



信用等级通知书

信评委函字[2018]G486-F1号

物产中大集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“物产中大集团股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年十一月七日

物产中大集团股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	物产中大集团股份有限公司
发行规模	本次债券采取分期发行，本期债券为首期发行，发行规模不超过（含）人民币20亿元。
债券期限	本期债券为单一期限品种，本期债券基础期限为3年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长1个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。
付息方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。
偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
续 期 选 择 权	本期债券以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。
赎 回 选 择 权	(1) 公司因税务政策变更进行赎回；由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。(2) 公司因会计准则变更进行赎回。
递延支付利息条款	本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“物产中大集团股份有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）”的信用级别为AAA。该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”或“公司”）主体信用级别为AAA，评级展望稳定。该级别反映了物产中大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。中诚信证评肯定了公司显著的区位优势、供应链集成服务能力持续增强、主业经营能力不断提升和融资渠道畅通等正面因素对公司信用水平的支撑。但同时，中诚信证评也关注到贸易业务易受经济波动和政治环境变化影响、公司负债率较高、债务负担较重以及资产减值损失较大，侵蚀部分利润等因素对公司信用水平可能产生的影响。

正 面

- 区域优势显著。2017年浙江省和杭州市GDP分别为51,768亿元和12,556亿元，增速分别为7.8%和8%，均高于同期全国平均水平。区域内较发达的经济水平，为公司供应链集成服务等业务板块的发展提供良好环境。
- 公司供应链集成服务能力持续增强，主业经营能力不断提升。近年来，公司以供应链集成服务为核心主业，整合资源优势，促进线上线下互动、产融结合，创新供应链服务模式，提升供应链集成服务能力，供应链集成服务业务板块快速扩张，使得主业经营能力不断提升。2017年公司营业收入和净利润分别为2,766.20亿元和29.38亿元，同比分别增长33.52%和15.78%。
- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至2018年6月末，公司共获得各银行授信额度1,022.00亿元，未使用授信余额合计为712.13亿元；同时，公司为主板上市公司，畅通的融资渠道为公司流动性提供了较好支撑。

概况数据

物产中大	2015	2016	2017	2018.6
所有者权益(亿元)	220.87	237.47	263.63	262.33
总资产(亿元)	729.69	765.71	859.44	941.57
总债务(亿元)	324.28	339.88	379.46	417.56
营业总收入(亿元)	1,825.73	2,071.72	2,766.20	1,310.04
营业毛利率(%)	3.15	3.44	2.58	3.12
EBITDA(亿元)	34.37	50.83	56.97	-
所有者权益收益率(%)	8.35	10.69	11.15	13.68
资产负债率(%)	69.73	68.99	69.32	72.14
总债务/EBITDA(X)	9.44	6.69	6.66	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.27	3.89	4.83	-

注: 1.所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益;
2.2018年1~6月所有者权益收益率指标经年化处理。

关注

- 外部环境变化影响。贸易业务易受经济波动和政治环境变化影响,近年来宏观经济增速放缓及大宗商品价格波动明显使得公司业务发展前景的不确定性增加。
- 负债率水平较高,债务负担较重。受供应链集成业务采购对资金需求增大的影响,截至2018年6月末,公司总债务为417.56亿元,资产负债率为72.14%,其中短期债务为348.20亿元,长短期债务比为5.02倍,公司债务负担较重,短期偿债压力较大。
- 资产减值损失较大。2015~2017年,公司资产减值损失分别为5.68亿元、14.52亿元和5.17亿元,主要为计提应收账款坏账准备和存货跌价准备所致,规模相对较大,侵蚀部分经营利润,须对应收账款回收风险和原材料价格波动风险予以关注。

分析师

王 隼 wwang@ccxr.com.cn

汪智慧 zhwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年11月7日



信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”或“公司”）前身中国纺织品出口总公司浙江省服装分公司（以下简称“浙江省服装进出口公司”）成立于 1988 年 1 月，1992 年 9 月 14 日经浙江省股份制试点工作协调小组浙股[1992]37 号文批复，以浙江省服装进出口公司为主体，联合中国纺织品进出口总公司、中国银行杭州信托咨询公司、交通银行杭州分行共四家单位作为发起人，以定向募集方式设立浙江中大集团股份有限公司。公司于 1996 年 6 月在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600704），并于 2006 年 2 月完成股权分置改革。2008 年，公司原股东浙江中大集团控股有限公司将持有的公司的 0.85 亿股国有股无偿划转给浙江省物产集团公司（以下简称“浙江物产”），浙江物产成为公司控股股东。2011 年 9 月，公司名称变更为浙江物产中大元通集团股份有限公司。2015 年 2 月 5 日，浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）将所持浙江物产 100% 股权中的 62% 无偿划转至浙江省综合资产经营有限公司（2015 年 5 月更名为“浙江省国有资本运营有限公司”，以下简称“国资公司”），将 38% 股权以相应评估对价转让给浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交投”）。2015 年 10 月，公司完成重大资产重组，实现对浙江物产的吸收合并，浙江物产所持有公司 3.10 亿股股份予以注销；同时，公司通过非公开发行 3.02 亿股股份成功募集配套资金 26.27 亿元。2015 年 11 月 17 日，公司完成工商变更，同时名称变更为物产中大集团股份有限公司。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本为 43.07 亿元，控股股东国资公司持股比例为 33.81%；实际控制人为浙江省国资委。

2015 年，公司吸收合并浙江物产后，主要经营金属材料、化工、煤炭、油品、汽车经销等贸易及房地产业务，同时发展主业相关的加工生产、物流、金融服务、汽车租赁等业务。2016 年，公司以资产包的形式将房地产板块出售，房地产业务不再是公

司主营板块。目前公司主营业务包括钢铁、汽车、煤炭、化工等核心品种的供应链集成服务，融资租赁、期货经纪等金融服务，以及环保公用、医疗健康等高端实业。其中，供应链集成服务业务是公司营业收入的主要来源。公司经营规模、经济效益、综合实力等主要经济指标一直位于全国同行前列，2018 年位居世界 500 强第 270 位。

截至 2017 年末，公司总资产为 859.44 亿元，所有者权益为 263.63 亿元，资产负债率为 69.32%；2017 年，公司实现营业总收入 2,766.20 亿元，净利润 29.38 亿元，经营活动净现金流-83.59 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 941.57 亿元，所有者权益为 262.33 亿元，资产负债率为 72.14%；2018 年 1~6 月，公司实现营业总收入 1,310.04 亿元，净利润 17.95 亿元，经营活动净现金流-25.24 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	物产中大集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）
发行规模	本次债券采取分期发行，本期债券为首期发行，发行规模不超过（含）人民币 20 亿元。
债券期限	本期债券为单一期限品种，本期债券基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行。
债券利率	本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。
续期选择权	本期债券以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。
赎回选择权	（1）因税务政策变更，由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）因会计

准则变更，若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。除了以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

递延支付利息条款	除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。
付息方式	在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
偿付顺序	本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充偿还公司债务以及补充流动性资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

外贸行业概况

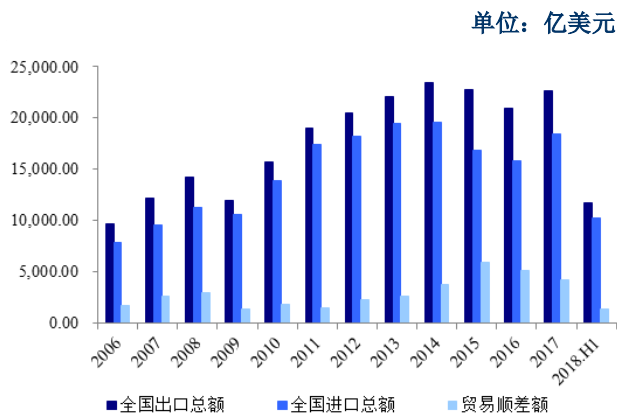
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010 年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011 年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012 年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国 GDP 同比增长 7.8%，是进入 1999 年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额 3.87 万亿美元，同比增长 6.2%。2013 年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额 4.16 万亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.6%，增速较上年同期上升了 1.4 个百分点，其中，出口 2.21 万亿美元，增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，增长 7.3%，进口增速显著提升。2014 年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于 2013 年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014 年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014 年我国进出口总额 4.30 万亿美元，同比增长 3.4%，其中出口总额 2.34 万亿美元，同比增长 6.1%，进口总额 1.96 万亿美元，同比增长

0.4%。2015 年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015 年我国进出口总额 3.96 万亿美元，同比下降 8.0%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。2016 年，受大宗商品价格低迷，发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，国内经济下行压力仍较大，2016 年我国进出口总额 3.7 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口 2.1 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.6 万亿美元，同比下降 5.5%。2017 年以来，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，2017 年我国进出口总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口 2.26 万亿美元，进口 1.84 万亿美元。2018 年 1~6 月，我国进出口总额 2.21 万亿美元，同比增长 16.0%，其中出口 1.17 万亿美元，同比增长 12.8%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012 年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差 0.23 万亿美元，同比大幅增长 48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012 年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了 0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013 年，我国实现贸易顺差 0.26 万亿美元，同比增长 12.55%；2013 年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。2014 年我国实现贸易顺差 0.38 万亿美元，同比增长 47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面 2014 年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015 年，我国实现贸易顺差

0.59 万亿美元，同比增长 56.7%；在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015 年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016 年，我国实现贸易顺差 0.51 万亿美元，同比下降 13.9%。2017 年，我国实现贸易顺差 0.42 万亿美元，继续收窄。2018 年 1~6 月，我国实现贸易顺差 1,396.5 亿美元，收窄 21.6%。

图 1：2006~2018 年 6 月我国进出口总额和贸易顺差情况



资料来源：商务部，中诚信证评整理

在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近来，中美贸易摩擦加剧，贸易战后续发展存在很大不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

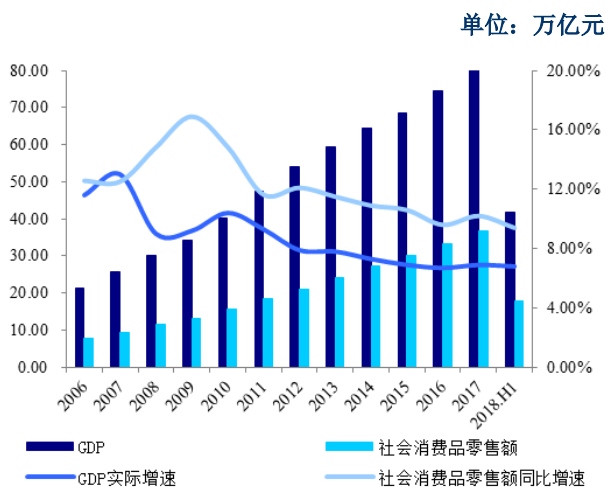
但另一方面，国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制等系列措施，推进我国

外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。2014 年国内生产总值 636,463 亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 262,394 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，同比增长 6.7%；社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%。2017 年，国内生产总值 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。2018 年 1~6 月，我国国内生产总值 418,961 亿元，同比增长 6.8%；社会消费品零售总额 180,018 亿元，同比增长 9.4%。

