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

CREDIT RATING REPORT

报告名称

郑州中瑞实业集团有限公司2021年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用评级报告

目录

评定等级及主要观点

发债情况及发债主体

偿债环境

财富创造能力

偿债来源与负债平衡

偿债能力

联系电话：+86-10-67413300客服电话：+86-4008-84-4008 传真：+86-10-67413555 Email：dagongratings@dagongcredit.com
地址：中国北京市海淀区西三环北路 89 号外文大厦 A 座 3 层 公司网站：www.dagongcredit.com

信用等级公告

大公报 CYD【2021】897 号

大公国际资信评估有限公司通过对郑州中瑞实业集团有限公司及其拟发行的 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）的信用状况进行分析和评估，确定郑州中瑞实业集团有限公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定，郑州中瑞实业集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）的信用等级为 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任：席宁

二〇二一年八月二十五日

评定等级

发债主体：郑州中瑞实业集团有限公司
债项信用等级：**AA+**
主体信用等级：**AA+**
评级展望：**稳定**

债项概况

注册总额：不超过 20 亿元（含 20 亿元）
本期发债额度：不超过 11 亿元（含 11 亿元）
债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金
发行目的：偿还金融机构借款、补充营运资金
担保方式：实际控制人万永兴为本次债券提供无限连带责任保证担保

主要财务数据和指标（单位：亿元、%）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	693.45	679.31	631.83	639.89
所有者权益	185.08	182.68	176.39	166.76
总有息债务	199.84	185.36	225.28	252.17
营业收入	129.43	498.17	520.95	495.47
净利润	2.36	5.51	9.16	9.88
经营性净现金流	15.52	56.30	103.87	65.50
毛利率	6.40	4.88	7.99	9.75
总资产报酬率	0.66	2.37	3.61	3.88
资产负债率	73.31	73.11	72.08	73.94
债务资本比率	51.92	50.36	56.09	60.19
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.21	1.34	1.37
经营性净现金流/总负债	3.09	11.83	22.37	13.35

注：公司提供了 2018～2020 年及 2021 年 1～3 月财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年和 2020 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。由于执行新金融工具准则，本报告中 2018 年期末数据为经追溯后的 2019 年期初数据。2021 年 1～3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人：肖　尧
评级小组成员：张　玥
电话：010-67413300
传真：010-67413555
客服：4008-84-4008
Email：dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

郑州中瑞实业集团有限公司（以下简称“中瑞实业”或“公司”）主要从事大宗商品供应链管理、供应链金融以及房地产开发等业务。本次评级结果表明公司通过与大型国有企业成立合资公司方式，未来形成的投资收益可对盈利形成一定补充；同时已建立了较为完整的煤炭供应链管理体系，相较传统贸易模式，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升一定的盈利空间；房地产板块产品类型较为丰富，销售区域分布较广。但公司面临应收账款回收风险，总资产和货币资金受限比例较高，且其他应收款规模较大；短期有息债务占比处于较高水平，面临较大短期偿付压力，担保金额有可能继续增长等风险。公司实际控制人万永兴为本次债券提供无限连带责任保证担保。

优势与风险关注

主要优势/机遇：

- 公司已建立了较为完整的煤炭供应链管理体系，相较传统贸易模式，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升一定的盈利空间；
- 公司与大型国有企业成立合资公司，凭借国企股东方在资源方面的优势和公司在供应链管理和房地产开发方面的经验优势，未来形成的投资收益可对盈利形成一定补充；
- 公司房地产板块产品类型较为丰富，销售区域分布较广。

主要风险/挑战：

- 公司供应链金融业务中受让的应收账款集中于煤炭下游终端客户，规模较大且未要求客户提供质押担保，存在一定回收风险；
- 公司总资产及货币资金受限比例较高，同时应收账款增长较快，其他应收款规模较大，且其中关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定不利影响；
- 公司短期有息债务占比处于较高水平，

面临较大短期偿付压力，债务结构有待改善；

- 受为参股公司收购事项提供连带责任保证担保影响，公司对外担保金额大幅上升，由于部分项目处于前期开发阶段，同时尚有21.62亿元对价款未支付，担保金额有可能继续增长且存在一定的或有风险。

展望

预计未来，公司经营将保持稳定，但其他应收款和对外担保规模较大，存在一定或有风险。综合考虑，大公对未来1～2年中瑞实业的信用评级展望为稳定。

评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《一般工商企业评级方法》，版本号为 PF-YBGS-2020-V.1，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：偿债环境（12%）	**4.67**
（一）宏观环境	5.01
（二）行业环境	3.50
（三）区域环境	5.50
要素二：财富创造能力（58%）	**5.54**
（一）产品与服务竞争力	5.84
（二）盈利能力	4.96
要素三：偿债来源与负债平衡（30%）	**4.95**
（一）债务状况	2.53
（二）流动性偿债来源	5.53
（三）清偿性偿债来源	4.17
调整项	**-0.20**
评级结果	**AA+**

调整项说明：或有负债下调 0.20，理由为截至 2021 年 3 月末，扣除对购房者的按揭担保后，公司担保比率为 76.77%。

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

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项简称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	-	-	2021/06/29	肖尧、张玥	一般工商企业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文
AA+/稳定	-	-	2017/06/30	王晶晶、宋莹莹、王桐桐	大公信用评级方法总论	点击阅读全文

评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，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性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查义务以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

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，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

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、本次评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

发债情况

（一）本次债券情况

本次债券是中瑞实业面向专业投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过人民币20亿元（含20亿元），分期发行，第一期9.00亿元人民币已于2020年8月19日发行，本期为第二期（2021年第一期），发行金额不超过11.00亿元（含11.00亿元），本期债券采用单利计息，付息频率为按年付息，到期一次性偿还本金。债券面值100元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券发行期限5年，附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

公司有权决定在本期债券存续期的第3年末调整本期债券后续计息期间的票面利率，公司决定行使票面利率调整选择权的，自票面利率调整生效日起，本期债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以公司发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限；若公司未行使票面利率调整选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。公司将于本期债券的第3个计息年度付息日前的第20个交易日，在中国证监会指定的信息披露媒体上发布关于是否调整票面利率以及调整幅度的公告。公司发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权在本期债券存续期的第3年末将其持有的全部或部分本期债券回售给公司，公司将按照上海证券交易所和债券登记机构相关业务规则完成回售支付工作。

本次债券由中瑞实业实际控制人万永兴提供无限连带责任保证担保。

（二）募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款和补充营运资金。

发债主体

（一）主体概况

公司前身是成立于2005年12月的河南中瑞投资有限公司，由河南中瑞集团有限公司（以下简称“中瑞集团”）、李学锋、李蓉、韩冀峰及刘轶共同出资组建，注册资本5,000.00万元，其中中瑞集团持股80.00%。后经数次股权转让和增资，公司注册资本为30.00亿元，郑州瑞昌企业管理咨询有限公司（以下简称“郑州瑞昌”）持有公司90%的股权。2019年8月2日，公司股东会决议同意将郑州瑞昌持有的公司股权全部转让给河南中瑞控股有限公司[1]（以下简称“中瑞控股”），中瑞控股为郑州瑞昌的全资子公司，本次股东变更完成后，中瑞控股、

[1] 2019年10月21日，由郑州中瑞产业园运营管理有限公司变更为现名。

万永兴和刘轶对公司持股比例分别为 90.00%、7.00%和 3.00%。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 30.00 亿元，公司控股股东为中瑞控股，实际控制人为万永兴。公司注册地为河南省郑州市。

截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共有 121 家。截至 2021 年 7 月 6 日，公司及其一致行动人共持有瑞茂通股份数为 6.88 亿股，占瑞茂通总股本的 54.15%，累计质押的股份数为 5.50 亿股，占公司持有瑞茂通股份总数的 79.95%,股份质押比例较高。

公司与大型国有企业成立合资公司，凭借国企股东方在资源方面的优势和公司在供应链管理和房地产开发方面的经验优势，未来形成的投资收益可对盈利形成一定补充。

公司积极响应国家混改号召，于 2018 年起，与大型国有企业成立合资公司，开展供应链管理和房地产业务。公司与陕西煤业股份有限公司、晋能控股装备制造集团有限公司等多家大型煤炭国有企业成立合资公司，依托国企方的资源优势将公司多年积累的供应链管理渠道和灵活先进的商业模式输出提升核心竞争优势；房地产方面，与郑州航空港兴港投资集团有限公司、中原出版传媒投资控股集团有限公司等国有公司成立合资公司，以股权收购、合作开发形式获取新项目，待项目确权后根据持股比例转入长期股权投资。公司长期股权投资规模增长较快，截至 2021 年 3 月末，公司对合资公司股权投资金额合计 97.71 亿元，2020 年确认的投资收益为 3.04 亿元，预计未来可通过以上运营模式获得的投资收益将对公司盈利形成一定补充。

（二）公司治理结构

公司依据《中华人民共和国公司法》建立了企业制度，并不断完善公司法人治理结构，制定和完善了公司章程，建立了由股东大会、董事会、监事、总经理组成的治理结构体系，股东大会是公司的权力机构，董事会是公司的经营决策机构，由三人组成，设董事长一名，董事会对股东大会负责，总经理对董事会负责，下设公司各职能机构。公司建立了完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，构建了分级管理、权责分明、授权严密的公司治理结构，确保了公司经营工作有序、高效地运行。

（三）征信信息

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2021 年 6 月 28 日，公司本部未发生信贷违约事件；截至 2021 年 5 月 19 日，下属子公司瑞茂通存在 12 笔未结清不良贷款，余额 1.94 亿元，2 笔未结清欠息，余额 0.59 亿元，均为重组前山东九发食用菌股份有限公司的不良贷款引起，银行已出具不再追偿的证明，瑞茂通已免除不良贷款偿还责任。截至本报告出具日，公司本部

在公开债券市场发行的债务融资工具中，到期的均已按时兑付，未到期的均已按时付息。下属子公司瑞茂通发行的债务融资工具到期利息已按时支付，已到期债务融资工具均已按时还本付息。

偿债环境

在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变；我国煤炭行业存在的产销不匹配为供应链管理业务提供较好发展前景；2020 年以来出台的政策，从供、需两端全面压降房地产信贷规模，房地产行业融资进一步收紧。

（一）宏观环境

近几年中国经济由高速发展转向高质量发展，经济增速不断放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；2020 年，我国经济逐步克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，主要指标恢复性增长，经济总量首次突破百万亿元，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体；2021 年上半年经济持续恢复增长，预计在新发展格局下我国经济中长期高质量发展走势不会改变。

近几年来，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，经济增速有所放缓，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化。2017～2019 年，我国国内生产总值（以下简称“GDP”）增速分别为 6.9%、6.6%和 6.1%。2020 年，面对突如其来的新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）和复杂多变的国内外环境，全国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展各项工作，在一系列宏观调控政策作用下，我国经济运行先降后升、稳步复苏，全年经济实现正增长，并成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。根据国家统计局初步核算，2020 年我国 GDP 达到 101.60 万亿元，经济总量首次突破百万亿元大关，按可比价格计算，同比增长 2.3%。从产业结构来看，2020 年，我国三次产业结构为 7.7:37.8:54.5，第三产业占比较上年提高 0.2 个百分点，产业结构更趋优化。

2021 年上半年，我国经济复苏进程整体稳健，GDP 同比增长 12.7%，两年平均增速 5.3%[2]，比一季度加快 0.3 个百分点，显示我国经济持续恢复增长。分产业看，上半年，农业生产总体平稳，农业增加值同比增长 3.6%，两年平均增速 3.7%；工业生产增长较快，规模以上工业增加值同比增长 15.9%，两年平均增速 7.0%，产能利用率水平较高，高技术制造业快速增长；服务业恢复态势稳定向好，服务业增加值同比增长 11.8%，两年平均增速 4.9%，新动能增势显著，“幸福产业”恢复向好。从需求端看，上半年，全国固定资产投资同比增长 12.6%，两年平均增速 4.4%，其中高技术产业和民生领域投资增长较快；社会消费品零售总额同比增长 23.0%，两年平均增速 4.4%，市场销售逐步改善，消费升级类商品快

