信用等级公告

联合[2018] 1678 号

联合资信评估有限公司通过对广东省广物控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东省广物控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“15 粤物资 MTN001”、“15 粤物资 MTN002”、“15 粤物资 MTN003”和“16 广物控股 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

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

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 粤物资 MTN001	8 亿元	2020/04/23	AA^+	AA^+
*15 粤物资 MTN002[1]	8 亿元	2018/09/10	AA^+	AA^+
*15 粤物资 MTN003	10 亿元	2018/11/20	AA^+	AA^+
16 广物控股 MTN001	8 亿元	2021/09/05	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	66.01	42.43	52.55	97.82
资产总额(亿元)	365.02	349.71	364.48	407.01
所有者权益(亿元)	83.88	87.53	101.27	100.29
短期债务(亿元)	156.88	149.51	135.24	129.67
长期债务(亿元)	46.72	37.90	58.62	59.64
全部债务(亿元)	203.60	187.42	193.86	189.32
营业收入(亿元)	635.89	446.12	540.86	108.09
利润总额(亿元)	3.52	3.78	7.91	0.72
EBITDA(亿元)	15.22	13.43	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	5.72	13.51	24.30	-1.85
营业利润率(%)	4.03	5.14	4.74	5.36
净资产收益率(%)	3.98	3.77	5.09	--
资产负债率(%)	77.02	74.97	72.22	75.36
全部债务资本化比率(%)	70.82	68.16	65.69	65.37
流动比率(%)	121.11	113.07	116.38	114.01
经营现金流动负债比(%)	2.90	7.65	13.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.38	13.96	10.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	1.69	2.44	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务包含“应付债券”中的短期债券；3.长期债务包括“长期应付款”中的融资租赁款；4.现金类资产已剔除受限资金；5.2015～2018 年 3 月底所有者权益中包含共计 18 亿元的永续中票。

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，在钢铁等行业去产能效果逐步显现及大宗商品下游需求回暖带动下，公司部分贸易产品贸易量及价格增长，带动营业收入增速止跌回升；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。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司大宗商品贸易盈利能力弱、整体债务负担重及未来投资规模较大等因素对其经营发展及信用水平可能带来的不利影响。

2018年3月，公司以51.02亿元对价转让广东广物房地产（集团）有限公司（以下简称“广物房地产”）45%股权，有效盘活资产的同时，现金回流有助于优化公司资本结构，资金实力得到大幅提升。作为经营历史悠久的国有企业，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可观的资产增值收益。未来随着聚丙烯项目建成达产及公司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。

“15粤物资MTN002”及“15粤物资MTN003”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“15粤物资MTN002”及“15粤物资MTN003”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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，“15粤物资MTN001”、“15粤物资MTN002”、“15粤物资MTN003”和“16广物控股MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

[1]注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

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

优势

1. 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。
2. 公司优质土地资源丰富，已有占地面积 91.12 万平方米的土地资产纳入三旧改造范围，2017 年以来鱼珠项目住宅地块累计收回土地补偿款 16.69 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。
3. 2018 年 3 月，公司以 51.02 亿元的交易对价转让广物房地产 45%股权，较大规模的现金回流有助于公司优化资本结构，资金实力大幅提升。
4. 跟踪期内，巨正源丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目建设进度符合预期，考虑到广东省聚丙烯需求缺口较大，预计项目达产后经济效益良好。
5. 公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强。

关注

1. 公司主业盈利能力弱，非经营性损益对利润贡献大；其中投资收益主要来源于广物房地产相关投资，营业外收入以收回转让债权欠款等为主，可持续性存在较大不确定。
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。
3. 公司对广物房地产及其下属企业的担保余额大，存在一定或有负债风险。
4. “15 粤物资 MTN002”及“15 粤物资 MTN003”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，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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，是由广东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“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。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，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 2018 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。截至 2018 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、资金管理部、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 2017 年底，公司（合并）资产总额 364.48 亿元，所有者权益 101.27 亿元（其中少数股东权益 16.63 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 540.86 亿元，利润总额 7.91 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 407.01 亿元，所有者权益 100.29 亿元（其中少数股东权益 15.03 亿元）；2018 年 1～3 月实现营业收入 108.09 亿元，利润总额 0.72 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“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34亿元。截至报告出具日，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。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 广物控股 MTN001	8	8	2016-09-05	2021-09-05
*15 粤物资 MTN002	8	8	2015-09-10	2018-09-10
*15 粤物资 MTN003	10	10	2015-11-20	2018-11-20
15 粤物资 MTN001	8	8	2015-04-23	2020-04-23

资料来源：公司提供

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”条款，可得出以下结论：

（1）“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“15粤物资MTN002”和“15粤物资

MTN003”如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，公司在“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）“15 粤物资 MTN002”和“15 粤物资 MTN003”在除发生①向普通股股东分红，包括根据广东省人民政府《广东省省级国有资本经营预算试行办法》（粤府[2009]13 号）及广东省财政厅下发《广东省省属企业国有资本收益收取管理暂行办法》（粤财工[2013]284 号）的有关规定，公司收到关于上缴国有资本收益的相关文件；②减少注册资本时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2018 年，公司上缴 2016 年国有资本收益 8560 万元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”具有公司可赎回权、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“15粤物资MTN002”和“15粤物资MTN003”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。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2

万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失

业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 汽车经销行业

（1）行业概况

2017 年，中国汽车产销规模已连续 9 年蝉联全球第一，产销量分别为 2994.20 万辆和 2887.89 万辆，同比分别增长 3.20%和 3.04%，增速较上年大幅回落，重新步入低速增长。

2017 年，中国乘用车市场总销量 2471.83 万辆，同比增长 1.40%，增速较上年同期回落 13.53 个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量 SUV 增速下滑。分车型看，轿车累计销售 1184.80 万辆，同比下降 2.48%；SUV 累计销售 1025.27 万辆，同比增长 13.33%，成为年内唯一增长的车型；MPV 和交叉型乘用车销售规模偏小，销量降幅接近 20%。分排量看，1～1.6 升排量汽车累计销售 1688.92 万辆，同比下降 1.40%；1.6～2 升排量销售 612.99 万辆，同比增长 11.47%，增幅同比推高（轿车以及二轮、四轮驱动 SUV 销量均稳中有升）；排量低于 1 升或超过 2 升的汽车规模小但销量波动较大。分国别看，中国品牌乘用车共销售 1084.67 万辆，同比增长 3.02%，占乘用车销售总量的 43.88%，占有率同比提升 0.69 个百分点；德、日、美、韩、法系乘用车销量分别占乘用车总销量的 19.62%、17.01%、12.30%、4.63%和 1.84%，与上年相比，韩系和法系品牌销量均有明显下降（2016 年两者销量份额分别为 7.35%和 2.64%），其他外国品牌均呈增长态势，日系品牌增长最明显。

2017 年，中国商用车市场总销量 416.06 万辆，同比增长 13.95%，增速较上年增加 8.15 个百分点。分车型看，货车累计销售 363.34 万辆，同比增长 16.91%，增速进一步推升，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升；客车累计销售 52.72 万辆，同比略有下降 2.98%，主要源于城市、长途用中型客车以及城市、旅游用轻型客车的销量削减。

表2　2016～2017年各细分市场的销量及同比变动情况（单位：万辆、%）

指标	乘用车					商用车		
	轿车	MPV	SUV	其他	合计	客车	货车	合计
2016 年	1214.99	249.65	904.70	68.35	2437.69	54.34	310.79	365.13
同比	3.67	18.50	45.44	-37.81	14.93	-8.73	8.82	5.80
2017 年	1184.80	207.07	1025.27	54.70	2471.83	52.72	363.34	416.06
同比	-2.48	-17.06	13.33	-19.97	1.40	-2.98	16.91	13.95

数据来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

注：上表中的客车、货车销量包含非完整车辆。

表 3　2016～2017 年中国乘用车（国内制造）分排量销量及同比（单位：万辆、%）

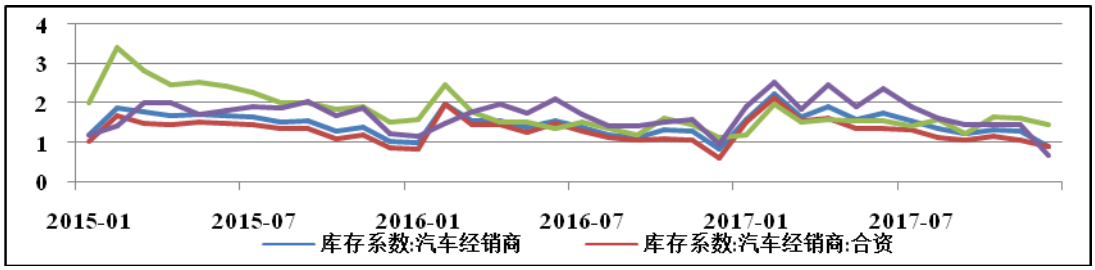
年份	排量≤1 升	同比	1 升<排量≤1.6 升	同比	1.6 升<排量≤2.0 升	同比	2.0 升<排量≤2.5 升	同比	2.5 升<排量	同比
2016	39.23	-0.77	1712.85	21.68	549.94	7.77	87.20	-24.21	11.85	2.60
2017	13.48	-65.64	1688.92	-1.40	612.99	11.47	70.04	-19.67	7.90	-33.28

资料来源：Wind 资讯-中国汽车工业协会

经销商库存方面，汽车经销商库存系数自 2016 年 2 月起震荡下行，处于近年的较低水平，2017 年以来明显增长，6 月达到高点的 1.75，后逐步回落至 9 月的 1.21（略高于上年同期）；后续由于购置税优惠即将到期等因素，经销商多于 10 月补充了库存，10～

