跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1082 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将广东省广物控股集团有限公司主体长期信用等级由AA调整为AA^+，评级展望为稳定，并将“12粤物资MTN1”、“13粤物资MTN1”、“15粤物资MTN001”、“15粤物资MTN002”、“15粤物资MTN003”和“16广物控股MTN001”的信用等级由AA调整为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十六日

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

广东省广物控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 粤物资 MTN1	6 亿元	2012/07/13-2017/07/13	AA+	AA
13 粤物资 MTN1	3.9 亿元	2013/05/13-2018/05/13	AA+	AA
15 粤物资 MTN001	8 亿元	2015/04/23-2020/04/23	AA+	AA
15 粤物资 MTN002	8 亿元	2015/09/10-2018/09/10	AA+	AA
15 粤物资 MTN003	10 亿元	2015/11/20-2018/11/20	AA+	AA
16 广物控股 MTN001	8 亿元	2016/09/05-2021/09/05	AA+	AA

评级时间：2017 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	84.74	66.01	42.43	55.74
资产总额(亿元)	401.74	365.02	349.71	372.47
所有者权益(亿元)	63.14	83.88	87.53	93.91
短期债务(亿元)	180.54	156.88	149.51	155.39
长期债务(亿元)	41.68	46.72	37.90	37.67
全部债务(亿元)	222.22	203.60	187.42	193.05
营业收入(亿元)	880.06	635.89	446.12	103.29
利润总额(亿元)	0.98	3.52	3.78	0.77
EBITDA(亿元)	14.24	15.22	13.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.43	5.72	13.51	-4.02
营业利润率(%)	2.99	4.03	5.14	4.61
净资产收益率(%)	0.82	3.98	3.77	--
资产负债率(%)	84.28	77.02	74.97	74.79
全部债务资本化比率(%)	77.87	70.82	68.16	67.27
流动比率(%)	97.25	121.11	113.07	114.39
经营现金流动负债比(%)	0.15	2.90	7.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.61	13.38	13.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.50	1.69	--

注：1 2017 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标包含“应付债券”中的短期融资券；3.长期债务及相关指标包括“长期应付款”中的融资租赁款；4. 2014~2016 年现金类资产已剔除受限资金；5 .2015~2017 年 3 月底所有者权益中包含共计 18 亿元的永续中票；6. 2014 年数据为 2015 年期初调整数。

评级观点

广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”）是国家重点培育的现代流通企业。跟踪期内，公司资产规模持续增长，债务规模略有下降。汽车及配件销售板块保持稳定发展态势，区域地位优势显著；受宏观经济下行压力加大、下游需求疲软及自身风险控制战略等因素综合影响，公司金属材料及燃料化工贸易经营规模有所收缩。此外，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主业盈利能力弱、整体债务负担重及未来投资规模大等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

2016年，公司收购并控股深圳巨正源股份有限公司（以下简称“巨正源”），其丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目预测经济效益良好；公司部分优质土地资源已纳入三旧改造范围，其中鱼珠及吉山项目预计产生资产增值收益约174亿元。未来随着在建项目达产及三旧改造资产增值收益实现，公司经营规模、主业盈利能力及资本实力有望得到提升。

公司现金类资产及经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。综合分析，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，将“12粤物资MTN1”、“13粤物资MTN1”、“15粤物资MTN001”、“15粤物资MTN002”、“15粤物资MTN003”和“16广物控股MTN001”的信用等级由AA调整为AA+。

优势

1. 公司被列入国家商务部、发改委、财政部、中国人民银行、国家税务总局等八部委联合确定的国家重点培育流通企业之一，得到了国家和地方相关产业政策的大力支持。
2. 跟踪期内，公司在华南地区区域优势显著，

分析师

刘晓濛　李　明

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

行业地位保持稳定。

3. 公司拥有“广物汽贸”的品牌优势，已经建立起以珠三角为核心，辐射全国的销售网络，是华南地区经营规模及销售额最大的汽车销售及服务连锁企业。
4. 公司优质土地资源丰富，已有占地面积 74.32 万平方米的土地资产纳入三旧改造范围，其中鱼珠及吉山项目预计产生资产增值收益约 174 亿元，未来随着三旧改造推进，资产增值收益将显著提升公司资本实力。
5. 跟踪期内，公司收购巨正源 42.36%股权，其丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目未来经济效益良好。

关注

1. 跟踪期内，受宏观经济下行压力加大、下游需求疲软及公司战略调整等因素综合影响，公司整体营业收入大幅收缩，主业盈利能力弱，非经营性损益对利润贡献大。
2. 公司整体债务负担重，在建项目未来投资规模大，债务规模或将持续上升。

声　明

一、本报告引用的资料主要由广东省广物控股集团有限公司（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。

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。

广东省广物控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东省广物控股集团有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 1988 年 1 月，前身为 1951 年成立的广东省物资局，曾先后更名为省物资厅、物资供应局、物资总公司、广东物资集团公司等。公司是由广东省国资委出资，经广东省政府批准成立的国有独资公司。2012 年，根据广东省财政厅粤财工[2012]514 号文《关于安排 2012 年度省属企业改革与发展专项资金（竞争性部分）通知》，公司收到专项资金，同时增加国有资本 1445.00 万元，增加后注册资金变动幅度未超过 20%，公司未进行注册资本额度变更。2015 年，根据广东省国资委粤国资函[2014]215 号《关于广东物资集团公司公司制改造方案的批复》，公司启动改制程序并更为现名，按照改制预案，以 2014 年 6 月 30 日为基准日对公司资产、负债和所有者权益实施了清产核资、资产评估等工作，并以 2014 年 12 月 31 日为基准日实施完成了公司制改制，注册资本变更为 300000.00 万元，公司于 2015 年 10 月完成工商登记变更手续。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 300000.00 万元，实际控制人为广东省国资委。

公司经营方式包括调拨、批发、零售、代购代销、仓储、租赁、代提代运。经营范围包括批发、零售：汽车（含小轿车）、汽车零配件、矿产品、化工及化工原料（不含危险品），金属材料（不含金、银）、建筑材料；汽车租赁、汽车修理与维护、汽车衍生服务；再生物资回收、批发；金属废料与碎屑的加工处理，船舶贸易及建筑；贸易经纪与代理、货物进出口、技术进出口；专业市场运营，综合配套仓储，物流配送，物流园区、保税仓、保税物流中心、港口、码头的运营；电子商务平台服务，典当，保险经纪与代理服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2017 年 3 月底，公司设有办公室&董事会秘书室、人力资源部&党委工作部&工会、财务管理部、资金运营中心、资本运营部、投资发展部、经营管理部、纪委办公室&监察审计部、法律事务部和信息中心 10 个职能部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 349.71 亿元，所有者权益 87.53 亿元（其中少数股东权益 8.64 亿元）；2016 年公司实现营业收入 446.12 亿元，利润总额 3.78 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 372.47 亿元，所有者权益 93.91 亿元（其中少数股东权益 8.83 亿元）；2017 年 1～3 月实现营业收入 103.29 亿元，利润总额 0.77 亿元。

公司注册地址：广东省广州市北较场横路 12 号；法定代表人：方启超。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内中期票据为“12 粤物资 MTN1”、“13 粤物资 MTN1”、“15 粤物资 MTN001”、“15 粤物资 MTN002”、“15 粤物资 MTN003”和“16 广物控股 MTN001”，发行金额合计为43.9亿元。

表1　公司存续期债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行额度	起息日期	到期日期
16 广物控股 MTN001	8	2016-09-05	2021-09-05
12 粤物资 MTN1	6	2012-07-13	2017-07-13

13 粤物资 MTN1	3.9	2013-05-13	2018-05-13
15 粤物资 MTN002	8	2015-09-10	2018-09-10
15 粤物资 MTN003	10	2015-11-20	2018-11-20
15 粤物资 MTN001	8	2015-04-23	2020-04-23

资料来源：公司提供

截至目前，公司上述债券募集资金按照募集资金用途已全部使用完毕，且均正常付息。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品

进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

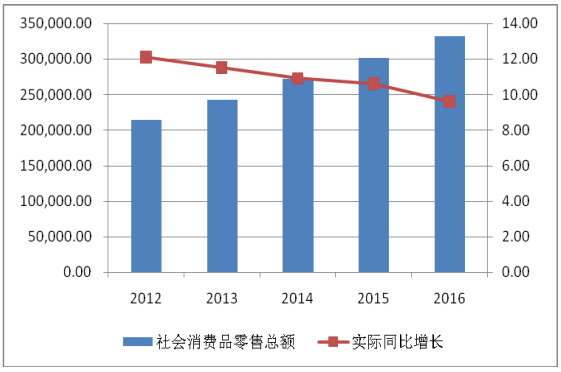
1. 贸易行业概况

公司所在行业属于生产资料流通行业，经营的生产资料主要为汽车、钢材、有色金属、煤炭、木材、燃料油等大宗商品。

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速有所回落。根据国家统计局数据，2016 年社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

