

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1187 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持武汉经济发展投资（集团）有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“12武经发MTN1”、“12武经发MTN2” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

武汉经济发展投资（集团）有限公司

中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定
上次评级结果：AA⁺ 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 武经发 MTN1	3.5 亿元	2012/6/18-2017/6/18	AA ⁺	AA ⁺
12 武经发 MTN2	4.5 亿元	2012/12/27-2017/12/27	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间：2015 年 7 月 10 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.15	20.57	19.91	34.04
资产总额(亿元)	235.95	280.80	345.36	355.82
所有者权益(亿元)	77.08	86.71	104.98	107.01
长期债务(亿元)	39.03	50.60	81.47	88.40
全部债务(亿元)	95.18	126.67	159.12	183.93
营业收入(亿元)	59.18	69.06	125.99	19.97
利润总额(亿元)	9.96	9.90	12.59	2.29
EBITDA(亿元)	13.91	18.65	25.53	--
经营性净现金流(亿元)	-2.95	-10.38	-12.21	-8.33
营业利润率(%)	26.07	23.98	19.30	30.07
净资产收益率(%)	10.13	8.36	8.90	--
资产负债率(%)	67.33	69.12	69.60	69.92
全部债务资本化比率(%)	55.25	59.36	60.25	63.22
流动比率(%)	139.39	160.91	167.45	190.33
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	6.79	6.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	2.38	2.23	--
经营现金流负债比(%)	-2.82	-9.53	-9.58	--

注：1.2012 年数据依据经审计的模拟重组事项完成后的财务数据计算而得；2.其他流动负债和应付债券中的短融和超短融已计入短期债务及相关计算指标；3.长期应付款中融资租赁款计入长期债务及相关计算指标；4.2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

黄静雯 姜 帆

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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，武汉经济发展投资（集团）有限公司（以下称“公司”）作为武汉市政府直属的国有投资公司和产业型投资公司，在武汉市国资委的支持下完成资产重组，资产及收入规模快速增长，投资范围持续扩大，部分企业具备良好的增值空间。联合资信也关注到，公司对新纳入合并范围企业控制力有待加强，资产流动性及使用效率偏低，有息债务快速增加，经营活动现金流净额持续为负等因素对公司经营及发展产生的负面影响。

跟踪期内，公司新增商贸业务对营业收入形成重大贡献，重点发展的盈利能力较强的金融服务业务已初见规模和投资成效，股权投资的多家公司经营业绩显著增长，且具有良好的发展前景和增值空间，未来公司整体的资产质量和盈利水平有望改善，这有助于支持公司整体信用基本面。

综合考虑，联合资信维持武汉经济发展投资（集团）有限公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 武经发 MTN1”和“12 武经发 MTN2”AA⁺的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司新增商贸业务发展迅速，对公司收入形成有力支撑。
2. 公司金融服务业务盈利能力较强，经过大力拓展已初见规模和成效，且具备良好发展前景。
3. 跟踪期内，公司股权投资范围扩大，其中多家企业经营业绩显著增长，对公司当期利润贡献较大，且具有较好的增值空间。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力好。

关注

1. 公司对资产重组后新划入的武汉商贸国有控股集团有限公司实际控制力有待加强，管理效率有待提升。
2. 跟踪期内，公司整体盈利水平仍然较低，投资收益对利润水平贡献较大。
3. 公司存在大量的应收款项，资产流动性及资金使用效率有待提升。
4. 跟踪期内，公司债务规模快速扩大，负债水平持续上升。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与武汉经济发展投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与武汉经济发展投资（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因武汉经济发展投资（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由武汉经济发展投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于武汉经济发展投资(集团)有限公司主体长期信用及存续期内债券“12 武经发 MTN1”和“12 武经发 MTN2”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

武汉经济发展投资(集团)有限公司(以下简称“公司”或“经发投集团”)系经武汉市委办公厅武办文[2005]28号文件批准,由武汉市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“武汉市国资委”)负责组建成立,并于2005年8月领取了注册号为4201001104053的企业法人营业执照。根据武办文[2005]28号文件,公司由原属市委、办、局持有的武汉开发投资有限公司(以下简称“开发投公司”)、武汉交通建设投资有限公司(以下简称“交通投公司”)、武汉工业国有投资有限公司(以下简称“工业投公司”)、武汉建设投资有限公司(以下简称“建设投公司”)、武汉市农业投资有限公司(以下简称“农业投公司”)、武汉火炬科技投资有限公司、长江经济联合发展股份有限公司武汉公司(以下简称“武汉长发公司”)、武汉市创业担保有限责任公司和武汉市民发信用担保有限公司共九家单位国有股权合并重组而成。2012年底,根据《武汉市人民政府国有资产监督管理委员会关于推进武汉经济发展投资(集团)有限公司重组工作的函》,武汉市国资委将所持有的武汉商贸国有控股集团有限公司(以下简称“商贸控股”)51%的股权无偿划转给公司;同时,以公司原所持有的武汉长江通信产业集团股份有限公司(股票代码600345.SH,以下简称“长江通信”,公司原对其合并持股31.27%)18.08%的股份对武汉邮电科学研究院全资子公司武汉烽火科技有限公司(以下简称“烽火科技”)进行增资,并获得烽火科技4.62%股权。上述重组事项已于2014年6月完成全部划转手续。根据2014年1

月武汉市人民政府办公厅发布《市人民政府办公厅转发关于市公安局所属保安企业脱钩改制实施方案的通知》(武政办[2014]17号),同意将市公安局所属武汉市融威押运保安服务有限公司整体移交给公司。

公司为国有独资公司,控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会(附件1-1)。公司注册资本人民币40亿元,截至2015年3月底,公司实收资本36.19亿元。

公司经营范围:开展能源、环保、高新技术、城市基础设施、农业、制造业、物流、房地产、商贸、旅游等与产业结构调整关联的投资业务;企业贷款担保、个人消费贷款担保;信息咨询;建筑装饰材料、金属及非金属材料、农副产品、机械电器批发零售;仓储服务。(国家有专项规定的项目经审批后方可经营)

截至2015年3月底,纳入公司合并范围二级子公司12家(附件1-3);公司本部设人力资源部、投资发展部、计划财务部、资产管理部、小贷管理部、金融部、审计部、法务部、生活服务中心、资金管理中心、综合管理部共11个部门(附件1-2)。

截至2014年底,公司合并资产总额为345.36亿元,所有者权益合计为104.98亿元(其中少数股东权益50.54亿元)。2014年,公司实现营业收入125.99亿元,利润总额12.59亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额为355.82亿元,所有者权益合计为107.01亿元(其中少数股东权益52.19亿元)。2015年1-3月,公司实现营业收入19.97亿元,利润总额2.29亿元。

公司注册地:武汉市江汉区长江日报路77号;法定代表人:马小援。

三、宏观经济和政策环境

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现

为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存

贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司目前投资范围以实业投资、金融服务产业为主，涉及生产资料流通、物流及金融服务业等行业。

1. 行业分析

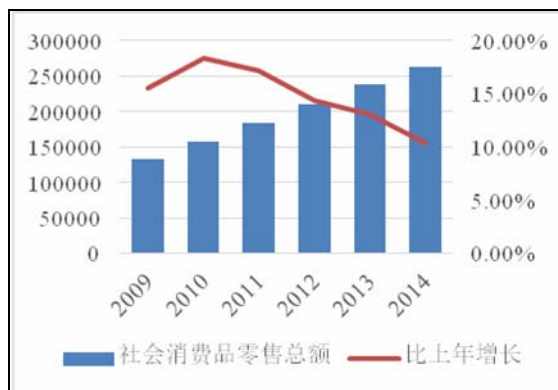
（1）生产资料流通

生产资料流通行业受宏观经济形势影响较大，2013 年生产资料行业保持平稳向好运行态势，生产资料流通规模增速全年基本保持平稳；需求温和回升，出口形势好转，但产能过剩、供大于求的矛盾依旧突出；市场价格继续波动下行，但波动幅度较上年略有收窄；企业效益有所好转，利润下滑趋势减缓，但未能实现企稳回升。2013 年，由于需求回升缓慢，供需矛盾突出，市场价格延续震荡下行走势。1-12 月，生产资料市场累计平均价格，比去年

同期下降 4.6%，降幅较上年收窄 1 个百分点；比年初下降 1.2%，降幅较上年收窄 0.3 个百分点。从走势上看，全年曾出现三个回升阶段，分别是 1-2 月、8-9 月和 12 月，但因回升幅度较小，持续时间较为短暂，未能扭转全年价格低迷态势。从监测的大类品种看，12 月份黑色金属、有色金属和机电类产品价格继续下行，环比分别下降 0.1%、0.9% 和 0.2%，但跌幅分别收窄 0.6、0.3 和 0.2 个百分点；化工产品 and 汽车价格止跌回升，环比分别上涨 0.8% 和 1.5%；原煤、成品油和建材类产品价格继续上涨，环比分别上涨 13.3%、3.2% 和 1.1%，涨幅分别扩大 12.8、3.1 和 0.4 个百分点；木材类产品价格保持平稳，环比与上月基本持平。根据中国物流信息中心数据，2014 年 11 月份，生产资料市场整体供需格局未有明显改善，市场价格延续下行走势，但受煤炭需求增长、基建投资回升和房地产政策调整等因素影响，降幅有所收窄。当月环比下降 0.77%，降幅较上月收窄 0.83 个百分点；同比下降 6.11%，降幅较上月扩大 0.5 个百分点。1-11 月，累计平均价格，同比下降 4.01%，比年初下降 2.74%。从监测的九大类产品看，原煤价格继续上涨。建材类产品价格止跌回升。黑色金属、有色金属、化工产品、成品油等其他 7 大类产品价格继续下降。其中，黑色金属和有色金属价格降幅明显收窄，收窄幅度超过 2 个百分点。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



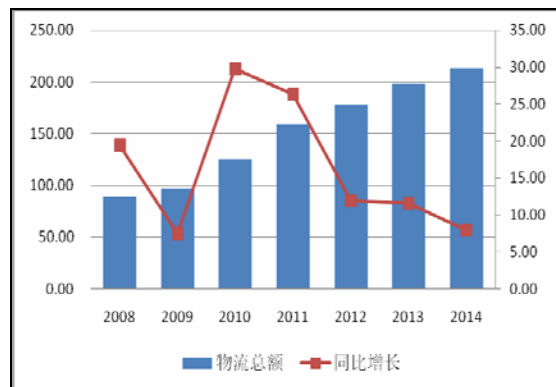
资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场较低的起点，经济