11 月库存系数有所回升，12 月再度回落至 0.90 的低点（略高于上年同期）。2015～2017 年，汽车经销商库存系数的年度平均值（按“月度库存系数之和/12”计算）分别为 1.53、1.35 和 1.53。从品牌角度分析，近三年，合资品牌库存系数在多数月份低于自主品牌库存系数，前者的年度均值分别为 1.33、1.23 和 1.35，后者均值分别为 1.74、1.57 和 1.80，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

图1　近年来中国汽车经销商库存指数



资料来源：Wind 资讯-中国汽车流通协会

行业集中度方面，2017 年，汽车经销商前十强企业共销售整车 332.45 万辆，占汽车总销量的 11.51%。近年来，汽车经销企业一方面通过并购来弥补自身在品牌覆盖、地域布局等方面的不足，在采购、售后、资源的配置上形成规模效应，未来行业集中度有望进一步提升；另一方面，由于新车销售业务毛利率偏薄，企业纷纷延伸产业链，加大投入于汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等盈利能力较强的汽车后市场业务，随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

表 4　2017 年度中国汽车经销商集团百强前十名

（单位：亿元、万辆）

排名	集团名称	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1607.12	110.03
2	中升集团控股有限公司	862.90	37.96
3	利星行汽车	801.10	20.59
4	庞大汽贸集团股份有限公司	704.85	49.59
5	上海永达控股（集团）有限公司	625.78	20.68
6	恒信汽车集团股份有限公司	515.81	27.41
7	国机汽车股份有限公司	502.40	15.62
8	大昌行集团有限公司	422.19	12.44
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	387.41	24.20
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	357.16	13.93

资料来源：中国汽车流通协会
注：上表中销量包含二手车销量。

2018 年一季度，中国汽车产销分别完成 713.10 万辆和 718.27 万辆，前者同比回落 2.60%，后者同比增长 2.79%。其中，乘用车完成销量 610.00 万辆，同比增长 2.56%（上年同期增速为 4.63%），商用车完成销量 108.27 万辆，同比增长 4.06%（上年同期增速为 22.85%），增速较上年同期进一步回落。

总体看，2017 年以来，“购买 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半”政策的“退坡”（2015 年 10 月起实施，2017 年 1 月起调整购置税率为 7.5%）抑制了小排量车的快速增长，乘用车增速大幅回落，价格指数水平整体优于上年，8 月后逐步回落；而在国内房地产开发投资增速回升、大宗商品价格回升、物流需求持续的综合作用下，货车市场强势回升，但下半年销量增速已体现回落态势，新能源汽车延续高速增长。汽车经销企业为提升盈利能力，加大投入于汽车后市场。

（2）行业政策

2017 年的市场态势受政策影响较为显著。一方面，2016 年公布的油品标准升级、新版《GB1589-2016》、《关于进一步做好货车非法改装和超限超载治理工作的意见》等政策促进了商用车市场产品结构的调整，2015 年 10 月以来施行的小排量乘用车购置税优惠政策自 2017 年起“优惠退坡”（财政部、国家税务总局发布：于 2017 年对购置 1.6 升

及以下排量的乘用车按 7.5%税率征收车辆购置税，于 2018 年初恢复 10%的法定税率。），抑制了 1.6 升（含）以下车型的销售，乘用车市场增速大幅回落。另一方面，2017 年内针对汽车经销领域新出台的政策意图弱化品牌厂商对售后环节的垄断，降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，该等政策的影响将延续至 2018 年。同时，中美贸易战项下的关税加征政策对相关整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响以及各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表5　2017年内汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述		政策影响
乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理	2017 年 9 月 27 日，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合公布了《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》（下称“《办法》”），自 2018 年 4 月 1 日起施行。 《办法》共八章、四十条，主要包括建立积分核算制度和积分管理平台、明确积分核算方法、有条件地放宽小规模企业的燃料消耗量达标要求、设立新能源汽车积分比例要求的门槛、实行积分并行管理以及完善监督管理制度等内容，并规定了企业若未能按照积分管理要求及时将负积分抵偿归零，可能面临的处罚。	《办法》是在近年出台的《乘用车企业平均燃料消耗量核算办法》和新能源汽车推广应用等支持政策的基础上实行积分并行管理，促进了节能和新能源汽车产业协同发展。并且考虑到小规模企业短期内规模效益难以体现，降耗难度大，对小规模提升节能技术水平、拓展生存空间提供一定缓冲时间，同时，新能源汽车正积分交易的自由度较高，在“补贴退坡”环境下，为新能源企业提供新“收益渠道”，并鼓励传统燃油汽车厂商进入新能源产业。 若未按《办法》规定完成达标，乘用车企业在年度生产计划、新产品推出等方面均会受到限制。 值得关注的是，《办法》未对积分转让的定价做出规定，也未对在积分交易中的潜在不合理行为作出处罚规定。
四部委就 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理工作提出具体要求	2017 年 11 月 2 日，工信部、商务部、海关总署、质检总局发布《关于 2016 年度、2017 年度乘用车企业平均燃料消耗量管理有关工作的通知》（下称“《通知》”），尽管《办法》于 2018 年 4 月 1 日开始实施，但针对 2016～2017 年度的企业平均燃料消耗量管理，《通知》仍提出了明确的抵偿要求。 《通知》确定了乘用车企业 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量和新能源汽车积分的核算方法，并要求相关企业对 2016 年度、2017 年度平均燃料消耗量负积分进行抵偿，同时提出“2013～2016 年企业平均燃料消耗量正积分每向后结转一次，均需乘以 80%的比例，结转有效期不超过 3 年；2016 年的新能源汽车正积分可以等额结转 1 年”。	《通知》表示对 2016 年之前的燃料消耗量负积分不做考虑和处罚，但 2013～2015 年的燃料消耗量正积分可以向后结转，能够适度缓解企业的积分压力。 《通知》对 2016～2017 年的负积分提出了抵偿要求，且 2016 年的新能源积分可以等额结转，市场可能会迎来首批新能源积分交易，届时应对于具体的执行案例、评价标准等予以关注，进而对后续的操作改进提供指导。 值得关注的是，从公示的 2016 年乘用车企业平均燃料消耗量情况看，未达标企业既包括国内乘用企业、也包括进口乘用车企业，国内汽车企业已纷纷布局新能源市场，而部分进口汽车企业由于豪华、超豪华品牌因自身大排量产品较多等原因存在达标难度或达标压力，未来可能通过调整产品结构、提升降耗投入、进行积分交易等方式来应对监管压力。
商务部颁布《汽车销售管理办法》	《汽车销售管理办法》（商务部令 2017 年第 1 号文，下称“新《办法》”）于 2017 年 4 月正式颁布，自 7 月 1 日起实施；《汽车品牌销售管理实施办法》（下称“旧《办法》”）同时废止。新《办法》包括总则、销售行为规范、销售市场秩序、监督管理、法律责任、附则等 6 章共计 37 条，核心在于规范市场中参与各方的权责及约束。 相对于旧《办法》，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经销商禁止实施行为等多方面做出了调整，并新增鼓励共享、节约型汽车销售的条款。	新《办法》在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营运开支，促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”，鼓励尝试营销新模式，行业集中度和运行效率有望进一步提升。 但同时也应关注到，非授权经销商的运营水平和服务质量仍有待提高，运作成熟的“以 4S 店为标志的品牌授权经营模式”可能仍是市场主要业态；经销商虽被松绑，但新制度下的多元化发展将引入更多竞争、加速优胜劣汰，初期也会出现抬升流转成本、非合理竞争的短期行为，厂商和监管机构应在新《办法》的宏观框架下，对经销群体加强合同约定、举报和监督，进而达到“发展共享型、节约型、社会化的汽车销售和售后服务网络”的目标。
汽车汽车整车和零部件关税下调	《国务院关税税则委员会关于降低汽车整车及零部件进口关税的公告》于 2018 年 5 月 22 日颁布，自 7 月 1 日起实施，将汽车整车税率为 25%的 135 个税号和税率为 20%的 4 个税号的税率降至 15%，将汽车零部件税率分别为 8%、10%、15%、20%、25%的共 79 个税号的税率降至 6%。	目前中国仍处于“贸易战”中，但降低汽车关税也是长远规划之一。一方面，有利于降低汽车进口壁垒，引入更多有竞争力的海外车型；另一方面，进口车关税下降，对国内品牌、尤其是中高端品牌形成了竞争压力。 对于经销商，关税下降使其购车成本下调，将有更多利润空间用于市场拓展和加大优惠力度。 对于消费者，由于终端价格的影响因素多种，除关税外，未来国家是否对包括国产车在内的新车税收做出调整，也是影响终端车价的重要因素。同时，进口车中的大排量汽车占一定比重，由于排量在 4L 以上的进口车消费税率可达 40%，市场可能出现排量越大、关税对车价影响越小的情况，购买相对小排量进口车的红利更明显。
对原产于美国的 500 亿美元进口商品加征关税	根据《中华人民共和国对外贸易法》《中华人民共和国进出口关税条例》等法律法规和国际法基本原则，国务院关税税则委员会发布公告决定，对原产于美国的 659 项目约 500 亿元美元进口商品加征 25%关税，其中	该政策是对美国政府于 2018 年 6 月 15 日发布《加征关税商品清单》的回应，该《清单》显示美国将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，同时就约 160 亿美元商品加

	对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告。	征关税开始征求公众意见。 该政策对各品牌在美国本土的整车及零部件业务乃至投资均带来一定负面影响；对于美国本土生产的进口汽车的潜在消费者，关税上调可能带来价格上涨的压力，可能导致其观望态度和消费调整。而对于自主品牌汽车和非美产地进口汽车厂商，该政策可能为其带来潜在的市场机遇。

