

2019 年第一期广东省广新控股集团有限公司公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2020)100765】

评级对象： 2019 年第一期广东省广新控股集团有限公司公司债券

19 广新债 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日

首次评级： AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 24 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	16.39	23.65	16.54	47.27
刚性债务	113.22	123.29	135.74	166.14
所有者权益	63.53	73.38	91.08	86.78
经营性现金净流入量	-0.83	7.56	-17.75	1.96
合并口径数据及指标：				
总资产	589.35	570.32	632.13	666.67
总负债	386.55	361.95	393.18	425.23
刚性债务	288.21	266.40	280.43	323.36
所有者权益	202.80	208.38	238.94	241.44
所有者权益*	167.94	173.52	204.08	206.58
营业收入	568.93	562.77	671.70	106.41
净利润	6.82	11.75	19.46	3.42
经营性现金净流入量	24.32	68.46	41.24	-6.42
EBITDA	35.65	37.31	50.15	—
资产负债率[%]	65.59	63.46	62.20	63.78
资产负债率*[%]	71.50	69.58	67.71	69.01
权益资本与刚性债务 比率[%]	70.37	78.22	85.21	74.67
流动比率[%]	108.39	100.44	114.31	122.88
现金比率[%]	30.29	32.24	40.49	47.03
利息保障倍数[倍]	2.16	2.31	3.42	—
净资产收益率[%]	3.50	5.72	8.70	—
经营性现金净流入量 与流动负债比率[%]	9.19	25.65	15.36	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	1.90	13.44	11.12	—
EBITDA/ 利息支出 [倍]	3.04	3.23	4.59	—
EBITDA/ 刚性债务 [倍]	0.13	0.13	0.18	—

注：根据广新控股经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

*：广新控股于 2016 年 10 月和 2017 年 9 月分别发行了 20 亿元和 15 亿元的永续中票，该指标系将上述中票由其他权益工具调至中长期刚性债务计算得出。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com
何婕妤 hejieyu@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对广新控股（简称广新控股、发行人、该公司或公司）及其发行的 2019 年第一期广东省广新控股集团有限公司公司债券的跟踪评级反映了 2019 年以来广新控股在区位优势、政府支持、综合实力及融资渠道畅通等方面继续保持优势，同时也反映了公司在市场竞争、资产与信用减值损失侵蚀利润、权益资本稳定性不足及或有负债等方面继续面临压力。

主要优势：

- **区位优势和政府支持。** 广东省经济实力位居全国前列，制造业发达，区位优势明显，为广新控股经营提供了良好的外部环境。公司作为广东省重要的国有资本投资公司，可获得地方政府在资源配置和资金方面的有力支持。
- **综合实力强。** 广新控股实行多元化发展战略，现已形成先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品、文化创意与大数据营销和新型外贸五大核心业务板块，具有较强的抗风险能力。下属子公司在建筑铝型材、不锈钢、薄膜材料、广告代理等细分领域市场地位突出，具备较强的竞争优势。
- **部分股权资产质量较好。** 广新控股长期股权投资企业股权质量优良，包括生益科技等，持续为公司带来较为稳定的投资收益，必要时可变现为到期债务偿付提供保障。
- **经营创现能力较强及融资渠道畅通。** 近三年广新控股经营活动现金流均保持大额净流入，且旗下持有多家上市公司，公司融资渠道多元化且畅通。

主要风险：

- **核心业务易受市场环境影响。** 广新控股核心业务板块多处于竞争性行业，经营业绩易受产品

及原材料价格波动、市场竞争等因素影响。

- 资产与信用减值损失规模大。近三年广新控股均计提了大额资产与信用减值损失，对利润侵蚀较大。
- 权益资本稳定性不足。广新控股合并口径所有者权益中少数股东权益占比高，且归属于母公司所有者权益中，其他权益工具（永续债）占比较高。公司权益资本稳定性不足。
- 对外担保风险。2020 年 3 月末广新控股对外担保余额为 18.98 亿元，主要为印尼项目借款提供担保，目前项目进展情况良好，但所在地的政治环境和资源政策对项目经营影响较大，仍存在一定或有风险。

➤ 未来展望

通过对广新控股及其发行的 19 广新债 01 主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019 年第一期广东省广新控股集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2019 年第一期广东省广新控股集团有限公司公司债券（简称 19 广新债 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据广新控股提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对广新控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司 2016 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。截至 2020 年 5 月末，公司已发行未到期债券本金余额 195.00 亿元。近两年公司新发债券较多，主要以中期票据和超短期融资券的滚动发行为主，发行利率低，融资能力强。

图表 1. 公司 2016 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 广新控股 MTN001	20.00	5+N 年	4.18	2016-10-11	40 亿元/2016 年 8 月	正常付息
17 广新控股 MTN001	15.00	5+N 年	5.80	2017-09-14		正常付息
16 广新 01	10.00	5 年	3.33	2016-01-19	20 亿元/2015 年 11 月	正常付息
16 广新 02	10.00	5 年	3.75	2016-01-29		正常付息
16 广新 03	12.00	5 年	3.58	2016-07-07	20 亿元/2016 年 5 月	正常付息
16 广新 04	8.00	5 年	3.35	2016-08-08		正常付息
19 广新控股 CP003	5.00	1 年	3.50	2019-06-14	30 亿元/2018 年 11 月	尚未付息
19 广新控股 CP004	5.00	1 年	3.39	2019-07-25		尚未付息
20 广新控股 SCP002	5.00	175 天	2.88	2020-02-11	80 亿元/2019 年 9 月	尚未付息
20 广新控股 SCP004	5.00	180 天	2.84	2020-02-26		尚未付息
20 广新控股 SCP006	5.00	180 天	2.80	2020-03-04		尚未付息
20 广新控股 SCP008	5.00	180 天	2.69	2020-03-13		尚未付息
20 广新控股 SCP010	2.00	270 天	2.50	2020-03-18		尚未付息
20 广新控股 SCP014	5.00	90 天	1.97	2020-04-17		尚未付息
20 广新控股 SCP015	5.00	90 天	1.94	2020-04-21		尚未付息
20 广新控股 SCP016	5.00	60 天	1.79	2020-04-22		尚未付息
20 广新控股 SCP017	5.00	90 天	1.93	2020-04-24		尚未付息
20 广新控股 SCP018	5.00	56 天	1.79	2020-04-28		尚未付息
20 广新控股 SCP019	8.00	56 天	1.80	2020-04-29		尚未付息
19 广新控股 MTN001	10.00	5 年	4.20	2019-01-23	23 亿元/2018 年 11 月	尚未付息
19 广新控股 MTN003	5.00	3 年	4.07	2019-05-29		尚未付息
19 广新控股 MTN004	8.00	3 年	3.70	2019-08-16		尚未付息

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
19 广新控股 MTN002	5.00	3 年	4.07	2019-04-12	23 亿元/2018 年 11 月	尚未付息
20 广新控股 MTN001	8.00	3 年	3.30	2020-02-14		尚未付息
20 广新控股 MTN002	10.00	5 年	3.37	2020-03-11		尚未付息
19 广新债 01	9.00	5 年	4.31	2019-07-12	38.40 亿元/2018 年 11 月	尚未付息

资料来源：广新控股

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推

进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业因素

该公司为广东省重要的国有资本投资公司，主业涉及铝合金加工、不锈钢制造、薄膜新材料、广告及外贸等多个业务领域，并在各细分领域保持了较突出的区域市场地位。

A. 铝型材加工行业

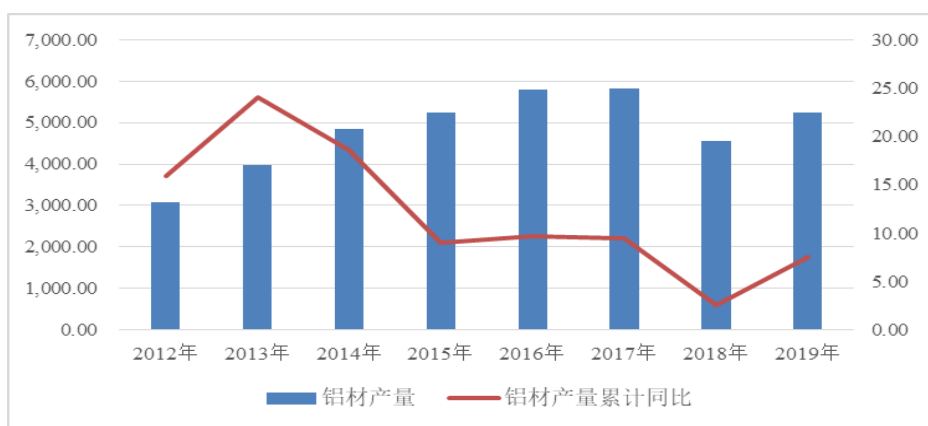
我国铝型材需求量和宏观经济增速高度相关，其中建筑铝型材受房地产市场景气度影响较大，而高附加值工业铝型材的市场潜力大。近年来，铝价波动较大，铝加工企业的成本管控存在一定压力。

铝型材按产品应用领域可划分为建筑铝型材和工业铝型材，前者主要应用

于房地产业和建筑装饰业，后者主要应用于交通运输、机械电子和耐用消费等领域。该公司子公司兴发铝业控股有限公司（简称“兴发铝业”）目前产品结构以建筑铝型材为主。

2015 年以来，随着我国经济增速放缓，铝材产量增速有所放缓。2015-2018 年，铝材产量分别为 5,236 万吨、5,796 万吨、5,832 万吨和 4,555 万吨，同比分别增长 9.00%、9.70%、9.50%和 2.60%（考虑统计数据调整）。2018 年以来我国铝工业深化供给侧结构性改革，严控电解铝新增产能，推进电解铝产能置换，铝材产量增速同比大幅下降。2019 年以来在下游需求增长的带动下，我国铝材产量增速有所回升，2019 年全国铝材产量为 5,252.20 万吨，同比增长 7.50%。

图表 2. 2012 年以来铝材产量及增速情况（万吨，%）



资料来源：Wind

下游需求方面，对于建筑铝型材，以建筑幕墙、复合窗和门业市场为代表，该类需求的增速区间与房地产行业高度相关。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。对于工业铝型材，近年随着国民经济产业结构转型升级，特殊材料的应用和需求逐年提升，对高附加值工业铝型材形成较大需求。未来随着我国对交通运输、航天航空领域的投资力度加大，预计高端工业铝型材的需求将进一步增长。

原材料供应方面，由于铝锭占铝型材生产成本的 80%以上，其价格波动对企业的生产成本和占用资金数额具有较大的影响。由于低弹性供给和高弹性需求导致供求不平衡以及大宗商品属性，铝价存在极强的周期性和波动性。2017 年以来受供给侧改革和下游需求回暖影响，铝价持续回升，价格一度突破 16,000 元/吨，年末价格回落，12 月末铝价为 14,710 元/吨，较年初上涨 15.10%。2018 年铝价小幅波动，下半年以来呈下降态势，年末降至 13,450 元/吨，全年均价为 14,198 元/吨，同比略有下降。2019 年以来，铝价波动较大，但整体呈上升趋势，12 月末铝价为 14,671 元/吨，较年初上涨 9.20%，全年均价约为 14,081.94 元/吨。2020 年初以来，受新冠疫情影响，铝价在 1 月初冲到高点后迅速回落，持续大幅下滑，4 月初探底 11,951.00 元/吨后，逐步反弹。截至 2020

年5月末，全国铝价为13,713.00元/吨。近年来国内铝价波动幅度加大，铝加工企业的成本控制压力有所上升，目前业内普遍采用“成本加成法”定价，以适度规避铝价波动风险。

竞争格局方面，铝型材加工制造业位于铝生产产业链下游，进入壁垒较低，目前我国铝型材行业面临产业结构不合理，低端产品产能过剩，而高端产品生产能力不足等问题。此外，产能分布不均衡和销售半径的限制决定铝型材市场竞争的地域特点较为明显，目前东南沿海和环渤海湾地区产能相对过剩，中西部地区生产企业相对较少。该公司子公司兴发铝业地理位置优越，销售半径优势明显，在建筑铝型材领域为行业龙头。

B. 不锈钢行业

我国不锈钢行业处于产能过剩阶段，产品价格受下游需求变动影响出现较大波动，原材料镍价的波动对企业成本控制提出一定挑战。

2017-2019年，我国不锈钢粗钢产量分别为2,577万吨、2,670.60万吨和2,940.00万吨，而我国不锈钢表观消费量分别为1,992.73万吨、2,132.36万吨和2,405.33万吨，近年来表观消费量增速较快，但产量也随之增长，仍处于过剩状态。2020年1-3月，中国不锈钢表观消费量为490.29万吨，受新冠疫情爆发后国内复工复产推迟影响，较上年同期下降10.26%。

2016年以来，受益于下游建筑和制造业景气度回暖，不锈钢价格持续上扬，2016年末达17,400元/吨。2017年，不锈钢价格受国家去产能政策和环保政策推进的影响，价格呈现先降后升，波动较大，全年均价为15,616元/吨，较上年增长18.31%。2018年以来，不锈钢价格较为平稳，年末有小幅下滑。2019年以来，不锈钢价格相对平稳，波动幅度明显小于镍价，其中2019年6-10月镍价快速上涨带动不锈钢价格有一波上扬，10月初增长至高点16,200元/吨，但随后受镍价回跌影响逐步回落，2019年末价格为15,200元/吨，全年均价为15,245元/吨，较上年下降2.37%。2020年初以来，不锈钢价格延续下降趋势，4月初触底13,000元/吨后逐步反弹，5月末价格升至14,000元/吨。

图表3. 不锈钢市场价格和LME镍现货价格走势（元/吨，美元/吨）



资料来源: Wind

镍为不锈钢生产的主要原材料之一，其价格波动对不锈钢生产企业影响较大。2016 年，LME 镍现货价从年初的 8,515 美元/吨上涨至 12 月最高的 11,735 美元/吨。2017 年以来镍价波动上升，年末达 12,260 美元/吨。2018 年 1-7 月，镍价保持上涨趋势，于 8 月初达 14,060 美元/吨的峰值，但此后镍价出现波动下滑，年末降至 10,670 美元/吨。2019 年以来，受印尼镍矿出口禁令影响，加之电动汽车行业发展，镍价持续大幅攀升，10 月初升至 18,000 美元/吨，较年初上涨 72.41%，但随后镍价持续下滑，年末降至 14,000 美元/吨。2020 年初，镍价持续大幅下滑，4 月初跌至 11,162 美元/吨，随后 LME 镍现货价呈小幅波动上行，2020 年 5 月末 LME 镍现货价为 12,120 美元/吨。作为不锈钢重要的成本构成的镍的价格波动使得不锈钢生产企业面临一定的成本控制压力。印尼和菲律宾为主要镍矿供应国，两国相关政策因素对我国不锈钢生产企业影响较大。

