



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2020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
偿债来源与负债平衡
担保分析
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SDB【2020】114 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
二〇二〇年六月二十九日





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+	2019.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019	2018	2017
总资产	1,339.89	1,189.34	1,150.44
所有者权益	130.86	128.07	117.16
总有息债务	539.01	480.71	569.23
营业总收入	217.24	186.63	175.51
营业收入	131.04	146.12	160.80
净利润	4.36	3.53	10.63
经营性净现金流	130.78	21.12	-32.35
毛利率	32.61	30.32	39.16
总资产报酬率	2.60	3.19	3.64
资产负债率	90.23	89.23	89.82
债务资本比率	80.46	78.96	82.93
EBITDA 利息保障倍数(倍)	0.97	0.80	1.15
经营性净现金流/总负债	11.52	2.02	-3.76

注: 公司提供了 2019 年财务报表, 信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2019 年财务报表进行了审计, 出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年数据采用 2019 年审计报告中对 2018 年的追溯调整数据。

评级小组负责人: 弓艳华

评级小组成员: 曹媛

电话: 010-67413300

传真: 010-67313555

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“中天城投”)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, 且通过加强土地一二级联动开发, 土地获取成本较低, 公司保险板块收入继续增加, 市场地位整体稳步提升; 同时公司房地产业务仍存在一定区域集中风险, 公司在建、拟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, 保险业务结构与渠道稳定性较差, 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, 但受中天金融股价震荡影响, “17金旗01”担保质押比例呈现波动趋势, 截至 2020 年 6 月 24 日, 质押比例略高于预警线, 未来仍存在一定补质押需求。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司子公司中天城投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;
- 子公司中天城投在贵州省内具有较强的土地获取能力, 通过加强土地一二级联动开发, 土地获取成本较低;
- 2019 年以来, 由于分红型保险规模增幅较大, 公司保险板块收入继续增加, 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:

- 房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响，行业仍面临结构性调整压力；
- 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、拟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，以及中天金融收购华夏人寿股权事项尚存在一定不确定性；
- 2019 年以来，保险产品结构中分红型保险占比极高，业务渠道主要依赖于银行兼业代理，业务结构与渠道稳定性较差；
- 公司受限资产规模较大，且持有的中天金融等子公司股权质押比率较高，资产流动性一般；
- 公司债务负担很重，其中短期偿债压力较大，本部资产负债率极高，债务负担很大；
- 公司本部盈利能力较弱，收入和利润主要来自中天城投；
- 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；受中天金融股价震荡影响，“17 金旗 01”担保质押比例呈现波动趋势，截至 2020 年 6 月 24 日，质押比例略高于预警线，未来仍存在一定补质押需求，大公将对以上事项保持持续关注。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《房地产企业信用评级方法》，版本号为 PF-FDC-2020-V. 3. 1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	4.84
（一）宏观环境	5.03
（二）行业环境	4.50
（三）区域环境	5.00
要素二：财富创造能力（58%）	4.79
（一）产品与服务竞争力	4.59
（二）盈利能力	5.19
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	4.46
（一）债务结构	6.36
（二）流动性偿债来源	4.61
（三）清偿性偿债来源	1.75
调整项	-0.15
主体信用等级	AA

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

评级历史关键信息

主体评级	债项简称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	17 金旗 01	AA+	2019/06/27	王鹏、曹媛、柳远征	大公房地产企业信用评级方法	点击阅读全文全文
AA/稳定	17 金旗 01	AA+	2017/01/03	潘誉彬、王鹏、王桐桐	大公评级方法总论（修订版）	点击阅读全文全文
AA/稳定	-	-	2016/10/27	潘誉彬、王鹏、王桐桐	大公评级方法总论（修订版）	点击阅读全文全文



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。



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

因 2017 年及 2018 年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，2019 年 5 月“17 金旗 01”在深圳证券交易所暂停上市，并于 2019 年 10 月恢复交易。

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

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，因 2017 年及 2018 年公司归属于母公司所有者的净利润连续两年为负，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”暂停上市一定程度上影响了存续债券的流动性。2019 年 10 月 22 日，公司发布《金世旗国际控股股份有限公司关于“17 金旗 01”在深圳证券交易所进行协议转让的公告》称：经深交所同意，“17 金旗 01”于 2019 年 10 月 24 日在深交所以协议交易方式进行转让。

2020 年 1 月 16 日，公司发布《“17 金旗 01”回售结果公告》称：“17 金旗 01”本次回售数量 253 万张，回售金额 2.53 亿元。同时，公司决定于 2020 年 1 月 21 日至 2020 年 2 月 24 日按照相关规定办理回售债券的转售，拟转售债券数量不超过 253 万张。2020 年 3 月 6 日，公司发布《金世旗国际控股股份有限公司关于“17 金旗 01”相关交易安排的公告》称：“17 金旗 01”将于 2020 年 3 月 9 日起在深交所以集中竞价交易方式和协议交易进行转让。同日，公司发布《“17 金旗 01”债券转售结果公告》称，本期债券完成转售数量 253 万张，转售平均价格为 100.00 元/张，其中通过手工过户形式转售 253 万张。本次转售实施完毕后，“17 金旗 01”剩余托管数量为 300 万张，即剩余本金 3.00 亿元。



发债主体

金世旗控股系罗玉平等自然人于 2006 年 7 月 13 日投资设立的股份有限公司，成立时注册资本为 1.00 亿元，分期出资，实收资本为 0.20 亿元，实际控制人为罗玉平¹。2006 年 7 月 19 日，公司实收资本增加 0.80 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，2016 年 5 月 17 日，公司进行股权变更，股东曾红、龚梅分别与郭西红签署《股权转让协议》，约定曾红和龚梅二人分别将其持有公司 0.133% 和 0.067% 的股份转让给郭西红，转让后郭西红合计持有公司 14.35%。截至 2019 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；注册地址在贵州省贵阳市国家数字内容产业园 2 层 210。

公司主要从事房地产开发和销售业务，另涉及保险、投资银行及基金等金融业务，以及进行矿产资源、旅游产业、绿色产业的投资和管理等，其中房地产业务是公司收入和利润的主要来源，业务主要集中在贵州省贵阳市。2016 年以来，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。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，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；2019 年，公司继续推进中天国富证券有限公司（以下简称“国富证券”）经营资质申请、贵安银行股份有限公司筹建、友山基金管理有限公司（以下简称“友山基金”）公募牌照申办和华夏人寿保险股份有限公司（以下简称“华夏人寿”）重大资产重组等事宜。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”）。“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。

截至 2019 年末，公司合并范围一级子公司共计 11 家，其中中天金融于 1994 年在深圳证券交易所上市，公司持有中天金融股份数为 323,406.32 万股，占中天金融总股本比例为 46.17%，截至 2020 年 6 月 6 日，公司持有中天金融股份数为 323,406.32 万股，已累计质押中天金融 232,524.77 万股，占其持有中天金融

¹ 自然人罗玉平、罗信余、曾红和龚梅分别持有公司 62.00%、20.00% 和 2.00% 和 1.00% 股权，陈畅、张智和李凯等 3 名管理层合计持有公司 15.00% 的股权。



股份数的 71.90%，占中天金融总股本的 33.19%，质押比率较高。中天金融及其子公司主要负责房地产开发业务以及保险、投资银行及基金等金融业务，是公司重要的经营主体。2017 年 4 月，中天金融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 2017 年 1 月成立的中天城投，中天城投成为公司房地产业务经营主体，作为贵州省主要房地产开发企业之一，其在贵阳市市场占有率较高，品牌及区域竞争优势很强，根据中国房地产业协会和上海易居房地产研究院中国房地产测评中心联合评选为“2020 中国房地产开发企业百强”排行榜中，中天城投位列 80 位，同时还荣获 2020 中国房地产开发企业区域运营 10 强。金融板块方面，国富证券是投资银行业务的主要运营主体，中天金融直接持有其 94.92% 的股权；中融人寿保险股份有限公司（以下简称“中融人寿”）是人身保险板块的主要运营主体，中天金融二级子公司贵阳金控和三级子公司联合铜箔（惠州）有限公司（以下简称“联合铜箔”）合计持有其 36.36% 股份。

中天金融于 2018 年 3 月 10 日确认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”）出售中天城投 100.00% 股权，交易价格为 246.00 亿元，股权过渡期损益由金世旗产投承担及享有，2018 年 4 月 27 日，上述转让股权的股东变更工商登记手续办理完成；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）签署的股权受让协议和资产转让协议，其中涉及中天城投股权转让款 246.00 亿元按原路径返还金世旗产投，金世旗产投将所持中天城投 100.00% 股权过户给中天金融。截至 2019 年末，中天金融已全部退还给金世旗产投股权转让款。

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。2020 年 6 月 10 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。

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 2020 年 6 月 3 日，公司本部无不良信贷记录；截至 2020 年 6 月 3 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 460.00 万元。截至本报告出具日，公司本部在公开债券市场发行多期债务融资工具，已到期债务融资工具均已按时还本付息，未到期债务融资工具均已按时付息。

偿债环境

我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，我国经济中长期高质量发展走势仍不会改变；房地产行业调控政策趋严，房地产行业融资渠道不断收紧，2019 年全国商品房销售面积和销售金额增速均有所放缓；我国房地产行业集中度持续提升，领军企业竞争优势进一步增强，中小型房企未来或将面临一定压力。

（一）宏观政策环境

2019 年，我国经济增速放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年一季度受新型冠状病毒肺炎疫情影响，经济增速转负，但自 3 月起主要经济指标降幅收窄，预计在逆周期调节政策的带动下，经济将会恢复增长，同时我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

2019 年，我国国内生产总值为 99.09 万亿元，增速 6.1%，在中美贸易摩擦和经济结构调整的大形势下保持较快增速。其中，社会消费品零售总额同比增加



8.0%，增速同比回落 1 个百分点，但消费对经济的拉动作用依然强劲；固定资产投资额同比增长 5.4%，增速同比回落 0.5 个百分点，整体保持平稳态势，高技术制造业投资增速较快；进出口总额同比增长 3.4%，增速同比回落 6.3 个百分点，显示出中美贸易摩擦和全球贸易保护主义的负面影响。规模以上工业增加值同比增长 5.7%，增速同比回落 0.5 个百分点，显示出工业生产经营在内外需求疲软的影响下有所放缓。分产业来看，2019 年第一产业、第二产业增加值分别同比增长 3.1%、5.7%，第三产业增加值同比增长 6.9%，GDP 占比达 53.9%，第三产业增速和占比均超过第二产业，产业结构进一步优化。

在宏观经济政策方面，2019 年我国继续实行积极的财政政策，持续加大减税降费力度和财政支出力度，确保对重点领域和项目的支持力度，同时加强地方政府债务管理，切实支持实体经济稳定增长；继续执行稳健的货币政策，人民银行积极推动完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步疏通货币政策传导机制，加强逆周期调节，通过降准和公开市场操作增加市场流动性，资金供给相对充足，市场利率运行平稳。

2020 年一季度，受新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎疫情”）影响，我国国内生产总值（GDP）为 20.65 万亿元，同比下降 6.8%；其中，社会消费品零售总额、固定资产投资额、进出口总额、规模以上工业增加值同比分别下降 19.0%、16.1%、6.4%、8.4%。在国家统筹推进疫情防控和经济社会发展的政策引领下，经济社会发展大局稳定，2020 年 3 月消费、投资、进出口、生产等指标降幅相比前两个月明显收窄，3 月制造业采购经理指数（PMI）也达到 52%，跃升至荣枯线以上，同时经济结构继续优化，基础原材料产业和高技术制造业保持增长，新兴服务业和网上零售增势良好，贸易结构继续改善，居民销售价格涨幅回落，就业形势总体稳定，显示出我国经济的巨大韧性和健康活力。

2020 年一季度以来，针对新冠肺炎疫情和经济形势，我国进一步以更大的宏观政策力度对冲新冠肺炎疫情影响，实施更加积极有为的财政政策和更加注重灵活适度的货币政策。在财政政策方面，我国政府进一步落实减税降费政策，2020 年一季度政策举措加上 2019 年政策翘尾因素为企业累计减负 1.6 万亿元，已起到减轻企业和个人负担、调动民间投资积极性、促进经济稳增长和结构调整的重要作用；同期，财政部已提前下达 1.8 万亿元的地方政府专项债额度，二季度将会再下达 1 万亿元的地方政府专项债额度，这将对老旧小区改造、传统基础设施和新兴基础设施建设投资、传统产业改造升级、战略性新兴产业投资等有效投资的扩大发挥重要作用。通过提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，财政政策将真正发挥稳定经济的关键作用。在货币政策方面，人民银行运用降准、降息、再贷款、再贴现等多种政策工具持续保持流



动性合理宽裕，把资金用到支持实体经济特别是小微企业上；继续坚持深化市场利率改革，不断完善 LPR 形成机制，同时引导 LPR 和中期借贷便利（MLF）持续下调；2020 年一季度各项贷款增加 7.1 万亿元，达到季度最高水平。综合来看，考虑到我国经济体量和整体运行情况，尤其通胀水平回落，政策边际空间充足，提质增效的财政政策和灵活精准的货币政策在坚持不搞大水漫灌的同时，能够促进我国经济平稳健康运行。

2020 年突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，一季度的经济负增长是我国自 1992 年有季度统计以来的首次负增长，显示出当前经济形势的极不寻常，国际经济下行压力也增加了年内经济的不确定性。但是，我国经济已经转向中高速、高质量发展的新常态，在新一轮科技革命和产业变革的加速演进下，在逆周期调节政策的有力支持下，创新型经济将加速供给侧改革、产业升级和产业结构优化，区域协调发展战略和对外开放力度也将不断加大，预计“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”和“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”政策目标将会实现，我国经济基本面也将继续长期向好发展。

（二）行业环境

2019 年以来，房地产政策调控总基调“住房不炒”不断被重申，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险；近年来，房地产行业融资渠道不断收紧，房企面临一定的融资压力。

