

科学城(广州)投资集团有限公司

2020 年面向专业投资者公开发行可 续期公司债券(第一期)信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【1014】号 03

分析师

姓名：
高怡 阮航

电话：
0755-82871645

邮箱：
gaoy@cspengyuan.com

评级日期：
2020年9月27日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
永续期债券评级方法，
该评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

科学城（广州）投资集团有限公司 2020 年面向专业投资者 公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 50 亿元

评级展望：稳定

债券期限：基础期限为 1 年，以每 1 个计息年度为一个周期，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，公司不行使续期选择权则全额到期兑付

债券偿还方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；附公司递延支付利息权、公司赎回选择权，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对科学城（广州）投资集团有限公司（以下简称“公司”）本期拟发行总额不超过 50 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到：广州市黄埔区、广州开发区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础，公司业务趋于多元化，业务可持续性较好，公司并购皇朝家居控股有限公司（以下简称“皇朝家居”，1198.HK），资产实力增厚，公司持续获得较大力度的外部支持；但中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，有息债务规模持续大幅攀升，面临较大的短期偿债压力，2020 年上半年公司盈利呈现亏损，且面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 广州市黄埔区、广州开发区经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。近年来，广州市黄埔区、广州开发区经济实力持续增强，2017-2019 年广州市黄埔区分别实现地区生产总值 3,242.23 亿元、3,465.18 亿元和 3,502.47 亿元，同比增长 6.6%、7.6%和 8.6%。2019 年黄埔区、广州开发区固定资产投资分别增长 20.1%、22.8%，

中新广州知识城、科学城、黄埔港、生物岛投资力度较大，固定资产投资增速快，为公司发展提供了良好基础。

- **公司业务趋于多元化，业务可持续性较好。**近年来，公司工程建设、大宗贸易、服务及其他四大板块业务内容持续丰富。公司作为广州开发区重要的城市国有资产管理、建设、运营主体之一，未来工程建设板块业务可持续性较好；保安服务收入来源较稳定，污水污泥处理和管道养护服务业务有一定专营性；大宗贸易、房屋租赁、融资租赁业务等多元化业务丰富了公司的收入来源。
- **公司并购皇朝家居，资产实力增厚。**2019年8月29日，公司完成对香港上市公司皇朝家居的并购。皇朝家居主要业务为成品家具、定制家具和沙发的制造及销售，产能利用率、产销率较高。截至2020年6月末，皇朝家居净资产规模为19.59亿港元，资产负债率为29.59%。皇朝家居资产质量较好，并购丰富了公司的业务来源、增厚了公司的资产实力。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**公司在资产注入、财政补贴方面持续获得较大力度的外部支持。2017-2019年及2020年1-6月，公司获得货币资金、在建工程及投资性房地产等多项资产注入，账面价值分别为5,000.00万元、222,498.21万元、254,086.03万元和26,076.03万元，公司资本实力大幅增强。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要为在建工程、投资性房地产和长期股权投资，2020年6月末占总资产的35.67%。公司联营企业大部分规模较小，亏损企业较多。截至2020年6月末，公司受限资产规模达88.71亿元，占总资产的20.86%，主要用于融资、借款抵押。总体来看，公司资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**近年，公司业务规模扩增、持续进行股权投资，且经营性应收项目占款增加，经营、投资活动产生的现金持续大额流出，公司依赖外部融资实现资金平衡。考虑到截至2020年6月末公司在建项目（包括工程承包、自营及回购项目）总预算为125.15亿元，未来尚需投入60.13亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模持续大幅攀升，面临较大的短期偿债压力。**截至2020年6月末，公司资产负债率达75.96%，有息债务规模为275.06亿元，较2017年末增长2,560.51%；短期债务规模达92.37亿元，现金短期债务比为0.58，公司面临较大的短期偿债压力。

- **2020年上半年公司盈利呈现亏损。**2020年1-6月，公司利润总额为-7.31亿元，同比下降919.78%。一方面，2020年1-6月公司营业毛利润同比下降1.96%，主要系主要贡献毛利润的工程建设板块大部分项目于年末确认收入，且2020年上半年皇朝家居经营亏损所致，未来需关注皇朝家居盈利修复情况；另一方面，随着债务规模的大幅攀升，公司当期财务费用同比增长209.65%，对利润造成较大侵蚀；此外，2020年1-6月，公司投资收益为-3,063.98万元，系公司联营企业表现亏损所致。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至2020年6月末，公司对外担保总额为24.66亿元，为期末公司净资产的24.12%，对外担保企业全部为关联方。考虑到担保对象中科技类企业金额较大，公司面临一定或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）：

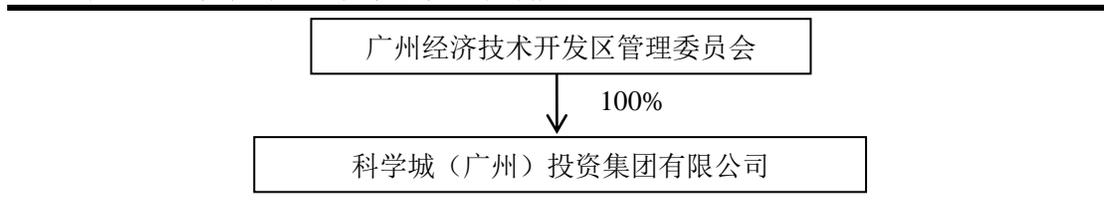
项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
总资产	4,253,176.10	3,146,871.33	1,295,574.35	464,553.10
所有者权益	1,022,381.76	945,896.38	453,272.71	211,283.84
有息债务	2,750,605.70	1,819,393.81	701,884.71	103,386.34
资产负债率	75.96%	69.94%	65.01%	54.52%
现金短期债务比	0.58	0.26	0.38	8.19
营业收入	442,021.65	666,855.45	201,759.02	22,192.75
其他收益	1,945.49	5,748.10	938.69	131.12
利润总额	-73,075.85	60,205.16	23,173.03	19,439.64
综合毛利率	4.76%	22.41%	25.45%	33.54%
EBITDA	-	135,213.66	41,519.07	23,147.13
EBITDA 利息保障倍数	-	1.93	2.43	29.74
经营活动现金流净额	-19,317.04	-67,019.46	-81,526.59	-10,650.04
收现比	1.30	1.20	0.95	0.87

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告和未经审计的2020年1-6月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司的前身为广州市经济技术开发区建设开发总公司，于1984年8月成立，成立时注册资本870.00万元。2003年4月，广州市经济技术开发区建设开发总公司改制为广州开发区建设发展集团有限公司。2017年7月，根据广州开发区国有资产监督管理局（以下简称“广州开发区国资局”）《广州开发区建设发展集团有限公司股东决议》，公司更为现名。公司自成立后经过多次增资扩股，截至2020年6月末，公司注册资本及实收资本均为260,000.00万元，控股股东及实际控制人为广州经济技术开发区管理委员会（以下简称“广州开发区管委会”），持股比例为100%。广州开发区国资局根据广州开发区管委会授权，代表广州开发区管委会履行出资人职责。公司产权及实际控制关系如图1所示。

图1 截至2020年8月末公司产权及实际控制关系



资料来源：公开信息，中证鹏元整理

2019年5月24日，公司通过全资子公司科学城（香港）投资有限公司（以下简称“科学城香港”）认购了皇朝家居43,309.36万股新股份，认股价为44,175.54万港元；同时，科学城香港与Great Diamond Developments Limited签订购股协议，购买其持有的21,838.78万股，购股价为25,769.76万港元。此外，科学城香港、皇朝家居原股东谢锦鹏及其全资控股三家公司¹达成一致行动人协议，就已发行的股份，以每股1.18港元的价格提出无条件强制性现金全面要约。谢锦鹏及其全资控股的三家公司先行接纳及收购少数股东股份，在其直接或间接持有股份达到皇朝家居股本的30.65%后，剩余要约收购的少数股东股份由科学城香港接纳。截至要约截止日（2019年8月29日），科学城香港及其一致行动人共持有皇朝家居219,699.13万股，占总股本的84.55%，为皇朝家居实际控制人。截至2019年末，科学城香港以持有的皇朝家居87,938.78万股为抵押物，取得借款87,612.64万元；已抵押股权占科学城香港及其一致行动人持有股份数的40.03%，占总股本的33.84%。截至2020年6月末，科学城香港及其一致行动人持有皇朝家居80.66%股份。

公司是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一。截至2020年6月

¹ 分别为：Crisana International Inc、Charming Future Holdings Limited、Leading Star Global Limited

末，纳入公司合并报表范围的主要一级、二级子公司有42家；2017-2019年及2020年1-6月，公司合并范围内分别新增主要子公司1家、12家、23家及7家，2020年1-6月公司合并范围内减少子公司3家。