从不锈钢行业竞争格局来看，国内主要的不锈钢企业为青山控股集团有限公司（简称“青山控股”）、太钢不锈、宝山钢铁股份有限公司、张家港浦项不锈钢有限公司、广州联众不锈钢有限公司、酒泉钢铁（集团）有限责任公司等企业，前 10 家企业集中度 60% 左右，行业集中度相对较高，不锈钢行业竞争环境相对优于整体钢铁行业的竞争环境。综合来看，目前我国不锈钢行业仍处于产能过剩阶段，产品价格受下游需求变动影响出现较大波动，不锈钢原材料价格的波动对钢铁企业成本控制提出一定挑战。

C. 塑料制品行业

近年来塑料制品行业增速趋缓，2017 年行业经营业绩有所恢复，但 2018 年受原材料价格波动扩大和上涨影响，经营压力加大，2019 年以来原材料价格有所下降，成本压力减轻，但同质化竞争问题依然突出，仍面临较大的经营压力。该公司在薄膜领域具有较强的规模化经营和产品差异化竞争能力。

该公司子公司佛山佛塑科技集团股份有限公司（简称“佛塑科技”）主要产品为各类高分子功能薄膜，所处行业为塑料制品行业。

塑料制品业是指以合成树脂（高分子化合物）为主要原料，经采用挤塑、注塑、吹塑、压延、层压等工艺加工成型的各种制品的生产，以及利用回收的废旧塑料加工再生产塑料制品的产业。相对于金属、石材、木材，塑料制品具有成本低、可塑性强等优点，在国民经济中应用广泛，塑料工业在当今世界上占有极为重要的地位。

根据 Wind 数据查询显示，2019 年全国塑料制品行业产量达 8,184.20 万吨，累计同比增长 3.90%。从产品分类看，塑料薄膜产品产量规模在全国塑料制品行业中最大，根据智研咨询数据，2019 年我国塑料薄膜产量为 1,594.62 万吨，同比增长 16.35%，增速较上年提升 15.46 个百分点。我国包装塑料薄膜行业呈现明显的区域性特征，厂商主要分布在浙江、广东、河南、江苏、福建等地区，其中，2019 年浙江省塑料薄膜产量超过广东省，位居第一，广东省位居第二。

近年来，我国塑料薄膜制造业规模以上企业主营业务收入呈增长态势，但增速有所放缓。根据中国包装联合会数据显示，2019 年我国塑料薄膜制造业规模以上企业累计完成营业收入 2,704.93 亿元，同比增长 4.26%，增长率较上年降低 2.64 个百分点。

从国际贸易数据看，2019 年塑料制品业累计出口量 1,424.00 万吨，同比增长 8.50%；出口金额达 483.14 亿美元，同比增长 11.20%，增速较上年有所回落。主要系 2018 年 6 月美国政府发布了对中国进口 500 亿美元商品加征 25% 关税的商品清单，其中塑料制品行业 36 个涉税商品 2017 年对美出口额达 90.88 亿美元，占塑料制品对美出口总额的 60.45%，对产品出口依赖美国市场的企业影响较大。虽然美国于 2020 年初先后发布加征关税商品豁免清单，其中涉及及部分塑料制品，但受新冠肺炎疫情冲击，全球经济贸易形势仍不乐观。

图表 4. 2015 年以来上游原料价格变化趋势（元/吨）



资料来源：Wind

塑料制品上游原辅料主要包括 PVC 树脂、MDI、TDI 等。2019 年以来，PVC 树脂价格波动上涨，5 月份升至 7,200 元/吨后开始逐步小幅回落至 6,800 元/吨左右水平，但年末迎来反弹，12 月初升至 7,225 元/吨峰值。2020 年初，PVC 树脂价格持续下降，2 月底降至 6,305 元/吨。2018 年以来，主要因市场供需失衡，MDI、TDI 的价格呈震荡下滑态势。2019 年以来，MDI 和 TDI 价格在经历年初一波上涨后又延续了 2018 年的下滑态势。2020 年以来，受新冠疫情爆发影响，MDI 和 TDI 价格持续下滑，4 月末分别跌至 13,250 元/吨和 9,200 元/吨。5 月份以来，国内疫情得到控制，MDI 和 TDI 价格逐步震荡回暖，但目前仍处于低位。

塑料加工行业呈现功能化、轻量化、生态化和微成型发展趋势。行业主要依据《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》、《塑料加工业技术进步“十三五”发展指导意见》和《中国制造 2025》指引，重点发展多功能、高性能材料及助剂，力争在功能化、绿色化和环境友好化等方面取得突破；加快绿色、节能、高校新型加工成型工艺与技术的开发与应用；围绕高端化，加快中高端产品比例等。为此，中国塑料加工工业协会开展了为期两年的中国塑料加工业科技创新年（2017-2018）活动。2020 年是国家“十三五”收官和启动“十四

五”规划的关键之年，目前，中国塑料加工工业协会正在积极推进编制《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》、《塑料加工业“十四五”技术进步指导意见》，将继续推进供给侧结构性改革，加快行业向中高端化发展。

由于高性能薄膜材料具有较高的技术壁垒、资金壁垒，国内能够生产高性能薄膜材料的企业家数为数不多，在高端市场拥有一定的定价能力，产品毛利率维持相对较高的水平。但是，随着传统薄膜企业进入与国外大型薄膜制造企业参与，行业竞争趋于激烈。目前国内薄膜制造企业较多，但薄膜细分产品的功能差异较大，主要龙头企业包括佛塑科技、东材科技及沧州明珠等。佛塑科技是我国塑料新材料行业的龙头企业之一，已经形成一定的规模化优势和差异化能力。

D. 广告行业

广告行业的发展与整体宏观经济状况高度相关，目前我国已经成为了世界第二大广告市场；且广告行业属于国家重点扶持的文化创意产业，得到政策支持，发展空间较大。传统广告代理公司面临市场革新，受到新媒体广告代理公司冲击较大。广告的代理公司差异化程度较小，行业集中度较低，竞争较为激烈。2020 年初，广告行业受新冠疫情影响冲击较大，广告业收入严重下滑，企业资金运转面临一定压力。

广告行业依附于实体经济，其发展与整体宏观经济状况高度相关。目前中国已经成为了世界第二大广告市场。根据国家市场监管总局数据，2019 年全国广告产业经营额为 8,647.28 亿元，同比增长 8.54%，受经济环境下行的影响增速较上年有所放缓，同比下降 7.34 个百分点。近年来，新媒体广告获得快速增长，市场地位日趋升高，成为拉动全行业增长的主要力量。根据国家市场监管总局数据，从广告细分市场看，2019 年以电商为主（占比约 36%）的互联网广告营业额为 4,367.00 亿元，同比增长 18.20%；报社和期刊社广告得益于新媒体经营和多元化投入，2019 年经营额也扭转了之前的下跌局面，当年营业额分别为 373.52 亿元和 67.58 亿元，同比分别增长 19.50%和 15.00%。而同期，作为传统广告渠道之一的电视台及广播电台广告 2019 年的经营额均减少，分别为 1,341 亿元和 128.82 亿元，同比分别下降 14.30%和 5.70%，其中电视台广告经营额创下自 2009 年以来的最大跌幅。

广告产业链涉及广告主、广告代理商、广告公司、媒介和消费者等几大主体，广告公司在产业链中处于中介地位，传统的广告投放方式为广告主通过广告代理商购买媒介的广告位，广告公司帮助广告主进行前期调查和预测，进行策划和创意，完成广告作品的设计、制作以及投放。截至 2019 年末全国广告经营单位 163.31 万户，同比增长 18.69 %。随着广告营商环境不断优化，2019 年私营企业、个体工商户成为广告业最主要的两种经营单位，其中私营广告经营单位占比高达 72.75%，个体工商户广告经营单位占比为 15.94%。此外，外商投资的广告经营单位数量同比增长 60.78%。在广告监管方面，2019 年全国共查处违法广告案件 37,399 起，同比下降 9.54%，市场监管成效显著，

违法案件降幅明显。

从上游广告媒介的构成来看，国内外发展趋势基本一致，互联网、手机等新兴媒体正逐渐侵蚀传统平面媒体的广告市场份额。广告收入增长主要由互联网广告规模上升带动。2019 年互联网广告总收入 4,366.68 亿元，年增长率为 18.21%，保持了较快的增长速度。从下游消费情况来看，近年来我国广告市场消费活跃度显著提升，2019 年全国人均广告消费额为 619.57 元，较 2010 年的增幅达 341.26%。从客户构成来看，行业集中度较大，2019 年前 10 大广告投入行业占比达 60.00%，以食品饮料、房地产、汽车、食品饮料等行业为主，2019 年食品行业投放额为 919 亿元，占整体广告市场投放的 10.60%，以连续 6 年位居第一。2019 年的互联网广告投放中，排名前三的分别是食品饮料、个护及母婴和交通，占比分别为 30.59%、23.58%、7.52%。

政策环境方面，国家工商总局分别出台《关于推进广告战略实施的意见》和《广告产业发展“十三五”规划》，将广告行业归入国家重点扶持的文化创意产业。根据国家工商总局发布的《广告业发展“十三五”规划》，2020 年末我国将建设 5 个以上年经营额超 100.00 亿元、10 个以上年经营额超 50.00 亿元的广告产业园区。认定国家广告产业园区 30 个，各类广告产业园区和广告产业集聚区的广告经营额占当地广告经营额比重在 40%以上，形成以国家广告产业园区骨干、区域广告产业园区为补充的广告业集聚区框架，辐射和带动广告业集约化发展。此外，随着广告产业的不断成熟和竞争日益激烈，广告行业集中度正不断提高，一些拥有资本和规模优势的公司不断扩张，国内实力雄厚的广告公司整合其他广告公司，形成具有本土特色、经营规模化的广告集团。

国内广告行业进入门槛低，参与市场竞争的企业普遍规模较小，人员素质参差不齐，行业低端市场竞争激烈。与发达国家成熟市场相比，我国广告行业市场机制不够完善，行业自律性较弱，竞争秩序仍需要进一步的规范与完善。这种现状不利于我国广告行业的长期健康发展。广告行业内竞争仍主要体现为新媒体传播方式与传统媒体传播方式之间的竞争、广告内容创新与传统广告模式之间的竞争。面对新媒体及广告内容创新形式的冲击，广告媒介公司加快数字化转型的同时积极探索在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的融合。这也导致行业内企业跨行业、跨媒体资产重组较多，涉及互联网金融、大数据、网络游戏等新业态。

2020 年初，受新冠疫情爆发影响，广告行业掉单现象频现，收入下滑严重，企业资金运转困难。根据中国广告协会发起的“新冠肺炎疫情对中国广告业的影响及企业诉求调查”后统计报告显示，疫情影响下，广告业主要问题为企业资金运营困难，广告行业企业现金周转周期较短，大多数只能维持短时生存。而疫情爆发后，有 33.0%的企业出现长期合作客户或大客户掉单现象，另外有 28.6%的企业出现大量客户停止合作、业务几近停摆的情况，广告行业企业收入受到较大冲击。

E. 外贸行业

2019年我国外贸发展整体较为平稳，全年进出口贸易总值为31.54万亿元，同比增长3.4%，增速较上年（9.7%）有所下降。其中，出口17.23万亿元，同比增长5%；进口14.31万亿元，同比增长1.6%；贸易顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。

2019年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长8.0%、下降10.7%和增长14.1%，三者合计占我国进出口总值的41.29%，其中东盟替代美国成为我国第二大贸易伙伴。同期，我国对“一带一路”沿线国家合计进出口9.27万亿元，增长10.8%，高出整体增速7.4个百分点，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力正在持续释放，成为拉动我国外贸发展的新动力。

从进出口企业类型来看，2019年，我国民营企业首次超过外商投资企业，成为我国第一大外贸主体。全年民营企业进出口额为13.48万亿元，同比增长11.4%，占我国外贸总值的42.7%，比2018年提升3.1个百分点。其中，出口为8.9万亿元，同比增长13%；进口额为4.58万亿元，同比增长8.4%。外商投资企业进出口额为12.57万亿元，占我国外贸总值的39.9%。国有企业进出口额为5.32万亿元，占16.9%。

作为外向型经济大省，广东省对外贸易依存度较高，但近年来受外贸不利环境影响，全省对外贸易依存度处于下行空间。2017-2019年，广东省对外贸易依存度¹分别为75.83%、73.59%和66.31%，同期广东省全年进出口总额分别为68,156亿元、71,618亿元和71,437亿元，分别同比增长8.0%、5.1%和减少0.2%。其中2019年广东省出口金额为43,379亿元，同比增长1.6%；进口金额为28,057亿元，同比下降2.9%。

2020年1月15日，中美第一阶段经贸协议正式签署。截至2020年1月末，美国贸易代表办公室（USTR）已公布8批2000亿美元加征关税商品排除清单，贸易环境有所改善。但2020年初爆发的新冠疫情，短期内对我国出口业务形成冲击。受疫情影响，企业开工延期，尤其对劳动密集型的外贸企业形成较大冲击。同时，物流运输受限，海关检疫趋严，加上国际社会对疫情担忧持观望态度，进出口贸易业务短期内受到较大影响。

2. 业务运营

该公司已形成先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品大健康、文化创意与大数据营销和新型外贸五大核心业务板块，并在部分领域形成较强的竞争实力。跟踪期内，主要受益于先进制造业快速发展及合并丝纺集团，公司营业毛利显著增长。近年来公司长期股权投资企业经营情况良好，投资收益成为盈利重要来源。跟踪期内，公司计提大额资产减值损失，对利润侵蚀较大，但近三年净利润总体仍保持增长。

¹对外贸易依存度=进出口总额（万亿元）/地区生产总值（万亿元）*100%。

经过多年多元化发展，该公司业务已覆盖先进制造业（铝型材加工、镍合金）、新能源新材料（渗析材料、光电材料和阻隔材料等）、生物医药及食品大健康、文化创意和大数据营销、新型外贸五大业务板块。跟踪期内，公司合并广东省丝绸纺织集团有限公司（简称“丝纺集团”）并入公司后业务范围进一步扩大。丝纺集团主要经营茧丝绸、纺织服装、轻工机电、五金化工、土畜产、医药保健等商品的进出口贸易及丝绸文化产业园的建设，进出口规模稳居丝纺行业首位。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务	运营主体	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
铝型材加工、镍合金	兴发铝业、广青科技	华南市场为主	规模/成本/技术等
新能源新材料	佛塑科技	国内/华南	规模/成本/技术等
广告营销	省广集团	国内广告主	经营规模/客户资源/业务渠道
生物医药及食品大健康	星湖科技、省食品公司	国内、欧美、东南亚	技术/成本/管理
新型外贸	贸易公司	欧洲、美洲	规模/资本/业务渠道

