



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪460号

物产中大集团股份有限公司：

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

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十四日

物产中大集团股份有限公司 公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

债券名称	物产中大集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）		
债券代码、简称	136915	18 中大 Y1	
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	3 年期，2018/11/26-2021/11/26 （基础期限末及每个续期周期末，公司有权行使续期选择权）		
上次评级时间	2018/11/07		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定

概况数据

物产中大	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	237.47	263.63	290.44
总资产（亿元）	765.71	859.44	860.53
总债务（亿元）	339.99	380.23	338.29
营业总收入（亿元）	2,071.72	2,766.20	3,005.38
营业毛利率（%）	3.44	2.58	2.75
EBITDA（亿元）	50.83	56.97	65.55
所有者权益收益率（%）	10.69	11.15	11.80
资产负债率（%）	68.99	69.32	66.25
总债务/EBITDA（X）	6.69	6.67	5.16
EBITDA 利息倍数（X）	3.89	4.83	5.78

注：所有者权益包含少数股东权益。

分析师

王 维 wwang@ccxr.com.cn

王梦怡 mywang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 6 月 14 日

基本观点

2018 年，物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”或“公司”）借助显著的区位优势及浙江省政府有力的支持，供应链集成能力持续增强，主业经营能力不断提升，钢材、煤炭等业务继续保持较大的贸易规模，营业收入快速增长。此外，公司还具备畅通的融资渠道。但同时，中诚信证评也关注到贸易业务易受外部环境变化影响、公司负债率较高、短期偿债压力较大以及资产减值损失较大的影响。

综上，中诚信证评维持物产中大主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定，维持“物产中大集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

正 面

- 区域优势显著。公司地处沿海经济发达的浙江省，是浙江省最大的省属贸易企业。2018 年浙江省和杭州市 GDP 分别为 56,197 亿元和 13,509 亿元，增速分别为 7.1%和 6.7%，均高于同期全国平均水平。区域内较发达的经济水平和良好的上下游资源，为公司供应链集成服务等业务板块的发展提供良好环境。
- 公司供应链集成服务能力持续增强，主业经营能力不断提升。公司以供应链集成服务为核心主业，整合资源优势，促进线上线下互动、产融结合，创新供应链服务模式，提升供应链集成服务能力，供应链集成服务业务板块快速扩张，使得主业经营能力不断提升。2018 年公司营业收入和净利润分别为 3,005.38 亿元和 34.26 亿元，同比分别增长 8.65%和 16.60%。
- 融资渠道畅通。公司拥有较好的银企关系，截至 2018 年末，公司共获得各银行授信额度 1,022.00 亿元，未使用授信余额合计为 726.22 亿元；同时，为主板上市公司，畅通的融资渠

道为公司流动性提供了较好支撑。

关 注

- 外部环境变化影响。公司供应链运营易受经济波动和政治环境变化影响，近年来宏观经济增速放缓及大宗商品价格波动明显使得公司业务发展前景的不确定性增加。
- 负债率水平较高，短期偿债压力较大。受供应链集成业务采购对资金需求较大的影响，截至 2018 年末，公司资产负债率为 66.55%，总债务为 338.29 亿元，其中短期债务为 268.74 亿元，长短期债务比为 3.86 倍，公司债务负担较重，短期偿债压力较大。
- 资产减值损失较大。2018 年，公司资产减值损失为 10.51 亿元，主要为存货跌价损失和可供出售金融资产减值损失，规模相对较大，侵蚀部分经营利润。

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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

募集资金使用情况

物产中大集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）（债券简称为“18 中大 Y1”、债券代码为“136915”）于 2018 年 11 月 26 日发行，发行规模为人民币 20 亿元，到期日为 2021 年 11 月 26 日。18 中大 Y1 为按年付息到期还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。18 中大 Y1 基础期限为 3 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期。截至本报告出具日，上述债券募集资金扣除发行费用后，已全部用于公司及下属子公司偿还债务，本次债券募集资金的使用与发行时募集说明书的相关承诺一致。

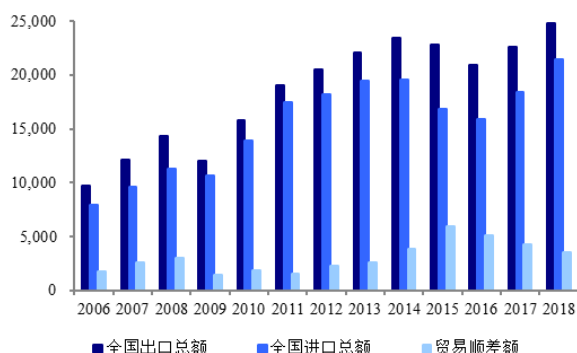
行业分析

2018 年以来，全球经济增长动能减小，中国经济运行稳中有变，对外贸易总体稳中有进，规模创历史新高；但外部环境突变，外贸出口不确定性有所加大

2018 年，全球经济增长动能减小，贸易保护情绪的上涨，贸易政策不确定性的上升。得益于一系列促进外贸稳定增长的政策实施、扩大开放政策以及国内需求持续增长的共同作用下，2018 年我国对外贸易总体稳中有进，外贸结构持续优化。2018 年，我国进出口总额 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%，规模创历史新高，其中出口 2.48 万亿美元，同比增长 9.9%；进口 2.14 万亿美元，同比增长 15.8%。贸易顺差 0.35 亿美元，收窄 16.2%。