房地产行业是政策敏感度极高的行业，尤其当政策调整涉及信贷、金融利率、住房结构及土地时，都会对行业供需产生影响。2018 年 12 月，住房和城乡建设工作会议和中央经济会议在京召开，确定 2019 年房地产政策调控的主体基调为坚持“住房不炒”，以“稳”为主，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，坚持因城施策、分类指导，落实城市主体责任。2019 年 4 月，中共中央政治局会议重申房地产调控总基调，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。2019 年 7 月，中共中央政治局会议在坚持总基调的基础上，提出不将房地产作为短期刺激经济的手段。2019 年 12 月，中央经济工作会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。2019 年以来，我国房地产政策主体基调不变，且不断被重申，房地产行业始终面临一定的宏观调控等政策风险。

融资方面，2019 年，房地产开发企业到位资金整体保持高位，资金规模达 17.9 万亿元，同比增长 7.6%，同比提高 1.2 个百分点，增幅有所扩大。从境内债券市场来看，2019 年我国房地产企业发行债券规模合计 3,627.35 亿元，同比



下降 9.20%，平均票面利率为 5.58%，同比下降 0.80 个百分点。2019 年 7 月 12 日，国家发展改革委发布的《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》明确，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，房企海外债资金用途受限。

但受新冠肺炎疫情影响，国内融资环境有所宽松，2020 年 1~3 月，房企发债规模 1,218.17 亿元，同比增长 2.58%，平均票面利率为 4.46%，同比降低 1.09 个百分点。从境外债券市场来看，2019 年国内房地产企业发行海外债共 239 支，同比增加 94 只，融资规模 781.42 亿美元，同比增长 63.85%，平均票面利率为 8.85%，同比增加 1.18 个百分点，其中票面利率超过 10.00% 的有 86 只，同比增加 63 只。同时，2020 年 3 月以来，国外新冠肺炎疫情不断蔓延，在全球流动性收缩、风险偏好收紧等背景下，美元债展期或新增融资将面临困难。2020 年 1~3 月，国内房地产企业发行海外债共 78 只，同比增加 12 只，发行规模 279.23 亿美元，同比仅增长 3.15%。

整体来看，2019 年房地产行业境内融资渠道不断收紧，房企海外债规模不断增加，融资成本有所上升；2020 年受新冠肺炎疫情影响，部分房企可能由境外融资转为境内融资，但房企仍将面临一定的融资压力。

随着房地产行业调控政策趋严，2019 年以来，全国商品房销售面积和销售金额增速均有所下滑；受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度全国商品房销售面积和销售金额等指标增速均转为负值。

随着中央坚持“房住不炒”的定位，以及各地密集出台的限购限售等政策，2018 年 7 月开始销售面积和销售金额增速有所下降。2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，销售金额 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速同比均有所下降。

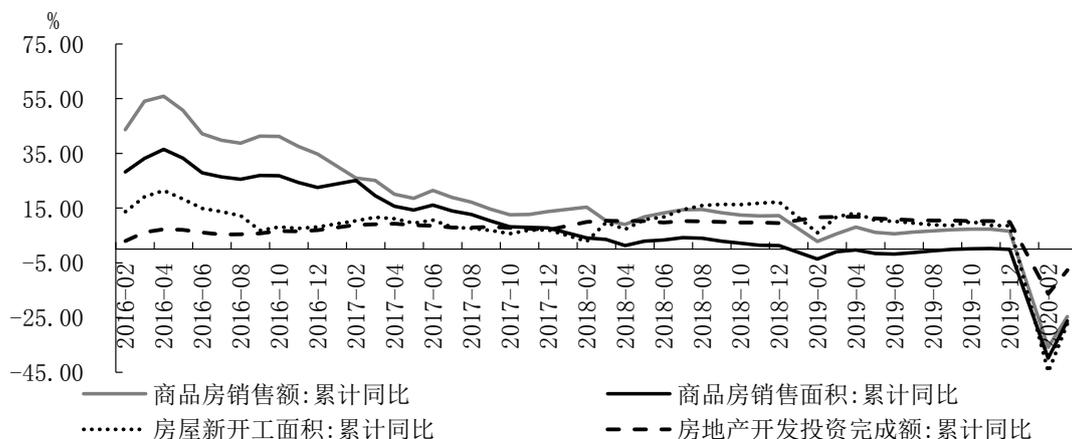


图 1 2016 年 2 月至 2020 年 3 月我国房地产市场商品房销售面积等变化情况

数据来源: Wind



开发投资方面,2019年,全国房地产开发投资13.22万亿元,同比增长9.90%,其中,住宅投资9.71万亿元,住宅投资占房地产开发投资的比重为73.45%;土地成交价款1.47万亿元,同比下降8.7%;房屋新开工面积达到22.71亿平米,同比增长8.50%,增速放缓。

受新冠肺炎疫情的影响,2020年2月,全国商品房销售金额和销售面积增速分别为-35.90%和-39.90%,房屋新开工面积增速为-44.90%,房地产开发投资完成额增速为-16.30%,同比均大幅下降,3月各指标均有所好转,但增速仍为负值。

我国房地产行业集中度持续提升,领军企业竞争优势进一步增强,中小型房企未来或将面临一定压力。

随着行业成熟度的不断提升,我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化,领军企业竞争优势也愈发明显。从行业集中度来看,2019年以来,房地产企业销售金额集中度和销售面积集中度继续提升。2019年,品牌房地产企业业绩规模继续增长,碧桂园、万科地产和恒大地产仍位于前三强,其中碧桂园以7,715.30亿元位居销售金额第一位;销售金额过千亿的房地产企业数量达到34家,同比增加4家。

在项目建设方面,大型房地产企业在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣,同时部分企业向房屋建筑领域的延伸有助于进一步降低建安成本,提升产品质量。由于大型房地产企业在项目选择、销售和建设方面均有较强的控制力,具备良好的业务发展基础。因此,预计未来3~5年,强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度,中小型房企未来或将面临一定压力。

表2 2016~2019年中国房地产企业权益销售金额集中度情况²(单位:%)

级别	2019年	2018年	2017年	2016年
TOP10企业	21.43	21.27	19.58	15.88
TOP30企业	35.65	35.09	31.00	24.38
TOP50企业	43.47	43.27	37.35	29.71
TOP100企业	52.97	53.55	46.17	38.32

数据来源:克而瑞研究中心

受新冠肺炎疫情影响,2020年一季度房地产市场成交压力较大;融资审批流程可能会放宽,但“房住不炒”总基调不变;本次新冠肺炎疫情对房企一季度开工、销售带来较大的不确定性,需加强关注现阶段高杠杆房企的债务偿还风险。

在新冠肺炎疫情的影响下,房地产行业最先受到影响的指标可能为销售和新开工。截至2020年2月3日,已经有超过110个城市发布了应对新冠肺炎疫情

² 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额;面积集中度=企业销售面积/统计局公布的全国商品房销售面积。



关于房地产方面的政策，主要内容为建议或要求商品房售楼部和房产中介门店暂停营业和建筑工地不早于 2 月 9 日复工或新开工。随着售楼处的关闭、中介机构的暂停营业，2020 年一季度房地产市场成交压力较大。鉴于历史上一季度的销售和开工占比较小，伴随新冠肺炎疫情的结束以及购房需求的延后，后续销售和新开工或可恢复。

从政策走势上来看，受新冠肺炎疫情的影响，房地产调控政策在企业融资审批流程环节上可能会有所放宽，但预计“房住不炒”的总基调不会变，各地继续因城施策。

对于房企而言，本次新冠肺炎疫情对房企销售回款产生影响，而销售回款是房企最重要的开发资金来源，短期内充足的货币资金最为重要，销售及回款的走弱意味流动性紧张，房企拿地及新开工将更为谨慎，或将影响全年可售资源。此外，2020 年，房企到期需要偿还的信用债规模超过 3,500 亿元，较为集中的债务期限，以及较大的偿债规模，使得 2020 年房企整体偿债压力较大，行业处于偿债高峰期，本次新冠肺炎疫情对房企一季度开工和销售带来较大的不确定性，需加强关注现阶段可售资源较少、高杠杆房企债务偿还风险。

（三）区域环境

2019 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；贵阳地区房地产市场总体仍呈平稳发展态势。

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。2019 年，贵阳市经济社会发展总体平稳、稳中提质，全市实现地区生产总值 4,039.6 亿元，同比增长 7.4%，城镇常住居民人均可支配收入 38,240.0 元，比上年增长 8.9%，农村常驻居民人均可支配收入 17,275.0 元，同比增长 10.4%，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。2019 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。

从贵州省商品房销售情况来看，据贵州省统计局公布数据显示，2019 年，贵州省房地产开发投资同比增长 27.30%，其中住宅投资增长 33.40%，商品房销售面积 5,323.31 万平方米，同比增长 2.70%，商品房销售额 3,183.57 亿元，同比增长 9.00%。2020 年 1~3 月贵州房地产开发投资完成额为 600.60 亿元，同比增长 6.70%；2020 年 1~3 月贵州商品房销售面积为 903.70 万平方米，商品房销售额为 505.50 亿元。国家统计局公布的 2020 年 4 月份 70 个大中城市房价变化情况显示，2020 年 4 月，贵阳市新建商品住宅销售价格同比增长 1.30%，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，2019 年以来，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毛利润继续下降；金融业务收入规模继续增加，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，其中因住宅类和商业类产品结转规模减少，房地产业务收入占营业总收入比重持续下降，但维持在 50%以上，利润占非金融业务毛利润的比重保持在 102%以上，仍是公司收入和利润的主要来源；随着保险等金融业务规模快速拓展，金融业务对公司营业总收入贡献度明显提升。2019 年，公司营业总收入同比增加 16.40%至 217.24 亿元。

**表 3 2017~2019 年公司营业总收入及毛利润情况（单位：亿元、%）**

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入	217.24	100.00	186.63	100.00	175.51	100.00
营业收入（非金融）	131.04	60.32	146.12	78.29	160.80	91.62
房地产	109.55	50.43	129.60	69.44	149.81	85.36
其中：住宅类	49.19	22.64	55.22	29.59	56.61	32.25
商业类 ³	60.36	27.78	74.38	39.85	93.20	53.10
能源	5.15	2.37	4.62	2.47	2.82	1.61
其他业务	16.34	7.52	11.90	6.38	8.17	4.65
毛利润（非金融）	42.73	100.00	44.31	100.00	62.98	100.00
房地产	43.62	102.08	46.66	105.30	61.74	98.04
其中：住宅类	19.22	44.98	18.49	41.73	21.67	34.41
商业类	24.40	57.10	28.16	63.56	40.07	63.63
能源	1.90	4.45	2.47	5.58	1.06	1.69
其他业务	-2.79	-6.53	-4.82	-10.88	0.18	0.28
毛利率（非金融）	32.61		30.32		39.16	
房地产	39.82		36.00		41.21	
其中：住宅类	39.07		33.49		38.28	
商业类	40.42		37.86		43.00	
能源	36.89		53.54		37.59	
其他业务	-17.07		-40.50		2.15	

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司非金融类营业收入为 131.04 亿元，同比减少 10.32%，非金融类毛利润为 42.73 亿元，同比下降 3.57%，毛利率同比增加 2.29 个百分点，其中房地产业务收入占比超过 83%，仍是公司非金融类营业收入和利润的最主要来源。从具体板块看，受结转的住宅类和商业类地产项目规模缩减影响，2019 年，房地产开发营业收入和毛利润继续下降，同比分别下降 15.47% 和 6.52%，毛利率同比增加 3.82 个百分点，主要是结算均价提高所致。能源板块以褐煤销售和新能源产品为主，2019 年其营业收入同比增长 11.47%，主要是因为褐煤销量增长所致，毛利润同比下降 23.08%，毛利率同比减少 16.65 个百分点，主要是因为褐煤平均成本上涨，但销售均价下降所致；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、建设管理收入以及教育服务等，2019 年，得益于与地产相配套的物业管理和教育服务业务快速发展，公司其他业务板块营业收入和毛利润保持同比增长，毛利率仍保持亏损，主要是因为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，

³ 商业类地产包括公寓、商场、写字楼、车库车位与学校及其他。



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 4 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司金融业务收入及支出情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融业务收入	27.91	100.00	86.20	100.00	40.52	100.00	14.71	100.00
其中：已赚保费	20.81	74.58	52.83	61.29	15.34	37.87	-0.04	-0.29
利息收入	0.29	1.02	9.45	10.96	5.75	14.20	1.44	9.79
手续费及佣金收入	1.17	4.18	7.34	8.52	5.12	12.63	2.49	16.91
公允价值变动收益	1.83	6.56	-2.23	-2.59	0.45	1.12	1.79	12.17
投资收益	3.81	13.67	18.81	21.82	13.83	34.14	9.06	61.59
金融业务支出	23.44	100.00	60.77	100.00	19.97	100.00	0.56	100.00
其中：手续费及佣金支出	1.85	7.89	5.52	9.08	3.37	16.90	0.40	72.09
利息支出	0.10	0.43	0.37	0.61	0.71	3.57	-	0.00
退保金	0.25	1.07	-30.77	-50.63	5.96	29.87	0.56	100.57
赔付支出净额	1.73	7.38	7.95	13.08	12.11	60.65	0.76	136.98
提取保险合同准备金净额	18.41	78.55	76.00	125.06	-2.87	-14.37	-1.23	-220.19

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司实现金融业务收入 86.20 亿元，同比增加 45.68 亿元，占营业总收入比重为 39.68%，同比增加 17.97 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 37.49 亿元、2.22 亿元和 4.98 亿元，但公允价值变动收益同比由盈利 0.45 亿元转为亏损 2.23 亿元；随着业务扩展，金融业务利润规模继续扩大，对公司营业总收入利润贡献提升明显。

