



CREDIT RATING REPORT

报告名称

金世旗国际控股股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】518 号

大公国际资信评估有限公司通过对金世旗国际控股股份有限公司及“17 金旗 01”的信用状况进行跟踪评级，确定金世旗国际控股股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“17 金旗 01”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月二十七日





评定等级

主体信用

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

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 金旗 01	3.00	5 (3+2)	AA+	AA+	2018.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2018	2017	2016
总资产	1,189.34	1,150.44	777.25
所有者权益	128.07	117.16	89.24
总有息债务	480.71	569.23	501.72
营业总收入	186.63	175.51	197.15
营业收入	146.12	160.80	195.79
净利润	3.53	10.63	16.52
经营性净现金流	21.12	-32.35	5.84
毛利率	30.32	39.16	33.51
总资产报酬率	3.19	3.64	5.29
资产负债率	89.23	89.82	88.52
债务资本比率	78.96	82.93	84.90
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	0.80	1.15	1.42
经营性净现金流/总负债	2.02	-3.76	0.95

注: 公司提供了 2018 年财务报表, 信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 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; 同时披露商誉减值准备、房产开发项目的收入确认的关键审计事项。由于会计政策变更, 公司 2018 年审计报告对 2017 年财务数据进行了追溯调整, 本报告 2017 年财务数据采用 2018 年审计报告追溯调整数据。

评级小组负责人: 王 鹏

评级小组成员: 曹 媛 柳远征

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

金世旗国际控股股份有限公司(以下简称“金世旗控股”或“公司”)主要从事房地产开发、保险、投资银行和基金等金融类业务。跟踪期内子公司中天城投集团有限公司(以下简称“城投集团”)仍是贵州省主要房地产开发企业之一, 品牌优势及区域竞争优势依然很强, 土地获取能力较强, 土地储备仍充足, 保险业务盈利能力有所提升; 同时公司房地产业务仍存在一定区域集中风险, 公司在建房地产及能源项目未来预计投资金额较大, 且子公司中天金融集团股份有限公司(以下简称“中天金融”)重大资产重组的资产收购支出金额较大, 仍面临较大的资金支出压力, 期间费用对利润形成一定挤压, 有息债务规模较大, 短期集中偿债压力较大, 公司本部盈利能力仍较弱。公司以其合法持有的中天金融部分股票为“17 金旗 01”提供质押担保, 仍具有很强的增信作用。此外, 由于公司合并口径属于母公司所有者的净利润连续两年为负, 其发行的“17 金旗 01”在深圳证券交易所(以下简称“深交所”)暂停上市。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司子公司城投集团是贵州省主要房地产开发企业之一, 在贵阳市场占有率仍较高, 项目开发经验丰富, 品牌及区域竞争优势仍很强;
- 子公司城投集团在贵州省内仍具有较强的土地获取能力, 通过加强土地一二级联动开发, 土地储备仍充足;
- 2018 年, 中融人寿保险股份有限公司各业务稳步拓展, 保险业务结构有所调整, 市场地位整体稳步提升;
- 公司以其合法持有的中天金融部分股票为“17 金旗 01”提供质押担保, 仍具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 公司房地产业务区域集中在贵州省贵阳



市，仍存在一定的区域经济波动及政策调整带来的经营风险；

- 公司在建房地产及能源项目未来预计投资金额较大，同时子公司中天金融重大资产重组的资产收购支出金额较大，仍面临较大的资金支出压力；
- 公司受限资产规模始终保持较高水平，资产流动性一般，同时资产负债率仍很高，且有息债务规模较大，短期有息债务规模较大，短期偿债压力仍较大；
- 公司收入和利润仍主要来自城投集团，但公司持有的中天金融等子公司股份质押比率很高，而本部盈利能力仍较弱，资产负债率极高，债务负担仍很大；
- 2018 年，公司地产业务盈利能力下降；
- 在“17 金旗 01”存续期间，若公司用持有的中天金融限售股票置换已担保质押的中天金融股票，将对质押资产的流动性产生较大影响；
- 公司归属于母公司所有者的净利润连续两年为负，其发行的“17 金旗 01”在深圳证券交易所暂停上市。



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级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。

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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

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。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公房地产企业信用评级方法》、《大公保险公司信用评级方法》、《大公证券公司信用评级方法》，上述方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的金世旗控股存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象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。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

公司归属于母公司所有者的净利润连续两年为负，受此影响，“17 金旗 01”在深圳证券交易所暂停上市，在一定程度上限制了债券流动性。

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（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 金旗 01	3.00	3.00	2017.01.20~2022.01.20	偿还金融机构借款	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

公司分别于 2019 年 4 月 25 日、4 月 26 日和 4 月 29 日发布《金世旗国际控股股份有限公司关于 2017 年公司债券可能被暂停上市的风险提示性公告》、《金世旗国际控股股份有限公司关于 2017 年公司债券可能被暂停上市的第二次风险提示性公告》和《金世旗国际控股股份有限公司关于 2017 年公司债券可能被暂停上市的第三次风险提示性公告》称，若金世旗控股 2018 年经审计的归属于母公司所有者的净利润为负值，公司将连续两年亏损，根据《深圳证券交易所公司债券上市规则》（2018 年修订）第 6.1 条的规定，金世旗控股发行的“17 金旗 01”将存在暂停上市的风险。

2019 年 5 月 13 日，公司发布《金世旗国际控股股份有限公司关于 2017 年公司债券暂停上市的公告》称，公司发行的“17 金旗 01”从 2019 年 4 月 30 日至 2019 年 5 月 16 日被实施停牌，自 2019 年 5 月 17 日正式在深圳证券交易所（以下简称：深交所）暂停上市。“17 金旗 01”将于 2022 年 1 月 20 日兑付，2022 年 1 月 20 日公司一次兑付本金及当期利息（遇法定及政府节假日或休息日则顺延至其后的第一个工作日）；同时附 2020 年 1 月 20 日公司赎回选择权、投资者回售选择权。“17 金旗 01”暂停上市一定程度上影响了存续债券的流动性。

发债主体

金世旗控股系罗玉平等自然人投资设立的股份有限公司，于 2006 年 7 月 13 日成立，成立时公司注册资本为 1.00 亿元，分期出资，实收资本为 0.20 亿元。



2006 年 7 月 31 日，经股东大会决议增资 2.00 亿元，增资结束后，公司注册资本及实收资本均为 3.00 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本 3.00 亿元，自然人罗玉平、郭西红、罗信余分别持有公司 74.80%、14.35%和 8.75%股权，陈畅、张智和李凯等 3 名管理层合计持有公司 2.10%的股权。公司实际控制人仍为罗玉平。

截至 2018 年末，公司合并范围一级子公司共计 113 家，其中中天金融在 1994 年于深圳证券交易所上市。2017 年 9 月 21 日至 2017 年 12 月 29 日，中天金融发布了一系列关于中天金融拟出售非金融类资产及业务(涉及的资产主要所属行业为地产行业)的重大资产重组的公告；2018 年 3 月 10 日，中天金融拟通过协议转让方式向贵阳金世旗产业投资有限公司（以下简称“金世旗产投”）出售城投集团 100.00%股权（以下简称“标的股权”），交易价格为 246.00 亿元，标的股权的过渡期损益由金世旗产投承担及享有；并约定交易价款支付方式。2018 年 5 月 8 日，中天金融将所持有的城投集团 100.00%股权转让至金世旗产投名下的股东变更工商登记手续并于 2018 年 4 月 27 日办理完成；2018 年 12 月 12 日，中天金融发布《关于解除中天城投集团有限公司和贵阳中天企业管理有限公司 100.00%股权及资产转让协议的公告》称，由于预计收购华夏人寿保险股份有限公司（以下简称“华夏人寿”）股权事项无法在短期内完成，且中天金融剩余金融业务规模偏小，为保护中天金融全体股东利益，中天金融按照第二大股东贵阳市城市发展投资（集团）股份有限公司的提议，根据贵阳市人民政府的要求，拟解除与金世旗产投、贵州天宸不动产投资管理有限公司（受让贵阳中天企业管理有限公司 100.00%股权及资产）签署的股权转让协议和资产转让协议，收回相关股权及资产，其中中天金融将所涉城投集团股权转让款 246.00 亿元按照原路径返还给金世旗产投，金世旗产投将其持有的城投集团 100.00%股权过户给中天金融；城投集团自《股权转让协议》约定的基准日至解除协协议第二条约定的城投集团 100.00%股权过户完成之日的经营成果全部归中天金融享有，房地产业务将再次为中天金融主营业务。2019 年 1 月 3 日，中天金融发布《关于中天城投集团有限公司 100%股权过户完成的公告》称，2018 年末城投集团 100%股权转至中天金融名下的股东变更的工商登记手续已办理完成。截至 2018 年末，中天金融尚需退还给金世旗产投股权转让款余额 332,481.75 万元。

2017 年 11 月 21 日，中天金融发布《关于公司签订收购股权框架协议的公告》，中天金融或其指定的控股子公司拟以现金购买北京千禧世豪电子科技有限公司（以下简称“北京千禧世豪”）、北京中胜世纪科技有限公司（以下简称“北京中胜世纪”）合计持有华夏人寿 21%~25%的股权，交易定价不超过 310 亿元人民币。2017 年 12 月 29 日，中天金融发布《关于签订收购股权<框架协议的补



充协议》的公告》，交易各方同意将定金金额由 10.00 亿元人民币增加至 70.00 亿元人民币；自补充协议生效日起，北京千禧世豪、北京中胜世纪将其合计持有的华夏人寿共 33.41% 股份的表决权委托给中天金融行使，委托期限至中国保监会批准本次重大资产购买事项且相关工商变更登记完成之日或本次重大资产购买事项终止之日。2019 年 5 月 21 日，中天金融发布《关于继续推进重大资产重组事项的进展公告》，截至目前，中天金融已依据协议及双方协商的时间及交易进程支付了定金 70.00 亿元，但上述重大资产购买事项尚在进程中，尚未形成最终方案。因上述重大资产购买事项尚未签署正式的转让合同或协议，同时需经保险监管部门审批，具体交易事项和审批结果均尚存在不确定性；若上述重大资产购买事项完成，中天金融主营业务将发生重大调整。

公司建立了较为完善的治理结构，决策层面上，公司设立股东大会、董事会、监事会，同时成立预算审核委员会对董事会决策提供支持，并在董事会下设审计委员会、战略和发展委员会、薪酬委员会和执行委员会四个专门委员会强化董事会决策功能。公司制定了《公司章程》等多项制度，并已建立了较为健全的内部控制制度体系，有效地保证了公司规范运作。上市子公司管理方面，在中天金融董事会中，金世旗控股可提名任免中天金融 50.00% 以上董事，目前中天金融拥有董事 12 名（普通董事 8 名），普通董事中由金世旗控股提名的董事共 5 名，均正常履行职能，金世旗控股对子公司中天金融具有一定控制力。

公司在确保主营房地产业务未来在“新常态”下走产品差异化、精品化、特色化基础上，推动“大金融”、“大健康”和轻资产的智慧城市及城市大数据运营的战略规划，同时在能源业务板块规划上未来主要投入贵州威赫超超临界循环流化床燃用高硫无烟煤发电项目（以下简称“威赫电厂项目”）。其中“大金融”为公司以贵阳金融控股有限公司（以下简称“贵阳金控”）为基础争取传统金融业务及资产的经营资质和牌照，同时在互联网金融或移动金融方面取得必要的经营资质和牌照，发展及创新普惠金融业务。2018 年，公司继续推进国富证券经营资质申请、贵安银行筹建、友山基金公募牌照申办和华夏人寿重大资产重组等事宜；“大健康”方面，计划 2019 年内先后实现 4 家医疗机构的运营，其中，新增高端口腔 2 家，卫生服务中心 1 家，健康体检 1 家，截至目前观山湖口腔门诊部已正式营业。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 4 月 23 日，公司本部无不良信贷记录；截至 2019 年 3 月 27 日，子公司中天金融存在一笔于 2011 年 12 月已结清的欠息记录，欠息金额为 586.07 万元，10 笔合计金额为 3.24 亿元的关注类已结清贷款记录及一笔已结清损失类贷款记录，其金额为



460 万元。截至本报告出具日，公司在公开市场发行的各类债务融资工具均按时偿还到期本息。

偿债环境

2018 年来，我国国民经济整体而言经济继续表现良好；房地产行业受调控政策影响较大，仍面临结构性调整压力；国家为促进保险业进一步改革发展所提出的政策措施有助于推动形成保险公司稳健经营所需要的良好行业环境。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。同期，全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准



入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

调控政策作为主导房地产行业周期变换的关键因素，在整个房地产行业的波动中起着至关重要的作用。从政策端来看，2018 年 7 月，中央政治局工作会议专门对房地产进行了论述：“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制”；2018 年 10 月，人民日报多次刊文表态“房地产调控不会放松”；2018 年 12 月，针对房地产领域，中央经济工作会议和住房和城乡建设工作会议提出，要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。政策方面更为强调地方政府的权责，以便于各地政府结合自身的情况进行因城施策的调控。政策的稳定性和连贯性，意味着既不会放松房地产调控，让房地产调控半途而废、前功尽弃；也不宜盲目加大调控，突然增加相关企业、银行和购房者的额外压力。

调控区域方面，2018 年以来，房地产调控整体呈分散化和扩大化趋势。地方房地产政策调控在旧有强化的基础上，调控覆盖区域也进一步扩大，呈现出在热点城市调控政策全面升级的同时，部分三四线城市调控政策频出的现象。2018 年以来，扣除常规性的监管政策，仍有共计超过 30 个地级以上城市和 13 个县级城市出台调控政策。整体来看，目前各线城市常用的调控手段仍围绕着限购、限贷和限售来进行；但此轮调控政策精准化的特点，使得不同城市政策的具体内容差异化明显，且调控力度上对一二线城市明显严厉于三四线城市。2018 年以来调控政策的另一大变化就是非常注重对于市场监管的强化，通过规范市场秩序，保障合理购房需求。全年全国共计超过 60 市县出台房地产市场监管政策，且监管政策涉及范围较为广泛。其中湖南、重庆、西安、长沙、石家庄、丹东、嘉兴、淄博、宁乡市、北京、贵阳等省市对房地产市场监管检查进行加强；而武汉、佛山和赣州等地区则在住房销售房价对监管进行加强；海南省、南京强化对新房网签备案管理；另外，随着公证摇号销售政策的普及，长沙、成都、武汉、西安、佛山、杭州、高安、嘉兴、西安、青岛高新区等均出台公证摇号销售政策。除了