图 1：2006~2018 年我国进出口总额和贸易顺差情况

单位：亿美元



资料来源：商务部，中诚信证评整理

在国内经济缓中回稳、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近期中美贸易谈判突生变数，美国将在 2019 年 5 月 10 日起，对来自中国总值 2 千亿美元的商品，加征关税，由 10% 提高至 25%，同时对余下 3,250 亿美元尚未征收惩罚性关税的中国货品，短期内加征 25% 关税。中美贸易摩擦进一步加剧，再度加大了我国出口的不确定性。此外，人民币汇率双向波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

另一方面，外部环境的变化，虽使我国经济面临一定的下行压力，但我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，中国经济长期向好、稳中求进的态势并未发生根本性变化。随着我国国内经济结构调整持续推进，内生增长动力有效增强；落实稳外贸政策，深入实施贸易强国行动计划，不断推进“五个优化”和“三个建设”，推动出口市场多元化，引导加工贸易转型升级、向中西部转移；优化进口结构，积极扩大进口，利用好中国进口博览会平台，促进外贸稳中提质。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量。

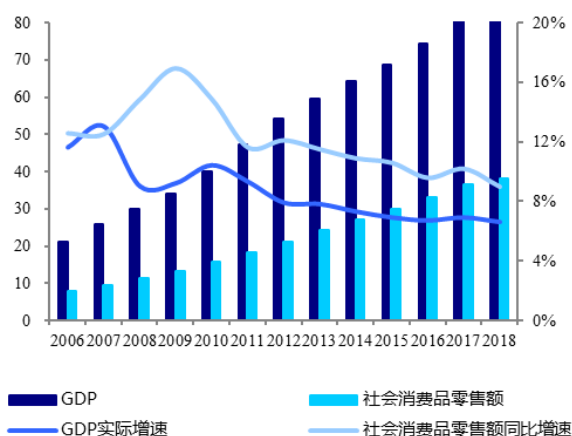
2018 年以来，我国继续推进内贸流通体制改革，推动物流降本增效，我国国内贸易保持较快发展，结构持续优化

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2018 年，国内生产总值 900,309 亿元，同比增长 6.6%；社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%。

图 2：2006~2018 年我国 GDP 和社会消费品

零售额规模及其增速

单位：万亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2018 年 5 月，商务部发布《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》（财办建[2018]101 号），提出利用规范采用财政补助、以奖代补、贷款贴息、购买服务等资金支持方式，通过强化物流基础设施建设，提高供应链标准化水平，加强信息化建设，提高供应链协同化水平以及提高供应链绿色化水平，来实现城市消费品社会零售总额同比增长高于全国平均水平，重点行业平均库存周转率同比提高 10%以上，供应链综合成本（采购、库存、物流、交易成本）同比降低 20%以上，订单服务满意度（及时交付率、客户测评满意率等）达到 80%以上，重点供应商产品质量合格率达到 92%以上，托盘、周转箱（筐）等物流单元标准化率达到 80%以上，供应链重点用户系统数据对接畅通率达到 80%以上，单元化物流占供应链物流比例同比提高 10%以上的目标。

2017 年 12 月，商务部等五部委联合制定了《城乡高效配送专项行动计划（2017-2020 年）》（商流通函[2017]917 号）（以下简称“专项计划”），计划到 2020 年，初步建立起高效集约、协同共享、融合开放、绿色环保的城乡高效配送体系。为进一步落实专项计划有关要求，2018 年 11 月商务部会同有关部门制定了《关于印发〈城乡配送绩效评价指标体系〉的通知》（商办流通函[2018]389 号）（以下简称“通知”），通过建立城市绩效评价指标和企业绩效评价指标为城乡配送体系提供检验标准，来

落实城市主体责任并引导企业转型升级。2019 年 2 月商务部等印发《商务部等五部门关于进一步落实城乡高效配送专项行动有关工作的通知》（商流通函[2019]60 号），进一步明确了首批 30 个城市的专项行动目标、任务和具体举措，提高专项行动的针对性、有效性，争取形成一批可复制可推广的典型经验。

总体上，2018 年我国劳动力、资金、环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

业务概况

公司是浙江省最大的省属贸易企业，各主要业务板块在省内均处于领先地位。2018 年，公司实现营业收入 3,001.25 亿元，同比增长 8.65%；分板块来看，供应链集成服务业务是公司营业收入的主要来源，2018 年公司供应链集成服务、金融服务及实业板块分别实现营业收入 2,897.79 亿元、16.30 亿元和 71.49 亿元，分别同比增长 7.97%、0.92%和 47.19%。

2018 年以来，公司供应链集成服务业务发展态势良好，钢材、煤炭、化工以及汽车销售营业额保持在较高规模

2018 年公司供应链集成服务业务实现营业收入 2,897.79 亿元，占公司营业总收入的比重为 96.55%。从经营品种来看，钢材、化工、煤炭及汽车等为公司主要贸易品种。2018 年，公司钢材、化工、煤炭和汽车分别实现销售收入 1,050.61 亿元、439.58 亿元、359.42 亿元和 322.39 亿元，占供应链集成服务业务收入的比重分别为 36.26%、15.17%、12.40%和 11.13%。

表 1：2016~2018 年公司供应链集成服务业务主要品种构成及毛利率情况

	2016		2017		2018	
	销售额	毛利率	销售额	毛利率	销售额	毛利率
钢材	546.24	2.20	933.11	1.74	1,050.61	1.73
炉料	113.76	0.73	161.77	0.88	130.48	0.92
有色金属	319.54	0.02	287.35	0.25	332.39	0.18
汽车	300.10	4.31	325.90	4.39	322.55	4.99
煤炭	209.50	2.02	329.41	1.90	359.42	1.57
油品	38.30	1.73	70.67	1.71	89.34	0.56
化工	332.53	1.72	448.42	0.91	439.58	0.97
炸药	6.70	10.63	5.66	10.67	-	-
木材	16.48	3.27	17.82	4.42	22.44	2.67
纺织服装	33.62	3.88	34.84	7.04	70.18	2.33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

