

深圳赛格股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行
公司债券(第一期)(品种一、二)
2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【649】号 01

债券简称：

品种一：18 赛格 01

品种二：18 赛格 02

增信方式：保证担保

担保主体：广东省融资
再担保有限公司

债券剩余规模：8 亿元
(品种一 7 亿元，品种
二 1 亿元)

债券到期日期：品种一
2021 年 12 月 25 日，品
种二 2020 年 6 月 25 日

债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次，最
后一期随本金一起兑
付。

分析师

姓名：
陈刚 林心平

电话：
0755-82871701

邮箱：
cheng@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
房地产行业企业主体长
期信用评级方法，该评
级方法已披露于公司官
方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

深圳赛格股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公 司债券（第一期）（品种一、二）2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 26 日	2018 年 11 月 2 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对深圳赛格股份有限公司以下简称“深赛格”或“公司”，股票代码：000058.SZ）及其 2018 年 12 月 25 日面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一、二）（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司自持较多优质房屋资产，市场价值较高，广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司主要在售房产项目销售不佳，在建商业地产项目存在一定的销售和运营风险，盈利规模大幅下滑及有息债务增长较快等风险因素。

正面：

- 公司持有较多优质房屋资产。截至 2019 年 3 月末，公司自持物业面积逾 29 万平方米，主要位于深圳市华强北商圈，位置较好；以成本法核算的投资性房地产价值为 13.99 亿元，自持物业价值相对低估，市场价值较高。
- 广东再担保提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，广东再担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的连带责任保证担保有效仍能提升本期债券的信用水平。

关注:

- **公司房产项目销售不佳，在建项目存在一定的销售和运营风险。**公司南通赛格广场2018年末已投资7.58亿元，可售面积6.74万平方米，销售进度仅为12.91%，惠州赛格假日广场一期在售项目亦表现欠佳，在建西安赛格广场项目存在一定的销售和运营风险。
- **公司资产减值损失侵蚀利润较多，盈利规模大幅下滑。**2018年公司计提资产减值损失1.02亿元，同时因延期交付房产支付赔偿金及部分房产项目竣工带来财务费用上升，2018年公司仅实现净利润0.24亿元，同比大幅减少92.36%。
- **公司有息债务规模增长较快，存在一定的偿债压力。**截至2019年3月末，有息债务规模为22.27亿元，较2017年末增长43.87%，2018年EBITDA利息保障倍数降至2.82，有息债务增长较快，存在一定的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	662,876.73	712,800.97	699,259.04	254,827.63
归属于母公司所有者权益合计	192,007.45	186,788.12	191,722.84	154,820.06
有息债务	222,708.59	232,857.15	154,795.67	35,500.00
资产负债率	61.83%	65.63%	63.09%	31.00%
剔除预收账款的资产负债率	57.96%	61.93%	58.94%	27.69%
流动比率	1.91	1.71	1.48	1.64
速动比率	0.82	0.81	0.48	0.85
营业总收入	37,608.75	161,226.83	203,044.54	76,091.51
资产减值损失	-	10,187.54	2,203.49	-347.69
投资收益	5,212.20	6,126.79	7,199.99	9,914.59
营业利润	9,892.02	22,875.04	42,170.04	18,100.58
营业外支出	23.45	14,159.28	646.82	436.64
净利润	7,029.32	2,354.57	30,802.47	14,223.03
综合毛利率	35.71%	34.07%	31.09%	23.97%
总资产回报率	-	1.34%	9.58%	7.58%
EBITDA	-	27,095.37	54,284.87	23,398.56
EBITDA利息保障倍数	-	2.82	4.73	13.86
经营活动现金流净额	-1,012.26	16,767.42	50,738.65	-12,003.01

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益	716,478.44	731,007.77	692,080.32
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
累计代偿回收率	8.63%	32.87%	36.06%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数，下同。

资料来源：广东再担保2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年12月25日面向合格投资者公开发行8亿元公司债券（第一期）（品种一、二），其中品种一规模为7亿元、期限为3年，品种二规模为1亿元、期限为18个月，募集资金全部用于偿还银行借款和补充营运资金。本期债券募集资金分别存于北京银行深圳分行华侨城支行20000020321400026432697及兴业银行深圳分行337010100101385438账户，截至2019年6月21日，兴业银行深圳分行337010100101385438账户余额为17.90万元；截至2019年6月24日，北京银行深圳分行华侨城支行20000020321400026432697账户余额为48.63万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本未发生变化，控股股东仍为深圳市赛格集团有限公司¹（以下简称“赛格集团”），持有公司56.70%的股份，实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。2018年3月，公司将其持有深圳市赛格小额贷款有限公司（以下简称“赛格小贷”）62.00%的股权转让给控股股东赛格集团，不再经营小贷业务；2018年公司合并范围新增1家子公司，减少3家子公司，具体情况见表1。

表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
杭州赛格龙焱能源科技有限公司	100.00%	4,000.00	碲化镉太阳能电池组件产品研发制造；光伏项目	新设
2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
烟台赛格时代广场发展有限公司	100.00%	10,000.00	房地产	注销
西安沣东新城赛格时代广场置业有限公司	100.00%	3,000.00	房地产	注销
深圳市赛格小额贷款有限公司	100.00%	15,000.00	小额贷款	股权转让