[2] 两年平均增速是指以 2019 年相应同期数为基数，采用几何平均的方法计算的增速。

速增长；货物进出口同比增长27.1%，两年平均增速10%以上，外贸增势良好同时贸易结构持续优化。

2021年，疫情发展变化以及外部环境的不确定性仍将对经济复苏形成一定制约，但在科学精准的宏观调控政策支持下，预计我国将能够高质量完成《政府工作报告》中设定的经济增长、就业、物价等预期目标。与此同时，世界经济正经历百年未有之大变局，我国发展仍处于重要战略机遇期，在此重要时刻，党的十九届五中全会提出加快构建以“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，这是党中央在全面统筹国内国际两个大局基础上做出的重大部署，也将成为“十四五”期间经济转型的重要战略。这种以创新驱动发展、激发内需潜力、提升有效供给、扩大高水平对外开放为重点的中长期发展模式，同以扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务的短期跨周期模式有序结合，将共同推动我国经济的高质量发展。

（二）行业环境

1、供应链管理

我国煤炭储量丰富，但资源分布不均，这种不匹配为供应链管理业务提供较好发展前景；相较传统贸易模式，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升一定的盈利空间。

我国煤炭储量丰富，但资源分布不均，东西方向来看，以大兴安岭—太行山—雪峰山为界，界限以西区域煤炭资源储量占全国煤炭总量的90%左右，界限以东区域煤炭资源储量仅占全国煤炭资源总量的10%左右；南北方向来看，以昆仑山—秦岭—大别山一线为界，界限以北地区煤炭赋存量占全国煤炭资源总量的90%以上，其中，太行山与贺兰山之间的煤炭资源赋存量占北方区域的65%左右，界限以南区域煤炭资源仅占全国资源总量的10%左右，其中南部区域的煤炭资源主要分布在云南、贵州、四川及重庆地区，总体来看，西多东少，北富南贫，但我国煤炭主销区却位于东部地区，由于煤炭资源赋存区域和煤炭消费区域逆向分布，从而出现了“西煤东调”和“北煤南运”的运输格局。煤炭行业产能严重过剩，潜在供应远大于需求，同时煤炭供需结构失调，煤炭生产消费区逆向分布，这种不匹配为供应链管理业务提供较好发展前景。

现有煤炭供应链体系业务包括三种模式：（1）基础物流配送模式：即单纯的煤炭运送，该模式服务方式比较简单，主要是煤炭供应链公司根据煤炭供应商或采购商的要求将煤炭直接运送至指定地点，赚取运输费用，毛利率也相对较低；（2）煤炭代购代销模式：主要涉及煤炭的贸易方面，主要是煤炭供应链公司在“三西”（即甘肃的河西、定西和宁夏的西海固）、内蒙古等重要产煤区采购煤炭，销往浙江等沿海地区，赚取贸易产生的差价，相对于基础物流配送该模式相

对复杂，但利润受煤炭价格影响较大；（3）煤炭供应链管理服务商模式：即煤炭买卖、洗选、掺配、配送一体化服务模式，包括煤炭采购至煤炭消费之间的全部环节，从事流通贸易的同时提供专业化的煤炭洗选加工和数字化配煤等一条龙服务。主要分为上游的煤炭采购、洗选加工、仓储配煤，下游的煤炭销售等几个环节，通过以低廉的煤炭价格采购原煤，自行对煤炭附值加工，然后将高值商品煤出售赚取较高毛利。综合来看，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升一定的盈利空间。

2、房地产

房地产行业受宏观调控及部分城市调控政策的影响较大，2020 年以来出台的政策，从供、需两端全面压降房地产信贷规模，房地产行业融资进一步收紧；房企存续债主要于未来三年内到期，需关注到期债务较为集中的房企。

房地产行业属于政策敏感性行业，其受宏观调控及部分城市调控政策的影响较大。2020 年 8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京联合召开房地产企业座谈会，会议明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，被称为“三道红线”，“三道红线”包括房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；房企的净负债率不得大于 100%；房企的“现金短债比”小于 1，会议释放出较强的行业融资政策边际收紧信号，房企降负债压力进一步增加。2020 年 12 月 31 日，人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称《通知》），《通知》根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设定了房地产贷款集中度管理要求，并自 2021 年 1 月 1 日起实施。《通知》的出台表明监管方面从资金供给侧进行融资精准化管制，与之前的“三道红线”两者相互结合，形成闭环效应，从供、需两端全面压降房地产信贷规模，资金流入房地产领域将被更有效的控制，同时也表明房地产行业融资进一步收紧。此外，2021 年 2 月 18 日住建部“土地市场动态监测与监管系统”发文，要求 22 个重点城市按照住宅用地分类调控文件要求，实现“两集中”（集中发布出让公告、集中组织出让活动），2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次。22 个重点城市包括北上广深 4 个一线城市，南京、苏州、杭州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡 18 个二线城市。更加集中的土地出让政策，意味着房企在同一时间可能面临着一些城市土地的集中供应，具备更好现金流匹配能力和融资能力的房企才能有机会参与土地竞拍，供地单位也会因为土地的紧俏而减少私下勾地，整体而言，土地市场的收紧，将更加考验房企现金流管理及融资能力，该项政策利好头部具备加杠杆能力的房企。

直接融资方面，2020 年，房地产行业发行增速加快，共发行信用债券 574

只，发行规模合计5,471.76亿元，规模同比增长10.40%；从新发行债券期限结构上来看，2020年房地产行业信用债发行期限结构以中长期为主。截至2020年末，房地产行业信用债存续规模为16,633.76亿元，主要集中于未来三年内到期，其中2021年和2023年为偿债高峰期，债务偿还压力以及债务置换需求均较大，需关注到期债务较为集中的房企。

（三）区域环境

河南省是全国重要交通枢纽，郑州航空港区以及自贸区的建设，有利于贸易企业发展；郑州市资源和人口吸附能力很强，经济发展速度较快。

河南位于中国中东部地区，是中国重要的经济大省，随着“中原经济区”纳入整体国家战略规划，河南经济得到快速发展。2018～2020年，河南省GDP分别为5.0万亿元、5.4万亿元和5.5万亿元，同比分别增长7.6%、7.0%和1.3%，持续位居中国第五位、中西部首位，经济保持总体平稳态势。河南交通区位优势明显，是全国重要的综合交通枢纽，拥有铁路、公路、航空、水运、管道等相结合的综合交通运输体系。河南省铁路、高铁、高速公路通车里程均居中国前列。京广、京九、太焦、焦柳、陇海、侯月、新月、新菏、宁西等铁路干线经过河南，形成了纵横交错、四通八达的铁路网；便利的交通有利于贸易企业发展。

郑州航空港区，是我国首个国家级航空港经济综合实验区，规划面积415平方公里，是集航空、高铁、城际铁路、地铁、高速公路于一体的综合枢纽，是国际航空物流中心、以航空经济为引领的现代产业基地、内陆地区对外开放重要门户，并且国家在口岸通关、航线航权、财税金融、土地管理、服务外包等方面给予实验区政策支持。2016年8月31日河南自贸区在郑州成立，是河南的区域性自由贸易园区，属我国自由贸易区范畴，一定程度上刺激了郑州当地贸易行业的发展。

河南省是人口大省，作为河南省省会和中心城市，郑州市资源和人口的吸附能力很强，经济发展迅速，2018～2020年，郑州市GDP分别为10,670.1亿元、11,589.7亿元和12,003.0亿元，同比分别增长8.1%、6.5%和3.0%，位居河南省首位。2018～2020年，区域内总人口分别为1,013.6万人、1,035.2万人和1,260.1万人，同比分别增长2.6%、2.1%和21.73%；截至2019年末，城镇化率为74.6%，持续保持增长。在经济快速发展和人口持续增长的带动下，郑州房地产市场发展较快。

财富创造能力

2018～2020 年，公司营业收入有所波动，毛利润和毛利率逐年下降；供应链管理业务为公司收入主要来源；2021 年以来，随着疫情的缓解，供应链管理业务收入和毛利润同比增长较快。

公司业务主要包括大宗商品供应链管理、供应链金融以及房地产开发三大领域，目前已形成以供应链管理为核心，以供应链金融和房地产开发为支撑的业务发展格局。2020 年，公司利用大数据、云计算、物联网等新技术改造传统供应链商业模式建设的集商流、物流、信息流、资金流于一体的产业互联网平台——易煤交易 APP 正式上线运营，故在 2020 年将产业互联网平台服务业务从供应链管理业务中拆分并单独列示。

表 1　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）[3]

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**129.43**	**100.00**	**498.17**	**100.00**	**520.95**	**100.00**	**495.47**	**100.00**
供应链管理	120.46	93.07	432.52	86.82	435.50	83.60	399.78	80.69
供应链金融	0.88	0.68	4.60	0.92	5.92	1.14	8.03	1.62
房地产	7.00	5.41	56.13	11.27	74.79	14.36	84.57	17.07
产业互联网平台服务	0.22	0.17	0.73	0.15	-	-	-	-
其他	0.87	0.67	4.19	0.84	4.73	0.91	3.09	0.62
毛利润	**8.28**	**100.00**	**24.30**	**100.00**	**41.61**	**100.00**	**48.32**	**100.00**
供应链管理	5.45	65.81	7.68	31.62	22.87	54.97	22.16	45.85
供应链金融	0.87	10.49	4.49	18.46	5.82	13.98	7.84	16.22
房地产	1.73	20.86	10.83	44.56	12.35	29.68	17.92	37.08
产业互联网平台服务	0.19	2.33	0.62	2.55	-	-	-	-
其他	0.04	0.51	0.68	2.80	0.57	1.37	0.41	0.85
毛利率	**6.40**		**4.88**		**7.99**		**9.75**	
供应链管理	4.52		1.78		5.25		5.54	
供应链金融	98.39		97.48		98.18		97.57	
房地产	24.69		19.29		16.51		21.19	
产业互联网平台服务	86.89		85.48		-		-	
其他	4.90		16.25		12.06		13.32	

数据来源：根据公司提供资料整理

2018～2020 年，公司营业收入有所波动，毛利润和毛利率逐年下降。分业务板块看，供应链管理收入有所波动，其中受油品业务和有色金属收入的增长，2019 年供应链管理收入同比增长 8.93%，2020 年略有下降；毛利率和毛利润逐年下降，其中 2020 年毛利润和毛利率同比分别下降 66.41%和 3.48 个百分点，

[3] 数据存在尾差是由于四舍五入所致，下同。

一方面是受疫情影响，营业成本有所增长，另一方面是受瑞茂通执行新收入准则影响，将原计入销售费用的运杂费作为合同履约成本计入主营业务成本所致。同期，受保理业务规模逐年下降影响，供应链金融业务收入和毛利润均逐年下降，毛利率较为稳定，处于较高水平；受结转项目逐年减少影响，房地产业务收入和毛利润逐年下降，毛利率有所波动，其中2019年毛利率同比下降4.68个百分点，主要是结转项目土地成本较高所致。同期，其他业务收入有所波动，其中2019年同比增长53.07%，一方面由于园林绿化业务规模扩大，另一方面由于物业管理业务交付项目增多导致物业管理费收入增加；毛利率有所波动，其中2020年毛利率同比增加4.19个百分点，主要是受疫情影响，农民工无法按时返岗导致人工成本下降所致。