（一）房地产业务板块

子公司中天城投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。

公司子公司中天城投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，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。根据中国房地产业协会和上海易居房地产研究院中国房地产测评中心联合评选为“2020 中国房地产开发企业百强”排行榜中，中天城投位列 80 位，同时还荣获 2020 中国房地产开发企业区域运营 10 强。

**表 5 2019 年及 2020 年 1~3 月中天城投主要财务指标（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
2020 年 1~3 月	586.82	60.72	22.07	29.06	5.48	-4.33
2019 年	563.97	60.10	101.48	25.11	20.75	-29.33

数据来源：根据公司提供资料整理

公司房地产业务主要集中在贵州省贵阳市，2019 年以来，公司在贵阳市商品房销售面积仍保持在 25%左右，在贵阳市房地产市场占有率较高；同时，公司先后开发了“中天花园”、“中天世纪新城”等住宅类项目和“中天未来方舟”、“贵阳国际金融中心”等大型城市综合体项目，在贵阳地区建立了知名度很高的“中天”品牌并形成了很强的区域竞争优势。

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。2019 年，公司通过代管代建、品牌合作、存量合作开发、房地产子基金、社区 O2O 等方式，继续推动“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。截至 2020 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。

同时公司还配置了物业管理等业务，采用自建自管的模式，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。

2019 年以来，受主要开发项目进入尾期影响，公司房地产项目新开工和销售规模均继续减少，结算规模有所下降；公司业务区域仍主要集中在贵阳市，存在一定的区域经济波动及政策调整带来的经营风险。

公司房地产业务新开工面积和竣工面积仍继续减少，2019 年新开工面积和竣工面积同比分别减少 51.06%和 11.31%，主要是因为 2017 年以来贵阳国际金融中心和未来方舟项目进入建设中后期，年度新开工及竣工规模减少，同时公司未来重点开发的拟建项目贵铝电解铝老工业区改造共享项目和云岩区延安东路延伸线建设及周边片区棚户区城中村低效用地再开发项目均处于开发初期阶段，截至 2020 年 3 月末，贵铝电解铝老工业区改造共享项目已经完成地上建筑的拆迁工作，公司计划于 2020 年 7 月签署土地出让合同，并分批陆续办理土地证；云岩区延安东路延伸线建设及周边片区棚户区城中村低效用地再开发项目一期已启动拆迁安置工作。同期，公司房地产签约销售面积和金额同比分别减少 55.48%和 23.40%，主要是因为住宅类和商业类物业达到结转条件的规模下降，销售均



价同比增长 72.06%，主要是因为 2018 年大幅增加车库车位类配套物业销售导致当期销售均价下降所致，销售回款率为 65.22%，同比减少 5.78 个百分点。2019 年，结算面积为 158.50 万平方米，同比下降 14.33%，结算金额受竣工面积减少继续下降。2020 年 1~3 月，受春节假期和新冠肺炎疫情影响，公司项目无法正常复工，新开工面积和竣工面积同比有所下降，销售也主要集中在 2020 年 1 月份完成，销售均价同比基本保持一致，销售金额同比下降 57.07%。截至 2020 年 3 月末，公司已售未结算商品房项目面积及金额分别为 217.04 万平方米和 206.72 亿元，同比虽显著减少，但仍为未来收入提供一定支持。

表 6 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司商品房销售情况

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	11.70	73.53	150.23	250.54
竣工面积（万平方米）	- ⁴	169.59	191.21	326.76
销售面积（万平方米）	15.28	124.85	280.44	222.25
销售均价（元/平方米）	11,354.71	12,280.04	7,137.00	8,421.11
销售金额（亿元）	17.35	153.31	200.15	187.16
销售回款比例（%）	50.08	65.22	71.00	70.00
结算面积（万平方米）	32.83	158.50	185.01	183.80
结算金额（亿元）	19.39	109.55	129.60	149.81
已售未结算面积（万平方米）	217.04	234.59	526.31	430.88
已售未结算金额（亿元）	206.72	209.73	479.67	409.12

数据来源：根据公司提供资料整理

销售方面，公司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），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。

⁴ 2020 年 1~3 月受春节假期和新冠病毒疫情影响，公司无竣工项目。

**表 7 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司房地产销售地区构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
贵州	19.34	99.74	109.31	99.78	129.49	99.91	149.54	99.82
江苏	0.05	0.26	0.24	0.22	0.11	0.09	0.27	0.18
合计	19.39	100.00	109.55	100.00	129.60	100.00	149.81	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从区域销售情况来看，2019 年以来，公司房地产销售区域仍主要集中在贵州省的贵阳地区，占比仍超过 99%，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，但公司已缴纳土地款的土地储备有限。

公司土地主要通过招拍挂方式取得，小部分土地为划拨，多为土地一、二级联动开发，通过大盘滚动开发、协议招标、协议受让等方式可以提前锁定大量土地。

表 8 截至 2020 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
中天未来方舟	贵阳市	4.60	25.18	住宅、商业	已全额缴纳土地款	100.00
贵阳国际金融中心	贵阳市	21.69	104.00	住宅、商业、办公	已全额缴纳土地款	100.00
贵阳人剧	贵阳市	5.65	70.85	办公、公寓、商业	已全额缴纳土地款	100.00
白岩脚保障房	遵义市	3.69	8.08	公租房	暂未划拨	100.00
中天泸州项目	泸州市	5.32	20.42	住宅、商业	已缴纳部分土地款	51.00
贵铝电解铝老工业区改造共享项目	贵阳市	94.82	396.24	住宅、商业、办公	暂未挂地	70.00
云岩区延安东路延伸线建设及周边片区棚户区城中村低效用地再开发项目	贵阳市	269.34	1,773.30	住宅、商业、办公	暂未挂地	100.00
合计	-	405.11	2,398.07	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年末，公司共拥有未开发土地储备面积 405.11 万平方米，同比减少 30.91%，储备规划建筑面积 2,398.07 万平方米，其中，已缴纳土地款的土地储备面积 37.26 万平方米，占土地储备面积比例为 9.20%，储备规划建筑面积 220.45 万平方米，占总储备规划建筑面积比例为 9.19%，已缴纳土地款的土地储



备有限；公司整体储备中贵阳市占比很高，且其规划建筑面积规模较大，贵阳市外项目土地储备面积占比 2.22%，继续下降，除贵铝电解铝老工业区改造共享项目以及中天泸州项目外其余所有项目均为全产权持有。

同时，公司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“十二五”保障性安居工程建设框架协议书》，允许中天金融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。“十二五”期间，中天金融⁵通过子公司中贵阳房开和中天城投集团城市建设有限公司（以下简称“城建公司”）在贵州省完成各类保障性安居工程，截至 2020 年 3 月末该框架协议仍持续有效。截至 2020 年 3 月末，公司完成保障性安居工程建设面积 144.41 万平方米，已投资 41.73 亿元，分别是已于 2017 年 3 月竣工交付的云岩渔安、安井回迁安置居住区 E 组团（公租房组团）项目，该项目实现施工建设面积约 30 万平方米，以及白岩脚保障房项目，该项目规划总建筑面积为 146.24 万平方米，截至 2020 年 3 月末，项目已完工 114.41 万平方米，完工程度为 78.24%，公司计划于 2021 年正式竣工。同时，公司拟于 2020 年启动云岩区延安东路延伸线建设及周边片区棚户区城中村低效用地再开发项目，该项目已被列为省级棚改重点项目。

表 9 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月公司房地产成本构成（单位：亿元）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年	
平均成本(元/平方米)	3,758.50	3,831.32	4,353.68	4,775.05	
开发建设成本	征地拆迁	1.55	8.52	9.41	11.13
	前期工程	1.13	4.43	7.32	8.43
	建安工程	6.50	39.73	52.75	59.51
	基础设施	1.56	4.52	6.92	7.87
	配套设施	0.58	1.35	2.94	3.35
	其他	1.05	7.38	2.18	3.29
销售费用	广告费用	0.17	1.41	1.36	2.30
	销售策划代理费	0.01	0.04	0.05	0.77
经营税金及附加	0.14	0.95	1.46	2.62	
经营期利息	5.43	18.50	23.24	22.06	
土地增值税	1.08	9.20	9.41	12.17	

数据来源：根据公司提供资料整理

楼面价方面，由于公司土地获取时间主要集中在 2009 年至 2013 年期间，因此土地购置成本较低。截至 2019 年末，公司平均楼面地价⁶为 797.95 元/平方米，同比有所提升，主要是因为公司 2019 年新增未来方舟 J 区、B 区等 4 块土地储

⁵ 中天金融于 2017 年 4 月将包括贵阳房开及城建公司在内的 29 家子公司股权一并划转至公司，因此上述两家子公司所承接的保障性安居工程业务不受股东变更的影响。

⁶ 平均楼面价格从 2010 年开始累计计算。



备所致。由于公司前期拿地较多，且土地多为一、二级联动开发，整体平均楼面地价较低，具有应对市场波动的定价空间。

公司房地产项目通过事前、事中及事后管控全过程管理控制成本，其开发建设成本中建安成本占比较高，主要是贵阳市地形地貌导致开发建设成本较高所致。2019 年，公司房地产平均成本同比下降 12.00%，主要是本期新开工面积缩减所致，同时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利润空间。

公司房地产项目多采用大盘滚动开发模式，周期较长，地产政策以及供需的不确定性对房地产去化进程产生一定不利影响，但其产品业态较为丰富，可一定程度缓解经营的不确定性；公司在建及拟建项目投资规模仍较大，面临较大的资金支出压力，且部分项目法律手续尚未办理齐全。

公司在建房地产项目主要位于贵州省贵阳市南明区、云岩区和观山湖区，且大部分为大盘滚动开发，整体周期较长，地产政策以及供需的不确定性对房地产去化进程产生一定不利影响，但由于公司采用建设城市综合体的方式，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，可一定程度缓解经营的不确定性。

表 10 截至 2020 年 3 月末公司在建房地产项目开发情况（单位：万平方米、亿元）

项目	类型	开发时间	预计总投资	已投入	剩余投资金额	规划建设面积	已售面积	剩余可售面积
在建项目已办理土地证部分								
中天未来方舟	商业、住宅	2011 ~ 2024	662.72	430.18	232.54	1,445.70	684.70	393.18
贵阳国际金融中心	办公、商业、住宅	2013 ~ 2023	198.10	163.60	34.50	486.32	311.61	142.04
白岩脚保障房	公租房	2011 ~ 2021	40.79	34.64	6.15	146.24	104.97	14.07
中天泸州项目	住宅、商业	2019 ~ 2024	93.92	10.89	83.03	201.61	-	201.61
中天悦曦府	商业、住宅	2018 ~ 2022	47.19	17.50	29.69	34.38	-	26.50
小计	-	-	1,042.72	656.81	385.91	2,314.25	1,101.28	777.40
在建项目尚未获得土地证部分								
珠海横琴项目	办公、商业、公寓	2019 ~ 2023	53.29	15.16	38.13	22.15	-	15.12
小计	-	-	53.29	15.16	38.13	22.15	-	15.12
合计	-	-	1,096.01	671.97	424.04	2,336.40	1,101.28	792.52

数据来源：根据公司提供资料整理



截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产项目为 6 个，在建项目预计总投资额为 1,096.01 亿元，已投入 671.97 亿元，未来预计需投入 424.04 亿元，资金支出压力仍较大。

公司在建项目剩余可售面积较大，但已办理土地证部分有限，部分土地法律手续尚未办理齐全。截至 2020 年 3 月末，公司在建项目中已办理土地证的剩余可售面积为 777.40 万平方米。在建项目中，中天未来方舟 J 区项目仍是公司近期重点开发项目，该项目剩余投资金额 232.54 亿元，占在建项目剩余投资金额比重最大，为 54.84%。

表 11 截至 2020 年 3 月末公司拟建房地产项目情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元、%）

项目名称	类型	开发时间	预计总投资	楼面地价	规划总建筑面积	可售面积	法律手续
贵阳人剧	办公、公寓、商业	2020~2026	32.02	1,817.47	70.85	52.00	已签订土地出让合同，正在办理土地证
贵铝电解铝老工业区改造共享项目	住宅、商业、办公	2019~2026	260.00	暂未挂地	396.24	276.16	-
云岩区延安东路延伸线建设及周边片区棚户区城中村低效用地再开发项目	住宅、商业、办公	2020~2030	1,140.85	暂未挂地	1,773.30	1,284.33	-
总计	-	-	1,432.87	-	2,240.39	1,612.49	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司拟建项目共计 3 个，全部位于贵阳市地区，总规划建筑面积为 2,240.39 万平方米，可售面积为 1,612.49 万平方米，其中云岩区延安东路延伸线建设及周边片区棚户区城中村低效用地再开发项目开发周期为 10 年，预计总投资 1,140.85 亿元，占拟建项目总投资比重最大，为 79.62%。由于上述拟建项目均为一二级联动开发模式，截至 2020 年 3 月末，公司所有拟建项目法律手续均在办理中，尚未办理齐全。

（二）能源业务板块

2019 年以来，公司褐煤和蒸汽等清洁能源产品收入同比继续增加，但整体规模仍很小；公司能源项目未来预计投资金额较大，公司仍面临大规模资金支出压力。

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，开展以煤炭销售及新能源产品业务为主的能源业务，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。2019年5月21日，云南国能获得云南省弥勒市夸竹矿区山心村500万吨露天煤矿安全生产许可证，主要产品为褐煤；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“年产300万吨的精细水煤浆生产线项目”以及“年产300万吨的精细水煤浆生产线项目”和“年产10万吨的高纯硅微粉项目”。

表 12 2018 年及 2019 年云南国能主要财务指标（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	15.34	61.73	4.68	19.89	1.25	0.55
2018 年	15.74	69.73	4.10	26.45	1.06	1.34

