



# 广州开发区金融控股集团有限公司 公开发行2018年公司债券(第一期) (品种一、品种二) 2023 年度跟踪 评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1808 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	广州开发区控股集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“18 广开 01”、“18 广开 02”	AAA

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为，广州开发区政治经济地位重要，经济总量和人均 GDP 稳定保持在全国领先水平，潜在的支持能力很强；广州开发区控股集团有限公司（以下简称“公司”或“广开控股”）在推进区域优化产业结构、加速经济发展过程中发挥着重要作用，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性，广州开发区政府对公司的支持意愿强；公司投资组合行业布局广泛，资产流动性良好。同时，需关注公司盈利能力偏弱，债务规模持续扩张，财务杠杆水平维持高位，仍面临一定的市场化风险敞口等事项对经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，广州开发区控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少；公司重点投资板块出现经营风险，持有资产被大量划出等。

### 正面

- **广州开发区综合实力很强。**广州开发区是全国排名前列的国家级经开区，近年来经济总量和人均 GDP 稳定保持在全国领先水平，同时高新技术产业集群效应显著，可持续贡献高质量财税收入，公司外部发展条件较好。
- **公司区域地位突出。**跟踪期内公司继续承担助力区域优化产业结构、加速经济发展等职能，战略地位重要。
- **投资组合行业布局广泛，资产流动性良好。**公司投资组合包括区属特许经营类骨干国企、重要项目建设及物业运营主体，享有较强的区域专营优势，同时公司还通过资本运作和重大产业项目投资拓展了生物医药、装备制造、金融服务等业务；此外，公司还持有较多广州开发区核心地段优质物业资产，资产流动性良好。

### 关注

- **盈利能力偏弱。**近年来母公司收益实现受各子公司经营业绩起伏、分红派息安排不同等因素影响而呈现一定波动，公司资产盈利能力仍有较大提升空间。
- **债务规模持续扩张，财务杠杆水平维持高位。**母公司承担了集团体系内绝大部分融资工作，近三年来短债复合增长率高达 116.27%，2023 年 3 月末为 181.74 亿元，短债占比接近 30%，总资本化比率接近 80%，公司的资本结构及债务期限结构仍待优化。
- **仍面临一定的市场化风险敞口。**跟踪期内，公司持续推进雪松实业债权融资计划违约处置工作，并已启动追收程序；公司子公司粤开证券（830899.NQ）因胜通集团案面临的涉诉事项仍在应诉过程中，存在较大的不确定性，需对相关投资风险事件的处置进展保持持续关注。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：钟 秋 qzhong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

广开控股（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	991.64	1,216.00	1,306.53	1,412.67
所有者权益合计（亿元）	379.06	450.30	466.94	529.37
负债合计（亿元）	612.58	765.70	839.60	883.30
总债务（亿元）	542.93	648.23	714.08	778.62
营业总收入（亿元）	63.49	81.14	93.45	24.56
净利润（亿元）	11.00	7.79	-9.71	2.54
EBIT（亿元）	31.44	30.21	11.80	--
EBITDA（亿元）	37.56	36.41	21.28	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-34.65	12.44	2.03	-5.77
营业毛利率（%）	32.19	17.52	12.71	20.56
总资产收益率（%）	3.17	2.74	0.94	--
EBIT 利润率（%）	60.82	44.35	14.59	--
资产负债率（%）	61.77	62.97	64.26	62.53
总资本化比率（%）	62.55	60.80	62.23	63.91
总债务/EBITDA（X）	14.45	17.80	33.55	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.09	1.36	0.67	--
FFO/总债务（X）	0.002	-0.001	-0.03	--
广开控股（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	568.78	683.73	712.74	796.20
负债合计（亿元）	372.99	489.90	517.10	545.17
总债务（亿元）	380.55	474.67	540.03	624.93
所有者权益合计（亿元）	195.79	193.83	195.65	251.03
投资收益（亿元）	7.05	2.62	13.63	0.15
净利润（亿元）	0.70	0.25	2.09	0.13
EBIT（亿元）	16.84	20.45	23.90	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.22	1.33	2.10	0.13
经调整的净资产收益率（%）	0.50	0.17	1.29	--
资产负债率（%）	65.58	71.65	72.55	68.47
总资本化比率（%）	72.86	74.62	76.91	79.46
总债务/投资组合市值（%）	70.64	74.75	84.36	--
现金流利息保障倍数（X）	0.39	0.22	0.13	--

注：1、中诚信国际根据广开控股提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、永续债调入长期债务；3、合并口径 2023 年 3 月末总债务含永续债，尚未考虑其他科目中带息债务；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2022 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 （亿元）	经调整的所有者 权益（亿元）	经调整的净资 产收益率（%）	总资本化 比率（%）	总债务/投资 组合市值（X）	现金流利息 保障倍数（X）
广开控股	以科技金融为主业，涵盖金融、科技、园区三大板块的国有大型综合集团	712.74	162.16	1.29	76.91	84.36	0.13
亦庄国投	北京经开区重要的股权投资及资本运作主体	845.28	680.80	1.30	18.55	17.57	2.96
中方财团	苏州工业园区重要的中方投资主体	67.16	36.42	9.42	43.00	25.29	4.13

中诚信国际认为，与同行业相比，公司资产规模适中，有息债务规模及财务杠杆水平偏高，相关偿债指标表现薄弱。

注：亦庄国投系“北京亦庄国际投资发展有限公司”的简称；中方财团系“苏州中方财团控股股份有限公司”的简称。

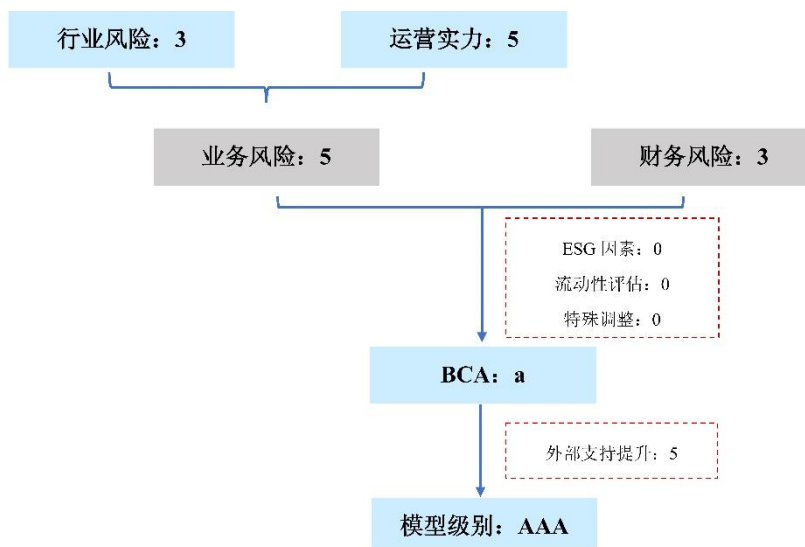
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

### ● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 广开 01	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2018/07/23~2023/07/23	--
18 广开 02	AAA	AAA	2022/06/28	35.00	35.00	2018/07/23~2023/07/23	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

## 评级模型

广州开发区控股集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2022\_01

### ■ 业务风险:

广开控股属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等。公司在广州开发区拓展资本运营和资产经营等领域占据重要地位，2022 年母公司收益规模有较大提升；跟踪期内，公司控股的热电供应、物业运营管理等企业仍享有较强的区域专营优势，但通过资本运作拓展的制造业、金融服务业等企业经营表现有所下滑；母公司直接持有部分上市公司股权以及核心地段优质物业资产，投资组合的流动性较强，但投资业绩的稳定性仍待观察。总体来看，公司业务风险较低。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司财务风险较高。首先，跟踪期内，母公司收益规模有所增长，但盈利能力仍有较大提升空间；其次，近年来母公司资本实力相对稳定，但由于承担了集团体系内绝大部分融资工作，财务杠杆水平持续高位攀升，投资组合对债务本金的保障程度减弱，现金流利息保障倍数走低，资本结构及债务期限结构仍待优化。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对广开控股个体基础信用等级无影响，广开控股具有 a 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和较高的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，广州开发区政府的支持能力很强，广州开发区政府对公司的支持意愿强，主要体现在广州开发区的区域地位以及稳步增长的经济财政实力；公司根据区政府意图承担资本运营、产业投资等任务，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“18 广开 01”募集资金 15.00 亿元，用于偿还公司债务、补充流动资金等。“18 广开 02”募集资金 35.00 亿元，用于偿还公司债务、补充流动资金等。根据公司提供的相关说明，截至 2022 年末，前述债券募集资金均已使用完毕，募集资金使用与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 行业概况