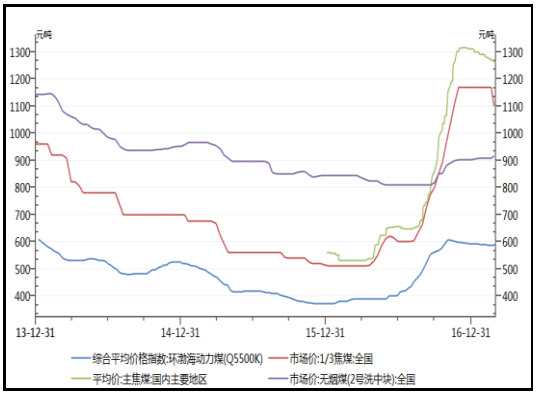
国内汽车方面，2016 年汽车产销分别完成 2811.9 万辆和 2802.8 万辆，比上年同期分别增长 14.5%和 13.7%，高于上年同期 11.2 和 9.0 个百分点；受购置税优惠政策等因素影响，月度销量除 2 月份以外，其余月份均明显高于上年同期，销量累计增长率呈“直线上升”走势，总体呈现产销两旺发展态势。2017 年 1～3 月，汽车产销呈平稳增长，商用车同比增幅显著提升。2017 年 1～3 月，汽车产销分别完成 713.3 万辆和 700.2 万辆，比上年同期分别增长 8%和 7%，高于上年同期 1.8 和 1.0 个百分点。其中，乘用车销量同比增长 4.6%（1.6 升及以下乘用车销售 419.6 万辆，比同期增长 4.8%，占乘用车销量比重为 70.6%，比上年同期提高 0.1 个百分点），商用车销量增长 22.9%。

钢材方面，根据工业和信息化部数据，截至2015年底，中国粗钢产能约12亿吨，粗钢产能率为66.99%。钢铁产品量价齐跌，多地出现钢铁企业部分停产甚至是全部停产的现象，行业产能过剩愈发严重。2016年初，中国政府出台了化解钢铁行业产能过剩的相关政策，钢铁行业步入去产能元年。截至2016年10月底，钢铁行业已提前完成4500万吨年度去产能目标，但2016年各省去产能目标中，73.5%已经处于停产状态，21%是正常生产，5.5%为不饱和生产状态，2016年去除的主要是无效产能，对供给端影响不大。随着去产能进度的推进，2017

年更多有效产能将面临出清压力。钢材价格方面，2015年，中国基建投资和房地产投资均较2014年有所下滑，钢材需求持续减弱，导致当年主要钢铁产品价格加速下滑；2016年以来，基建和房地产投资的回暖带动下游用钢需求的大幅上涨，钢铁价格稳步回升。以螺纹钢和热轧普通薄板为例，截至2015年12月底螺纹钢（HRB400Φ16-25mm）和热轧普通薄板（Q235 3.0mm）价格分别为1847.90元/吨和1942.20元/吨，双双跌破2000元/吨，较2014年底分别下降31.83%和35.09%，该价格也是近十年来的最低价格；截至2016年底，螺纹钢（HRB400 Φ16-25mm）和热轧普通薄板（Q235 3.0mm）价格分别为3282.60元/吨和3941.00元/吨，分别较2015年底上涨77.64%和95.42%。

煤炭价格方面，自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月1日，上述煤炭价格分别为589元/吨、1100元/吨、1263元/吨和917元/吨。

图2　近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：Wind资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2. 区域经济概况

公司主业围绕广东省开展，广东省是中国对外贸易的重要窗口，具有独特的区位优势和政策优势。

根据《2016年广东国民经济和社会发展统计公报》显示，2016年全省实现地区生产总值（GDP）79512.05亿元，比上年增长7.5%。其中，第一产业增加值3693.58亿元，增长3.1%，对GDP增长的贡献率为1.9%；第二产业增加值34372.46亿元，增长6.2%，对GDP增长的贡献率为36.8%；第三产业增加值41446.01亿元，增长9.1%，对GDP增长的贡献率为61.3%。

从国内贸易来看，2016年广东省全年社会消费品零售总额34739.00亿元，比上年增长10.2%；从消费形态看，商品零售31242.41亿元，增长10.3%；餐饮收入3496.59亿元，增长9.2%。在限额以上批发和零售业商品零售额中，粮油、食品、饮料、烟酒类增长9.5%，日用品类增长15.9%，家用电器和音像器材类增长1.4%，汽车类增长11.8%，建筑及装潢材料类增长14.4%，石油及制品类下降3.1%。

总体看，广东省经济较发达，在全国省市中经济发展处于领先地位。在国家宏观经济政策的调控下，广东省经济呈良好发展态势。工业生产持续向好，服务业保持稳定增长，内需保持较快增长。随着经济结构调整进一步深化，预计未来广东省投资和消费将继续保持稳定增长。

六、基础素质分析

公司是广东省政府授权的国有资产经营公司，是国家商务部、发改委、财政部、中国人民银行、国家税务总局等八部委联合确定的国家重点培育的 20 家现代流通企业之一，是国务院确定的全国 100 家现代企业制度试点单位之一。经过多年的发展，公司成为经营规模位居广东流通业第一、全国前列的现代大型流通企业。

公司核心主业为国内贸易，已在广州地区兴建了广东汽车市场（以下简称“汽车市场”）、广东汽车销售维修基地（以下简称“汽车维修基地”）、广东金属物资市场（以下简称“金属市场”）、广东鱼珠物流基地（以下简称“鱼珠物流基地”）、广东鱼珠国际木材市场（以下简称“木材市场”）和广东电器市场等 6 大专业市场和物流基地，其中下属子公司广物汽贸股份有限公司（以下简称“广物汽贸”）、金属市场、木材市场、鱼珠物流基地被评定为广东省流通龙头企业。此外，作为经营历史悠久的国有企业，公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，未来有望带来较为可观的资产增值收益。

综合看，公司整体规模较大，在主要经营领域均处于行业领先地位，土地资源充足，整体竞争实力较强。

七、管理分析

跟踪期内，由于部分董事工作调动或退休，公司董事由 6 位减少为 3 位。根据粤人社发[2016]243 号文件，任命方启超同志为公司董事长。

方启超先生，1963 年出生，研究生毕业，教授级高级工程师。历任广东省基础工程集团有限公司总经理，广东华隧建设股份有限公司董事长、党委书记，广东省建工集团有限公司总经理助理、副总经理、总经理、党委副书记职务。2016 年 12 月任广东省广物控股集团有限公司董事长、党委书记。

管理架构上，截至 2017 年 3 月底，公司设有办公室&董事会秘书室、人力资源部&党委工作部&工会、财务管理部、资金运营中心、资本运营部、投资发展部、经营管理部、纪委办公室&监察审计部、法律事务部和信息中心 10 个职能部门。

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

2016 年 9 月，深圳巨正源股份有限公司（以下简称“巨正源”，831200.OC，无业绩承诺）以每股 4.60 元，向公司发行人民币普通股 1.30 亿股，募集资金 6.00 亿元，全部用于“丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目”（以下简称“聚丙烯项目”），包括但不限于对项目公司注资、支付土地出让金、厂房建设、技术引进、购买设备和材料等。本次发行后，公司成为巨正源控股股东，持股比例 42.36%（无质押），于 2017 年 1 月纳入合并范围。截至 2016 年底，巨正源资产总额 18.94 亿元，所有者权益 12.54 亿元；2016 年营业收入 11.06 亿元，利润总额 0.75 亿元（2015 年 0.21 亿元）。

巨正源是集成品油贸易、运输及仓储为一体的石化产品综合服务商，主业包括成品油贸易、运输和仓储三大板块，在东莞和茂名拥有合计 54 万立方米石化仓储基地、在东莞库区拥有 5 万吨级成品油码头、在舟山拥有三艘总运力达 1.8 万吨的一级油轮。2016 年巨正源实现营业收入 11.06 亿元，同比下降 43.66%，主要系业务结构比重调整，将重心放在开拓仓储业务的同时，防范风险缩减油品贸易业务规模所致；其中，油品贸易 9.51 亿元，同比下降 50.47%，仓储服务收入 1.27 亿元，同比增长 86.61%，运输业务 0.28 亿元，同比变化不大。

聚丙烯项目位于东莞立沙岛，计划产能

120 万吨/年，分两期建设，产能各 60 万吨/年。其中，一期建设占地 630 亩，总投资 45.13 亿元（其中自筹 9 亿元，定增及银团贷款 36.13 亿元），计划 2018 年底建成，2019 年投产；目前环评、安评、节能报告、水土保持报告、职业卫生报告均已获得有权部门批复。聚丙烯项目采用国内外成熟、先进的丙烷脱氢工艺和聚丙烯工艺，以丙烷为原料，脱氢后产品为丙烯，丙烯通过聚合生成聚丙烯产品。聚丙烯是三大合成树脂之一，为生产各种塑料制品的主要原材料，东莞、深圳、佛山所在的珠三角是广东省聚丙烯最主要的消费地区，目前本区域仅广石化有 20 万吨/年的聚丙烯产能，其余通过进口和从国内其他产区调入，需求缺口较大（2015 年约为 287 万吨），巨正源项目投产后将大大缓解区域性资源紧张的局面。

