

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)2020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：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【422】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：7.6 亿元
(品种一 7 亿元，品种
二 0.6 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 何卫平

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
级方法已披露于中证鹏
元官方网站。

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）2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次跟踪评级结果
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	2020 年 6 月 22 日	2019 年 6 月 26 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）面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一、二）（以下合称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级均维持 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，租金及物业管理收入增长，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商业物业存在运营压力及房产项目销售不佳，部分项目面临销售和运营风险等风险因素。

正面：

- 公司持有较多优质房屋资产。截至 2020 年 3 月末，公司自持物业面积逾 30 万平方米，主要位于深圳市华强北商圈，以成本法核算的投资性房地产价值为 13.16 亿元，资产质量良好，市场价值较高。
- 租金及物业管理收入增长。公司租金收入规模较大，2019 年实现电子市场及物业租赁和管理 10.66 亿元，同比增长 20.60%。
- 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:

- **疫情影响下公司商业物业存在一定的运营压力。**2020 年初爆发的 COVID-19 疫情对零售、酒店、餐饮、娱乐等聚焦个人消费的行业产生负面影响，加之减租等影响，2020 年一季度公司物业经营及管理业绩同比下滑 29.18%，净利润出现亏损；在外防输入、内防反弹的较大防控压力下，商业物业的整体需求预计在全年都将有所降温，商业物业将面临空置率上升和租金下跌的风险。
- **房产项目去化不佳，部分面临销售和运营风险。**公司南通赛格时代广场 2019 年末已投资 8.08 亿元，可售面积 6.77 万平方米，销售进度仅为 19.65%；惠州赛格假日广场一期项目去化周期较长，西安赛格广场项目存在销售和运营风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	618,558.68	619,059.89	712,800.97	699,259.04
归属于母公司所有者权益合计	188,760.04	189,938.42	186,788.12	191,722.84
有息债务	183,068.38	186,438.43	232,857.15	154,795.67
资产负债率	59.62%	59.45%	65.63%	63.09%
剔除预收账款的资产负债率	57.97%	57.95%	61.93%	58.94%
流动比率	2.03	2.03	1.71	1.48
速动比率	0.84	0.86	0.81	0.48
营业总收入	19,216.49	149,322.76	161,226.83	203,044.54
投资收益	194.46	10,513.80	6,126.79	7,199.99
营业利润	-928.30	19,636.76	22,875.04	42,170.04
净利润	-1,313.68	10,316.76	2,354.57	30,802.47
综合毛利率	19.59%	34.01%	34.07%	31.09%
总资产回报率	-	4.91%	2.65%	9.58%
EBITDA	-	45,268.04	27,095.37	54,284.87
EBITDA 利息保障倍数	-	3.54	2.82	4.73
经营活动现金流净额	-3,050.30	43,049.92	16,767.42	50,738.65

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	881,094.45	842,468.55	845,692.79
所有者权益	723,872.13	716,478.44	731,007.77

拨备覆盖率	145.53%	120.64%	777.43%
期末风险责任余额（亿元）	267.78	236.76	192.69
融资担保放大倍数	2.47	2.39	2.10
当期担保代偿率	0.00%	1.28%	0.11%

资料来源：广东再担保2017-2019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，募集资金全部拟用于偿还银行借款和补充营运资金。截至2019年末，本期债券募集资金专户余额为70.68万元（包括累计收到的银行存款利息扣除银行手续费等的净额）。

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。

2019年5月29日，公司以现金2,750万元投资苏州泰斯特测控科技有限公司（以下简称“苏州泰斯特”），持有其36.00%股权并取得控制权，纳入合并报表范围，新增检测检验业务。2019年公司合并报表范围减少3家子公司，具体情况见表1。

表 1 2019 年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	合并方式
苏州泰斯特测控科技有限公司	36.00%	检测	收购

2、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	主营业务	不再纳入合并报表的原因
深圳市弘格文化发展有限公司	100.00%	活动策划	注销
深圳赛格众通科技有限公司	49.00%	软件和信息技术服务	注销清算
深圳深汕特别合作区特发赛格科技有限公司	100.00%	碲化镉太阳能电池组件产品研发制造，光伏项目	股权转让