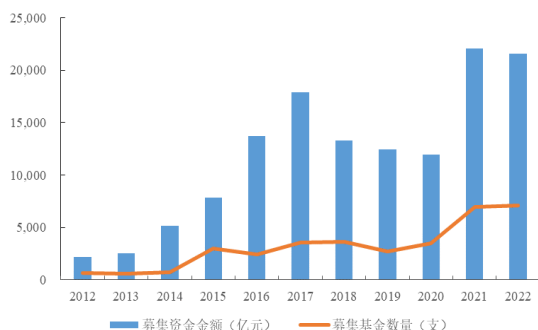
中诚信国际认为，2022 年中国股权投资市场外部承压、内部求变，各市场在优化调整中延续高质量发展态势；在国有资本股权投资参与度加深、新基建加速布局的背景下，大型政策性基金、基础设施投资基金集中

**设立，推动市场募资规模维持高位；投资节奏在外部经济承压情况下趋缓；退出节奏亦有所放缓，但并购、股转和回购的交易热度明显提升。**

近年来国家层面出台多项政策扶持培育机构投资者，鼓励险资、银行理财参与股权投资，发挥其长期稳定资金优势，增加市场的长期资金供给，引导我国股权投资市场在经济承压下保持平稳发展态势。根据清科研究中心数据显示：2022 年我国股权投资市场人民币基金募资总规模达 21,582.55 亿人民币；2022 年共发生 10,650 起投资案例，涉及金额 9,076.79 亿元，同比分别下滑 13.6%、36.2%，硬科技投资成为市场主导，半导体、新能源和汽车等行业投资总量逆势上涨；退出案例数为 4,365 笔，同比小幅下降 3.7%，被投资企业 IPO 数量及占比同步减少，并购、股转和回购的交易热度明显提升。

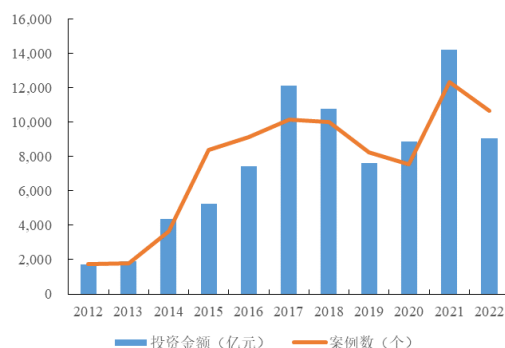
募资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场平稳发展，募资总量整体保持稳定，新募基金数量达 7,061 支，同比实现小幅提升；在国有资本股权投资参与度加深、新基建加速布局的背景下，大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，推动市场募资规模维持高位，2022 年新募集基金总规模达 21,582.55 亿人民币。随着行业监管的逐步健全以及各类资本的有序入局，行业合规性要求以及市场 LP 差异化诉求有所增加，机构募资面临的要求随之逐渐升级，在此背景下，多数不具备或缺乏国资、大型金融机构、产业资源与背景的中小机构募资难度进一步上升，故而多以募集项目基金、专项基金和专注特定领域的小型产业基金等小规模基金为主。

**图 1：2012~2022 年中国股权投资市场基金募资情况（包括早期投资、VC、PE）**



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

**图 2：2012~2022 年中国股权投资市场投资情况（包括早期投资、VC、PE）**



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

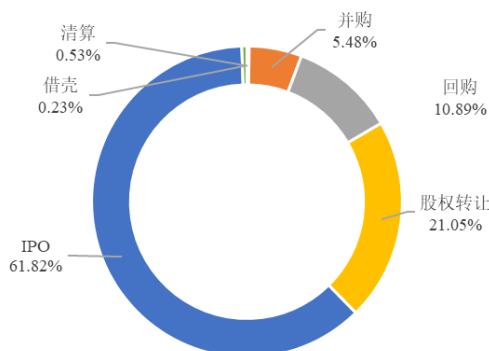
投资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年股权投资市场热度有所下降，在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场回归平稳，投资案例数和金额分别同比下滑 13.6%和 36.2%；产业结构升级背景下国有资本赋能硬科技产业发展，半导体、清洁技术、汽车等领域获大量资金注入，带动 TOP100 的投资案例合计吸纳了超 2,960 亿元人民币，占市场总投资金额的 32.6%。

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投资企业 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例同比上升 29.7%，股转和回购案例数同比分别上升 10.1%、21.8%。退出分布方面，2022 年被投资企业 IPO 案例数占比 61.8%，相比 2021 年下降 6.6 个百分点。股转和回购占比分别上升 2.6 个百分点和 2.3 个百分点，并购退出占比同比上升 1.2 个百分点。总体来看，2022 年随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE



机构也开始调整退出策略，积极采用更加灵活、多样的退出方式以获取现金收益。

图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，公司业务风险较低。首先，公司在广州开发区拓展资本运营和资产经营等领域占据重要地位，2022 年母公司收益规模有较大提升；其次，跟踪期内，公司控股的热电供应、物业运营管理等企业仍享有较强的区域专营优势，但通过资本运作拓展的制造业、金融服务业等企业经营表现有所下滑；此外，母公司直接持有部分上市公司股权以及核心地段优质物业资产，投资组合的流动性较强，但投资业绩的稳定性仍待观察。

*2022 年以来公司继续承担助力区域优化产业结构、加速经济发展等重要职能，母公司收益规模有所增长，但整体投资业绩的稳定性仍待观察，且需对投资风险事件的处置进展保持持续关注。*

广开控股成立于 1998 年，是广州开发区管委会为拓展资本运营和资产经营、优化产业结构、加速区域经济发展而设立的国有独资有限责任公司，现已成为以科技金融为主业，涵盖金融、科技、园区三大板块的国有大型综合集团，区域地位重要。投资管理方面，公司制定了涵盖项目尽调、合规审核、投资决策、市场化融资、投后管理和增值退出在内的全流程管理制度，形成了符合市场规律和国资特征的专业化运行管理体系。风险控制方面，公司成立了四大管控中心，对子公司财务及资金、人力资源、资产管理、风险控制等方面进行统一管理。跟踪期内，公司持续推进雪松实业债权融资计划违约处置工作<sup>1</sup>，并已启动追收程序；公司子公司粤开证券（830899.NQ）因胜通集团案面临的涉诉事项仍在应诉过程中<sup>2</sup>，存在较大的不确定性。总体来看，公司具备一定的投融资能力和资本运作水平，虽出现了少量投资风险事件，但风险敞口在母公司投资组合中的占比较小，公司整体保持着良好的风险控制水平。投资业绩方面，2022 年开发区投控、高新科控等

<sup>1</sup> 公司子公司广州凯得创业投资股份有限公司（以下简称“凯得创投”）于 2019 年全额认购雪松实业集团有限公司（以下简称“雪松实业”）发行的“雪松实业集团有限公司非公开发行 2019 年债权融资计划（第二期）”，规模 20 亿元，期限 5+N 年；该笔投资现已实质违约。根据广州市公安局黄埔区分局于 2023 年 5 月 7 日发布的案情通告，因涉嫌非法吸收公众存款，雪松控股集团有限公司下属的广东圆方投资有限公司等于近日被广州市公安局黄埔区分局立案查处，公安机关已对主要犯罪嫌疑人张某等人采取刑事强制措施。公司执行新金融工具准则，雪松实业债权融资计划纳入“交易性金融资产”列报，2022 年审计报告及 2023 年一季度报均未披露相关明细及减值测试结果。

<sup>2</sup> 粤开证券因在山东胜通集团股份有限公司（以下简称“胜通集团”）发行债券承销业务中涉嫌未勤勉尽责，被证监会立案调查并处以行政处罚，面临相关涉诉事项，具体如下：部分胜通集团相关债券持有者向包括粤开证券在内的债券发行中介机构和债券发行人高级管理人员等提起诉讼，要求各被告就债券发行人的虚假陈述行为承担其损失的连带责任。根据粤开证券于 2023 年 3 月 6 日发布的《重大诉讼进展公告》，2023 年 3 月 2 日，粤开证券收到青岛市中级人民法院送达 2022 鲁 02 民初 1721 号（原审鲁 02 民初 2234 号）的开庭传票，相关案件定于 2023 年 3 月 31 日开庭。