资料来源：广新控股

（1）主业运营状况/竞争地位

2017-2019年该公司核心业务收入分别为502.72亿元、497.18亿元和603.19亿元，其中2019年增长显著主要系先进制造业收入大幅增加及合并丝纺集团全年收入。分板块来看，先进制造业（主要为铝型材加工业务和镍合金业务）为公司最大收入来源，近三年发展迅速，并分别实现收入261.88亿元、276.03亿元和350.20亿元，2019年在核心业务收入中占比达58.06%；公司第二大收入贡献来源于文化创意和大数据营销业务，近三年分别实现收入112.95亿元、121.15亿元和115.36亿元，随市场变化而波动；新能源新材料收入规模相对较小，近三年业务收入小幅波动，2019年为28.80亿元，同比下降1.20%；生物医药及食品大健康业务收入持续下滑，2019年收入由2017年的29.33亿元减少至20.29亿元；近年来公司逐步清退与企业主业无关、企业议价能力弱的贸易企业，贸易业务规模持续压缩，2019年收入同比减少18.64%至40.41亿元，占核心业务收入的比重下降至6.70%；2019年，公司合并范围增加了丝纺集团，新增营业收入48.13亿元，在核心业务收入中占比7.98%。

2020年第一季度，该公司实现营业收入106.41亿元，较上年同期下降8.48%，其中核心业务收入为88.70亿元，较上年同期下降15.96%。主要受新冠疫情影响，公司延迟复工，加之市场需求下降、物流受阻等，先进制造业和外贸业务受影响程度较大，当期业务收入同比下降20.32%至50.93亿元，公司其他核心业务板块收入亦受到不同程度的冲击。

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计		568.93	562.77	671.70	106.41	116.30
其中：核心业务收入		502.72	497.18	603.19	88.70	105.55
在营业收入中所占比重		88.36	88.32	89.80	83.36	90.76
其中：（1）先进制造业（铝型材加工、镍合金）	金额	261.88	276.03	350.20	50.93	63.92
	占比	52.09	55.52	58.06	57.42	60.56
（2）新能源新材料	金额	27.72	29.15	28.80	4.29	5.46
	占比	5.51	5.86	4.77	4.84	5.17
（3）生物医药及食品大健康	金额	29.33	21.18	20.29	5.00	5.29
	占比	5.83	4.26	3.36	5.64	5.01
（4）文化创意和大数据营销	金额	112.95	121.15	115.36	16.08	22.29
	占比	22.47	24.37	19.12	18.13	21.12
（5）新型外贸	金额	70.84	49.67	40.41	5.88	8.60
	占比	14.09	9.99	6.70	6.63	8.14
（6）丝纺集团	金额	-	-	48.13	6.52	-
	占比	-	-	7.98	7.35	-

资料来源：广新控股

该公司其他业务收入主要包括海上供油、船舶制造，2017-2019 年及 2020 年第一季度其他业务收入分别为 66.21 亿元、65.72 亿元、68.83 亿元和 17.73 亿元，毛利率分别为 37.96%、4.66%、7.80%和 5.36%，波动较大。其中，2017 年毛利率较高主要因羽绒厂地块出让，土地出让收入为 25.63 亿元。

A. 先进制造业

该公司先进制造业板块主要包括铝合金加工和镍合金制造，2017-2019 年及 2020 年第一季度，该板块分别实现收入 261.88 亿元、276.03 亿元、350.20 亿元和 50.93 亿元；毛利率分别为 6.81%、9.90%、12.36%和 10.50%。

铝型材加工²

兴发铝业³为该公司铝型材业务的主要经营主体。兴发铝业成立于 1984 年，是中国建筑用铝型材龙头企业，同时也是中国最大的地铁机车导电铝型材供应商。2017-2019 年兴发铝业铝型材业务分别实现收入 71.21 亿元、94.36 亿元和 112.81 亿元，在产销量增长的带动下呈快速增长态势；毛利率分别为 14.01%、13.60%和 13.21%，呈下滑趋势，主要因近年来建筑铝型材市场竞争加剧，产品价格略有下降。

兴发铝业主要产品为建筑铝型材和工业铝型材两类，其中建筑铝型材应用于建筑门窗、幕墙等，工业铝型材用途更为广泛，包括电子产品、航空产品零

² 由于兴发铝业为香港上市公司，根据香港证监会要求，除已在香港公开市场披露信息之外，其他公开市场不得披露企业信息，因此本报告未披露最新产能、产量等数据。

³ 2011 年 7 月，该公司子公司香港广新铝业有限公司收购兴发铝业 29.43%股权，其后在二级市场增持至 30.00%，成为其第一大股东。

部件、机电材料等。截至 2019 年末，兴发铝业建筑铝型材和工业铝型材产能分别达 36 万吨/年和 16 万吨/年。目前，兴发铝业已在广东佛山、江西宜春、四川成都及河南焦作建立了生产基地。

原材料采购方面，铝锭/铝棒占铝型材总完全成本的 70-80%，一般批量采购。兴发铝业的上游供应商主要为佛山市兴晟铝材有限公司、佛山市颐德行金属贸易有限公司等铝锭开采商及代理商。采购结算方面，兴发铝业主要采用 60-120 天的银行承兑汇票或货到付款的方式结算，平均账期不超过 60 天。兴发铝业铝锭/铝棒的采购量随产量同步增长，其中铝棒的采购占比逐步提升。随着国家供给侧改革清理整顿电解铝无效产能和下游需求的增长，2016-2017 年铝锭和铝棒的采购均价有较大幅度上涨。2018 年铝价小幅波动，下半年以来呈下降态势，但 2019 年以来又波动上升。为避免价格波动带来损失，兴发铝业在期货市场将部分铝锭/铝棒采购价格锁定。

销售方面，近三年一期兴发铝业建筑铝型材和工业铝型材产销率均维持在较高水平。随着市场需求的扩大和产能的提升，近三年产品销量不断增长，2019 年兴发铝业建筑铝型材和工业铝型材销量分别为 47.33 万吨和 13.64 万吨，分别同比增长 24.15%和 1.48%。其中，近三年建筑铝型材收入持续增长，分别为 55.83 亿元、72.20 亿元和 87.33 亿元；工业铝型材产品应用领域覆盖电子家电、印刷、交通及航空航天等领域，近三年销售收入分别为 16.57 亿元、22.16 亿元和 22.11 亿元，受产品售价影响呈小幅波动。未来公司将重点开拓工业铝型材市场，位于广东三水工业园的精密制造项目正在建设中，规划为生产高端电子通讯设备、散热器材、医疗器械及军工应用等领域的高端工业铝型材，预计 2020 年 9 月份可实现产出。

兴发铝业产品销售主要采用直销模式，建筑铝型材一般直接面向建筑公司、装饰材料公司及铝型材销售终端企业；工业铝型材直接面向厂家销售。结算方式方面，兴发铝业对经销商、新客户和小型企业采用现款现货模式；对超大型企业或央企，采用月结模式，账期一般 2-3 个月。

图表 7. 铝型材主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、亿元）

产品种类	指标	2017年	2018年	2019年
建筑铝型材	销量	29.04	38.12	47.33
	销售均价	1.92	1.89	1.85
	销售收入	55.83	72.20	87.33
工业铝型材	销量	10.23	13.44	13.64
	销售均价	1.62	1.65	1.62
	销售收入	16.57	22.16	22.11

资料来源：广新控股

不锈钢、镍合金制造

广东广青金属科技有限公司（简称“广青科技”）为该公司不锈钢、镍合金业务的经营主体。广青科技由公司全资子公司广东省广新盛特投资有限公司（简称“广新盛特”）与青山控股共同出资设立，青山控股是国内最大的民营不锈钢生产企业集团。公司与广新盛特合计持有广青科技 48.72%股权，为广青

科技第一大股东。2017-2019 年及 2020 年第一季度广青科技分别实现收入 164.84 亿元、176.67 亿元、229.77 亿元和 40.65 亿元，毛利率分别为 3.99%、7.80%、11.19%和 7.80%，其中 2019 年毛利率提升主要得益于公司产品结构调整。

广青科技主要产品为不锈钢坯、碳钢和镍合金，其中不锈钢坯和碳钢生产线可通用。在生产工艺上，广青科技采用红土矿炼精制镍铁的回转窑-矿热炉（RKEF）工艺技术，技术水平居行业领先。截至 2020 年 3 月末，广青科技不锈钢坯和碳钢年产能合计 200 万吨，镍合金年产能 90 万吨。近三年一期，受市场波动及生产线调整影响，广青科技主要产品产量均有较大波动，2017-2019 年及 2020 年第一季度，广青科技镍合金坯产量分别为 74.13 万吨、97.61 万吨、75.06 万吨和 13.10 万吨；不锈钢坯产量分别为 147.11 万吨、123.18 万吨、235.66 万吨和 38.55 万吨，其中 2019 年由于碳钢利润较低，公司碳钢生产线全部转产不锈钢，不锈钢坯产量大幅提升；同期，碳钢产量分别为 39.80 万吨、88.48 万吨、0.50 万吨和 0 万吨。从产能利用率来看，镍合金产品受品位变化影响波动较大，近三年一期分别为 82.37%、108.46%、83.40%和 58.22%；同期，不锈钢坯、碳钢二者综合产能利用率分别为 93.46%、105.83%、118.08%和 77.10%。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，广青科技推迟开工，主要产品产量及产能利用率均大幅下滑，目前随着国内疫情的缓解，复工复产进程加快，生产情况有所改善。

图表 8. 近三年一期公司不锈钢、碳钢产能产量（单位：万吨）

产品	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量
不锈钢坯	100	147.11	100	123.18	200	235.66	200	38.55
碳钢	100	39.80	100	88.48	-	0.50	-	-
合计	200	186.91	200	211.66	200	236.16	200	38.55
镍合金	90	74.13	90	97.61	90	75.06	90	13.10

资料来源：广新控股

广青科技销售渠道较为通畅，近三年产销率维持在 90%以上的较好水平。从产品价格看，不锈钢坯产品销售均价受原材料价格影响呈波动，2019 年以来显著下滑，当年销售均价为 1.02 万元/吨，2020 年第一季度叠加新冠疫情影响进一步降至 0.86 万元/吨；而近三年碳钢产品销售均价保持不变，维持在 0.32 万元/吨。广青科技销售客户集中度很高，且大客户以广东广青金属压延有限公司为主，2019 年前五大客户销售金额合计 205.15 亿元，占销售收入比重 89.29%，其中对广东广青金属压延有限公司销售 127.27 亿元，占比 55.39%。销售结算方式方面，广青科技主要采用交货后 7-15 天之内付款的方式进行结算，账期有所延长，但账款周转速度仍较快。

图表 9. 近三年一期公司钢卷销售量、销售均价变化情况（单位：万吨，万元/吨）

产品类别	指标	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
不锈钢坯	销量	150.01	120.89	220.78	46.64
	销售均价	1.01	1.21	1.02	0.86

产品类别	指标	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
	销售收入	151.96	146.66	224.99	40.13
碳钢（Q235B）	销量	37.32	87.75	3.08	-
	销售均价	0.32	0.32	0.32	-
	销售收入	11.80	27.87	0.97	-

资料来源：广新控股

原材料方面，广青科技用于生产不锈钢钢坯的镍合金部分自产供应，2017-2019 年及 2020 年第一季度自给率分别为 27.90%、40.00%、31.72%和 26.00%。镍合金生产原材料主要是红土镍矿、高铬、镍铁等合金及矿产等。红土镍矿在镍合金生产成本中占比达到 48%，是非常重要的战略资源。印尼是主要的红土镍矿供应国，为避免再次出现 2012 年印尼金属矿产禁止出口的政策限制，广青科技积极开展红土镍矿的战略储备，一方面，在印尼投资 60 万吨的镍铁项目，将红土镍矿生产成镍铁块后再进口至国内；另一方面，于 2012 年下半年开始拓展菲律宾采购渠道，并形成较为密切的合作关系。菲律宾镍矿品位较高，供应充足，产品价格较印尼高，但运费较低。近三年一期，广青科技各类主要原材料采购量随着产量变化和库存变化呈波动状态，2018 年由于上年积累较多库存，主要原材料采购量均有所下降，2019 年在产量增长的带动下，加之受印尼镍矿出口禁令传闻影响，公司为抵御原材料采购风险而提前采购原材料进行锁价，主要原材料采购量除纯镍外均呈倍增长。从采购均价看，近三年红土镍矿价格保持平稳，纯镍与镍铁水价格逐年上涨，高铬价格降幅较大，镍铁价格小幅波动。总体来看，2019 年采购金额占比最大的高铬和镍铁价格下降，对公司控制成本较为有利。2020 年一季度，原材料采购价格均有所下降。

广青科技供应商较为稳定但集中度相对较高，近年来前五大供应商采购金额占比均超 50%，前五大供应商主要为广东吉瑞科技集团有限公司、青山控股、汪清青拓再生资源有限公司、广东世纪青山镍业有限公司和阳江翌川金属科技有限公司，2020 年第一季度采购额合计 78.68 亿元，占比 54.19%。

图表 10. 近三年一期广青控股原材料采购情况

采购原料品类	项目	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
纯镍	采购量（万吨）	1.63	1.09	0.96	-
	采购均价（万元/吨）	8.47	9.00	9.27	-
	采购金额（亿元）	13.84	9.77	8.88	-
高铬	采购量（万吨）	44.88	21.48	59.49	11.18
	采购均价（万元/吨）	0.96	0.66	0.62	0.54
	采购金额（亿元）	43.28	14.09	36.68	6.02
红土镍矿	采购量（万吨）	252.45	225.08	561.65	16.74
	采购均价（万元/吨）	0.03	0.03	0.03	0.02
	采购金额（亿元）	7.26	7.02	17.68	0.37
镍铁	采购量（万吨）	18.25	12.38	35.05	8.9
	采购均价（万元/吨）	1.02	1.11	1.07	1.00

采购原料品类	项目	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
	采购金额（亿元）	18.54	13.72	37.42	8.94
	采购量（万吨）	30.51	29.24	28.32	4.40
镍铁水	采购均价（万元/吨）	0.86	0.90	0.98	0.93
	采购金额（亿元）	26.39	26.46	27.84	4.09

资料来源：广新控股

目前，该公司投资的广东广青金属压延有限公司（简称“广青压延”）不锈钢深加工项目已完工，三条生产线已全部投产，其中1780mm不锈钢热轧生产线，年产能220万吨；1250mm退火酸洗生产线，年产能65万吨；1550mm退火酸洗生产线，年产能75万吨。截至2020年3月末累计生产生产304系不锈钢黑皮25.10万吨，生产304系不锈钢白皮19.35万吨，J系不锈钢黑皮11.96万吨，J系不锈钢白皮6.57万吨。

