空间，联合资信将持续关注公司流动性管理和杠杆回归情况。**2020 年 3 月底，随着公司业务规模扩张、钢材价格持续下降，公司积极备货，并叠加新冠肺炎疫情影响，周转率有所弱化，公司杠杆水平已超过历史最高水平（截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率为 81.42%），整体债务负担加重。增量债务主要通过交投集团合作银行提供和交投集团财务公司支持，公司同时制定了年末资产负债率回归的目标计划，虽然公司该类业务资产负债匹配性良好，具备良好弹性，但高杠杆运营仍会加大公司流动性管理难度。

主要财务数据

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.54	12.38	22.59	43.02
资产总额(亿元)	107.58	116.40	147.14	268.68
所有者权益(亿元)	27.18	29.40	33.84	35.01
短期债务(亿元)	51.33	45.77	62.64	163.78
长期债务(亿元)	2.16	1.64	0.64	0.70
全部债务(亿元)	53.49	47.41	63.28	164.48
营业收入(亿元)	484.07	632.94	734.64	155.59
利润总额(亿元)	2.28	4.24	7.65	1.52
EBITDA(亿元)	5.95	8.21	11.82	--
经营性净现金流(亿元)	-7.90	9.19	0.67	-68.44
营业利润率(%)	2.33	2.23	2.15	2.39
净资产收益率(%)	6.59	10.47	17.12	--
资产负债率(%)	74.74	74.75	77.00	86.97
全部债务资本化比率(%)	66.31	61.73	65.16	82.45
流动比率(%)	121.23	121.86	119.09	109.48
经营现金流动负债比(%)	-10.22	10.91	0.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	2.31	3.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.99	5.78	5.35	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	81.06	72.68	96.78	188.11
所有者权益(亿元)	24.18	25.27	27.34	27.59
全部债务(亿元)	16.02	13.76	17.16	89.09
营业收入(亿元)	212.69	248.72	253.10	62.42
利润总额(亿元)	0.95	2.27	3.45	0.25
资产负债率(%)	70.18	65.23	71.75	85.33
全部债务资本化比率(%)	39.85	35.25	38.56	77.32
流动比率(%)	106.70	95.64	92.82	96.51
经营现金流动负债比(%)	-7.34	24.36	17.44	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.合并口径短期债务中包含其他流动负债中的有息债务；3.合并口径现金类资产中已剔除使用受限的货币资金；4.所有者权益中包含 7.50 亿元永续中期票据

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/2/13	姜帆 邢霖雪	贸易企业信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	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

声　明

一、本报告引用的资料主要由浙商中拓集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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 2021 年 2 月 12 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。

浙商中拓集团股份有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙商中拓集团股份有限公司（以下简称“公司”或“浙商中拓”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 67465.80 万元，控股股东浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）持股比例为 38.01%（未质押），浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）为公司实际控制人。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。

进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，

一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施

老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业分析

1. 大宗商品贸易

（1）行业现状

2019 年，大宗商品市场压力犹存，行业转型升级加快，产业分化严重，整体处于窄幅震荡的状态。

大宗商品主要指可进入流通领域、非零售环节、具有商品属性、用于工农业生产与消费使用的大批量买卖的物质商品，一般处于最上游，被广泛作为工业基础原材料。大宗商品具有交易量巨大、同质化程度强、流通性强、价格波动受供需状况影响显著等特征，且可设计为期货、期权作为金融工具，更好的实现价格发现功能并规避价格波动风险。

目前，中国的大宗行业发展还处于初级阶段，现阶段，国家的经济发展与大宗商品市场呈现出越来越密切的关系。近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。2019 年全球经济依然负重前行，贸易摩擦升温、地缘局势紧张，全球经济增长预期下调、经济前景仍不稳定；中国经济总体平稳，下行压力有所加大。大宗商品市场压力犹存，行业转型升级加快，产业分化严重，部分商品下行风险加大。

（2）主要贸易品种运行情况

钢材

2019年以来，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格持续下行。钢材贸易企业行业竞争较为激烈，资金获取能力强、行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

目前钢材流通主要以国内贸易为主，行业准入门槛较低，竞争激烈。供需方面来看，国内钢材贸易上游主要为钢铁生产商，上游集中度较高，且部分大型供应商行业地位突出，在钢材贸易中拥有较强话语权，一般需要贸易商全额预付后方可提货；钢材贸易下游需求方则相对比较分散，终端行业主要为建筑业、重型机械、汽车等；其中建筑业是中国最重要的钢材消费对象，其消费量占钢铁总消费量的一半以上。

2019 年，钢铁行业在经历三年“化解过剩产能”后，供给侧结构性改革带来的政策红利逐渐衰减，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行，叠加铁矿石价格大幅上涨侵蚀企业利润，钢铁行业盈利水平显著下降。

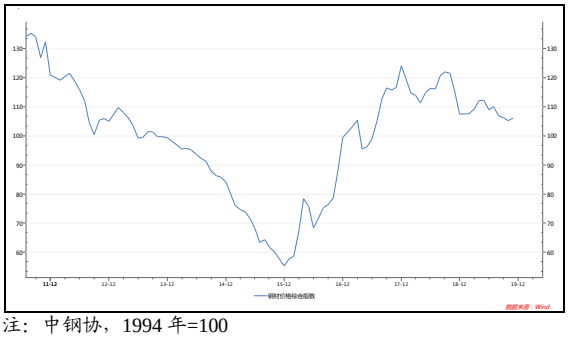
2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.09 亿吨、9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高。2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8%。

2019 年有关基建稳增长政策不断释放，降低基础设施项目最低资本金比例，提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 1 万亿元，发改委开展为期半年的“疏解治理投资堵点”专项行动，《交通强国建设纲要》《西部陆海新通道总体规划》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》等重点领域、重点区域规划随之出台。与此同时，项目批复也有所加快，2019 年发改委

批复的基建项目已超过 60 个，总投资额超 1.5 万亿元，从项目类型来看，多集中在铁路、轨道交通、机场扩建等领域。交通运输部计划 2020 年交通运输将完成铁路投资 8000 亿元，公路水路投资 1.8 万亿元，民航投资 900 亿元。2020 年各项措施的集中发力，基建投资回升态势有望延续。同时，随着铁路、轨道交通等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，基建投资用钢强度明显提升，基建用钢有望成为 2020 年钢铁需求亮点。

2019年钢材价格指数总体平稳，呈窄幅波动走势。5月初达到最高113.1点，10月底震荡下降至年内最低104.3点。全年中国钢材价格指数均值为107.98点，同比下降6.77点，降幅为5.9%；2020年以来，钢材价格指数继续呈下降趋势，截至2020年5月，钢材价格指数为99.83点，为2019年以来最低值。整体看，2019年以来，钢材价格的波动幅度较往年偏小，对于钢材贸易企业来说，可操作空间小，获利空间小。

图 1　近年来钢材综合价格指数



注：中钢协，1994 年=100
数据来源：Wind

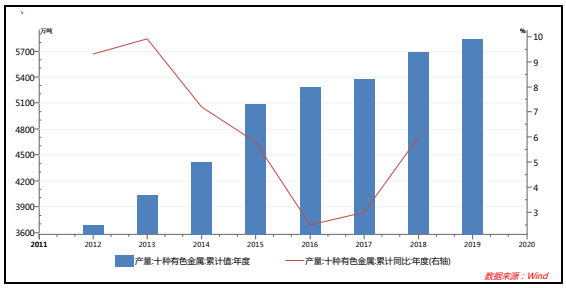
目前中国钢材贸易企业众多，普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，中国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过 20 万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。中国钢材贸易企业已初步形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；以及需求导向性明显的区域性或依托中国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

有色金属

2019 年，有色金属产量增速继续放缓，价格整体呈震荡走势。

有色金属行业是中国原材料工业的重要组成部分，广泛用于机械、电子、建筑、国防和科技等行业。2019 年，十种有色金属产量为 5841.60 万吨，同比增长 3.50%。

图 2　中国近年十种有色金属产量及同比增长率情况



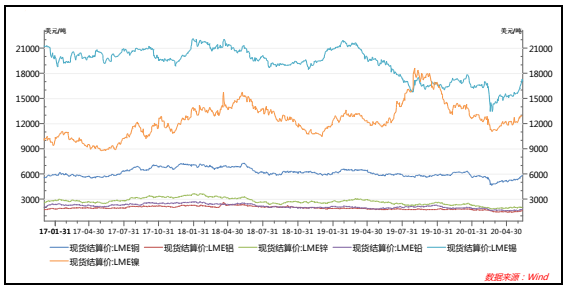
注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞
资料来源：Wind

受限于中国有色金属矿产资源储量较低，且有色金属深加工产业及新材料开发水平较发达经济体差距较大，中国有色金属长期存在巨额逆差，有色金属资源对外依存度保持较高水平；国内市场来看，中国有色金属生产企业主要集中于西部内陆企业，主要消费区域集中于东部沿海发达区域，有色金属资源分布及消费需求等方面差异共同导致有色金属产品庞大的贸易规模及交易。