数据来源：根据公司提供资料整理

公司矿井主要位于贵州省及云南省内，截至2019年末，公司共拥有3个煤矿、3个锰矿和1个硅石矿，其中在产矿井为弥勒市夸竹矿区山心村500万吨露天煤矿和龙里县-贵定县大坪矿区18万吨露天硅石矿，但硅石矿尚未开采生产；而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。2019年，云南国能褐煤产量为504.00万吨，同比增长21.73%，产能进一步释放。

表 13 截至 2019 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	16
赫章县野马川煤矿	29,751	探转采阶段	180	-
威宁县疙瘡营煤矿	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

2019年，受行业市场环境的影响，褐煤销售均价同比下降25.54%，但销量同比增长21.73%，为504.00万吨，受此影响，褐煤销售收入继续增长至4.67亿元；公司水煤浆以精细水煤浆为主，按订单生产和销售，同期，由于大客户厂址搬迁后不再适合使用水煤浆作为燃料，需求的减少导致水煤浆销量同比下降65.71%，同时受天然气价格下跌影响，水煤浆平均售价同比下降15.91%，因而水



煤浆的销售收入同比下降 71.43%，至 0.02 亿元；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，2019 年蒸汽销售收入为 0.26 亿元，同比增长 4.00%，主要是因为销量继续增长所致，蒸汽平均售价与成本因煤炭价格上涨均逐年递增，同比分别增长 3.31% 和 1.73%。

表 14 2017~2019 年公司能源产品销售情况

项目		2019 年	2018 年	2017 年
褐煤	销量（万吨）	504.00	414.02	259.28
	平均售价（元/吨）	92.50	124.22	93.68
	平均成本（元/吨）	32.13	27.00	33.00
	销售收入（亿元）	4.67	4.42	2.08
水煤浆	销量（万吨）	0.24	0.70	0.84
	平均售价（元/吨）	885.37	1,052.93	1,015.09
	平均成本（元/吨）	762.75	704.22	655.72
	销售收入（亿元）	0.02	0.07	0.09
蒸汽	销量（万吨）	10.92	10.54	10.04
	平均售价（元/吨）	242.07	234.31	223.98
	平均成本（元/吨）	237.68	233.63	202.54
	销售收入（亿元）	0.26	0.25	0.22

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，公司能源项目未来预计投资金额较大，公司仍面临大规模资金支出压力。截至 2019 年末，该项目已完成初步设计审查，项目司令图完成约 75%，公司正在开展主厂区内电力线路改迁工作和项目施工 PC 合同谈判，以及有序推进该项目场地平整准备工作。

（三）保险业务

2019 年，保险板块增长较快，收入规模大幅增加，公司盈利能力有所提升，市场地位整体稳步提升；但保险产品结构中分红型保险占比极高，业务渠道仍主要依赖于银行兼业代理，业务结构与渠道稳定性较差。

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 2020 年 3 月末，中融人寿注册



资本为 13.00 亿元，其中贵阳金控⁷、中润合创投资有限公司、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。2019 年，中融人寿营业收入规模大幅增加，为 76.79 亿元，同比增长 45.54 亿元，其中已赚保费为 52.84 亿元，同比增长 37.48 亿元，公司盈利能力有所提升，市场地位整体稳步提升。

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，原中国保监会分别于 2016 年 1 月及 2 月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，于 2017 年 5 月 24 日下发通知解除其不得增加股票投资的监管措施。

表 15 2018~2019 年中融人寿营业收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
已赚保费	52.84	68.81	15.36	49.16
保险业务收入	80.59	104.95	50.78	162.52
减：分出保费	27.75	36.14	35.42	113.36
提取未到期责任准备金	-0.00	-0.00	0.00	0.00
投资收益	21.51	28.01	13.59	43.50
公允价值变动收益	-0.01	-0.01	1.52	4.88
其他收入	2.40	3.13	0.76	2.44
营业收入	76.79	100.00	31.24	100.00

注：其他收入包括政府补助、手续费返还、资产处置收益、汇兑收益、佣金收入等。

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 11 月 4 日，因未如实记录保险业务事项，中国保险监督管理委员会北京市银保监局对中融人寿保险股份有限公司北京分公司开出罚款 10.00 万元的行政处罚，相关负责人合计被罚 2.00 万元，累计罚款 12.00 万元。2019 年 11 月 22 日，中国银保监会公布行政监管措施决定书（〔2019〕33 号、34 号、35 号），中融人寿因 2019 年二季度末其他金融资产占上季末总资产的 25.03%，违反了《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》的有关规定；中国银保监会表示，自接到行政监管措施决定书之日起中融人寿不得新增其他金融资产投资。截至到本报告出具日，中融人寿已将整改报告报送监管机构，并按照监管要求停

⁷ 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（以下简称“清华控股”）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，截至 2019 年末，贵阳金控已向清华控股支付了股权收购款 20.00 亿元，但本次股权收购最终完成尚需中国银保监会批准。



止新增其他金融资产投资，后续待监管批准后，将恢复相关业务。中融人寿在 2019 年第四季度人寿保险公司偿付能力排名第 58 位，人民银行反洗钱监管评级由 BB 级提升至 BBB 级。

表 16 2017~2019 年及 2020 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	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分红型保险	15.95	76.61	74.78	92.79	47.68	93.89	-	-
传统型保险	4.87	23.39	5.81	7.21	3.10	6.11	35.30	100.00
保险业务收入合计	20.81	100.00	80.59	100.00	50.78	100.00	35.30	100.00
保户投资款新增交费	9.02		79.22		20.76		16.12	

注：中融人寿 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

2019 年以来，由于分红型保险规模增幅较大，中融人寿保险业务收入同比增长 58.59%；同时，中融人寿保险业务结构继续以分红型保险为主，分红型保险占比极高，万能险业务规模占比很小，业务结构稳定性较差。2019 年，中融人寿主要险种为中融融兴旺两全保险（分红型）和中融吉年如意年金保险，其中中融融兴旺两全保险（分红型）保费收入为 43.34 亿元，同比下降 6.29%，中融吉年如意年金保险保费收入 27.06 亿元，同比增长 24.03 亿元，合计占保险合同总收入的 87.42%。

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，2019 年及 2020 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%。2019 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纪⁸渠道，2019 年公司直销与网销合计对规模保费的贡献率为 0.02%，同比有所减少。

表 17 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月中融人寿保费收入渠道分布情况 (单位: 亿元、%)

项目		2020年1~3月	2019年	2018年	2017年
原保费	银行兼业代理	20.80	80.52	50.71	35.28
	经纪代理	0.01	0.05	0.00	-
	公司直销与网销	0.00	0.02	0.07	0.02
	小计	20.81	80.59	50.78	35.30
保户投资款新增交费	银行兼业代理	8.29	76.65	20.76	16.11
	经纪代理	0.70	0.02	0.00	-
	公司直销与网销	0.03	2.55	-	-
	小计	9.02	79.22	20.76	16.11

数据来源：根据中国银保监会资料整理

2019 年，中融人寿取得无担保债投资能力资格，原保费收入和规模保费收

⁸ 即天津投保经纪有限公司，为京东数字科技控股有限公司全资子公司。



入分别为 80.59 亿元和 159.81 亿元，同比分别增长 58.70%和 123.40%，公司盈利能力有所提升；同期，中融人寿营业利润为 0.54 亿元，同比由亏损转为盈利，净利润为 1.05 亿元，同比增加 0.92 亿元，盈利水平得到显著改善。

表 18 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月中融人寿保费收入市场竞争情况(单位:亿元,%)

项目	2020年1~3月	2019年	2018年	2017年
原保费收入	20.81	80.59	50.78	35.30
规模保费收入	29.84	159.81	71.54	16.12
原保费市场份额(寿险行业)	-	-	0.19	0.14
规模保费市场份额	-	-	-	0.16
原保费收入排名(寿险行业)	-	-	44	50
规模保费收入排名	-	-	-	51

数据来源:根据中国银保监会资料整理

受交易类(货币类)资产增加而引起的现有资产的预期现金流入增加以及当期优质资产的期末账面价值增加等因素影响,2019 年中融人寿综合流动性比率和流动性覆盖率大幅提升;随着业务快速拓展,公司偿付能力充足率继续降低,且仍处于较低水平。

由于中融人寿三个月内和一年内到期的交易类(货币类)资产增加,引起现有资产的预期现金流入增加,2019 年末,公司三个月内综合流动性比率和一年内综合流动性比例分别为 202.51%和 198.98%,同比增长 114.85 个百分点和 109.48 个百分点;必测情景一和必测情景二的流动性覆盖比例分别为 1,831.02%和 1,693.42%,同比分别增长 1,666.24 个百分点和 1,313.29 个百分点,主要是由于中融人寿当期优质资产的期末账面价值增加,该比例的分子优质资产从 29.00 亿增加至 49.00 亿;同时,由于 2019 年初公司存在中短存续的集中兑付,该比例的分母“未来一个季度的净现金流”自 17.70 亿下降至 2.50 亿所致。

表 19 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末中融人寿流动性情况(单位:%)

项目	2020年3月末	2019年末	2018年末	2017年末
综合流动性比率(三个月内)	196.54	202.51	87.66	122.63
综合流动性比率(一年内)	210.92	198.98	89.50	61.77
流动性覆盖率(必测情景一)	2,013.46	1,831.02	164.78	267.77
流动性覆盖率(必测情景二)	1,995.77	1,693.42	380.13	401.16

数据来源:根据中国银保监会资料整理

2019 年,随着公司业务的持续较快拓展,公司最低资本继续增长,偿付能力水平同比有所下降。截至 2019 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 131.00%,同比均下降 22.86 个百分点,虽满足监管要求,但仍处于较低水平。2020 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 132.00%。

**表 20 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末中融人寿偿付能力情况（单位：亿元，%）**

项目	2020年3月末	2019年末	2018年末	2017年末
认可资产	424.10	393.93	237.34	259.81
认可负债	393.50	365.56	216.65	238.49
最低资本	23.24	21.67	13.45	11.77
综合偿付能力充足率	132.00	131.00	153.86	181.17
核心偿付能力充足率	132.00	131.00	153.86	181.17

数据来源：根据中国银保监会资料整理

（四）其他金融业务

2019 年，子公司国富证券仍以手续费及佣金净收入为主，同时新增经纪及自营业务，对公司业务多元化发展形成一定支撑；同期，因手续费、佣金收入、投资收益及公允价值变动收益增加，国富证券扭亏为盈，对公司利润形成一定补充。

公司在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。

国富证券，原名海际证券有限公司，是中天金融证券业务的主要运营主体，2016 年 11 月，贵阳金控按 66.67% 持股比例认购国富证券新增资本 18.53 亿元，同时认购竞拍上海证券有限责任公司在上海联合产权交易所公开挂牌的国富证券 92,672 万元增资份额，2017 年 4 月贵阳金控将其持有的国富证券全部股权转让给中天金融，截至 2020 年 3 月末，中天金融持有国富证券 94.92% 股份；2019 年 8 月 22 日，国富证券收到《贵州证监局关于核准中天国富证券有限公司证券经纪、证券自营业务资格的批复》，继投资银行业务，国富证券可开展证券经纪和证券自营业务，未来业务结构将有所调整。2019 年 10 月 10 日，国富证券换发了“经营证券期货业务许可证”，可正式开展经纪及自营业务，同时国富证券计划继续申请包括资产管理业务等在内的新业务牌照。

表 21 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月国富证券主要财务情况（单位：亿元）

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末总资产	47.62	50.92	47.48	55.12
期末总负债	1.99	2.97	1.11	0.65
期末所有者权益	45.63	47.95	46.37	54.47
营业收入	-0.91	7.72	-2.79	3.95
净利润	-2.30	1.57	-7.41	0.51
净资本	41.83	44.73	41.39	43.86

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，2019 年，因手续费、佣金收入、投资收益及金融业公允价值变动收益增加，国富证券营业收入同比由亏损 2.62 亿元转成



7.72 亿元，同期，净利润同比由亏损 7.41 亿元转为 1.57 亿元，主要是收入增长及管理费用减少所致。

截至 2020 年 3 月末，国富证券已取得证监会核准批文的上市公司重大资产重组项目 4 单，在会审核的 IPO 项目 2 单、上市公司再融资项目 2 单，拟申报 IPO 项目（改制辅导备案）18 单，已取得证监会核准批文的公司债项目 2 单，已取得交易所无异议函的公司债项目 30 单，在交易所审核的公司债项目 6 单，在省发改委及以上审核的企业债券项目 5 单，各类项目储备数量丰富，并购重组业务过会数量行业排名第 8 位。在 2019 年中国证券监督管理委员会分类评级中，国富证券从 BBB 提升至 A 类评级。

表 22 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月国富证券营业收入构成情况（单位：万元，%）

项目	2020 年 1~3 月		2019 年		2018 年		2017 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	0.42	-46.10	4.30	55.70	1.90	68.23	1.47	37.27
其中：证券承销净收入	0.28	-30.94	1.88	24.31	0.92	32.86	0.60	40.89
保荐服务净收入	0.03	-3.57	0.12	1.58	0.08	2.98	0.03	2.05
财务顾问净收入	0.11	-11.57	2.30	29.81	0.90	32.39	0.81	55.14
利息净收入	0.04	-4.36	0.28	3.58	0.28	10.06	1.08	27.34
投资收益	0.51	-55.57	0.12	1.56	-0.44	-15.86	0.07	1.68
公允价值变动收益	-1.88	206.25	2.93	37.97	-4.67	-167.57	1.35	34.31
汇兑损益	-	-	-0.00	-0.06	0.02	0.70	-0.02	-0.60
营业收入	-0.91	100.00	7.72	100.00	-2.79	100.00	3.95	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

2019 年以来，子公司友山基金管理有限公司基金管理业务规模继续增长，盈利能力整体有所提升。

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 年末，友山基金注册资本为 2.07 亿元，实收资本为 2.02 亿元，中天金融持股比例仍为 70.00%。截至 2020 年 3 月末，友山基金总资产 51.63 亿元，保持增长；管理基金 81 支，基金管理规模为 408.70 亿元，基金管理业务规模继续较快增长。