2021年1～3月，受大宗商品市场行情较好影响，公司营业收入同比增长1.21%；但受毛利水平较高的供应链金融业务规模的大幅下降及房地产结转规模的大幅下降影响，整体毛利润和毛利率分别同比下降26.80%和2.93个百分点。

（一）供应链管理

2018年以来，煤炭贸易板块是供应链管理业务的主要收入来源，非煤大宗商品业务的拓展使得煤炭贸易规模占比逐年下降；2021年以来，随着疫情的缓解，供应链管理业务收入和毛利润同比增长较快。

供应链管理板块是公司的传统板块，该板块经营产品以煤炭、油品和有色金属为主，其他产品主要包括铁矿石、棉花以及化工等产品，瑞茂通为经营主体。

2018～2020年，公司供应链管理业务营业收入和毛利润有所波动，毛利率逐年有所下降。同期，煤炭营业收入有所波动，2020年受疫情及公司拓展非煤大宗商品业务影响，营业收入同比下降13.14%；毛利率逐年下降，受执行新收入准则影响，煤炭毛利率同比下降5.00个百分点，毛利润同比大幅下降62.30%。同期，油品营业收入随业务规模扩大而逐年增长，受国际油价大幅波动影响，油品毛利润和毛利率逐年下降；有色金属营业收入有所波动，2020年受股权转让影响，营业收入同比下降27.18%，毛利润和毛利率逐年增长；其他产品收入波动较大，2020年同比增加46.91亿元，主要是铁矿石产品规模增长所致，毛利率同比下降33.96个百分点，主要是本年将毛利率水平较高的产业互联网平台服务拆分所致。

2021年1～3月，随着疫情的缓解，公司供应链管理营业收入和毛利润同比分别增长50.25%和22.37%，但由于拆分列示产业互联网平台业务，毛利率同比下降1.03个百分点。公司继续拓展非煤大宗业务规模，油品、有色金属及其他产品收入同比分别增长33.59亿元、18.75%和1.07亿元；受业务拆分列示影响，其他产品毛利率同比大幅下降28.41个百分点。

表 2　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司供应链管理营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**120.46**	**100.00**	**432.52**	**100.00**	**435.50**	**100.00**	**399.78**	**100.00**
煤炭	64.92	53.89	263.72	60.97	303.61	69.72	291.13	72.82
油品	47.61	39.52	91.39	21.13	90.83	20.86	69.23	17.32
有色金属	5.80	4.82	28.30	6.54	38.86	8.92	29.52	7.38
其他产品	2.13	1.77	49.11	11.35	2.20	0.51	9.90	2.48
毛利润	**5.45**	**100.00**	**7.68**	**100.00**	**22.87**	**100.00**	**22.16**	**100.00**
煤炭	4.67	85.74	4.33	56.41	20.16	88.16	19.39	87.49
油品	0.60	11.07	0.67	8.75	1.78	7.80	2.33	10.50
有色金属	0.00[4]	0.05	0.07	0.89	0.06	0.26	0.04	0.17
其他产品	0.17	3.14	2.61	33.95	0.86	3.78	0.41	1.83
毛利率		**4.52**		**1.78**		**5.25**		**5.54**
煤炭		7.20		1.64		6.64		6.66
油品		1.27		0.74		1.96		3.36
有色金属		0.05		0.24		0.15		0.13
其他产品		8.03		5.31		39.27		4.09

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 1：煤炭

公司建立了完整的煤炭供应链管理体系，2018 年以来，煤炭供应链管理业务上下游客户较为分散。

公司煤炭供应链管理业务从采购最前端开始一直到最终的消费端全程介入执行，贯穿采购、仓储、加工、物流、销售等完整的供应链条，为下游客户高效配置煤炭资源，在为其提供合适、足量的资源的同时通过掺配等方法降低其用煤成本；为上游供应商分销煤炭，及时回笼资金；同时为中间贸易商撮合交易，搭建平台，从上游煤炭采购延续到下游的煤炭分销，建立了完整的煤炭供应链管理体系。

表 3　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司煤炭产品采购与销售情况（单位：元/吨、万吨）

项目		2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
采购均价		517	404	422	453
采购量	内贸	676	3,811	4,188	3,626
	外贸	488	2,616	2,532	2,374
	合计	**1,164**	**6,427**	**6,720**	**6,000**
销售均价		558	410	452	485
销售量		1,164	6,428	6,720	6,000

数据来源：根据公司提供资料整理

[4] 2021 年 1～3 月，有色金属毛利润为 28.79 万元。

公司主要经营产品为动力煤，公司采购渠道较为多元，进口煤炭主要来源于国外煤炭生产及贸易商，采用国际信用证结算，国内煤炭以山西煤炭为主，结算方式主要为电汇和银行承兑汇票等。由于公司在境外采购具有一定价格优势，因此进口煤炭占比持续增长。2018～2020 年及 2021 年 1～3 月，公司煤炭供应链管理业务前五大供应商采购额分别为 37.63 亿元、43.78 亿元、61.63 亿元和 12.34 亿元，占比分别为 13.85%、15.44%、23.76%和 20.48%，较为分散。

表 4 2020 年公司煤炭供应链管理业务前五大供应商及客户情况（单位：亿元、%）

供应商名称	采购额	占比	销售客户名称	销售额	占比
山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司	31.19	12.03	华能供应链平台科技有限公司	10.13	3.84
河南中平能源供应链管理有限公司	12.77	4.92	山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司	7.69	2.92
山煤国际能源集团股份有限公司	7.53	2.90	广州珠江电力燃料有限公司	6.99	2.65
BHPBillitonMarketingAG (SingaporeBranch)	5.79	2.23	上海韵常实业有限公司	5.78	2.19
郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司	4.35	1.68	上海拓功国际贸易有限公司	5.02	1.90
合计	**61.63**	**23.76**	**合计**	**35.62**	**13.51**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司煤炭销售主要为国内销售，下游客户主要为电力、冶金、化工以及建材等大型企业，以电力行业为主，公司与长期合作客户签订长期协议，约定年度采购量、月度执行量等，有利于销售稳定性。2020 年以来，受疫情及非煤大宗业务的拓展影响，公司煤炭采购及销售量均同比有所下降；销售价格随市场价格变动而有所波动。2018～2020 年及 2021 年 1～3 月，公司前五名销售客户销售额分别为 54.67 亿元、44.68 亿元、35.62 亿元和 13.28 亿元，占比分别为 18.77%、14.71%、13.51%和 20.46%，销售集中度较低。

产品 2：有色金属

公司有色金属业务采取以重点客户直供为主、零售为辅的模式进行销售，较为灵活；2018～2020 年，有色金属收入有所波动。

2020 年 9 月，郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）将远宜实业发展（上海）有限公司（以下简称“远宜实业”）的全部股权转让。2021 年，公司合并了同一控制下公司中瑞集团下属子公司上海景臻国际贸易有限公司（以下简称“上海景臻”），有色金属业务的运营主体变为郑州瑞茂通和上海景臻。

2018～2020 年，有色金属收入有所波动，2020 年，受疫情及转让远宜实业影响，公司有色金属业务收入同比下降 27.18%。公司采购采取“以销定采”的模式，2018～2020 年，公司有色金属贸易板块前五大供应商采购额分别为 11.12 亿元、23.01 亿元和 17.64 亿元，占比分别为 37.70%、59.30%和 62.49%，采购额有所波动，但集中度逐年提升，主要是合作的上游供应商基本稳定，而有色金

属业务规模较小导致采购集中度提升。销售模式采用“重点客户直供”与“市场零售”相结合的方式，较为灵活。2018～2020 年，公司有色金属贸易板块前五大销售客户销售额分别为 11.24 亿元、10.11 亿元和 7.76 亿元；占比分别为 38.07%、26.01%和 27.44%。

表 5 2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司有色金属贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 1～3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
铜	5.80	100.00	16.24	57.37	22.50	57.90	16.49	55.88
锌	-	-	12.06	42.63	16.35	42.08	12.88	43.65
其他	-	-	-	-	0.00[5]	0.01	0.14	0.47
合计	**5.80**	**100.00**	**28.30**	**100.00**	**38.86**	**100.00**	**29.52**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

产品 3：油品及其他产品

2018～2020 年，公司油品贸易板块采购及销售集中度均处于较高水平；2020 年，公司积极拓展其他产品贸易渠道，其他产品规模同比大幅提升。

公司油品贸易经营产品主要包括燃料油、成品油及石油化工品等，主要经营主体为境外子公司 Rex Commodities Pte.Ltd 和新加坡瑞茂通，油品贸易采购模式分为与上游供应商签订协议和根据市场需求即时采购两种方式，上游供应商主要为国际贸易公司。2018～2020 年，公司油品贸易板块前五大供应商采购额分别为 47.10 亿元、63.50 亿元和 57.16 亿元，占比分别，70.40%、71.31%和 63.00%，采购集中度较高。同期，公司油品贸易下游客户主要为电厂及冶炼厂所属的境外贸易公司，公司油品贸易板块前五大销售客户销售额分别为 31.06 亿元、52.26 亿元及 40.86 亿元，占比分别为 44.86%、57.54%和 44.71%，集中度处于较高水平。

公司其他产品贸易业务包括铁矿石、钢坯、乙二醇等产品。2020 年，公司积极拓展贸易渠道，其他产品贸易规模同比大幅提升。

（二）供应链金融

2018 年以来，受宏观政策调整及经营需求影响，公司供应链金融业务规模逐年下降；公司受让的应收账款集中于煤炭下游终端用户，且公司未要求客户提供质押，因此存在一定回收风险。

供应链金融业务是供应链管理的派生业务，公司供应链金融业务主要以商业保理形式为主。公司供应链金融经营主体主要为天津瑞茂通商业保理有限公司（以下简称“天津瑞茂通”）和新疆瑞泰商业保理有限公司（以下简称“新疆瑞泰”）。公司商业保理业务主要为应收账款保理业务，2018 年以来，受宏观政

[5] 为 48.33 万元。

策调整及经营需求影响，保理业务规模逐年下降，截至 2021 年 3 月末，公司供应链金融业务余额较 2019 年末大幅下降 19.84 亿元，平均费率变动不大。

表 6 2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司供应链金融业务情况（单位：亿元、%）

类别	2021 年 3 月末	2020 年末	2019 年末	2018 年末
业务余额	17.77	35.65	37.61	68.96
关注类业务余额	-	-	0.13	0.03
平均费率	8.37	8.42	8.56	8.35

数据来源：根据公司提供资料整理

公司供应链金融业务主要为煤炭供应链管理业务客户提供服务，大部分客户应收账款来自于煤炭下游终端用户，所处行业受市场影响较大，因此公司存在一定回收风险，且未要求客户就商业保理业务提供质押，一旦应收账款无法回收，公司将面临较大损失。

（三）房地产

公司房地产业务以住宅开发为主，产品类型较丰富；受各地限购政策影响，公司整体销售进度有所放缓；销售区域分布较广，但部分城市集中度较高，易受区域房地产政策变动影响。

公司房地产业务主要由控股子公司和昌地产经营，和昌地产位列克而瑞发布的“2020 年 1～12 月中国房地产企业销售榜（全口径金额）TOP200”第 119 位。

公司房地产业务一直坚持全国化发展战略，已形成京津冀、长三角、珠三角和郑州、武汉的 3+2 战略布局，已累计进驻了深圳、郑州、武汉、南京、苏州、济南、杭州等 16 个城市。公司以住宅开发为主，产品覆盖普通、中高端和商业住宅以及别墅等多种产品形态，其中刚需及刚改产品销售比重在 90%以上。公司不断完善产品体系，开发出匠心系、云端系、云舒系、城邦系和臻境系为代表的产品，产品系列清晰、针对性强。