有色金属标准化程度极高，相关贸易接近完全竞争行业，市场价格透明，准入门槛低，行业利润率极低，行业内通常参考伦敦金属交易所（LME）、纽约商品交易所（COMEX）及上海期货交易所有色金属期货合约报价作为有色金属交易价格。由于有色金属价格波动较大，买卖双方通常通过点价方式确定交易价

格，即由买方以某月份的期货价格为计价基础，以期货价格加上或减去双方协商同意的升贴水来确定双方买卖现货商品价格的交易方式。点价期一般为 1～2 个月。

图 3　2017 年以来主要有色金属价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind

2019 年有色行业整体呈震荡走势。上半年延续 2017 年 9 月份以来的跌势，下半年在 7 月 10 日达到两年最低点后触底反弹，两个月后再次回调进入窄幅震荡期。具体板块涨跌分化，金、银、镍、重稀土价格上涨，轻稀土、铅、钴、锑等小金属价格下跌。其中，重稀土的三个商品有色行业涨幅最大，而镍(26.45%)是基本金属中涨幅最高的产品，铜则走出了独立行情。

总体看，在中国经济增速放缓、全球经济复苏依旧乏力的大环境下，有色金属行业短期仍将以调整为主；长期来看，伴随世界经济复苏、新兴经济快速增长以及资源储量刚性制约供给的综合影响下，有色金属长期将持续获得需求端支撑，发展前景良好。

2.　区域经济环境

跟踪期内，浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，为公司提供了良好的外部发展环境。

公司总部位于浙江省。浙江省经济状况与公司发展具有一定的关联性。2019 年，浙江全省生产总值（GDP）62352 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 2097 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 26567 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 33688 亿元，增长 7.8%。三大产业比例为 3.4：42.6：54.0。人均 GDP 为 107624 元，增长 5.0%。

从对外经济来看，2019 年浙江省全年货物进出口总额 30832 亿元，比上年增长 8.1%。其中，出口 23070 亿元，比上年增长 9.0%，出口占全国的 13.4%，比重较上年提升 0.5 个百分点；进口 7762 亿元，比上年增长 5.8%。其中，民营经济出口 18415 亿元，比上年增长 11.50%，占出口总额的 79.8%，比上年提高 1.8 个百分点。对“一带一路”沿线国家合计进出口 10458 亿元，比上年增长 16.7%，其中出口 7961 亿元，比上年增长 16.8%。从产品看，机电产品出口 10131 亿元，比上年增长 10.0%；高新技术产品出口 1605 亿元，比上年增长 14.0%。

2019 年浙江省全年居民人均可支配收入为 49899 元，比上年增长 8.9%，全省居民人均生活消费支出 32026 元，比上年增长 8.7%。

五、基础素质分析

1.　企业规模及竞争力

作为国有控股上市公司，公司在大宗商品供应链领域为客户提供全方位、多层次、个性化的集成服务，业务覆盖地区广，自建的物流体系和“中拓钢铁网”为公司业务提供有力支撑，风控体系完善，具备很强的综合竞争能力和抗风险能力。

公司作为国有控股上市公司，主营业务覆盖大宗商品贸易、仓储物流、汽车销售与服务、出租车等，业务覆盖面广。经过十多年的发展，公司业务布局已覆盖中国中西部、长三角、珠三角和京津冀等经济发达或高速增长的地区，业务布局范围广。

公司自建的物流体系打造“无车承运人”和“无船承运人”平台，截至 2020 年 3 月底，纳入承运商 217 家，车辆 3611 台。公司自主研发的“中拓钢铁网”平台符合行业特点，与实际业务的 ERP 信息化管理系统能够提高公司对货源的控制能力，该系统包括客户关系管理系

统（CRM）、价格风险管理系统（PRM）和智慧仓储系统（WMS），依靠自行打造的物流运营平台，为公司提供了战略性物流支撑。“中拓钢铁网”具备较强的资源整合能力，在供方营销平台、需方集采平台和自身集成服务平台三方面的功能日益完善，具备为上游供应商、下游终端客户提供优质、高效、低成本服务的能力，目前平台维护的供应商和下游终端客户基本为公司子公司。

公司已连续 11 年上榜财富中国 500 强企业，2020 年排名提升至 136 位；2020 年公司入选供应链创新与应用试点第一批典型经验做法试点主体，在提升供应链管理和协同水平创新领域提供供应链一体化、专业化服务的典型经验。

2. 股东背景及支持

交投集团作为公司控股股东，资本实力雄厚、业务范围广，跟踪期内在业务拓展、资金融通等诸多方面持续为公司提供支持。

截至 2020 年 3 月底，交投集团注册资本为 316.00 亿元，浙江省国资委持有交投集团 100%的股权，为交投集团实际控制人。

截至 2020 年 3 月底，交投集团纳入合并范围的二级子公司共 49 家，包括 4 家上市公司，分别为浙江沪杭甬高速公路股份有限公司（股票代码：00576.HK，股票简称：沪杭甬）、浙江交通科技股份有限公司（股票代码：002061，股票简称：浙江交科）、浙商证券股份有限公司（股票代码：601878，股票简称：浙商证券）和浙商中拓。

截至 2019 年底，交投集团资产总额为 4809.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益 594.28 亿元）合计 1593.05 亿元；2019 年，交投集团实现营业总收入 1504.72 亿元，利润总额 105.89 亿元。截至 2020 年 3 月底，交投集团资产总额为 5254.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益 616.56 亿元）合计 1649.20 亿元；2020 年 1－3 月，交投集团实现营业总收入 287.44 亿元，利润总额-5.53 亿元。

公司自纳入交投集团合并范围后便在业务拓展、资金融通等各方面得到了交投集团的大力支持。业务方面，交投集团依托其产业规模为公司在业务拓展领域提供新的业务资源，2019 年 9 月，交投集团计划将浙江省海运集团有限公司（以下简称“海运集团”）100%股权转让至公司（详见“重大事项”）。资金方面，公司可获得控股股东下辖的浙江省交通投资集团财务有限责任公司（以下简称“交投财务公司”）提供的融资支持，截至 2020 年 3 月底，公司及下属子公司累计在交投财务公司获得授信额度 45 亿元（较 2020 年 1 月底增加 34 亿元，资金成本将不高于国内主要商业银行同期同档次贷款利率），其中常规授信额度 15 亿元，专项授信额度 30 亿元，专项授信用于公司年初备货；2020 年下半年有望增加授信规模。此外，公司 5000 万元以内的投资项目需在交投集团备案，提高了资金投向的安全性。

3. 风险控制

跟踪期内，在经济形势波动的市场环境下，公司较为全面的风控体系，从期现结合、客户选择和货权把控方面规避各类风险，成为公司的重要竞争优势。

市场和价格风险控制：一方面，对于价格波动情况，公司通过商品期货衍生品进行套期保值，另一方面，通过锁定下游客户和收取客户保证金来规避价格波动风险。公司专门设立期现投资部门，捕捉期现市场交易机会，同时为公司整体价格风险管理决策提供依据。公司自主研发价格风险管理系统已投入使用并不断优化，涵盖宏观数据、金融数据、行业数据、价差分析，并嵌入公司自身数据，形成公司常态跟踪的观察指标，建立数据库。通过对各业务单元风险头寸、套保持仓数据进行跟踪和比对，识别现货敞口、期货敞口风险，并通过实时风险预警等手段实现风险控制。对于风险类型提示，价格风险管理系统提示的风险包括策

略止损、现货敞口、期货敞口和异常波动等。公司明确设立止损机制，在期货交易过程中，价格触及止损方案中设定的止损线，公司将主动进行止损操作，对于未采取平仓措施的业务，风控管理岗将直接进行强制止损平仓操作；公司对各类型的交易进行持仓总量控制，严格防范对于持仓规模过大影响公司正常经营的事项发生。此外，公司每周召开价格管理会议，汇总全国各区域所在市场生产、销售、库存情况及价格波动信息，结合期货、现货等方面存在的交易机会和策略，内部形成统一意见作为下一阶段的业务指导方向。

交易对手信用风险控制：公司对客户的管理覆盖了事前、事中和事后的全过程，并设立客户管理部专门负责客户信用管理，通过自主研发的客户管理系统（CRM）对客户的基础数据、授信数据和业务数据等进行收集和分析。在客户选择上，公司优先选择具备国有背景的单位和行业内知名民营企业，公司根据业务需要随时召开内部风控会，对交易对手进行评价并视其股东背景、经营规模、产业链契合度、资信和盈利能力等方面，确定不同的授信额度。管理制度上，公司制定《客户信用管理办法》和《客户选择与授信操作规范》并定期对其更新，充分识别和划分客户信用等级，依据不同的信用水平给予客户不同的授信规模并开展业务。2016 年以来，公司年均坏账率在 0.04%～0.06%之间。