根据公司提供的可行性研究报告，项目投产后第一年生产负荷为 80%，以后各年均为 100%，工程计算期 17 年，预计年均总营业收入 54.02 亿元，年均税后净利润 11.14 亿元，一期项目所得税后的投资回收期 6.07 年（含建设期 3 年）。此外，巨正源在建聚丙烯项目在原材料获取、建设规模及技术、配套条件等方面均具有竞争优势，未来随着项目建成达产，有望成为收入及利润新增长点。

九、经营分析

1. 经营现状

公司以经营汽车、金属材料、燃料化工等大宗生产资料贸易为主业，同时开展汽车维修、物资储运、商品配送、旧车交易等业务，拥有国家授予的燃料油、钢材、塑料、松香等特种物品进口经营权。目前，公司经营业务可分为汽车及配件销售（包括汽车维修、代理上牌等车后服务）、金属材料销售、燃料化工产品销售及物流业务四个板块。

表 2　公司近年营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车及配件销售	199.65	22.69	6.92	203.20	31.96	6.54	210.38	47.16	6.06	40.90	39.60	8.04
金属材料销售	486.96	55.33	0.80	325.86	51.24	0.57	138.24	30.99	2.08	36.29	35.13	1.35
燃料化工产品销售	149.80	17.02	1.86	70.19	11.04	1.62	45.74	10.25	2.08	15.38	14.89	2.67
物流及其他业务	43.66	4.96	16.47	36.64	5.76	28.30	51.76	11.60	13.49	10.72	10.38	7.18
合计	**880.06**	**100**	**3.15**	**635.89**	**100**	**4.19**	**446.12**	**100**	**5.28**	**103.29**	**100.00**	**4.80**

资料来源：公司提供

受宏观经济增速放缓、贸易行业下游需求低迷以及公司主动收缩风险业务影响，2016 年公司实现营业收入 446.12 亿元，同比下降 29.84%。

从收入构成看，2016 年，受燃料化工及金属材料行业不景气、产品价格下跌、贸易量下滑以及公司调整经营战略，降低风险较大的钢铁、煤炭贸易规模等因素综合影响，金属材料销售和燃料化工产品销售业务收入均呈显著下降趋势，二者合计占比下降 21.04 个百分点至 41.24%。受益于代理销售品牌增多、销售网点的扩大以及行业政策刺激，汽车及配件销售板块同比增长 3.53%，2016 年占营业收入比重提升至 47.16%。物流及其他业务板块主要为木材市场销售、再生资源回收、家用电器等商品以及物业管理等，收入占比持续提升；2016 年增长主要来自广物中心租金及无害化处理中心收入增长。

从盈利情况来看，2016 年以来，受益于行业去产能效果的逐步显现及下游需求回暖，公司部分贸易产品价格大幅波动且呈上行趋势，带动金属材料销售及燃料化工产品销售毛利

率同比分别提升 1.51 个和 0.46 个百分点至 2.08%。汽车及配件销售作为公司利润贡献核心板块，毛利率基本保持稳定，2016 年为 6.06%，较上年减少 0.48 个百分点，主要系低毛利率的批发销售占比提升所致。物流及其他业务 2016 年毛利率下降主要由于当期确认的拆迁改造毛利同比有所下降。跟踪期内，受益于提质增效效果逐步显现，公司综合毛利率呈上升趋势，2016 年为 5.28%，同比增加 1.09 个百分点，主要系盈利能力较低的金属材料销售和燃料化工产品销售业务占比逐年下降所致。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 103.29 亿元，同比增长 20.26%，主要来自金属材料销售及燃料化工产品销售的增长。其中，汽车及配件销售板块收入同比下降 18.51%，主要由于 2016 年小排量汽车购置税减半政策提前释放部分需求，2017 年购置税优惠政策出台时间滞后及力度下降导致公司一季度销售量下降；金属材料销售板块收入同比增长 93.44%，主要系钢材及有色金属受下游需求增加影响，产品价格及贸易量上升所致；燃料化工产品销售收入同比增长 73.20%，主要系煤炭及橡胶产品销售价格及销售量同比大幅增长带动所致。2017 年 1～3 月，公司综合毛利率同比下滑 1.05 个百分点至 4.80%；其中物流及其他业务毛利率同比下滑 4.45 个百分点。

整体看，2016 年受宏观经济的增速放缓、下游需求疲软及控制风险战略调整等因素综合影响，公司金属材料及燃料化工产品销售经营规模大幅收缩，整体营业收入持续下滑。跟踪期内，受益于部分大宗商品下游需求回暖带动产品价格波动提升，以及毛利率相对较高的汽车板块比重持续提升，公司综合毛利率小幅回升，但整体盈利能力仍较弱。

2．汽车及配件销售

公司汽车及配件销售业务由广物汽贸负责运营。目前广物汽贸建立起了以珠三角地区为核心、辐射全国的销售网络，已成为华南地区经营规模及销售额最大的汽车销售及服务连锁企业。截至 2017 年 3 月底，广物汽贸在全国范围内共有超过 300 个销售网点，以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 137 家，其中广东省内 116 家，广东省外 21 家；代理的中外汽车品牌包括五菱、长安、上海通用、奥迪等约 33 个。截至 2016 年底，广物汽贸资产总额 71.84 亿元，净资产 13.76 亿元；2016 年广物汽贸实现营业收入 210.38 亿元，净利润 0.31 亿元。

表 3　2014-2016 年公司汽车及配件板块概况 （单位：亿元、%）

类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
汽车销售（含二手车）	176.34	89.13	5.20	180.23	88.70	4.89	188.76	89.72	2.63
汽车维修保养	13.78	6.96	26.78	14.13	6.95	25.53	17.77	8.45	28.50
检验服务及其他	9.53	3.91	11.67	8.84	4.35	9.87	3.84	1.83	70.42
合计	**199.65**	**100.00**	**6.92**	**203.20**	**100.00**	**6.54**	**210.38**	**100.00**	**6.06**

资料来源：公司提供

（1）板块经营情况

公司汽车及配件销售业务主要包括汽车销售业务、维修保养业务、检验服务业务，其中汽车销售收入占比约 89%，汽车维修保养及汽车检验服务业务占比较小。2016 年受益于小排量汽车购置税减半政策的实施带动下游需求增

长，公司汽车及配件销售收入同比增长 3.53%至 210.38 亿元。

盈利能力方面，2016 年，汽车维修保养业务盈利水平较高，毛利率在 25%以上；受近年来汽车行业整车销售毛利下降影响，公司汽车销售（含二手车）毛利率呈逐年下降趋势；检验服务收入占比较小，2016 年毛利率同比大幅增长主要系当期无毛利率水平较低的商品销售业务。受上述影响，2016 年，公司汽车及配件板块综合毛利率有所下降，为 6.06%。总体看，公司汽车及配件销售板块盈利能力较为稳定，但较同行业企业处于较低水平，一方面由于盈利能力较弱的区域代理销售（即批发，五菱、长安等品牌）业务拉低整体销售盈利水平，另一方面由于公司高端品牌销售量占比较低一定程度制约售后服务利润提升。

表 4　2014-2016 年公司主要汽车品牌销售情况（单位：辆、亿元、%）

类别	2014 年			2015 年			2016 年		
	销售数量	销售金额	销售额占比	销售数量	销售金额	销售额占比	销售数量	销售金额	销售额占比
五菱	70253	39.34	19.70	65099	30.54	15.03	55660	35.24	19.04
长安	33153	12.72	6.37	31516	13.25	6.52	38093	16.56	8.95
上海通用	6409	14.64	7.33	8379	15.36	7.56	9263	12.86	6.95
奥迪	7305	32.87	16.46	9970	25.17	12.39	8774	23.19	12.53
上海大众	5840	10.03	5.02	6280	10.22	5.03	6684	8.23	4.45
福特	4609	8.53	4.27	16943	21.43	10.55	13115	18.24	9.85
一汽大众	4985	8.69	4.35	6486	10.04	4.94	7050	7.69	4.15
金杯	11958	8.53	4.27	9153	6.52	3.21	1932	1.40	0.76
广州本田	1932	3.15	1.58	15283	20.81	10.24	18099	19.80	10.70
凯迪拉克	1080	5.73	2.87	3637	13.63	6.71	1950	4.84	2.61
合计	**147524**	**144.23**	**85.72**	**172746**	**166.97**	**82.17**	**160620**	**148.04**	**79.99**

资料来源：公司提供
注：上表列示的为 2016 年销售金额占前 10 名的汽车品牌。

汽车销售板块：公司目前已经成为重庆长安、五菱的广东省区域代理以及奥迪、上海通用、凯迪拉克等品牌的授权经销商；其中五菱和长安销量位居各品牌前列；2016 年，公司主要汽车品牌销量为 16.06 万辆，同比下降 7.02%，主要系五菱由低端车向高端车转型，2016 年金杯的环保标准更新较晚，福特继 2014、2015 年期间引擎升级换代推出较多爆款车后 2016 年销售热度回落致上述品牌销售量下降。2016 年，公司销售汽车 30.4 万辆（含二手车等交易），较上年减少 2.94 万辆。2017 年 1～3 月，汽车总销量为 6.06 万辆（含二手车等交易），同比下降 12.93%。