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

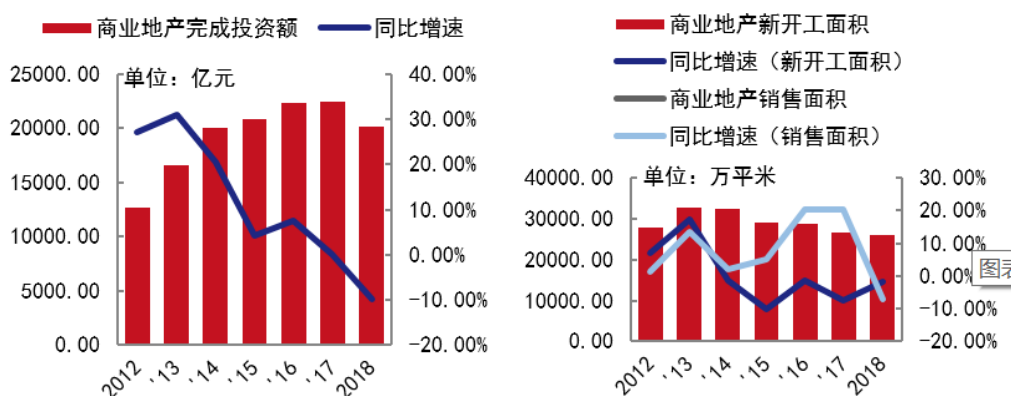
¹ 公司未提供控股股东银行信用报告。

2018 年我国商业地产开发投资和销售面积均转为负增长，新开工面积降幅收窄，商业地产供应过剩的局面持续改善；2018 年优质零售物业空置率较低，多数城市首层租金持续下滑；受电商冲击以及经济下行等因素影响，未来仍面临租金下跌的风险

商业地产业态主要包括办公楼、零售物业、工业厂房、酒店以及其他商业营用房等。从供给端来看，2018 年全国完成商业地产开发投资 20,173.42 亿元，同比下降 9.94%，开发投资额近年来首次出现负增长；商业地产新开工面积 26,114.73 万平方米，同比下降 1.91%，新开工面积已连续五年下降，但 2018 年降幅较上年有所收窄。目前我国商业地产供给端整体压力较大，在行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下，2018 年商业地产开发投资额和新开工面积均出现下滑。

从需求端来看，2018 年我国商业地产全年销售面积为 16,334.75 万平方米，同比下滑 7.16%。商业地产下游需求主要受到人口、地域经济和产业结构等长期因素影响，呈现较明显的区域分化。目前我国一线城市商业物业市场仍然保持较低的空置率和一定程度的租金增长；部分二三线城市在高速增长的同时，市场空置率不断攀升，经营压力持续加大。截至 2018 年末，我国商业营用房待售面积同比减少 9.3%至 13,793 万平方米，办公楼待售面积同比减少 0.4%至 3,649 万平方米，商业地产整体供应过剩的局面持续得到改善。

图 1 全国商业地产投资额、新开工面积、销售面积及其同比增速

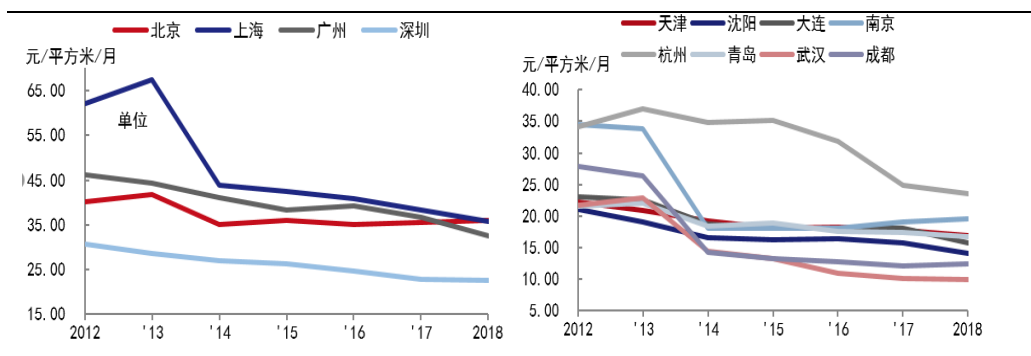


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益。受宏观经济下行、社零增速同比持续下降，电商冲击及新建商业零售物业大批量投入市场等因素影响，2014年我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金大幅调低，此后由于需求不振，租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2018年除北京、南京和成都之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现下滑。目前零售物业的租金水平区域分化仍较为严重，一线城市租金水平较高，但考虑到行业仍处在市场景气度下行阶段，未来可能面临租金下跌的风险。我国优质零售物业空置

率相对较低，但仍存在一定的区域差异分化。除天津和沈阳之外，其他重点城市近5年来优质零售物业空置率均低于15%，2018年末空置率均在13%以下。

图2 我国重点城市优质零售物业首层租金情况（单位：元/平方米/月）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司是国有控股的A股上市公司，主要从事电子市场及物业租赁和管理、房地产开发，并开展贸易及酒店经营等业务。2018年公司实现营业总收入16.12亿元，比上年同期减少20.60%；其中电子市场及物业租赁和管理收入占比为54.80%，仍是公司主要收入来源；受结转进度影响，2018年房地产开发业务收入同比减少34.65%；因业务回款困难等影响，2018年公司继续缩减贸易规模，收入规模降至0.96亿元；2018年3月公司剥离小贷业务，金融业务收入大幅减少；2018年公司酒店业务收入有所增长，光伏组件生产线入产并实现新能源业务收入174.95万元。毛利率方面，2018年公司电子市场及物业租赁和管理经营较为稳定、毛利率有所提升，同期毛利率较低的贸易业务收入大幅下滑，公司综合毛利率较上年提升2.98个百分点至34.07%。

2019年1-3月，公司实现营业收入3.76亿元，同比减少3.85%，综合毛利率为35.71%。

表2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
电子市场及物业租赁和管理	24,437.68	37.84%	88,356.29	36.57%	90,528.59	31.98%
房地产开发业务	12,223.84	35.02%	57,740.73	36.13%	88,360.10	32.68%
酒店	895.00	-13.52%	4,702.56	20.58%	4,205.88	12.41%
新能源	45.00	-11.11%	174.95	26.71%	0.00	-
贸易	7.23	1.22%	9,604.22	1.81%	15,036.18	2.61%
金融	0.00	-	648.09	88.03%	4,913.78	89.38%