货权风险：公司重视对货权的把控。自主研发的智慧仓储系统（WMS）具备物料管理能力、流程管理能力、数据管理能力和客户管理能力，系统可提供货主单位、费用单位、提货单位、运输单位、司机和车辆等基本信息，提供仓库内数据流转全流程的监控和数据反馈，最终达到控制货源的目的。同时，智慧物流系统还搭配移动仓储 APP，突破时间和地域的限制，APP 能够全方位实时展示仓库的监控预览、回放和录像，提供移动数据终端查询库存和出入库的数据信息，并支持扫码收货和发货功能，用户可通过线上实时监控货物信息，进一步巩固了对货源的控制力。

4．企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1043010200117180P，截至 2020 年 7 月 13 日，公司本部无未结清的不良信贷记录。已结清的信贷记录中，存在 57 笔关注类贷款、10 笔不良类贷款、133 笔关注类银行承兑汇票和 15 笔关注类信用证，均已正常收回。总体来看，公司过往债务履约情况良好。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、组织机构设置、管理体制、管理制度及高级管理人员等方面无重大变化。

七、重大事项

公司拟向交投集团增发股票购买其持有的海运集团 100%股权，同时引入浙江永安国富实业有限公司（以下简称“永富实业”）作为战略投资者。与海运集团重组完成后，公司资本实力将有所提升；引入永富实业后，双方将发挥各自优势，在大宗商品期现结合领域开展业务合作。

2020 年 6 月 22 日，公司发布《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》称，公司拟向交投集团发行股份收购海运集团 100%的股权，同时向交投集团和永富实业非公开发行股份募集配套资金，募集资金规模不超过 5 亿元（其中交投集团认购不超过 2 亿元，永富实业认购不超过 3 亿元），且不超过公司购买海运集团股权交易价格的 100%，募集资金将用于海运集团项目建设、支付中介机构费用和补充流动资金。2020 年 7 月，公司发布公告，因 2019 年度权益分派方案已实施完毕，将本次交易的股票发行价格调整为 4.18 元/股，本次交易完成后，海运集团将成为公司全资子

公司，公司控股股东和实际控制人均不发生变更。本次交易对方之一为公司控股股东，故构成关联交易。

永富实业深耕于大宗商品期货、现货市场的研究工作，在期货投资策略、风险控制等方面拥有丰富经验。未来，公司和永富实业拟在套保、基差管理、仓单融通等领域开展合作，构建金融业与客户全链条集成管理和一站式服务的战略伙伴关系，有望促进公司供应链业务风控精度的提升，加强对大宗商品交易领域整体价格管控能力，多元扩充盈利手段，提升盈利窗口把握能力。

海运集团主要经营国内沿海水路运输业务、国际船舶运输业务以及航运服务业务等。作为交投集团水运板块改革重组平台，海运集团已形成集团本部从事航运经营与管理，子分公司从事货运代理、船舶代理、船员派遣、船员培训等航运服务业的经营格局。根据交通运输部发布的 2019 年中国主要航运企业经营的船队规模排名公示，海运集团拥有灵便型散货船 24 艘、运力 105.3 万载重吨，位居行业前列。海运集团并入公司后，将发挥其近海和内河航运的运力优势，将公司现有物流运输业务拓展至近海及内河航运领域，在提升物流效率的同时进一步提升对货权的管控，提升货权的安全性。

截至2019年底，海运集团资产总额为29.06亿元，所有者权益合计 6.59 亿元（含少数股东权益 0.19 亿元）；2019 年，海运集团实现营业收入 14.35 亿元，利润总额 9.13 亿元（转让浙江大酒店有限公司 100%股权形成投资收益 5.80 亿元）。截至 2020 年 4 月底，海运集团资产总额为 28.64 亿元，所有者权益合计 6.44 亿元（含少数股东权益 0.18 亿元）；2020 年 1—4 月，海运集团实现营业收入 4.08 亿元，利润总额-790.74 万元。

本次交易尚需公司和永富实业内部董事会和股东大会等有权机构审议通过、尚需浙江省国资委批准、尚需中国证监会核准等。截至本报告出具日，公司正积极推进资产重组的各项工作，联合资信将持续关注上述事项进展，及时披露本次交易对公司信用水平产生的影响。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入主要来源仍为供应链集成服务业务，主业经营格局稳定，收入规模快速增长。

2019 年，公司实现营业收入 734.64 亿元，同比增长 16.07%，其中以钢材贸易为主的大宗贸易业务实现收入 713.19 亿元，同比增长 16.67%，其他行业业务主要为汽车及相关业务（20.48 亿元，同比变化不大）和仓储物流业务（1.73 亿元，同比增长 58.30%），剩余为融资租赁业务（已于 2019 年上半年出表）和少数场地出租、广告位出租等零星业务，对公司营业收入贡献小。

从毛利率看，2019 年，公司供应链集成服务业务毛利率为 2.19%，仍维持在低水平。其他行业业务毛利率为 6.94%，同比减少 3.96 个百分点，主要系毛利率较高的融资租赁业务于 2019 年上半年出表所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 155.59 亿元，同比增长 15.29%，综合毛利率为 2.44%，同比基本保持稳定。

表 2　2018－2020 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2018 年			2019 年			2020 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
供应链集成服务	611.27	96.58	2.06	713.19	97.08	2.19	152.38	97.94	2.40
其他行业业务	22.40	3.54	10.90	22.78	3.10	6.94	3.21	2.06	4.11
不同分部间抵消	-0.73	-0.12	--	-1.33	-0.18	--	--	--	--

板块	2018 年			2019 年			2020 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
供应链集成服务	611.27	96.58	2.06	713.19	97.08	2.19	152.38	97.94	2.40
合计	**632.94**	**100.00**	**2.32**	**734.64**	**100.00**	**2.22**	**155.59**	**100.00**	**2.44**

注：根据 2019 年年报，公司对各业务收入进行重分类，将“汽车及相关业务”从“供应链集成服务”板块调整至“其他行业”并对 2018 年进行追溯调整

资料来源：公司提供

2. 供应链集成服务

跟踪期内，公司供应链集成服务业务仍以钢材和炉料贸易为主，贸易量和贸易收入均呈增长态势；贸工一体化项目部分投产对供应链集成服务业务的扩大起到辅助作用。2020 年以来，钢材价格呈下滑态势，公司主动加大备货规模，同时新冠肺炎疫情爆发对下游需求造成一定影响，共同导致供应链集成服务业务运营资金占用量加大。随着国内疫情逐步得到控制，公司下游客户陆续复工，公司销售逐步恢复。

跟踪期内，公司供应链集成服务业务仍以国内贸易为主，并随着公司业务拓展，收入规模有所扩大。公司国际贸易以“一带一路”沿线国家为主，业务模式包括进口代理、自营出口和转口贸易，占比较低，跟踪期内公司外贸结算方式和结算币种未发生重大变化。

跟踪期内，公司通过以工促贸的方式辅助大宗商品贸易规模进一步扩大。随着年产 60 万吨优特钢精线建设项目（一期）投入运营，产能达到 1.5 万吨/月（尚未满产），经营主体为浙江中拓新材料科技有限公司（以下简称“中拓新材料”），2019 年中拓新材料实现营业收入 11.74 亿元，毛利润 0.44 亿元，处理钢材 36.35 万吨；2019 年，依托钢铁产业链的上游供应商资源和区域网络布局的优势，公司设立江西中拓再生金属有限公司（以下简称“江西中拓”，公司持股 95%），采用“基地+贸易”的模式，增加废钢铁回收规模，核心项目包括江西上栗年加工 20 万吨废钢铁回收加工配送中心，2019 年实现废钢业务收入 35.10 亿元。贸工一体化的持续推进，有助于公司提升对终端客户的服务能力、业务附加值和客户粘性；也有助于提高产业链渗透的广度与深度，促进整体业务增长的持续性。

2019 年，公司钢材、炉料（铁合金、铁矿石等品种）和煤炭焦炭贸易量均实现同比增长，尤其炉料贸易量同比大幅增长 1.04 倍至 1779.81 万吨。2019 年，公司大宗商品贸易量同比大幅增长 42.67%至 3903.61 万吨。受益于对业务的专业程度和熟练程度不断提升，2020 年一季度在新冠肺炎疫情爆发影响下，公司大宗商品贸易量仍同比增长 23.13%至 807.59 万吨。

表 3 2018－2020 年一季度公司主要大宗商品贸易种类贸易量情况（单位：万吨）

种类	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
钢材	1112.26	1204.43	238.85
炉料	872.07	1779.81	313.32
煤炭焦炭	611.41	734.43	211.96
其他	140.43	184.94	43.46
合计	**2736.17**	**3903.61**	**807.59**