地方层面的自我监管加强外，住建部等七部委也对北京、上海等 30 城市多次开展治理房地产市场乱象专项行动。

同时，在加强商品房调控的同时，通过加快租赁住房、政策性住房建设，我国住房供应结构不断优化。住建部发布的《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，强调热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应需在未来的三到五年内提升至 50% 以上。在中央各项鼓励政策出台的大背景下，全国各地已在持续推进租赁住房、政策性住房建设。整体来看，目前房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。

2018 年以来，随着部分城市调控政策的实施，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓。

2018 年以来，随着部分城市调控政策的实施，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓。2018 年，全国商品房销售面积 171,654 万平方米，销售金额 149,973 亿元，销售面积及销售金额同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速同比分别下滑 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。2019 年 1~3 月，商品房销售面积 29,829 万平方米，同比下降 0.9%；销售金额 27,039 亿元，同比增长 5.6%。

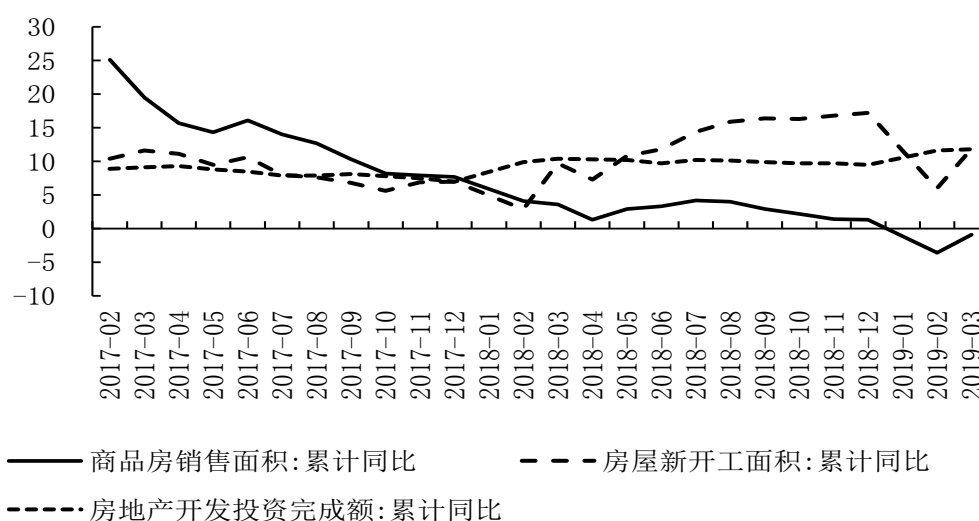


图 1 2017 年 1 月~2019 年 3 月我国房地产市场销售及房屋开发情况 (%)

数据来源: Wind

开发投资方面，2018 年，全国房地产开发投资完成额 12.0 万亿，同比增长 9.5%，其中新开工面积同比增长 17.2%，土地购置面积累计同比增长 14.20%，土地成交价款累计同比增长 18.0%。新开工面积增速持续高位，土地购置端增速略有下行。2019 年 1~3 月，全国房地产开发投资 2.4 万亿元，同比增长 11.80%，增速比 1~2 月提高 0.2 个百分点。其中，住宅投资 1.7 万亿元，住宅投资占房



地产开发投资的比重为 72.50%。

国家为促进保险业进一步改革发展所提出的政策措施有助于推动形成保险公司稳健经营所需要良好行业环境。保险业监管不断加强和完善，为保险公司的稳健经营和保险行业的健康发展提供了重要的制度保障。

近年来，随着国民收入的增加，我国保险业进入高速成长期，市场规模不断扩大，市场体系快速发育，服务能力稳步增强。截至 2018 年末，我国保险业总资产为 18.3 万亿元，同比增长 9.5%；净资产为 2.0 万亿元，同比增长 7.0%；资金运用余额为 16.4 万亿元，同比增长 10.0%。2018 年，全国保险业实现原保险保费收入 3.8 万亿元，同比增长 3.9%，其中产险公司原保险保费收入 1.2 万亿元，同比增长 11.5%；人身险公司原保险保费收入 2.6 万亿元，同比增长 0.9%。

2017 年 4 月，原中国保监会印发《中国保监会关于保险业服务“一带一路”建设的指导意见》，提出了坚持“保险业姓保”、服务大局，坚持统筹推进、重点突破，坚持市场运作、持续发展，坚持开放创新、合作共赢的基本原则，构建“一带一路”建设保险支持体系，加快保险业国际化步伐，推动保险业“一带一路”互联互通。为全面贯彻落实金融支持实体经济的决策部署，提升保险业服务实体经济的质量和效率，原中国保监会于 2017 年 5 月印发《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》，提出了积极构筑实体经济的风险管理保障体系、大力引导保险资金服务国家发展战略、不断创新保险业服务实体经济形式、持续改进和加强保险监管与政策引导的指导意见。保险业将在金融服务实体经济以及“一带一路”的国家战略中起到重要作用。

近年来，保险业监管以严守不发生系统性风险为底线，围绕防范化解风险、推进市场化改革、规范市场秩序、完善偿付能力监管体系等内容不断加强和完善，维护保险业的合法、稳健运行。监管机构方面，2018 年 3 月，十三届全国人大一次会议审议批准的《国务院机构改革方案》提出，将原中国银行业监督管理委员会（以下简称“原中国银监会”）、原中国保监会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会（以下简称“中国银保监会”），作为国务院直属事业单位。同时，将原中国银监会和原中国保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。至此，中国的金融监管框架由“一行三会”变成“一委一行两会”格局。银保合并将有效协调监管和防范系统性风险，弥补长期分业监管存在的不足。

偿付能力监管方面，中国风险导向的偿付能力体系（即“偿二代”）历经 3 年建设和 1 年过渡，于 2016 年第一季度正式实施。“偿二代”坚持风险导向、中国实际和国际可比 3 个基本原则，构建了符合国际金融监管改革大趋势、具有自主知识产权的新偿付能力监管制度体系，为进一步增强我国保险业抵御风险能



力、促进保险公司转变发展方式、引导保险行业转型升级以及深化保险监管改革、通过管好后端推动前端进一步放开等改革创新提供了制度保障。

资金运用监管方面，在拓宽保险资金投资渠道、支持业务创新的同时，强化保险公司投资风险监管机制，推动保险公司投资能力的提高，确保保险公司风险控制能力能够适应投资渠道拓展和增加的需要。总体而言，我国保险业监管不断加强和完善，为保险公司稳健经营和保险行业健康发展提供了重要的制度保障。

（三）区域环境

2018 年以来，贵阳市经济实力继续增强，但整体经济基础仍相对薄弱；房地产企业多以大盘开发为主，房地产市场总体仍呈平稳发展态势，外围刚性需求仍较强，长远来看，贵阳市房地产企业面临转型升级风险。

贵阳市作为贵州省省会，是贵州省和西南地区的经济、文化、交通等地位优势明显。2018 年，贵阳市经济保持平稳快速增长，其中城镇常住居民人均可支配收入 32,186 元，同比增长 9.1%，农村常驻居民人均可支配收入 14,264 元，同比增长 9.7%，增速继续高于全国、全省平均水平。但考虑到地形及喀斯特地貌，交通体系基础较弱等因素，当地经济发展仍受到一定制约。

贵州省继续实施城镇化带动战略，大力推进旧城改造和新区建设；各项基础设施建设的实施以及贵州“7 小时经济圈”和骨干高速高铁的建设开通，将进一步刺激贵阳市房地产市场需求，住房刚性需求较大。2018 年，贵阳市在落户政策未有大变化的前提下，人口引入政策开始向人才引入偏斜。

2008 年以来，贵州省相继出现了 18 个体量超百万平方米的大型楼盘（大盘），其中观山湖区和南明区占比较高。普遍较长的大盘开发周期使得开发商能获得未来土地升值带来的收益，但该模式也增大了楼市供需失衡及形成烂尾楼的风险。2018 年以来，贵阳市陆续出台政策以稳定房地产市场，2018 年 5 月 14 日，贵阳市政府发布《关于切实做好促进房地产市场健康稳定发展有关工作的通知》，在土地供应、住房供给、限制炒房、稳定房价、公积金贷款、房地产市场整治和培育租赁市场 7 个方面做出了相应规定。2018 年 6 月 14 日，贵阳市国土资源局官网发布简报称，贵阳市土地出让将采取“地价熔断”方式进行。上述政策有利于推进房地产市场稳定发展。

从贵阳市商品房销售情况来看，据贵州省统计局公布数据显示，2018 年，房屋销售面积 1,119.0 万平方米，同比增长 3.8%，住宅销售面积 947.5 万平方米，同比增长 8.0%；房屋销售金额 1,044.9 亿元，同比增长 34.0%，住宅销售金额 835.6 亿元，同比增长 46.1%，商品房销售面积和销售金额均继续上升，贵阳市商品住房成交均价 8,819.0 元/平方米，同比继续上涨。国家统计局公布的 70 个大中城市房价指数显示，2018 年以来，贵阳市商品住房价格全年平均涨幅 5%，



与 70 个大中城市相比，贵阳市房价走势较为平稳。

财富创造能力

公司仍以房地产开发和销售为核心业务，2018 年，由于住宅类和商业类产品结转规模减少，公司房地产业务收入及利润水平明显下降，受此影响，公司营业收入、毛利润及毛利率均有所下降；公司金融业务收入规模和贡献水平均总体继续提升，对公司营业总收入及利润贡献明显提升。

公司仍主要从事房地产开发和销售业务，以及保险、投资银行及基金等金融业务。2018 年以来，公司房地产业务仍是公司收入和利润的最主要来源，占比有所下降，且随着保险等金融业务规模拓展，金融业务对公司总收入贡献度明显提升。2018 年，公司营业总收入为 186.63 亿元，同比增长 6.34%，其中，房地产收入为 129.60 亿元，金融业务收入为 40.52 亿元。

表 2 2016~2018 年公司营业收入¹及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	186.63	100.00	175.51	100.00	197.15	100.00
营业收入（非金融）	146.12	78.29	160.80	91.62	195.79	99.31
房地产	129.60	69.44	149.81	85.36	186.66	94.68
其中：住宅类	55.22	29.59	56.61	32.25	107.38	54.46
商业类 ²	74.38	39.85	93.20	53.10	79.28	40.21
能源 ³	4.62	2.47	2.82	1.61	1.42	0.72
其他业务	11.90	6.38	8.17	4.65	7.71	3.91
金融业务	40.52	21.71	14.71	8.38	1.37	0.69
毛利润（非金融）	44.31	100.00	62.98	100.00	65.60	100.00
房地产	46.66	105.30	61.74	98.04	63.28	96.47
其中：住宅类	18.49	41.73	21.67	34.41	28.55	43.52
商业类	28.16	63.56	40.07	63.63	34.73	52.95
能源	2.47	5.58	1.06	1.69	-0.03	-0.04
其他业务	-4.82	-10.88	0.18	0.28	2.34	3.57
毛利率（非金融）		30.32		39.16		33.51
房地产		36.00		41.21		33.90
其中：住宅类		33.49		38.28		26.59
商业类		37.86		43.00		43.81
能源		53.54		37.59		-1.82
其他业务		-40.50		2.15		30.39

数据来源：根据公司提供资料整理

¹ 公司营业收入不包括金融业务收入。

² 商业类地产包括公寓、商场、写字楼、车库车位与学校及其他。

³ 能源包括煤销售和新能源产品。



2018 年，公司非金融类营业收入为 146.12 亿元，同比减少 9.13%，房地产业务仍是公司非金融类营业收入和利润的最主要来源，贡献度在 69%以上；其中，房地产营业收入同比减少 13.49%，主要是商业类地产项目销售结转减少，导致商业类地产业务收入减少 20.19%所致，同期住宅类地产收入同比略有减少。2018 年由于销售的住宅类项目“未来方舟”已进入中后期，绿化、河道、康体设施景观小品等投入增加和商业类地产项目中毛利率降低的公寓型物业销售量占比较大，住宅类和商业类地产业务毛利润分别同比减少 14.65%和 29.72%，公司非金融类业务毛利润同比减少 29.64%，非金融类综合毛利率同比下降 8.84 个百分点。同期公司能源板块收入为 4.62 亿元，同比增长 63.49%，主要是煤炭价格上涨所致；公司其他业务主要包括非保险合同业务、农产品销售、房屋租赁、物业管理、健身娱乐、酒店及餐饮服务、会议及展览、建设管理收入等，2018 年其他业务收入 11.90 亿元，其他收入毛利润为-4.82 亿元，要是根据企业会计准则和保险企业会计核算制度的规定，子公司中融人寿保险股份有限公司（以下简称“中融人寿”）非保险合同业务的利息、手续费等支出均在其他业务成本中核算，以及中融人寿存量非保险合同业务规模较大，支付给投保人的利息、手续费较多所致。

表 3 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司金融业务收入及支出情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融业务收入	32.10	100.00	40.52	100.00	14.71	100.00	1.37	100.00
其中：已赚保费	16.17	50.36	15.34	37.87	-0.04	-0.29	-	-
利息收入	0.12	0.37	5.75	14.20	1.44	9.79	0.01	0.95
手续费及佣金收入	1.61	5.01	5.12	12.63	2.49	16.91	1.35	99.05
公允价值变动收益	7.81	24.32	0.45	1.12	1.79	12.17	-	-
投资收益	4.60	14.34	13.83	34.14	9.06	61.59	-	-
金融业务支出	18.40	100.00	19.97	100.00	0.56	100.00	0.22	100.00
其中：手续费及佣金支出	2.16	11.76	3.37	16.90	0.40	72.09	0.22	100.00
利息支出	0.02	0.09	0.71	3.57	-	0.00	-	-
退保金	3.78	20.57	5.96	29.87	0.56	100.57	-	-
赔付支出净额	2.75	14.97	12.11	60.65	0.76	136.98	-	-
提取保险合同准备金净额	9.55	51.93	-2.87	-14.37	-1.23	-	-	-
						220.19		

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司实现金融业务收入 40.52 亿元，同比增加 25.81 亿元，占营业总收入比重为 22.28%，同比增加 13.76 个百分点，主要是由于保险业务和投



资银行业务规模扩大，已赚保费、手续费及佣金收入和投资收益同比分别增加 15.34 亿元、2.63 亿元和 4.77 亿元；随着业务扩展，其相应支出均明显增加。

（一）房地产业务板块

子公司城投集团仍是贵州省房地产开发主要企业之一，在贵阳商品房市场占有率较高，品牌优势及区域竞争优势依然很强；公司兼营物业管理、教育、旅游、会展等多板块，为促进房地产主业的升级提供有力支撑。