图 2：2006~2018.H1 我国 GDP 和社会消费品零售额规模及其增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出将着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。2016年11月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布，针对“十三五”期间我国内贸流通发展，提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施，以推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境，到2020年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。2016年11月，我国商务部等13部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017年6月，我国商务部印发了《2017年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184号，以下简称“方案”），

方案提出以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税，降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化，降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上，近年来，我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

区域环境

浙江省地处我国东南沿海长三角经济带，是经济比较发达的沿海对外开放省份，经济发展的内在动力和活力较强，经济增长质量较好。

近年来，浙江省经济持续增长，浙江省GDP规模始终位于全国前列，固定资产投资稳步增长。2015年以来，浙江省经济运行呈现持续了增长的良好态势，但增速有所放缓。2015年，浙江省实现地区生产总值42,886.5亿元，同比增长8.0%；全年社会消费品零售总额19,785亿元，比上年增长10.9%。其中，城镇消费品零售额16,523亿元，增长10.6%；乡村消费品零售额3,262亿元，增长12.4%。按消费形态统计，商品零售额17,797亿元，增长11.1%；餐饮收入额1,988亿元，增长9.8%。2016年，浙江省实现地区生产总值46,485亿元，按不变价同比增长7.5%；社会消费品零售总额21,971亿元，同比增长11.0%。其中，城镇消费品零售总额18,281亿元，增长10.7%；乡村消费品零售总额3,690亿元，增长13.0%。按消费形态统计，商品零售额19,723

亿元，增长 10.8%；餐饮收入额 2,248 亿元，增长 13.1%。2017 年，浙江省实现地区生产总值 51,768 亿元，按不变价同比增长 7.8%；社会消费品零售总额 24,308 亿元，同比增长 10.6%。社会消费品零售总额的持续增长有利于浙江省零售业的持续发展。

杭州市是长三角地区最大和发展最快的城市经济体之一。近年来，杭州市地区生产总值增速有所趋缓，2015 年，杭州市地区生产总值 10,053.58 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.2%；同期社会消费品零售总额同比增长 11.8%至 4,697.23 亿元。2016 年，杭州市地区生产总值 11,050.49 亿元，同比增长 9.5%；同期社会消费品零售总额同比增长 10.5%至 5,176.20 亿元，消费品市场呈现平稳增长趋势。2017 年，杭州市地区生产总值 12,556 亿元，同比增长 8.0%；同期社会消费品零售总额 5,717 亿元，同比增长 10.5%。

总体来看，浙江省较为发达的经济及区位优势为贸易企业发展提供了较好的外部条件，在一定程度上支撑了供应链集成服务业务的发展。但中诚信证评也关注到，近年来世界经济政治形势更趋错综复杂，未来可能对公司业务经营产生一定不利影响。

竞争优势

股东背景强，政府支持力度大

公司是浙江省国有资产经营管理的重要主体，得到了浙江省政府的有力支持。

近年来，在浙江省国资委的支持下，公司进行了多次资产整合，资本实力不断增强。2009 年 8 月，按照浙江省政府的总体部署和要求，公司向浙江物产非公开发行股票，取得浙江物产所持有的浙江物产元通机电（集团）有限公司 100% 股权，将浙江物产旗下汽车业务整合到公司旗下。2011 年以来，公司先后通过收购杭州龙通丰田汽车服务有限公司以及浙江之信汽车有限公司等公司的部分股权，取得其实际控制权，从而加强了公司高端汽车品牌经销业务的控制力，巩固了汽车业务的市场地位。2015 年 10 月，在浙江省政府的大力支持下，公司向浙江物产股东国资公司、浙江交投非公开发行

8.94 亿股股份吸收合并浙江物产，并向煌迅投资有限公司发行 0.17 亿股股份购买浙江物产之子公司物产国际 9.6% 股权，浙江物产实现整体上市。吸收合并完成后，物产中大作为存续公司承继及承接浙江物产的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

总的来看，在浙江省政府的大力支持下，公司资产整合力度不断加大，且在吸收合并原控股股东浙江物产整体上市后，实力进一步增强。借助强大的政府背景，公司在充分利用政府资源、社会关系和有关政策方面具有较明显的优势。

区位优势显著，行业综合竞争力较强

公司所在地浙江省经济实力较强，是经济比较发达的沿海对外开放省份，区位优势显著，对企业发展提供了良好机遇。公司是浙江省最大的省属贸易企业之一，连续六年进入世界五百强企业榜单，2018 年排名第 270 位。公司钢材、煤炭及化工等主要产品贸易业务在全国具备一定规模优势和市场竞争能力，经营规模、经济效益、综合实力等主要指标名列全国同行前茅。同时，公司围绕贸易主业开展物流以及金融服务等业务，为公司流通产业的深度发展提供支持。

2017 年，公司供应链集成服务实现营业收入 2,684.00 亿元，同比增长 36.32%。近年来，公司钢材、铁矿砂、煤炭、化工等营业额均列全国经销商前列，保持着很强的规模优势。目前公司在传统批发贸易的基础上，不断深化商业模式创新，加强供应链管理，提高核心竞争力。

汽车业务方面，公司在浙江省建立了良好的品牌效应，汽车省内销售量的市场占有率持续提升，在省内汽车分销领域位居第一。截至 2018 年 6 月末，公司与国内主要汽车集团都建立了良好的合作关系，旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 7 个大系的 46 个品牌。截至 2018 年 6 月末，公司 4S 店、2S 店、综合展厅等销售网点达到 187 家，其中 4S 店数量达到 141 家。

另外，煤炭贸易也是公司规模较大的贸易品种之一，2015~2017 年，公司煤炭销量分别为 4,296.16 万吨、5,078.08 万吨和 5,900.73 万吨，在同行业中

竞争优势明显。

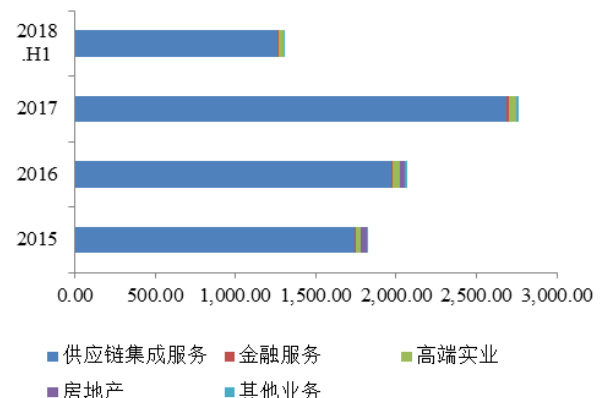
总体来看，公司拥有显著的区位优势，较大的贸易业务规模和较高的区域市场地位使得公司在整体的经济波动中具备极强的抗风险能力。

业务运营

公司是浙江省最大的省属贸易企业，各业务板块在省内均处于领先地位，经营规模、综合实力等主要指标位于全国行业前列。目前，公司主要开展钢铁、汽车、煤炭、化工等核心品种的供应链集成服务，融资租赁、期货经纪等金融服务，以及环保公用、医疗健康等高端实业。2015~2017 年公司营业总收入分别为 1,825.73 亿元、2,071.72 亿元和 2,766.20 亿元，近三年复合增长率为 23.09%。分板块看，供应链集成服务业务是公司营业收入的主要来源，2017 年公司供应链集成服务、金融服务及实业板块分别实现营业收入 2,684.00 亿元、16.15 亿元和 48.57 亿元，在当期营业总收入中占比分别为 97.03%、0.58%和 1.76%。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 1,310.04 亿元，同比增长 5.34%，其中供应链集成服务、金融服务及实业板块分别实现营业收入 1,256.58 亿元、10.93 亿元和 34.03 亿元。

图 3：2015~2018.H1 公司营业总收入构成情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供应链集成服务

公司供应链集成服务业务已形成覆盖全国主要城市的市场网络和战略布局。凭借较强的资源整合和风险控制能力，公司供应链集成服务业务发展较快，2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月分别实现营业收入 1,738.74 亿元、1,968.94 亿元、2,684.00 亿元和 1,256.58 亿元，占公司营业总收入的比重超过 95%，系公司主要收入来源。公司供应链集成服务业务主营产品包括钢材、汽车、煤炭、化工、有色金属等，2017 年上述五大类商品销售额占比分别为 34.77%、12.14%、12.27%、16.71%和 10.71%。2018 年 1~6 月，公司实现供应链集成服务业务收入 1,256.58 亿元，其中钢材、汽车、煤炭、化工、有色金属销售占比分别为 38.33%、11.84%、12.07%、15.53%和 9.87%。

表 2：2015~2018.H1 公司供应链集成服务主要品种构成及毛利率情况

单位：亿元、%

	2015		2016		2017		2018.H1	
	销售额	毛利率	销售额	毛利率	销售额	毛利率	销售额	毛利率
钢材	553.01	1.81	546.24	2.20	933.11	1.74	481.67	1.78
炉料	160.96	0.86	113.76	0.73	161.77	0.88	56.17	2.20
有色金属	238.33	0.28	319.54	0.02	287.35	0.25	124.07	0.41
汽车	232.55	4.70	300.10	4.31	325.90	4.39	148.83	5.58
煤炭	162.89	1.19	209.50	2.02	329.41	1.90	151.69	1.62
油品	27.89	1.53	38.30	1.73	70.67	1.71	53.31	1.23
化工	245.99	0.76	332.53	1.72	448.42	0.91	195.19	0.82
炸药	5.80	11.32	6.70	10.63	5.66	10.67	-	-
木材	24.42	3.19	16.48	3.27	17.82	4.42	9.33	6.91
纺织服装	34.55	2.83	33.62	3.88	34.84	7.04	12.34	4.59

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

钢材

钢材贸易是公司最主要的贸易业务，主要由浙江物产金属集团有限公司（以下简称“物产金属”）开展。目前，公司的钢材贸易产品广泛覆盖方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等各种类型钢材品类。

近年来，随着大宗商品价格回暖，公司钢材销售均价逐年上涨，2015~2017年及2018年1~6月钢材销售均价分别为2,595.79元/吨、2,710.26元/吨、3,961.59元/吨和4,248.66元/吨；同期，公司钢材销量分别为2,427.17万吨、2,264.96万吨、2,755.41万吨和1,325.69万吨。其中，2016年，虽然钢材价格有所回升，但受公司加强控制赊销规模等因素导致钢材贸易量下降的影响，当期公司钢材贸易业务销售收入有所下降。

表3：2015~2018.H1公司钢材销售情况

单位：万吨、亿元、元/吨

	2015	2016	2017	2018.H1
钢材销量	2,427.17	2,264.96	2,755.41	1,325.69
其中：进口量	2.12	1.92	2.19	1.13
出口量	126.74	139.13	286.42	157.74
销售收入	630.04	613.86	1,091.58	563.24
销售均价	2,595.79	2,710.26	3,961.59	4,248.66

