

信用等级公告

联合〔2019〕2462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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将广东省广物控股集团有限公司的主体长期信用等级由AA⁺调整为AAA，将“15粤物资MTN001”“16广物控股MTN001”“18广物控股MTN001”及“18广物控股MTN002”的信用等级由AA⁺调整为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日



广东省广物控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AA⁺

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	AAA	AA ⁺
16 广物控股 MTN001	8 亿元	2021/09/05	AAA	AA ⁺
*18 广物控股 MTN001 ¹	5 亿元	2021/08/20	AAA	AA ⁺
*18 广物控股 MTN002	4 亿元	2021/09/26	AAA	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.43	52.55	54.86	46.58
资产总额(亿元)	349.71	364.48	338.89	343.50
所有者权益(亿元)	87.53	101.27	121.62	120.43
短期债务(亿元)	149.51	135.24	77.07	72.91
长期债务(亿元)	37.90	58.62	83.31	91.12
全部债务(亿元)	187.42	193.86	160.37	164.02
营业收入(亿元)	446.12	540.86	438.84	84.72
利润总额(亿元)	3.78	7.91	43.31	0.52
EBITDA(亿元)	13.43	19.08	52.95	--
经营性净现金流(亿元)	13.51	24.30	32.49	-8.77
营业利润率(%)	5.14	4.74	5.07	5.75
净资产收益率(%)	3.77	5.09	31.37	--
资产负债率(%)	74.97	72.22	64.11	64.94
全部债务资本化比率(%)	68.16	65.69	56.87	57.66
流动比率(%)	113.07	116.38	151.31	152.69
经营现金流动负债比(%)	7.65	13.38	26.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.96	10.16	3.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.69	2.44	7.49	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.2016-2017 年短期债务包含“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；5.2016-2019 年 3 月底，所有者权益中分别包含 18 亿元、18 亿元、9 亿元和 9 亿元的永续中期票据

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。

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 20 家流通领域大企业集团之一。2019 年 5 月，广东省人民政府将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）无偿划转给公司，并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。跟踪期内，公司保持了其在汽贸领域的规模优势并稳步实施转型升级，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。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，成本、节能环保及区位优势突出，正按计划顺利推进，将于 2019 年 8 月底正式投产，项目投产有助于带动公司整体收入利润的增长。受益于广东广物房地产（集团）有限公司（以下简称“广物房地产”）股权转让及三旧改造项目土地补偿带来的现金回流，公司债务结构持续优化，债务负担明显减轻，整体偿债能力进一步得到强化，资产质量和财务弹性优化显著。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司大宗商品贸易业务盈利能力弱；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。

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。未来随着商贸控股集团（剥离广弘资产经营有限公司）重组并入，聚丙烯项目建成达产，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。

“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

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

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。

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由AA⁺调整为AAA，将“15粤物资MTN001”“16广物控股MTN001”“18广物控股MTN001”及“18广物控股MTN002”的信用等级由AA⁺调整为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 2019年5月，广东省人民政府将商贸控股集团（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。商贸控股集团拥有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。重组后，公司资本实力及资产流动性增强，债务负担进一步减轻。
2. 跟踪期内，公司保持了其在汽贸领域的规模优势，并稳步实施转型升级，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。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，将于2019年8月底正式投产，实现先进石化相关产业收入及利润。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。
3. 公司优质土地资源丰富，其中，鱼珠及吉山地块已纳入三旧改造范围，占地面积75.51万平方米，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。
4. 跟踪期内，受益于广物房地产股权转让款及鱼珠项目部分收储补偿款到账，公司债务负担明显减轻，债务结构得以优化。同

时，随着广物房地产股权的转让，公司对外担保金额大幅下降，目前或有负债风险很小。

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，可持续性存在较大不确定。
2. 公司在建项目未来投资规模较大，存在一定资本支出压力。
3. “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。

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（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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。截至 2019 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。

公司目前以经营汽车、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。截至 2019 年 3 月底，公司设有办公室&董事会秘书室（信息办）、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、投资战略发展部、经营管理部&安全生产管理部、纪委办公室&监察审计部和法律事务部&风险管理部等 10 个职能部门。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 338.89 亿元，所有者权益为 121.62 亿元（其中少数股东权益 17.56 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 438.84 亿元，利润总额 43.31

亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 343.50 亿元，所有者权益为 120.43 亿元（其中少数股东权益 17.67 亿元）；2019 年 1-3 月实现营业收入 84.72 亿元，利润总额 0.52 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

截至本报告出具日，公司存续债券募集资金按照募集资金用途已全部使用完毕，除“18 广物控股 MTN001”和“18 广物控股 MTN002”未到付息日外，其他存续债券均正常付息。

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
15 粤物资 MTN001	8	8	2015-04-23	2020-04-23
16 广物控股 MTN001	8	8	2016-09-05	2021-09-05
*18 广物控股 MTN001	5	5	2018-08-20	2021-08-20
*18 广物控股 MTN002	4	4	2018-09-26	2021-09-26

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，“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。2019年，公司上缴2017年国有资本收益13220万元。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，“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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小

幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断

优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳

健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产

调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 汽车经销行业

（1）行业概况

根据公安部统计数据，截至 2018 年底，中国的汽车保有量达 2.40 亿辆，相比上年底增长 10.51%；其中，私人汽车保有量为 2.07 亿辆，相比上年底增长 10.89%。近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，保有量增速呈现逐年放缓的态势。2018 年，中国汽车产销规模已连续 10 年蝉联全球第一，产销规模分别为 2808.06 万辆和 2780.92 万辆。

2017 年，中国汽车市场销量为 2887.89 万辆，同比增长 3.04%，增速较上年大幅回落，步入低速增长；二手车交易量 1240.09 万辆，同比增长 19.33%，占新车市场销量的 42.94%。其中，乘用车销量 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；商用车销量416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点，主要源于货车销量的增长，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。尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017年累计销售77.70万辆，同比增长53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长59.41%和27.55%），增速与上年持平。

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，实现销量2808.06万辆，同比下降2.76%；但与此同时，二手车交易量仍维持了两位数的增长，同比增长11.46%至1382.19万辆，交易量占新车市

场销量的比重进一步提升至49.22%。其中，乘用车销量2370.98万辆，同比下降4.08%，之前年度高速增长SUV销量首次出现小幅回落，轿车、MPV等车型销量呈不同程度下滑；中国品牌乘用车销量同比下降7.99%至997.99万辆，占乘用车总销量的42.09%，占有率同比减少1.79个百分点。商用车在上年销量大幅释放的基础上仍实现了稳定增长，主要由于治超新规等政策因素的影响以及物流、地产行业的采购需求仍有所延续，叠加消费者2010-2011年间（销量均位于400万辆以上）购置的车辆面临更新换代，当年销量同比增长5.05%至437.08万辆；其中，客车市场延续下滑态势，货车市场同比增长6.94%，主要源于重型车和轻型车的销量拉动。新能源市场仍维持快速扩张，2018年累计销售125.62万辆，同比增长61.67%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为98.37万辆和27.09万辆，同比增长50.88%和116.74%。

表2 2016-2018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
2018年	1152.78	173.46	999.47	45.26	2370.98	48.52	388.56	437.08
同比	-2.70	-16.23	-2.52	-17.26	-4.08	-7.98	6.94	5.05

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

2019年1-4月，中国汽车销量为835.33万辆，同比下降12.12%，降幅比1-3月扩大0.80个百分点。其中，乘用车销量683.76万辆，同比下降14.65%，降幅较1-3月扩大0.93个百分点，轿车、SUV和MPV销量同比分别下降12.56%、15.77%和24.24%；商用车销量151.58万辆，同比增长1.49%，增速比1-3月下降0.73个百分点，客车和货车销量的同比变动率分别为-2.96%和1.94%。新能源汽车实现销量36.00万辆，同比增长约60%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为27.76万辆和