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

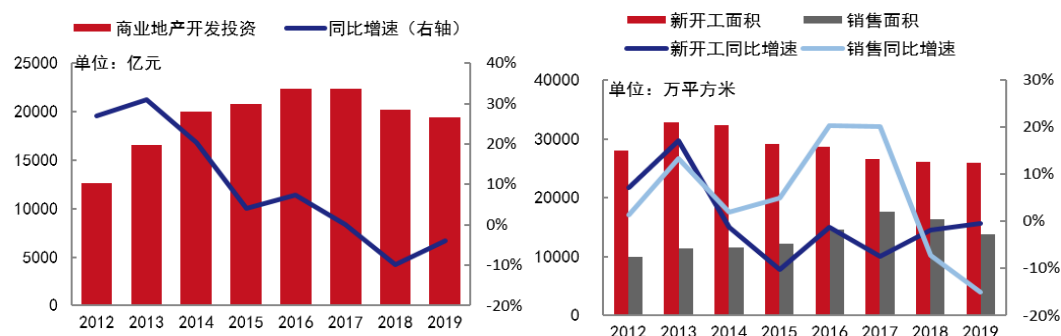
2019 年我国商业地产供需两端均呈下降态势，优质零售物业空置率较低，部分城市首层租金持续下滑；COVID-19 疫情对商业地产造成负面冲击，需求端快速下降将导致商业地产供过于求态势加剧，未来商业物业将面临空置率上升和租金下跌的风险

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。

¹ 公司未提供控股股东银行信用报告。

从供给端来看，2019年全国完成商业地产开发投资19,388.45亿元（其中办公楼完成开发投资6,162.60亿元、商业营用房完成开发投资13,225.85亿元），同比下降3.89%，降幅较上年有所收窄；完成新开工面积26,019.87万平方米，同比下降0.36%。在行业维持调控基调、房企融资收紧的背景下，2019年商业地产开发投资额和新开工面积同比均下滑，降幅较上年有所收窄，新开工持续低迷，行业供给端压力逐步减弱。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。从需求端来看，2019年我国商业地产全年销售面积为13,895.62万平方米，同比下滑14.93%。2019年末，我国商业营用房待售面积同比减少3.7%至13,282万平方米，办公楼待售面积同比增加3.6%至3,831万平方米，商业营用房待售面积持续下滑，办公楼待售有所回升。

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



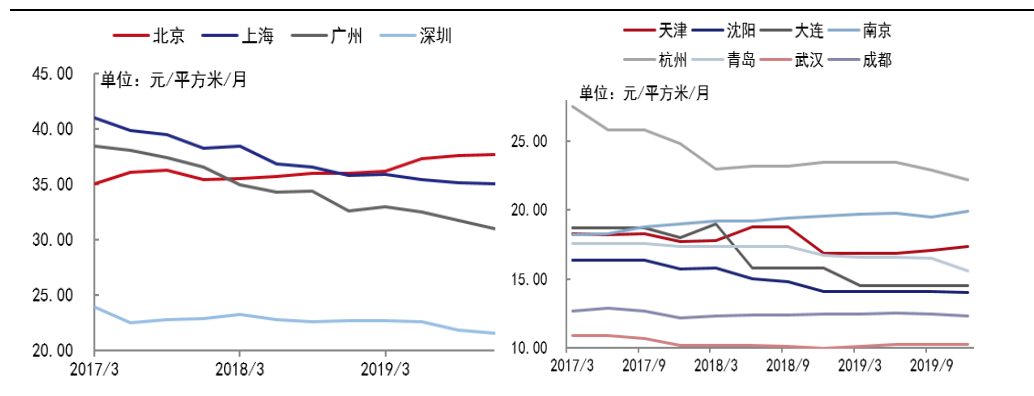
资料来源：Wind，中证鹏元整理

商业零售物业主要采取租赁管理的方式获取收益，对企业设计和运营管理等能力提出较大的挑战，进入行业较早，管理经验丰富的房企运营优势更加显著。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，近年来我国多数一、二线城市优质零售物业首层租金水平整体呈现平稳下滑的态势。2019年全国新开各类商业项目522个（单体商业建筑面积2万平方米以上，不含专业市场、酒店及写字楼，部分为存量改造项目），新增商业体量超4,392.59万方，平均商业体量约8.42万方，新开商业项目数量同比减少2%。2019年除北京、南京之外，其他重点城市优质商业物业首层租金均出现一定程度下滑。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，优质零售物业空置率相对较低，但需关注天津、沈阳和重庆空置率远高于重点城市平均空置率水平。

整体来看，一线城市优质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。在COVID-19疫情的冲击下，2020年一季度中国社会消费品零售总额同比下滑15.8%，对商业

地产造成负面冲击，需求端快速下降将导致商业地产供过于求态势加剧，未来商业物业仍将面临空置率上升和租金下跌的风险。

图 2 我国重点城市优质零售物业首层租金情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司仍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。2019年公司实现营业总收入14.93亿元，比上年同期减少7.38%；其中电子市场及物业租赁和管理收入占比为71.36%，仍是公司主要收入来源；受结转进度影响，房地产开发业务收入同比减少42.12%；贸易业务规模继续缩减且亏损；酒店业务经营相对稳定，光伏组件生产线入产，新增的检验检测业务盈利水平较好但规模不大。毛利率方面，2019年公司电子市场及物业租赁和管理经营较为稳定、房地产结转毛利率有所提升，综合毛利率较上年基本持平。