发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(2) 物流行业

图2 中国物流总额及增长率



资料来源：Wind 资讯

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展的环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2014 年全国社会物流总额 213.50 万亿元，同比增长 7.94%，增幅比上年回落 3.63 个百分点。从社会物流总额的构成情况看，工业品物流总额 196.90 万亿元，同比增长 8.48%，增幅比上年回落 1.22 个百分点。进口货物物流总额 12.0 万亿元，同比下降 0.83%，增幅比上年回落 6.41 个百分点。2014 年全国物流业增加值为 3.5 万亿元，同比下降 10.26%。受宏观经济增速放缓影响，物流需求规模速减缓、物流服务价格低位震荡、物流企业盈利能力偏弱，经济运行中的物流成本依然较高；物流市场分化明显，物流行业转型升级加快。

2014 年 11 月 18 日，国家发改委、交通部、商务部、国家铁路局、中国民航局、国家邮政局及国家标准委 11 月 18 日联合印发《关于我国物流业信用体系建设的指导意见》。《意见》提出了加强物流信用服务机构培育和监管、推进信用记录建设和共享、积极推动信用记录应用、开展专业物流领域信用建设试点、加强物

流信用体系建设的组织协调等十余项措施。

《意见》对建立健全物流业信用体系，营造公平竞争、诚信经营的市场环境，发挥市场在物流资源配置中的决定性作用和更好地发挥政府作用，促进物流业加快转型升级；对于降低社会物流成本，提高物流效率，提升经济运行的质量和效益具有重要意义。

总体看，中国物流环境和条件不断改善，各行业增长带动大宗商品物流需求的上升；在相关政策支持下，武汉市物流设施进一步完善，为物流行业企业的发展带来机遇。

（3）金融服务

随着中国经济的快速发展，金融服务业获得了长足进步，金融资产总量快速增长，金融服务业成为增长最快的产业之一，已基本形成了与建设社会主义市场经济体系相适应的以银行、保险、证券、信托为四大支柱、以其他非银行金融业为补充的金融服务业体系。作为湖北省省会，武汉已初步形成银行、证券、保险、期货、信托、租赁、基金等各业并举，中外机构并存、功能较为完备、运行较为稳健的多元化金融服务体系，并持续推进区域金融中心建设工作。2014 年末总部设在武汉的金融机构 19 家。在武汉设立或筹建后台服务中心的金融机构 33 家。上市公司累计 60 家，其中，境外 15 家，境内 45 家。截至 2014 年末，武汉市金融机构本外币存款余额 16268.71 亿元，比年初增加 1353.02 亿元；金融机构本外币贷款余额 14463.40 亿元，增加 1659.52 亿元。总体看，武汉市位于中部地区崛起规划的区位优势，经济持续较快增长，金融环境逐步优化，这为该地区金融行业的发展提供了良好的环境。

2. 区域经济

武汉市位于中国中部，是湖北省省会和政治、经济及文化中心，总面积8494平方公里，常住人口1033.80万人。武汉历来被称为“九省通衢”之地，是中国重要的工业基地，是长江中游的商贸金融中心，是国家重要的科教基

地之一，武汉是国家首批沿江对外开放的城市之一，也一直是外商投资中西部的热点地区和首选城市之一。

经济增长方面，2014年武汉市地区生产总值10069.48亿元，突破万亿大关，按可比价格计算，比上年增长9.7%。其中，第一产业增加值350.06亿元，增长5.0%；第二产业增加值4785.66亿元，增长10.2%；第三产业增加值4933.76亿元，增长9.5%。一、二、三产业比重由上年的3.7:48.6:47.7调整为3.5:47.5:49.0。第三产业占比提高1.3个百分点。

财政实力方面，2014年武汉市全年公共财政预算总收入1968.46亿元，比上年增长15.5%。地方公共财政预算收入1101.02亿元，增长15.6%。其中，税收收入906.76亿元，增长14.3%；非税收入194.26亿元，增长22.0%。

2014年武汉市社会消费品零售总额4369.32亿元，比上年增长12.7%。其中，限额以上企业零售额3183.23亿元，增长15.4%。按行业分，批发零售业零售额3966.10亿元，增长12.8%；住宿餐饮业零售额403.22亿元，增长10.8%。

总体看，近年来武汉市经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司，控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会。公司注册资本人民币40亿元，截至2015年3月底，公司实收资本36.19亿元。

2. 人员素质

目前，公司有董事长、总经理、副总经理、总会计师、总经济师等17名高级管理人员，均具有本科及以上学历。

公司董事长兼党委书记马小援先生，1951年生，博士学位，正高级经济师职称，享受国务院专家津贴；历任武汉市江岸区委办公室主任、区委常委、区委副书记，武汉市委办公厅

副主任、市委保密办主任、市保密局局长，武汉市委副书记、市纪委书记，中共黄陂区委书记、区人大常委会主任；现任公司党委书记、董事长，武汉市人大代表。武汉市劳动模范。

公司总经理谌赞雄先生，1963年生，博士学位，高级经济师职称；曾任中国工商银行武汉市信托公司资金计划部经理、上海证券部总经理，中国人民银行武汉市分行非银行监管处科长，武汉科技信托投资公司总经理，武汉市农村信用合作社联合社主任助理、副主任，武汉农村商业银行行长、董事、党委副书记；现任公司党委副书记、副董事长、总经理。

截至2015年3月底，公司本部在职员工97人，其中硕士及以上学历占55%，本科学历占37%，大专及以下学历占8%；本部员工构成以管理人员为主，占95%，其余为后勤人员；从年龄构成来看，本部员工30岁以下的占20%，30~50岁的占64%，50岁以上的占16%。

总体上，公司高层管理人员均长期担任重要领导职务，管理经验丰富，综合素质较高；公司员工平均文化水平较高。

3. 政府支持

公司是武汉市政府直属的四大国有投资公司之一，是武汉市政府唯一的产业型投资公司。在公司成立之初，武汉市政府即对公司的职能和运营目标给予了明确定位。公司作为政府投资责任主体，执行政府经济、产业政策，负责对相关联的项目进行投融资活动。政府安排给有关行业、部门有偿使用的专项建设资金，由有关委办局根据产业发展规划，提出投资项目预算，报市政府审核后，由市财政通过公司组织实施（《市委办公厅市政府办公厅转发市国资委《关于组建武汉经济发展投资（集团）有限公司》的实施方案》的通知，武办文[2005]28号）。

公司成立之初即拥有武汉祥龙电业（集团）股份有限公司（SH.600769）、武汉高新热电股份有限公司（以下简称“高新热电”）、华能武汉发电有限责任公司（阳逻电厂）和一大

批“路、桥、港、站”交通基础设施重点工程等优质股权。

2012年底，根据《武汉市人民政府国有资产监督管理委员会关于推进武汉经济发展投资（集团）有限公司重组工作的函》，武汉市国资委将所持有的武汉商贸国有控股集团有限公司（以下简称“商贸控股”）51%的股权无偿划转给公司；同时，以公司原所持有的武汉长江通信产业集团股份有限公司（股票代码 600345.SH，以下简称“长江通信”，公司原对其合并持股 31.27%）18.08%的股份对武汉邮电科学研究院全资子公司武汉烽火科技有限公司（以下简称“烽火科技”）进行增资，并获得烽火科技股权。上述重组事项已于2014年6月完成全部划转手续。

根据2014年1月武汉市人民政府办公厅发布《市人民政府办公厅转发关于市公安局所属保安企业脱钩改制实施方案的通知》（武政办[2014]17号），同意将市公安局所属武汉市融威押运保安服务有限公司整体移交给公司。移交日，武汉市融威押运保安服务有限公司以净资产7064.31万元无偿划入公司，公司同时增加武汉市国资委的资本金投入，计入实收资本科目。

根据《市人民政府关于试行国有资本经营预算的实施意见》（武政[2012]21号文）以及经批准调整的2014年度国有资本预算，武汉市国资委拨付给本公司2000万元，用于国有资本金注入，计入实收资本科目。

公司持续获得政府补贴资金支持，2012~2014年分别为1245.08万元、2690.04万元和4871.49万元，其中2014年政府补助主要包括：商贸控股公司承担国家应急物资储备服务职责获得的储备费用补贴1339.17万元、牛肉专供补贴419.31万元，武汉万信投资有限责任公司获得的鄂州市财政拨款补助1074.98万元、武汉信用公司获得的个人创业和中小企业担保补偿款446.53万元。2014年一季度，公司获得政府补助1136.38亿元。上述政府补助均计入“营业外收入”科目。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司定位于股权和资本经营类企业，将直接股权投资、债权投资以及投资控股型的资产经营作为主要的经营方式。收益一方面是来源于长期持有的控股公司的经营利润，另一方面来自阶段性持有的，通过转让实现的股权增值收益。现阶段，公司存量的股权投资项目仍处整合阶段，而新投项目尚在培育期，因此近几年收入主要来源于控股企业的经营收入，但由于控股企业的经营格局尚在形成之中，规模相对较小。目前，为避免政府指令性项目建设与公司经营性项目相互影响，公司所有经营业务均由下属企业负责具体运营，政府指令性任务一般多由本部直接负责。

资产重组完成后，2013年起商贸控股纳入公司合并范围，长江通信不再纳入公司合并范围，公司主营业务划分如表2所示。按照重组后的模拟数据追溯至2012年，随着商品贸易收入大幅增长，2012~2014年公司营业收入分别为59.18亿元、69.06亿元和125.99亿元，年均复合增长45.53%，此外金融服务、控股公司服务等板块对此也有不同程度贡献。公司最主要的利润来源为金融服务业。2012~2013年，以商贸控股为主要经营主体的综合物流服务业是公司最主要的收入来源、第二大利润来源；2014年以长江佳实为经营主体的商品贸易收入大幅扩张，公司最主要的收入来源变更为商品贸易，而综合物流服务业仍为第二大利润来源。2013年，由于油脂价格下跌造成食用油加工运输业务下滑，综合物流服务收入同比下降3.16%；2014年，尽管相关产品油脂价格继续下降，但长江沙鸥为拓展重庆市场，其营业收入同比增幅较快，另外商业储运的轿车运输业务发展迅速，其营业收入较上年增幅较

大，故2014年综合物流服务收入同比增长5.94%。商品贸易业务系于2013年7月成立的子公司武汉长江佳实贸易有限公司完成的贸易业务收入，成立以来发展迅速，2013年7~12月实现收入9.76亿元，占当期营业收入的14.13%；2014年实现收入55.13亿元，占当期营业收入的43.76%。2014年金融服务和控股公司服务业务发展良好，分别实现收入19.30亿元和6.12亿元，同比分别增长72.17%和0.66%；金融服务收入大幅增长主要系武汉市融威押运保安服务有限公司进入公司报表合并范围所致。受项目进度影响，近三年房地产业务收入存在一定波动，分别为5.04亿元、3.57亿元和5.43亿元。公司其他业务包括租赁、典当及其他零星业务，收入占比小。

