



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

物产中大集团股份有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告



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、大公及分析师、评审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。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

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。

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，在有效期内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。



评级报告导读

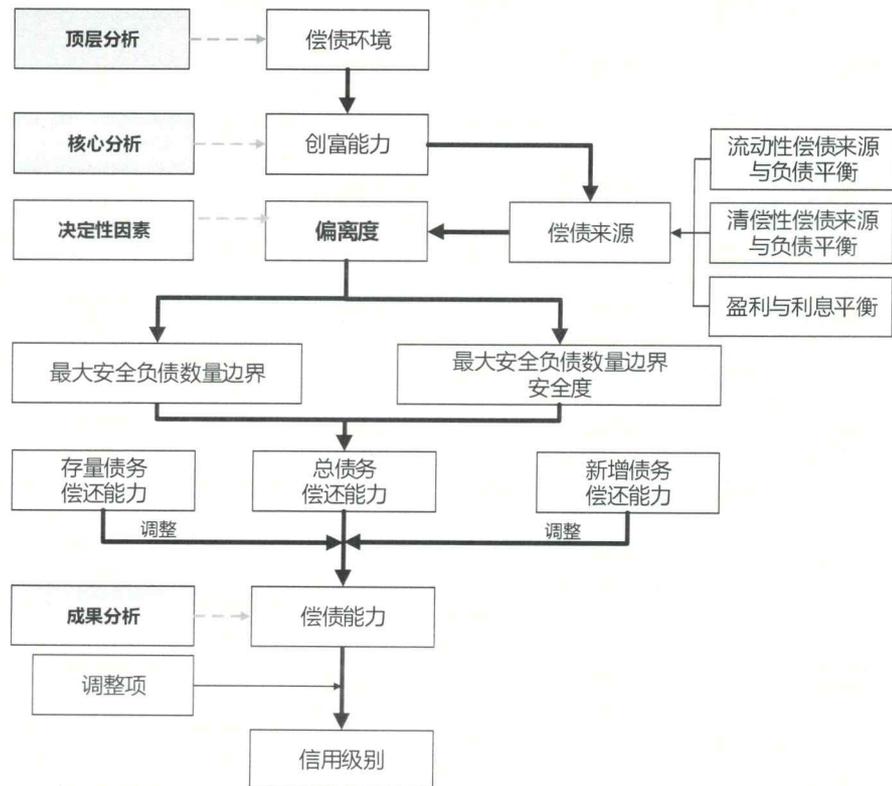
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的物产中大集团股份有限公司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，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AAA		评级展望	稳定	
上次评级结果	AAA		评级展望	稳定	
债项信用					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 中大债	30	5 (3+2)	AAA	AAA	2017.06

◆ 主要观点

大公对物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”或“公司”）“16 中大债”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。公司偿债环境较好，财富创造能力增强，可用偿债来源充裕，偿债能力极强，债务安全度高。主要理由阐述如下：

1、公司偿债环境较好。2017 年以来，受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，产品价格回升；汽车售后将成为汽车经销商重要的利润来源；浙江省经济实力较强，为企业发展提供了良好机遇。

2、公司财富创造能力增强。公司仍为浙江省最大的省属贸易企业，贸易量在全国处于领先地位；2017 年以来，钢材、煤炭等行业回暖，大宗商品贸易收入和毛利润有所增长。

3、公司偿债来源保持充裕。融资渠道畅通，可变现资产规模较大，变现能力很强，对债务的覆盖水平较高。

4、公司偿债能力极强。充裕的货币资金和较强的债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障，盈利对利息的覆盖程度较高。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、浙江省经济实力较强，是经济比较发达的沿海对外开放省份，为企业发展提供了良好机遇；
- 2、公司钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国仍处于领先地位，具有较强的规模优势和市场竞争力；
- 3、公司仍为浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势；
- 4、2017 年，公司营业总收入和毛利率均有所增长，主营业务盈利能力增强。

主要风险/挑战:

- 1、2017 年，公司对非经常性收益的依赖性仍较高，影响利润的稳定性；
- 2、2018 年 3 月末，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务大幅增长，且以短期有息债务规模为主，短期偿债压力较大。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位: 人民币亿元、%)

项目	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	963.49	859.44	765.71	729.69
所有者权益	270.68	263.63	237.47	220.87
总有息债务	452.01	409.28	379.17	323.32
营业收入	543.16	2,766.20	2,071.72	1,825.73
净利润	10.30	29.38	25.38	18.45
经营性净现金流	-48.74	-83.59	-5.44	37.59
毛利率	3.39	2.72	3.57	3.27
总资产报酬率	1.84	5.81	5.72	3.95
债务资本比率	62.55	60.82	61.49	59.41
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	4.85	3.89	1.12
经营性净现金流/总负债	-7.56	-14.87	-1.05	10.17

注: 公司提供了 2017 年审计报告和 2018 年 1~3 月财务报表。天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2017 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2017〕30 号), 将原计入“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失和非货币性资产交换利得和损失变更为“资产处置收益”, 此项会计政策变更采用追溯调整法, 调减 2016 年度营业外收入 47,273,571.71 元, 营业外支出 6,943,055.76 元, 调增资产处置收益 40,330,515.95 元, 因此, 2016 年利润表数据采用 2017 年期初追溯调整数。2018 年 1~3 月财务报表未经审计。

◆ 联系方式

评级小组负责人: 王桐桐

联系电话: +86-10-51087768

传真: +86-10-84583355

地址: 中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

评级小组成员: 赵亿锦 徐梦琪

客服电话: + 86-4008-84-4008

Email dagongratings@dagongcredit.com


 大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月十三日

基本经营

（一）主体概况与公司治理

物产中大原名浙江物产中大元通集团股份有限公司，其前身是 1988 年 1 月成立的中国纺织品进出口总公司浙江省服装分公司。1996 年 6 月公开发行股票，在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：中大股份；股票代码：600704）。经过多次股权变更和增资，截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 430,668 万元，浙江省国有资本运营有限公司和浙江省交通投资集团有限公司合计持有公司 54.53% 股份，浙江省国资委为公司实际控制人。

（二）盈利模式

公司是中国供应链集成服务领导者，已连续 7 年位列世界 500 强，仍是浙江省规模最大的企业集团。集团按照“一体两翼”战略，加快实施“流通 4.0”，主营业务包括钢铁、汽车、煤炭、化工等五大核心品种的供应链集成服务业务，融资租赁、期货经纪等金融服务，环保公用、医疗健康等高端实业。

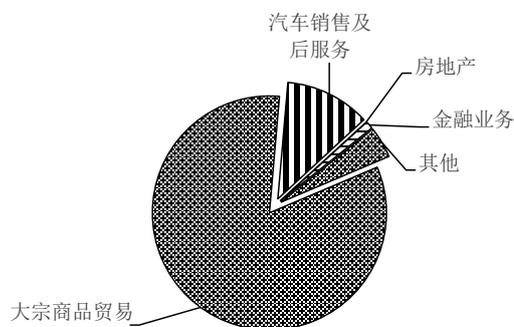


图 1 2017 年公司主要业务板块

（三）股权链

截至 2018 年 3 月末，公司拥有 9 家全资子公司和 14 家控股子公司。2017 年公司新设子公司 23 家，注销 11 家。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 430,668 万元，浙江省国资委为公司实际控制人。



(四) 信用链

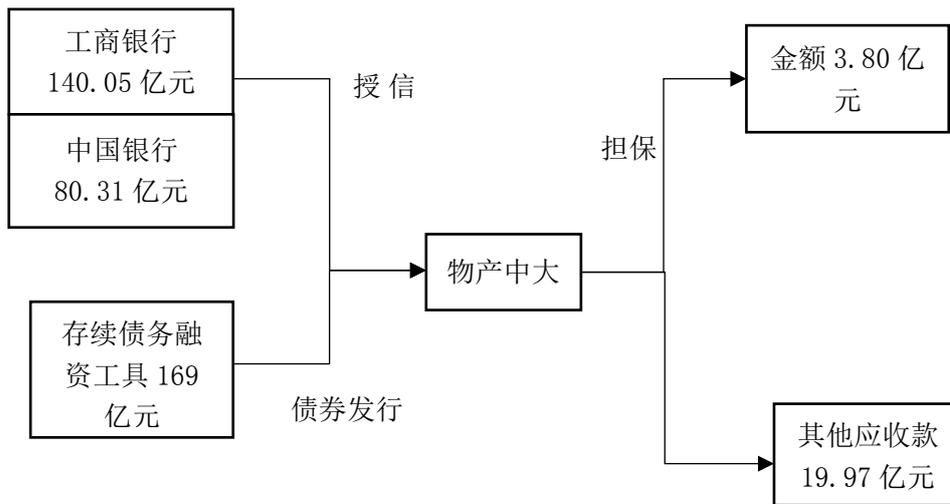


图 2 截至 2018 年 3 月末公司债权债务关系情况

截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 692.81 亿元，仍以流动负债为主，流动负债占总负债比重为 90.86%；有息债务总额 452.01 亿元，占总负债比重为 65.24%，其中短期有息债务和长期有息债务分别为 361.40 亿元和 90.61 亿元，有息债务债权人主要来源于银行及债券市场投资者等；资产负债率和债务资本比率分别为 71.91%和 62.55%。

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 2018 年 3 月 6 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在公开资本市场上发行多期债券，到期债券均已到期兑付，未到期债券均已按时支付到期利息。

(五) 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

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	发行期限	募集资金用途	进展情况
16 中大债	30	2016.02.01~ 2021.02.01	补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理



偿债环境

公司偿债环境较好。钢铁、煤炭、化工行业受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，产品价格回升；浙江省经济实力较强，为企业发展提供了良好机遇。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观与政策环境