B. 新能源新材料板块

新能源新材料板块业务主要为薄膜业务，运营主体主要为佛塑科技。截至2020年3月末，该公司持有佛塑科技26.21%股权。佛塑科技产品种类多，具有较强的研发能力，其中偏光膜、无孔透湿防水功能薄膜、微压拉伸透气膜等优势产品保持行业领先地位，整体竞争实力强。2019年佛塑科技研发投入同比增长4.78%至0.89亿元，占营业收入的3.12%。当年佛塑科技新增专利申请33项，其中发明专利申请25件，获得专利授权16项，其中发明专利2件；共有11项新产品通过广东省高新技术产品认定。

图表 11. 佛塑科技主要产品的技术基础

	渗析材料	电工材料	光电材料	阻隔材料
主要技术	微孔化结构控制、多种成孔工艺技术、膜组件设计与制造	洁净生产技术、介电性能评价、极端环境下性能优化	洁净生产技术、偏光化工艺过程、高分子光学改性技术	多层阻隔与热封材料设计，聚合物薄膜深加工工艺技术

资料来源：广新控股

佛塑科技核心产品包括阻隔材料、光电材料和渗析材料等薄膜产品，2019年收入分别为9.99亿元、3.71亿元和3.76亿元，其中阻隔材料因销量及售价双重下降影响，收入较上年减少13.58%；毛利率分别为18.65%、29.80%和20.28%，较上年分别上升3.65个百分点、下降2.53个百分点和0.19个百分点。

截至2020年3月末，佛塑科技阻隔材料、光电材料和渗析材料年产能分别为111,012吨、8,090吨和16,496吨。其中，阻隔材料多为传统薄膜产品，近年来通用薄膜需求减弱，市场竞争较为激烈，佛塑科技淘汰落后产能和推进差异化阻隔材料，但产能利用率仍偏低，2019年为62.90%；光电材料盈利能力强，近三年产能持续增长，2017-2018年均超负荷生产，2019年产能利用率降至94.78%，主要是行业新增较多产能；2019年得益于华韩设备生产线提速，渗析材料产能小幅增加，且产能利用率进一步提升至101.25%。2020年第一季度，阻隔材料年产能有所减少，主要系配合市场及产品需求，生产线降速生产所致；光电材料和渗析材料年产能保持不变。但受疫情影响，佛塑科技延迟开

工，主要产品生产规模骤减，导致当期产能利用率均显著下滑。

佛塑科技薄膜产品成本中原材料成本占比约 78%左右。为加强成本管控能力，佛塑科技执行大宗原材料集中采购制度，集中采购的原材料包括聚丙烯、聚乙烯、对苯二甲酸（PTA）、乙二醇（MEG）等。上述原料系石油的裂化下游产品，价格随石油价格波动变化，佛塑科技面临原料采购价格波动风险较大。2019 年以来，国际原油价格震荡下跌，佛塑科技主要原材料采购价格较上年均有不同程度下降。其中，MEG 和聚乙烯采购均价跌幅较大，较上年分别下降 32.57%和 10.45%。2020 年第一季度，受国际原油价格暴跌叠加新冠疫情影响，佛塑科技主要原材料采购价格在 2019 年的低点上进一步大幅下滑，其中 PTA、MEG、聚丙烯和聚乙烯采购均价较上年分别下降 32.53%、12.12%、23.30%和 23.10%。未来国际原油价格波动趋势尚不明朗，原材料价格波动风险较大，佛塑科技仍承受一定的原料成本管控压力。

图表 12. 佛塑科技主要原料的采购数据（吨，元/吨）

原料类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
PTA	采购量	13,722	10,109	11,043	2,153	2,621
	采购均价	4,560	5,656	5,173	3,862	5,724
MEG	采购量	5,964	4,781	4,425	768	825
	采购均价	6,161	6,386	4,306	3,872	4,406
聚丙烯	采购量	48,259	31,527	35,978	6,026	9,020
	采购均价	8,668	9,345	9,246	8,073	10,525
聚乙烯	采购量	37,687	36,318	28,589	5,538	8,409
	采购均价	9,018	9,099	8,148	6,928	9,009

资料来源：广新控股

佛塑科技主要与中石化、中石油和中海油等大型供应商签订长期供货合同，原材料供货稳定且有保障，2017-2019 年原材料供应商前五名合计采购额分别为 3.39 亿元、4.52 亿元和 3.39 亿元，分别占年度采购总额的 21.01%、23.79%和 24.33%。在采购结算方面，佛塑科技与国内大型供应商采取的结算方式包括 90 天或 180 天银行承兑汇票，付款保函项下 30 天内电汇结算和电汇项下先款后货；少部分经销商或二级市场供应商采取货到付款结算，期限一般为 30~180 天。国外结算方面，佛塑科技多采用 60 天或 90 天的远期信用证，少部分采用在签订合同时预付部分货款，到货后结清尾款的方式。

图表 13. 佛塑科技主要产品的销售数据（吨，%，元/吨）

产品分类	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
阻隔材料	销量	76,192	78,317	70,661	12,479	17,070
	产销率	99.91	100.33	100.95	91.24	99.49
	销售均价	15,208	14,759	14,137	15,520	15,141
光电材料	销量	7,785	7,048	7,830	1,191	1,641
	产销率	93.92	88.87	102.11	89.75	94.69
	销售均价	49,865	52,453	47,433	50,431	52,774

产品分类	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
渗析材料	销量	16,011	15,522	16,670	3,498	3,932
	产销率	105.98	97.03	99.81	97.38	102.85
	销售均价	19,840	21,471	22,559	27,748	22,459

资料来源：广新控股

佛塑科技采取随行就市的定价策略，销售模式包括经销商销售和客户直销，其中阻隔材料中的复合编织布主要通过经销商销售，其他产品以直销为主。佛塑科技已建有覆盖全国的销售网络，且为快速响应市场需求和降低物流成本，在异地建立了多家分公司和子公司，如南宁、成都、宁波、临汾和天津等地。2019 年佛塑科技主要产品产销率均处于 100%左右的高水平。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，物流受阻，阻隔材料、光电材料和渗析材料产销率分别降至 91.24%、89.75%和 97.38%。

销售价格方面，2017-2019 年佛塑科技渗析材料销售均价呈持续上涨趋势，光电材料销售价格受原材料价格波动和市场因素影响呈现一定波动，而阻隔材料销售均价受市场竞争加剧影响持续下滑，2019 年阻隔材料、光电材料和渗析材料销售均价分别为 14,137 元/吨、47,433 元/吨和 22,559 元/吨。结算方式方面，佛塑科技针对不同产品、不同市场制定了不同的销售结算政策。其中，国内销售时主要以电汇为主，60~120 天银行承兑汇票，但绝大部分回款期在 60~180 天以内。2017-2019 年，佛塑科技前五大客户合计销售额分别为 4.20 亿元、4.59 亿元和 3.79 亿元，分别占年度销售总额的 17.71%、17.03%和 13.87%，总体下游客户集中度不高，主要与光电材料、阻隔材料客户较为分散有关。但是，佛塑科技的渗析材料客户集中度较高，销售模式多为客户直销，客户主要为宝洁、花王和金佰利（好奇）等大公司 and 国内知名企业。从销售区域分布看，佛塑科技薄膜产品主要销往华南、华东地区。

在国际市场开发方面，佛塑科技薄膜产品已进入了美国、欧洲、日本、台湾、东南亚和俄罗斯等国家和地区。2017-2019 年及 2020 年第一季度佛塑科技产品出口额分别为 3.62 亿元、3.96 亿元、3.10 亿元和 0.64 亿元，分别占当期营业收入的比重 14.41%、14.66%、16.07%和 16.71%。国外销售结算包括 D/P（付款交单）、D/A（承兑交单）、LC（信用证）或 T/T（电汇）等方式。

C. 文化创意和大数据营销

文化创意和大数据营销板块的主要业务为传统媒介代理和数字营销（统称为媒介代理），运营主体主要为省广集团，截至 2020 年 3 月末，该公司持有省广集团 20.77%的股权。省广集团是目前本土广告行业的龙头企业，凭借核心业务的差异化以及长久以来积累的品牌优势，整体竞争实力强，目前收入和利润规模均位居行业前列。2017-2019 年及 2020 年第一季度，该板块分别实现收入 112.95 亿元、121.15 亿元、115.36 亿元和 16.08 亿元；毛利率分别为 12.21%、14.34%、15.10%和 14.46%。

省广集团传统媒介代理业务及数字营销业务经营模式基本相同，利润均主

要源于所收广告费和所支媒介费之间的差额，因此业务收入规模及盈利水平受下游客户投放量、投放金额及上游供应商采购成本变动影响较大。其中，影响投放量及投放金额的因素主要为下游客户粘性 & 客户自身经营情况，影响采购成本的因素主要有采购对象及采购模式。省广集团客户的行业集中度相对较高，大客户多为汽车企业，2019 年省广集团前五大客户销售金额合计 36.49 亿元，占比 31.63%。销售结算方面，主要通过 60~120 天银行承兑汇票或现金转账结算，平均账期不超过 60 天。

图表 14. 近年公司媒介采购额情况

主导产品或服务	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
传统媒介采购额（亿元）	58.62	56.62	40.72	5.16
数字营销媒介采购额（亿元）	36.84	42.73	51.30	14.47
合计	95.46	99.35	92.02	19.63

资料来源：广新控股

随着新兴媒体的普及使得消费者接触媒体的习惯逐步转变，上游客户广告投放亦逐步向新媒体倾斜，受此影响近年来省广集团对互联网媒介的采购金额大幅增长，而对传统媒介的采购金额则持续下降。在采购模式方面，目前省广集团一般采用常规采购的购买方式，以销定购，减少销售风险，代理费用一般较低，而买断式采购一般不常用。采购结算方面，签订合同后，省广集团根据合同约定向媒体预付部分广告投放款，同时也和客户方收取部分或全部广告费，待相关媒介代理合同完结后再确认收入和成本。在投放监控阶段，媒体按合同约定执行广告投放。省广集团按照排期表⁴分期向媒体支付后续款项，同时对非全款支付客户也按照排期表收取广告费。

在技术研发方面，省广集团拟通过打造 G-NOVA 大数据系统驱动数字营销业务的协同发展，逐渐升级为由大数据驱动的全营销集团。该项目投资预算总额为 5.29 亿元，截至 2020 年 3 月末，省广集团已投入资金为 1.03 亿元。目前，省广集团大数据平台已部署了 4 个云计算中心，数据总量现已超过 40 亿，拥有超过 2,500 人群标签，覆盖国内外 7.8 亿人群，将为有效满足客户的多元化营销需求，推进大数据商业化运营提供有力支持。

D. 生物医药及食品大健康板块

生物医药及食品大健康板块主要业务为生物医药、健康食品领域产品，运营主体主要为星湖科技和省食品公司，截至 2020 年 3 月末，该公司持有星湖科技 16.41% 股权，持有省食品公司 100.00% 股权。2017-2019 年及 2020 年第一季度，该板块分别实现收入 29.33 亿元、21.18 亿元、20.29 亿元和 5.00 亿元；毛利率分别为 11.61%、19.42%、31.69% 和 35.46%，呈上升趋势。

星湖科技主要从事食品添加剂、饲料添加剂、化学原料药、医药中间体的研发、生产和销售，产品主要应用于食品加工、饲料加工、医药制造等多个领域。截至 2020 年 3 月末，星湖科技具备生产核苷酸添加剂 1.20 万吨/年，核苷

⁴ 排期表为该公司根据客户需求与相关媒体就版位和时段所制作成的媒介排期方案。

及核苷酸原料药及中间体 0.37 万吨/年和氨基酸原料药及中间体 0.10 万吨/年的生产能力，其中，2019 年以来核苷酸添加剂产能持续下降、核苷及核苷酸原料药及中间体产能较上年有所缩减，主要因 2019 年下半年公司果糖产品相关生产线停产。从产量看，近年来核苷酸添加剂产量持续减少，产能利用率不高，主要因下游产品需求减小，市场竞争激烈，销量减少；核苷及核苷酸原料药及中间体近三年产量呈波动状态，2019 年产量较上年增长 15.09%，主要系当年并购重组四川久凌制药科技有限公司（简称“久凌制药”），需求量增长；2019 年氨基酸原料药及中间体产量较上年变化不大，产能利用率也维持在 93.54% 的较好水平；根据星湖科技 2019 年年报披露，氨基酸饲料添加剂产品由于盈利不足已停产，并逐步清理剩余库存。星湖科技主要采取以销定产的模式，主要产品产销率较好，近三年核苷酸添加剂产销率维持在 90% 以上水平；核苷及核苷酸原料药及中间体产销率维持在 80% 以上水平；但氨基酸原料药及中间体受下游客户的需求减少影响，销量较上年同期下降 17.99%，导致 2019 年产销率下滑至 61.59%。

2020 年第一季度，受新冠疫情爆发停工停产影响，星湖科技主要产品产量均显著减少，产能利用率均很低，但公司销量未受明显冲击，其中氨基酸原料药及中间体销量得益于年初客户大额采购，较上年同期反而有所增长。

图表 15. 星湖科技主要产品产能、产量和销量情况

产品分类	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
核苷酸添加剂	年产能（吨）	48,200.00	53,090.00	32,660.00	12,000.00
	产量（吨）	40,147.03	36,426.00	18,563.88	1,806.37
	产能利用率（%）	83.29	68.61	56.84	15.05
	销量（吨）	40,372.74	35,642.00	17,258.81	2,447.11
	产销率（%）	100.56	97.85	92.97	135.47
核苷及核苷酸原料药及中间体	年产能（吨）	5,100.00	5,100.00	3,704.00	3,704.00
	产量（吨）	2,010.11	1,687.09	1,941.69	282.39
	产能利用率（%）	39.41	37.98	52.42	7.62
	销量（吨）	1,699.47	1513.00	1,626.14	424.65
	产销率（%）	84.55	89.68	83.75	150.38
氨基酸原料药及中间体	年产能（吨）	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
	产量（吨）	662.10	935.00	935.42	41.62
	产能利用率（%）	66.21	93.50	93.54	4.16
	销量（吨）	840.75	744.00	576.17	163.28
	产销率（%）	126.98	79.57	61.59	392.31

资料来源：广新控股

星湖科技采购原材料主要品种为玉米淀粉，采购燃料主要为煤炭。2017-2019 年，玉米淀粉采购均价持续上涨至 2,199.66 元/吨，公司生产成本加大，2020 年第一季度玉米淀粉采购均价有所回落，但仍处于较高水平。2019 年虽煤炭采购均价回落至 581.47 元/吨，但 2020 年第一季度又攀升至 609.08 元/吨，星湖科技仍面临较大的原材料价格波动风险。

2019 年主要受益于食品添加剂产品、医药中间体销售情况良好，售价上升，加之并购久凌制药，星湖科技经营业绩大幅增长 22.17% 至 10.50 亿元；毛利率为 35.09%，较上年上升 9.25 个百分点；净利润为 1.50 亿元，较上年增加

1.08 亿元。2020 年第一季度，星湖科技实现营业收入 2.87 亿元，较上年同期减少 3.79%；毛利率为 35.60%，较上年同期上升 3.66 个百分点；净利润为 0.32 亿元，较上年同期减少 13.02%。