二、本期债券概况

债券名称：科学城（广州）投资集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）；

发行总额：不超过人民币50亿元（含），拟分期发行；

债券期限和利率：本期债券基础期限为1年，以每1个计息年度为一个周期，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长1个周期，公司不行使续期选择权则全额到期兑付；本期债券采用固定利率，如果公司行使续期选择权，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点；

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；附公司递延支付利息权、公司赎回选择权，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务；

公司续期选择权：本期债券以每1个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长1年），或选择在该周期末到期金额兑付本期债券。具体续期选择权由董事会根据公司资金需求情况和发行时的市场情况决定；

递延支付利息权：本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息（如有）推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为，如公司决定递延支付利息的，应在付息日前10个交易日披露《递延支付利息公告》；

公司赎回选择权：除了以下两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

（1）公司因税收政策变更进行赎回：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）公司因会计准则变更进行赎回：根据《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会[2014]23号）、《金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定》（财会[2014]13号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

三、本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟40亿元用于偿还公司有息债务，剩余部分用于补充流动资金。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国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，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施

建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融

支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

广州市整体经济发展水平高，经济规模保持较快增长

广州市是广东省省会，位于广东省中南部，珠江三角洲北缘，濒临南海，邻近香港、澳门，是泛珠江三角洲经济区的核心城市。2019 年广州市人均 GDP 156,427 元，大幅高于全国人均 GDP 水平。

2017-2019 年广州市经济规模保持增长，全市地区生产总值分别为 21,503.15 亿元、22,859.35 亿元和 23,628.60 亿元，分别增长 7.0%、6.2% 和 6.8%。2019 年，广州市第一产业增加值 251.37 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 6,454.00 亿元，同比增长 5.5%；第三产业增加值 16,923.23 亿元，同比增长 7.5%；一、二、三次产业增加值的比例由 2017 年的 1.09: 27.97: 70.94 调整为 1.06: 27.32: 71.62，产业结构变动不大。

在高新技术产业带动下，近年广州市工业保持稳定增长，产业结构持续优化。

2017-2019年，工业增加值增速分别为5.2%、5.5%和4.8%，其中，2019年，广州市规模以上高技术制造业增加值增长21.0%，其中医药制造业、航空航天器制造业和电子及通信设备制造业分别增长16.8%、10.4%和24.1%，高技术制造业发展势头较好。

固定资产投资增速持续加快，2019年增速同比提升8.3个百分点至16.5%，其中第三产业完成投资增长18.0%，基础设施投资增长24.5%；房地产开发投资3,102.26亿元，同比增长14.8%。社会消费品零售总额保持平稳增长，给经济增长提供支撑。受经济形势及国际贸易局势不佳影响，近年进出口总额增速大幅放缓，2018-2019年增速仅为1.0%、1.9%。广州市经济发展水平较高，资金吸纳能力较强，2019年末广州市共有境内上市公司107家，2019年存款余额同比增长7.9%至5.91万亿元，贷款余额同比增长15.0%至4.71万亿元。

表1 2017-2019年广州市主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	23,628.60	6.8%	22,859.35	6.2%	21,503.15	7.0%
第一产业增加值	251.37	3.9%	223.44	2.5%	233.49	-1.0%
第二产业增加值	6,454.00	5.5%	6,234.07	5.4%	6,015.29	4.7%
第三产业增加值	16,923.23	7.5%	16,401.84	6.6%	15,254.37	8.2%
工业增加值	5,722.94	4.8%	5,621.73	5.5%	5,459.69	5.2%
固定资产投资	-	16.5%	5,938	8.2%	5,919.83	5.7%
社会消费品零售总额	-	7.8%	9,256.19	7.6%	2,702.89	6.4%
进出口总额	9,995.81	1.9%	9,810.15	1.0%	9,402.59	8.0%
存款余额	59,131.20	7.9%	54,788	6.7%	9,714.36	3.7%
贷款余额	47,103.31	15.0%	39,966.79	-	21,503.15	7.0%
地方人均 GDP（元）	156,427		155,491		150,678	
地区人均 GDP/全国人均 GDP	2.21		2.41		2.54	

资料来源：2017-2019年广州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年，广州全市一般公共预算收入1,697.21亿元，同比增长4.0%，全市一般公共预算支出2,865.12亿元，同比增长14.3%。财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为59.24%。

近年黄埔区、广州开发区经济保持增长，固定资产投资增速快

广州经济技术开发区于1984年经国务院批准成立，是首批国家经济技术开发区之一，荣获2019年国家级经济技术开发区综合发展水平考核评价排名第二。2012年，广州经济技术开发区与广州高新技术产业开发区、广州出口加工区、广州保税区、中新广州知识城合署办公，实行“五区合一”管理体制，统称广州开发区。2017年10月，黄埔区、广州开发

区深度融合，设立广州市黄埔区发展和改革委员会为黄埔区人民政府工作部门，与广州开发区发展和改革委员会是“一个机构，两块牌子”。2017年起，黄埔区和广州开发区合并公开财政数据。

黄埔区、广州开发区经济保持增长。2017-2019年，黄埔区实现地区生产总值3,242.23亿元、3,465.18亿元和3,502.47亿元，同比增长6.6%、7.6%和8.6%，GDP总量及增速均位居广州市各区第二位。2019年，黄埔区人均地区生产总值为30.92万元，是全国人均地区生产总值的4.36倍。广州开发区方面，2019年广州开发区实现生产总值2,978.89亿元，按可比价格计算，增长8.6%；广州开发区三产结构为0.2：63.7：36.1，第二、三产业对经济增长的贡献率分别为61.7%、38.6%。

2017-2019年，黄埔区工业增加值分别实现1,800.84亿元、1,894.86亿元和2,089.21亿元，增速为5.9%、6.8%和7.4%。黄埔区工业生产活动集中于广州开发区，2019年广州开发区工业增加值同比增长8.5%；其中，电子信息、电力供应、化学制造、汽车制造、食品饮料、金属冶炼、电气机械制造七大支柱产业完成规模以上工业总产值占广州开发区的72.1%，主要支柱产业发展势头较好。

黄埔区、广州开发区经济固定资产投资增速快。2017-2019年，广州开发区完成固定资产投资956.87亿元、1,038.07亿元和1,274.32亿元（项目在地口径），同比增长32.7%、29.7%和22.8%，中新广州知识城、科学城、黄埔港、生物岛投资力度较大，实现“四区四中心”联动发展；广州开发区固定资产投资集中于第三产业，占比73.4%，同比增长35.4%。房地产投资方面，2019年，黄埔区房地产项目完成固定投资475.36亿元，同比增长49.0%。但房地产销售放缓，2019年黄埔区商品房销售面积245.86万平方米，下降29.1%；商品房销售金额488.59亿元，下降17.4%。

表2 2017-2019年广州黄埔区主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	3,502.47	8.6%	3,465.18	7.6%	3,242.23	6.6%
其中：广州开发区	2,978.89	8.6%	2,795.39	7.8%	2,639.45	7.0%
第一产业增加值	-	-	5.67	-7.6%	5.59	-7.6%
第二产业增加值	-	7.4%	2,058.71	8.0%	1,954.49	5.4%
第三产业增加值	-	11.4%	1,400.80	6.8%	1,282.15	9.0%
工业增加值	2,089.21	7.4%	1,894.86	6.8%	1,800.84	5.9%
其中：广州开发区	1,779.14	8.5%	1,662.49	6.7%	1,593.95	4.2%
固定资产投资	1,398.72	20.1%	1,164.89	12.1%	1,101.19	28.6%

其中：广州开发区	1,274.32	22.8%	1,038.07	29.7%	956.87	32.7%
进出口总额	2,886.73	7.4%	2,753.69	1.6%	2,662.00	7.1%
合同利用外资（亿美元）	20.09	-51.5%	41.45	84.7%	22.44	-46.8%
实际利用外资（亿美元）	22.81	1.5%	22.47	1.2%	22.21	1.4%
地区人均 GDP（万元）		30.92		31.76		29.42
地区人均 GDP/全国人均 GDP		436.16%		491.31%		496.95%

注：标“-”数据未公开披露，2017-2018年广州黄埔区人均GDP用当年地方生产总值/2017年末常住人口109.10万人计算。

资料来源：广州市黄埔区、广州开发区2017年国民经济和社会发展统计公报、2018年12月统计月报、2019年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年，广州市黄埔区实现一般公共预算收入181.19亿元，同年广州市黄埔区一般公共预算支出343.73亿元；财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为52.72%。