中国结构性改革不断推进，充足政策空间有利于消费和产业结构升级；浙江省经济实力较强，是经济比较发达的沿海对外开放省份，为企业发展提供了良好机遇。

中国结构性改革基本思路已经明确：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2017 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2017 年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。公司所在地浙江省是经济大省，2017 年全省生产总值达到 51,768 亿元，增长 7.8%，高于全国平均水平，经济指标排名靠前。“十三五”期间，浙江省将继续加快产业结构优化调整，突



出重点企业培育，加大并购重组和资源整合力度，加快形成一批主业突出、核心竞争力强、品牌带动作用明显的大型企业，为企业发展提供了良好机遇。

（二）产业环境

1、贸易行业

钢铁、煤炭、化工行业供需矛盾突出，产能过剩现象严重，2017 年以来，受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，产品价格回升。

钢材价格方面，2017 年初，为化解经济下行压力，多省发布了 2017 年重点基础建设投资计划，基础建设项目对钢材的需求产生了进一步积极的影响，钢铁价格进一步上升。2017 年 4~12 月，受去产能政策的不断深入以及环保政策的不断趋严，钢材价格持续波动上涨。2017 年 12 月以来，受季节性消费淡季、房地产调控加码等因素影响，市场需求有所缩减，钢材价格波动下滑。综合分析，受下游需求、社会库存变化、原燃料价格以及相关政策公布实施等因素影响，钢材价格 2016 年以来波动上升，2017 年 12 月达到近年来最高点，随后受市场需求下滑影响有所回落。

煤炭价格方面，2016 年 4 月以来，受煤炭供给侧改革及下游市场需求改善的双重影响，煤炭价格在近 4 年的深幅下跌后大幅回暖，截至 2018 年 3 月末，环渤海动力煤价格指数已从 2016 年初的 371 元/吨增长至 572 元/吨，主要是 2016 年 4 月以来受到执行 276 天工作日有效减少煤炭产量的影响，煤炭价格出现利好支撑，价格有所回升；随着煤炭价格短期内的迅猛增长，煤炭企业亏损面得到一定控制，煤炭行业利润总额累计同比于 2016 年 8 月出现增长，2016 年和 2017 年煤炭开采和洗选业利润总额为 1,090.90 亿元和 29,593.00 亿元，同比分别增长 147.48%和 290.50%，行业内经营状况改善明显。

化工产品方面，“十三五”伊始，我国石油化工有限公司进入改革转型的深水区，“供给侧改革+油气体制改革”的新进展持续给行业带来催化，市场基本面供应过剩的格局短时间无法明显改善；随着我国经济发展进入新常态，下游市场需求增速放缓，同时新的环保法提出更加严格的要求，产业发展面临多种挑战。2017 年化学原料及化学制

品制造业主营业务收入 871,093 亿元，同比增长 13.90%，增速提升 8.3 个百分点，盈利水平大幅提升，亏损企业同比减少 372 万家，亏损面缩窄。总体来看，2017 年以来，受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，化工产品价格有所回升，化工产品盈利水平提升。

2、汽车销售及服务

2017 年，汽车销量继续保持增长但增速明显回升；汽车市场需求空间仍然广阔，售后业务将成为汽车经销商重要的利润来源。

我国经济快速增长、居民生活水平不断提高对汽车消费形成了重要支撑。2017 年，我国汽车产销量同比增长超 3%，增速比上年同期回落 11.27 个百分点和 10.61 个百分点。2017 年，我国乘用车产销 2480.67 万辆和 2471.83 万辆，同比增长 1.58%和 1.40%；商用车产销 420.87 万辆和 416.06 万辆，同比增长 13.81%和 13.95%。

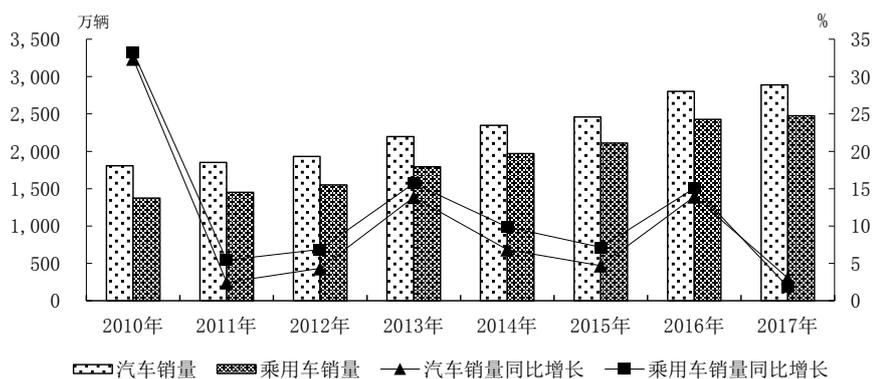


图3 2010~2017年我国汽车和乘用车销量情况

2017 年 4 月 14 日，随着商务部公布的《汽车销售管理办法》（商务部令 2017 年第 1 号）（以下简称“《新办法》”），该办法自 2017 年 7 月 1 日正式实施。在新的办法实施同时，《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令 2005 年第 10 号）废止。

《新办法》出台后，规定供应商采取经销商授权方式销售汽车，授权期限（不含店铺建设期）一般每次不低于 3 年，首次授权期限一般不低于 5 年，一改此前“一年一次”的授权规定；同时，对整车厂的垄断行为也作出了限制，使得品牌授权单一销售模式被打破，汽车流通模式多元化。另外，取消了 4S 店某些强制性规定，比如对紧俏车型加价、限定消费者户籍所在地，对消费者限定汽车配件、保险、救援



等产品的提供商和售后服务商，强制消费者购买保险或强制为其提供代办车辆注册登记等服务，更大地加强了对消费者权益的保护。整体来看，《新办法》对汽车生产商的权利进行了一定程度的限制有助于改善目前经销商面对整车厂的弱势地位，尤其是有利于大的经销商集团，未来经销商集团趋势有望进一步增强，也有效推动汽车销售市场更加活跃。

长期来看，随着国家经济增长和居民收入水平提高，汽车刚性需求依然强劲，汽车消费升级、人均保有量较低以及城镇化进程将为汽车市场需求长期增长提供支持。同时，汽车消费行为将逐渐成熟，消费者更加注重汽车的质量和售后服务，单纯的价格竞争对消费者的吸引力将不断弱化，售后业务将成为汽车经销商重要的利润来源。

财富创造能力

公司财富创造能力增强，钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国仍处于领先地位，具有很强的规模优势和市场竞争力；2017 年，汽车销量继续保持增长，增速明显回升；2017 年以来，钢材、煤炭等行业回暖，大宗商品贸易收入和毛利润有所增长。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----



（一）市场需求

公司仍是浙江省最大的省属贸易企业，其钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位。

大宗商品贸易成为公司的核心业务，主要产品种类包括金属材料、煤炭和化工产品等，其中金属材料主要为钢材，还有少量有色金属。其他贸易产品包括矿产品、油品、纺织及服装、木材等。物产集团仍是浙江省最大的省属贸易企业，基于其多年的贸易业务基础，钢材、煤炭、化工等产品贸易量居于全国前列，拥有稳定的供应商和客户关系，并不断拓展发展经营的空间和领域，使公司业务发展在结构、层次、规模和效益等方面更具有持续发展的竞争力。同时公司亦是国家



120 家大型企业试点企业集团、20 家重点培育发展的大型流通企业以及浙江省政府确定的 26 家重点流通企业之一，其经营规模等主要经济指标一直处于全国领先。

（二）产品和服务竞争力

1、大宗商品贸易

2017 年以来，钢材、煤炭等行业回暖，大宗商品贸易收入和毛利润有所增长，财富创造能力增强。

钢材贸易是公司大宗商品贸易的主要收入和利润来源，其次是化工和煤炭贸易，此类业务的特点是周转率较高但是毛利率较低。2017 年以来，钢材、化工等行业回暖，行业景气度提升，贸易业务盈利能力有所改善。

（1）钢材贸易

2017 年，公司钢材采购仍比较分散，供应商集中度不高，对单一供应商依赖程度较低；公司钢材销售仍以供应链服务模式为主，有利于增加产品附加值，提高利润水平。

公司钢材贸易业务主要由浙江物产金属集团有限公司（以下简称“物产金属”）承担，公司持有其 57.17% 的股权，2017 年以来，物产金属资产负债率水平较高且不断上升，2017 年营业收入同比增长 23.49%，利润总额同比大幅增加 4.62 亿元。

2017 年，公司钢材贸易的采购金额同比大幅增加，主要原因是产品价格大幅提升所致；采购量为 2,754.11 万吨，钢材采购以国内采购为主。2018 年 1~3 月，公司钢材贸易采购金额为 276.33 亿元，同比增长 30.67%，主要是公司钢材平均采购价格较高所致。

公司钢材产品应用广泛、品种繁多，涵盖了方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等多种类型钢材的几乎所有品类，与中国中钢集团公司、江西萍钢实业股份有限公司、鞍钢集团公司等全国近二十家大型钢铁集团建立了合作关系，仍是全国合作钢厂最多、销售量最大的市场化的钢材流通企业之一。2017 年，公司钢材销售金额为 1,091.58 亿元，销售均价在每吨 3,967.59 元。2018 年 1~3 月，公



司钢材销售金额同比增长 13.98%，销售实物量同比减少 6.29%。

公司钢材销售网络覆盖全国各主要省市，在全国主要大中城市设有经销网点，并已发展了大量二级经销商和终端钢材使用客户。公司钢材销售主要有供应链服务、配供配送、连锁分销和电子商务等模式。

供应链服务是公司钢材销售的主要模式，2017 年公司采用供应链服务经营模式销售钢材实现收入 453.06 亿元，占钢材销售收入的 41.50%。供应链服务是指围绕客户在供应链各环节的需求，既向其提供原材料，又销售其产品，并提供物流、金融、信息、商务、技术等集成服务的模式，能够延长供应链条，增加产品附加值，有利于公司提高利润，增强盈利能力。2018 年 1~3 月，供应链服务模式销售钢材实现收入 83.37 亿元，占钢材销售收入的 37.30%。