数据来源：联合资信整理

2. 大宗商品贸易

（1）行业现状

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。现阶段，大宗商品市场与国家的经济发展呈现出密切的关系。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。2016 年，中国出台一系列供给侧改革政策，随着去产能政策的实施，主要大宗商品价格回暖，部分贸易品种量价齐升，国内贸易有所复苏。2017 年，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨。据中国大宗商品研究中心数据，2017 年，大宗商品价格环比上升的商品共 138 种，集中在化工板块（共 59 种）和有色板块（共 16 种），涨幅在 5%以上的商品主要集中在化工板块；环比下降的商品共 47 种，集中在化工（共 13 种）和农副（共 11 种），跌幅在 5%以上的商品亦主要集中在化工板块。

具体来看，2017 年，中国基建投资额维持了 13.86%的增速，同比呈现小幅下降态势；固定资产投资额增速虽有所放缓，仍保持较大规模；房地产开发投资规模增速较上年基本持平，下游投资规模的稳定发展对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑，加之主要大宗商品延续了 2016 年供给侧结构改革以及居民消费意愿的回升，均一定程度上拉动内贸市场的发展。从生产资料市场运行情况来看，2017 年全年生产资料销售总额达到 67.3 万亿元，可比价同比增长 5.3%，较上年同期收窄 2 个百分点。受供需关系影响与成本增加推动，生产资料市场价格呈现波动上扬态势，从全年走势来看，大宗商品价格总指数、钢铁类指数、矿产类指数和有色列指数受阶段性供需错配影响均呈现不同程度 V 字形走势，说明国内大宗商品仍面临较大的价格波动风险。

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。

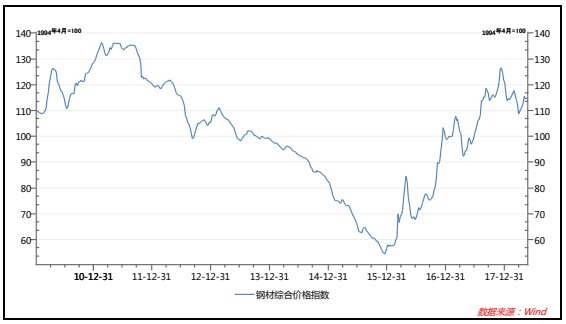
（2）主要贸易品种运行情况

钢材

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。

钢材定价一般参考钢厂出厂价格，根据交易品种（型钢、线材、板材等）的不同及钢厂结算模式的差异，分为按天结算（每天均出结算价），月结（按月度均价结算）或十天结（按十天平均结算价）等定价方式。钢材配套期货品种较为全面，贸易商一般根据自身风险敞口/库存水平采取在期货市场套期保值的方式降低价格波动风险。

图 2　2010 年以来钢材综合价格指数



资料来源：wind 资讯

注：中钢协，1994 年=100。

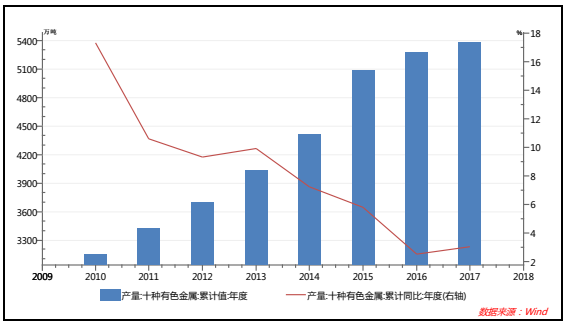
钢材价格方面，国际金融危机以来，受国外发达国家经济持续低迷、中国经济增速减缓、房地产政策调控等综合因素影响，下游用钢领域景气度弱化、钢材消费量明显下降，市场需求大幅减少，主要钢铁产品处于供大于求状态，产能过剩矛盾凸显；根据中钢协公布的钢材综合价格指数，钢材价格2010年以后呈快速下跌态势，于2015年跌至谷底。2016年2月4日，国务院发文《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，受供给侧改革去产能政策的实施致使供给下降，同时焦炭及铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年以来，多省发布了2017年重点基础建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。

近年来，钢材价格大幅波动一定程度上影响了钢贸商盈利的稳定性，下游客户弃货情形增加，钢贸商库存压力增大，行业内风险控制及内部管理执行不当，仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸危机频发。钢贸风险增加也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期。

有色金属

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、科技等行业。2011 年以后，受全球经济持续低迷，中国经济增速逐步放缓影响，中国有色金属产量增速回落至个位数水平，2013 年为 9.91%，此后产量增速逐年放缓，2016 年增速进一步下滑至 2.50%，2017 年小幅回升至 3.00%。目前最常用的十种有色金属中铝、铜、铅、锌的产量占国内有色金属产量的 90%以上。

图 3　中国近年十种有色金属产量情况



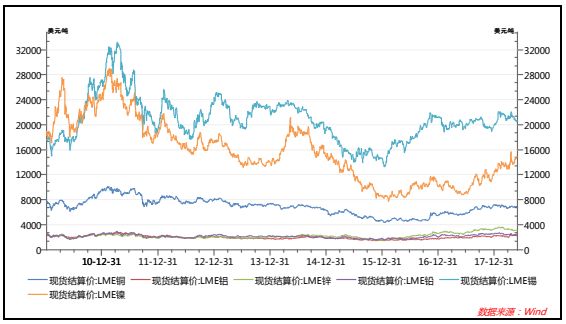
资料来源：Wind 资讯

注：十种有色金属：铜、铝、铅、锌、镍、锡、镁、钛、锑、汞。

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 4　主要有色金属价格情况（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，2014 年以来，受印尼金属矿石出口政策变化及部分金属供需格局有所变化影响，有色金属价格走势出现分化。2014 年上半年金属锡价格在 23000 美元/吨水平震荡，进入下半年金属锡价格快速下跌，到 2016 年 1 月份金属锡跌至 13850 美元/吨左右，随后出现反弹，到 2016 年 11 月达到反弹以来最高点 21945 美元/吨。2014 年一季度以来，镍呈现快速下跌，到 2016 年 6 月到达低谷 8325 美元/吨，随后维持震荡上行走势；铜则表现为下行走势，2016 年 6 月后反转震荡上行。

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。

（3）行业政策

大宗商品交易方面，推动市场建设和加强监管力度并重

继 2015 年在江苏省、浙江省、吉林省、北京市、天津市等多个省、市、自治区出台相应的管理办法和实施细则的基础上，对大宗商品市场的整顿行动还在持续，监管力度不断加强。以上海为例，在推动内贸流通体制改革发展综合试点的过程中，通过改革市场准入制度和退出机制，加强商贸流通标准化建设、健全流通关键领域法规规章，推动建立适应内贸流通创新发展、覆盖流通全过程的市场规则体系。加强市场建设方面，部分省市以健全跨境电子商务的监管服务体系或依托当地资源优势的大宗商品电子商务平台为发展重点。总体来看，未来大宗商品行业发展将更加有序规范。

国内贸易流通“十三五”发展规划

围绕流通升级战略，《国内贸易流通“十三五”发展规划》（以下简称“《规划》”）提出了消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，积极推进流通创新发展。《规划》全面总结了“十二五”期间内贸流通发展取得的显著成就，分析了“十三五”期间内贸流通发展面临的机遇和挑战，并根据对流通发展趋势的研判，提出了流通升级战略，消费促进、流通现代化、智慧供应链三大行动，9 项主要任务和 17 个重点项目，对于完善内贸流通体制机制，建设法治化营商环境，加快构建现代流通体系，推动从流通大国向流通强国转变具有重要意义。

表 6　内贸行业重点政策汇总

出台时间	出台部门	政策名称	主要作用
2015-8	国务院办公厅	《促进内贸流通健康发展的若干意见》	推动优势流通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场
2016-11	商务部等	《国内贸易流通“十三五”发展规划》	围绕“十三五”时期内贸流通发展目标和主要任务，《规划》提出了 7 个方面的保障措施，主要包括健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系、落实规划推进机制等

资料来源：联合资信整理

3. 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《2017 年广东国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年，全省实现地区生产总值 89879.23 亿元，比上年增长 7.5%。其中，第一产业增加值 3792.40 亿元，增长 3.5%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.0%；第二产业增加值 38598.55 亿元，增长 6.7%，对地区生产总值增长的贡献率为 39.8%；第三产业增加值 47488.28 亿元，增长 8.6%，对地区生产总值增长的贡献率为 58.2%。三次产业结构比重为 4.2:43.0:52.8，第三产业所占比重比上年提高 0.8 个百分点。在第三产业中，批发和零售业增长 5.4%。

从国内贸易来看，2017 年广东省全年社会消费品零售总额 38200.07 亿元，比上年增长 10.0%。在限额以上批发和零售业商品零售额中，汽车类增长 6.6%，建筑及装潢材料类增长 15.2%，石油及制品类增长 9.7%。

全年固定资产投资 37477.96 亿元，比上年增长 13.5%。分投资主体看，国有经济投资 7341.39 亿元，增长 18.8%；民间投资 23158.46 亿元，增长 12.9%；港澳台、外商经济投资 4090.20 亿元，增长 1.3%。分地区看，珠三角地区投资 25463.54 亿元，增长 13.7%；东翼投资 4844.08 元，增长 18.4%；西翼投资 3597.47 亿元，增长 9.1%；山区投资 3572.87 亿元，增长 11.1%。

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”）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。

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。

七、管理分析

公司现有董事、监事及高级管理人员共 17 名。其中董事 5 人，监事 7 人，高级管理人员 6 人，包括总经理 1 人（兼任董事）、副总经理 4 人和总会计师 1 人。

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

公司全资子公司广东物资产业（集团）有限公司持有广东广物房地产（集团）有限公司（以下简称“广物房地产”）45%的股权，为其

第一大股东（未纳入合并范围）。2017 年，为响应省委省政府、省国资委关于省属国企主业结构调整的战略部署，公司研究决定有序退出传统住宅类房地产领域，着力聚焦核心主业。2018 年 3 月，公司将持有的广物房地产 45%股权以 51.02 亿元的交易对价转让给天津汇萌置业有限公司，预计产生一次性投资收益 39.4 亿元。截至 2018 年 3 月底，上述股权转让款已全部到账，由于股权转让手续未完成，尚未确认投资收益，暂挂“其他应付款”。