8.22万辆，同比增长约65%和44%。

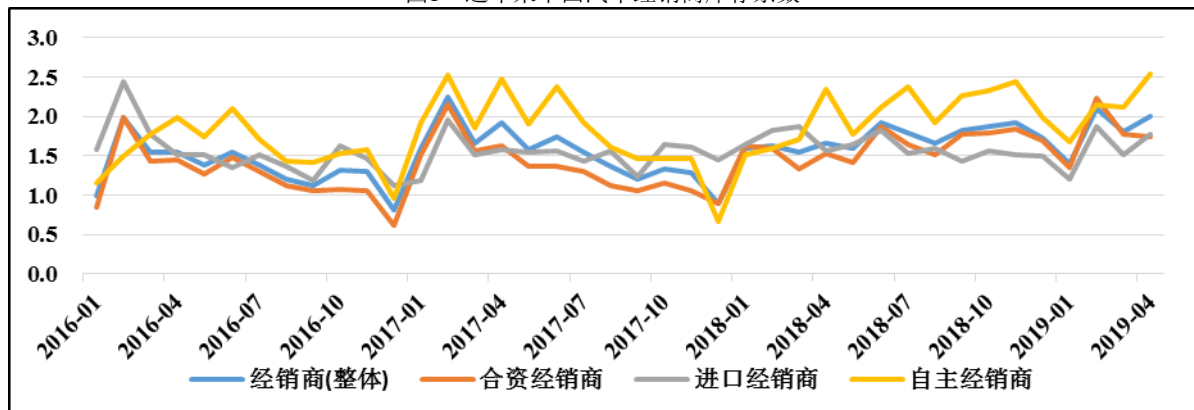
进出口方面。2017年，中国汽车整车进口结束2015年以来连续下降趋势，累计进口汽车和汽车底盘124.15万辆，同比增长16.74%，进口金额506.58亿美元，同比增长14.65%；累计出口104.46万辆，同比增长44.19%，出口金额133.54亿美元，同比增长25.17%。2018年，受中美贸易摩擦和国内需求疲弱影响，中国整车进口再度步入下滑，平行进口汽车出现近年来首次下滑，出口增速也有明显回落，累计进口汽车和汽车底盘

113.17万辆，同比下降7.52%，进口金额506.76亿美元，同比略增1%；累计出口115.17万辆，同比增长12.32%，出口金额148.54亿美元，同比增长12.29%，进口量和进口金额增速较上年分别下跌31.86个和12.89个百分点。

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，相比往年处于较低

水平，2017年以来出现明显增长，下半年则震荡回落，12月降至0.90的低点（略高于2016年12月）；2018年以来，库存系数整体处于近三年的高位，除前4个月稳定在1.59~1.66之间（低于2017年同期），其余月份均高于2017年同期，12月为1.73。从品牌角度分析，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系数



资料来源：Wind 资讯-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，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逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

表3 2018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	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1661.73	118.44
2	中升集团控股有限公司	1077.36	46.63
3	利星行汽车	829.96	23.92
4	上海永达控股(集团)有限公司	695.18	21.92
5	恒信汽车集团股份有限公司	541.36	26.83
6	大昌行集团有限公司	445.79	13.84
7	国机汽车股份有限公司	442.53	15.38
8	浙江物产元通汽车集团有限公司	432.08	39.88
9	庞大汽贸集团股份有限公司	420.34	28.01

10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	400.79	13.65
----	-------------------	--------	-------

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

综上所述，由于现有市场基础规模大、之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受制于人口密度大、部分城市交通拥堵的现状，2017年以来汽车市场增速明显放缓，2018年首度出现负向增长，行业整体需求偏弱，且受SUV增速由正转负的影响，自主品牌销售承压。由于产业链的传导，汽车经销商面临库存压力。

(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》和《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年内新出台多项政策，主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域，前者对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，后者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

在时间上具备延续性。

2018年以来，国家陆续出台了针对环保治理、新能源补贴、进口关税下调等多项政策，公布了汽车合资企业股比放开的时间表，对目前乃至今后的市场竞争格局均有影响。与此同时，中美贸易摩擦持续，其项下的关税加征政策对整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响尚不能完全确定，各方对该政策的应对方式仍有待关注。

表4 2018年以来汽车行业出台的主要政策概述及影响

政策概述	政策影响
<p>2018年4月，国家发改委官网在“就制定新的外商投资负面清单及制造业开放问题答记者问”中公布，汽车行业将分类型实行过渡期开放。</p> <p>2018年6月，国家发改委颁布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018年版）》，该负面清单长度由63条减至48条，共在22个领域推出开放措施，放宽外资市场准入，自同年7月28日起施行，其中包括“2018年取消专用车、新能源汽车整车制造外资股比限制，2020年取消商用车外资股比限制，2022年取消乘用车外资股比限制以及合资企业不超过两家的限制。”</p>	<p>国家发改委发布新的外商投资负面清单：其一，放宽了外资的市场准入，增加了中高档汽车及车型的供给，有助于推动本土企业与外资企业在基础材料、零部件配套、整车组装和汽车后服务等各方面的竞争和合作；其二，为外商独资或控股新能源车企创造了条件，促进新能源产业竞争的同时，对国内自主品牌也带来了压力，倒逼自主品牌降低产业链成本、提升生产效率；其三，该时间表给予乘用车企业一定缓冲期，而且落实了“专用车、新能源车、商用车、乘用车”的开放顺序，有助于本土、合资品牌做好应对准备。</p>
<p>2018年3月22日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于同月9日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收25%和10%的关税；6月15日，美国政府发布加征关税的商品清单；9月17日，美国政府宣布将于9月24日起对约2000亿美元的中国产品加征关税，税率为10%，并将在2019年1月1日起上升至25%。</p> <p>针对上述加征关税措施，中国商务部陆续出台相应的政策措施。2018年4月2日，中国对自美进口的128项产品加征15%或25%的关税；8月3日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税。</p> <p>2019年5月10日，美国正式将对2000亿美元中国进口商品关税征收率从10%提高到25%。国务院关税税则委员会随即决定自2019年6月1日起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施25%、20%或10%加征关税，对之前加征5%关税的税目商品，仍继续加征5%关税。</p>	<p>2018年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级，始终未得到最终解决。对全球汽车产业乃至中国汽车市场的发展均带来影响。</p> <p>其一，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；且在当前“汽车合资企业股比逐步放开”的大环境下，跨国车企的全球产能布局、全球研发布局均可能有所调整。</p> <p>其二，中国汽车企业现阶段将面临产销下行、出口受阻以及中美贸易摩擦带来的进口成本上涨（钢铝成本以及部件成本均有涉及）、跨国公司调整布局等多重压力，但也有望获得替代进口、进入跨国企业本土化供应链的市场机遇。</p> <p>但综合来看，中美贸易摩擦对汽车产业链的影响仍充满不确定性。</p>
<p>《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%。</p>	<p>目前中国仍处于“贸易摩擦”中，但降低汽车关税也是长远规划之一。</p> <p>对于整车厂商，关税下调有助于引入更多有竞争力的海外车型，消费者将面对更多选择，也相应地对国内市场现有品牌、尤其是中高端品牌形成了竞争压力。</p> <p>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。</p>
<p>2017年9月，五部委联合发布《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》，乘用车企业将按照乘用车平均燃料消耗量积分与新能源汽车比重积分进行考核，2019-2020年乘用车企业新能源汽车积分的比例要求分别为10%和12%。</p> <p>2018年7月2日，工信部装备工业司发布《关</p>	<p>双积分政策意在促进节能减排，以及通过财政补贴之外的途径来鼓励新能源汽车的生产销售，部分抵消补贴退坡带来的影响。积分交易或可为行业排名靠前的新能源车企提供较为稳定的利润来源。</p> <p>展望2019年，无论自主品牌还是合资品牌，新能源产品都将面临集中的布局和投放，随着2019年进入考核期，各家车企申报、考核、交易的实施进展有待关注。</p>