合计	37,608.75	35.71%	161,226.84	34.07%	203,044.54	31.09%
----	-----------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司 2017-2018 年年报及公司提供，中证鹏元整理

（一）电子市场及物业租赁和管理

公司自持物业主要位于深圳华强北商圈，资产质量较好；受电商冲击及经济下行等影响，转租物业面积及收入规模继续下滑，受益于管理规模的增加，物业管理收入规模有所提升

公司自持物业涵盖电子市场、商业及办公及公寓\厂房等，其中电子市场以深圳赛格电子市场、赛格康乐大厦及宝华大厦为主，位于华强北商圈，具有一定市场竞争力。截至 2019 年 3 月末，公司自持物业超过 29 万平方米，其中位于深圳优质地段的物业面积占比超过 70%，其余物业位于长沙、惠州和南通等地。公司自持物业主要在投资性房地产科目以成本法核算，2019 年 3 月末投资性房地产账面价值为 13.99 亿元，该等物业大多位于深圳华强北商圈，资产质量较好。

表 3 截至 2019 年 3 月末公司自持物业情况（单位：平方米）

物业类型	物业名称	位置	建筑面积
电子市场	深圳赛格电子市场	深圳市福田区华强北路	14,547.01
	赛格工业大厦	深圳市福田区华强北路	18,611.36
	赛格康乐大厦	深圳市福田区华强北路	8,633.35
	宝华大厦	深圳市福田区华强北路	7,312.00
	长沙赛格数码广场	长沙市五一东路 1 号	15,055.50
	小计		64,159.22
商业及办公	现代之窗大厦	深圳市福田区华强北路	10,218.51
	赛格康乐大厦	深圳市福田区华强北路	5,082.40
	宝华大厦	深圳市福田区华强北路	17,959.00
	赛格工业区	深圳市福田区华强北路	6,843.56
	群星广场 A 座及裙楼	深圳市福田区华强北路	29,847.74
	南通赛格时代广场	南通市港闸区长平路 19 号	52,549.50
	经济大厦 3 栋 7 楼部分物业	深圳市福田区华强北路	835.4
	赛格广场	深圳市福田区华强北路	25,366.30
	现代之窗大厦 A 座	深圳市福田区华强北路	2,215.74
	赛格假日广场	惠州东平半岛徽州大道	20,291.24
	赛格 ECO 中心	深圳市龙岗区布龙路	23,783.59
小计		194,992.98	
公寓、厂房及其他	鹏基工业区	深圳市福田区八卦岭	6,225.74
	鹏基上步工业厂房	深圳市鹏基上步工业厂房	2,989.83
	赛格科技工业园	深圳市赛格科技工业园	7,347.36
	赛格景苑裙楼	深圳市赛格景苑裙楼	6,922.94

长城大厦 2 栋	深圳市百花路（笋岗西路）	1,305.53
深茂商业中心	深圳市福田区景田三路	542.93
赛格住宅楼	深圳市福田区华强南路	4,719.65
新阁小区	深圳市福田区林园东路	1,345.22
依迪综合市场	深圳市福田区福中路	2,110.53
其他零散物业	-	1,099.81
小计		34,609.54
合计		293,761.74

资料来源：公司提供

出租率及毛利率方面，2018年公司赛格通信市场统一品牌“SEGCOM”扩展至康乐大厦和宝华大厦，通过持续淘汰低端商户、引进品牌商户，市场商户结构不断优化，品牌商户占比显著提高，并逐步将品牌示范效应扩大至其他物业区域，出租单价呈现一定上调。此外，公司通过加强原部分物业的基础设施改造，提升经营环境，调整入场产品业态并进行补充招商，2018年公司自持物业收入有所上升，整体经营相对稳定，由于部分物业未对外出租，导致自持物业出租率有所下滑。

表 4 公司自持物业管理概况（单位：平方米、万元）

项目	2018 年	2017 年
自持物业面积	293,761.74	302,212.30
其中：电子市场物业面积	64,159.22	67,184.28
自持物业出租率	75.34%	77.84%
自持物业收入毛利率	48.37%	45.45%
自持物业收入	44,809.11	43,292.93

资料来源：公司提供

转租物业方面，受电商冲击、商业业态升级及电子产品封装化和快销化等因素影响，公司转租物业持续面临较大的经营压力。2018年公司苏州赛格数码（转租物业）出于对手机批发业务的评估及判断，于2018年7月终止了赛E通业务，2018年公司转租物业面积为13.01万平方米，其中电子市场转租物业面积进一步下降至10.08万平方米。在IT业态及实体市场的急速下滑的背景下，公司与部分业主在租金方面进行协商并获得一定优惠，2018年公司转租物业出租率和毛利率均有所上升，但转租物业面积快速下滑，转租物业收入亦持续下降，转租物业经营欠佳。

表 5 公司转租物业管理概况（单位：平方米、万元）

项目	2018 年	2017 年
转租物业面积	130,127.58	166,614.11
其中：电子市场物业面积	100,756.42	127,819.10
转租物业出租率	93.76%	93.54%

转租物业收入毛利率	30.23%	24.37%
转租物业收入	10,273.26	13,946.26

资料来源：公司提供

总的来看，公司在电子市场物业经营经验丰富，赛格电子仍具有一定市场影响力，自持物业面积大，持续为公司贡献主要收入来源，且主要位于深圳华强北商圈，资产质量较好，市场价值较高；但受宏观经济下行、电商冲击、居民电子产品消费习惯变化等因素影响，公司转租物业面积快速下滑，转租物业经营欠佳。