公司供应商依赖程度较低。公司采购时综合考虑产品价格、产品质量、运输距离等因素，选择供应商。2017 年，公司钢材贸易前五大供应商采购金额合计占该业务采购总额比重为 9.19%，公司钢材销售客户集中度不高，对单一客户依赖度低，机动性强，在全国各地开发了 8,000 多家客户，2017 年仍在浙江省市场占有率位居第一，且钢材销量占浙江省总销量的比重逐年提高。2017 年，公司前五大客户销售额占总销售的 6.29%，因贸易品种和时点差异，公司供应商和客户存在重合的情况。

（2）煤炭贸易

2017 年，公司煤炭贸易供应商集中度仍较高；客户集中度一般，公司进入了大型电力、钢铁企业的煤炭供应系统，为公司煤炭销售提供了一定保证。

公司主要从事煤炭贸易的子公司为浙江物产环保能源股份有限公司（以下简称“物产环能”），物产环能作为全国最大的煤炭贸易企业之一，市场参与时间较长，销售网络遍布浙江省。公司持有物产环能 76.01% 股份，2017 年以来，资产负债率持续增长，2017 年营业收入和利润总额保持增长。

煤炭贸易的品种主要包括电厂和水泥厂使用的动力煤、钢厂使用的焦煤和化工煤三类，其中动力煤比例最高，占有所有煤炭品种贸易量



的 85%以上。在煤炭价格低迷的行情下，出于控制风险的考虑，公司加快传统倒买倒卖的贸易模式向“进销对接、以销定进、锁定风险”的供应链集成服务运行模式转变，供应链集成服务模式可以实现多点盈利，通过提供金融服务、物流服务、信息服务和供应链环节服务等获得服务利益。

2017 年，公司煤炭贸易的采购金额为 393.95 亿元，同比增长 69.63%，主要是煤炭采购价格大幅提升所致；采购量为 5,182.63 万吨，同比增长 15.87%。2018 年 1~3 月，公司煤炭贸易采购金额为 91.18 亿元，同比变动不大。与供应商的结算方式主要为现款，占有所有结算方式的 80%。

公司与国内大型煤炭生产企业建立长期合作关系，在煤炭采购上有一定优势，保证了煤炭来源的稳定性，同时公司每年会与主要供应商签订年度框架协议，获取优惠采购价格，神华集团有限责任公司（以下简称“神华集团”）是公司主要煤炭供应商，同时公司仍是神华集团在国内最大的贸易企业客户。

2017 年，公司煤炭贸易前五大供应商采购金额占采购总额的 37.64%，其中，对神华集团采购额占采购总额的比重为 9.56%，同比有所下滑，但供应商集中度仍较高。

2017 年，公司煤炭贸易销售金额为 385.57 亿元，销售均价每吨 653.43 元，低于采购均价出现价格倒挂，主要是因为 2017 年煤价开始上涨，煤炭采购量较大，单价较高，销售部分是以前的低价库存，销售和采购时间错位所致。2018 年 1~3 月，公司煤炭销售量同比减少 31.18%，销售金额同比减少 21.51 亿元；销售均价继续上涨至 727.24 元/吨。

公司煤炭贸易业务客户分散，客户集中度不高。公司通过加强客户服务和管理，深化与大型终端用户的合作，并且进入了六家央企电力集团¹，各地方电厂、电力公司，以及广西柳州钢铁（集团）公司等大型企业的煤炭供应系统，为公司煤炭销售提供了一定保证。2017 年，公司前五大客户销售额合计占销售总额的 12.79%，集中度一般。

¹ 六家电力央企集团分别为中国国电集团公司、中国华能集团公司、中国华电集团公司、大唐国际发电股份有限公司、中国电力投资集团公司和华润电力控股集团有限公司。



(3) 化工贸易

2016 年，公司发展重点供应商和客户的核心业务，供应商和客户集中度大幅提升。

公司从事化工贸易的子公司是浙江物产化工集团有限公司（以下简称“物产化工”），公司对其持股比例为 90.00%，物产化工资产负债率仍处于较高水平，2017 年以来，营业收入和利润均同比大幅增长。

化工产品贸易的主要品类包括液体化工、聚酯纤维、塑料原料、橡胶、硫磺等，品类齐全，每种产品都有其特殊性和不同的应用领域。2017 年，公司化工贸易仍以液化、化纤和塑料为主，以上三项合计量占总化工产品贸易量的 77.07%。2017 年，化纤和橡胶贸易量同比均有所增长，其中橡胶贸易量大幅增长，主要是公司 17 年新设立物产欧泰有限责任公司，专门从事橡胶业务；液化和塑料贸易量同比均有所减少。

公司化工产品的采购模式主要有合约采购模式、代理采购模式、市场采购模式三种方式。2017 年，公司化工贸易采购金额为 546.57 亿元，采购量 659.71 万吨，其中进口量为 75.78 万吨，占采购总量的 11.49%，同比变动不大。2018 年 1~3 月，公司化工贸易采购金额和采购量同比分别增加 31.26 亿元和 57.35 万吨。

2017 年，公司化工贸易前五大供应商采购额合计占采购总额的 17.93%，前五大客户销售额合计占销售总额的 9.89%，集中度较为适中。

2、汽车销售及服务

公司仍是浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势；公司汽车销售网点集中于浙江省，对江浙区域市场依赖程度很高。

公司主要从事汽车销售业务的子公司是浙江物产中大元通集团股份有限公司（以下简称“物产元通”）。物产元通是浙江省最大的汽车经销商，在江浙地区具有较大的规模优势，与国内主要汽车集团都建立了良好的合作关系，拥有很多汽车品牌特许代理资格，基本覆



盖了国内所有主流品牌。2017 年，物产元通营业收入同比增长 5.46%，利润总额同比大幅增加 3.13 亿元，主要是毛利率上升以及费用减少所致。

公司汽车销售以狭义乘用车(轿车、MPV 和 SUV)为主，占比 90%，其中轿车在 70%左右。截至 2018 年 3 月末，公司拥有汽车销售网点(4S 店、多厅一厂等)195 家，其中 4S 店 139 家，主要分布在浙江、江苏、福建等地。物产元通销售网点近 85%集中于浙江省，汽车销售与服务板块的业绩对江浙区域市场依赖程度很高。2017 年网点数同比增加 30 家。

截至 2018 年 3 月末，物产元通旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 11 个大系的 65 个品牌，覆盖包括一汽大众、上海大众、奥迪、上海通用、一汽丰田等在内的绝大部分主流品牌。2017 年，公司汽车销售前五大品牌分别是北京现代、上海大众、奥迪、上海通用别克和一汽大众，以上五者合计销售金额为 130.91 亿元，占汽车销售总金额的比重为 41.01%。

公司品牌效应进一步加强，后服务业务规模不断扩大，种类不断完善；创建了“车家佳”汽车云服务平台，线上线下结合，提升客户体验和满意度。

公司汽车后服务业务主要包括汽车售后服务维修、汽车金融、汽车用品和二手车业务，品牌效应进一步加强，种类不断完善。2017 年，公司汽车后服务收入为 29.66 亿元，约占汽车业务板块收入总额的 15.51%。2018 年 1~3 月，公司汽车后服务收入为 13.27 亿元，同比增加 4.99 亿元，售后服务业务规模持续增长。

公司 4S 店的售后服务体系主要包括零配件供应及信息反馈两项服务，所有 4S 店均设有服务车间，车间内设备齐全，配备生产商认可的专用工具、检测故障机件的计算机及技术文件，并经由生产商培训的技术人员现场工作。汽车金融服务包括按揭贷款、汽车租赁、融资租赁等，子公司浙江中大元通租赁有限公司是浙江省内最大的专业汽车租赁公司，于 2007 年 1 月被商务部和国家税务总局确定为内资试点融资租赁公司第三批试点企业。汽车用品主要是通过 4S 店整车销售时配套销售、经营网点内汽车用品超市销售、网上销售等方式进



行，凭借品牌认可度高、服务专业、售后有保证等优势，公司的 4S 店在用品经营方面发展迅速，并已将发展用品经营作为提升盈利能力的重要举措之一。二手车业务是指基于汽车生产厂家平台，考虑区域品牌汽车保有量，为提高其汽车的保值率、巩固用户的忠诚度和提高用户量，进一步完善汽车售后服务领域所开展的二手车销售及置换业务，公司的品牌二手车名车馆已成为市场知名度较高的二手车交易平台。

公司创建了“车家佳”汽车云服务平台，以汽车生活 O2O 集成服务为切入点和突破口，站在客户角度完善新车销售、二手车服务、汽车金融、汽车后服务、汽车社区等各项服务功能，线上以“车家佳”为核心，打造线上服务平台，线下发展 4S 店，突出差异化和专业化，提升客户体验和满意度。

（三）盈利能力

2017 年，公司仍主要从事大宗商品贸易和汽车销售及后服务业务；公司收入保持增长，毛利率有所下降。公司盈利受非经常损益影响较大，未来存在很大的不稳定性。

2017 年，公司仍主要从事大宗商品贸易、汽车销售及后服务、金融服务等业务。公司大宗商品贸易包括钢材、煤炭、化工产品、有色金属、纺织品与服装、油品、木材在内的多元化贸易，是公司收入和利润的最主要来源；汽车销售及后服务收入和毛利润占比均在 10% 左右，对营业总收入和毛利润形成一定的补充；因公司将房地产业务全部出售转让，2017 年房地产业务收入和毛利润大幅下降；金融业务为融资租赁、期货经纪等业务实现的手续费及佣金收入和利息收入，占比仍较小；其他业务包括电费、蒸汽、爆破器材与工程以及机电产品等，占收入和毛利润的比重较小。