2017 年 4 月，经公司第七届董事会第 62 次会议审议批准，公司将旗下中天城投集团贵阳房地产开发有限公司等 29 家公司股权和业务划转到城投集团，城投集团成为公司房地产业务经营主体。子公司城投集团是贵州省主要房地产开发企业之一，具有土地一、二级开发资质，仍以大规模、配套齐全的城市综合体为开发重点，定位于发展较快的城市新区。公司房地产业务主要集中在贵州省贵阳市，同时在贵州省遵义市、广东省珠海市、四川省泸州市、江苏省南京市各有一个房地产项目。

表 4 城投集团主要财务指标（单位：亿元、%）

时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	净利润	经营性净现金流
2019 年 1~3 月	542.85	60.90	33.98	41.23	7.97	-31.52
2018 年	508.44	60.44	134.69	34.92	26.36	60.84

数据来源：根据公司提供资料整理

公司深耕贵阳 30 余年，丰富的土地一级开发和一二级联动开发经验提升了公司在贵州省持续获取资源的能力。2018 年，中天金融仍通过代管代建、品牌合作、存量合作开发、房地产子基金、社区 O2O 等方式，推动“开放性房地产”业务模式，实现资金流和业务流封闭运行以及房地产开发“项目+管理+基金+品牌+整合”的轻资产运营，期间，公司通过合作方式推进了六盘水市钟山区康乐路西侧项目、广东河源高铁站前广场项目、广东佛山中凯文化商务港等项目，涉及土地开发面积约 52 万平方米、规划建筑面积约 220 万平方米。截至 2019 年 3 月末，公司开发项目超 50 个，累计开发完工面积逾 2,000 万平方米。

公司坚持发展自身特色产业，不断加强品牌管理。同时配备物业管理，自建自管，其中孙公司中天城投集团物业管理有限公司是贵州省第一家具有国家物业管理资质的物业管理公司，现有管理面积（含直接和委托管理）为 3,000 万平方米，受邀服务于贵州省市级行政中心及商业银行总部大楼等大型办公物业和高档写字楼，物业管理品质较高。



公司土地获取能力较强，且通过土地一二级联动开发，拿地成本仍较低；2018 年以来受项目剥离及地方政府规划调整影响，土地储备规模同比明显减少；土地储备仍较为充足，省外项目占比明显增加，能够为持续发展提供有力支撑。

中天金融开创了我国西部内陆地区政企合作新模式，2011 年 3 月，贵州省人民政府与中天金融签署《中天城投参与贵州省保障性安居工程建设框架协议》，2011~2018 年协议期，公司将参与贵州省廉租住房、公共租赁住房、棚户区改造等保障性安居工程及其配套设施的建设。期间，公司将在贵州省完成各类保障性安居工程建设面积 1,000 万平方米，住房 20 万套，总投资约 200 亿元，截至 2019 年 3 月末，公司承接的云岩渔安、安井回迁安置居住区 E 组团（公租房组团）项目已实现施工建设面积约 30 万平方米，已竣工交付；白岩脚公共租赁住房项目建设面积 138 万平方米，处于建设阶段。

表 5 截至 2019 年 3 月末公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

项目	地理位置	土地储备面积	储备规划建筑面积	土地用途	法律手续	权益占比
遵义项目	遵义市	45.70	183.88	住宅、商业	已缴纳部分土地出让金	91.00
中天未来方舟	贵阳市	23.14	126.91	住宅、商业	已获得土地证	100.00
贵阳国际金融中心	贵阳市	22.40	130.67	住宅、商业、办公	已获得土地证	100.00
中天泸州项目	泸州市	18.16	52.00	住宅、商业	已缴纳部分土地出让金	51.00
渔安安井 12/13 组团	贵阳市	9.30	6.90	学校	划拨	100.00
贵阳人剧	贵阳市	5.64	70.85	办公、公寓、商业	已缴纳完土地出让金	100.00
珠海横琴项目 ⁴	珠海市	2.31	15.12	商业	已缴纳完土地出让金	49.00
合计	-	126.65	586.33	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司未开发土地储备仍较为充足。2018 年，公司通过老工业区改造、棚户区改造、低效用地再开发等途径获取贵铝电解铝老工业区改造共享项目、贵阳云岩区人民大道项目等项目，土地开发面积约 467 万平方米、规划建筑面积约 2,050 万平方米；公司将持有中天城投集团乌当房地产开发有限公司（以下简称“中天城投乌当地产”）99.50%股份对外转让，交易价格 25.50 亿元；并将持有的中天城投集团贵州文化广场开发建设有限公司（以下简称“中天城投贵州文化广场”）99.50%股权以 17.12 亿元对外转让，中天城投乌当地产和中天城投贵州文化广场

⁴ 公司间接持股 49.00%的珠海爱奇湾商务咨询公司全权负责珠海项目的投资、建设、运营，对项目公司达到实际控制。



不再纳入合并范围，旗下假日方舟、河滨剧场及朝阳剧场项目土地储备不纳入合并范围统计，同时中天泸州项目因地方政府规划调整土地储备规模减少，截至 2019 年 3 月末，公司共拥有未开发土地储备面积 126.65 万平方米，储备规划建筑面积 586.33 万平方米，其中贵阳市外项目土地储备面积占比 52.25%，占比明显增加，其余均分布在贵州省贵阳市，且其规划建筑面积规模较大，此外除遵义项目、珠海横琴项目及中天泸州项目外，其余均为全产权持有。公司土地主要通过招拍挂方式取得，大部分土地获取时间在 2010~2015 年；截至 2019 年 3 月末，公司累计平均楼面价为 1,265.51 元/平方米，2018 年平均楼面价为 1,597.39 元/平方米，由于公司前期拿地较多，整体平均楼面价较低，利润空间相对较大，仍具有应对市场波动的定价空间。

表 6 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司房地产成本构成（单位：亿元）

项目		2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
平均成本(元/平方米)		4,261.37	4,353.68	4,775.05	3,967.81
开发建设成本	征地拆迁	2.11	9.41	11.13	10.44
	前期工程	1.62	7.32	8.43	9.91
	建安工程	11.42	52.75	59.51	77.64
	基础设施	1.49	6.92	7.87	9.70
	配套设施	0.64	2.94	3.35	4.08
	其他	0.54	2.18	3.29	4.40
销售费用	广告费用	0.17	1.36	2.30	1.38
	销售策划代理费	-	0.05	0.77	0.03
经营税金及附加		0.27	1.46	2.62	14.66
经营期利息		5.26	23.24	22.06	20.19
土地增值税		2.75	9.41	12.17	8.39

数据来源：根据公司提供资料整理

房地产项目成本通过事前、事中及事后管控全过程管理控制，其开发建设成本中建安成本占比仍较高，主要是受贵阳市地形地貌影响，开发建设成本较高所致。2018 年以来，公司房地产开发成本有所下降，其中 2018 年，公司房地产开发平均成本同比下降 8.82%，主要是土地增值税、征地拆迁及建安工程各等支出减少所致。2019 年 1~3 月，公司房地产开发成本同比减少 11.78%，主要是未来方舟、贵阳国际金融中心已进入中后期开发，配套物业及绿化等支出增加，而前期工程及建安工程等支出减少所致。综合来看，2018 年，中天金融房地产项目平均成本同比有所下降，但仍处于较高水平，受前期拿地土地成本较低及贵阳市房屋销售价格增加的影响，公司房地产业务仍具有一定的利润空间。



公司在建房地产项目仍以大盘滚动开发为主，产品业态较为丰富；公司在建项目未来投资规模较大，仍面临较大的资金支出压力。

公司房地产经营仍定位于具有发展潜力、开发周期短的区域；并根据项目所在区域人文，经济发展等情况，结合项目收益稳定性、风险性等制定开发选择原则及依据，使所选项目土地供给能保证未来 2~3 年在该区域持续开发并获取稳定收益，为房地产业务的持续发展提供支撑。同时公司制定了包括从项目策划到销售服务和物业管理全部过程的详细严格的质量管理体系，并通过从内部建造到外部客户的双重监督考核，不断提升项目开发质量，得益于此，公司产品质量保持较高水平，仍具有较强的区域品牌优势。

截至 2019 年 3 月末，公司在建房地产项目主要位于贵州省贵阳市南明区、云岩区和观山湖，且大部分为大盘滚动开发，整体以城市综合体为主，产品业态较为丰富，主要涵盖住宅、商业、办公、文化演艺中心等；因在建项目主要集中在贵阳市，区域调控政策和市场需求波动将对公司经营产生较大影响。截至 2019 年 3 月末，公司在建项目预计总投资额为 1,083.66 亿元，已投入 751.82 亿元，未来预计仍需投入 331.84 亿元，资金支出压力仍较大。

表 7 截至 2019 年 3 月末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	地理位置	项目类型	开发时间（年）	预计总投资	已投入	规划建设面积	已售面积
中天未来方舟	贵阳	商业、住宅	2011~2022	665.86	393.65	1,444.50	811.34
贵阳国际金融中心	贵阳	办公、商业、住宅	2013~2021	190.85	158.99	534.13	443.01
中天会展城	贵阳	会展	2009~2020	129.60	122.54	411.36	309.33
白岩脚保障房	贵阳	保障房	2011~2019	37.17	34.16	137.98	116.44
中天万里湘江	遵义	商业、住宅	2009~2019	29.84	23.57	71.03	64.82
悦曦府	贵阳	商业、住宅	2018~2020	29.32	18.16	40.00	-
中天花园	贵阳	住宅	2015~2019	1.02	0.75	6.10	5.49
合计	-	-	-	1,083.66	751.82	2,645.10	1,750.42

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司房地产项目新开工规模继续明显减少，销售规模同比有所增长，结算规模受价格影响有所减少；公司业务区域仍集中在贵阳市，仍存在一定的区域经济波动及政策调整带来的经营风险。

销售方面，公司仍主要采取自主销售方式，开展项目市场推广和营销活动，并建造营销体验区使客户更直观地了解产品。同时公司商品房基于成本、竞争情况、预期销售量率指标、消费者接受度等因素进行定价，并在楼盘价格确定后，综合考虑住宅的楼层和房屋的朝向、户型、客户付款方式等因素，以基本价格乘以房屋价格调整系数（如折旧、房屋朝向层次系数等），仍采用“一房一价”的



定价模式，并在不同销售阶段推行不同销售价格吸引客户。总体来看，公司仍坚持细分市场，通过了解客户需求，提供完善服务来创造较高的性价比，并根据市场需要及时调整销售策略。

公司继续凭借多业态产品线的经营模式和灵活的推盘销售策略来应对市场波动。截至 2019 年 3 月末，公司主要在售项目的在售面积合计 81.35 万平方米，当前可售面积合计 95.71 万平方米，其中贵阳国际金融中心和未来方舟占比较高，且均位于贵阳市，贵阳国际金融中心和未来方舟已分别销售 443.01 万平方米和 811.34 万平方米，总剩余可售面积分别为 59.39 万平方米和 457.09 万平方米，主要是住宅、商业和办公。2018 年，公司房地产业务开工面积 150.23 万平方米，竣工面积 191.21 万平方米，同比均继续明显减少，主要是贵阳国际金融中心和未来方舟项目主要建设期集中在 2014~2016 年，2017 年以来进入项目建设中后期，年度建设及竣工规模减少所致。同期，公司房地产签约销售面积及金额同比分别增长 26.18%和 6.94%，结算面积同比略有增加，结算金额同比减少 13.49%，主要是由于销售价格下降所致。同期，公司商品房销售均价为 7,137.00 元/平方米，同比减少 15.25%，主要是商业性物业达到结转条件的规模下降，车库车位类配套物业销售规模增加所致，销售回款率为 71.00%，同比上升 1.00 个百分点。

表 8 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司商品房销售情况

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
新开工面积（万平方米）	33.96	150.23	250.54	384.97
竣工面积（万平方米）	75.77	191.21	326.76	475.53
销售面积（万平方米）	34.30	280.44	222.25	256.50
销售均价（元/平方米）	11,786.10	7,137.00	8,421.11	8,269.01
销售金额（亿元）	40.42	200.15	187.16	212.10
销售回款比例（%）	70.50	71.00	70.00	68.88
结算面积（万平方米）	42.23	185.01	183.80	311.27
结算金额（亿元）	31.61	129.60	149.81	186.94
已售未结算面积（万平方米）	518.38	526.31	430.88	392.43
已售未结算金额（亿元）	488.48	479.67	409.12	371.78

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司新开工面积和竣工面积分别为 33.96 万平方米和 75.77 万平方米；销售面积同比减少 8.88%，由于销售均价同比增长 34.64%，销售收入同比增长 22.68%；结算面积和金额分别为 42.23 万平方米和 31.61 亿元，同比分别减少 11.50%和 14.38%，主要是受项目交付进度影响，公司达到结转条件的销售产品较少所致。截至 2019 年 3 月末，公司已售未结算商品房项目面积及金额分别为 518.38 万平方米和 488.48 亿元，为未来收入提供一定支持。



综合来看，尽管公司近年来计划扩张房地产业务的城市布点，但从目前分布情况看，公司房地产业务分布仍然较为集中，区域调控政策和市场需求及价格波动将对公司整体业绩造成较大影响。

（二）能源业务板块

2018 年公司煤炭收入同比明显增加，而蒸汽等清洁能源产品收入有所提升，整体规模仍很小。

公司实施多元化发展战略，依托贵州省及云南省矿产资源优势，开展能源业务，主要由煤炭销售及新能源产品业务构成，其中煤炭销售主要由子公司云南国能煤电有限公司（以下简称“云南国能”）负责；新能源产品由子公司联和能源投资控股有限公司（以下简称“联和能源”）负责，主要运营并产生较好收益的项目为“年产 300 万吨的精细水煤浆生产线项目”。精细水煤浆生产基地采用了国内全新制浆技术设备的完美组合，公司自主研发了连续化母料成浆生产线、水煤浆专用灰水分离器、水煤浆球磨生产线、母料生产线自动化控制系统、水煤浆专用液位监测器、高效锤式破碎机、水煤浆专用滤浆器等设备。同时和国家水煤浆中心、贵州省科学院、贵州大学通过联建合作拥有国内一流的水煤浆专业化检验设备和技术开发团队。