2018～2020 年，公司放缓拿地和项目建设节奏，新开工面积逐年下降；竣工面积波动较大，其中 2020 年受上年末施工面积大幅增加影响，竣工面积同比大幅增加 75.03 万平方米，其中安置房竣工面积占比较高。项目销售方面，受各地出台的限购政策影响，公司推盘节奏放缓，签约面积逐年小幅下降；签约销售均价受区域差异的影响而有所波动。项目结转方面，受结转项目减少影响，公司结算面积和结算金额逐年下降。2021 年 1～3 月，公司期末施工面积、新开工面积和竣工面积同比分别下降 12.16%、54.33%和 96.31%；签约面积和签约金额同比分别增长 25.61%和 50.00%；项目结转方面，结算面积同比增长 7.25%，但受结转项目区位差异影响，结算均价同比下降 42.46%，因此结算金额同比下降 38.27%。截至 2021 年 3 月末，公司已售未结算面积为 100.34 万平方米，已售未结算金额为 106.11 亿元，可对公司未来收入和盈利提供一定支撑。

表 7　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司房地产开发及销售情况

项目	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
期末施工面积（万平方米）	324.72	306.35	346.71	293.34
新开工面积（万平方米）	18.83	74.38	76.57	131.15
竣工面积（万平方米）	0.47	134.95	59.92	136.49
签约面积（万平方米）	13.44	78.61	80.72	81.11
签约金额（亿元）	13.92	80.97	78.71	102.56
签约销售均价（元/平方米）	10,356	10,300	9,750	12,646
结算面积（万平方米）	10.35	46.76	55.66	105.25
结算金额[6]（亿元）	7.52	59.67	72.81	96.64
结算均价（元/平方米）	7,262	12,761	13,081	9,181
期末已售未结算面积（万平方米）	100.34	101.27	72.60	112.29
期末已售未结算金额（亿元）	106.00	102.91	96.36	134.91

数据来源：根据公司提供资料整理

从签约销售区域分布看，2018 年以来，公司房地产销售以郑州和洛阳等地区为主，其中洛阳地区签约销售收入占比逐年提升，郑州区域签约销售收入占比持续下降。总体来看，公司房地产销售区域分布较广，但集中度较高，易受区域房地产政策变动影响。

表 8　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司房地产开发及销售情况（单位：亿元、%、万平方米）

项目	2021 年 1～3 月			2020 年			2019 年			2018 年		
	签约收入		签约	签约收入		签约	签约收入		签约	签约收入		签约
	金额	占比	面积	金额	占比	面积	金额	占比	面积	金额	占比	面积
洛阳	6.98	50.11	7.98	28.56	35.27	33.33	9.25	11.75	11.71	4.40	4.29	6.36
郑州	1.29	9.26	1.69	16.87	20.84	18.71	32.06	40.73	43.29	46.92	45.74	44.25
东莞	-	-	-	13.45	16.61	8.02	5.89	7.48	3.82	-	-	-
青岛	0.36	2.58	0.28	6.56	8.11	5.01	-	-	-	-	-	-
济南	1.20	8.61	1.25	6.16	7.61	6.15	8.07	10.25	7.23	5.59	5.45	5.16
合肥	3.53	25.34	1.71	5.00	6.18	3.09	5.08	6.45	4.34	7.89	7.69	6.45
苏州	0.50	3.59	0.30	3.80	4.70	2.39	10.20	12.96	5.93	5.10	4.97	3.21
南京	0.03	0.22	0.05	0.04	0.05	0.10	0.08	0.10	0.14	0.36	0.35	0.20
扬州	0.03	0.22	0.18	0.23	0.29	1.48	0.33	0.42	1.31	1.85	1.80	2.64
杭州	0.01	0.07		0.29	0.35	0.32	7.76	9.86	2.94	25.05	24.42	11.23
海宁	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5.24	5.11	1.42
合计	**13.92**	**100.00**	**13.44**	**80.97**	**100.00**	**78.61**	**78.71**	**100.00**	**80.72**	**102.57**	**100.00**	**81.11**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司土地储备规模较为一般；土地储备集中度较高，易受区域政策影响。

截至 2021 年 3 月末，公司在开发项目共计 22 个，剩余可售面积为 124.43 万平方米，其中郑州地区未售面积占比为 58.25%，占比较高。

[6] 结算金额与表 1 中房地产板块营业收入稍有差异，主要由于表 1 中房地产板块营业收入包含租金收入。

表 9　截至 2021 年 3 月末公司在开发项目土地储备区域分布情况（单位：万平方米、%）

城市	在开发标段/期区（个）	总可售面积		已售面积		未售面积	
		面积	占比	面积	占比	面积	占比
郑州	10	135.29	48.95	62.81	41.34	72.48	58.25
洛阳	5	66.88	24.20	48.60	31.98	18.28	14.69
济南	1	16.49	5.97	11.38	7.49	5.11	4.11
合肥	1	8.47	3.06	4.79	3.15	3.68	2.96
青岛	1	13.01	4.71	5.24	3.45	7.77	6.24
苏州	2	23.65	8.56	9.44	6.21	14.21	11.42
东莞	1	10.92	3.95	8.02	5.28	2.90	2.33
扬州	1	1.67	0.60	1.67	1.10	0.00	0.00
合计	**22**	**276.38**	**100.00**	**151.95**	**100.00**	**124.43**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司主要通过招拍挂、城中村改造、收购兼并和股权合作方式获取土地资源，2018～2020 年，公司新增土地储备面积分别为 100.89 万平方米、17.58 万平方米、25.15 万平方米，主要通过招拍挂方式获取，2021 年 1～3 月未新增土地。截至 2021 年 3 月末，公司拟建项目土地储备总建筑面积为 90.00 万平方米。

表 10　截至 2021 年 3 月末公司拟建项目土地储备情况

项目	城市	占地面积（万平方米）	总建筑面积（万平方米）	权益占比（%）	楼面地价（元/平方米）	业态
湾景国际（D1-2 地块）	郑州	1.61	3.98	100	1,581.00	住宅
盛世城邦五期	郑州	15.34	39.39	49	3,768.00	住宅
盛世城邦六期	郑州	17.35	44.53	49	4,215.00	住宅
和昌中央城邦（洛阳）-E 区	洛阳	1.57	2.10	100	9,885.98	商业
合计	-	**35.87**	**90.00**	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在开发项目大多处于开发中期，其中剩余可售面积主要集中于郑州、洛阳、苏州等城市；拟建项目土地储备规模较为一般，主要集中在郑州，且郑州地区在开发项目未售土地储备建筑面积占比处于较高水平，区域集中度较高。综上所述，公司土地储备规模较为一般，根据目前的开发速度，土地储备可满足公司未来 1～2 年开发，但公司在建和拟建项目区域较集中，易受区域房地产政策调控影响。

截至 2021 年 3 月末，公司、和昌地产以及万永兴为公司参股的关联公司并购贷款提供连带责任保证担保规模较大，占净资产比例为 39.60%；截至 2021 年 3 月末，资产包中部分旧改项目能否顺利开发存在一定不确定性，同时尚有 21.62 亿元对价款未支付，公司未来担保金额有可能继续增长，存在一定的或有风险。

2017 年，深圳运昌管理咨询有限公司（以下简称“深圳运昌”）与莱蒙国

际集团有限公司（3688.HK，以下简称“莱蒙国际”）签订买卖协议，收购莱蒙国际下属4个目标公司所拥有的位于深圳、南京、杭州等城市的8个房地产项目，总代价约133.26亿元[7]。截至2021年3月末，深圳运昌所收购的8个项目中，广州南沙甘化厂项目在整个交易对价中占比较小，权益作价仅约2,000万元，主要是莱蒙国际支付的项目前期费用，该项目处于初期开发阶段，未签署任何实质具有约束力的合同，未有确权资产和实质业务发生；此外公司已确认将退出深圳水榭蓝湾项目，尚未有实际投入。剩余项目中常州莱蒙城项目已完工，整体去化率为99.00%，累计已结转金额0.88亿元；杭州市莱蒙水榭春天项目已交付，整体去化率为82.00%，累计已结转金额20.91亿元。

除此之外，上述收购资产包中其余4个项目均处于开发或拟建状态，截至2021年3月末，资产包中剩余4个项目预计总投资346.55亿元，累计已投资63.05亿元，剩余仍需要投资283.50亿元，已累计回款10.60亿元；其中深圳市莱蒙都会项目和深圳布吉农批市场项目为旧城改造项目。深圳市莱蒙都会项目总建筑面积为151.70万平方米，截至2021年3月末，该项目总投资需要229.00亿元，已完成投资40.16亿元，剩余仍需投资187.13亿元，该项目已于2013年8月取得纳入“城市更新项目”的回复（深规土告【2013】6号），于2015年8月取得城市更新单元专项规划批复，并于2019年6月11日完成项目集资备案，于2019年12月19日完成土地出让合同签订，2020年6月已取得建设用地规划许可证，2020年四季度，公司申请将一期项目中原规划的医疗用地调整为教育用地，并获龙岗区政府同意，目前一期项目多栋已施工至地上七层，一期项目整体货值为60亿元，将于2021年8月开盘预售；项目整体拆迁进度为79%，还有12万平方米未拆迁，其中一期拆迁进度为100%，二期为89%，三期为66%，四期为40%。深圳布吉农批市场项目总建筑面积为36.17万平方米，该项目总投资需要78.80亿元，截至2021年3月末，已完成投资1.92亿元，剩余仍需投资76.88亿元，该项目已经取得罗湖区城市更新局将此项目纳入“城市更新项目”的回复，项目立项阶段工作完成，目前处于城市更新单元专项规划的申报审批阶段，上述两个旧改项目能否顺利开发均存在一定不确定性。截至2021年3月末，南昌莱蒙都会项目处于在开发状态，预计项目总投资30.92亿元，累计已投资17.76亿元，未来仍需投资13.16亿元，目前已累计结转收入10.60亿元；南京红山动物园项目处于拟建状态，预计总投资7.83亿元，累计已投资3.21亿元，未来仍需投资4.62亿元。

根据买卖协议及补充协议，截至2021年3月末，深圳运昌共计已支付对价款108.04亿元，尚有21.62亿元对价款未支付，剩余款项的支付将与两个旧城

[7] 2017年10月13日，和昌地产（或其指定公司）与莱蒙国际订立补充协议，对并购对价进行调整，对价金额由133.26亿元调整至129.66亿元。

改造项目的审批进度相关。

本次并购的资金来源主要是金融机构提供的并购贷款，委托贷款在满足相应的条件后分七笔发放，单笔期限不超过5年（含5年），截至2021年3月末，金融机构共计发放并购贷款77.09亿元[8]，深圳运昌已累计归还3.80亿元，目前仍有73.29亿元并购贷款未偿还，公司、和昌地产及万永兴对已经发放的73.29亿元负有担保义务。根据委托贷款协议，本次借款以单笔委托贷款的付息日余额为基数按季度付息，2017～2020年仅需支付借款利息，截至2020年12月20日，深圳运昌应累计归还委托贷款本金不低于人民币20亿元整[9]，截至2021年12月20日深圳运昌应累计归还委托贷款本金不低于人民币60亿元整，剩余委托贷款本金于到期日全部还清。

公司、和昌地产以及万永兴为并购贷款提供连带责任保证担保共计73.29亿元，占公司净资产比率为39.60%，存在一定代偿风险。此次收购的房地产项目不纳入公司合并范围，但是和昌地产拥有深圳运昌47.62%的股权，预计未来该项目将使公司获得较多的投资收益。但是由于此次并购项目规模较大，收购资金及后期投资资金规模较大，目前投资规模较大的旧改项目仍处于前期开发阶段，且截至2021年3月末，尚有21.62亿元对价款未支付，公司未来担保金额仍有可能继续增长，存在一定的或有风险。