总体看，上述股权转让有效盘活了公司资产，现金回流有助于公司优化资本结构，补充流动资金，公司资本实力得到明显提升。

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，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、金属材料销售、燃料化工产品销售、物流及其他业务四个板块。

表 7　公司近年营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	203.20	31.96	6.54	210.38	47.16	6.06	208.30	38.51	6.97	46.64	43.15	7.72
金属材料销售	325.86	51.24	0.57	138.24	30.99	2.08	211.41	39.09	1.42	39.47	36.52	1.82
燃料化工产品销售	70.19	11.04	1.62	45.74	10.25	2.08	61.57	11.38	1.82	11.21	10.37	3.48
物流及其他业务	36.64	5.76	28.30	51.76	11.60	13.49	59.58	11.02	13.80	10.77	9.96	12.44
合计	**635.89**	**100.00**	**4.19**	**446.12**	**100.00**	**5.28**	**540.86**	**100.00**	**4.97**	**108.09**	**100.00**	**5.60**

资料来源：公司提供

2017 年，公司营业收入为 540.86 亿元，同比增长 21.24%。从收入构成看，汽车及配件销售、金属材料销售及燃料化工产品销售为公司三大传统主业，2017 年上述三个板块收入贡献度在 88%以上，主业突出。分板块看，2016 年下半年以来钢铁等行业去产能效果逐步显现及大宗商品下游需求回暖，公司部分贸易产品价格及贸易量增长，带动金属材料和燃料化工产品销售业务收入止跌回升，2017 年实现收入分别为 211.41 亿元和 61.57 亿元，分别同比增长 52.93%和 34.61%。汽车及配件销售板块收入保持稳定，2017 年实现收入 208.30 亿元，同比小幅下降，主要系低档车（微车）销量下滑及部分代理品牌价格下降所致。物流及其他业务板块主要包括巨正源、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，收入占比波动提升；2017 年增长主要系巨正源全年纳入合并范围所致。

从盈利情况来看，汽车及配件销售业务为公司经营利润的核心来源，近年来毛利率基本保持稳定，2017 年为 6.97%，同比增加 0.91 个百分点，主要系低毛利率的批发销售占比下降所致。受业务模式及盈利来源多元化[2]影响，公司金属材料销售及燃料化工产品销售板块毛利率水平不高，近年来呈波动增长态势，2017 年分别为 1.42%和 1.82%。物流及其他业务毛利率波动下降，2015 年毛利率为 28.30%，主要系公司将拆迁改造等毛利较高的项目（吉山项目 6.70 亿元）纳入所致；2017 年该板块毛利率为 13.80%，同比变化不大。2017 年，公司综合毛利率为 4.97%，同比减少 0.31 个百

[2] 公司金属材料销售板块盈利来源包括购销差价、银承现汇比、银承时间差、规格差等多环节，部分盈利未在毛利率中体现。

分点。

2018年1～3月，公司实现营业收入108.09亿元，同比增长4.65%，主要来自汽车及配件和金属材料销售的增长。其中，汽车及配件销售、金属材料销售同比分别增长14.03%和8.76%；燃料化工产品销售收入同比下降27.11%，主要系煤炭及石油产品价格下行所致。2018年1～3月，公司综合毛利率同比小幅增至5.60%；其中物流及其他业务毛利率同比增加5.26个百分点，主要系盈利水平较高的巨正源业务带动，其他板块毛利率同比变化不大。

整体看，近年来公司经营规模有所波动，2016年下半年以来在部分大宗商品价格及下游需求回暖带动下，公司营业收入增速由负转正。近年来，受益于“提质增效”战略效果逐步显现，公司综合毛利率呈波动上升，但主业盈利能力仍待提升。

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年底，广物汽贸在全国范围内共有超过200个销售网点，以自建、联营等方式控制的4S店共计139家，其中广东省内（含广州市）118家，广东省外21家；销售的中外汽车品牌包括五菱、上海大众、广州本田、奥迪等约30个。截至2017年底，广物汽贸资产总额71.90亿元，净资产13.65亿元；2017年广物汽贸实现营业收入208.30亿元，净利润0.52亿元。

表8　2015～2017年公司汽车及配件板块收入构成概况（单位：亿元、%）

类别	2015年		2016年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车销售（含二手车）	180.23	88.70	188.76	89.72	180.94	86.86
汽车维修保养	14.13	6.95	17.77	8.45	15.55	7.47
检验服务及其他（含保险、汽车金融等）	8.84	4.35	3.84	1.83	11.81	5.67
合计	**203.20**	**100.00**	**210.38**	**100.00**	**208.30**	**100.00**

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、维修保养、检验服务及其他，其中汽车销售收入近三年占比在85%以上，衍生服务（包括汽车维修保养、精品及延伸服务、汽车检验服务等）收入占比呈波动上升趋势，对收入贡献较小。2017年，受部分低档车（微车）需求萎缩及部分品牌产品价格下降影响，公司汽车及配件销售收入同比小幅降至208.30亿元。其中，检验服务及其他收入波动较大，主要系2016年公司大幅缩减毛利率水平很低的商品销售业务；2017年同比快速增长，主要来自保险及汽车金融业务快速扩张带动。

盈利能力方面，2017年，汽车及配件销售板块综合毛利率为6.97%，同比保持稳定。其中，汽车及配件销售（含二手车）板块受行业竞争激烈影响，盈利水平普遍低，近年来毛利率水平在1%左右；衍生服务为汽车及配件销售板块利润的重要来源，且随着汽车金融业务（按揭购车，利润来源客户手续费及金融机构返利）日益成熟，2017年毛利润贡献度达80%以上。总体看，公司汽车及配件销售板块综合毛利率水平较为稳定，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 9　2015～2017 年公司主要汽车品牌销售情况（单位：辆、亿元、%）

类别	2015 年			2016 年			2017 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	65099	30.54	15.03	55660	35.24	19.04	75985	39.46	21.81
长安	31516	13.25	6.52	38093	16.56	8.95	15797	6.37	3.52
上海通用	8379	15.36	7.56	9263	12.86	6.95	8237	11.06	6.11
奥迪	9970	25.17	12.39	8774	23.19	12.53	8764	24.07	13.30
上海大众	6280	10.22	5.03	6684	8.23	4.45	9588	13.66	7.55
福特	16943	21.43	10.55	13115	18.24	9.85	10168	14.10	7.79
一汽大众	6486	10.04	4.94	7050	7.69	4.15	6214	6.21	3.43
金杯	9153	6.52	3.21	1932	1.40	0.76	1931	1.35	0.75
广州本田	15283	20.81	10.24	18099	19.80	10.70	19143	23.29	12.87
凯迪拉克	3637	13.63	6.71	1950	4.84	2.61	3356	8.37	4.63
合计	**172746**	**166.97**	**82.17**	**160620**	**148.04**	**79.99**	**159183**	**147.94**	**81.76**

资料来源：公司提供

汽车销售板块：广物汽贸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，其中五菱销量位居各品牌前列。近年来，广物汽贸汽车销量呈波动下降趋势，2017 年广物汽贸实现汽车销售 16.88 万辆[3]，同比下降 10.10%，主要系东风标致及北京现代（均纳入其他品牌，未在上表体现）销量下滑所致，整体品牌结构仍以中低端为主。2017 年，广物汽贸主要汽车品牌实现销量 15.92 万辆（销售额占比为 81.76%），同比下降 0.89%，其中长安由于产品结构切换且与五菱定位差异化不足，产品竞争力下降，导致当期销量及销售额同比下滑明显；福特继 2014、2015 年引擎升级换代推出较多爆款车后，2016 年以来销售热度回落，导致销售量下降。

维修保养板块：维修保养业务是广物汽贸汽车及配件销售板块主要利润来源之一。近年来，广物汽贸汽车保养、维修量和营业额稳居广州地区维修行业的龙头地位。截至 2017 年底，汽车维修及保养业务涵盖了 30 个汽车品牌，覆盖华南超过 200 个服务点，拥有售后服务人员及专业技师逾 4000 名，拥有基盘客户达 110.5 万，一年期保有客户 50.35 万。2017 年，广物汽贸全年完成维修量 125 万台次，实现收入 15.55 亿元。

检验服务及其他板块：检验服务及其他主要包括汽车精品、上牌代办、保险及金融等汽车后市场服务。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：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，其中零售模式销售占比在 90%以上。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，近三年广东省内（包括广州市）汽车销售收入占比分别为 73.61%、84.91%和 84.42%。

[3] 汽车销量数据未含二手车等交易，包含批发模式。

市场占有率方面，公司目前是广州市凯迪拉克品牌的唯一代理商，代理凯迪拉克品牌在广州市的占比为 80%，代理雪佛兰为 20%。此外，公司在广州市、佛山市、中山市、湛江市及贵州省贵阳市均建有奥迪汽车专卖店，其中广州君奥店是奥迪在全国的第一批专卖店，广州粤奥店是奥迪在广州地区的旗舰店，公司代理奥迪品牌在广州市的占比为 30%。

4S 店模式：截至 2018 年 3 月底，公司以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 139 家；销售中外汽车品牌包括五菱、长安、上海通用、奥迪等约 30 个。2017 年，公司 4S 店模式实现销售收入为 165.97 亿元，同比小幅下降 2.54%。从销售网点地域看，截至 2018 年 3 月底，广东省内（不含广州市）4S 店 59 家，广州市 4S 店 59 家，广东省外 4S 店 21 家；2016 年以来，广物汽贸省外 4S 店数量下降明显，主要系公司集中丰富汕尾及广佛汽车城项目经营品牌，同时收缩省外布局所致。