钢材贸易是公司最主要的贸易业务，主要由浙江物产金属集团有限公司开展。目前，公司的钢材贸易产品广泛覆盖方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等各种类型钢材品类。2018 年，随着钢材市场景气度的提升，钢材价格呈上升态势，公司扩大钢材贸易规模，当期钢材销量为 2,789.43 万吨，同比增长 1.23%；同期，销售均价为 4,364.26 元/吨，同比增长 10.16%。受益于此，2018 年公司钢材贸易营业收入为 1,217.38 亿元，同比增长 11.52%。

表 2：2016~2018 年公司钢材销售情况

单位：万吨、亿元、元/吨

	2016	2017	2018
钢材销量	2,264.96	2,755.41	2,789.43
其中：进口量	1.92	2.19	1.90
出口量	139.13	286.42	285.81
销售收入	613.86	1,091.58	1,217.38
销售均价	2,710.26	3,961.59	4,364.26

注：以上销售收入为含税收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司与鞍钢股份有限公司、河北津西钢铁集团股份有限公司、唐山瑞丰钢铁集团有限公司等大型钢铁集团建立了合作关系，是全国合作钢厂最多、销售量最大的市场化钢材流通企业之一，能够保持较为稳定的货源。2018 年，公司前五大上游供应商的钢材供应金额合计 99.87 亿元，占钢材总采购金额的 8.31%，前五大供应商集中度与上年度相当，仍较为分散。公司利用钢厂代理的资源优势，形成遍布全国的钢材资源网络，与中交、中建、中铁等

优质客户建立长期的供应链服务合作。2018 年，公司前五大下游客户销售金额合计 76.30 亿元，占钢材总销售量的 6.27%，前五大客户集中度与上年度相当，仍较为分散。

煤炭业务方面，主要由浙江物产环保能源股份有限公司（以下简称“物产环能”）负责运营。2018 年，公司持续加大市场开拓力度，实现煤炭销量 6,226.11 万吨，同比增长 5.51%，保持了较好的增长态势。受 2018 年煤炭价格持续回升影响，公司当期销售均价同比增长 1.77%至 665.01 元/吨。受益于此，2018 年公司煤炭销售金额为 414.04 亿元，同比增长 7.38%。

表 3：2016~2018 年公司煤炭销售情况

单位：亿元、万吨、元/吨

	2016	2017	2018
销售金额	223.81	385.57	414.04
销售实物量	5,078.08	5,900.73	6,226.11
销售均价	440.74	653.43	665.01

注：以上销售收入为含税收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司通过集购分销为煤企提供无缝连接服务，上游采购以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司及大同煤矿集团有限公司等大型煤矿厂为主，通过集成下游订单并在上游集体采购，全年集购比例约 79%，保证了煤炭来源的稳定。2018 年公司前五大煤炭供应商采购金额为 89.85 亿元，占煤炭总采购金额的 21.73%，前五大供应商集中度较上年稍有所下滑，集中度一般。下游大力开拓终

端直接用户，通过加工、物流、金融、信息、配煤、比价等增值服务，将上游资源与下游众多中小用户需求进行链接，拥有较为稳定的客户群体。2018 年，公司前五大煤炭客户销售金额为 50.10 亿元，占煤炭总销售金额的 12.07%，前五大客户集中度与上年度相当，仍较为分散。受益于公司的规模以及行业地位优势，公司的抗风险能力较强，此外，物产环能通过下属嘉兴新嘉爱斯热电有限公司（以下简称“新嘉爱斯热电”）实现产业链前向延伸。2018 年末，新嘉爱斯热电总装机容量 162MW，拥有热网主管道 195KM，压缩空气管网 57 KM，正常热用户 218 户，压缩空气用户 62 户，年发电能力 12 亿 KWH，年供热能力 450 万吨，年供压缩空气 18 亿立方米。在煤炭价格下跌时，物产环能通过电厂经营成本的降低，获取后续发电带来的部分收益。

化工方面，公司化工板块主要由子公司浙江物产化工集团有限公司（以下简称“物产化工”）负责经营。2018 年，公司主要化工业务集中在橡胶、塑料、液化、化纤原料等产品的贸易领域，以上四项合计量占总化工贸易量的 72.08%。2018 年，公司销售化工产品 686.10 万吨，同比增长 3.72%；化工产品营业收入 439.58 亿元，较上年基本持平。

表 4：2016~2018 年公司化工产品销售情况

单位：万吨			
	2016	2017	2018
橡胶	14.04	69.72	92.85
塑料	200.06	142.53	103.83
液化	200.65	193.50	154.12
化纤	121.47	173.80	143.73
其他	23.91	81.97	191.57
合计	560.13	661.52	686.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2018 年 3 月 12 日，物产化工与乐普（北京）医疗器械股份有限公司（以下简称“乐普医疗”）签署合同，物产化工以 10.50 亿元的价格转让其持有的参股公司浙江新东港药业股份有限公司（以下简称“新东港药业”）45%股权，本次交易为公司带来投资收益 7.21 亿元。