受疫情冲击商户租金减免及商品房结转进度影响，2020年1-3月公司实现营业总收入1.92亿元，较上年大幅减少48.90%，综合毛利率为19.59%。

表 2 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月		2019 年		2018 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	17,307.48	21.08%	106,561.42	33.89%	88,356.29	36.57%
房地产开发业务	1,115.67	27.79%	33,419.96	37.33%	57,740.73	36.13%
酒店	329.36	-140.80%	4,532.06	16.96%	4,702.56	20.58%
新能源	26.68	94.94%	318.06	35.87%	174.95	26.71%
贸易	74.32	-10.04%	2,475.01	-3.27%	9,604.22	1.81%
金融	0.00	-	0.00	-	648.09	88.03%
检验检测	362.98	69.46%	2,016.23	68.80%	0.00	-
合计	19,216.49	19.59%	149,322.74	34.01%	161,226.84	34.07%

资料来源：公司 2018-2019 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

公司电子专业市场地位突出，2019年自持物业经营相对稳定，转租物业规模有所扩张，物业管理收入规模继续提升；2020年一季度疫情冲击影响，公司物业经营及管理业绩同比下滑，未来需持续关注

公司自持物业涵盖电子市场、商业及办公及公寓等，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。2019年公司对位于华强北区域的赛格工业大厦、赛格经济大厦和康乐工业大厦三栋大厦进行升级改造，改善外立面形象，加建部分商业面积，完善交通和消防配套设施，增加临时经营建筑面积，并对长沙赛格数码广场装修改造，使得电子市场物业面积增至7.91万平方米。截至2020年3月末，公司自持物业超过30万平方米，其中位于深圳优质地段的物业面积占比超过60%，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，2020年3月末投资性房地产账面价值为13.16亿元，该等物业大多位于深圳华强北商圈，资产质量较好，具有较高的市场价值。

表 3 截至 2020 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	10,521.05
	赛格康乐大厦	深圳市福田区华强北路	9,888.99
	赛格康乐大厦与工业大厦加建部份	深圳市福田区华强北路	564.24
	赛格经济大厦	深圳市福田区华强北路	8,222.98
	宝华大厦	深圳市福田区华强北路	9,573.44
	长沙赛格数码广场	长沙市五一东路 1 号	25,734.74
	小计		79,052.45
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	4,502.91
	宝华大厦	深圳市福田区华强北路	16,796.35
	赛格工业区	深圳市福田区华强北路	4,508.26
	群星广场 A 座及裙楼	深圳市福田区华强北路	29,243.74
	南通赛格时代广场	南通市港闸区长平路 19 号	69,366.13
	经济大厦 3 栋 7 楼部分物业	深圳市福田区华强北路	835.40
	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		207,128.17
鹏基上步工业厂房	深圳市鹏基上步工业厂房	4,585.17
八卦岭工业区	八卦岭工业区八卦岭厂房	4,630.40
赛格科技工业园	深圳市赛格科技工业园	12,741.97
赛格景苑裙楼	深圳市赛格景苑裙楼	7,085.65
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	7,503.18
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	-	883.52
小计		42,734.10
合计		328,914.72

资料来源：公司提供

出租率及毛利率方面，2019年公司持续强化华强北区域赛格通信市场品牌升级，赛格通信市场统一品牌“SEGCOM”扩展至康乐大厦和宝华大厦等，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，品牌商户占比进一步提高，并逐步将品牌示范效应扩大至其他物业区域，继续巩固公司电子专业市场领先地位；同时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。2019年公司自持物业收入有所上升，整体经营相对稳定，但由于部分新增物业所在位置欠佳，未对外出租，导致自持物业出租率有所下滑。总的来看，公司在电子市场物业经营经验丰富，赛格电子仍具有较强的市场品牌效应，自持物业经营持续为公司贡献较稳定的现金流。

表 4 公司自持物业管理概况（单位：平方米、万元）

项目	2019 年	2018 年
自持物业面积	284,839.95	293,761.74
其中：电子市场物业面积	71,200.41	64,159.22
自持物业出租率	96.68%	75.34%
自持物业收入毛利率	60.93%	48.37%
自持物业收入	43,552.34	44,809.11

资料来源：公司提供

转租物业方面，为巩固电子市场行业地位，提升公司市场品牌影响力，2019年公司积极向除珠三角外的中心城市如西安及南京等拓展，转租物业面积大幅增至18.73万平方米，其中电子市场转租物业面积为14.50万平方米；为吸引租户入驻，在租金方面给予一定优惠，公司转租物业上升，转租物业毛利率快速回落。值得注意的是，2019年公司转租物业

