



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2017】472 号

大公国际资信评估有限公司通过对物产中大集团股份有限公司及“16 中大债”的信用状况进行跟踪评级，确定物产中大集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“16 中大债”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年六月二十三日



物产中大集团股份有限公司

主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】472 号

主体信用

 跟踪评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

 上次评级结果：**AAA** 评级展望：**稳定**

债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 中大债	30	5 (3+2)	AAA	AAA	2016.06

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	941.14	765.71	729.69	303.19
所有者权益	248.98	237.47	220.87	72.87
营业总收入	582.54	2,071.72	1,825.73	381.57
利润总额	6.92	33.05	22.13	6.93
经营性净现金流	-95.97	-5.44	37.59	-12.75
资产负债率 (%)	73.54	68.99	69.73	75.97
债务资本比率 (%)	66.78	61.49	62.15	56.60
毛利率 (%)	3.30	3.57	3.27	7.56
总资产报酬率 (%)	1.10	5.72	3.95	2.97
净资产收益率 (%)	2.15	10.69	8.35	6.29
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-27.61	-0.42	1.22	-1.28
经营性净现金流/总负债 (%)	-15.73	-1.05	10.17	-5.70

注：2017 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：张建国

评级小组成员：王桐桐 王思明

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”或“公司”）主要从事大宗商品贸易、汽车销售及售后服务、房地产和金融服务等业务。评级结果反映了浙江省较强的经济实力为公司发展提供了良好机遇，公司钢材、煤炭、化工等产品贸易业务具有较强的规模优势和市场竞争力，汽车经销业务在江浙地区具有较大的规模优势，2016 年主营业务盈利能力增强等有利因素；同时也反映了 2016 年公司计提大量资产减值损失，利润被影响，短期偿债压力较大等不利因素。

综合分析，大公对公司“16 中大债”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 浙江省经济实力较强，工业基础较好，为公司发展提供了良好机遇；
- 公司钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国仍处于领先地位，具有较强的规模优势和市场竞争力；
- 公司仍为浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势；
- 2016 年，公司经营规模扩大，营业总收入有所增长。

不利因素

- 2016 年，公司因下游客户经营困难，货款回收难度增加，计提大量资产减值损失，影响部分利润；
- 2017 年 3 月末，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务大幅增长，且以短期有息债务规模为主，短期偿债压力较大。

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。



跟踪评级说明

根据大公承做的物产中大存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公司对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

物产中中原名浙江物产中大元通集团股份有限公司，其前身是1988年1月成立的中国纺织品进出口总公司浙江省服装分公司。1988年11月，经浙江省对外经济贸易厅批准更名为浙江省服装进出口公司（以下简称“浙江服装”）。1992年9月，浙江服装联合中国纺织品进出口公司、中国银行杭州信托咨询公司、交通银行杭州分行四家单位作为发起人，以定向募集方式设立公司，名称为浙江中大集团股份有限公司，股本总额为9,030万元，并于1996年公开发行股票，同年6月在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：中大股份；股票代码：600704）。1996年，浙江省人民政府授权浙江中大集团控股有限公司（以下简称“中大控股”）统一经营公司的国有资产，中大控股成为公司的控股股东，持有公司4,930万股，占公司总股本的41.68%。后经几次转增配股，截至2006年末，中大控股持有公司8,497万股，占公司总股本的22.67%。2007年，中大控股将持有公司的8,497万股国有股无偿划转给浙江省物产集团公司（以下简称“物产集团”），物产集团成为公司控股股东。物产集团是浙江省国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）100%控股的国有独资企业。2009年8月19日，公司向物产集团非公开定向增发6,442.33万股普通股，收购物产集团持有的浙江物产元通汽车集团有限公司（以下简称“物产元通”）100%股权，置换汽车销售业务资产，增发后公司总股本为43,918万股，物产集团持股比例提升至34.02%。2011年9月，公司正式更名为浙江物产中大元通集团股份有限公司，股票简称同时变更为“物产中大”。后经过两次资本公积转增股本，截至2013年末，公司股本增至79,052万元。2014年7月，公司向包括物产集团、浙江物产金属集团有限公司（以下简称“物产金属”）在内的9家机构发行了20,547.95万股人民币普通股，发行完成后，股本增至99,599万元，物产集团持有公司30.62%的股份。2015年11月，公司完成了向物产集团的全体股东浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“国资公司”）、浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“交通集团”）发行股份吸收物产集团，向煌迅投资有限公司发行股份购买其持有的浙江物产国际贸易有限公司（以下简称“物产国际”）9.60%股权，同时向“浙江物产2015年度员工持股计划”等9名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，以上事项合计公司发行新股共计121,255万股，发行完成后，国资公司持有公司股份33.81%、交通集团持有公司股份20.72%，浙江



物产 2015 年度员工持股计划占公司股份 7.00%，股本增至 220,856 万元。同月，公司名称由“浙江物产中大元通集团股份有限公司”变更为“物产中大集团股份有限公司”。2016 年，公司以股本 220,856 万股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股，共计转增股本 66,257 万元，股本增至 287,112 万元。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 287,112 万元，国资公司和交通集团持有公司 54.53% 股份，浙江省国资委为公司实际控制人。

2016 年 11 月，公司根据十三五战略规划，主动由传统重资房地产业务模式向管理输出、地产金融等轻资产业务模式转型升级，实现公司主业聚焦和产业链提升，将 15 家房地产项目公司¹以 13.51 亿元整体转让给阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”）。

公司主要从事大宗商品贸易、汽车销售及后服务等业务，其中大宗商品贸易是公司的核心主业，涉及的主要产品包括金属材料、煤炭及化工产品等，自 2016 年在《财富》世界 500 强排名 359 名，自 2008 年起连续蝉联浙江省百强企业首位，是中国最大的大宗商品服务集成商之一，其综合实力在国内流通行业处于领先地位。截至 2017 年 3 月末，公司拥有 14 家全资子公司和 12 家控股子公司。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 中大债	30 亿元	2016.02.01~2021.02.01	补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2016 年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长增长的潜力

2016 年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016 年，我国实现国内生产总值 744,127 亿元，同比增长 6.7%，增速同比下降 0.2 个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017 年一季度，我国实现国内生产总值 180,683 亿元，同比增长 6.9%，增速同比上升 0.2 个百分点。分产业看，第一产业增加值 8,654 亿元，比上年增长 3.0%；第二产业增加值 70,005 亿元，比上年增长 6.4%；第三产业增加值 102,024

¹ 15 家子公司分别为：浙江中大圣马置业有限公司、浙江中大正能量房地产有限公司、武汉市巡司河物业发展有限公司、武汉市中大十里房地产开发有限公司、四川思源科技开发有限公司、成都浙中大地产有限公司、中大房地产集团南昌有限公司、宁波国际汽车城开发有限公司、富阳中大房地产有限公司、中大房地产集团上虞有限公司、江西中地投资有限公司、中大房地产集团南昌圣马房地产有限公司、南昌中大房地产有限公司、杭州中大银泰城购物中心有限公司和浙江物产良渚花苑房地产开发有限公司。



亿元，比上年增长 7.7%，占国内生产总值的比重为 56.5%，高于第二产业 17.7 个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017 年 3 月，中国制造业 PMI 终值为 51.8%，较上月上升 0.2 个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2016 年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016 年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于 2016 年 6 月将 2017 年世界经济增长预期由 3.1% 下调至 2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016 年 11 月 9 日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继 2016 年 12 月 14 日后，美联储于 2017 年 3 月 16 日再次将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 0.75% 至 1.0% 的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015 年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015 年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015 年 11 月 3 日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016 年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017 年 3 月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为 2017 年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型



产业将会与工业化和城镇化深度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

● 钢材贸易

我国是钢铁大国，钢铁贸易仍存在很大市场空间；钢铁行业供需矛盾突出，产能过剩现象严重，2016年以来，钢价波动幅度较大，增加了钢贸企业经营风险

我国是钢铁生产与需求大国，作为最重要的大宗商品之一，钢铁存在巨大的流通需求，钢铁贸易存在很大的市场空间。钢贸行业准入门槛较低，随着钢铁行业的快速发展，钢贸企业、个体户数量快速增长，行业竞争激烈。在钢铁产业链中，上游钢铁企业一般要求全额预付，而下游需求方相对比较分散，钢贸商为加大业务承揽，多以一定比例保证金成交，通过银行融得周转资金，需承担较大钢材价格波动风险、下游客户违约风险及资金成本上涨风险。

钢铁主要的下游行业包括建筑业、重型机械、汽车和船舶制造等。建筑业是我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。钢材的销量在2010年实现高速增长后，受国外主要发达国家经济普遍下滑、国内货币紧缩政策以及房地产调控政策的影响，市场需求大幅减少。上游钢铁企业由于其固定资产比重大，市场化退出壁垒较高，加之受到行政干预较强，所以主动减产、停产的积极性不高，在下游企业需求不振的影响下，主要钢铁产品处于供大于求状态，2016年国家加强去产能力度，虽然去产能工作按计划顺利进行，但总体看，尚未解决钢铁行业供需矛盾。

钢材价格方面，继2015年钢材价格深度下跌后，2016年钢材价格波动上涨。2016年4月末，钢材生产资料库存指数降至-4.50%，为2013年以来低点。2016年春节过后，在库存低位的基础上，钢铁供给端继续放量迟缓，工厂开工率低导致钢材市场供给下降，相应市场需求趋紧。随着信贷投放增加，房地产、建筑、汽车等下游行业回暖以及期货大宗商品持续放量、黑色系商品价格大幅上涨，钢材市场回暖，全线产品价格大幅增长。2016年5月初，受钢企复工率逐渐增加、社会库存回升，房地产行业扩张增量缩减、期货市场监管措施实施等因素影响，钢材价格大幅下降。受召开唐山世博会及G20峰会致使部分地区限产影响，2016年6月初，钢材市场供给下降，钢材价格波动回升。2016年10月以来，钢材价格持续大幅增长，主要是受焦炭及铁矿石等原燃料价格上涨影响，钢材成本上升，同时去产能政策的坚定实施致使供给下降。2017年初，为化解经济下行压力，多省发布了2017年重



点基础建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。2017年3月以来，受整体需求放缓，结构性需求问题凸显影响，钢铁库存消化缓慢，钢材价格呈现下降趋势。综合分析，受下游需求、社会库存变化、原燃料价格以及相关政策法规公布实施等因素影响，钢材价格2016年以来有所波动。

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，增加了钢贸商经营风险，同时库存压力较大、客户质量差以及行业内存在的仓单重复质押、相互担保现象使得钢贸企业大量倒闭。钢贸风险的加大也使得银行收紧放贷条件，钢贸行业进入调整期，盈利模式从简单的购销差到通过提供物流、融资等多种附加服务方式转变。

● 煤炭贸易

煤炭是重要的一次能源，煤炭行业生产与消费布局的矛盾依旧突出，2016年，受煤炭供应缩减影响，煤炭价格和进口量有所提升

煤炭是我国最主要的一次能源，在我国能源消费中长期保持基础性地位。从需求来看，煤炭下游需求主要集中在电力、建材和冶金等方面，2016年，我国电力、建材和冶金的产量仍处于较高水平，其中，火电累计发电量43,958亿千瓦时，同比增加2.6%；钢材产量为11.38亿吨，同比增加2.3%；水泥累计产量为24.03亿吨，同比增加2.5%。根据国家能源局制定的《科学发展2030年国家能源战略》，2007~2030年我国煤炭消费量将增加12亿吨原煤，煤炭占一次能源消费比例约为70%。在未来相当长的时期内，煤炭作为主体能源的地位不会改变，保障煤炭的持续稳定供应具有重要的意义，我国煤炭贸易行业景气度有望提升。

我国煤炭主要来源于国内重要煤炭供应基地以及进口采购。我国煤炭供应基地主要分布在晋陕蒙新等地，随着我国经济发展和产业结构调整，煤炭生产与消费布局的矛盾加剧：东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省增加；煤炭生产进一步向西部地区集中，“北煤南运、西煤东调”的趋势日益显现。作为煤炭运输的主要方式，铁路运力曾经一度紧张，但通过近几年的建设，我国煤炭铁路运力已经出现大幅提升，随着张唐、蒙冀铁路线先后开通，以及神华铁路、港口设备、设施对外开放，煤炭行业面临的铁路外运瓶颈彻底被打破，发煤企业运输通道的可选性增强。我国为煤炭净进口国，煤炭主要从澳大利亚、印尼、俄罗斯进口。按煤种分，我国进口煤可分为动力煤、炼焦煤、无烟煤和褐煤四大类，动力煤包括其他烟煤和其他煤。受国内煤炭限制产能影响，国内煤炭供给不足，我国煤炭进口量增加，2016年，我国累计进口煤炭2.56亿吨，同比增加25.20%。