	于乘用车企业平均燃料消耗量和新能源汽车积分交易平台上线的通知》，明确积分交易平台地址、交易平台账号获取及功能开通，积分交易相关要求，积分交易审核等内容。	
商业车险费率改革	<p>2018年7月20日，银保监会发布《中国银保监会办公厅关于商业车险费率监管有关要求的通知》（自发布之日起施行），规定各财产保险公司在报送各地区（不含广西壮族自治区、陕西省和青海省）商业车险费率方案时，不得以任何形式开展不正当竞争；要报送新车业务费率折扣系数的平均使用情况；应报送手续费的取值范围和使用规则；原有商业车险产品最迟可销售至9月30日。</p> <p>根据《通知》，手续费为财产保险公司向保险中介机构和个人代理人（营销员）支付的所有费用，包括手续费、服务费、推广费、薪酬、绩效、奖金、佣金等，其中新车业务手续费的取值范围和使用规则应单独列示。这是银保监首次明确要求财险公司报送商业车险手续费率。</p>	监管机构希望通过对商业车险费率的监管，达到“推动车险市场由价格战转向以产品、服务为核心的良性竞争方式”，进而倒逼保险公司实现精准定价。
新能源补贴出台新政	<p>2019年3月，财政部等四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，该版《通知》规定3月26日至6月25日为过渡期，过渡期内，符合2018年技术指标要求但不符合2019年指标要求的销售上牌车辆，按2018年版《通知》标准0.1倍补偿；符合2019年指标要求的销售上牌车辆，按2018年版《通知》标准0.6倍补偿；正式期补贴退坡基本维持在50%左右，且地方不再对新能源汽车（公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。</p> <p>2019年版《通知》提高了对新能源汽车的技术要求。以纯电动汽车为例：首先，续航里程补贴门槛从2018年的150km提升至250km；其次，针对各档续航里程的退坡程度不同，续航里程250（含）~400km的纯电动乘用车补贴金额为1.8万元（2018年分为3.5万元和4.5万元两档），续航里程大于等于400km的纯电动乘用车补贴金额为2.5万元（2018年为5万元）。同时，对电池组能量密度的要求也有所调整：首先，能量密度的最低标准从2018年的105Wh/kg调整至125Wh/kg；其次，补贴系数的分档也更细，125（含）~140Wh/kg的车型按0.8倍补贴，140（含）~160Wh/kg的车型按0.9倍补贴，160Wh/kg及以上的车型按1倍补贴。</p> <p>为应对企业营运资金占用压力大和行业安全问题，《通知》规定对有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨部分资金，满足里程要求后再予以清算，同时要求由行业主管部门加快建立产品安全监控和“一致性”抽检常态机制。</p>	<p>2009年以来，中央财政开始大力支持新能源汽车推广应用，中国新能源汽车产销规模在各方努力下呈现持续性的快速增长。但行业高速发展中，也出现了企业依赖于补贴而自身竞争力不足，补贴还款周期长、企业营运资金占用压力大，部分地区对使用环节投入不足、消费应用环境待改善以及新能源汽车产品存在运行安全风险等问题。</p> <p>为应对上述问题，2019年版《通知》提出了分阶段释放“补贴退坡”压力、优化清算制度（预拨部分资金算）、设置政策过度期（考虑技术升级周期及库存去化周期）、营造公平竞争环境（取消地方购车补贴）、加强产品质量监管等要求和措施。</p> <p>考虑到2018年以来，汽车行业增速明显放缓，各家车企纷纷加大布局新能源汽车，新能源业务也有望成为新的利润增长点。但考虑新能源汽车产业链上各项配套和自有技术尚有待进一步磨合和提升，资金占用、性能提升、电池配套、成本压缩等诸多压力并存，政策“退坡”对整个行业的销售和获利产生较大影响。</p>
车辆购置税立法	<p>《中华人民共和国车辆购置税法》（以下简称“《车辆购置税法》”）已由第13届全国人民代表大会常务委员会第七次会议于2018年12月29日通过，自2019年7月1日起施行。</p> <p>《车辆购置税法》明确规定，所有应税车辆的税率都定为10%，但对于新能源汽车购置税的相关事宜，未做明确规定（也未在“免征车辆购置税”的情况中）。</p> <p>《车辆购置税法》同时规定，纳税人购买自用应税车辆的计税价格，为纳税人实际支付给销售者的全部价款。</p>	<p>《车辆购置税法》对税率作了具体的规定，导致短期内，针对购置税的优惠政策出现的可能性不大；且对计税价格的明确定义，进一步规范了流通各环节的操作。</p> <p>《车辆购置税法》未对新能源汽车购置税提出明确要求。目前看来，新能源汽车购置税的设置仍通过《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》实施管理。</p>
国六标准提前实施	<p>环保部于2016年12月23日发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，提出轻型车国六标准采用分步实施的方式，设置国六a和国六b两个排放限值方案，自2020年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合国六（a）限值要求。自2023年7月1日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合</p>	<p>尽管国家环保部对国六全国性的实施时间做了规定，但为相应《打赢蓝天保卫战三年行动计划》。据初步统计，截至2019年5月初，全国共有15个省、直辖市相继出台了2019年提前实施国六排放标准文件，除深圳、北京、河南、安徽对部分重型车、柴油车有要求外，大部分针对轻型汽车。</p> <p>国六排放标准的提前实施可能对车企和经销商形成较大的影响：其一，可能会加大经销商国五车型的库存去化压力；其二，消费者在</p>

	<p>本国六（b）限值要求。 国务院于 2018 年 7 月 3 日公开发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，提出自 2019 年 7 月 1 日起，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。</p>	<p>现阶段可能会持观望态度，延迟购车，短期内对汽车销量产生一定压力；其三，国六排放的提前实施，可能会促进部分车企调整产品布局方案和时间表，对现有的竞争环境、尤其是自主品牌竞争环境带来一定影响。</p>
--	--	---

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。近年来，中国大宗商品销售总额增速呈现放缓趋势。2013 年以前，销售总额增速保持在接近 12% 的高速发展水平。2014-2016 年，随着国民经济运行进入“新常态”，销售总额增速出现适度放缓，保持在 8% 左右。2017-2018 年，销售总额增速下降至 5.3% 和 4.6%，连续两年低于 GDP 增速。2018 年，经济增速稳中趋缓，上半年相对较好，但下半年稳中有变的态势较为明显。在此背景下，大宗商品市场销售规模增速也有明显下滑。据初步估算，2018 年全年，大宗商品销售总额达到 72.8 万亿元，可比价同比增长 4.6%，增速较上年同期下降 0.7 个百分点。从全年走势来看，四个季度平均增速分别为 5.1%、4.3%、4.5% 和 1.5%，呈明显下行趋势。

(2) 主要贸易品种运行情况

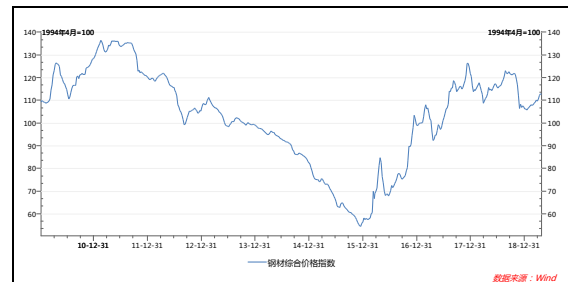
钢材

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



数据来源：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

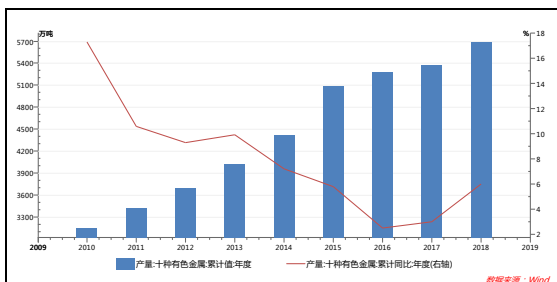
铁矿石等原燃料价格的上涨以及房地产、建筑、汽车等下游行业回暖等综合因素影响，黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，钢材价格于2016年止跌回升并呈现波动增长态势。2017年，多省发布了重点基础建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。延续2017年下半年价格走势，2018年钢材价格总体处于相对高位，钢材综合价格指数平均为115.8点，同比增长7.6%。2018年上半年钢材价格指数基本稳定在110~120点，7月起价格持续上涨，至11月钢材价格开始快速下跌，截至12月底钢材综合价格指数跌至107.1点，较年内最高点下降13%。

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。2018年，十种有色金属产量为5688万吨，同比增长6%。

图3 中国近年十种有色金属产量情况



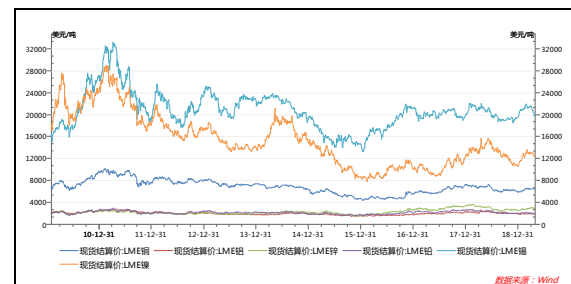
资料来源：Wind 资讯

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

2018年，中美贸易战背景下，市场避险情绪较强，有色金属价格整体弱势震荡，国内工业金属下游需求偏弱。

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《2018年广东国民经济和社会发展统计公报》显示，2018年，全省实现地区生产总值97277.77亿元，比上年增长6.8%。其中，第一产业增加值3831.44亿元，增长4.2%，对地区生产总值增长的贡献率为2.5%；第二产业增加值40695.15亿元，增长5.9%，对地区生产总值增长的贡献率为38.6%；第三产业增加值52751.18亿元，增长7.8%，对地区生产总值增长的贡献率为58.9%。三次产业结构比重为4.0:41.8:54.2，第三产业所占比重比上年提高0.6个百分点。在第三产业中，批发和零售业增加值增长4.5%。生产性服务业增加值27026.39亿元，增长7.9%。2018年，广东人均地区生产总值达到86412元，按年平均汇率折算为13058美元。在固定资产投资中，第一产业投资比上年下降20.9%；第二产业投资增长0.6%；第三产业投资增长14.9%。