目前广州市黄埔区、广州开发区主要一级平台8家，控股股东及实际控制人均为广州经济技术开发区管理委员会，各公司职能定位明确，具体如表5。

表3 广州市黄埔区、广州开发区主要平台基本情况

序号	主要平台名称	简称	定位
1	广州开发区金融控股集团有限公司	开发区金控	广州开发区资产规模最大、经营实力最强的国有资本运营实体，业务涵盖热电供应、项目建设运营、房地产业务及战略投资四大板块
2	广州开发区投资集团有限公司	开发区投资	广州开发区重大产业投资运营平台，承担区属重大产业投资、资产运营管理、国有股权管理和市值管理等基本职能，前身为广州经济技术开发区国有资产投资公司
3	科学城（广州）投资集团有限公司	科学城	广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，覆盖工程建设、大宗贸易、服务及其他板块，前身为广州开发区建设发展集团有限公司
4	广州高新区投资集团有限公司	广州高新投	广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一，主营物业租赁、融资租赁、市政拆迁及代建、酒店住宿及餐饮、商品房销售业务等，前身为广州开发区工业发展集团有限公司
5	知识城（广州）投资集团有限公司	知识城	广州开发区重要平台，深耕中新广州知识城，定位为知识经济发展集成服务商，前身为广州开发区商业发展集团有限公司
6	广州开发区产业基金投资集团有限公司	开发区产投	广州开发区属基金化投融资平台，包括城市发展建设基金、重大产业投资基金、政府引导基金、招商引资四大板块
7	广州开发区人才工作集团有限公司	开发区人才	广州开发区属一级、准公益性国有独资企业，定位为人才服务和租赁住房投资运营综合服务商
8	黄埔文化（广州）发展集团有限公司	黄埔文化	广州开发区属一级、准公益性国有独资企业，定位为强化区内文化产业公共服务平台功能、开发文化产业资源、建设文化基础设施

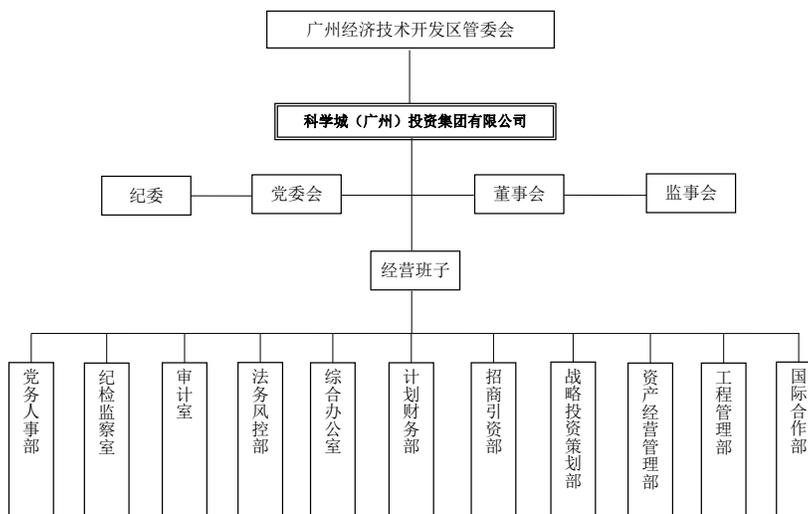
资料来源：公开信息，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《公司法》和《企业国有资产法》等有关法律，制定了《科学城（广州）投资集团有限公司章程》，设立了董事会和监事会，按照现代企业制度建立并逐步完善法人治理结构。公司董事会是公司的最高经营决策机构，对股东负责，董事会由8名董事组成，设有董事长1名，由区国资局按有关规定任免。公司设总经理1人，由董事会按规定程序聘任或解聘，总经理对董事会负责。公司设有监事会，由5名监事组成，对公司财务、董事及高管行为等执行监督。

公司在组织机构设置方面，根据公司定位、业务特点及业务需要，设置党务人事部、纪检监察室、审计室、法务风控部、综合办公室、计划财务部、招商引资部、战略投资策划部、资产经营管理部、工程管理部、国际合作部。公司目前的组织结构如下图所示。

图2 截至2020年8月末公司组织结构



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一。公司业务不断多元化，营业收入主要来自工程建设、大宗贸易、服务及其他四大板块。

2017-2019年及2020年1-6月，公司营业收入为2.22亿元、20.18亿元、66.69亿元和44.20亿元，公司各板块收入均有较大增幅。工程建设为公司主要业务，该板块业务可持续性较好；大宗贸易板块主要为化工原料、煤炭等大宗商品销售贸易，为2018年新增业务；近年服务板块新增保安服务、污水污泥处理和管道养护服务业务，在广州开发区有一定专营性。

2018年，公司其他板块中新增融资租赁业务，需关注公司应收融资租赁款项的回收风险；2019年8月29日，公司完成并购皇朝家居，新增家具销售业务，皇朝家居2020年上半年呈现亏损，需关注其业务恢复情况。近年，公司毛利率表现为持续小幅下降，2017-2019年及2020年1-6月，公司综合毛利率分别为33.54%、25.45%、22.41%和4.76%。2020年1-6月公司毛利率较低，主要系毛利率较高的工程建设板块大部分项目于年末结算，致使当期公司营业收入以较低毛利率的大宗贸易收入为主。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项 目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
1.工程建设板块：								
三旧改造前期服务收入	1,117.25	33.37%	103,123.58	78.53%	28,301.89	90.89%	0.00	0.00%
工程建设收入	19,884.74	16.63%	29,248.54	29.10%	15,251.88	43.45%	5,063.10	34.81%
一级土地开发收入	11,538.21	9.75%	5,502.81	9.51%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
2.大宗贸易板块：								
大宗贸易收入	323,478.57	1.23%	380,364.79	1.47%	96,476.78	1.49%	0.00	0.00%
其他商品销售收入	978.91	24.94%	490.38	8.61%	255.19	19.31%	0.00	0.00%
3.服务板块：								
保安服务收入	15,593.26	16.90%	36,137.92	10.23%	36,220.40	10.54%	0.00	0.00%
租金收入	10,683.21	4.73%	15,842.94	29.06%	4,835.68	18.63%	1,765.89	11.08%
污水污泥处理收入	10,281.43	10.76%	15,908.20	16.08%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
咨询服务收入	4,023.78	74.75%	9,445.28	83.91%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
管道养护服务收入	7,198.49	13.27%	9,419.41	83.78%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
物业管理收入	0.00	0.00%	5,883.33	16.93%	6,496.94	13.59%	5,765.21	4.33%
水、电供应收入	180.82	3.20%	490.03	38.84%	477.93	41.63%	1,929.10	4.72%
4.其他业务板块：								
家具销售收入	22,312.61	-27.16%	31,412.93	27.52%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
融资租赁业务收入	5,180.75	15.11%	7,734.01	29.98%	4,807.34	83.04%	0.00	0.00%
房地产开发收入	0.00	0.00	133.32	62.67%	14.41	59.30%	528.07	36.06%
主营业务小计	432,452.03	2.76%	651,137.47	20.66%	193,138.45	22.60%	15,051.37	16.54%
资金占用费收入	9,287.57	100.00%	14,014.62	98.18%	1,428.76	100.00%	938.50	100.00%
合作经营分成收入	43.65	70.06%	1,090.46	95.36%	5,667.12	93.58%	2,547.17	85.39%
其他收入	238.40	-96.08%	612.90	15.59%	1,524.68	64.16%	3,655.71	50.35%
其他业务小计	9,569.62	94.98%	15,717.98	94.76%	8,620.57	89.44%	7,141.38	69.37%
合计	442,021.65	4.76%	666,855.45	22.41%	201,759.02	25.45%	22,192.75	33.54%

注：公司其他业务以资金占用费收入为主，系公司向关联企业提供借款等往来，收取的资金占用费。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 工程建设板块

广州开发区对基础设施的需求较大，公司工程建设板块业务持续性较好

公司是广州开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一。工程建设板块业务是公司主要业务，包括工程建设业务、拆迁服务（近年以三旧改造前期服务业务为主）和一级土地开发收入。考虑到广州开发区对基础设施的需求较大，公司工程建设板块未来持续性较好。

公司具有一级市政工程建设资质，是广州开发区范围内负责市政工程建设业务的重要主体。公司工程建设业务主要为工程承包，还有部分工程代建。

工程承包业务主要由公司本部负责。工程承包业务模式为：拟进入园区的高新技术企业向公司发包，公司作为总承包方承接工程项目，按完工百分比法确认相应的销售收入。公司主要承包的项目有百事高（广州）实业有限公司科学城项目（以下简称“百事高项目”）和露乐健康科技（广州）有限公司研发生产基地建设项目（以下简称“露乐项目”）等。

工程代建业务由公司子公司广州东进新区开发有限公司（以下简称“东进公司”）经营。东进公司与建设业主逐一签订《建设工程代建合同》，建设业主一般为政府单位。合同一般以项目总投资额为代建费计费基础，代建费率根据财政部《基本建设项目建设成本管理规定》确定，东进公司确认的代建费率在0.8%-1.5%，费率较低，公司按照代建费率确认相关收入。