2017 年，公司营业总收入为 2,766.20 亿元，同比增长 33.52%；毛利润为 75.28 亿元，同比增长 1.92%。其中，大宗商品贸易收入和毛利润同比分别增长 47.01% 和 56.85%，主要是受供给侧改革，钢铁、煤炭行业回暖，产品价格提升所致；公司汽车销售及后服务业务收入同比增长 9.12%，公司抓住网约车、买断车等市场机会，新车收入实现同比增长，毛利润同比增长 22.83%，主要通过精细化管理提升管理



效率所致；公司金融服务业务收入和毛利润均大幅增长 26.85 亿元和 2.57 亿元，主要是一方面是因为公司对财务公司资金进行了归集，大量企业存款转化为同业存款，原计入财务费用的利息收入和成本分别调整至营业收入和营业成本，原计入其他板块的融资租赁业务调整至金融板块；其他业务板块收入和毛利润同比分别减少 33.35% 和 22.14%。

表 2 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司收入和毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总收入	543.16	100.00	2,766.20	100.00	2,071.72	100.00	1,825.73	100.00
大宗商品贸易	441.76	81.33	2,289.05	82.75	1,557.04	75.16	1,419.29	77.74
汽车销售及后服务	73.77	13.58	325.90	11.78	298.66	14.42	232.55	12.74
金融服务	7.07	1.30	29.58	0.06	2.73	0.18	2.13	0.12
房地产	0.24	0.04	1.60	1.07	33.15	1.60	34.88	1.91
其他	20.32	3.74	120.07	4.34	180.14	8.65	136.88	7.50
毛利润	18.39	100.00	75.28	100.00	73.86	100.00	59.63	100.00
大宗商品贸易	7.07	38.44	33.77	44.86	21.53	29.15	17.71	29.70
汽车销售及后服务	3.61	19.63	14.31	19.01	11.65	15.77	10.92	18.31
金融服务	3.21	17.46	5.30	7.04	2.73	3.70	2.13	3.57
房地产	0.17	0.92	1.05	1.39	11.17	15.12	9.13	15.31
其他	4.33	23.55	20.85	27.70	26.78	36.26	19.74	33.10
毛利率	3.39		2.72		3.57		3.27	
大宗商品贸易	1.60		1.48		1.38		1.25	
汽车销售及后服务	4.89		4.39		3.90		4.70	
金融服务	45.40		17.92		100.00		100.00	
房地产	70.83		65.63		33.70		26.18	
其他	21.31		17.36		14.87		14.42	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年，公司毛利率为 2.72%，同比下降 0.85 个百分点，主要是因金融业务统计口径调整影响，该板块毛利率有所下降所致；受大宗商品贸易毛利率较低的影响，毛利率水平仍较低。其中，受大宗商品价格上升影响，大宗商品贸易毛利率同比上升 0.10 个百分点；汽



车销售及后服务毛利率上升 0.49 个百分点，主要是大力发展衍生业务，用品、二手车、信贷、延保等后市场项目所致。

2018 年 1~3 月，营业总收入为 543.16 亿元，同比减少 6.76%，其中，大宗商品贸易收入同比减少 8.47%；毛利润为 18.39 亿元，同比减少 4.27%；毛利率同比提升 0.09 个百分点。

综上所述，2017 年以来，公司营业总收入和毛利润保持有所增长，毛利率有所下降，受贸易板块影响一直处于较低水平，受贸易行业特征影响仍处于低位。预计未来 1~2 年，公司仍将保持大宗商品和汽车销售的格局不会改变，同时，公司将继续拓展贸易产业链，发展供应链贸易，整体业务发展将保持稳定。

偿债来源

公司偿债来源充足，结构稳定。融资渠道畅通，货币资金规模较大，流动性偿债来源充足；公司可变现资产规模较大，变现能力很强，且受限资产规模较大，对债务的覆盖水平较高。

偿债来源指标：偿债来源在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）盈利

受行业回暖影响，公司盈利能力有所增强；2017 年以来，公司利润总额和净利润均同比大幅增长；但公司对非经常性收益的依赖性仍较高，存在一定的不稳定性。

2017 年，公司营业利润为 38.33 亿元，同比增长 19.71%，主营业务盈利能力增强；利润总额和净利润分别为 38.26 亿元和 29.38 亿元，同比分别增加 5.21 亿元和 4.00 亿元。2017 年，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.81%和 11.15%，同比有所提升，盈利能力增强，总资产报酬率水平较高，净资产收益率高于行业平均水平²。

2017 年，公司期间费用为 51.94 亿元，同比增长 14.75%，期间

² 根据 Wind：2016 年矿产品、建材及化工产品批发总资产报酬率行业平均值为 3.60%，净资产收益率行业良好值为 8.70%。

费用率为 1.88%，同比有所下降，整体来看，公司费用控制能力较强。公司期间费用主要是销售费用和管理费用，销售费用同比增长 1.94%，管理费用同比增长 10.23%，主要是人工薪酬增长所致；财务费用同比增长 65.47%，主要是一方面由于融资规模有所增加及市场融资成本上升较快导致；另一方面是由于财务公司资金归集后，大量企业存款转化为同业存款，其利息收入和成本分别计入营业收入和营业成本所致。

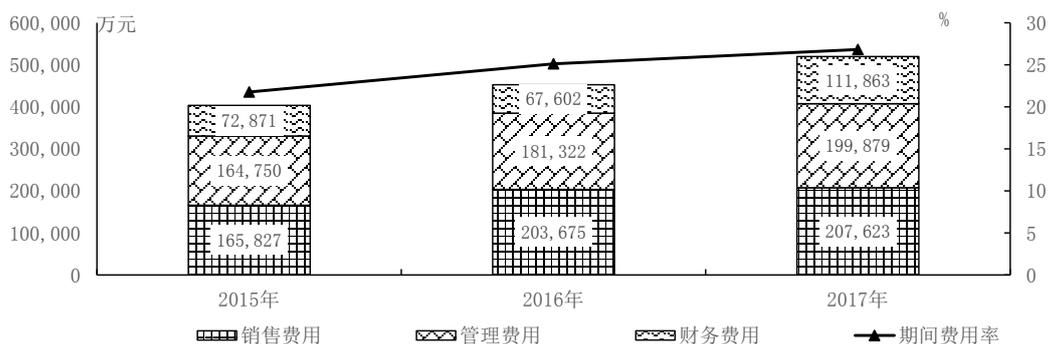


图 4 2015~2017 年公司期间费用及占营业收入比重情况

2017 年，公司资产减值损失为 5.17 亿元，主要包括存货跌价损失 3.44 亿元和其他 1.06 亿元，同比减少 9.35 亿元，主要是因钢铁、化工等下游客户经营情况改善，账款回收增加所致，但仍对利润形成了侵蚀；投资收益为 14.08 亿元，占营业利润比重为 36.73%，主要是处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 4.46 亿元、持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 2.98 亿元、处置可供出售金融资产取得的投资收益 2.28 亿元、委托贷款投资收益 1.94 亿元和权益法核算的长期股权投资收益 1.48 亿元，同比减少 9.78 亿元，波动较大；营业外收入为 0.74 亿元，主要是罚没及违约金收入和政府补助等。整体来看，公司盈利受非经常损益影响较大，未来存在很大的不稳定性。

随着流通 4.0 的逐步完善以及医疗板块的不断拓展，公司贸易规模将进一步提升。根据公司提供资料，大公测算公司 2018 年营收及盈利情况，预计未来 1~2 年，随着公司经营业务的稳定发展，收入规模将平稳增长，整体业务盈利能力在 2018 年仍有提升空间。



（二）自由现金流

2017 年和 2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流均为净流出，缺乏对债务和利息的保障能力。

2017 年，公司经营性净现金流为-83.59 亿元，净流出额大幅增加 78.15 亿元，主要是一方面是因为钢材等大宗商品市场量价双升，公司开展前瞻性采购，导致存货。预付账款大幅增加，另一方面子公司浙江物产融资租赁有限公司扩大融资租赁业务规模，长期应收款增加所致；公司现金回笼率为 115.13%，保持较好水平。投资性净现金流为 52.46 亿元，由净流出转为净流入，主要是公司收回了上期地产股权转让包所含的债权资金所致。2018 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-48.74 亿元，净流出额同比减少 47.23 亿元，主要是账款回收增加所致；投资性净现金流为 6.01 亿元，由净流出转为净流入，主要是公司出售浙江新东港药业股份有限公司所致。截至 2017 年末期末现金及现金等价物为 990.98 亿元，在手货币资金较为充裕。

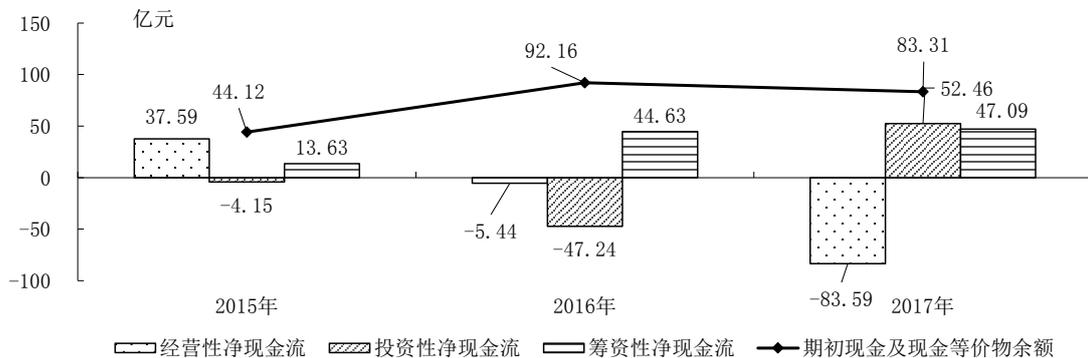


图 5 2015~2017 年现金流和期初现金及现金等价物余额情况

2017 年以来，公司经营性净现金流持续为净流出，缺乏对债务和利息的保障能力；预计未来，公司仍面临煤炭、钢铁、化工和汽车等产品价格波动的影响，从而影响现金流的稳定性。随着地产股权转让完毕，未来投资性现金流将保持稳定。