在限额以上批发和零售业商品零售额中，汽车类下降1.0%，石油及制品类增长13.4%。

全年全省港口货物吞吐量完成211037万吨，比上年增长6.6%。其中，外贸货物吞吐量60793万吨，增长2.7%；内贸货物吞吐量150244万吨，增长8.2%。

年末全省民用汽车保有量2116.94万辆，比上年末增长11.7%，其中，私人汽车1861.69万辆，增长10.8%。民用轿车保有量1243.01万辆，增长11.1%。其中，私人轿车1160.20万辆，增长10.0%。

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，生产性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。

公司目前的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规模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。

七、管理分析

公司现有董事、监事及高级管理人员共20名。其中董事7人（含兼职外部董事2人），监事7人，高级管理人员8人，包括总经理1人（兼任董事）、党委副书记1人、纪委书记1人、副总经理4人和总会计师1人。

跟踪期内，有2名董事、总经理、纪委书

记及 3 名副总经理发生变更。

新任总经理梁庆彦，男，1967 年 12 月出生，硕士学位，经济师。历任广东省商业企业集团公司党委委员、副总经理，广东省商贸控股集团有限公司（以下简称“商贸控股集团”）党委委员、副总经理，商贸控股集团党委副书记、董事、总经理。2019 年 5 月任公司党委副书记、董事、总经理。

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制和管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

1. 处置广东广物房地产（集团）有限公司 45% 股权

公司全资子公司广东物资产业（集团）有限公司（以下简称“物产集团”）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，产生一次性投资收益 39.40 亿元。截至 2018 年 9 月底，上述股权转让款已全部到账。

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，为公司减轻债务负担，优化债务结构提供了充沛的资金，相应的对外担保规模也大幅下降。

2. 重组合并商贸控股集团

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。

截至 2018 年底，公司和商贸控股集团（剥离广弘资产经营有限公司）分别出清“僵尸企业”（含法院裁定受理）41 户和 40 户，完成进度比例分别为 87.23% 和 76.89%。

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 年末在岗职工人数 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。根据财务快报数测算，截至 2018 年底，重组后的新集团资产总额为 373.91 亿元，净资产为 149.76 亿元，营业收入为 461.82 亿元，净利润为 39.35 亿元（包括广物地产处置收入 51 亿元）。

2019 年 6 月 15 日，商贸控股集团（不含广弘资产经营有限公司）完成清产核资，清产核资基准日为 2018 年 12 月 31 日，调增资产 0.24 亿元，减少负债 0.41 亿元，增加所有者权

益 0.65 亿元。调整后清产核资基准日资产清查值为 33.21 亿元，负债清查值为 9.43 亿元，所有者权益清查值为 23.78 亿元。另外，商贸控股集团投资性房地产的后续计量采用成本模式，2019 年 5 月，经评估，房屋建筑物及土地资产账面价值为 3.85 亿元，评估价值为 31.32 亿元，评估增值 27.47 亿元。若考虑上述投资性房地产后续以公允价值计量，则清产核资基准日资产清查值为 60.68 亿元，负债清查值为 16.30 亿元，所有者权益清查值为 44.38 亿元。根据公司提供的模拟财务数据，截至 2019 年 6 月底，公司（含商贸控股集团）合并资产总额为 387.47 亿元，所有者权益合计 165.21 亿元，2019 年 1-6 月，实现营业总收入 187.66 亿元，

同比下降 19.88%，实现利润总额 1.54 亿元（上年同期为 42.43 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

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	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	210.38	47.16	6.06	208.30	38.51	6.97	188.15	42.87	7.46	41.10	48.51	10.07
金属材料销售	138.24	30.99	2.08	211.41	39.09	1.42	166.75	38.00	1.73	28.95	34.17	1.49
燃料化工产品销售	45.74	10.25	2.08	61.57	11.38	1.82	45.78	10.43	2.82	9.89	11.67	2.93
物流及其他业务	51.76	11.60	13.49	59.58	11.02	13.80	38.16	8.70	13.16	4.78	5.64	3.97
合计	446.12	100.00	5.28	540.86	100.00	4.97	438.84	100.00	5.30	84.72	100.00	5.96

资料来源：公司提供

2018 年，公司营业收入为 438.84 亿元，同比下降 18.87%。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，2018 年上述三个板块收入贡献度在 90% 以上，主业突出。分板块看，2018 年 1.6L 以下小排量汽车购置税补贴政策的退出，影响了小排量车型的销量；同时，广州开四停四的限行政策影响了广州区域的汽车零售量，受上述因素影响，公司整车销售收入同比下降。同期，金属材料销售板块主动减少了传统大宗贸易的业务量，由传统钢贸企业向生产性服务供应商转型，金属材料销售板块收入同比下降 21.12%。2018 年以来，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，同时受集团内部重组整合等原因影响，燃料化工产品销售板块收入同比有所下降。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”）、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，收入同比有所下降主要系公司调整结构，减少了风险性较大的业务所致。

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，2018 年毛利润占比为 60.41%，毛利率为 7.46%，同比增加 0.49 个百分点，主要受益于管理水平的提升。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，2018年公司金属材料销售板块毛利率为1.73%。2018年，燃料化工产品销售毛利率为2.82%，同比提高1.00个百分点，主要系2018年减少毛利低的业务所致。物流及其他业务毛利率小幅下降至13.16%。2018年，公司综合毛利率为5.30%，同比增加0.33个百分点。

2019年1-3月，公司实现营业收入84.72亿元，同比下降21.62%，主要系金属材料销售、物流及其他业务收入同比下降。其中，物流及其他业务收入同比下降55.62%，主要系巨正源航空煤油业务因价格倒挂停做所致。2019年1-3月，公司综合毛利率同比小幅增至5.96%；其中汽车及配件销售毛利率同比增加2.35个百分点，主要系一季度春节期间销售的豪华品牌汽车（奥迪等品牌）占比增加所致；物流及其他业务毛利率同比下降8.47个百分点，主要系业务规模下降所致，其他板块毛利率同比变化不大。

跟踪期内，受市场行情和行业政策影响，公司经营规模有所回落。受益于“提质增效”

战略效果逐步显现，公司综合毛利率呈上升趋势，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规模最大的汽车销售及服务连锁企业。截至2019年3月底，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141家，其中广东省内（含广州市）119家，广东省外22家；销售的中外汽车品牌包括五菱、上海大众、广州本田、奥迪、一汽大众、沃尔沃、别克、凯迪拉克、雪佛兰、广汽丰田、长安福特、斯柯达、上汽荣威、上汽大通、东风日产、东风本田、东风标致、雪铁龙、北京现代、马自达、长安、金杯等约33个。截至2018年底，广物汽贸资产总额为66.83亿元，净资产为13.31亿元；2018年，广物汽贸实现营业收入188.15亿元，净利润0.58亿元。

表6 2016-2018年公司汽车及配件板块收入构成概况（单位：亿元、%）

类别	2016年		2017年		2018年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
汽车销售（含二手车）	188.76	89.72	180.94	86.86	159.96	85.02
汽车维修保养	17.77	8.45	15.55	7.47	16.09	8.55
检验服务及其他（含保险、汽车金融等）	3.84	1.83	11.81	5.67	12.10	6.43
合计	210.38	100.00	208.30	100.00	188.15	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均在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。2018年，受1.6L以下小排量汽车购置税补贴政策退出及广州实施限行政策影响，公司汽车销售（含二手车）收入同比下降11.60%

至159.96亿元。汽车维修保养和检验服务及其他收入同比均保持稳定增长。

盈利能力方面，2018年，汽车及配件销售板块综合毛利率为7.46%，同比小幅增长。其中，汽车销售（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7%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，2018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7 2016-2018年公司主要汽车品牌销售情况（单位：辆、亿元、%）

类别	2016年			2017年			2018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	55660	35.24	19.04	75985	39.46	21.81	56386	26.65	16.66
长安	38093	16.56	8.95	15797	6.37	3.52	15019	5.76	3.60
上海通用	9263	12.86	6.95	8237	11.06	6.11	8145	10.14	6.34
奥迪	8774	23.19	12.53	8764	24.07	13.30	10763	31.02	19.39
上海大众	6684	8.23	4.45	9588	13.66	7.55	6752	10.69	6.68
福特	13115	18.24	9.85	10168	14.10	7.79	6461	9.96	6.23
一汽大众	7050	7.69	4.15	6214	6.21	3.43	6077	5.87	3.67
金杯	1932	1.40	0.76	1931	1.35	0.75	1561	1.20	0.75
广州本田	18099	19.80	10.70	19143	23.29	12.87	14896	18.20	11.38
凯迪拉克	1950	4.84	2.61	3356	8.37	4.63	4022	9.32	5.83
合计	160620	148.04	79.99	159183	147.94	81.76	130082	128.81	80.53