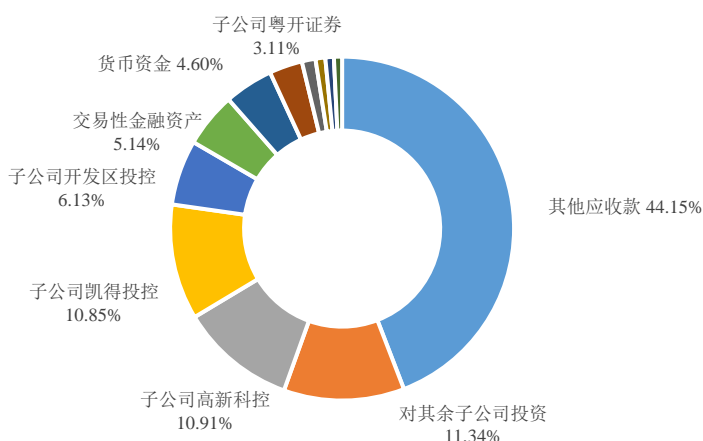
子公司收益贡献增多<sup>3</sup>，推高母公司收益规模，但考虑到近年来母公司收益实现受各子公司经营业绩起伏、分红派息安排不同等因素影响而呈现一定波动，整体投资业绩的稳定性有待持续观察。

**跟踪期内，母公司投资组合仍以对子公司提供的股东借款及股权出资为主，所涉行业广泛，多样化程度较高，被投标的信用风险水平总体较低，投资组合流动性较强。**

公司大部分实体业务和固定资产投资工作由子公司开展，母公司则为其提供资金支持，2022 年末母公司投资组合仍以对子公司提供的股东借款及股权出资为主，被投标的分为两类，一类是以区域业务为主的综合服务提供商，一类是公司通过资本运作和重大产业项目投资拓展的制造业、金融服务业企业。跟踪期内，第一类投资标的中，穗恒运 A（000531.SZ）、开发区投控、凯云发展（873596.NQ）等企业在业务开展上仍享有较强的区域专营优势，信用风险较低。第二类投资标的中，利德曼（300289.SZ）、泰胜风能（300129.SZ）、粤开证券等企业在其细分领域仍具备一定的技术实力或牌照稀缺性，但受计提较大规模减值及预计负债影响，2022 年利德曼归母净利润由盈转亏；同年，我国海上风电市场处于调整期，泰胜风能相关业务量下滑，进而拉低当期营收；此外，粤开证券虽在财富管理业务上取得了一些进展，但受市场行情影响，自营投资等业务成为主要拖累，2022 年营收及净利规模均出现下滑。此类标的业务运行及盈利状况受宏观经济、行业周期、监管政策等因素的影响仍较大，存在一定的市场化风险敞口。

资产流动性方面，除挂牌子公司外，母公司还直接持有广电运通（002152.SZ）、广东宏大（002683.SZ）部分股权，前者系人工智能行业领先的应用企业，后者系我国第一家矿山民爆一体化服务上市公司。截至 2022 年末，母公司直接持有上市/挂牌公司股权市值 32.82 亿元，在扣除货币资金后的投资组合市值中占比 5.37%。公司对粤开证券的持股比例较高，少量减持、增发或引入战略投资者对公司控股地位的影响较小，且其是广州市为数不多的全牌照券商之一，资质有一定的稀缺性；此外，公司还持有较多广州开发区核心地段优质物业资产。总体来看，母公司投资组合所涉行业广泛，多样化程度较高，被投标的信用风险水平总体较低，投资组合流动性较强。

图 4：截至 2022 年末，母公司投资组合构成



注：百分比为各明细项在投资组合市值中的占比。

<sup>3</sup> 开发区投控系“广州开发区投资控股有限公司”的简称。高新科控系“广州高新区科技控股集团有限公司”的简称。高新科控控股上市公司利德曼，参股韩国 LG 显示在广州开发区投产的 LCD 及 LED 显示面板项目，投资生物医药企业诺诚健华（688428.SH）和百济神州（688235.SH）的广州项目，并参加了上述两家公司的 IPO 战略配售。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2022 年末，母公司直接持有上市/挂牌公司股权情况（股、%、亿元）

公司简称	股票代码	持股数量	股比	持股市值		
				截至 2020 年末	截至 2021 年末	截至 2022 年末
广电运通	002152.SZ	33,725,915	1.36	-	4.01	3.35
广东宏大	002683.SZ	4,869,734	0.65	-	1.47	1.31
粤开证券*	830899.NQ	1,476,860,067	47.24	28.21	24.66	19.94
众诚保险	835987.NQ	453,750,000	20.00	9.08	8.44	8.21
凯云发展*	873596.NQ	80,857,772	74.12	-	-	-
合计	--	--	--	37.28	38.58	32.82

注：1、标\*为公司子公司；2、截至 2022 年末，凯云发展尚未开展股转交易，未能获取其市值；3、尾差系四舍五入所致。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

公司科技金融服务板块致力于以金融服务实体经济和驱动创新。跟踪期内，受市场行情影响，粤开证券经营表现有所下滑，且仍面临较大金额涉诉事项；公司已对雪松实业债权融资计划违约一事启动追收程序，中诚信国际将对此风险处置及款项回收情况保持密切关注。

公司科技金融服务板块主要由子公司粤开证券、凯得创投负责，涵盖证券金融、基金投资、股权投资等业务，致力于以金融服务实体经济和驱动创新。

**证券金融：**2022 年粤开证券新设湖南、江西两家分公司，期末分公司数量达 26 家，证券营业部 54 家，遍布华北、华中、华南和西北等区域。受地缘政治事件、美联储加息等多重因素影响，2022 年我国资本市场震荡下行，证券公司整体业绩承压，粤开证券经营表现亦有一定下滑。具体来看，证券经纪、证券自营及信用交易条线仍系其主要收入来源，但经纪业务成本较大，经营呈持续亏损状态；受市场行情影响，自营证券及私募股权项目估值下降，拉低当期营收；同年，作为重要盈利来源的信用交易业务所贡献的利润亦大幅下降。此外，跟踪期内粤开证券仍涉及多起未决诉讼及监管处罚<sup>4</sup>，2022 年末诉讼金额 5.28 亿元，占其净资产的 10.45%，其中粤开证券作为被告的诉讼金额 2.97 亿元，已超过其当期净利润的九倍<sup>5</sup>。总体来看，粤开证券业务开展易受宏观经济发展、资本市场波动等因素影响，公司收购前累积的业务风险和投资风险已逐渐显现，对公司金融板块经营构成一定挑战，中诚信国际将持续关注相关风险事件的后续处置以及公司面临的或有风险。

表 2：近年来粤开证券各业务收入、收入占比、毛利率情况（亿元、%）

业务	2020			2021			2022		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
证券经纪	3.57	37.62	-8.60	3.85	32.02	-33.12	4.02	50.08	-8.41
证券自营	1.72	18.15	43.08	2.98	24.72	41.00	1.14	14.25	-4.82
投资银行	0.78	8.17	-5.47	0.75	6.24	-13.10	0.83	10.40	9.36
资产管理	0.83	8.73	-24.62	0.40	3.32	21.04	0.21	2.59	70.20
信用交易	2.19	23.11	88.10	2.46	20.42	100.50	1.57	19.58	30.09

<sup>4</sup> 根据粤开证券于 2023 年 6 月 9 日发布的《关于公司收到中国证券监督管理委员会广东监管局警示函的公告》，粤开证券研究报告业务存在以下问题：一是业务管理方面存在不足，如未建立媒体报道监测机制、利益冲突合规审查不到位、部分接受媒体采访内容未经合规部门报备、部分股票覆盖池的内部审核不到位，未针对非客户服务性质的独立调研和带有客户服务性质的联合调研制定相应规范。二是部分研究报告对上市公司财务数据的预测不严谨。广东证监局决定对粤开证券采取出具警示函的行政监管措施，生效日期 2023 年 6 月 2 日。

<sup>5</sup> 2022 年粤开证券实现营业收入 8.02 亿元，同比下降 33.34%；归属于挂牌公司股东的净利润 0.31 亿元，同比下降 70.50%。截至 2022 年末，粤开证券加权平均净资产收益率 0.62%。