汽车业务方面，公司在浙江省建立了良好的品牌效应，汽车省内销售量的市场占有率持续提升，在全国汽车经销商集团中位列前十。截至 2018 年

末，公司 4S 店数量 138 家；2018 年公司汽车销售量 18.39 万辆，实现销售金额 319.90 亿元，保持稳定增长。截至 2018 年末，旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 7 个大系的 51 个品牌。2018 年，公司汽车销售前五大品牌分别是奥迪、上海大众、上海通用、宝马和北京现代，以上五者合计销售金额为 147.23 亿元，占汽车销售总金额的比重为 46.02%，前五大品牌销售集中度进一步提升。此外，公司充分利用后服务产业链的增值优势，使汽车维修、汽车零部件服务、汽车救援与回收拆解、二手车交易、汽车金融等汽车全生命全周期服务成为公司汽车业务的利润支撑点，汽车板块营运质量和抵御风险能力逐渐提升。

表 5：2016~2018 年公司汽车板块经营情况

单位：万辆、亿元、万元/辆、家			
	2016	2017	2018
销售量	18.24	18.51	18.39
销售金额	305.43	319.23	319.90
销售均价	16.74	17.25	17.40
4S 店数量	134	139	138
售后服务收入	32.21	44.88	49.71
维修车辆	169.26	167.65	170.76
二手车交易量	5.28	5.56	8.07

注：销售金额为含税收入

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物流业务方面，2018 年以来，公司加快构建智慧供应链物流体系，在布局以线下大宗生产资料为主的物流基地实体网络的同时搭建线上互联网、物联网、大数据等现代信息技术为支持的物流信息平台，为其贸易主业的发展提供了有力的支持。公司物流业务已逐步形成区域联动、网点协同、公铁水衔接的物流网络，截止 2018 年末，物流网点数已达 68 个，其中自有库 2 个、自控库 25 个、准入库 14 个，港口码头等物流节点 27 个，公司已在杭州、宁波、金华、上海、无锡、唐山、天津、佛山等地建立集剪切加工、配供配送为一体的物流基地。2018 年，公司综合物流服务质量约 2,866 万吨，较上年增长 53%。

总体来看，2018 年，钢材、煤炭、化工及汽车仍为公司主要的贸易商品，主要品种贸易规模整体有所上升。同时，公司持续发展与供应链业务配套

的物流体系，为流通业务主业提供较好的支持。

公司持续推进将金融业务作为核心主业之一的发展战略，业务发展较好。同时，公司持续拓展医疗健康、环保能源两大培育主业，综合能力不断增强

2018 年，公司不断加强金融服务平台建设，持续推进、实施“供应链集成服务与金融服务两大核心主业”的战略规划。公司金融板块主要包括期货经纪、融资租赁、财务公司、资产管理、保险代理等业务。2018 年，公司金融服务实现收入 16.30 亿元，同比增长 0.92%，保持稳定的发展态势。

期货业务方面，公司期货业务由中大期货有限

公司（以下简称“中大期货”）负责经营，主营业务涵盖商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理、基金销售，中大期货总部位于杭州，在北京、上海、天津、南京、福州、西安等中心城市设有 30 多家营业部，是国内各大商品期货交易所会员单位。2018 年，公司在各大商品交易所交易额为 15,373.50 亿元，市场份额为 0.41%。截至 2018 年末，中大期货资产总额 33.19 亿元，所有者权益 6.80 亿元；2018 年，受益于期现结合业务规模扩大，中大期货营业收入同比增长 42.94%至 9.62 亿元；但由于当期中大期货计提资产减值准备，净利润为 0.02 亿元，同比下降 92.59%。

表 6：2016~2018 年中大期货在各大商品交易所的交易额及市场份额情况

单位：亿元、%

	2016		2017		2018	
	交易额	市场份额	交易额	市场份额	交易额	市场份额
上海期货交易所	12,341.93	0.74	9,060.85	0.51	7,006.19	0.42
大连商品交易所	7,908.54	0.64	5,110.82	0.49	4,335.77	0.42
郑州商品交易所	4,300.84	0.69	2,437.25	0.57	3,527.98	0.46
能源交易所	-	-	-	-	503.55	0.20
合计	24,551.31	0.70	16,608.92	0.51	15,373.50	0.41

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年 12 月 18 日，公司成立物产中大财务有限公司（以下简称“物产财务”），目前许可经营范围是为成员单位提供财务和融资顾问等。截至 2018 年末，物产财务资产总额与所有者权益分别为 99.75 亿元和 11.83 亿元，与上年末相当；同期吸收存款 87.54 亿元，发放贷款及垫款 36.23 亿元；2018 年，物产财务实现营业收入 3.18 亿元，同比减少 18.67%，实现净利润 0.68 亿元，同比基本持平。

融资租赁业务方面，浙江物产融资租赁有限公司（以下简称“物产融租”）是公司融资租赁业务的主要经营主体，业务涵盖乘用车租赁、商用车租赁以及公用事业类项目、工程机械类项目租赁。截至 2018 年末，物产租赁乘用车融资租赁保有量达到 3,264 辆；商用车方面，与一汽解放、中国重汽等主要商用车品牌形成了厂商租赁合作，商用车融资租赁保有量达到 29,225 辆。截至 2018 年末，物产融租资产总额 149.06 亿元，所有者权益 29.43 亿元；2018 年，物产融租实现营业收入和净利润分别为 17.50 亿元和 0.35 亿元，同比分别增长 56.11%和下

降 85.04%。截至 2018 年末，物产融租发放贷款及垫款 19.00 亿元，融资租赁长期应收款规模为 71.69 亿元，公司已按相关规定对发放贷款、垫款和融资租赁款计提贷款减值损失或风险准备金。此外，物产融租与浙江格洛斯无缝钢管有限公司（以下简称“格洛斯”）等公司存在融资租赁合同纠纷事项，物产融租作为原告，诉讼涉及金额 2.06 亿元，2018 年 4 月，物产融租就上述事项诉浙江金盾风机股份有限公司（以下简称“金盾风机”）承担租赁物回购责任。截至 2018 年末，物产融租对格洛斯应收账款余额为 1.80 亿元，物产融租考虑预计的损失风险，按 40%计提坏账准备 0.72 亿元。2019 年 3 月 20 日，公司公告称，物产融租就上述诉讼事项已向杭州市中级人民法院递交了《诉讼请求变更申请书》，具体情况详见公司公告的《物产中大关于全资子公司诉讼事项进展公告》（公告编号：2019-022）。截至上述公告日，该诉讼尚未开庭审理，暂无法判断其对公司的影响，中诚信证评将该诉讼事项进展保持关注。