公司物业管理业务主要由子公司深圳市赛格物业管理有限公司和深圳市赛格物业发展有限公司负责运营，业务收入包括管理费收入和停车场等业务，纳入电子市场及物业租赁和管理业务核算。公司物业管理区域主要分布于深圳市华强北区域，2018年末管理物业面积超673.0万平方米，管理类型涉及商业、办公楼、工业园区、酒店式公寓及住宅等。2018年公司实现物业管理收入2.91亿元，同比增长24.02%，毛利率为20.82%。

（二）房地产开发业务

2018年南通赛格广场等项目销售表现不佳，叠加部分已售房产退回，公司房产合同销售金额及面积同比大幅减少，项目储备少，房地产业务持续性一般，在建房产项目存在一定的销售和运营风险

公司房地产开发业务主要由深圳市赛格地产投资股份有限公司（以下简称“赛格地产”）和南通赛格时代广场发展有限公司（以下简称“南通赛格”）运营。2018年公司房产销售主要来自深圳赛格新城市广场二期，南通赛格时代广场项目销售仍表现较差，且赛格新城市广场一期1号楼2至5层因未能按约定办理房产证被客户退回，导致2018年公司商品房合同销售面积出现负值，销售金额仅1.47亿元，同比大幅减少。从结算来看，2018年公司主要结算项目为深圳赛格新城市广场二期，其余结算收入主要来自惠州的赛格假日广场及南通赛格时代广场。公司已无重大施工项目，仅有少量的赛格假日广场、部分和南通赛格时代广场项目处于在售状态。

表6 赛格地产及南通赛格房地产开发经营状况

项目	2018年	2017年
竣工面积（万平方米）	13.02	15.46
合约销售面积（万平方米）	-1.33	5.97
合同销售金额（亿元）	1.47	14.53
结算面积（万平方米）	-0.05	3.71
结算金额（亿元）	5.77	8.84

资料来源：公司2018年年报及公司提供

东方威尼斯花园为赛格地产所开发的早期项目，该项目位于惠州东平半岛，建筑面积

约30万平方米，主要由花园洋房、公寓和Townhouse组成。该项目分为二期开发，其中一期已于2010年交付，二期已于2014年交付，剩余少量商铺在售。截至2018年末，东方威尼斯花园累计已销售23.96万平方米，整体销售进度为93.48%，已基本完成去化和销售回款。

赛格新城市广场二期项目位于深圳龙岗区布吉街道，布龙路与规划联中路交汇处，总建筑面积15.46万平方米，是以甲级写字楼、商业、物流用房及公寓等为一体的综合体项目。除自持商业面积外，二期项目可售面积10.59万平方米，已销售5.63万平方米，销售进度约为53.16%，去化相对较慢。

赛格假日广场位于惠州东平半岛，紧邻东方威尼斯花园，是集办公、休闲、餐饮、娱乐为一体的商业综合体，共分三期开发。目前该项目已完成一期开发，由甲级写字楼（赛格大厦）和商业购物中心组成，可售面积为9.22万平方米，2018年末去化率为43.82%，去化表现不佳。

南通赛格时代广场位于江苏省南通市深南路，项目主要定位于动漫、文化产业，该项目建筑面积13.67万平方米，计划总投资8.83亿元，2018年末已投资7.58亿元，可售面积6.74万平方米，已累计销售0.87万平方米，销售进度仅为12.91%，销售状况较差。2018年公司将部分可售房产转为自持物业，但招商状况不理想，该项目存在一定的销售和运营风险。

表 7 截至 2018 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

所在城市	项目名称	建筑面积	可售面积	已售面积	已售面积占比	已售金额	已结转金额
深圳	赛格新城市广场一期	10.53	7.26	4.07	56.06%	6.93	5.27
深圳	赛格新城市广场二期	15.46	10.59	5.63	53.16%	15.56	10.88
惠州	东方威尼斯花园	30.00	25.63	23.96	93.48%	13.97	14.02
惠州	赛格假日广场一期	12.60	9.22	4.04	43.82%	3.80	3.33
南通	南通赛格时代广场	13.67	6.74	0.87	12.91%	0.58	0.57
合计	-	82.26	59.44	38.57	-	40.84	34.07

资料来源：公司 2018 年年报及公司提供

2018年末公司在建及拟建项目主要包括西安赛格广场和赛格假日广场二期。截至2018年末，公司在建项目为西安赛格广场，项目主要包含公寓、商场和写字楼，规划建筑面积28.98万平方米，可售面积为20.64万平方米，计划总投资21.00亿元，2018年末已累计投资6.75亿元。

赛格假日广场二期项目已于2018年8月29日取得商服用地的土地使用权，占地面积0.82万平方米，成交价1.33亿元，项目已于2019年5月开工。土地储备方面，公司近年主要以收购方式进行项目储备，除西安赛格广场和赛格假日广场二期外，无其他项目储备。近年公司逐步增加对城市商业综合体的投入，但尚未具备商业综合体运营经验，后续存在一