图表 16. 星湖科技主要原燃料采购情况

自产产品 原材料采购	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
玉米淀粉	采购量（吨）	60,384.05	60,114.82	43,290.41	8,850.30
	采购均价（元/吨）	1,882.89	2,161.06	2,199.66	2,169.90
煤炭	采购量（吨）	92,214.84	70,463.03	70,040.07	4,347.14
	采购均价（元/吨）	584.81	631.37	581.47	609.08
天然气	采购量（万立方米）			365.66	442.01
	采购均价（万元/万立方米）			2.87	2.88

资料来源：广新控股

省食品公司已形成食品加工产业链、畜牧鲜活冷冻产业链、不锈钢餐厨具产业链、进口内销食品供应链四大主业，2019 年实现营业收入 9.79 亿元，较上年下降 22.00%，主要受清退合作出口业务、终止冻鲜家禽出口业务影响；净利润 1.42 亿元，较上年大幅增长 222.00%，主要系当年猪肉价格上涨。2020 年第一季度，省食品公司实现营业收入 2.13 亿元，同比下降 7.81%，主要系新冠疫情爆发影响；净利润 0.26 亿元，同比大幅增长 665.00%，主要系猪肉价格暴涨。

省食品公司大力发展生猪养殖产业，所经营的宝金畜牧、宝山猪场均系广东省农业龙头企业。宝山猪场“安全高效生态养猪关键技术的推广及应用”项目于 2017 年 10 月获得广东省农业技术推广奖二等奖、“农业废气物高效制备生物燃气技术的推广与应用”获广东省农业技术推广奖一等奖。近三年，省食品公司生猪产能产量逐步扩大，截至 2020 年 3 月末生大猪产能达 9.50 万头，生猪苗产能达 22.00 万头，主要系 2019 年公司增加养猪厂投入，新增养猪厂，生大猪和生猪苗年产能均增加。公司生猪出口至香港，市场需求很大，销售渠道较好，2019 年以来生大猪和生猪苗产销率均达 100.00%。2019 年以来，受非洲猪瘟影响，猪价普遍大幅上涨，叠加 2020 年初新冠疫情爆发影响，一季度生猪销售价格暴涨，生大猪和生猪苗销售均价分别上涨至 4,632.60 元/头和 1,900.00 元/头。

图表 17. 省食品公司生猪养殖情况

产品分类	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
生大猪	产能（头）	80,300	90,300	95,000	95,000
	产量（头）	75,474	83,328	76,328	13,646
	销量（头）	75,474	79,734	76,328	13,646
	产销率（%）	100.00	95.69	100.00	100.00
	销售均价（元/头）	1,818.06	1,681.16	2,861.07	4,632.60
生猪苗	产能（头）	20,000	20,000	70,000	220,000
	产量（头）	17,363	28,557	12,541	6,761
	销量（头）	17,363	28,557	12,541	6,761

产品分类	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
	产销率 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
	销售均价 (元/头)	648.84	471.14	961.23	1,900.00

资料来源：广新控股

E. 新型外贸

该公司作为原广东省外经贸委系统的大部分企业以及广东省贸促会脱钩企业的整合主体，继承并发展了丰富的对外贸易资源和外贸专业基础。2018 年以来公司结合大数据、人工智能和共享精神推动实施“三千计划”，构建“千仓”海外仓储网络、引入“千商”和“千厂”合作，打造为海外仓、销售渠道和制造商提供数据共享，并将线上服务和物流服务融为一体的全新跨境电商零售模式，加快推动传统贸易业务转型升级。2017-2019 年及 2020 年第一季度外贸业务收入分别为 70.84 亿元、49.67 亿元、40.41 亿元和 5.88 亿元；毛利率分别为 9.01%、8.54%、9.92%和 9.62%。跟踪期内，公司整体贸易业务规模进一步下滑，一方面是公司持续推进贸易业务升级转型，主动清退与企业主业无关、议价能力较弱的贸易业务，导致总体贸易规模压缩；另一方面受全球经济下行压力影响，外需不振、中美贸易摩擦、大宗商品价格波动、汇率波动等。

贸易业务为该公司传统业务，主要由专门从事贸易业务的 2 家子公司经营（因公司业务及企业整合重组调整），公司现主要经营塑料及其制品、家具、电机电气设备及其零附件、机械器具及零件、钢铁制品和服装等产品的进出口贸易。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司下属各企业完成进出口贸易额分别为 24.44 亿美元、19.85 亿美元、25.83 亿美元和 3.24 亿美元，其中出口贸易额分别为 15.85 亿美元、12.93 亿美元、21.31 亿美元和 2.25 亿美元。

该公司贸易业务目前全部为自营。在采购结算方面，公司自营贸易国内采购部分通常为 60~120 天的银行承兑汇票及货到付款的方式结算，平均账期约 90 天；境外方面通常采用汇款、即期信用证或 90 天远期信用证结算，平均账期约 60 天。在下游结算方面，公司自营贸易国内销售部分通常为货到付款、90 天银行承兑汇票及赊销的方式结算，平均账期约 60 天；境外方面通常采用汇款、即期信用证或 90 天远期信用证结算，平均账期约 60 天。

F. 丝纺集团

丝纺集团成立于 1982 年，注册资本 2.47 亿元，是广东省国资委直接监管的省属大型国有企业集团。该公司原持有丝纺集团 30.00%股权，2019 年 12 月，根据广东省人民政府《关于同意广新控股集团、丝纺集团改革重组方案的批复》（粤府函[2019]401 号），广东省国资委将其持有的丝纺集团 70.00%股权无偿划转至公司。重组后，公司持有丝纺集团 100.00%股权，丝纺集团纳入公司 2019 年合并范围。

丝纺集团主营业务涉及茧丝绸、纺织服装、轻工机电、五金化工、土畜产、医药保健等商品的进出口贸易及丝绸文化产业园的建设，进出口规模稳居丝纺

行业首位。2017-2019 年及 2020 年第一季度，丝纺集团分别实现营业收入 206.07 亿元、134.50 亿元、46.99 亿元和 4.24 亿元；毛利率分别为 3.28%、4.48%、10.13% 和 7.40%。近年来，受逐步清理风险较大的丝绸纺织进出口贸易业务影响，加之国际贸易环境恶劣，丝纺集团业务收入呈下滑状态，但毛利率受益于清退盈利能力差的业务而明显提升。

贸易业务为丝纺集团核心业务，业务类型主要以进出口业务为主，产品种类主要为丝绸纺织服装、医疗保健品等。业务主要集中在欧美、东南亚、香港等国家和地区。2017-2019 年及 2020 年第一季度，丝纺集团出口额分别为 52.66 亿元、29.73 亿元、15.52 亿元和 2.19 亿元；进口额分别为 9.16 亿元、5.59 亿元、8.40 亿元和 1.28 亿元。从经营模式看，丝纺集团出口产品 95%以上为以销定产的产品，在承接出口订单后安排生产，产品经质检跟单人员检验合格后，由工厂将出口产品运输至指定海关仓库，向海关申报出口。进口贸易业务模式分为自营和代理两类，自营业务占比约为 70%，自营进口是自行进口商品用于内销或加工出口等业务，风险自担；代理进口是指接受委托方的委托进口商品，仅收取相应的手续费，商品价格变动等风险由委托方承担。

结算方式方面，进出口业务均主要采用信用证付款方式。出口业务可根据客户资信及所在地区有选择的使用 D/P 交单议付支付方式；谨慎使用 O/A 先放货后付款的支付方式；特殊情况可综合运用各种支付方式，降低收汇风险。进口结算方面，预先向下游客户收取 10%-30%的保证金，后委托银行开立进口信用证，信用证类型以即期信用证为主，待信用证到期后履行支付义务。进口业务账期根据进口商品的品种不同，一般为 60-360 天不等，其中进口设备账期一般为信用证开证后 180-360 天内付款 80-90%，预留 10-20%左右尾款待调试运行正常后汇付；进口棉纱等原料产品一般信用证开证后 60-90 天内付款。

除进出口贸易业务外，丝纺集团还从事蚕茧丝绸生产加工、丝绸文化创意园开发建设、医药保健以及贸工农一体化的外贸综合服务平台等业务，近年来收入规模较小，盈利贡献不大。

G. 投资业务

该公司长期股权投资主要被投资企业包括广东生益科技股份有限公司（简称“生益科技”，证券代码“110040.SH”）、印尼广青镍业有限公司（简称“印尼广青”）、广东太古可口可乐有限公司（简称“广东可口可乐”）、广东省中山丝绸进出口集团有限公司及佛山杜邦鸿基薄膜有限公司（简称“杜邦鸿基”）。

图表 18. 公司长期股权投资主要被投资公司（亿元）

被投资公司名称	截至 2020 年 3 月末持股比例	2019 年投资收益	2019 年末长期股权投资金额	2019 年末总资产	2019 年末资产负债率
广东生益科技股份有限公司	22.26%	3.36	41.42	155.35	39.79%
印尼广青镍业有限公司	35.00%	3.88	15.33	122.22	62.60%
佛山杜邦鸿基薄膜有限公司	49.00%	0.38	6.72	14.14	3.02%
广东太古可口可乐有限公司	37.04%	0.54	3.58	16.93	58.40%

被投资公司名称	截至 2020 年 3 月末持股比例	2019 年投资收益	2019 年末长期股权投资金额	2019 年末总资产	2019 年末资产负债率
广东省中山丝绸进出口集团有限公司	35.00%	0.09	1.76	5.09	77.48%
合计	-	8.25	68.81		

资料来源：广新控股

生益科技为国内销售规模最大（全球第二）、品种规格最齐全的覆铜板生产企业，其产品已通过 Bosch、西门子、三星、索尼、华为等企业认证，生益科技研发技术实力处于行业领先。生益科技主要产品为覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基复铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类高端电子材料。产品主要供制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛应用于手机、汽车、通讯设备、计算机以及各种高端电子产品中。2019 年生益科技覆铜板和粘结片及印制线路板业务均实现产销规模的稳定增长，实现营业收入 132.41 亿元，同比增长 10.52%；毛利率为 25.73%，同比上升 4.57 个百分点；净利润 15.63 亿元，同比增长 46.80%，主要得益于 4G 补建和 5G 试网建设，上游零部件需求增加。2020 年第一季度，生益科技实现营业收入 30.72 亿元，同比增长 12.30%；毛利率为 28.72%，同比上升 4.38 个百分点；净利润 3.66 亿元，同比增长 37.60%。

杜邦鸿基由杜邦帝人薄膜中国有限公司和佛塑科技合资创办，是国内产销规模最大和技术水平领先的双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）生产企业之一。杜邦鸿基在佛山和宁波建有生产基地，拥有七条生产线，超过 6 万吨的年生产能力，能生产 3-350 μ m 不同厚度的产品，用途广泛。公司产品共分为六大类别：包装膜、工业膜、电子材料、影像膜、特种膜、磁性材料，应用于包装、工业、电子、电器等领域。

对外投资方面，2014 年 5 月，该公司与广东吉瑞科技集团有限公司（青山集团下属企业）、印尼经贸合作区青山园区开发有限公司（印尼当地注册公司）、景祥国际有限公司（香港公司）、日本阪和兴业株式会社（日本最大的金属流通企业，世界 500 强之一）共同出资设立印尼广青，持股比例分别为 35%、35%、20%、5%和 5%。印尼广青项目计划总投资 10.28 亿美元，其中印尼广青自筹资金 3.28 亿美元，其余 7.00 亿美元通过银团贷款解决，截至 2020 年 3 月末，累计投入建设资金约 10.31 亿美元。印尼广青项目建设内容包括镍铁生产线、炼钢生产线和轧钢生产线三条生产线。其中，镍铁生产线已于 2016 年 3 月 22 日正式投产，炼钢厂已于 2017 年 7 月全面投产，目前处于满产状态；热轧厂已经达产。截至 2020 年 3 月末，印尼广青具备镍铁水产能 60 万吨、不锈钢锭产能 100 万吨和热轧卷产能 200 万吨。2019 年印尼广青销售镍铁约 18.33 万吨，不锈钢锭 10.96 万吨，热轧卷 198.97 万吨。2019 年印尼广青实现营业收入约 36.16 亿美元；净利润 1.61 亿美元。

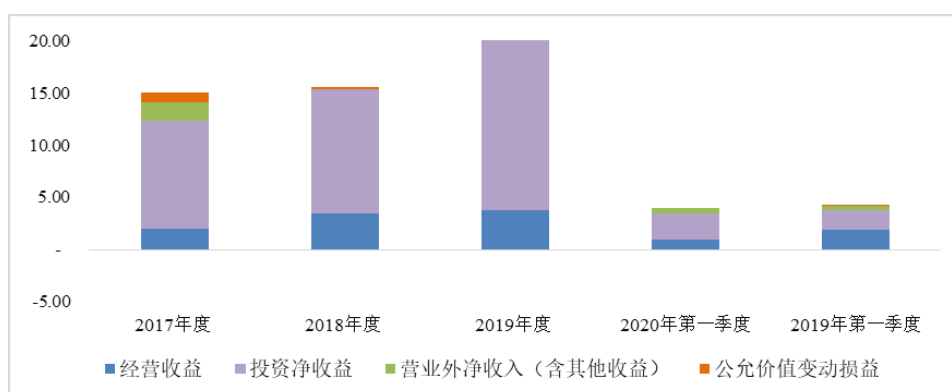
此外，该公司早期与武汉钢铁（集团）公司（以下简称“武钢”）、锦兴国际控股有限公司合作开发马达加斯加苏拉拉铁矿，三方组建合资公司香港武钢广新锦兴资源有限公司开发（公司与武钢各持有 40%的股权）。2010 年，合资公司与马国政府签署《特殊责任细则》，分四个阶段建设苏拉拉铁矿，项目完

全建成后，每年生产铁精矿约 1,100 万吨，钢铁 300 万吨。合资公司成立后，由于马国政局动荡及铁矿石价格下跌等原因，项目进展缓慢。该项目总投资约 84 亿美元，截至 2019 年 9 月末已投资 0.80 亿美元，其中 2019 年投入资金 10.00 万美元。预计 2020 年和 2021 年该矿分别需要投入 20.00 万美元和 20.00 万美元，主要是保矿权和维持项目的基本运作所需。