医药健康业务板块是公司未来重点培育的板块之一，主要涉及医药生产、医疗健康、养老等业务。医疗健康方面，公司先后投资设立了金华物产中大医疗健康投资有限公司和衢州物产中大医疗健康投资有限公司，以政企合作方式直接控股金华市人民医院、衢州柯城区人民医院，与杭州市市一医院开展全面战略合作，稳步推进打造集基本医疗、特需医疗、医疗康复、养老等于一体的网络化布局、全产业链联动的医养结合综合体。养老方面，公司的“朗和”和“朗颐”高端养老机构已示范运行。2017年6月，公司设立全资子公司物产中大医疗健康投资有限公司（以下简称“物产医疗”），投资基本医疗、特需医疗、医疗康复、养老等大健康项目以及相关产业投资。截至2018年末，物产医疗总资产8.59亿元，同比增长267.09%，2018年开始产生收入，当年实现营业收入1.19亿元，净利润0.03亿元。

环保能源业务涉及水务、热电及线缆业务。水务方面，子公司物产中大公用环境投资有限公司（以下简称“物产环境”）是公司公用环境产业的运营主体，公司聚焦城市供水和污水处理两大产业体系，初步形成供水和污水处理近100万吨/天的规模，2018年，物产环境实现营业收入4.89亿元，净利润1.12亿元。热电方面，子公司物产环能是公司热电方面业务的运营主体，物产环能通过并购重组方式逐步形成以垃圾焚烧、污泥处理、生物质发电等为核心技术的热电联产业务。截至2018年末，公司已拥有5家热电联产企业，合计装机容量313MW，年处理污泥75万吨、年供热能力1,100万吨。2018年，物产环能实现净利润5.93亿元，同比增长38.88%。在电线电缆领域，公司在省内外构建起万余家经销商的网络体系，在屏蔽线等品种上生产能力处于行业领跑地位，同时重点打造线缆在智能制造基地，2018年公司线缆业务实现销售约22亿元，是上两年度规模的总和。

此外，在固定资产投资方面，截至2018年末，公司主要在建项目涉及环保及医疗健康等领域，包括泰爱斯热电改扩建项目、金华医疗人民医院迁建项目和浦江热电公司厂区建设工程等，主要在建工

程项目预计总投资为50.47亿元，累计已完成投资27.28亿元，未来面临一定资本支出压力。

总的来看，公司继续推动期货、财务公司以及融资租赁业务的发展，同时培育拓展医疗健康、环保公用两大高端实业领域，综合服务能力持续增强。

财务分析

以下分析主要基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年度审计报告。以下数据均为合并口径数据。

资本结构

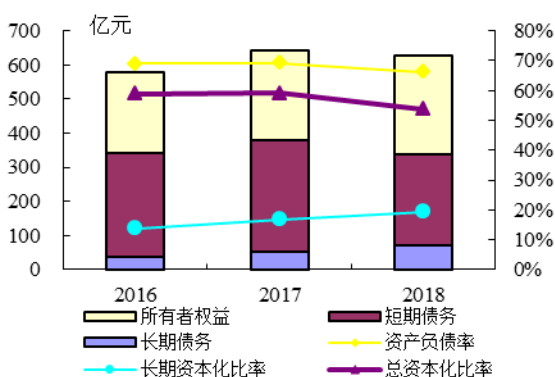
截至2018年末，公司总资产为860.53亿元，同比增长0.13%；所有者权益同比增长10.17%至290.44亿元，主要系2018年公司发行20.00亿元永续债券导致其他权益工具增长所致。财务杠杆比率方面，截至2018年末，公司资产负债率为66.25%，同比减少3.08个百分点；总资本化比率为53.80%，同比减少5.25个百分点。

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，截至2018年末，公司流动资产为547.32亿元，同比增长7.28%，占总资产的63.60%。流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货、其他应收款、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成。截至2018年末，公司货币资金余额为144.27亿元，较上年末增长4.94%，其中受限货币资金39.96亿元，占货币资金的比重为27.70%，主要系质押的定期存单及各类保证金；应收账款59.20亿元，同比增长7.79%，主要为应收贸易产品的下游客户货款，应收账款主要对象为供应链及融资租赁业务客户，账龄在1年以上占比为88.12%，应收账款面临一定回收风险；预付款项79.76亿元，同比增长16.17%，主要系预付上游供应商货款等；存货184.49亿元，同比增长15.47%，主要系原材料及库存商品增加所致，公司存货主要系贸易类库存商品、原材料及在途物资，截至2018年末，公司存货跌价准备5.40亿元，中诚信证评将持续关注存货

跌价风险。截至 2018 年末，公司其他应收款¹22.76 亿元，主要系押金保证金和应收暂付款，同比增长 10.41%；一年内到期的非流动资产 11.87 亿元，同比减少 46.11%，主要系回收到期的投资所致；其他流动资产 22.24 亿元，同比增加 28.58%，主要系理财产品及预缴、待抵扣税费增加所致。