偿债来源与负债平衡

2018～2020年，公司利润水平逐年下降；经营性现金流净流入规模波动较大，对负债和利息的保障能力较不稳定；公司总资产及货币资金受限比例较高，同时应收账款增长较快，其他应收款规模较大，且其中关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定不利影响；公司总有息债务逐年下降，但规模较大，其中短期有息债务占比处于较高水平，面临较大短期偿付压力。

（一）偿债来源

1、盈利

2018～2020年，公司利润水平逐年下降；期间费用及期间费用率逐年下降；投资收益对公司利润有较大影响。

2018～2020年，公司利润水平逐年下降，总资产报酬率和净资产收益率逐年下降。2020年，受收入和投资收益同比下降影响，公司利润水平下降较多，营业利润、利润总额和净利润同比分别下降15.76%、28.14%和39.89%，总资产报酬率和净资产收益率分别为2.37%和3.02%，同比分别下降1.24个百分点和

[8] 2017年11月收到第一笔并购贷款48.82亿元，2018年1月收到第二笔并购贷款28.27亿元。
[9] 深圳运昌于2020年12月签订补充协议，将2020年12月20日还款计划修改为：截至2021年9月20日，深圳运昌应累计归还委托贷款本金不低于人民币20亿元整。

2.18 个百分点。

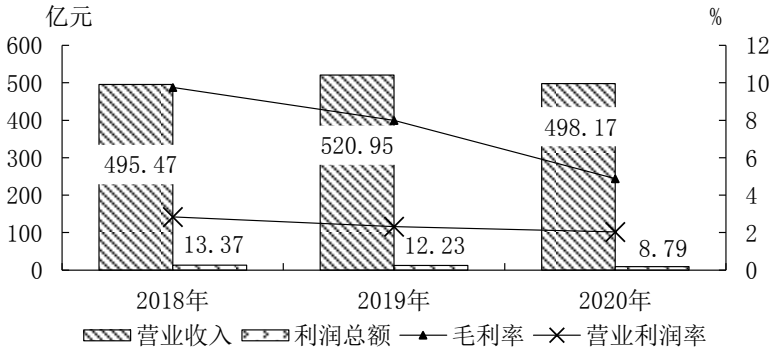


图 1　2018～2020 年公司营业收入和盈利概况（单位：亿元、%）

数据来源：根据公司提供资料整理

2018～2020 年，公司期间费用逐年下降，其中财务费用逐年下降，主要是公司融资规模下降及置换部分成本较高的融资所致；销售费用波动较大，2020 年，由于公司执行新收入准则将原计入销售费用的运杂费计入主营业务成本，销售费用同比大幅下降 69.51%；管理费用逐年下降，2020 年，受疫情影响，职工薪酬和办公类费用的同比下降导致管理费用同比下降 20.70%。同期，公司期间费用率逐年下降。

表 11　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司期间费用情况（单位：亿元、%）

指标	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售费用	2.23	6.26	20.53	19.28
管理费用	1.51	5.66	7.14	7.25
研发费用	0.01	0.03	-	-
财务费用	1.07	1.25	5.49	9.32
期间费用	**4.82**	**13.20**	**33.16**	**35.85**
期间费用/营业收入	**3.72**	**2.65**	**6.36**	**7.24**

数据来源：根据公司提供资料整理

2018～2020 年，公司投资收益波动较大，2019 年同比增长 19.72%，一方面是公司确认合联营公司投资收益同比增加 1.78 亿元，另一方面是处置期货和远期类交易性金融资产取得投资收益增加 0.87 亿元所致；2020 年同比大幅下降 4.50 亿元，主要是 2020 年受疫情、国际贸易争端、汇率变动等外部因素影响，期货业务出现大幅亏损所致。同期，公允价值变动收益逐年下降，主要是公司所持衍生金融工具产生公允价值变动收益波动所致；2020 年，营业外支出同比增长 1.35 亿元，主要是违约金支出同比大幅增长 1.15 亿元所致[10]。同期，公司非经常性损益中投资收益占营业利润比例分别为 38.54%、53.82%和 19.71%，对公司利润有较大影响。

[10] 主要是由于受疫情影响，部分地产项目交付延期所发生的违约金支出。

2021 年 1～3 月，随着疫情缓解，收入同比增长影响，公司营业利润、利润总额和净利润同比分别增长 7.72%、14.46%和 11.43%；期间费用同比下降 23.72%，销售费用和财务费用同比分别下降 37.30%和 15.34%；期间费用率为 3.72%，同比下降 2.99 个百分点。同期，非经常性损益方面，公司投资收益-0.25 亿元，同比由盈利转为亏损，主要是期货收益出现亏损所致。

2、现金流

2018～2020 年，公司经营性现金流保持净流入，但净流入规模波动较大，对流动负债和利息的保障能力较不稳定；公司在建项目较多，面临一定的资金支出压力。

2018～2020 年，公司经营性现金流净流入规模波动较大，2019 年净流入规模同比增长 58.59%，一方面是收回保理款项所收到的现金增加所致，另一方面是票据贴现利率较低，公司供应链管理业务中使用票据支付方式的比例有所提升所致；2020 年同比下降 45.80%，主要是收回保理业务款项收到的现金同比下降所致。同期，公司经营性净现金流利息保障倍数和与流动负债的比例有所波动，经营性净现金流对流动负债和利息的保障能力较不稳定。同期，投资性现金流持续净流出，2020 年净流出规模同比下降 57.30%，主要是收回期货保证金同比增加及子公司转让参股企业股权导致投资活动现金流入同比增加所致。2021 年 1～3 月，公司经营性现金流净流入规模同比增加 8.15 亿元，主要是收回保理款项同比增加 17.69 亿元所致；投资性现金流净流出规模同比下降 77.99%，主要是支付的期货保证金同比下降所致。

表 12　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月公司经营性及投资性现金流情况

指标	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
经营性净现金流（亿元）	15.52	56.30	103.87	65.50
投资性净现金流（亿元）	-0.46	-12.80	-29.98	-11.11
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	4.48	4.12	6.03	3.56
经营性净现金流/流动负债（%）	3.36	13.07	25.97	16.81
经营性净现金流/总负债（%）	3.09	11.83	22.37	13.35

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建项目主要为房地产项目（见附件 2-3），项目计划总投资共计 291.94 亿元，已累计投资 160.01 亿元，未来仍需投资 131.93 亿元。公司仍存在着一定的资金支出压力。

3、债务收入

公司债务收入来源以银行借款和发行债券为主，且公司下属子公司瑞茂通为上市企业，融资渠道较为多元，债务收入可对债务偿还形成一定保障。

2018～2020 年，公司筹资性现金流持续净流出，净流出规模有所波动，2020

年净流出规模同比下降 50.64%，主要是偿还债务规模同比下降所致。

表 13　2018～2020 年及 2021 年 1～3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

指标	2021 年 1～3 月	2020 年	2019 年	2018 年
筹资性现金流入	53.05	226.36	221.54	313.13
借款所收到的现金	32.62	96.54	130.28	171.44
收到的其他与筹资活动有关的现金	20.43	113.76	83.80	106.14
筹资性现金流出	71.18	265.16	300.16	377.47
偿还债务所支付的现金	35.38	145.83	193.12	226.41
支付的其他与筹资活动有关的现金	31.32	108.32	89.99	130.35
筹资性净现金流	**-18.13**	**-38.81**	**-78.63**	**-64.34**

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 1～3 月，公司筹资性现金流净流出规模同比增加 13.77 亿元，主要是公司供应链管理业务使用票据结算量增加，票据保证金流出同比增加所致。

公司的融资渠道以银行借款和发行债券为主，截至 2021 年 3 月末，公司获得全口径授信总额为 250.13 亿元，其中银行授信总额为 219.56 亿元，同比分别下降 14.18%和 10.73%，主要是地产板块授信随项目完工而下降所致，尚未使用的全口径授信总额为 128.61 亿元，均为未使用的银行授信。此外，公司通过在债券市场直接融资获得债务收入，截至 2021 年 3 月末，公司在债券市场上已发行多期债务融资工具，公司下属子公司瑞茂通为上市公司，融资渠道较为多元，债务收入可对债务偿还形成一定保障。

4、外部支持

政府每年给予公司一定比例的财政扶持，例如扶持资金、发展专项资金等，2018～2020 年，公司营业外收入和其他收益中的政府补助合计分别为 0.25 亿元、0.51 亿元和 0.48 亿元。总体来看，公司获得的外部支持在偿债来源构成中占比较小，对公司偿债贡献有限。

5、可变现资产

2018 年以来，公司资产有所波动，以流动资产为主；总资产及货币资金受限比例较高，同时应收账款增长较快，其他应收款规模较大，且其中关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定不利影响。

2018 年以来，公司资产有所波动，以流动资产为主。截至 2021 年 3 月末，公司资产总额为 693.45 亿元，较 2020 年末增长 0.83%，流动资产占总资产的比重为 80.82%。

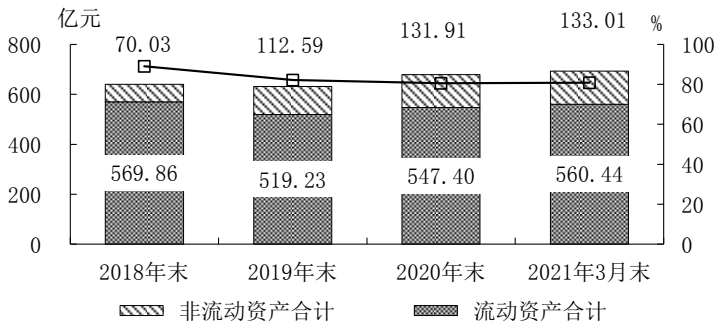


图 2　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由其他应收款[11]、存货、应收账款、货币资金和应收保理款等构成。2018～2020 年末，公司其他应收款有所波动，规模很大，公司其他应收款主要分为经营性往来款和非经营性往来款，其中经营性往来款主要为业务经营支付的备用金、押金、保证金以及项目诚意金等，各种形式的备用金、押金、保证金整体余额随着业务规模的变化而变化，项目诚意金为和昌地产对通过合作方式拿地的项目公司前期投入资金，后期会随着项目的确权转至长期股权投资科目；非经营性往来款主要是公司为提高资金使用效率、降低资金使用成本，根据经营活动和投融资活动的实际需求，将短期闲置资金用于委托平台投资或向关联方进行短期资金拆借用于其业务经营周转，期限一般为 3～6 个月。2020 年末其他应收款中非经营性往来款占比 40.15%，期末坏账准备余额为 0.77 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中一年以内的其他应收款占比为 97.45%，其他应收款前五大期末余额为 58.23 亿元，占其他应收款期末余额比例为 35.97%。

表 14　截至 2020 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	账龄	关联关系	占其他应收款[12]总额比例
深圳运昌管理咨询有限公司	经营性往来款	18.20	1年以内、3~4年	关联方	11.24
北京和昌置业发展有限公司	经营性往来款	11.99	6个月以内	关联方	7.41
深圳市水榭花都房地产有限公司	经营性往来款	10.74	3年以内	关联方	6.63
新疆弘睿瑞成股权投资合伙企业（有限合伙）	经营性往来款	8.87	3年以内	关联方	5.48
河南中瑞集团有限公司[13]	非经营性往来款	8.43	6个月以内	关联方	5.21
合　计	-	58.23	-	-	35.97

数据来源：根据公司提供资料整理

同期，公司存货逐年下降，主要受地产板块业务规模下降所致，2020 年末，

[11] 流动资产部分分析中的其他应收款均不包含应收利息和应收股利。
[12] 此处其他应收款总额不包括应收利息。
[13] 形成原因为经营周转暂借款，截至 2021 年月末已全部回收。

