信用等级公告

联合〔2020〕2206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AAA，“16广物控股MTN001”“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十五日

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 2020 年度跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
广东省广物控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 广物控股 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 广物控股 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 广物控股 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 广物控股 MTN001	8 亿元	8 亿元	2021/09/05
*18 广物控股 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/08/20
*18 广物控股 MTN002	4 亿元	4 亿元	2021/09/26

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

评级时间：2020 年 7 月 15 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

评级观点：

广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”）被广东省人民政府定位为未来具有国内影响力、服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商。跟踪期内，公司继续聚焦实体经济，120 万吨/年丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目一期顺利投产，大宗商品贸易业务下游向终端靠拢并控制传统业务规模；在汽贸领域保持规模优势；受益于广东省人民政府增资及吸收合并广东省商贸控股集团有限公司（以下简称“商贸控股集团”，剥离广弘资产经营有限公司），公司的资本实力和流动性稳步增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，汽车行业景气度下行及新冠肺炎疫情使汽贸业务经营业绩承压，公司大宗商品贸易业务盈利能力弱，未来投资规模较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。“18 广物控股 MTN001”及“18 广物控股 MTN002”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“18 广物控股 MTN001”及“18 广物控股 MTN002”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。

作为经营历史悠久的国有企业，公司下属优质土地资源丰富。其中，鱼珠及吉山地块已纳入三旧改造范围，预计将产生可观的收储补偿及资产增值收益，另外部分土地储备未来将作为产业地产进行开发利用，增值潜力大。未来随着聚丙烯项目二期建成达产，土地资产增值收益实现，公司主业盈利能力及资本实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“16广物控股MTN001”“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司战略地位显著，政府支持力度大。跟踪期内，受益于政府增资及吸收合并商贸控股集团，公司资本实力及资产流动性增强，债务负担有所波动但仍维持在适宜水平。**2019 年，广东省人民政府将公司定位为未来具有国内影响力、服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商，

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AAA
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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持力度大，2019 年公司合计收到增资款 10.30 亿元				1

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

分析师：李明　杨晓丽
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

为支持公司转型发展，将商贸控股集团（剥离广弘资产经营有限公司）重组并入公司，并多次对公司增资，公司合计收到增资款 10.30 亿元；商贸控股集团实收资本 12.00 亿元，拥有 7 万平方米国家直属储备糖库及存量土地 16.49 万平方米，负债水平低，债务负担轻。受益于上述因素，跟踪期内，公司资本实力提升，存量资源进一步充实，债务负担进一步减轻。

2. **2019 年，公司聚焦实体经济，持续向生产性综合服务商转型，毛利润同比提升，主业盈利能力增强。**跟踪期内，公司保持了其在汽贸领域的规模优势，为规避价格风险和汇率风险，主动减少传统大宗贸易的业务量，下游向终端靠拢。同时，120 万吨/年丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目作为华南地区最大的聚丙烯项目，按计划顺利推进，项目一期已于 2019 年 10 月 26 日正式投产，实现先进石化相关产业收入及利润。受益于上述因素，公司主业盈利能力得以提升。
3. **公司优质土地资源丰富，未来增值潜力大。**公司作为经营历史悠久的国有企业，下属优质土地资源丰富。其中，鱼珠地块三旧改造项目商业部分将于 2021 年交付，预计将产生可观的资产增值收益。另外，部分土地储备未来将作为产业地产进行开发利用，增值潜力大。
4. **公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。**

关注

1. **汽车行业景气度下行，加之新冠肺炎疫情影响，公司汽贸板块经营承压。**2019 年，中美经贸摩擦、环保标准切换、新能源补贴退坡等因素的影响，汽车行业面临的压力进一步加大，产销量连续下降。2020 年以来，受新冠疫情影响，全球宏观经济下行、消费市场疲软、汽车行业生产供应链受到冲击，短期内汽车经销行业面临较大压力。
2. **公司大宗贸易业务盈利能力弱。**大宗商品贸易业务作为公司收入主要构成之一，其经营状况易受国家相关调控政策及大宗商品市场价格波动等因素影响，盈利空间小。跟踪期内，受钢材价格下行等因素影响，公司大宗商品贸易业务毛利率进一步下降。
3. **在建项目尚需投资规模较大，存在一定资金支出压力。**截至 2019 年底，公司主要在建项目拟投资规模为 90.19 亿元，已完成投资 22.55 亿元，未来尚需投资规模较大，存在一定资本支出压力。

4. **存续永续债券利息若递延可造成累计利息支出压力。**“18 广物控股 MTN001”及“18 广物控股 MTN002”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，一旦发生递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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)	52.55	54.86	65.18	64.06
资产总额(亿元)	364.48	338.89	390.88	392.62
所有者权益(亿元)	101.27	121.62	163.41	151.39
短期债务(亿元)	124.24	77.07	97.95	90.03
长期债务(亿元)	69.62	83.31	73.98	103.24
全部债务(亿元)	193.86	160.37	171.93	193.27
营业收入(亿元)	540.86	438.84	417.84	80.42
利润总额(亿元)	7.91	43.31	5.82	-1.31
EBITDA(亿元)	19.08	52.95	15.03	--
经营性净现金流(亿元)	24.30	32.49	23.22	-13.30
营业利润率(%)	4.74	5.07	5.95	6.14
净资产收益率(%)	5.09	31.37	2.70	--
资产负债率(%)	72.22	64.11	58.19	61.44
全部债务资本化比率(%)	65.69	56.87	51.27	56.08
流动比率(%)	116.38	151.31	146.89	162.20
经营现金流动负债比(%)	13.38	26.48	16.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	3.03	11.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	7.49	2.80	--
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)	242.21	208.36	238.74	255.34
所有者权益(亿元)	82.02	105.87	142.04	145.14
全部债务(亿元)	105.55	56.04	44.85	69.85
营业收入(亿元)	0.31	0.25	0.20	0.03
利润总额(亿元)	0.97	32.25	1.04	13.64
资产负债率(%)	66.14	49.19	40.50	43.16
全部债务资本化比率(%)	56.27	34.61	24.00	32.49
流动比率(%)	67.60	88.45	105.71	122.31
经营现金流动负债比(%)	4.65	42.06	21.17	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已扣除受限部分；合并口径长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标；2017 年－2020 年 3 月底，公司所有者权益中分别包含其他权益工具 18.00 亿元、9.00 亿元、9.00 亿元和 9.00 亿元

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 广物控股 MTN002/18 广物控股 MTN001/16 广物控股 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/26	李明 杨晓丽	贸易行业企业评级方法（2018 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
18 广物控股 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018/8/17	刘晓濛 李明	贸易行业企业主体信用评级方法（2017 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
18 广物控股 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/7/26	刘晓濛 李明	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
16 广物控股 MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/7/26	刘晓濛 李明	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文
16 广物控股 MTN001	AA	AA	稳定	2016/3/23	王晴 刘嘉敏	贸易行业企业信用分析要点（2013 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2016）	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

广东省广物控股集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

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”）关于广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”或“广物控股”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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”）粤国资函〔2014〕215 号《关于广东物资集团公司公司改制方案的批复》，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。经过多次增资，截至 2019 年底，公司实收资本为 52.30 亿元，实际控制人为广东省人民政府。

公司经营范围：股权投资与管理，股权受托管理，资产和企业重组、优化、转让和收购；实业投资，项目投资、管理；供应链管理，国内贸易，货物、技术进出口及代理，汽车销售及其相关服务；现代物流与仓储，国内、国际货物运输及货运代理服务；地产开发经营，物业管理与租赁；汽车、金属材料、矿产品、电子产品、木材、化工及化工原料（不含危险品）的电子商务及服务，商务策划与信息咨询。（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 2020 年 6 月底，公司设有综合办公室、党群工作部、人力资源部、战略创新部、资本运营部、经营管理部、安全管理部、财务资金管理部、法律事务部、审计部和纪检监察室 11 个职能部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 390.88 亿元，所有者权益为 163.41 亿元（其中少数股东权益 20.52 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 417.84 亿元，利润总额 5.82 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 392.62 亿元，所有者权益为 151.39 亿元（其中少数股东权益 20.52 亿元）。2020 年 1－3 月实现营业收入 80.42 亿元，利润总额-1.31 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

公司由联合资信评级的存续债券情况如下表所示。截至目前，上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕，跟踪期内均正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 广物控股 MTN001	8.00	8.00	2016-09-05	2021-09-05
*18 广物控股 MTN001	5.00	5.00	2018-08-20	2021-08-20
*18 广物控股 MTN002	4.00	4.00	2018-09-26	2021-09-26
合计	**17.00**	**17.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

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，“18 广物控股 MTN001”和“18广物控股MTN002”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“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”条款，可得出以下结论：

（1）“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”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，“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”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“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”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）“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”如发生利息递延，每笔递延利息在递延期间按当期票面利率加上 900 个基点累计计息。从成本角度分析，“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”递延利息的重置利率调整幅度大，公司递延利息支付可能性小。

（4）“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”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。2020 年，公司上缴国有资本收益 10.11 亿元。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，“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”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“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”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

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2　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。

五、行业及区域经济环境

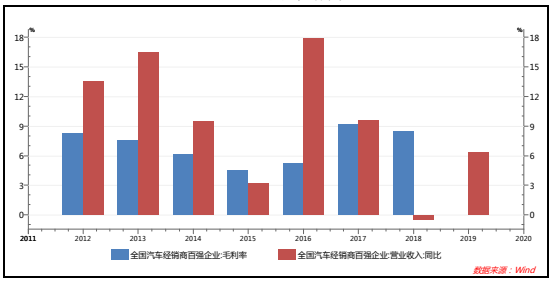
1. 汽车经销行业

2019 年，国六排放标准、新能源补贴退坡等相关政策相继实施，汽车消费市场出现持续下滑，供需矛盾突出，经销商以价换量，市场竞争加剧，汽车经销行业利润空间被进一步压缩。

2019 年，中国车市连续第二年出现负增长，随着销量的不断下滑，行业竞争压力高涨，再加上“互联网+”的全面普及，汽车销售价格愈发透明，利润空间被逐步压缩。中国汽车流通协会发布的《2019 年全国汽车经销商生存状况调查报告》显示，2019 年完成全年销售目标的经销商占比仅为 28.9%，另有

7.4%的经销商目标完成率在 50%以下；相比 2018 年，2019 年经销商的亏损面扩大至 41.0%，亏损比例大幅增加，而盈利经销商比例减少至 29.7%。

图1　2012－2019年中国汽车经销商百强企业收入增速及毛利率情况



资料来源：Wind -中国汽车流通协会

从经销商业务构成来看，中国平安发布的《2019 年汽车经销商行业全景图》报告显示，国内经销商新车业务收入占比超过 80%；二手车发展迅猛但基数很低，售后业务营收占比在 8%～15%之间，在毛利润中的占比为 30%～70%；金融衍生业务包括贷款、保险代理、融资租赁等，新车整体金融渗透率逐年提升，2018 年约 43%，但与发达国家仍有较大差距。