截至 2018 年末，公司非流动资产为 313.21 亿元，同比减少 10.32%，主要由可供出售金融资产、长期应收款、固定资产、投资性房地产、长期股权投资和其他非流动资产构成。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 35.37 亿元，同比减少 51.63%，主要系由于当期回收部分投资及二级市场变动影响公允价值所致；长期应收款 74.50 亿元，主要系融资租赁款，同比减少 18.57%；固定资产及投资性房地产分别为 72.81 亿元和 26.13 亿元，主要系房屋及建筑物、机器设备和运输工具，分别同比增加 17.03%和 6.93%，主要系购置及在建工程转固和自有房产转入投资性房地产所致；长期股权投资 22.33 亿元，同比减少 33.62%，主要系处置联营企业股权所致；其他非流动资产 6.87 亿元，同比增加 70.85%，主要系预付房产、土地款及保证金增加所致。

图 3：2016~2018 年末公司资本结构分析

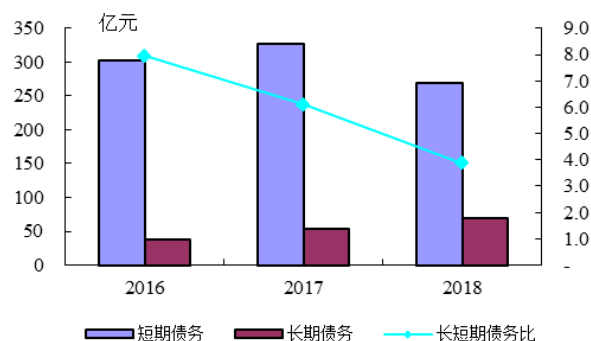


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2018 年末，公司总负债为 570.09 亿元，同比减少 4.32%，其中流动负债为 488.91 亿元，同比减少 7.52%，占总负债比重 85.78%。负债构成方面，公司负债主要由应付账款、预收账款及有息债务构成。截至 2018 年末，公司应付账款余额为 64.35

亿元，同比增长 12.64%，主要系贸易业务中应付供应商款项；预收款项为 70.43 亿元，主要系预收下游客户货款，同比增长 4.53%。有息债务方面，截至 2018 年末，公司总债务为 338.29 亿元，同比减少 11.03%，主要由短期借款、应付票据及应付债券构成，其中短期借款 86.24 亿元，同比减少 41.99%；应付票据 145.27 亿元，同比增加 47.01%，主要系公司以银行承兑汇票业务结算的业务增加所致；2018 年公司新发行了 15.00 亿元中期票据，应付债券同比增加 33.43%至 59.96 亿元。同期公司长期债务、短期债务分别为 69.55 亿元和 268.74 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年的 6.09 倍下降至 3.86 倍，但公司仍以短期债务为主，债务期限结构有待进一步优化。

图 4：2016~2018 年末公司债务结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模整体保持稳定，负债规模有小幅下降，但供应链集成业务特点决定了公司的高负债经营，且以短期债务为主，需持续关注公司短期偿债压力的变化。

盈利能力

2018 年公司实现营业总收入 3,001.25 亿元，同比增长 8.66%，受益于贸易行业景气度提升，金融业务、高端实业稳步发展，主营业务各板块收入同比均有所上升。毛利率方面，由于贸易行业的特点，公司供应链集成服务毛利率一直处于相对较低水平，2018 年，受大宗商品景气度波动及供应链创新业务发展等因素影响，供应链集成服务毛利率略有下滑。受益于金融业务成本较上年大幅减少及毛利率较高的高端实业板块收入增加等因素影响，公司整体毛利率同比上升 0.17 个百分点至 2.75%。

¹ 其他应收款含应收利息和应收股利。

表 7：2016~2018 年公司营业收入及毛利率情况

单位：亿元、%

	营业收入			毛利率		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
供应链集成服务	1,968.94	2,684.00	2,897.79	2.38	2.07	1.96
金融服务	8.54	16.15	16.30	11.12	7.73	29.04
高端实业	46.56	48.57	71.49	15.04	17.10	18.89
房地产	31.97	-	-	27.46	-	-
其他	12.98	13.46	15.67	58.70	45.57	48.05
合计	2,068.99	2,762.17	3,001.25	3.44	2.58	2.75

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2018 年，公司期间费用为 56.31 亿元，同比增长 8.43%。随着业务规模扩大，公司各项费用呈上升态势。2018 年，公司销售费用为 21.30 亿元，同比增加 2.58%；管理费用²22.53 亿元，同比增加 12.70%。此外，财务费用为 12.49 亿元，同比增加 11.62%。受益于营业收入持续增长，2018 年公司三费收入比下降至 1.87%。

表 8：2016~2018 年公司期间费用情况

单位：亿元

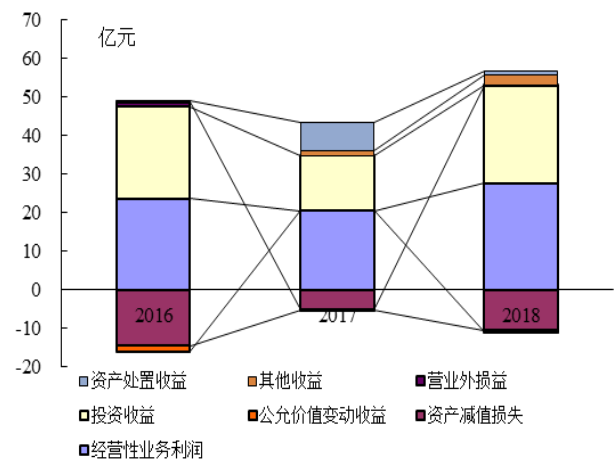
	2016	2017	2018
销售费用	20.37	20.76	21.30
管理费用	18.13	19.99	22.53
财务费用	6.76	11.19	12.49
三费合计	45.26	51.94	56.31
营业总收入	2,071.72	2,766.20	3,005.38
三费收入占比	2.18%	1.88%	1.87%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，公司利润总额和净利润分别为 45.60 亿元和 34.26 亿元，分别同比增长 19.18% 和 16.60%。从利润总额构成来看，利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2018 年，公司实现经营性业务利润 25.83 亿元，得益于公司收入规模的增长和营业毛利率的提升，同比增长 25.70%；实现投资收益 25.27 亿元，同比增长 79.48%，主要系处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及新东港药业等股权所得；公司资产减值损失同比增加 103.43% 至 10.51 亿元，其中可供出售金融资产减值损失大幅增加至 5.15 亿元，存货跌价损失为 4.95 亿元，同比增加 43.74%。另外，2018 年公司公允价值变动收益、资产处置收益、其他收