表 9 截至 2018 年末公司主要生产矿井资源储量和产能产量情况（单位：万吨、年）

矿井名称	地质储量	可采储量	核定年产能	剩余可采年限
弥勒市夸竹矿区山心村 500 万吨露天煤矿	12,837	11,061	500	17
赫章县野马川煤矿	29,751	探转采阶段	180	-
威宁县疙瘩营煤矿	23,298	探转采阶段	135	-
小计	65,886	-	815	-
遵义市小金沟锰矿	1,755	探转采阶段	30	-
遵义市转龙庙锰矿	1,589	探转采阶段	20	-
遵义市东高寨锰矿	321	探转采阶段	6	-
小计	3,665	-	56	-
龙里县-贵定县大坪矿区 18 万吨露天硅石矿	908	618	18	30
合计	70,459	11,218	889	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司生产矿井主要位于贵州省及云南省内，截至 2019 年 3 月末，公司共拥有 3 个煤矿、3 个锰矿和 1 个硅石矿，其中公司在产煤矿为云南省弥勒市夸竹矿区山心村 500 万吨露天煤矿，可采储量 1.11 亿吨，主要为褐煤，2018 年褐煤产量为 414.02 万吨，同比增长 64.82%，主要是受供给侧改革等因素影响，煤炭价格明显回升，公司加大开采所致；此外 18 万吨露天硅石矿尚未开采生产，遵义小金沟锰矿正在进行采矿权设置规划的申报工作；东高寨锰矿、转龙庙锰矿已获



得了新的探矿权证；野马川煤矿、疙瘩营煤矿仍不具备主体资格申报条件。

2018 年公司褐煤销量同比增加 59.68%，为 414.02 万吨，受煤炭市场回暖影响，销售均价同比增长 32.60%，受此影响，销售收入同比增长 2.34 亿元，为 4.42 亿元。公司水煤浆以精细水煤浆为主，按订单生产和销售，同期水煤浆销量为 0.70 万吨，同比减少 16.67%，主要是下游客户需求下降所致，平均售价为 1,226.76 元/吨，同比增长 20.85%，平均成本为 704.22 元/吨，同比增长 7.40%，主要是煤炭价格上涨所致；受此影响，水煤浆收入及利润有所增长。公司所产蒸汽主要销往锅炉所在工业园区及其他工业园区内生产企业，2018 年，蒸汽销量为 10.57 万吨，同比小幅增长 5.28%；平均售价同比增长 15.06%，为 257.71 元/吨，平均成本为 232.97 元/吨，同比增长 15.02%，主要是煤炭价格上涨所致。

表 10 2016~2018 年公司能源产品销售情况

项目		2018 年	2017 年	2016 年
褐煤	销量（万吨）	414.02	259.28	115.25
	平均售价（元/吨）	124.22	93.68	77.52
	平均成本（元/吨）	27.00	33.00	37.00
	销售收入（亿元）	4.42	2.08	0.89
水煤浆	销量（万吨）	0.70	0.84	1.18
	平均售价（元/吨）	1,226.76	1,015.09	932.55
	平均成本（元/吨）	704.22	655.72	549.94
	销售收入（亿元）	0.074	0.09	0.11
蒸汽	销量（万吨）	10.57	10.04	11.27
	平均售价（元/吨）	257.71	223.98	218.45
	平均成本（元/吨）	232.97	202.54	155.62
	销售收入（亿元）	0.248	0.22	0.24

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在能源业务板块规划上未来主要投入的威赫电厂项目被列为国家电力示范项目，示范内容为一台 66 万千瓦超超临界循环流化床锅炉（CFB）燃用高硫无烟煤发电机组。威赫电厂项目按 2×66 万千瓦规划设计，首期安排一台机组纳入国家电力建设规划并按程序核准建设，第二台机组将结合第一台机组示范情况，适时研究纳入国家电力建设规划，两台机组项目预计总投资 56.00 亿元。

（三）保险业务

2018 年，子公司中融人寿各项业务稳步拓展，保险业务结构转向以分红型保险为主，银行兼业代理仍为公司业务开展的主要渠道，市场地位整体稳步提升。

中融人寿是中天金融人身保险板块的主要运营主体，围绕中国银保监会“1+4”文件及偿付能力风险管理的监管要求，向长期保障型业务进行转型，进一步完善合规管理、加强风险防控，确保稳健运营。截至 2019 年 3 月末，中融人寿注册



资本为 13.00 亿元，其中贵阳金融控股有限公司（以下简称“贵阳金控”）⁵、中润合创投资有限公司、联合铜箔（惠州）有限公司（以下简称“联合铜箔”）、深圳市力元资产管理有限责任公司和宁波杉辰实业有限公司分别持股 19.00%、18.95%、17.36%、17.01%和 12.15%，其中贵阳金控和联合铜箔分别为中天金融一级子公司和二级子公司，中融人寿实际控制人为罗玉平。

由于中融人寿在 2015 年 3 季度末偿付能力指标低于监管要求，属于偿付能力不足类公司，原中国保监会于 2016 年 1 月和 2016 年 2 月分别向中融人寿下发两份监管函（监管函[2016]2 号和监管函[2016]5 号），采取了责令其停止开展新业务、暂停其增设分支机构、责令其不得增加股票投资等监管措施。在批复核准 2016 年 9 月增资后，鉴于中融人寿偿付能力水平已重新符合监管要求，原中国保监会于 2017 年 1 月 12 日下发通知解除其停止开展新业务、暂停增设分支机构的监管措施。2018 年第四季度，中融人寿的风险综合评级为 B。

表 11 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月中融人寿保险业务收入险种分布情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分红型保险	38.59	99.61	47.68	93.89	-	-	-	-
传统型保险	0.15	0.39	3.10	6.11	35.30	100.00	0.00	100.00
保险业务收入合计	38.74	100.00	50.78	100.00	35.30	100.00	0.00	100.00
保户投资款新增交费		61.91		20.76		16.12		23.44

注：中融人寿 2016 年传统型保险业务收入和保险业务收入合计均为 6.26 万元；2018 年万能险业务收入为 38.12 万元

数据来源：根据公司提供资料及中国银保监会资料整理

2018 年以来，暂停开展新业务的处罚解除后，业务有所恢复，2018 年中融保险业务规模明显增长，同时受保险业环境及整体“回归保障”的监管导向，中融人寿保险业务结构转向以分红型保险为主，万能险业务规模占比很小。其中 2018 年，中融人寿实现保险业务收入 50.78 亿元，同比增长 43.84%，主要是监管措施解除，公司分红型保险业务规模增加所致，其中中融融兴旺两全保险（分红型）、中融吉年如意年金保险保费收入分别是 46.25 亿元和 3.03 亿元。同期，中融人寿营业利润和净利润分别为-0.28 亿元和-0.36 亿元，亏损额同分别减少 11.15 亿元和 11.08 亿元，盈利水平明显改善。

2017 年监管措施解除后，中融人寿业务主要拓展渠道仍为银行兼业代理，2018 年及 2019 年 1~3 月，银行兼业代理渠道对规模保费的贡献度仍高达 99.90% 以上。2018 年以来，公司继续拓展新经纪渠道，主要为京东金融等旗下保险经

⁵ 2016 年 12 月，贵阳金控及联合铜箔共同竞拍获得清华控股有限公司持有的中融人寿 10,000 万股股份及其对中融人寿的新增 19,234 万股股份认购权，该交易仍处于中国银保监会审批中。



纪⁶渠道，2018 年公司直销与网销对规模保费的贡献率为 0.09%，保持增长。

表 12 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月中融人寿保费收入渠道分布情况(单位: 亿元, %)

项目		2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
原保费	银行兼业代理	38.72	50.71	35.28	-
	经纪代理	0.00	0.00	-	-
	公司直销与网销	0.01	0.07	0.02	-
	小计	38.74	50.78	35.30	-
保户投资款 新增交费	银行兼业代理	61.91	20.76	16.11	23.42
	经纪代理	0.00	0.00	-	-
	公司直销与网销	-	-	-	0.02
	小计	61.91	20.76	16.11	23.44

注：中融人寿 2016 年原保费收入为 24.80 万元、原保费市场份额为 0.00001%

数据来源：根据中国银保监会资料整理

根据中国银保监会公开披露数据，2018 年，中融人寿原保费市场份额（寿险行业）为 0.19%，原保费市场份额有所增加，市场份额排名为第 44 名，同比提高 6 位。2019 年一季度，中融人寿原保费市场份额（寿险行业）为 0.30%，继续明显增加，原保费市场份额排名为第 33 位，市场竞争力继续提升。

表 13 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月中融人寿保费收入市场竞争情况(单位: 亿元, %)

项目	2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
原保费收入	38.74	50.78	35.30	0.00
规模保费收入	100.65	71.54	16.12	24.44
原保费市场份额（寿险行业）	0.30	0.19	0.14	0.00
规模保费市场份额	-	-	0.16	0.07
原保费收入排名（寿险行业）	33	44	50	71
规模保费收入排名	-	-	51	60

注：中融人寿 2016 年原保费收入为 24.80 万元、原保费市场份额为 0.00001%

数据来源：根据中国银保监会资料整理

受资产结构调整和到期给付压力上升等因素影响，2018 年中融人寿流动性水平有所下降，短期偿债压力有所增长；随着业务转型的推进和存续保险业务规模的收缩，偿付能力充足水平整体有所提升。

受监管措施限制和保险资金运用策略变化影响，2018 年，中融人寿交易类金融资产占比继续下降，中长期保险资产管理产品、信托产品及其他固定收益类投资的占比不断上升，导致公司总体资产的流动性水平总体持续同比下降。2019 年 3 月末，由于本期多为长期规模保费业务，保险业务结构明显改善，总体资产的流动性水平较 2018 年末有所改善。

⁶ 即天津津投保险经纪有限公司，为京东数字科技控股有限公司全资子公司。

**表 14 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末中融人寿流动性情况（单位：亿元，%）**

项目	2019年3月末	2018年末	2017年末	2016年末
综合流动性比率（三个月内）	118.28	87.66	122.63	519.07
综合流动性比率（一年内）	125.76	89.50	61.77	236.64
流动性覆盖率（必测情景一）	920.93	164.78	267.77	567.23
流动性覆盖率（必测情景二）	2,034.43	380.13	401.16	848.78

数据来源：根据中国银保监会资料整理

2018 年，随着公司业务的持续较快拓展，偿付能力水平小幅下降。截至 2018 年末，中融人寿综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率均为 153.86%，同比均下降 27.31 个百分点。2019 年 3 月末，综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率均为 162.80%，较 2018 年末增加 8.94 个百分点。

表 15 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末中融人寿偿付能力情况（单位：亿元，%）

项目	2019年3月末	2018年末	2017年末	2016年末
认可资产	342.25	237.34	259.81	324.24
认可负债	317.71	216.65	238.49	293.85
最低资本	15.07	13.45	11.77	23.35
综合偿付能力充足率	162.80	153.86	181.17	130.18
核心偿付能力充足率	162.80	153.86	181.17	130.18

数据来源：根据中国银保监会资料整理

（四）其他金融业务

子公司中天国富证券有限公司资本可对业务发展形成良好支撑，仍以投资银行业务为主，投资业务仍面临较大投资损失风险；2018 年受国内外经济形势转差等因素影响，国富证券亏损较高，对公司利润产生一定不利影响。

中天金融不断拓展房地产业务和保险业务的同时，继续发展以证券业务、私募基金管理业务为主的其他金融业务。

中天国富证券有限公司⁷（以下简称“国富证券”）是中天金融证券业务的主要运营主体，原名海际证券有限公司（以下简称“海际证券”），2015 年，贵阳金控收购海际证券 66.67% 股权，并于 2016 年 6 月末并入中天金融合并范围。截至 2019 年 3 月末，贵阳金控持有国富证券 94.92% 股权；国富证券计划申请包括经纪业务、自营业务、资产管理业务等在内的新业务牌照。2018 年末，国富证券净资本 41.39 亿元，净资本与各项风险准备之和的比例为 289.73%。国富证券将全面贯彻“风控合规为生命线”经营管理理念，建立四级合规管理和风险控制体系，稳步推进现有业务发展，并积极推进新业务板块开拓。

⁷ 国富证券原名海际证券有限公司，2017 年 8 月，变更为“中天国富证券有限公司”，已获取新的营业执照。

**表 16 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月国富证券主要财务情况（单位：亿元）**

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
期末总资产	50.97	47.48	55.12	54.04
期末总负债	0.37	1.11	0.65	0.11
期末所有者权益	50.60	46.37	54.47	53.94
营业收入	7.20	-2.79	3.95	0.70
净利润	4.24	-7.41	0.51	0.11
净资产	49.09	41.39	43.86	53.89

数据来源：根据公司提供资料整理

国富证券仍主营投资银行业务，2018 年因中美贸易摩擦，国内去杠杆政策、房地产调控升级、国内生产及需求均有所走弱等因素，国富证券营业收入为-2.79 亿元，同比盈利转为亏损，净利润亏损 7.41 亿元。同期，以证券承销收入和财务顾问收入为主的手续费及佣金净收入同比增长 49.23%；利息净收入同比减少 73.99%，主要是融资融券利息收入及存放金融同业利息收入减少所致；公允价值变动净损益为-4.67 亿元，同比由正转负，主要是资本市场波动导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值有所下降所致；投资收益为-0.44 亿元，同比转为亏损，主要是受市场环境的影响，投资的证券账面浮亏所致。

表 17 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月国富证券营业收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手续费及佣金净收入	12,132	16.85	19,028	68.23	14,709	37.27	6,192	88.85
其中：证券承销净收入	2,484	3.45	9,164	32.86	6,014	40.89	3,418	55.20
保荐服务净收入	94	0.13	830	2.98	302	2.05	-	-
财务顾问净收入	9,553	13.27	9,034	32.39	8,110	55.14	2,774	44.80
利息净收入	746	1.04	2,806	10.06	10,790	27.34	219	3.14
投资收益	667	0.93	-4,424	-15.86	664	1.68	315	4.52
公允价值变动收益	58,527	81.29	-46,734	-167.57	13,540	34.31	-18	-0.26
汇兑损益	-77	-0.11	194	0.70	-237	-0.60	261	3.74
营业收入	71,995	100.00	-27,889	100.00	39,466	100.00	6,969	100.00

注：2018 年国富证券新增资产处置收益-45.24 万元和其他收益 1,286.37 万元，未纳入上述业务分类中

数据来源：根据公司提供资料整理

子公司友山基金管理有限公司基金管理业务规模持续增长，2018 年以来受资本市场波动影响盈利能力整体有所下降。

友山基金管理有限公司（以下简称“友山基金”）是中天金融基金业务的主要运营主体，是在中国证券投资基金业协会备案的私募证券投资基金管理人，主营私募基金管理业务，并通过子公司大河财富基金销售有限公司进行基金销售业务。截至 2019 年 3 月末，友山基金注册资本为 2.07 亿元，实收资本为 1.82 亿