从煤炭供给来看，2016年4月，国家发改委、人社部、国家能源局和国家煤炭安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，要求全国煤矿自2016年起全年作业时间不超过276个



工作日，以推动煤矿减产，2016年，原煤产量33.64亿吨，同比下降9.4%。发改委表示，2016年全国煤炭行业退出产能超额完成目标任务。从煤炭价格来看，煤炭去产能政策导致煤炭产量下降，2016年6月以来，受夏季用电高峰及南方洪涝灾害的影响，煤炭市场供应紧张，电厂库存处于低位，且受北方进入供暖季及煤炭去产能的影响，煤炭价格开始企稳回升。9月29日，国家发改委联合能源局、煤矿安监局发布《关于适度增加部分先进产能投放保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，安排适当增加安全高效先进产能释放，以有效保障冬季供暖、供气和发电生产用煤。虽然煤炭供应量有所回升，但受市场需求增加影响，煤炭价格持续上涨。

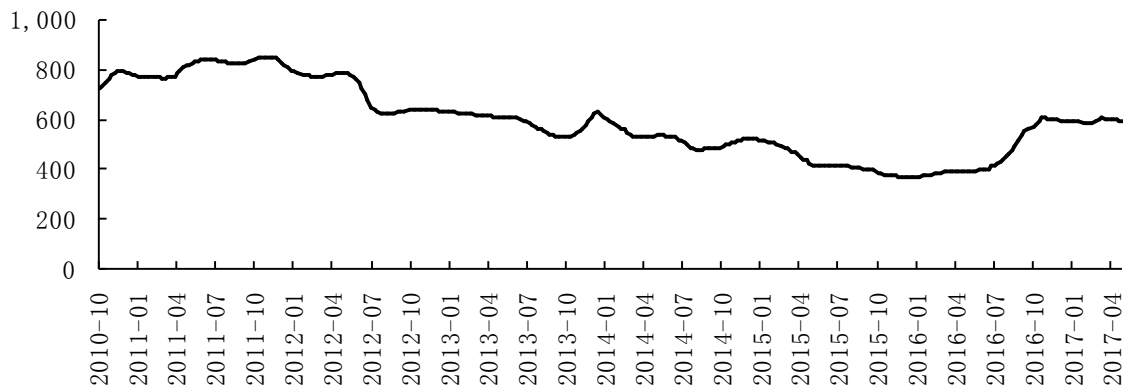


图1 2010年以来环渤海动力煤(Q5500K)综合平均价格指数(单位:元/吨)

数据来源: Wind 资讯

● 化工贸易

化工贸易行业企业数量多，市场集中度低；2016年以来，受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，化工产品价格有所回升

化工贸易行业是连接化工产品上下游的纽带，由于化工产品种类繁多，化工产品贸易市场尚未形成稳定的竞争格局，行业内企业数量多，市场集中度较低。化工产品上游是石油、煤炭和天然气，受能源危机、自然灾害等不确定因素的影响，产量和价格变化很大。不同化工产品的下游应用有所不同，聚酯纤维多用于涤纶丝、纺织品的生产；塑料原料主要用于薄膜制品、管材、建材及塑料生活用品等；液体化工主要指甲醇，多用于制甲醛、香精、染料、医药、火药、防冻剂、溶剂等的制造；橡胶多用于轮胎、制鞋等；硫磺主要用于化肥的生产。化工产品下游需求具有差异化、个性化的特点。

“十一五”以来，随着技术成熟和市场需求快速增长，大量资金投入到了石油化工行业等基础性工业，生产能力迅速扩张。特别是中西部地区凭借能源、资源优势迅速崛起，大大拉动了当地经济社会发展，促进了产业转移和重化工产业布局的优化调整。化工产业产能持续高速增长，以致供需形势发生根本性变化，由供不应求发展为产能过剩。同时，由于我国经济的高速增长，国内纺织品、塑料制品的内外贸得



到迅速发展，化纤、橡胶和塑料产品的需求增加，从而带动了对化工原料需求的增加。“十三五”伊始，我国石油化工行业进入改革转型的深水区，“供给侧改革+油气体制改革”的新进展持续给行业带来催化，市场基本面供应过剩的格局短时间无法明显改善；随着我国经济发展进入新常态，下游市场需求增速放缓，同时新的环保法提出更加严格的要求，产业发展面临多种挑战。2016年化学原料及化学制品制造业主营业务收入87,707亿元，同比增长4.2%，增速提升1.9个百分点，亏损企业同比减少116家，亏损企业亏损总额同比减少99亿元，亏损面缩窄，亏损总额在缩小。总体来看，2016年以来，受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，化工产品价格有所回升。

● 汽车销售及服务

2016年以来，汽车销量继续保持增长但增速明显回升，但汽车经销商的库存压力仍较大；长期来看，随着居民收入水平的提高，汽车市场需求空间仍然广阔，售后业务将成为汽车经销商重要的利润来源

我国经济快速增长、居民生活水平不断提高对汽车消费形成了重要支撑。但国内汽车市场在经历了2009~2010年高速增长后，汽车销量增速大幅回落，2011~2012年汽车销量增速分别为2.50%和4.30%。2013年，我国汽车市场总体开始恢复增长，国内汽车产销量分别达到2,211.68万辆和2,198.41万辆，分别同比增长14.79%和13.83%。2014年，国内汽车产销量继续保持增长，分别为2,372.29万辆和2,349.19万辆，同比分别增长7.26%和6.86%，增幅同比明显回落；2015年，产销量分别为2,450.33万辆和2,459.76万辆，同比分别增长3.25%和4.68%，增速同比分别下降4.01个百分点和2.18个百分点。2016年，国内汽车产销量分别为2,811.88万辆和2,802.82万辆，同比增长14.46%和13.65%，增速同比提升11.21个百分点和8.97个百分点。其中：乘用车产销2,442.07万辆和2,437.69万辆，同比增长15.50%和14.93%；商用车产销369.81万辆和365.13万辆，同比增长8.01%和5.80%。

2015年9月29日，财政部和国家税务总局联合发布《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，规定自2015年10月1日起至2016年12月31日，对购置1.6升及以下排量乘用车暂减按5.00%的税率征收车辆购置税²。受此政策影响，2016年，国内1.6升及以下乘用车销售1,760.7万辆，比上年增长21.40%，占乘用车销量比重为72.20%，比上年同期提高3.60个百分点。同时，国内SUV销售保持高速增长，为904.70万辆，同比增长44.59%，并拉动自主品牌乘用车增长；MPV销售249.65万辆，同比增长18.38%；轿车销量为1,214.99万辆，同比增长3.44%；新能源汽车产销量分别为51.7万辆和50.7万辆，同比分别增长51.7%和53.0%。

² 政策实施之前，国内的乘用车车辆购置税税率为10.00%。

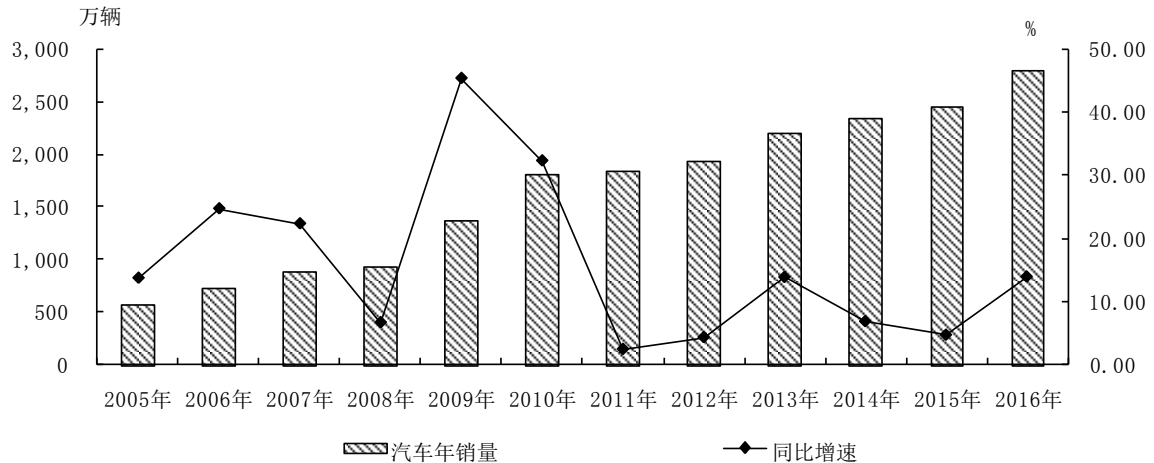


图2 2005~2016年我国汽车年销量及同比增长情况

数据来源：中国汽车工业协会

2017年4月14日，随着商务部公布的《汽车销售管理办法》（商务部令2017年第1号）（以下简称“《新办法》”），该办法自2017年7月1日正式实施。在新的办法实施同时，《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令2005年第10号）废止。

《新办法》出台后，规定供应商采取经销商授权方式销售汽车，授权期限（不含店铺建设期）一般每次不低于3年，首次授权期限一般不低于5年，一改此前“一年一次”的授权规定；同时，对整车厂的垄断行为也作出了限制，使得品牌授权单一销售模式被打破，汽车流通模式多元化。另外，取消了4S店某些强制性规定，比如对紧俏车型加价、限定消费者户籍所在地，对消费者限定汽车配件、保险、救援等产品的提供商和售后服务商，强制消费者购买保险或强制为其提供代办车辆注册登记等服务，更大地加强了对消费者权益的保护。整体来看，《新办法》对汽车生产商的权利进行了一定程度的限制有助于改善目前经销商面对整车厂的弱势地位，尤其是有利于大的经销商集团，未来经销商集团趋势有望进一步增强，也有效推动汽车销售市场更加活跃。

从汽车经销商库存压力来看，2014年以来，受市场总需求放缓、车企强势压产等因素影响，经销商库存压力加大。2014年，经销商平均库存系数³为1.57(超过警戒线0.07)，同比增长9.65%；库存系数超过1.50的有8个月之多。2015年和2016年，经销商平均库存系数分别为1.53和1.35,持续下降,但库存系数仍处于较高水平。整体来看，汽车经销商的库存压力较大。

长期来看，随着国家经济增长和居民收入水平提高，汽车刚性需求依然强劲，汽车消费升级、人均保有量较低以及城镇化进程将为汽

³ 库存系数=期末库存量/当期销售量，根据国际同行业通行的惯例，库存系数在0.8~1.2之间，反映库存处在合理范围，库存系数>1.5，反映库存达到警戒水平，需要关注。



车市场需求长期增长提供支持。同时，汽车消费行为将逐渐成熟，消费者更加注重汽车的质量和售后服务，单纯的价格竞争对消费者的吸引力将不断弱化，售后业务将成为汽车经销商重要的利润来源。

我国汽车经销行业盈利模式仍较单一，行业集中度仍较低，竞争激烈，汽车经销商盈利空间有所收窄；预计未来市场竞争将更加激烈，集约化、规模化成为汽车经销行业新的发展趋势，大型多品牌汽车经销商是行业利润的主要分享者

汽车经销商的利润主要来源于整车销售业务和售后服务业务两部分。整车销售利润主要来自于进销差价和生产商的返利，其中整车进货价格和销售价格均由生厂商决定，受市场竞争激烈影响，部分整车销售价格下探，进销差价空间萎缩；售后服务利润主要来自于汽车养护维修、零配件销售和汽车金融。在国外成熟市场，经销商利润 60% 来自售后服务业务，而目前国内售后服务业务利润所占比重不足 30%。汽车作为单价较高的可选消费品，其需求具有较强的周期性，因此整车销售业务具有较强的周期性，新车销售毛利率在 5.00%~7.00%。而售后服务业务并无明显周期性，毛利率可达 30.00%~50.00%。

汽车经销行业百强企业整体增速有所放缓，但数量和体量不断增加，推动了行业集中度提高。2015 年，百强企业营业收入 12,714 亿元，同比增长 3.20%；百强企业整车销售数量 653.40 万台，同比增长 5.00%，占市场总销量的比重增长至 25.00%；百强企业数量增长到 84 家；百强企业新车销售数量占百强企业总销量的比重增长至 72.00%，同时，百强企业毛利率同比大幅下降 25.79%。百强企业也面临着业务收入结构不尽合理、二手车业务仍处于起步阶段及盈利指标有待提升等问题。总体来看，目前我国汽车经销行业尚处于粗放式增长阶段，盈利模式相对单一；行业集中度逐步提高，但整体水平有待进一步提升。预计未来新能源汽车销售、汽车金融和二手车业务有望成为行业新的增长点。