益和营业外损益分别为 -0.47 亿元、0.76 亿元、2.64 亿元和 0.16 亿元，其中其他收益主要系政府补助 2.54 亿元。

图 5：2016~2018 年公司利润总额构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年，公司主营业务各板块收入同比均有所上升，整体毛利率也有所提升，同时较好地控制了费用收入比，经营性业务利润增长较好。同时，公司投资收益及资产减值损失规模较大且波动明显，中诚信证评将持续关注上述因素对公司整体盈利水平的影响。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2018 年末，公司总债务规模较年初减少 11.03% 至 338.29 亿元，长短期债务比由上年的 6.09 倍下降至 3.86 倍，公司债务结构仍以短期债务为主，符合贸易行业特性。

²为增强数据可比性，本文分析中研发费用计入管理费用。

表 9：2016~2018 年公司偿债能力指标

	2016	2017	2018
总债务（亿元）	339.99	380.23	338.29
EBITDA（亿元）	50.83	56.97	65.55
资产负债率（%）	68.99	69.32	66.25
总资本化率（%）	58.88	59.05	53.80
经营净现金流/总债务（X）	-0.02	-0.22	0.19
总债务/EBITDA（X）	6.69	6.67	5.16
EBITDA 利息倍数（X）	3.89	4.83	5.78
经营净现金流/利息支出（X）	-0.42	-7.09	5.76

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，受益于利润水平的提升，2018 年公司 EBITDA 同比增长 15.05%至 65.55 亿元，；总债务/EBITDA 为 5.16 倍，同比下降 1.51 倍；EBITDA 利息倍数为 5.78 倍，同比上升 0.95 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力亦有所提升。

现金流方面，由于 2018 年公司销售商品回流资金增加，经营活动净现金流转为净流入，较上年增加净流入 148.58 亿元至 65.31 亿元；同期公司经营净现金流/总债务为 0.19 倍；经营净现金流/利息支出为 5.76 倍，经营活动净现金流对债务本息的保障能力显著改善。

财务弹性方面，公司拥有较好的银企关系，截至 2018 年末，公司共获得授信额度为 1,022.00 亿元，未使用授信额度为 726.22 亿元。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保总额 3.38 亿元，被担保单位全部系公司控股和参股企业，代偿风险不大。截至 2018 年末，公司受限资产账面价值 79.70 亿元，占总资产的比重为 9.26%，占净资产的比重为 27.44%，主要系各类保证金及抵质押的应收票据、投资性房地产、固定资产等。

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司仍有部分涉诉案件，主要集中在供应链板块的钢铁、物流业务及金融服务板块的融资租赁业务，公司已按预计的可回收情况对相关的涉诉款项全部或部分计提损失，对公司未决诉讼进展情况、款项回收情况及其对公司盈利能力的影响应予以关注。