**表 23 2017~2019 年及 2020 年 1~3 月友山基金经营情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 1~3 月	2019 年	2018 年	2017 年
期末总资产	51.63	50.87	48.53	44.81
期末总负债	48.97	48.22	46.21	42.52
期末所有者权益	2.66	2.65	2.32	2.28
营业收入	1.00	4.21	4.44	4.26
其中：管理费收入	0.08	0.35	0.33	0.19
投资咨询业务收入	0.01	0.19	0.49	0.72
公允价值变动损益	0.87	0.71	3.60	0.53
投资收益	0.01	2.96	0.04	3.13
净利润	0.01	0.11	0.04	0.25
总资产收益率	0.03	0.22	0.00	0.01
净资产收益率	0.52	4.20	0.02	0.11
期末基金管理规模	408.70	406.81	337.18	305.91
期末实缴基金规模	408.70	406.81	337.18	305.91
期末管理基金数量（支）	81	80	67	59
当期退出项目数量（支）	3	7	6	11

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年友山基金实现营业收入 4.21 亿元，同比略有减少，主要是因为投资咨询业务收入减少所致，净利润为 0.11 亿元，同比增加 0.07 亿元。2020 年 1~3 月，实现营业收入 1.00 亿元，公允价值变动收益 0.87 亿元，投资收益 0.01 亿元，净收益 0.01 亿元，整体盈利能力有所提升。

偿债来源与负债平衡

公司净利润规模有所增长，盈利能力略有提升，对利息的保障水平有所提升；融资渠道丰富，银行授信总额同比提高，对偿债来源形成一定补充；可变现资产中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。

（一）偿债来源

1、盈利

2019 年以来，公司利润水平有所增长，盈利能力略有提升，投资收益对利润影响有所减弱，但少数股东损益占净利润比重仍很高，且期间费用对公司利润仍形成一定挤压。

2019 年，受保费业务收入大幅增加影响，公司营业总收入继续增加，毛利率同比有所增长，主要是因为地产结算均价提高所致。

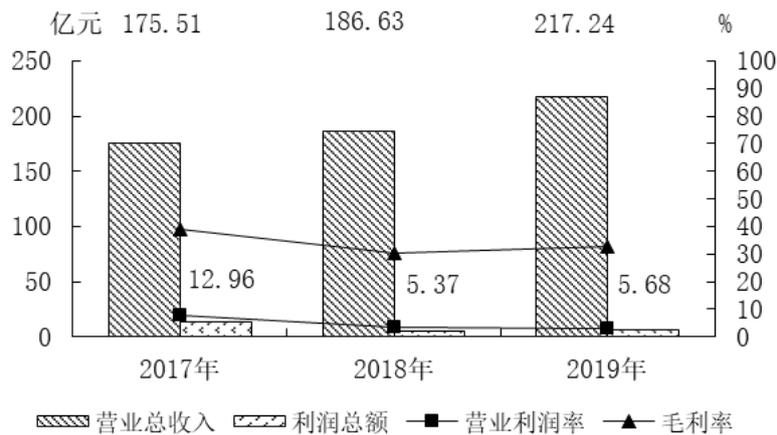


图 2 2017~2019 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年，公司期间费用仍以财务费用和管理费用为主，为 53.85 亿元，同比下降 11.77%，财务费用同比下降 21.85%，主要是由于利息支出所致，其中本期发生的利息支出以及现金折扣支出分别减少 3.42 亿元和 3.72 亿元；同期，业务及管理费为 14.00 亿元，同比大幅增加 31.82%，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受财务费用与管理费用下降的影响，同比减少 7.91 个百分点，公司期间费用控制能力有所提高，但规模仍较大，对公司利润有一定挤压。

表 24 2017~2019 年公司期间费用及占营业总收入比重（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
销售费用	3.92	4.87	5.34
管理费用	7.40	9.03	8.23
业务及管理费	14.00	10.62	3.66
财务费用	28.54	36.52	28.59
期间费用	53.85	61.04	45.82
期间费用/营业总收入	24.79	32.70	26.10

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常损益方面，2019 年，公司资产减值损失为 0.03 亿元，同比大幅减少 2.52 亿元，主要是因为本年未计提固定资产减值损失及可供出售金融资产减值损失所致；公允价值变动收益为 3.07 亿元，同比由负转正，主要是公司持有的交易性金融资产增值所致；公司投资收益主要以处置长期股权投资产生的投资收益为主，为 1.22 亿元，同比大幅减少 15.52 亿元，主要是因为 2018 年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，本期无此项所致。公司扣除投资收益后营业利润为 5.55 亿元，同比由负转正，投资收益对公司利润影响减弱，但仍对利润产生一定影响。

2019 年，公司营业利润为 6.77 亿元，同比小幅增长 0.39%；营业外收入为



0.22 亿元，同比下降 20.64%，主要是因为公司收到与企业日常活动无关的政府补助所致；营业外支出为 1.30 亿元，同比下降 21.11%，主要为非流动资产毁损报废损失以及捐赠支出减少所致；利润总额为 5.68 亿元，净利润为 4.36 亿元，同比分别增长 5.92%和 23.67%，随着公司营业总收入不断增加以及毛利率提升，公司利润水平有所提升，其中归属于母公司所有者净利润为-1.85 亿元，亏损额同比下降 55.82%，主要是因为中天金融本期净利润增加所致，少数股东损益继续减少，同比下降 19.50%，为 6.21 元，占净利润比重仍很高。同期，公司总资产报酬率同比减少 0.59 个百分点，为 2.60%，净资产收益率为 3.33%，同比增加 0.58 个百分点，公司整体盈利能力略有提升。

总体来看，2019 年以来，随着保费业务收入大幅增加，公司营业总收入不断增加，利润水平因地产生结算均价提高有所增长，公司整体盈利能力略有提升；投资收益对利润影响有所减弱，但少数股东损益占净利润比重仍很高，且期间费用对公司利润仍形成一定挤压。

2、现金流

2019 年以来，因中融人寿支付的保户储金及投资款减少，公司经营性现金流净流入额大幅增加；公司在建及拟建项目规模较大及子公司中天金融股权收购支出较多，公司未来仍将面临较大的资金支出压力。

2019 年，公司经营性净现金流为 130.78 亿元，净流入额同比大幅增加 109.66 亿元，主要因为中融人寿支付的保户储金及投资款同比减少所致；现金回笼率为 80.36%，同比减少 48.65 个百分点，现金回流速度明显下降。同期，公司投资性净现金流为-115.35 亿元，同比由净流入为净流出，主要是公司金融类子公司根据市场情况投资支付的现金增加所致。

表 25 2017~2019 年公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
经营性净现金流	130.78	21.12	-32.35
投资性净现金流	-115.35	84.79	-31.65
筹资性净现金流	-13.88	-139.64	46.65
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	3.19	0.40	-0.82
经营性净现金流/流动负债（%）	24.57	3.65	-6.98

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产项目预计总投资额为 1,096.01 亿元，未来预计仍需投入 424.04 亿元，拟建项目预计总投资 1,432.87 亿元，公司未来面临很大的资金支出压力；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。



3、债务收入

2019 年以来，由于偿还债务支付的现金减少，公司筹资性现金流净流出规模大幅下降，授信额度有所提高，融资渠道丰富，为公司获取土地及开展项目提供资金保障。

2019 年，公司筹资性现金流净流出 13.88 亿元，净流出同比下降 90.06%，主要是本期偿还债务支付的现金大幅减少所致。

表 26 2017~2019 年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
筹资性现金流入	180.83	188.76	225.88
借款所收到的现金	120.76	161.32	177.54
筹资性现金流出	194.70	328.40	179.23
偿还债务所支付的现金	150.62	277.23	134.83

数据来源：根据公司提供资料整理

公司债务融资渠道主要为银行借款、发行债券、信托借款、资产证券化以及海外融资等，2019 年末，公司银行借款、直接债务融资和信托借款融资占比分别为 47.22%、31.56%和 21.22%；融资成本方面，2019 年，公司整体平均融资成本为 8.62%，同比增长 1.08 个百分点，主要是受市场及整体融资环境的影响所致。银行授信方面，公司与国内多家银行保持良好合作关系，授信总额同比有所提高，截至 2019 年末，公司合并口径获得的银行授信总计 377.79 亿元，同比增加 29.73 亿元，已使用额度 296.89 亿元，未使用额度 80.91 亿元；此外公司子公司中天金融为 A 股上市公司，可充分利用资本市场进行融资。预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源将以银行借款为主，债务收入规模将保持在较高水平。

综上所述，2019 年以来，公司筹资性现金流净流出规模大幅下降，授信额度有所提高，融资渠道丰富，主要包括银行借款和发行债券等，直接和间接融资渠道畅通，为公司获取土地及开展项目提供资金保障。

4、外部支持

2019 年以来，公司获得的政府补助金额较小，对偿债来源贡献较弱。

公司外部支持主要为政府补助，且获得的政府补助规模较小，政府补助对偿债来源的贡献度较弱。2019 年以来，公司获得营业外收入中的政府补助 50.25 万元，且其他收益中的政府补助为 3,432.25 万元，合计为 3,432.25 万元，同比大幅减少 6,333.78 万元，主要是贵阳市产业扶持款减少所致，规模仍很小。



5、可变现资产

2019 末，公司资产规模有所增长，存货占比仍较高；公司应收类款项账龄较长，对资金仍形成一定的占用，同时存在一定的坏账风险；公司对持有的中天金融等子公司股份质押比重较高，仍对资产流动性产生一定不利影响。

2019 年末，公司总资产为 1,339.89 亿元，同比增长 12.66%，仍以流动资产为主，流动资产占比 59.84%，同比增长 7.67 个百分点。

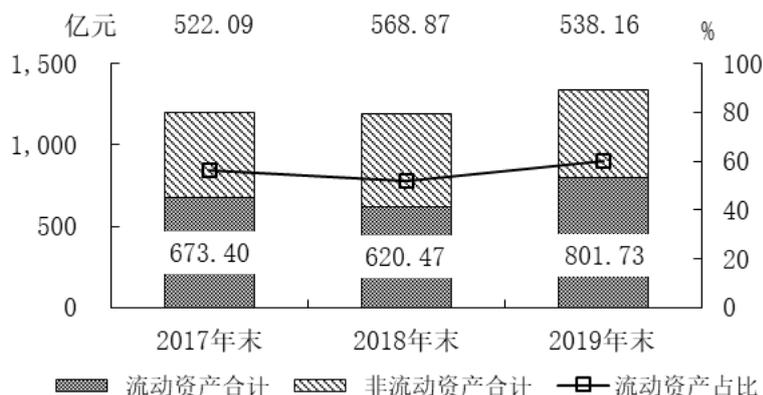


图3 2017~2019 年末公司资产构成情况

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、交易性金融资产、应收账款、货币资金及其他应收款等构成，其中存货占比仍较高。

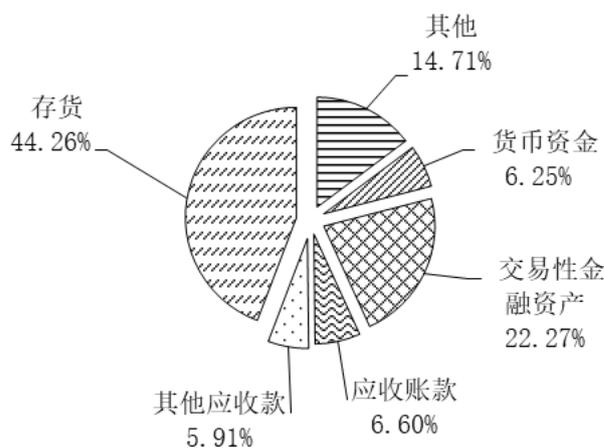


图4 截至2019 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司存货规模较大，主要由开发成本和已完工开发产品构成，2019 年末为 354.87 亿元，同比增长 6.06%，其中开发成本(包含土地开发、房屋开发和配套设施)为 267.34 亿元，同比增长 7.02%，占比仍较高，已完工开发产品为 86.32 亿元，同比小幅增长 2.96%；期末计提跌价准备 0.04 亿元，同比增长 0.03 亿元；



因银行借款抵押的存货 68.17 亿元，占存货总额的 19.21%，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，其主要集中在贵阳市，贵阳市房地产政策及经济情况等对其仍具有明显影响。同期，公司因执行新金融工具准则，对以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产进行重新分类，公司新增交易性金融资产 178.53 亿元，主要是对 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和部分可供出售金融资产重分类为交易性金融资产所致，其中债务工具投资 41.06 亿元，同比下降 25.10%，权益工具投资 136.65 亿元，同比增长 48.60%。

2019 年末，公司应收账款为 52.89 亿元，同比下降 9.21%，主要因为房地产业务按合同约定收回款增加所致，期末计提坏账准备 1.36 亿元；房地产等其他业务应收账款账面余额为 9.87 亿元，主要集中在一年以内，累计计提坏账准备 0.90 亿元；按应收账款按账龄分析，公司应收账款账龄主要集中在 1 年以内及 1~2 年，占应收账款比重分别为 11.30%和 78.10%，平均账龄较长，仍存在一定的坏账风险；此外，公司应收账款期末余额前五名合计金额为 40.12 亿元，占应收账款期末余额比重为 73.96%，集中度较高，相应计提的坏账准备期末余额为 0.00 元。同期，公司货币资金为 50.15 亿元，同比基本保持一致，其中银行存款 49.54 亿元，受限货币资金为 0.57 亿元，主要为司法冻结、按揭、投资等各类保证金，受限规模较小。公司其他应收款仍主要由金融资产转让款、往来款、万能险分保业务资产以及保证金及押金等构成，其中金融资产转让款和往来款占比较高，对资金仍形成一定的占用；2019 年末，公司其他应收款为 46.88 亿元，同比减少 10.06%，其中金融资产转让款、往来款以及保证金及押金分别为 11.96 亿元和 22.11 亿元，同比分别下降 25.82%和 21.61%，万能险分保业务资产为 5.04 亿元，同比增加 4.74 亿元；按其他应收款按账龄分析，公司其他应收款账龄主要集中在 1 年以内及 1~2 年，占其他应收账款比重分别为 37.90%和 32.17%，平均账龄较长，仍存在一定坏账风险，此外前五名其他应收款账面总额为 29.24 亿元，占其他应收账款总额的比例为 54.61%，分布较集中。