注：以上销售收入为含税收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司与中国中钢集团有限公司、江西萍钢实业股份有限公司、鞍山钢铁集团有限公司等全国近二十家大型钢铁集团建立了合作关系，已成为全国合作钢厂最多、销售量最大的市场化钢材流通企业之一，能够保持较为稳定的货源。2017年，公司前五大上游供应商的钢材供应金额合计占到公司钢材总采购金额的7.25%；2018年1~6月，该比例为8.83%。

表4：2017年公司钢材业务前五大供应商情况

单位：亿元、%

公司名称	采购金额	占比
天津恒达伟业投资有限公司	21.53	1.94
日照宝华新材料有限公司	18.09	1.63
鞍钢股份有限公司	15.83	1.43
营口丝路贸易有限公司	13.64	1.23
中车物流有限公司	11.30	1.02
合计	80.39	7.25

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司通过连锁分销、配供配送、供应链服务和电子商务等模式，与供应链上下游各环节紧密契合，最终将钢材产品输送给机械、汽车制造商和基建工程等下游客户。其中，供应链服务主要是指围绕客户在供应链各环节的需求，既向其提供原材料，又销售其产品，并提供物流、金融、信息、商务、技术等集成服务的模式，是公司主要经营模式，2017年实现钢材销售额453.06亿元，在钢材销售总额中占比为41.50%。供应链服务模式不仅可以锁定成本，稳定客源，获取多环节利润，还可以有效减小应收账款风险。配供配送模式主要是指公司直接与工程施工方对接，根据工程项目所需物资的需求，与上游钢厂接洽采购合适的钢材向项目施工方进行配供服务；产品配送是指公司为直接用于钢材消费的生产企业等提供物资供应服务，2017年公司通过配供配送模式实现钢铁销售收入251.67亿元，在钢材销售总额中占比23.06%。连锁分销是公司在事业部层面统一设置采购部门，从上游供应商统一采购，分别设置销售部门从连锁渠道进行分销，统一物流外包，2017年，公司通过连锁分销模式实现钢铁销售收入238.48亿元，在钢材销售总额中占比21.85%。

在当前钢贸行业景气度不高、信用风险频发的情况下，公司对大部分客户均采取款到发货的结算方式，以最大限度地减少下游风险的向上传导；目前，公司的信用销售主要是对风险相对较小的大型建设工程项目的配供配送。同时公司对赊销客户原则上要求采取投保中国出口信用保险公司（以下简称“中信保”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“太平洋保险”）等措施，以严格控制应收款的回收风险。目前公司在选择下游企业的过程中也逐渐向信用度好的大型直接用钢企业集中，减少向二级代理商供货，以降低下游企业的违约行为带来的风险。

表5：2017年公司钢材业务前五大销售客户情况

单位：亿元、%

公司名称	销售金额	占比
江阴瑞和金属制品有限公司	30.97	2.84
河北泰钢钢铁轧制有限公司	11.17	1.02
嘉吉投资（中国）有限公司	10.17	0.93
中国建筑第四工程局有限公司	8.69	0.80
唐山连创制钢科技有限公司	7.69	0.70
合计	68.69	6.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在控制价格风险方面，公司与钢厂建立了长期稳定的合作关系，钢厂通过延长给公司的报价时间，以及降价补偿等优惠措施，尽量弥补公司在钢材跌价上的损失。此外，公司还与部分钢厂签订了“遇涨不涨、遇跌照补”的定价方法，主要是指公司和钢厂在制定的基准结算价格的基础上，根据市场行情的变化核定调整价格，公司或者向钢厂补缴上涨差额，或者收取钢厂返还下跌补差。这种定价方法较为有效的保证了公司在钢材销售中的利润空间，并且在市场价格波动较大时有效地平滑了由于钢材价格急剧变化给公司带来的可能损失。虽然在这种定价模式下，公司在行情看涨时不能取得太高的超额利润，但也不会因为行情走低而产生过多的亏损。此外，在存在价格敞口风险的情况下，公司会进行套期保值交易，减少价格波动带来的或有损失。虽然公司与部分钢厂签订了价格补偿的定价方法，且进行了一定套期保值，但仍面临原材料价格波动风险。

整体来看，公司钢材板块通过对上游铁矿石和下游供应链分销体系的建设，逐步实现了从传统的钢材贸易向现代流通业的转型，对公司掌握钢材资源、提高市场占有率、拓展业务空间有积极作用。面对国内钢铁行业产业政策变化可能带来的重大格局调整和市场波动，新业态为公司钢材业务的可持续发展提供了良好支撑。同时中诚信证评也将继续关注钢铁行业产业政策变化、钢材价格波动以及钢贸信贷风险等因素对公司钢材业务的影响。

汽车

公司汽车经销的主要经营主体为浙江省最大的汽车经销商浙江物产元通汽车集团有限公司（以

下简称“物产元通”）。公司在汽车销售业务的基础上，拓展汽车后服务业务，同时搭建云服务平台提供 O2O 新车销售、后服务、二手车、金融理财、车圈、积分商城服务，通过线上线下融合提升汽车整体业务规模。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司汽车业务营业收入分别为 232.55 亿元、300.10 亿元、325.90 亿元和 148.83 亿元。其中，汽车销售后服务业务收入分别为 25.32 亿元、32.21 亿元、44.88 亿元和 24.23 亿元。

公司汽车业务经营区域主要集中在浙江省内，其中杭州是公司汽车销售的主要区域之一，同时在苏州、厦门、漳州、成都、重庆、西安、西宁拥有销售门店。公司汽车销售网络在地域上采用三级运营模式，销售业务由中心城市向二、三级城市拓展。截至 2018 年 6 月末，公司 4S 店、2S 店和综合展厅等销售网点为 187 家，其中 4S 店数量 141 家。2015~2017 年，公司汽车销售量分别为 15.11 万辆、18.24 万辆和 18.51 万辆，分别实现销售金额 253.75 亿元、305.43 亿元和 319.23 亿元，呈逐年上升态势。2018 年 1~6 月，公司汽车销售量和销售金额分别为 8.17 万辆和 144.00 亿元。

表 6：2015~2018.H1 公司汽车板块经营情况

单位：万辆、亿元、万元/辆、家

	2015	2016	2017	2018.H1
销售量	15.11	18.24	18.51	8.17
销售金额	253.75	305.43	319.23	144.00
销售均价	16.79	16.74	17.25	17.63
4S 店数量	128	134	139	141
售后服务收入	25.32	32.21	44.88	24.23
维修车辆	147.56	169.26	167.65	84.89
二手车交易量	4.28	5.28	5.56	2.88

注：销售金额为含税收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司与国内主要汽车集团建立了良好的合作关系，拥有很多汽车品牌特许代理资格，截至 2018 年 6 月末，旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 7 个大系的 46 个品牌，2017 年在销售排名前五位的品牌合计销售额达到公司汽车总销售额的 41.00%。

表7：2017年公司汽车销售前五大客户情况

单位：亿元、%

公司名称	销售金额	占比
奥迪	32.90	10.31
上汽大众	28.17	8.82
通用别克	26.08	8.17
一汽大众	22.04	6.90
北京现代	21.72	6.80
合计	130.91	41.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

汽车后服务方面，近年来公司汽车销售业务加快业态调整 and 战略转型，充分利用后服务产业链的增值优势，使汽车售后服务、二手车交易、汽车保险服务、汽车精品销售等成为 4S 店的利润支撑点，营运质量和抵御风险能力得到提高。凭借公司较为成熟的汽贸业务和一定规模的客户保有量，汽车后服务收入规模逐年增长；同时，由于企业后服务业务毛利率水平较高，后服务收入规模的上升为公司汽车经销业务盈利能力的提升提供了保障。

整体来看，汽车贸易业务在省内优势突出，公司通过延伸汽车的后服务业务提升盈利水平，经济效益大幅提升。同时，近年来城市治理和环保力度加大，以及汽车限购政策的实施，市场进入结构调整期。但随着汽车保有量的增加，汽车后服务市场发展潜力巨大，公司在汽车后服务市场方面发展空间较大。

煤炭

煤炭是公司主要贸易品种之一，主要由浙江物产环保能源股份有限公司（以下简称“物产环能”）负责运营。2015~2017 年，公司煤炭销售量分别为 4,296.16 万吨、5,078.08 万吨和 5,900.73 万吨。2016 年 6 月起煤炭行业回暖，煤价开始上涨，使得 2016 年公司煤炭销售量同比增长 18.20%，销售收入同比增长 43.23%。2017 年，受市场回暖的影响，公司煤炭销售量同比增长 16.20%，实现销售收入同比增长 48.36%。2018 年 1~6 月，公司煤炭销售量为 2,595.07 万吨，实现销售金额 181.00 亿元。

表8：近年来公司煤炭销售情况

单位：亿元、万吨、元/吨

	2015	2016	2017	2018.H1
销售金额	184.47	223.81	385.57	181.00
销售实物量	4,296.16	5,078.08	5,900.73	2,595.07
销售均价	429.38	440.74	653.43	697.48

注：以上销售收入为含税收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司与国内大型煤炭生产企业建立了长期合作关系，保证了煤炭来源的稳定。2017 年，公司前五大煤炭供应商的煤炭供应金额合计占到公司煤炭总采购金额的 26.64%。

表9：2017年公司煤炭业务前五大供应商情况

单位：亿元、%

公司名称	采购金额	占比
神华集团有限责任公司	37.64	9.56
天津广路通煤炭销售有限公司	28.67	7.28
博笙贸易（上海）有限公司	14.78	3.75
大同煤矿集团有限责任公司	12.33	3.13
中煤集团山西华昱能源有限公司	11.52	2.92
合计	104.94	26.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物产环能是全国最大的煤炭贸易企业之一，市场参与时间较长，销售网络遍布浙江省，拥有较为稳定的客户群体。受益于公司的规模以及行业地位优势，公司的抗风险能力较强，在实物量的销售上实现了大幅增长。同时，物产环能通过下属嘉兴新嘉爱斯热电有限公司（以下简称“新嘉爱斯热电”）实现产业链前向延伸。新嘉爱斯热电总装机容量 125MW，拥有热网主管道 113KM，下游蒸汽用户 103 家，年发电能力 8.5 亿 KWM，年供热能力 350 万吨。在煤炭价格下跌时，物产环能通过电厂经营成本的降低，获取后续发热发电带来的部分收益。物产环能还与浙江江山化工股份有限公司和浙江浙能富兴燃料有限公司等企业建立了长期合作关系，有效地扩大了销售，增强了终端市场分销能力，为公司煤炭销售渠道提供了一定保证。