维修保养板块：维修保养业务在各销售部门带动下保持快速增长的势头，是公司主要利润来源之一。近年来，公司汽车保养、维修量和营业额连年保持快速增长幅度，稳居广州地区维修行业的龙头地位。截至 2016 年底，公司汽车维修及保养业务涵盖了 36 个汽车品牌，覆盖华南超过 230 个服务点，拥有专业技师 5000 余名，保有客户高达 100 万。2016 年全年维修量 116.68 万台次，实现收入 17.77 亿元，分别同比增长 11.12%和 25.76%，维修保养业务增长较快，且获利能力强，是公司重要的利润增长点。

检验服务板块：广物汽贸是广州第一家具有双线的安检站，检测能力 300 辆/天。除此之外，广物汽贸还拥有 6 条环保检测线，是广州第一家环保检测示范站，承担环保局的检测实验任务，为扩展检测业务奠定了基础。

（2）采购

采购结算模式方面，各品牌汽车制造商对单个 4S 店提出商务计划，公司 4S 店与对应品牌汽车制造厂商签订年度商务计划，将全年指标分割成各月并制定当月采购计划，汽车制造厂商根据各车型产能以及 4S 店上月实际销售情况调整各月实际采购数量。在完成厂家的商务计划后，厂家予以额外的厂家返利。从结算方式来看，公司对上游供应商一般采用现金和银行承兑汇票支付，银承期限为 2～6 个月。

（3）销售

公司的汽车销售主要通过区域总代理和 4S 店两种渠道进行，即批发和零售两种模式。从销售区域看，公司在华南地区汽车经销行业地位较为显著，广东省内（包括广州市）汽车销售收入占比达 84.97%。

4S 店模式：截至 2017 年 3 月底，公司以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 137 家，较 2015 年底增加 8 家；代理的中外汽车品牌包括五菱、长安、上海通用、奥迪等约 33 个。2016 年，公司 4S 店模式销售收入为 170.30 亿元，占整车销售板块的 80.95%，同比减少 7.37 个百分点，主要系购置税减半政策对于单价较低的品牌需求刺激大，当期批发模式销售收入及占比同比较快提升所致。从销售网点地域看，广东省内 4S 店数量较 2015 年底增加 12 家，广东省外 4S 店数量减少 5 家，主要系汕尾及广佛汽车城项目进一步拓展，公司丰富汽车城经营品牌，同时减少省外经营不善的门店。

区域总代理模式：公司目前已经成为重庆长安、五菱的区域代理以及奥迪、上海通用、凯迪拉克等品牌的授权经销商。在该模式下，公司的主要业务是向下一级经销商批发车辆（占比超过 90%），兼营对私零售。在与下一级经销商结算过程中主要采取预付现金或者银承方式，降低交易风险。2016 年，公司区域总代理模式实现销售收入 33.32 亿元，同比增长 63.49%，占当期汽车及配件销售总收入 15.84%。

3. 金属材料销售

金属材料销售一直是公司的传统业务之一，发展至今公司已成为华南地区金属材料流通龙头企业之一，主要产品为钢材、生铁、铁矿石等黑色金属和铝、锌、铜等有色金属。

秉承“走出去”的发展战略，公司以广东金属物资市场为依托，在北京、上海和广东等钢材主要消费区设有过百家营业网点，进一步扩大公司在全国的辐射范围和影响力。目前，公司在各地建立的金属材料经营设施占地面积已经超过 58 万平方米；金属材料年经营能力超 1000 万吨，占广州地区金属材料流通量的 70%、广东省（不含广州市）金属材料流通量的 10%。

跟踪期内，受国内宏观经济增速放缓、下游需求疲软等因素影响，公司调整经营战略，将“销售规模超千亿”的目标调整为“提质增效”，同时加大对大宗商品等重点领域的重点客户风险监测力度，退出有风险隐患的贸易业务。2016 年金属材料销售收入处于下行通道，为 138.24 亿元，同比下降 57.58%。从毛利率情况看，2016 年以来，钢材及有色金属价格波动上升，下游有效需求回暖，毛利率同比提升 1.51 个百分点至 2.08%。

2017 年 1～3 月，公司金属材料销售实现收入 36.29 亿元，同比大幅增长 93.44%，主要由于钢材及有色金属受下游需求增加影响，产品价格及贸易量上升所致；毛利率同比小幅降至 1.35%。

在销售产品结构方面，以钢材和有色金属为主，2016 年钢材和有色金属分别占公司金属材料销售收入的 36.47%和 51.11%。近年来，受上游钢厂资金短缺影响，公司采购结算模式主要为预付款，为降低资金风险，公司大幅缩减了钢材的贸易量，导致钢材销售板块收入年复合下降 55.70%；2016 年钢材贸易收入为 50.41 亿元。铁矿石贸易收入年复合下降 23.44%，2016 年为 12.54 亿元；有色金属贸易年复合下降 40.16%，2016 年为 70.65 亿元。

表 5　公司近年金属材料销售情况（单位：亿元）

种类	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
	销售额	销售额	销售额	销售额
钢材	256.87	111.78	50.41	20.07
铁矿石	26.44	29.18	12.54	5.05
有色金属	197.33	168.04	70.65	9.86
其他	6.32	16.86	4.64	1.31
合计	**486.96**	**325.86**	**138.24**	**36.29**

资料来源：公司提供
注：有色金属主要包括铝、锌、铜等。

（1）采购

在采购方面，公司已与多家钢材、铁矿石、有色金属材料厂商及贸易企业形成稳定合作关系。公司金属材料贸易主要采用传统自营和代理两种经营模式，由于传统自营模式下贸易业务受市场行情影响较大，2015 年以来公司逐渐降低自营模式业务比重，截至 2016 年底，自营模式在金属材料销售业务中占比仅 20%左右。

2016 年公司钢材、铁矿石和有色金属采购量分别为 211 万吨、232 万吨和 32 万吨；其中钢材及有色金属采购价格同比增长，铁矿石采购价格变化不大。2016 年，公司金属材料前五大供应商分别为：广州广钢新材料有限公司、中国兵工物资集团有限公司、上海隆熠实业发展有限公司、上海铜冶贸易有限公司、民和万康铝业有限公司；其中贸易型企业较多主要系占比较高的有色金属采购主要通过贸易商采购。

（2）销售

公司金属材料主要销售给下游贸易公司及金属材料加工厂商。传统自销模式下，公司采用“市场零售”与“重点客户直供”相结合的模式。公司钢材业务的主要销售对象为广东省内客户，其中珠三角地区的销售量占比超过 90%，铁矿石及有色金属则主要销往省外。随着钢贸危机的蔓延，公司对下游重点项目业主结算模式由先货后款调整为现款现货或银行承兑汇票（下游客户承担贴息）结算。代理模式下，由下游客户提交订单，同时向公司缴纳保证金，保证金比例约为 30%~50%；公司根据下游客户需求，按需向上游供应商提货，货物存储在国有第三方货代以及公司自己的仓库；存贮过程中保证金金额会随货物价格波动有所变化。在合同约定期限内，下游客户现金或票据结清全部货款后，方能提走全部货物，该模式中，公司对于货权具有绝对控制，经营管理部为唯一授权放货单位。

2016 年以来，公司根据市场实际情况，与部分钢厂合作模式由原来的“购销模式”调整为“代销+贴牌+自营”。此模式下，价格下跌时公司可通过代销收取佣金规避市场价格波动风险，获得稳定收益；在市场价格上涨时通过灵活调整代销/自营比例，以提升盈利水平。具体来看，公司与上游钢厂完成采购后，运输至广州市场，并在一定期限内（一般不超过 90 天）销售给公司自有客户网络资源（现款现货），销售价格每天由钢厂根据市场情况确定。在业务过程中，公司可通过自身对资源的整合能力，在购销差价、银承现汇比、银承时间差、规格差等多环节实现盈利，并通过整合物流、仓储资源，降低物流仓储成本实现降本增效。目前该模式下主要合作的钢厂包括：河北敬业钢铁、山西立恒钢铁、营口钢铁、宣化钢铁等，与上述钢厂合作代销业务，公司采购先按暂定价支付 85%货款，待完成销售后与钢厂结算剩余货款。2016～2017 年 3 月，该模式下已完成钢材销售 89.51 万吨，含税销售额 23.44 亿元。

从销售量看，2016 年公司钢材、铁矿石和有色金属销售量分别为 216.61 万吨、229.58 万吨和 31.65 万吨，同比持续下降；2014～2015 年，随着大宗商品价格持续走低，公司钢材、铁矿石、有色金属销售均价均呈大幅下降态势，2016 年受去产能政策效应逐步现象影响，钢材及有色金属产品价格同比波动提升。2016 年，公司金属材料销售前五名客户分别为上海渚晟金属有限公司、阳春新钢铁有限责任公司、广州广钢新材料有限公司、天津贵信和投资合伙企业（有限合伙）、中铝国际贸易有限公司，合计占比为 16.27%，集中度一般。