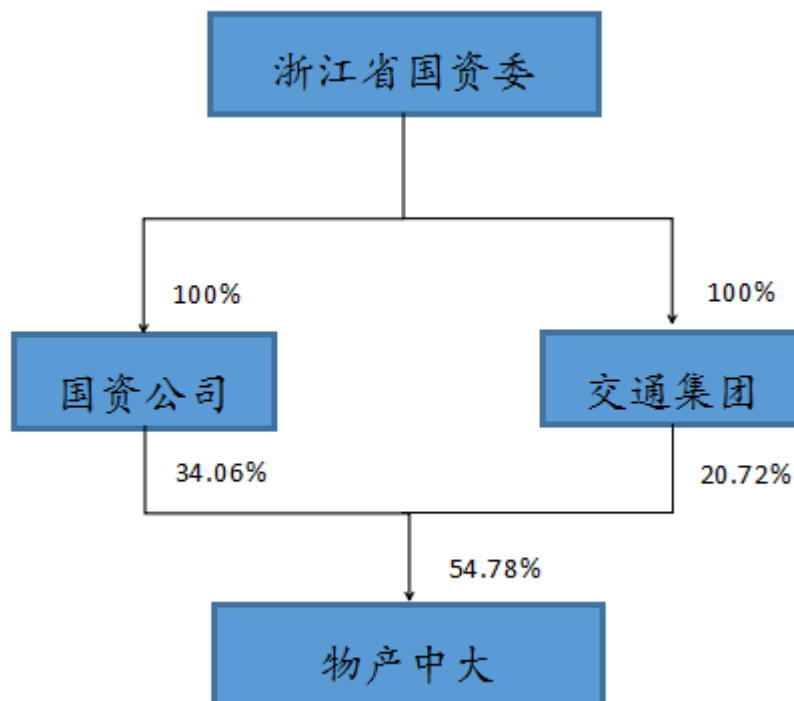
整体来看，2018 年，公司各板块业务规模持续

增长，虽然负债水平较高，但符合公司业务特点，且较好的盈利能力及经营获现能力能够为债务本息的偿还和公司的稳定发展提供支持，整体偿债能力极强。

结 论

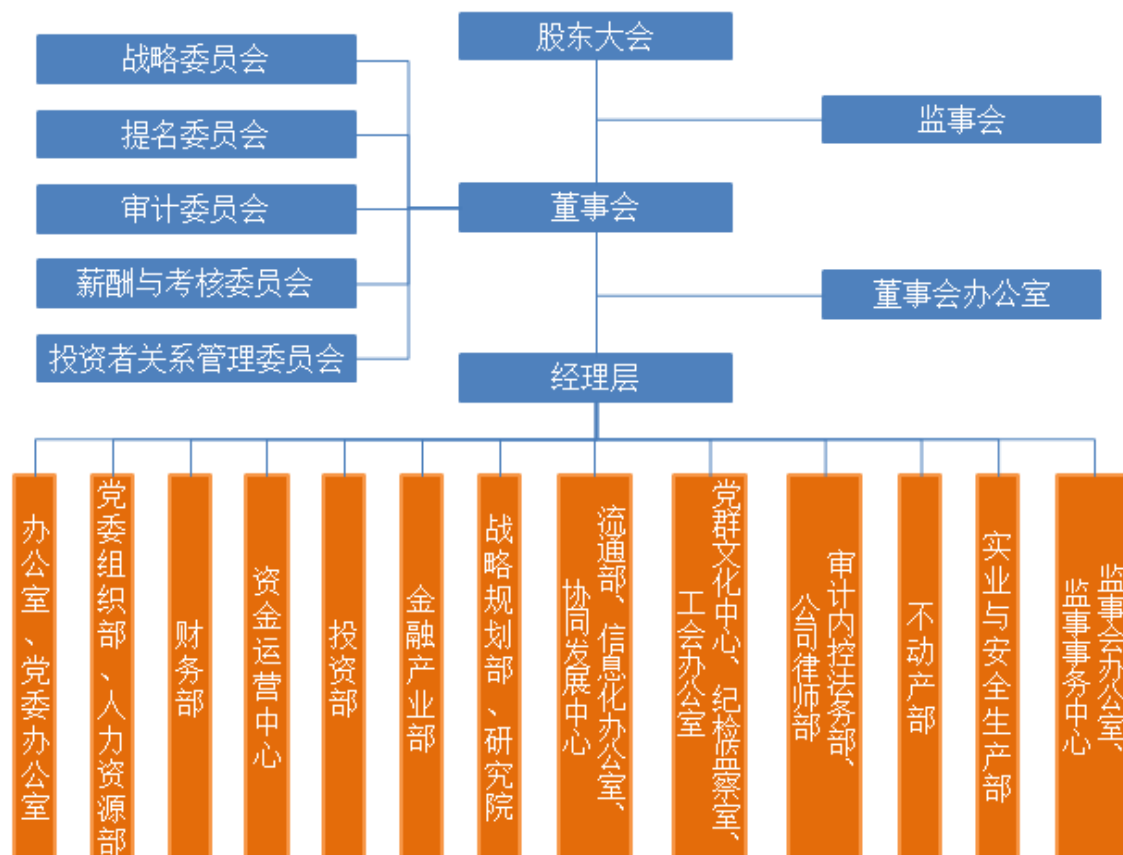
综上，中诚信证评维持物产中大主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定，维持“物产中大集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

附一：物产中大集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：物产中大集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：物产中大集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	1,062,939.58	1,374,838.03	1,442,714.72
应收账款净额	514,386.84	549,274.07	592,047.68
存货净额	1,216,898.24	1,597,790.53	1,844,908.35
流动资产	4,763,521.21	5,101,741.56	5,473,203.18
长期投资	1,044,320.25	1,067,582.73	576,980.85
固定资产合计	762,893.55	938,205.59	1,108,212.70
总资产	7,657,117.72	8,594,380.75	8,605,279.51
短期债务	3,019,648.33	3,265,908.24	2,687,364.18
长期债务	380,231.84	536,370.79	695,486.98
总债务（短期债务+长期债务）	3,399,880.17	3,802,279.03	3,382,851.16
总负债	5,282,428.09	5,958,052.46	5,700,854.28
所有者权益(含少数股东权益)	2,374,689.64	2,636,328.28	2,904,425.23
营业总收入	20,717,243.14	27,662,042.31	30,053,825.23
三费前利润	689,574.80	724,817.82	840,599.52
投资收益	238,601.86	140,781.22	252,668.96
净利润	253,790.46	293,830.43	342,598.98
EBITDA	508,348.48	569,740.04	655,501.61
经营活动产生现金净流量	-54,395.58	-835,900.20	653,070.68
投资活动产生现金净流量	-472,431.54	524,566.82	397,684.27
筹资活动产生现金净流量	446,347.81	470,911.29	-1,000,433.60
现金及现金等价物净增加额	-79,499.39	157,855.91	52,103.68
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	3.44	2.58	2.75
所有者权益收益率（%）	10.69	11.15	11.80
EBITDA/营业总收入（%）	2.45	2.06	2.18
速动比率（X）	0.73	0.66	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	-0.22	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.02	-0.26	0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.42	-7.09	5.76
EBITDA 利息倍数（X）	3.89	4.83	5.78
总债务/EBITDA（X）	6.69	6.67	5.16
资产负债率（%）	68.99	69.32	66.25
总资本化比率（%）	58.88	59.05	53.80
长期资本化比率（%）	13.80	16.91	19.32

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（非流动资产）

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

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

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

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。