表 10　公司近年销售网点区域分布（单位：家）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
广州市	42	59	59	59
广东省内（不含广州市）	46	56	58	59
广东省外	41	21	21	21
合计	**129**	**136**	**138**	**139**

资料来源：公司提供

区域总代理模式：在该模式下，广物汽贸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，以降低交易风险。目前，广物汽贸为重庆长安、五菱的省级区域代理，在广州市、佛山市、中山市、东莞市、深圳市均建有五菱汽车专卖店和分销网点，代理五菱品牌在广州市的占比为 100%，东莞地区占比 100%，深圳地区占比 95%。2017 年，广物汽贸区域总代理模式实现销售收同比呈下降趋势，主要系长安品牌产品竞争力下降导致销量大幅下滑。

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。2012 年，公司通过整合金属材料销售板块内部资源，成立广东广物金属产业集团有限公司（以下简称“金属产业集团”），逐步以金属产业集团为对外平台，充分发挥规模优势，进一步提升了金属材料销售板块行业地位及市场竞争力，拓宽了销售网络。截至 2017 年底，金属产业集团资产总额 51.30 亿元，净资产 15.47 亿元；2017 年金属产业集团实现收入 211.41 亿元，净利润 0.59 亿元。

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。截至 2018 年 3 月底，公司在各地建立的金属材料经营设施占地面积已超过 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%。

受国内宏观经济增速放缓、大宗商品下游需求疲软等因素影响，2015 年以来公司调整经营战略，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，导致近三年金属材料销售收入年复合下降 19.45%。2017 年，公司金属材料销售实现收入 211.41 亿元，同比增长 52.93%，主要系 2016 年下半年以来钢铁等行业去产能效果逐步显现及下游需求回暖，公司部分贸易产品价格及贸易量增长综合带动。

产品结构方面，公司金属材料销售以钢材和有色金属为主，2017 年销售收入占比分别为 42.58%和 41.33%。2016 年下半年以来，在大宗商品行业景气度提升背景下，公司各品种销售额均呈现快速增长，2017 年钢材、有色金属及

铁矿石销售额分别为 90.02 亿元、87.38 亿元和 27.40 亿元。

2018 年 1～3 月，公司金属材料销售实现收入 39.47 亿元，同比增长 8.76%；毛利率同比增加 0.47 个百分点至 1.82%。

表 11　公司近年金属材料销售情况（单位：亿元）

种类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
	销售额	销售额	销售额	销售额
钢材	111.78	50.41	90.02	14.66
铁矿石	29.18	12.54	27.40	3.55
有色金属	168.04	70.65	87.38	18.11
其他	16.86	4.64	6.61	3.15
合计	**325.86**	**138.24**	**211.41**	**39.47**

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。公司与上游供应商签订年度框架协议或单笔采购合同进行采购，主要通过现金和银行承兑汇票的方式完成采购结算，其中银行承兑汇票主要用于合作时间较长的供应商，对于临时性采购多采用钱货两清方式结算。2013 年下半年以来，广东地区出现钢贸危机并逐步扩大，公司主动与上游行业钢铁企业协商并达成一致意见，将原本主要以款到发货的结算模式改为款到发货与货到付款并存的结算模式，以此控制风险。

近年来，公司钢材、铁矿石及有色金属采购量大幅波动；2017 年上述三个品种采购量分别为 255 万吨、610 万吨和 34 万吨，同比分别增长 20.85%、162.93%和 6.25%，主要系 2016 年下半年以来大宗商品景气度回暖，公司加大业务规模所致。2017 年，公司金属材料板块前五大供应商采购额合计占比为 28%，集中度不高。

表 12　2017 年金属材料销售板块前五名供应商
（单位：亿元、%）

名称	是否为关联方	产品	金额	占比
中船重工物资贸易集团广州有限公司	否	镍板	25.45	10.00
铜陵有色金属集团上海投资贸易有限公司	否	电解铜	14.98	6.00
广东广物国际集团有限公司	是	进口铁矿	11.19	4.00
乌兰浩特钢铁有限责任公司	否	螺纹钢	10.33	4.00
湘潭钢铁集团国际贸易有限公司	否	螺纹钢	9.53	4.00
合计	**--**	**--**	**71.48**	**28.00**

资料来源：公司提供
注：上表数据统计未抵消内部交易，其中广东广物国际集团有限公司为公司全资子公司。

（2）销售

销售模式方面，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；2017 年自营及代理模式占比分别为 30%和 70%。

自营模式

传统自营模式下，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逐步调整为现款现货或银行承兑汇票（下游客户承担贴息）结算。价格波动风险控制方面，自营模式下公司主要采取套期保值、与上游/下游签订背靠背价格结算条款、提高重点基建工程类客户销售比重等措施。

市场零售：公司通过自身在华南市场积累的资源与销售网络，为客户提供便捷的产品供应和物流配送等服务，主要销售对象是房地产建筑商、贸易商、下游工厂等。

重点客户直供：除市场零售外，公司也通过直供的方式向大型客户和重点基建工程供货，即根据客户的需要及项目的建设进度，按需向上游供应商提货，并直接送至客户指定地点。通过该模式，公司可以在扩大销售规模的

同时达到减少物流仓储成本、提高资产流动性的效果。目前，重点客户直供模式规模约占自营模式的 30%。

代理模式

代理模式主要包括传统代理（约占 20%）、代订货模式（约占 50%）及“代销+贴牌+自营”（约占 30%）。

传统代理模式为公司与委托人签署书面代理协议，在协议约定的范围内，代理委托人从事贸易行为，并收取代理费作为报酬。“代订货”模式为：根据客户需要，向客户指定的生产厂家采购客户指定货物，并允许客户在一定期限内带款提货，货物存储在国有第三方货代以及自有仓库，公司拥有货权，且不承担质量、价格风险，并在客户违约的情况下有强制处理货物的权利。代订货模式由客户提供一定比例的保证金（约 15%～30%），存贮过程中保证金金额会随货物价格波动有所变化，并在违约情况下作为违约金处理不予退还。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，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 80%～85%货款，待完成销售后与钢厂结算剩余货款。

表 13　2015～2017 年公司金属材料销售量及销售均价情况（单位：万吨、元/吨）

金属材料	2015 年		2016 年		2017 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
钢材	747	1810	217	2606	269	3902
铁矿石	765	430	230	442	638	499
有色金属	112	18405	32	26961	33	31934

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。

销售量方面，近年来公司金属材料销售量波动较大，其中 2016 年同比大幅下滑主要系为控制风险，公司主动收缩低毛利率、高风险贸易规模；2017 年，公司钢材、铁矿石及有色金属销售量同比分别增长 23.96%、177.39%和 3.12%，与采购量增速匹配。销售均价方面，公司钢材、铁矿石、有色金属销售均价均呈持续上涨态势，2017 年上述三种产品价格同比分别增长 49.73%、12.90%和 18.45%。2017 年，公司金属材料销售前五名客户销售额合计占比为 16%，集中度不高。

表 14　2017 年金属材料销售板块下游前五名客户
（单位：亿元、%）

名称	是否为关联方	产品	金额	占比
广州广钢新材料股份有限公司	否	螺纹钢	12.35	5
敬业钢铁有限公司	否	进口铁矿	7.55	3
阳春新钢铁有限责任公司	否	进口铁矿	6.85	3
佛山市兴美资源科技有限公司	否	电解铜	6.30	3
广州市卓益贸易有	否	电解铜	5.74	2

限公司				
合计	--	--	**38.80**	**16**

资料来源：公司提供

注：上表数据统计未抵消内部交易。

4．燃料化工板块

公司燃料化工销售板块主要以煤炭及混合芳烃等石油化工销售为主，2017 年混合芳烃总进口量全国排名第七位，占华南市场份额约 8.4%。截至 2017 年底，能源化工集团资产总额 46.00 亿元，净资产 12.47 亿元；2017 年实现营业收入 61.57 亿元，净利润-0.44 亿元，亏损主要来自煤炭自营贸易业务。

2017 年，公司燃料化工板块销售收入为 61.57 亿元，同比增长 34.61%，主要系煤炭及橡胶产品销售价格上涨带动。2018 年 1～3 月，燃料化工板块实现销售收入 11.21 亿元，同比下降 27.11%，主要系煤炭及石油产品价格回落所致。

经营模式上，公司燃料化工中混合芳烃等石油化工产品以自营采购、市场销售为主，对市场研判后自主决定进货成本和销售价格，在市场面对广大终端用户销售货物；对下游收取 10%～20%保证金，保证金的收取比例一般根据合作客户的资信情况和经营实力确定。

2017 年上半年以前，公司煤炭业务以自营模式为主，受年内产品价格大幅波动影响，2017 年下半年起逐步调整为以代理为主和同时锁定上下家游客户的业务模式。该模式下，下游客户委托公司采购，签定合同后公司收取采购货物总价 10%～20%的保证金。在采购方面，公司与上游厂家先行签订年度采购框架合同，每次提货前再向厂家书面确认具体的采购量，主要通过现金和银行承兑汇票的方式完成采购结算。货物采购后通常会尽快销售给下游企业，同时向下游企业收取剩余的货款，一般通过现金方式完成销售结算。

（1）煤炭及制品

2017 年，煤炭实现销售额 21.02 亿元，同比增长 56.75%。2017 年上半年，煤炭价格呈现先涨后急跌趋势，受公司煤炭产品集中于 1～4 月价格高位采购，而销售集中于 5～9 月影响，全年煤炭贸易业务呈现亏损。考虑到产品价格波动，2018 年以来公司加大煤炭贸易代理模式比重（2018 年 1～3 月全部采用代理），以缓解价格波动对业绩稳定性的影响。

表 15　公司近年煤炭采购销售情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	销售	成本	销售	成本	销售	成本	销售	成本
煤炭	16.59	16.39	13.41	13.16	21.02	21.23	3.22	3.15