从毛利率情况来看，公司金融服务业务毛利率保持高位，是公司最主要的利润来源；综合物流服务业务毛利率波动上升，2014年为12.26%；商品贸易由于业务开展时间尚短，业务暂为商品内贸贸易，上下游主要为贸易中间商，毛利率很低；控股公司服务业务主要来自万信投资所投资的控股子公司并表营业收入，收入规模及毛利率受并表范围和各控股公司经营规模及盈利情况影响而变动，2012~2014年该业务毛利率分别为21.09%、15.01%和23.87%；生化制药和房地产业务毛利率变化不大。总体来看，2012~2014年公司综合毛利率逐年下降，系2013年新增的商品贸易业务拉低毛利率所致。

2015年1-3月，公司实现营业收入19.97亿元，占上年收入的15.85%，其中综合物流服务和金融服务收入占比高，商品贸易收入规模较小，故2015年一季度公司综合毛利率较上年底上升至32.50%。

表 1 公司各板块经营情况（单位：亿元、%）

板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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
综合物流服务	37.03	62.57	10.27	35.86	51.93	12.63	37.99	30.16	12.26	9.73	48.74	12.01
金融服务	9.92	16.77	94.63	11.21	16.23	94.29	19.30	15.32	90.60	4.34	21.73	97.65
商品贸易	--	--	--	9.76	14.13	0.92	55.13	43.76	0.68	1.98	9.91	-1.48
生化制药	1.92	3.25	24.37	1.88	2.72	24.89	1.30	1.03	25.53	0.36	1.82	24.62
控股公司服务	4.01	6.77	21.09	6.08	8.80	15.01	6.12	4.86	23.87	1.49	7.46	19.67
房地产	5.04	8.51	32.62	3.57	5.17	32.77	5.43	4.31	29.85	1.85	9.25	32.10
其他业务	1.26	2.12	38.92	0.70	1.01	12.86	0.71	0.57	67.41	0.22	1.09	63.40
合 计	59.18	100.00	28.12	69.06	100.00	25.81	125.99	100.00	20.97	19.97	100.00	32.50

资料来源：公司提供

综合物流服务

商贸控股是目前公司综合物流服务业务的主要运营主体，综合物流服务业务包含冷链物流、建材物流、油脂加工储运、钢材物流、轿车整车运输、副食品商贸、铁路集装箱物流、应急储备供应、物流信息集成等子板块业务，其中油脂加工储运、钢材物流、轿车整车运输

物流、副食品商贸储运和应急储备供应是主要的收入来源（见表 3）。此外，商贸控股还涉足文化用品商贸、煤炭物流等领域。商贸控股旗下拥有 5 家 4A 物流企业和 3 家 3A 物流企业，共拥有 12 条铁路专用线，1 个水运专用码头，自有仓储面积 58.23 万平方米。

表 2 公司综合物流服务板块主要子板块经营情况（单位：万元、%）

序号	子行业	营运主体(简称)	2014 年		2015 年 1-3 月	
			营业收入	占比	营业收入	占比
1	油脂加工储运	长江沙鸥	162009	46.39	9663	41.06
2	钢材物流	江天金属	32183	9.22	1040	4.42
3	轿车整车运输物流	商业储运	47128	13.49	3551	15.09
4	副食品商贸储运	友谊副食	75103	21.50	6354	27.00
5	应急储备供应	副食储备	32834	9.40	2923	12.42
	合 计		349257	100.00	23531	100.00

资料来源：公司提供

商贸控股在冷链物流子行业中具备突出优势，在中国仓储协会 2010 年底公布的《2010 年全国规模以上冷库企业排名》报告中，武汉肉联食品有限公司（以下简称“武汉肉联”）子公司武汉万吨冷链物流有限公司以 76 万立方米的冷库面积位列第二。武汉肉联园区占地面积 30 万平方米，拥有一条 2.3 公里铁路专用线与京广线连通并自备机头；园区内建有综合交易市场，为客户提供市场管理服务。武汉肉联在武汉本地冷库容量 8 万余吨，在武汉本地冻品交易市场有各类经营门面和经营商户分别有 200 余家，通过冻品市场联网、连锁经营，形成西南地区最大的冷库群和辐射西南地区的大型冷冻食品批发市场。

从子板块收入来看，油脂加工储运和副食品商贸储运子板块占比较大。公司从事油脂加工储运业务的载体为控股子公司武汉长江沙鸥植物油有限公司（以下简称“长江沙鸥”）。长江沙鸥主要从事油脂贸易、仓储物流、加工配送、信息服务仓单质押、电子商务、代定代销、农产品收购等一体化业务，厂区占地近 80 亩，为国内中部地区最大的油脂储存、调运、配送基地，是湖北省内最大的中央储备油和省级储备油代储企业，也是郑州商品交易所首批认定的菜籽油期货交割库。长江沙鸥拥有食用油储存罐总容量 10 万多吨，意大利 CMB 精炼油生产线一条以及完备的食用油收发检测设施和成套中小包装灌装线，并先后通过了“AAAA

级物流综合服务型企业”、“ISO9001 质量管理体系”、“源全 5S”的认证。长江沙鸥生产的湖北名牌产品“沙鸥”牌植物油部分供应超市卖场，广泛供应武汉地区高校食堂、餐饮酒店、食品企业。同时，长江沙鸥利用设施与技术优势，与国内外知名粮油企业（中粮集团、中国储备粮管理总公司湖北分公司、中国植物油公司、嘉吉粮油有限公司等）合作，开展油脂贸易、仓储物流、分装配送等业务。此外，长江沙鸥还在国家对粮油市场供需调控和紧急供应过程中承担应急储备、调运、供应等业务。尽管 2014 年主要产品油脂的价格继 2013 年持续走低，长江沙鸥为拓展重庆市场，其 2014 年营业收入较上年底有所提高至 16.20 亿元，而油脂价格持续走低且油脂期货的波动导致长江沙鸥出现一定亏损，净利润为-0.20 亿元；2015 年 1-3 月实现营业收入 0.97 亿元，占上年的 5.99%。为将食用油产业链从物流下游向生产上游延升，2012 年长江沙鸥对湖北日月油脂股份有限公司（以下简称“日月油脂”）进行注资，并于 2013 年 1 月完成增资扩股，持股比例增至 52.02%，取得对其控制权。日月油脂是位于华中地区菜籽油主产区的省级农业产业化项目，目前年产量为 10 万吨，主要供应省级食用油储备，市场竞争压力较小。长江沙鸥将通过该项并购展开华中食用油物流基地项目，将其发展成为食用油生产与物流一体化基地，有利于长江沙鸥食用油产业链的延伸和完善，进一步巩固其在武汉市及湖北省的竞争优势。目前长江沙鸥油脂吞吐量超过 38 万吨/年，未来定位经营、分装、仓储三位一体地商业模式，计划进一步扩建食用油仓储能力，升级现代物流信息系统和现货交易平台。

公司从事副食品商贸储运业务的载体为控股子公司武汉友谊副食品商业有限责任公司（以下简称“友谊副食”），主要经营国际（雀巢系列、卡夫系列、美赞臣系列、李锦记系列、人头马、轩尼诗等洋酒系列、巴黎、伊云矿泉水、进口糖果巧克力等）及国内（茅台、五粮

液、剑南春、王朝、长城、喜力系列酒、雅培奶粉、屈臣氏饮品、崂山矿泉水等）公司的优质副食品，以及仓储、装卸、货物运输、物流加工和信息服务等业务，目前已形成了集批发、零售、物流服务于一体大型经营实体。友谊副食下设五个分公司和武汉友谊超级商场、五粮液旗舰店，主要的经营对象为湖北省内大、中型商场、大型量贩店、大卖场，及周边城市的批发分销商，南方、武汉航空公司及各大酒店、娱乐场所。受限制三公消费影响，2013 年酒类销售出现大幅下滑，使得当年友谊副食实现营业收入同比下降 7.15%；2014 年其营业收入与上年持平，为 7.51 亿元；2015 年 1-3 年实现营业收入 0.64 亿元，占上年的 8.52%。

钢材加工物流业务的载体为控股子公司武汉市江天金属材料有限责任公司（以下简称“江天金属”）。江天金属拥有 3 条钢卷板加工生产线，具备 40 万吨/年热轧钢卷板加工能力。客户方面，江天金属与武钢、鄂钢、邯钢等大众型钢厂建立了稳定的合作关系，与中石特管、许继电器等公司形成较为完善的供应链合作关系。2014 年江天金属实现营业收入 3.22 亿元，同比下降 22.03%；2015 年 1-3 月实现营业收入 0.10 亿元，占上年的 3.11%。

轿车整车运输业务的载体为控股子公司武汉市商业储运有限责任公司（以下简称“商业储运”）。商业储运目前拥有一个武汉市内仓库和一个物流配送中心总仓储面积 10 万余平方米；自有轿车整车运输车辆 395 台，下辖二级运输商运力 200 余台，旺季社会运力组织能力可达到 1000 台以上。公司拥有武汉、上海、长春 3 个物流基地，合计占地 281 亩，目前拥有一汽大众、一汽奥迪、上汽通用、上海大众、神龙汽车等一手优质客户资源。2014 年，轿车整车运输实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 15.72%；2015 年 1-3 月实现营业收入 0.36 亿元，占上年的 7.64%。

应急储备供应的主要载体为武汉市副食品商业储备有限公司（以下简称“副食储备”）。

武汉市政府办公厅文件《市人民政府办公厅关于印发武汉市市级地方重要副食品储备经营管理的通知》(武政办【2010】142号)规定了储备的品种包括猪肉、清真牛羊肉、食糖等。若遇市场肉、糖价格剧烈波动等特殊情况,武汉市政府对上述产品储备经营总量进行调控。武汉市财政局在当年预算中列专项资金,采取按月预拨、年终清算的方法给副食储备在储备经营中发生的储备费用予以补贴。2014年,应急储备供应业务实现营业收入3.28亿元,同比下降9.89%;2015年1-3月实现营业收入0.29亿元,占上年的8.84%。

通过在武汉地区多年的经营,商贸控股已经建立起较为完善的物流体系,并且形成了一批长期合作的优质客户,如下表所列:

表3 商贸控股优质客户

客户所处行业	客户名称
副食品	伊利、蒙牛、哇哈哈、金龙鱼、福临门、鲁花、金浩、金帝巧克力、良品铺子等
电器	格力空调、美的电器等
快速消费品	联合利华等
汽车	上海通用、上海大众、一汽大众、一汽奥迪、武汉神龙、东风本田、广州本田等
原材料	中国石化、武钢

资料来源:公司提供

从结算方式来看,综合物流服务板块按照子行业不同的业务特点有不同的结算方式:(1)以经营仓储、市场管理、配送为主的武汉肉联、正达物流、副食储备、诚通物流等公司作为仓库、市场店面以及配送服务的提供者,根据租赁协议与商户按月或按季结算仓储费用、场租和运费。另外,副食储备还承担政府储备职能,财政部门每年考核平均库存量,每年的财政补贴分3~4次拨付给该公司。(2)以经营商品批发、贸易为主的友谊副食等公司,作为批发商和贸易商,按照与上游厂商签订的供货合同以现款现货的方式进货,然后向下游二级批发商、卖场或零售店面发货,按月结算。(3)以经营油脂加工、储运为主的长江沙鸥等公司,以现款现货方式向上游供应商采购原料,其油脂产品90%以散油或中包装形式向贸易商、经销商