表 6　公司 2014-2016 年金属材料销售量及销售均价情况（单位：万吨、元/吨）

金属材料	2014 年		2015 年		2016 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
钢材	915.51	2809	746.96	1810	216.61	2606
铁矿石	926.10	651	764.57	430	229.58	442
有色金属	135.71	19975	112.49	18405	31.65	26961

资料来源：公司提供
注：上表数据为公司按照业务口径统计，内部交易未完全抵消，销售均价与销售量的乘积大于实际销售收入。由于内部交易缺乏公允性，上表销售均价小于实际销售价格。

4．燃料化工板块

公司燃料化工产品销售板块主要以煤炭及混合芳烃等石油化工销售为主，2016 年混合芳烃总进口量全国排名第四位，在行业景气度低迷的背景下保持较高的市场占有率及影响力。近年来受国内外经济周期影响，下游需求萎缩、市场风险较大，公司为防范风险，以效益为核心，收缩了利润低、市场风险高、资金占用高的业务品种，同时对保留的产品也采取谨慎态度。受上述因素影响，2014～2016 年，公司燃料化工板块销售收入年复合下降 44.74%，2016 年为 45.74 亿元，同比下降 34.83%。2017 年 1～3 月，燃料化工板块实现销售收入 15.38 亿元，同比增长 73.20%，主要系煤炭及橡胶产品销售价格及销售量同比大幅增长带动所致。

（1）煤炭及制品

跟踪期内，公司煤炭销售业务经营规模持续收缩，煤炭销量在广东省市场的占有率保持在 15%～20%。2016 年上半年，受国内电力需求增速放缓、市场对煤炭需求下降以及煤炭及制品价格下降综合影响，公司煤炭贸易规模延续收缩态势；2016 年下半年以来，煤炭市场需求回暖，产品价格较快回升。2016 年，公司煤炭销售 13.41 亿元，同比下降 19.17%；2017 年一季度，公司煤炭销售 6.24 亿元，同比增加 4.89 亿元。

表 7 公司近年煤炭采购销售情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		17 年 1-3 月	
	销售	采购	销售	采购	销售	采购	销售	采购
煤炭	35.92	35.07	16.59	16.39	13.41	13.16	6.24	6.16

资料来源：公司提供

2016 年，公司销售的煤炭近 75%来源于进口，主要进口国有印尼、菲律宾。国内采购方面，公司与中国神华和中煤能源签订了长期供货协议，在北方鲅鱼圈、天津港口建立长期的煤炭货场区，与广东海运、中海货运长期合作，形成长期稳定的优质资源供应系统。2016 年，公司前五名合计占煤炭采购比例的 45.80%，集中度较高。公司与上游企业采用的结算方式一般为银行承兑汇票或信用证，期限一般为三至六个月。

在下游销售方面，公司主要销售对象包括大型电厂及贸易商。2016 年，公司对前五大客户的销售额占煤炭业务总销售额的 69.13%，集中度高，主要客户包括广东省电力工业燃料有限公司、广州星贝贸易有限公司、大连东煤供应链服务有限公司、国电泰州发电有限公司、中国华电集团贵港发电有限公司。

（2）石油化工

公司石油化工产品经营主要包括石油化工、生物化工、林产化工、农用化工、有机化工原料、无机化工原料、剧毒物品、民用爆炸物品等。

石油化工类代表产品是石油化工品混合芳烃，进口结合国内采购，全过程无资金风险敞口。由于进口可采用择机锁价，因此可以规避在途时间差引起的价格下跌风险，目前公司在广东的份额处于领先地位，大部分分销商都通过集团进货，客源稳定。

公司燃料油经营以进口油为主，开展自营、代理业务。公司下属经营石油化工产品销售的子公司主要为广东省燃料公司、广东物通实业投资有限公司、广东省物资进出口公司和广东省化工轻工总公司等。2016 年，公司石油及制品销售收入为 13.93 亿元，同比增长 13.34%。

化工材料及制品销售方面，公司经营的合成橡胶产品主要由吉化、岳化、燕化等大型石化厂家提供，采购方式为直接从厂家批量、均衡进货，经过长期稳定的业务合作，公司已成为这些厂家在广东地区的销售总代理。公司的天然橡胶产品以海南胶和进口资源为主；塑料产品主要为普通塑料，产品来源则国产和进口资源并重，销售主要面向广东地区。在采购结算方面，公司主要通过现金和银行承兑汇票的方式完成，一般账期为三至六个月，且前期需缴纳一定的保证金，保证金比例一般为采购金额的 20%-30%。货物采购后尽快销售给下游企业，同时收取扣除保证金后的货物尾款。除此之外，公司还经营聚乙烯、聚丙烯、苯胺等产品。2016 年，公司化工材料及制品销售收入规模为 18.22 亿元，同比减少 23.09 亿元，主要由于当期芳烃产品价格波动较大，公司为控制风险缩减规模。

5．物流及其他业务板块

公司业务除上述主营板块外，还包括木材市场销售、无害化处理、拍卖业、土地收储保证金等等商品以及物业管理等，跟踪期内所占比重持续提升。2016 年物流及其他业务板块收入为 51.76 亿元，同比增长 41.27%，主要来自广物中心租金、无害化处理业务及三旧改造土地收储保证金（见“未来投资计划”分析）增长所致。

总体看，作为全国领先的现代大型流通企业，公司在区域行业地位、经营规模、自有品牌等方面优势显著。近年来，受宏观经济下行压力加大、下游需求疲软及控制风险战略调整等因素综合影响，整体收入规模大幅下降，主业盈利能力偏弱。

6．经营效率

从经营效率指标来看，2016 年，公司销售债权周转次数同比上升，存货周转次数及总资产周转次数呈持续下降趋势，三项指标分别为 28.31 次、9.00 次、1.25 次。

7．未来投资计划

在建工程方面，公司主要在建项目包括广物汽贸连锁经营项目、东莞中堂广东鱼珠国际木材交易中心和丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目，预计总投资规模 75.13 亿元，截至 2016 年底已完成投资 16.25 亿元，2017 年计划投资 24.70 亿元。广物汽贸连锁经营项目主要包括广佛汽车城、汕尾汽车城及阳江汽车城，其中汕尾汽车城占地面积 41644 平方米，项目用地已通过招拍挂以成本价取得（商业用地，成本价获取 1886.5 万元），园区内长安福特 4S 店已建成开业；阳江汽车城占地面积 84009 平方米，公司已于 2016 年底通过招拍挂以成本价获取项目用地（商业性质，5700 万元），未来定位为集汽车展销、汽车文化、酒店办公、配套服务等功能为一体的汽车城。

表 8　截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

	总投资金额	预计完工时间	截至 2016 年底已投资额	2017 年计划投资	资金来源
广物汽贸连锁经营项目	20.00	2026 年	10.62	6.60	自有资金、银行贷款等
东莞中堂广东鱼珠国际木材交易中心	10.00	2020 年	3.43	2.10	自有资金、银行贷款等
丙烷脱氢制高性能聚丙烯	45.13	2018 年	2.20	16.00	自有资金、定增及其他资金（银团贷款等）
合 计	**75.13**	--	**16.25**	**24.70**	--

资料来源：公司提供

除上述项目外，根据广东省及广州市政府关于三旧改造的相关批复，公司现有部分资产已纳入三旧改造范围。截至 2017 年 3 月底，公司共有占地面积 74.32 万平方米的土地资产纳入三旧改造范围，另有逾 70 万平方米土地资产拟纳入三旧改造范围，其中鱼珠、吉山项目进展较快。

（1）鱼珠地块“三旧改造”项目

鱼珠地块三旧改造项目包括商业和住宅两部分。根据《关于黄埔鱼珠临港商务区首期启动区鱼珠物流基地和鱼珠木材市场改造项目的批复》（穗旧改复[2013]8 号），商业部分（以下简称“黄埔鱼珠临港商务区项目”）由公司与保利地产合作开发。2014 年，公司和保利地产合作成立项目公司前通公司和美通公司，公司仅用土地出资，保利地产以货币资金出资，并负责完成后续项目开发，各持有两家项目公司 50%的股权。2015 年公司制改制后，公司将用于出资的土地评估溢价共 49.23 亿元计入公司“应收股利”科目，贷方计入“未分配利润”；待项目完工后，公司将用收益分成获得的部分物业抵减应收股利。

黄埔鱼珠临港商务区项目占地面积 55.5 万平方米，商业金融类建筑面积 111.88 万平方米。项目建设完成后，公司约可获得 45.73 万平方米物业。按照 3 万元/平方米售价估算，未来公司预计资产增值超过 100 亿元。截至 2015 年底，公司已收到保利地产保证金 20 亿元（其中 5 亿元拆迁补偿款确认为其他业务收入，剩余 15 亿元计入“其他应付款”），首开区北地块已补交土地变性款，并启动建设，首开区南地块准备与国土局签订国土出让合同补缴地价。