注：其他包括油品（轻循环油）、非建筑用材（水泥、沥青等）、机电产品、其他大宗商品、有色金属和化工产品等

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司对供应链集成业务进行重分类调整，其中原纳入该业务的“有色金属”“化工产品”和“其他大宗商品”纳入“其他商品”列示，并对上年同期进行了追溯调整。2019 年，公司供应链集成服务业务的业务种类保持稳定，钢材、炉料、焦煤焦炭分别占 60.57%、23.95%和 9.51%，其中钢材业务较上年增长 3.89%至 431.95 亿元，炉料业务较上年增长 109.09%至 170.83 亿元，主要来自锰矿、镍矿等品种带动，煤炭焦炭较上年增长 21.18%

至 67.81 亿元。2020 年 1—3 月，公司大宗商品贸易主要品种实现收入 147.13 亿元，同比增长 12.96%，其中钢材贸易占 55.47%。

表 4　2018－2020 年一季度公司供应链集成服务业务各种类收入情况（单位：亿元）

种类	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
钢材	415.76	431.95	81.61
炉料	81.70	170.83	38.42
煤炭焦炭	55.96	67.81	19.42
其他商品	57.85	42.60	13.42
合计	**611.27**	**713.19**	**147.13**

注：其他商品包括油品（轻循环油）、非建筑用材（水泥、沥青等）、机电产品、其他大宗商品、有色金属和化工产品等
资料来源：公司提供

（1）钢材贸易业务

跟踪期内，公司钢材贸易和“中拓钢铁网”平台稳定经营，随着业务规模不断扩大，钢材的采购端和销售端加大合作，部分供应商和客户存在关联关系；公司上下游客户信誉度较好。

公司钢材贸易业务主要包括建筑用材和工业用材，2019 年分别实现收入 196.64 亿元和 235.31 亿元；毛利率分别为 3.89%和 1.33%，维持上年水平。

跟踪期内，公司钢材贸易业务贸易模式未发生重大变化，仍分为代理模式和自营模式，2019 年代理模式实现的收入约占 21%，自营模式实现的收入约占 79%。其中，代理模式主要通过接受下游二级代理商或客户的委托，与其商定销售价格之后，公司再向上游钢厂采购相应数量的钢材，公司从中赚取一定的代理费（每吨在几十元左右）和少量利息费用；虽然代理模式降低了公司的价格风险和存货风险，但由于货源无法掌控，在实际经营当中公司将承担更多的风险。自营模式中一部分业务是公司先向上游采购钢材，再寻找下游客户销售，从中赚取买卖差价，公司通过大规模向供应商采购得到供应商的返点优惠，销售完毕后得到供应商的返点；另一部分为配供配送业务，在下游订单基础上，向上游钢厂采购，为了保证实时供应，公司需要提前备货，在和下游结算时，公司按照采购价格加上利润空间进行结算，同时比对现货和库存价格进行货物调配来保证盈利空间，若遇到市场行情欠佳的情况，公司将采用套期保值来平抑价格下跌风险，基于有效的价格风险管理，公司面临的价格波动风险可控。2020 年以来，随着钢材价格继续下降，公司积极扩大对钢材和铁矿石等材料的备货，存货和预付款项较 2019 年底大幅增长。

跟踪期内，公司钢材贸易业务结算方式和账期未发生重大变化，为了争取上游供应商的价格及政策优势，公司仍需通过支付预付款并批量集中采购的方式与上游供应商合作。从供应商集中度来看，2019 年，公司钢材贸易前五大供应商采购金额为 96.13 亿元，占采购总额的 13.38%，集中度一般。

表 5　2019 年公司钢材贸易前五大供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商名称	采购金额	占采购成本的比例	是否为关联方
河北东海特钢集团有限公司	42.82	5.96	否
广西交投商贸有限公司	22.01	3.06	否
天津津铂科技有限公司	10.87	1.51	否
唐山燕山钢铁有限公司	10.62	1.48	否
湖北金盛兰冶金科技有限公司	9.81	1.37	否
合计	**96.13**	**13.38**	--

资料来源：公司提供

随公司供应链集成服务业务规模的扩大，在钢材采购和销售环节加大合作，前五大供应商和前五大客户部分存在关联关系。2019 年公司向前五大客户销售金额为 86.78 亿元，占销售收入合计的 11.82%，前五大客户集中度一般。

表 6　2019 年公司钢材贸易前五大客户情况

（单位：亿元、%）

客户名称	销售金额	占销售收入的比例	是否为关联方
浙江华达新型材料股份有限公司	35.40	4.82	否
中国建筑第四工程局有限公司	23.05	3.14	否
浙江兴日铁金属薄板有限公司	11.51	1.57	否

客户名称	销售金额	占销售收入的比例	是否为关联方
天津源泰德润钢管制造集团有限公司	9.85	1.34	否
迁安市九江线材有限责任公司	6.97	0.95	否
合计	**86.78**	**11.82**	**--**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司自主开发的电商平台“中拓钢铁网”运营情况良好，仍定位于为公司自身及各个子公司服务的交易平台，只向公司内部的业务单位收取一定的信息维护费。截至2020 年 3 月底，“中拓钢铁网”累计线上交易累计量为 7470 万吨，线上订单数 14643 笔，平台累计会员数 18839 家。随钢材贸易业务的拓展和电子商务模式的推广，线上交易量将进一步增加。

除钢材贸易外，公司供应链集成服务涉及的其他大宗商品贸易业务贸易量较小，跟踪期内各类贸易结算方式未发生重大变化。

为把控总体业务风险，公司策略上围绕需求稳定增长的供需链条开展业务，并通过高信用质量客户选择规避信用风险。如建筑用材方面，供应端上游客户选择以国企背景的大型钢厂为主，减少交易对手信用风险，保证货源连续稳定。需求端聚焦建筑用钢市场，服务最终需求端为高信用质量客户的工程项目，直接客户选择上以央企、国企或信誉度良好的民企构成。中国建筑用材市场需求持续性高，高信用质量客户在其行业内竞争实力强，需求连续稳定，很大程度上保障了公司总需求的稳定和连续。

受益于公司的业务模式、业务策略定位、以及优良的风控能力，公司能够在经营过程中保持良好的业务规模弹性。作为交投集团在银行端总授信中重要一员，公司能够获得银行融资的大力支持，融资稳定性和连续性很强。同时，交投集团财务公司对公司的直接资金支持进一步为公司负债端的流动性提供了强力支撑。综合因素影响下，公司资产和负债能够保持良好的匹配和弹性，在正常财年内整体资产和杠杆表现出先扬后抑态势，即年初经营扩张，杠杠上升，年末资本完成周转，债务负担下降。

基于公司良好的经营、财务弹性和高效的市场化运营周转能力，公司得以将交投集团的资金及融资便利支持转化为发展动力，近年来实现跨越式发展，钢材和贸易业务板块收入和利润规模持续快速增长。同时，受益于公司风险控制能力的持续提升，近两年公司实际信用风险减值和未决诉讼情况大幅下降，业务盈利质量和经营性资产质量保持良好，整体发展质量有显著提升。

2020 年，为实现交投集团全年经营财务目标，公司供应链业务年初资本投入相较以往大幅增加，2020 年 3 月底，公司资产负债水平已超过历史最高水平（截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率为 81.42%），增量债务主要通过交投集团合作银行提供和交投集团财务公司支持，且公司制定了年末资产负债回归的目标计划。虽然公司该类业务资产负债匹配性良好，具备良好弹性，但高杠杆运营仍会加大公司流动性管理难度，联合资信将持续关注其经营发展质量和杠杠回归情况。

3. 其他行业业务

跟踪期内，受汽车行业景气度持续下行影响，公司汽车销售量小幅下滑；仓储物流业务尚处于培育发展期，平台用户接入数量同比增加但实现效益规模仍较小；融资租赁业务经营主体通过增资扩股不再纳入公司合并范围。

（1）汽车及相关业务

公司汽车业务销售网络主要分布在湖南省内，截至 2019 年底，公司拥有 4S 销售网点 14 家。跟踪期内，公司 4S 店销售的汽车品类、采购方式和结算方式未发生重大变化。受汽车行业整体低迷影响，2019 年，公司汽车销售量同比下降，但得益于调整汽车品牌结构，公司汽车销售收入同比增长至 18.25 亿元；售后维修实现收入 1.78 亿元。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司 4S 店延缓营业，实现汽车销

售收入 2.89 亿元，同比大幅下滑。未来，公司将只保留竞争能力较好的 4S 店，无继续拓展该项业务的计划。

表 7　2018－2020 年一季度公司汽车销售及售后维修收入情况（单位：亿元）

产品	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
汽车销售	17.41	18.25	2.89
售后维修	1.36	1.78	0.32
合计	**18.77**	**20.03**	**3.21**