现阶段国内各大经销商都有自己根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定品牌定位。十大汽车经销商包括以广汇汽车、庞大集团为代表的全线品牌型，国机汽车、中升集团为代表的中高端品牌型，利星行为代表的单一品牌型，物产元通为代表的本地主力型。我国汽车流通行业中的汽车经销商数量较多，全国前十大汽车经销商销售收入合计占整个汽车流通行业销售收入比重较低。同时，上游厂商对销售渠道的严格把控是单个流通企业依靠自身进行外延扩张的壁垒。

但受宏观和汽车行业景气下滑和汽车行业发展拐点等外部因素推动，各经销商向其他经销商集团深耕或主要布局区域扩张的趋势也在加强，现阶段我国汽车经销行业正处于整合洗牌阶段，未来几年市场竞争将更加激烈。大型经销商集团在人才培养、品牌知名度、资本投资和整合地区市场资源方面具备竞争实力，集约化、规模化已成为汽车经销行业发展趋势，规模较小的单一品牌汽车经销商的市场空间将



不断缩小，大型多品牌汽车经销商是行业利润的主要分享者。

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，工业基础较好，为企业发展提供了良好机遇

浙江省地处中国东南沿海，是经济比较发达的沿海对外开放省份，以轻工业、加工制造业、集体工业为主，工业基础较好。2016年浙江省地区生产总值46,484.98亿元，同比增长8.39%，增速超过全国1.69个百分点。其中，第一产业增加值1,966亿元，同比增长7.26%；第二产业增加值20,518亿元，同比增长4.09%；第三产业增加值24,001亿元，同比增长12.46%，三产业之比为1:11:13。

改革开放以来，浙江民营企业异军突起，民营经济已经占到全省经济总量的一半以上。“十三五”期间，浙江省将继续加快产业结构调整优化调整，突出重点企业培育，加大并购重组和资源整合力度，加快形成一批主业突出、核心竞争力强、品牌带动作用明显的大型企业，为企业发展提供了良好机遇。

经营与竞争

2016年，公司仍主要从事大宗商品贸易和汽车销售及后服务业务；公司收入保持增长，毛利率有所提升

2016年，公司主要从事大宗商品贸易、汽车销售及后服务、金融服务等业务。公司大宗商品贸易包括钢材、煤炭、化工产品、有色金属、纺织品与服装、油品、木材在内的多元化贸易，是公司收入和利润的最主要来源；汽车销售及后服务收入和毛利润占比均在15%左右，对营业总收入和毛利润形成一定的补充；因公司将房地产业务全部出售转让，2017年一季度房地产业务收入和毛利润均为零；金融业务为手续费及佣金收入和利息收入，占比仍较小；其他业务包括电费、蒸汽、爆破器材与工程以及机电产品等，占收入和毛利润的比重较小。

2016年，公司营业总收入为2,071.72亿元，同比增长13.47%；毛利润为73.86亿元，同比增长23.87%。其中，大宗商品贸易收入和毛利润同比分别增长9.71%和21.57%，主要是受供给侧改革，钢铁、煤炭行业回暖，产品价格提升所致；公司汽车销售及后服务业务收入同比增长28.43%，毛利润同比增长6.68%，主要是公司4S店有所增加以及受小排量汽车购置税将于2017年收紧政策影响，消费者在2016年对相应车型进行提前购买所致；公司房地产板块收入同比略有减少，因房价涨幅较大，毛利润同比增长22.34%；公司金融服务业务收入和毛利润同比分别增长75.12%和28.64%；其他业务板块保持增长，收入和毛利润同比分别增长31.60%和35.66%，主要是由于收购医院、水务公司导致的合并范围增加。

2016年，公司毛利率为3.57%，同比上升0.30个百分点，受大宗商品贸易毛利率较低的影响，毛利率水平仍较低。其中，受大宗商品

价格上升影响，大宗商品贸易毛利率同比上升 0.13 个百分点；汽车销售及后服务毛利率下滑 0.80 个百分点；受房价大幅上涨影响，房地产业务毛利率同比提升 7.52 个百分点。

表 2 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业总收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	582.54	100.00	2,071.72	100.00	1,825.73	100.00	381.57	100.00
大宗商品贸易	482.66	82.85	1,557.04	75.16	1,419.29	77.74	39.82	13.55
汽车销售及后服务	63.31	10.87	298.66	14.42	232.55	12.74	222.16	58.56
房地产	0.00	0.00	33.15	1.60	34.88	1.91	17.14	4.54
金融服务	0.62	0.11	2.73	0.18	2.13	0.12	2.30	0.60
其他	35.95	6.17	180.14	8.65	136.88	7.50	100.15	22.75
毛利润	19.21	100.00	73.86	100.00	59.63	100.00	28.86	100.00
大宗商品贸易	9.13	47.53	21.53	29.15	17.71	29.70	1.27	8.80
汽车销售及后服务	3.26	16.97	11.65	15.77	10.92	18.31	11.14	37.98
房地产	0.00	0.00	11.17	15.12	9.13	15.31	8.83	30.08
金融服务	0.62	3.23	2.73	3.70	2.13	3.57	2.30	7.97
其他	6.20	32.27	26.78	36.26	19.74	33.10	5.32	15.18
毛利率	3.30		3.57		3.27		7.56	
大宗商品贸易	1.89		1.38		1.25		3.19	
汽车销售及后服务	5.15		3.90		4.70		5.01	
房地产	-		33.70		26.18		51.52	
金融服务	100.00		100.00		100.00		100.00	
其他	17.25		14.87		14.42		5.31	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年 1~3 月，营业总收入为 582.54 亿元，同比增长 62.43%，其中，受钢铁和煤炭行业回暖，价格大幅提升，大宗商品贸易收入同比增长 93.01%；毛利润为 19.21 亿元，同比增长 21.35%；毛利率同比下降 1.11 个百分点，主要是受毛利较高的房地产业务退出所致。

综上所述，2016 年以来，公司营业总收入和毛利润均有所增长，毛利率有所波动，受贸易行业特征影响仍处于低位。

● 大宗商品贸易

公司仍是浙江省最大的省属贸易企业，其钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位；2016 年以来，钢材、煤炭等行业回暖，大宗商品贸易收入和毛利润有所增长

大宗商品贸易成为公司的核心业务，主要产品种类包括金属材料、煤炭和化工产品等，其中金属材料主要为钢材，还有少量有色金属。其他贸易产品包括矿产品、油品、纺织及服装、木材等。物产集团是

浙江省最大的省属贸易企业，基于其多年的贸易业务基础，钢材、煤炭、化工等产品贸易量居于全国前列，拥有稳定的供应商和客户关系，并不断拓展发展经营的空间和领域，使公司事业发展在结构、层次、规模和效益等方面更具有持续发展的竞争力。同时公司亦是国家 120 家大型企业试点企业集团、20 家重点培育发展的大型流通企业以及浙江省政府确定的 26 家重点流通企业之一，其经营规模等主要经济指标一直名列全国同行前茅。

表 3 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司大宗商品贸易收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
营业收入	482.66	1.89	1,557.04	1.38	1,419.29	1.25
钢材	165.31	2.41	546.24	2.20	553.01	1.81
化工	142.59	1.72	298.68	1.74	245.99	0.76
煤炭	75.51	2.68	224.04	0.99	162.89	1.18
其他	99.25	0.68	488.08	0.43	457.40	0.86

数据来源：根据公司提供资料整理

钢材贸易是公司大宗商品贸易的主要收入和利润来源，其次是化工和煤炭贸易，此类业务的特点是周转率较高但是毛利率较低。2016 年以来，钢材、化工等行业回暖，行业景气度提升，贸易业务盈利能力有所改善。

业务 1：钢材贸易

2016 年，公司钢材采购仍比较分散，供应商集中度不高，对单一供应商依赖程度较低；公司钢材销售仍以供应链服务模式为主，有利于增加产品附加值，提高利润水平

公司钢材贸易业务主要由物产金属承担，公司持有其 57.17% 的股权，物产金属曾在中国金属材料流通协会出具的“2014 年度中国钢材销售五十强企业”中排名全国第三。

表 4 2016 年及 2017 年 1~3 月物产金属主要财务指标（单位：亿元、%）

时期	公司持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2017 年 1~3 月	57.17	184.95	83.77	167.70	2.14	1.41	-15.30
2016 年	57.17	145.20	79.32	625.00	1.64	3.00	-14.01

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，公司钢材贸易的采购金额为 617.50 亿元，占主营业务成本的 30.73%；采购量为 2,318.08 万吨，其中进口量为 1.92 万吨，占总采购量比重很小，钢材采购以国内采购为主。2017 年 1~3 月，公司钢材贸易采购金额为 211.47 亿元，同比增长 87.76%，主要是公司钢材

平均采购价格大幅上升所致。

表 5 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司钢材贸易采购情况

指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年
采购金额（亿元）	211.47	617.50	610.30
采购量（万吨）	620.38	2,318.08	2,387.18
其中：进口量（万吨）	1.31	1.92	2.12
采购平均价格（元/吨） ⁴	3,408.72	2,663.84	2,555.32

数据来源：根据公司提供资料整理

公司合作供应商多，采购比较分散，供应商集中度不高，对单一供应商依赖程度较低。公司采购时综合考虑产品价格、产品质量、运输距离等因素，选择供应商。2016 年，公司钢材贸易前五大供应商采购金额合计占该业务采购总额比重为 9.55%，同比下降 6.32 个百分点。

表 6 2016 年及 2017 年 1~3 月公司钢材贸易前五大供应商情况（单位：亿元、%）

排名	供应商	采购额	占该业务采购总额比重
2017 年 1~3 月			
1	吉林建龙钢铁有限责任公司	4.97	2.35
2	天津市铨赢科技发展有限公司	4.86	2.30
3	日照宝华新材料有限公司	4.57	2.16
4	鞍钢股份有限公司	3.29	1.56
5	中铁铁龙（营口）国际物流贸易有限公司	3.18	1.50
合计		20.87	9.87
2016 年			
1	扬州龙川钢管有限公司	16.48	2.67
2	TEWOO PRODUCTS AND ENERGY RESOURCES	11.28	1.83
3	天津恒达伟业投资有限公司	10.79	1.75
4	江阴瑞和金属制品有限公司	10.50	1.70
5	鞍钢股份有限公司	9.87	1.60
合计		58.93	9.55

数据来源：根据公司提供资料整理

公司与供应商结算主要有三种方式：现款、银行承兑汇票和信用证，主要以现款为主，50%的业务结算使用现款；使用现款结算一方面可以享受供应商提供的价格折扣等优惠政策，另一方面也会造成对资金的占用。在控制价格风险上，公司凭借其与其钢厂长期稳定的合作关系，除每年与钢厂签订一次框架协议外，钢厂还通过延长给公司的报价时间，以及差价补偿等优惠措施，尽量弥补公司在钢材价格波动上的损失。

⁴ 此采购均价为含税价格，下同。

表 7 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司钢材贸易销售规模情况

指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年
销售金额（亿元）	196.11	613.86	630.04
销售实物量（万吨）	550.29	2,264.96	2,427.17
销售均价 ⁵ （元/吨）	3,563.64	2,710.26	2,595.79

数据来源：根据公司提供资料整理

公司钢材产品应用广泛、品种繁多，涵盖了方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等多种类型钢材的几乎所有品类，与中国中钢集团公司、江西萍钢实业股份有限公司、鞍钢集团公司等全国近二十家大型钢铁集团建立了合作关系，仍是全国合作钢厂最多、销售量最大的市场化的钢材流通企业之一。2016 年，公司钢材销售金额为 613.86 亿元，销售均价在每吨 2,710.26 元。受供给侧改革影响，钢材价格有所上涨。2017 年 1~3 月，公司钢材销售金额同比增长 86.51%，销售实物量同比增长 24.60%。

公司钢材销售网络覆盖全国各主要省市，在全国主要大中城市设有经销网点，并已发展了大量二级经销商和终端钢材使用客户。公司钢材销售主要有供应链服务、配供配送、连锁分销和电子商务等模式。

表 8 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司钢材贸易经营模式情况（单位：亿元、%）

模式	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
供应链服务	75.95	38.73	236.39	38.51	292.43	46.41
配供配送	30.05	15.32	130.74	21.30	117.79	18.70
连锁分销	43.88	22.38	99.14	16.15	126.06	20.00
其他	46.23	23.57	147.59	24.04	93.76	14.88
合计	196.11	100.00	613.86	100.00	630.04	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