2018 年，受乘用车市场下滑的拖累，中国汽车市场首度出现负增长。2019 年，我国乘用车产销量依然呈负增长趋势，市场行情低迷。一方面由于购置税优惠政策全面退出，另一方面受宏观经济增速回落以及消费信心等因素的影响，2019 年，汽车产销分别完成 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下降 7.5%和 8.2%。

表3　2017－2019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	合计	客车	货车	合计
2017 年	1184.80	207.07	1025.27	2471.83	52.72	363.34	416.06
同比	-2.48	-17.06	13.33	1.40	-2.98	16.91	13.95
2018 年	1152.78	173.46	999.47	2370.98	48.52	388.56	437.08
同比	-2.70	-16.23	-2.52	-4.08	-7.98	6.94	5.05
2019 年	1030.76	138.37	935.33	2144.42	47.43	385.02	432.45
同比	-10.70	-20.23	-6.28	-9.56	-2.23	-0.91	-1.06

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

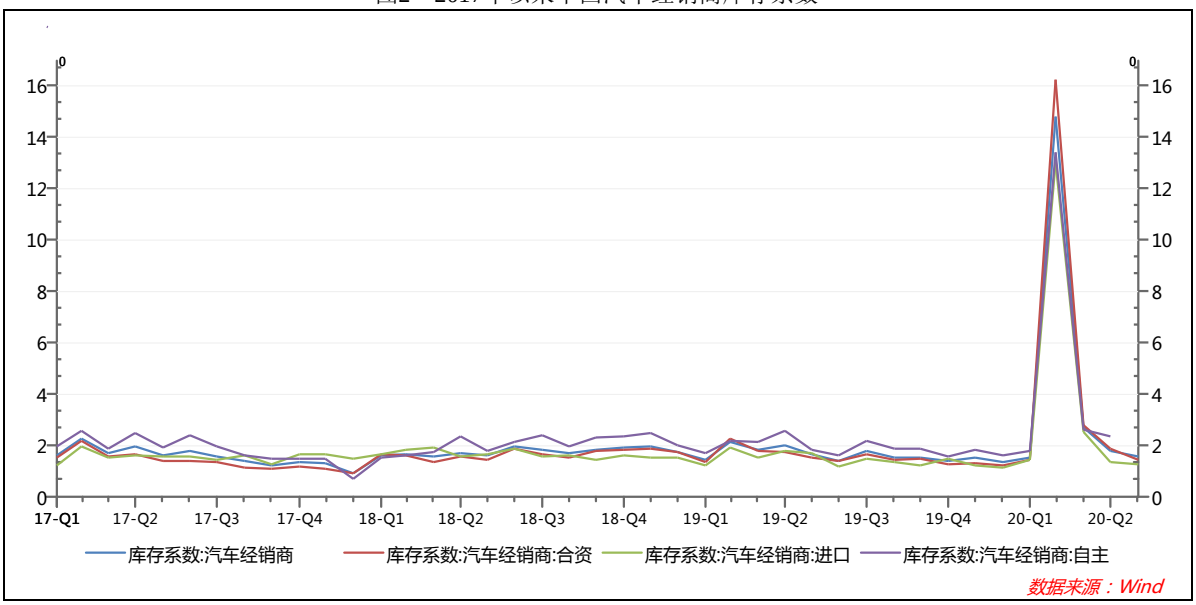
汽车行业周期处于底部时，销量低迷，经销商的新车业务受到明显的影响。2019 年，从整车厂到经销商的竞争加剧，降价成了主要的促销手段，新车业务的毛利率基本在 2%～5%之间。

在品牌分类方面，代理豪华品牌的经销商具有相对较高的毛利率，豪华车近些年由于价格下探及换购人群增加而逆势增长。乐车邦旗下人和岛与《汽车商业评论》联手调研发布的《2019年度中国汽车经销商发展报告》显示，主流豪华品牌经销商盈利状况稳定，小众豪华品牌盈利占比较低，合资品牌经销商盈利比例同比有所下降，但一汽大众及部分日系品牌表现优异，自主品牌由于部分高亏损品牌陆续退出，经销商盈利占比有所回升，但亏损比仍高达53%，高于2018年同期。

进口车销售方面。2019年，进口车市场延续供需双降局面，降幅继续收窄。中国汽车流通协会发布的数据显示，全年累计进口汽车108.6万辆，同比下降2.0%；销售进口车83.8万辆，同比下滑1.8%。平行进口方面，2019年共计进口汽车16.3万辆，同比增长16.8%。从品牌结构来看，分化趋势有所加剧。2019年，进口量前十品牌有一半实现增长，包括特斯拉、丰田、雷克萨斯、林肯、宝马。销售方面，第一集团品牌竞争格局较为稳定，前三名依次是雷克萨斯、宝马、奔驰。在平行进口车领域，丰田是份额最大品牌，2019年份额达44.4%；日产和奔驰位居二、三位。

经销商库存方面，自2017年12月以后，汽车终端经销商库存指数整体深度始终处于1.5以上，最高点为2019年2月的2.1；自2019年8月至2020年1月，整体品牌库存系数维持在合理水平（1.5及以下）。2020年2月，受新冠肺炎疫情影响，汽车经销商库存指数出现飙升。3月2号，中国汽车流通协会发布2月份库存预警，经销商当月库存预警指数创下新高达到81.2%，环比上升29.5%，同比上升27.7%，库存指数远高于警戒线。随着疫情逐步得到控制，库存系数快速下降，2020年5月整体行业库存为1.55，合资品牌、进口品牌、自主品牌库存系数分别为1.43、1.25、1.90，进口优于合资优于自主。

图2　2017年以来中国汽车经销商库存系数



资料来源：Wind-中国汽车流通协会

行业集中度方面。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；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逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。2019年，汽车经销行业的集中度进一步提高，优势资源逐步向头部企业靠拢。

表 4　2019 年中国汽车经销商集团前十名企业

（单位：亿元、万台）

排名	集团名称	营业总收入	销量
1	广汇汽车服务集团股份公司	1704.56	122.51
2	中升集团控股有限公司	1240.43	52.71
3	利星行汽车	856.51	25.83
4	上海永达控股（集团）有限公司	763.87	23.87
5	恒信汽车集团股份有限公司	592.74	28.83
6	上海汽车工业销售有限公司	581.06	42.21
7	国机汽车股份有限公司	521.62	16.71
8	浙江物产元通汽车集团有限公司	469.70	29.76
9	大昌行集团有限公司	436.60	14.45
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	419.70	11.12

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

未来，上游车企优胜劣汰进程加速，品牌红利较差的上游车企的洗牌必然会传导至下游 4S 店，旗下经销商将会更换其它品牌或退出市场。其中，资金不足、品牌红利弱，管理紊乱、盈利能力差，营销单一、新零售转型慢，客户维系、保有客户获取不足的经销商将率先被洗牌出局。

2020 年，新冠肺炎疫情爆发，车市客流

大幅减少，车企生产节奏被打乱，经销商也无法正常经营，2 月份汽车经销商库存系数攀升至 14.8。3 月份以来，经销商逐渐复工，销售逐渐恢复。疫情期间，经销商利用各种网络平台开展直播卖车、VR 视频看车、智能展厅等多种线上营销形式触达终端客户。而线上直播卖车、智能展厅等形式虽然在一定程度上弥补了线下流失客户，但转化率却极低。疫情的爆发，同时激励了中国汽车经销商数字化、互联网化的发展进程。经销商开始广泛使用自获客工具，实现全流程业务闭环以及 4S 店运营数字化、管理规范化和营销高效化的升级。

伴随着国民经济的增长和城乡居民收入水平的提高，中国中长期汽车消费仍将保持一定持续性，从而为汽车经销行业的发展带来持续的动力；未来汽车销售盈利重心将逐渐向汽车后市场转移；汽车消费需求向三、四线城市转移。

2. 大宗商品贸易

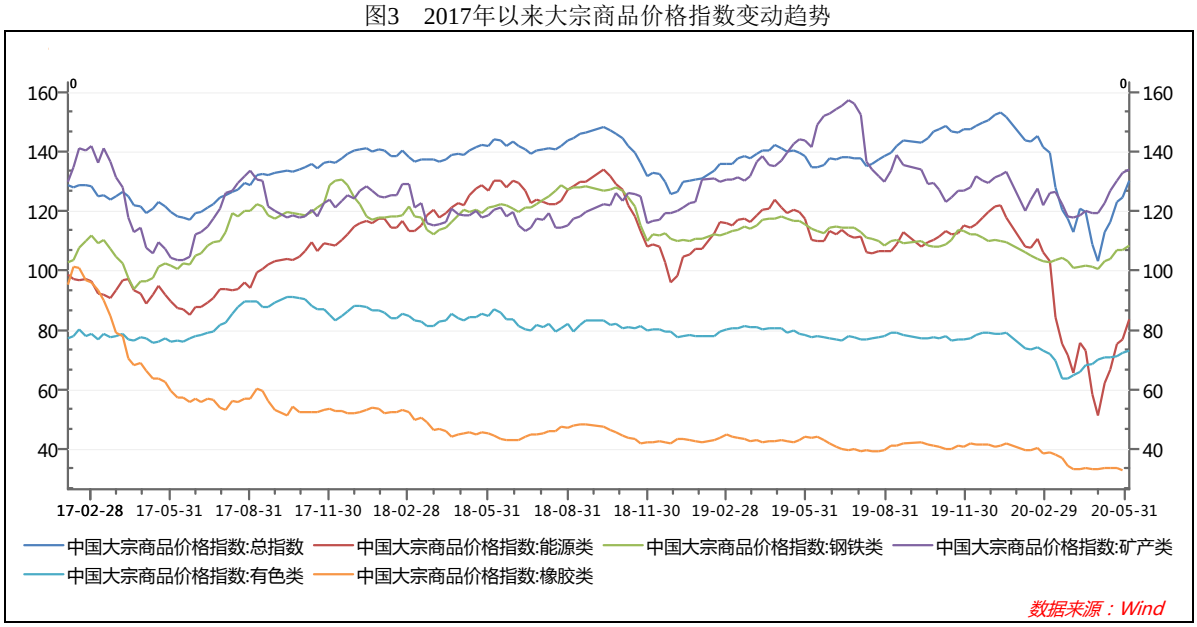
（1）行业现状

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。

图3　2017年以来大宗商品价格指数变动趋势



资料来源：Wind

（2）主要贸易品种运行情况

钢材

2019年，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行。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。