元，中天金融持股比例为 70.00%。

表 18 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月友山基金经营情况（单位：亿元。%）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
期末总资产	53.86	48.53	44.81	44.39
期末总负债	51.92	46.21	42.52	42.35
期末所有者权益	1.94	2.32	2.28	2.04
营业收入	1.02	4.44	4.26	1.84
其中：管理费收入	0.08	0.33	0.19	0.18
投资咨询业务收入	0.02	0.49	0.72	0.87
公允价值变动损益	-1.72	3.60	0.53	1.15
投资收益	2.64	0.04	3.13	0.00
净利润	-0.40	0.04	0.25	0.28
总资产收益率	-0.01	0.00	0.01	0.01
净资产收益率	-0.20	0.02	0.11	0.24
期末基金管理规模	372.69	337.18	305.91	175.86
期末实缴基金规模	372.69	337.18	305.91	175.86
期末管理基金数量（支）	69	67	59	44
当期退出项目数量（支）	3	6	11	14

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，友山基金总资产 53.86 亿元，持续增长；管理基金 69 支，基金管理规模为 372.69 亿元，基金管理业务规模继续较快增长。2018 年友山基金实现营业收入 4.44 亿元，同比略有增加，净利润为 0.04 亿元，同比减少 0.21 亿元。2019 年 1~3 月，实现营业收入 1.02 亿元，公允价值变动损失 1.72 亿元，投资收益 2.64 亿元，净亏损 0.40 亿元，受资本市场波动影响整体盈利能力有所下降。

偿债来源

公司偿债来源较为充足，偿债来源结构有待进一步改善。公司盈利水平有所下降，公司经营性现金流由净流出转为净流入，流动性偿债来源对债务融资收入依赖度较高；清偿性偿债来源对公司整体债务保障程度一般。

（一）盈利

2018 年公司利润水平明显减少，且其主营业务利润主要来自城投集团；转为以处置长期股权投资收益为主的投资收益对利润影响度明显加大，扣除投资收益营业利润亏损；同时归属于母公司所有者的净利润连续两年亏损，少数股东损益占净利润比重仍很高；期间费用占营业总收入比重较高，对公司利润形成一定挤压。

2018 年，公司营业总收入同比增长 6.34%，主要是子公司中融人寿保费业务



收入明显大幅增加所致，营业总成本为 196.57 亿元，同比增长 21.13%；综合毛利润为-9.93 亿元，同比由盈利转为亏损。其中，非金融类营业收入同比减少 9.13%，主要是本期地产业务结转规模减少所致，毛利率为 30.32%，同比下降 8.84 个百分点，主要是结转的住宅类项目毛利率同比有所下降及其他业务成本增加所致；金融类业务方面，国富证券总收入为-2.79 亿元，同比由盈利转为亏损，中融人寿实现收入 31.24 亿元，扣减营业成本后营业利润为-0.28 亿元，持续亏损但亏损额大幅减少；友山基金营业利润为 0.06 亿元，同比减少 0.22 亿元。整体来看，公司主要金融业务经营主体盈利水平较低，金融业务盈利能力仍较弱。

2018 年，公司营业利润、利润总额及净利润分别为 6.74 亿元、5.37 亿元和 3.53 亿元，同比分别减少 49.15%、58.58%和 66.83%；由于本期主营业务利润下降、母公司持续亏损以及国富证券出现亏损导致归属于母公司所有者的净利润为-4.19 亿元，亏损同比增长 2.95 亿元，同期少数股东损益 7.72 亿元，同比减少 4.16 亿元。2018 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.19%和 2.75%，同比分别下降 0.45 个百分点和 6.32 个百分点。

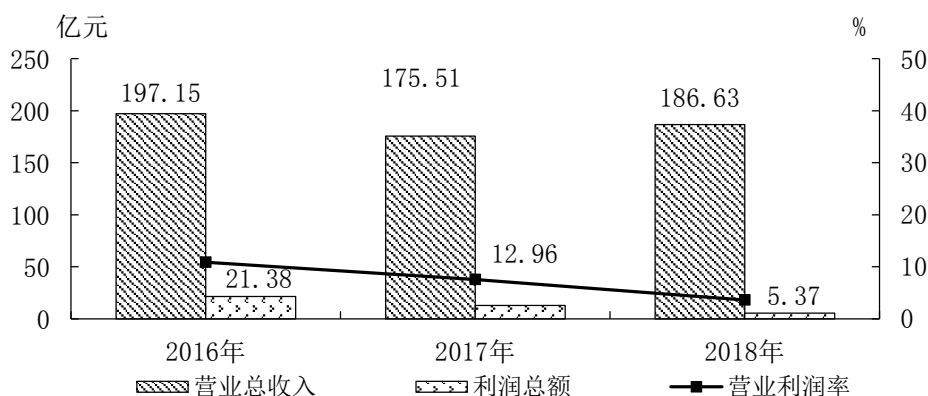


图 2 2016~2018 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司期间费用仍以财务费用和管理费用为主，为 61.05 亿元，同比增长 33.25%，财务费用同比增加 7.93 亿元，主要是未资本化的利息支出增加和本年发生现金折扣支出，计入财务费用的利息支出明显增加所致，占营业总收入比重为 19.57%，同比增加 3.28 个百分点；同期，业务及管理费为 10.62 亿元，同比大幅增加 6.96 亿元，主要是因中融人寿及国富证券业务规模增加，职工薪酬和各项业务费用增加所致。公司期间费用占营业总收入比重为 32.71%，受财务费用与业务及管理费用同比增幅较大的影响，同比增加 6.61 个百分点，对公司利润空间形成一定挤压，期间费用控制能力有待提高。

**表 19 2016~2018 年公司期间费用及占营业总收入比重（单位：亿元、%）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用	4.87	5.34	4.48
管理费用	9.03	8.23	7.01
业务及管理费用	10.62	3.66	0.45
财务费用	36.52	28.59	17.23
研发费用	0.01	0.00	0.00
期间费用	61.05	45.82	29.17
期间费用/营业总收入	32.71	26.10	14.80

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常损益方面,2018年,公司资产减值损失为2.56亿元,同比下降14.68%;公允价值变动收益为-1.12亿元,亏损额同比下降24.71%,主要是公司持有的金融资产因市值变动形成的损失减少所致;公司投资收益主要由持有至到期投资可供出售金融资产在持有期间的投资收益为主转向以处置长期股权投资收益为主,为16.73亿元,同比大幅增加15.27亿元,主要是公司处置子公司中天乌当地产等股权产生的长期股权投资的投资收益增加以及新增债权转让收益所致。公司扣除投资收益后营业利润为-9.99亿元,同比由正转负,投资收益对公司利润影响加大,且未来具有一定不确定性。综合来看,2018年公司房地产业务盈利能力有所下降,金融业务整体盈利水平仍较弱,受此影响,公司整体盈利能力有所下降;且其盈利主要来自城投集团,投资收益对利润影响加大,少数股东损益占净利润很高;并且期间费用对公司利润仍形成一定挤压。

（二）自由现金流

2018年公司经营性现金流由净流出转为净流入;由于项目不断开发及子公司中天金融股权收购支出规模较大,公司未来仍将面临较大的资金支出压力。

2018年,公司经营性净现金流为21.12亿元,同比由净流出32.35亿元转为净流入,主要是公司地产板块大宗客户回款增加所致;投资性净现金流为84.79亿元,同比由净流出转为净流入,主要是处置子公司股权收益,以及部分投资理财产品赎回所致。

截至2019年3月末,公司在建房地产项目预计总投资额为1,083.66亿元,已投入751.82亿元,未来预计仍需投入331.84亿元,资金压力较大;此外公司旗下中天金融计划收购华夏人寿21.00%~25.00%股权的交易对价规模较大;公司仍面临较大的资金支压力。

**表 20 2016~2018 年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元）**

项目	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	21.12	-32.35	5.84
投资性净现金流	84.79	-31.65	-127.87
筹资性净现金流	-139.64	46.65	147.19
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.40	-0.82	0.19
经营性净现金流/流动负债（%）	3.17	-6.98	1.76

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）债务收入

2018 年，由于偿还债务支付的现金增加，公司筹资性现金流转为净流出，净流出规模较大；公司融资渠道相对畅通，仍与多家银行保持良好的合作关系，银行授信有所减少。

2018 年，公司筹资性现金流净流出 139.64 亿元，同比由净流入 46.65 亿元转为净流出，主要是本期偿还债务支付的现金增加，以及银行借款及债券融资规模明显减少所致。从筹资性现金流入来源来看，2018 年，银行借款融资规模占比很高，债券融资因子公司中天金融重大资产重组受限。公司融资渠道相对畅通，仍与国内外多家银行保持良好合作关系，截至 2018 年末，公司合并口径的银行授信额度合计为 348.06 亿元，同比减少 46.36 亿元，主要是受宏观环境监管趋严所致，已使用额度为 249.69 亿元，未使用额度为 98.37 亿元。子公司中天金融为 A 股上市公司，可充分利用资本市场进行融资。

表 21 2016~2018 年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	188.76	225.88	388.71
借款所收到的现金	161.32	177.54	279.41
筹资性现金流出	328.40	179.23	241.52
偿还债务所支付的现金	277.23	134.83	197.16

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

2018 年公司获得营业外收入中的政府补助 102.00 万元，且其他收益中的政府补助为 9,714.28 万元，合计为 9,816.28 万元，同比大幅增加 8,885.23 万元，主要是新增贵阳市产业扶持款所致，规模仍很小。

（五）可变现资产

2018 末，公司资产规模略有增长，存货及投资类资产占比仍较高，公司对持有的中天金融等子公司股份质押比重较高，对资产流动性产生一定不利影响。

2018 年末，公司总资产为 1,189.34 亿元，同比增长 3.38%，仍以流动资产为主，流动资产占比 52.17%，同比下降 2.45 个百分点。

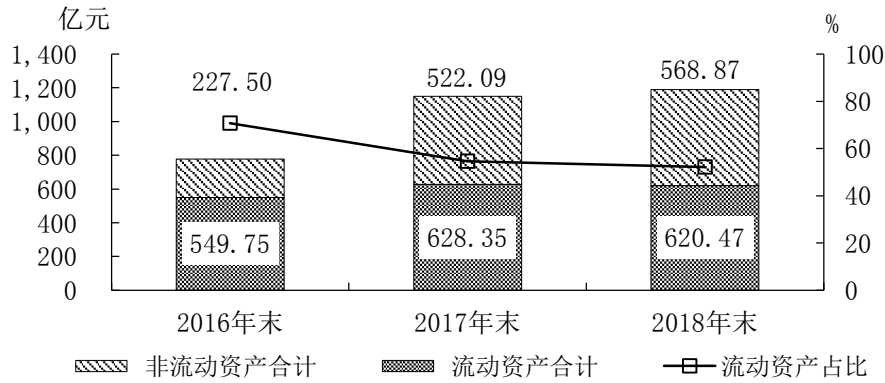


图3 2016~2018年末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据及应收账款、其他应收款、货币资金和应收分保合同准备金等构成，其中存货占比较高。

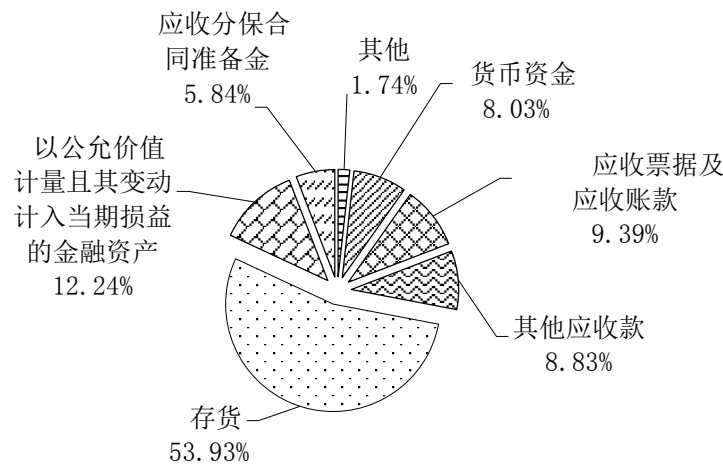


图4 2018年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018年末，公司货币资金为49.84亿元，同比减少44.34%，主要是支付华夏人寿保险股权收购定金和归还金融机构借款所致；其中包括银行存款48.18亿元和以司法冻结、按揭、投资等各类保证金为主的其他货币资金1.64亿元，受限性货币资金方面，受限期间在3个月以上金额为0.82亿元，包括司法冻结资金0.80亿元。同期，公司存货为334.60亿元，同比减少7.93%，其中开发成本（包含土地开发、房屋开发和配套设施）为249.80亿元，同比减少3.12%，占比仍较高，已完工开发产品为83.84亿元，同比减少20.17%；期末计提跌价准备123.32万元；因银行借款抵押的存货47.75亿元，占存货总额的14.27%，存货中房地产项目的开发成本和开发产品变现能力主要受项目销售速度影响，贵阳市房地产政策及经济情况等对其具有明显影响。2018年末，以公允价值计量且其



变动计入当期损益的金融资产为 75.93 亿元，同比略有减少，其中且其变动计入当期损益的债务工具投资 54.82 亿元，同比增加 47.26 亿元，且其变动计入当期损益的权益投资工具为 15.34 亿元，同比减少 48.93 亿元，主要是友山基金和国富证券调整产品结构所致。同期，公司应收票据及应收账款为 59.27 亿元，同比增长 27.44%，其中应收账款为 58.26 亿元，同比增长 29.30%，主要是中天金融公司及下属子公司城投集团等与公司签订《中信信托·鸿业 45 号贵州贵阳中天城投商业物业购房尾款债权投资集合资金信托计划债权转让及债务重组协议》及补充协议，向公司转让的持有贵阳市旅游文化产业投资（集团）有限公司、贵阳观山湖投资（集团）有限公司等 5 家公司的 40.12 亿元购房尾款所对应的债权和其他权利及其附属担保权益，期末计提坏账准备 1.73 亿元；其中房地产等其他业务应收账款账面余额为 19.05 亿元，主要集中在一年以内，累计计提坏账准备 1.67 亿元，因以前年度大宗销售客户回款增加同比均明显减少。

2018 年末，公司应收分保合同准备金 36.21 亿元，同比增加 36.21 亿元，主要是子公司中融人寿保险合同再保业务增加所致，其中应收分保寿险责任准备金 36.21 亿元，增幅明显。同期，公司其他应收款⁸为 54.80 亿元，同比增加 28.87 亿元，其中其他应收款为 52.23 亿元，同比增加 28.76 亿元，主要是应收金融资产转让款以及单位往来款增加所致，累计计提坏账准备 5.23 亿元；按款项性质划分，应收往来款和金融资产转让款分别为 24.53 亿元和 16.12 亿元；在按账龄分析法计提坏账准备的房地产等其他行业的其他应收款中，一年以内及 1~2 年的账面余额分别为 22.85 亿元和 3.47 亿元，期末累计计提坏账准备 2.42 亿元；期末前五名其他应收款余额为 37.44 亿元，占其他应收款期末余额比重 65.16%，分布较集中，累计计提坏账准备 1.42 亿元，其中分别应收贵阳恒森房地产开发有限公司金融资产转让款 15.57 亿元和贵州凯耀贸易有限公司往来款 10.00 亿元。