总体来看，除苏拉拉铁矿项目进展缓慢外，该公司投资企业经营业绩较好，能为公司贡献相对较大的利润。

(2) 盈利性

图表 19. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据广新控股所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来源于主业经营和投资净收益，其中投资净收益约占 70% 左右。2017-2019 年及 2020 年第一季度公司综合毛利率分别为 12.92%、11.22%、13.33% 和 11.79%。2019 年公司综合毛利率较上年增加 2.11 个百分点，从具体业务来看，主要板块毛利率水平较上年均有所提升，其中生物医药及食品大健康板块毛利率同比上升 12.27 个百分点至 31.69%；先进制造业同比上升 2.46 个百分点至 12.36%，主要得益于星湖科技并购毛利率水平较高的久凌制药、省食品公司猪肉售价暴涨的双重推动。同期，公司毛利分别为 73.53 亿元、63.15 亿元、89.54 亿元和 12.55 亿元，其中 2019 年毛利较上年大幅增长 41.78%，主要得益于丝纺集团合并以及先进制造业的毛利贡献增加，其他板块毛利除新型外贸板块较上年有所减少外，均有小幅增加。2020 年第一季度，公司综合毛利率为 11.79%，同比上升 1.38 个百分点；营业毛利为 12.55 亿元，同比略有下降。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	568.93	562.77	671.82	106.43	116.30
毛利率（%）	12.92	11.22	13.33	11.79	10.41
其中：先进制造业（%）	6.81	9.90	12.36	10.50	7.65
新能源新材料（%）	25.13	24.12	25.94	20.93	18.95

公司营业利润结构	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
生物医药及食品大健康（%）	11.61	19.42	31.69	35.46	26.67
文化创意和大数据营销（%）	12.21	14.34	15.10	14.46	15.37
新型外贸（%）	9.01	8.54	9.92	9.62	10.30
丝纺集团（%）			11.54	10.65	
毛利（亿元）	73.53	63.15	89.54	12.55	12.11
其中：先进制造业（亿元）	17.85	27.34	43.28	5.35	4.89
新能源新材料（亿元）	6.96	7.03	7.47	0.90	1.03
生物医药及食品大健康（亿元）	3.40	4.11	6.43	1.77	1.41
文化创意和大数据营销（亿元）	13.79	17.37	17.42	2.32	2.82
新型外贸（亿元）	6.38	4.24	4.01	0.57	0.89
丝纺集团（亿元）			5.56	0.69	
期间费用率（%）	7.60	8.10	8.65	10.42	8.21
其中：财务费用率（%）	1.77	1.72	1.27	1.90	2.24
全年利息支出总额（亿元）	11.74	11.57	10.92	2.56	2.64
其中：资本化利息数额（亿元）	1.41	0.65	0.04	-	0.12

资料来源：根据广新控股所提供数据整理。

2017-2019 年及 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 43.22 亿元、45.58 亿元、58.10 亿元和 11.09 亿元，其中 2019 年大幅增加主要系合并丝纺集团所致。期间费用以销售费用和管理费用为主，近三年均呈持续增长态势，其中 2019 年管理费用较上年大幅增长 60.70%，主要系当年研发投入大幅增加；近年来随着融资成本降低，财务费用规模呈下降趋势。期间费用率呈上升趋势，近三年一期分别为 7.60%、8.10%、8.65%和 10.42%。此外，公司资产减值损失（2019 年包括信用减值损失）数额大，同期分别为 25.84 亿元、10.55 亿元、23.28 亿元和 0.04 亿元，主要来自坏账损失和存货跌价损失，其中 2019 年公司计提坏账损失 11.57 亿元、存货跌价损失 6.00 亿元、长期股权投资减值损失 1.25 亿元、固定资产减值损失 1.38 亿元、商誉减值损失 2.71 亿元，主要系公司合并佛山市金辉高科光电材料有限公司、省广集团合并子公司产生的商誉减值损失。

投资净收益为该公司利润的重要来源，2017-2019 年及 2020 年第一季度投资收益分别为 10.33 亿元、11.96 亿元、18.38 亿元和 2.44 亿元。投资收益主要来自生益科技、杜邦鸿基、印尼广青、广东可口可乐等参股公司中按权益法核算的长期股权投资持有期间产生的投资收益，2019 年投资收益较上年大幅增加，主要系当年出售 TCL 集团股份有限公司（简称“TCL”）等公司股权获得投资收益 8.35 亿元。公司作为广东省重要的国有资本投资公司，可得到地方政府的有力支持，同期公司获得的政府补助收入分别为 1.38 亿元、1.39 亿元、2.99 亿元和 0.60 亿元，政府补助收入主要包括专项资金、扶持款、贴息收入及税费减免收入等，为公司利润的重要补充。

图表 21. 影响公司盈利的其他关键因素分析（亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
投资净收益	10.33	11.96	18.38	2.44
其中：权益法核算长期投资收益	7.30	8.03	8.80	2.20
处置长期股权投资产生的投资收益	2.33	1.97	8.35	-0.01
营业外净收入和其他收益合计	1.78	-0.03	3.37	0.54
其中：政府专项补助	1.38	1.39	2.99	0.60

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

2017-2019 年，该公司营业利润分别为 14.57 亿元、17.07 亿元和 25.88 亿元，净利润分别为 6.82 亿元、11.75 亿元和 19.46 亿元，呈增长趋势。2020 年第一季度，受新冠疫情影响，公司经营收益减少，当期实现净利润 3.42 亿元，较上年同期下降 3.94%。

（3）运营规划/经营战略

未来，该公司将围绕国有战略性新兴产业资本投资公司的定位，始终坚持服务广东省发展大局，聚焦粤港澳大湾区建设，实施创新驱动发展战略，优化国有资本布局，推动产业集聚，力争通过 5 年左右的努力，建设成为科技创新实力较强、产业竞争优势明显、体制机制更具活力的国内一流的新兴产业资本投资公司。一是持续巩固集团现有产业优势，打造一批行业龙头企业。保持建筑铝型材综合实力全国第一，积极向新型高端铝型材和铝深加工产品转型，打造具有国际先进水平的智能制造样板工程。保持不锈钢行业省内龙头地位，加大高端不锈钢研发投入，打造华南地区高端不锈钢材料研究中心。保持中国塑料新材料行业龙头地位，提升功能性薄膜全省第一的引领作用。保持呈味核苷酸二钠全国产销量前三，围绕以新一代生物技术为核心的生物医药，纵深打造大健康产业。二是加强产业投资与资本运营，推动产业高端化、集群化发展。围绕新材料、新能源、生物医药、先进制造等领域，大力开拓投资和项目并购，加大战略性新兴产业培育力度，力争所投资并购的项目在行业中达到国内前列水平。增强资本实力，结合集团实际，创造性投资培育符合我省产业发展需要、填补产业空白、增强产业话语权的项目。

该公司重点推进的项目包括广东宝友生猪养殖示范园、肇东生物发酵产业园、星湖科技绿色健康产业基地、兴发铝业精密制造等在建项目。此外，公司将继续强化资本运营，促进下属公司健康、长远发展。

图表 22. 截至 2020 年 3 月末公司重大在建项目（亿元）

项目名称	预计竣工时间	投资总额	已投入金额	已完成项目进度	2020 年 4-12 月投资额	2021 年投资额
广东宝友生猪养殖示范园建设项目	2021 年初	2.89	1.56	53.79%	0.97	0.36
星湖科技肇东生物发酵产业园一期项目	2020.08	6.80	约 1.50	80.00%	5.30	-
星湖科技绿色健康产业基地	以项目正式动工时间为准，预计建设周期为 12 个月	3.45	0.22	-	-	-
兴发铝业精密制造项目	未定	11.80	1.01	8.56%	2.97	-
合计	-	24.94	约 4.29	-	-	-

资料来源：广新控股

广东宝友生猪养殖示范园建设项目建设主体为广东宝友现代农业有限公司，建成后将增加年存栏基础母猪 1.5 万头、年出栏仔猪约 30 万头。项目一期 7,500 头母猪生产线已于 2019 年底建成投产，预计 2020 年底可实现仔猪市场供应，二期 7,500 头母猪生产线已于 2019 年底启动，目前正在加紧推进建设和实施。截至 2020 年 3 月末，项目累计已投资 1.56 亿元，完成项目进度的 53.79%。

星湖科技肇东生物发酵产业园项目，主要为星湖科技对全资子公司黑龙江肇东星湖生物科技有限公司的升级改造项目，产业园建设完成后，将承接星湖科技产业优化升级改造战略及产能的战略转移，成为公司生物大发酵产品、资源依赖性高的产品的生产基地。产业园一期建设计划建成万吨级核苷酸类产品生产线，预计竣工时间为 2020 年 8 月，目前项目已完成 80%。项目计划投资总额不超过 6.80 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资约 1.50 亿元。

星湖科技拟在广东省怀集县广佛肇（怀集）经济合作区投资建设绿色健康产业基地，以生产医药、高附加值、资源依赖性低的大健康产品为主，同时承接医药大健康产品产业优化升级改造战略转移，逐步建设成为公司医药食品大健康产品的基地。项目建设周期预计 2 年，目前还未正式启动，计划总投资额 3.45 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 0.23 亿元。

兴发铝业精密制造项目主要是精密工业铝型材领域的投资项目，兴发铝业于 2017 年 9 月新设全资子公司广东兴发精密制造有限公司（注册资本 2 亿元），在佛山三水通过购置土地、兴建厂房、整合团队，集中生产制造工业型铝材和深加工项目。项目总用地面积 247.82 亩，项目拟分两期建设，截至 2020 年 3 月末，项目一期主体厂房已基本完工，正进行消防工程施工，主要设备已签订合同，部分已完成制造，合作方西门子已完成精密工厂数字化的粗规划，预计 2020 年 9 月份可实现产出。项目总投资额 11.80 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 1.01 亿元，项目进度完成 8.56%。

上述项目预算总投资合计 24.94 亿元，截至 2020 年 3 月末已投入约 4.29 亿元。该公司后续仍存在一定资金投入需求，需关注项目后续投资进度和产出情况。

管理

该公司为国有独资企业，实际控制人为广东省国资委。公司基本建立了法人治理结构，受丝纺集团合并影响，跟踪期内公司董事及高管人员发生较大变动，均为正常的工作调动。跟踪期内，公司根据自身经营管理需要调整了内部组织架构，运营管理日益规范。

该公司是广东省政府直属的大型国有独资企业，实际控制人为广东省国资委，近年来股权结构稳定，公司产权状况详见附录一。

截至 2020 年 3 月末，该公司对旗下的上市公司省广集团、佛塑科技、星湖科技和兴发铝业的持股比例分别为 20.77%、26.21%、16.41%和 31.67%。其中，公司持有的省广集团 6,535 万股股票用于融资质押（占其所持有股份的 18.04%），其余上市子公司股权未被公司设置质押。

该公司因镍合金、铝型材加工、广告代理等业务采购及销售存在一定规模的关联交易，2019 年关联采购额合计 56.47 亿元，主要是从青山控股及其旗下企业广东吉瑞科技集团有限公司（简称“吉瑞科技”）采购的纯镍、红土镍矿等原材料，采购金额分别为 28.22 亿元和 23.58 亿元。同期公司关联销售额合计 72.87 亿元，主要为对吉瑞科技销售的不锈钢板坯、锈钢热轧卷板、钢卷等产品。此外，2019 年公司对关联方租赁房屋建筑及设备，产生租赁收益 0.14 亿元。2019 年末，关联方之间存在互相担保金额 19.27 亿元；为关联方提供资金拆借 3.89 亿元。截至 2019 年末，公司应收关联方余额合计 24.04 亿元，其中应收账款 3.55 亿元、其他应收款 16.98 亿元、预付账款 2.50 亿元以及长期应收款 1.01 亿元；应付关联方余额合计 3.51 亿元，其中应付青山控股 0.92 亿元、应付广东可口可乐 1.10 亿元。

跟踪期内，该公司高管及经营管理人员发生较大变动。2019 年 11 月，根据《关于省属企业兼职外部董事职务任免的通知》（粤国资党委企干[2019]1 号）、《关于省属企业专职外部董事职务任免的通知》（粤国资党委企干[2019]2 号），聘任何宽华、谢园保为公司兼职外部董事，聘任肖志铭为公司专职外部董事，免去李科让专职外部董事职务。2020 年 1 月 22 日，根据公司披露的《广东省广新控股集团有限公司关于高管变动的公告》，聘任白涛⁵为公司党委委员、书记、董事长；白明韶为公司总经理、党委委员、副书记和董事；黄家合为公司党委委员、副书记、董事。上述变更后，公司董事会设董事 7 名，其中外部董事 4 名；监事会设监事 5 名。关注公司主要高管人员变更后对公司经营发展、战略规划等产生的变化及影响。

跟踪期内，该公司调整了组织架构，撤销了原属公司董事会直接领导的

⁵ 现年 53 岁，中共党员，博士研究生，高级工程师、高级经济师。曾任广州市工具厂基建科助理工程师、广州穗安房地产开发有限公司项目经理、广州粤安房地产开发有限公司副总裁、广东广业建设集团总经理、省二轻工业集团公司总经理、省城镇集体企业联社主任、省广轻控股集团有限公司党委书记、董事长、省妇联兼职副主席。

预算与财务管理委员、投资与控制委员、考核与审计委员 3 个部门，新设提名委员会、全面预算管理委员会等 5 个直属部门。公司董事会和党委会共同管理经营层和纪委（监察专员办公室），经营层下设 11 个部门，纪委下设 3 个部门，其中人力资源部为经营层和纪委共同管理。公司最新组织架构图详见附录二。

跟踪期内，根据该公司提供的《企业信用报告》，除星湖科技（2020/4/23）已结清贷款中有 5 笔关注类银行借款⁶，公司总部（2020/4/29）、省广集团（2020/3/10）、广青科技（2020/5/21）、佛塑科技（2020/1/3）、省食品公司（2020/1/15）、丝纺集团（2020/3/2）均无不良信贷记录。经查国家企业信用信息公示系统，近三年公司总部及主要子公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

财务

2019 年丝纺集团并入该公司，资产和负债规模均有较大增幅。随着业务规模扩大，公司已积累较大规模的刚性债务，且期限结构偏向短期，面临一定的即期偿债压力。跟踪期内，公司发行多笔长期债券，债务期限结构有一定改善。公司经营性现金流状况良好，货币现金存量充裕，融资渠道畅通，且部分股权资产可变现能力强，可为公司到期债务偿还提供良好保障。

1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017-2019 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》（2006 版）及其补充规定。2019 年，公司根据财政部发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]15 号），按照一般企业财务报表格式（适用于尚未执行新金融准则和新收入准则的企业）编制财务报表。公司下属子公司新晟期货有限公司、佛塑科技、星湖科技、省广集团经各自董事会决议通过，于 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，执行《企业会计准则第 13 号—或有事项》、《企业会计准则第 14 号—收入》、《企业会计准则第 17 号——借款费用》、《企业会计准则第 8 号——资产减值》和《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》。