住宅部分土地 9.37 万平方米，采取政府收储返还土地补偿金形式实现资产增值收益。截至 2017 年 3 月底，公司已与广州市土地开发中心、广州开发区土地开发储备交易中心签订《收回国有土地使用权补偿协议》，待土地完成出让后返还公司补偿金。公司预计补偿规模约 27 亿元，将于 2018 年 12 月底实现。根据收储协议，广州市土地开发中心应支付公司保证金 7 亿元（已于 2016 年计入物流及其他业务收入），截至 2017 年 3 月底尚未到账，计入“其他应收款”中。

（2）吉山三旧改造项目

吉山三旧改造项目用地约 17.06 万平方米（包括商业及住宅两部分），位于天河区奥体新城整体规划范围内。2015 年 7 月 8 日，公司与广州珠江实业集团有限公司就商业部分共同开发（公司土地出资）签订了合作框架协议（细节尚未落地）。2015 年 12 月，公司就住宅部分与广州市土地开发中心签订收储协议，待土地整理完成后挂牌出让，实现资金返还；公司预计住宅部分补偿规模约 37 亿元，将于 2018 年底完成。根据收储协议，广州市土地开发中心应支付公司保证金 6.7 亿元（已于 2015 年计入物流及其他板块收入），截至 2017 年 3 月底，公司已收回 2.60 亿元，其余计入“其他应收款”。

总体来看，黄埔鱼珠临港商务区项目体量规模较大，建成后公司有望获得可观的投资收益；其余三旧改造项目通过政府收储返还补偿金的形式实现资产增值收益。联合资信关注到，政府收储模式下土地招拍挂进度及土地价格受外部因素影响大，未来收益实现时间及金额尚存在不确定性。

十、财务分析

公司提供的 2016 年财务报告经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见；公司 2017 年 1～3 月财务报表未经审计。

从合并范围看，2016 年，公司通过投资设立方式新纳入合并范围子公司 2 家，不再纳入合并范围的子公司 7 家；2017 年 1～3 月，合并范围新纳入巨正源、广东广物融资租赁有限公司。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 349.71 亿元，所有者权益 87.53 亿元（其中少数股东权益 8.64 亿元）；2016 年公司实现营业收入 446.12 亿元，利润总额 3.78 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 372.47 亿元，所有者权益 93.91 亿元（其中少数股东权益 8.83 亿元）；2017 年 1～3 月实现营业收入 103.29 亿元，利润总额 0.77 亿元。

1．资产质量

由于公司制改制，公司资产规模持续下降，截至 2016 年底，公司资产总额 349.71 亿元，同比下降 4.19%；其中流动资产占比为 57.09%，非流动资产占比为 42.91%，流动资产占比同比减少 8.32 个百分点，公司资产仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 199.65 亿元，同比下降 16.38%，主要系其他应收款和存货减少所致，公司流动资产以货币资金（占 26.15%）、应收股利（占 24.66%）和存货（占 21.44%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 52.20 亿元，同比下降 22.56%；其中，银行存款占 39.84%、其他货币资金占 60.14%。其他货币资金主要为信用证、贷款、保函等保证金，公司受限资金为 12.09 亿元，占比 23.17%。

截至 2016 年底，公司应收账款 11.83 亿元，同比增长 23.79%，主要系汽贸按揭车款增加及处理旧货所致。单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款占 50.41%，计提坏账准备 5.71 亿元，计提比例为 62.10%，主要系唐山兴业工贸有限公司财务状况恶化，款项难以收回，计提坏账准备 2.64 亿元；应收账款账面余额的 47.68%采用账龄分析法计提坏账准备，1 年以内的占 76.06%，1～2 年的占 9.20%，其余为 2 年以上，账龄较短；其中应收账款前五名合计占比为 44.57%，集中度高，公司累计计提坏账准备 6.39 亿元，综合计提比例 35.08%。

截至 2016 年底，公司预付款项金额 20.65 亿元，同比下降 9.84%，主要系公司严格控制库存及费用，减少预付款采购所致。公司预付款项中，账龄 1 年以内占 68.19%；1～2 年的占 1.77%；2～3 年的占 4.53%；3 年以上的占 25.51%，主要包括广东金型重工有限公司 1.47 亿元和佛山市顺德区顺路钢铁贸易有限公司 1.43 亿元，目前正在诉讼中；截至 2016 年底，公司预付账款综合计提比例为 24.52%。

表 9 截至 2016 年底公司账龄超过一年的大额预付款项

（单位：亿元）

债务单位	年末余额	账龄	未结算原因
江西江钨有色金属贸易有限公司	0.44	2-3 年	债务纠纷
广东金型重工有限公司	1.47	3 年以上	正在诉讼
佛山市顺德区顺路钢铁贸易有限公司	1.43	3 年以上	正在诉讼
天津恒利万通金属贸易有限公司	0.45	2-3 年	债务纠纷
山西中宇钢铁有限公司	0.78	5 年以上	欠款
合计	**4.58**	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司应收股利 49.23 亿元，系公司和保利地产合作成立项目公司参与三旧改造项目的土地评估溢价，考虑到公司应收股利规模较大，且三旧改造项目建设周期较长，公司应收股利回收周期较长且有一定不确定性。

截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 60.53 亿元，同比下降 15.51%，主要系公司清收不良债权所致，公司已计提坏账准备 40.28 亿元。公司剩余其他应收款主要为广州市土地开发中心收储土地所欠鱼珠和吉山地块土地出让金，共计 11.10 亿元。总体看，公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

表 10 截至 2016 年底公司其他应收款账面余额前五名

（单位：亿元）

债务人单位	年末余额	款项性质	是否关联方
广东省金属材料公司	27.54	往来款	是
广东航兴贸易有限公司	8.06	往来款	是
广州市土地开发中心	7.06	往来款	否
广州市土地开发中心	4.04	土地出让金	否
广州市谦益投资有限公司	0.40	三旧改制款	否
合计	**47.10**	--	

资料来源：公司审计报告

注：广东省金属材料公司、广东航兴贸易有限公司已清算并全额计提坏账准备。

截至2016年底，公司存货账面价值为42.80亿元，同比下降16.17%，主要是由于：1.为降低风险及成本，公司减少预付款采购，减少存货产生费用；2.广物汽贸受年底购置税优惠减半政策截止时间影响，消化库存所致。截至2016年底，公司存货主要以库存商品（占94.99%）为主，包括汽车、钢材和煤炭等产品，公司存货计提跌价准备1.70亿元，计提比例3.82%，考虑到大宗商品易受产品价格波动影响，存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产为150.06亿元，同比增长18.84%，以持有至到期投资（占9.73%）、长期股权投资（占14.49%）、投资性房地产（占49.36%）、固定资产（占6.65%）、无形资产（占9.43%）为主。

截至2016年底，公司新增持有至到期投资14.61亿元，主要系资产管理计划。

截至2016年底，公司长期股权投资为21.75亿元，同比增长85.43%，主要系公司对广东中交龙沙物流有限责任公司（以下简称“龙沙物流”）追加投资2.48亿元，对深圳巨正源增加投资6.00亿元所致；截至2016年底，公司长期股权投资主要包括联营企业广物房地产（4.40亿元）、龙沙物流（2.50亿元）；其他投资美通公司（2.51亿元）、前通公司（1.04亿元）和巨正源（6.00亿元）。

截至2016年底，公司投资性房地产74.08亿元，同比增长28.10%，主要系公司将广物中心由在建工程转入投资性房地产所致；公司投资性房地产主要构成为土地使用权（占57.87%）和房屋建筑物（占42.13%）。公司投资性房地产项目包括鱼珠地块、物通番禺区大石街河村“下沙煲”商服用地、东莞鱼珠木材交易中心地块、吉山地块等，未来将计划用于三旧改造项目建设，目前土地性质大部分为工业用地。

截至2016年底，公司无形资产账面价值14.15亿元，同比增长6.45%。公司无形资产以土地使用权为主，主要分布黄沙、东莞泥洲等地，公司未来计划作为集团的专业经营市场和创业园区，截至2016年底，公司无形资产已计提累计摊销0.76亿元。

截至2017年3月底，公司资产总额合计372.47亿元，较2016年底增长6.51%。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为58.41%和41.59%，资产构成基本稳定。由于2016年以来部分大宗商品价格波动上涨，公司逐步扩大销售规模，带动当期预付款项、应收票据及存货较快增长；由于深圳巨正源纳入合并范围，固定资产较2016年底增长75.51%，无形资产较2016年底增长15.20%。

跟踪期内，随着公司制改制的收尾，公司资产规模企稳，资产以流动资产为主；公司应收股利回收情况受三旧改造项目建设周期影响大，存在一定不确定性；存货易受产品价格波动且存在一定减值风险。非流动资产中，投资性房地产与无形资产均以土地使用权为主。总体看，公司实施清产核资后，资产质量有所提升。

2. 负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债合计262.18亿元，同比下降6.74%。从负债结构上看，公司负债中流动负债占67.35%，非流动负债占32.65%，流动负债比重同比减少2.77个百分点，仍以流动负债为主。

流动负债方面，截至2016年底，公司流动负债合计176.58亿元，同比下降10.43%，公司流动负债主要以短期借款（占34.19%）、应付票据（占29.02%）和其他应付款（占14.21%）为主。