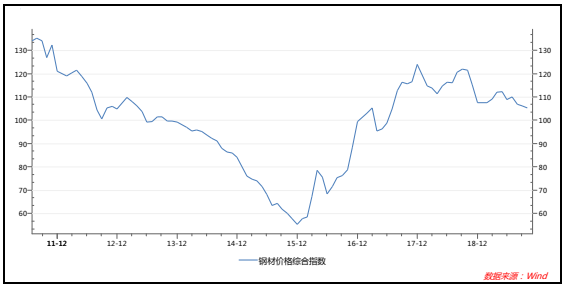
2019 年，钢铁行业在经历三年“化解过剩产能”后，供给侧结构性改革带来的政策红利逐渐衰减，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行，叠加铁矿石价格大幅上涨侵蚀企业利润，钢铁行业盈利水平显著下降。

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%。2019年，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 4　2010—2019 年钢材综合价格指数



数据来源：Wind 资讯

注：中钢协，1994 年=100

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。中国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的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、天津物产集团有限公司等；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

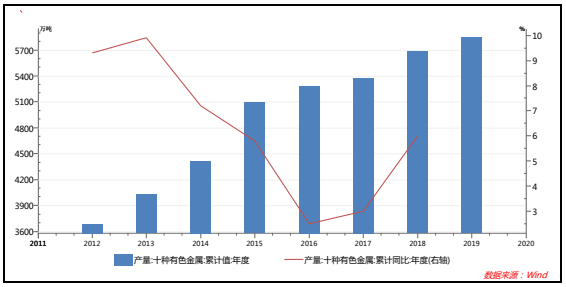
域性流通企业，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；以及需求导向性明显的区域性或依托中国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

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。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，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。2019 年，十种有色金属产量为 5841.60 万吨，同比增长 3.50%。

图 5　中国近年十种有色金属产量情况



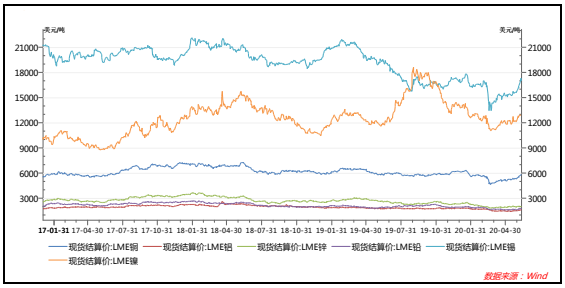
资料来源：Wind

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 6　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。

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《2019 年广东国民经济和社会发展统计公报》显示，2019 年全省实现地区生产总值（初步核算数）107671.07 亿元，比上年增长

6.2%。人均地区生产总值 94172 元（按年平均汇率折算为 13651 美元），增长 4.5%。2019 年，第一产业增加值 4351.26 亿元，比上年增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.6%；第二产业增加值 43546.43 亿元，增长 4.7%，对地区生产总值增长的贡献率为 33.6%；第三产业增加值 59773.38 亿元，增长 7.5%，对地区生产总值增长的贡献率为 63.8%。三次产业结构比重为 4.0:40.5:55.5，第三产业所占比重比上年提高 0.7 个百分点。

先进制造业增加值比上年增长 5.1%，占规模以上工业增加值的比重为 56.3%，比上年下降 0.1 个百分点。其中，新材料制造业增长 3.5%，石油化工业增长 0.1%。

全年全省港口货物吞吐量完成 191819 万吨，比上年增长 11.4%。其中，外贸货物吞吐量 60809 万吨，增长 3.1%；内贸货物吞吐量 131010 万吨，增长 15.7%。港口集装箱吞吐量 6711 万标准箱，增长 5.2%。

在限额以上批发和零售业商品零售额中，汽车类下降 2.1%，建筑及装潢材料类下降 17.8%，石油及制品类下降 5.9%。

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。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

1. 产权状况

公司系广东省国资委监管下的国有独资公司，广东省人民政府为公司唯一出资人和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为国家重点培育的现代流通企业，经营规模在广东区域处于领先地位；优质土地资产可为公司带来可观的增值收益。

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 家流通领域大企业集团之一，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。

国内贸易业务方面，公司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 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。

物流方面，公司拥有大量物流基地、铁路专用线（中欧、中亚、南亚班列）和码头资源，同时拥有电子口岸平台的通道资源、用户资源和数据资源，为广东参与“一带一路”倡议和发展实体经济提供现代物流服务。

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。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心的企业信用报告，截至2020年5月22日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有2笔关注类短期借款和4笔不良类短期借款，系银行内部系统升级，将历史贷款重新分类所致。

七、管理分析

公司现有董事 7 人（其中，专职外部董事 2 人，兼职外部董事 2 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，公司在高级管理人员、法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

八、重大事项

公司重组合并商贸控股集团（不含广弘资产经营有限公司）有助于提升公司的资本实力，完善业务布局，发挥协同效应。

2019 年 5 月 5 日，广东省国资委转发了《广东省人民政府关于同意广物控股集团、商贸控股集团改革重组方案的批复》（粤府函〔2019〕98 号），将广东省商贸控股集团有限公司（以下简称“商贸控股集团”）重组并入公司。

重组采取集团合并的方式，公司作为合并后的新主体。第一步，总部重建，公司和商贸控股集团原有债权债务（除广弘资产经营有限公司债权债务）由合并后的新集团承继；具体操作以 2018 年审计报告为依据将商贸控股集团（剥离广弘资产经营有限公司）无偿划转给公司，划转基准日为 2018 年 12 月 31 日。第二步，在明确集团功能及定位的基础上，重新确定总部及二、三级企业管理架构，加快内部资源整合，对现有业务板块进行重组优化，坚决全部出清“僵尸企业”。2019 年 12 月 31 日前基本完成。第三步，加大培育新兴产业力度，强化集团投资能力和资源配置能力，新集团向国有资本投资公司转型。

商贸控股集团是广东省省属企业。截至 2018 年底，商贸控股集团（剥离广弘资产经营有限公司）资产总额为 32.45 亿元，所有者权益为 24.09 亿元（归属于母公司所有者权益 23.36 亿元），资产负债率为 25.76%。2018 年实现营业收入 22.80 亿元，净利润 1.31 亿元（归属于母公司净利润 1.21 亿元）。据初步统计，剥离后商贸控股集团拥有存量土地面积 16.49 万平方米，2018 年底在岗职工人数 786 人，离退休人数 1440 人。商贸控股集团拥有 7 万平方米国家直属储备糖库。

重组后，新集团要从传统商贸企业实现产业转型升级，形成以生产性服务业、产业地产和先进石化相关产业为主，集流通和制造联动的业务格局，成为具有国内影响力、服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商。

2019 年，商贸控股集团相关主体纳入公司合并范围，分别为广东省商业集团有限公司（以下简称“商业集团”）和广东华侨友谊有限公司（以下简称“华侨友谊”）。截至 2019 年底，商业集团和华侨友谊的净资产分别为 25.41 亿元和 1.10 亿元，2019 年分别实现净利润 0.88 亿元和 0.28 亿元。上述重组合并有助于提升公司的资本实力，进一步充实公司存量资源，发挥协同效应。联合资信将持续关注重组进展。

九、经营分析

1. 经营现状

2019 年，受汽车行业景气度下行和公司战略调整影响，公司收入规模进一步下降；受益于“提质增效”战略效果逐步显现以及聚丙烯项目达产，公司综合毛利率持续上升。

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、塑料等特种物品进口经营权。目前，公司经营业务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 5　公司近年营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			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	收入	占比	毛利率
汽车及配件销售	208.30	38.51	6.97	188.15	42.87	7.46	184.82	44.23	6.66	25.73	31.99	6.22
金属材料销售	211.41	39.09	1.42	166.75	38.00	1.73	123.89	29.65	1.55	24.23	30.13	2.43
燃料化工产品销售	61.57	11.38	1.82	45.78	10.43	2.82	51.89	12.42	2.31	9.92	12.34	3.02
物流及其他业务	59.58	11.02	13.80	38.16	8.70	13.16	57.24	13.70	18.19	20.54	25.54	12.66
合计	**540.86**	**100.00**	**4.97**	**438.84**	**100.00**	**5.30**	**417.84**	**100.00**	**6.18**	**80.42**	**100.00**	**6.33**

资料来源：公司提供

受宏观经济增速放缓、大宗商品价格与需求波动、汽车行业景气度下行和公司主动收缩高风险、低盈利贸易业务等因素综合影响，2019 年，公司营业收入同比下降 4.78%至 417.84 亿元。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，2019 年上述三个板块收入贡献度仍在 85%以上。分板块看，2019 年，受汽车行业景气度下行影响，汽车及配件销售板块收入同比下降 1.77%至 184.82 亿元，占营业收入的 44.23%，为公司最大收入来源。同期，公司主动减少传统大宗贸易的业务量，由传统贸易企业向生产性服务供应商转型，导致金属材料销售板块收入同比下降 25.70%至 123.89 亿元。为规避价格风险和汇率风险，燃料化工板块逐步收缩煤炭自营业务，2019 年石油及制品收入同比增加，燃料化工产品销售业务收入同比增长 13.35%至 51.89 亿元。物流及其他业务板块主要包括巨正源股份有限公司（以下简称“巨正源”）收入、物流业务以及产业地产业务收入等，2019 年收入同比增长 50.00%至 57.24 亿元，主要系聚丙烯项目投产以及重组合并商贸控股集团所致。

从盈利情况来看，2019 年，汽车及配件销售业务和物流及其他业务为公司毛利润的核心来源，分别为 12.31 亿元和 10.41 亿元。受宏观经济下行压力加大，行业竞争激烈等因素影响，汽车及配件销售、金属材料销售及燃料化工产品销售板块毛利率同比分别下降 0.80 个百分点、0.18 个百分点和 0.51 个百分点；物流及其他业务毛利率同比上升 5.03 个百分点至 18.19%，主要系合并商贸控股集团以及毛利率较高的聚丙烯项目投产所致。在上述因素的带动下，2019 年，公司综合毛利率同比提升 0.88 个百分点至 6.18%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 80.42 亿元，同比下降 5.08%，主要系汽车及配件销售和金属材料销售板块受新冠肺炎疫情对销售网点及下游终端开工率等因素的影响，收入分别同比下降 37.40%和 16.30%。受益于聚丙烯项目于 2019 年四季度投产，物流及其他业务收入同比增长 329.71%至 20.54 亿元，收入占比提升至 25.54%。受益于上述因素，2020 年 1－3 月，公司综合毛利率同比提升 0.37 个百分点至 6.33%。

2．汽车及配件销售

跟踪期内，公司汽车及配件销售业务保持其规模优势，但受汽车行业景气度下行影响，收入小幅下降。经营网点仍主要集中在广东省内，收入构成仍以汽车销售收入为主，中高端品牌占比有所提升。

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 2019 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 138 家；经销的中外汽车品牌有五菱、上海大众、广州本田、奥迪等约 30 个。截至 2019 年底，广物汽贸资产总额为 71.54 亿元，净资产为 15.92 亿元；2019 年广物汽贸