规模大幅扩张，但物业出租率有较大幅度下降，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，加之疫情对实体经济的冲击，后续将面临较大的经营压力。

表 5 公司转租物业管理概况（单位：平方米、万元）

项目	2019 年	2018 年
转租物业面积	187,254.69	130,127.58
其中：电子市场物业面积	144,997.00	100,756.42
转租物业出租率	82.50%	93.76%
转租物业收入毛利率	11.93%	30.23%
转租物业收入	21,468.68	10,273.26

资料来源：公司提供

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，2019年以来公司积极开拓新项目，大力发展增量业务，持续拓展物业管理规模，2019年末累计在管的物业面积超过700万平米，管理类型涉及商业、办公楼、工业园区、酒店式公寓及住宅等。2019年公司实现物业管理收入3.52亿元，同比增长21.06%。

2020年初新冠肺炎疫情对生产经济活动造成较大冲击，为响应政府扶持政策，2-3月公司对商户租金减免，根据公司公告，该事项预计对公司2020年营业收入的影响金额约为8,254万元，对归母净利润的影响约为5,088万元。2020年1-3月公司电子市场及物业租赁和管理收入同比下滑29.18%，毛利率下滑16.76个百分点至21.08%。当前国内仍面临外防输入、内防反弹的较大防控压力，加之电商及直播带货等对实体经济的冲击，预计短期未来一段时间公司出租物业面临租金下调甚至部分租金减免的情况，需持续关注公司物业出租经营状况。中长期来看，公司主要自持物业位置较好，区域经济发展水平较高，其中电子市场物业在国内乃至全球具有较高的市场影响力，整体经营有望保持相对稳定，可为公司贡献稳定的现金流。

（二）房地产开发业务

2019年公司继续存量房产项目去化，销售情况略有改善，但整体表现不佳，房地产业务持续性较弱

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。2019年公司房产销售主要来自存量项目深圳赛格新城市广场二期和南通赛格时代广场项目，实现合同销售金额1.69亿元，较上年略有增长。从结算来看，2019年公司房地产结算收入主要来自深圳赛格新城市广场二期项目及惠州的赛格假日广场及南通赛格时代广场。

表6 赛格地产及南通赛格房地产开发经营状况

项目	2019 年	2018 年
竣工面积（万平方米）	0.00	13.02
合约销售面积（万平方米）	1.23	-1.33
合同销售金额（亿元）	1.69	1.47
结算面积（万平方米）	1.9	-0.05
结算金额（亿元）	3.34	5.77

资料来源：公司 2019 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2019年末，东方威尼斯花园累计已完成销售进度为94.65%，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，2019年末销售进度约为55.34%，整体去化相对较慢。

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，2019年末去化率为41.11%，整体去化周期较长。

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，可售面积6.77万平方米，已累计销售1.33万平方米，2019年末销售进度仅为19.65%，销售状况较差。

表7 截至 2019 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：万平方米）

所在城市	项目业态	权益比例	项目名称	可售面积	累计预售面积	已售面积占比	累计结算面积
深圳	办公，物流商业及公寓	61.12%	赛格新城市广场一期	7.26	1.05	14.46%	1.05
深圳	办公，物流商业及公寓	61.12%	赛格新城市广场二期	10.59	5.86	55.34%	5.69
惠州	住宅	69.54%	东方威尼斯花园	25.63	24.26	94.65%	24.19
惠州	商业	69.54%	赛格假日广场一期	9.22	3.79	41.11%	3.75
南通	商办	100.00%	南通赛格时代广场	6.77	1.33	19.65%	1.15

合计	-	-	-	59.47	36.29	-	-
----	---	---	---	-------	-------	---	---

资料来源：公司 2019 年年报及公司提供

截至2019年末，公司主要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，其中西安赛格广场项目业态涵盖公寓、商场和写字楼，位于西安市高新技术产业开发区，规划建筑面积28.98万平方米，预计可售面积为20.64万平方米，公司权益持股比例为43.46%，计划总投资21.00亿元，2019年受楼市融资政策影响，建设资金较为紧张，整体建设进度缓慢，2019年末已累计投资4.85亿元。公司逐步增加对该城市商业综合体的投入，但自身尚未具备商业综合体运营经验，叠加疫情对商业物业的负面冲击，未来对公司运营商业物业提出一定挑战。

赛格假日广场二期项目（公司权益持股69.54%）已于2018年8月29日取得商服用地的土地使用权，主要包含商业及公寓，占地面积0.82万平方米，规划建筑面积2.30万平方米，预计总投资2.82亿元，项目已于2019年5月开工，2019年末已累计投资1.61亿元。