定的销售和运营风险。

（三）其他业务

2018年公司贸易业务萎缩，盈利能力下滑；小贷业务已剥离，业务收入不可持续；酒店业务收入实现增长，新能源光伏组件产品实现销售，规模较小

公司其他业务主要包括贸易、金融、酒店等，金融业务于2018年4月完成转让，不再经营电子商务及小贷业务。

公司贸易业务主要由深圳市赛格实业投资有限公司（以下简称“赛格实业”）负责，贸易产品主要涉及电脑、手机、通讯设备以及相关电子配件等，主要经营模式分为两种：一种是代理采购，赛格实业接受客户委托，为客户采购指定电子产品。2018年公司实现贸易收入9,604.22万元，较上年大幅下降36.13%，主要原因是一方面电子产品贸易回款困难，公司采取收缩规模策略，另一方面，公司停止垫资金额较高的智能及工程类项目。毛利率方面，因电子产品市场竞争激烈，价格透明，公司贸易业务毛利率仍处于较低水平。公司前五大贸易客户变化较大，单个客户贸易规模急剧缩小。受电商冲击影响，公司贸易业务客户电子产品销售不畅，导致公司回款困难，截至2018年末，公司已分别对深圳市润能数码科技有限公司、深圳市沃德沃实业有限公司、深圳市康网科技有限公司的应收账款余额计提30%坏账准备，合计2,947.53万元。公司已对该等客户提起诉讼，但未来能否执行并回收欠款，仍存在较大不确定性。业务发展方面，未来公司仍将收缩贸易业务，择机退出。

表 8 公司贸易业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	主要贸易产品	销售额	占比
2018年	深圳市宝安区石岩人民医院	电脑及周边配件	247.26	2.57%
	深圳市南方韵和科技有限公司	电脑及周边配件	239.36	2.49%
	深圳市深水宝安水务集团有限公司	电脑及周边配件	235.82	2.46%
	深圳市公安局龙岗公安分局	电脑及周边配件	230.78	2.40%
	交通银行股份有限公司深圳分行	电脑及周边配件	209.31	2.18%
	合计		1,162.53	12.10%
2017年	深圳市南方韵和科技有限公司	电脑及周边配件	4,907.70	32.64%
	深圳市润能数码科技有限公司	电脑及周边配件	1,157.63	7.70%
	深圳市康网科技有限公司	电脑及周边配件	438.52	2.92%
	深圳市深水宝安水务集团有限公司	电脑及周边配件	157.98	1.05%
	深圳市坪山区石井街道办事处	电脑及周边配件	113.61	0.76%
	合计		6,775.44	45.06%

资料来源：公司提供

2018年赛格小贷实现金融收入，收入规模持续下降，主要系业务收缩所致。为聚焦主业，补充流动资金，2018年4月公司将其持有的62.00%赛格小贷股权转让给控股股东赛格

集团，交易对价12,669.90万元，实现投资收益2,188.53万元，转让完成后，公司不再经营小贷业务。

公司酒店业务主要由深圳橙果商务酒店管理有限公司和深圳市赛格创业汇有限公司趣创公寓酒店管理分公司运营。截至2018年末，公司经营酒店5家，合计床位数1,013张，酒店定位于经济型，且位置优越，入住率较高，2018年平均入住率超过80%。2018年公司实现酒店收入4,702.56万元，同比增长11.81%，酒店业务毛利率由2017年的12.41%提升至20.58%。

表9 2018年公司酒店业务经营概况（单位：张、元/天/间）

酒店名称	床位数	星级	均价	入住率
橙果酒店（长沙五一路店）	232	准四-	236.5	85.40%
橙果酒店（长沙星沙店）	169	商务酒店-	190.3	86.30%
橙果酒店（深圳宝安店）	254	商务酒店-	241.5	83.70%
橙果酒店（深圳东门店）	185	准四-	289.7	85.70%
趣创酒店（深圳华强北店）	173	四星	264	86.00%

资料来源：公司提供

公司新能源业务主要由子公司深圳赛格龙焱能源科技有限公司负责，其全资子公司杭州赛格龙焱能源科技有限公司运营的杭州赛格龙焱碲化镉薄膜光伏组件生产线于2018年初开始建设，设计年产能为40MW，并于2018年年底试生产，2018年末该生产线已投入0.97亿元，2018年公司实现新能源业务收入174.95万元。值得注意的是，受光伏发电补贴退坡等政策影响，后续能否实现预期收益存在较大不确定性。此外，2019年3月，公司停止建设深汕特别合作区光伏产业基地项目建设，同时拟以1.88亿元的对价转让深汕特别合作区赛格龙焱能源科技有限公司100.0%股权，所得股权转让款用作杭州赛格龙焱碲化镉薄膜光伏生产线的发展。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围具体变化情况见表1。

资产结构与质量

公司总资产规模有所波动，资产中竣工待售的房产、投资性房地产及货币资金占比较高，资产流动性尚可，其中部分位于深圳的房产较为优质，市场价值较高

截至2018年末，公司资产总额为71.28亿元，同比略有增长，流动资产占比为71.11%，仍是公司资产主要构成部分；2019年1-3月公司偿还部分债务，期末总资产规模下滑至66.29亿元。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	123,013.77	18.56%	175,749.28	24.66%	95,148.26	13.61%
其他应收款	13,687.61	2.06%	11,250.70	1.58%	9,405.72	1.35%
存货	262,008.63	39.53%	267,029.40	37.46%	355,110.03	50.78%
其他流动资产	53,277.14	8.04%	46,808.32	6.57%	56,557.79	8.09%
流动资产合计	459,864.11	69.37%	506,856.87	71.11%	526,087.02	75.23%
长期股权投资	15,945.55	2.41%	17,268.41	2.42%	21,197.33	3.03%
投资性房地产	139,879.26	21.10%	141,291.69	19.82%	67,688.82	9.68%
在建工程	16,147.03	2.44%	15,121.40	2.12%	7,174.55	1.03%
非流动资产合计	203,012.62	30.63%	205,944.11	28.89%	173,172.02	24.77%
资产总计	662,876.73	100.00%	712,800.97	100.00%	699,259.04	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度，中证鹏元整理