资料来源：公司提供

公司在湖南省长沙、岳阳、邵阳、益阳、衡阳、永州、吉首、和郴州 8 个地市设有出租车公司。截至 2019 年底，公司出租车保有量为 1409 台；2019 年实现收入 0.22 亿元；2020 年一季度实现营业收入 0.02 亿元。未来，公司无扩张出租车业务规模的计划。

表 8　2018－2020 年一季度公司出租车业务情况（单位：辆、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
保有数量	1409	1409	1409
营业收入	0.24	0.22	0.02

资料来源：公司提供

（2） 仓储物流业务

浙江中拓物流科技有限公司（以下简称“中拓物流”）成立于 2016 年，主要为配合公司加强商贸流通领域的货权管控、降本增效和进一步拓展主营业务规模而设立，现阶段主要业务包括仓储、运输和基本物流等。截至 2019 年底，中拓物流资产总额为 5754.88 万元，所有者权益为 5035.97 万元；2019 年，实现营业收入 17301.15 万元，利润总额 19.90 万元。截至 2020 年 3 月底，中拓物流资产总额为 5719.33 万元，所有者权益为 4829.34 万元；2020 年一季度，实现营业收入 4030.13 万元，利润总额-206.66 万元。

截至 2020 年 3 月底，中拓物流拥有 50 个仓储网点，自有仓库和监管类仓库分配平均，网点主要分布于华北、华东、华南、武汉和重庆等地。运输业务方面，中拓物流打造“无车承运人”和“无船承运人”平台，截至 2020 年 3 月底，纳入承运商 217 家，车辆 3611 台，承接公司 70%～80%的公路运输，2019 年中拓物流公路运输规模约 1.10 亿元，运量约 175 万吨，目前铁路和海运都在逐步发展中。此外，公司开展物流金融业务，系依托公司积累的行业经验、客户识别能力、仓储监管能力、库存处置能力等联合银行的资金，在对客户实力、资信等方面的测评后，将其流动资产，如应收账款或存货抵质押至银行最终实现流动资产抵质押变现，从而解决客户资金周转问题。该业务尚在论证阶段，未来将作为公司为客户提供的一项供应链集成服务大规模推广。截至 2020 年 3 月底，公司已发行应收账款资产支持专项计划合计 3.86 亿元。

中拓物流通过对货权的掌控实现风险控制。公司现已建立“中拓钢铁网”和手机客户端，完善配送配供、智慧仓储系统（WMS）等系统，覆盖物资主要集散区域的仓储网点，通过在仓库搭建高清监控系统将画面实时传送回公司以确定货源安全，货架上搭配的二维码可通过手机远程扫描确定货物是否已销售等信息。另外，纳入公司物流网络的车辆都安装公司的视频监控系统和 GPS 定位系统，以确保货物在运输当中的安全。

（3） 融资租赁业务

公司融资租赁业务原经营主体为浙江中拓融资租赁有限公司（以下简称“中拓融资租赁公司”），注册资本 0.61 亿元，主要从事设施设备类、汽车类、公用事业类等方面的融资租赁业务。2019 年上半年，中拓融资租赁公司增资扩股，引入交投集团下属浙江浙商金控有限公司与香港浙经有限公司，注册资本增至 6122.4489 万美元，公司对其持股比例由 75%降至 49%。截至 2020 年 3 月底，中拓融资租赁公司不再纳入公司合并范围，形成一次性投资收益 1.24 亿元。

4. 在建项目和未来发展规划

公司主要采用轻资产模式运营，在建项目规模不大，资本化支出规模较为适宜；未来随着在建项目陆续投产，促进公司工贸一体化发展，公司盈利能力有望提升。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目总投资规模 8.91 亿元，已投资 3.83 亿元；2020 年 4－12 月计划投资规模为 1.39 亿元，2021 年和 2022 年尚未有明确计划。

浙商中拓新建总部基地总投资约 6.96 亿元，其中土地受让成本 1.80 亿元，建设总投资约 4.80 亿元（其中 4.30 亿元计划进行项目贷款）。项目已于 2019 年开工，施工周期约 2 年，建成后将一半作为出租，一半自用。

年产 60 万吨优特钢精线建设项目，总投资 1.80 亿元，项目主营高端紧固件精线的生产制造，年投产能力近 60 万吨，项目厂房和一期设备已于 2018 年投产试运营，月产能可达 1.5 万吨；项目的二期设备为月产能 1.5 万吨的酸洗线和部分退火炉设备，二期投产后项目整体产能将达 36 万吨/年，产品可广泛应用于汽车、高铁、航天、军工、风电、核电等领域。作为澉浦经济建设的“一号工程”，已被列入海盐县委、县政府与澉浦镇（区）党委、政府的“工业强县”战略和“415”工程中。

江西上栗年加工 20 万吨废钢铁回收加工配送中心建设项目，计划年加工废钢 20 万吨，年经销废钢 100 万吨，已于 2020 年二季度陆续投产，预计 2020 年底正式满量运行。

表 9 截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金来源	截至 2020 年 3 月底已投资	投资计划		
				2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年
浙商中拓新建总部基地	69600.00	自有资金及银行融资	18627.22	10000.00	--	--
年产 60 万吨优特钢精线建设项目	18000.00	自有资金及银行融资	15907.18	2092.82	--	--
江西上栗年加工 20 万吨废钢铁回收加工配送中心建设项目	5600.00	自有资金	3781.58	1818.42	--	--
合计	**89065.00**	--	**38315.98**	**13911.24**	--	--

注：1.年产 60 万吨优特钢精线建设项目未来将超投系生产线后续需新增生产设备和最初可研报告的规模与实际有出入所致；2.截至 2020 年 3 月底投资与公司财务报表中在建工程余额数不符，系“浙商中拓新建总部基地”项目土地证尚未办理完毕，尚无所有权不计入在建工程，“年产 60 万吨优特钢精线建设项目”部分转固和计入无形资产

资料来源：公司提供

未来，公司基于区域内下游紧固件等行业对工业线材的刚需基础以及项目自身效益稳定的情况下，拟投资建设工业线材拉丝加工及热处理生产线。因拉丝加工环节在环保指标和污水处理等方面要求较高，形成较高行业壁垒，中小型厂商不具备成本优势，为公司开展规模化工业线材加工生产，整合区域内生产资源提供了较大发展空间。公司将以客户价值为导向，以订单式生产销售，向下游加工产业延伸，增加客户粘性，形成多点盈利、多级集成的供应链组织和管理模式，提升公司整体毛利水平，实现工贸一体，以工促贸的发展模式拓展。

5. 经营效率

公司经营效率较高，符合贸易型企业特点。

从经营效率看，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均较上年小幅下降，2019 年分别为 22.29 次和 5.58 次。随经营规模扩大，公司货源储备随之增长，2019 年，公司存货周转次数由 2018 年的 22.32 次降至 19.19 次。

九、财务分析

公司提供了 2019 年合并财务报告，大华会计师事务所（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；公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，截至 2019 年底，纳入公司合并范围的子公司共 47 家，较上年底因投资设立而增加 2 家，分别为江西中拓再生金属有限公司和浙商中拓集团（陕西）有限公司；因注销、转让和第三方增资稀释公司原持有股权而减少 5 家，分别为湖南三维二手车市场有限公司、湖南宝鸿汽车销售服务有限公司、湖南中拓瑞祥汽车销售服务有限公司、湖南五菱汽车销售有限公司和中拓融资租赁公司。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围较 2019 年底无变化。跟踪期内，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 147.14 亿元，所有者权益合计 33.84 亿元（含少数股东权益 1.84 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 734.64 亿元，利润总额 7.65 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 268.68 亿元，所有者权益合计 35.01 亿元（含少数股东权益 1.95 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 155.59 亿元，利润总额 1.52 亿元。

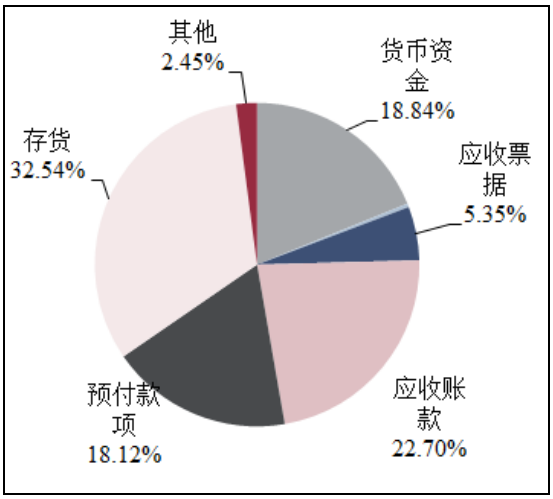
1. 资产质量

2019 年，随着大宗商品供应链业务规模扩展，公司应收账款、预付款项及存货规模持续增加，带动资产规模大幅增长；流动资产中货币资金受限比例较高，应收账款、预付款项和存货占比高，符合行业特征。2020 年以来，钢材价格持续下降叠加新型冠状病毒疫情爆发导致业务周转效率有所下降，一方面公司存货及预付款项规模大幅增长，对资金的占用情况有所加重，考虑到公司在手订单可覆盖存货规模，且若市场价格出现急跌状况，公司将采取期货工具进行风险对冲，存货跌价风险可控。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 147.14 亿元，较上年底增长 26.40%。其中，流动资产占 90.72%，公司资产构成仍以流动资产为主，且其占比有所提升。