资料来源：公司提供

2017 年，公司销售的煤炭近主要来源于进口，进口国有印尼、菲律宾等。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。2017 年，公司前五名合计占煤炭采购比例约为 60%，集中度高。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 3～6 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。2017 年，公司对前五大客户的销售额约占煤炭业务总销售额 56%，集中度高，主要客户包括广州星贝贸易有限公司、国投京闽（福建）工贸有限公司、国电镇江电力燃料有限公司、福建国海燃料有限公司及国投京闽（莆田）工贸有限公司。

（2）石油化工

公司石油化工产品主要包括石油化工、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，采购以进口结合国内，上游向全球大宗商品交易巨头采购（东方石油新加坡公司、阿联酋国家石油、嘉能可、摩科瑞等），开具 90 天远期信用证，对下游要求客户带款提货，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公司进货，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。在燃料油经营方面，公司通过与上游供应商建立战略合作关系降低购货成本，通过与下游国内大型炼油厂建立稳定供应的关系降低库存量，进一步提升了燃料油贸易的效益。2017 年，公司石油及制品销售收入为 28.16 亿元，同比增长 102.15%，主要系借助品牌优势和业务拓展能力较快提高市场占有率。

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，公司已成为上述厂家在广东地区的销售总代理。公司的天然橡胶产品以进口为主，国内采购为辅；塑料产品主要为普通塑料，产品来源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 3～6 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%。2017 年，公司化工材料及制品销售收入规模为 12.09 亿元，同比下降 33.64%，主要由于公司主动调整业务结构，减少非主营产品的业务份额。

5．物流及其他业务板块

公司业务除上述主营板块外，还包括巨正源、木材市场销售、无害化处理、拍卖业、土地收储保证金等商品以及物业管理业务。2017 年，物流及其他业务板块收入为 59.58 亿元，同比增长 15.11%，主要系巨正源全年纳入合并范围所致。

巨正源

2016 年 9 月，公司通过参与定向增发成为巨正源控股股东，截至 2018 年 4 月 10 日，公司持有巨正源 40.64%股权。

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。2017 年，巨正源营业收入同比增长 11.57%至 12.34 亿元，综合毛利率为 10.82%，同比增加 0.98 个百分点，主要系油品贸易板块盈利提升带动。从收入构成来看，油品贸易为营业收入的主要来源，近三年占比均在 85%以上。

表 16　巨正源近年营业收入构成（单位：亿元）

种类	2015 年	2016 年	2017 年
油品贸易	19.20	9.51	10.50
仓储服务	0.17	1.27	1.53
石化物流	0.26	0.28	0.32
合计	**19.63**	**11.06**	**12.34**

资料来源：巨正源年度报告

巨正源油品贸易业务经营模式主要包括下游锁单及自营，2017 年占比分别为 70%和 30%。产品结构以航空煤油为主，2017 年占比为 69.40%。采购方面，油品贸易上游供应商主要为中石油、中石化等炼厂，结算方式为先款后货，结算周期约 15 天；2017 年前五名供应商采购额占比为 88.20%，集中度很高。销售方面，下游客户类型涵盖贸易商及生产商，客户主要包括福建昊润石化有限公司、海南合强振能源投资有限公司、海南富泰隆实业有限公司等，结算方式为先款后货，收讫客户全款后按合同约定的码头交货，结算周期约 15 天；或储存于巨正源立沙岛油库后，根据市场行情分批销售（即自营模式）；2017 年向油品贸易前五名下游客户集中度为 43.98%，集中度较高。

此外，聚丙烯项目为巨正源未来业务发展的重心。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，已列入广东省 2018 年重点建设项目、东莞市重大项目，项目建设执行“绿色通道”程序。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。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。该生产工艺下，聚丙烯产品在生产成本及节能环保等方面相较传统石油化工和煤化工工艺均具有竞争优势，且生产装置临近码头及高速公路，交通运输方便，未来项目投产后在丙烷原料及产成品运输方面成本控制能力较强。

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。根据公司提供的可行性研究报告，2016 年广东省聚丙烯消费量在 425 万吨以上，供需缺口约 264 万吨。目前本区域仅广石化有 40 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，巨正源项目投产后将大大缓解区域性资源紧张的局面。

根据巨正源提供的可行性研究报告，一期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）。截至 2018 年 3 月底，聚丙烯项目已完成投资 10.19 亿元，项目进度符合预期，未来随着项目建成达产，有望成为公司收入及利润新增长点。

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、大宗商品价格与下游需求波动及控制风险战略等因素综合影响，公司整体收入规模有所波动，主业盈利能力弱。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 40.34 次、11.75 次和 1.51 次。2017 年以来，受行业景气度回升影响，公司整体经营效率有所改善。

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 2017 年底已完成投资 23.33 亿元，2018 年计划投资 36.44 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。

总体看，公司未来投资金额较大，资金来源以银行贷款为主，面临一定融资压力。

表 17 截至 2017 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 2017 年底已投资额	2018 年计划投资	资金来源
广物汽贸连锁经营项目	20.00	2026 年	12.94	2.64	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	3.69	0.80	自有资金、银行贷款等
丙烷脱氢制高性能聚丙烯（一期）	45.13	2018 年	6.70	33.00	自有资金、定增及其他资金（银团贷款等）
合计	**75.13**	--	**23.33**	**36.44**	--

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 2018 年 3 月底，公司共有占地面积 91.12 万平方米的土地资产纳入三旧改造范围，另有逾 56 万平方米土地资产存在纳入三旧改造范围的可能，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，持有两家项目公司各 50%的股权，按土地账面价值 3.52 亿元计入公司“长期股权投资-成本”科目。保利地产以货币资金出资，并负责完成后续项目开发，其持有两家项目公司剩余 50%的股权。2015 年公司制改制后，公司将用于出资前通公司及美通公司的土地评估溢价共 49.23 亿元计入 “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，公司约可获得逾 30 万平方米物业，业态包括商场、写字楼、酒店及公寓，预计交付时间为自 2017 年 9 月 25 日起四年半后。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”）。

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。根据《收回国有土地使用权补偿协议》，公司分别于 2017 年 12 月收到补偿款 7.05 亿元（已到账），2018 年 2 月收到补偿款 9.64 亿元（已到账），剩余 6.49 亿元补偿款将视搬迁、土地移交、产权注销等进度分批取得。

（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 2018 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

公司提供了 2017 年合并财务报告，天健会计师事务所（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审计结论；公司 2018 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2017 年新纳入合并范围的子公司共 18 家，包括巨正源，不再纳入合并范围的子公司共 4 家；2018 年 1～3 月，合并范围新增 2 家三级子公司。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内共 210 家企业，其中二级子公司 23 家；三级子公司 161 家，四级子公司 26 家。总体看，合并范围变化子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 364.48 亿元，所有者权益 101.27 亿元（其中少数股东权益 16.63 亿元）；2017 年，公司实现营

业收入 540.86 亿元，利润总额 7.91 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 407.01 亿元，所有者权益 100.29 亿元（其中少数股东权益 15.03 亿元）；2018 年 1～3 月实现营业收入 108.09 亿元，利润总额 0.72 亿元。

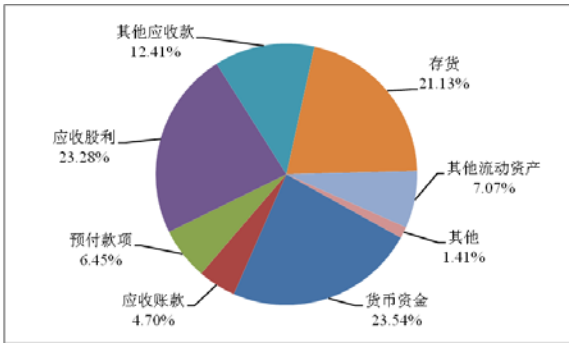
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 364.48 亿元，其中流动资产占 57.99%，非流动资产占比为 42.01%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 211.37 亿元，同比增长 5.87%，主要系其他流动资产增加所致，公司流动资产以货币资金、应收股利、其他应收款和存货为主。

图 5　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金为 49.76 亿元，同比下降 4.66%；其中，银行存款占 56.81%、其他货币资金占 43.17%。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 0.20 亿元，同比大幅下降，主要系 2017 年更换审计机构后，理财、存单等业务不再放入受限资金所致。

截至 2017 年底，公司应收账款为 9.93 亿元，同比下降 16.08%，主要系 2017 年收回逾期债权所致。应收账款中，单项金额重大并单项计提坏账准备的占 68.67%，累计计提坏账准备 6.75 亿元，计提比例为 57.27%，主要系唐山兴业工贸有限公司（2.64 亿元）及广东金型重工有限公司（1.14 亿元）因财务状况恶化，款项难以收回，全额计提坏账准备；采用账龄分析法计提坏账准备的占 27.79%，1 年以内的占 88.67%，1～2 年的占 3.79%，账龄较短；其中应收账款前五名合计占比为 49.72%，集中度高；公司累计计提坏账准备 7.24 亿元，综合计提比例为 42.17%，计提充分。

截至 2017 年底，公司预付款项为 13.63 亿元，同比下降 34.00%，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 63.60%；1～2 年的占 6.33%；2～3 年的占 0.09%；3 年以上的占 29.98%，其中，账龄超过一年的大额预付款项主要包括预付山西立恒钢铁集团股份有限公司的货款 0.92 亿元和预付佛山市顺德区顺路钢铁贸易有限公司的 1.38 亿元（目前正在诉讼中）；截至 2017 年底，公司预付账款综合计提比例为 24.97%，计提较为充分。