开发成本和开发产品分别为 130.35 亿元和 10.58 亿元；应收账款波动较大，2020 年末同比大幅增长 92.32%，主要是疫情期间延长应收账款账期所致，期末累计计提的坏账准备为 1.00 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中一年以内的应收账款占比为 97.93%，应收账款前五大期末余额为 20.49 亿元，占应收账款年末余额合计数的比例为 25.54%；货币资金有所波动，2020 年末受限货币资金为 52.92 亿元，占货币资金的 70.62%，受限比例较高，对流动性产生一定不利影响；应收保理款为 35.65 亿元，同比下降 5.10%；应收票据有所波动，2020 年末同比大幅增加 12.07 亿元，主要是已贴现未到期的银行承兑汇票未终止确认所致；预付款项逐年下降，2019 年末同比下降 40.27%，主要是有色金属板块业务形成的预付款项陆续结算所致；2020 年末同比下降 33.24%，主要是受疫情影响预付供应商货款减少所致。同期，应收保理款逐年下降，主要是公司压缩保理业务规模所致。

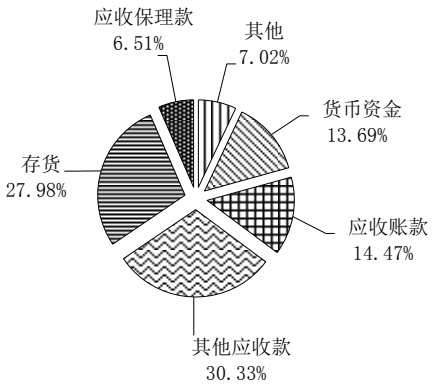


图 3　截至 2020 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 3 月末，流动资产为 560.44 亿元，较 2020 年末增长 2.38%，其中其应收账款为 89.58 亿元，较 2020 年末增长 13.09%；应收票据为 21.55 亿元，较 2020 年末增长 50.40%，主要是已贴现未到期的银行承兑汇票未终止确认所致；应收保理款 17.77 亿元，较 2020 年末下降 50.15%，主要是公司压缩保理业务规模所致；预付款项为 16.76 亿元，较 2020 年末增长 48.39%，主要是业务逐步恢复正常后，预付上游供应商款项增加所致。流动资产其他主要科目较 2020 年末均变动不大。

从资产运营效率来看，2018～2020 年，公司应收账款周转天数分别为 31.39 天、29.19 天和 43.50 天，其中 2020 年受疫情期间账期延长影响，应收账款周转效率有所下降；存货周转天数分别为 147.43 天、132.78 天和 123.85 天，周转效率逐年上升。2021 年 1～3 月，公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为 58.68 天和 114.63 天。

公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产等构成。2018～2020 年末，公司长期股权投资逐年大幅增长，主要是公司推进混改战略，导致长期股权投资增加所致，2020 年末同比增长 29.08 亿元，主要包括对河南中平能源供应链管理有限公司增加投资 5.39 亿元、对陕西陕煤供应链管理有限公司新增投资 4.90 亿元、对成都蓉欧瑞易实业有限公司新增投资 4.90 亿元和对山东丰瑞实业有限公司新增投资 3.87 亿元等；投资性房地产有所波动，主要为自持的商铺和幼儿园等；可供出售金融资产逐年下降，2019 年末同比下降 32.59%，主要是公司收回部分编号为 SX9864 的弘毅 1 号私募基金所致，公司所持有的该私募基金剩余部分原值为 1.24 亿元，年末市场价值为 1.35 亿元；2020 年末同比下降 66.03%，主要是公司减少部分投资所致。2021 年 3 月末，非流动资产为 133.01 亿元，较 2020 年末增长 0.83%，非流动资产主要科目较 2020 年末均变化不大。

表 15　截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	受限原因	占资产总额比例
货币资金	61.87	保证金、定期存款、监管户资金等	8.92
存货	32.26	土地使用权等抵押	4.65
投资性房地产	7.87	投资性房地产抵押	1.14
应收款项融资	2.13	质押借款	0.31
固定资产	0.07	房屋建筑物质押	0.01
应收票据	0.02	票据质押	0.00[14]
合　计	**104.22**	-	**15.03**

数据来源：根据公司提供资料整理

从资产受限情况看，截至 2021 年 3 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 104.22 亿元，占总资产的比重为 15.03%，占净资产比重为 56.31%，公司受限资产规模较大，占净资产比重很高，对资产流动性产生一定不利影响。

（二）债务及资本结构

2018 年以来，公司负债规模有所波动，结构以流动负债为主。

2018 年以来，公司负债规模持续增长，负债结构以流动负债为主。截至 2021 年 3 月末，公司负债总额为 508.37 亿元，较 2020 年末增长 2.36%，其中流动负债占总负债的比重为 92.22%。

[14] 为 0.003%。

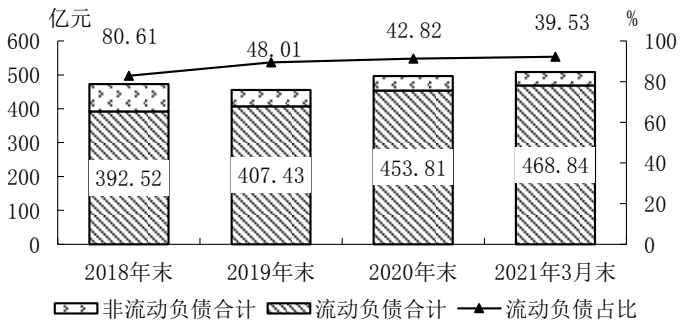


图 4　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款、应付票据和短期借款等构成。2018～2020 年末，公司应付账款逐年增长，2020 年末同比大幅增长 87.93%，主要是受疫情和大宗行业普遍性趋势影响，且公司加大与合资公司的业务合作，市场议价能力增强，导致应付账款增加所致；预收款项有所波动，2020 年末预收的购房款、物业费和货款分别为 91.93 亿元、1.33 亿元和 0.48 亿元；其他应付款逐年增长，主要以资金往来款项和押金保证金为主，2020 年末同比增长 18.19%，主要是资金往来款项增加所致，其中包含关联方往来款 27.66 亿元；应付票据逐年增长，主要由银行承兑汇票构成；短期借款逐年下降，由质押借款和保证借款组成，2020 年末同比下降 21.06%，主要是偿还金融机构借款所致；一年内到期的非流动负债有所波动，2020 年末同比下降 57.54%，主要是到期偿还一年内到期的应付债券所致；其他流动负债有所波动，2019 年末同比下降 47.44%，主要是两期规模均为 5 亿元的超短期融资券[15]到期偿还所致，2020 年末同比增加 8.79 亿元，主要是待转销项税额及背书转让未终止确认的银行承兑汇票增加所致。

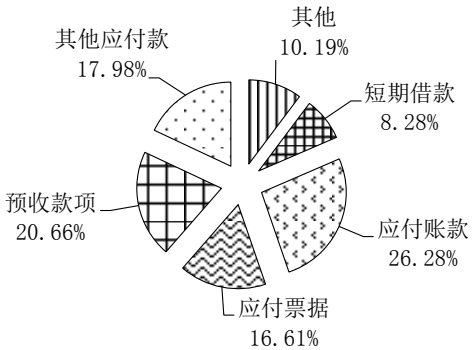


图 5　截至 2020 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年 3 月末，公司应付票据为 90.90 亿元，较 2020 年末增长 20.57%，主

[15] 公司于 2018 年 10 月和 2018 年 12 月分别发行规模均为 5 亿元的超短期融资券“18 中瑞实业 SCP001”和“18 中瑞实业 SCP002”，发行期限为 270 天。

要是票据付款或结算的业务增加所致；一年内到期的非流动负债为 13.42 亿元，较 2020 年末下降 25.90%，主要是到期偿还所致；流动负债其他主要科目较 2020 年末均变动不大。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券等构成。2018～2020 年末，长期借款有所波动，2020 年末同比下降 39.93%，主要是地产板块项目贷款随着项目销售结清所致，主要由抵押借款构成；应付债券有所波动，2019 年末同比下降 70.15%，主要是本年偿还“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”全部剩余款项、“17 瑞茂 01”部分回售及“17 郑瑞 EB”部分转股所致；2020 年末同比增长 38.02%，主要是本年新发行 9.00 亿元的“20 中瑞 01”所致。2021 年 3 月末，应付债券为 15.57 亿元，较 2020 年末下降 29.38%，主要是将 2020 年初发行的 1 亿美元债转入一年内到期的非流动负债所致；非流动负债其他主要科目较 2020 年末均变动不大。

2018～2020 年末，公司总有息债务规模逐年下降，但短期有息债务占比处于较高水平，面临较大短期偿付压力，债务结构有待改善。

2018～2020 年末，公司总有息债务规模逐年下降，主要以短期有息债务为主。截至 2021 年 3 月末，公司总有息债务规模为 199.84 亿元，较 2020 年末增长 7.81%，占总负债的比重为 39.31%，其中短期有息债务为 156.71 亿元，在总有息债务的占比为 78.42%，处于较高水平，总体债务结构有待改善。

表 16　2018～2020 年末及 2021 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2021 年 3 月末	2020 年末	2019 年末	2018 年末
短期有息债务	156.71	139.32	174.57	174.80
长期有息债务	43.13	46.04	50.72	77.36
总有息债务	**199.84**	**185.36**	**225.28**	**252.17**
短期有息债务占比	78.42	75.16	77.49	69.32
总有息债务在总负债中占比	39.31	37.32	49.47	53.30

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构来看，截至 2021 年 3 月末，公司有息债务中一年内到期有息债务占比为 78.42%，主要由应付票据、短期借款和一年内到期的非流动负债构成。

表 17　截至 2021 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	>5 年	合计
金额	156.71	19.24	15.65	7.50	0.74	**199.84**
占比	78.42	9.63	7.83	3.75	0.37	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

从公司短期有息债务债务期限结构看，公司短期有息债务平均分布在未来的

四个季度，但短期债务规模较大，同时截至 2021 年 3 月末，公司期末现金及现金等价物余额为 18.97 亿元，整体看，面临较大短期偿付压力。

表 18　截至 2021 年 3 月末公司短期有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	其他应付款（付息项）	合计	占比
2021 年第二季度	11.21	-	29.02	2.99	43.22	27.58
2021 年第三季度	14.71	-	18.39	-	33.10	21.12
2021 年第四季度	13.09	6.10	9.43	3.87	32.49	20.73
2022 年第一季度	5.27	7.17	34.06	1.41	47.91	30.57
合计	**44.28**	**13.27**	**90.90**	**8.27**	**156.71**	**100.00**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司为深圳运昌收购事项提供连带责任保证担保，截至 2021 年 3 月末，尚有 21.62 亿元对价款未支付，公司未来对外担保金额可能继续增长，存在一定的或有风险；2020 年，深圳运昌处于亏损状态。

2017 年下半年，公司、和昌地产以及万永兴为深圳运昌共计 131.64 亿元的收购项目并购贷款提供连带责任保证担保，截至 2021 年 3 月末，公司、和昌地产及万永兴对深圳运昌并购事项提供的担保总额为 73.29 亿元，占公司净资产比例为 39.60%。由于部分项目处于前期开发阶段，同时尚有 21.62 亿元对价款未支付，担保金额有可能继续增长且存在一定的或有风险。

根据深圳运昌未经审计的财务报表，2020 年末，深圳运昌总资产和净资产分别为 215.92 亿元和 26.18 亿元；2020 年，营业收入和净利润分别为 6.06 亿元和-1.65 亿元。由于所并购项目尚处开发阶段，且规模较大，深圳运昌将面临较大资金支出压力。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额为 232.14 亿元，担保比率为 125.43%，其中对购房者按揭贷款担保余额为 90.06 亿元，除去按揭担保部分后，对外担保余额占净资产比重为 76.77%。未来随着深圳运昌收购事项的推进，担保金额可能继续增长。