供应链服务是公司钢材销售的主要模式，2016 年公司采用供应链服务经营模式销售钢材实现收入 236.39 亿元，占钢材销售收入的 38.51%。供应链服务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。单纯的倒买倒卖利润空间很小，公司采用供应链服务的模式，以客户需求为导向，为其提供涵盖原材料供应、产成品销售、供应链金融、市场信息服务、物流监管等集成服务，帮助核心客户降低采购及生产成本、盘活资金链条、响应配送及销售需求，延长供应链条，增加产品附加值，有利于公司提高利润，增强盈利能力。2017 年 1~3 月，供应链服务模式销售钢材实现收入 75.95 亿元，占钢材销售收入的 38.73%。

⁵ 此销售均价为含税价格，下同。



公司钢材销售客户集中度不高，对单一客户依赖度低，机动性强，在全国各地开发了 8,000 多家客户，2016 年仍在浙江省市场占有率位居第一，且钢材销量占浙江省总销量的比重逐年提高。2016 年，公司前五大客户销售额占总销售的 5.45%，因贸易品种和时点差异，公司供应商和客户存在重合的情况。

公司对客户收取部分保证金，然后先收款再放货，与客户结算以现款为主，银行承兑汇票为辅，使用现款结算，有利于企业资金及时回笼。对于资金不充裕的客户，公司会提供一定的金融服务，比如分期付款或延长付款账期，一般是两个月，收取一定的服务费用。

表 9 2016 年及 2017 年 1~3 月公司钢材贸易前五大客户情况（单位：万元、%）			
排名	客户	销售额	占该业务销售总额比重
2017 年 1~3 月			
1	江阴瑞和金属制品有限公司	2.07	1.06
2	江苏美钢管业有限公司	1.97	1.00
3	浙江联鑫板材科技有限公司	1.77	0.90
4	唐山市丰润区泰钢沃德贸易有限公司	1.54	0.78
5	宁波物产物流有限公司	1.53	0.78
合计		8.89	4.52
2016 年			
1	江阴瑞和金属制品有限公司	9.62	1.57
2	江苏美钢管业有限公司	9.40	1.53
3	PT THE MASTER STEEL MANUFACTORY	5.61	0.91
4	北大荒米业集团国际米业（北京）有限公司	4.73	0.77
5	潍坊亿邦物资有限公司	4.12	0.67
合计		33.49	5.45

数据来源：根据公司提供资料整理

业务 2：煤炭贸易

2016 年，公司煤炭贸易供应商集中度仍较高，客户集中度一般，公司进入了大型电力、钢铁企业的煤炭供应系统，为公司煤炭销售提供了一定保证

公司主要从事煤炭贸易的子公司为浙江物产环保能源股份有限公司（以下简称“物产环能”），物产环能作为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。公司持有物产环能 74% 股份，2016 年以来，资产负债率持续增长，2016 年营业收入和利润总额保持增长。

表 10 2016 年及 2017 年 1~3 月物产环能主要财务指标（单位：%、亿元）

时期	公司持股	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额
2017 年 1~3 月	74.00	79.77	82.37	77.17	3.83	0.93
2016 年	74.00	51.97	75.57	238.41	3.23	3.21

数据来源：根据公司提供资料整理

煤炭贸易的品种主要包括电厂和水泥厂使用的动力煤、钢厂使用的焦煤和化工煤三类，其中动力煤比例最高，占有煤炭品种贸易量的 85% 以上。在煤炭价格低迷的行情下，出于控制风险的考虑，公司加快传统倒买倒卖的贸易模式向“进销对接、以销定进、锁定风险”的供应链集成服务运行模式转变，供应链集成服务模式可以实现多点盈利，通过提供金融服务、物流服务、信息服务和供应链环节服务等获得服务利益。

2016 年，公司煤炭贸易的采购金额为 232.24 亿元，占主营业务成本的 11.63%。2017 年 1~3 月，公司煤炭贸易采购金额为 105.56 亿元，同比增加 55.69 亿元，主要是公司煤炭平均采购价格大幅上升所致。与供应商的结算方式主要为现款，占有结算方式的 80%。

表 11 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司煤炭贸易采购情况

指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年
采购金额（亿元）	105.56	232.24	184.07
采购量（万吨）	1,679.36	5,182.63	4,299.02
采购均价（元/吨）	628.57	448.11	428.17

数据来源：根据公司提供资料整理

公司与国内大型煤炭生产企业建立长期合作关系，在煤炭采购上有一定优势，保证了煤炭来源的稳定性，同时公司每年会与主要供应商签订年度框架协议，获取优惠采购价格，互赢互利，神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）是公司主要煤炭供应商，同时公司仍是神华集团在国内最大的贸易企业客户。

2016 年，公司煤炭贸易前五大供应商采购金额占采购总额的 36.53%，其中，对神华集团采购额占采购总额的比重为 13.90%，供应商集中度仍较高。

表 12 2016 年及 2017 年 1~3 月公司煤炭贸易前五大供应商情况（单位：亿元、%）

排名	供应商	采购额	占该业务采购总额比重
2017 年 1~3 月			
1	神华集团	12.31	11.66
2	天津广路通煤炭销售有限公司	6.45	6.12
3	大同煤矿集团有限责任公司	6.37	6.03
4	博笙贸易（上海）有限公司	4.29	4.06
5	中煤集团山西华昱能源有限公司	2.07	1.96
合计		31.48	29.83
2016 年			
1	神华集团	32.29	13.90
2	大同煤矿集团有限责任公司	25.52	10.99
3	博笙贸易（上海）有限公司	7.30	3.14
4	天津广路通煤炭销售有限公司	8.91	4.66
5	内蒙古伊泰集团有限公司	5.91	3.84
合计		79.94	36.53

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，公司煤炭贸易销售金额为 223.81 亿元，销售均价每吨 440.74 元，低于采购均价出现价格倒挂，主要是因为 2016 年下半年煤价开始上涨，煤炭采购量较大，单价较高，但下半年销售部分是以前的低价库存，销售和采购时间错位所致。2017 年 1~3 月，公司煤炭销售均价大幅上涨，但受市场回暖的影响，煤炭销售量同比增长 23.33%，销售金额同比大幅增加 46.78 亿元。

表 13 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司煤炭贸易销售规模情况

指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年
销售金额（亿元）	88.29	223.81	184.47
销售实物量（万吨）	1,386.69	5,078.08	4,296.16
销售均价（元/吨）	636.69	440.74	429.38

数据来源：根据公司提供资料整理

公司煤炭贸易业务客户分散，客户集中度不高。公司通过加强客户服务和管理，深化与大型终端用户的合作，并且进入了六家央企电力集团⁶，各地方电厂、电力公司，以及广西柳州钢铁（集团）公司等大型企业的煤炭供应系统，为公司煤炭销售提供了一定保证。

2016 年，公司前五大客户销售额合计占销售总额的 12.63%。公司对下游客户的收款方式一般为现款或银行承兑汇票，占所有结算方式的比例大致为 60%~70%，对于终端销售客户公司给予一定的账期，贸

⁶ 六家电力央企集团分别为中国国电集团公司、中国华能集团公司、中国华电集团公司、大唐国际发电股份有限公司、中国电力投资集团公司和华润电力控股集团有限公司。

易商全部为现款。

表 14 2016 年及 2017 年 1~3 月公司煤炭板块前五大客户情况（单位：亿元、%）

排名	客户	销售额	占该业务销售总额比重
2017 年 1~3 月			
1	玖龙纸业有限公司	3.78	4.29
2	中国华能集团公司	1.81	2.05
3	中国国电集团公司	2.21	2.51
4	杭州钢铁集团公司	1.93	2.19
5	东莞莞丰能源有限公司	1.62	1.83
合计		11.36	12.87
2016 年			
1	玖龙纸业有限公司	9.75	4.36
2	南方水泥有限公司	6.66	2.97
3	徐州伟天化工有限公司	6.14	2.74
4	杭州钢铁集团公司	3.50	1.56
5	中国华能集团公司	2.25	1.00
合计		28.30	12.63

数据来源：根据公司提供资料整理

业务 3：化工贸易

2016 年，公司发展重点供应商和客户的核心业务，供应商和客户集中度大幅提升

公司从事化工贸易的子公司是浙江物产化工集团有限公司（以下简称“物产化工”），公司对其持股比例为 90.00%，物产化工资产负债率仍处于较高水平，2016 年以来，营业收入保持增长，利润总额略有下降。

表 15 2016 年及 2017 年 1~3 月物产化工主要财务指标（单位：亿元、%）

时期	公司持股	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2017 年 1~3 月	90.00	60.58	87.48	135.66	1.68	0.77	-
2016 年	90.00	40.97	82.79	331.44	2.08	1.51	9.25

数据来源：根据公司提供资料整理

化工产品贸易的主要品类包括液体化工、聚酯纤维、塑料原料、橡胶、硫磺等，品类齐全，每种产品都有其特殊性和不同的应用领域。2016 年，公司化工贸易以液化、化纤和塑料为主，以上三项合计量占总化工产品贸易量的 93.22%。2016 年，液化、化纤和塑料贸易量同比均有所增长，其中塑料贸易量大幅增长，主要原因是公司成立专门子公司经营 PVC 贸易。

表 16 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司化工贸易经营规模情况（单位：万吨、%）

模式	2017 年 1~3 月		2016 年		2015 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
贸易量	151.91	100.00	560.13	100.00	428.13	100.00
其中：液化	48.06	31.64	200.65	35.82	139.55	32.60
化纤	40.97	26.97	121.47	21.69	108.90	25.44
塑料	37.36	24.59	200.06	35.71	90.29	21.09
橡胶	10.01	6.59	14.04	2.51	11.67	2.73
其他	15.51	10.21	23.91	4.27	77.72	18.15

数据来源：根据公司提供资料整理

公司化工贸易主要采用两种经营模式：一是分销和增值服务相结合的模式，以市场为导向，内外贸有机结合，上游开拓多元化的资源渠道，下游构建以终端用户为主的分销网络，同时结合客户需求提供配送、仓储等物流服务，以达到不断提高客户粘度和市场占有率的目的；二是供应链服务模式，通过延长产业链来把握多个价值链环节的利润空间。

公司化工产品的采购模式主要有三种：一是合约采购模式，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；二是代理采购模式，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；三是市场采购模式，按照市场需求状况，寻找在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。2016 年，公司化工贸易采购金额为 336.80 亿元，采购量 566.27 万吨，其中进口量为 65.53 万吨，占采购总量的 11.58%，同比提升 2.27 个百分点。2017 年 1~3 月，公司化工贸易采购金额和采购量同比分别增加 70.33 亿元和 72.24 万吨。

表 17 2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司化工贸易采购情况（单位：亿元、万吨）

指标	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年
采购金额	120.80	336.80	269.92
采购量	175.21	566.27	413.19
其中：进口量	30.56	65.53	38.45

数据来源：根据公司提供资料整理

与采购模式相对应，公司化工产品销售一是通过与下游客户签订长期协议，按照协议规定销售给客户；二是市场化销售；三是供应链服务模式，将原材料销往供应链合作公司，并将产品销往下游客户。

表 18 2016 年及 2017 年 1~3 月公司化工贸易前五大供应商情况（单位：亿元、%）

排名	供应商	采购额	占该业务采购总额比重
2017 年 1~3 月			
1	华祥（中国）高纤有限公司	5.96	15.50
2	逸盛大石化有限公司	4.42	11.49
3	中国石化化工销售有限公司华东分公司	2.40	6.25
4	恒力石化（大连）有限公司	2.10	5.47
5	宁波恒逸贸易有限公司	1.88	4.91
合计		16.76	43.62
2016 年			
1	SINHARBOUR INTERNATIONAL TRADING PT	11.21	9.40
2	逸盛大石化有限公司	7.15	5.99
3	宁波恒逸贸易有限公司	6.38	5.35
4	中国石化化工销售有限公司华东分公司	4.48	3.76
5	台化兴业（宁波）有限公司	4.11	3.45
合计		33.34	27.95

数据来源：根据公司提供资料整理

2016 年，公司化工贸易前五大供应商采购额合计占采购总额的 43.66%，同比大幅提升 26.68 个百分点；前五大客户销售额合计占销售总额的 44.24%，同比提升 22.51 个百分点，集中度明显上升，主要是公司偏向于做大做专，发展重点供应商和客户的核心业务所致。