实现营业收入 184.82 亿元，同比下降 1.77%，　　净利润 0.67 亿元，同比增长 15.52%。

表 6　2017－2019 年公司汽车及配件板块收入构成概况（单位：亿元、%）

类别	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车销售（含二手车）	180.94	86.86	159.96	85.02	157.29	85.11
汽车维修保养	15.55	7.47	16.09	8.55	15.75	8.52
检验服务及其他（含保险、汽车金融等）	11.81	5.67	12.10	6.43	11.78	6.37
合计	**208.30**	**100.00**	**188.15**	**100.00**	**184.82**	**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。2019 年，汽车销售收入占比仍在 85%以上，汽车维修保养和检验服务及其他收入同比均有所下降。

2019 年，公司汽车及配件销售板块综合毛利率为 6.66%，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仍较低，一定程度制约售后服务利润提升。

表 7　2017－2019 年公司主要汽车品牌销售情况（单位：辆、亿元、%）

类别	2017 年			2018 年			2019 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	75985	39.46	21.81	56386	26.65	16.66	43924	22.83	14.51
长安	15797	6.37	3.52	15019	5.76	3.60	13862	6.63	4.22
上海通用	8237	11.06	6.11	8145	10.14	6.34	6323	8.83	5.61
奥迪	8764	24.07	13.30	10763	31.02	19.39	11515	32.80	20.85
上海大众	9588	13.66	7.55	6752	10.69	6.68	8016	12.92	8.21
福特	10168	14.10	7.79	6461	9.96	6.23	4239	6.40	4.07
一汽大众	6214	6.21	3.43	6077	5.87	3.67	8206	10.10	6.42
金杯	1931	1.35	0.75	1561	1.20	0.75	791	0.64	0.41
广州本田	19143	23.29	12.87	14896	18.20	11.38	15886	19.91	12.66
凯迪拉克	3356	8.37	4.63	4022	9.32	5.83	4704	11.10	7.06
合计	**159183**	**147.94**	**81.76**	**130082**	**128.81**	**80.53**	**117466**	**132.16**	**84.02**

资料来源：公司提供

汽车销售板块：广物汽贸为重庆长安、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。2019 年，受国五国六汽车排放标准切换及购置税优惠政策退出的影响，广物汽贸实现汽车销售 13.96 万辆[1]，同比下降 3.92%，部分合资品牌销量逆市上升。2020 年一季度，受春节假期提前及新冠肺炎疫情影响，广物汽贸汽车总销量为 1.79 万辆，同比大幅下滑，主要是 2 月份线下门店多处于停工状态，基本没有销售。复工后销量逐步恢复，到 3 月份恢复到以往年度 6-7 成的水平。

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 2019 年底，汽车维修及保养业务涵盖了 30 多个汽车品

[1] 汽车销量数据未含二手车等交易，包含批发模式。

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 3600 名，拥有基盘客户达 80 万，一年期保有客户 50 多万。2019 年，广物汽贸全年完成维修量 116 万台次，实现收入 15.75 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

广物汽贸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，广物汽贸在华南地区汽车经销行业地位显著，2019 年广东省内（包括广州市）汽车销售收入占比为 84.27%，同比小幅下降。市场占有率方面，公司目前是广州市凯迪拉克品牌的主要代理商，代理凯迪拉克品牌在广州市的销售占比为 60%，代理雪佛兰的销售占比为 20%。此外，广物汽贸在广州市、深圳市、佛山市、中山市、湛江市、茂名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第一批专卖店，广州粤奥店是奥迪在广州地区的旗舰店，广物汽贸代理奥迪品牌在广州市的销售占比为 30%。

4S 店模式：截至 2019 年底，广物汽贸以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 138 家；销售中外汽车品牌包括五菱、长安、上海通用、奥迪等约 30 多个。2019 年，广物汽贸 4S 店模式实现销售收入为 159.62 亿元，同比减少 3.21 亿元。从销售网点地域看，截至 2019 年底，广东省内（不含广州市）4S 店 64 家，广州市 4S 店 52 家，广东省外 4S 店 22 家。

表 8　公司近年销售网点区域分布（单位：家）

区域	2017 年	2018 年	2019 年
广州市	59	53	52
广东省内（不含广州市）	58	63	64
广东省外	21	22	22
合计	**138**	**138**	**138**

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销售占比为 100%，在东莞地区的销售占比为 100%，在深圳地区的销售占比为 95%。2019 年，广物汽贸区域总代理模式实现销售收入 23.47 亿元，同比减少 0.18 亿元。

3．金属材料销售

公司金属材料销售板块产品以钢材和有色金属为主，2019 年，为规避风险，公司主动缩减有色金属传统模式贸易规模，金属材料销售板块收入同比下降。

金属材料销售一直是公司的主营业务之一，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，铝、锌、铜等有色金属，以及水泥、砂石等建材。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2019年底，金属产业集团资产总额为38.74亿元，净资产为15.30亿元；2019年金属产业集团实现收入123.89亿元，同比下降25.70%，净利润0.53亿元（上年同期为-0.17亿元）。

近年来，公司调整经营战略，向高质量经营方向发展，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。2019年，金属材料销售板块持续调整业务结构，减少了盈利不确定的业务，由传统钢贸企业向生产性服务供应商转型。

产品结构方面，公司金属材料销售以钢材和有色金属为主，2019年销售收入占比分别为59.21%和22.34%，有色金属销售额同比大幅减少，主要原因系公司主动减少了盈利不确定性高的业务和电解铜、锡锭市场价格下跌所致。

表9　公司近年金属材料销售情况（单位：亿元、%）

种类	2017年		2018年		2019年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
钢材	90.02	42.58	70.73	42.42	73.35	59.21
铁矿石	27.40	12.96	14.15	8.49	13.00	10.49
有色金属	87.38	41.33	74.01	44.38	27.68	22.34
其他	6.61	3.13	7.86	4.71	9.85	7.95
合计	**211.41**	**100.00**	**166.75**	**100.00**	**123.89**	**100.00**

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。

2019年，公司钢材、铁矿石及有色金属的采购量分别为223万吨、128万吨和15万吨，同比分别增长19.25%、下降53.11%和下降50.34%，主要受国际贸易形势及铁矿石价格波动影响及有色金属经营结构调整所致。2019年，公司金属材料板块前五大供应商采购额合计占比为27.50%，集中度一般。

表10　2019年金属材料销售板块前五名供应商（单位：亿元、%）

名称	产品	金额	占比
广州广钢新材料股份有限公司	螺纹钢	9.45	7.28
中船重工物资贸易集团广州有限公司	电解铜	7.23	5.57
上海中泰多经国际贸易有限责任公司	铝锭	6.76	5.20
乌兰浩特钢铁有限责任公司	螺纹钢	6.61	5.09
阳春新钢铁有限责任公司	螺纹钢	5.67	4.36
合计	--	**35.72**	**27.50**

资料来源：公司提供
注：上表数据统计已剔除关联交易

（2）销售

销售模式方面，公司金属材料贸易主要采用自营和代理两种经营模式。

表11　公司金属材料销售模式情况（单位：亿元、%）

销售模式		2017年		2018年		2019年	
		销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
自营	供应终端客户和重点工程类	31.71	15.00	33.35	20.00	23.85	19.25
	市场批发零售	116.28	55.00	88.38	53.00	55.96	45.17
代理	代理/代销/代订货	63.42	30.00	45.03	27.00	44.08	35.58

合计	**211.41**	**100.00**	**166.75**	**100.00**	**123.89**	**100.00**

资料来源：公司提供

2019 年，自营模式收入占 64.42%（其中供应终端客户和重点工程类业务约占整体业务的 19.25%，市场批发零售类约占整体业务的 45.17%）；代理模式占 35.58%，比重有所提升。

自营模式

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。公司采用“供应终端客户和重点工程类”与“市场批发零售类”相结合的模式，充分利用现有的市场及网络资源做大做强。在自营模式下，公司主要根据市场价格情况、下游企业议价能力以及公司资金周转情况确定销售价格。市场批发零售类价格随行就市，企业在承担价格风险的同时也增加了业务的获利机会，风险与收益同向变动，一般采用先款后货的结算方式，货物可由客户自提、公司承运或厂家配送。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。

供应终端客户和重点工程类，公司参与项目公开招投标或邀标，在中标后获得对重点工程项目的物资供应权。货物流转一般采用公司承运或厂家直供，由工程授权签收人确认后完成货物交接，结算采用赊销或预收方式进行，在约定结算期内收回货款；获得物资供应权后，公司通过自身的渠道优势，在符合工地要求的情况下，通过组合不同品牌、网价、物流运距等选择自身成本最低的物资进行供应。目前国家正大力推进粤港澳大湾区建设，在工程招投标方面，公司不断强化自身工程服务能力，持续深化与广东省建筑工程集团有限公司、中国建筑集团有限公司、中国中铁股份有限公司和中国交通建设股份有限公司等单位合作，推进重点工程业务。

代理模式

代理模式是公司通过上下游背对背的方式，在获取一定收益并且控制货权的情况下，将价格风险背书给上家或下家的经营模式，主要包括利用自身渠道优势代理上游客户销售或代理下游客户向上游采购两种方式。公司与委托人签署书面代理购销协议，约定代理贸易业务的周期、数量、结算方式等。在协议约定的范围内，代理委托人向上游供应商采购，并收取委托人一定的代理费作为报酬。代理模式中，客户可按需向公司批次订货，公司根据批次订货协议向上游采购。货物存放在国有第三方仓库以及自有仓库，但公司并未进行仓单质押融资，因仓单质押融资手续较繁琐，办理时效性差，贸易型企业存货周转较快。

代理采购模式的贸易结算，一般先向下游预收一定比例保证金，下游提货时付清剩余款项，全款前物权归公司所有，全款后客户提取货物。客户提交订单时缴纳一定比例保证金（一般在 20%左右，如价格出现一定下降（如 5%），客户需向公司补充相应风险保证金）。如客户无法如期带款提货，公司可通过提高保证金额度或存货变现等方式控制风险。在代理模式下，公司可与上游主要供应商协商付款方式，一般可选预付、赊销和一定比例保证金，上游收取的比例保证金一般在 10%～15%，待货物运达公司或指定仓库后完成结算。

代理销售模式的贸易结算，一般公司收到上游厂商的货权后，先按约定的暂定价支付 80%～85%比例的货款，待公司完成货物销售后，再根据结算价格向上游补齐相关货款，在代理销售过程中，相关的价格风险由上游厂商承担，公司赚取一定的销售佣金。

近几年来，因市场大宗商品价格波动较大的原因，公司主动调减了传统贸易业务量，由传统贸易商向供应链集成服务商转型。探索成立建筑材剪切配送中心、板材剪切配送中心，成立仓储服务与剪切配送一体化中心；钢材业务通过产融结合，深化银企合作，依托“钢铁