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，2018年广物汽贸实现汽车销售14.53万辆²，同比下降8.75%，主要系五菱、上海大众、福特和广州本田等品牌销量下滑所致，其他品牌销量为1.52万辆，同比增长57.63%，主要系部分品牌销量增加所致，整体品牌结构仍以中低端为主。2018年，广物汽贸主要汽车品牌实现销量13.01万辆（销售额占比为80.53%），同比下降18.28%，其中五菱由于小排量汽车购置税优惠政策退出、广州市“开四停四”限行政策的实施、三四线城市经济环境偏弱，中小企业和部分消费者观望情绪浓等因素的影响，导致当期销量及销售额同比下滑明显；上海大众、福特、广州本田销售情况较2017年全年有所下滑，主要原因包括：①上述三个品牌经济型轿车占比较大，受1.6L以下小排量汽车购置税优惠政策退出的影

响较大；②广州地区的门店受“开四停四”限行政策的影响，销量有所下降；③2018年上述品牌无新车型上市，原有产品受其他品牌同类型新车竞争影响较大，销量下降，部分较畅销车型（如广州本田十代雅阁、上海大众途昂）厂家供货量不足。

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2018年底，汽车维修及保养业务涵盖了30多个汽车品牌，覆盖华南超过200个服务点，拥有售后服务人员及专业技师3651名，拥有基盘客户达78.47万，一年期保有客户53.41万。2018年，广物汽贸全年完成维修量128万台次，实现收入16.09亿元。

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

² 汽车销量数据未含二手车等交易，包含批发模式。

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，2018年广东省内（包括广州市）汽车销售收入占比为85.15%，同比保持稳定。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占比为60%，代理雪佛兰为20%。此外，公司在广州市、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2019年3月底，公司以自建、联营等方式控制的4S店共计141家；销售中外汽车品牌包括五菱、长安、上海通用、奥迪等约33个。2018年，公司4S店模式实现销售收入为165.08亿元，同比小幅下降0.54%。从销售网点地域看，截至2019年3月底，广东省内（不含广州市）4S店66家，广州市4S店53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）

	2016年	2017年	2018年	2019年3月
广州市	59	59	53	53
广东省内（不含广州市）	56	58	63	66

广东省外	21	21	22	22
合计	136	138	138	141

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%。2018年，广物汽贸区域总代理模式实现销售收入21.11亿元，同比下降16.73%，主要系微型车受1.6L以下小排量汽车购置税优惠政策退出的影响较大所致。

3. 金属材料销售

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2018年底，金属产业集团资产总额为42.39亿元，净资产为14.89亿元；2018年金属产业集团实现收入166.75亿元，净利润-0.17亿元。亏损原因主要系公司2018年响应广东省政府和省国资委要求，全面出清“僵尸企业”，金属集团2018年计提坏账合计6867.88万元，转回递延所得税资产2601.45万元（转回原因是由于金属集团本部仅实行管理职能不参与业务经营，预计未来不产生足够的应税所得冲抵以前年度由于坏账准备产生的亏损，根据谨慎性原则予以转回）。该亏损是由于历史原因产生。

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。2018年，金属材料销售板块主动调整业务结构，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，实现收入166.75亿元，同比下降21.12%。

产品结构方面，公司金属材料销售以钢材和有色金属为主，2018年销售收入占比分别为42.42%和44.38%。2018年，公司各品种销售额均有所下降，2018年钢材、有色金属及铁矿石销售额分别为70.73亿元、74.01亿元和14.15亿元。

2019年1-3月，公司金属材料销售实现收入28.95亿元，同比下降23.90%；毛利率同比下降0.41个百分点至1.49%。

表9 公司近年金属材料销售情况(单位:亿元)

种类	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
	销售额	销售额	销售额	销售额
钢材	49.12	90.02	70.73	18.61
铁矿石	13.82	27.40	14.15	3.78
有色金属	70.65	87.38	74.01	4.14
其他	4.65	6.61	7.86	2.42
合计	138.24	211.41	166.75	28.95

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。

2018年，公司钢材、铁矿石及有色金属的采购量分别为202.13万吨、294.59万吨和43.05万吨，同比分别下降30.24%、51.89%和68.66%，主要系内部业务结构调整，减少了盈利不确定的业务，增加了对终端客户和重点工程项目的开拓所致。2018年，公司金属材料板块前五大供应商采购额合计占比为39.23%，集中度一般。

表10 2018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
中船重工物资贸易集团广州有限公司	电解铜	27.25	16.61
深圳市飞马国际供应链股份有限公司	电解铜	11.41	6.94
乌兰浩特钢铁有限责任公司	钢材	10.17	6.19
阳春新钢铁有限责任公司	钢材	8.40	5.11
远大生水资源有限公司	铝锭	7.19	4.38
合计	--	64.42	39.23

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	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月		
	销售额	占比	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	17.97	13.00	31.71	15.00	33.35	20.00	4.05	14.00
	市场批发零售	74.65	54.00	116.28	55.00	88.38	53.00	19.11	66.00
代理	代理/代销/代订货	45.61	33.00	63.42	30.00	45.03	27.00	5.79	20.00
合计	138.24	100.00	211.41	100.00	166.75	100.00	28.95	100.00	

资料来源:公司提供

2018年，自营及代理模式下，自营收入占73%（其中供应终端客户和重点工程类业务约占整体业务的20%，市场批发零售类的约占整体业务的53%），代理模式的约占27%（其中传统代理约占18%，代订货模式约占9%）。代理模式的比重有所下降。

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工、中建、中铁、中交等单位合作，推进重点工程业务。

代理模式

代理模式主要包括传统代理（约占18%）和代订货模式（约占9%）。

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，并持续推进混合所有制改革，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 2016-2018 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	2016 年		2017 年		2018 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
钢材	217	2606	269	3902	191	3705
铁矿石	230	442	638	499	297	477
有色金属	32	26961	33	31934	32	23344

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, 与采购量增速匹配。销售均价方面, 2018 年, 公司钢材、铁矿石、有色金属销售均价同比分别下降 5.05%、4.41% 和 26.90%。2018 年, 公司金属材料销售前五名客户销售额合计占比为 18.91%, 集中度不高。

表 13 2018 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
广州广钢新材料股份有限公司	钢材	9.89	5.93
阳春新钢铁有限责任公司	铁矿石	9.00	5.40
敬业钢铁有限公司	铁矿石	5.03	3.02
佛山市兴美资源科技有限公司	有色金属	4.49	2.69
佛山市南海正圣金属贸易有限公司	有色金属	3.11	1.87
合计	--	31.52	18.91

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

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 2018 年底, 国际能源集团资产总额为 21.03 亿元, 净资产为 11.17 亿元; 2018 年实现营业收入 45.78 亿元, 净利润-1.79 亿元。亏损原因主要系国际能源集团主动优化业务结构, 调减部分有量低利无利的业务 (例如混合芳烃、大豆等业务), 由于调整产品结构影响净损益约 4000 万元; 退出了盈利不佳的股权投资, 并计提长期股权投资减值准备 (主要为物资燃料 2140 万元); 重组计提辞退福利 2000 万元。

2018 年, 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, 同时受集团内部重组整合等原因影响, 公司燃料化工板块销售收入为 45.78 亿元, 同比有所下降。2019 年 1-3 月, 燃料化工板块实现销售收入 9.89 亿元, 同比有所下降。

表 14 燃料化工板块分产品销售情况 (单位: 亿元、%)

产品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 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
煤碳及制品	13.38	24	21.02	29	11.71	30	1.85	19

贸易方式	13.03 亿元为自营, 0.35 亿元为代理		19.34 亿元为自营, 1.68 亿元为代理		代理		代理	
石油及制品	15.34	28	22.69	32	6.54	14	0.89	9
贸易方式	15.15 亿元为自营, 0.19 亿元为代理		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		0.48 亿元为代理, 0.41 亿元为自营	
化工及化学产品	16.99	31	17.62	20	21.00	46	5.47	55
贸易方式	16.57 亿元为自营, 0.42 亿元为代理		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		5.40 亿元为自营, 705.83 万元为代理	

资料来源: 公司提供

2018年,石油及制品销售收入为6.54亿元,同比减少71%,主要系原油价格经过几次暴跌,使得成品油价格从高位回落,且受经济增速放缓、下游需求疲软的影响,成品油规模缩减,同时3号喷气燃料调整了经营方式后经营数量同比下降较大;化工材料及制品销售收入规模为21.00亿元,同比增长19%,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,2018年,公司燃料化工中成品油、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2018年营业成本支出中,现金支付占比约20%,信用证支付占比约78%,银承支付占比约2%。

(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	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	销售	成本	销售	成本	销售	成本	销售	成本
煤炭	13.38	13.13	21.02	21.23	11.71	11.52	1.85	1.82