从资产运营效率来看，2018 年，公司存货周转天数为 1,234.12 天，周转效率有所提升，应收账款周转天数为 72.77 天，应收账款周转效率有所下降。由于公司地产项目以大盘开发为主，存货周转天数较长。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、其他非流动资产、长期股权投资、发放贷款和垫款、商誉和固定资产等构成。2018 年末，公司可供出售金融资产为 186.20 亿元，同比减少 19.97%，累计计提减值准备 2.77 亿元，其中可供出售的债务工具 96.18 亿元，同比减少 38.39%，可供出售权益工具 90.01 亿元，同比增长 17.60%；其他非流动资产为 105.32 亿元，同比增长 45.03 亿元，主要是股权投资款增加所致，主要包括公司支付华夏人寿股权转让款定金 34.00 亿元、拟

⁸ 按照新会计准则列表要求，其他应收款包括应收股利、应收利息和其他应收款，2018 年末，其他应收款为 52.23 亿元。



收购碧桂园地产集团有限公司下属公司控股的北京九华山庄集团股份有限公司的股权转让定金、贵阳中汇高端公司支付奇瑞控股集团有限公司增资扩股项目定金等；长期股权投资为 68.04 亿元，同比增加 59.70 亿元，主要是对合营企业金世旗产投追加投资 60.00 亿元所致，其中联营和合营企业的股权投资占比仍较高；发放贷款及垫款为 57.80 亿元，主要是中融人寿持有的信托及债权计划及理财产品，同比减少 4.93%，其中信托计划 30.98 亿元，同比增加 11.98 亿元，债权计划 25.80 亿元，同比减少 35.18%；商誉和固定资产分别为 52.58 亿元和 36.80 亿元，同比均略有减少，分别计提减值 1.86 亿元和 0.15 亿元，其中固定资产仍以房屋建筑为主，商誉主要是国富证券和中融人寿的商誉。

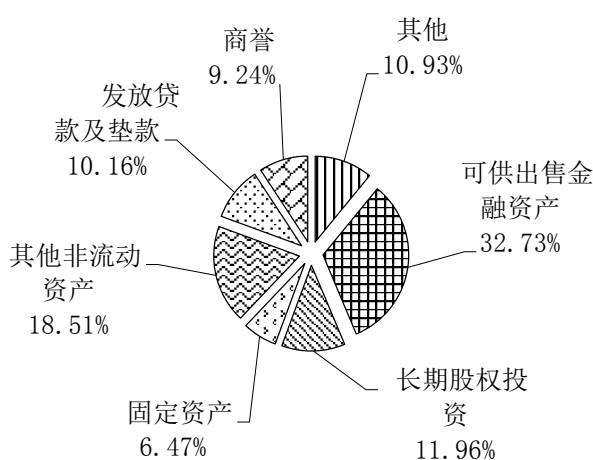


图 5 2018 年末公司非流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司受限资产为 108.98 亿元，同比减少 4.98%，占资产总额比例为 9.16%，是净资产的 85.10%，受限资产规模较大，对资产流动性造成一定影响。

表 22 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
货币资金	49.84	1.65	3.30
存货	334.60	47.75	14.27
长期股权投资	68.04	54.45	80.02
投资性房地产	9.54	4.57	47.95
固定资产	36.80	0.56	1.52
合计	498.83	108.98	-

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司以持有旗下中天金融、贵阳金控、贵阳能源集团公司持有的瓮安磷（锰）业公司、金世旗资源公司等子公司股权进行质押融资，截至 2018 年末，



公司累计质押旗下子公司股权的账面价值为 155.92 亿元，对子公司股权质押比率很高；其中截至 2018 年 12 月 31 日，金世旗控股持有中天金融股份数为 316,293 万股，其中已质押 181,788 万股，占中天金融总股本⁹的 25.95%，占持有中天金融股份数的 57.47%，质押比率较高。

表 23 截至 2018 年末公司受限子公司股权情况（单位：万元、%）

名称	持股比例	质押比率
中天金融	45.15	25.95
贵阳金控	100.00	62.36
国富证券	94.92	85.02
贵州大发农业发展有限公司	80.00	80.00
贵州大发旅游发展有限公司	53.80	53.80
金世旗国际资源有限公司	100.00	100.00
贵阳能源集团瓮安磷（锰）业有限公司	100.00	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

总体看，2018 年，公司盈利能力有所下降，经营性现金流由净流出转为净流入，融资渠道畅通，授信额度有所下降；清偿性偿债来源中存货、投资类资产占比较高，存货周转效率明显下降，受限资产规模较大，公司对持有的中天金融等子公司股权质押比率较高，对资产流动性产生一定影响。

偿债来源主要以盈利、债务收入及可变现资产为主。2018 年，受房地产项目盈利下降，以及金融业务国富证券亏损影响，公司盈利水平有所下降。2018 年，公司经营性现金流由净流出转为净流入，对债务及利息保障度明显改善。公司融资方式主要为银行贷款、非银行类贷款、发行债券及股权融资等，融资渠道畅通，银行授信有所下降，2018 年受子公司中天金融重大资产重组的影响，债券融资渠道受限。可变现资产方面，2018 年以来，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主，存货和投资类资产占比较高，且存货周转效率有所提升，受金融业务规模拓展，投资类金融资产规模有所增加，资产流动性继续提升；但存货变现受销售区域主要集中在贵阳市影响，存在一定区域波动风险。

偿债能力

2018 年末，公司负债总额保持增长，仍以流动负债为主，资产负债率仍处于较高水平；公司预收款项规模仍较大，为未来可持续性收入提供保障。

2018 年末，公司总负债为 1,061.27 亿元，同比小幅增长 2.71%，仍以流动负债为主，流动负债占比 65.93%，同比增加 4.79 个百分点。

⁹ 截至 2018 年 12 月 31 日，中天金融总股本 700,525 万股。

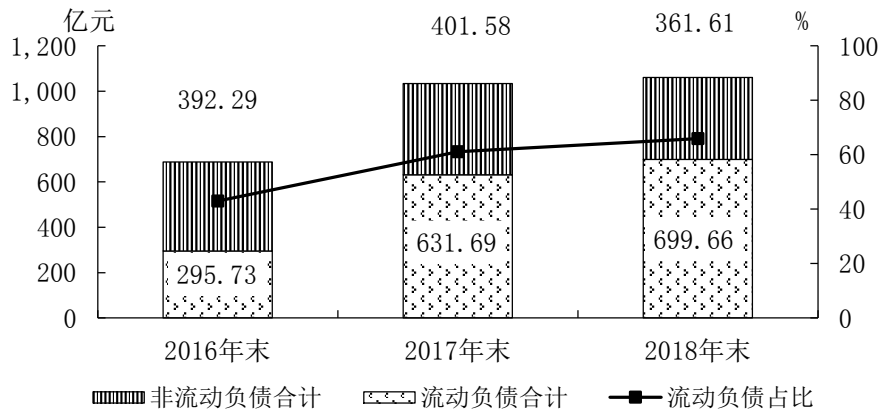


图 6 2016~2018 年末公司负债构成

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、保户合同准备金、预收款项、保户储金及投资款、应付票据及应付账款、短期借款及应付分保账款等构成。

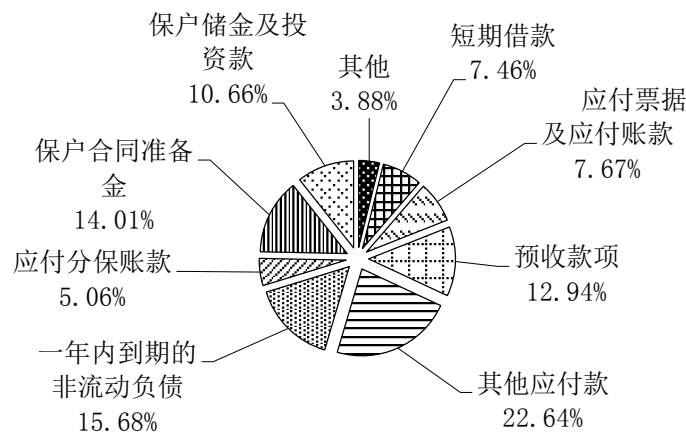


图 7 截至 2018 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司其他应付款¹⁰为 158.43 亿元，同比增长 93.41 亿元，主要是主要系新增应退金世旗产投“城投集团股权转让款”，以及往来款增加所致，其中应付土地增值税清算准备金、应退股权转让款和往来款分别为 29.43 亿元、33.25 亿元和 77.42 亿元，主要集中在一年以内；一年内到期非流动负债为 109.68 亿元，同比增长 19.02%，主要是一年内到期的应付债券增加转入所致；保险合同准备金为 98.05 亿元，主要是寿险责任准备金，同比增长 51.51%，主要是保险业务增长，收取的保费增加，计提的保险合同准备金增加所致；预收款项为 90.51

¹⁰ 按照新会计准则列表要求，其他应付款包括应付股利、应付利息和其他应付款，2018 年末，其他应付款为 152.87 亿元



亿元，主要是商品房的预售款，同比增长 13.54%。同期，保户储金及投资款为 74.59 亿元，同比下降 54.20%，主要是保户利益支出大幅增加所致；应付票据及应付账款为 53.68 亿元，同比减少 19.62%，其中应付账款为 48.45 亿元，同比减少 21.31%，其中应付账款账龄在 1 年以上为 16.64 亿元，主要为尚未支付的工程款及质量保证金等；同期，公司短期借款为 52.22 亿元，同比减少 37.25%，主要是到期债务偿还所致，其中质押借款减少 51.69 亿元；质押借款及保理借款分别为 21.78 亿元和 21.90 亿元，占比较高；应付分保账款为 35.42 亿元，同比增加 35.41 亿元，主要是部分保险业务分至中国人寿再保险有限责任公司所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成，其中 2018 年末长期借款占比 69.68%。2018 年末，公司长期借款为 251.97 亿元，同比增长 6.45%，其中质押借款和抵押借款分别为 170.87 亿元和 38.57 亿元；应付债券为 59.73 亿元，同比减少 89.83 亿元，主要是中天金融偿还到期债务及回售部分债券 49.08 亿元以及一年内到期的应付债券转入一年内到期非流动负债所致；长期应付款为 44.09 亿元，同比增加 41.70 亿元，主要是新增应付债权转让融资款 40.12 亿元所致。

公司有息债务规模因偿还债务有所减少，但规模较大，仍以长期有息债务为主，短期有息债务规模较大，短期内偿债压力仍较大。

2018 年末，公司有息债务规模为 480.71 亿元，同比减少 15.55%，在总债务中占比降至 45.30%，规模仍较大；其中短期有息债务 167.13 亿元，同比下降 7.45%，主要是短期借款减少所致，占总息债务比重降至 15.75%；长期有息债务为 313.57 亿元，同比下降 19.32%。

表 24 2016~2018 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	167.13	180.59	121.23
长期有息债务	313.57	388.65	380.49
总有息债务	480.71	569.23	501.72
短期有息债务/总息债务	34.77	31.72	24.16
总有息债务/总负债	45.30	55.09	72.92

数据来源：根据公司提供资料整理

从公司有息债务期限结构来看，公司 34.77%和 37.18%的有息债务分布在未来 1 年以内及 2~3 年内到期，集中偿付压力较大。

**表 25 截至 2018 年末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	167.13	79.36	178.71	28.00	5.02	22.49	480.71
占比	34.77	16.51	37.18	5.82	1.04	4.68	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司对外担保为 45.34 亿元，同比增长 4.28%，担保比率为 35.41%，同比小幅下降，全部为城投集团为商品房购买人向银行申请按揭贷款提供阶段性担保；其中截至 2018 年末，公司对合并报表范围外的企业担保余额为 0 亿元，同比减少 3.50 亿元。未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司未决诉讼案件规模一般，其中子公司中天城投遵义诉贵州乌江房地产开发有限公司关于遵义海风房地产开发有限公司 100.00% 股权的股权款的案件，涉案金额 3.91 亿元，处于审理阶段。

公司未分配利润持续亏损；少数股东权益占所有者权益比重仍极高，且归属于母公司所有者权益持续为负。

2018 年末，公司所有者权益为 128.07 亿元，同比增长 9.31%，主要是由于少数股东权益增加所致，其中归属于母公司的所有者权益为 -6.89 亿元，亏损同比增加 5.93 亿元；少数股东权益为 134.96 亿元，同比增长 14.25%。同期，公司实收股本为 3.00 亿元，同比无变化，盈余公积持续为 0 亿元，资本公积为 0.21 亿元，同比增长 100.00%，主要是中天金融除净损益、其他综合收益以及利润分配以外的因素导致的其他所有者权益变动按享有的股权份额计算的金额增加所致；未分配利润为 -11.91 亿元，亏损同比增长 54.34%，主要由于本期房地产业务利润下降、母公司持续亏损以及国富证券出现亏损，未分配利润亏损额增加所致。

2018 年，因主营业务盈利水平下降和金融业务子公司国富证券亏损，公司盈利水平有所下降；流动性偿债来源结构稳定，资产变现能力较好，公司整体偿债能力很强。

2018 年，公司 EBIT 和 EBITDA 利息保障倍数同比下降 0.34 倍和 0.35 倍，至 0.72 倍和 0.80 倍，盈利对利息的保障水平有所下降。预计随着地产项目不断开发销售及保险等金融业务规模扩展，公司盈利能力将有所提高。

公司流动性来源结构稳定，主要包括货币资金、未使用的银行授信以及经营性净现金流。2018 年末，公司由于债务偿还规模较大，货币资金规模明显减少；2018 年公司经营性现金流由净流出转为净流入，经营性现金流利息保障倍数为 0.40 倍，对债务及利息形成一定保障；公司银行授信有所减少，2018 年末流动比率和速动比率分别为 0.89 倍和 0.41 倍。