总体来看，公司赛格假日广场一期及南通赛格时代广场等项目处于在售状态，除西安赛格广场和赛格假日广场二期外，无其他项目储备，2019年末新增土地储备，房地产业务持续性较弱。

（三）其他业务

公司其他业务来源相对多元化，其中贸易业务继续萎缩且亏损，酒店业务收入有所下滑，新能源及检验检测业务盈利水平较好但规模较小

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。2019年公司实现贸易收入0.25亿元，同比减少74.23%，主要系一方面电子产品贸易回款困难，公司采取收缩规模策略；其次，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，2019年公司贸易业务出现亏损。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2019年末，公司已分别对深圳市润能数码科技有限公司、新疆中迪通讯设备有限公司、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坏账准备，合计4,112.28万元。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销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	主要贸易产品	销售额	占比
2019 年	交通银行股份有限公司深圳分行	电脑及周边配件	449.49	18.16%

	深圳市宝安区石岩人民医院	电脑及周边配件	291.10	11.76%
	深圳市宝安区松岗人民医院	电脑及周边配件	155.55	6.28%
	深圳市宝安区中心医院	电脑及周边配件	137.53	5.56%
	深圳市宝安区妇幼保健院	电脑及周边配件	129.13	5.22%
	合计		1,162.80	46.98%
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%

资料来源：公司提供

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2019年末，公司经营酒店5家，合计床位数1,003张，酒店定位于经济型，位置相对优越，入住率较高，2019年公司实现酒店收入4,532.06万元，较上年略有下滑，由于市场竞争及行业景气度影响，酒店价格均有所下调，酒店业务毛利率下降至16.96%。

表9 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
橙果酒店（长沙五一路店）	221	准四-	195.80
橙果酒店（长沙星沙店）	165	商务酒店-	185.80
橙果酒店（深圳宝安店）	254	商务酒店-	209.90
橙果酒店（深圳东门店）	186	准四-	284.00
趣创酒店（深圳华强北店）	177	四星	250.50
合计	1,003		

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，新能源业务主要为碲化镉薄膜光伏生产线建设和开展分布式电站、光伏建筑一体化项目的市场拓展工作。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年年初开始建设，设计年产能40MW。2019年光伏头部企业的规模及市场集中度进一步提升，市场竞争激烈。自2019年6月开始试生产至12月底，累计生产光伏组件19MW，2019年实现光伏业务收入仅318.06万元；未来受光伏发电补贴退坡及市场需求降低等影响，后续能否实现预期收益存在较大不确定性。

公司检验检测业务由苏州泰斯特负责，其在震动力学检测及其设备制造方面具有一定核心竞争力，2019年末累计获得授权专利66项。其自主研发的15KN高频感应式振动实验系统填补了国内空白，自主研发的600KN高频数字化大推力电磁振动实验系统正在建设

中。2019年公司检验检测业务实现收入2,016.23万元，毛利率为68.80%，盈利水平较好。

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2018年审计报告及天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告及未经审计的2020年一季报，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司总资产规模同比下滑，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，其中位于深圳的房产较为优质，市场价值较高

截至2019年末，公司资产总额为61.91亿元，同比减少13.15%，主要系预收售楼款减少及偿还债务所致；其中流动资产占比为68.09%，仍是公司资产主要构成部分。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	94,574.59	15.29%	105,792.77	17.09%	175,749.28	24.66%
交易性金融资产	55,760.10	9.01%	55,041.10	8.89%	0.00	-
其他应收款	5,466.21	0.88%	5,399.99	0.87%	11,250.70	1.58%
存货	248,457.47	40.17%	242,313.57	39.14%	267,029.40	37.46%
流动资产合计	422,139.21	68.25%	421,495.64	68.09%	506,856.87	71.11%
长期股权投资	21,542.01	3.48%	21,962.30	3.55%	17,268.41	2.42%
投资性房地产	131,581.89	21.27%	132,873.30	21.46%	141,291.69	19.82%
在建工程	12,241.51	1.98%	12,897.67	2.08%	15,121.40	2.12%
非流动资产合计	196,419.47	31.75%	197,564.25	31.91%	205,944.11	28.89%
资产总计	618,558.68	100.00%	619,059.89	100.00%	712,800.97	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金主要为银行存款，其中2.63亿元系三个月以上的定期存款，结构性存款及其利息，使用权受限。交易性金融资产包括结构性存款和银行短期理财产品。其他应收款主要为押金、保证金和往来款，2019年末已累计计提坏账准备0.96亿元，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2019年末开发产品余额16.50亿元，包括南通赛格时代广场1.28亿元、赛格ECO一期4.48亿元以及赛格ECO二期9.48亿元，开发产品中1.53亿元房产被查封、抵押；开发成本8.59亿元，包括西安赛格广场6.98亿元和惠州赛格假日广场二期1.61亿元。2019年公司对存货新增跌价损失准备0.62亿元。