截至 2019 年底，公司流动资产合计 133.48 亿元，较上年底增长 30.02%，主要来自货币资金、应收票据、预付款项和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。

图 4　截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

截至 2019 年底，公司货币资金较上年底增长 22.28%至 25.14 亿元；构成以银行存款（14.61 亿元）和其他货币资金（10.53 亿元）为主。其中，使用受限的货币资金 10.20 亿元，包括银行承兑汇票保证金和期货保证金等，受限比例 40.57%。同期，公司应收票据较上年底大幅增加 6.06 亿元至 7.15 亿元，全部为商业承兑汇票，计提坏账准备 0.07 亿元，其中已质押的商业承兑汇票 2.50 亿元，质押比例较高。

2019 年以来，公司继续加大终端客户发展力度，终端客户应收账款占比提升带动应收账款进一步增长。截至 2019 年底，公司应收账款账面余额为 31.23 亿元，计提坏账准备 0.93 亿元，计提比例为 2.96%，账面价值为 30.30 亿元；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 31.23 亿元，其中 1 年以内的占 97.07%，1～2 年的占 1.71%，2～3 年的占 0.53%，3 年以上的占 0.68%，账龄短；从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计 11.57 亿元，占应收账款合计的 37.05%，集中度适宜，

考虑到公司应收账款对象主要为国企背景，回款风险可控。

表 10　截至 2019 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比
中国建设第四工程局有限公司	3.74	11.97
中建三局集团有限公司	3.65	11.68
浙江交工集团股份有限公司	2.16	6.93
柳州钢铁股份有限公司	1.26	4.04
湖北交投物流集团有限公司	0.76	2.43
合计	**11.57**	**37.05**

资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司预付款项较上年底增长 24.72%至 24.19 亿元，其中账龄在 1 年以内的预付款项占 94.60%，1～3 年的占 0.80%，3 年以上的占 4.60%，账龄较短；公司对预付款项计提坏账准备 0.67 亿元，计提比例为 3.07%。截至 2019 年底，预付款项前五名合计 6.78 亿元，占预付款项总额的 27.18%，集中度一般。

表 11　截至 2019 年底公司预付款项前五名

（单位：亿元、%）

欠款单位	金额	占比
天津市康普瑞森商贸有限公司	2.84	11.36
成渝钒钛科技有限公司	1.12	4.51
乌拉特后旗力源新材料有限公司	1.03	4.11
迁安市九江线材有限责任公司	0.94	3.76
江苏沙钢物资贸易有限公司	0.86	3.44
合计	**6.78**	**27.18**

资料来源：公司年报

截至 2019 年底，公司存货较上年底增长 38.11%至 43.43 亿元，主要系库存商品和发出商品的增加；构成上，库存商品及发出商品分别为 31.30 亿元和 11.86 亿元，公司累计对存货计提跌价准备 0.26 亿元。

截至 2019 年底，公司新增应收款项融资、债权投资和其他非流动金融资产，合计 1.42 亿元，为 2019 年底发行三期应收账款 ABS 部分到账所致。

截至 2019 年底，公司非流动资产规模较上年底保持稳定，为 13.65 亿元。其中，由于融资租赁业务出表并以长期股权投资计量，导致公司长期应收款下降同时长期股权投资增至 4.48 亿元，确认投资收益 0.29 亿元。同期，公司固定资产较上年底增长 45.33%至 3.40 亿元，主要系在建工程转固 1.23 亿元所致，公司固定资产主要为房屋及建筑物（占 74.11%），截至 2019 年底，累计折旧 1.56 亿元，累计计提固定资产减值准备 0.09 亿元。

截至 2019 年底，公司使用权受到限制的资产合计 28.40 亿元，受限比例为 19.98%。

表 12　截至 2019 年底公司使用受限的资产情况

（单位：亿元）

项目	余额	受限原因
货币资金	10.20	各类保证金
交易性金融资产	0.09	质押
应收票据	2.50	质押
应收款项融资	0.53	质押
应收账款	0.82	质押
固定资产	0.14	抵押
无形资产	0.10	抵押
其他非流动资产	0.12	抵押
存货（汽车合格证）	0.35	质押
信用证项下货权	13.54	信用证押汇
合计	**28.40**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额较上年底大幅增长 82.61%至 268.68 亿元，构成以流动资产为主且占比继续提升至 94.69%。2020 年以来，钢材价格延续下降趋势，公司把握机会加大备货力度，加之新冠肺炎疫情爆发对下游需求产生影响，公司大宗商品业务周转率有所下降，共同导致预付款项和存货分别较 2019 年底增长 170.09%和 130.98%至 65.34 亿元和 100.31 亿元，对资金占用情况加重；对于存货跌价风险的管控，公司常规在手订单处于 200~300 万吨水平，能够覆盖目前公司存货规模，若市场价格出现急跌状况，公司将通过期货工具进行风险对冲。同期，因借款规模的扩大和发行“20

中拓 SCP001”带动货币资金增至 38.38 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司使用受限的资产为 26.10 亿元，主要为期货、信用证、承兑汇票和贷款保证金，受限比例为 9.71%。

2. 所有者权益和负债

跟踪期内，公司所有者权益随着利润积累保持增长，但其他权益工具和未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。受业务规模扩张、公司加大备货力度以及新冠肺炎疫情影响，公司营运资金需求持续增加，推动有息债务规模快速增长，短期债务占比很高，整体债务负担很重。

（1）所有者权益

截至2019年底，公司所有者权益合计33.84亿元，较上年底增长15.10%，主要来自利润的积累。归属于母公司权益 32.00 亿元中，实收资本、资本公积、其他权益工具（永续债）和未分配利润分别占 21.08%、18.06%、23.44%和33.62%，其他权益工具和未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 35.01 亿元，较上年底小幅增长 3.47%，权益规模和构成较上年底变动不大。联合资信关注到，“17 中拓 MTN001”永续中期票据将于年内到期，若公司到期兑付，所有者权益将下降 7.50 亿元，对公司权益结构存在一定影响。

（2）负债

截至 2019 年底，公司负债总额较上年底增长 30.22%至 113.30 亿元，主要来自短期借款的增长，流动负债占比增至 98.93%。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司短期借款较上年底增长 92.58%至 34.77 亿元，其中质押借款占 42.83%、信用借款占 37.80%、质押保证组合借款占 17.34%，剩余为抵押、保证和未到期的应付利息。随着业务规模的扩大，公司应付票据较上年底增长 9.33%至 26.90 亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款较上年底增长 42.03%至 22.28 亿元，主要为应付贸易采购款（22.16 亿元）。截至 2019 年底，公司预收款项较上年底增长 32.84%至 20.02 亿元，主要由大宗贸易预收款（19.88 亿元）构成。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债较上年底下降 55.93%至 1.21 亿元，主要系部分长期借款到期所致。负债类其他科目较上年底变动不大。

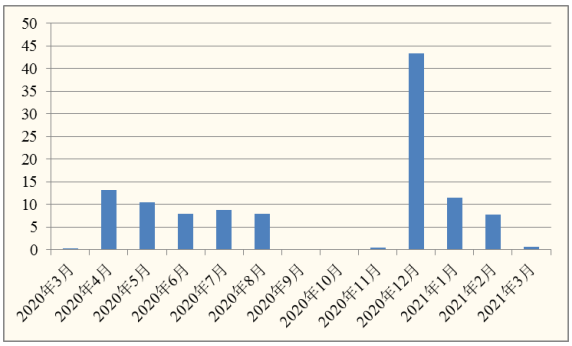
截至 2020 年 3 月底，公司负债总额较上年底大幅增长 106.24%至 233.67 亿元，主要来自短期借款、应付票据和合同负债的增加。公司发展符合国家支持实体经济发展的政策导向且处于基建链条当中，可持续获得银行贷款和票据融资等资源，对公司大宗商品贸易营运资金需求提供保障。同时作为交投集团的全资子公司，能够获得交投集团体系内授信额度的支持。2020 年一季度，随着备货需求的加大，公司短期债务规模快速增长，截至 2020 年 3 月底，短期借款较上年底增长 206.44%至 106.56 亿元；同期，公司应付票据较上年底增长 88.18%至 50.63 亿元；受会计准则调整影响，公司将预收款项调整至合同负债核算，为 41.63 亿元；2020 年公司发行“20 中拓 SCP001”（5 亿元），其他流动负债增至 5.91 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司负债类其他科目较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 63.28 亿元，较上年底增长 33.46%，其中短期债务为 62.64 亿元（占 98.98%）。从债务指标来看，截至 2019 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底增加 2.26 和 3.43 个百分点至 77.00%和 65.16%，长期债务资本化比率则降至 1.86%。截至 2020 年 3 月底，受短期债务大幅增加影响，公司全部债务继续增至 164.48 亿元，其中短期债务为 163.78 亿元。公司有息债务中 2020 年 12 月需偿还规模为 43.38 亿元，存在集中偿付压力；债务指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别增至 86.97%和 82.45%，长期债务资本化比率增至 1.97%。截至 2019 年底，公司所有者权益中包含 7.50 亿元永续中期票据“17 中拓 MTN001”，