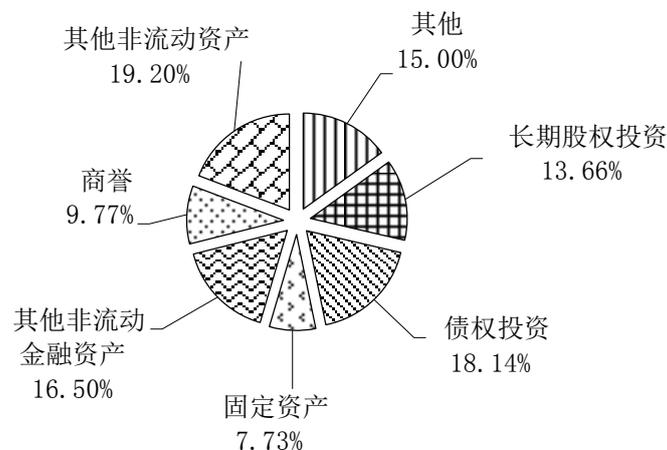
**表 27 截至 2019 年末公司其他应收账款前五名情况（单位：亿元、%）**

单位	性质	金额	账龄	占总额的比例	坏账准备
贵阳恒森房地产开发有限公司 ⁹	金融资产转让款/往来款	12.91	2 年以内	24.11	0.17
黔西南州久丰矿业(集团)有限公司	委托贷款	6.55	3~4 年	12.24	0.66
中国人寿再保险有限责任公司	万能险分保业务资产	4.80	1 年以内	8.97	-
深圳市德威佳汇资产管理有限公司	往来款	2.54	2 年以内	4.74	0.14
贵州瑜赛进丰房地产开发有限公司	往来款	2.44	1 年以内 /2~3 年	4.55	0.21
合计	-	29.24	-	54.61	1.17

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产运营效率来看，2019 年，公司存货周转天数为 1,405.32 天，存货周转效率有所下降，应收账款周转天数为 92.10 天，应收账款周转效率有所提升。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其他非流动资产、债权投资、其他非流动金融资产、长期股权投资、商誉和固定资产等构成。

**图 5 截至 2019 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

2019 年末，公司其他非流动资产为 103.30 亿元，以股权投资款为主，为 101.39 亿元，同比略有下降，主要包括公司收购中融人寿 10,000.00 万股股份¹⁰作价 20.00 亿元、向北京千禧世豪、北京中胜世纪支付华夏人寿保险股份有限公司

⁹ 应收贵阳恒森房地产开发有限公司款项 12.91 亿元，其中应收金融资产转让款 11.95 亿元，截至 2020 年 3 月末已全额收回。

¹⁰ 截至 2019 年 12 月 31 日，贵阳金控已经向清华控股支付了股权收购款 20.00 亿元。由于本次股权收购最终完成尚需中国银保监会批准，贵阳金控将其暂时作为其他非流动资产列报。



司股权转让价款定金 70.00 亿元¹¹、拟收购碧桂园地产集团有限公司下属公司控股的九华山庄集团股份有限公司的股权转让金、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。

2019 年末，受新金融工具准则转换影响，公司新增债权投资 97.64 亿元，其中信托计划为 62.93 亿元，同比增加 61.93%，债权计划为 26.10 亿元，同比基本保持一致；公司新增其他非流动金融资产 88.82 亿元，主要由债务工具和权益工具构成，其中债务工具为 26.00 亿元，同比下降 16.79%，权益工具为 62.82 亿元，同比增长 8.88%。同期，公司长期股权投资为 73.49 亿元，同比增长 8.00%，其中联营和合营企业的股权投资占比仍较高；公司商誉主要由国富证券和中融人寿的商誉构成，为 52.58 亿元，同比保持一致，固定资产为 41.58 亿元，同比增长 12.99%，仍以房屋建筑为主。

截至 2019 年末，公司受限资产为 107.45 亿元，同比继续下降 1.40%，占资产总额比例为 8.02%，占净资产的比例为 82.11%，同比小幅减少 2.99 个百分点，受限资产规模仍较大，对资产流动性造成一定影响。

表 28 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	受限部分	受限占账面价值比重	受限原因
存货	68.17	19.21	融资抵押
固定资产	21.44	51.55	融资抵押
交易性金融资产	12.58	7.05	融资抵押
投资性房地产	4.18	39.39	融资抵押
货币资金	0.57	1.14	保证金以及其他受限
应收股利	0.51	100.00	融资抵押
合计	107.45	-	-

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、贵阳能源集团瓮安磷（锰）业有限公司、金世旗国际资源有限公司等子公司股权进行质押融资，截至 2019 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仍较高；2020 年 6 月 6 日，中天金融发布《关于控股股东部分股份解除质押及质押延期购回的公告》称：公司将质押给恒丰银行股份有限公司无锡分行和申万宏源证券有限公司的部分股份办理了解除质押登记手续，截至 2020 年 6 月 6 日，公司持有中天金融股份数为 323,406.32 万股，已累计质押中天金融 232,524.77 万股，占其持有中天金融股份数的 71.90%，占中天金融总股本的 33.19%，质押比例仍很高，对资产流动性产生一定不利影响。

¹¹ 因该项股权交易方案尚未确定并需相关监管部门备案及审批，因此本集团将支付的定金暂列入本项目列报。

**表 29 截至 2019 年末公司受限子公司股权情况（单位：%）**

名称	持股比例	质押比率
中天金融	46.17	41.77
贵州大发旅游发展有限公司	53.80	53.80
贵州大发农业发展有限公司	80.00	80.00
国富证券	94.92	85.02
贵阳金控	100.00	46.36
联合铜箔（惠州）有限公司	100.00	100.00
贵阳中天企业管理有限公司	100.00	65.00
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

综合来看，2019 年以来，公司资产规模不断扩大，资产构成仍以流动资产为主，其中存货占比仍较高，但存货变现受销售区域主要集中在贵阳市的影响，存在一定区域波动风险，以及应收类款项账龄较长，对资金仍形成一定的占用，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。

公司偿债来源多样，其中 2019 年以来公司利润水平有所增长，经营性净现金流同比大幅增加，授信额度不断提高，融资渠道丰富，同时资产规模不断扩大，但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。

公司偿债来源主要包括盈利、现金流、债务收入及可变现资产。2019 年以来，随着保费业务收入大幅增加，公司营业收入有所增加，利润水平有所增长，公司整体盈利能力略有提升；公司经营性净现金流同比大幅增加，对负债和利息保障程度大幅提升，因金融类子公司根据市场情况投资支付的现金增加，公司投资性现金流同比由净流入为净流出，公司在建及拟建房地产项目较多，未来仍将有较大规模资金支出；债务收入方面，2019 年以来，公司筹资性净现金流保持净流出，而授信总额不断提高，融资渠道丰富，对公司偿债来源形成一定补充；可变现资产方面，2019 年以来，公司资产规模不断扩大，存货占比仍较高，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，且受限规模仍较高，公司对持有的中天金融等子公司股份质押比重较高，仍对资产流动性产生一定不利影响。

（二）债务及资本结构

2019 年末，公司负债总额不断增长，以非流动负债为主，非流动负债占比继续增长，资产负债率仍处于很高水平。

2019 年末，公司总负债为 1,209.03 亿元，同比增长 13.92%，负债构成以非



流动负债为主，非流动负债占比同比增加 5.22 个百分点至 55.56%，非流动负债占比继续提升。同期，公司资产负债率及债务资本率仍处于很高水平，分别为 90.23%和 80.46%，同比均有所增长。

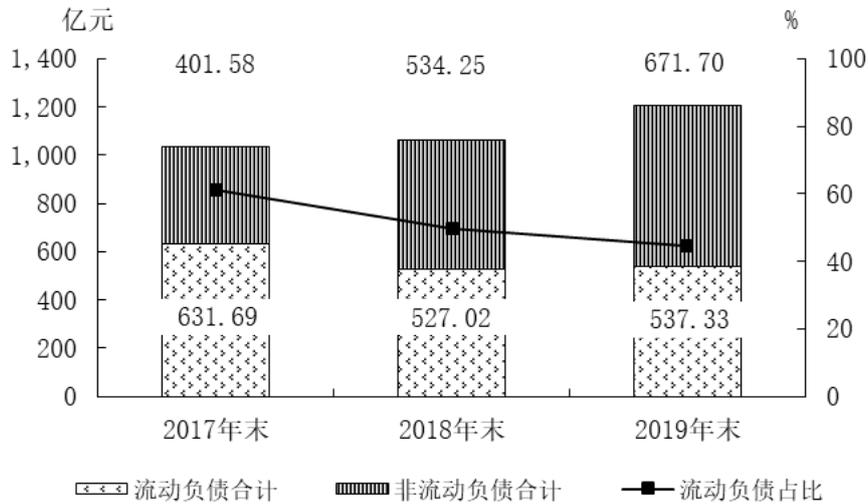


图 6 2017~2019 年末公司负债构成

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付分保账款、预收款项、应付账款、短期借款、应付票据及应交税费等构成。

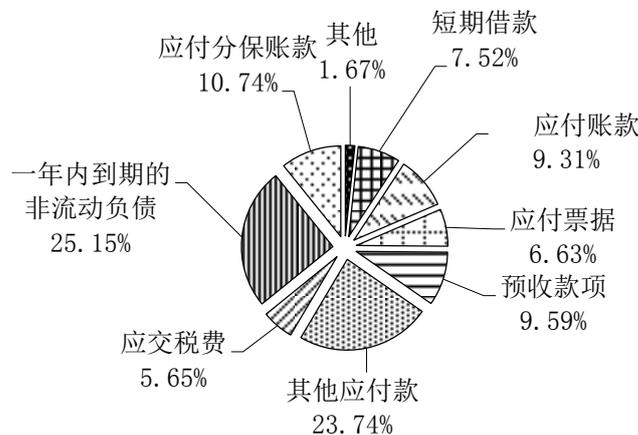


图 7 截至 2019 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年末，公司一年内到期非流动负债为 135.14 亿元，同比增长 23.21%，主要是一年内到期的长期借款增加转入所致；同期，公司其它应付款（含应收股利、应收利息和其他应收款）为 127.56 亿元，以其他付款为主，为 127.40 亿元，同比减少 20.03%，主要是因为应退股权转让款以及往来款减少所致，其中往来



款为 72.94 亿元，同比下降 3.02%，土地增值税清算准备金为 36.90 亿元，同比增长 25.41%，投资者购买理财款为 6.58 亿元，同比增长 51.20%；2019 年末，公司应付分保账款为 57.69 亿元，同比增加 22.27 亿元，主要是因为公司本年传统险及分红险再保业务增加，且年末尚未完成再保结算所致，应付分保账款的主要单位为中国人寿再保险有限责任公司。

公司预收款项主要由商品房的销售款构成，2019 年末同比减少 43.04% 至 51.55 亿元，主要是因为交房结转收入增加所致；同期，公司应付账款为 50.03 亿元，同比小幅增长 3.26%，其中应付账款账龄在 1 年以上为 7.72 亿元，同比减少 8.92 亿元，主要是因为尚未支付的工程款及质量保证金减少所致；2019 年末，公司短期借款为 40.38 亿元，同比减少 22.68%，主要是到期债务偿还所致，其中保理借款同比减少 17.90 亿元，质押借款同比减少 2.60 亿元至 25.31 亿元，占公司短期借款比例仍较高；2019 年末，公司应付票据全部为商业承兑汇票，2019 年末为 35.65 亿元，同比增加 30.43 亿元，主要是因为公司以商业承兑汇票进行支付增加所致；公司应交税费为 30.36 亿元，同比增加 50.95%，主要是房地产板块土地增值税、企业所得税及增值税等增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款、保险合同准备金、保护储金及投资款¹²、应付债券及长期应付款等构成，其中 2019 年末长期借款占比 36.76%。2019 年末，公司长期借款为 246.95 亿元，同比略有减少，其中质押借款和抵押借款分别为 166.88 亿元和 49.19 亿元；同期，公司保证合同准备金为 166.11 亿元，同比增长 69.40%，主要是因为中融人寿本期保费增加所致；公司保护储金及投资款同比增加 52.65 亿元至 127.24 亿元，主要是因为中融人寿本期万能险承保规模增加所致；2019 年末，公司应付债券为 78.96 亿元，同比增长 32.21%，主要是因为 2019 年子公司中天金融新发行总额 54.50 亿元的“19 中金 01”、“19 中金 02”、“19 中金 03”和“19 中金 05”四期公司债；同期，公司长期应付款为 47.47 亿元，同比增长 7.66%，主要是本期新增 3.38 亿元的代收代付土地一级开发费用所致。

2019 年末，随着业务规模的扩大，公司总有息债务规模同比有所增长，但在总负债中占比仍保持在 50% 以下，短期有息债务占比继续提升，公司短期偿债压力较大；截至 2019 年末，公司债务主要集中在未来 1~3 年内到期，面临一定集中偿付压力。

2019 年末，随着业务规模的扩大，公司有息债务规模同比有所增长，主要是应付票据以及一年内到期的非流动负债增加所致；总有息债务在总负债中占比仍保持在 50% 以下；公司债务构成中仍以长期有息债务为主，短期有息债务为