等单位供应,以现款现货方式结算,10%的商品以小包装形式向超市等卖场供应,采取按15天、30天、45天三种周期结算。(4)以经营钢材加工、储运为主的江天金属等公司,在收到客户订单后,以现款现货方式向上游厂家采购原料,向下游客户发货后按购货合同收款,通常账期为一个月。(5)以经营轿车整车运输为主的商业储运等公司,上游客户为固定的汽车生产厂商,公司同厂商签订长期合同,公司垫付运费,厂商与公司每三个月结算一次。公司除自有运力外,还同其他物流企业进行合作,结算方式为向合作企业先期支付一半的费用,三个月之内支付余款。

除商贸控股外,武汉长发公司子公司武汉四方交通物流有限责任公司(以下简称“四方物流”)承担部分物流业务。自2010年成立以来,四方物流全面接管公司位于武汉三环线附近的舵落口物流基地(总面积23.37万平方米)和郭徐岭物流基地(总面积21.79万平方米),将公司分散在武汉各行政区域的物流资产进行整合,以形成合理的产业集中度;四方物流不断拓展业务规模,先后获得“湖北省十佳物流园区”和“2011年中国品牌价值百强物流企业”荣誉称号。舵落口物流基地位于武汉东西湖区,107国道旁,占地面积400亩,设计年货物吞吐量70万吨,中心已建成总面积达5.23万平方米、总库容60万立方米的6座大型仓库群和5.2万平方米的大型停车场,目前为湖北省最大的货运场站,2014年贡献综合物流服务收入2056万元,同比增长15.18%。郭徐岭物流基地位于武汉开发区西南工业园内,占地面积329亩,设计年货物吞吐量100万吨,中心目前已建成5座大型仓库和1个大型停车场,2014年实现综合物流服务收入2341万元,同比增长4.23%。自2012年以来四方物流公司将市场拓展由原来的以仓库招租、满仓满存和租金收取为主,调整为在不空仓的情况下,以开发有增值服务的租仓客户为主,2014年实现综合物流服务收入4397万元,同比增长9.08%。

作为国家粮食现代物流设施建设规划的重点城市之一，2006年7月，国家粮食局批复同意湖北省组建武汉国家稻米交易中心，公司依照武汉市政府要求作为出资人负责武汉国家稻米交易中心暨现代粮食物流园区项目的开发建设。项目计划用地约2000亩，估算总投资16.71亿元，将建成大型专业粮食物流园区，带动长江中下游、连接全国的粮食集散、储备、加工和贸易等综合物流功能，运行后预计带来年均利润约9000万元。

总体看，资产重组后以商贸控股为主要经营主体的综合物流服务业务成为公司收入贡献最大的经营业务，近年盈利能力有所提升，营业收入保持一定规模；公司计划继续做大做强现代综合贸易及供应链增值服务产业，打造中部地区现代综合贸易高端增值服务供应商。

金融服务业务

在金融投资板块，公司作为主发起人设立了湖北金融租赁股份有限公司，是汉口银行股份有限公司第一大股东，直接和间接持有其19.90%的股份；作为第一大股东入股武汉农村商业银行，参股湖北银行、方正东亚信托公司，作为主发起人筹建国家级产业投资基金（武汉循环经济产业投资基金）和湖北集成电路产业投资基金、武汉金融资产交易所、武汉长江金融服务有限公司，不断扩大参与金融业的广度和深度；通过对武汉市信用担保业务的整合，掌握了一批武汉市优质客户资源，担保业务已成为公司稳定的收入来源。金融服务业将成为公司未来的投资重点。

公司的金融服务业务主要涉及的子公司武汉信用风险管理有限公司（以下简称“武汉信用”），收入主要来自为企业和个人提供担保、委托贷款、征信、产业项目资金支持和顾问等综合金融服务所形成的担保费和委贷利息，以及提供征信系统信息查询和信用评级服务、项目资金支持和顾问收取的服务费。武汉信用是国家级社会信用体系建设试点单位和武汉市联合征信服务的运营机构，是中部地区规模最大

的担保机构。截至2014年底，武汉信用合并资产总额138.32亿元，其中流动资产107.88亿元；负债总额92.54亿元，其中流动负债65.13亿元；所有者权益合计45.78亿元，其中归属于母公司所有者权益合计24.46亿元。2014年，武汉信用实现营业收入12.61亿元；净利润5.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.49亿元。

担保业务方面，2010年，武汉信用作为发起人设立武汉信用担保（集团）股份有限公司（以下简称“武汉信用担保”），注册资本10亿元。其中，武汉信用以货币出资1亿元，持股比例为10%；武汉信用投资集团股份有限公司（武汉信用控股子公司）以货币出资9亿元，持股比例为90%。武汉信用担保整合了武汉信用旗下主要的业务资源，目前是湖北省内注册资本最大、业务规模和资产规模最大的担保机构。截至2014年底，武汉信用合并担保余额1615237万元，同比增长47%；从期限分布结构来看，其中6-12个月到期的占48%；12-24个月到期的占13%；24个月以上到期的占39%。担保客户中96%为企业客户，主要分布于制造业、批发零售业、服务业等行业，其余为个人担保。截至2014年底，武汉信用合并口径的担保大多为融资性担保，且制定有严格的风险缓释措施（抵质押、反担保、联保等）加以缓释风险。到目前为止，武汉信用担保无代偿发生。此外，武汉信用还控股武汉市创业担保有限公司。该公司成立于2003年，由武汉信用风险管理有限公司与各市区劳动人事部门共同出资设立，以创业者、再就业人员、个体工商户和小企业为主要服务对象，提供包括个体经营性贷款担保和政策性小额贷款担保在内的融资一体化业务。

委托贷款业务方面，公司委托金融机构贷出的款项按实际委托的贷款金额入账。利息确认方法：期末按照合同约定的利率计提应收利息，对计提的利息到期不能收回的停止计息，并冲回原计提利息。2011年至今，公司委托贷

款业务未发生逾期还款，回款情况正常。

征信业务方面，目前以武汉资信管理有限公司（以下简称“武汉资信”）为主。武汉资信成立于 2004 年，注册资本 5000 万元，是武汉市社会联合信用征信系统建设及营运单位，是国家级社会征信服务体系建设工程，是湖北省、武汉市社会信用体系核心工程和基础平台建设的主要参与者，拥有武汉市 1200 多万个个人信用信息和 50 万户法人信用信息。武汉资信面向政府提供公益服务，面向公众提供商业化服务。

金融资产交易方面，成立于 2011 年的武汉金融资产交易所有限公司是湖北省唯一以金融资产为交易标的的公共交易平台，受湖北省人民政府金融办公室的监管。武汉金融资产交易所主要功能是集聚金融信息资源，推动金融资产流转；发现金融价格，规范金融资产交易；优化金融资源配置，促进区域经济发展；战略定位于立足湖北，面向中部，辐射全国。主要从事传统金融资产交易、金融创新产品交易和金融信息咨询服务，采取“一个平台、多个品种”的基本业务架构，实行会员服务制，设有前台、中台、后台的专业化电子信息系统，提供专业的交易服务。

公司成立的武汉长江金融服务有限公司（以下简称“长江金融”）于 2013 年 7 月 9 日开始营业。长江金融注册资本 3 亿元，是目前国内最大的以票据经纪为主业的金融服务公司之一，已在北京、上海、广州、成都、郑州等地设立办事处，与当地招商银行、民生银行和多家城商行、农商行和信用社建立了合作关系，未来计划开拓金融信息数据处理、金融咨询、金融研究分析和银行外包等多种业务，实现跨区域多元化经营。2014 年，长江金融票据贴现规模 1543.64 亿元，实现营业收入 9083.85 万元、净利润 3046.17 万元；2015 年 1-3 月，长江金融票据贴现规模 196 亿元，实现营业收入 1229.59 万元、净利润 757.30 万元；对公司当期利润形成一定补充。

2015 年，公司作为主发起人，联合武汉农村商业银行和上市公司九州通医药集团共同发起设立了湖北金融租赁股份有限公司。该公司是经中国银监会批准设立的全国性非银行金融机构，注册资本 30 亿元，是中部地区资本规模最大的金融租赁公司。6 月 26 日，湖北金融租赁公司正式挂牌开业运营。这是公司旗下拥有的第一家法人金融机构，未来实现并表后可望进一步扩大和增强公司金融服务业务的收入规模和盈利能力。

2014 年，为对接国家大力促进集成电路产业发展的战略，在 9 月国家集成电路产业投资基金成立后，湖北省作为国家集成电路领导小组四个副组长单位之一，委托公司以基金管理公司身份筹建了湖北集成电路产业投资基金，负责整个基金的筹建和运营管理工作。基金规模为 300 亿元，首期规模 150 亿元，设在东湖综合保税区，完全采取市场化方式运作，通过投资国家基金、相应下级子基金和直接投资武汉新芯等重点企业，支持武汉市集成电路产业做大做强。截至 2015 年 6 月底，湖北集成电路产业基金公司注册工作即将完成，已募集社会资金逾 50 亿元，总募集规模超过 100 亿元。

根据公司在金融服务板块的发展规划，2013~2015 年间在二级子公司下设立多家小额贷款公司，打造小额贷款产业集群。目前工业投公司、建投公司和武汉长发公司已分别投资设立一家小额贷款公司，截至 2014 年底，上述三家小额贷款公司累计发放贷款 13.21 亿元，发放户数 200 户，贷款余额合计 6.54 亿元。同时，公司已在集团层面设立小贷管理部，专门负责指导管理集团内小贷公司的筹建和运营，并制定了《小额贷款管理的基本办法》和《小额贷款的贷后管理暂行办法》，建立了“四全”风险管理体系、“审、贷、偿”分离制度、廉洁运作制度等风控制度。目前公司下属三家小额贷款公司设立行政区域和经营管理骨干均经分别挑选以规避不良竞争。截至 2014 年底，

以上小额贷款公司的回款正常，无不能或延时清偿情况发生。

此外，根据国家公安部、湖北省公安厅和武汉市人民政府关于公安局所属保安企业脱钩改制工作的相关要求，公司与武汉市公安局签订了《整体移交框架协议》，约定将武汉市公安局设立的武汉市融威押运保安服务有限公司（2014 年营业收入和净利润分别为 26731.29 万元和 3546.74 万元，以下简称“融威押运”）移交予公司，融威押运股权划转已完成并纳入公司 2014 年合并范围。公司计划以融威押运划转为契机，拟建武汉金融安保服务产业基地，大力发展金融物业和金融后勤服务产业。武汉金融安保服务产业基地项目计划投资 12 亿元，规划用地 300 亩，将建设押运车辆运行监控中心、大型金库、办公楼、训练场、车辆保养维修场及各类金融安保产品服务设施等，并计划购置新型押运车辆 500 余辆，装备高清视频、GPS 定位等先进监控设备，同时投资收购省外行业内优质企业，针对新业务提供产品和服务创新扩大业务规模。