2018年公司成功发行本期债券，年末货币资金余额大幅增至17.57亿元，主要为银行存款，其中0.35亿元的保函保证金使用权受限。2019年1-3月公司归还赛格集团重组对价款及银行贷款，期末账面余额降至12.30亿元。其他应收款主要为押金、保证金和往来款，2018年末已累计计提坏账准备0.78亿元，主要因往来款账龄超过5年，全额计提坏账准备所致。

存货是公司的主要资产，主要包括开发产品和开发成本，均为写字楼、公寓和商业项目，其中2018年末开发产品余额18.63亿元，包括南通赛格时代广场1.66亿元、赛格ECO一期4.48亿元以及赛格ECO二期11.01亿元，开发产品中3.12亿元房产已抵押；开发成本8.33亿元，包括西安赛格广场6.74亿元和惠州赛格假日广场二期1.58亿元。惠州赛格假日广场一期项目销售进入尾声，在售部分去化缓慢。因2018年结转地产项目较多，且同期新增投资规模较小，2018年末存货账面价值较年初减少24.80%。其他流动资产仍主要为银行理财产品 and 预缴税金，其中2018年末银行理财产品金额为4.03亿元。

公司投资性房地产主要为自持出租物业，均采用成本法核算，2018年末账面价值14.13亿元，较上年末增长108.74%，主要系南通赛格广场销售部分转为自持5.89亿元及惠州群星项目1.99亿元转为自持所致。公司自持物业该资产主要位于深圳核心地段，质量较好。

2018年9月22日，公司聘请广东再担保为本期债券提供增信服务，以自持赛格广场的2、4、5楼，合计1.45万平方米物业为本期债券提供反担保，已抵押账面价值4.49亿元。2018年末账面价值为0.48亿元的投资性房地产未办妥产权证书。公司长期股权投资主要系对深圳华控赛格股份有限公司（以下简称“华控赛格”）等联营企业的投资。2018年末在建工程主要包括深汕碲化镉薄膜产业园及杭州碲化镉产业项目的建设支出。

截至2018年末，公司受限资产规模为4.84亿元，占总资产比重为6.79%，主要受限使用投资性房地产和货币资金。总体来看，公司资产规模有所波动，部分位于深圳的房产市场价值较高。

资产运营效率

公司资产周转效率大幅下滑

2018年公司结转地产项目较多，同期新增投资规模较小，存货规模有所下滑，而营业成本降幅较大，存货周转天数增加至1,054.09天。2018年公司资产规模同比增加，而营业收入下滑，总资产周转天数较上年大幅延长。公司逐步向商业地产运营转型，在售项目不多，未来销售收入可能继续下降，资产周转效率预计进一步降低。

表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
存货周转天数	1,054.09	534.56
流动资产周转天数	1,153.22	577.62
总资产周转天数	1,576.48	845.80

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业总收入同比减少，资产减值损失及营业外支出侵蚀利润较多，盈利规模大幅下滑

2018年公司实现营业总收入16.12 亿元，比上年同期减少20.60%；其中电子市场及物业租赁和管理收入占比为54.80%，仍是公司主要收入来源，电子市场及物业租赁和管理虽受电商冲击经济下行影响，收入规模有所下滑，总体经营相对稳定；在售及储备房产项目不多，房地产开发业务持续性一般；贸易业务规模继续萎缩；小贷业务已完成剥离、业务不可持续；酒店业务收入实现增长，对收入规模形成一定补充。

毛利率方面，2018年公司电子市场及物业租赁和管理经营较为稳定、毛利率有所提升，

同期盈利较弱的贸易业务收入大幅下滑，综合毛利率提升至34.07%。2019年1-3月，公司实现营业收入3.76亿元，同比减少3.85%。

2018年公司资产减值损失大幅增至10,187.54万元，包括坏账损失5,026.90万元、存货跌价损失2,664.31万元和贷款及贷款减值损失2,496.34万元；营业外支出主要为合同违约金支出；2018年投资收益来自减持华控赛格股票及转让赛格小贷股权及银行理财收益，对营业利润形成有力支撑，但持续性不强，2019年1-3月投资收益主要系减持华控赛格股票获得。综合影响下，2018年公司利润总额及净利润同比减少77.98%和92.36%，降幅较大，总资产回报率和净资产收益率亦大幅回落。

表 12 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业总收入	37,608.75	161,226.83	203,044.54
资产减值损失	-	10,187.54	2,203.49
投资收益	5,212.20	6,126.79	7,199.99
营业利润	9,892.02	22,875.04	42,170.04
利润总额	9,974.48	9,431.88	42,826.60
营业外支出	23.45	14,159.28	646.82
净利润	7,029.32	2,354.57	30,802.47
综合毛利率	35.71%	34.07%	31.09%
期间费用率	14.81%	15.26%	10.28%
营业利润率	26.30%	14.19%	20.77%
总资产回报率	-	1.34%	8.98%
净资产收益率	-	0.94%	14.20%
营业收入增长率	-3.85%	-20.60%	166.84%
净利润增长率	-4.79%	-92.36%	116.57%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净额大幅减少，业务发展存在一定融资需求

2018年公司房产销售表现不佳，销售商品、提供劳务收到的现金同比减少9.98%，叠加支付的保证金及罚款违约金等影响，经营活动现金净流入1.68亿元，较上年大幅减少。

2018年公司收回投资及投资支付的现金主要系赎回及购买理财产品的支出，其中处置子公司及其他营业单位收到的现金净额，主要系公司出售赛格小贷股权获得。

2018年成功发行本期债券及新增银行借款，在偿付到期债务后，筹资活动现金净流入5.88亿元。未来公司定位于战略新兴产业发展平台，存在一定的投资需求，加之房地产项

目的持续投入，业务发展对外部存在一定的融资需求。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.03	0.91
销售商品、提供劳务收到的现金	165,942.61	184,346.00
收到其他与经营活动有关的现金	18,975.16	29,792.29
经营活动现金流入小计	185,549.37	223,417.20
购买商品、接受劳务支付的现金	85,268.89	87,140.30
支付其他与经营活动有关的现金	24,184.42	34,162.67
经营活动现金流出小计	168,781.95	172,678.55
经营活动产生的现金流量净额	16,767.42	50,738.65
投资活动产生的现金流量净额	1,065.65	-18,704.22
筹资活动产生的现金流量净额	58,757.18	-50,038.59
现金及现金等价物净增加额	76,591.02	-18,004.10