¹² 根据深交所 2019 年度科目分类要求将保险合同准备金和保护储金及投资款从流动负债调整至非流动负债。



211.17 亿元，同比增长 26.35%，占总息债务比重继续提升，公司短期偿债压力较大。

表 30 2017~2019 年末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末	2018 年末	2017 年末
短期有息债务	211.17	167.13	180.59
长期有息债务	327.84	313.57	388.65
总有息债务	539.01	480.71	569.23
短期有息债务/总息债务	39.18	34.77	31.72
总有息债务/总负债	44.58	45.30	55.09

数据来源：根据公司提供资料整理

期限结构方面，截至 2019 年末，公司短期有息债务 211.17 亿元，占比 39.18%，长期有息债务 327.84 亿元，占比 60.82%，且长期有息债务主要集中在未来 1~3 年内到期，公司面临一定集中偿付压力。

表 31 截至 2019 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	211.17	150.40	146.01	5.25	3.51	22.68	539.01
占比	39.18	27.90	27.09	0.97	0.65	4.21	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对外担保金额仍较大，主要为商品房购买人提供按揭贷款担保

截至 2019 年末，公司对外担保为 52.55 亿元，同比增加 15.89%，金额仍较大，其中为商品房购买人向银行申请按揭贷款提供阶段性担保余额为 40.55 亿元，同比减少 10.57%；公司新增对合并范围外部企业担保 12.00 亿元，全部为对中天城投集团贵州文化广场开发建设有限公司担保；公司扣除按揭贷款担保后的担保比率为 9.17%。因被担保企业为房地产项目公司，行业集中度高，若房地产项目销售情况较差影响被担保企业经营状况，公司将存在一定或有风险。

未决诉讼方面，截至 2019 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% 股权的股权款案件，涉案金额 3.39 亿元，该案件仍处于审理阶段。

2019 年以来，随少数股东权益增加，公司所有者权益不断增长；公司未分配利润和归属于母公司所有者权益持续为负；少数股东权益占所有者权益比重仍极高，对净资产的稳定性产生较大影响。

2019 年末，公司所有者权益为 130.86 亿元，同比增长 2.18%，主要是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 -9.51 亿元，亏损同比增加 2.62 亿元，公司未分配利润为 -13.47 亿元，亏损同比增长 13.16%，主要是因为公司分别于 2019 年 2 月 1 日、11 日及 7 月 2 日增持中天金融股权，长期股权



投资成本与中天金融自购买日开始持续计算的可辨认净资产份额之间的差额，调减未分配利润所致；少数股东权益为 140.37 亿元，同比增长 4.01%，少数股东权益占所有者权益比重仍极高，为 107.27%，对净资产的稳定性产生较大影响。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，资本公积仍为 0.21 亿元，同比基本保持一致。

公司净利润同比增加，盈利能力有所增强，对利息的保障水平有所提升；融资渠道丰富，银行授信总额有所增长，流动性偿债能力很强；总资产中存货及投资类资产占比仍较高且规模不断扩大，但公司对持有的中天金融等子公司股份质押比重较高。

2019 年，公司净利润同比有所增长，盈利能力有所增强，公司 EBIT 和 EBITDA 利息保障倍数同比增长 0.13 倍和 0.17 倍，至 0.85 倍和 0.97 倍，盈利对利息的保障水平有所提升；公司经营性净现金流大幅增长，经营现金流利息保障倍数为 3.19 倍，同比大幅增加 2.79 倍。

公司流动性偿债来源主要包括盈利、现金流和债务收入等。2019 年，经营性净现金流比流动负债为 24.57%，同比大幅增加，筹资性净现金净流出规模大幅下降，融资渠道丰富，银行授信总额同比有所提高，且子公司中天金融作为上市公司，具有一定资本市场融资能力，为偿债来源提供补充。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，其中可变现资产中仍以流动资产为主，存货及投资类资产占比仍较高，以及公司应收类款项账龄较长，对资金仍形成一定的占用，同时存在一定的坏账风险，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；2019 年末，公司流动比率为 1.49 倍，速动比率为 0.83 倍，流动资产和速动资产均对流动负债的保障程度有所提高；2019 年，公司资产负债率及债务资本率同比有所提升，分别为 90.23% 和 80.46%。

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较高；本部资产负债率极高，债务负担仍很大；同时本部利润仍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。2019 年末，公司本部总资产为 143.64 亿元，同比下降 6.84%，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 104.55 亿元，同比增长 3.56%；流动资产中货币资金为 0.93 亿元，同比增长 11.72%，主要是因为公司货币资金调配增加所致；本部新增 8.31 亿元交易性金融资产，主要是对 2018 年末以公允价值计量且其变动计入当期损益的



金融资产和部分可供出售金融资产重分类为交易性金融资产所致；同期，本部其他应收款为 17.38 亿元，同比减少 14.96 亿元，主要是与关联方往来款和股权转让款及借款减少所致。总负债为 165.03 亿元，同比下降 4.62%，仍以流动负债为主，其中短期借款为 25.60 亿元，同比下降 5.37%；其他应付款 97.54 亿元，同比增长 6.12%，应付债券为 23.66 亿元，同比减少 9.17 亿元，主要是由于公司将于 2020 年 12 月 26 日兑付金额为 10.00 亿元的北金所债权融资计划 30 亿（第一期）¹³，故将其调整至一年内到期的非流动负债所致。同期，本部资产负债率 114.89%，同比继续增加 2.67 个百分点，资产负债率极高，债务负担仍很大。

2019 年，公司本部新产生收入 47.17 万元；同期由于公司本部融资规模较大，财务费用仍较高，为 6.64 亿元，同比略有下降，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 2.40 亿元，同比增加 1.09 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-3.02 亿元，亏损额同比减少 3.80 亿元，若扣除投资收益，公司利润仍保持亏损；同期，本部利润总额及净利润均分别为-3.02 亿元和-2.45 亿元，亏损额同比分别减少 3.80 亿元和 4.37 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。受中天金融股价震荡影响，质押比例呈波动性趋势，截至 2020 年 6 月 24 日，质押比例略高于预警线，未来仍存在一定补质押需求。

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

¹³ 公司分别于 2017 年 12 月 26 日发行 3 年期“北金所债权融资计划 30 亿（第一期）”，2018 年 3 月 22 日发行 3 年期“北金所债权融资计划 30 亿（第二期）”，2018 年 4 月 18 日发行 3 年期“北金所债权融资计划 30 亿（第三期）”，2018 年 10 月 12 日发行 3 年期“北金所债权融资计划 30 亿（第四期）”。



的重大资产收购仍在推进，截至 2020 年 6 月 24 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 2020 年 6 月 20 日，中天金融股票收盘价为 3.11 元/股；中天金融股票收盘价的前 250 日均价为 3.84 元/股，120 日均价为 3.27 元/股，60 日均价为 3.14 元/股，2019 年以来，中天金融股票市场价格存在一定波动，未来其股票价格走势存在一定的不确定性。

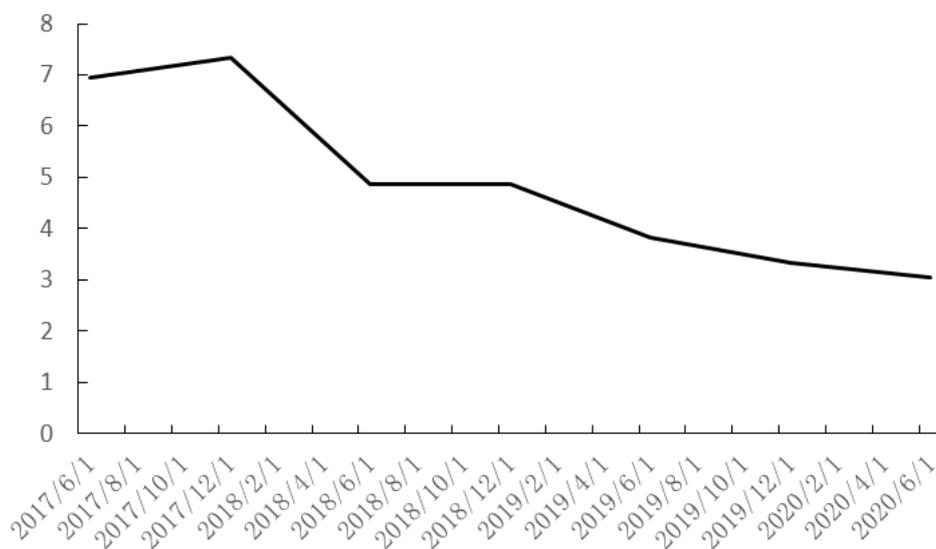


图 8 2017 年 8 月 18 日以来中天金融股票市场收盘价格走势情况（单位：元/股）

数据来源：wind

2017 年 1 月，公司成功发行金额 3.00 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。2019 年以来，考虑到中天金融股价有所波动，公司决定继续追加质押股票担保。2019 年 11 月 13 日，公司补充办理质押登记中天金融股票 615 万股，公司为本期债券质押的股数变更为 14,865 万股；2019 年 11 月 29 日，公司补充办理质押登记中天金融股票 480 万股，公司为本期债券质押的股数变更为 15,345 万股；2019 年 12 月 10 日，公司补充办理质押登记中天金融股票 510 万股，公司为本期债券质押的股数变更为 15,855 万股；2020 年 6 月 24 日，公司补充办理质押登记中天金融股票 1,120 万股，公司为本期债券质押的股数变更为 16,975 万股。截至 2020 年 6 月 24 日，中天金融前 20 个工作日的收盘价的算术平均值为 3.07 元/股，质



押担保比率为 1.62 倍，满足质押比率不得低于 1.50 倍的要求，略高于 1.60 倍的预警线。

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 1.60 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质押手续；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为 16,975 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 3.04 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 2.85 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；受中天金融股价震荡影响，质押比例呈波动性趋势，截至 2020 年 6 月 24 日，质押比例略高于预警线，未来仍存在一定补质押需求；大公将对以上事项保持持续关注。

偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力很强。公司面临良好的偿债环境，行业政策方面，房地产行业受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响，行业仍面临结构性调整压力。公司旗下子公司中天城投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仍很强，且具备土地一二级联动开发能力，土地获取成本较低；2019 年以来，由于分红型保险规模增幅较大，公司保险板块收入继续增加，市场地位整体稳步提升。2019 年以来，公司以房地产业务为主的非金融类业务收入



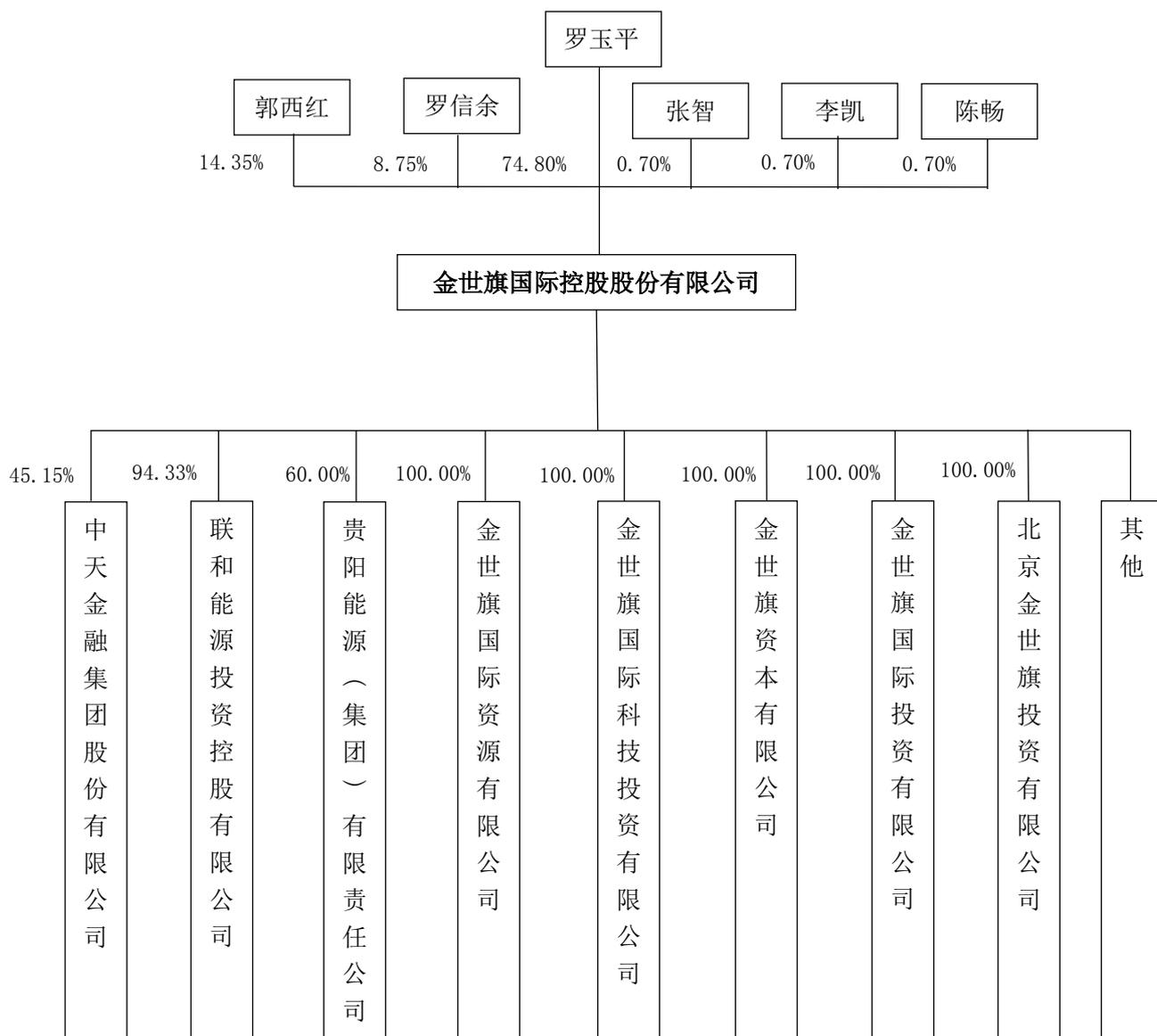
有所下降，且期间费用对利润空间形成挤压，同时本部收益主要来自投资收益，本部盈利能力较弱。公司房地产业务区域集中在贵州省贵阳市，存在一定区域集中风险；同时未来随着地产、能源项目开发和子公司中天金融股权收购的重大资产重组，资金支出压力较大，但中天金融收购华夏人寿股权事项尚存在一定不确定性；公司保险业务分红型保险占比极高，结构与渠道稳定性较差。公司受限资产规模较大以及对子公司持有的股权质押比率较高，对资产流动性产生一定不利影响。公司负债逐年增长，债务负担较重，短期偿债压力较大，且本部资产负债率极高，债务压力仍很高。金世旗控股以其合法拥有的中天金融部分股票为“17 金旗 01”提供质押担保，仍具有很强的增信作用；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，此外，受中天金融股价震荡影响，“17 金旗 01”担保质押比例呈现波动趋势，截至 2020 年 6 月 24 日，质押比例略高于预警线，未来仍存在一定补质押需求，大公将对以上事项保持持续关注。