私募股权投资	0.32	3.35	65.14	1.10	9.17	64.11	-0.16	-1.94	199.03
其他	0.08	0.87	-194.76	0.49	4.11	80.28	0.40	5.04	73.46
<b>合计</b>	<b>9.49</b>	<b>100.00</b>	<b>22.83</b>	<b>12.04</b>	<b>100.00</b>	<b>29.11</b>	<b>8.02</b>	<b>100.00</b>	<b>3.63</b>

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：粤开证券年度报告，中诚信国际整理

**基金投资：**公司通过凯得创投开展战略引导基金投资工作，截至 2023 年 3 月末，凯得创投累计出资 13.97 亿元，发起或参与设立了 19 支子基金（含已退出及股权转让部分基金），各子基金总到位资金合计 71.55 亿元，其中社会资本直接投资 57.62 亿元。同期末，各子基金投资项目 184 个，已退出及退出中项目平均总投资收益率 128.14%。

**股权直投：**早期凯得创投主要投资广州开发区内科技型种子期项目，带有政府扶持性质，现已逐步过渡至市场化投资阶段。截至 2023 年 3 月末，凯得创投累计参与直接投资项目 53 个，包括种子项目 40 个、跟投项目 7 个、财政直接出资项目 6 个，所投项目累计获得各级政府专项扶持资金 2.94 亿元，累计获得或已正式受理的各类知识产权 739 项。项目退出方面，截至 2023 年 3 月末，凯得创投累计完成退出项目 21 个（包括已上市项目 6 个），获得收益 3,956.79 万元，其中种子项目平均年化收益率 19.17%，跟投项目平均年化收益率 41.58%。值得注意的是，凯得创投所投资的 20 亿元雪松实业债权融资计划已实质违约。跟踪期内，公司持续向主承销商了解情况，督促融资人尽快履行义务，并已启动追收程序，中诚信国际将对此风险处置及款项回收情况保持密切关注。

**现阶段公司科技战略投资板块聚焦生物医药、装备制造等产业。2022 年因计提较大规模减值及预计负债，利德曼经营出现亏损；同年，公司新增并表风电装备领域上市公司泰胜风能，进一步丰富了当期营收来源。**

公司科技战略投资板块主要是开展资本运作及重大产业项目投资，现阶段聚焦生物医药、装备制造等产业，分别由子公司利德曼和泰胜风能负责。

**生物医药：**2022 年体外诊断试剂业务仍是利德曼的主要收入来源，虽然当期相关检测产品提升了整体营收，但受计提较大规模商誉、信用减值及预计负债影响，利德曼归母净利润由盈转亏，为 -0.56 亿元。2023 年一季度，利德曼生产销售回归为常规检测产品，收入规模及盈利水平均出现下滑<sup>6</sup>。

表 3：近年来利德曼各业务收入、收入占比、毛利率情况（亿元、%）

业务	2020			2021			2022		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
体外诊断试剂	3.88	82.19	59.14	4.83	85.56	54.17	6.20	87.79	41.82
生物化学原料	0.30	6.30	18.27	0.20	3.59	41.49	0.16	2.23	51.02
诊断仪器	0.32	6.86	22.48	0.38	6.75	25.05	0.40	5.72	26.01
房屋租赁	0.17	3.54	60.97	0.22	3.84	75.87	0.29	4.15	78.80
技术咨询	0.05	1.11	76.18	0.01	0.26	8.75	0.01	0.10	-70.63
<b>合计</b>	<b>4.72</b>	<b>100.00</b>	<b>54.31</b>	<b>5.64</b>	<b>100.00</b>	<b>52.47</b>	<b>7.06</b>	<b>100.00</b>	<b>42.55</b>

<sup>6</sup> 2023 年一季度，利德曼实现营业收入 10,815.04 万元，较上年同期下降 43.55%，归属于上市公司股东的净利润 829.63 万元，较上年同期下降 31.49%。

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：利德曼年度报告，中诚信国际整理

**风电装备：**跟踪期内，公司通过协议转让和定增方式取得泰胜风能实控权，将其纳入合并范围<sup>7</sup>。泰胜风能总部位于上海市金山区，主营陆上与海上风力发电装备及海洋工程装备研发、制造及销售。风力发电设备方面，主要产品为陆上风电塔架和海上风电塔筒、导管架等；海洋工程设备方面，主要产品为海洋工程平台相关辅件、零件等，视具体订单而有所不同。泰胜风能采用以销定产的经营模式，主要业绩驱动因素包括相关产业及行业政策、销售价格、原材料价格等。作为风电装备行业龙头企业之一，泰胜风能享有一定的技术及市场竞争力，拥有自主品牌“TSP”“泰胜”“蓝岛 BlueIsland”，并与众多国内外知名企业建立了长期紧密合作关系。塔架、管桩等风电设备零部件体积大、重量大，风电装备企业的成本结构中运输成本占比通常较高，泰胜风能布局了华东、华北、西北、东北、华南五大战略区域、十个生产基地，以有效降低运输成本、提高产品竞争力。跟踪期内，泰胜风能新设扬州泰胜生产基地，2022 年末尚未完工，投产后预计新增塔筒产能约 25 万吨；在立足主业的基础上，泰胜风能还积极开展风电场投资建设业务，其中嵩县 50MW 风电项目于 2021 年底并网发电，2022 年风力发电量超 6,800 万 kWh。

经营业绩方面，2022 年我国海上风电市场处于调整期，泰胜风能相关业务量下滑，海上风电装备类产品收入同比减少近 80%，虽然当期陆上风电装备类产品收入有一定增长，但未能完全填补海上风电业务的缺口，泰胜风能整体营收降至 31.27 亿元。同年，因子公司出售自有土地、房产等取得了一定的资产处置收益，泰胜风能归母净利润小幅增至 2.75 亿元。2023 年以来随着上游原材料价格震荡下行，零部件厂商产能逐步恢复，排产积极性有所提高，风电行业整体呈现回暖趋势，泰胜风能增长势头亦较为明显，一季度收入和盈利同比均有提升<sup>8</sup>。

表 4：近年来泰胜风能各业务收入、收入占比情况（亿元、%）

业务	2020		2021		2022	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
陆上风电装备	26.30	72.98	18.79	48.78	26.66	85.25
海上风电装备	9.28	25.74	18.81	48.84	3.95	12.64
风力发电类	-	-	-	-	0.28	0.89
其他	0.46	1.28	0.92	2.39	0.38	1.22
合计	36.04	100.00	38.53	100.00	31.27	100.00

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：泰胜风能年度报告，中诚信国际整理

**公司科技价值园区板块享有较强的区域专营优势。跟踪期内，穗恒运 A 营收相对平稳，但盈利状况受煤价波动的影响依然较大；公司房地产项目储备较为充足，但仍需对资本支出压力及项目去化情况保持一定关注。**

公司科技价值园区板块区域专营性较强，主要提供热电供应、项目建设、物业运营管理等服务，

<sup>7</sup> 根据公司及泰胜风能相关公告，公司子公司广州凯得投资控股有限公司（以下简称“凯得投控”）同意通过协议转让方式受让泰胜风能实际控制人团队 36,033,927 股股份，占泰胜风能总股份的 5.011%，股份转让价格 15.00 元/股，股份转让价款 540,508,905.00 元；凯得投控还同意以现金认购泰胜风能定向发行的 215,745,976 股股份，认购金额 1,080,887,339.76 元。2022 年 5 月 13 日，上述协议转让部分股权已完成过户；2022 年 6 月 6 日，泰胜风能新增定向发行股份在深交所创业板上市，至此凯得投控持有泰胜风能 251,779,903 股股份，占本次权益变动后泰胜风能总股本的 26.93%，成为其控股股东。

<sup>8</sup> 2023 年一季度，泰胜风能实现营业收入 8.05 亿元，较上年同期增长 44.40%，归属于上市公司股东的净利润 0.91 亿元，较上年同期增长 45.13%。