表 19 2016 年及 2017 年 1~3 月公司化工板块前五大客户情况（单位：亿元、%）

排名	客户	销售额	占该业务销售总额比重
2017 年 1~3 月			
1	SINHARBOUR RESOURCE (HK) LIMITED	16.45	16.79
2	SINHARBOUR INTERNATIONAL TRADING PTE. LTD.	10.14	10.35
3	HANGZHOU LEFTHARBOUR TRADING CO., LTD	6.57	6.70
4	绍兴物畅化纤有限公司	5.65	5.76
5	华祥（中国）高纤有限公司	4.54	4.64
合计		43.34	44.24
2016 年			
1	绍兴物畅化纤有限公司	26.10	20.26
2	桐昆集团浙江恒腾差别化纤维有限公司	5.94	4.61
3	上期资本管理有限公司	4.31	3.34
4	远大能源化工有限公司	4.07	3.25
5	福建经纬新纤科技实业有限公司	3.23	3.18
合计		43.66	34.62

数据来源：根据公司提供资料整理



● 汽车销售及后服务

公司仍是浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势；公司汽车销售网点集中于浙江省，对江浙区域市场依赖程度很高

公司主要从事汽车销售业务的子公司是物产元通。物产元通是浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势，与国内主要汽车集团都建立了良好的合作关系，拥有很多汽车品牌特许代理资格，基本覆盖了国内所有主流品牌。2016年，物产元通营业收入同比增长27.38%，利润总额同比有所减少，主要是毛利率下降以及费用增加所致。

表 20 2016 年及 2017 年 1~3 月物产元通主要财务指标（单位：%、亿元）

时期	公司持股	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2017 年 1~3 月	100.00	103.91	63.72	60.46	6.66	1.05	-12.57
2016 年	100.00	101.30	64.46	299.57	5.42	1.69	7.01

数据来源：根据公司提供资料整理

公司汽车销售以狭义乘用车（轿车、MPV 和 SUV）为主，占比 90%，其中轿车在 70%左右。截至 2017 年 3 月末，公司拥有汽车销售网点（4S 店、多厅一厂等）165 家，其中 4S 店 134 家，主要分布在浙江、江苏、福建等地。物产元通销售网点 88.81%集中于浙江省，汽车销售与服务板块的业绩对江浙区域市场依赖程度很高。2016 年网点数同比增加 16 家。

表 21 2017 年 3 月末公司汽车销售网络扩张情况（单位：家）

网点总数	其中：4S 店	省外 4S 店		省内 4S 店	杭州 4S 店
		一级城市网点	二级城市网点		
165	134	4	7	123	57

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2017 年 3 月末，物产元通旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 11 个大系的 65 个品牌，覆盖包括一汽大众、上海大众、奥迪、上海通用、一汽丰田等在内的绝大部分主流品牌。2016 年，公司汽车销售前五大品牌分别是北京现代、上海大众、奥迪、上海通用别克和一汽大众，以上五者合计销售金额为 142.69 亿元，占汽车销售总金额的比重为 46.72%。



表 22 2016 年及 2017 年 1~3 月公司汽车销售前五大汽车品牌情况（单位：亿元、%）

排名	品牌名称	销售额	占汽车销售总额比重
2017 年 1~3 月			
1	奥迪	5.61	9.33
2	上海大众	5.43	9.03
3	上海通用别克	4.63	7.70
4	一汽大众	4.04	6.72
5	北京现代	3.71	6.17
合计		23.42	38.95
2016 年			
1	北京现代	33.13	10.85
2	上海大众	31.88	10.44
3	奥迪	29.39	9.62
4	上海通用别克	27.47	8.99
5	一汽大众	20.82	6.82
合计		142.69	46.72

数据来源：根据公司提供资料整理

公司品牌效应进一步加强，后服务业务规模不断扩大，种类不断完善；创建了“车家佳”汽车云服务平台，线上线下结合，提升客户体验和满意度

公司汽车后服务业务主要包括汽车售后服务维修、汽车金融、汽车用品和二手车业务，品牌效应进一步加强，种类不断完善。2016 年，公司汽车后服务收入为 35.31 亿元，约占汽车业务板块收入总额的 11.83%。2017 年 1~3 月，公司汽车后服务收入为 8.58 亿元，同比增长 4.89%，后服务业务规模略有增长。

公司 4S 店的售后服务体系主要包括零配件供应及信息反馈两项服务，所有 4S 店均设有服务车间，车间内设备齐全，配备生产商认可的专用工具、检测故障机件的计算机及技术文件，并经由生产商培训的技术人员现场工作。汽车金融服务包括按揭贷款、汽车租赁、融资租赁等，子公司浙江中大元通租赁有限公司是浙江省内最大的专业汽车租赁公司，于 2007 年 1 月被商务部和国家税务总局确定为内资试点融资租赁公司第三批试点企业。汽车用品主要是通过 4S 店整车销售时配套销售、经营网点内汽车用品超市销售、网上销售等方式进行，凭借品牌认可度高、服务专业、售后有保证等优势，公司的 4S 店在用品经营方面发展迅速，并已将发展用品经营作为提升盈利能力的重要举措之一。二手车业务是指基于汽车生产厂家平台，考虑区域品牌汽车保有量，为提高其汽车的保值率、巩固用户的忠诚度和提高用户量，进一步完善汽车售后服务领域所开展的二手车销售及置换业务，公司的品牌二手车名车馆已成为市场知名度较高的二手车交易平台。



公司创建了“车家佳”汽车云服务平台，以汽车生活 O2O 集成服务为切入点和突破口，站在客户角度完善新车销售、二手车服务、汽车金融、汽车后服务、汽车社区等各项服务功能，线上以“车家佳”为核心，打造线上服务平台，线下发展 4S 店，突出差异化和专业化，提升客户体验和满意度。

● 房地产

2016 年 11 月，公司将房地产项目资产整体转让，短期内对总收入和利润产生一定的影响

公司房地产业务经营主体主要是中大房地产集团有限公司（以下简称“中大地产”）、浙江物产实业控股（集团）有限公司（以下简称“物产实业”）。中大地产成立于 1992 年，具有房地产综合开发一级资质，积累了较丰富的房地产开发经验，在江浙地区具有一定知名度，品牌价值逐步积累。从成立以来中大地产先后开发了中大宾馆、中大广场、中大·凤栖花园、中大·吴庄和中大·九里德苑等著名楼盘，其中中大广场入选杭州市十大形象建筑，中大·吴庄荣获“全国人居经典综合大奖”，中大银泰城项目荣获“杭州市重点项目建设先进集体”。

2016 年 11 月，中大地产、物产实业、浙江物产民用爆破器材专营有限公司将房地产项目资产包整体转让，因此自 2016 年 12 月以来，公司不再经营房地产业务，收入和利润将受到一定程度的影响。

表 23 2014~2015 年及 2016 年 1~11 月公司房地产项目销售情况（单位：万平方米）

年份	2016 年 1~11 月	2015 年	2014 年
销售面积	47	32	23
竣工面积	5	102	25

数据来源：根据公司提供资料整理

公司治理与管理

截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 287,112 万元，国资公司和交通集团持有公司 54.53% 股份，浙江省国资委仍为公司实际控制人。公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《公司章程》及中国证券监督管理委员会和上海证券交易所的有关规章的规定运作，不断完善公司的法人治理结构及内部控制制度，股东大会、董事会、监事会和经营层形成科学、规范的决策机制，为其规范稳定运营提供了保障。

公司主业定位以“一体两翼”战略构想为基础，按照浙江省国资委主业核定要求，未来主业形态为“1+3”，即 1 个核心主业（商贸流通产业）加 3 个培育主业（金融服务产业、医药健康产业、环保能源产业）。在做大做强核心主业基础上，加快发展培育主业，金融服务产业在现有基础上重点打造产业加金融模式；医药健康产业以现有项目为基础拓展制药、医院、养老服务，提升产业链价值；环保能源产



业通过多物质燃烧技术发展热电汽灰增值产品，立足浙江，走出浙江，推进网络化发展。

公司仍是浙江省最大的省属贸易企业，其钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位；公司仍是浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势，公司在大宗商品贸易和汽车销售及后服务业务板块均具有明显的规模优势和品牌知名度。为进一步聚焦主业和产业链的提升，2016年11月，公司将房地产板块整体出售转让，短期内将对收入和利润产生一定的影响。受钢铁和煤炭等大宗商品行业回暖，产品价格不断上涨，2016年公司的营业总收入和毛利润同比均有所增长，但毛利率仍处于较低水平，盈利能力较弱。综合分析，公司抗风险能力极强。

财务分析

公司提供了2016年及2017年1~3月财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2017年1~3月财务报表未经审计。

2016年，公司通过收购将浙江秀舟热电有限公司纳入合并范围，新设22家子公司；公司通过股权转让处置20家子公司，其中，杭州中大圣马、物产良渚花苑等15家房地产项目公司以13.51亿元整体转让给阳光城，同时阳光城承接公司对15家房地产项目公司合计91.18亿元的应收债权，除江西中地投资有限公司外，均已完成工商登记。2016年11月，已售地产项目公司与阳光城签订《借款偿还协议》，公司应收的已售地产项目公司的债权为91.18亿元由阳光城代替偿还，阳光城已经于2016年12月5日偿还了27.35亿元（包含利息），剩余部分应在签约后3个月内还清，但在首期按约归还且提供履约担保之下，可展期6个月并计息，其中3亿元最长可展期至富阳中大项目用地完成拆迁之时。2017年2月14日，阳光城按照《借款偿还协议》的约定向债权人提出了延期清偿标的借款债务的书面申请。2016年末，公司已就此将上述债权的剩余部分计入其他应收款项下。根据阳光城2017年5月25日发布的公告称，阳光城已向中大地产及物产实业偿付了股东借款76.68亿元（即承接债权金额的84%），阳光城后续将按照《借款偿还协议》和双方的进一步约定履行还款义务。

2016年11月29日，通过浙江产权交易所公开挂牌程序，转让方与阳光城签订了《产权（股权）交易合同》，根据上述合同及相关会计准则，自2016年11月30日起，公司不再将14家房地产项目公司纳入合并报表范围，故对上述14家公司按丧失控制权日的公司股权的公允价值改列为可供出售金融资产，合计13.26亿元。该次交易的对价（即标的公司股权的公允价值），减去按原持股比例计算应享有原有子公司自购买日开始持续计算的净资产的份额与商誉之和的差额，作为该次交易所得计入2016年投资收益，合计18.59亿元。同时中大



地产丧失了对银泰购物中心的重大影响，自 2016 年 11 月 30 日起按股权的公允价值改列可供出售金融资产，计 0.25 亿元，其在丧失重大影响之日的公允价值与账面价值之间的差额计入 2016 年投资收益，计 0.10 亿元。

资产质量

2016 年以来，公司资产规模持续增加，资产结构仍以流动资产为主；公司因下游客户经营困难，应收账款回收难度增加，计提坏账准备，存在一定的账款回收风险

2016 年以来，资产规模持续增加，资产结构仍以流动资产为主，流动资产占总资产比重有所波动。截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 941.14 亿元，较 2016 年末增长 22.91%，主要是业务规模扩大，存货和预付款项增加所致，流动资产占比为 68.79%。

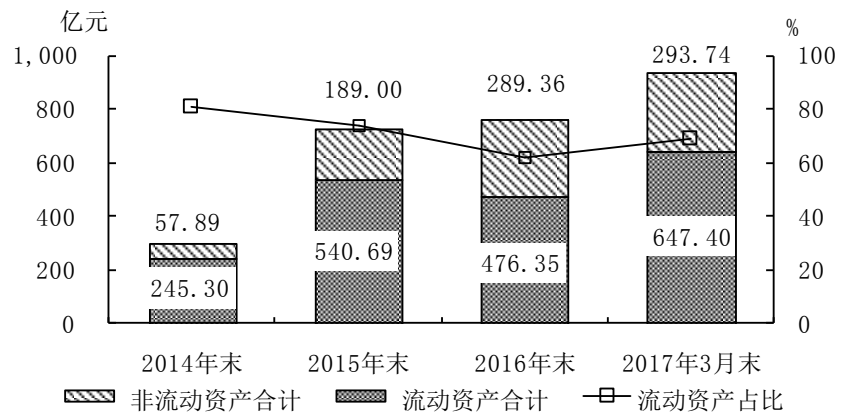


图3 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要以存货、货币资金、其他应收款、预付款项和应收账款为主，2016 年末，以上五项合计占流动资产的 92.22%。2016 年末，公司存货为 121.69 亿元，主要由库存商品和在途物资构成，同比减少 46.84%，主要是已转让房地产项目公司资产包导致开发成本和开发产品减少，已计提存货跌价准备 2.40 亿元，2016 年，实际发生存货跌价损失 2.06 亿元；货币资金为 106.29 亿元，主要是银行存款和其他货币资金，同比减少 22.59%，主要是物产中大集团财务有限公司成立后，通过资金归集、统筹调度等手段，加强了资金使用的效率与效益，降低了整体的备付资金，受限货币资金 33.22 亿元，占比为 31.25%；其他应收款 86.05 亿元，同比增加 64.23 亿元，主要是转让房地产项目公司资产包原委托贷款形成的债权尚未到期所致，计提坏账准备 15.53 亿元，期末余额前五名占其他应收款期末余额的 75.25%，集中度很高，已售地产项目公司的债权 62.65 亿元，占比为 61.67%，2016 年 11 月，已售地产项目公司与阳光城签订《借款偿还协议》，公司应收的已售地产项目公司的债权为 91.18 亿元由阳光城代替偿还，