表10：2017年公司煤炭业务前五大客户情况

单位：亿元、%		
公司名称	销售金额	占比
玖龙纸业有限公司	18.91	4.91
华能（苏州、海南、广东）电厂	7.70	2.00
东莞市辉煌能源有限公司（含海昌）	7.86	2.04
国电（乐东、宁波、泰州、镇江）	6.21	1.61
南方水泥有限公司	8.59	2.23
合计	49.27	12.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在煤炭供应链的建设中，公司逐步加强面向企业用户开展门对门的配供配送服务的能力。同时，公司依托秦皇岛、天津、青岛、上海、宁波、乍浦等港口，加快推进港口中转和分销网络建设，重点拓展杭嘉湖、台州、金华等区域市场，进一步扩大了销售规模，近年公司在省内煤炭销售市场占据较大的份额。中诚信证评将对煤炭价格波动情况对公司业务的影响保持关注。

化工产品

公司化工板块主要由子公司浙江物产化工集团有限公司（以下简称“物产化工”）负责经营，近年来，公司化工产品贸易业务得到了较快的发展，公司主要化工业务集中在橡胶、塑料、液化、化纤原料和民爆等产品的贸易领域，近年来化工产品贸易量不断增长。2015~2017年及2018年1~6月，公司营业收入（含民爆产品）分别为251.79亿元、339.24亿元、454.08亿元和195.19亿元。2015~2017年及2018年1~6月，公司销售化工产品（不含民爆产品）分别为428.13万吨、560.13万吨、661.52万吨和261.58万吨。2015~2017年，公司分别销售民爆产品11.04万吨、9.95万吨和12.12万吨。

表11：2015~2018.H1公司化工产品销售情况

单位：万吨				
	2015	2016	2017	2018.H1
橡胶	11.67	14.04	69.72	38.92
塑料	90.29	200.06	142.53	49.31
液化	139.55	200.65	193.50	73.70
化纤	108.90	121.47	173.80	63.54
其他	77.72	23.91	81.97	36.11
合计	428.13	560.13	661.52	261.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表12：2015~2017年公司民爆板块经营情况

单位：万吨			
	2015	2016	2017
总销量	11.04	9.95	12.12
其中：炸药	8.71	8.74	9.91
其他	2.34	1.21	2.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司化工产品的采购模式主要包括合约采购模式、代理采购模式和市场采购模式。其中合约采购模式为通过与上游供应商签订采购协议，按照事先约定的价格，定期定量供应产品；代理采购模式为公司作为上游供应商的全国或区域总代理，按照双方约定的采购量或采购周期进行采购；市场采购模式是指按照市场需求状况，公司寻找市场上有货源的企业，即时询价，即时采购，作为辅助采购手段，满足客户需求。采购集中度方面，2017年公司化工产品前五大供应商的采购金额占比为17.92%。

表13：2017年公司化工产品前五大供应商情况

单位：亿元、%		
公司名称	采购金额	占比
华祥（中国）高纤有限公司	30.62	5.60
逸盛大石化有限公司	20.40	3.73
锦州盛鼎实业有限公司	16.67	3.05
中国石化化工销售有限公司	15.76	2.88
陕西北元化工集团股份有限公司	14.55	2.66
合计	98.00	17.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司化工产品贸易业务主要采取分销和增值服务相结合模式。其中分销模式是指通过与下游客户签订长期协议，按照协议规定销售给客户，或者是进行市场化销售。另一方面，近年来公司结合供应链业务情况，将原材料销往供应链合作项目公司，并将产品销给下游客户，实现供应链服务模式的发展。前五大客户方面，2017年公司化工产品前五大客户的销售金额占比为9.88%。

表14：2017年公司化工产品前五大客户情况

单位：亿元

公司名称	销售金额	占比
华祥（中国）高纤有限公司	23.33	4.11%
绍兴物化化纤有限公司	10.67	1.88%
信汇聚合物（上海）有限公司	7.90	1.39%
福建省晋江市进出口有限公司	7.20	1.27%
远大石化有限公司	7.00	1.23%
合计	56.10	9.88%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

民爆产品是化工产品贸易中比较特殊的部分，主要由子公司浙江物产民用爆破器材专营有限公司（以下简称“物产民爆”）负责经营管理。物产民爆通过收购长广民爆器材制造有限责任公司实现向民爆生产领域的拓展。2017年，公司与浙江省机电集团有限公司签订了《民爆企业重组协议》，公告称，公司以其控股子公司物产民爆中的全部股权作为出资，与机电集团共同新设成立“浙江新联民爆器材有限公司”。公司持有新联民爆 23.28% 的股权，物产民爆成为新联民爆的全资子公司，物产民爆由公司的控股子公司变为间接参股公司，因此，2017年物产民爆不再纳入公司合并报表范围。

此外，2018年3月12日，物产化工与乐普（北京）医疗器械股份有限公司（300003.SZ，以下简称“乐普医疗”）签署合同，物产化工将以 10.50 亿元的价格转让其持有的参股公司浙江新东港药业股份有限公司（以下简称“东港药业”）45% 股权，本次交易增加公司当期归属于母公司净利润约 4.40 亿元。

2017年12月，公司下属子公司物产金属与上海华信国际集团有限公司（以下简称“上海华信”）、舟山交通投资集团有限公司（以下简称“舟山交投”）共同投资设立物产中大华信石油化工有限公司（以下简称“物产中大华信”）。物产中大华信注册资本 10 亿元。其中，物产金属、上海华信和舟山交投分别出资 4.00 亿元、4.00 亿元和 2.00 亿元。2018年5月，公司公告，鉴于物产中大华信首期注册资金尚未到位，为进一步推进拓展原油贸易业务，物产金属与舟山交投共同投资设立浙江物产中大石油有限公司（以下简称“物产中大石油”），打造原油、成品油、油化工等油品全产业链服务平台。

安全生产方面，公司从集团公司层面和子公司层面设立两级安全生产管理机构，明确职责和职能；加强制度建设，集团公司层面制定了《安全生产工作条例》、《关于贯彻落实安全生产主体责任的实施意见》及《生产安全事故应急综合预案》等多项规章制度，物产化工层面则相应制订了岗位作业指导书以及操作规程等实施细则；加强安全生产信息化建设，实施集团公司和子公司安全生产实时、视频监控；加强化工产品安全存储，定期排查治理安全隐患，及时发现安全生产隐患并整改落实；加强安全生产管理培训，严格执行持证上岗制度；加强技术改造，实行人机隔离。公司严格执行各项环保及安全制度，近三年及一期公司化工板块发生 1 起安全事故。2017年12月，公司控股子公司物产环能下属控股子公司嘉兴市富欣热电有限公司发生蒸汽管道爆裂，造成 6 人死亡，3 人重伤，截止到 2018 年 4 月 22 日，事故共造成直接经济损失约 1,889 万元。事故发生后，公司立即启动应急处置预案，并配合当地政府事故调查组对本次事故原因及影响进行调查认定，按相关规定及程序向有关部门及时上报。截至 2017 年末，公司已实际支付损失赔偿合计 789.90 万元。

总的来看，公司化工业务按照内外贸一体化代理中石化等国内外大中型石化、化工企业产品。同时，公司为下游生产企业提供从原材料供应到销售其产品的供应链服务，并以建立生产基地方式，进行贸工一体化经营。同时，中诚信证评关注化工产品价格波动、物产民爆不再纳入公司合并范围以及物产中大华信业务开展情况等因素对公司化工板块业务的影响。

物 流

公司物流业务主要由浙江物产物流投资有限公司开展。近年来，公司通过完善功能和搭建区域金属材料物流统一服务平台，提升专业服务能力。目前公司已在杭州、上海、唐山、宁波、武汉及江阴等地建立集剪切加工、配供配送为一体的物流基地，大力发展供应链集成服务。在重资产型基地建设运营方面，公司目前重点推进迁安、宁波、武汉等区域的平台建设，为开展电子商务、供应链集成

服务和生产性服务业提供支撑，提升区域集成运作层次；培育发展三方物流，建立完善高端、监管、标准库等物流网结点。其中，迁安基地按照“边建设、边运营”原则，基本完成一期一阶段主体工程建设，并投入试运营，同时在京唐港、曹妃甸港、葫芦岛港和秦皇岛港等港口开展船代、货代业务；宁波基地已完成施工建设，并自 2013 年 5 月份投入运营；武义基地已完成供应链服务楼主体、配载中心、钢结构库房等主要工程建设，已完工投运。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司累计完成物流服务质量分别为 1,137.00 万吨、974.00 万吨、1,180.75 万吨和 760.23 万吨，其中仓储服务质量分别为 900.00 万吨、688.00 万吨、709.75 万吨和 529.07 万吨，综合服务质量（含代理、配送及加工等）分别为 237.00 万吨、286.00 万吨、471.01 万吨和 231.10 万吨。

表15：截至2018年6月末公司物流基地情况

物流基地	基地种类
杭州	面向大杭州城市圈，以钢材（建材、冷热卷）为主的仓储装卸中转、保管、配送运输、酸洗和剪切加工为基础功能，以物流供应链解决方案等增值服务为核心创利中心，打造集物流、商流、信息流、资金流为一体的多功能高端现代化的物流服务基地。
宁波	向浙东市场的钢材公共仓储、加工配送、物流供应链、电子商务的物流基地，同时具备激光剪切加工功能，辐射宁波地区带钢终端市场。
武义	面向浙中五金、门业等产业集群、汽车及零部件产业集群的钢材物流金融、物流信息、仓储配送、进出口货物甩挂物流业务的供应链物流服务基地及电子商务服务产业。
上海	面向华东最大物流、贸易集散区域，为客户提供物流金融、装卸、仓储加工、配送等配套物流服务，链接天津、唐山、无锡、宁波、杭州、广州各个仓储网点和货代运输功能，形成物流各区域协同发展。
无锡、江阴	面向无锡及苏南地区，逐步扩大钢铁仓储物流的市场份额，仓储品种以冷轧卷板、热轧卷板和带钢为重点，中厚板和螺线为次重点，打造成为苏南地区钢铁仓储融资和物流配送的重要平台之一。后期链接天津、唐山、上海、宁波、杭州、广州各个仓储网点和货代运输功能，形成协同互联。
唐山、迁安	面向周边钢厂及客户，集聚钢铁资源，发展以钢铁互为供应链为基本服务模式，建立紧密型钢铁互为供应链合作和新型生产、流通合作体制机制，打造集仓储保管、中转装卸、配送、物流质押、供应链金融等多功能为一体的钢铁互为供应链基地和

物流基地为目标。

天津

面向天津开发区周边生产厂如天铁、长城汽车、丰田汽车的原料、成品仓储、加工、配送等物流业务，以天津港出口业务集聚的特点，开展出口品种加工、打包、出口业务货运代理等业务，打造成为钢贸市场、终端汽车用厂、钢厂的配货、销货、加工中心，成为原材料、产成品的中转、交易中心。形成天津、京唐、曹妃甸地区货物源头功能的集聚，形成互通，并向华东、华南海运市场延伸，为华东、华南地区物产物流自有物流基地输送资源，形成物流各区域协同发展。

广州、佛山

面向华南钢铁交易终端客户交易市场，是钢厂、贸易商、生产商云集之地开展仓储，加工和配供配送服务，先以仓储加工为主，后续不断向物流增值服务项目发展。同时协助其他业务平台发展物流配送业务，逐步形成点、线、面结合的物流平台，也为公司物流增值服务奠定良好平台基础。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