截至2016年底，公司短期借款为60.37亿元，同比下降24.73%，主要系公司调整负债结构，偿还部分短期借款所致。截至2016年底，公司短期借款主要以保证借款（占25.91%）和信用借款（占72.40%）为主。

截至2016年底，公司应付票据51.25亿元，同比下降0.83%，公司应付票据以银行承兑汇票（占99.58%）为主。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 25.09 亿元，同比下降 8.07%，主要系往来款减少所致；公司其他应付款主要为保利地产就黄埔鱼珠临港商务区项目开发向公司预付的 15 亿元履约保证金。

表 11　2016 年底其他应付款前五名（单位：亿元）

债务人单位	年末余额	款项性质	是否关联方
保利房地产（集团）股份有限公司	15.00	往来款	否
南方联合产权交易中心有限责任公司	0.37	三旧改造款	否
广东广物房地产(集团)有限公司	0.22	合同尚未履行完毕	是
广东广物支付有限公司	0.20	单位往来	是
肇庆广物房地产开发有限公司	0.17	合同尚未履行完毕	是
合计	**15.96**	--	--

资料来源：审计报告

非流动负债方面，截至 2016 年底，公司非流动负债 85.60 亿元，主要由长期借款（占 17.53%）和应付债券（占 65.30%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款为 15.01 亿元，同比增长 33.40%，其中质押借款占 8.00%，抵押借款占 78.68%，保证借款占 13.33%。

截至 2016 年底，公司应付债券 55.90 亿元，较 2015 年底下降 5.09%，主要系公司 2015 年发行的 8 亿元“15 粤物资 CP001”以及共计 17 亿元的三期超短期融资券“15 粤物资 SCP003”、“15 粤物资 SCP004”和“15 粤物资 SCP005”到期，2016 年发行 8 亿元“16 广物控股 MNT001”及共计 14 亿元的三期超短期融资券“16 粤物资 SCP003”、“16 粤物资 SCP004”和“16 粤物资 SCP005”。

截至 2016 年底，公司长期应付款 3.18 亿元，同比增长 80.78%，主要为融资租赁固定资产增加所致。截至 2016 年底融资余额 3.00 亿元（已纳入长期债务指标核算）。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 278.56 亿元，同比增长 6.71%，主要系短期借款、长期借款及预付款项增长所致。

表12　截至2017年3月底公司存续期债券明细

（单位：亿元）

债券名称	发行额度	发行日期	到期日期
16 广物控股 MTN001	8	2016-09-02	2021-09-05
16 广物控股 SCP003	8	2016-08-01	2017-04-29
16 广物控股 SCP004	3	2016-08-18	2017-05-16
16 广物控股 SCP005	3	2016-08-25	2017-05-23
12 粤物资 MTN1	6	2012-07-12	2017-07-13
14 粤物资 PPN001	8	2014-07-18	2017-07-21
14 粤物资 PPN002	8	2014-09-18	2017-09-19
13 粤物资 MTN1	3.9	2013-05-10	2018-05-13
15 粤物资 MTN002	8	2015-09-08	2018-09-10
15 粤物资 MTN003	10	2015-11-19	2018-11-20
15 粤物资 MTN001	8	2015-04-22	2020-04-23

资料来源：公司提供

注：截至报告出具日，16广物控股SCP003、16广物控股SCP004和16广物控股SCP005已按时兑付。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务 187.42 亿元，同比下降 7.95%；其中短期债务占 79.78%，长期债务占 20.22%，短期债务比重较 2015 年底提高了 2.72 个百分点，债务结构仍以短期债务为主。

从债务指标来看，截至 2016 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 74.97%、68.16%和 30.22%；公司于 2015 年发行两期合计为 18 亿元的永续中期票据“15 粤物资 MTN002”和“15 粤物资 MTN003”，纳入所有者权益核算，考虑到上述债券在清偿顺序、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，若将其纳入长期债务核算，公司调整后全部债务为 205.42 亿元，其中短期债务占 72.79%，长期债务占 27.21%，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 80.12%、70.12%和 38.97%。

截至 2017 年 3 月底，公司全部债务为 193.05 亿元，较上年底增长 3.01%。截至 2017 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为 74.79%、67.27%和 28.63%，将“15 粤物资 MTN002”和“15 粤物资 MTN003”纳入长期债务核算后，公司全部债务为 211.05 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 79.62%、69.21%和 37.22%。

总体看，跟踪期内，公司负债以流动负债为主，公司需要较大规模营运资金以保证日常经营及往来账款需求，公司资产负债率高，整体债务负担重，债务结构有待改善。

截至 2016 年底，公司所有者权益为 87.53 亿元，同比增长 4.36%，主要是未分配利润增加所致，所有者权益主要由实收资本（占 34.27%）、资本公积（占 28.94%）、其他权益工具（占 20.56%）、未分配利润（占 5.53%）和少数股东权益（占 9.87%）构成。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 93.91 亿元，较 2016 年底增长 7.29%，所有者权益构成较上年变化不大。

总体看，跟踪期内公司权益结构中实收资本及资本公积占比较高，所有者权益较为稳定。

3. 盈利能力

跟踪期内，受宏观经济下行、下游需求疲软以及公司风险控制战略调整等因素的综合影响，公司经营规模进一步收缩，营业收入及营业成本同比分别下降 29.84%和 30.64%。受低盈利业务规模减少的影响，公司营业利润率有所上升，2016 年为 5.14%，较 2015 年增加 1.11 个百分点。

2016 年，公司期间费用同比下降 4.74%至 21.11 亿元，主要是由于有息债务减少带动财务费用下降所致；其中销售费用 9.77 亿元，同比下降 2.78%，主要系公司贸易规模缩减带动销售相关人员工资、广告宣传费用减少所致；管理费用 4.98 亿元，同比下降 6.08%；财务费用 6.35 亿元，同比下降 6.60%。2016 年，公司期间费用率为 4.73%，总体看，公司改制完成后期间费用控制能力有所提升，但仍对利润侵蚀影响大。

非经营性损益方面，2016 年投资收益同比大幅上升至 2.46 亿元，主要来自联营企业广东广物房地产开发有限公司（以下简称“广物房地产”，间接持股比例为 45%）权益法下确认的投资收益 1.33 亿元及持有至到期投资在持有期间的投资收益 0.81 亿元；占当期营业利润的 75.93%，为公司利润的主要来源，被投资企业广物房地产经营业绩易受房地产行业宏观政策调控以及收入确认进度影响，利润有一定波动，投资收益稳定性较弱。公司营业外收入有所波动，2016 年为 0.79 亿元，同比下降 44.92%，主要为违约金和罚款收入，不具备持续性，公司当期收到政府补助 0.04 亿元，同比下降 82.61%。

2016 年，公司非经营损益（公允价值变动损益+投资收益+营业外收入）占利润总额比重为 85.40%，非经营性损益对利润总额贡献程度大。

2016 年，公司资产减值损失为 1.04 亿元，主要来自存货跌价损失 1.16 亿元。总体看，公司资产减值损失对利润侵蚀大。

盈利能力指标方面，随着大宗商品价格的波动，2016 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.76%和 3.77%。

2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 103.29 亿元，同比增长 20.26%，主要系 2017 年一季度金属材料及燃料化工板块受益于行情变化及管理效率提升，收入同比大幅增长所致；2017 年一季度营业利润率为 4.61%，同比下降 1.02 个百分点；同期，公司利润总额 0.77 亿元，同比增长 327.78%。

总体看，跟踪期内，受宏观经济下行压力加大、下游需求疲软及控制风险战略调整等因素综合影响，公司经营规模进一步收缩，期间费用对利润侵蚀影响大，利润总额对非经常损益依赖程度高，公司主业盈利能力有待提高。

4. 现金流及保障

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2016 年受金属及燃料化工贸易收入下降的影响，公司经营规模持续收缩，公司经营活动现金流入下降至 554.71 亿元，同比下降 30.02%；其中收到其他与经营活动有关的现金 49.70 亿元主要为与经营活动有关的代垫往来款项流入。2016 年公司经营活动现金流出为 541.20 亿元，同比

下降 31.23%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 469.51 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 55.49 亿元，系与经营活动有关的代垫往来款项流出。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 13.51 亿元。从收入实现质量来看，2016 年，公司现金收入比为 113.18%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2016 年公司投资活动产生的现金流入量为 23.50 亿元，同比大幅增长主要是部分理财产品到期收回的现金增长所致。2016 年，公司投资活动现金流出为 31.14 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金；2016 年投资活动产生的现金流出大幅增加，其中投资支付的现金 26.08 亿元，主要为红塔基金项目投入 14.61 亿元及收购深圳巨正源支付 6.00 亿元，支付其他与投资活动有关的现金为 1.71 亿元，主要为项目保证金。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.64 亿元。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入量为 214.85 亿元，同比下降 2.26%，主要来自取得借款收到的现金。2016 年，筹资活动产生的现金流出为为 236.12 亿元，主要为偿还债务支付的现金。