公司投资性房地产主要为自持物业，均采用成本法核算，2019年末账面价值13.29亿元，公司自持物业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。2019年末账面价值为0.31亿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。在建工程仍主要为杭州碲化镉产业项目的建设支出。

截至2019年末，公司受限资产规模为8.52亿元，占总资产比重为13.76%，主要受限是投资性房地产和货币资金。总体来看，公司资产规模同比下滑，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，其中位于深圳的房产较为优质，市场价值较高。

资产运营效率

公司存货周转效率有所改善

2019年公司结转地产项目同比减少，而营业成本降幅较大，存货周转天数小幅回落至930.36天。2019年公司资产规模同比下滑，而营业收入下滑，总资产周转天数较上年进一步延长。

表 11 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
存货周转天数	930.36	1,054.09
流动资产周转天数	1,119.08	1,153.22
总资产周转天数	1,605.48	1,576.48

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司盈利规模同比增长，对投资收益依赖较大；2020年一季度公司经营业绩下滑显著，盈利出现亏损，未来需持续关注疫情对公司物业出租等主业的负面影响

2019年公司营业总收入同比下滑7.38%，其中电子市场及物业租赁和管理收入仍贡献主要收入来源，总体经营相对稳定；房地产业务因结转规模下滑，在售及储备房产项目规模不大，业务持续性较弱；贸易业务规模继续萎缩，酒店业务收入略有下滑，新增的检验

检测业务经营情况良好。毛利率方面，公司电子市场及物业租赁和管理经营较为稳定、综合毛利率与上年基本持平。

2019年公司投资收益来自减持华控赛格股票及银行理财收益，占全年利润总额的52.84%，对盈利贡献较大；2019年公司转回前期计提的存货跌价损失，增厚了当期利润。综合影响下，2019年公司利润总额及净利润同比均大幅改善，总资产回报率和净资产收益率亦有所提升。

2020年初COVID-19疫情对公司自持物业出租等业务造成较大冲击，2020年1-3月公司实现营业收入1.92亿元，同比减少48.90%，净利润亏损0.13亿元；当前国内仍面临外防输入内防反弹的较大防控压力，未来一段时间公司出租物业面临出租率下降、租金下调甚至部分租金减免的情况，未来需持续关注公司物业出租经营状况。

表 12 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2020 年 1-3 月	2019 年	2018 年
营业总收入	19,216.49	149,322.76	161,226.83
资产减值损失	0.00	-6,886.31	-10,187.54
投资收益	194.46	10,513.80	6,126.79
营业利润	-928.30	19,636.76	22,875.04
营业外支出	7.91	368.28	14,159.28
利润总额	-831.89	19,895.87	9,431.88
净利润	-1,313.68	10,316.76	2,354.57
综合毛利率	19.59%	34.01%	34.07%
期间费用率	24.42%	18.52%	15.26%
营业利润率	-4.83%	13.15%	14.19%
总资产回报率	-	4.91%	2.65%
净资产收益率	-	4.16%	0.94%
营业收入增长率	-48.90%	-7.38%	-20.60%
净利润增长率	-	338.16%	-92.36%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金持续净流入，业务发展存在一定的融资需求

2019年公司电子市场及物业租赁和管理总体经营稳定，但同期房产销售继续低迷，销售商品、提供劳务收到的现金同比下滑13.12%；同期在建房地产项目投入进度缓慢，购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅减少，经营活动现金净流入4.30亿元。2019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。

2019年公司对外筹资力度减弱，新增借款规模大幅减少，在偿付到期债务后，筹资活动现金表现为净流出。公司基于传统主业电子专业市场业务、商业物业经营和管理等业务优势，不断进行转型升级和业务拓展，从单一的商业平台运营向多业态复合式的经营模式转变，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	2019 年	2018 年
销售商品、提供劳务收到的现金	144,176.67	165,942.61
收到其他与经营活动有关的现金	10,844.24	18,975.16
经营活动现金流入小计	155,030.22	185,549.37
购买商品、接受劳务支付的现金	48,477.65	85,268.89
支付其他与经营活动有关的现金	15,792.80	24,184.42
经营活动现金流出小计	111,980.30	168,781.95
经营活动产生的现金流量净额	43,049.92	16,767.42
投资活动产生的现金流量净额	-72,799.73	1,065.65
筹资活动产生的现金流量净额	-62,173.92	58,757.18
现金及现金等价物净增加额	-91,923.73	76,591.02

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模有所下滑，短期债务压力不大

受经营活动积累及少数股东权益增加影响，2019年末公司所有者权益略有上升；同期公司负债规模下滑，2020年3月末产权比率回落至147.68%。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
负债总额	368,813.27	368,001.18	467,816.08
所有者权益	249,745.41	251,058.71	244,984.89
产权比率	147.68%	146.58%	190.96%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