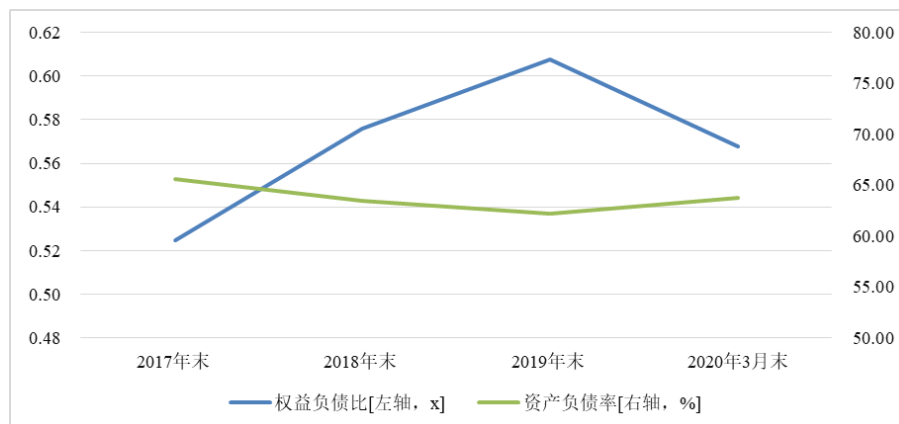
2019 年，该公司合并范围新增一家二级子公司，为同一控制下企业合并的丝纺集团。截至 2020 年 3 月末，公司合并范围内子公司共 274 家，其中二级子公司 23 家，三级子公司 251 家。

⁶ 系星湖科技原有授信到期后，银行处理失误、未及时延续授信所致，实质并未出现逾期。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



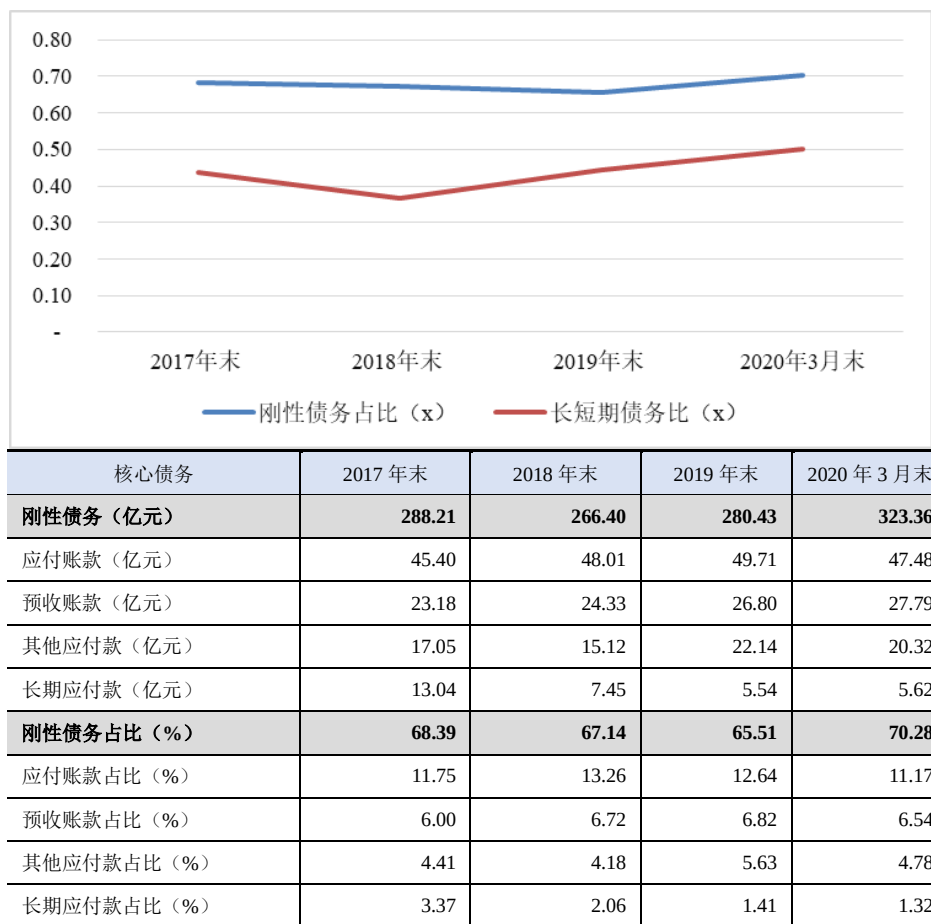
资料来源：根据广新控股所提供数据绘制

近年来，该公司负债规模呈现波动状态，2017-2019 年末分别为 386.55 亿元、361.95 亿元和 393.18 亿元。同期末，公司所有者权益分别为 202.80 亿元、208.38 亿元和 238.94 亿元。2019 年末公司实收资本未变，仍为 16.20 亿元；资本公积较上年末增长 47.15%至 29.91 亿元，生益科技 6.14%股权划转新增资本公积 3.48 亿元、以及对省广集团、星湖科技和佛塑科技持股比例变化新增资本公积 0.96 亿元；未分配利润较上年末增长 33.77%至 38.51 亿元；少数股东权益较上年末增长 9.38%至 112.38 亿元。公司资产负债率呈下降趋势，2017-2019 年末分别为 65.59%、63.46%和 62.20%。若将 34.86 亿元永续中票调整为负债，同期末资产负债率应为 71.50%、69.58%和 67.71%。2020 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 8.15%至 425.23 亿元，资产负债率升至 63.78%，调整后资产负债率为 69.01%。

2020 年 3 月末，该公司所有者权益为 241.44 亿元（少数股东权益为 113.66 亿元）。其中，实收资本和资本公积金合计 46.11 亿元，未分配利润 39.50 亿元，其他权益工具 34.86 亿元，分别占归母所有者权益的 36.09%、30.91%和 27.28%。公司所有者权益中少数股东权益占比高，且归属于母公司所有者权益中，其他权益工具（永续债）占比较高，资本结构稳定性较弱。

(2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据广新控股所提供数据绘制

注：刚性债务统计包含永续中票（列报在所有者权益-其他权益工具），刚性债务占比计算公式为刚性债务/（负债总额+永续中票）*100%

2017-2019年末该公司刚性债务分别为288.21亿元、266.40亿元和280.43亿元，在负债总额中的占比分别为68.39%、67.14%和65.51%。2020年3月末，公司刚性债务规模较上年末增长15.31%至323.36亿元，在负债总额中占比升至70.28%，主要系2020年初公司发行多笔大额债券。公司负债以流动负债为主，2017-2019年末及2020年3月末长短期债务比分别为43.71%、36.68%、44.44%和50.02%。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布在应付账款、预收账款、其他应付款和长期应付款等科目。2019年末，公司应付账款为49.71亿元，较上年末增长3.54%，主要为应付上游客户的设备款、材料款及货款等；预收账款为26.80亿元，较上年末增长10.12%，主要是预收货款；其他应付款为22.14亿元，主要为往来款、应付保证金、代收代付款等，较上年末增长46.36%，主要系丝纺集团合并后单位往来款增加；长期应付款为5.54亿元，较上年末减少25.73%，主要为公司代下属子公司向广东粤建珠江西岸先进设备制造产业发展基金合

伙企业取得的借款。2020 年 3 月末，公司上述科目未有显著变化。

(3) 刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	163.66	157.46	146.35	165.80
其中：短期借款	108.95	78.46	65.79	67.59
应付票据	15.98	18.50	26.12	28.94
应付短期融资券	23.23	45.51	46.70	60.23
一年内到期的长期借款	9.80	12.60	6.20	7.11
其他短期刚性债务	5.69	2.38	1.55	1.92
中长期刚性债务合计	124.55	108.94	134.08	157.56
其中：长期借款	43.51	31.40	19.84	25.57
应付债券	40.98	40.98	78.94	96.59
其他中长期刚性债务（融资租赁和永续中票）	40.06	36.56	35.30	35.40
综合融资成本（年化，%）	3.63	4.21	4.30	-

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

该公司主要通过银行借款、票据和发行债券进行债务融资，近三年短期刚性债务呈下降趋势，而中长期刚性债务规模波动上升，刚性债务期限结构有所改善，2019 年末短期刚性债务占比为 52.19%。具体来看，2019 年末，公司短期借款为 65.79 亿元，较上年末减少 12.68 亿元，其中信用借款、保证借款和抵押借款占比分别为 37.42%、38.86%和 20.78%；应付短期融资券为 46.70 亿元，较上年末增加 1.18 亿元；应付票据为 26.12 亿元，较上年末增加 7.62 亿元，主要系丝纺集团合并后，票据结算业务增加；长期借款为 19.84 亿元，主要由抵押借款（占比 54.36%）和保证借款（占比 38.58%）构成，较上年末减少 11.56 亿元，主要系公司发行中期票据及企业债等长期债券替代银行借款；应付债券为 78.94 亿元，较上年末增加 37.96 亿元；应付融资租赁款为 1.60 亿元。此外，刚性债务还包括一年到期的长期借款 6.20 亿元和应付利息 0.38 亿元。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增加 42.94 亿元至 323.36 亿元，主要系当期发行多笔超短期融资券应付短期融资券较上年末增加 13.53 亿元至 60.23 亿元；新发行两期中期票据，应付债券较上年末增加 17.65 亿元至 96.59 亿元。融资成本方面，公司综合融资成本总体处于较低水平。总的来看，公司债券融资规模近三年持续快速增长，2019 以来，公司主要新发行多笔债券，债券融资在刚性债务中占比约 60%，银行借款规模有所压缩，债务期限结构得到一定改善，但公司债务压力有所提升，需关注公司后续债务滚续及偿还情况。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 第一季度
营业周期（天）	91.68	88.14	81.48	
营业收入现金率（%）	102.47	108.14	107.16	100.35
业务现金收支净额（亿元）	33.06	50.61	44.15	-6.98
其他因素现金收支净额（亿元）	-9.07	17.60	-3.14	0.53
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	24.32	68.46	41.24	-6.42
EBITDA（亿元）	35.65	37.31	50.15	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.13	0.18	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.03	3.23	4.59	-

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 91.68 天、88.14 天和 81.48 天，逐渐缩短。其中，存货周转率分别为 6.44 次、6.97 次和 7.61 次；应收账款周转率分别为 10.44 次、10.20 次和 10.89 次，总体来说处于较好水平。

该公司主业获现能力强，近三年一期营业收入现金率均超过 100%。2017-2019 年公司经营性现金净流量分别为 24.32 亿元、68.46 亿元和 41.24 亿元，保持持续净流入。其中，2018 年较上年大幅增长主要系业务现金收支净额增长，以及收到关联往来款项现金流入增加 23.29 亿元。2020 年第一季度，受新冠疫情爆发、公司停产停工影响，当期销售受阻，现金回流较少，而采购活动正常运行，导致经营性现金流呈净流出状态，现金流量净额为-6.42 亿元。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 35.65 亿元、37.31 亿元和 50.15 亿元，主要在利润总额增长的带动下逐年增加。其中，2019 年利润总额、列入财务费用的利息支出、固定资产折旧、无形资产及其他资产摊销四者的占比分别为 52.73%、21.68%、22.27%和 3.32%。2017-2019 年，公司 EBITDA 分别为刚性债务的 0.13 倍、0.13 倍和 0.18 倍；EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 3.04 倍、3.23 倍和 4.59 倍。总体看，EBITDA 对利息支出的覆盖能力持续增强，覆盖程度尚可。

(2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.71	3.16	16.57	1.21

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
其中：理财产品投资回收与支付净额	-1.30	1.02	7.98	1.39
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-9.57	-18.09	-16.06	-1.75
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-4.81	-3.21	0.24	-9.78
投资环节产生的现金流量净额	-17.08	-18.14	0.75	-10.32

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

2017-2018 年，该公司生产型企业购建固定资产支出规模较大，同时增加子公司、合营企业及联营企业的投资等资本活动支付的现金流增加，投资环节现金流呈持续大规模净流出，同期投资性现金流量净额分别为-17.08 亿元和-18.14 亿元；2019 年公司仍保持较大规模的资本性支出，当年投资性现金流净流入 0.75 亿元主要因当年公司出售 TCL 股权收回投资现金 12.66 亿元。2020 年第一季度，受子公司缴纳税费及购买理财产品影响，公司投资性现金流量净流出 10.32 亿元。

(3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
权益类净融资额	14.58	-4.10	-3.28	-1.48
其中：永续债	14.94	-	-	-
债务类净融资额	-18.67	-44.29	-24.37	34.93
筹资环节产生的现金流量净额	-4.09	-48.39	-27.65	33.46

资料来源：广新控股

2017 年以来该公司投资规模减少，逐步偿还前期借款，2017-2019 年公司筹资环节现金流净额分别为-4.09 亿元、-48.39 亿元和-27.65 亿元。2020 年第一季度公司加大银行借款和债券融资力度，筹资活动现金流量净流入 33.46 亿元。

4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	291.54	265.97	311.16	348.31
	49.47	46.63	49.22	52.25
其中：现金类资产（亿元）	81.47	85.36	110.21	133.32
应收账款（亿元）	52.34	57.98	65.41	70.48
预付款项（亿元）	20.60	16.10	20.28	29.83
存货（亿元）	71.72	71.64	81.35	79.62
其他应收款（亿元）	47.32	21.38	24.33	23.98
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	297.81	304.36	320.97	318.35
	50.53	53.37	50.78	47.75

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其中：固定资产（亿元）	103.15	101.52	116.28	109.05
长期股权投资（亿元）	83.08	86.72	80.25	81.21
投资性房地产（亿元）	42.85	45.14	47.51	51.33
商誉（亿元）	28.77	26.39	25.68	25.68
期末全部受限资产账面金额（亿元）	99.25	114.68	90.59	-
受限资产账面余额/总资产（%）	16.84	20.11	14.33	-

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

近年来该公司资产规模波动增长，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末资产总额分别为 589.35 亿元、570.32 亿元、632.13 亿元和 666.67 亿元，其中 2019 年末大幅增长主要因合并丝纺集团。

2019 年末，该公司流动资产较上年末增长 16.99%至 311.16 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付账款、存货和其他应收款构成。其中，货币资金为 100.39 亿元，较上年末增长 30.24%，主要得益于经营积累，银行存款增加，其中受限资金为 5.44 亿元，占货币资金比重为 5.42%；应收账款为 65.41 亿元，较上年末增长 12.80%，主要为下属子公司应收货款和应收广告款，其中新增丝纺集团应收账款 7.10 亿元，一年以内账龄的应收账款约占 89.01%，前十名应收对象应收账款余额 15.31 亿元（占比 19.55%），已计提坏账准备 3.45 亿元；预付款项为 20.28 亿元，较上年末增长 25.96%，主要系新增丝纺集团预付款项 4.83 亿元，其中账龄一年以内占比约 81.47%，公司已对预计无法收回的账款全额计提坏账准备并对 2 年以上按账龄的预付款项计提坏账准备；存货为 81.35 亿元，较上年末增长 13.55%，其中原材料、库存商品、自制半成品及在成品占比分别为 30.15%、39.93%和 21.58%，跌价准备计提比例为 12.35%；其他应收款为 24.33 亿元，较上年末增长 13.76%，主要包括托管企业费用借款、关联方往来款和保证金等，计提坏账 30.14 亿元⁷，计提比例约 55.34%，坏账率很高。2020 年 3 月末，公司流动资产较年初增长 11.94%至 348.31 亿元，其中货币资金增加 14.65 亿元，主要由于融资规模扩大；预付账款增加 9.56 亿元，主要受广青科技调整产品结构，以及提前备货影响；应收账款增加 5.07 亿元，主要系报表分类调整。