商品贸易业务

2013 年 7 月，公司设立了武汉长江佳实贸易有限公司（以下简称“长江佳实”）。长江佳实注册资本 3 亿元，是武汉东湖开发区内资本规模最大的商贸企业，也是武汉市重点支持的现代商贸服务业大型企业，主要开展能源化工、有色金属及农副产品等商品的内贸及进出口贸易，具备危险化学品经营许可证，易制毒化学品备案许可证、企业进出口资格等资质。目前长江佳实正处业务资源开拓阶段，2013 年成立当年主要开展内贸，当年 7-12 月完成贸易收入 9.76 亿元；2014 年全年贸易收入大幅增长至 55.13 亿元；2015 年一季度贸易收入 1.98 亿元，占上年的 3.59%。目前，长江佳实公司商品贸易业务全部为自营，结算方式以现汇为主，还包括银行承兑汇票和信用证；结算周期一般在 1 个月以内，最长的不超过 6 个月；客户包括天津物轻集团、广东振戎集团、华信集团（海

南）有线公司、冀中能源国际物流集团有限公司、上海敬蔚实业有限公司、上海荣坤贸易有限公司等。由于上下游均主要为贸易中间商，同时追求快速周转及大规模贸易，目前业务毛利率很低。未来随着业务的发展，长江佳实将积极拓展进出口及转口贸易模式，进一步做大贸易规模，提升盈利能力。

生化制药业务

控股子公司武汉长联来福制药股份有限公司（以下简称“长联来福”）是商贸控股旗下唯一一家制药企业，前身为武汉生物化学制药厂，创建于五十年代，是中国最早研发生产生物制品的企业之一，后引入战略投资者武汉德邦尚福公司和德国莱茵药业公司，成为中外合资企业。2008 年该公司斥资 1000 万元控股湖北沙洋天一药业有限公司，使长联来福低成本地进入医药原料领域和出口市场，完善了企业的产业布局，同时，长联来福加快本部冻干粉针 GMP 改造和扩建工程，成为全国最大的冻干粉针生产企业。2011 年长联来福进行股份制改造并加大研发力度，研发部共计开展项目 25 个，委托合作项目 10 余个，其中 6 类仿制品种 11 个，其余为三类新药项目。长联来福拥有大型冻干机 25 台，总冻干面积 671.4 平方米，主打产品是冻干粉针，还小批量生产小容量注射剂、乳膏剂。2014 年长联来福实现销售收入 1.29 亿元，净利润 0.06 亿元。

目前，长联来福已完成湖北省证监局备案，进入上市辅导阶段，并且已与券商签订辅导协议并向湖北证监局送交辅导备案登记材料，完成辅导工作备案登记阶段，进入到辅导工作的持续备案阶段。

另外，长联来福于 2010 年出资 1000 万元成立了武汉邦伦医药科技有限公司，进行“武汉邦伦医药产业园”项目的规划和建设，现已取得土地证，完成前期方案设计，计划未来三年将投资 4 亿元，实现高新医药项目年产值 30 亿元。截至 2015 年 3 月底，该项目完成一期规划报审。

控股公司服务业务

控股公司服务根据我国国民经济行业分类，是指通过一定比例股份控制某个或多个公司，仅控制股权，不直接参与经营管理的活动。商贸控股控股子公司万信投资作为投资平台，通过股权关系控制多家从事商贸物流、食品加工、房地产、医药、金融服务行业的公司。被投资公司所在行业与公司现有主业基本一致，但业务方面无任何关联。公司并不干涉被投资公司的经营管理，未来可能视这些公司的发展情况考虑是否整合进公司主业板块。

控股公司服务业务板块收入主要来自万信投资下属控股公司的并表营业收入。受并表范围和各控股公司经营规模变化影响，公司控股公司服务业务板块收入和成本会出现波动，2012~2014年和2015年1-3月分别实现营业收入4.01亿元、6.08亿元、6.12亿元和1.49亿元；毛利率分别为21.09%、15.01%、23.87%和19.67%。

除直接权益投资外，万信投资还以基金模式参与投资活动。2010年，万信投资与湖北高新技术产业投资公司合作，共同发起设立九派基金，总规模2.5亿元。该基金在保障项目源的基础上，投资商贸物流应不少于6000万元。截至2015年3月底，九派基金已投资项目26个，累计投资金额为4.2亿元（包括2015年年初投资金燕海洋生物科技股份有限公司2000万元），其中“三丰智能”已成功挂牌上市并已收回投资，湖北振华化学股份有限公司、海波重型工程科技股份有限公司已进入后备上市企业名单。此外，万信投资与中金创新国际投资管理顾问有限公司合作，另设中金万信基金4000万元，已投资具有高成长性的黄石邦柯科技有限公司。

房地产销售业务

目前公司房地产开发业务主要由商贸控股的下属子公司武汉昌盛实业有限公司（以下简称“昌盛实业”）来完成。2012~2014年，公司实现房地产收入分别为5.04亿元、3.57亿元

和5.43亿元，毛利率分别为32.62%、32.77%和29.85%。截至2015年3月底，昌盛实业已完成开发两个房地产项目，分别是“顶琇晶城”项目以及与商贸控股合作开发的“顶琇广场”项目，目前正在稳步推进“唐家墩城中村改造”项目。

“唐家墩城中村改造”项目分为K1和K7两个地块。其中，K1地块总投资4.47亿元，预计销售收入5.91亿元，利润总额0.86亿元，目前已四证齐全，于2013年11月底开始预售，截至2014年9月底已销售回款4.84亿元。K7地块总投资33.60亿元，预计销售收入40.00亿元，利润总额5.70亿元。该项目总投资38.07亿元，截至2015年3月底已完成投资26.80亿元。

此外，武汉中楷雅居置业有限公司是昌盛实业的全资子公司，正在开发的“中楷雅居”项目位于青年路348号西北湖，规划建筑面积25797平方米，为住宅地产性质；该项目位于汉口核心居住区域，市政配套设施齐全、交通便利，为中心城区稀缺资源。该项目总投资3.14亿元，预计销售收入3.91亿元，利润总额0.78亿元；截至2015年3月底，已完成投资2.92亿元，项目进入预售阶段。

商贸控股三级子公司武汉商控华顶工业孵化器有限公司专门为开发“商控华顶工业园”项目而成立，从事工业地产开发与园区建设。该项目位于湖北省葛店经济技术开发区，园区分三期开发建设，开发周期为4年，总建筑面积约41.50万平方米，预计总投资额8.00亿元。截至2015年3月底，商控华顶工业园一期项目已投资4.30亿元，累计开工面积18.99万平方米，竣工面积27.92万平方米，销售总面积13.77万平方米，销售合同总金额3.43亿元，累计回款3.22亿元。

截至2015年3月底，以上三个在建房地产项目尚余投资9.59亿元。公司未来房地产业务收入主要来源于唐家墩城中村改造项目、中楷雅居项目、商控华顶工业园项目。根据上述房

地产项目的规模、收入预计和开发周期进行测算，2015~2017 年，公司房地产业务收入预计均在 10 亿元左右。

除上述已开发和正在开发的房地产项目外，公司暂无其他可用作房地产开发的商业用地或住宅用地储备。

表 4 公司房地产开发项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	总投资额	占地面积	建筑面积	物业类别	用途	建设期	截至 2015 年 3 月底已投资额	项目进展
顶琇晶城	10.69	4.50	20.60	住宅	出售	2005.7-2009.3	10.69	完工、已售
顶琇广场	4.97	2.30	13.01	住宅及商业地产	出售，部分商铺出租	2007.2-2010.12	4.97	完工、已售
唐家墩城中村改造项目	32.47	7.06	39.24	住宅及商业地产	出售	2012.4-2016	26.80	土建施工，部分预售
中楷雅居	3.14	0.67	2.58	住宅	出售	2012.10-2016	2.92	土建施工
商控华顶工业园	8.00	5.87	41.50	工业	出售	2009-2013	4.30	一期工程大部分完工
合 计	59.27	20.40	116.93				49.68	--

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数波动上升，存货周转次数波动下降，总资产周转次数波动下降，近三年上述指标加权平均值分别为 2.52 次、3.19 次和 0.38 次，2014 年上述指标分别为 3.01 次、2.88 次和 0.40 次。总体看，公司总资产周转率低，经营效率一般。

3. 未来发展

根据武国资发展【2011】10 号文件，公司

计划通过对现有资产结构和业务结构的全面调整，以及对新业务进行不断开发和拓展，逐步形成金融服务业、综合商贸物流等实业和战略性新兴产业的经营主业；立足武汉市和武汉城市圈、辐射华中、面向中部地区经营的，主业明确、管理规范、中部一流的国有产业投资公司。

目前公司主要在建、拟建项目包括国家粮食现代物流（武汉）基地暨国家稻米交易中心等 3 个项目，具体情况如下表：

表 5 截至 2015 年 3 月底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目内容	预算总投资	已完成投资	未来投资计划				
			2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
国家粮食现代物流（武汉）基地暨国家稻米交易中心项目	16.71	5.30	1.00	2.00	3.00	3.00	2.41
金融安保服务产业基地项目	12.00	--	2.00-	4.00	4.00	2.00	--
武汉邦伦医药产业园建设项目	4.00	1.05	0.15	1.40	1.00	0.40	--
合 计	32.71	6.35	3.15	7.40	8.00	5.40	2.41

资料来源：公司提供

国家粮食现代物流（武汉）基地暨国家稻米交易中心

作为国家粮食现代物流设施建设规划的重点项目之一，2006 年 7 月，国家粮食局批复同意湖北省组建武汉国家稻米交易中心。根据湖北省人民政府《关于研究武汉国家稻米交易中

心暨现代粮食物流园区项目建设专题会议纪要》及武汉市人民政府《关于加快推进武汉国家稻米交易中心暨现代粮食物流园区项目的会议纪要》，武汉市政府指定公司为项目出资人，负责武汉国家稻米交易中心暨现代粮食物流园区项目的开发建设。2006 年 12 月底，公司出

资设立了项目法人——武汉经发粮食物流产业投资有限公司。

该项目位于武汉市阳逻经济技术开发区双柳街龙口，占地约 2000 亩，建筑面积约 25 万平方米，为国家重点投资项目。项目建设内容为粮食中转库、储备库、港库、粮食专用码头、铁路专用线、粮油加工中心、国家稻米交易中心及生活配套设施等，将建成全国四大粮食物流中心之一、华中最大的稻米交易中心，粮食年中转量 626.99 万吨，成为带动长江中下游、连接全国的大型粮食综合性现代物流中心，具备集散、储备、加工、交易、信息等综合功能的物流园区。项目估算总投资 16.71 亿元，总工期约为四年，截至 2015 年 3 月底已完成投资 5.30 亿元。