截至 2021 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼情况。

2018 年以来，公司所有者权益持续增长，主要是归母净利润为正带来的未分配利润增长所致。

2018 年以来，公司所有者权益逐年增长，其中实收资本均为 30.00 亿元；资本公积逐年增长，主要是子公司郑州瑞茂通发行的可交债转股增加资本溢价所致；盈余公积有所波动，2020 年末同比略有下降，主要是和昌地产收购原公司子公司股权使盈余公积减少 26.85 万元所致；未分配利润逐年增长，主要是归母净利润为正所致；其他综合收益有所波动，主要是其他权益工具投资公允价值变

动所致。2021 年 3 月末，公司所有者权益科目较 2020 年末均变化不大。

2018～2020 年，公司利润水平有所下降，盈利对利息的保障能力逐年下降；公司融资渠道较多元；公司总资产及货币资金受限比例较高，同时其他应收款规模较大，且其中关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定不利影响，清偿性还本付息能力较为一般。

2018～2020 年，公司利润水平逐年下降，EBITDA 利息保障倍数分别为 1.37 倍、1.34 倍和 1.21 倍，逐年有所下降，盈利对利息的保障能力逐年下降。截至 2021 年 3 月末，受地产板块项目完工影响，公司授信规模有所下降，但未使用授信规模尚可，同时可通过发行债券及股权融资等方式获得债务收入，融资渠道较多元。公司资产以货币资金、其他应收款和存货等构成，但总资产及货币资金受限比例较高，同时应收账款增长较快，其他应收款规模较大，且其中关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定不利影响。2018～2020 年末，公司资产负债率分别为 73.94%、72.08%和 73.11%；债务资本比率分别为 60.19%、56.09%和 50.36%，其中资产负债率有所波动，但债务资本比率逐年下降。整体来看，清偿性还本付息能力较为一般。

偿债能力

综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。公司建立了较为完整的煤炭供应链管理体系，相较传统贸易模式，运用供应链管理进行煤炭贸易可提升一定的盈利空间；公司与大型国有企业成立合资公司，凭借国企股东方在资源方面的优势和公司在供应链管理和房地产开发方面的经验优势，未来形成的投资收益可对盈利形成一定补充；公司房地产板块产品类型较为丰富，销售区域分布较广。但公司供应链金融业务中受让的应收账款集中存在一定回收风险；总资产和货币资金受限比例较高，同时应收账款增长较快，其他应收款规模较大，且其中关联方往来款占比较高，对资产流动性产生一定不利影响，清偿性还本付息能力较为一般；2018～2020 年末，公司短期有息债务占比处于较高水平，面临较大短期偿付压力，债务结构有待改善；公司对外担保比率处于很高水平，截至 2021 年 3 月末，公司、和昌地产及万永兴对深圳运昌并购事项提供的担保总额为 73.29 亿元，同时尚有 21.62 亿元对价款未支付，担保金额有可能继续增长且存在一定的或有风险。公司实际控制人万永兴为本次债券提供无限连带责任保证担保。

预计未来 1～2 年，公司经营将保持稳定，但其他应收款和对外担保规模较大，存在一定或有风险。因此，大公对中瑞实业的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对郑州中瑞实业集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内，且不晚于发债主体每一会计年度结束之日起六个月出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2）跟踪评级程序安排

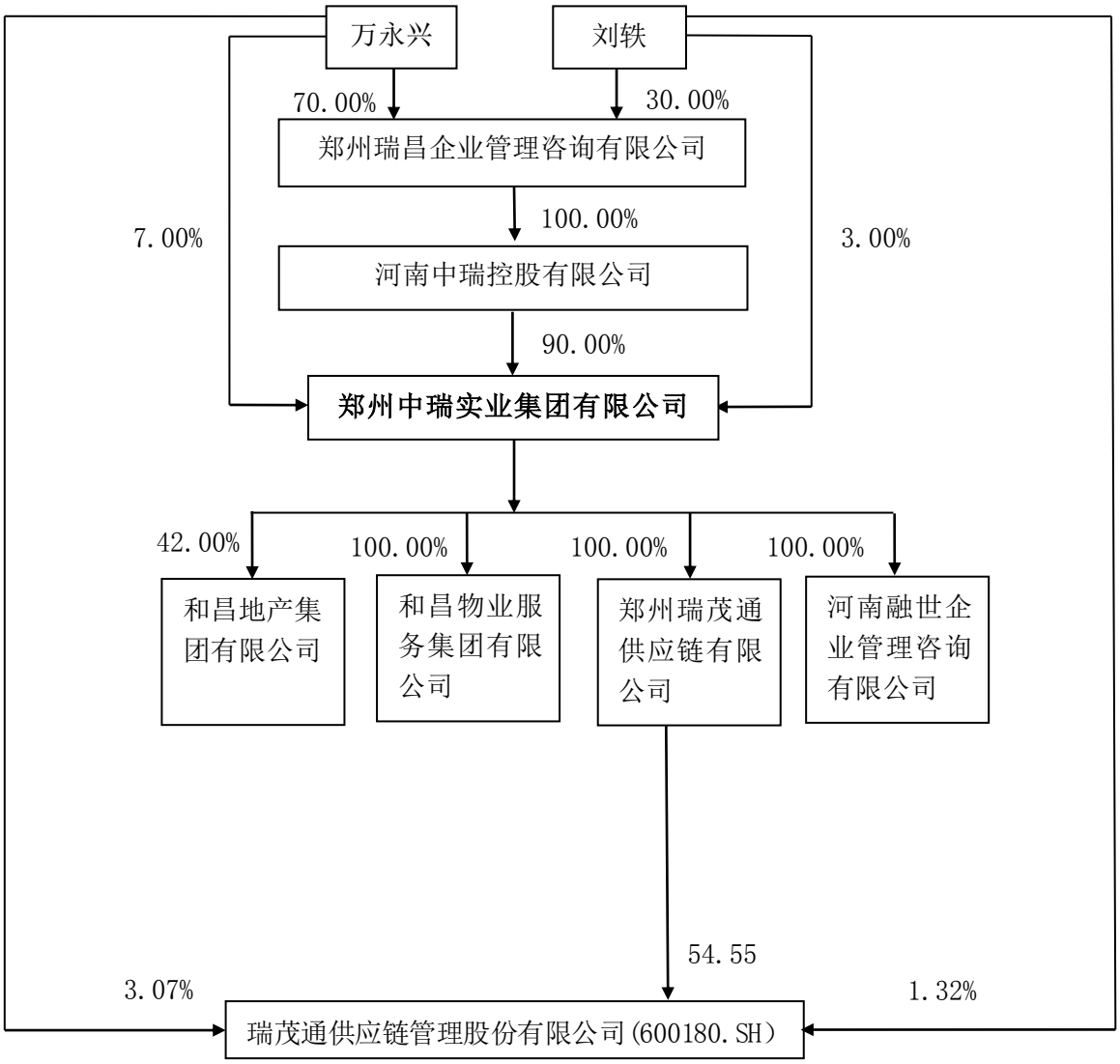
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会上会评审、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

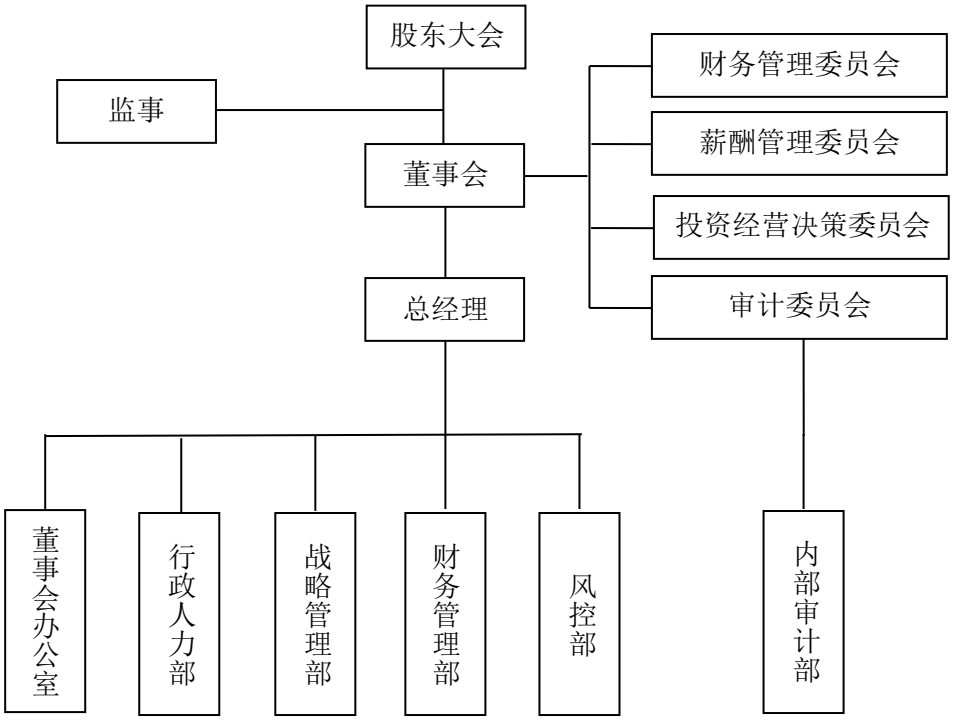
3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布评级报告所公布的信用等级暂时失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 公司治理

1-1 截至 2021 年 3 月末郑州中瑞实业集团有限公司股权结构图



1-2 截至 2021 年 3 月末郑州中瑞实业集团有限公司组织结构图



附件 2 经营指标

2-1 截至 2021 年 3 月末公司与国企成立的合资公司情况

（单位：%、亿元）

公司名称	持股比例	2021 年 3 月末股权投资金额	2020 年确认的投资收益	合作方国企	合作业务性质
河南中阅和瑞实业有限公司	50.00	5.49	0.39	中原出版传媒投资控股集团有限公司	供应链管理
郑州金创城控股有限公司	48.78	2.57	0.09	郑州市郑东新区建设开发投资总公司	供应链管理
郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司	49.00	16.84	0.32	郑州航空港兴港投资集团有限公司	供应链管理
河南金瑞供应链管理有限公司	49.00	1.11	0.07	开封金控投资集团有限公司	供应链管理
江苏港瑞供应链管理有限公司	49.00	10.23	0.58	江苏泰州港核心港区投资有限公司	供应链管理
烟台牟瑞供应链管理有限公司	49.00	1.53	0.07	烟台碧海城市开发投资有限公司	供应链管理
河北国控国际物流有限公司	49.00	2.06	0.05	河北国控资本管理有限公司	供应链管理
河南凤瑞物产有限公司	49.00	1.04	0.04	新乡平原示范区投资集团有限公司	供应链管理
河南中平能源供应链管理有限公司	49.00	10.70	0.20	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	供应链管理
河南农开供应链有限公司	49.00	2.54	0.07	河南农投金控股份有限公司	供应链管理
山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司	50.00	5.33	0.18	晋能控股集团有限公司	供应链管理
山东环晟供应链管理有限公司	49.00	2.61	0.08	威海市环翠区城市发展投资有限公司	供应链管理
陕西陕煤供应链管理有限公司	49.00	20.55	0.69	陕西煤业股份有限公司	供应链管理
山东丰瑞实业有限公司	49.00	3.94	0.03	烟台国泰诚丰资产管理有限公司	供应链管理
广州鼎经供应链管理有限公司	49.00	1.01	0.03	广州市工业经济发展有限公司	供应链管理
杭州德通物产有限公司	49.00	0.51	0.01	建德市城市建设发展投资有限公司	供应链管理
成都蓉欧瑞易实业有限公司	49.00	4.96	0.05	成都产业投资集团有限公司	供应链管理
珠海港诚供应链有限责任公司	49.00	2.55	0.08	珠海港控股集团有限公司	供应链管理
河南农业供应链数字科技有限公司	40.00	0.20	-	河南粮食投资集团有限公司	供应链管理
南昌红茂供应链管理有限公司	49.00	1.97	-	南昌市红谷滩城市投资集团有限公司	供应链管理
合计	-	97.71	3.04		-