2019 年末，该公司非流动资产为 320.97 亿元，较上年末增长 5.46%，占总资产的 50.78%。其中，固定资产为 116.28 亿元（累计折旧 85.59 亿元），较上年末增长 14.54%，主要为房屋建筑物和机器设备；可供出售金融资产较上年末增长 143.59%至 6.24 亿元，主要系合并丝纺集团所致，其中按公允价值计量的有 3.46 亿元；长期股权投资较上年末减少 7.46%至 80.25 亿元，主要系公司收回对 TCL 的投资；投资性房地产较上年末增长 5.27%至 47.51 亿元，其

⁷ 主要是对香港武钢广新锦华资源有限公司、上海雅润文化传播有限公司、广东绿洋实业有限公司、中国包装进出口广东公司、广新柏高中纤板（湛江）有限公司、澳洲卡加拉公司、广东广新柏高科技科技有限公司等金额重大的其他应收款单项计提的坏账准备，主要为下属或参股企业停产出清后，预计借款无法收回形成的坏账。

中以成本计量的有 1.64 亿元，以公允价值计量的有 45.87 亿元，主要系房屋建筑等资产；商誉为 25.68 亿元，因计提商誉减值较上年末减少 2.70%，当年收购久凌制药新增商誉 1.98 亿元。2020 年 3 月末，公司非流动资产较年初下降 0.81%至 318.35 亿元，变化不大。其中受丝纺集团报表编制影响，未将对内出租的投资性房地产 3 亿元计入固定资产，公司固定资产较年初减少 7.23 亿元；此外，投资性房地产增加 3.82 亿元；无形资产增加 3.02 亿元，主要为土地使用权；而其他主要科目变化不大。

截至 2019 年末，该公司受限资产合计 90.59 亿元，占总资产的比重为 14.33%。其中，受限货币资金为 5.44 亿元，主要作为银行承兑汇票、信用证等各类保证金；受限应收票据及应收账款 4.58 亿元、存货 10.84 亿元和股权 4.48 亿元，均作为借款质押物；受限固定资产 47.28 亿元、无形资产 8.96 亿元和投资性房地产 7.45 亿元，主要用于借款抵押和抵押担保。

5. 流动性/短期因素

图表 30. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	108.39	100.44	114.31	122.88
速动比率 (%)	74.07	67.30	76.97	84.27
现金比率 (%)	30.29	32.24	40.49	47.03

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 108.39%、100.44%和 114.31%；现金比率分别为 30.29%、32.24%和 40.49%，其中，2019 年得益于货币资金增长，公司流动性指标较上年末显著提升。目前，公司货币资金存量充足，可为即期债务偿付提供较好保障。2020 年 3 月末，公司流动性指标进一步提升，流动比率、速动比率和现金比率分别为 122.88%、84.27%和 47.03%。总的来看，公司资产流动性尚可。

6. 表外事项

截至 2020 年 3 月末，该公司合并口径对外担保余额为 18.98 亿元，其中为印尼广青提供贷款担保 18.37 亿元，为新加坡 GMG Marine 公司提供贸易融资担保 0.23 亿元，为“山林湖”房地产项目银行按揭贷款客户提供其他担保 0.14 亿元。印尼广青为公司印尼项目的运营主体，所在地的政治环境和资源政策对项目经营影响较大，目前项目开展情况较好。

原丝纺集团下属子公司广东省丝绸集团龙汇有限公司（简称“龙汇公司”）存在债务违约情况，截至 2020 年 4 月末未能清偿的债务金额 387.20 万美元，应计利息 172.14 万美元，合计金额 559.34 万美元，折合人民币 3,967.45 万元。丝纺集团合并后，龙汇公司逾期债务后续处理由该公司接手，需关注后续债务处理情况进展，公司是否进行代偿及相关风险。

该公司下属子公司星湖科技于 2019 年 10 月收到广州知识产权法院的通知：CJ 第一制糖株式会社以星湖科技生产的“I+G”产品和“IMP”产品涉嫌侵犯其 ZL200910266085.7 号专利为由提起诉讼，要求星湖科技赔偿侵权造成的经济损失以及用于制止侵权所发生的合理支出共计 2,000.00 万元。该案已由广州知识产权法院受理并立案，案号为：（2019）粤 73 知民初 937 号，由于管辖权异议，该案件尚未明确开庭日期。关注该案件后续审判结果。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担投资管理职能，截至 2020 年 3 月末公司对主要子公司兴发铝业持股比例为 31.67%，对广青科技持股比例为 23.32%，对佛塑科技持股比例为 26.21%，对省广集团持股比例为 20.77%，对星湖科技持股比例为 16.41%，对省食品公司持股比例为 100.00%，对广东省外贸开发有限公司（简称“省开发公司”）持股比例为 100.00%，对广新控股有限公司（简称“香港广控”）持股比例为 100.00%。整体来看，公司对核心子公司（尤其上市公司）控股比例较低，如若对上市公司失去实际控制，或将对公司经营业绩和偿债能力产生不利影响。2019 年末，本部资产总额为 243.00 亿元，所有者权益为 91.08 亿元，资产负债率为 62.52%。2019 年，本部营业收入为 0.62 亿元，净利润为 3.16 亿元，经营性现金流净额为-17.75 亿元。

该公司本部每年能从子公司和联合营企业获得分红。2017-2019 年公司本部累计收到的分红金额分别为 2.98 亿元、8.17 亿元和 8.49 亿元。

图表 31. 2017-2019 年本部收到子公司分红具体情况（单位：亿元）

子公司 公司名称	持股比例(2020 年 3 月末)	股票是否 质押	报告期内归属于母公司的净利润			报告期内分红金额		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
兴发铝业	31.67%	否	1.17	1.49	1.78	0.00	0.00	0.00
广青科技	23.32%	否	2.65	7.25	13.12	0.67	0.12	0.00
佛塑科技	26.21%	否	1.06	1.16	0.43	0.13	0.08	0.00
省广集团	20.77%	是	-1.84	1.86	1.49	0.06	0.01	0.03
星湖科技	16.41%	否	-1.58	0.42	1.50	0.00	0.00	0.00
省食品公司	100.00%	否	0.32	0.36	1.15	0.13	0.14	0.16
省开发公司	100.00%	否	0.39	0.20	3.22	0.21	0.18	0.09
香港广控	100.00%	否	0.56	-0.58	-0.68	0.04	0.00	0.16

资料来源：广新控股

该公司本部有息债务主要集中在 2020-2021 年到期，面临一定即期债务偿付压力。公司本部 2020-2021 年到期有息债务分别为 53.42 亿元和 61.40 亿元。

截至 2020 年 3 月末，该公司本部资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。其中，货币资金为 47.27 亿元；其他应收款为 75.15 亿元，主要是对子公司的暂借款；长期股权投资为 135.97 亿元，长期股权投资标的资质较好，未来股利分红以及资产处置收益可进一步提高公司本部的偿债能力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司作为广东省重要的国有资本投资公司，可获得地方政府在资源配置和资金方面的有力支持。2017-2019 年及 2020 年第一季度，公司获得的政府补助收入分别为 1.38 亿元、1.39 亿元、2.99 亿元和 0.60 亿元，政府补助收入主要包括专项资金、扶持款、贴息收入及税费减免收入。

2. 国有大型金融机构支持

该公司保持了较为通畅的银行信贷融资渠道，截至 2020 年 3 月末，公司合并口径（不包括上市子公司）共获得银行贷款授信 519.27 亿元，剩余未使用额度 444.18 亿元，其中来自大型国有金融机构授信额度占比达 39.68%。

图表 32. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	贷款授信	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	519.27	75.09	444.18
其中：国家政策性金融机构（亿元）	24.18	8.10	16.08
工农中建交五大商业银行（亿元）	186.87	27.29	159.58
其中：大型国有金融机构占比	40.64%	47.13%	39.55%

资料来源：根据广新控股所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）

跟踪评级结论

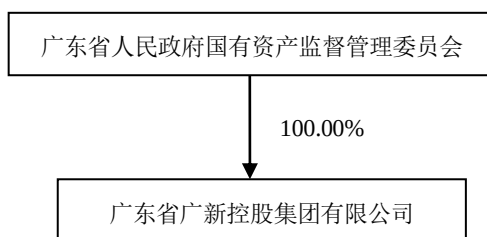
该公司为国有独资企业，实际控制人为广东省国资委。公司基本建立了法人治理结构，受丝纺集团合并影响，跟踪期内公司董事及高管人员发生较大变动，均为正常的工作调动。跟踪期内，公司根据自身经营管理需要调整了内部组织架构，运营管理日益规范。

该公司已形成先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品大健康、文化创意与大数据营销和新型外贸五大核心业务板块，并在部分领域形成较强的竞争实力。跟踪期内，主要受益于先进制造业快速发展及合并丝纺集团，公司营业毛利显著增长。近年来公司长期股权投资企业经营情况良好，投资收益成为盈利重要来源。跟踪期内，公司计提大额资产减值损失，对利润侵蚀较大，但近三年净利润总体仍保持增长。

2019 年丝纺集团并入该公司，资产和负债规模均有较大增幅。随着业务规模扩大，公司已积累较大规模的刚性债务，且期限结构偏向短期，面临一定的即期偿债压力。跟踪期内，公司发行多笔长期债券，债务期限结构有一定改善。公司经营性现金流状况良好，货币现金存量充裕，融资渠道畅通，且部分股权资产可变现能力强，可为公司到期债务偿还提供良好保障。

附录一：

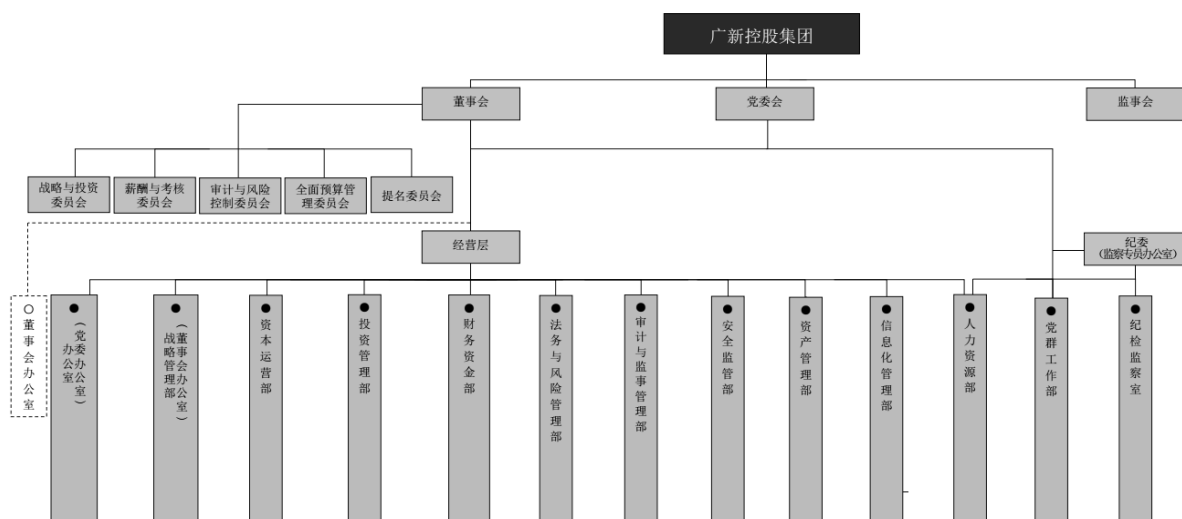
公司与实际控制人关系图



注：根据广新控股提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据广新控股提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金净流入量 （亿元）	
广东省广新控股集团有限公司	广新控股	本部	——	股权投资管理	135.74	91.08	0.62	3.16	-17.75	
兴发铝业控股有限公司	兴发铝业	二级子公司	31.67	建筑铝型材、工业铝型材	-	30.39	112.94	6.06	9.54	
广东广青金属科技有限公司	广青科技	二级子公司	23.32	镍合金、不锈钢	23.80	33.89	229.78	13.22	6.98	
佛山佛塑科技集团股份有限公司	佛塑科技	二级子公司	26.21	塑料新材料	10.97	26.03	28.48	0.69	-3.29	
广东省广告集团股份有限公司	省广集团	二级子公司	20.77	广告设计、制作、代理等	6.91	56.14	115.36	1.82	5.45	
广东肇庆星湖生物科技股份有限公司	星湖科技	二级子公司	16.41	饲料添加剂、化学原料药等	3.55	15.20	10.50	1.50	2.13	
广东省食品进出口集团有限公司	省食品公司	二级子公司	100.00	生猪养殖，食品调料等	4.98	6.34	9.79	1.46	1.30	
广东省丝绸纺织集团有限公司	丝纺集团	二级子公司	100.00	丝绸纺织进出口	10.44	20.40	48.13	1.02	2.91	
广东生益科技股份有限公司	生益科技	重要合营企业	22.26	铜板生产	26.73	93.54	132.41	15.63	16.92	

注：根据广新控股 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	589.35	570.32	632.13	666.67
货币资金 [亿元]	72.16	77.08	100.39	115.04
刚性债务[亿元]	288.21	266.40	280.43	323.36
所有者权益 [亿元]	202.80	208.38	238.94	241.44
营业收入[亿元]	568.93	562.77	671.70	106.41
净利润 [亿元]	6.82	11.75	19.46	3.42
EBITDA[亿元]	35.65	37.31	50.15	—
经营性现金净流入量[亿元]	24.32	68.46	41.24	-6.42
投资性现金净流入量[亿元]	-17.08	-18.14	0.75	-10.32
资产负债率[%]	65.59	63.46	62.20	63.78
权益资本与刚性债务比率[%]	70.37	78.22	85.21	74.67
流动比率[%]	108.39	100.44	114.31	122.88
现金比率[%]	30.29	32.24	40.49	47.03
利息保障倍数[倍]	2.16	2.31	3.42	—
担保比率[%]	14.32	13.86	7.97	7.86
营业周期[天]	91.68	88.14	81.48	-
毛利率[%]	12.92	11.22	13.31	11.77
营业利润率[%]	2.58	3.03	3.85	3.87
总资产报酬率[%]	4.41	4.61	6.21	—
净资产收益率[%]	3.50	5.72	8.70	—
净资产收益率*[%]	7.21	4.36	7.50	—
营业收入现金率[%]	102.47	108.14	107.16	100.35
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.19	25.65	15.36	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.90	13.44	11.12	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.04	3.23	4.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.18	—

注：表中数据依据广新控股经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《有色金属行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。