截至 2015 年 3 月底，国家现代粮食物流（武汉）基地暨国家稻米交易中心项目已完成园区 1958 亩土地征用手续，园区两条重要道路天翔路、龙口路的建设基本完成，码头水工工程完成验收和移交，一期土地建筑物和附着物的拆迁补偿及土地平整工作基本完成，国家稻米交易中心一期一亿斤粮食储备库已建成并投入运营。

未来 5 年，公司将继续围绕武汉市国资委确定的公司主业范围，以公司发展战略规划为导向，结合公司的实际情况，开展投资及相关管理工作，其中工程建设项目重点投向综合商贸物流服务、金融安保服务、生化生物制药等行业。目前公司在建、拟建项目计划投资总额 32.71 亿元（大部分资金来源于外部融资），截至 2015 年 3 月底已完成投资 6.35 亿元，尚需投资 26.36 亿元（见表 6）。

总体看，公司资产重组后，经营业务形成了金融服务业和综合物流服务、商品贸易等实业并重的格局，收入规模迅速扩大，金融服务业仍为利润贡献最大的板块。近年，公司各板块业务发展良好，新增商品贸易业务收入迅速增加，但其薄利多销的业务特征下拉公司综合毛利率。目前公司着力拓展盈利能力较强的

金融服务业务，开拓商品贸易业务的新贸易形式，同时生化制药及控股公司服务业务向好发展，整体业务规模得到扩大，未来战略发展规划明晰。考虑到多个在建、拟建工程项目及房地产拟建项目未来投资规模较大，公司存在一定的融资压力。

八、募集资金使用情况

公司于 2012 年 6 月发行了 3.5 亿元中期票据“12 武经发 MTN1”，期限 5 年，募集资金中 2 亿元用于偿还银行贷款，1.5 亿元用于补充营运资金。公司于 2012 年 12 月 26 日发行了 4.5 亿元中期票据“12 武经发 MTN2”，募集资金中 3.5 亿元用于偿还银行借款，1 亿元用于补充营运资金。截至 2015 年 6 月底，上述募集资金均已按计划使用完毕。

九、财务分析

假设本次资产重组的基准日 2010 年 12 月 31 日，在此基础上，公司以商贸控股经审计的 2010 年度财务报表为基础，按商贸控股合并日归属于母公司的净资产的账面价值以及 51% 持股比例作为市国资委股权出资的价值，相应增加公司的实收资本，并模拟编制了包含武汉商贸国有控股集团有限公司在内的合并财务报表。同时，公司对所持的长江通信的股权改为按权益法核算计入长期股权投资，不再纳入合并范围。公司提供的 2012 年模拟财务报表由大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2013~2014 年财务报表由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。与 2012 年模拟报表合并范围比较，2013 年公司新成立长江佳实并将其纳入年底合并范围。与 2013 年审计报告合并范围比较，2014 年公司将武汉长江金融服务有限公司（签订了《一致行动人协议》并达到实际控制）及武汉市融威押运保安服务有限公司（由

武汉市公安局整体移交)纳入合并范围。公司合并范围的变化对公司财务数据有一定影响。

截至 2014 年底,公司合并资产总额为 345.36 亿元,所有者权益合计为 104.98 亿元(其中少数股东权益 50.54 亿元)。2014 年,公司实现营业收入 125.99 亿元,利润总额 12.59 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司合并资产总额为 355.82 亿元,所有者权益合计为 107.01 亿元(其中少数股东权益 52.19 亿元)。2015 年 1-3 月,公司实现营业收入 19.97 亿元,利润总额 2.29 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年,公司营业收入年均复合增长 45.53%,2014 年实现营业收入 125.99 亿元,其中商品贸易业务大幅增长至 55.13 亿元;同期,公司营业成本复合增长 53.00%。2013 年及以前年度,综合物流服务贡献公司主要收入。2014 年,商品贸易业务和综合物流服务贡献公司主要收入。

2012~2014 年,公司营业利润率逐年下降,分别为 26.07%、23.98%和 19.30%。近三年,由于毛利率低的商品贸易业务规模大增,公司营业利润率逐年下降。

从期间费用来看,2012~2014 年,公司期间费用占营业收入的比重分别为 16.42%、17.25%和 13.65%。总体看,公司期间费用控制能力有所加强。

2012~2014 年,公司实现的投资收益规模较大,三年分别为 3.12 亿元、4.86 亿元和 4.64 亿元,分别为同期利润总额的 31.36%、49.08%和 36.89%,对利润贡献较大。投资收益的主要来源为股票投资收益和资产整合和退出产生的股权转让投资收益。目前,公司投资额较大的项目采取成本法核算,且部分目前尚处于培育期,未能实现大额投资收益。

2012~2014 年,公司营业外收入主要为拆迁补偿款和政府补助,其中 2014 年实现营业外

收入 1.49 亿元,主要为政府补助 0.49 亿元、非流动资产处置利得 0.44 亿元和其他 0.47 亿元(含土地拆迁补偿款 0.30 亿元)。2012~2014 年,公司利润总额和净利润波动增长,分别年均复合增长 12.42%和 9.41%;2014 年公司分别实现利润总额和净利润 12.59 亿元和 9.35 亿元。

从盈利指标来看,2012~2014 年,公司总资产收益率分别为 6.83%、6.95%和 7.77%;净资产收益率分别为 10.13%、8.36%和 8.90%。公司整体盈利水平较低。

2015 年 1-3 月,公司当期实现营业收入 19.97 亿元,占 2014 年全年 15.85%;由于综合物流服务和金融服务收入占比高,商品贸易收入规模较小,公司营业利润率大幅上升至 30.07%。2015 年一季度,公司实现投资收益 0.59 亿元,主要是投资分红及出售上市公司股权所得;利润总额和净利润为 2.29 亿元和 1.99 亿元,分别占 2013 年全年的 18.20%和 21.30%。

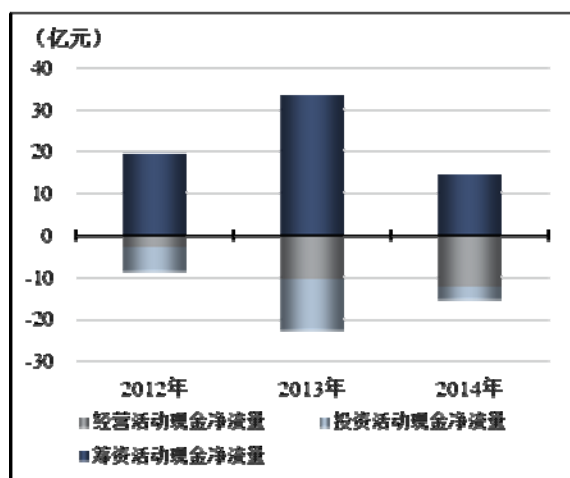
总体看,跟踪期内公司多个业务板块收入实现增长,新增商品贸易业务对收入贡献大,但低毛利率拉低了公司经营业务的综合盈利能力;公司投资项目经营良好,投资收益对利润水平贡献较大。未来,随公司经营战略的进一步实施,公司整体的收入水平和盈利规模有望持续增长,同时作为投资控股型企业,公司收益可能更多的以股权转让溢价、分红等形式实现。

2. 现金流及保障

从经营活动来看,2012~2014 年公司经营活动现金流入量快速增长,年均复合增长 137.22%,2014 年为 700.66 亿元;其中销售商品和提供劳务收到的现金近三年年均复合增长 61.16%,明显高于营业收入增速(45.53%),主要系委贷业务将业务本金进出全部计入商品及劳务收到或支付的现金中,但营业收入仅根据其收到的利息确认所致。2014 年公司收到和支付其他与经营活动有关现金规模持续快速扩大,主要为金融资产交易及票据经纪业务规模

扩大较快，分别占当期经营活动流入量和流出量的76.43%和77.80%，对经营活动现金流影响很大。2014年，由于支付其他与经营活动有关的现金规模较大，公司经营活动现金流表现为净流出，流出额为12.21亿元。从现金收入实现质量来看，2012~2014年公司现金收入比为分别为106.81%、129.28%和131.00%，考虑到公司现金流入中计入了大量委托贷款业务资金，该指标参考意义不大。

图3 2012~2014年公司现金流状况



资料来源：公司审计报告

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均复合增长122.32%，2014年为30.07亿元，其中收回投资收到的现金19.23亿元（主要为资产转让及出售上市公司股权回款、收回理财资金）、取得投资收益收到的现金2.11亿元（包括投资分红及资产转让和出售上市公司股权所获收益）、收到其他与投资活动有关的现金7.09亿元（包括2014年新纳入合并范围公司的期初现金等）；2014年公司投资活动现金流出33.17亿元，其中投资支付的现金28.07亿元，主要为对长期股权投资被投资企业的增资及对新增参股企业的投资。2012~2014年公司投资活动现金流净额分别为-5.78亿元、-12.45亿元和-3.10亿元。

从筹资活动来看，2012~2014年公司筹资活动现金流入量年均复合增长22.91%，主要系2014年公司融资力度加大，取得借款收到的现

金97.00亿元、发行债券收到的现金7.50亿元；当期筹资活动现金流入107.33亿元。公司筹资活动现金流出仍然主要用于偿还债务，2012~2014年筹资活动现金流净额分别为19.40亿元、33.36亿元和14.39亿元。

2015年1-3月，公司经营活动现金流净额为-8.33亿元，仍然表现为净流出；收到或支付其他与经营活动有关现金为金融资产交易及票据经纪业务收到或者支付的资产交易和票据款项。投资活动现金净流出-0.79亿元；筹资活动现金流量净额为20.56亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流受金融业务等其他与经营活动有关的现金流影响较大，经营活动现金流量净额持续为负；同时公司加大对参股企业的投资，所需资金主要来源于有息债务的对外融资。

3. 资本及债务结构

2012~2014年，公司资产规模较快增长，年均复合增长20.98%，截至2014年底，公司合并资产总额345.36亿元，其中流动资产占61.80%，非流动资产占38.20%，近三年流动资产占比略有波动。

流动资产

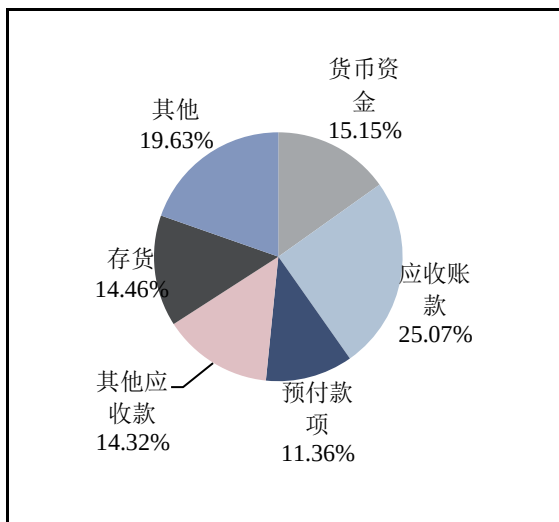
2012~2014年，公司流动资产快速增长，年均复合增长20.94%。截至2014年底，公司流动资产合计213.42亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。