短期借款均为信用借款。应付账款主要为应付房地产项目的工程款。预收款项主要为预收售房款和物业租金。其他应付款主要是应付购房意向金及待返购房款及押金保证金，其中应付购房意向金及待返购房款主要系新市场广场1期等项目被客户退回形成。一年内到期的非流动负债系2020年内到期的长期借款及应付债券。公司长期债务压力来自长期借款和应付债券。长期借款均为抵押借款。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	2020 年 3 月		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	10,000.00	2.71%	10,361.92	2.82%	52,000.00	11.12%
应付账款	28,005.97	7.59%	28,861.53	7.84%	29,313.04	6.27%
预收款项	0.00	-	21,980.75	5.97%	69,281.15	14.81%
合同负债	24,329.62	6.60%	0.00	-	0.00	-
其他应付款	105,369.46	28.57%	98,065.29	26.65%	102,167.39	21.84%
一年内到期的非流动负债	26,364.50	7.15%	28,904.44	7.85%	27,256.94	5.83%
流动负债合计	207,940.15	56.38%	207,808.80	56.47%	296,529.65	63.39%
长期借款	76,700.00	20.80%	78,181.77	21.24%	74,825.00	15.99%
应付债券	70,003.88	18.98%	68,990.30	18.75%	78,775.21	16.84%
非流动负债合计	160,873.11	43.62%	160,192.38	43.53%	171,286.43	36.61%
负债总额	368,813.27	100.00%	368,001.18	100.00%	467,816.08	100.00%
其中：有息债务	183,068.38	49.64%	186,438.43	50.66%	232,857.15	49.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务规模为18.31亿元，较2018年末下降21.38%，其中长期有息债务为14.67亿元，占有息债务比重为80.12%。截至2020年3月末，公司剔除预收账款的资产负债率为57.97%，较2018年末回落3.96个百分点。从偿债指标来看，2019年公司盈利规模大幅改善使得EBITDA利息保障倍数增至3.54，息税前利润对利息支出保障程度较好。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 3 月	2019 年	2018 年
资产负债率	59.62%	59.45%	65.63%
剔除预收账款的资产负债率	57.97%	57.95%	61.93%
流动比率	2.03	2.03	1.71
速动比率	0.84	0.86	0.81
EBITDA（万元）	-	45,268.04	27,095.36
EBITDA 利息保障倍数	-	3.54	2.82
有息债务/EBITDA	-	4.12	8.59
债务总额/EBITDA	-	8.13	17.27
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.21	0.06
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.12	0.04

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

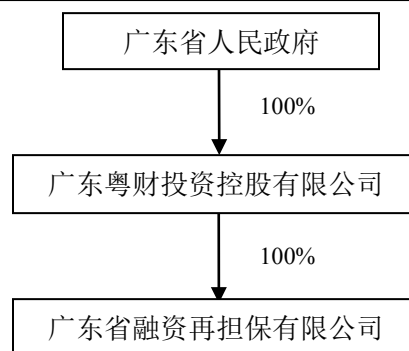
六、债券偿还保障分析

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2019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2019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。2017-2019年广东再担保分别实现营业收入46,883.85万元、40,369.05万元和45,688.60万元，收入规模有所波动。其中担保费收入分别为22,203.44万元、15,632.08万元和23,239.32万元，占营业收入比重分别为47.36%、38.72%和50.86%。直保业务采用市场化运作，系广东再担保收入的重要来源，2017-2019年直保业务收入分别为21,937.94万元、15,548.91万元和22,989.67万元。再担保业务承担了较大的政策性职能，再担保费率较低，与国家融资担保基金合作的再担保业务，广东再担保承担风险责任的部分不收取再担保费，再担保业务收入规模较小。

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利息收入。2017-2019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51.01%、59.52%和48.57%，系收入的重要构成。

表 17 2017-2019 年广东再担保收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	23,239.32	50.86%	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%
其中：直保业务收入	22,989.67	50.32%	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%
再担保业务收入	249.65	0.55%	83.17	0.21%	265.50	0.57%
利息净收入	12,798.10	28.01%	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%
投资收益	9,394.35	20.56%	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-455.13	-1.00%	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%
其他业务收入	206.29	0.45%	504.49	1.25%	761.90	1.63%
其他收益	50.53	0.11%	198.66	0.49%	-	-
资产处置收益	-	-	2.88	0.01%	-	-
合计	45,688.60	100.00%	40,369.05	100.00%	46,883.85	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 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，广东再担保资产总额为88.11亿元，所有者权益为72.39亿元；2019年度，广东再担保实现营业收入4.57亿元，利润总额2.62亿元。