王国”线上平台，向客户提供供应链集成服务（包括线上采购、销售、云仓储、供应链金融、物流运输、信息服务等）；开展砂石贸易的同时寻找合适矿源，由传统贸易向委托加工等方式转型；同时推进龙沙码头水泥中转库建设，持续发展建材业务。在国家粤港澳大湾区布局下，公司将继续深入拓展终端客户，服务于基础建设工程，把握机会深化推进金属板块业务转型发展。

表 12　2017—2019 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
钢材	269	3902	191	3705	194	3784
铁矿石	638	499	297	477	216	601
有色金属	33	31934	32	23344	16	17690

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

2019 年，各品种销售量与采购量变动趋势相匹配，有色金属销售量同比下降主要系公司主动减少了盈利不确定的业务所致。销售均价方面，钢材均价保持稳定，铁矿石均价同比明显增长，有色金属销售均价同比下降 24.22%，主要系电解铜、锡锭市场价格下跌所致。2019 年，公司金属材料销售前五名客户销售额合计占比为 17.93%，集中度不高。

表 13　2019 年金属材料销售板块下游前五名客户
（单位：亿元、%）

名称	产品	金额	占比
阳春新钢铁有限责任公司	进口铁矿	7.30	5.90
广州广钢新材料股份有限公司	螺纹钢	5.34	4.31
广州市建材发展集团有限公司	螺纹钢	3.41	2.75
敬业钢铁有限公司	进口铁矿	3.23	2.61
平山县敬业冶炼有限公司	进口铁矿	2.92	2.36
合计	--	**22.20**	**17.93**

资料来源：公司提供
注：上表数据统计已抵消内部交易

4．燃料化工板块

跟踪期内，公司燃料化工板块持续收缩煤炭自营业务，煤炭及制品销售收入持续下降，销售集中度很高；石油及制品销售收入同比有所回升，化工材料及制品销售收入同比小幅增长。

2018 年 12 月，为贯彻落实省委、省政府和省国资委关于省属国企“压层级、降负债、出清僵尸企业”的战略部署，充分发挥广东广物国际贸易有限公司代理进出口贸易的优势，优化集团能源化工板块资源配置及业务结构，广东广物国际贸易有限公司、广东广物能源化工集团有限公司和广东省民用爆破器材有限公司合并为广东广物国际能源集团有限公司（以下简称“国际能源集团”）。截至 2019 年底，国际能源集团资产总额为 20.55 亿元，净资产为 11.31 亿元；2019 年实现营业收入 51.89 亿元，同比增长 13.35%，净利润 0.12 亿元（上年同期为-1.79 亿元）。

表 14　燃料化工板块分产品销售情况（单位：亿元、%）

产品	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
煤炭及制品	21.02	29	11.71	30	4.51	9	--	--
贸易方式	19.34 亿元为自营，1.68 亿元为代理		代理		代理		--	

石油及制品	22.69	32	6.54	14	11.52	22	1.60	16
贸易方式	19.66 亿元为自营，3.03 亿元为代理		5.19 亿元为自营，1.35 亿元为代理		11.40 亿元为自营，0.12 亿元为代理		0.68 亿元为自营，0.92 亿元为代理	
化工及化学产品	17.62	20	21.00	46	22.71	44	5.80	58
贸易方式	16.86 亿元为自营，0.76 亿元为代理		20.24 亿元为自营，0.76 亿元为代理		自营		4.62 亿元为自营，1.18 亿元为代理	

资料来源：公司提供

2019 年，为规避价格风险和汇率风险，燃料化工板块持续收缩煤炭自营业务；受原油价格波动影响石油及制品销售收入同比回升；化工材料及制品销售收入规模为 22.71 亿元，同比小幅增长，主要系橡胶和甲醇业务加大了经营规模，通过加大投研力度踏准市场和善用期货套保工具规避风险，实现收入利润双增长。

经营模式上，2019 年，公司燃料化工板块中成品油、橡胶等产品以自营采购、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；煤炭产品以代理为主，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。燃料化工板块 2019 年营业成本支出中，现金支付占比约 96%。

（1）煤炭及制品

近年来，国内外煤炭行情波动较大，为降低亏损风险，2018 年煤炭贸易经营模式完成了由自营为主到全代理的转变。公司煤炭代理模式主要为代订货代理模式，也就是代理进口。代订货代理模式即根据下游客户的需要，在收到下游客户 10%～20%的保证金后，按需向上游供应商采购并开具进口信用证，货物存储在国有第三方仓库（港口），由公司完成报关报检手续。货物通关后，由下游客户带款提货，提货期一般为 45 天。存贮过程中保证金金额会随货物价格波动有所变化。提货方面，客户带款提货，如下游客户无法如期提货，公司可通过提高保证金额度或货物变现等手段控制风险。

表 15　公司近年煤炭采购销售情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1－3 月	
	销售	成本	销售	成本	销售	成本	销售	成本
煤炭	21.02	21.23	11.71	11.52	4.51	4.43	--	--

资料来源：公司提供

近年来，进口煤炭与国内煤炭相比，具有一定的价格优势，公司调高了进口煤炭采购比例，其中 2019 年进口煤炭采购比例达到 92%，主要进口国为印度尼西亚，以国际大型矿主或大型贸易商为主，如 KIDECO、NOBLE、PEABODY 和 AVRA。国内采购方面，公司与中国神华和中煤能源签订了长期的供货协议，形成长期稳定的优质资源供应系统。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。2019 年，公司对前五大客户的销售额约占煤炭业务总销售额 87%，集中度很高，主要客户包括东莞源强达能源有限公司、广州鑫丰润能源科技有限公司、嘉禾县鑫嘉润科技能源有限公司、广州国林能源科技有限公司和东莞市鑫林能源科技有限公司。

（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、剧毒物品和民用爆炸物品等。

石油化工类代表产品是石油化工品混合芳烃，2018 年未采购混合芳烃，受国家税收政策影响，8 月开始暂停混合芳烃业务。

公司燃料油经营以进口油为主，开展自营和代理业务。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关系降低库存量，进一步提升了燃料油贸易的效益。

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%。

5．物流及其他业务板块

物流及其他业务是公司营业收入的重要补充，随着聚丙烯项目的投产，该板块将成为公司的重要利润来源。

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。公司 2019 年吸收合并商贸控股集团，商贸控股集团主营业务为电子产品销售、食品饮料销售和服装销售等，为公司营业收入的重要补充。

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 2020 年 5 月底，公司持有巨正源 35.64%股权（未质押）。

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。2019 年，成品油贸易市场震荡，下游需求低迷，巨正源规避风险，缩减成品油贸易规模，受益于聚丙烯项目投产，全年实现营业收入 19.85 亿元，同比减少 40.35%，但综合毛利率大幅上升至 21.90%。

表 16　巨正源营业收入主要构成（单位：亿元）

种类	2018 年	2019 年
石油及制品销售	31.28	9.95
仓储服务	1.68	1.80
运输服务	0.30	0.36
聚丙烯生产销售	0.00	7.74
合计	**33.28**	**19.85**

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，2019 年占比分别为 85%和 15%。产品结构以航空煤油为主。采购方面，油品贸易上游供应商主要为中海油、中石油等炼厂，结算方式为先款后货，结算周期约 15 天；2019 年前五名供应商采购额占比为 93.00%，集中度很高。销售方面，下游客户类型涵盖贸易商、生产商及通航、民航企业，客户主要包括福建昊润石化有限公司、广东中石油国际事业有限公司和浙江自贸区源巨新石油化工有限公司等，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；或储存于巨正源位于东莞的立沙岛油库后，根据市场行情分批销售（即自营模式）；2019 年油品贸易下游前五名客户集中度为 84.00%，集中度很高。

凭借巨正源的区位及码头资源优势，公司以巨正源为平台建设聚丙烯项目。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。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，在丙烷原料及产成品运输方面成本控制能力较强。

聚丙烯一期项目占地 688 亩，总投资 45.13 亿元（其中资本金 11 亿元，银团贷款及其他融资 34.13 亿元），已于 2019 年 10 月投产。截至 2019 年底，聚丙烯一期项目销售聚丙烯 10.65 万吨，实现销售收入 7.74 亿元。聚丙烯二期项目于 2020 年开始投建，预计总投资 58.62 亿元，2020 年计划投资 10.00 亿元，预计于 2021 年底建成。

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。根据公司提供的相关资料，2019 年广东省聚丙烯消费量为 485 万吨，供需缺口约 218 万吨，需求缺口较大，巨正源项目全部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为 6.07 年（含建设期 3 年）。未来先进石化相关产业收入及利润将成为公司新的业绩增长点。

表 17　聚丙烯项目盈利预测情况（单位：亿元）

项目	投产第 1 年	投产第 2 年	投产第 3 年
生产负荷	80%	100%	100%
产品销售收入	43.84	54.81	54.81
利润总额	9.99	14.28	14.44

资料来源：项目可行性研究报告

6．经营效率

从经营效率指标来看，2019 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 29.74 次、9.56 次和 1.15 次。受收入规模下降影响，公司整体经营效率同比有所下降。

7．未来投资计划

公司根据行业发展趋势以及自身经营状况制定了未来发展规划，有一定可实施性。公司在建项目尚需投资金额较大，资金来源以银行贷款为主，面临一定资金支出压力，且建成后投资回报存在一定不确定性。三旧改造项目方面，黄埔鱼珠临港商务区项目体量较大，建成后公司有望获得可观的投资收益。

公司未来发展战略为“一体两翼”：即形成以三大主业（先进石化相关产业、生产性服务业、产业地产）为主体，金融和信息产业为两翼的流通、制造联动业务格局，力争实现产融良性互动，相互协调、有限多元的产业格局，努力打造具有较强控制力和影响力的省属国有资本投资公司。

能源化工板块：以“聚丙烯为主的先进化工材料制造业务、现代石化仓储物流业务、新材料新能源供应链服务”为主营业务。公司拟以巨正源为平台，整合集团能化板块，打造以聚丙烯为主的先进石化相关产业，形成集能源化工仓储、物流、生产、研发一体化产业链，吸引行业龙头企业，共建高分子产业园；产业链上游建设 120 万吨/年的丙烷脱氢制聚丙烯项目；产业链下游建设大型天然气、芳烃的码头、仓罐基地。公司将以巨正源为发展载体，立足东莞立沙岛精细化工园区，进一步拓展上下游产业，通过稳步实施三步走发展规划，力争在 2035 年打造集轻烃运营、聚丙烯制造、高分子材料改性及氢气综合利用与一体的聚丙烯及相关产业制造商和运营商。