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务增长较快，存在一定的偿债压力

受少数股东权益减少及盈利规模下滑影响，2018年公司所有者权益同比降低5.08%，2019年3月末回升至25.30亿元；2018年公司成功发行本期债券使得负债总额同比增加6.04%；2019年3月末公司负债总额降至40.99亿元，产权比率有所回落。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年 3 月	2018 年	2017 年
负债总额	409,867.19	467,816.08	441,166.65
所有者权益	253,009.54	244,984.89	258,092.39
产权比率	162.00%	190.96%	170.93%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司债务仍以流动负债为主，近年流动负债占比有所下降，2019年3月末为58.78%，较2017年末减少21.74个百分点。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款以及一年内到期的非流动负债。2019年3月末公司短期借款余额为4.60亿元，均为信用借款。应付账款主要为应付房地产项目的工程款，随着项目的竣工到期结算，2019年3月末已偿付完毕。预收款项主要为预收售房款和物业租金，2018年末金额为6.93亿元，其中预收售房款4.93亿元，主要为预收赛格ECO中心二期的售房款；预收租金为1.80亿元，主要是电子市场等物业所形成。其他应付款主要包括待付股权转让款、押金及保证金等，2019年1-3月公司归还赛格集团重组对价款，期末规模降至5.81亿元。一年内到期的非流动

负债系2019年内到期的长期借款。公司长期债务压力来自长期借款和应付债券。公司长期借款均为抵押借款，2019年3月末余额为7.10亿元。应付债券系本期债券。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	46,000.00	11.22%	52,000.00	11.12%	53,479.20	12.12%
应付账款	-	0.00%	29,313.04	6.27%	47,008.82	10.66%
预收款项	60,981.33	14.88%	69,281.15	14.81%	70,703.17	16.03%
其他应付款	58,119.52	14.18%	101,253.38	21.64%	129,043.19	29.25%
一年内到期的非流动负债	25,856.94	6.31%	27,256.94	5.83%	25,841.47	5.86%
流动负债合计	240,901.35	58.78%	296,529.65	63.39%	355,219.14	80.52%
长期借款	71,000.00	17.32%	74,825.00	15.99%	75,475.00	17.11%
应付债券	79,851.65	19.48%	78,775.21	16.84%	-	0.00%
非流动负债合计	168,965.83	41.22%	171,286.43	36.61%	85,947.51	19.48%
负债总额	409,867.19	100.00%	467,816.08	100.00%	441,166.65	100.00%
其中：有息债务	222,708.59	54.34%	232,857.15	49.78%	154,795.67	35.09%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

截至2019年3月末，公司有息债务规模为22.27亿元，较2017年末增长43.87%，其中长期债务为15.09亿元，占有息债务比重为67.73%。截至2019年3月末，公司剔除预收账款的资产负债率为57.96%，较2017年末小幅回落。从偿债指标来看，受短期债务结构下滑影响，2018年末流动、速动比率虽有所增加，仍表现较弱；2018年公司盈利规模大幅减少，而有息债务增幅过大，导致EBITDA利息保障倍数降至2.82，息税前利润对利息支出保障程度减弱。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	61.83%	65.63%	63.09%
剔除预收账款的资产负债率	57.96%	61.93%	58.94%
流动比率	1.91	1.71	1.48
速动比率	0.82	0.81	0.48
EBITDA（万元）	-	27,095.36	54,284.87
EBITDA 利息保障倍数	-	2.82	4.73
有息债务/EBITDA	-	8.59	2.85
债务总额/EBITDA	-	17.27	8.13
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.06	0.14
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.04	0.12

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

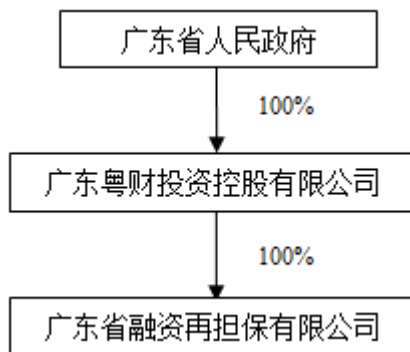
六、债券偿还保障分析

广东再担保提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由广东再担保提供的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及利息、违约金、赔偿金和实现债权的费用，保证期间为本期债券发行首日至本期债券到期日后两年止。

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2018年末，广东再担保注册资本为60.60亿元，由粤财控股全资控股。粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，资本实力雄厚。广东再担保最终控制人为广东省人民政府。

图3 截至2018年末广东再担保股权结构



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2016-2018年广东再担保分别实现营业收入49,438.22万元、46,883.85万元和40,369.05万元，其中担保费收入分别为18,710.79万元、22,203.44万元和15,632.08万元，占营业收入比重分别为37.85%、47.36%和38.72%。由于自有资金较多，广东再担保将其投向银行理财、广州金融资产交易中心直融、信托等产品，获得可观的投资收益，同时银行存款亦获得较高的利息收入。2016-2018年广东再担保利息净收入和投资收益合计分别占当期营业收入的61.53%、51.02%和59.53%，系广东再担保收入的重要构成。