阳光城已经于 2016 年 12 月 5 日偿还了 27.35 亿元（包含利息），2017 年 2 月 14 日，阳光城提出了延期申请，因此公司将剩余款项计入了其他应收款，因金额较大且阳光城申请展期，公司计提坏账 3.88 亿元。截至 2017 年 5 月 25 日阳光城已向中大地产及物产实业偿付了股东借款 76.68 亿元（即承接债权金额的 84%）。2016 年末，公司预付款项为 73.81 亿元，主要是预付供应商货款，同比增长 45.38%，主要是经营规模扩大，预付供应商的货款增加所致，其中账龄在一年以内的占比 97.98%；应收账款为 51.44 亿元，同比增长 27.51%，主要是业务规模增长，应收下游客户账款增加导致，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中账龄在一年以内的占比 96.59%，期末余额前五名占应收账款余额的比重为 12.47%，本期计提坏账准备为 6.37 亿元，单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款 5.12 亿元，主要是因钢铁企业、化工、纺织等下游客户经营困难，货款难以支付产生纠纷，回收难度较大所致。

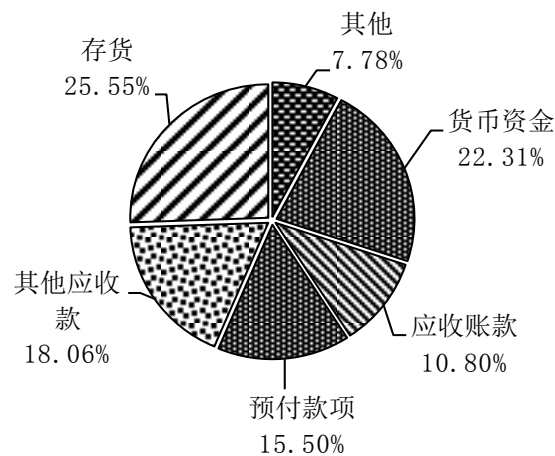


图 4 2016 年末公司流动资产构成情况

2017 年 3 月末，公司流动资产为 647.40 亿元，较 2016 年末增长 35.91%，其中，存货为 192.51 亿元，较 2016 年末增长 58.20%，主要是大宗商品库存增加所致；货币资金 129.54 亿元，较 2016 年末增长 21.87%，主要是公司预留充足的资金以满足流动性需求。预付款项为 108.05 亿元，较 2016 年末增长 46.38%，主要是支付供应商的预付货款增加所致；流动资产其他主要科目较 2016 年末变动不大。

表 24 2016 年末公司计提大额坏帐准备的其他应收款情况（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	坏账准备	账龄	计提比例	计提理由
阳光城集团股份有限公司	62.65	3.88	1 年以内	6.20	债权金额较大，且申请展期
宁波市北仑蓝天造船有限公司	3.35	3.27	3 年以上	97.86	按预计可收回金额计提
山东粮油集团总公司	0.86	0.86	1~2 年	100.00	按预计可收回金额计提
合计	66.86	8.01	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

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、投资性房地产和长期股权投资等五项构成，2016 年末，以上五项合计占非流动资产的 82.83%。

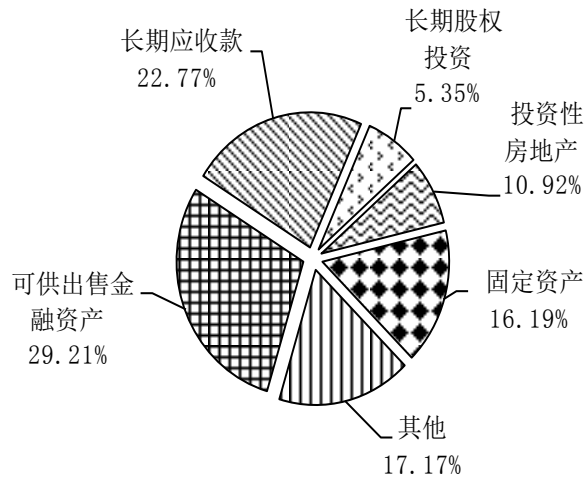


图 5 2016 年末公司非流动资产构成情况

2016 年末，公司可供出售金融资产为 84.52 亿元，同比增加 57.14 亿元，主要是对外投资的权益工具增加以及失去重大控制的地产项目公司股权由长期股权投资改列示为可供出售金融资产所致；长期应收款为 65.89 亿元，主要是融资租赁款，同比大幅增加 40.76 亿元，主要是融资租赁业务规模扩大所致；固定资产为 46.85 亿元，主要由房屋及建筑物、机器设备、运输工具和电子及其他设备构成，同比变动不大；投资性房地产为 22.51 亿元，主要包括子公司物产金属、物产国际、物产环能及浙江物产民爆实业发展有限公司等因经营需要对外出租的土地及房产，同比减少 39.79%，主要是合并范围变动所致；此外，无形资产 14.36 亿元，同比变动不大。2017 年 3 月末，公司非流动资产为 293.74 亿元，较 2016 年末增长 1.51%，非流动资产主要科目较 2016 年末均变动不大。

从流动资产运转效率来看，2016 年和 2017 年 1~3 月，公司应收账款周转天数为 7.97 天和 8.61 天，周转效率有所下滑；存货周转天



数分别为 31.59 天和 25.10 天，周转效率不断提升。

截至 2017 年 3 月末，公司受限资产总额为 62.72 亿元，占总资产的 6.66%，占净资产比重为 25.19%，受限资产以货币资金和投资性房地产为主。

总体来看，2016 年以来，公司资产规模继续增长，资产结构仍以流动资产为主；公司其他应收款规模较大，存在一定的回收风险；存货周转率不断提升，应收账款周转率有所下滑。

表 25 2017 年 3 月末公司资产受限情况（单位：亿元、%）

科目	受限用途	受限金额	占总资产比重	占净资产比重
货币资金	定期存单质押/各类保证金等	20.04	2.13	8.05
投资性房地产	抵押物	11.79	1.25	4.73
应收账款	借款质押物	9.24	0.98	3.71
应收票据	质押物	7.64	0.81	3.07
存货	汽车合格证质押	4.72	0.50	1.89
固定资产	抵押物	6.08	0.65	2.44
无形资产	抵押物	3.08	0.33	1.24
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	理财产品	0.07	0.01	0.03
其他流动资产	理财产品	0.02	0.00	0.01
可供出售金融资产	理财产品	0.04	0.00	0.02
合计		62.72	6.66	25.19

资料来源：根据公司提供资料整理

资本结构

2016 年以来，公司负债规模大幅增加，负债构成仍以流动负债为主；2017 年 3 月末，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务大幅增长，短期有息债务规模占比较大，短期偿债压力较大

2016 年以来，公司总负债继续增长，负债结构仍以流动负债为主。截至 2017 年 3 月末，公司总负债为 692.15 亿元，较 2016 末增长 31.03%，流动负债占比 93.18%。

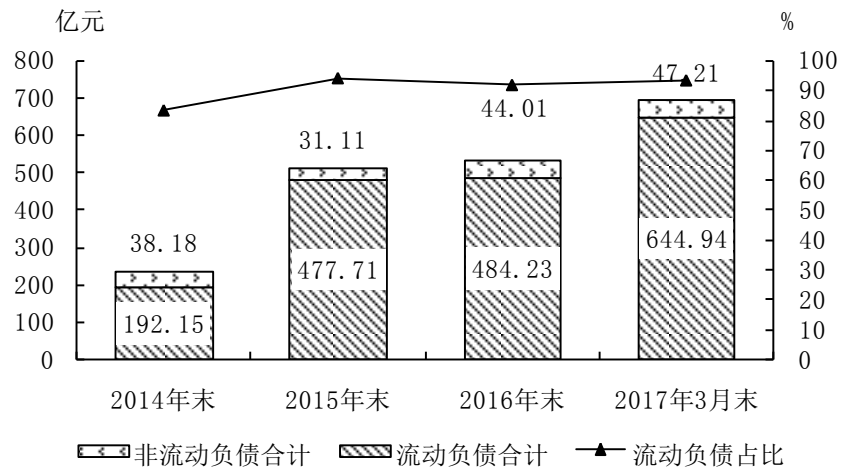


图6 2014~2016年末及2017年3月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他流动负债、预收款项、应付账款和其他应付款构成，以上六项合计占比为95.56%。

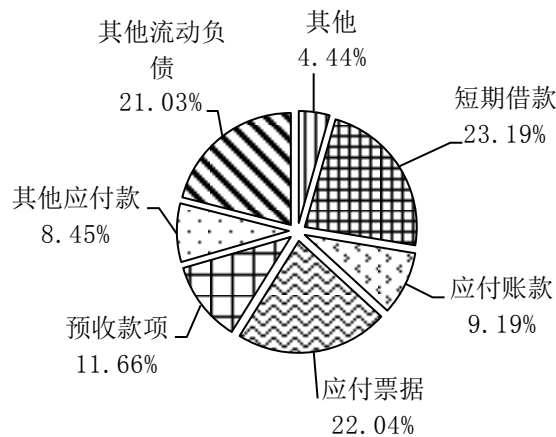


图7 2016年末公司流动负债构成情况

2016年末，公司短期借款为112.28亿元，同比变动不大，主要包括信用借款、保证借款和抵质押借款，金额分别为61.14亿元、22.22亿元和13.76亿元；应付票据为106.72亿元，同比变化不大，主要是应付银行承兑汇票；其他流动负债为101.83亿元，主要是超短期融资券80.00亿元和应付期货业务客户保证金19.28亿元，同比增长39.91%，主要是发行超短期融资券所致；预收款项56.46亿元，主要是贸易客户预收款和预收房款，同比减少17.08%，主要是公司出售房地产项目，商品房预售款减少所致；应付账款为44.52亿元，主要是贸易业务应付供应商款，同比减少14.86%，主要是房地产业务应付工程款减少所致；其他应付款为40.93亿元，同比大幅增加20.86亿元，主要是转让房地产项目因尚未完成工商变更，相应股权转让款临时挂账所致。



2017年3月末，公司流动负债为644.94亿元，较2016年末增长33.19%，其中，短期借款192.19亿元，较2016年末增长71.16%，主要是融资规模扩大，银行借款增加所致；其他流动负债146.42亿元，较2016年末增长43.79%，主要是发行的超短融资券增加所致；预收款项101.33亿元，较2016年末增长79.46%，主要是经营规模扩大，收到的客户货款增加所致；应付账款54.26亿元，较2016年末增长21.86%，主要是贸易量增长，应付供应商款增加所致；流动负债其他主要科目较2016年末变动不大。

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和递延所得税负债构成，以上三项合计占非流动负债比重为96.00%。

2016年末，公司应付债券为33.91亿元，同比大幅增长29.91亿元，主要是公司发行了30.00亿元的公司债券所致；长期借款为4.09亿元，主要包括质押借款1.49亿元和抵押借款1.75亿元，同比减少80.35%，主要是合并范围变化所致；递延所得税负债为4.28亿元，同比减少10.73%，主要是因投资性房地产账面价值与计税基础差异及公允价值变动所形成的递延所得税负债，同比减少10.73%。

2017年3月末，公司非流动负债47.21亿元，较2016年末增长7.26%，其中，长期借款为6.94亿元，较2016年末增长69.79%；非流动负债其他主要科目较2016年末变动不大。

2016年以来，公司有息债务总额及其占总负债比重不断增长，债务压力不断增加。截至2017年3月末，公司总有息债务为500.57亿元，较2016年末大幅增长32.02%，以短期有息债务为主，短期偿债压力较大。

表 26 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司有息债务及其占总负债比重⁷（单位：亿元、%）

项目	2017 年 3 月末		2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期有息债务	420.31	60.73	301.75	57.12	298.52	58.67	57.33	24.89
长期有息债务 ⁸	80.26	11.60	77.42	14.66	64.20	12.62	37.69	16.36
总有息债务	500.57	72.32	379.17	71.78	362.72	71.29	95.02	41.25