金融服务

公司金融板块主要包括融资租赁、期货、财务公司、平台交易、资产管理、典当、保险代理等业务，主要由中大投资、中大期货有限公司（以下简称“中大期货”）、浙江物产融资租赁有限公司（以下简称“物产融租”）、中大金石、物产金服等公司经营。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司金融服务板块分别实现营业收入 9.59 亿元、8.54 亿元、16.15 亿元和 10.93 亿元。其中，2016 年收入有所下降，主要系物产融租当期同比下降 0.7 亿元所致，2017 年公司营业收入的增长主要来源于融资租赁业务。

公司制定了严格的风险管理措施：一是利用中信保等第三方机构对供应链客户进行信用评价，确定信用等级、信用额度、信用期限；二是强化客户关系管理，建立客户档案，全程对供应链业务进行跟踪评价；三是强化合同管理；四是强化对供应链金融对应的货物进行全程质押监管；五是建立盯盘机制，一旦质物价值跌破合同约定幅度，要求客户带款提货或直接处置质物。

期货业务方面，公司期货业务由中大期货负责经营，主营业务涵盖商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售，中大期货总部位于杭州，在北京、上海、天津、南京、福州、

西安等中心城市设有 30 多家营业部。中大期货经营商品期货超过 20 年，是我国各大商品期货交易所会员单位。近年来，公司商品期货业务规模不断扩大。截至 2017 年末，中大期货资产总额 35.22 亿

元，所有者权益 6.72 亿元；2017 年，中大期货实现营业收入 6.82 亿元，实现净利润 0.27 亿元。2018 年 1~6 月，中大期货实现营业收入 3.72 亿元，实现净利润 0.09 亿元。

表 16：2015~2018.H1 中大期货在各大商品交易所的交易额及市场份额情况

单位：亿元、%

	2015		2016		2017		2018.H1	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
上海期货交易所	11,449.03	0.91	12,341.93	0.74	9,060.85	0.51	3,384.81	0.44
大连商品交易所	5,080.64	0.61	7,908.54	0.64	5,110.82	0.49	2,025.86	0.40
郑州商品交易所	4,172.61	0.67	4,300.84	0.69	2,437.25	0.57	1,650.57	0.45
能源交易所	-	-	-	-	-	-	91.39	0.20
合计	20,702.28	0.76	24,551.31	0.70	16,608.92	0.51	7,152.63	0.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年 12 月 18 日，公司成立物产中大财务有限公司（以下简称“物产财务”），目前许可经营范围是为成员单位办理财务和融资顾问等，物产财务的成立有利于资金管理能力的进一步提升和融资成本的降低。截至 2017 年末，物产财务资产总额 100.88 亿元，所有者权益 11.16 亿元；2017 年，物产财务实现营业收入 1.25 亿元，实现净利润 0.68 亿元。

融资租赁业务方面，物产融租是公司融资租赁业务的主要经营主体，业务涵盖乘用车租赁、商用车租赁以及公用事业类项目、工程机械类项目租赁，2016 年成为 G20 峰会服务用车提供商。截至 2018 年 6 月末，物产融租乘用车融资租赁保有量达到 2,134 辆；商用车方面，与一汽解放、中国重汽等主要商用车品牌形成了厂商租赁合作，商用车融资租赁保有量达到 29,613 辆。截至 2017 年末，物产融租资产总额 148.62 亿元，所有者权益 29.41 亿元；2017 年，物产融租实现营业收入 11.21 亿元，净利润 2.34 亿元。截至 2017 年末，物产融租发放贷款及垫款 14.86 亿元，其中 0.50 亿元逾期；融资租赁长期应收款规模为 89.91 亿元。公司已按相关规定对发放贷款、垫款和融资租赁款计提贷款减值损失或风险准备金。

总的来看，近年来，公司通过积极创新商业模式深化发展供应链运营，推进内外贸一体化，供应链集成业务规模快速扩大。同时，公司发展与供应链配套的金融服务业务，进一步巩固供应链服务商

的核心地位，综合服务能力持续增强。

高端实业及其他

医药健康业务板块是公司未来重点培育的板块之一，主要涉及医药生产、医疗健康、养生养老等业务。医疗健康方面，公司先后投资设立了金华物产中大医疗健康投资有限公司和衢州物产中大医疗健康投资有限公司，以政企合作方式直接控股金华市人民医院、衢州柯城区人民医院，将积极推进打造集基本医疗、特需医疗、医疗康复、养生养老等于一体的网络化布局、全产业链联动的医养结合综合体。养生养老方面，公司已启动春风长乐创龄健康小镇项目，“朗和”高端养老机构已示范运行。此外，为建立科学、高效、有序的一体化投资及管理体系，有效整合公司内部现有大健康资源，2017 年 6 月，公司设立全资子公司物产中大医疗健康投资有限公司（以下简称“物产医疗”），投资基本医疗、特需医疗、医疗康复、养生养老等大健康项目以及相关产业投资。目前朗和杭州国际医养中心作为都市型高端养老机构示范作用良好。截至 2017 年末，物产医疗总资产 2.43 亿元，所有者权益 2.34 亿元；2017 年末实现营业收入，净利润-0.26 亿元。

环保能源板块是公司重点培育的另一个板块，业务涉及水务、热电业务。水务方面，公司以子公司物产中大公用环境投资有限公司为运营主体，通过投资物产中大（桐乡）公用事业投资有限公司等方式，构建供水和污水处理两大产业体系，

初步形成供水和污水处理近 100 万吨/天的规模。热电方面，子公司物产环能是公司热电方面业务的运营主体，截至 2018 年 6 月末已拥有 5 家热电企业，合计装机容量 300MW，公司节能减排、污泥焚烧、生物质发电等多项技术获得国家专利。

此外，房地产业务板块曾是公司的主营业务之一，中大房地产集团有限公司（现更名为中大金石集团有限公司，以下简称“中大金石”）曾是公司经营房地产的主要平台公司，具有房地产一级资质。2016 年 11 月 29 日，公司通过浙江产权交易所公开挂牌程序，将地产板块 15 家公司股权资产包以总价 13.51 亿元转让给阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”），同时阳光城承接 15 家标的公司对债权人中大房地产集团有限公司和浙江物产实业控股（集团）有限公司（以下简称“物产实业”）合计 91.18 亿元应付债务。截至本报告出具日，15 家标的公司已全部办妥工商变更手续，中大金石及物产实业已收到阳光城支付的本次股权转让的全部款项。受转让资产包影响，2017 年公司房地产业务未实现收入，2015~2017 年，公司房地产开发板块实现收入 34.59 亿元、31.97 亿元和 0.00 亿元。此外，2017 年公司实现二手房销售 1.08 亿元，计入其他业务收入中。本次资产包转让，有助于实现

公司主业聚焦和产业转型升级。

总体看，公司未来将聚焦流通业、金融业两大核心主业以及医疗健康产业、环保能源产业两大培育主业；为优化公司资产结构，推进战略转型，公司以股权资产包方式挂牌出售旗下大部分房地产项目，中诚信证评将关注新业务板块的培育以及房地产业务的剥离对公司经营和盈利能力的影响。

战略规划

公司按照“一体两翼”发展战略，即以供应链集成服务为主体，金融和高端实业为两翼，加快实施“流通 4.0”，坚持供应链集成服务、金融服务两大核心主业，同时培育拓展医疗健康、环保公用两大高端实业领域，构建战略协同、周期对冲、产融结合的业务格局，打造具有国际竞争力的大型企业集团。

具体来看，在固定资产投资方面，截至 2018 年 6 月末，公司主要在建项目涉及环保及医疗健康等领域，包括物产环能泰爱斯热电改扩建项目、金华医疗人民医院迁建项目和物产环能浦江热电公司厂区建设工程等，主要在建工程项目预计总投资为 43.01 亿元，累计已完成投资 19.61 亿元，未来面临一定资本支出压力。

表 17：截至 2018 年 6 月末公司主要在建工程项目情况

单位：亿元、%

项目名称	预算总投资	截至 2018 年 6 月末累计完成投资额占预算比例	工程进度	资金来源
物产环能集中供压缩空气扩建项目	2.93	17.00	30.00	自筹
物产环能浦江热电公司厂区建设工程	7.58	67.00	85.00	借款
物产环能泰爱斯热电改扩建项目	9.88	79.36	90.00	自筹/借款
物产环能热网管道东北线	1.09	67.11	90.00	自筹
物产环能机器设备技术改造安装工程	1.00	-	50.00	自筹
物产化工 1 号码头项目	1.72	3.17	-	自筹
金华医疗人民医院迁建项目	15.67	15.59	20.79	自筹
物产环境江西海汇公司管网工程	0.60	56.00	56.00	自筹
物产环境江西海汇公司污水处理工程	1.02	33.00	33.00	自筹
物产环境江西海汇公司建筑工程	0.53	32.00	32.00	自筹
物产石化 3,000 吨级成品油码头	0.18	71.00	95.00	自筹
物产环能富欣电热公司中温中压扩容工程	0.10	90.00	90.00	自筹
物产环能秀舟热电锅炉工程	0.19	54.63	80.00	自筹
物产环能秀舟热电汽轮发电机组工程	0.06	85.72	85.72	自筹
物产物流基建工程	0.53	32.00	32.00	自筹
合计	43.01	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，公司未来发展战略清晰，随着战略实施的不断推进，公司综合实力将进一步提升，竞争实力逐步增强。但同时公司也将面临着外部市场环境变化、资金压力等方面的挑战，中诚信证评将关注公司战略目标的实施进展，以及战略实施过程中的风险控制和资金平衡情况。

公司管治

公司治理

公司遵照《公司法》、《证券法》等法律、法规以及中国证监会、上海证券交易所有关文件的要求规范运作，设立了股东大会、董事会及下属的专业委员会，规章制度和工作细则基本完善。股东大会是公司最高权力机构，通过董事会对公司进行管理和监督，总经理在董事会领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

内部管理

公司按照相关法律规定，不断完善公司法人治理结构，设立了董事办公室、财务部、资金运营中心、投资部、金融产业部、战略规划部与研究院、流通部、办公室、信息化办公室、人力资源部和党委办公室等职能部门协助总经理工作，并在各业务板块成立专门的子公司进行专业化经营。公司本部与下属公司分工明确，公司本部主要负责拟订和推进集团的发展战略、制定和执行集团年度财务收支预算和决算，以及对下属公司行使投资、股权管理等职能，并按照出资比例对下属公司行使相应的资产管理权。下属公司实行专业化经营，自主经营，自负盈亏。

在资金管理方面，公司制订了《资金管理规定》，明确了公司本部各部门、公司全资子公司和控股子公司的资金管理均按照该规定执行。公司通过统一资金管理，规范了资金运作，提高了资金使用效益，确保了资金的支付安全。现金流风险管理上，公司在预付款和应收款两端实行管理：公司和中信保、中国太平洋保险等保险公司合作，减少赊销和预付款的风险；公司定时进行跟踪，对逾期账款及时进行催收。此外，公司成立物产中大集团财务有限公司，目前许可经营范围是为成员单位办理