表 18　截至 2017 年底公司预付款项前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占预付款项合计的比例	坏账准备
山西立恒钢铁集团股份有限公司	3.06	16.83	--
一汽-大众销售有限责任公司	1.96	10.76	0.01
佛山市顺德区顺路钢铁贸易有限公司	1.38	7.58	1.38
上汽通用五菱汽车股份有限公司	1.20	6.62	--
上海通用汽车有限公司	0.77	4.24	--
合计	**8.37**	**46.03**	**1.39**

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司应收股利 49.21 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。

2017 年，公司其他应收款账面价值为 26.24 亿元。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 65.04 亿元，同比增长 7.13%，公司累计计提坏账准备 38.80 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 20.18 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 19　截至 2017 年底公司其他应收款账面余额前五名

（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占比	款项性质	坏账准备
广东省金属材料公司	27.53	42.33	关联方往来款	27.53
广州市土地开发中心	20.18	31.03	往来款	--
广东航兴贸易有限公司	7.15	10.99	关联方往来款	7.15
广州骏捷实业投资有限公司	2.08	3.19	关联方往来款	2.08
阳江广物汽车城投资有限公司	0.59	0.91	联营企业筹建费	--
合计	**57.53**	**88.45**	--	**36.76**

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及广州骏捷实业投资有限公司均拟破产清算。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 44.66 亿元，同比增长 4.34%，主要以库存商品（占 90.67%）为主，包括汽车、钢材等产品，公司存货计提跌价准备 0.57 亿元，计提比例较低，考虑到大宗商品易受产品价格波动影响，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2017 年底，公司其他流动资产同比增加 14.58 亿元至 14.94 亿元，主要系新增待抵扣进项税 5.26 亿元及理财产品 9.07 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 153.11 亿元，同比增长 2.03%，以持有至到期投资（占 9.54%）、长期股权投资（占 11.88%）、投资性房地产（占 41.52%）、固定资产（占 11.27%）、无形资产（占 10.58%）为主。

截至 2017 年底，公司持有至到期投资为 14.61 亿元，同比未发生变化，系红塔资产宏达 8 号一期和二期专项资产管理计划，期限均为 4 年，实际利率 9.5～10%。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 18.19 亿元，同比下降 16.35%，主要系巨正源并表所致；截至 2017 年底，公司长期股权投资主要构成为广物房地产（7.46 亿元）和龙沙物流（2.53 亿元）。

投资性房地产为公司最主要的非流动资产，截至 2017 年底，公司投资性房地产为 63.57 亿元，同比减少 10.50 亿元，主要系物产集团鱼珠地块住宅部分收储所致；公司投资性房地产主要由土地使用权（占 46.75%）和房屋建筑物（占 53.25%）构成。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 2017 年底，公司固定资产为 17.26 亿元，同比增长 73.00%，主要系巨正源纳入合并范围且新增固定资产所致。期末固定资产主要由房屋建筑物（占 38.82%）、运输设备（占 20.10%）及机器设备（占 11.41%）构成。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 16.20 亿元，同比增长 14.49%。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，公司未来计划作为专业经营市场和创业园区，截至 2017 年底，公司无形资产已累计摊销 1.15 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额合计 407.01 亿元，较 2017 年底增长 11.67%，主要系收到广物房地产股权转让款 51 亿元导致货币资金增加 43.39 亿元及巨正源项目投入使得在建工程增加 6.92 亿元所致。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 62.78%和 37.22%，资产构成仍以流动资产为主。

截至 2017 年底，公司受限资产账面价值合计 19.87 亿元，主要为广物中心用于抵押贷款导致投资性房地产受限金额为 19.40 亿元。

总体看，公司资产规模保持稳定，构成以流动资产为主；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跌价风险。非流动资产中，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。2018 年，随着广物房地产股权转让款的回流，公司货币资金大幅提升，资产流动性得到改善。总体看，公司资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 101.27 亿元，同比增长 15.69%，主要系合并巨正源导致资本公积和少数股东权益增加所致。截至 2017 年底，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 83.58%，主要由实收资本（占 35.44%）、资本公积（占 31.98%）、其他权益工具（占 21.27%）、未分配利润（占 8.06%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 100.29 亿元，较 2017 年底小幅下降，其中，未分配利润小幅下降，主要系上缴国有资本收益所致。所有者权益构成较上年底变化不大。

总体看，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。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 263.21 亿元，同比小幅增长。从负债结构看，流动负债占 69.00%，非流动负债占 31.00%。

流动负债方面，截至 2017 年底，公司流动负债合计 181.62 亿元，同比增长 2.85%，公司流动负债主要以短期借款（占 43.50%）、应付票据（占 24.37%）、应付账款（占 9.74%）、预收款项（占 9.11%）和其他应付款（占 9.69%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 79.00 亿元；公司短期借款主要以保证借款（占 17.23%）和信用借款（占 72.80%）为主。

截至 2017 年底，公司应付票据为 44.25 亿元，同比下降 13.64%，主要系公司综合考虑融资成本及融资环境，采取不同的融资方式，减少票据融资所致，公司应付票据以银行承兑汇票（占 97.92%）为主。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 17.60 亿元，同比下降 29.86%，主要系根据三旧改造的建设进度，退还合作方保利集团预付的履约保证金 10 亿元所致；公司其他应付款主要为外单位往来款及保证金。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债为 81.59 亿元，主要由长期借款（占 25.94%）、应付债券（占 57.48%）和递延所得税负债（占 14.01%）构成。

截至 2017 年底为 21.17 亿元，同比增加 6.16 亿元，其中质押借款占 5.67%，抵押借款占 33.49%，保证借款占 37.22%，新增信用借款 5.00 亿元，占 23.62%。截至 2017 年底，公司应付债券为 46.90 亿元，同比减少 9.00 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 306.72 亿元，较上年底增加 43.52 亿元，主要系广物房地产股权转让款因担保关系尚未转移暂时挂账其他应付款所致。其他科目较 2017 年底变化不大。

表20 截至2018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
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
17 广物控股 PPN001	8	2017-07-18	2020-07-19
17 广物控股 PPN002	8	2017-08-30	2020-08-31
17 广物控股 SCP001	6	2017-08-11	2018-05-11
17 广物控股 SCP002	5	2017-11-06	2018-08-03

资料来源：公司提供

注：13粤物资MTN1及17广物控股SCP001已到期兑付；15粤物资MTN002及15粤物资MTN003为永续中期票据，上表中到期日为首次赎回权行权日。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务为 193.86 亿元（无外币债务），同比增长 3.43%；其中短期债务占 69.76%，长期债务占 30.24%，短期债务比重较 2016 年底有所下降，债务结构仍以短期债务为主。

从债务指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，长期债务资本化比率随债务结构的优化有所增长，上述指标

2017 年底分别为 72.22%、65.69%和 36.66%。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 211.86 亿元，其中短期债务占 63.84%，长期债务占 36.16%，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 77.15%、71.79%和 47.92%。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 189.32 亿元，较上年底下降 2.34%。截至 2018 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 75.36%、65.37%和 37.29%，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 207.32 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 79.78%、71.59%和 48.55%。

总体看，公司有息债务规模有所波动，以短期为主；受主营业务经营特点影响，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，整体债务负担重，债务结构有待改善。

3．盈利能力

受宏观经济增速放缓、大宗商品价格与下游需求波动及公司控制风险战略等因素综合影响，近三年公司经营规模有所波动。2017 年以来，在供给侧结构性改革的持续推进下，大宗商品价格普遍有较大幅度上涨，国内贸易有所复苏，公司 2017 年营业收入及营业成本同比分别增长 21.24%和 21.64%。受低盈利业务占比回升的影响，2017 年公司营业利润率同比下降 0.40 个百分点至 4.74%。

近年来，公司期间费用波动增长；2017 年期间费用同比增长 13.83%至 24.03 亿元，主要系有息债务增加及融资成本提高推高财务费用所致。当期财务费用中汇兑损失为 685.35 万元（2016 年为 1635.72 万元）。2017 年，公司期间费用率为 4.44%，同比下降 0.29 个百分点。总体看，公司期间费用控制能力有所提升，但仍对利润形成较大侵蚀。

2017 年，公司资产减值损失为-1.98 亿元，主要来自坏账损失转回 2.48 亿元。总体看，资产减值损失转回对当期利润影响大，未来转回的不确定性较大。

非经营性损益方面，2017 年，投资收益有所增长，为 3.26 亿元，主要来自广物房地产权益法下确认的投资收益 1.27 亿元及持有至到期投资（投资于广物房地产发行的债券的资产管理计划）在持有期间的投资收益 1.48 亿元；占当期营业利润的 45.15%，为公司利润的重要来源。2017 年，公司营业外收入为 1.37 亿元，同比增长 75.14%，主要系新增收回转让债权欠款（清收航兴贸易债权）0.68 亿元及无偿转入投资性房地产（盘盈永福路 42 号 6 套房产）0.13 亿元，不具备持续性。总体看，公司投资收益来源以参股广物房地产及其相关资产管理计划收益为主，集中度较高，广物房地产的转让对投资收益稳定性影响较大。

2017 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 63.21%，非经营性损益对利润总额贡献程度有所下降，但仍较大。

盈利能力指标方面，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.40%和 5.09%，同比均有所增长。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 108.09 亿元，同比增长 4.65%；同期，公司利润总额为 0.72 亿元，同比下降 6.31%，主要系本期无资产减值损失冲回。

总体看，受大宗商品市场行情及公司战略调整综合影响，公司经营规模有所波动，期间费用对利润侵蚀较大，利润总额对非经常损益依赖程度较高，主业盈利能力有待提高。考虑到公司过往投资收益来源以参股广物房地产及其相关资产管理计划收益为主，集中度较高，广物房地产股权的转让对未来投资收益稳定性影响较大。