商品贸易板块：以“汽车综合服务、金属建材、木材、固体废弃物处置、现代物流”为主营业务。在汽车综合服务板块，力争发展成为华南地区最大的汽车综合服务供应链集成商，致力开拓汽车后服务市场；在金属建材和木材板块，以现有业务为基础拓展供应链集成服务，搭建并完善商品电子交易平台，达到对大宗商品客户提供采购、运输、仓储、技术服务、销售、结算最终送达的一站式全方位服务；

在固体废弃物处置板块，深化行业技术研发，加快医疗废物处置产业全省布局，加速打造全省医疗废物无害化处置标杆企业。

产业地产板块：以“产业园区、城市综合体开发运营”为主营业务。以“产业为核心、地产为辅助”，充分发挥公司产业多元化和约316万平方米的土地面积（其中在穗约2000亩存量土地）优势，结合粤港澳大湾区规划和珠江三角洲地区改革发展规划纲要，构筑以产业园区、城市综合体开发运营为主的产业地产，培育和发展新兴产业集群，形成一定影响力及辐射区域的产业园区。产业地产的实施主体为物产集团。未来重点通过三旧改造方式盘活集团下属存量土地，以现有2000多亩的土地为基础，建设及运营国际水准的综合物流园区、科技孵化园区、文化创意园区、特色小镇，大力发展产业地产，服务于广东“一带一路”战略。发展方向为开发运营广物控股集团“三旧”改造项目、广物国际孵化中心、专业市场、物流交易园、汽车城、城市综合体等商业地产和产业地产、商业物业经营，存量土地开发后预计估价达400亿元。

集团在发展三大主业的同时，充分利用港口码头铁路资源、物流基地、省电子口岸平台，打造专业化、产业化现代物流体系，发挥广物物流集团中欧、中亚、南亚班列优势，高标准建设广东国际铁路产业经济区；利用商贸控股集团下属华大物流7万平方米国家直属储备糖库优势，提供经销代理、仓储、保税物流、运输配送、电子商务、仓储管理等服务；充分利用电子口岸平台的通道资源、用户资源和数据资源，为跨境贸易提供特色增值服务，为广东参与“一带一路”战略和发展实体经济提供服务。

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（二期）项目等，预计总投资规模90.19亿元，截至2019年底已完成投资22.55亿元，2020年计划投资11.32亿元。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1886.50万元），园区内长安福特、东风本田和别克雪弗兰双品牌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18　截至2019年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	预计完工时间	截至2019年底已投资额	2020年计划投资	资金来源
广物汽贸连锁经营项目	20.00	2026年	17.22	0.52	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	2022年	4.60	0.00	自有资金、银行贷款等
丙烷脱氢制高性能聚丙烯（二期）	58.62	2021年	0.00	10.00	自有资金、银行贷款等
广东生活环境无害化处理中心（广州市医疗废物集中处置）升级改造项目	1.57	2020年	0.73	0.80	自有资金、银行贷款等
合计	**90.19**	--	**22.55**	**11.32**	--

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2019年底，公司共有占地面积50.65万平方米（不包含已交储的鱼珠地块住宅部分）的土地资产纳入三旧改造范围。

（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 57.87 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 万平方米商业物业，业态包括商场、写字楼、酒店及公寓，预计交付时间为 2021 年底。这部分物业未来的入账方式为实物交付，资产入账，盈利模式为物业租赁，目前评估货值为 200 亿元。

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。公司分别于 2017 年 12 月收到补偿款 7.42 亿元、2018 年收到补偿款 14.79 亿元、2019 年收到补偿款 0.94 亿元，合计已获得补偿款 23.14 亿元，剩余补偿款 0.56 元尚未到账。

（2）吉山三旧改造项目

吉山三旧改造项目用地约 16.64 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。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 55 亿元，将于 2020 年底收储。根据收储协议，广州市土地开发中心应支付公司保证金 6.70 亿元（已于 2015 年计入物流及其他板块收入），截至 2019 年底，公司已收回 4.71 亿元。

十、财务分析

公司提供了 2019 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 2020 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2019 年，公司新纳入合并范围的子公司共 36 家，其中包括投资设立的广东广物国际物流投资发展有限公司及因吸收合并商贸控股集团纳入合并范围的商业集团和华侨友谊；注销 6 家子公司。截至 2019 年底，公司合并范围内共 235 家子公司，其中二级子公司 18 家；三级子公司 191 家，四级子公司 26 家。公司合并范围变化较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 390.88 亿元，所有者权益为 163.41 亿元（其中少数股东权益 20.52 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 417.84 亿元，利润总额 5.82 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 392.62 亿元，所有者权益为 151.39 亿元（其中少数股东权益 20.52 亿元）。2020 年 1－3 月实现营业收入 80.42 亿元，利润总额-1.31 亿元。

1. 资产质量

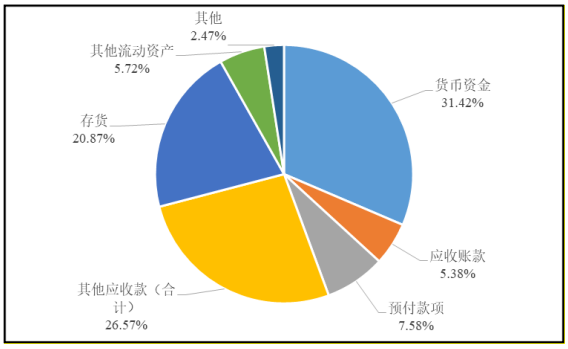
跟踪期内，由于公司吸收合并商贸控股集团、聚丙烯项目竣工转固，公司资产规模有所增长。公司现金类资产较为充裕，资产流动性良好。作为经营历史悠久的国有企业，公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地

资产，未来有望带来较为可观的资产增值收益。总体看，公司资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 390.88 亿元，较上年底增长 19.97%；其中，流动资产占 52.96%，非流动资产占 47.04%，非流动资产占比进一步提升。

截至 2019 年底，公司流动资产合计 207.01 亿元，较上年底增长 11.53%。公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主。

图 7　2019 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 65.04 亿元，较上年底增长 18.46%；其中，银行存款占 66.64%，其他货币资金占 33.35%。其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及履约保证金。截至 2019 年底，公司受限货币资金为 4.97 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2019 年底，公司应收账款为 11.13 亿元，较上年底增长 44.19%，一方面是由于金属业务板块加快结算，在年末确认应收账款规模较多；另一方面是由于汽贸板块与上海先合锋众企业发展有限公司发生一笔大宗购销业务所致。其中账龄 1 年以内的应收账款净额占 96.87%，1 年以上的占 3.13%（坏账计提比例为 48.69%，计提较为充分）；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款 8.74 亿元，占应收账款合计的 40.28%，集中度较高。

表 19　截至 2019 年底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元、%）

债务人名称	账面余额	占应收账款合计的比例	坏账准备
HESHENG TRDG LTD	3.44	15.85	3.44
唐山兴业工贸集团有限公司	2.64	12.17	2.64
广东金型重工有限公司	1.03	4.74	1.03
上海先合锋众企业发展有限公司	0.85	3.94	0.00
广东粤景集团有限公司	0.78	3.58	0.78
合计	**8.74**	**40.28**	**7.88**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司预付款项 15.70 亿元，较上年底增长 59.60%，一方面是由于 2020 年春节较往年提前，汽贸板块于 2019 年底开始备库，较往年提前向上游厂家及供应商支付的购货款，另一方面是由于聚丙烯一期项目建成投产，巨正源预付原材料采购款增加所致。其中，账龄 1 年以内的预付款项余额占 69.24%，1～3 年的占 8.84%，3 年以上的占 21.92%；预付款项坏账计提比例为 23.57%，计提较为充分；按欠款方归集的期末余额前五名的预付款项合计 7.41 亿元，占预付账款的 36.08%，集中度较高。

表 20　截至 2019 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
上汽通用五菱汽车股份有限公司	2.34	11.38	--
上海上汽大众汽车销售有限公司	1.47	7.15	--
佛山市顺德区顺路钢铁贸易有限公司	1.38	6.71	1.38
一汽-大众销售有限责任公司	1.23	6.00	--
迪庆州经济开发区金润达投资有限公司	0.99	4.84	--
合计	**7.41**	**--**	**1.38**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司其他应收款为 54.99 亿元，较上年底下降 3.09%；其中，应收股利 49.30 亿元（占 89.65%），未收回的原因主要为鱼珠地块三旧改造项目商业部分合作开发物业尚未完工。

截至 2019 年底，公司存货为 43.21 亿元，较上年底增长 11.29%，主要以库存商品（占 77.45%）为主，包括汽车、钢材等产品，公司存货计提跌价准备 0.52 亿元，计提比例较低，考虑到汽车行业景气度下行以及钢铁价格波动等因素，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2019 年底，公司其他流动资产为 11.83 亿元，较上年底下降 11.20%，主要系理财产品到期收回所致。其中，待抵扣进项税为 6.20 亿元，理财产品为 4.85 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 183.87 亿元，较上年底增长 19.97%；非流动资产主要由投资性房地产（占 40.90%）、固定资产（占 32.32%）和无形资产（占 10.66%）构成。

公司投资性房地产以公允价值模式计量。截至 2019 年底，公司投资性房地产为 75.21 亿元，较上年底增长 23.62%，主要系公司吸收合并商贸控股集团以及将自用房地产转入所致；公司投资性房地产主要由土地使用权（占 33.07%）和房屋建筑物（占 66.93%）构成，包括中达广场和部分鱼珠地块等。

截至 2019 年底，公司固定资产为 59.42 亿元，较上年底增长 243.61%，主要系丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目转固以及巨正源采购配套设备所致。

截至 2019 年底，公司无形资产为 19.61 亿元，较上年底增长 6.78%，公司无形资产以土地使用权（18.50 亿元）为主。

截至 2019 年底，公司受限资产账面价值合计 56.26 亿元，较上年底增长 41.86%，主要系巨正源在建项目融资新增资产抵押所致；受限资产占资产总额的 14.39%，受限比例一般。

表 21　截至 2019 年公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	4.97	保证金
应收票据	1.12	质押
应收账款	0.14	质押
固定资产	11.42	银行借款抵押
投资性房地产	35.20	长期贷款和租赁保理业务抵押、质押
在建工程	0.19	融资租赁借款抵押
无形资产	3.22	银行借款抵押
合计	**56.26**	-

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额合计 392.62 亿元，较上年底增长 0.44%。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 51.80%和 48.20%，非流动资产占比进一步提升。流动资产中，存货和其他流动资产分别较上年底增加 7.57 亿元和减少 4.50 亿元；非流动资产中，固定资产较上年底增加 3.22 亿元至 62.65 亿元；其他项目变动不大。