财务和融资顾问等，通过对集团资金进行整体统筹，提升管控能力，同时降低资金成本。

在业务风险管理上，对于涉及到商品期货、融资租赁等金融业务操作方面，公司对业务流程进行严格的规范，并由专业人员实施操作，最大程度减少操作风险。贸易价格风险管理上，公司区分不同的贸易商品，采用不同的风险应对方案：对于价格波动较大的部分产品，实行上下价格锁定等代理业务模式以保证业务利润；对于期货交易所挂牌交易的商品品种，公司会根据实际情况，适当通过套期保值对冲价格风险；对于其他商品则是通过保证金等多种方式共同控制风险。物流风险管理上，公司对上下游供应商和客户以及代理商都有相应的资信评价体系，并通过保证金制度等方式保障供销畅通；同时公司建立了相对完善的库存监控制度，合理控制库存水平。

人力资源方面，截至 2018 年 6 月末，公司在职工人数 18,828 人。从岗位构成来看，公司生产人员 3,305 人，销售人员 5,713 人，技术人员 5,479 人，财务人员 1,835 人，行政人员 2,496 人，整体人员配置向业务部门倾斜；从年龄构成来看，公司 30 岁以下人员 8,211 人，占比 43.61%，30~40 岁员工 6,215 人，占比 33.01%，40~50 岁员工 3,055 人，占比 16.23%，50 岁以上 1,347 人，占比 7.15%，整体人员构成以中青年为主；从教育程度来看，硕士及以上 729 人，占比 3.78%，本科 5,857 人，占比 31.11%，大专 6,415 人，占比 34.07%，大专以下 5,827 人，占比 30.95%，大部分员工为大专、本科学历，整体人员受教育程度能够满足当前公司的业务运营需要。

总体看，公司建立了较科学、完善的法人治理结构体系，运行日益规范，内部管理制度较为健全；下属公司的分工明确，专业化程度较高。

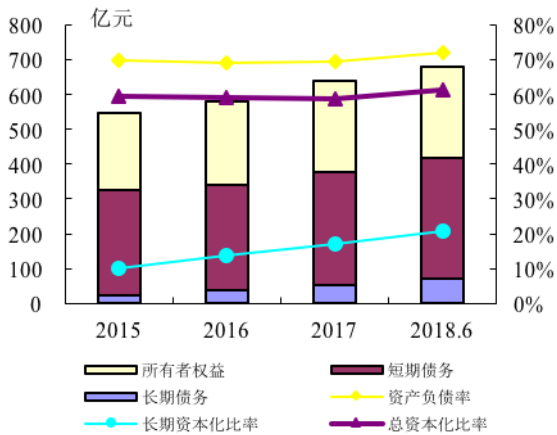
财务分析

以下财务分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的公司 2015~2017 年的审计报告，以及公司提供的未经审计的 2018 年 6 月财务报表。公司财务报表采用新会计准则编制，均为合并口径数据。

资本结构

近年来，公司资产规模呈增长态势，2015~2017年末，公司总资产分别为729.69亿元、765.71亿元和859.44亿元，近三年年均复合增长率为8.53%；同期，所有者权益分别为220.87亿元、237.47亿元和263.63亿元，包含40亿元永续中票¹其他权益工具，所有者权益保持逐年增长，主要系留存收益累积及可供出售金融资产公允价值变动带来的其他综合收益增长，其中，2017年公司将资本公积中14.36亿元转增股本，年末股本增至43.07亿元。截至2018年6月末，公司总资产为941.57亿元，所有者权益为262.33亿元。

图4：2015~2018.6公司资本结构



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司所处贸易行业特性决定了其资产以流动资产为主，2015~2017年末及2018年6月末，公司流动资产分别为540.69亿元、476.35亿元、510.17亿元和605.46亿元，占总资产的比重分别为74.10%、62.21%、59.36%和64.30%，其中，2016年末有所下降，主要系当期转让房地产板块资产所致。公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款构成，截至2018年6月末，上述五项资产余额分别为188.29亿元、116.69亿元、66.70亿元、105.91亿元和31.64亿元，五者合计占公司流动资产的比例为84.11%。存货方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司存货分

别为228.91亿元、121.69亿元、159.78亿元和188.29亿元，其中，2015年存货主要由贸易类库存商品和房地产业务类存货构成；由于公司转让房地产业务板块资产，2016年末存货大幅下降；受益于大宗商品行情回暖及业务规模增长，2017年末及2018年6月末公司存货规模继续增长，2015~2017年末及2018年6月末，公司存货跌价准备分别为4.55亿元、2.40亿元、3.66亿元和5.43亿元，其中2015年度较高主要系当期房地产项目开发成本计提跌价准备2.01亿元，中诚信证评将持续关注存货跌价风险。2015~2017年末及2018年6月末，公司货币资金分别为137.31亿元、106.29亿元、137.48亿元和116.69亿元，截至2017年末，受限货币资金为48.20亿元，占货币资金的比重为35.15%，主要为定期存单质押及各类保证金。应收账款方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司应收账款分别为40.34亿元、51.44亿元、54.93亿元和66.70亿元，主要为应收贸易产品的下游客户货款，近年来随着公司经营规模的扩大逐年增加，截至2018年6月末，1年以内的应收账款占比97.64%，计提坏账准备1.48亿元。预付款项方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司预付款项分别为50.77亿元、73.81亿元、68.66亿元和105.91亿元，主要为预付上游供应商货款等，近年有所波动，主要系受经营规模扩大、议价能力增强、大宗商品价格变化及贸易行业备货季节性等因素综合影响。其他应收款方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司其他应收款分别为21.82亿元、86.05亿元、19.97亿元和31.64亿元，其中，2016年末规模较大主要系公司转让房产项目公司资产包后，部分尚未到期的债权转入其他应收款科目，2017年房地产项目公司资产转让完成，其他应收款余额大幅降至19.97亿元。

非流动资产方面，2015~2017年末及2018年6月末，公司非流动资产分别为189.00亿元、289.36亿元、349.26亿元和336.10亿元，保持逐年增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、投资性房地产以及长期股权投资构成。截至2018年6月末，上述五项资产合计占

¹ 该永续中票系2015年物产中大集团股份有限公司吸收合并浙江省物产集团有限公司时，继承的浙江省物产集团有限公司2014年度第一期中期票据，公司有权于2019年12月26日及之后每五年之第五年的12月26日赎回。

当期末非流动资产的比重为 78.49%。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司可供出售金融资产分别为 27.38 亿元、84.52 亿元、73.12 亿元和 56.70 亿元，其中 2016 年末大幅增长，主要系房地产项目公司转让，该等已签约转让尚待交易完成的股权由长期股权投资改列示为可供出售金融资产，以及公司对外投资的权益工具增加所致；2017 年末可供出售金融资产有所下降，主要系公司完成部分公司股权转让，以及追加财通证券股份有限公司、杭州鑫物通股权投资基金合伙企业（有限合伙）等企业投资额和新增万向信托产品-新兴 19 号等投资产品所致。长期应收款方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司长期应收款分别为 25.13 亿元、65.89 亿元、91.49 亿元和 90.58 亿元，主要为长期融资租赁款，近年来随着租赁公司的投放规模扩大而增长。长期股权投资方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司长期股权投资分别为 8.28 亿元、19.91 亿元、33.64 亿元和 24.70 亿元。其中，2016 年末增长主要系受对环保产业等联营企业的权益性投资增加的影响；2017 年以来，公司持续增加环保产业等业务方面的权益性投资份额，2017 年末长期股权投资余额保持增长；2018 年 6 月末较年初减少 26.58%，主要系对联营企业权益法下确认的投资亏损增加所致。固定资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司固定资产余额分别为 46.94 亿元、46.85 亿元、62.22 亿元和 67.37 亿元，主要是房屋建筑物和机器设备，其中 2017 年大幅增加，主要系公司在建工程转入、自购和合并所致。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司投资性房地产分别为 37.38 亿元、22.51 亿元、24.44 亿元和 24.47 亿元，其中 2016 年末有所减少，主要系受转让房产项目公司资产包不再纳入合并范围的影响。

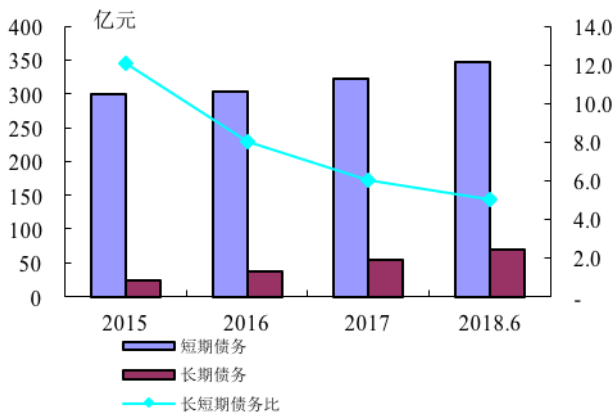
负债方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司的负债总额分别为 508.82 亿元、528.24 亿元、595.81 亿元和 679.23 亿元，随着经营规模扩大而逐年增长。流动负债是公司负债的主要构成部分，近年来流动负债占负债总额的比例保持在 88% 以上，主要由短期债务、预收款项、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成。2015~2017 年末及 2018 年

6 月末，公司的短期债务总额分别为 299.79 亿元、303.70 亿元、322.37 亿元和 347.19 亿元，主要由短期借款、应付票据和交易性金融负债构成。近年来，随着经营规模的扩大，公司短期债务规模亦保持增长。近年来，公司预收款项与应付账款余额随着大宗商品行情的波动而变化，其中 2016 年末由于转让房地产项目资产包，商品房预售款及应付工程款减少，导致两项均有所下降；2017 年末，公司预收款项较年初增加，主要是公司业务规模扩大及大宗商品价格回升，公司收到下游客户货款增加所致。其他应付款方面，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司其他应付款分别为 20.07 亿元、40.93 亿元、32.53 亿元和 46.37 亿元。其中，2016 年受公司转让房地产业务资产包、尚未全部完成工商变更导致相应股权转让款临时挂账等因素的影响，当期其他应付款余额大幅增长。2018 年 6 月末较年初有所增长，主要系收到的押金保证金增加所致。公司其他流动负债主要由应付期货业务客户保证金、超短期融资券以及期货风险准备金等构成。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司长期借款分别为 20.80 亿元、4.09 亿元、8.68 亿元和 9.40 亿元；同期，公司应付债券分别为 4.00 亿元、33.91 亿元、44.94 亿元和 59.95 亿元。随着房地产业务资产包出售，公司长期借款大幅下降，同时公司增加了公司债券和中期票据等债务工具融资规模。

近年来，公司总债务持续增长，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末分别为 324.28 亿元、339.88 亿元、379.46 亿元和 417.56 亿元。从总债务的期限结构来看，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司长短期债务比分别为 12.08 倍、7.94 倍、6.07 倍和 5.02 倍，公司短期债务占比较大，但近年来债务结构已逐步进行调整。