资料来源: 公司提供

近几年来,进口煤炭与国内煤炭相比,具有一定的价格优势,公司调高了进口采购比例,其中94%来源于进口,主要进口国为印尼,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。2018年,公司对前五大客户的销售额约占煤炭业务总销售额91%,集中度很高,主要客户包括东莞源强达能源有限公司、广州辉和贸易有限公司、张家港保税区航顺电力燃料有限公司、广州振业能源有限公司和广州鑫丰润能源科技有限公司。

(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,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

西国家石油、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。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

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。2018 年，物流及其他业务板块收入为 38.16 亿元，主要来自于巨正源，同比下降 35.95%，主要系公司调整结构，减少了风险性较大的业务所致。

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 2019 年 3 月底，公司持有巨正源 40.64% 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。2017 年下半年-2018 年，OPEC 与俄罗斯为代表的产油国冻产预期提高油价，全球原油贸易量扩大。巨正源把握油品市场行情和节奏，加大销售力度，拓展下游新客，扩大油品贸易量。2018 年，巨正源营业收入同比大幅增长 169.61% 至 33.28 亿元。随着油品贸易量扩大，运输及仓储成本增加，同时，2018 年 10 月份以后国际原油市场由于需求不济，加上美国、沙特和俄罗斯持续增产，油价回落，市场快速下行，第四季度订单微利，拉低全年毛利率。2018 年，巨正源综合毛利率为 6.05%，同比下降 4.77 个百分点。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	2016 年	2017 年	2018 年
油品贸易	9.51	10.50	31.22
仓储服务	1.27	1.53	1.75
石化物流	0.28	0.32	0.30
合计	11.06	12.34	33.26

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，2018 年占比分别为 78% 和 22%。产品结构以航空煤油为主，2018 年占比为 85.33%。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；2018 年前五名供应商采购额占比为 85.78%，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、舟山聚维石油化工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；或储存于巨正源立沙岛油库后，根据市场行情分批销售（即自营模式）；2018

年油品贸易下游前五名客户集中度为 54.00%，集中度较高。

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。其中，一期建设占地 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），2019 年 7 月 1 日已取得试生产备案文件，计划 2019 年 8 月底打通整套装置生产流程。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。根据公司提供的相关资料，2018 年广东省聚丙烯消费量为 491 万吨，供需缺口约 287 万吨。目前本区域仅广州石化有 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）。截至 2018 年底，聚丙烯项目已完成投资 29.80 亿元，项目进度符合预期。未来随着项目达产，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：该项目可行性研究报告

6. 经营效率

从经营效率指标来看，2018 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 35.59 次、9.96 次和 1.25 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项目，预计总投资规模75.13亿元，截至2018年底已完成投资49.26亿元，2019年计划投资16.13亿元。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、东风本田和别克雪佛兰双品牌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。

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18 截至2018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2018年底已投资额	2019年计划投资	资金来源
广物汽贸连锁经营项目	20.00	2026年	15.00	3.00	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	4.46	0.13	自有资金、银行贷款等
丙烷脱氢制高性能聚丙烯（一期）	45.13	2019年	29.80	13.50	自有资金、定增及其他资金（银团贷款等）
合计	75.13	--	49.26	16.63	--

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 3 月底，公司共有占地面积 74.51 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，另有 61.46 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 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。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 150 亿元。截至 2015 年底，公司已收到保利地产保证金 20 亿元（其中 5 亿元拆迁补偿款确认为其他业务收入，剩余 15 亿元计入“其他应付款”，分别于 2017、2018 年退还 10 亿元和 5 亿元）。

住宅部分土地 7.00 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），2018 年 12 月收到补偿款 5.51 亿元（已到账），合计已获得补偿款 22.20 亿元，剩余 1.50 亿元。

（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（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 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 6.7 亿元（已于 2015 年计入物流及其他板块收入），截至 2019 年 3 月底，公司已收回 4.71 亿元，其余计入“其他应收款”。吉山地块已交储。

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 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2018 年处置 1 家子公司；2019 年一季度，新设成立 3 家三级子公司。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共 208 家企业，其中二级子公司 15 家；三级子公司 170 家，四级子公司 22 家。总体看，合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为

338.89 亿元，所有者权益为 121.62 亿元（其中少数股东权益 17.56 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 438.84 亿元，利润总额 43.31 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 343.50 亿元，所有者权益为 120.43 亿元（其中少数股东权益 17.67 亿元）；2019 年 1-3 月实现营业收入 84.72 亿元，利润总额 0.52 亿元。

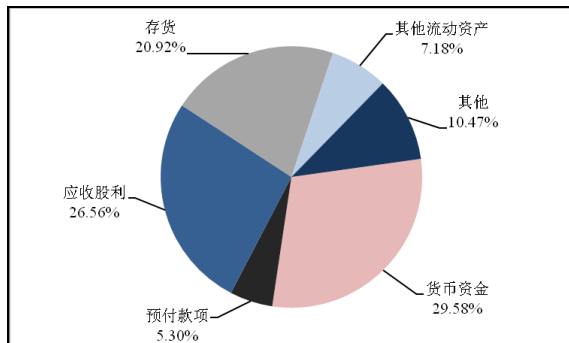
1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 338.89 亿元，其中流动资产占 54.77%，非流动资产占比为 45.23%，非流动资产占比进一步提升。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 185.61 亿元，同比下降 12.18%，主要系其他应收款减少所致，公司流动资产以货币资金、应收股利和存货为主。

图 5 2018 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 2018 年底，公司货币资金为 54.90 亿元，同比增长 10.32%；其中，银行存款占 58.79%，其他货币资金占 41.21%。其他货币资金主要为信用证、贷款、保函等保证金。截至 2018 年底，公司受限货币资金为 4.30 亿元，主要为承兑保证金。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款为 11.86 亿元，其中，应收票据为 4.14 亿元，同比增长 44.12%，应收账款为 7.72 亿元，同比下降 22.27%，主要系下游客户增加票据支付所致。应收票据以银行承兑汇票为主。应收账款中，单项金额重大并单项计提坏账准备的占

57.56%，累计计提坏账准备 10.13 亿元，计提比例为 95.12%，主要系 3 年以上难以收回的应收款项；采用账龄分析法计提坏账准备的占 25.35%，1 年以内的占 93.69%，账龄较短；其中应收账款前五名合计占比为 46.14%，已全额计提坏账准备；公司累计计提坏账准备 10.78 亿元，综合计提比例为 58.27%，计提充分。

截至 2018 年底，公司预付款项为 9.84 亿元，同比下降 27.84%，主要系公司汽车贸易量下降，金属材料、能源板块继续调整结构，为降低贸易风险，减少预付款采购所致。公司预付款项中，账龄 1 年以内占 66.14%；3 年以上的占 32.87%（坏账计提比例为 91.75%，计提较为充分）。

表 19 截至 2018 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
佛山市顺德区顺路钢铁贸易有限公司	1.38	9.74	1.38
阳春新钢铁有限责任公司	0.61	4.32	--
上汽通用五菱汽车股份有限公司	0.61	4.28	--
东风本田汽车有限公司	0.51	3.59	--
一汽-大众销售有限责任公司	0.49	3.49	--
合计	3.59	25.42	1.38

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司应收股利为 49.30 亿元，同比保持稳定，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。

2018 年，公司其他应收款为 7.45 亿元，同比减少 18.79 亿元，主要系鱼珠地块三旧改造项目住宅部分收到土地补偿款所致。剩余应收广州市土地开发中心土地款 2.02 亿元。

截至 2018 年底，公司存货为 38.83 亿元，同比下降 13.06%，主要以库存商品（占 85.14%）为主，包括汽车、钢材等产品，公司存货计提跌价准备 0.96 亿元，计提比例较低，考虑到大

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 2018 年底，公司其他流动资产同比小幅下降至 13.32 亿元，其中，待抵扣进项税为 5.32 亿元，理财产品为 7.27 亿元。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 153.27 亿元，同比保持稳定，以投资性房地产（占 39.70%）、固定资产（占 11.28%）、在建工程（占 16.57%）和无形资产（占 11.98%）为主。

截至 2018 年底，公司持有至到期投资为 0（截至 2017 年底为 14.61 亿元），系公司处置广物房地产相关的红塔资产宏达 8 号一期和二期专项资产管理计划所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 10.06 亿元，同比减少 8.14 亿元，主要系转让广物房地产（7.46 亿元）所致。

投资性房地产为公司最主要的非流动资产，截至 2018 年底，公司投资性房地产为 60.84 亿元，同比小幅下降 4.30%，主要系根据 2018 年广东世华行资产评估房地产土地估价顾问有限公司出具的评估报告确定的投资性房地产公允价值减少所致。公司投资性房地产主要由土地使用权（占 40.50%）和房屋建筑物（占 59.50%）构成。公司投资性房地产项目包括中达广场和部分鱼珠地块等。