（三）债务收入

公司融资渠道以银行长短期借款为主，以发行债券方式为辅，授信额度稳定，此外，公司是 A 股上市公司，融资渠道畅通。

2017 年，公司筹资性净现金流为 47.09 亿元，主要是发行债券



所致，同比变动不大；2018 年 1~3 月，筹资性净现金流为 36.24 亿元，同比由净流出转为净流入，主要是偿还银行借款增加所致。综合来看，公司债务融资以银行借款为主，以发行债券方式为辅，同时与多家银行保持良好的合作关系，银行授信额度较为稳定，截至 2018 年 3 月末，公司共获得授信额度 1,012.60 亿元，未使用授信额度为 609.31 亿元。公司是 A 股上市公司（股票代码：600704），融资渠道畅通。未来随着公司贸易量逐步扩大，对融资需求较大，筹资性现金流将规模持续增加。

（四）外部支持

公司获得的外部支持主要是政府补助，政府每年给予公司一定比例的财政扶持，例如税费返还、绩效奖励等，2017 年，公司获得的政府补助为 0.13 亿元，在经常性收入类的偿债来源中占比极小。

（五）可变现资产

2017 年以来，公司资产规模持续增加，资产结构仍以流动资产为主；公司货币资金充足，可变现资产规模较大，可变现能力较强，对债务的覆盖水平较高。

可变现资产包括货币资金和可变卖为货币资金的非货币资产，其中，货币资金是企业保障日常经营支出和短期流动性偿付的重要缓冲，是企业流动性偿债来源的重要组成部分，可变卖为货币资金的非货币资产则是在经营性现金流和债务收入作为可用偿债来源不能满足偿还债务需要时，可以转化为用于偿债的现金，是企业偿债来源的重要补充和保障。

2017 年以来，资产规模持续增加，资产结构仍以流动资产为主。截至 2018 年 3 月末，公司总资产为 963.49 亿元，较 2017 年末增长 12.11%，流动资产占比为 63.91%。

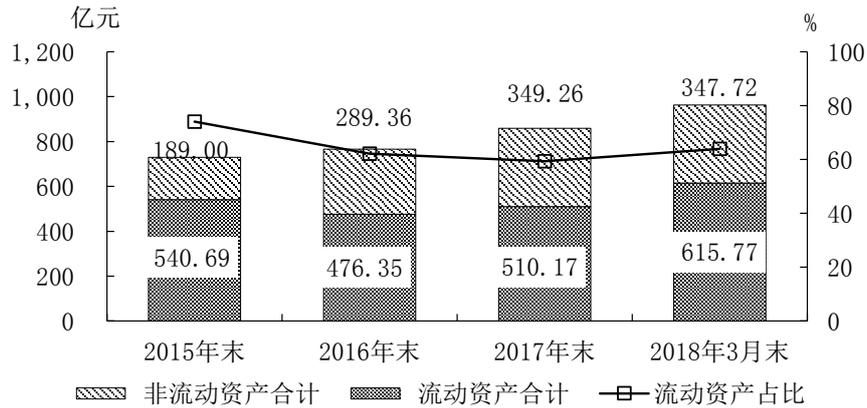


图6 2015~2017年末及2018年3月末公司资产构成情况

公司流动资产主要以存货、货币资金、预付款项和应收账款为主，2017年末，以上四项合计占流动资产的83.16%。2017年末，公司存货为159.78亿元，主要由库存商品和在途物资构成，同比增长31.30%，主要是大宗商品行情量价齐升，公司持有的库存商品增加所致，已计提存货跌价准备3.66亿元；货币资金为137.48亿元，主要是银行存款和其他货币资金，同比增加29.34%，主要是销售回款增加所致，受限货币资金48.31亿元，占比为35.15%；公司预付款项为68.66亿元，主要是预付供应商货款，同比变动不大，其中账龄在一年以内的占比98.06%；应收账款为54.93亿元，同比增长6.78%，主要是业务规模增长，应收下游客户账款增加导致，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中账龄在一年以内的占比97.60%，期末余额前五名占应收账款余额的比重为11.97%，本期计提坏账准备为1.31亿元，累计计提坏账准备7.69亿元。

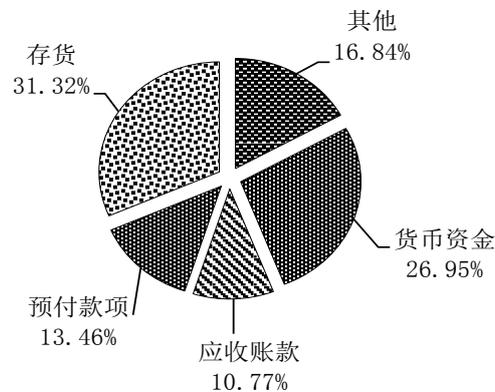


图7 2017年末公司流动资产构成情况

2018年3月末，公司流动资产为615.77亿元，较2016年末增长

20.70%，其中，存货为 219.45 亿元，较 2017 年末增长 37.35%，主要是大宗商品库存增加所致；货币资金 115.07 亿元，较 2017 年末减少 16.30%。预付款项为 113.53 亿元，较 2017 年末增长 65.37%，主要是支付供应商的预付货款增加所致；流动资产其他主要科目较 2017 年末变动不大。

公司非流动资产主要由长期应收款、可供出售金融资产、固定资产、投资性房地产和长期股权投资等五项构成，2017 年末，以上五项合计占非流动资产的 81.57%。

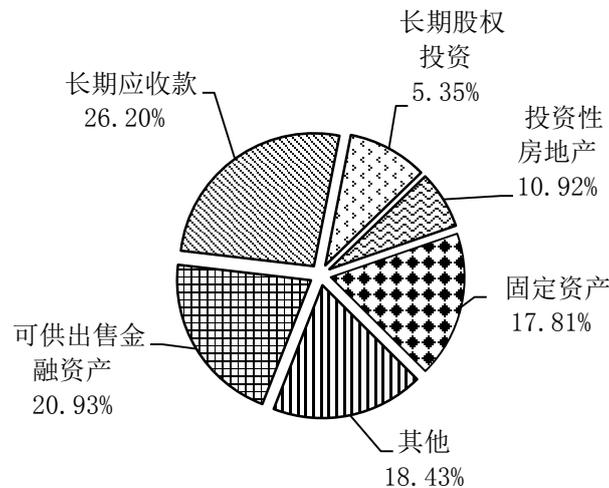


图 8 2017 年末公司非流动资产构成情况

2017 年末，公司长期应收款为 91.49 亿元，主要是融资租赁款，同比增长 39.86%，主要是融资租赁业务规模扩大所致；可供出售金融资产为 73.12 亿元，同比减少 13.49%，主要是追加财通证券股份有限公司、杭州鑫物通股权投资基金合伙企业（有限合伙）等企业投资额和新增万向信托产品-新兴 19 号等投资产品所致；固定资产为 62.22 亿元，主要由房屋及建筑物、机器设备、运输工具和电子及其他设备构成，同比增长 32.79%；投资性房地产为 24.43 亿元，主要包括子公司物产金属、物产国际、物产环能及浙江物产民爆实业发展有限公司等因经营需要对外出租的土地及房产，同比增长 8.56%；长期股权投资为 33.64 亿元，同比增长 68.96%，主要是对有限合伙企业的权益性投资份额增加所致。

2018 年 3 月末，公司非流动资产为 347.72 亿元，较 2017 年末减少 0.44%，非流动资产主要科目较 2017 年末均变动不大。



从流动资产运转效率来看，2017 年，公司应收账款和存货周转天数分别为 6.92 天和 18.83 天，周转效率继续提升；2018 年 1~3 月，应收账款和存货周转天数分别为 9.36 天和 32.52 天。

截至 2018 年 3 月末，公司受限资产总额为 62.55 亿元，占总资产的 6.49%，占净资产比重为 23.73%，其中，受限的房屋建筑物、土地等合计为 28.08 亿元、受限的货币资金为 10.79 亿元、受限的应收票据为 9.59 亿元、受限的应收融资租赁款为 12.07 亿元、受限的应收账款为 0.34 亿元。

综上所述，公司清偿性偿债来源为可变现资产，公司可变现资产以存货和货币资金为主，存货变现能力较强，公司资产整体上有很强的变现能力，且在可对公司整体负债偿还形成有力保障；经营性现金流持续净流出，公司融资渠道通畅，在手货币资金充裕，但经营性净现金流持续为负，缺乏对债务和利息的保障能力。整体来看，公司偿债来源较为充足，安全度较高。

偿债能力

公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务大幅增长，短期偿债压力较大。但公司资产可变现能力较强，货币资金充裕，拥有畅通的债务渠道，偿债来源较为充足，此外，盈利对利息的覆盖程度较高。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务大幅增长，短期有息债务规模占比较大，短期偿债压力较大。

2017 年以来，公司总负债继续增长，负债结构仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月末，公司总负债为 692.81 亿元，较 2017 末增长 16.28%，流动负债占比 90.86%。