2017-2019年和2020年1-6月，公司分别确认工程建设收入5,063.10万元、15,251.88万元、29,248.54万元和19,884.74万元，主要为工程承包项目，工程代建项目收入规模较小。近年公司工程承包项目增多，收入规模持续增大，但毛利率较低；工程代建业务代建费率较低，收入规模小。2017-2019年和2020年1-6月，公司工程建设业务毛利率分别为34.81%、43.45%、29.10%和16.63%，呈现一定波动。

工程承包业务方面，截至2020年6月末，百事高项目已完工结算，主要在建的工程承包项目合同总成本合计7.07亿元，尚需投入3.23亿元，预计尚可确认3.39亿元收入，未来收入有一定保障。

表5 截至2020年6月末公司主要工程承包项目明细（单位：万元）

项目	合同总成本	完工进度	累计确认收入	累计结转成本	尚需投入规模	预计尚可确认收入
露乐项目	17,988.85	95.00%	17,431.19	17,089.40	899.44	917.43
软件 CBD 总部项目	10,404.31	35.59%	3,747.87	3,702.89	6,701.42	6,782.81
日立项目	23,712.00	51.69%	12,405.61	12,256.74	11,455.26	11,594.39
力柏项目	162.35	61.08%	300.72	272.69	0.00	191.58
知识城北片区土石方工程	18,404.90	28.06%	5,613.44	5,164.37	13,240.53	14,391.88
合计	70,672.41	-	39,498.83	38,486.10	32,296.65	33,878.10

注：随公司工程细分项目的增加，公司部分项目合同总成本有一定增加。

资料来源：公司 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

拆迁服务业务由东进公司、公司本部和科学城（广州）城市更新集团有限公司（以下简称“城更集团”）经营。拆迁服务业务模式为：公司向区内土地开发项目提供拆迁、协调政府资源等服务，接受政府的委托，对项目的拆迁、补偿和回迁安置房及配套设施建设的全过程进行管理。

2018年起，公司发展了三旧改造前期服务业务，主要收取拆迁服务费为收入。2018-2019年，公司三旧改造前期服务收入来源于火村三旧改造项目、金坑项目和旺村项目。火村三旧改造项目由公司本部、东进公司共同负责，根据《火村三旧改造项目合作协议书》补充协议（以下简称“合作协议书”），2018-2019年，项目运营方广州宏祥房地产有限公司（以下简称“宏祥房地产”）支付前期服务费3亿元，其中90%支付给公司本部，10%支付给东进公司。金坑项目、旺村项目均位于广州开发区内，由城更集团负责。

2018-2019年，公司确认三旧改造前期服务费收入28,301.89万元、103,123.58万元，毛利率分别为90.89%、78.53%。该业务毛利率较高，原因系该业务成本主要为报批手续的相关费用，成本较低。2020年1-6月，公司仅确认三旧改造前期服务费收入1,117.25万元，毛利率为33.37%，收入规模较小、毛利率较低，主要原因系该业务一般于年末结算。

表6 公司三旧改造前期服务收入成本明细（单位：万元）

项目	2019 年确认收入	2019 年确认成本
旺村项目	42,713.21	14,783.74
金坑项目	32,108.49	4,720.98
火村三旧改造项目	28,301.88	2,639.40
合计	103,123.58	22,144.12
项目	2018 年确认收入	2018 年确认成本
火村三旧改造项目	28,301.89	2,579.55
合计	28,301.89	2,579.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

一级土地开发业务主要为公司2019年新增业务，由子公司广东宏德投资有限公司（以下简称“宏德公司”）负责。宏德公司是广东顺德清远（英德）经济合作区（以下简称“合作区”）的开发和运营主体，受合作区土地储备中心委托，负责合作区内土地一级开发，完成后交由合作区土地储备中心出让，收取土地开发成本的10%为固定收益。

2019年8月30日原合作区正式移交，由广州市承接，成立广清经济特别合作区广德（英德）产业园，佛山市顺德区人民政府将宏德公司100%的股权无偿划拨给广州市黄埔区人民政府；2019年12月3日，宏德公司100%无偿划转给公司，土地一级开发模式未变化。2019

年及2020年1-6月，公司确认一级土地开发收入5,502.81万元、11,538.21万元；毛利率分别为9.51%、9.75%，表现较稳定。

➤ 贸易板块

大宗贸易业务对公司营业收入有较大贡献，但毛利率较低，供应商、客户集中度较高。公司贸易业务板块为公司近年新增业务，2019年，公司新设成立科学城（广州）国际贸易有限公司（以下简称“国贸公司”），逐步接手原由公司本部经营的大宗贸易业务。

公司主要进行木材、煤炭、化工原料、平行进口车等产品的进出口贸易、内销汽车等国内贸易所取得的收入。进出口贸易方面，公司根据下游客户的需求，通过国际贸易商从海外供应商处采购木材、煤炭和化工原料，再销售给下游客户赚取差价。内销汽车方面，公司主要客户为广州津渝兴贸易有限公司，主要供应商为广汽传祺汽车销售有限公司，公司据此赚取购销差价。

2018-2019年，公司大宗贸易收入分别为96,476.78万元、380,364.79万元，毛利率分别为1.49%、1.47%。2019年，公司贸易业务前五大客户销售额占大宗贸易业务收入的45.14%，前五大供应商采购额占大宗贸易业务成本的63.21%，主要为汽车、铝、化工产品购销供应商及客户，公司贸易业务面临供应商、客户集中度较高的风险。

2020年1-6月，公司确认大宗贸易收入323,478.57万元，同比增长203.03%，主要源自铝、化工等产品的贸易规模大幅扩增。

表7 公司大宗贸易情况（单位：万元）

项目	单位	2019年			2018年		
		数量	收入	成本	数量	收入	成本
铝	吨	123,179.86	128,385.89	128,250.85	0.00	0.00	0.00
化工原料&产品	吨	114,936.18	72,014.90	69,307.13	20,273.93	19,549.31	19,400.25
木材	立方米	353,128.29	42,743.87	41,918.45	62,294.74	8,301.85	8,108.76
平行进口车	辆	601.00	38,235.09	37,496.75	586.00	33,499.02	32,765.60
煤炭	吨	810,402.00	32,067.57	31,488.44	476,524.00	18,674.68	18,431.21
内销汽车	辆	2,310.00	24,875.37	24,387.99	1,236.00	11,840.91	11,767.37
液化丙烷	吨	33,741.15	13,773.90	13,875.44	11,041.56	4,587.27	4,540.64
原糖	吨	11,865.00	4,444.36	4,420.31	0.00	0.00	0.00
钢材	吨	2,554.68	938.01	915.43	0.00	0.00	0.00
棕榈纤维	吨	548.47	53.42	51.69	197.86	23.74	21.22
其他	-	-	22,832.41	22,582.54	-	255.19	205.92
合计	-	-	380,364.79	374,695.02	-	96,731.97	95,240.97

资料来源：公司提供

➤ 服务板块

公司污水处理和管道养护服务业务有一定专营性，保安服务收入及毛利较稳定；租金、水电供应等业务丰富了公司营业收入来源

2019年，公司新增污水污泥处理、管道养护服务业务，由子公司广州科学城水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责，有一定专营性。2019年10月，广州市黄埔区水务局与公司本部签订特许经营服务协议，授予公司在特许经营期限内，在广州市黄埔区、广州开发区内提供市政污水处理服务和公共排水管网运营维护及管理服务，同时将黄埔区、广州开发区内的污水处理厂（含水质净化厂、再生水厂等）及公共排水管网移交给公司管理，特许经营期限为30年，自2019年4月1日起计算。公司本部将相关特许经营权、水务资产使用权授予水务集团，特许经营权、水务资产使用期限与公司本部的特许经营期限一致。

特许经营协议约定，每三年为一个计算期，第一个计算期（2019-2021年）污水处理费单价、公共排水管网养护定额分别为2.437元/立方米、76元/延米·年，如考核不达标则按规则扣除部分费用。广州市黄埔区水务局支付的特许经营费用资金纳入黄埔区本级财政年度预算和中期预算规划，季度拨款、年终清算。截至2020年6月末，公司已投入营运的净水厂8个，污水处理能力为41万吨/日。

2019年，公司污水处理量为7,640.52万吨、管网养护长度为136.38万延米（管网于2019年陆续注入公司，2019年12月管网养护长度为199.14万延米），分别确认收入为15,908.20万元、9,419.41万元，毛利率分别为16.08%、83.78%。2020年1-6月，公司分别确认污水污泥处理收入、管道养护服务收入10,281.43万元、7,198.49万元，毛利率分别为10.76%、13.27%。2020年1-6月，公司管道养护服务毛利率大幅下降，主要系公司当期支付较多管道养护费用所致。