考虑到上述永续中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑上述 7.50 亿元永续中票将于 2020 年 12 月 18 日到期，将其计入短期债务核算后，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 82.10%、72.88%和 2.38%；2020 年 3 月底，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 89.76%、86.21%和 2.49%。

图 5　截至 2020 年 3 月底公司短期债务到期分布情况

（单位：亿元）



注：除 2020 年 12 月到期的“17 中拓 MTN001”（7.5 亿元）和 2020 年 8 月到期的“20 中拓 SCP001”（5 亿元），其他均为间接融资

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

2019 年，随着大宗商品贸易规模的扩大以及非经常性损益的提升，公司收入和利润规模同比均实现增长；2020 年一季度，受投资收益同比减少的影响，公司利润总额下降明显；2020 年上半年，在新冠肺炎疫情爆发的背景下，公司收入规模仍继续扩大，剔除非经损益影响，利润总额同比持平。

2019 年，公司业务规模持续扩大，实现营业收入 734.64 亿元，同比增长 16.07%，营业利润率为 2.15%，同比减少 0.08 个百分点。期间费用方面，2019 年公司期间费用合计 10.20 亿元，同比增长 11.72%，2019 年公司期间费用率为 1.38%，公司期间费用控制能力尚可。2019 年，公司形成资产减值损失 0.25 亿元，为存货跌价损失；信用减值损失 0.18 亿元，为坏账损失。非经常性损益方面，2019 年公司实现投资收益 1.85 亿元，主要为融资租赁业务出表计入长期股权投资后按照公允价值计量确认的投资收益 1.24 亿元；实现公允价值变动损益 0.18 亿元，同比增长明显，主要为套期保值业务的浮动；实现其他收益和营业外收入合计 0.46 亿元。2019 年，公司实现利润总额 7.65 亿元，同比增长 80.78%，增长主要来自非经营性损益的提升，但可持续性弱；利润总额构成仍以经营性利润为主。盈利指标方面，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 9.76%和 17.12%，同比均实现不同程度的增长。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 155.59 亿元，同比增长 15.29%，营业利润率为 2.39%；实现投资收益 0.65 亿元，主要为中拓融资租赁公司权益法确认的投资收益以及期货套期保值平仓收益；当期，公司实现利润总额 1.52 亿元，同比下降 44.93%，主要系上年一季度中拓融资租赁公司增资扩股产生较大规模一次性投资收益所致。根据公司半年度业绩预告，2020 年上半年，公司营业收入同比增长 47.90%至 453.81 亿元，利润总额为 2.98 亿元，剔除上年一次性投资收益，公司利润总额同比持平。

4. 现金流

跟踪期内，受供应链业务运营资金占用加大影响，公司经营活动现金净流入规模快速下降。2020年一季度，受备货需求影响，经营活动现金流转为大规模净流出，公司通过加大融资补充营运资金缺口，对外融资需求高。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入及流出量均实现同比增长。公司经营活动现金流入 799.61 亿元，较 2018 年增长 7.08%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金（占 98.78%）构成；经营活动现金流出为 798.95 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金（占 97.37%）构成；公司收到其他与经营活动

有关的现金为 9.74 亿元，主要为收回经营性受限的货币资金（7.98 亿元）；支付其他与经营活动有关的现金为支付经营性受限货币资金（7.39 亿元）及付现的期间费用等。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.67 亿元，同比大幅下降。2019 年，公司现金收入比为 107.52%，同比有所下降但仍处于较好水平。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入和流出均同比大幅增长。公司投资活动现金流入40.28亿元，主要由收回投资收到的现金（39.75亿元）构成；投资活动现金流出44.90亿元，主要由投资支付的现金（40.83亿元）构成，主要为期货交易支出等。公司收到和支付其他与投资活动有关的现金分别为0.49亿元和1.61亿元，主要为收回出租车车辆折旧费和公司丧失对中拓融资租赁公司的控制权导致其持有的现金及现金等价物流出（1.14亿元）。2019年公司投资活动产生的现金流量净额为-4.61亿元，净流出规模同比扩大。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入和流出分别为100.74亿元和92.84亿元，主要为取得借款收到的现金（100.61亿元）和偿还债务支付的现金（87.02亿元），筹资活动现金净流入7.91亿元。

2020年1－3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-68.44亿元，投资活动产生的现金流量净额为-2.08亿元，筹资活动产生的现金流量净额为70.33亿元；现金收入比为124.81%，同比大幅增长。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期债务规模快速增长，短期偿债指标有所弱化，考虑到公司持续获得控股股东资金融通支持，且自身融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 119.09%和 80.34%，均较上年底有所下降；现金类资产是短期债务的 0.52 倍。截至 2020 年 3 月底，上述两项指标分别为109.48%和66.31%。2019 年，公司经营现金流动负债比较上年同期大幅下降至 0.60%；现金类资产是短期债务的 0.26 倍。

从长期偿债能力指标来看，2019 年，公司 EBITDA 为 11.82 亿元，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 3.20 倍和 5.35 倍。此外，公司能够获得交投集团财务公司的持续授信，截至 2020 年 3 月底授信规模为 45 亿元，下半年授信额度有望进一步增加，有助于增强公司整体偿债能力。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司未决诉讼及仲裁事项详见下表，案件发生时间均在 2016 年以前，相关案件进展缓慢且结果存在一定不确定性，公司已对各案件涉及金额全额计提坏账，联合资信将持续关注相关诉讼进展。

表 13　截至 2020 年 3 月底公司未决诉讼情况

案由	标的额
与无锡振兴仓储有限公司等钢材保管、担保纠纷案	4.12 万吨钢材；0.41 亿元
与山东莱芜信发钢铁有限公司等买卖合同纠纷案	0.53 亿元
与北京中物储国际物流科技有限公司破产债权纠纷一案	0.54 亿元
与天津港第四港埠有限公司、天津保税区天盛国际货运代理有限公司港口货物保管合同纠纷案	0.85 亿元
与遵义天嘉工贸有限责任公司、钟玉常买卖合同纠纷案	0.06 亿元
与上海丰阳金属材料有限公司、上海荣凯实业集团有限公司等买卖合同纠纷案	0.14 亿元

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月底，公司从各主要金融机构获得综合授信额度 235.74 亿元，尚未使用额

度为 80.63 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

6．母公司财务分析

母公司作为供应链业务重要经营主体，资产中应收类款项、其他应收款及存货规模较大，资金受限比例较高，非流动资产以长期股权投资为主，整体资产流动性一般，有息债务负担较重。母公司利润主要来自投资收益，考虑到公司能够获得股东在资金方面的支持且间接融资渠道较为畅通，公司本部偿债能力很强。

公司本部是供应链集成服务重要经营主体之一。截至 2019 年底，公司本部资产规模较上年底增长 33.16%至 96.78 亿元，以流动资产（64.28 亿元）为主；流动资产中，货币资金、其他应收款和存货占比高，分别为 14.12 亿元、18.67 亿元和 18.96 亿元。其中，货币资金受限 10.62 亿元，受限比例较高，其他应收款主要为与并表企业的往来款及暂付款。公司本部非流动资产合计 32.50 亿元，主要由长期股权投资（27.78 亿元）构成。截至 2019 年底，公司本部负债总额为 69.44 亿元，其中流动负债占 99.73%，流动负债中，短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款占比高，分别为 10.58 亿元、28.50 亿元、11.53 亿元和 11.52 亿元。截至 2019 年底，公司本部有息债务为 16.88 亿元，全部为短期债务；本部资产负债率为 71.75%，较 2018 年底提升 6.52 个百分点。截至 2019 年底，公司本部所有者权益合计 27.34 亿元，主要由实收资本、其他权益工具和资本公积构成，分别为 6.75 亿元、7.50 亿元和 6.66 亿元。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 253.10 亿元，营业成本为 249.90 亿元；期间费用合计 2.36 亿元，其中管理费用为 1.20 亿元。非经常性损益方面，2019 年，母公司实现投资收益 2.59 亿元，对利润贡献较大，利润总额为 3.45 亿元。