截至 2018 年底，公司固定资产为 17.29 亿元，同比保持稳定。期末固定资产主要由房屋建筑物（占 40.24%）、运输设备（占 18.00%）及电子设备（占 8.30%）构成。

截至 2018 年底，公司在建工程为 25.40 亿元，同比增加 21.85 亿元，主要系丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目投资增加所致。

截至 2018 年底，公司无形资产为 18.36 亿元，同比增长 13.36%。公司无形资产以土地使用权（18.06 亿元）为主，截至 2018 年底，公司无形资产已累计摊销 1.34 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额合计 343.50 亿元，较 2018 年底增长 1.36%。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 53.60% 和 46.60%，资产构成仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金和其他流动资产分别较上年底减少 3.62 亿元和 6.83 亿元；存货为 46.84 亿元，较上年底增加 8.01 亿元，主要系金属集团一季度增加采购所致。非流动资产中，在建工程较上年底增加 7.15 亿元至 32.55 亿元。

截至 2018 年底，公司受限资产账面价值合计 39.66 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 19.39 亿元；巨正源聚丙烯在建工程受限 4.85 亿元，因融资租赁及银行抵押借款受限的东莞、茂名储油罐及附属设施和码头及附属设施共 5.11 亿元，用于抵押贷款的土地 3.55 亿元。

跟踪期内，随着广物房地产股权转让及鱼珠地块土地补偿款的回收，公司资产规模有所下降。随着丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目建设，公司非流动资产占比不断提升。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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 121.62 亿元，同比增长 20.10%，主要系出售广物地产股权后的投资收益已确认，净利润转入增加所致。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 85.57%，主要由实收资本（占 28.83%）、资本公积（占 26.52%）、其他权益工具（占 8.65%）和未分配利润（占 32.24%）构成。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 120.43 亿元，较 2018 年底基本保持稳定，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 2018 年底，公司负债合计 217.26 亿元，同比下降 17.46%，主要系短期借款大幅减少所致。从负债结构看，流动负债占 56.46%，非流动负债占 43.54%，流动负债占比同比下降 12.54 个百分点。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债合计 122.67 亿元，同比下降 32.46%，公司流动负债主要以短期借款（占 26.22%）、应付票据（占 36.50%）、应付账款（占 8.18%）、预收款项（占 9.67%）和其他应付款（占 7.79%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 32.17 亿元，同比大幅减少 46.83 亿元，主要系出售广物房地产股权产生大额现金回流，原有业务规模调整减少，公司主动压降刚性负债，降低资产负债率所致；公司短期借款主要以信用借款（占 62.78%）和保证借款（占 30.96%）为主。

截至 2018 年底，公司应付票据为 44.78 亿元，同比保持稳定。公司应付票据以银行承兑汇票（占 94.44%）为主。公司应付账款为 10.03 亿元，同比下降 43.31%，预收款项为 11.86 亿元，同比下降 28.35%，均系业务规模下降所致。

截至 2018 年底，公司应交税费为 12.14 亿元，同比增加 8.52 亿元，主要系转让广物房地产股权所致。公司其他应付款为 9.56 亿元，同比减少 8.04 亿元，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 5.00 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 2018 年底，公司非流动负债为 94.59 亿元，同比增长 15.94%，主要由长期借款（占 53.44%）、应付债券（占 33.83%）和递延所得税负债（占 11.66%）构成。

跟踪期内，公司进一步压缩短期借款的同时运用长期借款来支撑产业结构的调整，降低短期刚性负债。截至 2018 年底，长期借款为 50.55 亿元，同比增加 29.38 亿元，其中质押借

款占 9.95%，抵押借款占 11.65%，保证借款占 58.62%，信用借款占 19.78%，新增借款主要为保证借款。截至 2018 年底，公司应付债券为 32.00 亿元，同比减少 14.90 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 223.07 亿元，较上年底增长 2.68%。其中，长期借款增加 7.77 亿元至 58.32 亿元。其他科目较 2018 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 160.37 亿元（无外币债务），同比下降 17.27%；其中短期债务占 48.05%，长期债务占 51.95%，短期债务比重较 2017 年底明显下降，债务结构与资金用途匹配度较高。

从债务指标来看，截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率同比分别下降 8.10 和 8.22 个百分点，长期债务资本化比率随债务结构的优化有所增长，上述指标分别为 64.11%、56.87% 和 40.65%。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 169.37 亿元，其中短期债务占 45.50%，长期债务占 54.50%，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 66.77%、60.06% 和 45.04%。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务为 164.02 亿元，较上年底增长 2.28%。截至 2019 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 64.94%、57.66% 和 43.07%，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 173.02 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 67.56%、60.83% 和 47.33%。

跟踪期内，受益于广物房地产股权转让及三旧改造项目土地补偿带来的现金回流，公司债务结构持续优化，债务负担明显减轻。

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。跟踪期内，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，逐步缩小盈利能力较弱的钢材燃料等贸易行业的经营规模，公司 2018 年营业收入及营业成本分别同比下降 18.86% 和 19.15%，公司营业利润率同比增长 0.33 个百分点至 5.07%。

2018 年，受益于债务规模下降，公司财务费用同比下降 17.83% 至 6.44 亿元，销售费用和管理费用同比保持稳定，期间费用同比下降 4.44% 至 22.96 亿元。当期财务费用中汇兑损失为 1613.17 万元（2017 年为 685.35 万元）。2018 年，公司期间费用率为 5.23%，同比增长 0.79 个百分点。总体看，公司期间费用控制能力较强，但仍对利润形成较大侵蚀。

2018 年，公司资产减值损失为 -9.39 亿元，主要来自 2018 年出清的“僵尸企业”归还母公司欠款导致坏账损失转回 36.86 亿元（其中广东省金属材料公司 27.20 亿元）和针对“僵尸企业”计提的长期股权投资减值损失 26.68 亿元。总体看，资产减值损失转回对当期利润影响较大，未来转回的不确定性较大。

非经营性损益方面，2018 年，投资收益为 37.76 亿元，主要来自广物房地产股权转让确认的投资收益；占当期营业利润的 89.47%，为当期公司利润的重要来源。2018 年，公司公允价值变动收益为 -4.46 亿元，主要系投资性房地产公允价值下降 4.47 亿元。同期，公司营业外收入为 1.24 亿元，同比下降 10.01%，主要来自于政府补助和收回前期已减值款项 4744.67 万元。

2018 年，公司非经常性损益（资产减值损失+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 101.42%，非经常性损益对利润总额贡献大。

盈利能力指标方面，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 15.85% 和 31.37%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 84.72 亿元，同比下降 21.62%，主要系汽贸板块和金属板块受市场环境较大影响所致；同期，公司利润总额为 0.52 亿元，同比下降 27.69%，主要系经营规模下降所致。

跟踪期内，受大宗商品市场行情、行业政策及公司战略调整综合影响，公司经营规模有所下降，期间费用对利润侵蚀较大，利润总额对非经常性损益依赖程度高，主业盈利能力有待提高。

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。2018 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 559.97 亿元，同比下降 12.67%；其中收到其他与经营活动有关的现金 44.58 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 527.48 亿元，同比下降 14.49%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 489.14 亿元，支付其他与经营活动有关的现金为 17.10 亿元，同比下降 41.97%，主要系业务调整且规模下降所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 32.49 亿元，同比增长 33.67%。从收入实现质量来看，2018 年，公司现金收入比为 117.44%，同比提高 6.99 个百分点，收入实现质量较好。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 179.34 亿元，其中，收回投资收到的现金为 67.06 亿元，主要系转让广物房地产股权产生的现金回流及收回持有至到期投资；收到其他与投资活动有关的现金为 109.65 亿元，同比下降 58.87%，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 173.98 亿元，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 26.61 亿元，同比大幅增加 18.84 亿元，主要系聚丙烯项目投资增加所致；投资支付的现金为 37.94 亿元，主要系物产集团注资广东省金属材料公司等 5 家公司 36.90

亿元；支付其他与投资活动有关的现金为 109.43 亿元，同比下降 60.15%，主要为投资理财产品支付的现金。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 5.36 亿元，同比由流出转为流入。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入量为 160.36 亿元，主要由取得借款收到的现金 112.47 亿元（同比减少 66.79 亿元）构成。吸收投资收到的现金为 9.68 亿元，系发行的两期永续中票。同期，筹资活动产生的现金流出为 197.15 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2018 年，收到/支付其他与筹资活动有关的现金分别为 38.21 亿元和 35.96 亿元，同比分别增加 27.67 亿元和 10.53 亿元，主要系黄金租赁业务所致；2018 年，公司筹资活动净现金流为 -36.79 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金净流量为 -8.77 亿元（上年同期为 -1.85 亿元）；投资活动产生的现金净流量为 1.22 亿元，购建固定资产、无形资产等支付的现金为 6.54 亿元；筹资活动产生的现金净流量为 3.40 亿元。