2016年末，公司所有者权益为237.47亿元，同比增加16.60亿元，其中，股本为28.71亿元，同比增加6.63亿元，主要是公司以原股本为基数，以资本公积向全体股东每10股转增3股，共计转增股本6.62亿元；资本公积为54.56亿元，同比减少7.06亿元，一方面是因为资本公积转增股本，另一方面是因为子公司收购少数股东股权而发生权益变动，公司按享有份额调减资本公积所致；盈余公积5.53亿元，同比增加1.89亿元；未分配利润为64.02亿元，同比增加11.73亿元，主要是净利润转入所致；其他权益工具均为39.40亿元，主要是子公

⁷ 公司未提供2017年一季度长期应付款付息项和截至2017年3月末有息债务期限结构。

⁸ 长期有息债务包含永续中票。

司物产集团发行的永续中票；其他综合收益分别为 9.32 亿元和 9.58 亿元，主要是可供出售金融资产公允价值变动和投资性房地产转换公允价值变动所致。

2016 年以来，资产负债率波动增长，仍处于较高水平；长期资产适合率有所下降，长期资产对长期负债保障能力下滑；流动比率有所下降，速动比率有所提高，但流动资产对流动负债的覆盖水平一般。

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	73.54	68.99	69.73	75.97
长期资产适合率	100.84	97.28	133.33	191.81
流动比率	1.00	0.98	1.13	1.28
速动比率	0.71	0.73	0.65	0.42

截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额为 3.21 亿元，担保比率为 1.25%，对外担保明细及被担保企业财务数据详见附件 4、5。截至 2017 年 3 月末，公司涉诉案件共 27 件，涉案金额为 11.19 亿元，涉案金额超过 5,000 万元的重大案件有 4 件，2016 年末发生重大未决诉讼仲裁形成的或有负债。

总体来看，2016 年以来，公司负债规模继续增加，负债构成以流动负债为主；公司资产负债率处仍于较高水平，短期偿债压力较大。

盈利能力

2016 年以来，公司营业总收入和毛利率均有所增长，主营业务盈利能力增强；2016 年，公司因下游客户经营困难，货款难以回收，计提大量资产减值损失，影响了部分利润；利润总额和净利润大幅增加

2016 年，公司营业总收入同比继续增加，毛利率同比提升 0.41 个百分点，大宗商品贸易业务的特点是周转率较高但毛利率较低，行业竞争激烈，受产品价格波动影响较大，因此使得公司整体毛利率水平不高。

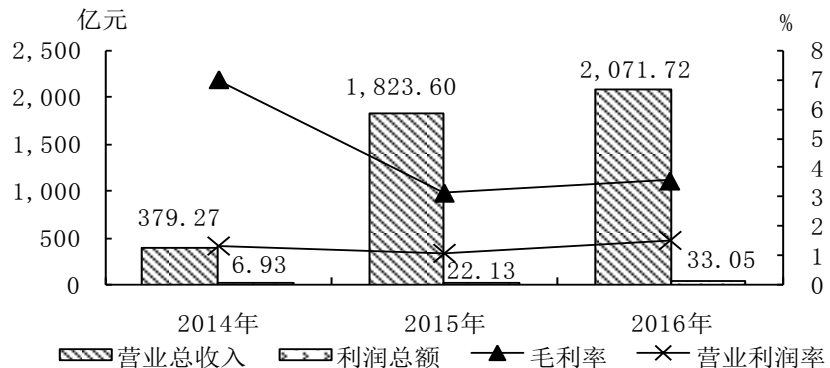


图 8 2014~2016 年公司收入及盈利情况

2016年，公司期间费用为45.26亿元，同比增长12.18%，期间费用率为2.18%，同比略有下降，整体来看，公司费用控制能力较强。公司期间费用主要是销售费用和管理费用，由于贸易规模扩大，销售人员薪酬、物流经费等均有所增长，销售费用同比增长22.82%；管理费用同比增长10.06%，主要是人工薪酬增长所致；财务费用同比减少7.23%，主要是利息收入增加和汇兑损失减少所致。

表28 2014~2016年及2017年1~3月公司期间费用及占营业总收入比重（单位：万元、%）

项目	2017年1~3月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	43,650	0.75	203,675	0.98	165,827	0.91	97,335	2.55
管理费用	36,356	0.62	181,322	0.88	164,750	0.90	68,662	1.80
财务费用	34,920	0.60	67,602	0.33	72,871	0.40	20,325	0.53
期间费用	114,926	1.97	452,598	2.18	403,448	2.21	186,322	4.88

2016年，公司资产减值损失为14.52亿元，主要包括坏账损失9.47亿元和存货跌价损失2.06亿元，同比大幅增加8.84亿元，影响了部分利润，主要是因钢铁、化工、纺织等下游客户经营困难，货款回收难度增加所致；投资收益为23.86亿元，占营业利润比重为75.46%，主要是处置房地产项目取得的投资收益19.00亿元、权益法核算的长期股权投资收益2.34亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益1.18亿元和持有可供出售金融资产期间取得的投资收益1.13亿元，同比大幅增加13.42亿元，波动较大；营业外收入为2.30亿元，主要是固定资产处置利得和政府补助；利润总额和净利润分别为33.05亿元和25.38亿元，同比分别增加10.92亿元和6.93亿元；整体来看，公司盈利主要依赖非经常损益，未来存在较大的不稳定性。2016年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为5.72%和10.69%，同比均有所提升，总资产报酬率略高于行业平均水平，净资产收益率高于行业平均水平⁹。

2017年1~3月，公司实现营业总收入582.54亿元，同比增长62.43%，主要是大宗商品贸易收入增加所致；毛利率为3.30%，同比下降1.11个百分点，主要是毛利率较高房地产业务收入减少和毛利较低的大宗商品贸易收入增加所致；期间费用率为1.97%，同比下降0.80个百分点；投资收益1.50亿元，同比增加1.49亿元，主要是主要系公司本期应收地产转让资产包的原委托借款债权利息收益增加所致；利润总额和净利润分别为6.91亿元和5.36亿元，同比分别增加1.79亿元和1.45亿元。

综合来看，2016年，公司营业总收入和毛利率均同比有所增长；利润总额和净利润大幅增加，但投资收益存在较大的不稳定性。

⁹ Wind资讯，2015年矿产品、建材及化工产品批发行业总资产报酬率平均值为4.50%，净资产收益率平均值为5.90%。

现金流

2016年和2017年1~3月，公司经营性净现金流均为净流出，缺乏对债务和利息的保障能力；随着贸易业务不断拓展，融资需求较大，2017年1~3月筹资性净现金流同比大幅增加

2016年，公司经营性净现金流为-5.44亿元，由净流入变为净流出，主要是经营性应付项目的减少以及存货增加所致；投资性净现金流为-47.24亿元，净流出额大幅增加43.09亿元，主要是公司持有的金融资产增加以及投资产品收回减少所致；筹资性净现金流为44.63亿元，主要是公司发行公司债券所致；公司现金回笼率为117.07%，保持较好水平。

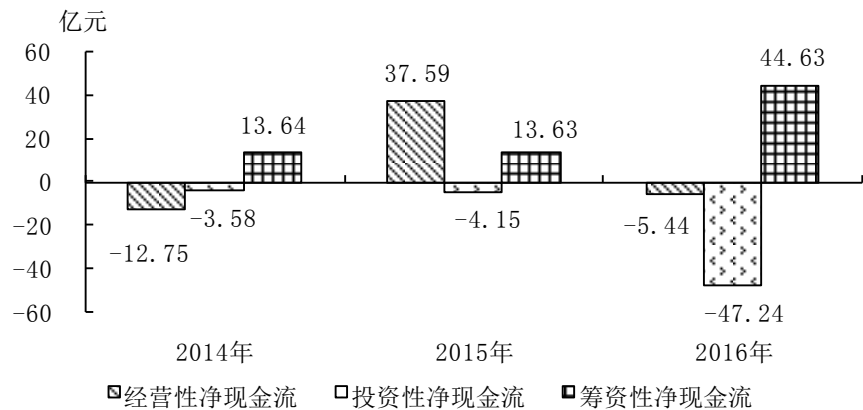


图9 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~3月，公司经营性净现金流为-95.97亿元，净流出额同比大幅增加82.57亿元，主要是贸易规模扩大，存货和垫付资金增加所致；投资性净现金流为-2.34亿元，净流出额同比减少9.92亿元，主要是收回投资收到的现金增加所致；筹资性净现金流为124.11亿元，同比增加111.44亿元，主要是银行借款增加所致。

2016年以来，公司经营性净现金流持续为净流出，缺乏对债务和利息的保障能力；受盈利能力改善影响，EBIT和EBITDA对利息保障程度有所提升。

表29 2014~2016年及2017年1~3月公司部分偿债指标 (单位: %、倍)

指标	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债	-17.00	-1.13	11.22	-7.00
经营性净现金流/总负债	-15.73	-1.05	10.17	-5.70
经营现金流利息保障倍数	-27.61	-0.42	1.22	-1.28
EBIT利息保障倍数	2.99	3.35	0.94	0.90
EBITDA利息保障倍数	-	3.89	1.12	1.17

2016年以来，公司经营性净现金流缺乏对债务和利息的保障能力。未来随着公司贸易量逐步扩大，对融资需求较大。



偿债能力

公司资产规模大幅增加,有息债务规模大幅提高,2017年3月末,公司总有息债务为500.57亿元,资产负债率处于较高水平,以短期有息债务为主,短期偿债压力较大。2016年,公司营业总收入和利润均大幅增长,主营业务盈利能力增强,非经常性损益金额较大,存在一定的不稳定性;经营性净现金流由净流入转为净流出,缺乏对债务和利息的保障能力,EBIT和EBITDA对利息保障程度有所提升。此外,公司与多家银行保持良好合作,截至2017年3月末,公司总授信额度为952.17元,未使用额度为538.89亿元,且公司为上市公司,多次在公司资本市场上发行债务融资工具,融资渠道多样,外部融资能力很强。综上所述,公司偿还债务的能力极强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》,截至2017年5月12日,公司本部未曾发生信贷违约事件;截至本报告出具日,公司在公开资本市场上发行多期债券,到期债券均已到期兑付,未到期债券均已按时支付到期利息。

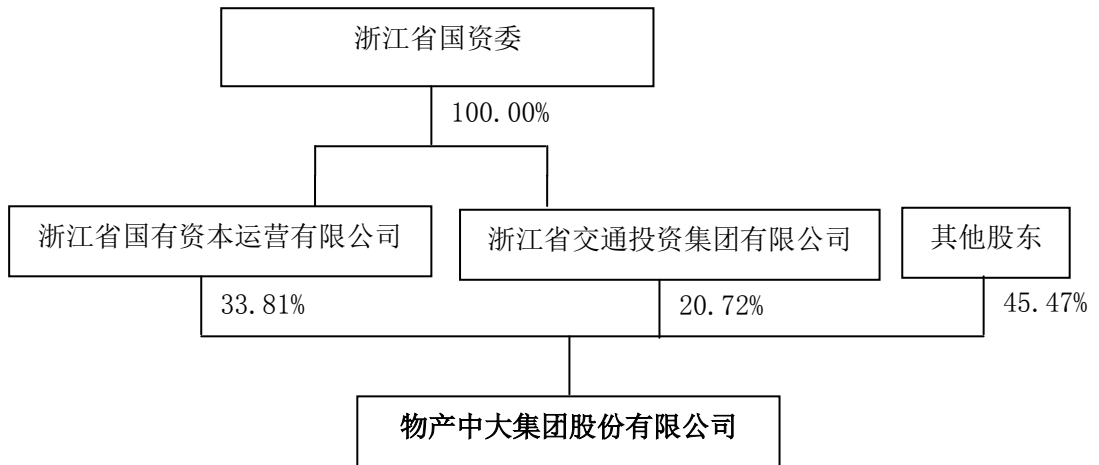
结论

公司仍主要从事钢材、煤炭、化工等产品贸易、汽车销售及后服务、房地产、金融服务等业务,其中汽车销售及后服务在公司主营业务收入中占据重要地位,仍是浙江省最大的汽车经销商,在汽车流通领域具有丰富的市场经验;公司以大宗商品贸易为主,其中钢材、煤炭、化工等品类的市场排名均位列前茅。2016年以来,公司收入和利润均大幅增长;经营性净现金流为负,缺乏对债务和利息的保障能力,但公司融资渠道多样,外部融资能力较强。预计未来1~2年,公司业务经营仍将保持稳定。