2017 年 1～3 月，公司经营活动现金净流量为-4.02 亿元，投资活动现金净流量为-0.75 亿元，筹资活动现金净流量为 0.12 亿元。

总体看，跟踪期内，受主营业务经营特点影响，公司日常运营所需资金规模大，未来随着在建项目的持续投资，公司仍存在较大对外融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 113.07%和 88.83%，同比分别减少 8.04 个和 6.38 个百分点。截至 2017 年 3 月底，上述两项比率分别为 114.39%和 84.11%。2016 年，公司经营性现金流动负债比为 7.65%。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，现金周转快，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.69 倍和 13.96 倍。公司长期偿债能力偏弱。

截至 2017 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 24.24 亿元，主要为广物中心用于抵押贷款。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保余额为 46.00 亿元，被担保企业均为公司联营企业或联营企业下属企业，目前经营均正常，且大部分担保余额存在反担保措施；其中对广物房地产及其下属企业担保余额大，在房地产行业调控趋严环境下，公司存在一定或有负债风险。

表13 截至2017年6月底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保事项	担保余额	期限	公司间接持股比例（%）	截至 2016 年底资产总额	截至 2016 年底所有者权益	2016 年收入	2016 年利润总额	是否发生代偿
广东广物供应链管理有限公司	借款	1.20	2016-2018 年	25	3.73	0.46	10.76	0.09	否
广物房地产及其下属企业	借款	31.70	2015-2019 年	--	--	--	--	--	否
广物房地产	2016 年第一期私募债	13.10	2016-2020 年	45	204.54	14.41	38.99	3.84	否
合计	--	**46.00**	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司授信总额为 394.47 亿元，未使用信用额度为 144.29 亿元，间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码证：G1044010400308170P），截至 2017 年 7 月 19 日，公司无未结清的不良

信贷信息记录;有已结清不良/违约类贷款 4 笔，关注类贷款 3 笔，系银行内部系统升级，将历史贷款重新分类所致；有已结清欠息 8 笔，均已于 2010 年 11 月 22 日前结清。公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及对生产资料流通行业的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力

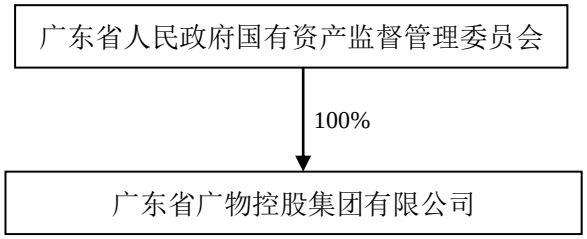
目前公司存续期内中期票据为“12 粤物资 MTN1”、“13 粤物资 MTN1”、“15 粤物资 MTN001”、“15 粤物资 MTN002”、“15 粤物资 MTN003”和“16 广物控股 MTN001”，发行金额合计为 43.9 亿元，其中有 21.9 亿元（以下简称“集中到期金额”）将于 2018 年到期。

截至2016年底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）为42.43亿元，分别为集中到期金额和存续期内中期票据的1.94倍和0.97倍。2016年，公司经营现金流入量为554.71亿元，分别为集中到期金额和存续期内中期票据的25.33倍和12.64倍。公司现金类资产及经营现金流入量对集中到期金额及存续期内中期票据的覆盖程度较好，保障能力较强。

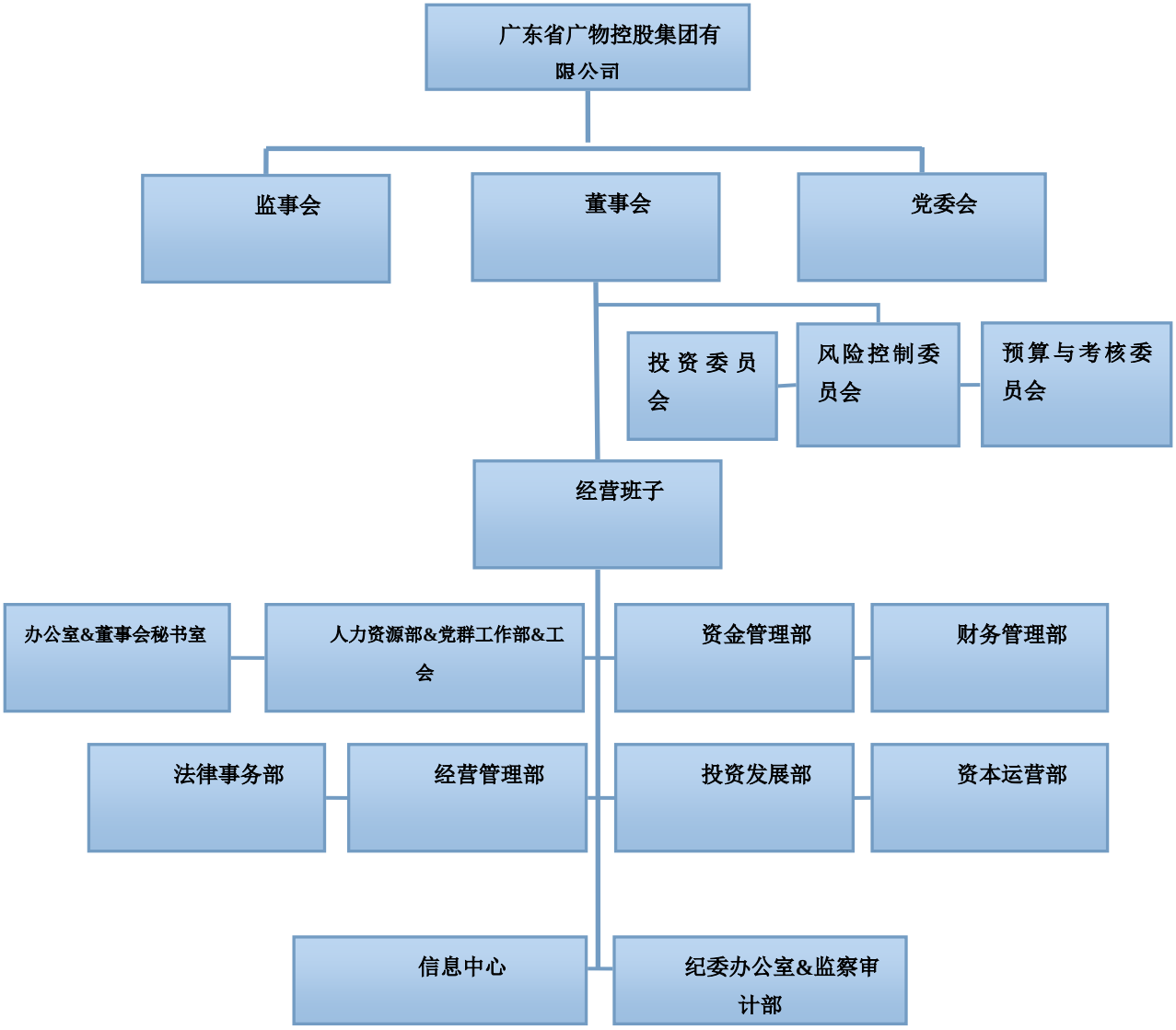
十二、结论

综合考虑，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，将“12 粤物资 MTN1”、“13 粤物资 MTN1”、“15 粤物资 MTN001”、“15 粤物资 MTN002”、“15 粤物资 MTN003”和“16 广物控股 MTN001”的信用等级由 AA 调整为 AA^+。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	84.74	66.01	42.43	55.74
资产总额(亿元)	401.74	365.02	349.71	372.47
所有者权益(亿元)	63.14	83.88	87.53	93.91
短期债务(亿元)	180.54	156.88	149.51	155.39
长期债务(亿元)	41.68	46.72	37.90	37.67
全部债务(亿元)	222.22	203.60	187.42	193.05
营业收入(亿元)	880.06	635.89	446.12	103.29
利润总额(亿元)	0.98	3.52	3.78	0.77
EBITDA(亿元)	14.24	15.22	13.43	--
经营性净现金流(亿元)	0.43	5.72	13.51	-4.02
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.70	23.20	28.31	--
存货周转次数(次)	33.03	11.87	9.00	--
总资产周转次数(次)	2.47	1.66	1.25	--
现金收入比(%)	115.01	115.76	113.18	114.91
营业利润率(%)	2.99	4.03	5.14	4.61
总资本收益率(%)	3.97	4.30	3.76	--
净资产收益率(%)	0.82	3.98	3.77	--
长期债务资本化比率(%)	39.76	35.77	30.22	28.63
全部债务资本化比率(%)	77.87	70.82	68.16	67.27
资产负债率(%)	84.28	77.02	74.97	74.79
流动比率(%)	97.25	121.11	113.07	114.39
速动比率(%)	79.07	95.21	88.83	84.11
经营现金流动负债比(%)	0.15	2.90	7.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.31	1.50	1.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.61	13.38	13.96	--

注：1.2017 年一季度财务数据未经审计；
2.短期债务及相关指标包含“应付债券”中的短期融资券；
3.长期债务及相关指标包括“长期应付款”中的融资租赁款；
4. 2014~2016 年现金类资产已剔除受限资金；
5. 2015~2017 年 3 月底所有者权益中包含共计 18 亿元的永续中票；
6. 2014 年数据为 2015 年期初调整数。

附件 3　有关计算指标的计算公式(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/短期投资+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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。