表17 2016-2018年广东再担保收入构成情况（单位：万元）

项 目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%

其中：直保业务收入	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%	18,262.54	36.94%
再担保业务收入	83.17	0.21%	265.50	0.57%	448.25	0.91%
利息净收入	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%
投资收益	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%
其他业务收入	504.49	1.25%	761.90	1.63%	309.26	0.63%
其他收益	198.66	0.49%	-	-	-	-
资产处置收益	2.88	0.01%	-	-	-	-
合计	40,369.05	100.00%	46,883.85	100.00%	49,438.22	100.00%

注：其他业务收入主要含资金管理费收入、承销费收入、房租收入等。

资料来源：广东再担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，广东再担保资产总额为84.25亿元，所有者权益为71.65亿元；2018年度，广东再担保实现营业收入4.04亿元，利润总额2.16亿元。

表 18 2016-2018 年广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
现金类资产	428,700.91	260,780.71	212,453.18
营业收入	40,369.05	46,883.85	49,438.22
担保费收入	15,632.08	22,203.44	18,710.79
利息收入	7,563.04	7,117.87	6,412.18
投资收益	16,467.90	16,800.63	24,005.99
利润总额	21,618.42	51,583.12	33,178.80
净资产收益率	2.19%	5.42%	4.39%
担保责任余额	2,367,606.00	1,926,910.00	1,951,313.00
其中：直接担保在保责任余额	1,600,618.00	1,717,848.00	1,330,723.00
当期担保发生额	4,277,802.00	4,149,813.00	3,468,117.00
拨备覆盖率	120.64%	777.43%	883.90%
准备金覆盖率	4.32%	3.92%	3.82%
融资担保放大倍数	2.39	2.10	1.51
直保业务当期代偿率	6.84%	0.00%	0.00%
再担保业务当期代偿率	0.03%	0.12%	0.00%
累计代偿回收率	8.63%	32.87%	36.06%

注：2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保 2017-2018 年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本

期债券的信用水平。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2019年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司存在多起未决诉讼，主要系房屋租赁合同以及物业服务合同纠纷所形成，若公司被司法执行，可能面临一定的赔偿损失。以公司或子公司为原告的诉讼主要买卖合同纠纷所形成，如胜诉且顺利执行，公司有望取得一定的营业外收入。

截至2018年末，公司子公司为商品房承购人向银行提供按揭抵押贷款担保金额为87,091.50 万元，存在一定的或有负债风险。

八、评级结论

公司自持物业主要位于深圳华强北商圈，资产质量较好，市场价值较高，广东再担保提供的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

但中证鹏元也注意到公司开发的房产项目销售状况不佳，商业地产项目存在一定的项目销售和运营风险及有息债务增加较快等风险因素。基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AAA，公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	123,013.77	175,749.28	95,148.26	18,309.48
其他应收款	13,687.61	11,250.70	9,405.72	6,318.36
存货	262,008.63	267,029.40	355,110.03	60,209.87
流动资产合计	459,864.11	506,856.87	526,087.02	125,480.54
长期股权投资	15,945.55	17,268.41	21,197.33	18,364.90
固定资产	5,617.08	5,935.14	6,240.50	3,918.18
非流动资产合计	203,012.62	205,944.11	173,172.02	129,347.09
资产总计	662,876.73	712,800.97	699,259.04	254,827.63
短期借款	46,000.00	52,000.00	53,479.20	35,500.00
预收款项	60,981.33	69,281.15	70,703.17	11,652.98
其他应付款	58,119.52	101,253.38	129,043.19	19,064.35
一年内到期的非流动负债	25,856.94	27,256.94	25,841.47	0.00
流动负债合计	240,901.35	296,529.65	355,219.14	76,368.45
长期借款	71,000.00	74,825.00	75,475.00	0.00
应付债券	79,851.65	78,775.21	0.00	0.00
非流动负债合计	168,965.83	171,286.43	85,947.51	2,608.32
负债合计	409,867.19	467,816.08	441,166.65	78,976.77
有息债务	222,708.59	232,857.15	154,795.67	35,500.00
所有者权益合计	253,009.54	244,984.89	258,092.39	175,850.86
营业总收入	37,608.75	161,226.83	203,044.54	76,091.51
营业利润	9,892.02	22,875.04	42,170.04	18,100.58
净利润	7,029.32	2,354.57	30,802.47	14,223.03
经营活动产生的现金流量净额	-1,012.26	16,767.42	50,738.65	-12,003.01
投资活动产生的现金流量净额	-38,377.17	1,065.65	-18,704.22	7,562.88
筹资活动产生的现金流量净额	-13,443.85	58,757.18	-50,038.59	-5,162.73
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
存货周转天数	-	1,054.09	534.56	327.62
流动资产周转天数	-	1,153.22	577.62	700.45
总资产周转天数	-	1,576.48	845.80	1,382.14
综合毛利率	35.71%	34.11%	31.12%	23.97%
期间费用率	14.81%	15.26%	10.28%	10.84%
营业利润率	26.30%	14.19%	20.77%	23.79%
总资产回报率	-	1.34%	9.58%	7.58%
净资产收益率	-	0.94%	14.20%	8.27%

资产负债率	61.83%	65.63%	63.09%	30.99%
剔除预收账款的资产负债率	57.96%	61.93%	58.94%	27.69%
流动比率	1.91	1.71	1.48	1.64
速动比率	0.82	0.81	0.48	0.85
EBITDA（万元）	-	27,095.36	54,284.87	23,398.56
EBITDA 利息保障倍数	-	2.82	4.73	13.86
有息债务/EBITDA	-	8.59	2.85	1.52
债务总额/EBITDA	-	17.27	8.13	3.38
经营性净现金流/流动负债	0.00	0.06	0.14	-0.16
经营性净现金流/负债总额	0.00	0.04	0.12	-0.15

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业总成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
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。

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

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。