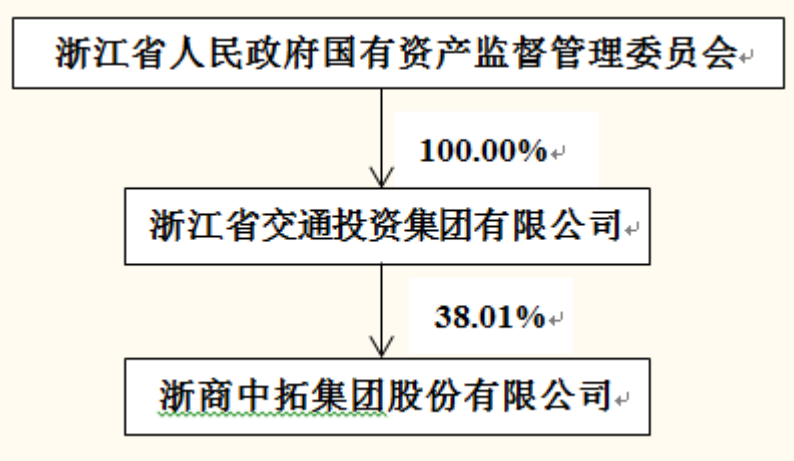
2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.08 亿元、-13.48 亿元和 3.18 亿元。

截至 2019 年底，公司本部获得的银行授信额度为 118.36 元，尚未使用额度为 55.69 亿元。

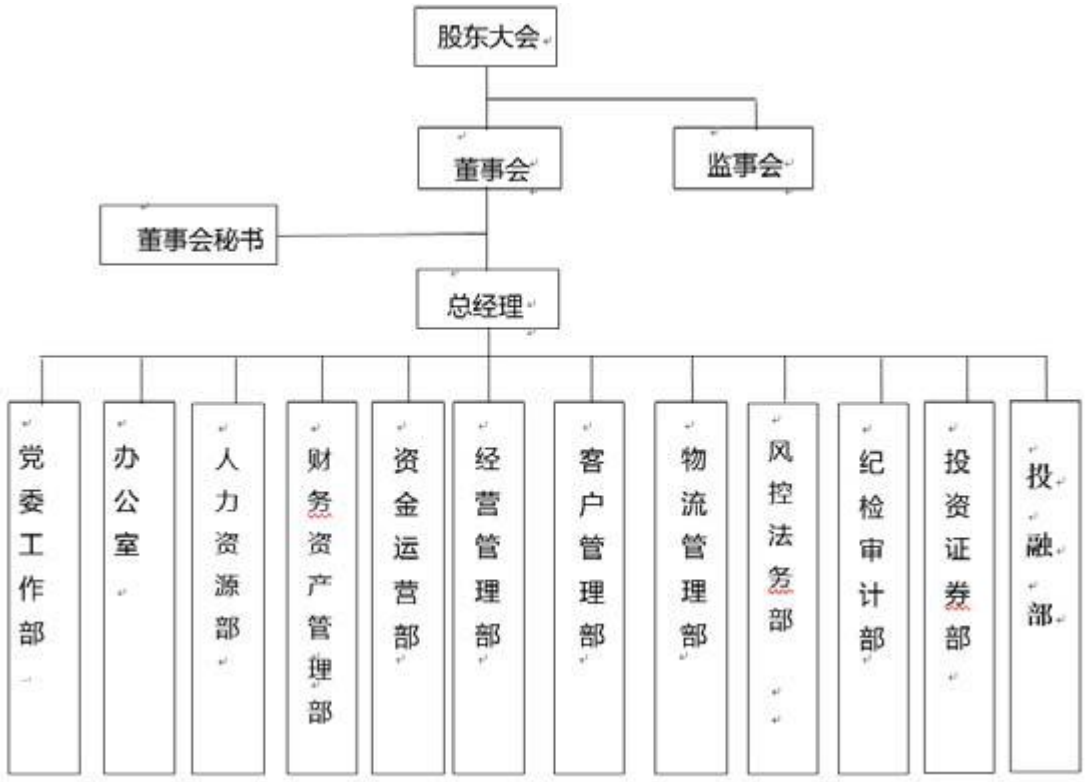
十、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司主要子公司情况

（单位：万元、%）

被投资单位	业务性质	注册资本	持股比例
浙江中拓物流科技有限公司	仓储物流	5000.00	100.00
浙江省铁投物资股份有限公司	物流运输	2000.00	50.00
湖南星沙东风汽车销售服务有限公司	汽车及汽车零配件销售	2000.00	100.00
浙江中拓弘远能源化工有限公司	仓储运输	7000.00	70.00
浙江中拓供应链管理有限公司	供应链管理	50000.00	100.00

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.54	12.38	22.59	43.02
资产总额(亿元)	107.58	116.40	147.14	268.68
所有者权益(亿元)	27.18	29.40	33.84	35.01
短期债务(亿元)	51.33	45.77	62.64	163.78
长期债务(亿元)	2.16	1.64	0.64	0.70
全部债务(亿元)	53.49	47.41	63.28	164.48
营业收入(亿元)	484.07	632.94	734.64	155.59
利润总额(亿元)	2.28	4.24	7.65	1.52
EBITDA(亿元)	5.95	8.21	11.82	--
经营性净现金流(亿元)	-7.90	9.19	0.67	-68.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.74	22.82	22.29	--
存货周转次数(次)	24.82	22.32	19.19	--
总资产周转次数(次)	5.37	5.65	5.58	--
现金收入比(%)	115.94	116.81	107.52	124.81
营业利润率(%)	2.33	2.23	2.15	2.39
总资本收益率(%)	6.18	8.63	9.76	--
净资产收益率(%)	6.59	10.47	17.12	--
长期债务资本化比率(%)	7.37	5.28	1.86	1.97
全部债务资本化比率(%)	66.31	61.73	65.16	82.45
资产负债率(%)	74.74	74.75	77.00	86.97
流动比率(%)	121.23	121.86	119.09	109.48
速动比率(%)	90.23	84.54	80.34	66.31
经营现金流动负债比(%)	-10.22	10.91	0.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.86	2.31	3.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.99	5.78	5.35	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.短期债务中包含其他流动负债中的有息债务；3.现金类资产中已剔除使用受限的货币资金；4.所有者权益中包含 2017 年 12 月发行的 7.50 亿元永续中期票据

附件 2-2　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.63	13.54	14.21	18.75
资产总额(亿元)	81.06	72.68	96.78	188.11
所有者权益(亿元)	24.18	25.27	27.34	27.59
短期债务(亿元)	16.02	13.76	17.16	89.09
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	16.02	13.76	17.16	89.09
营业收入(亿元)	212.69	248.72	253.10	62.42
利润总额(亿元)	0.95	2.27	3.45	0.25
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-4.17	11.53	12.08	-60.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.80	22.39	35.23	--
存货周转次数(次)	30.27	24.11	16.91	--
总资产周转次数(次)	3.31	3.24	2.99	--
现金收入比(%)	113.76	115.63	105.89	130.92
营业利润率(%)	1.16	1.20	1.24	1.80
总资本收益率(%)	2.79	5.09	8.31	--
净资产收益率(%)	4.65	7.86	11.17	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	--
全部债务资本化比率(%)	39.85	35.25	38.56	77.32
资产负债率(%)	70.18	65.23	71.75	85.33
流动比率(%)	106.70	95.64	92.82	96.51
速动比率(%)	89.53	73.24	65.44	67.11
经营现金流动负债比(%)	-7.34	24.36	17.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：1.2020 年一季度财务数据未经审计；2.所有者权益中包含 2017 年 12 月发行的 7.50 亿元永续中期票据

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	浙商中拓集团股份有限公司	浙江省兴合集团有限责任公司	安徽国贸集团控股有限公司	中国中纺集团有限公司	浙农控股集有限公司	浙江新大集有限公司
主体信用等级	AA$^+$	AA$^+$	AA$^+$	AA$^+$	AA	AA
企业性质	地方国有企业	社有企业	地方国有企业	中央国有企业	社有企业	社有企业
经营数据时点	**2019 年**					
风险敞口（倍）	0.14	0.26	0.38	0.60	0.19	0.68
资产减值损失率（倍）	0.00	0.19	0.63	0.00	0.00	0.55
净营业周期（天）	23.39	50.25	39.02	108.47	36.36	137.12
财务数据时点	**2019 年**					
资产总额（亿元）	147.14	529.69	332.60	224.17	265.74	121.61
所有者权益（亿元）	33.84	147.29	85.71	80.86	71.25	36.30
营业收入（亿元）	734.64	1017.75	508.94	262.88	659.24	117.68
利润总额（亿元）	7.65	20.34	5.62	6.04	14.32	4.47
经营活动现金流净额（亿元）	0.67	30.61	17.19	16.96	16.32	9.52
资产负债率（%）	77.00	72.19	74.23	63.93	73.19	70.16

注：风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业收入；资产减值损失率=资产减值损失/营业收入；净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4　主要财务指标的计算公式（新准则）

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%

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 5-1　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 5-2　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