2．负债及所有者权益

（1）所有者权益

2019 年，受益于吸收合并商贸控股集团及股东增资，公司资本实力进一步增强。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。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 163.41 亿元，较上年底增长 34.36%，主要系股东新增注资及吸收合并商贸控股集团所致。2019 年，公司分别于 5 月、9 月和 12 月收到广东省人民政府增资款 0.30 亿元、5.00 亿元和 5.00 亿元，合计 10.30 亿元；2019 年 11 月，公司吸收合并商贸控股集团，商贸控股集团实收资本 12.00 亿元转为公司实收资本。截至 2019 年底，公司实收资本为 52.30 亿元，较上年底增加 22.30 亿元；资本公积为 43.65 亿元，较上年底增加 16.05 亿元，主要系商贸控股集团无偿划入增加资本公积 16.47 亿元所致。从所有者权益构成看，归属于母公司的所有者权益 142.89 亿元（占 87.44%），少数股东权益 20.52 亿元（占 12.56%）；归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 36.60%）、资本公积（占 30.54%）、其他权益工具（占 6.30%）、未分配利润（占 22.76%）构成。公司所有者权益

中实收资本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较高。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 151.39 亿元，较 2019 年底减少 12.02 亿元，主要系因上缴国有资本收益等原因导致未分配利润较上年底减少 12.05 亿元所致。

（2）负债

跟踪期内，受聚丙烯项目投产，原材料采购票据支付增加及发行超短融影响，有息债务规模持续增长。总体看，受益于权益规模的提升，公司整体债务负担有所下降。

截至 2019 年底，公司负债合计 227.47 亿元，较上年底增长 4.70%；其中，流动负债占 61.95%，非流动负债占 38.05%，以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债合计 140.93 亿元，较上年底增长 14.89%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占 9.64%）、应付票据（占 42.27%）、应付账款（占 10.17%）、预收款项（占 8.36%）、其他应付款（占 7.80%）和一年内到期的非流动负债（占 17.59%）为主。

截至 2019 年底，公司短期借款为 13.58 亿元，较上年底下降 57.78%，主要系公司调整债务结构，减少短期债务占比所致。公司短期借款以信用借款（占 60.38%）和保证借款（占 30.49%）为主。

截至 2019 年底，公司应付票据为 59.57 亿元（银行承兑汇票占 99.90%），较上年底增长 33.05%，主要系聚丙烯一期项目建成并开始投产，巨正源使用票据采购原材料所致。

截至 2019 年底，公司应付账款为 14.34 亿元，较上年底增长 42.94%，主要系随着燃料化工板块业务调整完成，该板块的采购规模较上年有较大程度回升所致。其中账龄 1 年以内的应付账款占 97.40%。

截至 2019 年底，公司应交税费较上年底减少 10.34 亿元至 1.80 亿元，主要系缴纳转让广物房地产股权产生的企业所得税所致。截至 2019 年底，公司其他应付款为 10.99 亿元，较上年底增长 1.62%；公司其他应付款主要为非关联方单位往来款及保证金。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 24.79 亿元，较上年底增加 24.67 亿元，主要系“15 粤物资 MTN001”“17 广物控股 PPN001”“17 广物控股 PPN002”即将到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债合计 86.54 亿元，较上年底下降 8.51%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。非流动负债主要由长期借款（占 64.28%）、应付债券（占 21.06%）和递延所得税负债（占 13.40%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款为 55.63 亿元，较上年底增长 10.05%，主要系公司调整债务结构，增加长期债务占比所致。其中质押借款占 18.99%，抵押借款占 53.10%，保证借款占 4.82%，信用借款占 23.09%。

截至 2019 年底，公司应付债券为 18.23 亿元，较上年底下降 43.03%，主要系“15 粤物资 MTN001”“17 广物控股 PPN001”“17 广物控股 PPN002”即将到期，转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2019 年底，应付债券包括“16 广物控股 MTN001”8.00 亿元及下属广东省物资产业（集团）有限公司发行的 ABS 债 10.23 亿元。

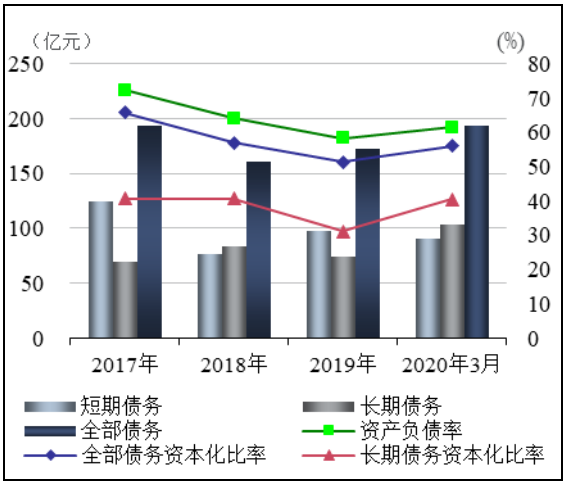
截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 241.23 亿元，较上年底增长 6.05%。其中，短期借款较上年底增加 30.41 亿元至 44.00 亿元；应付票据较上年底减少 13.54 亿元至 46.03 亿元，主要系票据到期支付及受疫情影响采购量下降所致；其他应付款较上年底减少 10.43 亿元至 0.56 亿元，主要系业务量受疫情影响有所下降同时部分贸易业务保证金到期结算所致；长期借款较上年底减少 14.85 亿元至 40.79 亿元；应付债券较上年底增加 44.00 亿元至 62.23 亿元，主要系公司发行“20 广物控股 SCP001”

20 亿元及将一年内到期的应付债券转回所致。其他科目较 2019 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 171.93 亿元，较上年底增长 7.21%；其中，短期债务占 56.97%，长期债务占 43.03%，债务结构较为适宜。

从债务指标来看，截至 2019 年底，受益于公司权益规模的提升，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均有所下降，上述指标分别为 58.19%、51.27%和 31.17%。公司于 2018 年发行两期合计为 9 亿元的永续中期票据“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”，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 180.93 亿元，其中短期债务占 40.87%，长期债务占 59.13%，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 60.50%、53.95%和 34.96%。

图 8　公司债务指标变化情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 193.27 亿元，较上年底增长 12.41%。截至 2020 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 61.44%、56.08%和 40.55%，将“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”纳入长期债务核算后，公司全部债务为 202.27 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 63.73%、58.69%和 44.08%。

3. 盈利能力

跟踪期内，受汽车行业景气度下行及公司战略调整的影响，公司收入规模有所下降，受益于聚丙烯项目的投产，毛利润同比小幅提升，期间费用对毛利润的侵蚀大，投资收益对利润总额贡献较大，主业盈利能力仍有待提高。

受市场环境及行业政策影响，加之公司积极调整自身产业布局，逐步压缩盈利能力较弱的钢材燃料等贸易业务的经营规模，2019 年，公司实现营业收入 417.84 亿元，同比下降 4.78%；营业成本为 392.00 亿元，同比下降 5.68%。同期，公司营业利润率为 5.95%，同比提升 0.88 个百分点。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用总额为 23.12 亿元，同比增长 0.44%；其中，销售费用占 47.26%，管理费用占 29.86%，财务费用占 20.47%，研发费用占 2.40%，以销售费用为主。2019 年，公司销售费用为 10.93 亿元，同比增长 3.51%；管理费用为 6.90 亿元，同比增长 15.59%，主要系人工成本增加所致；财务费用为 4.73 亿元，同比下降 26.49%，主要系公司融资成本下降所致。2019 年，公司费用收入比为 5.53%，同比提升 0.30 个百分点，公司期间费用控制能力有待提升。

非经营性损益方面，2019 年，投资收益为 2.87 亿元，同比大幅下降，主要系 2018 年转让广物房地产股权确认的投资收益较大所致。2019 年，公司投资收益主要来自处置长期股权投资取得的投资收益和理财产品等取得的投资收益，占营业利润的 55.68%，为当期公司利润的重要来源。

2019 年，公司实现利润总额 5.82 亿元，同比下降 86.55%，主要由主业经营利润和投资收益构成。

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 2.91%和 2.70%。

2020 年 1－3 月，汽车及配件销售和金属材料销售板块受新冠肺炎疫情对销售网点及下游终端开工率等因素的影响，公司实现营业收入 80.42 亿元，同比下降 12.46%；同期，公司利润总额为-1.31 亿元（上年同期为 0.52 亿元）。

5. 现金流及保障

跟踪期内，受收入规模下降影响，公司经营活动净现金流同比有所下降，经营获现能力保持良好水平；考虑到聚丙烯二期项目未来投资规模较大，公司存在对外融资需求。

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。2019 年，受公司调整产业结构及整个汽车销售环境的不利影响，经营规模有所下降，公司经营活动现金流入为 531.15 亿元，同比下降 5.15%；其中收到其他与经营活动有关的现金 39.75 亿元，主要为与经营活动有关的代垫往来款项流入。同期，公司经营活动现金流出为 507.93 亿元，同比下降 3.71%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 453.25 亿元。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 23.22 亿元，同比下降 28.51%。从收入实现质量来看，2019 年，公司现金收入比为 117.32%，同比保持稳定，收入实现质量较好。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动产生的现金流入为 33.42 亿元，其中，收到其他与投资活动有关的现金为 23.37 亿元，同比大幅下降，主要系理财产品到期收回下降所致。同期，公司投资活动现金流出为 31.87 亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 17.82 亿元，主要系聚丙烯项目投资增加所致；支付其他与投资活动有关的现金为 12.62 亿元，同比大幅下降，主要为投资理财产品支付的现金。2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 1.55 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 131.91 亿元，同比下降 17.74%，主要系取得借款收到的现金下降所致。2019 年，公司筹资活动现金流出量同比下降 25.75%至 146.39 亿元，主要系偿还债务支付的现金下降所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-14.47 亿元，持续净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金净流量为-13.30 亿元（上年同期为-8.77 亿元）；投资活动产生的现金净流量为-0.03 亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 2.09 亿元；筹资活动产生的现金净流量为 13.93 亿元。

6. 偿债能力

近年来，公司短期偿债能力指标表现良好，长期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司融资渠道畅通、区域行业地位突出、股东背景雄厚且支持力度大等因素，公司整体偿债能力极强。

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 146.89%和 116.23%，分别较上年底减少 4.42 个百分点和 3.43 个百分点。现金类资产对短期债务的覆盖倍数为 0.67 倍。截至 2020 年 3 月底，上述三项指标分别为 162.20%、121.70%和 0.71 倍。2019 年，公司经营性现金流动负债比为 16.48%，同比增加 10.00 个百分点。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.80 倍，公司全部债务/EBITDA 为 11.44 倍。

截至 2019 年底，公司对外担保余额为 0.19 亿元，被担保企业目前经营正常，公司或有负债风险很小。

截至 2019 年底，公司获得的银行授信总额为 359.07 亿元，未使用授信额度为 222.25 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司作为控股平台，无实际经营业务，利润来源以投资收益为主；同时，母公司承担了部分融资职能，考虑到母公司货币资金较为