公司可变现资产主要为存货、投资类资产为主，变现能力较好；同时，公司债务规模不断扩大。2018 年末公司资产负债率为 89.23%，同比下降 0.58 个百分



点；扣除预收款项的资产负债率为 88.34%，仍处于较高水平；同期，债务资本比率为 78.96%，继续下降。清偿性还本付息能力一般。

公司本部偿债能力

公司本部对中天金融等子公司股权质押比重很高；本部资产负债率极高，债务负担仍很大；同时本部利润主要来源于投资收益，利润总额及净利润连续亏损，盈利能力仍较弱。

公司本部为投资控股公司，主要负责对各子公司进行战略性规划、资金募集和投资决策等管理工作。2018 年末，公司本部总资产为 154.19 亿元，同比增长 29.85%，仍以非流动资产为主，其中以对子公司股权投资为主的长期股权投资占比较高，为 100.96 亿元，同比增长 23.98%，主要是公司对子公司金世旗资本有限公司以及金世旗国际资源有限公司分别追加 10.00 亿元和 8.68 亿元投资和新增设子公司所致；流动资产中货币资金为 0.83 亿元，同比大幅下降 93.21%，主要是偿还金融机构借款所致；其他应收款为 32.33 亿元，同比大幅增加 23.05 亿元，主要是与关联方往来款和股权转让款及借款增加所致。总负债为 173.04 亿元，同比增长 32.94%，以流动负债为主，其中短期借款为 27.05 亿元，同比下降 36.99%，主要是增加短期借款偿还所致；其他应付款 91.91 亿元，同比增加 63.24 亿元，应付债券为 32.84 亿元，同比增加 19.84 亿元，主要是本部发行债权融资计划所致。同期，本部资产负债率 112.22%，同比增加 2.60 个百分点，资产负债率极高，债务负担仍很大。

2018 年，公司本部未产生收入，同比减少 18.77 万元；同期由于公司本部融资规模较大，财务费用仍较高，为 6.71 亿元，同比增加 15.30%，对公司本部利润空间仍形成侵蚀，本部利润持续亏损；投资收益为 1.31 亿元，同比减少 3.09 亿元，主要为成本法核算的长期股权投资收益，对公司利润影响极高；本部营业利润为 -6.82 亿元，亏损额同比大幅增加 3.44 亿元，若扣除投资收益，公司利润亏损仍很大；同时利润总额及净利润均为 -6.82 亿元，亏损额同比大幅增加 3.44 亿元。整体来看，公司本部盈利能力较弱，且利润水平仍对投资收益依赖极高。

担保分析

金世旗控股以其合法拥有的中天金融部分股票为“17 金旗 01”提供质押担保，仍具有很强的增信作用；在“17 金旗 01”存续期间，若公司用持有的中天金融限售股票置换已质押的中天金融股票，将对质押资产的流动性产生较大影响。

自 2017 年 8 月 21 日至 2019 年 1 月 1 日，上市公司中天金融因重大资产重



组事件停牌。本次重大资产重组涉及两部分，资产划出方面，2018 年 4 月 27 日，中天金融已将旗下城投集团 100.00%股权转让给公司旗下子公司金世旗产投，工商变更已完成，中天金融主要经营业务从房地产开发与销售及相关配套项目开发等业务，转向证券、基金、保险等金融业务；二是资产收购方面，公司计划收购华夏人寿 21~25%股权，截至 2018 年 12 月 31 日，中天金融公司及控股子公司贵阳金融控股已向北京千禧世豪和北京中胜世纪分别支付股权转让定金 70.00 亿元人民币，自 2019 年 1 月 2 日复牌后，中天金融收购华夏人寿 21~25%股权的重大资产收购仍在推进，截至 2019 年 5 月 21 日，中天金融发布《关于继续推进重大资产重组事项的进展公告》，上述重大资产购买事项尚在进程中，尚未形成最终方案。因上述重大资产购买事项尚未签署正式的转让合同或协议，同时需经保险监管部门审批，具体交易事项和审批结果均尚存在不确定性。截至 2019 年 6 月 26 日，中天金融市盈率水平为 16.02 倍，摊薄每股收益为 0.13 元，摊薄净资产收益率为 2.56%。截至 2019 年 6 月 26 日，受股票市场波动影响，中天金融近 1 月涨跌幅为 1.03%、近 3 月涨跌幅为-17.16%、近 6 月涨跌幅均为-19.71%，近一年涨跌幅为-19.71%。

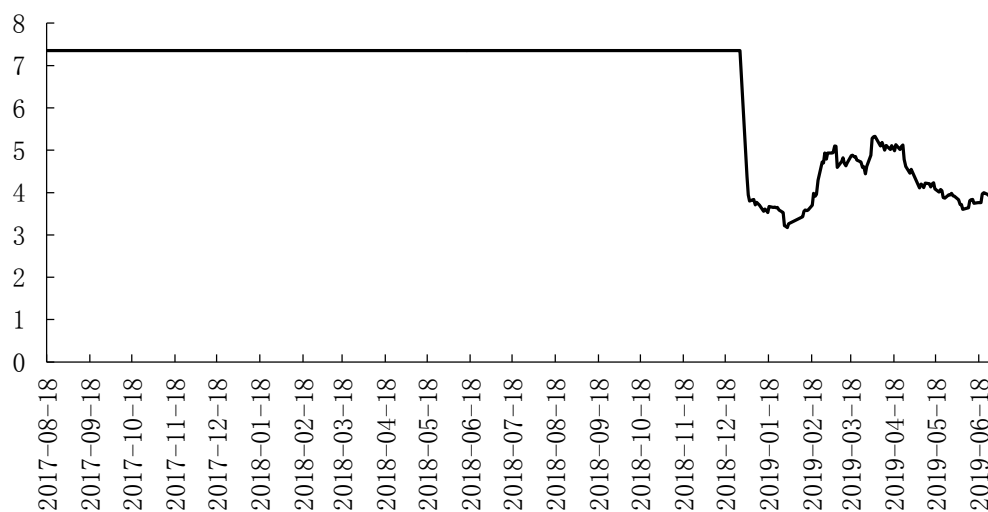


图 8 2017 年 8 月 18 日以来中天金融股票市场收盘价格走势情况（单位：元/股）

数据来源：wind

2017 年 1 月，公司成功发行金额 3 亿元“17 金旗 01”，发行利率 5.70%，其本金及一年利息之和为 3.171 亿元；根据“17 金旗 01”证券质押登记说明，2017 年 1 月 17 日，公司为“17 金旗 01”提供持有的中天金融 9,500 万非限售股办理质押登记，按照 2017 年 1 月 17 日的前 20 个工作日的收盘价的算术平均值计算价值为 6.38 亿元。综上所述，初始质押担保比率满足 2 倍的要求。2018 年 5 月 9 日，中天金融发布《2017 年年度权益分派实施公告》，以中天金融 2017 年 12 月 31 日股本总数 4,697,664,786 股为基数，向全体股东以资本公积每 10



股转增 5 股，共转增 2,348,832,393 股，本次股权登记日为 2018 年 5 月 16 日，公司为“17 金旗 01”提供担保的质押的持有的中天金融股票数量为 14,250 万股。截至 2019 年 6 月 5 日，中天金融前 20 个工作日的收盘价的算术平均值为 4.00 元/股，质押担保比率为 1.85 倍，仍满足质押比率不得低于 1.5 倍的要求。

根据 2015 年 11 月金世旗控股与国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）签订的《股票质押担保协议》《股票质押担保协议》约定，在上述债券存续期间，公司与国泰君安每日关注每期债券的质押率时，质押比率不得低于 1.5 倍。质押率为关注日前该期债券质押的股票数量乘以关注日前 20 个工作日的收盘价算术平均值与该期债券未偿还本金及一年利息的和的比值；如果当日股票停牌，则以停牌前的价格计算关注日前 20 个工作日的收盘价的算术平均值计算均值。

1、追加质押资产

如果上述某期债券质押率低于 1.6 倍，国泰君安应向公司提出预警。

如果债券质押率低于 1.5 倍，公司应在 10 个工作日内，追加提供中天金融的股票作为该期债券的质押资产，追加后使得质押率大于等于 2 倍。若公司无法追加质押使得质押率大于等于 2 倍，应当在三个工作日内书面通知国泰君安和债券评级机构，并向市场公告，说明解决方案。若公司无法追加质押使得质押率大于等于 1.5 倍，公司应当在三个工作日内书面提议召开债券持有人会议，商讨解决方案。若公司未能在上述期限内书面通知国泰君安和债券评级机构或者书面提议召开债券持有人会议，国泰君安有权根据《金世旗国际控股股份有限公司债券持有人会议规则》通知债权人。

2、质押资产的释放

在债券存续期间，如果债券质押率大于等于 2.2 倍，公司可向国泰君安申请解除该期债券部分质押资产的质押，但解除后该期债券质押率仍需大于等于 2.2 倍，公司应委托国泰君安予以办理。公司应谨慎提出解除质押的申请，一次解除申请可以要求解除多期债券的质押资产，但每次申请后 60 天内不得再次提出申请。

3、质押资产的置换

在债券存续期间，公司可以申请用持有的中天金融限售股票置换已经分别质押的中天金融的股票，投资者投资该期债券视为同意公司的置换要求。公司因置换要求解质押已为各期债券质押的股票时，应当同时满足如下条件：①公司已经将拟置入的相应数量中天金融的限售股票质押给国泰君安，为该期债券提供担保，且已质押的置入股票在该期债券到期前将全部解禁为非限售股票；②公司要求解质押的股票数量不多于已经为该期债券置入质押的中天金融股票数量。国泰君安



应当对是否满足上述条件进行核查，如符合则配合公司办理解押手续；如不符合，则拒绝公司的解质押要求。

4、针对中天金融权益变化的处置方案

在债券有效存续期间，若中天金融进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致公司所持股份增加，公司用于质押部分股票导致公司所持的股票增加部分，仍为《股票质押担保协议》项下的质押财产，应当为原质押担保债券质押担保，并办理相关质押登记手续；未用于质押部分股票导致公司所持的股票增加部分，无需为债券质押担保。

在债券有效存续期间，若中天金融实行现金分红，公司因所持上述标的股票获得现金红利，如果质押率大于等于 2.2 倍，则该现金红利不作为《股票质押担保协议》项下的质押资产，公司有权领取并自由支配，并且不视为一次质押资产释放；如果质押率小于 2.2 倍，则公司应当或者补充质押不低于现金股利价值的股票置换现金股利，或者将该现金红利作为质押资产。当质押率大于等于 2.2 倍，公司可要求释放已质押股票的现金红利，国泰君安应予以办理。

5、日常监管

在质押期间，质押资产监管人负责对质押资产进行日常监管，公司应协助质押资产监管人履行监督义务，按照质押资产监管人的要求提供便利条件和相关信息。日常监管的内容包括质押比率的持续计算、质押资产的权属变动情况、设定质押权的变动情况。

公司为“17 金旗 01”担保质押的中天金融股票仍为 14,250 万股，达到预警条件时，中天金融前 20 个工作日的收盘价的算术平均值不高于 3.56 元/股；达到追加担保条件时，中天金融前 20 个工作日的收盘价的算术平均值不高于 3.34 元/股。

综合分析，金世旗控股以其合法拥有的中天金融股票为“17 金旗 01”提供的质押担保，仍具有很强的增信作用。但根据质押资产置换条款，在上述债券存续期间，公司可以申请用中天金融限售股票分别置换为其担保已质押的中天金融股票，若该质押资产置换发生，将对质押资产的流动性产生较大影响；大公将对对该事项是否发生保持持续关注。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响仍较大，行业仍面临结构性调整压力。公司旗下子公司城投集团是贵州省主要房地产开发企业之一，仍拥有较强的品牌优势及区域竞争优势，在贵州省内仍具有较强的土地获取能力，土地储备仍充足。2018 年，公司金融业务规模增加，为公司收入及利润提供一定补充；公司经营性现金流由净流出转为净



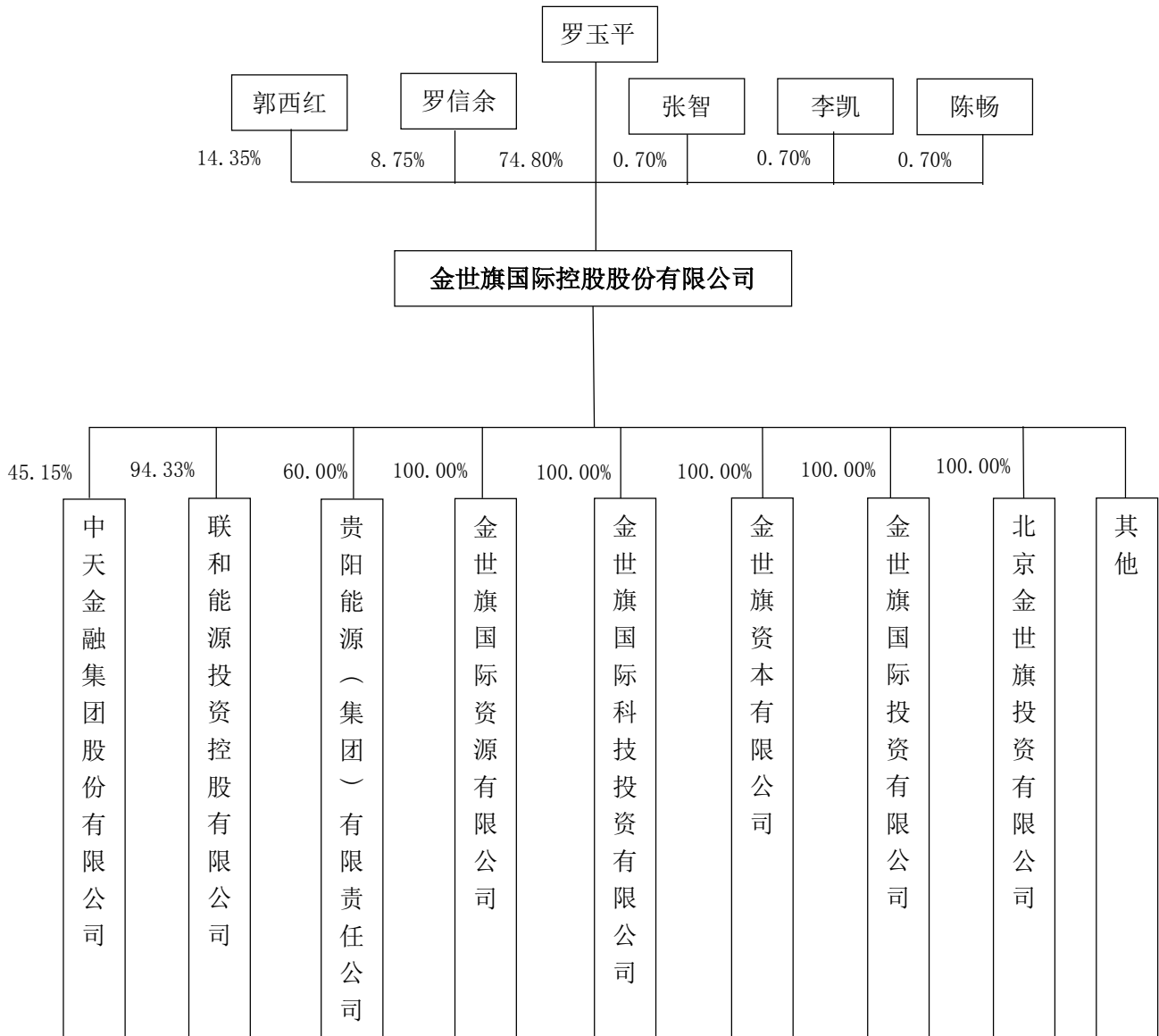
流入,融资渠道较为多元,融资规模较大,流动性偿债来源结构有待进一步改善。受房地产业务规模缩减影响,主营业务盈利能力有所下降,期间费用仍对公司利润形成一定挤压,且本部债务负担很大且盈利能力仍很弱;随着未来项目开发的不断进行及子公司重大资产重组股权收购,公司仍面临较大资金支出压力;公司对中天金融等子公司股权质押比率较高,受限资产规模较大对资产流动性产生一定不利影响。金世旗控股以其合法拥有的中天金融部分股票为“17 金旗 01”提供质押担保,仍具有很强的增信作用;在“17 金旗 01”存续期间,若公司用持有的中天金融限售股票置换已质押的中天金融股票,将对质押资产的流动性产生较大影响。