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效缓解资金压力。但考虑到在建项目未来仍需继续投入，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，截至 2018 年底，由于流动负债规模下降，公司流动比率和速动比率分别为 151.31% 和 119.66%，同比分别增加 34.93 个百分点和 27.87 个百分点。截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 152.69% 和 113.85%。2018 年，公司经营性现金流动负债比为 26.48%，同比增加 13.10 个百分点。跟踪期内，受益于广物房地产股权转让带来的现金回流，公司短期偿债能力大幅提高。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 7.49 倍（2017 年为 2.44 倍），公司全部债务/EBITDA 为 3.03 倍（2017

年为 10.16 倍），公司长期偿债能力同比大幅提升。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.54 亿元，被担保企业目前经营正常。总体看，公司或有负债风险很小。

截至 2019 年 3 月底，公司授信总额为 363.71 亿元，未使用信用额度为 182.00 亿元，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 208.36 亿元，流动资产为 50.47 亿元，非流动资产为 157.89 亿元。流动资产主要由货币资金（27.92 亿元）、其他应收款（15.36 亿元）和其他流动资产（7.03 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（139.92 亿元）和投资性房地产（16.30 亿元）构成。

截至 2018 年底，母公司负债合计 102.49 亿元，主要由短期借款（14.04 亿元）、其他应付款（42.94 亿元）、长期借款（10.00 亿元）和应付债券（32.00 亿元）构成。债务结构较为均衡。

截至 2018 年底，母公司所有者权益为 105.87 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

母公司作为控股平台，基本无经营收入，2018 年营业收入为 0.25 亿元，利润总额为 32.25 亿元，主要系资产减值损失转回 37.16 亿元。2018 年，母公司财务费用为 1.77 亿元，投资收益为 1.47 亿元，公允价值变动收益为 -4.57 亿元。

2018 年，母公司经营活动现金流入为 68.85 亿元，主要由收到其他与经营活动有关的现金 66.56 亿元构成；经营活动现金流出为 44.85 亿元，主要由支付其他与经营活动有关的现金 44.29 亿元构成，经营活动产生的现金流量净额为 24.00 亿元。投资活动产生的现金流量净额为 14.61 亿元，主要由购买和赎回理财产品产

生的现金流为主。筹资活动产生的现金流量净额为-25.52 亿元，主要由收到/支付其他与筹资活动有关的现金构成。

总体看，母公司作为控股平台，无实际经营业务，利润来源以非经营性收益为主；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，每个工作日对下属子公司进行资金归集，母公司偿债能力较强。

8. 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 2019 年 7 月 19 日，公司本部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。

9. 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极强。

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 41.00 亿元，其中有 16.00 亿元将于一年内到期（2020 年 7 月底之前）。

截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限制货币资金）为 46.58 亿元，为一年内到期债券余额的 2.91 倍。2018 年，公司经营现金流入量为 559.97 亿元，为应付债券余额的 13.66 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 20 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2018 年
一年内到期债券余额	16.00

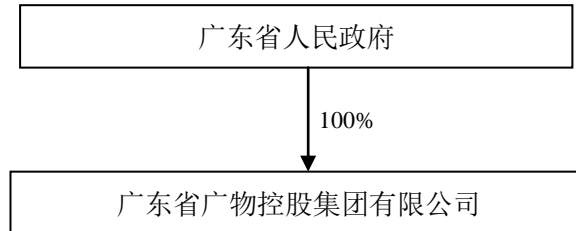
现金类资产/一年内到期债券余额	2.91
经营活动现金流入量/应付债券余额	13.66
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.79
EBITDA/应付债券余额	1.29

资料来源：联合资信整理

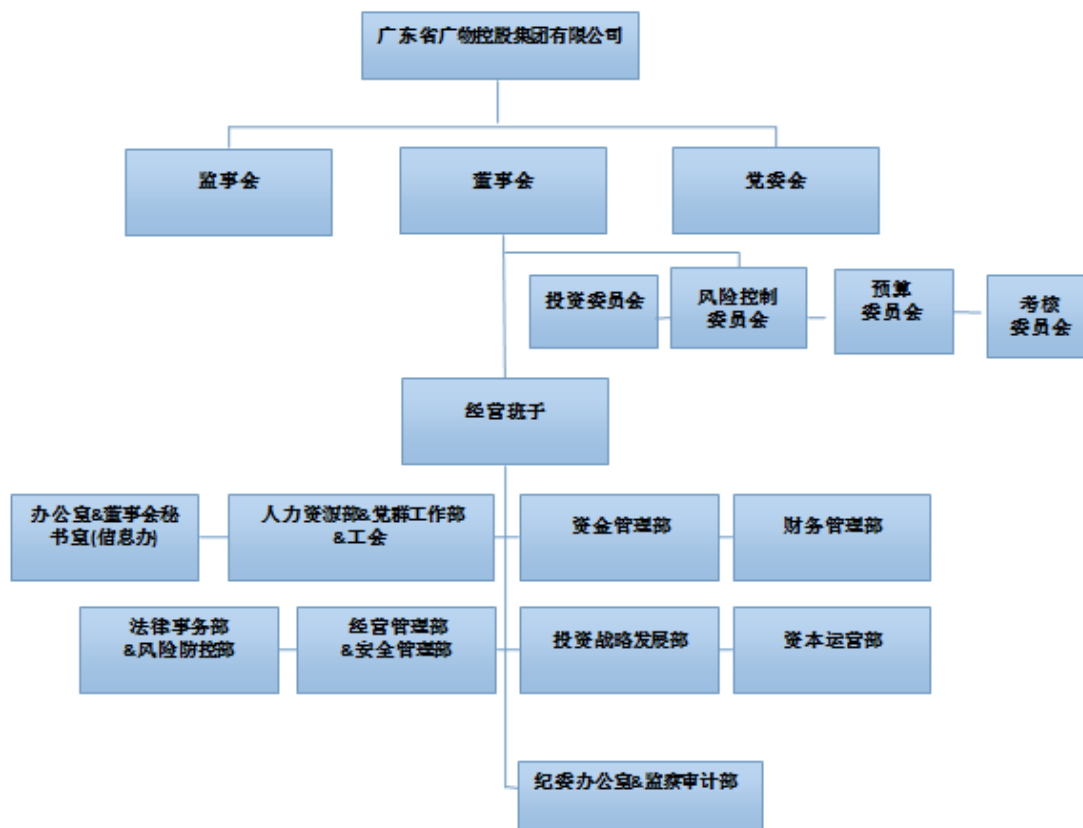
十二、结论

综合评估，联合资信确定将公司主体长期信用等级由 AA⁺调整为 AAA，将“15 粤物资 MTN001”“16 广物控股 MTN001”“18 广物控股 MTN001”及“18 广物控股 MTN002”的信用等级由 AA⁺调整为 AAA，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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.43	52.55	54.86	46.58
资产总额(亿元)	349.71	364.48	338.89	343.50
所有者权益(亿元)	87.53	101.27	121.62	120.43
短期债务(亿元)	149.51	135.24	77.07	72.91
长期债务(亿元)	37.90	58.62	83.31	91.12
全部债务(亿元)	187.42	193.86	160.37	164.02
营业收入(亿元)	446.12	540.86	438.84	84.72
利润总额(亿元)	3.78	7.91	43.31	0.52
EBITDA(亿元)	13.43	19.08	52.95	--
经营性净现金流(亿元)	13.51	24.30	32.49	-8.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.31	40.34	35.59	--
存货周转次数(次)	9.00	11.75	9.96	--
总资产周转次数(次)	1.25	1.51	1.25	--
现金收入比(%)	113.18	110.45	117.44	109.64
营业利润率(%)	5.14	4.74	5.07	5.75
总资本收益率(%)	3.76	4.40	15.85	--
净资产收益率(%)	3.77	5.09	31.37	--
长期债务资本化比率(%)	30.22	36.66	40.65	43.07
全部债务资本化比率(%)	68.16	65.69	56.87	57.66
资产负债率(%)	74.97	72.22	64.11	64.94
流动比率(%)	113.07	116.38	151.31	152.69
速动比率(%)	88.83	91.79	119.66	113.85
经营现金流动负债比(%)	7.65	13.38	26.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.69	2.44	7.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.96	10.16	3.03	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.2016-2017 年短期债务包含“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；5.2016-2019 年 3 月底，所有者权益中分别包含 18 亿元、18 亿元、9 亿元和 9 亿元的永续中期票据

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	
总资产收益率	(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 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 4-3 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