数据来源：根据公司提供资料整理

2-2 郑州中瑞实业集团有限公司各业务运营主体主要财务指标

（单位：亿元、%）

经营主体	期间	期末持股比例	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
瑞茂通	2021年1～3月	66.72	296.22	78.74	114.37	2.05	5.42
	2020 年	63.32	283.55	78.39	366.65	1.57	26.59
天津瑞茂通	2021年1～3月	54.55	5.54	7.18	0.16	0.05	0.05
	2020 年	54.55	5.51	7.63	0.63	0.33	1.20
新疆瑞泰[16]	2021年1～3月	54.55	12.28	55.44	0.64	0.31	0.00
	2020 年	54.55	30.18	82.89	3.65	1.39	0.00
经营主体	**期间**	**期末资产总额**	**期末资产负债率**	**营业收入**	**净利润**	**经营性净现金流**	**预收款项**
和昌地产	2021年1～3月	303.56	74.64	7.00	0.64	-3.28	95.47
	2020 年	283.98	72.91	56.08	3.07	19.92	91.93

数据来源：根据公司提供资料整理

[16] 新疆瑞泰 2020 年及 2021 年 1～3 月经营性净现金流分别为-58.80 万元和 3.68 万元。

2-3 截至 2021 年 3 月末郑州中瑞实业集团有限公司主要在建项目

（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目起止年限	截至2021年3月末累计投资	未来预计资金投入		
				2021年4~12月	2022年	2023年及以后
森林湖 A 区	1.80	2017/04～2021/05	1.80	-	-	-
芳草庭	14.94	2018/01～2020/06	13.06	0.83	0.20	0.85
国展中心（北区）	33.30	2020/12～2026/01	11.00	1.64	2.18	18.48
林与城二号院（6#地）	14.08	2018/02～2021/10	9.68	3.52	0.88	0.00
林与城三号院（8#地）	10.18	2020/03～2022/12	5.28	1.96	1.96	0.98
林与城五号院（9#地）	16.74	2020/03～2022/12	8.47	3.31	3.31	1.65
瑞景园（E1-4 地块）	4.87	2016/11～2020/12	3.68	0.84	0.20	0.15
都汇广场二期二批次（9-13#、15#楼）	4.31	2017/08～2020/09	2.30	0.11	1.30	0.59
中央城邦（洛阳）-A 区	13.58	2015/12～2021/12	8.42	2.24	2.24	0.68
中央城邦（洛阳）-B 区	13.26	2016/12～2022/12	3.55	2.07	5.19	2.46
中央城邦（洛阳）-F 区	10.16	2019/09～2022/11	4.58	1.91	3.19	0.48
中央城邦（洛阳）-E 区住宅	17.62	2019/12～2023/09	7.17	3.17	3.70	3.57
中央城邦（洛阳）-C 区商业	3.73	2015/03～2023/12	0.83	1.02	1.02	0.87
新悦广场项目	17.28	2017/04～2021/12	13.29	2.87	1.03	0.09
珑悦商业中心	13.08	2017/11～2022/03	8.80	0.83	1.85	1.60
惠丰苑	2.76	2017/11～2020/12	1.39	0.41	0.60	0.36
海云曦岸	20.68	2018/12～2022/12	7.40	4.02	2.62	6.64
拾里松湖	15.01	2018/08～2021/12	10.30	0.69	3.45	0.58
盛世城邦三期（不含团购）	14.21	2018/07～2021/10	9.80	1.43	1.88	1.10
盛世城邦四期	18.26	2018/07～2024/12	9.21	1.77	1.94	5.34
凌云筑	16.07	2020/06～2024/05	7.88	1.45	2.19	4.56
云庭	16.02	2020/04～2022/06	12.12	1.19	1.34	1.37
合计	**291.94**	-	**160.01**	**37.28**	**42.27**	**52.40**

数据来源：根据公司提供资料整理

2-4 截至 2021 年 3 月末郑州中瑞实业集团有限公司对外担保[17]

（单位：亿元）

受保企业名称	担保余额	担保期限	担保类型	是否逾期
深圳运昌管理咨询有限公司	73.29	2017/11/29～2022/11/28	保证担保	否
深圳市水榭花都房地产有限公司	3.00	2021/03/10～2023/10/28	保证担保	否
河南中瑞集团有限公司	2.50*	2020/08/06～2021/08/06	保证担保	否
	1.00	2020/10/09～2021/09/06	保证担保	否
	1.45	2020/11/23～2021/11/23	保证担保	否
	2.22*	2020/07/09～2021/07/09	保证担保	否
	2.50	2020/10/19～2021/10/18	保证担保	否
河南中阅和瑞实业有限公司	0.50*	2020/07/10～2021/07/10	保证担保	否
	0.50	2020/10/13～2021/10/13	保证担保	否
	0.50	2021/01/04～2022/01/04	保证担保	否
	1.00*	2020/04/21～2021/04/21	保证担保	否
河南中平能源供应链管理有限公司	4.45	2021/01/14～2022/01/14	保证担保	否
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	2.00	2020/08/27～2021/08/26	保证担保	否
江苏港瑞供应链管理有限公司	0.50	2020/09/25～2021/09/25	保证担保	否
	0.49	2021/02/25～2024/02/25	保证担保	否
	0.50	2020/12/17～2021/12/17	保证担保	否
	1.50	2021/01/18～2022/01/27	保证担保	否
	1.00**	2020/06/09～2021/04/23	保证担保	否
郑州新发展供应链管理有限公司	2.00**	2020/08/12～2021/08/12	保证担保	否
山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司	1.50	2021/02/26～2022/12/31	保证担保	否
成都蓉欧瑞易实业有限公司	1.96	2020/12/17～2021/12/17	保证担保	否
德盛瑞茂通（上海）供应链管理有限公司	3.00**	2020/05/07～2021/05/07	保证担保	否
陕西煤业股份有限公司	4.90	2021/01/22～2022/01/22	保证担保	否
	14.70*	2020/06/10～2021/06/10	保证担保	否
河南新地标建筑工程有限公司	0.50	2020/07/27～2021/12/05	保证担保	否
	0.80*	2020/01/10～2021/01/10	保证担保	否
河南禾悦园林绿化工程有限公司	0.60	2021/01/05～2022/01/05	保证担保	否
烟台牟瑞供应链管理有限公司	2.00**	2020/07/30～2021/07/29	保证担保	否
	1.00	2021/03/18～2021/10/29	保证担保	否

[17] 本表中对外担保不包含对购房者按揭贷款担保 90.06 亿元；带*号表示到期正常续保，**表示到期不再续保。

2-4 截至 2021 年 3 月末郑州中瑞实业集团有限公司对外担保（续）

（单位：亿元）

受保企业名称	担保余额	担保期限	担保类型	是否逾期
郑州欣卓商贸有限公司	0.50*	2020/05/29～2021/05/29	保证担保	否
	0.33*		保证担保	否
	0.17*		保证担保	否
	0.53	2020/10/10～2021/10/10	保证担保	否
	2.20**	2020/06/10～2021/06/10	保证担保	否
	0.30**	2020/07/14～2021/07/14	保证担保	否
郑州旭嘉商贸有限公司	0.40	2020/12/25～2021/12/25	保证担保	否
河南怡安供应链管理有限公司	3.50**	2020/08/17～2021/08/17	保证担保	否
山东环晟供应链管理有限公司	1.80**	2020/08/12～2021/08/12	保证担保	否
	0.49	2021/01/11～2022/01/11	保证担保	否
合计	**142.08**	-	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

附件 3 郑州中瑞实业集团有限公司财务指标

（单位：万元）

项目	2021年1～3月（未经审计）	2020 年	2019 年	2018 年（追溯调整）
货币资金	808,390	749,337	751,140	672,789
存货	1,554,488	1,531,498	1,728,923	1,807,105
其他应收款	1,633,089	1,660,233	1,551,825	1,572,784
固定资产	13,443	13,490	6,904	4,974
长期股权投资	1,123,198	1,116,410	864,920	378,403
投资性房地产	95,445	95,445	102,045	99,471
总资产	6,934,475	6,793,122	6,318,291	6,398,884
短期有息债务	1,567,145	1,393,212	1,745,673	1,748,006
总有息债务	1,998,426	1,853,572	2,252,849	2,521,652
负债合计	5,083,689	4,966,276	4,554,393	4,731,252
所有者权益合计	1,850,786	1,826,846	1,763,899	1,667,632
营业收入	1,294,251	4,981,717	5,209,494	4,954,728
资产减值损失	0	2,444	1,956	4,419
投资收益	-2,450	20,059	65,012	54,302
净利润	23,579	55,086	91,642	98,771
经营活动产生的现金流量净额	155,215	562,991	1,038,736	654,990
投资活动产生的现金流量净额	-4,645	-128,012	-299,813	-111,053
筹资活动产生的现金流量净额	-181,291	-388,058	-786,250	-643,432
毛利率（%）	6.40	4.88	7.99	9.75
营业利润率（%）	2.30	2.04	2.32	2.84
总资产报酬率（%）	0.66	2.37	3.61	3.88
净资产收益率（%）	1.27	3.02	5.20	5.92
资产负债率（%）	73.31	73.11	72.08	73.94
债务资本比率（%）	51.92	50.36	56.09	60.19
流动比率（倍）	1.20	1.21	1.27	1.45
速动比率（倍）	0.86	0.87	0.85	0.99
存货周转天数（天）	114.63	123.85	132.78	147.43
应收账款周转天数（天）	58.68	43.50	29.19	31.39
经营性净现金流/流动负债（%）	3.36	13.07	25.97	16.81
经营性净现金流/总负债（%）	3.09	11.83	22.37	13.35
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	4.48	4.12	6.03	3.56
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.31	1.18	1.32	1.35
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	1.21	1.34	1.37
现金回笼率（%）	98.39	93.68	98.29	102.88
担保比率（%）	125.43	122.76	120.62	159.25

附件 4 各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率（%）	（1－营业成本/营业收入）× 100%
EBIT	利润总额＋计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
EBITDA 利润率（%）	EBITDA/营业收入×100%
总资产报酬率（%）	EBIT/年末资产总额×100%
净资产收益率（%）	净利润/年末净资产×100%
现金回笼率（%）	销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率（%）	负债总额/资产总额×100%
债务资本比率（%）	总有息债务/（总有息债务＋所有者权益）×100%
总有息债务	短期有息债务＋长期有息债务
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）
长期有息债务	长期借款＋应付债券+长期应付款（付息项）
担保比率（%）	担保余额/所有者权益×100%
经营性净现金流/流动负债（%）	经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
经营性净现金流/总负债（%）	经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2] ×100%
存货周转天数[18]	360 /（营业成本/年初末平均存货）
应收账款周转天数[19]	360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
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
现金比率（%）	（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
扣非净利润	净利润-公允价值变动收益-投资收益-汇兑收益-资产处置收益-其他收益-（营业外收入-营业外支出）
可变现资产	总资产-在建工程-开发支出-商誉-长期待摊费用-递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数（倍）	EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
EBITDA 利息保障倍数（倍）	EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	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）

[18] 一季度取 90 天。
[19] 一季度取 90 天。

附件 5 主体及中长期债券信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

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，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，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，信用等级下调的可能性较大。

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。

5-2 中长期债项信用等级符号及定义

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。

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。