充足，同时设有资金运营中心，对下属子公司进行资金归集，母公司偿债能力极强。

截至2019年底，母公司资产总额为238.74亿元，流动资产为51.12亿元，非流动资产为187.62亿元。流动资产主要由货币资金（33.86亿元）、其他应收款（12.62亿元）和其他流动资产（4.64亿元）为主。其他应收款主要为内部往来款。非流动资产主要由长期股权投资（168.52亿元）和投资性房地产（17.40亿元）构成。

截至2019年底，母公司负债合计96.70亿元，主要由其他应付款（48.25亿元）、长期借款（12.85亿元）和应付债券（32.00亿元）构成，债务结构以长期债务为主。

截至2019年底，母公司所有者权益为142.04亿元，主要由实收资本（52.30亿元）、资本公积（50.30亿元）和未分配利润（26.16亿元）构成。

母公司作为控股平台，基本无经营收入，2019年营业收入为0.20亿元，利润总额为1.04亿元，投资收益对利润总额影响较大。2019年，母公司财务费用为1.82亿元，投资收益为3.13亿元。

2019年，母公司经营活动产生的现金流量净额为10.24亿元，主要为内部往来款；投资活动产生的现金流量净额为0.70亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-5.00亿元。

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73.00亿元，其中有56.00亿元将于一年内到期。

截至2020年3月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）为64.06亿元，为一年内到期债券余额的1.14倍。2019年，公司经营现金流入量为531.15亿元，为应付债券余额的7.28倍。公司现金类资产对一年内到期债券的覆盖程度较好，经营活动现金流入量对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：亿元、倍）

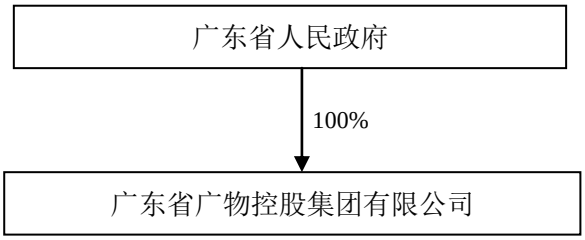
项 目	2019年
一年内到期债券余额	76.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.14
经营活动现金流入量/存续债券余额	7.28
经营活动现金流净额/存续债券余额	0.32
EBITDA/存续债券余额	0.21

注：现金类资产已剔除受限资金；现金类资产使用最新一期（2020年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2019年）财务数据
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

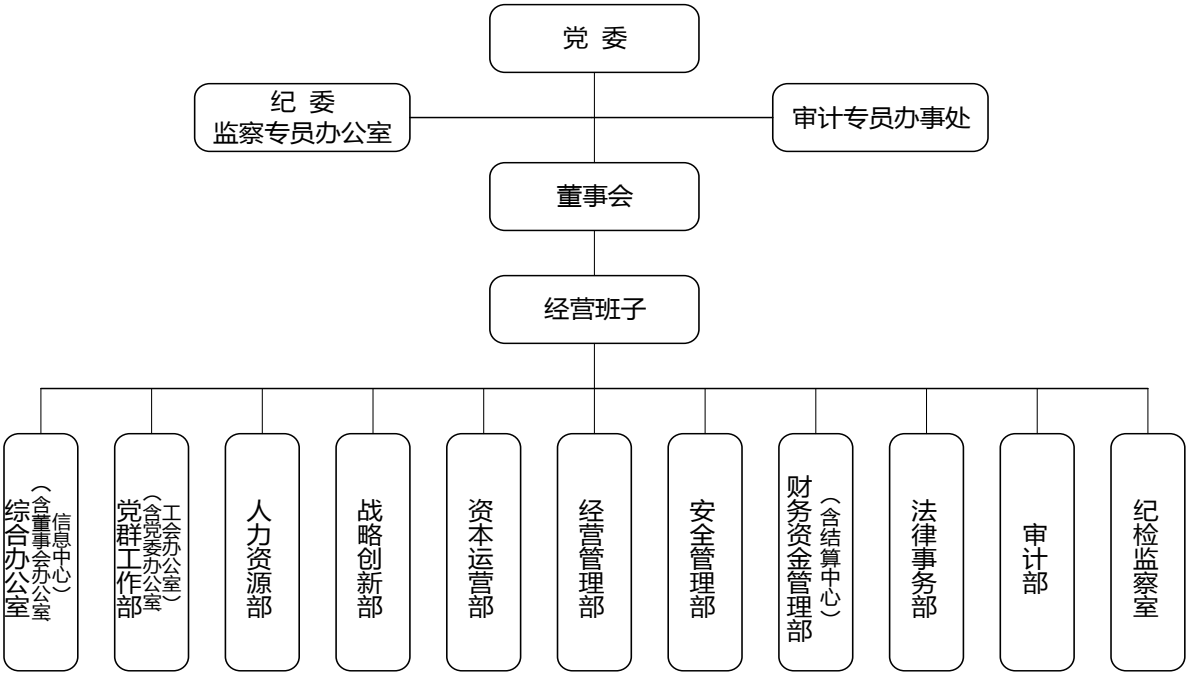
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“16广物控股MTN001”“18广物控股MTN001”和“18广物控股MTN002”的信用等级为AAA，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 6 月底公司组织机构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司二级子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有的表决权（%）
广物汽贸股份有限公司	广州市	汽车及零配件批发	66699.00	99.00	99.00
广东广物互联网科技有限公司	广州市	供应链管理服务	1946.64	100.00	100.00
广东广物香港有限公司	香港	供应链管理服务	2443.45	100.00	100.00
广东生活环境无害化处理中心有限公司	广州市	供应链管理服务	2250.00	61.75	61.75
广东省金属回收有限公司	广州市	供应链管理服务	5000.00	100.00	100.00
广东唯普汽车电子商务股份有限公司	广州市	供应链管理服务	1117.25	51.14	51.14
广州机动车拍卖中心有限公司	广州市	供应链管理服务	1200.00	100.00	100.00
广东广物国际能源集团有限公司	广州市	供应链管理服务	5000.00	100.00	100.00
巨正源股份有限公司	深圳市	初级形态塑料及合成树脂制造	32093.48	40.64	40.64
广东广物金融产业集团有限公司	广州市	投资与资产管理	27000.07	100.00	100.00
广东广物金属产业集团有限公司	广州市	供应链管理服务	10167.62	100.00	100.00
广东省物资产业（集团）有限公司	广州市	园区管理服务	20000.00	100.00	100.00
广东广物物流有限公司	广东省广州市	通用仓储	20758.64	100.00	100.00
广东广物木材产业股份有限公司	广州市	园区管理服务	8627.98	83.45	83.45
广东广物国际物流投资发展有限公司	广州市	供应链管理服务	10000.00	100.00	100.00
广东旧机动车交易有限公司	广州市白云区机场路 88	汽车及零配件批发	13000.00	100.00	100.00
广东华侨友谊有限公司	广东省广州市	园区管理服务	5321.79	100.00	100.00
广东省商业集团有限公司	广东省广州市	园区管理服务	41614.87	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

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)	52.55	54.86	65.18	64.06
资产总额(亿元)	364.48	338.89	390.88	392.62
所有者权益(亿元)	101.27	121.62	163.41	151.39
短期债务(亿元)	124.24	77.07	97.95	90.03
长期债务(亿元)	69.62	83.31	73.98	103.24
全部债务(亿元)	193.86	160.37	171.93	193.27
营业收入(亿元)	540.86	438.84	417.84	80.42
利润总额(亿元)	7.91	43.31	5.82	-1.31
EBITDA(亿元)	19.08	52.95	15.03	--
经营性净现金流(亿元)	24.30	32.49	23.22	-13.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	40.34	35.59	29.74	--
存货周转次数(次)	11.75	9.96	9.56	--
总资产周转次数(次)	1.51	1.25	1.15	--
现金收入比(%)	110.45	117.44	117.32	121.96
营业利润率(%)	4.74	5.07	5.95	6.14
总资本收益率(%)	4.40	15.85	2.91	--
净资产收益率(%)	5.09	31.37	2.70	--
长期债务资本化比率(%)	40.74	40.65	31.17	40.55
全部债务资本化比率(%)	65.69	56.87	51.27	56.08
资产负债率(%)	72.22	64.11	58.19	61.44
流动比率(%)	116.38	151.31	146.89	162.20
速动比率(%)	91.79	119.66	116.23	121.70
经营现金流动负债比(%)	13.38	26.48	16.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	7.49	2.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.16	3.03	11.44	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分；长期应付款中的有息债务已计入长期债务及相关债务指标；2017 年－2020 年 3 月底，公司所有者权益中分别包含其他权益工具 18.00 亿元、9.00 亿元、9.00 亿元和 9.00 亿元

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)	14.94	28.05	33.86	47.09
资产总额(亿元)	242.21	208.36	238.74	255.34
所有者权益(亿元)	82.02	105.87	142.04	145.14
短期债务(亿元)	51.65	14.04	0.00	17.85
长期债务(亿元)	53.90	42.00	44.85	52.00
全部债务(亿元)	105.55	56.04	44.85	69.85
营业收入(亿元)	0.31	0.25	0.20	0.03
利润总额(亿元)	0.97	32.25	1.04	13.64
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	4.73	24.00	10.24	0.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2222.10	57.78	24.88	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	80.74	929.72	113.89	81.46
营业利润率(%)	82.61	79.94	72.17	84.67
总资本收益率(%)	0.33	21.97	1.71	--
净资产收益率(%)	0.74	31.59	0.74	--
长期债务资本化比率(%)	39.65	28.40	24.00	26.38
全部债务资本化比率(%)	56.27	34.61	24.00	32.49
资产负债率(%)	66.14	49.19	40.50	43.16
流动比率(%)	67.60	88.45	105.71	122.31
速动比率(%)	67.60	88.45	105.71	122.31
经营现金流动负债比(%)	4.65	42.06	21.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；2017 年－2020 年 3 月底，公司所有者权益中分别包含其他权益工具 18.00 亿元、9.00 亿元、9.00 亿元和 9.00 亿元

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	中国中纺集团有限公司	厦门建发股份有限公司	安徽国贸集团控股有限公司	广东省广物控股集团有限公司
主体信用等级	AA^{+}	AAA	AA^{+}	AAA
企业性质	中央国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	**2019 年**			
风险敞口（倍）	0.60	0.58	0.38	0.30
资产减值损失率（倍）	0.00	0.20	0.63	0.03
净营业周期（天）	108.47	162.83	39.02	34.60
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	224.17	2953.99	332.60	390.88
所有者权益（亿元）	80.86	661.04	85.71	163.41
营业收入（亿元）	262.88	3372.39	508.94	417.84
利润总额（亿元）	6.04	110.55	5.62	5.82
经营活动现金流净额（亿元）	16.96	112.15	17.19	23.22
资产负债率（%）	63.93	77.62	74.23	58.19

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

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-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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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