2012~2014年，公司货币资金波动增长，年均复合增长8.61%。截至2014年底，货币资金为32.34亿元，主要为银行存款（17.64亿元）和其他货币资金（14.68亿元），剩余少量现金。其他货币资金为担保业务保证金，使用受限，公司货币资金受限比例较高。

2012~2014年，公司交易性金融资产规模快速下降，年均复合下降57.68%。2013年底交易性金融资产同比下降72.69%，主要系公司将持有的长江投资股票由交易性金融资产转入

长期股权投资所致。截至 2014 年底，交易性金融资产为 0.51 亿元，以股票投资（0.50 亿元）为主。

图 4 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应收账款波动较大，三年分别为 48.24 亿元、28.10 亿元和 53.51 亿元。2013 年底，由于公司将之前计入应收账款的委托贷款转入其他流动资产，故应收账款主要为商品贸易和综合物流服务业务的应收款。截至 2014 年底，公司应收账款同比大幅上升 90.45%，主要由于公司商品贸易、综合物流和金融服务等业务规模增长所致。应收账款余额 54.57 亿元，从集中度来看，公司应收账款分散，单笔金额基本都在 1 亿元以下；从账龄来看，采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款 43.74 亿元中，1 年以内的占 75.23%，1~2 年的占 23.35%，2 年以上的占 1.43%，账龄较短；公司按账龄计提坏账准备 0.82 亿元，计提比例为 1.88%；其中对 1 年以内的应收账款计提比例为 0.59%，对 3 年以上的计提比例为 86.87%。公司按其他综合方式计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例为 2.20%。

2012~2014 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 11.01%。截至 2014 年底，预付账款为 24.25 亿元，同比上升 264.73%，主要

系商贸控股公司的工程预付款增加所致。

2012~2014 年，公司其他应收款逐年略有下降。截至 2014 年底，其他应收款 30.56 亿元，主要为往来款，其中前五名金额合计 3.29 亿元。其他应收款账面余额 32.18 亿元，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款 24.08 亿元中，1 年以内的占 63.55%，1~2 年的占 24.20%，2 年以上的占 12.25%；截至 2014 年底公司对其其他应收账款计提坏账准备 1.62 亿元，计提比例为 5.02%，其中对 3 年以上的计提比例为 88.13%。总体看，公司其他应收款规模较大，但坏账准备计提较充分，整体风险较小。

表 6 截至 2014 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元）

欠款单位	金额	内容
武汉天下置业有限公司	1.07	对参股企业借出款
纵横公司	0.80	股权转让尾款
武汉日月油脂有限公司	0.49	对参股企业借出款
湖北天宙顺财公司	0.49	对参股企业借出款
武汉清城投资集团有限公司	0.45	对参股企业借出款
合 计	3.29	

资料来源：公司提供

2012~2014 年公司存货波动增长，年均复合增长 45.72%，主要源于房地产项目开发。截至 2014 年底，公司存货账面余额 30.93 亿元，主要构成为库存商品（占 12.48%）及其他（主要为商贸控股公司未销售的房产，占 86.43%）。截至 2014 年底，公司对存货计提跌价准备 0.07 亿元（主要为对库存商品的计提），存货账面价值为 30.87 亿元。

2012~2014 年，公司其他流动资产快速增长，三年分别为 0.05 亿元、34.69 亿元和 40.91 亿元。2013 年底，由于公司将之前计入应收账款的委托贷款转入其他流动资产，故其他流动资产大幅增长。截至 2014 年底，公司其他流动资产 40.91 亿元，构成为公司金融服务业务形成的委托贷款 40.91 亿元和极少量的预缴企业所得税。其中委托贷款 1 年以内的占 93.12%，1~2 年的占 6.88%；公司共计提坏账准备 1.11 亿元，计提比例为 2.71%。武汉信用风险管控

体系较为严格，近三年委托贷款业务均未出现逾期还款。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 21.05%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 131.94 亿元，以可供出售金融资产（占 48.70%）、长期股权投资（占 18.11%）为主。

作为以股权投资为主业的集团企业，公司可供出售金融资产和长期股权投资规模较大。2014 年，由于会计准则变更，将长期股权投资中对成本法核算的参股企业投资转入可供出售金融资产。截至 2014 年底，可供出售金融资产为 64.26 亿元，较上年增加 60.06 亿元，主要为对武汉市汉口银行、武汉商联（集团）股份有限公司及武汉农村商业银行等企业的投资。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 23.89 亿元，较上年减少 38.85 亿元，以对武汉市江汉区中联信小额贷款股份有限公司等公司的长期股权投资为主（见表 8）。2014 年底公司未对长期股权投资计提减值准备。

表 7 截至 2014 年底公司重大长期股权投资明细
(单位: 亿元)

被投资单位	核算方法	年末余额
武汉长江资产经营管理公司	成本法	1.89
武汉市江汉区中联信小额贷款股份有限公司	权益法	6.66
武汉长江通信产业集团股份有限公司	权益法	4.05
方正东亚信托有限责任公司	权益法	2.90
重庆万吨冷链物流有限公司	权益法	1.09
长发集团长江投资实业股份有限公司	权益法	0.95
湖北日月油脂股份有限公司	权益法	0.42
武汉怡景江南置业有限公司	权益法	0.39
武汉长江半导体照明科技股份有限公司	权益法	0.38
武汉中油压缩天然气有限公司	权益法	0.26
武汉诚通物流有限公司	权益法	0.19

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 54.69%。截至 2014 年底投

资性房地产为 9.78 亿元，同比增长 35.57%，主要是商贸控股房屋、建筑物增加导致。

2012~2014 年，公司固定资产年均复合增长 30.59%，主要为房屋及建筑物、运输工具及机器设备等。截至 2014 年底，公司固定资产为 13.37 亿元，同比增长 44.76%，主要系公司合并口径增加了长江金融和融威押运及武汉信用购置办公大楼所致；累计折旧为 7.00 亿元，固定资产成新率较低（65.64%）。

2012~2014 年，公司在建工程年均复合下降 6.43%。截至 2014 年底，公司在建工程为 7.44 亿元，主要包括国家粮食现代物流（武汉）基地、惠西小区公建 2 号楼、正达红星美凯龙家居中心项目、建设四号车间等。

2012~2014 年，公司无形资产变动不大，截至 2014 年合计 7.68 亿元，主要为土地使用权。

2013 年公司新增其他非流动资产 2.16 亿元，为商贸控股下属武汉万吨冷链物流有限公司因配合武汉大道建设被政府拆迁的房屋及土地价值，政府尚未支付拆迁补偿款。2014 年较上年变化不大，为 2.15 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 355.82 亿元，较 2014 年底增长 3.03%，其中流动资产和非流动资产分别占 62.88%和 37.12%，流动资产占比小幅上升。截至 2015 年 3 月底，公司货币资金增加较多；其他应收款有所减少，主要系收回企业间往来款所致。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速扩大，构成以流动资产为主，其中房地产开发成本及开发产品和委托贷款业务增加较多，应收账款及其他应收款占比较高，资产流动性有待改善；股权投资规模逐年扩大，主要以成本法计量，具有一定升值空间。

4. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 23.01%。截至 2014 年底，公司

负债合计 240.38 亿元，其中流动负债占 53.02%，非流动负债占 46.98%，构成以流动负债为主。

流动负债方面，2012~2014 年公司流动负债年均复合增长 10.34%；截至 2014 年底，公司流动负债合计 127.45 亿元，以短期借款（占 22.39%）和其他应付款占（42.54%）为主。

2012~2014 年，公司短期借款波动减少，年均复合下降 5.02%。截至 2014 年底，短期借款为 28.54 亿元，其中质押借款 1.12 亿元、抵押借款 3.46 亿元、保证借款 16.23 亿元、信用借款 7.73 亿元。

2012~2014 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 9.89%。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 54.22 亿元，其中 1 年以内的 24.16%，1~2 年的占 27.09%，2 年以上的占 48.75%，1 年以上的主要为应付武汉太阳物业有限公司、顶琇广场等单位的未结算往来款和预收资产及股权转让款等。

2012~2014 年，公司其他流动负债波动下降 14.16%，截至 2014 年底为 7.40 亿元，包含商贸控股于 2014 年 9 月发行的短期融资券“14 武商贸 CP001” 3.50 亿元。

非流动负债方面，2012~2014 年公司非流动负债年均增长 44.36%；截至 2014 年底，公司非流动负债合计 112.93 亿元，以长期借款（占 59.61%）和应付债券（占 38.02%）为主。

近年公司加大举借长期贷款的力度，2012~2014 年长期借款年均复合增长 54.71%；截至 2014 年底为 67.31 亿元，其中质押借款 16.58 亿元、抵押借款 11.84 亿元、保证借款 30.21 亿元和信用借款 8.68 亿元。

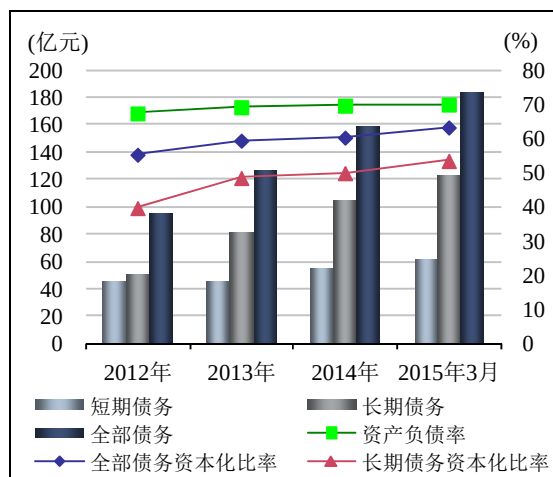
2012~2014 年，公司应付债券年均复合增长 38.19%；截至 2014 年底为 42.93 亿元，包括公司债“11 武经发投债” 5.00 亿元，私募债“12 武经发 PPN001” 7 亿元、“14 武经发 PPN001” 3 亿元，中期票据“12 武经发 MTN2” 4.50 亿元、“12 武经发 MTN1” 3.50 亿元、“13 武商贸 MTN1” 5.00 亿元、“14 武商贸 MTN001”

4.00 亿元，短期融资券“14 武经发 CP001” 6.00 亿元，中小企业私募债券“12 四方债” 2.00 亿元、“14 四方债 01” 2.20 亿元。