公司本部和水务集团还有部分水、电供应收入，来源于供水和光伏发电业务。截至2019年末，投入营运的光伏发电项目13个，均位于黄埔区、广州开发区范围内。

公司保安服务由子公司广州经济技术开发区保安服务有限公司、广州市黄埔区保安服务有限公司负责运营。由广州开发区内各企事业单位与公司签订保安服务合同，委托公司派驻保安人员进行保安服务，保安服务费为每月4,000-6,000元/人。保安服务合同为一年一签，保安服务费逐月结算。公司保安人员流动性较大，人员规模维持在5,000-6,000人，目前公司保安服务在手订单数超过700个。2018-2019年，公司确认保安服务收入36,220.40万元、36,137.92万元，毛利率分别为10.54%、10.23%，收入及毛利均较稳定。公司保安服务合同在手订单数充足，业务模式较稳定，未来可持续性较好。

租金收入主要来自公司及子公司将持有的厂房、写字楼、商铺等物业对外出租取得的租金。2019年末，公司及各子公司投资性房地产已对外出租面积合计356,271.07平方米，分布在广州市范围内，租赁对象主要是当地的个体工商户、企业。2019年，公司投资性房地产出租率为71.28%²。2017-2019年公司分别获得租金收入1,765.89万元、4,835.68万元和15,842.94万元，随公司投资性房地产规模的增加，租金收入大幅增长。此外，公司物业管理业务由子公司科学城（广州）园区投资运营发展有限公司负责运营，以收取物业费为主。2017-2019年，公司分别确认物业管理收入5,765.21万元、6,496.94万元和5,883.33万元。2020年1-6月，公司物业管理收入为0万元，主要系子公司科学城（广州）园区投资运营发展有限公司被无偿划出，公司不再确认相关收入。

➤ 其他板块

2019年公司并购皇朝家居，其土地、厂房等资产增厚了公司资产实力；2020年上半年，受COVID-19疫情、行业竞争激烈影响，且固定成本高企致使皇朝家居亏损，需关注未来其盈利修复情况

2019年，公司并购获得皇朝家居控制权，新增家具销售业务。2018年11月16日，皇朝家居公告《战略合作谅解备忘录》，皇朝家居在土地及商业资源方面有优势，公司在资金来源、当地关系及协调方面具有优势，战略合作优势明显。2019年5月24日，子公司科学城香港完成对皇朝家居新股认购、原股份购股交易，并与谢锦鹏及其三家全资控股企业达成一致行动人；2019年8月29日，无条件强制性现金全面要约截止日后，科学城香港及一致行动人持有皇朝家居84.55%股份。公司对皇朝家居的合并日为2019年8月29日，并表其第四季度收入及利润。2020年6月，皇朝家居由原名“皇朝傢俬控股有限公司”变更为现名；截至2020年6月末，科学城香港及一致行动人持有皇朝家居80.66%股份。

皇朝家居业务主要来源于成品家具、定制家具和沙发的制造及销售。2019年上述成品家具、定制家具和沙发销售收入分别为4.30亿港元、2.22亿港元和1.24亿港元。截至2019年末，皇朝家居的板式家具、实木及木板结合和沙发产能分别为5.15万套、1.96万套和0.92万套，产能规模不大；但产能利用率均高于80%，产销率高于90%。

2019年，皇朝家居营业收入实现8.81亿港元，净利润实现0.63亿港元。2020年，COVID-19疫情导致家居消费需求短期抑制，叠加家具行业竞争激烈、景气度承压影响，2020年1-6月，皇朝家居呈现亏损，当期营业收入实现2.29亿港元，同比下降41.97%；净利润为-1.31亿港元，同比下降1,137.30%，一方面系皇朝家居物业、厂房及设备折旧等固定成本高企，另一方面系皇朝家居其他业务中酒店经营亏损所致。未来需持续关注皇朝家居

² 公司投资性房地产出租率=已出租房租建筑物面积/投资性房地产总面积

盈利修复情况。

图3 皇朝家居2019年收入主要来源于成品家具，其次为定制家居

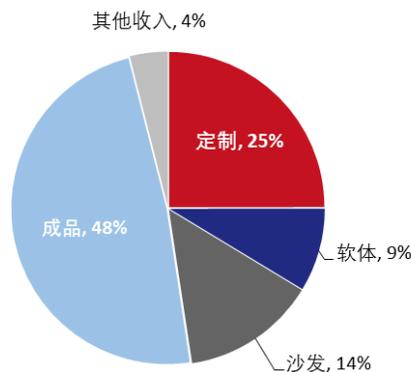
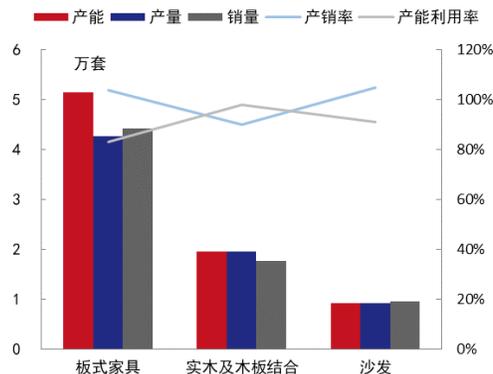


图4 皇朝家居产能利用率均较高，2019年产能以板式家具为主



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年6月末，皇朝家居总资产为27.83亿港元，净资产规模为19.59亿港元。截至2019年末，皇朝家居固定资产（物业、厂房及设备）、投资性房地产（投资物业）分别为10.07亿港元、4.43亿港元；皇朝家居土地共9宗，分别位于广州市增城区、天津市武清区、江西省南昌县，土地使用权（有使用权资产）2.69亿港元。截至2019年末，皇朝家居抵押受限资产合计5.98亿港元，占净资产的28.24%。

整体来看，皇朝家居资产质量较好。对皇朝家居的并购丰富了公司业务来源，增厚了公司的资产实力。但需关注的是，2020年上半年，受COVID-19疫情、行业竞争激烈影响，且固定成本高企致使皇朝家居亏损，需关注未来其盈利修复情况。

表8 皇朝家居主要财务指标（单位：万港元）

项目	2020年1-6月	2019年
总资产	278,276.70	285,913.10
所有者权益	195,943.80	211,856.00
营业收入	22,920.20	88,124.70
净利润	-13,129.10	6,297.60
资产负债率	29.59%	25.90%
综合毛利率	-5.05%	31.07%
经营活动现金流净额	-7,918.10	23,087.70

资料来源：皇朝家居 2019 年报、2020 年中期报告，中证鹏元整理

公司融资租赁业务规模扩增，需持续关注公司应收融资租赁款项的回收风险

公司融资租赁业务由科学城（广州）融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）负责。截至2020年6月末，公司、中国金融租赁有限公司分别持有融资租赁公司75%、25%

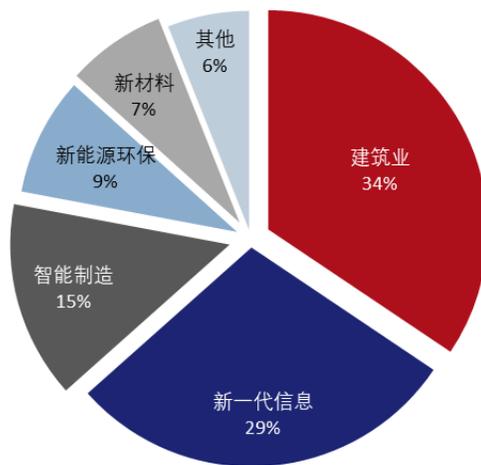
的股份；2020年7月29日，皇朝家居间接全资子公司舒适梳化有限公司与中国金融租赁有限公司签订收购合同，拟以7,250.00万元现金收购融资租赁公司20%股份，目前相关股权变动尚未完成工商变更。

公司融资租赁业务模式包括直接租赁和售后回租。截至2020年6月末，公司融资租赁业务尚无违约情况，融资租赁公司最低租赁收款额为18.93亿元，业务规模持续扩增。期限结构方面，公司最低租赁收款额趋于短期，截至2020年6月末，公司最低租赁收款额在1年以内的占比60.20%，3年以上的占比0.87%。公司融资租赁业务资金主要来源于融资租赁公司的资本金、对金融机构的借款和资本市场直接融资资金。截至2019年末，融资租赁公司有息债务达18.71亿元，债务以长期为主，短期有息债务占比29.40%。

融资租赁公司主要投放领域为建筑、新一代信息技术、智能制造和新能源环保，投放区域以广东省为主。截至2020年6月末，公司签订的融资租赁合同中直接租赁40个，投放额28,563.54万元；售后回租115个，投放额224,297.17万元。

2018-2019年及2020年1-6月，公司融资租赁业务收入分别为4,807.34万元、7,734.01万元和5,180.75万元，毛利率分别为83.04%、29.98%和15.11%。公司融资租赁业务规模扩增，未来需持续关注公司应收融资租赁款项的回收风险。