表 18 2017-2019 年广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	881,094.45	842,468.55	845,692.79
所有者权益合计	723,872.13	716,478.44	731,007.77
营业收入	45,688.60	40,369.05	46,883.85
担保业务收入	23,239.32	15,632.08	22,203.44
利息净收入	12,798.10	7,563.04	7,117.87
净资产收益率	2.66%	2.19%	5.42%
期末风险责任余额（亿元）	267.78	236.76	192.69
当期担保发生额（亿元）	534.74	427.78	414.98
拨备覆盖率	145.53%	120.64%	777.43%
融资担保放大倍数	2.47	2.39	2.10
当期担保代偿率	0.00%	1.28%	0.11%

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 2017-2019 年审计报告，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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019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。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2.37亿元。

八、评级结论

公司具有丰富的电子市场物业经营经验，专业电子市场地位突出，具有较强的市场影响力，主要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，租金及物业管理收入增长，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 2020 年初爆发的 COVID-19 疫情对零售、酒店、餐饮、娱乐等聚焦个人消费的行业产生负面影响，2020 年一季度公司物业经营及管理业绩同比下滑 29.18%，净利润出现亏损；在外防输入、内防反弹的较大防控压力下，商业物业的整体需求预计在全年都将有所降温，商业物业将面临空置率上升和租金下跌的风险。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均为 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）	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	94,574.59	105,792.77	175,749.28	95,148.26
交易性金融资产	55,760.10	55,041.10	0.00	0.00
其他应收款	5,466.21	5,399.99	11,250.70	9,405.72
存货	248,457.47	242,313.57	267,029.40	355,110.03
流动资产合计	422,139.21	421,495.64	506,856.87	526,087.02
长期股权投资	21,542.01	21,962.30	17,268.41	21,197.33
固定资产	5,959.42	6,178.25	5,935.14	6,240.50
非流动资产合计	196,419.47	197,564.25	205,944.11	173,172.02
资产总计	618,558.68	619,059.89	712,800.97	699,259.04
短期借款	10,000.00	10,361.92	52,000.00	53,479.20
预收款项	0.00	21,980.75	69,281.15	70,703.17
其他应付款	105,369.46	98,065.29	102,167.39	129,737.27
一年内到期的非流动负债	26,364.50	28,904.44	27,256.94	25,841.47
流动负债合计	207,940.15	207,808.80	296,529.65	355,219.14
长期借款	76,700.00	78,181.77	74,825.00	75,475.00
应付债券	70,003.88	68,990.30	78,775.21	0.00
非流动负债合计	160,873.11	160,192.38	171,286.43	85,947.51
负债合计	368,813.27	368,001.18	467,816.08	441,166.65
有息债务	183,068.38	186,438.43	232,857.15	154,795.67
所有者权益合计	249,745.41	251,058.71	244,984.89	258,092.39
营业总收入	19,216.49	149,322.76	161,226.83	203,044.54
营业利润	-928.30	19,636.76	22,875.04	42,170.04
净利润	-1,313.68	10,316.76	2,354.57	30,802.47
经营活动产生的现金流量净额	-3,050.30	43,049.92	16,767.42	50,738.65
投资活动产生的现金流量净额	-660.16	-72,799.73	1,065.65	-18,704.22
筹资活动产生的现金流量净额	-5,941.50	-62,173.92	58,757.18	-50,038.59
财务指标	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
存货周转天数	-	930.36	1,054.09	534.56
流动资产周转天数	-	1,119.08	1,153.22	577.62
总资产周转天数	-	1,605.48	1,576.48	845.80
综合毛利率	19.59%	34.01%	34.11%	31.12%
期间费用率	24.42%	18.52%	15.26%	10.28%
营业利润率	-4.83%	13.15%	14.19%	20.77%
总资产回报率	-	4.91%	2.65%	9.58%

净资产收益率	-	4.16%	0.94%	14.20%
资产负债率	59.62%	59.45%	65.63%	63.09%
剔除预收账款的资产负债率	57.97%	57.95%	61.93%	58.94%
流动比率	2.03	2.03	1.71	1.48
速动比率	0.84	0.86	0.81	0.48
EBITDA（万元）	-	45,268.04	27,095.36	54,284.87
EBITDA 利息保障倍数	-	3.54	2.82	4.73
有息债务/EBITDA	-	4.12	8.59	2.85
债务总额/EBITDA	-	8.13	17.27	8.13
经营性净现金流/流动负债	-0.01	0.21	0.06	0.14
经营性净现金流/负债总额	-0.01	0.12	0.04	0.12

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 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
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
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	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
剔除预收账款的资产负债率	$(\text{负债总额} - \text{预收账款}) / (\text{资产总额} - \text{预收账款})$
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	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$

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。