由子公司穗恒运 A、开发区投控、凯云发展等负责。

**热电供应：**2022 年穗恒运 A 通过优化机组结构，稳步推进常规能源业务，包括加快推动现有煤电机组升级为超临界热电冷联产机组，推动恒运东区 2 台 460MW 气电、白云 2 台 460MW 气电、知识城气电等项目纳入广州市能源发展“十四五”规划，其中东区气电项目建设进度达 74%，已实现厂用受电。同时，穗恒运 A 还顺应国家新能源发展政策，在光伏、储能、氢能等领域取得一定进展。具体来看，光伏领域中，广东台山海宴镇 500MW 渔业互补项目于 2023 年 2 月实现全容量并网发电，2022 年此项目累计发电量超 4 亿千瓦时，实现营收约 1.6 亿元。储能领域中，穗恒运 A 设立了专门的储能公司，启动建设 1GWh 储能产品生产基地。氢能领域中，穗恒运 A 与现代汽车等合作成立项目公司，拟生产销售氢燃料电池电堆系统的核心零部件。

经营业绩方面，2022 年穗恒运 A 营收相对平稳，但受燃煤成本上涨、房地产业务利润同比减少、财务费用增加等因素综合影响，当期经营呈亏损状态，归母净利润为-0.57 亿元。2023 年一季度，燃煤价格同比下降，电价同比增长，穗恒运 A 扭亏为盈，归母净利润大幅增长 241.02%至 0.72 亿元，需持续关注煤炭价格波动对其盈利能力的影响。

表 5：近年来穗恒运 A 各业务收入、收入占比情况（亿元、%）

业务	2020		2021		2022	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
电、热业务	26.52	76.60	32.85	83.62	36.32	92.38
房地产业务	5.96	17.21	2.10	5.36	0.59	1.49
其他	2.15	6.20	4.33	11.03	2.41	6.13
<b>合计</b>	<b>34.62</b>	<b>100.00</b>	<b>39.28</b>	<b>100.00</b>	<b>39.32</b>	<b>100.00</b>

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：穗恒运 A 年度报告，中诚信国际整理

表 6：近年来穗恒运 A 主要生产经营情况

项目	2020		2021			2022		
	燃煤机组	燃气机组	燃煤机组	燃气机组	光伏项目	燃煤机组	燃气机组	光伏项目
总装机容量（万千瓦）	108	4.2	108	4.2	20	108	4.2	43
新投产机组的装机容量（万千瓦）	-	-	-	-	20	-	-	23
核准项目的计划装机容量（万千瓦）	-	-	-	-	55*	-	-	7
在建项目的计划装机容量（万千瓦）	-	92	-	92	30	-	92	62
发电量（亿千瓦时）	53.23	2.20	61.30	1.09	0.0016	60.00	-	4.02
上网电量或售电量（亿千瓦时）	49.09	2.15	56.26	1.06	0.0016	54.95	-	4.01
平均上网电价或售电价（元/万千瓦时，含税）	4,182.13	6,746.10	4,490.67	6,400.03	4,530	5,009.43	-	4,547
发电厂平均用电率（%）	6.37	3.00	6.47	3.63	0.64	6.41	-	0.33
发电厂利用小时数（小时）	4,929	5,200.00	5,676	2,607.62	8.22	5,555	-	935.58

注：标\*数据为已备案数量。

资料来源：穗恒运 A 年度报告，中诚信国际整理

**项目建设（含房地产）：**跟踪期内，开发区投控仍采用委托代建模式推动区域内道路、园区项目建设工作，经营保持稳定；房地产板块业务模式未有改变，仍以存量项目开发为主。截至 2023 年 3 月末，公司房地产板块已售面积 1.80 万平方米，累计回笼资金 2.46 亿元。同期末，公司在手项目尚需投资约百亿元，部分项目如粤港澳大湾区（广州）科技金融中心、知识城国际创新驱动中心，体量较大、货值很高，需关注公司房地产板块的资本支出压力及项目去化情况。

表 7：截至 2023 年 3 月末，公司房地产板块主要项目情况（亿元、万平方米）

项目名称	类型	总投资	已投资	项目进展	可销售面积	已销售面积	累计确认收入	累计回笼资金
总部经济区二期	商办	10.02	10.01	完工	1.80	0.19	0.43	0.43
广州日报科技文化中心	商办	12.39	11.63	完工	2.85	--	--	--
粤港澳大湾区（广州）科技金融中心	商办	80.29	42.57	在建	--	--	--	--
长岭居	商住	33.76	18.29	在建	3.61	1.00	--	1.40
知识城国际创新驱动中心	商办	74.48	32.93	在建	9.09	0.38	--	0.24
星际云汇	商办	25.50	17.36	在建	3.98	0.23	--	0.39
<b>合计</b>	--	<b>236.44</b>	<b>132.79</b>	--	<b>21.33</b>	<b>1.80</b>	<b>0.43</b>	<b>2.46</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**物业运营管理：**跟踪期内，公司物业资产未有新增，存量物业多位于广州开发区优质地段，2023 年 3 月末总建筑面积 155.41 万平方米，整体出租率尚可，继续为公司贡献相对稳定的经营性收益。2022 年以来凯云发展仍主要依托广州开发区进行业务拓展，同时积极推进混合所有制改革，通过定增引入两名战略投资者，募资近 3,000 万元，但受客观环境等不可抗力影响，当期营收小幅缩减至 4.00 亿元。

表 8：截至 2023 年 3 月末，公司主要物业资产运营情况（万平方米、家、元/平方米/月、%）

物业名称	来源	建筑面积	企业数量	平均租金	出租率
广州科学城商业广场 A1-A4	购置	10.40	20	65-67	49.33
广州科学城商业广场 A5-A6	购置	8.24	1	30.82	100.00
广州科学城总部经济区 A9-A10	建设	3.72	11	60-61	38.69
广州科学城创意大厦	购置	11.99	114	52-60	92.91
广州科学城创新大厦	购置	11.83	90	52-60	86.39
广州科技创新基地	购置	7.94	77	48-55	89.12
保利中珺广场	购置	6.32	1	34.65	100.00
港航中心	购置	1.26	14	80.00	85.50
科学会广场	购置	3.70	22	42.50	72.69
开发区控股中心	购置	5.98	50	127.30	76.40
绿地中央广场 S8 栋	购置	0.15	1	193.00	100.00
绿地停车位	购置	0.40	1	350.00	100.00
广州开发区科技企业加速器一二三期		57.20	137	33.10	89.00
广州开发区科技企业加速器四期	建设	7.45	15	22.85	90.75
广州开发区科技企业加速器五期		9.82	-	29.47	91.43
西区管委会原办公大楼	划拨	3.50	7	50.11	53.00
总部经济区二期	建设	4.32	6	80.00	40.21
凯星楼	建设	0.96	-	-	-
总部经济区二期（商业）	建设	0.23	8	106.35	93.24
<b>合计</b>	--	<b>155.41</b>	<b>575</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

中诚信国际认为，公司财务风险较高。首先，跟踪期内，母公司收益规模有所增长，但盈利能力仍有较大提升空间；其次，近年来母公司资本实力相对稳定，但由于承担了集团体系内绝大部分融资工作，财务杠杆水平持续高位攀升，投资组合对债务本金的保障程度减弱，现金流利息保障倍数走低，资本结构及债务期限结构仍待优化。

跟踪期内，物业租赁收入仍是母公司重要营收来源，规模虽小但呈稳步增长态势。母公司无资本化利息支出，2022 年费用化利息支出随债务小幅增加，但是当期汇率大幅波动，汇兑净损失高达 7.60 亿元，经营性业务亏损程度进一步加深。同年，来自开发区投控、高新科控等子公司的收益贡献增多，母公司经调整的净资产收益率由此升至 1.29%，但考虑到近年来母公司收益实现存在一定波动，盈利能力仍有较大提升空间。

跟踪期内，母公司资产规模保持增长，主要由长期股权投资及其他应收款构成，二者占总资产的比重保持在 75% 以上。具体来看，长期股权投资中占比较大的系对高新科控、凯得投控、粤开证券等子公司的出资，2022 年公司增资子公司凯得投控，同时为发行公募 REITS 新增持有壹号产业园<sup>9</sup>等子公司，推高长期股权投资期末余额。母公司向各子公司提供的股东借款于其他应收款体现，2022 年以来呈小幅增长态势。同期，公司还购入理财产品、投资资管计划，交易性金融资产规模随之升高。