图5 2019年公司融资租赁主要投放建筑、新一代信息技术、智能制造和新能源环保等行业



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建工程项目较多，未来尚需投入规模较大，面临较大资金压力

公司在建工程项目较多，主要为新一代信息技术产业价值创新园启动区建设项目、安置房项目、水质净化工程等。新一代信息技术产业价值创新园启动区建设项目未来收益来源于房屋、车位的销售及租赁，易受当地房地产市场情况影响，有一定不确定性。水质净化工程项目主要为LG水质净化厂、建管中心污水处理项目，资金投入主要来源于财政注

资，收入来源于污水污泥处理收入、管道养护服务收入。根据《政府采购项目合同》及补充协议，九龙安置房项目的业务模式为政府购买服务，由中新广州知识城土地开发中心在项目完工后13年内分期回购，计划每年回购14,051万元。九龙安置房项目实际于2018年开工，未来将实现回购收益。

截至2020年6月末，公司主要在建项目（包括工程承包、自营及回购项目）总预算为125.15亿元，已投资65.03亿元，未来尚需投入60.13亿元，公司面临较大的资金压力。

表9 截至2020年6月末公司主要在建自营及回购项目情况（单位：万元）

项目名称	预算数	已投资额	尚需投资额	业务模式
新一代信息技术产业价值创新园启动区建设项目	240,000.00	89,386.48	150,613.52	自营
九龙安置房项目	182,735.00	147,468.88	35,266.12	政府购买
LG水质净化厂	100,000.00	91,135.71	8,864.29	自营
建科广场	150,000.00	136,588.55	13,411.45	自营
建管中心污水处理项目	372,133.00	82,676.68	289,456.32	自营
信息电子材料	96,606.00	52,553.91	44,052.09	自营
科景苑项目	36,000.00	9,157.69	26,842.31	自营
九龙镇村居生活污水处理项目	3,345.00	2,872.20	472.80	自营
合计	1,180,819.00	611,840.09	568,978.91	-

注：根据广东省国际工程咨询有限公司出具的可行性研究报告，新一代信息技术产业价值创新园启动区建设项目总投资为245,184.62万元，根据2019年审计报告、2020年1-6月财务信息审阅报告，该项目预算数为240,000.00万元；2019年科森苑更名为科景苑；2020年公司无偿划出科学城（广州）市政建设工程有限公司后，九龙农村污水改造项目不再由公司建设。

资料来源：公司2020年1-6月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

公司持续获得较大力度的外部支持，公司的资本实力大幅提升

公司在资产注入、财政补贴方面获得较大力度的外部支持。2017-2019年及2020年1-6月，广州市黄埔区人民政府、广州开发区管委会分别向公司注入货币资金、在建工程及投资性房地产等，分别增加资本公积5,000.00万元、222,498.21万元、254,086.03万元和26,076.03万元，增强了公司的资本实力；财政补贴方面，2017-2019年和2020年1-6月，公司获得政府补助合计8,765.10万元，详见附录二。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告和未经审计的2020年1-6月财务信

息审阅报告，报告均采用新会计准则编制。2018-2019年和2020年1-6月，公司新增纳入合并报表范围的主要子公司分别为12家、23家和7家，2020年1-6月公司合并范围内减少子公司3家。

资产结构与质量

公司资产规模持续快速增长，资产以在建工程、投资性房地产和长期股权投资等非流动资产为主，资产受限规模较大，流动性较弱

近年公司资产规模持续快速增长，主要源于政府资产划拨、子公司并购及公司融资规模扩增。截至2020年6月末公司总资产达425.32亿元，较2017年末增长815.54%。从资产结构上来看，公司资产以非流动资产为主，2020年6月末占比为63.52%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53.27	12.52%	19.28	6.13%	7.21	5.57%	2.17	4.67%
应收账款	5.94	1.40%	5.88	1.87%	5.24	4.04%	0.89	1.91%
其他应收款	47.08	11.07%	30.85	9.80%	5.44	4.20%	11.85	25.50%
存货	23.18	5.45%	14.81	4.71%	9.97	7.69%	0.85	1.84%
流动资产合计	155.15	36.48%	89.15	28.33%	32.15	24.82%	17.37	37.38%
可供出售金融资产	20.66	4.86%	19.53	6.21%	9.94	7.67%	5.45	11.73%
长期应收款	7.07	1.66%	7.43	2.36%	4.36	3.36%	1.04	2.24%
长期股权投资	46.77	11.00%	33.79	10.74%	15.59	12.03%	9.45	20.33%
投资性房地产	55.84	13.13%	37.42	11.89%	9.67	7.47%	2.24	4.81%
在建工程	49.10	11.54%	38.71	12.30%	21.47	16.57%	5.29	11.39%
无形资产	44.84	10.54%	29.82	9.48%	9.36	7.23%	0.12	0.26%
其他非流动资产	17.80	4.18%	31.04	9.86%	22.29	17.21%	2.99	6.44%
非流动资产合计	270.17	63.52%	225.54	71.67%	97.40	75.18%	29.09	62.62%
资产总计	425.32	100.00%	314.69	100.00%	129.56	100.00%	46.46	100.00%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告和未经审计的2020年1-6月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

流动资产方面，2020年6月末，公司货币资金达53.27亿元，较2017年末增长2,356.38%，主要公司融资规模持续扩张；其中10.08亿元货币资金受限，主要系信用证、银行承兑汇票、施工项目等保证金及已质押的定期存款。公司应收账款主要为应收九龙安置房项目承建方广州宏祥房地产有限公司、政府及相关单位等的款项，同比增幅不大。2019年末，公司其他应收款为30.85亿元，近年呈现一定波动，主要系公司应收关联方或广州

开发区内企业的借款存在波动所致，应收对象行业分布为半导体、房地产等行业；公司对借出款项收取资金占用费，2019年及2020年1-6月，公司分别确认资金占用费收入1.40亿元、0.93亿元。截至2019年末，公司计提坏账准备4,937.24万元，需关注公司借出款项的坏账风险。截至2020年6月末，公司存货23.18亿元，较2017年末增长2,615.62%，一方面系公司安置房项目、工程建设项目持续投入，另一方面系公司贸易业务规模扩增致使库存商品规模大幅增长。截至2020年6月末，公司计提存货跌价准备1.02亿元，主要系2个拆迁项目因历史问题拆迁成本无法收回、公司贸易业务库存商品及原材料有一定跌价风险所致。

非流动资产方面，截至2019年末，公司可供出售金融资产19.53亿元，近三年复合增速达89.29%，主要系公司参股企业增加所致。公司主要参股企业有广州开发区国有企业投资基金合伙企业（有限合伙）、桂林银行股份有限公司等。公司长期应收款为应收融资租赁款项，同比大幅增长系公司融资租赁业务规模扩大所致。截至2019年末，公司长期股权投资33.79亿元，为公司对59家联营企业的股权投资，以权益法计量。2020年1-6月，公司新增投资18家、追加投资4家、退出投资1家。公司联营企业大部分规模较小，亏损企业数量较多；2019年，公司确认对联营企业的投资收益-4,935.83万元，亏损主要来自于广州粤芯半导体技术有限公司（以下简称“粤芯半导体”），需关注公司联营企业存在持续亏损的风险。2017-2019年，公司投资性房地产、无形资产复合增速分别为309.14%、1,484.94%，一方面系公司购入土地，且自建项目建科广场、汇丽大厦和科乐苑项目完工转固；另一方面系公司新增并入宏德公司、皇朝家居的土地及厂房规模较大。此外，公司在建工程持续投入，账面价值2017-2019年复合增速达170.49%。公司其他非流动资产主要为预付购地款、购房款、股权投资款和工程项目投资款项等。截至2020年6月末，公司预付的股权投资款、购房款分别较2019年下降50.41%、31.70%，主要系公司相关股权投资、购房交易已完成交割所致，当期末公司其他非流动资产大幅下降。

公司资产规模大幅增长，资产以在建工程、投资性房地产和长期股权投资为主。公司联营企业大部分规模较小，亏损企业较多。截至2020年6月末，公司受限资产规模达88.71亿元，占总资产的20.86%，受限资产主要用于融资、借款抵押。总体来看，公司资产流动性较弱。

表11 截至2020年6月末公司所有权和使用权受到限制的资产情况（单位：万元）

项 目	账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	100,872.57	2.37%	保证金、已质押的定期存款
存货	69,072.90	1.62%	借款抵押

投资性房地产	322,998.50	7.59%	借款抵押、中联开源-科学城大湾区租赁住房第一期资产支持专项计划
固定资产	73,966.26	1.74%	借款抵押
无形资产	32,892.73	0.77%	借款抵押
在建工程	136,588.55	3.21%	借款抵押
长期股权投资	8,169.22	0.19%	借款质押
应收融资租赁款	50,069.70	1.18%	借款质押、国君资管-科学城租赁大湾区制造业一期资产支持专项计划
皇朝家居股权	91,034.24	2.14%	借款抵押
科城恒骏股权	1,413.10	0.03%	借款质押
合计	887,077.77	20.86%	-