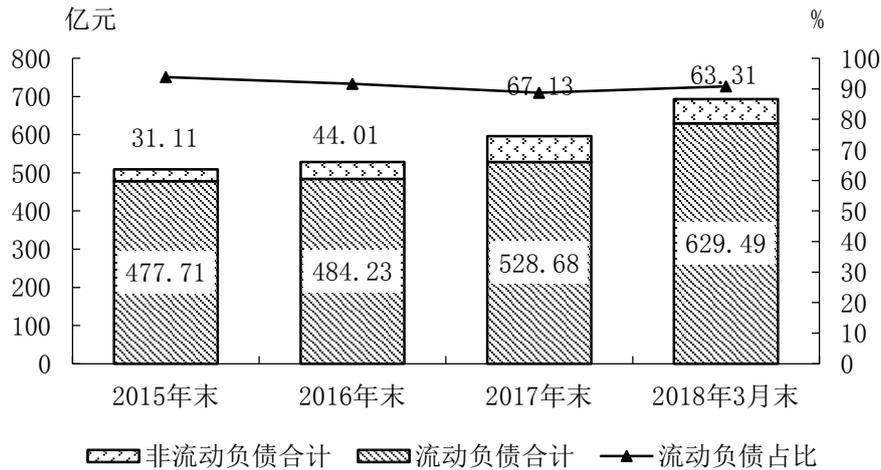


图9 2015~2017年末及2018年3月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他流动负债、预收款项、应付账款和其他应付款构成，以上六项合计占比为 94.94%。2017 年末，公司短期借款为 148.68 亿元，同比增长 32.40%，主要包括信用借款、保证借款和抵押借款，金额分别为 83.70 亿元、28.77 亿元和 16.24 亿元；应付票据为 98.82 亿元，同比略有减少，主要是应付银行承兑汇票；其他流动负债为 92.70 亿元，主要是短期融资券 65.00 亿元和应付期货业务客户保证金 20.79 亿元，同比减少 8.97%，主要是超短期融资券到期兑付所致；预收款项为 67.38 亿元，主要是贸易客户预收款，同比增长 19.34%，主要是公司贸易业务规模增加所致；应付账款为 57.13 亿元，主要是贸易业务应付供应商款，同比增长 29.31%；其他应付款为 32.53 亿元，同比减少 20.53%，主要是房地产项目相应股权转让款减少所致。

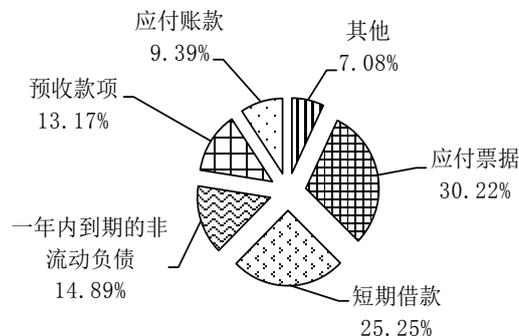


图10 2017年末公司流动负债构成情况

2018年3月末，公司流动负债为 629.49 亿元，较 2017 年末增长



19.07%，其中，短期借款 179.79 亿元，较 2017 年末增长 20.94%；预收款项 111.36 亿元，较 2017 年末增长 65.27%，主要是经营规模扩大，收到的客户货款增加所致；其他应付款 46.98 亿元，较 2017 年末增长 44.43%，主要是收到的押金保证金增加所致；流动负债其他主要科目较 2017 年末变动不大。

公司非流动负债主要由应付债券、长期借款和递延所得税负债构成，以上三项合计占非流动负债比重为 97.00%。2017 年末，公司应付债券为 44.94 亿元，同比大幅增加 11.03 亿元，主要是公司发行 15 亿元的中期票据“17 物产中大 MTN001”和 4 亿元非公开定向工具“14 浙中大 PPN001”到期所致；长期借款为 8.68 亿元，主要包括保证借款 5.44 亿元、质押借款 2.17 亿元和抵押借款 1.05 亿元，同比大幅增加 4.59 亿元；递延所得税负债为 8.76 亿元，同比大幅增加 4.78 亿元，主要是可供出售金融资产公允价值变动所致，同比减少 10.73%。

2018 年 3 月末，公司非流动负债 63.31 亿元，较 2017 年末减少 5.68%，其主要科目较 2017 年末均变动不大。

公司有息债务规模逐年增长，且在总债务中占比较高；其中以短期有息债务为主，存在一定短期偿债压力。

有息负债方面，2017 年以来，公司有息债务总额有所波动，占总负债比重不断下滑，债务压力增加。截至 2018 年 3 月末，公司总有息债务为 452.01 亿元，较 2017 年末大幅增长 10.44%，以短期有息债务为主，短期偿债压力较大。从债务杠杆的情况来看，2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.32%和 71.91%，有所上升，仍处于较高水平；流动比率分别为 0.96 倍和 0.98 倍；速动比率为 0.66 倍和 0.63 倍，保持稳定，但流动资产对流动负债的覆盖水平一般；总体来看，公司有息债务规模较大。

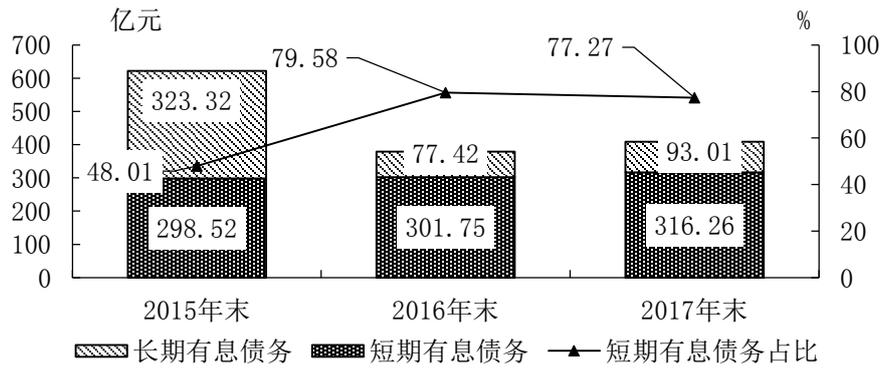


图 11 2017 年末公司有息债务构成情况³

公司存在对外担保⁴，被担保企业盈利能力较弱，存在一定的或有风险。

截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额为 3.80 亿元，担保比率为 1.40%，被担保企业为浙江中大国安投资管理有限公司（以下简称“中大国安”）、浙江通诚格力电器有限公司和浦江富春紫光水务有限公司（以下简称“富春紫光”），均为公司的参股公司，其中中大国安于 2016 年新成立，主要从事资产管理，2017 年尚未形成收入；富春紫光资产负债率较高，盈利能力较弱，存在一定的代偿风险。

公司未分配利润和其他综合收益规模较大，影响权益结构的稳定性。

2017 年末，公司所有者权益为 263.63 亿元，同比增加 26.16 亿元，其中，股本为 43.07 亿元，同比增加 14.36 亿元，主要是公司以原股本为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股，共计转增股本 14.36 亿元；资本公积为 40.17 亿元，同比减少 14.40 亿元，主要是资本公积转增股本所致；盈余公积 7.11 亿元，同比增加 1.58 亿元；未分配利润为 68.03 亿元，同比增加 4.01 亿元，主要是净利润转入所致，其中，公司应付普通股股利为 14.36 亿元，支付永续债利息为 2.40 亿元；其他权益工具均为 39.40 亿元，主要是发行的永续中票；其他综合收益为 21.63 亿元，主要是可供出售金融资产公允价值变动所致。2018 年 3 月末，公司所有者权益为 270.68 亿元，

³ 公司未提供截至 2018 年 3 月末有息债务期限结构图。

⁴ 公司未提供最新对外担保情况。



较 2016 年末增加 7.05 亿元，主要是未分配利润增加所致，其他主要科目较 2017 年末变化不大。

（二）偿债能力分析

公司资产可变现能力较强为清偿性还本付息能力提供有效支撑，充裕的货币资金和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障，且盈利对利息的覆盖程度较高。

公司流动性还本付息能力较强。流动性偿债来源以货币资金、债务收入和经营性净现金流为主。截至 2018 年 3 月末，公司货币资金为 115.07 亿元，其中受限部分为 10.79 亿元，可用货币资金规模较为充裕，能为流动性偿债来源形成一定补充；公司流动性偿债来源中，债务收入占比较高，公司拥有股权、债券和银行借款等多种融资方式，融资渠道较为多元；2017 年以来，公司经营性现金流持续为净流出，无法对公司利息支出能够形成良好保障。随着公司贸易规模的不断拓展，预计公司流动性偿债能力将逐步增强。

公司清偿性还本付息能力较强。清偿性偿债来源为可变现资产，公司存货、长期应收款和可供出售金融资产占比较高，变现能力较强，清偿性还本付息能力处于较好水平。2017 年，公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数为 5.09 倍，盈利对利息的覆盖程度较高。

总体而言，公司流动性来源对流动性消耗能提供充足保障，且盈利对利息的覆盖程度较高，公司偿债能力极强，能够对公司整体的负债偿还提供良好的保障。

表 3 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 F
清偿性还本付息能力	0.88	0.78
流动性还本付息能力	2.02	2.40
盈利对利息覆盖能力	5.09	4.72

数据来源：公司提供、大公测算

结论

公司的抗风险能力极强。公司仍主要从事钢材、煤炭、化工等产品贸易、汽车销售及后服务、房地产、金融服务等业务，其中汽车销售及后服务在公司主营业务收入中占据重要地位，仍是浙江省最大的



汽车经销商，在汽车流通领域具有丰富的市场经验；公司以大宗商品贸易为主，其中钢材、煤炭、化工等品类的市场排名均位列前茅。2017 年以来，公司收入和利润均保持增长；经营性净现金流为负，缺乏对债务和利息的保障能力，但公司融资渠道多样，外部融资能力较强；整体来看，偿债来源较为充足，安全度较高，偿还债务的能力极强。

综合分析，大公对公司“16 中大债”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



附录

附件 1

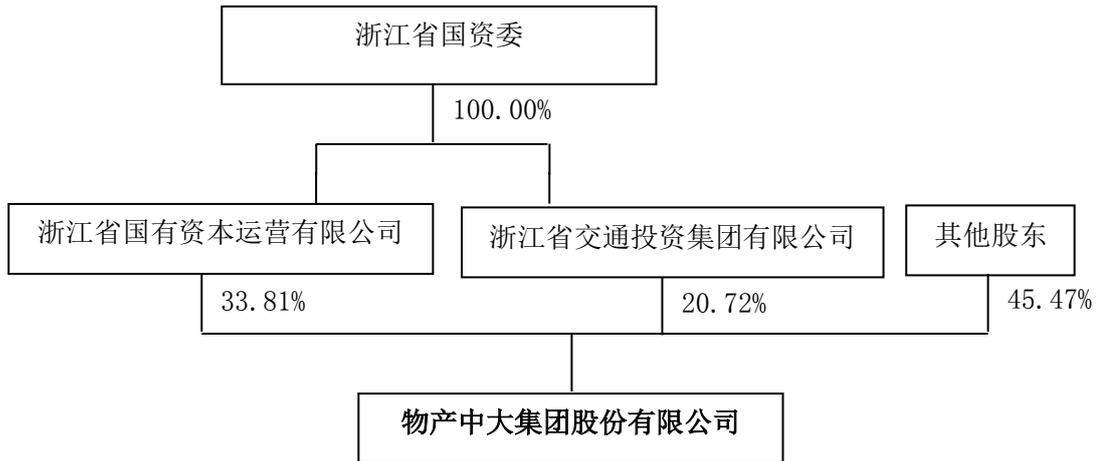
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

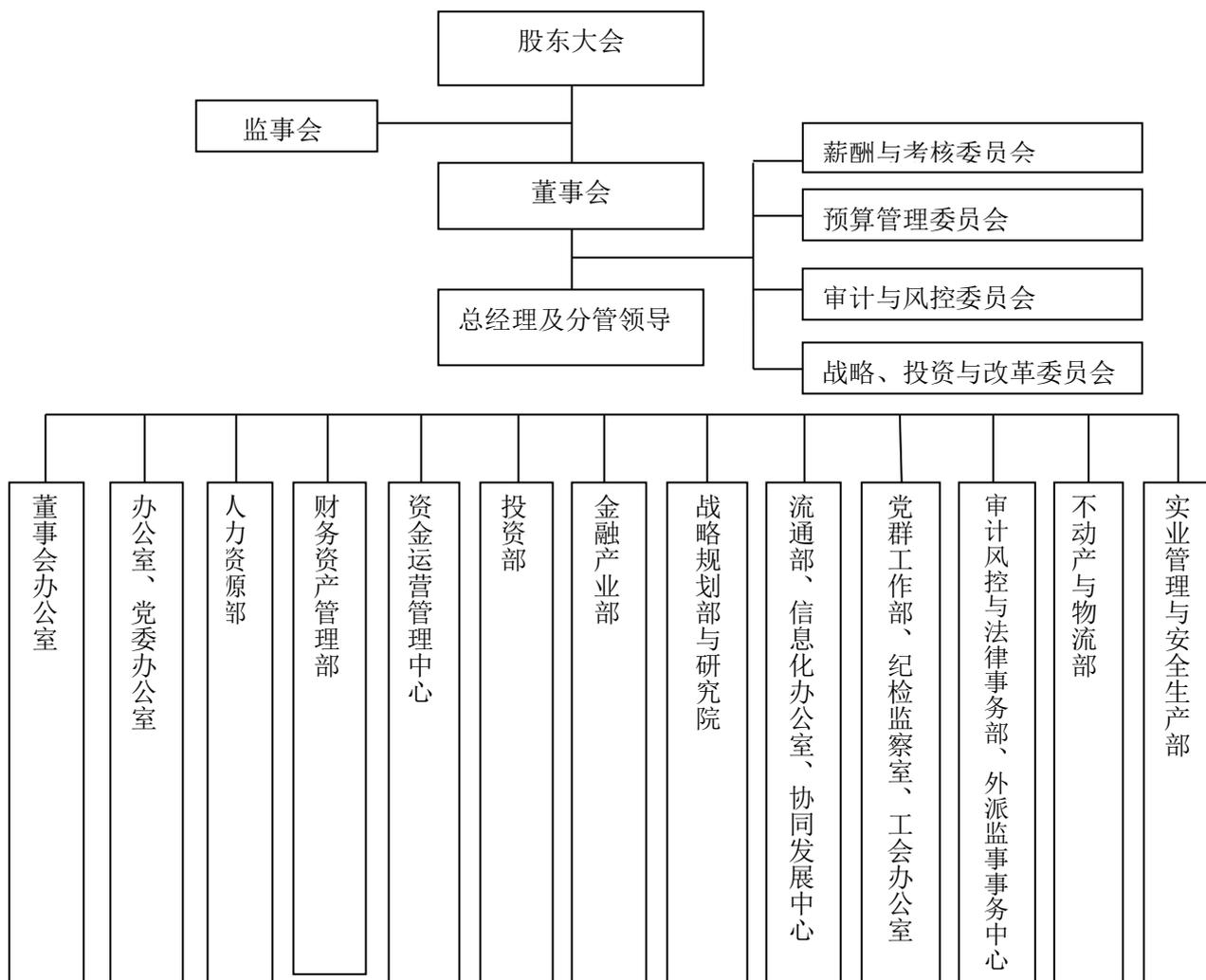
截至 2018 年 3 月末物产中大股权结构图





附件 3

截至 2018 年 3 月末物产中大组织结构图





附件 4

物产中大运营主体相关数据表格

2017 年及 2018 年 1~3 月物产金属主要财务指标 (单位: 亿元、%)

时期	公司持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2018 年 1~3 月	57.17	203.78	83.84	134.90	3.08	1.70	-3.09
2017 年	57.17	152.56	79.07	771.80	1.88	7.62	-3.93

2017 年及 2018 年 1~3 月物产环能主要财务指标 (单位: %, 亿元)

时期	公司持股	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2018 年 1~3 月	74	79.77	82.37	77.17	3.83	0.93	
2017 年	74	51.97	75.57	238.41	3.23	3.21	

2017 年及 2018 年 1~3 月物产化工主要财务指标 (单位: 亿元、%)

时期	公司持股	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2018 年 1~3 月	90	63.61	76.30	110.43	1.37	8.01	-6.25
2017 年	90	50.64	81.37	498.57	1.50	3.30	-6.07

2017 年及 2018 年 1~3 月物产元通主要财务指标 (单位: %, 亿元)

时期	公司持股	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	毛利率	利润总额	经营性净现金流
2018 年 1~3 月	100	115.51	67.81	72.95	6.84	1.18	-1.56
2017 年	100	73.18	67.47	315.94	6.44	4.82	-3.20



附件 4-1

物产中大相关数据表格

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司大宗商品贸易收入及毛利率情况(单位: 亿元、%)

项目	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
营业收入	441.76	1.60	2,289.05	1.48	1,557.04	1.38
钢材	188.71	2.16	933.11	1.74	546.24	2.20
化工	72.09	1.28	329.41	1.90	298.68	1.74
煤炭	86.97	0.83	454.08	1.03	224.04	0.99
其他	93.99	1.45	572.45	1.15	488.08	0.43

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司钢材贸易经营模式情况(单位: 亿元、%)

模式	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
供应链服务	83.37	37.30	453.06	41.50	236.39	38.51
配供配送	54.69	24.47	238.48	21.85	130.74	21.30
连锁分销	45.82	20.50	251.67	23.06	99.14	16.15
其他	39.64	17.73	148.37	13.59	147.59	24.04
合计	223.52	100.00	1,091.58	100.00	613.86	100.00

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司钢材贸易购销情况⁵

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年
采购金额(亿元)	276.33	1,110.00	617.50
采购量(万吨)	614.26	2,754.11	2,318.08
采购平均价格(元/吨)	4,499.00	2,190.00	2,663.84
销售金额(亿元)	223.52	1,091.58	613.86
销售量(万吨)	515.65	2,755.41	2,264.96
销售均价(元/吨)	4,334.72	3,967.59	2,710.26

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司煤炭贸易采购情况

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年
采购金额(亿元)	91.18	393.95	232.24
采购量(万吨)	1,267.90	6,005.28	5,182.63
采购均价(元/吨)	719.14	656.01	448.11
销售金额(亿元)	84.05	385.57	184.47
销售实物量(万吨)	1,155.74	5,900.73	4,296.16
销售均价(元/吨)	727.24	653.43	429.38

⁵ 此价格为含税价格, 下同。



附件 4-2

物产中大相关数据表格

2017 年公司钢材贸易前五大供应商和客户情况（单位：亿元、%）

排名	供应商	采购额	占该业务采购总额比重
1	天津恒达伟业投资有限公司	21.53	1.94
2	日照宝华新材料有限公司	18.09	1.63
3	鞍钢股份有限公司	15.83	1.43
4	营口丝路贸易有限公司	13.64	1.23
5	中车物流有限公司	11.30	1.02
合计		80.39	7.24
排名	客户	销售额	占该业务采购总额比重
1	江阴瑞和金属制品有限公司	30.97	2.84
2	河北泰钢钢铁轧制有限公司	11.17	1.02
3	嘉吉投资（中国）有限公司	10.17	0.93
4	中国建筑第四工程局有限公司	8.69	0.80
5	唐山连创制钢科技有限公司	7.69	0.70
合计		68.68	6.29

2017 年公司煤炭贸易前五大供应商和客户情况（单位：亿元、%）

排名	供应商	采购额	占该业务采购总额比重
1	神华集团	37.64	9.56
2	天津广路通煤炭销售有限公司	28.67	7.28
3	博笙贸易（上海）有限公司	14.78	3.75
4	大同煤矿集团有限责任公司	12.33	3.13
5	山西华昱能源有限公司	11.52	2.92
合计		79.94	37.64
排名	客户	销售额	占该业务销售总额比重
1	玖龙纸业有限公司	18.91	4.91
2	中国华能集团公司	7.70	2.00
3	东莞市辉煌能源有限公司	7.86	2.04
4	中国国电集团公司	6.21	1.61
5	南方水泥有限公司	8.59	2.23
合计		49.27	12.79



附件 4-3

物产中大相关数据表格

2017 年公司化工贸易前五大供应商和客户情况（单位：亿元、%）

排名	供应商	采购额	占该业务采购总额比重
1	华祥（中国）高纤有限公司	30.62	5.60
2	逸盛大化石化有限公司	20.40	3.73
3	锦州盛鼎实业有限公司	16.67	3.05
4	中国石化化工销售有限公司	15.76	2.88
5	陕西北元化工集团股份有限公司	14.55	2.66
合计		98.00	17.93
排名	客户	销售额	占该业务销售总额比重
1	华祥（中国）高纤有限公司	23.33	4.11
2	绍兴物畅化纤有限公司	10.67	1.88
3	信汇聚合物（上海）有限公司	7.90	1.39
4	福建省晋江市进出口有限公司	7.20	1.27
5	远大石化有限公司	7.00	1.23
合计		56.10	9.89

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司化工贸易经营规模情况（单位：万吨、%）

模式	2018 年 1~3 月		2017 年		2016 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
贸易量	105.17	100.00	661.52	100.00	560.13	100.00
其中：液化	24.43	23.23	193.50	29.25	200.65	35.82
化纤	29.91	28.44	173.80	26.27	121.47	21.69
塑料	23.69	22.53	142.53	21.55	200.06	35.71
橡胶	16.28	15.48	69.72	10.54	14.04	2.51
其他	10.86	10.33	81.97	12.39	23.91	4.27

2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司化工贸易采购情况（单位：亿元、万吨）

指标	2018 年 1~3 月	2017 年	2016 年
采购金额	89.45	546.57	336.80
采购量	117.86	659.71	566.27
其中：进口量	11.52	75.78	65.53

2018 年 3 月末公司汽车销售网络扩张情况（单位：家）

网点总数	其中：4S 店	省外 4S 店		省内 4S 店	杭州 4S 店
		一级城市网点	二级城市网点		
195	139	4	9	121	56



附件 4-4

物产中大相关数据表格

2017 年公司汽车销售前五大汽车品牌情况（单位：亿元、%）

排名	品牌名称	销售额	占汽车销售总额比重
1	奥迪	32.90	10.31
2	上汽大众	28.17	8.82
3	通用别克	26.08	8.17
4	一汽大众	22.04	6.90
5	北京现代	21.72	6.80
合计		130.91	41.01

2018 年 3 月末公司对外担保明细（单位：亿元）

受保企业名称	担保余额	担保类型	担保到期时间
浙江中大国安投资管理有限公司	1.69	连带责任保证担保	2052.10.29
浦江富春紫光水务有限公司	1.66	连带责任保证担保	2025.12.31
合计	3.35	-	-

公司对外担保企业 2017 年财务情况（单位：亿元、%）

被担保对象	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润
浙江中大国安投资管理有限公司	4.21	73.16	0	-691
浦江富春紫光水务有限公司	7.72	78.34	4.37	0.07



附件 5

物产中大（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表				
年 份	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
资产类				
货币资金	1,150,691	1,374,838	1,062,940	1,373,085
应收票据	284,530	243,619	130,713	147,187
应收账款	580,460	549,274	514,387	403,408
其他应收款	226,673	199,674	860,483	218,236
预付款项	1,135,345	686,562	738,130	507,712
存货	2,194,548	1,597,791	1,216,898	2,289,056
流动资产合计	6,157,670	5,101,742	4,763,521	5,406,936
可供出售金融资产	694,639	731,173	845,216	273,815
长期应收款	957,809	914,915	658,885	251,269
长期股权投资	281,880	336,410	199,104	82,825
投资性房地产	244,358	244,358	225,080	373,798
固定资产	637,392	622,169	468,546	469,444
在建工程	73,402	71,257	68,802	27,290
无形资产	156,881	167,908	143,565	155,452
递延所得税资产	75,661	69,490	71,139	83,979
非流动资产合计	3,477,222	3,492,639	2,893,597	1,889,992
总资产	9,634,891	8,594,381	7,657,118	7,296,928
占资产总额比 (%)				
货币资金	11.94	16.00	13.88	18.82
应收票据	2.95	2.83	1.71	2.02
应收账款	6.02	6.39	6.72	5.53
其他应收款	2.35	2.32	11.24	2.99
预付款项	11.78	7.99	9.64	6.96
存货	22.78	18.59	15.89	31.37
流动资产合计	63.91	59.36	62.21	74.10
可供出售金融资产	7.21	8.51	11.04	3.75
长期应收款	9.94	10.65	8.60	3.44
长期股权投资	2.93	3.91	2.60	1.14
投资性房地产	2.54	2.84	2.94	5.12
固定资产	6.62	7.24	6.12	6.43
在建工程	0.76	0.83	0.90	0.37
无形资产	1.63	1.95	1.87	2.13
非流动资产合计	36.09	40.64	37.79	25.90



附件 5-1

物产中大（合并）主要财务指标

(单位：万元)

负债类				
年 份	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年	2015 年
短期借款	1,797,943	1,486,674	1,122,829	1,057,250
应付票据	1,097,101	988,157	1,067,233	1,012,939
应付账款	607,422	571,298	445,232	522,962
预收款项	1,113,574	673,790	564,619	680,957
其他应付款	469,801	325,281	409,313	200,688
一年内到期的非流动负债	68,957	37,814	27,451	415,007
其他流动负债	895,697	926,965	1,018,297	727,817
流动负债合计	6,294,926	5,286,784	4,842,297	4,777,057
长期借款	62,654	86,770	40,862	207,968
应付债券	449,405	449,353	339,143	40,000
非流动负债合计	633,134	671,269	440,131	311,134
负债合计	6,928,060	5,958,052	5,282,428	5,088,191
占负债总额比 (%)				
短期借款	25.95	24.95	21.26	20.78
应付票据	15.84	16.59	20.20	19.91
应付账款	8.77	9.59	8.43	10.28
预收款项	16.07	11.31	10.69	13.38
其他应付款	6.78	5.46	7.75	3.94
一年内到期的非流动负债	1.00	0.63	0.52	8.16
其他流动负债	12.93	15.56	19.28	14.30
流动负债合计	90.86	88.73	91.67	93.89
长期借款	0.90	1.46	0.77	4.09
应付债券	6.49	7.54	6.42	0.79
非流动负债合计	9.14	11.27	8.33	6.11
权益类				
少数股东权益	461,864	442,261	359,031	329,258
实收资本（股本）	430,668	430,668	287,112	220,856
资本公积	401,652	401,652	545,635	616,280
盈余公积	71,084	71,084	55,287	36,359
未分配利润	763,415	680,315	640,184	522,894
其他权益工具	430,668	430,668	394,000	394,000
归属于母公司所有者权益	2,244,967	2,194,068	2,015,658	1,879,479
所有者权益合计	2,706,831	2,636,328	2,374,690	2,208,738



附件 5-2

物产中大（合并）主要财务指标

（单位：万元）

损益类				
年 份	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
营业总收入	5,431,589	27,662,042	20,717,243	18,257,322
营业成本	5,247,710	26,909,185	19,978,615	17,661,045
销售费用	44,454	207,623	203,675	165,827
管理费用	45,227	199,879	181,322	164,750
财务费用	38,959	111,863	67,602	72,871
资产减值损失	23,367	51,662	145,186	56,779
投资收益	102,666	140,781	238,602	104,439
营业利润	135,579	383,328	316,188	196,504
利润总额	136,255	382,581	330,522	221,316
所得税	33,222	88,751	76,731	36,841
净利润	103,033	293,830	253,790	184,475
归属于母公司所有者的净利润	83,100	223,485	215,432	138,454
占营业总收入比（%）				
营业成本	96.61	97.28	96.43	96.73
销售费用	0.82	0.75	0.98	0.91
管理费用	0.83	0.72	0.88	0.90
财务费用	0.72	0.40	0.33	0.40
资产减值损失	0.43	0.19	0.70	0.31
投资收益	1.89	0.51	1.15	0.57
营业利润	2.50	1.39	1.53	1.08
利润总额	2.51	1.38	1.60	1.21
净利润	1.90	1.06	1.23	1.01
归属于母公司所有者的净利润	1.53	0.81	1.04	0.76
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-487,354	-835,900	-54,396	375,889
投资活动产生的现金流量净额	60,140	524,567	-472,432	-41,533
筹资活动产生的现金流量净额	362,441	470,911	446,348	136,319



附件 5-3

物产中大（合并）主要财务指标

（单位：万元）

财务指标				
年份	2018 年 3 月 (未经审计)	2017 年	2016 年 (追溯调整)	2015 年
EBIT	177,362	499,284	438,169	288,464
EBITDA	-	569,740	508,348	343,622
总有息负债	4,520,060	4,092,768	3,791,745	3,627,164
毛利率 (%)	3.39	2.72	3.57	3.27
营业利润率 (%)	2.50	1.39	1.53	1.08
总资产报酬率 (%)	1.84	5.81	5.72	3.95
净资产收益率 (%)	3.81	11.15	10.69	8.35
资产负债率 (%)	71.91	69.32	68.99	69.73
债务资本比率 (%)	62.55	60.82	61.49	62.15
长期资产适合率 (%)	96.05	94.70	97.28	133.33
流动比率 (倍)	0.98	0.96	0.98	1.13
速动比率 (倍)	0.63	0.66	0.73	0.65
保守速动比率 (倍)	0.23	0.31	0.25	0.34
存货周转天数 (天)	32.52	18.83	31.59	40.06
应收账款周转天数 (天)	9.36	6.92	7.97	4.94
经营性净现金流/流动负债 (%)	-8.42	-16.50	-1.10	11.22
经营性净现金流/总负债 (%)	-7.56	-14.87	-1.05	10.17
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-11.86	-7.11	-0.42	1.22
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.31	4.25	3.35	0.94
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	4.85	3.89	1.12
现金比率 (%)	18.71	26.65	22.44	31.41
现金回笼率 (%)	125.47	115.13	117.07	115.53
担保比率 (%)	1.24	1.44	6.50	1.27



附件 6

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 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
16. 存货周转天数⁶ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁷ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额

⁶ 一季度取 90 天。

⁷ 一季度取 90 天。



23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
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）



附件 7

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。