近年来母公司资本实力相对稳定，经调整的所有者权益<sup>10</sup>变动不大，但却承担了集团体系内绝大部分融资工作。2022 年母公司一年内到期的应付债券大增，短债规模迅速走高；2023 年一季度，母公司加大银行借款及永续债券的融资力度，综合作用下，有息债务规模升至 624.93 亿元，占合并口径下债务规模的 80.26%。近三年来，母公司短债复合增长率高达 116.27%，2023 年 3 月末为 181.74 亿元，集团虽有 255.53 亿元的资金储备，但仅 92.25 亿元分布在母公司。母公司可以通过控制子公司的资金投放节奏以保障自身还本付息需求，但这对其整体资金调配能力以及相关投资回收管理能力的要求亦较高，母公司的资本结构及债务期限结构仍待优化。

母公司经营活动现金与物业租赁相关，跟踪期内保持小幅流入。投资活动现金以对子公司的资金拆借以及购买/赎回理财产品形成的资金收支为主；母公司通常与子公司签订合同期为一年的借款合同，在保障其流动性需求的前提下，综合考虑子公司项目投资规模及投资周期后，决定收回、维持或追加资金调度，因此近年来母公司投资活动现金具有较大的收支流量且持续呈流出态势。如前所述，2023 年以来母公司加大了银行借款及永续债融资力度，因此一季度筹资活动净流入额大幅增长。偿债指标方面，2022 年母公司债务规模攀升，投资组合对债务本金的保障程度持续减弱；同年，母公司利息支出随债务规模增长，加之取得投资收益收到的现金继续缩减，现金流利息保障倍数持续走低。

表 9：近年来公司主要财务数据及指标情况（母公司口径、亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	1.50	2.11	2.18	0.32
财务费用	3.91	2.24	14.06	0.62
经营性业务利润	-4.18	-2.25	-14.44	-0.62
投资收益	7.05	2.62	13.63	0.15
净利润	0.70	0.25	2.09	0.13
经调整的净资产收益率	0.50	0.17	1.29	--

<sup>9</sup> 壹号产业园系“广州三创壹号产业园区运营管理有限责任公司”的简称。公司拟使用创新基地、创新大厦、创意大厦发行公募 REITS。2022 年 5 月~9 月期间，公司子公司开发区投控陆续成立壹号、贰号、三号产业园公司（以下简称“项目公司”），注册资本均为 200 万元，并以其持有的创新基地、创新大厦、创意大厦相关资产、负债分别出资至 3 家项目公司，持有项目公司 100% 股权。开发区投控转让 3 家项目公司全部股权至母公司，转让对价根据 2022 年 10 月 31 日项目公司经审计的净资产账面价值确定，自 2022 年 11 月 1 日起，母公司取得项目公司全部权益。

<sup>10</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为母公司因发行永续债而形成的其他权益工具。



货币资金	52.67	53.86	29.43	92.25
交易性金融资产	4.68	12.82	32.90	49.08
其他应收款	224.92	291.65	294.16	299.43
长期股权投资	245.35	283.44	308.81	308.84
<b>资产总计</b>	<b>568.78</b>	<b>683.73</b>	<b>712.74</b>	<b>796.20</b>
投资组合账面价值	539.20	654.53	664.52	--
投资组合市值	538.75	634.99	640.13	--
实收资本或股本	103.63	103.63	103.63	103.63
资本公积	36.13	58.62	60.03	59.97
<b>经调整的所有者权益</b>	<b>141.75</b>	<b>161.41</b>	<b>162.16</b>	<b>161.54</b>
短期借款	24.54	60.74	55.20	81.24
一年内到期的非流动负债	7.81	6.41	101.84	96.85
长期借款	114.27	156.66	136.41	145.66
应付债券	177.42	202.74	192.95	192.51
永续债	54.04	32.42	33.49	89.49
<b>总债务</b>	<b>380.55</b>	<b>474.67</b>	<b>540.03</b>	<b>624.93</b>
短期债务/总债务	9.08	17.42	29.94	29.08
<b>总资本化比率</b>	<b>72.86</b>	<b>74.62</b>	<b>76.91</b>	<b>79.46</b>
经营活动产生的现金流量净额	1.22	1.33	2.10	0.13
投资活动产生的现金流量净额	-171.61	-104.58	-29.61	-5.58
筹资活动产生的现金流量净额	161.81	104.41	3.74	68.27
取得投资收益收到的现金	5.18	3.93	1.58	0.37
利息支出	16.26	23.77	28.13	5.90
<b>总债务/投资组合市值</b>	<b>70.64</b>	<b>74.75</b>	<b>84.36</b>	<b>--</b>
<b>现金流利息保障倍数</b>	<b>0.39</b>	<b>0.22</b>	<b>0.13</b>	<b>--</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

**跟踪期内，受大额汇兑损失影响，公司合并口径利润规模大幅下跌，EBITDA 对债务本金及利息支出的保障能力持续减弱；公司相关资产规模随业务拓展及项目投资增长，但资金需求亦较旺盛，财务杠杆比率维持升高态势，非受限货币资金无法对短期债务形成有效覆盖。**

跟踪期内，公司收购泰胜风能，新增高端装备制造业务，业务布局更为多元，营收规模稳步增长，毛利率水平相对稳定。随业务范围不断拓展，公司各项费用开支增加，叠加汇率波动带来的大额汇兑损失，2022 年经营性业务亏损继续扩大；公司利润实现仍较依赖投资收益和公允价值变动收益，但 2022 年此两者均有所下滑，综合作用下当期利润总额大幅跌至-9.04 亿元。

跟踪期内，公司持续推进广东台山海宴镇 500MW 渔业互补项目、热电冷联产机组项目、产业园区开发项目的建设，同时随业务有序开展，各制造业子公司亦保有一定的库存原材料及半成品增量，相关资产随之增长。2022 年以来公司业务拓展及项目投资相关的资金需求仍较旺盛，在保有一定长期借款的同时还加大了永续债券融资力度，财务杠杆水平随之升高，2023 年 3 月末总资本化比率接近 64%。

现金流方面，公司经营活动净现金流规模较小，2022 年受粤开证券经营影响，净流入额持续收窄。同年，公司仍保持着较大的投融资力度，但亦回收较多现金，且偿债力度有所加大，因此投资及

筹资活动净现金流降幅较大。偿债指标方面，2022 年公司 EBITDA 随利润总额回落，其对债务本金及利息支出的保障能力持续减弱；公司虽有较大规模的现金储备，但短债规模持续攀升，非受限货币资金无法对短期债务形成有效覆盖。

表 10：近年来公司主要财务数据及指标情况（合并口径、亿元、%、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	63.49	81.14	93.45	24.56
经营性业务利润	0.93	-7.52	-23.22	-1.61
利润总额	14.23	10.87	-9.04	2.87
资产总计	991.64	1,216.00	1,306.53	1,412.67
所有者权益合计	379.06	450.30	466.94	529.37
总债务	542.93	648.23	714.08	778.62
总资本化比率	62.55	60.80	62.23	63.91
经营活动产生的现金流量净额	-34.65	12.44	2.03	-5.77
投资活动产生的现金流量净额	-69.63	-161.42	-20.37	-33.15
筹资活动产生的现金流量净额	148.11	147.58	10.20	103.11
利息支出	17.97	26.79	31.64	7.42
总债务/EBITDA	14.45	17.80	33.55	--
EBITDA 利息保障倍数	2.09	1.36	0.67	--
非受限货币资金/短期债务	1.95	0.86	0.73	1.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司本部口径受限资产 3.26 亿元，占同期末总资产的 0.46%；合并口径受限资产 107.59 亿元，占同期末总资产的 8.23%。

表 11：截至 2022 年末，公司受限资产情况（万元）

受限资产	受限原因	账面价值
货币资金	投资监管资金	186.52
投资性房地产	诉讼保全	26,320.57
其他	诉讼保全	6,099.88
<b>本部口径合计</b>	<b>--</b>	<b>32,606.97</b>
货币资金	信用证保证金等	69,987.68
应收票据	票据池质押	1,334.84
应收账款	质押	5,156.41
投资性房地产	银行抵押借款、诉讼保全	408,563.10
存货	银行抵押借款、以前年度合同纠纷留置	53,226.10
固定资产	银行抵押借款、抵押	37,868.18
无形资产	抵押	10,579.45
在建工程	银行抵押借款	74,170.13
交易性金融资产	卖出回购融资质押、限售股	10,045.54
其他债权投资	卖出回购融资质押	289,071.13
其他	银行抵押借款等	115,849.34
<b>合并口径合计</b>	<b>--</b>	<b>1,075,851.90</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2022 年末，公司合并口径尚未履行及未履行完毕的对外担保总额 11.00 亿元，占同期末净资产的 2.36%。