综合分析,大公对公司“17 金旗 01”信用等级维持 AA+,主体信用等级维持 AA,评级展望维持稳定。



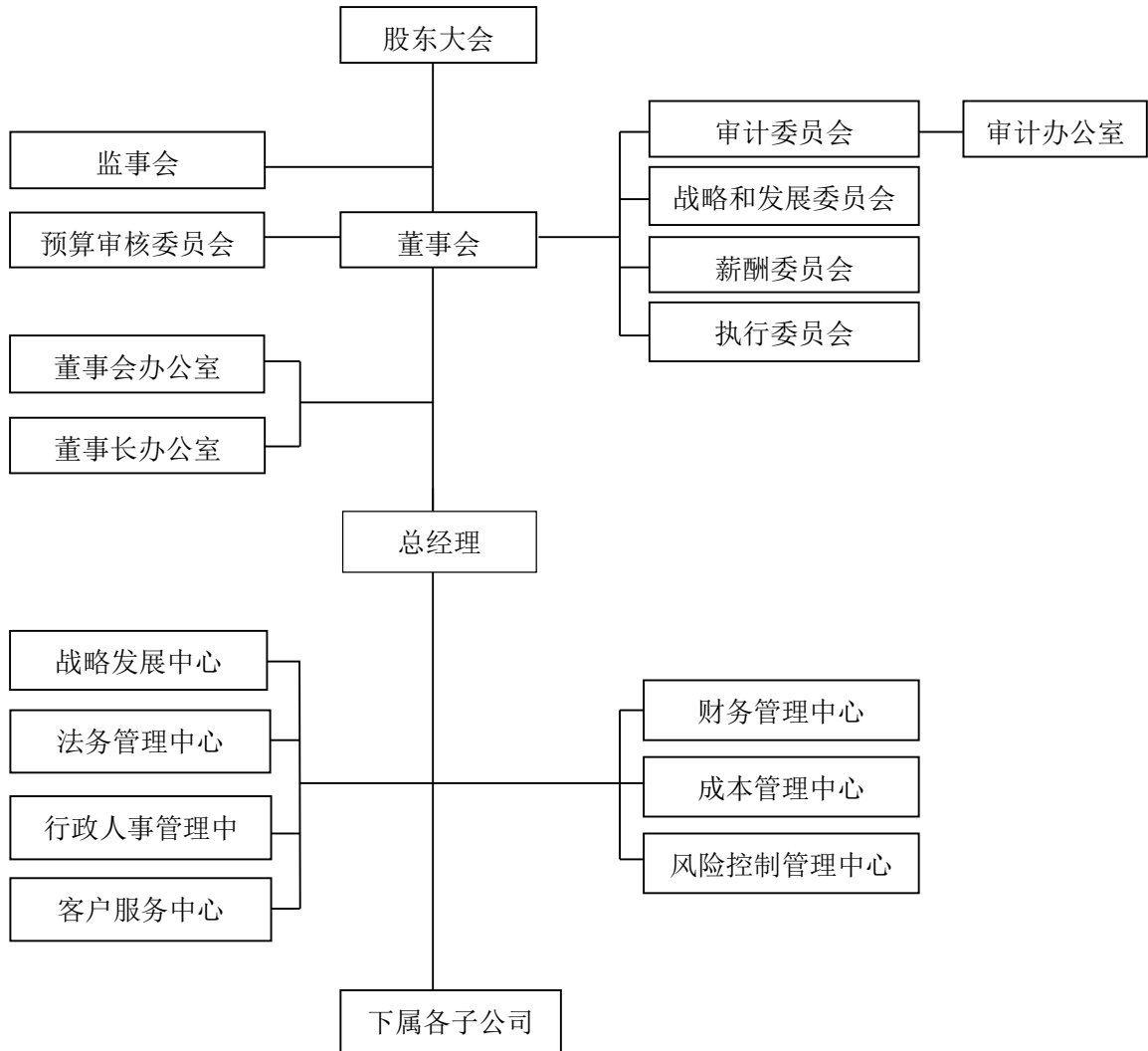
附件 1 公司治理

1-1 截至 2018 年末金世旗国际控股股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2018 年末金世旗国际控股股份有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 金世旗国际控股股份有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2018 年	2017 年 (重列)	2016 年
资产类			
货币资金	498,375	895,388	1,088,612
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	759,319	789,152	506,644
交易性金融资产	-	-	-
应收票据及应收账款	582,646	457,180	253
其中:应收账款	582,563	450,558	259,027
其他应收款 ¹¹	547,964	259,280	146,937
存货	3,346,037	3,634,255	3,354,060
应收分保合同准备金	362,098	43	-
流动资产合计	6,204,696	6,283,462	5,497,543
可供出售金融资产	1,861,971	2,326,574	586,141
发放贷款和垫款	578,000	608,000	-
长期股权投资	680,448	83,560	422,650
投资性房地产	95,412	50,285	38,388
固定资产	368,021	373,180	371,640
商誉	525,839	544,434	275,650
递延所得税资产	225,536	160,873	25,964
其他非流动资产	1,053,176	602,899	238,099
非流动资产合计	5,688,688	5,220,926	2,274,974
资产合计	11,893,384	11,504,388	7,772,517
占资产总额比 (%)			
货币资金	4.19	7.78	14.01
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6.38	6.86	6.52
交易性金融资产	-	-	-
应收票据及应收账款	58.26	45.72	-
其中:应收账款	58.25	45.06	25.90
其他应收款	4.61	2.25	1.89

¹¹ 按照新会计准则列表要求，2017 年末及 2018 年末，公司其他应收款包括应收股利、应收利息和其他应收款，2016 年末其他应收款为采用原会计准则数据。



2-2 金世旗国际控股股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
占资产总额比 (%)			
存货	28.13	31.59	43.15
流动资产合计	52.17	54.62	70.73
可供出售金融资产	15.66	20.22	7.54
发放贷款和垫款	4.86	5.28	-
长期股权投资	5.72	0.73	5.44
投资性房地产	0.80	0.44	0.49
固定资产	3.09	3.24	4.78
商誉	4.42	4.73	3.55
其他非流动资产	8.86	5.24	3.06
非流动资产合计	47.83	45.38	29.27
负债类			
短期借款	522,235	832,310	702,497
应付票据及应付账款	536,778	667,761	569,440
其中：应付账款	484,533	615,761	569,440
预收款项	905,091	797,126	682,372
其他应付款 ¹²	1,584,325	650,208	333,223
保户储金及投资款	745,901	1,628,665	-
应付分保账款	354,167	55	-
保险合同准备金	980,549	647,178	-
一年内到期的非流动负债	1,096,844	921,551	429,889
流动负债合计	6,996,607	6,316,929	2,957,268
长期借款	2,519,734	2,367,096	2,199,843
应付债券	597,255	1,495,579	1,605,075
长期应付款	440,944	23,950	466
非流动负债合计	3,616,083	4,015,841	3,922,853
负债合计	10,612,690	10,332,771	6,880,120
占负债总额比 (%)			
短期借款	4.92	8.06	10.21
应付票据及应付账款	5.55	6.96	9.44
其中：应付账款	5.06	6.46	8.28
预收款项	8.53	7.71	9.92
其他应付款	14.93	6.29	4.84

¹² 按照新会计准则列表要求，2017 年及 2018 年末公司其他应付款包括应付股利、应付利息和其他应付款，2016 年末其他应付款为采用原会计准则数据。



2-3 金世旗国际控股股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
占负债总额比 (%)			
保户储金及投资款	7.03	15.76	-
保险合同准备金	9.24	6.26	-
一年内到期的非流动负债	10.34	8.92	6.25
流动负债合计	65.93	61.13	42.98
长期借款	23.74	22.91	31.97
应付债券	5.63	14.47	23.33
非流动负债合计	34.07	38.87	57.02
权益类			
实收资本（股本）	30,000	30,000	30,000
资本公积	2,106	-	-
盈余公积	-	-	-
未分配利润	-119,075	-77,150	-64,680
归属于母公司所有者权益	-68,934	-9,666	10,711
少数股东权益	1,349,628	1,181,283	881,687
所有者权益合计	1,280,694	1,171,617	892,397
损益类			
营业总收入	1,866,337	1,755,105	1,971,549
其中：营业收入	1,461,184	1,608,010	1,957,898
已赚保费	153,442	-429	-
手续费及佣金收入	51,159	24,872	13,521
金融业投资收益	138,308	90,592	-
金融业公允价值变动收益	4,518	17,901	-
营业成本	1,018,097	978,242	1,301,876
手续费及佣金支出	33,734	4,025	2,162
退保金	59,632	5,614	-
赔付支出净额	121,098	7,647	-
提取保险合同准备金净额	-28,688	-12,292	-
税金及附加	111,849	150,906	149,869
销售费用	48,707	53,374	44,812
管理费用	90,330	82,326	70,121
财务费用	365,160	285,899	172,302
业务及管理费	-	-	-
资产减值损失	25,551	29,946	17,550



2-4 金世旗国际控股股份有限公司（合并）主要财务指标

(单位：万元)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
损益类			
投资收益/损失	167,340	14,652	8,274
营业利润	67,416	132,585	213,812
营业外收支净额	-13,752	-3,018	-55
利润总额	53,664	129,567	213,757
所得税费用	18,391	23,239	48,598
净利润	35,273	106,328	165,159
归属于母公司所有者的净利润	-41,925	-12,470	5,817
占营业总收入比 (%)			
营业成本	64.87	56.06	66.14
税金及附加	5.99	8.60	7.60
销售费用	2.61	3.04	2.27
管理费用	4.84	4.69	3.56
财务费用	19.57	16.29	8.74
业务及管理费	-	-	-
投资收益/损失	8.97	0.83	0.42
营业利润	3.61	7.55	10.84
营业外收支净额	-0.74	-0.17	0.00
利润总额	2.88	7.38	10.84
所得税费用	0.99	1.32	2.46
净利润	1.89	6.06	8.38
归属于母公司所有者的净利润	-2.25	-0.71	0.3
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	211,229	-323,515	58,429
投资活动产生的现金流量净额	847,926	-316,470	-1,278,710
筹资活动产生的现金流量净额	-1,396,384	466,499	1,471,936



2-5 金世旗国际控股股份有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
主要财务指标			
EBIT	379,464	418,836	411,313
EBITDA	421,755	452,581	444,423
总有息债务	4,807,073	5,692,332	5,017,202
毛利率 (%)	30.32	39.16	33.51
营业利润率 (%)	3.61	7.55	10.84
总资产报酬率 (%)	3.19	3.64	5.29
净资产收益率 (%)	2.75	9.08	18.51
资产负债率 (%)	89.23	89.82	88.52
债务资本比率 (%)	78.96	82.93	84.90
长期资产适合率 (%)	86.08	99.36	211.66
流动比率 (倍)	0.89	0.99	1.86
速动比率 (倍)	0.41	0.42	0.72
保守速动比率 (倍)	0.15	0.21	0.37
存货周转天数 (天)	1,234.12	1,285.87	920.59
应收账款周转天数 (天)	99.64	72.77	35.62
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.17	-6.98	1.76
经营性净现金流/总负债 (%)	2.02	-3.76	0.95
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.40	-0.82	0.19
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.72	1.07	1.32
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	0.80	1.15	1.42
现金比率 (%)	7.12	14.17	36.81
现金回笼率 (%)	129.01	93.99	75.27
担保比率 (%)	35.41	37.12	63.03



2-6 金世旗国际控股股份有限公司（本部）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
资产类			
货币资金	8,296	122,237	110,805
其他应收款	323,343	92,864	202,961
流动资产合计	379,575	280,617	395,529
长期股权投资	1,009,569	814,267	624,076
非流动资产合计	1,162,309	906,783	735,693
资产总计	1,541,884	1,187,400	1,131,221
负债类			
其他应付款	919,133	286,689	259,166
一年内到期的非流动负债	157,133	187,200	200
流动负债合计	1,346,858	1,114,357	852,744
长期借款	49,400	49,600	314,088
应付债券	328,351	129,917	29,763
非流动负债合计	383,504	187,280	353,429
负债合计	1,730,362	1,301,636	1,206,173
权益类			
实收资本（股本）	30,000	30,000	30,000
盈余公积	984	984	984
未分配利润	-236,718	-168,507	-134,667
所有者权益合计	-188,477	-114,236	-74,951
损益类			
营业收入	0	19	158
管理费用	2,403	1,068	1,187
财务费用	67,093	58,189	66,139
投资收益	13,118	43,998	42,592
营业利润	-68,211	-33,840	-39,993
利润总额	-68,211	-33,840	-41,993
净利润	-68,211	-33,840	-41,993
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	432,869	17,535	160,655
投资活动产生的现金流量净额	-282,762	-28,908	22,574
筹资活动产生的现金流量净额	-264,049	22,805	-105,508



附件 3 各项指标的计算公式¹³

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
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. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

¹³ 营业利润率和应收账款公式中的营业收入 = 营业收入 + 利息收入 + 手续费及佣金收入 + 投资收益 (金融业务) + 汇兑收益 + 公允价值变动收益 (金融业务)。



23. 可变现资产= $\min(\sum \text{资产科目} \times \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = $\text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
27. 流动性来源 = $\text{期初现金及现金等价物余额} + \text{未使用授信额度} + \text{外部支持产生的现金流净额} + \text{经营活动产生的现金流量净额}$
28. 流动性损耗 = $\text{购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出} + \text{到期债务本金和利息} + \text{股利} + \text{或有负债 (确定的支出项)} + \text{其他确定的收购支出}$



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	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。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。