图 5：2015~2018.6 公司债务结构



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务杠杆方面，近年来，随着经营规模的扩大，公司财务杠杆总体呈增长态势，2015~2017 年末及 2018 年 6 月末，公司资产负债率分别为 69.73%、68.99%、69.32% 和 72.14%，总资本化比率分别为 59.48%、58.87%、59.01% 和 61.42%。

总体来看，随着业务规模的扩张，公司资产和负债规模均不断提升，而供应链集成业务特点决定了公司的高负债经营，且以短期债务为主，需持续

关注公司短期偿债压力的变化。

盈利能力

受贸易行业景气度波动等因素的影响，近年来公司营业收入保持快速增长的态势。2015~2017 年公司的营业总收入分别为 1,825.73 亿元、2,071.72 亿元和 2,766.20 亿元。2018 年 1~6 月，公司的营业总收入为 1,310.04 亿元。从收入构成来看，公司钢材、汽车、煤炭和化工等产品贸易收入是公司主要收入来源。毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率分别为 3.15%、3.44% 和 2.58%，呈波动态势；2018 年 1~6 月，公司综合毛利率为 3.12%。细分来看，由于行业特性，公司供应链集成服务毛利率处于较低水平，2016 年以来，受大宗商品景气度影响，加之公司钢贸终端客户比重增加、供应链创新业务发展等因素影响，公司供应链集成服务毛利率有所波动；房地产业务毛利率较高，但受结转项目的影响而有所波动，2016 年已经全部打包出售。

表 18：2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司各业务板块营业收入及其毛利率情况

	营业收入				毛利率			
	2015	2016	2017	2018.H1	2015	2016	2017	2018.H1
供应链集成服务	1,738.74	1,968.94	2,684.00	1,256.58	1.95%	2.38%	2.07%	2.13%
金融服务	9.59	8.54	16.15	10.93	42.21%	11.12%	7.73%	43.01%
高端实业	34.01	46.56	48.57	34.03	14.03%	15.04%	17.10%	14.04%
房地产	34.59	31.97	-	-	25.38%	27.46%	-	-
其他	6.66	12.98	13.46	6.71	89.80%	58.70%	45.57%	69.12%
合计	1,823.60	2,068.99	2,762.17	1,308.26	3.15%	3.44%	2.58%	3.12%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

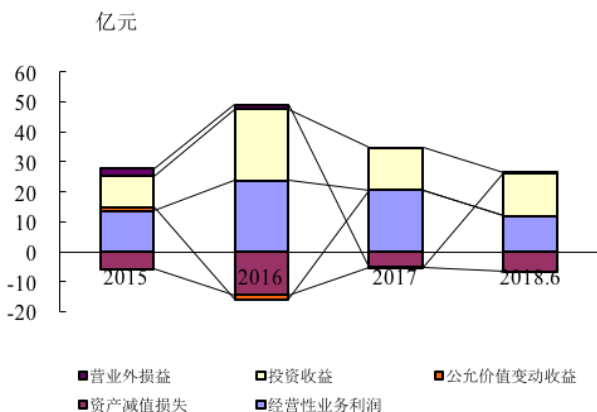
期间费用方面，2015~2017 年公司的三费合计金额分别为 40.34 亿元、45.26 亿元和 51.94 亿元。其中，2015~2017 年，公司销售费用分别为 16.58 亿元、20.37 亿元和 20.76 亿元，管理费用分别为 16.48 亿元、18.13 亿元和 19.99 亿元，均随着公司经营规模的扩大而增加；同期财务费用分别为 7.29 亿元、6.76 亿元和 11.19 亿元，2017 年度同比增幅较大，主要是由于财务公司资金归集后，大量企业存款转化为同业存款，其利息收入和成本分别计入营业收入和营业成本，公司财务费用科目核算的利息收入同比减少所致。随着收入规模的增长，公司

三费收入占比呈小幅下降趋势，且处于较低水平，2015~2017 年三费收入占比分别为 2.21%、2.18% 和 1.88%。2018 年 1~6 月，公司三费金额合计为 29.59 亿元，三费收入占比为 2.26%。整体上看，公司期间费用的控制能力较强。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2015~2017 年，公司利润总额分别为 22.13 亿元、33.05 亿元和 38.26 亿元，同期净利润分别为 18.45 亿元、25.38 亿元和 29.38 亿元。细分来看，2015~2017 年，公司经营性业务利润分别为 13.67 亿元、23.70 亿元和 20.55 亿元，其中 2017 年

减少主要系受公司整体毛利率水平下降等因素的影响。2015~2017 年，公司投资收益分别为 10.44 亿元、23.86 亿元和 14.08 亿元，其中，2016 年公司转让房地产项目资产产生的投资收益增加，推动了当期投资收益的大幅增长。此外，2017 年，公司位于杭州市金昌路 10 号的物业被当地政府实施协议征收，公司收到非住宅房屋征收货币补偿 7.32 亿元，使得当期公司资产处置收益同比大幅增长 7.00 亿元至 7.40 亿元。2015~2017 年，公司资产减值损失分别为 5.68 亿元、14.52 亿元和 5.17 亿元，主要系计提应收账款坏账准备和存货跌价准备所致，其中 2016 年金额较大，主要系由于当期钢铁、化工、纺织等下游客户经营困难，货款回收难度增加，当期计提坏账准备规模较大。2018 年 1~6 月，公司利润总额为 23.67 亿元，净利润为 17.95 亿元，其中，经营性业务利润为 11.99 亿元，资产减值损失为 6.51 亿元，公允价值变动收益 0.05 亿元，投资收益为 14.32 亿元。其中，公司处置浙江新东港药业股份有限公司 45% 股权实现投资收益 3.29 亿元、杭州中大青坤投资管理合伙企业（有限合伙）股权实现投资收益 5.58 亿元，处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 3.80 亿元。2018 年上半年投资收益主要系处置资产取得，未来持续性较弱。

图 6：2015~2018.H1 公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，供应链集成服务业务是公司盈利能力的核心，近年来规模增长较快，毛利率始终处于较低水平，公司通过强化内部管控、严控财务成本，较好地控制了费用收入比。同时，公司参股优质企

业及投资理财产品带来的稳定投资回报，为公司利润的增长提供了有力的支持。

偿债能力

随着业务规模扩大，公司债务规模亦持续增大，2015~2017 年末，公司总债务分别为 324.28 亿元、339.88 亿元和 379.46 亿元。从债务结构来看，公司债务以短期债务为主，近年来保持在 85% 以上，符合贸易行业特性。截至 2018 年 6 月末，受供应链业务大幅扩张、大宗商品价格回升以及贸易行业备货等季节性因素影响，公司总债务较期初上升至 417.56 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 348.20 亿元和 69.36 亿元。

表 19：2015~2018.H1 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.H1
短期债务 (亿元)	299.49	301.86	325.83	348.20
总债务 (亿元)	324.28	339.88	379.46	417.56
经营活动净现金流 (亿元)	37.59	-5.44	-83.59	-25.24
EBITDA (亿元)	34.37	50.83	56.97	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.12	-0.02	-0.22	-0.12
总债务/EBITDA (X)	9.44	6.69	6.66	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.27	3.89	4.83	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.22	-0.42	-7.11	-

注：其中经营活动净现金流/总债务经过年化处理

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

偿债指标方面，2015~2017 年末，公司 EBITDA 分别为 34.37 亿元、50.83 亿元和 56.97 亿元，受益于利润水平的提升，呈逐年增长态势。在总债务规模增长的情况下，EBITDA 对总债务的覆盖能力仍有所提升；同时，由于公司完成房地产业务转让，资本化利息金额同比大幅下降，使得 2017 年 EBITDA 对利息支出的覆盖能力亦有所提升。2017 年，受年内大宗商品行情回暖影响，公司采购商品支出及存货等对资金占用规模均同比增加，加之公司融资租赁业务规模的扩大，导致公司经营活动净现金流降至 -83.59 亿元；2018 年 1~6 月，受业务规模扩大及季节性备货因素影响，经营活动净现金流为 -25.24 亿元。2015~2017 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.12 倍、-0.02 倍和 -0.22 倍。整体来看，公司经营活动净现金流对债务本息的保障能力较弱。

财务弹性方面，公司为 A 股上市公司，股权及债务工具融资渠道畅通；同时，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 6 月末，公司共获得主要合作银行的授信额度 1,022.00 亿元，未使用授信余额合计为 712.13 亿元。总体来看，公司外部融资条件较好，将有助于提高公司的财务弹性及偿债保障能力。

或有事项方面，截至 2018 年 6 月末，公司对外担保总额 3.35 亿元，包括为浙江中大国安投资管理有限公司（以下简称“中大国安”）提供的 1.69 亿元担保，及为浦江富春紫光水务有限公司（以下简称“富春水务”）提供的 1.66 亿元担保。公司持有中

大国安 58.33% 股权，但不具有控制权，公司及中大国安其他股东按持股比例为中大国安提供担保，该笔担保无反担保措施，2018 年上半年，中大国安未实现营业收入，净利润为-894.52 万元，公司对中大国安的该笔担保存在代偿风险；富春水务为物产环能参股子公司，成立于 2015 年 12 月，2018 年上半年实现营业收入 2,172.45 万元，净利润 480.80 万元。截至 2018 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计 96.23 亿元，占同期末净资产的 10.22%，受限资产主要是作为保证金的货币资金和作为抵质押物品的应收票据和固定资产。

表 20：截至 2018 年 6 月末公司对外担保情况

单位：万元

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保终止日	担保是否已经履行完毕
物产中大集团股份有限公司	浙江中大国安投资管理有限公司	16,907.00	2017.10.30	2032.10.29	否
浙江物产环保能源股份有限公司	浦江富春紫光水务有限公司	16,600.58	2016.6.28	2025.12.31	否
合计	-	33,507.58			

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

未决诉讼方面，截至 2018 年 6 月末，公司及其子公司仍有多起未决诉讼，主要集中在供应链板块的钢铁及物流业务，公司主要涉诉案件已按预计的可回收情况对相关涉诉款项全部或部分计提减