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。



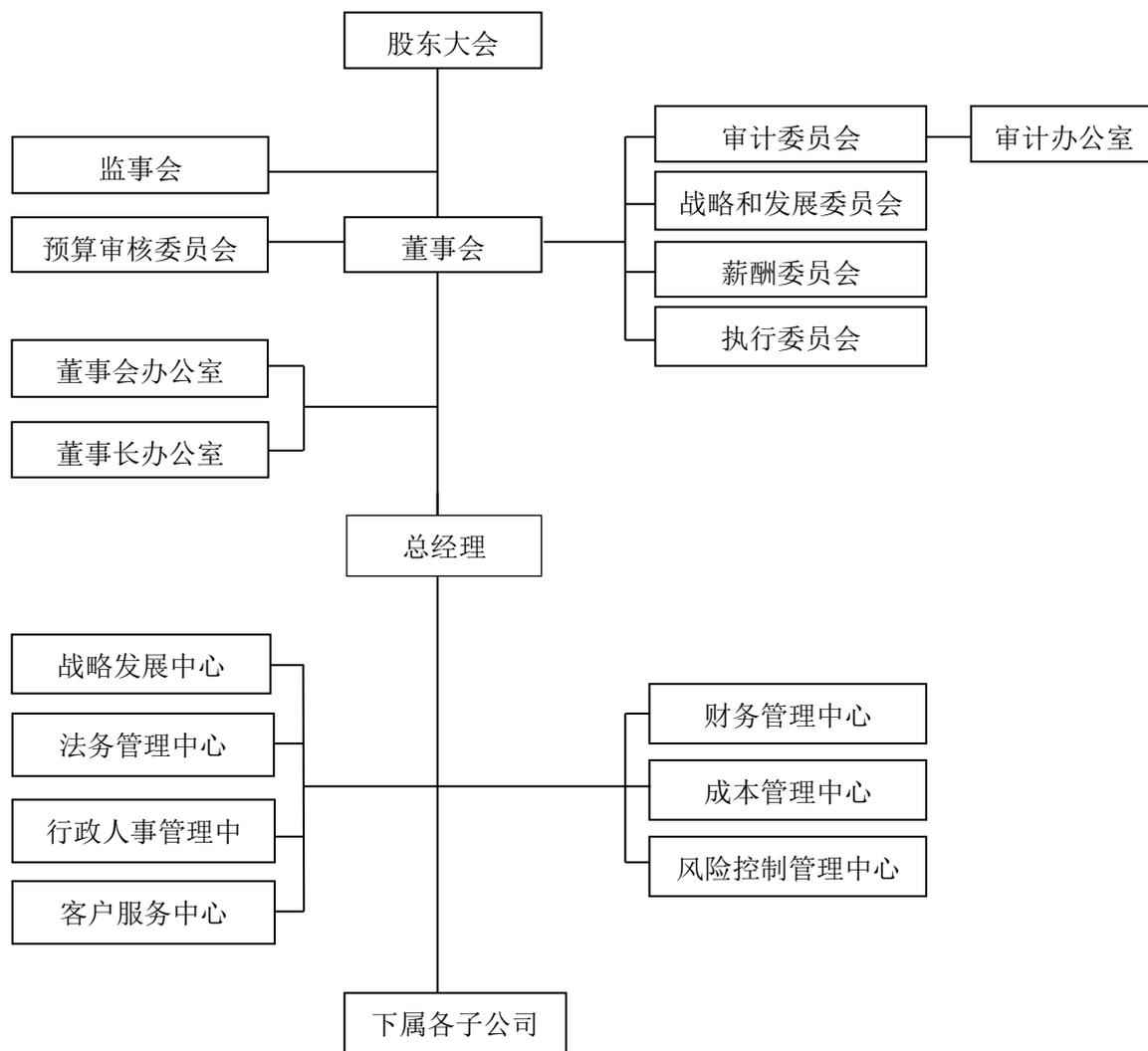
附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年末金世旗国际控股股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年末金世旗国际控股股份有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 截至 2019 年末金世旗国际控股股份有限公司 对外担保被担保企业主要财务指标

单位：亿元、%

被担保企业	时间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
中天城投集团贵州文化广场开发建设有限公司	2019 年	46.06	63.10	0.00	0.09	3.69

数据来源：根据公司提供资料整理



附件 3 主要财务指标

3-1 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年
资产类			
货币资金	501,456	498,375	895,388
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
交易性金融资产	1,785,347	-	-
应收账款	528,925	582,563	450,558
其他应收款	473,930	547,964	259,280
存货	3,548,684	3,346,037	3,634,255
应收分保合同准备金	282,664	362,098	43
流动资产合计	8,017,324	6,204,696	6,283,462
可供出售金融资产	-	1,861,971	2,326,574
发放贷款和垫款	-	578,000	608,000
长期股权投资	734,870	680,448	83,560
投资性房地产	106,176	95,412	50,285
固定资产	415,813	368,021	373,180
商誉	525,839	525,839	544,434
递延所得税资产	261,287	225,536	160,873
其他非流动资产	1,033,034	1,053,176	602,899
非流动资产合计	5,381,570	5,688,688	5,220,926
资产合计	13,398,894	11,893,384	11,504,388
占资产总额比 (%)			
货币资金	3.74	4.19	7.78
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
交易性金融资产	13.32	-	-
应收账款	3.95	4.90	3.92
其他应收款	3.54	4.61	2.25



3-2 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年
占资产总额比 (%)			
存货	26.48	28.13	31.59
流动资产合计	59.84	52.17	54.62
可供出售金融资产	-	15.66	20.22
发放贷款和垫款	-	4.86	5.28
长期股权投资	5.48	5.72	0.73
投资性房地产	0.79	0.80	0.44
固定资产	3.10	3.09	3.24
商誉	3.92	4.42	4.73
其他非流动资产	7.71	8.86	5.24
非流动资产合计	40.16	47.83	45.38
负债类			
短期借款	403,804	522,235	832,310
应付票据	356,515	52,244	52,000
应付账款	500,324	484,533	615,761
预收款项	515,549	905,091	797,126
其他应付款	1,275,619	1,584,325	650,208
应付分保账款	576,857	354,167	55
一年内到期的非流动负债	1,351,367	1,096,844	921,551
流动负债合计	5,373,281	5,270,157	6,316,929
长期借款	2,469,500	2,519,734	2,367,096
应付债券	789,611	597,255	1,495,579
长期应付款	474,702	440,944	23,950
保险合同准备金	1,661,080	980,549	1,628,665
保户储金及投资款	1,272,361	745,901	647,178
非流动负债合计	6,717,015	5,342,533	4,015,841
负债合计	12,090,295	10,612,690	10,332,771
占负债总额比 (%)			
短期借款	3.34	4.92	8.06
应付票据	2.95	0.49	0.50
应付账款	4.14	4.57	5.96
预收款项	4.26	8.53	7.71
其他应付款	10.55	14.93	6.29



3-3 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年
占负债总额比 (%)			
保户储金及投资款	10.52	7.03	15.76
保险合同准备金	13.74	9.24	6.26
一年内到期的非流动负债	11.18	10.34	8.92
流动负债合计	44.44	65.93	61.13
长期借款	20.43	23.74	22.91
应付债券	6.53	5.63	14.47
非流动负债合计	55.56	34.07	38.87
权益类			
实收资本（股本）	30,000	30,000	30,000
资本公积	2,104	2,106	-
盈余公积	-	-	-
未分配利润	-134,746	-119,075	-77,150
归属于母公司所有者权益	-95,099	-68,934	-9,666
少数股东权益	1,403,698	1,349,628	1,181,283
所有者权益合计	1,308,599	1,280,694	1,171,617
损益类			
营业总收入	2,172,366	1,866,337	1,755,105
其中：营业收入	1,310,381	1,461,184	1,608,010
已赚保费	528,257	153,442	-429
手续费及佣金收入	73,439	51,159	24,872
金融业投资收益	188,129	138,308	90,592
金融业公允价值变动收益	-22,327	4,518	17,901
营业成本	2,136,787	1,018,097	978,242
手续费及佣金支出	55,200	33,734	4,025
退保金	-307,722	59,632	5,614
赔付支出净额	79,535	121,098	7,647
提取保险合同准备金净额	759,971	-28,688	-12,292
税金及附加	107,108	111,849	150,906
销售费用	39,223	48,707	53,374
管理费用	73,987	90,330	82,326
财务费用	285,374	365,160	285,899
资产减值损失	311	25,551	29,946



3-4 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年
损益类			
投资收益/损失	12,156	167,340	14,652
营业利润	67,676	67,416	132,585
营业外收支净额	-10,836	-13,752	-3,018
利润总额	56,840	53,664	129,567
所得税费用	13,220	18,391	23,239
净利润	43,620	35,273	106,328
归属于母公司所有者的净利润	-18,523	-41,925	-12,470
占营业总收入比 (%)			
营业成本	40.65	64.87	56.06
税金及附加	4.93	5.99	8.60
销售费用	1.81	2.61	3.04
管理费用	3.41	4.84	4.69
财务费用	13.14	19.57	16.29
资产减值损失	0.01	1.37	1.71
公允价值变动收益	1.41	-0.60	-0.85
投资收益/损失	0.56	8.97	0.83
营业利润	3.12	3.61	7.55
营业外收支净额	-0.50	-0.74	-0.17
利润总额	2.62	2.88	7.38
所得税费用	0.61	0.99	1.32
净利润	2.01	1.89	6.06
现金流量表			
经营活动产生的现金流量净额	1,307,785	211,229	-323,515
投资活动产生的现金流量净额	-1,153,513	847,926	-316,470
筹资活动产生的现金流量净额	-138,769	-1,396,384	466,499



3-5 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年
主要财务指标			
EBIT	348,480	379,464	418,836
EBITDA	396,677	421,755	452,581
总有息债务	5,390,128	4,807,073	5,692,332
毛利率 (%)	32.61	30.32	39.16
营业利润率 (%)	3.12	3.61	7.55
总资产报酬率 (%)	2.60	3.19	3.64
净资产收益率 (%)	3.33	2.75	9.08
资产负债率 (%)	90.23	89.23	89.82
债务资本比率 (%)	80.46	78.96	82.93
长期资产适合率 (%)	149.13	116.43	99.36
流动比率 (倍)	1.49	1.18	0.99
速动比率 (倍)	0.83	0.54	0.42
保守速动比率 (倍)	0.43	0.09	0.14
存货周转天数 (天)	1,405.32	1,234.12	1,285.87
应收账款周转天数 (天)	92.10	99.64	72.77
经营性净现金流/流动负债 (%)	24.57	3.65	-6.98
经营性净现金流/总负债 (%)	11.52	2.02	-3.76
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.19	0.40	-0.82
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.85	0.72	1.07
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	0.97	0.80	1.15
现金比率 (%)	42.56	9.46	14.17
现金回笼率 (%)	80.36	129.01	93.99
担保比率 (%)	40.16	35.41	37.12



3-6 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	2019 年	2018 年 (追溯调整)	2017 年
资产类			
货币资金	9,268	8,296	122,237
其他应收款	173,792	323,343	92,864
流动资产合计	267,860	379,575	280,617
长期股权投资	1,045,542	1,009,569	814,267
非流动资产合计	1,168,571	1,162,309	906,783
资产总计	1,436,431	1,541,884	1,187,400
负债类			
其他应付款	975,400	919,133	286,689
一年内到期的非流动负债	132,337	157,133	187,200
流动负债合计	1,363,959	1,346,858	1,114,357
长期借款	49,757	49,400	49,600
应付债券	236,627	328,351	129,917
非流动负债合计	286,384	383,504	187,280
负债合计	1,650,342	1,730,362	1,301,636
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	-244,895	-236,718	-168,507
所有者权益合计	-213,912	-188,477	-114,236
损益类			
营业收入	47	0	19
管理费用	2,568	2,403	1,068
财务费用	66,355	67,093	58,189
投资收益	23,977	13,118	43,998
营业利润	-30,234	-68,211	-33,840
利润总额	-30,234	-68,211	-33,840
净利润	-24,482	-68,211	-33,840
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	207,684	432,869	17,535
投资活动产生的现金流量净额	-156	-282,762	-28,908
筹资活动产生的现金流量净额	-206,555	-264,049	22,805



附件 4 各项指标的计算公式

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 = $360 / (\text{营业总收入} / \text{年初末平均应收账款})$
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 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$
23. 可变现资产 = $\text{总资产} - \text{在建工程} - \text{开发支出} - \text{商誉} - \text{长期待摊费用} - \text{递延所得税资产}$



24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出 + 资本化利息）
25. 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）
26. 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）
27. 长期资产适合率（%）=（所有者权益 + 非流动负债）/非流动资产 × 100%



附件 5 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。