5. 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。2017年，公司经营活动现金流入增加至641.20亿元，同比增长15.59%；其中收到其他与经营活动有关的现金43.82亿元，主要为与经营活动有关的代垫往来款项流入。近三年，公司经营活动现金流出亦有所波动，2017年为616.90亿元，同比增长13.99%，其中购买商品、接受劳务支付的现金569.25亿元，支付其他与经营活动有关的现金29.47亿元，同比下降46.89%，主要系①业务模式调整，大豆业务不再开展；②根据审计意见将部分现金流反映在购买商品支付现金所致。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增长至24.30亿元。从收入实现质量来看，2017年，公司现金收入比为110.45%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2017年，公司投资活动产生的现金流入为276.01亿元，同比大幅增长主要是部分理财产品到期收回。同期，公司投资活动现金流出为283.24亿元，大幅增长主要为投资理财产品支付的现金。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.23亿元。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入量为189.94亿元，同比下降11.59%，主要由取得借款收到的现金构成。同期，筹资活动产生的现金流出为为209.49亿元，主要为偿还债务支付的现金。2017年，新增收到/支付其他与筹资活动有关的现金分别为10.54亿元和25.43亿元，主要系2017年开展黄金租赁业务所致；2017年，公司筹资活动净现金流为-19.55亿元。

2018年1～3月，公司经营活动现金净流量为-1.85亿元（上年同期为-4.02亿元），投资活动现金净流量为54.94亿元，同比增加55.69亿元，主要系收回广物房地产的股权转让款51.02亿元，筹资活动现金净流量为-18.47亿元，同比减少18.58亿元，主要系取得借款收到的现金大幅下降所致。

总体看，受主营业务经营特点影响，公司日常运营所需资金及往来款项规模大，广物房地产股权转让款的回流有望缓解资金压力。但考虑到在建项目未来所需资本支出规模仍较大，公司存在对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司流动比率和速动比率分别为116.38%和91.79%，同比分别增加3.31个百分点和2.96个百分点。截至2018年3月底，上述两项指标分别为114.01%和89.32%。2017年，公司经营性现金流动负债比为13.38%。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，2017年，公司EBITDA利息倍数为2.44倍，公司全部债务/EBITDA为10.16倍。公司长期偿债能力有所提升。

截至2018年3月底，公司对外担保余额为35.47亿元，被担保企业目前经营正常，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，随着广物房地产股权的转让，公司对其担保将逐渐解除。截至报告出具日，针对公司存续的对广物房地产的担保，银行已全额开具履约保函，承诺在转让股权合同约定期限内解除广物控股集团对广物房地产全部担保责任，否则公司可以使用保函兑付，银行见索即付。总体看，公司或有负债风险有望大幅下降。

表21　截至2018年3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2017年底资产总额	截至2017年底所有者权益	2017年收入	2017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	0.67	2016-2020年	25	4.00	0.82	16.82	0.16	否

广物房地产及其下属企业	借款	21.90	2016-2018 年	--	--	--	--	--	否
广物房地产	2016 年第一期私募债	12.90	2016-2018 年	45	270.49	22.65	33.14	4.12	否
合计	--	**35.47**	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司授信总额为 300.65 亿元，未使用信用额度为 161.88 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 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 2018 年 6 月 26 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，均于 2010 年 12 月 20 日前结清。

8. 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、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，目前公司存续债券余额为 55.00 亿元，其中有 23.00 亿元将于一年内到期（包含“15 粤物资 MTN002”、“15 粤物资 MTN003”）。

截至2018年3月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）为97.82亿元，为一年内到期债券余额的4.25倍。2017年，公司经营现金流入量为641.20亿元，为应付债券余额的11.66倍。公司现金类资产及经营现金流入量对一年内到期债券和存续债券的覆盖程度较好，保障能力较强。

表22　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

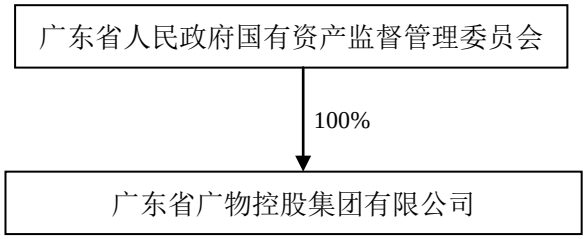
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	23.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.25
经营活动现金流入量/应付债券余额	11.66
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.44
EBITDA/应付债券余额	0.35

资料来源：联合资信整理

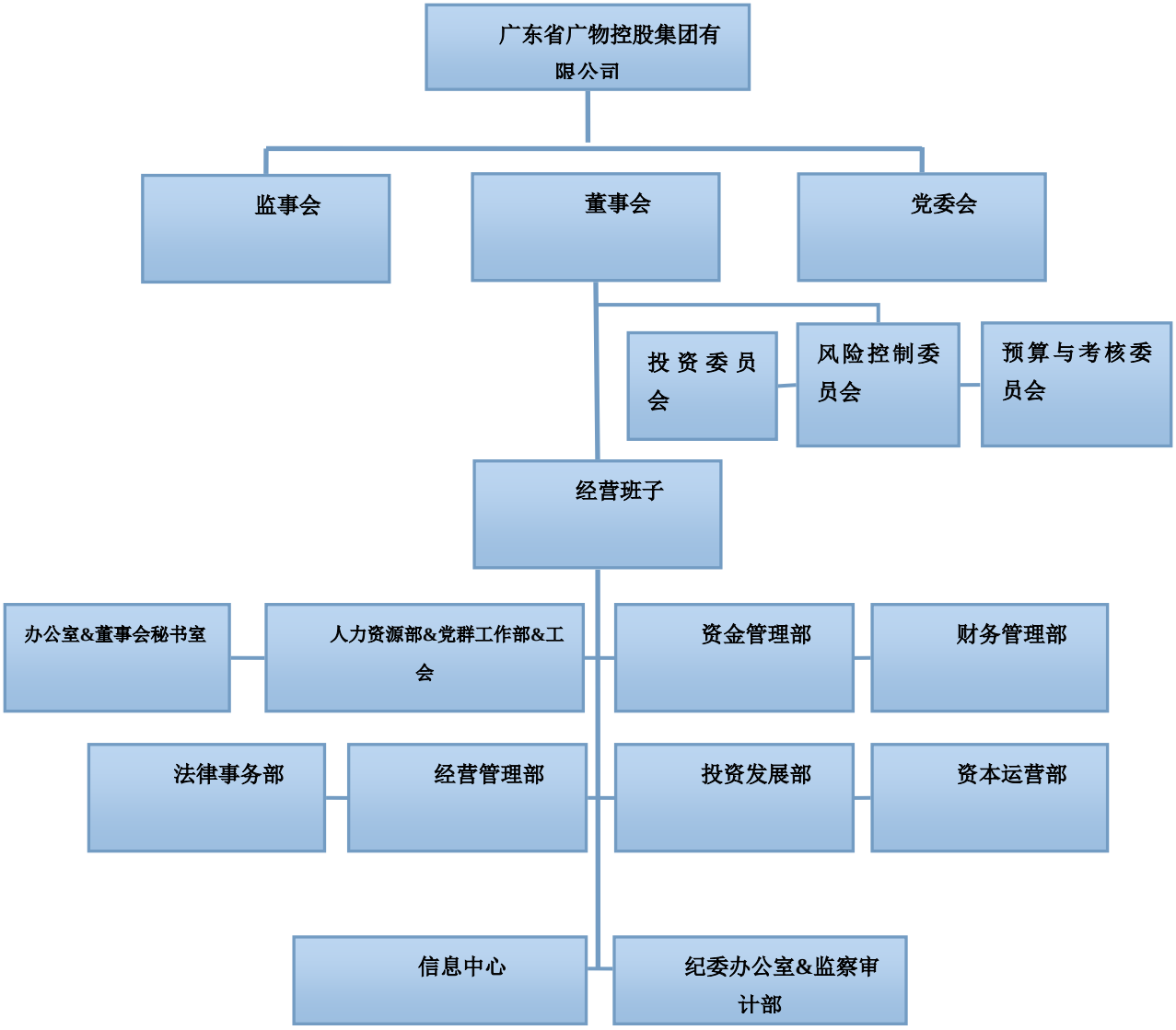
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“15 粤物资 MTN001”、“15 粤物资 MTN002”、“15 粤物资 MTN003”和“16 广物控股 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	66.01	42.43	52.55	97.82
资产总额(亿元)	365.02	349.71	364.48	407.01
所有者权益(亿元)	83.88	87.53	101.27	100.29
短期债务(亿元)	156.88	149.51	135.24	129.67
长期债务(亿元)	46.72	37.90	58.62	59.64
全部债务(亿元)	203.60	187.42	193.86	189.32
营业收入(亿元)	635.89	446.12	540.86	108.09
利润总额(亿元)	3.52	3.78	7.91	0.72
EBITDA(亿元)	15.22	13.43	19.08	--
经营性净现金流(亿元)	5.72	13.51	24.30	-1.85
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.21	28.31	40.34	--
存货周转次数(次)	9.72	9.00	11.75	--
总资产周转次数(次)	1.79	1.25	1.51	--
现金收入比(%)	115.76	113.18	110.45	113.79
营业利润率(%)	4.03	5.14	4.74	5.36
总资本收益率(%)	4.30	3.76	4.40	--
净资产收益率(%)	3.98	3.77	5.09	--
长期债务资本化比率(%)	35.77	30.22	36.66	37.29
全部债务资本化比率(%)	70.82	68.16	65.69	65.37
资产负债率(%)	77.02	74.97	72.22	75.36
流动比率(%)	121.11	113.07	116.38	114.01
速动比率(%)	95.21	88.83	91.79	89.32
经营现金流动负债比(%)	2.90	7.65	13.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.50	1.69	2.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.38	13.96	10.16	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务包含“应付债券”中的短期债券；3.长期债务包括“长期应付款”中的融资租赁款；4.现金类资产已剔除受限资金；5 .2015～2018 年 3 月底所有者权益中包含共计 18 亿元的永续中票。

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。