综合分析,大公对公司“16中大债”信用等级维持AAA,主体信用等级维持AAA,评级展望维持稳定。

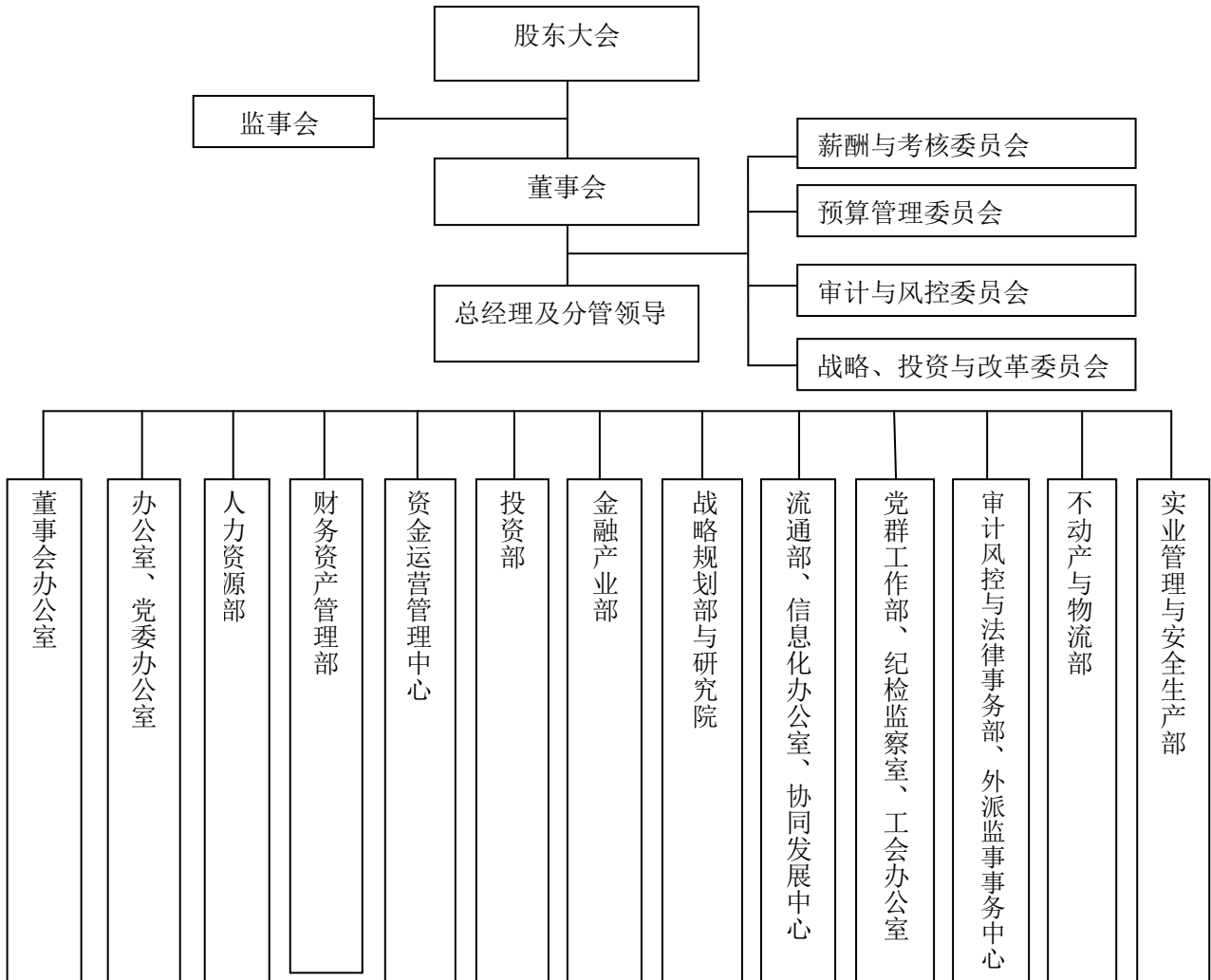


附件 1 截至 2017 年 3 月末物产中大集团股份有限公司股权结构图





附件2 截至2017年3月末物产中大集团股份有限公司组织结构图



附件3 截至2017年3月末物产中大集团股份有限公司对外担保情况

单位：万元

受保企业名称	担保余额	担保类型	担保到期时间	是否互保	是否逾期
浙江省浙商商业保理有限公司	1,715	连带责任保证	2017/10/21	否	否
浙江通诚格力电器有限公司	2,500	连带责任保证	2018/04/26	否	否
浙江新东港药业股份有限公司	6,000	连带责任保证	2016/05/31 ¹⁰	是	否
浦江富春紫光水务有限公司	21,840	连带责任保证	2025/12/31	否	否
合计	32,055	-	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

¹⁰ 该笔担保为最高额担保，最高额保证合同已于2016年5月31日到期，该笔担保将于2017年5月23日到期，所以仍处于存续期。

附件4 物产中大集团股份有限公司对外担保企业主要财务数据¹¹

单位：亿元、%

企业名称	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2017年1~3月						
浙江新东港药业股份有限公司	5.68	31.34	1.61	54.66	0.58	0.26
浦江富春紫光水务有限公司	7.85	79.24	0.09	19.18	0.03	-
2016年						
浙江通诚格力电器有限公司	19.09	59.03	27.18	5.67	1.57	0.66
浙江新东港药业股份有限公司	5.39	33.21	5.59	47.41	1.46	1.52
浦江富春紫光水务有限公司	7.81	79.52	0.38	18.43	0.04	0.14

数据来源：根据公司提供资料整理

¹¹ 公司未提供浙江省浙商商业保理有限公司 2016 年和 2017 年 1~3 月财务数据以及浙江通诚格力电器有限公司 2017 年 1~3 月财务数据。

附件 5 物产中大集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	1,295,398	1,062,940	1,373,085	332,326
应收票据	266,748	130,713	147,187	16,414
应收账款	600,555	514,387	403,408	97,342
其他应收款	909,585	860,483	218,236	94,389
预付款项	1,080,459	738,130	507,712	111,764
存货	1,925,125	1,216,898	2,289,056	1,641,065
流动资产合计	6,474,001	4,763,521	5,406,936	2,453,000
可供出售金融资产	781,860	845,216	273,815	101,549
长期应收款	667,795	658,885	251,269	107,707
长期股权投资	141,988	199,104	82,825	27,604
投资性房地产	234,281	225,080	373,798	5,529
固定资产	524,054	468,546	469,444	143,343
在建工程	105,447	68,802	27,290	5,705
无形资产	156,136	143,565	155,452	78,397
递延所得税资产	82,439	71,139	83,979	39,033
非流动资产合计	2,937,354	2,893,597	1,889,992	578,942
总资产	9,411,355	7,657,118	7,296,928	3,031,942
占资产总额比 (%)				
货币资金	13.76	13.88	18.82	10.96
应收票据	2.83	1.71	2.02	0.54
应收账款	6.38	6.72	5.53	3.21
其他应收款	9.66	11.24	2.99	3.11
预付款项	11.48	9.64	6.96	3.69
存货	20.46	15.89	31.37	54.13
流动资产合计	68.79	62.21	74.10	80.91
可供出售金融资产	8.31	11.04	3.75	3.35
长期应收款	7.10	8.60	3.44	3.55
长期股权投资	1.51	2.60	1.14	0.91
投资性房地产	2.49	2.94	5.12	0.18
固定资产	5.57	6.12	6.43	4.73
在建工程	1.12	0.90	0.37	0.19
无形资产	1.66	1.87	2.13	2.59
递延所得税资产	0.88	0.93	1.15	1.29
非流动资产合计	31.21	37.79	25.90	19.09

附件 5 物产中大集团股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
负债类				
短期借款	1,921,870	1,122,829	1,057,250	221,057
应付票据	1,008,160	1,067,233	1,012,939	234,911
应付账款	542,553	445,232	522,962	115,924
预收款项	1,013,278	564,619	680,957	311,338
其他应付款	347,019	409,313	200,688	637,658
一年内到期的非流动负债	23,115	27,451	415,007	117,325
其他流动负债	1,464,222	1,018,297	727,817	182,560
流动负债合计	6,449,416	4,842,297	4,777,057	1,921,463
长期借款	69,380	40,862	207,968	137,800
应付债券	339,182	339,143	40,000	239,111
非流动负债合计	472,098	440,131	311,134	381,775
负债合计	6,921,514	5,282,428	5,088,191	2,303,238
占负债总额比 (%)				
短期借款	27.77	21.26	20.78	9.60
应付票据	14.57	20.20	19.91	10.20
应付账款	7.84	8.43	10.28	5.03
预收款项	14.64	10.69	13.38	13.52
其他应付款	5.01	7.75	3.94	27.69
一年内到期的非流动负债	0.33	0.52	8.16	5.09
其他流动负债	21.15	19.28	14.30	7.93
流动负债合计	93.18	91.67	93.89	83.42
长期借款	1.00	0.77	4.09	5.98
应付债券	4.90	6.42	0.79	10.38
非流动负债合计	6.82	8.33	6.11	16.58
权益类				
少数股东权益	432,335	359,031	329,258	148,253
实收资本（股本）	287,112	287,112	220,856	99,600
资本公积	545,548	545,635	616,280	223,954
盈余公积	55,287	55,287	36,359	25,851
未分配利润	679,524	640,184	522,894	225,579
其他权益工具	394,000	394,000	394,000	0.00
归属于母公司所有者权益	2,057,506	2,015,658	1,879,479	580,451
所有者权益合计	2,489,841	2,374,690	2,208,738	728,704

附件 5 物产中大集团股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业总收入	5,825,440	20,717,243	18,257,322	3,815,683
营业成本	5,633,301	19,978,615	17,661,045	3,527,078
销售费用	43,650	203,675	165,827	97,335
管理费用	36,356	181,322	164,750	68,662
财务费用	34,920	67,602	72,871	20,325
资产减值损失	21,704	145,186	56,779	38,716
投资收益	15,034	238,602	104,439	33,746
营业利润	67,096	316,188	196,504	51,104
利润总额	69,173	330,522	221,316	69,288
所得税	15,545	76,731	36,841	23,431
净利润	53,628	253,790	184,475	45,857
归属于母公司所有者的净利润	39,340	215,432	138,454	35,948
占营业总收入比 (%)				
营业成本	96.70	96.43	96.73	92.44
销售费用	0.75	0.98	0.91	2.55
管理费用	0.62	0.88	0.90	1.80
财务费用	0.60	0.33	0.40	0.53
资产减值损失	0.37	0.70	0.31	1.01
投资收益	0.26	1.15	0.57	0.88
营业利润	1.15	1.53	1.08	1.34
利润总额	1.19	1.60	1.21	1.82
净利润	0.92	1.23	1.01	1.20
归属于母公司所有者的净利润	0.68	1.04	0.76	0.94
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-959,704	-54,396	375,889	-127,511
投资活动产生的现金流量净额	-23,473	-472,432	-41,533	-35,812
筹资活动产生的现金流量净额	1,241,099	446,348	136,319	136,393
财务指标				
EBIT	103,935	438,169	288,464	89,901
EBITDA	-	508,348	343,622	116,887
总有息负债	5,005,707	3,791,745	3,627,164	950,204

附件 5 物产中大集团股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
毛利率 (%)	3.30	3.57	3.27	7.56
营业利润率 (%)	1.15	1.53	1.08	1.35
总资产报酬率 (%)	1.10	5.72	3.95	2.97
净资产收益率 (%)	2.15	10.69	8.35	6.29
资产负债率 (%)	73.54	68.99	69.73	75.97
债务资本比率 (%)	66.78	61.49	62.15	56.60
长期资产适合率 (%)	100.84	97.28	133.33	191.81
流动比率 (倍)	1.00	0.98	1.13	1.28
速动比率 (倍)	0.71	0.73	0.65	0.42
保守速动比率 (倍)	0.25	0.25	0.34	0.18
存货周转天数 (天)	25.10	31.59	40.06	163.92
应收账款周转天数 (天)	8.61	7.97	4.94	9.34
经营性净现金流/流动负债 (%)	-17.00	-1.1)	11.22	-7.00
经营性净现金流/总负债 (%)	-15.73	-1.05	10.17	-5.70
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-27.61	-0.42	1.22	-1.28
EBIT 利息保障倍数 (倍)	2.99	3.35	0.94	0.90
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.89	1.12	1.17
现金比率 (%)	20.95	22.44	31.41	17.56
现金回笼率 (%)	123.44	117.07	115.53	116.97
担保比率 (%)	1.25	6.50	1.27	0.62

附件 6 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业总收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数¹² = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹³ = $360 / (\text{营业总收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业总收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹² 一季度取 90 天。

¹³ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 7 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。