2012~2014 年长期应付款规模不大，2014 年新增融资租赁款 0.13 亿元，已计入长期债务。2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，2014 年底为 15.62 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 248.80 亿元，较 2014 年底增长 3.50%，主要来自长长期借款大幅增长；其中公司流动负债占 47.25%、非流动负债占 52.75%；负债构成以非流动负债为主。截至 2015 年 3 月底，公司应付票据大幅增长，主要系长江佳实公司及商贸控股公司由于经营活动产生的应付款项增长所致；其他应付款同比下降，主要系往来款的减少。

图 5 2012~2014 年底公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司有息债务快速增长，三年分别为 95.18 亿元、126.67 亿元和 159.12 亿元。截至 2014 年底，公司全部债务中长期债务占 65.59%、短期债务占 34.41%，以长期债务为主。从债务指标来看，2012~2014 年，公司资产负债率分别为 67.33%、69.12%和 69.60%；全部债务资本化比率分别为 55.25%、59.36%和 60.25%；长期债务资本化比率分别为 39.63%、48.44%和 49.86%。截至 2015 年 3 月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本

化比率和资产负债率分别为 53.41%、63.22%和 69.92%，较上年底有所上升。公司债务负担逐年加重。

总体看，跟踪期内，公司流动负债占比逐年下降，2015 年一季度进一步下降，截至 2015 年 3 月底公司负债结构以非流动负债为主。随着长短期有息债务的快速增加，公司债务负担逐年加重；目前公司债务水平偏高。考虑到公司在建项目的推进和拟建项目的启动将存在一定对外融资需求，负债水平仍可能上升。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均复合增长 16.70%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 104.98 亿元（含少数股东权益 50.54 亿元）。截至 2014 年底，公司归属于母公司权益 54.44 亿元中，实收资本、未分配利润及其他综合收益分别占 66.48%、18.26%和 13.41%。

2012~2014 年，公司实收资本逐年增加。截至 2013 年底，公司实收资本 35.29 亿元，较 2012 年底增加 2.05 亿元，是由于 2012 年报表是以 2010 年 12 月 31 日为重组基准日编制的模拟报表，实收资本是以 2010 年底商贸控股净资产的 51%纳入公司实收资本计算所得，而 2013 年报表以 2012 年 12 月 31 日为重组基准日编制，二者存在差异，实际公司 2013 年底实收资本较上年底无变化。截至 2014 年底实收资本 36.19 亿元，较 2013 年底增加 0.91 亿元，系融威押注划入和武汉国资委注入资金所致。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 107.01 亿元，较上年底增长 1.94%，主要是未分配利润和少数股东权益带来的增加。所有者权益构成较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性一般。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，由于流动资产规模较大，2012~2014 年公司的流动比率和速动比率保持在相对较好水平，流动比率分别为

139.39%、160.91%和 167.45%；速动比率分别为 125.50%、125.74%和 143.23%；截至 2015 年 3 月底上述指标分别为 190.33%和 164.34%。考虑到公司流动资产中其他应收款和房地产开发成本及开发产品存货占比较大，实际的短期支付能力弱于指标所反应。2014 年，公司经营活动现金流净额为负，无法对流动负债形成有效保障。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 13.91 亿元、18.65 亿元和 25.53 亿元；但由于近年来有息债务增长率小于 EBITDA 增长率，全部债务/EBITDA 倍数近三年逐年下降，分别为 6.84 倍、6.79 倍和 6.23 倍；由于近几年公司债务结构变化，长期债务增长较快，利息支出随之增长，导致 EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 3.31 倍、2.38 倍和 2.23 倍。公司 EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

截至 2015 年 3 月底，除武汉信用下属的部分以担保为主业的子企业因业务经营形成的担保事项外，公司对外担保总额为 12.08 亿元，担保比率为 11.29%；其中被担保单位湖北汉新高速公路有限责任公司和湖北汉洪高速公路有限责任公司原为公司子公司，2008 年股权划转出后担保延续，合计担保额 11.59 亿元。目前被担保企业均经营正常。总体看，公司或有负债风险可控。

表 8 截至 2015 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保公司	金额	期限	备注
湖北汉新高速公路有限责任公司	8.44	至 2026 年 6 月	原子公司担保延续
湖北汉洪高速公路有限责任公司	2.78	至 2023 年 10 月	原子公司担保延续
武汉恒通威邦贸易发展有限公司	0.50	至 2015 年 6 月	
武汉小蜜蜂食品有限公司	0.24	待被担保单位房产建成抵押到位后即解除担保	
武汉华夏玻璃制品有限公司	0.12	至 2015 年 9 月	资产抵质押反担保
合计	12.08		

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司共获得银行授信（不包括信托借款）136.63亿元，尚未使用额度34.18亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B201505280081086952），截至2015年5月28日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、武汉市政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力强。

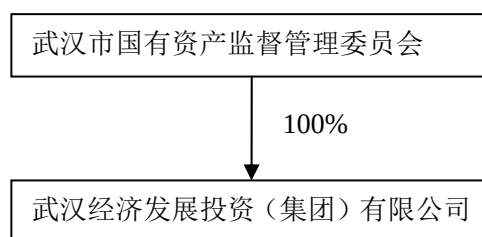
十、存续期债券偿债能力

公司于2012年6月发行了3.5亿元中期票据“12武经发MTN1”，于2012年12月发行了4.5亿元中期票据“12武经发MTN2”，期限均为5年，并于同年到期兑付，公司于2017年偿还上述存续中期票据金额合计8亿元。公司2013年EBITDA和经营活动现金流入量对上述存续中期票据金额合计金额的保护倍数分别为2.33倍和27.48倍；2014年上述指标分别为3.19倍、87.58倍。公司EBITDA和经营活动现金流入量对存续期内中期票据的保障能力好。

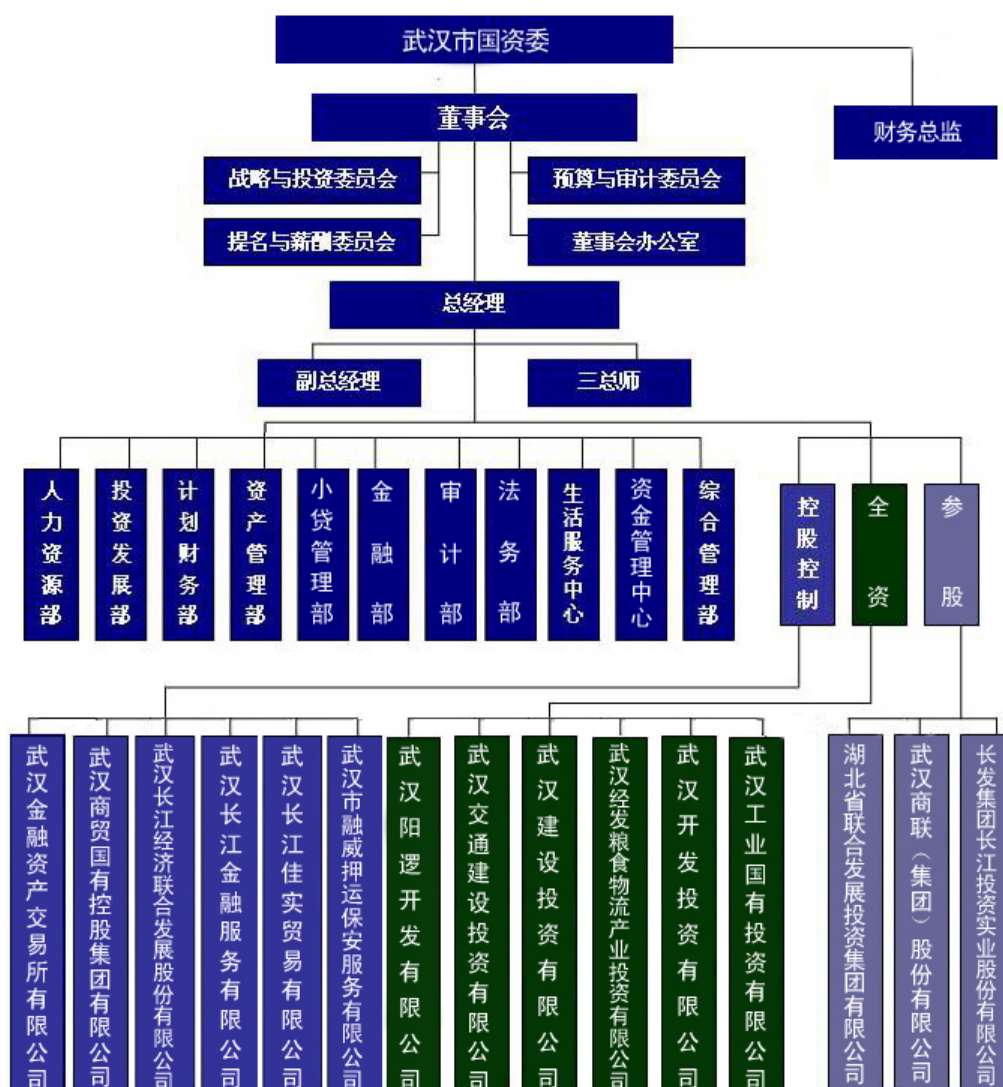
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12武经发MTN1”和“12武经发MTN2”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构及控股子公司概况



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.15	20.57	19.91	34.04
资产总额(亿元)	235.95	280.80	345.36	355.82
所有者权益(亿元)	77.08	86.71	104.98	107.01
短期债务(亿元)	44.57	45.20	54.75	61.25
长期债务(亿元)	50.60	81.47	104.38	122.69
全部债务(亿元)	95.18	126.67	159.12	183.93
营业收入(亿元)	59.18	69.06	125.99	19.97
利润总额(亿元)	9.96	9.90	12.59	2.29
EBITDA(亿元)	13.91	18.65	25.53	--
经营性净现金流(亿元)	-2.95	-10.38	-12.21	-8.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.58	1.76	3.01	--
存货周转次数(次)	3.36	1.94	2.88	--
总资产周转次数(次)	0.28	0.27	0.40	--
现金收入比(%)	108.44	130.71	131.91	104.50
营业利润率(%)	26.07	23.98	19.30	30.07
总资本收益率(%)	6.83	6.95	7.77	--
净资产收益率(%)	10.13	8.36	8.90	--
长期债务资本化比率(%)	39.63	48.44	49.86	53.41
全部债务资本化比率(%)	55.25	59.36	60.25	63.22
资产负债率(%)	67.33	69.12	69.60	69.92
流动比率(%)	139.39	160.91	167.45	190.33
速动比率(%)	125.50	125.74	143.23	164.34
经营现金流动负债比(%)	-2.82	-9.53	-9.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.31	2.38	2.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.84	6.79	6.23	--

注：1.2012 年数据依据经审计的模拟重组事项完成后的财务数据计算而得；2.其他流动负债和应付债券中的短融和超短融已计入短期债务及相关计算指标；3.长期应付款中融资租赁款计入长期债务及相关计算指标；4.2015 年一季度财务数据未经审计。

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	(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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级