资料来源：公司未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司业务趋于多元化，各板块收入均呈现大幅增长，财务费用对利润的侵蚀逐年增大；2020 年上半年，公司盈利呈现亏损

公司是广州市开发区重要的城市国有资产投资、建设、运营主体之一。公司业务趋于多元化，营业收入主要来自工程建设、大宗贸易、服务及其他板块。2017-2019 年及 2020 年 1-6 月，公司营业收入为 2.22 亿元、20.18 亿元、66.69 亿元和 44.20 亿元，公司各板块收入均有较大增幅。工程建设为公司主要业务，该板块业务可持续性较好；大宗贸易板块主要为化工原料、煤炭等大宗商品销售贸易，收入规模持续增加；服务板块中，保安服务收入、毛利较稳定，污水污泥处理和管道养护服务业务在广州开发区有一定专营性；其他板块中，融资租赁业务规模持续增长，且公司于 2019 年并购皇朝家居新增家具销售业务，为公司营业收入提供了补充。值得注意的是，受 COVID-19 疫情、行业竞争激烈等影响，皇朝家居 2020 年上半年呈现亏损，需关注其盈利修复情况；公司融资租赁业务主要投放建筑、新一代信息技术、智能制造和新能源环保等行业，未来需持续关注公司应收融资租赁款项的回收风险。

2017-2019 年及 2020 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 33.54%、25.45%、22.41% 和 4.76%。2020 年 1-6 月公司毛利率较低，主要系毛利率较高的工程建设板块大部分项目于年末结算，致使当期公司营业收入以较低毛利率的大宗贸易收入为主。

2017 年，受益于公司投出企业的盈利，公司投资收益规模较大；但 2018-2019 年，受粤芯半导体大幅亏损、多数联营企业小幅亏损影响，公司投资收益规模回落。2017-2019 年及 2020 年 1-6 月，公司合计获得政府补助 8,765.10 万元，为公司利润提供了一定补充。

期间费用方面，2019 年，由于公司融资规模大幅增长，利息费用（包含资本化利息）

支出 7.01 亿元，较 2017 年末增长 8,910.41%，致使公司财务费用大幅增长。2017-2019 年，公司财务费用占营业收入分别为 2.85%、6.32%、8.66%，财务费用对利润的侵蚀逐年增大。

2020 年 1-6 月，公司盈利呈现亏损，当期利润总额为-7.31 亿元，同比下降 919.78%。一方面，主要贡献毛利润的工程建设板块大部分项目于年末确认收入，且 2020 年上半年皇朝家居经营亏损，致使 2020 年 1-6 月公司营业毛利润同比下降 1.96%；另一方面，随着公司债务规模的大幅攀升，公司当期财务费用同比增长 209.65%；此外，2020 年 1-6 月，公司投资收益为-3,063.98 万元，系公司联营企业表现亏损所致。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	44.20	66.69	20.18	2.22
投资收益	-0.31	0.59	1.00	2.24
其他收益	0.19	0.57	0.09	0.01
营业利润	-7.26	6.06	2.48	2.00
利润总额	-7.31	6.02	2.32	1.94
综合毛利率	4.76%	22.41%	25.45%	33.54%
期间费用率	20.38%	14.26%	17.18%	40.98%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流表现较差，投资活动现金大额流出；考虑到公司在建项目未来尚需投入规模较大，公司面临较大的资金压力

公司经营活动现金流主要为日常经营及往来款收支。近年公司经营业务扩大，新增业务回款情况均较好，2017-2019 年及 2020 年 1-6 月，公司收现比分别为 0.87、0.95、1.20 和 1.30。2018 年，公司业务种类扩增、经营投入大幅增长，致使经营活动现金流大额流出；2019 年，公司融资租赁款投放额增长、往来款借出规模增加，经营性应收款项大幅增长，营运资本占款增加，致使 2019 年公司经营现金流仍表现较差。

公司投资活动主要为少数股权投资、购买子公司和购建长期资产，2017-2019 年及 2020 年 1-6 月，公司投资活动产生的现金净分别流出 9.44 亿元、55.89 亿元、125.32 亿元和 60.40 亿元。对此，公司通过外部融资实现资金平衡，融资渠道包括吸收股东投资、取得银行借款及关联方借款、发行债券等。2017-2019 年及 2020 年 1-6 月，公司净融资额分别为 9.47 亿元、68.20 亿元、143.91 亿元和 87.34 亿元。考虑到截至 2020 年 6 月末公司在建项目（包括工程承包、自营及回购项目）总预算为 125.15 亿元，未来尚需投入 60.13 亿元，公司面

临较大的资金压力。中证鹏元也关注到公司受限资产规模较大，截至 2020 年 6 月末，公司受限资产占总资产的 20.86%，公司未来融资能力受一定影响。

表13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
收现比	1.30	1.20	0.95	0.87
销售商品、提供劳务收到的现金	57.33	79.70	19.23	1.92
收到其他与经营活动有关的现金	30.86	50.68	42.43	21.79
经营活动现金流入小计	88.33	130.37	61.66	23.71
购买商品、接受劳务支付的现金	51.24	70.42	22.21	1.23
支付其他与经营活动有关的现金	32.93	58.73	43.61	22.28
经营活动现金流出小计	90.26	137.08	69.81	24.78
经营活动产生的现金流量净额	-1.93	-6.70	-8.15	-1.07
投资活动产生的现金流量净额	-60.40	-125.32	-55.89	-9.44
筹资活动产生的现金流量净额	87.34	143.91	68.20	9.47
现金及现金等价物净增加额	25.07	11.91	4.15	-1.04

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司有息债务规模持续大幅攀升，导致资产负债率较高，偿债能力指标弱化，面临较大的短期偿债压力

受益于政府划拨、子公司并购及利润留存，截至2020年6月末，公司所有者权益较2017年末增长383.89%。公司融资规模同步大幅增长，截至2020年6月末，公司负债规模达323.08亿元，较2017年末增长1,175.64%，增幅很大。综合来看，公司所有者权益对负债的保障程度大幅下降，2020年6月末负债与所有者权益比率达316.01%，较2017年末增长196.14个百分点。

表14 公司资本结构情况（单位：亿元）

指标名称	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
负债总额	323.08	220.10	84.23	25.33
所有者权益	102.24	94.59	45.33	21.13
负债与所有者权益比率	316.01%	232.69%	185.83%	119.87%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，2020 年 6 月末非流动负债占比达 57.70%。流动负债方

面，截至 2020 年 6 月末，短期借款为 69.95 亿元，近年持续大幅增长，借款类型以信用、抵押借款为主。截至 2019 年末，公司其他应付款合计 14.57 亿元，其中应付利息、其他应付款项分别为 2.16 亿元、12.42 亿元。受应付往来款规模变化的影响，公司其他应付款项近年呈现一定波动。2020 年 6 月末，公司一年内到期的非流动负债 25.33 亿元，其中 2.51 亿元为一年内到期的长期应付款，为融资租赁公司售后回租业务形成。

非流动负债方面，2020 年 6 月末，公司长期借款 98.29 亿元，公司长期借款持续大幅增长，较 2017 年末增长 934.63%。2019 年至 2020 年 6 月，公司应付债券大幅增长，主要系公司本部新增了三期非公开发行的公司债、一期企业债，发行规模合计 30 亿元，期限分别为 3+2 年、7 年；公司本部新增发行北京金融交易所债权融资计划十一期，发行规模合计 38.50 亿元，期限为 2-3 年；子公司皇朝家居存续中期债 1 只，账面价值为 2,998.18 万元。截至 2020 年 6 月末，公司其他非流动负债 2.47 亿元，其中关联方借款规模 2.32 亿元。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	69.55	21.53%	61.28	27.84%	18.77	22.28%	0.26	1.04%
其他应付款	15.18	4.70%	14.57	6.62%	8.69	10.32%	12.82	50.64%
一年内到期的非流动负债	25.33	7.84%	14.35	6.52%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	136.65	42.30%	105.67	48.01%	37.13	44.08%	13.68	54.02%
长期借款	98.29	30.42%	75.42	34.27%	33.44	39.71%	9.50	37.51%
应付债券	68.73	21.27%	20.24	9.19%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动负债	2.47	0.76%	13.45	6.11%	13.11	15.56%	0.00	0.00%
非流动负债合计	186.43	57.70%	114.43	51.99%	47.10	55.92%	11.64	45.98%
负债总额	323.08	100.00%	220.10	100.00%	84.23	100.00%	25.33	100.00%
其中：有息债务	275.06	85.14%	181.94	82.66%	70.19	83.33%	10.34	40.82%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、长期借款、应付债券和一年内到期的非流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分。随着公司业务的扩张、资金需求的扩大，公司有息债务规模大幅攀升。截至 2020 年 6 月末，公司有息债务规模为 275.06 亿元，较 2017 年末增长 2,560.51%。从期限结构来看，截至 2020 年 6 月末，公司短期债务规模达 92.37 亿元，占有息债务的 33.58%。