表 12: 截至 2022 年末, 公司对外担保情况 (万元)

被担保人	担保金额	到期时间
凯得担保公司担保业务	62,027.00	至担保公司担保业务结束为止
广州恒运建设投资有限公司商品房承购人	2,186.00	至商品房承购人还清贷款为止
国君-广州人才租赁第一期资产支持专项计划	45,767.00	2039/2/26
<b>合计</b>	<b>109,980.00</b>	

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

**过往债务履约情况:** 根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告, 截至 2023 年 4 月, 公司近三年未发生违约事件, 也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>11</sup>

### 假设

- 2023 年, 母公司营收规模相对平稳。
- 2023 年, 母公司对外投资以股权投资为主, 预计投资规模 20~50 亿元。
- 2023 年, 母公司债务规模呈增长态势, 预计净增债务类融资 0~50 亿元。

### 预测

表 13: 公司重点财务指标预测情况 (母公司口径、%、X)

项目	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
经调整的净资产收益率	0.17	1.29	1.81~2.71
总资本化比率	74.62	76.91	62.22~93.34
总债务/投资组合市值	74.75	84.36	68.23~102.35
现金流利息保障倍数	0.22	0.13	0.22~0.33

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正, 并认为上述因素对公司基础信用等级评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为, 公司流动性充足, 未来一年流动性来源能够较好覆盖流动性需求。**

截至 2023 年 3 月末, 母公司可用账面资金 141.31 亿元, 可为日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末, 母公司银行授信总额 935.08 亿元, 尚未使用授信额度 577.86 亿元, 备用流动性较为充足。此外, 广州开发区经济基础好, 区域内企业流动性相对宽裕, 有一定企业间临时拆借资金的空间; 作为广州开发区重要的资本运营和资产经营主体, 公司可持续获得政府的资金支持。

公司流动性需求主要来自于对外投资及债务还本付息。就债务到期分布来看, 截至 2023 年 3 月末, 母公司未来一年内到期债务 178.09 亿元, 2023 年一季度母公司利息支出 5.90 亿元, 预计未

<sup>11</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时, 中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设, 可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素, 该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响, 因此, 前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

来一年的利息支出将随着债务规模的增长而增加。

综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源能够较好覆盖流动性需求。

表 14：截至 2023 年 3 月末，公司主要债务到期分布情况（母公司口径、亿元）

构成	1 年内到期	1-2 年到期	2-3 年到期	3-4 年到期	4 年及以上	合计
短期借款	81.24	-	-	-	-	81.24
一年内到期的非流动负债	96.85	-	-	-	-	96.85
长期借款	-	77.11	68.54	-	-	145.66
应付债券	-	44.11	75.90	58.53	13.98	192.51
合计	178.09	121.22	144.44	58.53	13.98	516.26

注：此表统计口径不含其他应付款、长期应付款中带息债务、租赁负债、永续债等，故合计数与表 9 总债务存在差距。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>12</sup>

**中诚信国际认为，公司员工激励机制、培养体系健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。**

环境方面，母公司作为投资类企业，面临的环境问题较少。子公司穗恒运 A 为高耗能企业，其专门设立了能源管理领导小组，不断加强节能降碳工作，供电煤耗由“十一五”初期的 365.2g/KWh 下降到“十三五”末期的 315.3g/KWh，累计下降 50g/KWh。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，拥有专业精干的运营管理团队，在国有资本投资运营、投融资管理等方面积累了较为丰富的经验，管理层稳定性较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、经营行为、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司内控及治理结构较为健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

## 外部支持

**广州开发区政府的支持能力很强，广州开发区政府对公司的支持意愿强，并在业务运营、资金注入等方面为公司提供有力支持。**

公司实际控制人为广州开发区管委会。广州开发区是全国首批国家级经济技术开发区之一，根据 2023 年 1 月商务部公布的全国 217 家国家级经开区 2021 年度综合发展水平考核结果，广州开发区综合排名第二，仅次于苏州工业园区，综合实力很强。2022 年广州开发区实现地区生产总值 4,313.76 亿元，同比增长 1.5%，经济总量在广州市各区中仅次于天河区（6,215.72 亿元）。广州开发区高新技术产业集群效应显著，建成了电子信息、新材料等 18 个国家级产业基地和园区，平板显示、生物产业等 4 个广东省战略性新兴产业基地，电子商务、智能装备等 6 个市级战略性新兴产业基地，并形成和培育了电子、汽车、化工、生物医药、新材料、食品饮料、金属制造、新一代信息技术、电子商务等产业集群。2022 年广州开发区实现固定资产投资 1,921 亿元，位居全国经济开发区和全省各区第一。凭借扎实的经济基础和发达的产业集群，广州开发区财政实力强，财源基础好，一般公共预算收入居广州市各区首位。2022 年广州开发区落实组合式税费支持政策，税收收入下滑带动一般公共预算收入缩减，但收入质量仍较高，税收收入占比居广州市各区第一。

<sup>12</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

同年，广州开发区亦在科技创新、产业体系构建等方面保持着较大的支出力度，当期财政收支运行压力有所加大。广州开发区是广州市主要供地区域之一，政府性基金收入是其综合财力的重要组成部分，但在房地产市场下行背景之下，受房企开发投资及拿地支出回落影响，政府性基金收入实现面临较大压力，2022 年为 161.80 亿元，同比下降 50.7%。再融资环境方面，广州开发区政府债务率处全国中下游水平，但区属企业有息债务余额较大且逐年攀升，导致其广义债务规模较高；区属企业融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

公司在广州开发区拓展资本运营和资产经营等领域占据重要地位，承担着助力区域优化产业结构、加速经济发展等职能，定位区别于其他区级平台，对区域财政的贡献程度以及区域经济发展的影响程度高。公司由开发区管委会直接控股，根据区政府意图承担资本运营、产业投资等任务，股权结构和业务开展均与区政府具有高度的关联性。同时，公司还在资金注入等方面得到了股东的有力支持。公司初始注册资本 3 亿元，经过股东持续投入，截至 2023 年 3 月末，公司实收资本已增至 103.63 亿元。

## 同行业比较

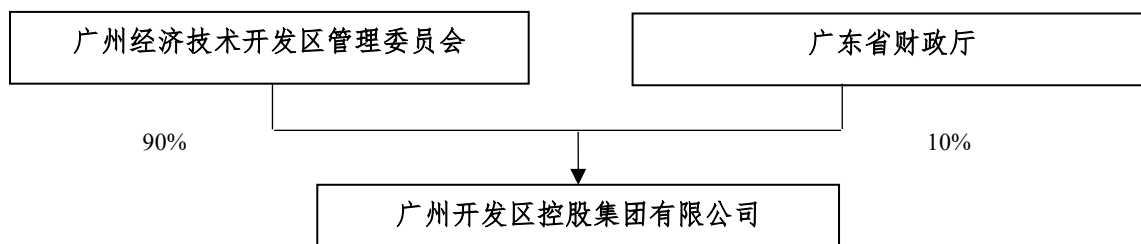
中诚信国际选取了亦庄国投、中方财团为广开控股的可比公司，三者均系当地政府实际控制的重要对外投资平台，均能获得当地政府有力的外部支持。公司面临的外部行业风险和业务风险与可比对象相比并无显著差异，基于当地政府对其的主要定位，公司与亦庄国投、中方财团均具有业务竞争优势。公司的财务风险在同业中处于适中水平。与同行业相比，公司资产规模适中，有息债务规模及财务杠杆水平偏高，相关偿债指标表现薄弱。

**中诚信国际认为，公司与亦庄国投、中方财团均系当地政府实际控制的重要对外投资平台，公司面临的外部行业风险和业务风险与可比对象相比并无显著差异，财务风险在同业中处于适中水平。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持广州开发区控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 广开 01”、“18 广开 02”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：广州开发区控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