值损失。中诚信证评将持续关注公司相关未决诉讼进展情况、款项回收情况及其对公司盈利能力的影响。

表 21：截至 2018 年 6 月末公司主要涉诉事项

单位：万元

涉案主体	应诉方	涉诉金额	案件进展
子公司物产国际（原告）	唐山兴业工贸集团有限公司	10,462.00	唐山兴业已于 2014 年 2 月破产。虽获法院判决胜诉物产国际并能通过执行判决追回款项。截至 2018 年 6 月末，物产国际对唐山兴业其他应收款余额 5,051.82 万元，以前年度已全额计提坏账准备，期内仍预计无法收回。
子公司物产国际及其子公司贵州亚冶（原告）	唐山兴隆钢铁有限公司	20,807.00	案件胜诉，贵州亚冶于 2017 年申请强制执行并受理。截至 2018 年 6 月末，贵州亚冶对账面应收账款余额 17,887.19 万元，按预计可回收金额计提 65% 坏账准备。
子公司物产金属（原告）	广东雄风电器有限公司	16,454.27	2016 年 10 月 8 日法院判决物产金属胜诉，对方不服向浙江省高级人民法院提起上诉。2017 年，浙江省高级人民法院对该案作出终审判决，维持原判，现已进入强制执行阶段。截至 2018 年 6 月末，物产金属对来可收回金额做了评估，对该等款项计 5,140.67 万元按 90% 计提了坏账准备。
子公司中大实业（原告）	江苏沙钢物资贸易有限公司	6,477.72	江苏中级人民法院已于 2016 年 12 月 13 日受理该案，2018 年 4 月 18 日，一审法院判决驳回公司诉讼请求。公司于 2018 年 5 月 7 日上诉至江苏省高级人民法院，请求二审法院撤销一审判决，发回重审或改判至支持上诉人的诉讼请求。截至 2018 年 6 月末，中大实业对江苏沙钢其他应收款 3,999.48 万元，中大实业按预计可回收金额计提坏账准备 2,030.00 万元。
子公司浙江物产石化有限公司（原告）	舟山名洋石化有限公司	6,225.38	2017 年 1 月杭州市下城区人民法院判决物产石化胜诉，对方提起上诉。截至 2018 年 6 月末，物产石化对应收账款余额 5,542.45 万元预计无法收回，已全额计提坏账准备。

子公司物产国际（原告）	浙江宏冠船业有限公司	6,735.00	物产国际于 2010 年 9 月 6 日就上述与宏冠公司之间的船舶买卖合同违约纠纷向宁波海事法院提起诉讼。截至 2018 年 6 月末，扣除 2012 到 2014 年间通过追讨及法院执行收回的款项，物产国际上述其他应收款余额为 1,512.81 万元。物产国际以前年度已按该款项可回收金额的评估结果计提了坏账准备 1,512.81 万元。
子公司浙金众微企业管理有限公司	江苏磐宇科技有限公司	5,180.78	浙金众微分别就上述两个合同向杭州市中级人民法院提起诉讼，对于 3,000 万元贷款合同，公司已于 2016 年 8 月 16 日经杭州市中级人民法院协调双方达成和解，因对方仍不履行调解书内容，浙金众微向法院申请强制执行。截至 2018 年 6 月末，浙金众微对委托贷款余额 4,767.05 万元的可收回金额进行了评估，按 60% 计提了坏账准备。
子公司浙江物产石化有限公司（原告）	浙江兴业石化有限公司	6,652.41	2015 年 4 月 7 日获杭州市中级人民法院作出判决胜诉。截至 2018 年 6 月末，物产石化对账面应收 6,333.80 万元预计无法收回，已全额计提坏账准备。
子公司浙金众微企业管理有限公司	江苏华大海洋产业集团股份有限公司	6,303.26	浙金众微就上述两个合同分别向浙江省杭州市中级人民法院、杭州市西湖区人民法院提起诉讼，已达成调解。截至 2018 年 6 月末，浙金众微对上述应收款项计 6,000 万元的可收回金额进行了评估，按 60% 计提了坏账准备。
子公司物产融租（原告）	浙江格洛斯无缝钢管有限公司	20,683.74	物产融租于 2018 年 2 月 8 日向杭州中级人民法院提起诉讼并提交财产保全申请书，法院予以立案，于 2018 年 2 月 9 日下达民事裁定书，并于 2018 年 4 月 2 日出具《财产保全事项通知书》。截至 2018 年 6 月末，应收账款及长期应收款合计 18,637.79 万元，物产融租根据上述情况判断，将该笔款项列入关注类，按 2% 计提坏账准备。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，近年来公司业务规模持续增长，虽然负债水平较高，但符合公司业务特点，且经营性业务良好的盈利能力、较高的投资收益以及通畅的外部融资渠道，能够为债务的偿还和公司的稳定发展提供支持。

递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。如公司决定递延支付利息的，公司应在付息日前 10 个工作日披露《递延支付利息公告》。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

中诚信证评注意到，根据递延支付利息条款，

利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为；同时，考虑到本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务，该项债券条款的设定保证了本期债券信用质量，未对债项级别构成影响。

结 论

综上，中诚信证评评定物产中大集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；评定“物产中大集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

关于物产中大集团股份有限公司 公开发行2018年可续期公司债券（第一期）跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

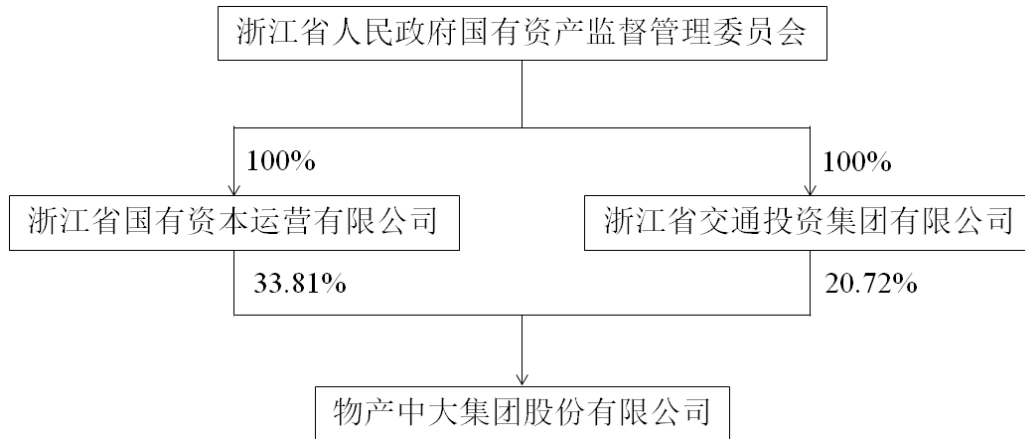
本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

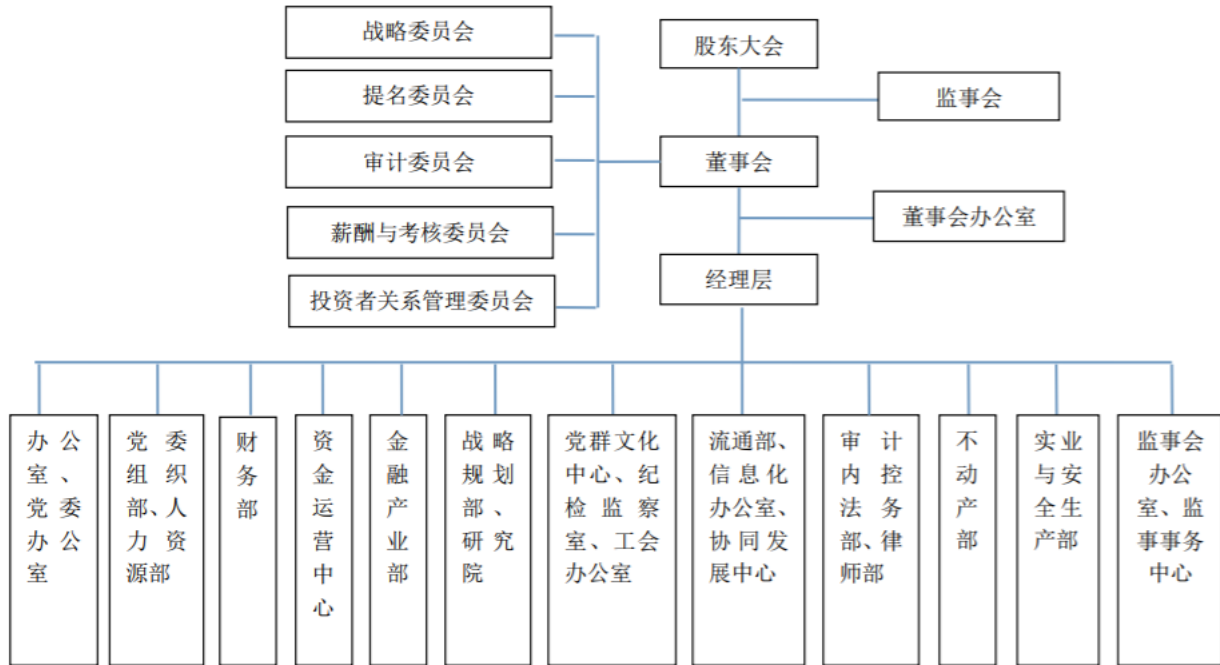
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：物产中大集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：物产中大集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：物产中大集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	1,373,084.69	1,062,939.58	1,374,838.03	1,166,857.72
应收账款净额	403,407.82	514,386.84	549,274.07	667,040.20
存货净额	2,289,056.17	1,216,898.24	1,597,790.53	1,882,932.24
流动资产	5,406,936.02	4,763,521.21	5,101,741.56	6,054,648.17
长期投资	356,639.78	1,044,320.25	1,067,582.73	824,035.40
固定资产合计	870,618.28	762,893.55	938,205.59	980,438.53
总资产	7,296,928.47	7,657,117.72	8,594,380.75	9,415,660.69
短期债务	2,994,873.55	3,018,590.42	3,258,256.13	3,482,035.56
长期债务	247,967.80	380,231.84	536,370.79	693,600.07
总债务	3,242,841.35	3,398,822.25	3,794,626.92	4,175,635.63
总负债	5,088,190.85	5,282,428.09	5,958,052.46	6,792,341.36
所有者权益（含少数股东权益）	2,208,737.62	2,374,689.64	2,636,328.28	2,623,319.33
营业总收入	18,257,322.44	20,717,243.14	27,662,042.31	13,100,375.24
三费前利润	540,143.80	689,574.80	724,817.82	415,765.55
投资收益	104,438.57	238,601.86	140,781.22	143,261.35
净利润	184,475.11	253,790.46	293,830.43	179,452.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	343,661.58	508,348.48	569,740.04	-
经营活动产生现金净流量	375,889.29	-54,395.58	-835,900.20	-252,404.78
投资活动产生现金净流量	-41,533.42	-472,431.54	524,566.82	-29,204.77
筹资活动产生现金净流量	136,319.08	446,347.81	470,911.29	72,118.08
财务指标	2015	2016	2017	2018.6
营业毛利率（%）	3.15	3.44	2.58	3.12
所有者权益收益率（%）	8.35	10.69	11.15	13.68
EBITDA/营业总收入（%）	1.88	2.45	2.06	2.73
速动比率（X）	0.65	0.73	0.66	0.70
经营活动净现金/总债务（X）	0.12	-0.02	-0.22	-0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	-0.02	-0.26	-0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	1.22	-0.42	-7.11	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.27	3.89	4.83	-
总债务/EBITDA（X）	9.44	6.69	6.66	-
资产负债率（%）	69.73	68.99	69.32	72.14
总资本化比率（%）	59.48	58.87	59.01	61.42
长期资本化比率（%）	10.09	13.80	16.91	57.03

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2.公司 2018 年 1~6 月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。