从偿债能力指标来看，2020 年 6 月末，公司资产负债率为 75.96%，较 2017 年末增长 21.44 个百分点；现金短期债务比为 0.58，现金类资产对短期债务的保障能力较弱，公司

面临较大的短期偿债压力。受益于业务规模的扩大，近年公司利润总额、EBITDA 持续大幅增加。但受公司融资规模扩大、利息费用增长影响，EBITDA 对利息费用的保障能力表现减弱。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	75.96%	69.94%	65.01%	54.52%
现金短期债务比	0.58	0.26	0.38	8.19
EBITDA（万元）	-	135,213.66	41,519.07	23,147.13
EBITDA 利息保障倍数	-	1.93	2.43	29.74
有息债务/EBITDA	-	13.46	16.91	4.47

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

首先，公司日常的盈利积累和经营活动产生的现金流能为债券还本付息提供保障。公司营业收入持续大幅增长，工程建设为公司主要业务，该板块业务可持续性较好；大宗贸易板块主要为化工原料、煤炭等大宗商品销售贸易，收入规模持续增加；服务板块中，保安服务收入、毛利较稳定，污水污泥处理和管道养护服务业务在广州开发区有一定专营性；其他板块中，融资租赁业务规模持续增长，且公司于2019年并购皇朝家居新增家具销售业务，为公司营业收入提供了补充。公司收入回款情况较好，2017-2019年及2020年1-6月，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为1.92亿元、19.23亿元、76.70亿元和57.33亿元，较大程度上保证了公司按期偿本付息的能力，但需关注公司融资租赁款投放额增长、往来款借出规模增加，致使经营性应收款项大幅增长，对公司资金形成较大占用的风险。

其次，公司尚有一定融资空间。截至2020年6月末，公司已获得银行授信额度总额为353.94亿元。其中，尚未使用的银行授信额度总额为151.74亿元；此外，考虑到截至2020年6月末，公司因融资、借款抵押及保证金缴纳而受限的资产合计88.71亿元，占总资产的20.86%，公司尚有一定的融资空间。

若未来发生偿债资金不足的情况，公司可通过资产变现来获得必要的偿债资金。截至2020年6月末，公司尚未抵押的存货、投资性房地产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产合计177.27亿元，未来公司可通过资产变现来保障本期债券的偿还。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2020年9月16日）、融资租赁公司（报告查询日：2020年9月16日）、国贸公司（报告查询日：2020年9月16日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险

截至2020年6月末，公司对外担保金额为24.66亿元，为期末公司净资产的24.12%。公司对外担保企业全部为关联方；其中，担保金额最大的是粤芯半导体，公司持其20%的股份，企业性质为民营企业，成立时间较短，系主营集成电路研发生产的高科技企业。考虑到对外担保规模较大，公司面临一定的或有负债风险。

表17 截至2020年6月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期间	担保方式	是否存在反担保
广州高新区投资集团有限公司	1,650.00	2019/7/12- 2020/9/19	最高额保证担保	有
广州粤芯半导体技术有限公司	158,845.00	2019/2/15- 2029/2/15	最高额保证担保	有
高州协鑫燃气分布式能源有限公司	46,000.00	2019/10/28- 2034/10/28	保证担保	否
科城状元里（广州）投资有限公司	20,000.00	2019/11/7- 2020/10/20	见索即付履约保函	否
广州华智投资有限公司	20,100.00	2019/11/18- 2024/10/28	最高额保证担保	否
合计	246,595.00	-	-	-

注：截至2020年9月27日，公司对广州高新区投资集团有限公司的担保已到期。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	532,678.57	192,786.09	72,136.82	21,685.53
其他应收款	470,795.64	308,547.90	54,428.66	118,452.46
长期股权投资	467,690.07	337,912.24	155,906.89	94,456.29
投资性房地产	558,357.27	374,182.29	96,740.62	22,353.53
在建工程	491,012.60	387,146.66	214,686.87	52,913.89
无形资产	448,384.57	298,196.10	93,645.41	1,187.08
总资产	4,253,176.10	3,146,871.33	1,295,574.35	464,553.10
短期借款	695,495.61	612,819.57	187,695.81	2,646.34
一年内到期的非流动负债	253,286.91	143,501.81	0.00	0.00
长期借款	982,901.53	754,208.23	334,448.90	95,000.00
应付债券	687,288.48	202,350.77	0.00	0.00
长期应付款	113,339.61	32,276.23	3,423.81	19,472.34
总负债	3,230,794.34	2,200,974.95	842,301.64	253,269.25
有息债务	2,750,605.70	1,819,393.81	701,884.71	103,386.34
所有者权益	1,022,381.76	945,896.38	453,272.71	211,283.84
营业收入	442,021.65	666,855.45	201,759.02	22,192.75
其他收益	1,945.49	5,748.10	938.69	131.12
营业利润	-72,566.52	60,608.51	24,760.70	20,015.45
利润总额	-73,075.85	60,205.16	23,173.03	19,439.64
经营活动产生的现金流量净额	-19,317.04	-67,019.46	-81,526.59	-10,650.04
投资活动产生的现金流量净额	-604,008.43	-1,253,192.68	-558,895.45	-94,437.47
筹资活动产生的现金流量净额	873,449.86	1,439,058.70	681,999.24	94,689.86
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	4.76%	22.41%	25.45%	33.54%
收现比	1.30	1.20	0.95	0.87
负债与所有者权益比率	316.01%	232.69%	185.83%	119.87%
资产负债率	75.96%	69.94%	65.01%	54.52%
现金短期债务比	0.58	0.26	0.38	8.19
EBITDA（万元）	-	135,213.66	41,519.07	23,147.13
EBITDA 利息保障倍数	-	1.93	2.43	29.74
有息债务/EBITDA	-	13.46	16.91	4.47

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告和未经审计的 2020 年 1-6 月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

附录二 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入				
注入时间	资产类别	账面价值	依据文件	合计
2020年 1-6月	净水厂项目	4,755.00	穗埔发改（2019）3号、穗埔发改函（2018）150号、穗埔发改函（2019）666号	26,076.03
	铜梁项目	15,000.00	广州市黄埔区财政局《对申请财政资金支持我区与铜梁高新区战略合作项目的意见》	
	通信管道资产	473.38	国有资产调拨通知书	
	广州凯云发展有限公司	1,927.27	穗开国资（2020）20号、穗开科董字（2019）84号	
	水务资产	3,920.37	穗开国资（2020）48号	
2019年	广东宏德投资有限公司股权	35,782.64	广州市黄埔区人民政府、广州开发区管委会回函	254,086.03
	广州市谷城企业管理服务有限公司股权	330.63	穗埔开常务会纪（2019）11号	
	通信管道资产	3,814.17	国有资产调拨复函	
	LG净水厂项目	45,850.00	穗埔发改（2019）3号	
	穗港科技投资（广州）有限公司	10,000.00	穗黄开党联合会纪（2019）19号	
	知识城规划展示厅升级改造项目	800.19	穗开知办会纪（2019）6号	
	净水厂项目	127,471.42	穗埔发改（2019）3号、穗埔发改函（2018）150号、穗埔发改函（2019）666号	
	农村污水处理项目	30,000.00	财政局增资回函	
	资产划拨	36.98	关于水务局下属单位办理固定资产无偿调拨的复函	
2018年	货币资金	13,047.92	穗埔财（2018）44号	222,498.22
	固定资产-西区加压站厂区	481.4	《国有资产调拨书》	
	在建工程	106,734.31	穗埔发改（2018）150号	
	货币资金	40,000.00	《广州开发区财政投资基本建设项目拨款通知书》	
	水质净化管理中心资产	7,584.51	穗埔财[2018]278号	

	开发区保安公司股权	11,988.54	穗埔开常务会纪（2018）7号	
	货币资金	40,000.00	穗黄开党联合会纪（2018）42号	
	黄埔区保安公司股权	1,546.98	穗埔开常务会纪（2018）7号	
	中国石化集团资产经营管理有限公司广州分公司	1,114.56	中国石化集团资产经营管理有限公司广州分公司无偿划拨物业资产	
2017年	货币资金	2,000.00	《收区财局LG二期进度款》	5,000.00
	货币资金	3,000.00	《收区财局注资款（LG二期）》	

2、财政补贴

时间	金额	备注
2020年1-6月	1,945.49	增值税减免、奖励、补贴收入、光伏发电补助
2019年	5,748.10	光伏发电补助、汽车平行进口奖励等
2018年	938.69	光伏发电补助、汽车平行进口奖励等
2017年	132.83	光伏发电补助等

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告、2019年审计报告和未经审计的2020年1-6月财务信息审阅报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债中有息部分+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分+其他非流动负债中有息部分

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

三、展望符号及定义

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

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。