公司名称	公司简称	持股比例 (%)
广州凯得资产运营有限公司	凯得资产	100
广州凯得金融服务集团有限公司	凯得金融	100
广州凯得创业投资股份有限公司	凯得创投	100
广州凯云发展股份有限公司	凯云发展	74.12
广州开发区投资控股有限公司	开发区投控	70.11
广州高新区现代能源集团有限公司	现代能源	65.98
广州凯得投资控股有限公司	凯得投控	100
广州开发区（香港）投资有限公司	开发区（香港）	100
广州高新区科技控股集团有限公司	高新科技	100
粤开证券股份有限公司	粤开证券	47.24
广州凯得资本运营有限公司	凯得资本	100
广州三创壹号产业园区运营管理有限责任公司	壹号产业园	100
广州三创贰号产业园区运营管理有限责任公司	贰号产业园	100
广州三创叁号产业园区运营管理有限责任公司	叁号产业园	100
广州三创肆号产业园区运营管理有限责任公司	肆号产业园	100
广州三创伍号产业园区运营管理有限责任公司	伍号产业园	100
广州三创陆号产业园区运营管理有限责任公司	陆号产业园	100
广州粤凯智动产业股权投资合伙企业（有限合伙）	粤凯智动	100
广州粤凯新能产业股权投资合伙企业（有限合伙）	粤凯新能	100
广州粤凯医健股权投资合伙企业（有限合伙）	粤凯医健	100
广州粤凯专精特新股权投资合伙企业（有限合伙）	粤凯专精特新	100
广州得晟（天津）投资合伙企业（有限合伙）	得晟（天津）	20
广州凯晟（天津）投资合伙企业（有限合伙）	凯晟（天津）	20



注：子公司数据截至 2022 年末。

资料来源：公司提供

## 附二：广州开发区控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	2,020,746.75	2,031,390.96	1,922,031.33	2,555,302.88
应收账款	126,546.65	129,428.02	326,137.90	335,062.30
其他应收款	845,576.06	1,105,679.85	1,256,501.90	1,231,297.63
存货	663,238.20	938,059.17	1,214,120.09	1,236,375.28
长期投资	2,247,489.44	2,790,103.61	2,796,274.45	2,833,454.87
固定资产	549,704.87	696,245.49	783,929.19	796,917.85
在建工程	128,216.30	149,894.26	373,823.93	375,999.66
无形资产	76,776.63	73,223.25	132,519.40	135,661.50
资产总计	9,916,425.21	12,159,963.74	13,065,346.01	14,126,701.68
其他应付款	100,356.95	275,160.50	295,606.54	255,950.12
短期债务	1,016,940.94	2,235,091.76	2,537,065.38	2,522,871.39
长期债务	4,412,360.62	4,247,233.94	4,603,779.61	5,263,367.09
总债务	5,429,301.57	6,482,325.70	7,140,844.99	7,786,238.49
净债务	3,448,025.77	4,557,024.90	5,288,801.34	5,230,935.60
负债合计	6,125,837.15	7,656,994.34	8,395,963.63	8,833,011.26
所有者权益合计	3,790,588.06	4,502,969.40	4,669,382.38	5,293,690.42
利息支出	179,749.91	267,946.81	316,363.23	74,208.78
营业总收入	634,890.49	811,368.13	934,455.52	245,597.52
经营性业务利润	9,284.85	-75,242.25	-232,214.96	-16,101.78
投资收益	156,203.59	158,541.01	125,196.44	33,917.10
净利润	109,976.37	77,945.01	-97,128.05	25,380.59
EBIT	314,370.99	302,065.98	118,012.67	--
EBITDA	375,640.48	364,136.36	212,846.97	--
经营活动产生的现金流量净额	-346,511.65	124,363.69	20,342.14	-57,678.88
投资活动产生的现金流量净额	-696,288.14	-1,614,225.98	-203,742.76	-331,521.15
筹资活动产生的现金流量净额	1,481,056.71	1,475,757.29	101,996.83	1,031,142.64
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	32.19	17.52	12.71	20.56
期间费用率（%）	42.24	39.35	52.37	39.26
EBIT 利润率（%）	60.82	44.35	14.59	--
总资产收益率（%）	3.17	2.74	0.94	--
流动比率（X）	2.40	1.73	1.61	1.75
速动比率（X）	2.08	1.46	1.30	1.46
存货周转率（X）	0.53	0.70	0.66	0.57
应收账款周转率（X）	4.08	5.32	3.55	2.64
资产负债率（%）	61.77	62.97	64.26	62.53
总资本化比率（%）	62.55	60.80	62.23	63.91
短期债务/总债务（%）	18.73	34.48	35.53	32.40
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.10	-0.02	-0.04	--
经调整的经营性活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.52	-0.06	-0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.93	0.46	0.06	--
总债务/EBITDA（X）	14.45	17.80	33.55	--
EBITDA/短期债务（X）	0.37	0.16	0.08	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.09	1.36	0.67	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.75	1.13	0.37	--
FFO/总债务（X）	0.002	-0.001	-0.03	--

注：1、中诚信国际根据广开控股提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、永续债调入长期债务；3、合并口径 2023 年 3 月末总债务含永续债，尚未考虑其他科目中带息债务；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。



### 附三：广州开发区控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	526,725.76	538,567.88	294,254.24	922,500.17
应收账款	425.68	439.36	365.11	374.40
其他应收款	2,249,224.97	2,916,521.05	2,941,609.88	2,994,294.28
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	46,832.81	128,236.42	329,028.92	490,750.89
债权投资	-	-	-	-
其他债权投资	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	2,453,477.91	2,834,375.32	3,088,089.86	3,088,355.13
其他权益工具投资	48,990.74	48,990.74	48,990.74	48,990.74
其他非流动金融资产	47,449.06	44,543.56	58,748.16	58,748.16
固定资产	2,189.44	2,319.99	2,180.43	2,136.27
投资性房地产	252,660.43	272,036.83	280,022.86	280,027.49
资产总计	5,687,844.77	6,837,301.94	7,127,446.07	7,962,049.91
投资组合账面价值	5,391,952.12	6,545,344.97	6,645,157.33	--
投资组合市值	5,387,505.91	6,349,917.55	6,401,280.40	--
其他应付款	445,882.00	371,034.83	126,199.13	120,674.53
短期债务	345,691.67	826,886.72	1,616,929.69	1,817,388.77
长期债务	3,459,835.13	3,919,822.13	3,783,388.40	4,431,933.08
总债务	3,805,526.80	4,746,708.85	5,400,318.09	6,249,321.85
净债务	3,285,611.48	4,214,954.40	5,106,250.37	5,326,821.69
负债合计	3,729,909.37	4,898,988.67	5,170,995.62	5,451,749.66
所有者权益合计	1,957,935.40	1,938,313.27	1,956,450.45	2,510,300.25
利息支出	162,624.43	237,685.47	281,274.81	59,042.04
营业总收入	14,994.80	21,092.73	21,757.65	3,150.56
经营性业务利润	-41,780.10	-22,464.56	-144,442.63	-6,220.50
投资收益	70,522.42	26,175.94	136,285.18	1,496.98
净利润	7,029.64	2,513.12	20,899.12	1,270.53
EBIT	168,404.85	204,463.42	239,034.16	--
经营活动产生的现金流量净额	12,151.22	13,322.51	21,030.11	1,342.41
投资活动产生的现金流量净额	-1,716,139.76	-1,045,849.59	-296,082.00	-55,774.17
筹资活动产生的现金流量净额	1,618,099.60	1,044,086.41	37,428.15	682,699.72
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率（%）	2.96	3.26	3.42	--
经调整的净资产收益率（%）	0.50	0.17	1.29	--
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.73	1.50	0.12	2.48
应收类款项占比（%）	39.55	42.66	41.28	37.61
资产负债率（%）	65.58	71.65	72.55	68.47
总资本化比率（%）	72.86	74.62	76.91	79.46
短期债务/总债务（%）	9.08	17.42	29.94	29.08
总债务/投资组合市值（%）	70.64	74.75	84.36	--
现金流利息保障倍数（X）	0.39	0.22	0.13	--
货币等价物/短期债务（X）	1.64	0.80	0.39	0.78
总债务/EBITDA（X）	22.60	23.22	22.59	--
EBITDA/短期债务（X）	0.49	0.25	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.04	0.86	0.85	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.04	0.86	0.85	--

注：1、中诚信国际根据广开控股提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020~2021 年财务数据分别采用了 2021~2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年一季度财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、为准确计算公司债务，将其他应付款、其他流动负债中带息债务调入短期债务，将长期应付款、永续债调入长期债务；3、合并口径 2023 年 3 月末总债务含永续债，尚未考虑其他科目中带息债务；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资本结构	
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
现金流	
现金流利息保障倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出
偿债能力	

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn