# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]731 号

东旭集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**东旭集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“正面”**

**东旭集团有限公司公开发行的“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”和“17 东旭 02”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

# 东旭集团有限公司
# 公司债券2017年跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：正面

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 15东旭02 | 20亿元 | 5年（3+2） | AA+ | AA+ | 2016/4/25 |
| 16东旭01 | 10亿元 | 5年（3+2） | AA+ | AA+ | 2016/4/25 |
| 16东旭02 | 35亿元 | 5年（3+2） | AA+ | AA+ | 2016/4/15 |
| 17东旭01 | 25亿元 | 5年（3+2） | AA+ | AA+ | 2017/2/15 |
| 17东旭02 | 5亿元 | 5年 | AA+ | AA+ | 2017/2/15 |

跟踪评级时间：2017年6月23日

主要财务数据：

| 项目 | 2015年 | 2016年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 650.58 | 1,373.43 |
| 所有者权益（亿元） | 241.58 | 510.91 |
| 长期债务（亿元） | 257.67 | 468.10 |
| 全部债务（亿元） | 357.59 | 762.82 |
| 营业收入（亿元） | 99.51 | 210.90 |
| 净利润（亿元） | 17.71 | 19.31 |
| EBITDA（亿元） | 39.26 | 63.53 |
| 经营性净现金流（亿元） | 35.41 | 10.08 |
| 营业利润率（%） | 32.06 | 30.09 |
| 净资产收益率（%） | 9.77 | 5.13 |
| 资产负债率（%） | 62.87 | 62.80 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.68 | 59.89 |
| 流动比率（倍） | 3.14 | 2.49 |
| EBITDA全部债务比（倍） | 0.11 | 0.08 |
| EBITDA利息倍数（倍） | 2.49 | 1.96 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.41 | 0.67 |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、西藏金租折入资金，其他流动负债中定向债务融资工具、信托收益权转让产品和股票质押融资已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

2016年，东旭集团有限公司（以下简称“东旭集团”或“公司”）作为国内玻璃基板行业成长潜力较大的龙头企业，在行业地位、产业多元化、生产能力以及技术水平等方面依然具有较强的竞争优势。得益于技术优势积累、产品结构优化调整以及持续拓展客户，公司装备及技术服务业务规模快速扩张带动公司营业收入水平大幅增长，同时合并西藏金融租赁有限公司（以下简称“西藏金租”）使公司拓展了金融业务，经营进一步多元化，资产规模也得以大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务涉及产业种类较多，经营管理难度较大；光电显示材料业务下游客户集中度依然较高；在建项目尚需投资规模较大，且在建光伏电站项目受国家光伏产业政策影响较大，未来收益存在一定不确定性；公司债务规模大幅增长等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

近两年公司产销规模逐步扩大，整体处于良性发展态势。未来随着下游需求的持续增长以及在建项目的逐步竣工投产，公司经营规模有望进一步扩大，盈利能力将进一步提升，产业链将进一步完善。

综上，联合评级维持公司主体长期信用评级为“AA+”，评级展望调整为“正面”；同时维持“15东旭02”、“16东旭01”、“16东旭02”、“17东旭01”和“17东旭02”的债项信用等级为“AA+”。

## 优势

1．2016年，装备及技术服务业务方面，得益于公司技术优势积累，以及产品结构调整，装备及技术服务收入大幅增长。

2．2016年，得益于玻璃基板新生产线的

投产以及下游需求的增长，公司光电显示材料业务收入也大幅增长。

3．2016 年，公司合并西藏金租，业务经营进一步多元化，资产规模得以大幅增长。

4．2016 年，公司子公司东旭蓝天新能源股份有限公司（以下简称“东旭蓝天”）和东旭光电科技股份有限公司（以下简称“东旭光电”）分别完成非公开发行股票，募集资金大幅提升了公司资本实力。

5．公司资产规模较大，现金类资产充沛，资产质量较好。

## 关注

1．2016 年，公司合并西藏金租，业务范围进一步扩大，目前公司业务涉及产业较多，对公司经营和管理能力提出较大挑战。

2．公司玻璃基板生产业务客户集中度较高，对主要客户依赖程度仍较高，受主要客户经营情况影响较大。

3．公司在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力；且在建光伏电站项目受国家光伏产业政策影响较大，未来收益存在一定不确定性。

4．2016 年，公司对外债务融资额增长较快，债务负担有所加重，且债务面临一定集中偿付压力；公司所有者权益中少数股东权益占比较高，权益的结构稳定性较弱。

## 分析师

冯　磊
电话：010-85172818
邮箱：fengl@unitedratings.com.cn
候珍珍
电话：010-85172818
邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

**传真**：010-85171273
**地址**：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级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跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

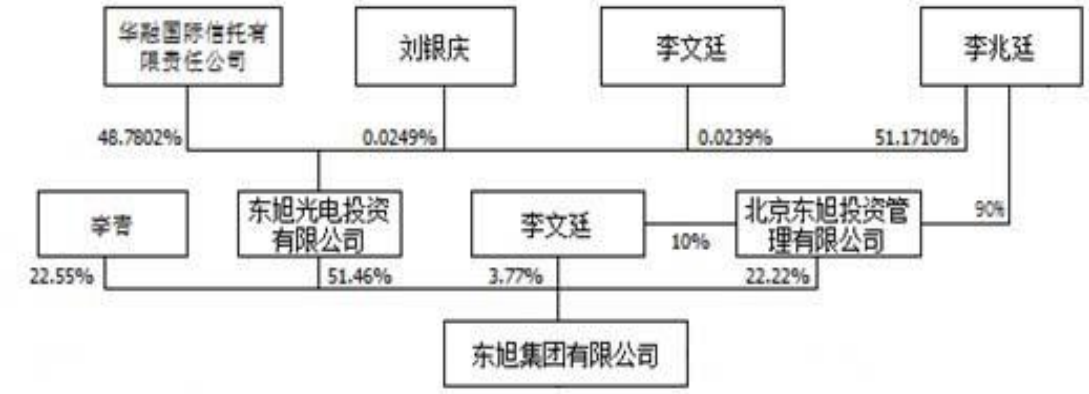
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

东旭集团有限公司（以下简称“公司”或“东旭集团”）前身为河北东旭机械设备有限公司，由自然人郭轩、刘银庆共同投资组建，于2004年11月在河北省石家庄市工商行政管理局注册登记成立，注册资本为人民币300万元。

2009年4月，公司名称变更为河北东旭投资集团有限公司。2011年5月，公司名称变更为东旭集团有限公司。后经多次股权转让及增资，截至2016年底，公司注册资本为1,680,000万元，其中东旭光电投资有限公司（以下简称“东旭投资”）持股51.46%；李青持股22.55%；北京东旭投资管理有限公司（以下简称“东旭投资管理”）持股22.22%；李文廷持股3.77%。东旭投资为公司控股股东，李兆廷持有东旭投资51.17%股份，为公司实际控制人。

图1　截至2016年底公司股权关系图




资料来源：公司提供

2016 年，公司经营范围未发生变化；公司组织架构无变化。2016 年，公司非同一控制下合并子公司 4 家，新设子公司 6 家。截至 2016 年底，公司合并范围内子公司 256 家；拥有在职员工 21,784 名。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,373.43 亿元，负债合计 862.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）510.91 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 245.25 亿元。2016 年，公司实现营业收入 210.90 亿元，净利润（含少数股东损益）19.31 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 404.29 亿元。

公司注册地：石家庄市高新区珠江大道369号。法定代表人：李兆廷。

## 二、债券发行概况及募集资金使用情况

1．“15东旭02”和“16东旭01”

2015年10月，经中国证监会证监许可[2015]2431号批复，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过30亿元的公司债券。

2015年11月13日，公司发行了“东旭集团有限公司2015年第二期公司债券”，发行规模为20亿元，发行利率7.00%，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。该期债券已于2015年12月9日在上海证券交易所上市，债券简称“15东旭02”，债券代码136033.SH，“15东旭02”债券募集资金用于偿还债务和补充流动资金。2016年11月13日，公司偿付了“15东

旭02”债券第一个计息年度内的利息。

2016年1月18日，公司发行了“东旭集团有限公司2016年第一期公司债券”，发行规模为10亿元，发行利率6.84%，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。该期债券已于2016年2月18日在上海证券交易所上市，债券简称“16东旭01”，债券代码136160.SH，“16东旭01”债券募集资金用于偿还债务和补充流动资金。2017年1月18日，公司偿付了“16东旭01”债券第一个计息年度内的利息。

截至2017年3月底，“15东旭02”和“16东旭01”债券募集资金使用情况与募集说明书承诺一致，募集资金余额合计9,572.21元。

2．“16东旭02”

2016年6月，经中国证监会证监许可[2016]1362号批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过35亿元的公司债券。

2016年7月25日，公司发行了“东旭集团有限公司2016年第二期公司债券”，发行规模为35亿元，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，已于2016年9月9日在上海证券交易所上市，债券简称“16东旭02”，债券代码136564.SH。“16东旭02”债券募集资金用于偿还公司债务和补充流动资金。截至本报告出具日，“16东旭02”债券尚未到达第一个付息日。

3．“17东旭01”和“17东旭02”

2017年1月，经中国证监会证监许可[2017]10号批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过30亿元的公司债券。

2017年3月13日，公司发行了“东旭集团有限公司公开发行2017年公司债券”，发行规模为30亿元，分两个品种。其中品种一规模25亿元，发行利率6.55%，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二规模为5亿元，发行利率6.80%，期限为5年。品种一和品种二债券已均于2017年3月27日在上海证券交易所上市，品种一债券简称“17东旭01”，债券代码143007.SH；品种二债券简称“17东旭02”，债券代码“143008.SH”。“17东旭01”和“17东旭02”债券募集资金用于偿还公司有息债务和补充流动资金。截至本报告出具日，“17东旭01”和“17东旭02”债券尚未到达第一个付息日。

截至2017年3月底，“17东旭01”和“17东旭02”债券募集资金使用情况与募集说明书承诺一致，募集资金余额合计12.60亿元。

本报告所跟踪债券如下表所示。

表1　本报告所跟踪公司债券相关情况

| 债券简称 | 证券代码 | 金额（亿元） | 期限（年） | 发行利率（%） |
|---|---|---|---|---|
| 15 东旭 02 | 136033.SH | 20.00 | 5 年（3+2） | 7.00 |
| 16 东旭 01 | 136160.SH | 10.00 | 5 年（3+2） | 6.84 |
| 16 东旭 02 | 136564.SH | 35.00 | 5 年（3+2） | 5.80 |
| 17 东旭 01 | 143007.SH | 25.00 | 5 年（3+2） | 6.55 |
| 17 东旭 02 | 143008.SH | 5.00 | 5 年 | 6.80 |
| **合计** | -- | **95.00** | -- | -- |

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

## 三、行业分析

公司主营业务包括装备制造、玻璃基板生产、光伏电站建设和环保建材（主要为克拉管和无极灯）等板块，其中环保建材产业非公司重点发展行业，故本报告行业分析主要针对玻璃基板行业、装备制造和光伏行业。

1．玻璃基板行业

液晶玻璃基板是构成液晶显示面板的基本部件，一块面板通常需要两片玻璃基板，约占整个面板生产成本的 15%~20%，具有高技术壁垒、高度垄断、高利润空间等特点。液晶面板广泛应用于 LCD 电视、笔记本、PC 监控器及手机领域。全球面板行业在经历前期的产能大幅扩张后出现产能过剩的局面，面板价格持续下降，盈利空间收窄。2016 年，包括三星在内的韩国面板厂商关闭了部分液晶面板工厂，转而全力发展 OLED 面板产品，夏普等日本厂商出于竞争策略考虑，停止外供电视面板，导致面板市场供应量减少，供需好转，面板价格普遍开始回升。尤其是 2016 年下半年开始，以更大尺寸的产品为中心的面板需求和价格双双提升，大尺寸面板需求较大，价格也因此处于较高水平。玻璃基板下游的面板行业盈利能力逐步复苏，带来玻璃基板需求的提升，根据玻璃基板行业最大厂商康宁的预估，2017 年 LCD 玻璃的需求增长率将达到 5%左右。从各面板厂出货数量的表现来看，随着中国大陆面板厂产能不断扩充，2017 年 1 月，中国最大面板厂商京东方的大尺寸面板出货量首次超过 LG 显示器，居全球龙头，中国显示屏制造商占据整体 22.3%份额，并取代了此前一贯领先的韩国制造商；而京东方和中国第 2 大面板厂商华星光电，也在积极建设第 10.5 代面板工厂，预计未来中国的面板供给能力将继续保持较快增速。

下游应用方面，据第三方数据统计机构 IDC 统计，2016 年全球智能手机出货量 14.7 亿台，继续保持增长，但增速放缓，相比 2015 年的 14.4 亿台仅增长了 2.3%，且中国、美国、巴西等大市场都已结束以往迅猛增长的趋势；国内市场方面，2016 年中国智能手机出货量 4.67 亿台，同比增长 8.7%，增速远高于 2015 年的 1.6%。个人电脑（PC）方面，2016 年延续 2012 年以来逐年下滑的局面，根据信息技术研究和顾问公司 Gartner 的初步统计结果，2016 年全年 PC 出货量 2.697 亿台，同比减少 6.2%。液晶电视方面，群智咨询发布的调查数据显示，2016 年全球液晶电视面板出货量达到 2.58 亿片，数量同比下降 2.5%；从各面板厂商出货数量的表现来看，中国大陆地区面板厂产能持续扩充，出货数量超过台湾地区，仅次于韩国，排名全球第二。分产品来看，43 英寸以下的小尺寸面板出货量下降明显，49 英寸、55 英寸和 65 英寸等市场主流大尺寸面板出货增长显著；虽然 2016 年全球液晶电视面板出货量同比减少，但出货面积却达到了 1.3 亿平方米，同比大幅增长 8%。全球电视市场容量已经接近饱和，出货数量很难持续增长，但是随着尺寸结构的不断调整，大尺寸面板或将面临较大的增长空间。

玻璃基板行业的上游是石英砂等矿物类原料和氧化铝、三氧化二硼、碳酸锶、碳酸钡等化工类原料，分布广泛，供给充沛，且直接材料占玻璃基板的成本比重很低，原材料价格的变动对玻璃基板生产成本的影响较小。从石英砂价格来看，高纯石英砂国内平均出厂价由年初的 42,200.00 元/吨下降到年底的 41,760.00 元/吨。玻璃基板设备生产主要上游原材料为贵金属铂金和钢材、铝材等。2016 年铂金价格呈现波动上涨趋势，2016 年钢材价格指数同样呈现增长态势，由年初的 58.12 增长到年底的 99.51；总体来看，2016 年设备基础材料价格较年初有所回升。

平板显示行业是国家产业政策鼓励发展的方向和国家战略性新兴产业，玻璃基板作为显示产业的上游行业将受益于显示产业扶持政策。由于平板显示产业上游行业技术壁垒高、资金需求大，大陆地区产业自给率较低，一直以来存在巨大的进口替代空间。《中国制造 2025》、《2014-2016

年新型显示产业创新发展行动计划》等产业政策的支持及引导为平板显示行业及其上游关键材料和设备的发展奠定了坚实的政策基础。此外，2016 年 11 月，“中国·北京 2016 年国际显示产业高峰论坛”正式发布了《中国新型显示产业蓝皮书（2015-2016）》，这是中国平板显示产业首次发布行业蓝皮书，标志着中国平板显示产业进入了新的发展历程并拥有了自己的风向标。

根据 Display Search 预测，2017 年全球 TFT-LCD 面板产业收入将达到 1,432 亿美元，占整个平板显示产业的 83.27%，而玻璃基板占 TFT-LCD 面板成本的 15%~20%，彩膜占 TFT-LCD 面板的成本约 20%，TFT-LCD 面板的发展将推动玻璃基板和彩膜等上游材料的需求。

总体看，玻璃基板行业下游需求保持增长但增速放缓，大尺寸面板仍有一定的增长空间，中国面板企业发展较快，带动玻璃基板等上游材料的需求，预计未来玻璃基板行业将保持平稳的发展势头。

2．装备制造行业

机械装备制造业具有资本密集、技术密集和劳动力密集的特点。机械工业的发展受宏观经济的影响较大，2016 年，受经济增长放缓影响，机械行业整体仍表现较为低迷，业绩分化严重，结构调整力度继续加大，但与 2015 年相比，机械行业增速底部企稳并小幅回升。根据国家统计局的数据，2016 年我国专用设备制造业主营业务收入 37,376.90 亿元，同比增长 4.90%，增速较 2015 年的 2.90%有所回升；实现利润总额 2,169.60 亿元，同比增长 2.10%，增速较 2015 年的-3.40%有所提高。通用设备制造方面，2016 年我国通用设备制造主营业务收入 47,870.30 亿元，同比增长 2.90%，实现利润总额 3,054.00 亿元，同比增长 0.20%，增速较 2015 年同样有所提高。

价格方面，2016 年机械设备产品价格整体较为平稳，呈现低位运行的态势，根据工商业联合会相关数据，2016 年以来机械设备价格指数基本维持在 98 点左右。

2015 年两会期间，国务院总理李克强作政府工作报告时提出要实施“中国制造 2025”、加快从制造大国转向制造强国和推动传统产业技术改造的目标。新兴产业和新兴业态是竞争高地，要实施高端装备、信息网络、集成电路、新能源、新材料等重大项目，把一批新兴产业培育成主导产业。

总体看，装备制造行业在宏观经济影响下整体仍较为低迷，但增速底部企稳并小幅回升，产品价格整体较为平稳；未来在国家政策的推动下，高端装备面临较大的发展空间，随着高端装备制造和智能装备等领域的发展，机械工业增速有望回升。

3．光伏行业

2013 年至今，受国际和国内光伏产业支持政策拉动，国内太阳能光伏行业出现复苏态势，业内企业的收入及毛利水平均呈现良性增长。随着《巴黎公约》2016 年 11 月 4 日的生效，太阳能光伏行业将迎来进一步的发展。此外，随着技术的进步，光伏发电的度电成本已经有了大幅下降，行业后期受补贴政策影响的程度将不断降低，行业的稳定性将不断提升。

在上游多晶硅原料价格方面，2016 年受发展中国家储能增加的预期影响，多晶硅原料价格呈现波动状况，后期价格有所提升，但整体上仍呈现供过于求的局面。特别是 2016 年上半年受中国光伏企业“抢装潮”影响，多晶硅原料价格有所回升；随着下游“抢装潮”的结束，价格开始下降，在三季度末价格跌至 12 美元/千克附近，之后价格虽有所上升，但预期 2017 年价格仍将保持低位盘整态势。

行业产能方面，2016 年全球多晶硅产量为 37 万吨，较 2015 年增加近 3 万吨，根据 GTM 发布“2017 年第一季度全球太阳能需求监测报告”预测，2017 年全球太阳能市场将增长 9%，增长

约 85.4 吉瓦。总体看在产能不断扩张以及技术升级的驱动下，多晶硅料价格不断下降，加速了太阳能光伏发电成本接近传统能源的进程；目前多晶硅仍然存在产能过剩，预计多晶硅价格仍将处于低位盘整状态。

下游需求方面，2016 年全球硅片产量约为 69GW，其中中国大陆约为 63GW，整体格局仍维持上升的态势。在产业格局方面，单晶硅片市场占有率逐步提升，2013 年单晶硅片约占全球市场 17%左右，而 2014 年已经提升至 20%左右，2015~2016 年提升至 25%左右。组件方面，2016 年上半年，统计的 42 家光伏组件企业平均产能利用率为 88.6%，总产量约为 27GW，与 2015 年上半年相比（19.6GW）增长 37.8%。组件产能的增加一方面源于电池片转换效率的提高，另一方面则由于光伏市场快速扩大，优势企业产品供不应求，驱使其进一步扩充产能。

价格方面，2016 年我国光伏组件产量约 53GW，同比增长 20.7%，成本进一步降低，部分企业的加工成本达到 0.35 美元/W，生产技术不断更新，生产自动化、网络化程度不断增强。

在行业技术方面，单晶硅电池的光电转换效率优于多晶硅电池（光照越强差距越大）。相同标称功率的单晶硅组件单位时间发电量比多晶硅组件高；同时，在相同发电硅料下，单晶硅集成电站占地面积相对较小，有利于自然环境的保护和成本控制。综合来看，单晶系统每产生一度电的综合成本低于多晶系统，根据 IEA 的预测，2015~2020 年硅消耗小于 3 克/瓦，2020~2050 年，硅消耗小于 2 克/瓦，保持持续下降的趋势。

在行业竞争方面，目前全球范围内太阳能光伏行业的政府补贴正逐步下降，单位面积转换效率更高的高效电池及硅片成为多家硅片厂商和电池片厂商致力发展的目标。硅片生产厂商的业务发展主要有三个途径：一是原来无硅棒和硅片生产、研发经验，直接从事硅棒、硅片生产（如大多数无核心技术的生产厂商）；二是原为硅片上游或下游的厂商垂直一体化进程而介入硅片生产，硅片主要供应集团内部的电池生产使用（如英利绿色能源、河北晶龙实业集团有限公司等）；三是原为电子级半导体硅片厂商，将其电子级半导体硅片技术移植至太阳能硅片生产中使用（如隆基股份、天津中环半导体股份有限公司等）。伴随着行业的发展和成熟，技术进步推动的成本竞争将取代单纯依靠规模扩张的产能竞争。

从国外市场来看，大量欧美光伏制造企业将工厂转移至制造成本更低的亚太地区。同时，随着中国光伏市场的快速扩大，部分国外光伏电站开发商宣布将与中国光伏企业合作在中国开发光伏电站项目。因此，亚太地区成为光伏产业发展最集中的地区，中国多晶硅、硅片、电池、组件产量均居全球首位。

在行业政策方面，2015年12月22日，国家发改委发布了《关于完善陆上风电光伏发电上网标杆电价政策的通知》，实行陆上风电、光伏发电（光伏电站）上网标杆电价随发展规模逐步降低的价格政策，光伏发电先确定2016年标杆电价，2017年以后的价格另行制定。2016年1月1日以后备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目，执行2016年光伏发电上网标杆电价。2016年以前备案并纳入年度规模管理的光伏发电项目但于2016年6月30日以前仍未全部投运的，执行2016年上网标杆电价。该通知引发了2016年上半年光伏电站“抢装潮”。同时，已有十余个省份对光伏发电给予电价或投资补贴。地方政策以电价补贴政策为主，以投资补贴政策为辅。各地补贴额度和补贴时间差距较大，但基本能够使当地分布式光伏开发具有经济性。

根据《电力发展“十三五”规划》，到2020年，我国太阳能发电装机达到110GW，其中光热发电总装机规模为5GW，分布式光伏总装机规模达到60GW以上。截至2016年底，根据国家能源局已公布的数据：国内光伏发电累计装机总量77.42GW，其中，地面光伏电站累计67.10GW，分布式光伏10.32GW。

总体看，在未来一段时间，太阳能光伏行业将沿着技术驱动的方向发展，粗放式的发展方式已成为过去；在单晶硅成本、硅片加工技术、光伏电站建设等领域的技术竞争将成为行业发展的新动力。同时随着新兴经济体太阳能光伏需求的增加以及环保意识在全球的不断普及，太阳能光伏行业将迎来新一轮的发展契机。随着成本的进一步降低，以及技术的提升，太阳能光伏行业受到行业政策影响程度将减小，但值得注意的是短期抢装潮仍会对光伏产业的需求形成透支，对短期的需求产生影响。

## 四、管理分析

2016年，公司董事长仍由李兆廷先生担任，公司经营团队基本保持稳定。公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，核心技术人员无变动。

## 五、经营分析

1．经营概况

2016 年，得益于装备及技术服务业务收入大幅增长以及新增新能源业务和金融业务收入，公司主营业务收入同比大幅增长 114.82%至 210.26 亿元；主营业务收入占营业收入比重为 99.70%，主营业务仍然非常突出。2016 年，公司实现净利润 19.31 亿元，同比增长 9.07%，净利润增速低于营业收入增速，主要系融资规模大幅增长导致财务费用攀升以及所得税费用大幅增长所致。

从主营业务收入构成来看，2016 年，得益于焊接类、喷涂类、包装类和仓储物流类自动化设备销售收入大幅增长，公司装备及技术服务业务实现收入 96.30 亿元，同比大幅增长 201.93%；占主营业务比重为 45.80%，占比上升 13.21 个百分点。公司光电显示材料收入 21.60 亿元，同比增长 40.82%，主要系韩企转线 OLED 造成 LCD 面板供应趋紧，带动液晶玻璃基板市场需求旺盛，同时公司产能扩张所致；光电显示材料收入占比下降 5.40 个百分点至 10.27%。2016 年，公司新增新能源板块，实现收入 21.89 亿元，占比 10.41%。2016 年，公司环保建材收入整体保持稳定，为 31.48 亿元，同比微幅减少 0.61%，占主营业务收入比重 14.97%，占比大幅下降，主要系公司主营业务中其他板块收入增长较快导致。2016 年，公司房地产、建筑安装业务收入均有所增长，分别为 15.73 亿元和 12.15 亿元，占主营业务比重分别为 7.48%和 5.78%。2016 年，公司新增金融业务，主要由子公司西藏金融租赁有限公司（以下简称“西藏金租”）运营，2016 年金融业务实现收入 10.85 亿元，占主营业务收入比重为 5.16%。

从毛利率看，2016 年，公司装备及技术服务业务毛利率为 41.09%，同比下降 10.59 个百分点，主要系公司装备制造业务提供非同质化产品，毛利率正常波动所致，公司装备及技术服务业务毛利率仍保持在较高水平。公司光电显示材料毛利率为 36.36%，同比上升 3.90 个百分点，主要系公司光电显示材料良品率上升，产品成本下降所致。公司环保建材业务毛利率同比变动不大，为 23.08%；房地产业务毛利率 21.95%，同比有所下降，主要系结转产品结构不同所致；建筑安装业务毛利率为 3.95%，同比下降 4.04 个百分点，主要系行业竞争加剧所致。2016 年，公司新增的新能源业务毛利率为 12.63%，金融业务毛利率为 37.55%。综上，公司主营业务毛利率为 31.14%，较上年的 33.32%变化不大。

表 2　2015~2016 年公司主营业务收入及利润情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 收入增长率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | |
| 装备及技术服务 | 318,967.56 | 32.59 | 51.68 | 963,048.59 | 45.80 | 41.09 | 201.93 |
| 光电显示材料 | 153,389.73 | 15.67 | 32.46 | 216,009.32 | 10.27 | 36.36 | 40.82 |
| 新能源 | -- | -- | -- | 218,851.30 | 10.41 | 12.63 | -- |
| 环保建材 | 316,674.77 | 32.35 | 24.60 | 314,757.39 | 14.97 | 23.08 | -0.61 |
| 房地产 | 96,227.70 | 9.83 | 27.33 | 157,277.35 | 7.48 | 21.95 | 63.44 |
| 建筑安装 | 91,120.50 | 9.31 | 7.99 | 121,526.07 | 5.78 | 3.95 | 33.37 |
| 金融 | -- | -- | -- | 108,474.15 | 5.16 | 37.55 | -- |
| 其他 | 2,388.69 | 0.24 | 0.39 | 2,622.51 | 0.12 | 2.35 | 9.79 |
| **合计** | **978,768.96** | **100.00** | **33.32** | **2,102,566.67** | **100.00** | **31.14** | **114.82** |

资料来源：公司审计报告，部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的
注：环保建材包括：克拉管、环保建材和绿色照明；　光电显示材料包括：玻璃基板和蓝宝石玻璃

总体看，2016 年，得益于装备及技术服务业务收入大幅增长，公司营业收入大幅增长，公司整体毛利率水平较为稳定，保持了良好的经营状况。

2．成套装备及技术服务

公司是全球少数几家掌握液晶玻璃基板和液晶玻璃基板成套装备生产技术的企业，已掌握了绿色环保的无砷配方和熔解、成型、切割、传输、检验、贴膜包装等关键生产工艺。2015 年，公司投资设立了高端装备公司江苏东旭亿泰智能装备有限公司（以下简称“江苏亿泰”），该公司在高端装备制造、尤其面板装备制造方面储备了核心技术专利与高端人才。同时，公司成立了高端装备事业部，开始向国内高端客户供应成套装备及技术服务，并涉足面板产业装备供应。

从采购上来看，2016 年，由于公司装备制造业务获取订单大幅增长，装备制造核心原材料设备如电气控制设备和机械设备采购金额均大幅增长，分别为 18.15 亿元和 28.99 亿元，分别同比增长 146.18%和 161.48%。热工设备和软件系统采购金额同比分别减少 71.35%和 21.02%，主要系公司装备业务由定制化玻璃基板产线装备业务向通用化非玻璃基板的其他装备业务转变，不同装备制造业务采购比例不同所致，系正常波动。

表 3　公司装备制造业务主要原材料采购情况（单位：万元）

| 材料名称 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| | 金额 | 金额 |
| 电气控制设备 | 73,721.47 | 181,487.51 |
| 机械设备 | 110,864.72 | 289,883.70 |
| 热工设备 | 18,185.89 | 5,210.53 |
| 软件系统 | 19,442.56 | 15,355.35 |
| 其他 | -- | 1,671.03 |
| **合计** | **222,214.65** | **493,608.12** |

资料来源：公司提供

2016 年，原材料采购集中度方面，公司前五大供应商采购金额 17.23 亿元，占当期采购总额的比重为 34.90%，较上年的 70.65%大幅下降 35.75 个百分点，主要系由定制化玻璃基板产线装备业务向通用化非玻璃基板的其他装备业务转变，采购多元化，供应商数量增加所致。

2014 年以来，公司与京东方科技集团股份有限公司（以下简称“京东方”）、昆山龙腾光电有

限公司已签订战略合作协议，向下游面板生产厂商拓展面板生产线设备业务。2016 年公司利用所积累的玻璃基板生产线装备制造的技术优势，高端装备及技术服务业务持续发力，继续开拓和储备了一大批在智能化应用领域的大型集团客户，得益于此，公司实现装备制造及服务业务收入 96.30 亿元，同比增长 201.93%。下游客户方面，公司前五大客户收入合计 19.06 亿元，占当期装备制造及技术服务业务收入的比重为 19.79%，集中度较低，公司不存在对单一客户依赖较重的情形。

2016 年，公司装备制造及技术服务业务新签合同金额合计 1,103,209.40 万元，其中未执行完毕合同金额为 216,222.94 万元。

总体看，2016 年，得益于技术优势积累，公司继续开拓高端客户，装备制造及服务业务收入快速增长，产品结构也在继续调整，由定制化玻璃基板产线装备业务向通用化非玻璃基板的其他装备业务转变；得益于产品结构的转变，装备制造采购集中度也大幅下降。

3．光电显示材料

公司光电显示材料产品主要是玻璃基板和蓝宝石玻璃。2016 年，公司光电显示材料收入 21.60 亿元，同比增长 40.82%，其中玻璃基板收入和蓝宝石玻璃收入均有所增长。目前，公司正投资建设彩色滤光片、偏光片生产线，并开始石墨烯领域的研发。

（1）玻璃基板

公司的玻璃基板生产业务主要由芜湖东旭光电科技有限公司（以下简称“芜湖光电”）、东旭（营口）光电显示有限公司（以下简称“东旭营口”）、郑州旭飞光电科技有限公司（以下简称“郑州旭飞”）和石家庄旭新光电科技有限公司（以下简称“石家庄旭新”）等负责运营。2016 年，公司玻璃基板新投产 3 条生产线，分别为：芜湖光电 1 条 G6 生产线、石家庄旭新 1 条 G5 生产线和郑州旭飞 1 条 G5 生产线。截至 2016 年底，公司玻璃基板产能情况如下表所示。

表 4　截至 2016 年底公司玻璃基板产能情况

| 项目 | 设计产能 | 实际产能 | 良品率 | 下游客户 |
|---|---|---|---|---|
| 芜湖光电 | 10 条 G6 代生产线，设计产能 500 万片/年 | 6 条点火并投产；4 条在建；实际产能 432 万片/年 | 85% | 京东方、中华映管、台湾群创 |
| 石家庄旭新 | 3 条 G5 代生产线，设计产能 165 万片/年 | 3 条点火并投产；实际产能 300 万片/年 | 80% | 京东方、中航光电、龙腾光电、深超光电 |
| 郑州旭飞 | 4 条 G5 代生产线，设计产能 220 万片/年 | 4 条点火并投产；实际产能 400 万片/年 | 85% | 京东方、中航光电、龙腾光电、深超光电 |
| 东旭营口 | 1 条 G5 代生产线，设计产能 55 万片/年 | 1 条在建 | -- | -- |
| 四川旭虹 | 600 万平方米/年 | 700 万平方米/年 | 80% | 欧菲光、博恩光学、蓝思科技、骏达光电 |
| 福州 | 3 条 G8.5 生产线，设计产能 540 万片/年 | -- | -- | -- |
| **总计** | **G5 代 440 万片/年；G6 代 500 万片/年；盖板 600 万平方米/年** | **G5 代 700 万片/年；G6 代 432 万片/年；盖板 700 万平方米/年** | -- | -- |

资料来源：公司提供

随着公司玻璃基板生产线建设进度的推进及陆续投产，截至 2016 年底，芜湖光电玻璃基板产能为 432 万片/年，石家庄旭新玻璃基板产能为 300 万片/年，郑州旭飞玻璃基板产能为 400 万片/年，均较 2015 年底有所增长。截至 2016 年底公司玻璃基板产能合计为 1,132.00 万片/年，较 2015 年底提高了 31.63%。2016 年公司共生产玻璃基板 865.69 万片，同比增长 65.04%；产能利用率为 76.47%，同比提高 15.48 个百分点。公司产能利用率较低，主要系部分产线陆续完工，生产时间

不足一年导致。

2016 年，受韩企转线 OLED 造成 LCD 面板供应趋紧影响，中小尺寸液晶显示面板价格持续上涨，带动液晶玻璃基板市场需求旺盛，公司玻璃基板收入 16.13 亿元，同比增长 28.65%。

公司生产玻璃基板的成本构成中，直接材料成本占生产成本的 15%左右，直接人工成本占比 8%左右，折旧占比 40%左右，燃气动力成本占比 20%左右，另外还有其他成本占比 17%左右。生产玻璃基板的原材料主要包括矿物类原料石英砂，化工类原料三氧化二硼、氧化铝、碳酸钙等。总体看，公司玻璃基板生产原材料金额占比很小，采购品种主要为价值较低的大宗化学品，市场供应充足。2016 年，公司主要原材料采购金额随产量的上升而呈上升趋势，公司主要原材料采购金额 1.88 亿元，较上年 1.45 亿元增长 29.50%。

2016 年，公司玻璃基板前五大供应商采购金额 2.19 亿元，占总采购金额比重为 35.71%，较上年的 52.07%下降 16.36 个百分点，集中度大幅下降。玻璃基板生产的上游原材料均为常见化工产品，市场上同类供应商较多且原材料价格透明，供货稳定性强，玻璃基板生产板块的采购风险较低。

从销售方面来看，随着芜湖光电 G6 代生产线获得京东方和中华映管股份有限公司（以下简称“中华映管”）等公司的认证，销售收入开始快速增加。此外，石家庄旭新和郑州旭飞销售情况也保持良好。均价方面，随着行业升级换代的推进，G5 代和 G6 代玻璃基板销售均价不断下降。2016 年，公司共销售 757.43 万片，同比增长 35.34%；产销率由 2015 年的 106.69%下降至 87.49%，主要受到 2016 年上半年台湾地震，台湾面板生产企业订单减少所致；由于石家庄旭新和郑州旭飞新增产能的主要产品为 G5 代玻璃基板，价格低于 G6 代，随着 G5 代玻璃基板新增产能的投产，公司玻璃基板 2016 年销售均价为 158.84 元/片，同比下降了 9.28%。

表 5　公司 2015~2016 年玻璃基板产销情况

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| 产能（万片/年） | 860.00 | 1,132.00 |
| 产量（万片） | 524.54 | 865.69 |
| 产能利用率（%） | 60.99 | 76.47 |
| 销售量（万片） | 559.63 | 757.43 |
| 产销率（%） | 106.69 | 87.50 |
| 销售均价（元/片） | 175.09 | 158.84 |

资料来源：公司提供

2016 年，公司玻璃基板前五大客户销售额合计 10.86 亿元，占比 67.38%，客户集中度很高，其中单一客户销售额占比最高为 24.37%。公司对主要客户依赖大，存在一定的销售集中性风险。

（2）蓝宝石玻璃

2015 年，公司通过股权收购和增资的方式获得江苏吉星新材料有限公司（以下简称“江苏吉星”）50.5%的股权，成功切入蓝宝石领域。目前江苏吉星拥有年产 1,200 万片折算 2 寸当量的蓝宝石衬底片的生产能力，年产量 1,150 万片；平均不含税单价 50 元/片，高于上年，主要系 2016 年 4 寸、6 寸等大尺寸产品占比增加所致。2016 年实现销售收入 5.48 亿元，同比大幅提高 95.02%；实现净利润 0.62 亿元，同比增长 106.67%，取得了良好的经济效益。

总体看，2016 年，得益于下游需求增长，公司光电显示材料业务稳健发展。但受台湾面板生产厂订单减少影响，玻璃基板产销率有所下降；公司玻璃基板销售集中度高，受主要客户经营情况影响大。

4．环保建材

公司下属石家庄宝石电子集团有限责任公司（以下简称“宝石集团”）主要进行克拉管、无极灯、PE 管、ABS 管、钢塑门窗等环保建材产品的技术研发和生产，其中主要产品为克拉管和无极灯。

公司环保建材原材料供应渠道畅通，无极灯所需原材料（荧光粉、PCB 板和变压器等）及克拉管所需原材料（聚乙烯和聚丙烯等）大多在国内采购。2016 年，公司主要原材料采购基本稳定，波动不大。

从产能来看，公司主要产品产能在 2016 年无变化。从产量和产能利用率来看，克拉管 2016 年实际产量 3.67 万吨，产能利用率为 91.75%，维持在较高水平；无极灯 2016 年产量为 101.47 万套，产能利用率有所下降，为 67.65%。公司其他产品产量随市场需求变化而有所波动，但整体仍较稳定。

表 6　2015~2016 年公司环保建材板块的产能及产量情况（单位：万元）

| 产品 | 2015 年 | | 2016 年 | |
|---|---|---|---|---|
| | 产能 | 产量 | 产能 | 产量 |
| 克拉管（万吨） | 4.00 | 3.50 | 4.00 | 3.67 |
| 无极灯（万套） | 150.00 | 145.00 | 150.00 | 101.47 |
| ABS、PE 管（万吨） | 3.00 | 2.20 | 3.00 | 2.37 |
| 钢塑门窗（万平米） | 55.00 | 45.00 | 55.00 | 49.42 |
| 型材（万吨） | 3.00 | 1.60 | 3.00 | 1.80 |

资料来源：公司提供

销售方面，2015 年以来各地区借鉴国外先进模式，对城郊城镇化建设、城市管网和路灯改造等项目建设采取了 BT、BOT 及能源合同等建设模式，公司该板块下游客户如北京晟源、北京熠彩等公司拥有一定的当地政府项目资源，在承接项目后向公司下属子公司大批量采购了克拉管、无极灯、塑钢门窗等产品，并将工程项目分包给其他公司。2016 年，公司环保建材业务实现收入 31.48 亿元，较上年的 31.67 亿元变动不大，整体较为稳健。

总体看，公司环保建材产品种类较多，整体销售情况比较稳定。

5．新能源板块

2015 年，公司收购东旭蓝天（原“宝安地产”）并进行新能源产业整体规划和整合，开始从事太阳能电站建设和运营，未来将以 EPC 光伏电站建设项目和电站运营的上网电价收入为主。2016 年，公司新能源板块实现收入 21.89 亿元，全部为 EPC 光伏电站建设收入。

2016 年 6 月，东旭蓝天完成 95 亿元非公开股票发行工作，下半年又启动了第二次非公开发行股份，募集资金 48.5 亿元，募集资金将全部用于光伏电站的建设。2016 年，东旭蓝天已有近 800MW 光伏电站启动建设，其中部分项目已逐步并网投运。

截至 2016 年底，东旭蓝天已累计完成超过 3GW 的光伏电站项目备案，项目分布在全国多个省份，类型包括地面集中式光伏电站、分布式光伏电站、屋顶分布式等，为未来大规模电站建设、持有和运营提供了保证。此外，公司在金寨大别山等地积极拓展光伏与农业相结合试点，在开发优质光伏电站资源的同时，和农业扶贫挂钩，为公司开拓更多的市场空间和业绩增长点。

截至 2016 年底，东旭蓝天光伏项目主要在建新能源项目如下表所示，在建项目预计总投资 107.76 亿元，累计已完成投资 35.99 亿元，尚需投资 71.77 亿元。

表 7　截至 2016 年底东旭蓝天主要在建新能源项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 计划投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|---|---|---|---|
| 莒县库山乡 40MW 项目 | 33,900.00 | 16,014.89 | 17,885.11 |
| 长武 30MW 项目 | 23,000.00 | 12,788.17 | 10,211.83 |
| 广水市 40MW 项目 | 30,500.00 | 26,830.80 | 3,669.20 |
| 杨林尾 20MW 农光互补项目 | 15,900.00 | 6,600.70 | 9,299.30 |
| 张四岙湾 20MW 项目 | 17,200.00 | 7,212.71 | 9,987.29 |
| 龙泉 30MW 项目 | 26,400.00 | 11,822.20 | 14,577.80 |
| 新皇明 200MW 项目 | 164,000.00 | 53,284.57 | 110,715.43 |
| 赤峰 120MW 项目 | 106,900.00 | 8,361.59 | 98,538.41 |
| 卫辉 20MW 项目 | 17,800.00 | 14,338.11 | 3,461.89 |
| 林州市 80MW 项目 | 66,400.00 | 57,962.76 | 8,437.24 |
| 攸县 100MW 项目 | 81,600.00 | 20,186.07 | 61,413.93 |
| 茶陵青年水库 80MW 项目 | 65,500.00 | 33,012.18 | 32,487.82 |
| 娄底 140MW 项目 | 112,700.00 | 57,813.63 | 54,886.37 |
| 娄底 40MW 项目 | 32,000.00 | 15,918.30 | 16,081.70 |
| 娄底 20MW 项目 | 16,000.00 | 8,259.04 | 7,740.96 |
| 内蒙古察右中旗 70MW | 65,000.00 | 1.20 | 64,998.80 |
| 澧县 100MW | 75,200.00 | 1.22 | 75,198.78 |
| 湖北广水 20MW 光伏电站项目 | 14,206.50 | 1,675.79 | 12,530.71 |
| 新疆第十师 60MW 光伏电站项目 | 41,487.89 | 6,778.03 | 34,709.86 |
| 河南禹州 100MW 光伏电站项目 | 71,902.58 | 1,062.42 | 70,840.16 |
| **合计** | **1,077,596.97** | **359,924.38** | **717,672.59** |

资料来源：公司提供

除上表在建项目外，东旭蓝天尚有较大规模的拟建项目（具体如下表所示）。东旭蓝天拟建项目多为光伏电站项目，拟投资总额 36.25 亿元，资金来源全部为募集资金。

表 8　截至 2016 年底东旭蓝天拟建新能源项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 资金来源 |
|---|---|---|
| 江西永新 20MW 光伏电站项目 | 14,020.00 | 募集资金 |
| 湖南衡东 40MW 光伏电站项目 | 28,408.45 | 募集资金 |
| 内蒙古磴口 50MW 光伏电站项目 | 36,451.20 | 募集资金 |
| 吉林通榆 100MW 光伏电站项目 | 72,604.58 | 募集资金 |
| 内蒙古鄂托克旗 100MW 光伏电站项目 | 73,030.14 | 募集资金 |
| 山东高密 3MW 屋顶分布式光伏项目 | 2,071.32 | 募集资金 |
| 浙江台州 20MW 屋顶分布式光伏项目 | 13,002.65 | 募集资金 |
| 中储粮 180.64MW 屋顶分布式光伏项目 | 122,957.34 | 募集资金 |
| **合计** | **362,545.68** | **--** |

资料来源：东旭蓝天年报，联合评级整理

总体看，作为公司新增的业务板块，2016 年新能源业务收入规模较大，目前公司在建及拟建光伏电站项目较多，有望给公司开拓更多的市场空间和业绩增长点，但在建及拟建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

6．其他业务

（1）房地产业务

2015 年，公司收购东旭蓝天，正式切入房地产市场。2016 年，公司无新增土地储备，目前项目均为前期获取的存量项目。

截至 2016 年底，公司土地储备占地面积 15.14 万平方米，规划建筑面积 34.60 万平方米，主要分布于四个项目：龙岗中心城旧改项目、惠州小金口项目、西安宝安·紫韵三四期项目和宝安江南城三期项目。

截至 2016 年底，公司在建房地产项目主要为山水龙城项目和虹海湾二期项目，分别位于惠州和惠东，总规划建筑面积 46.91 万平方米，预计总投资 34.03 亿元，已完成投资 20.89 亿元，尚需投资 13.14 亿元。截至 2016 年底，公司拟建项目 4 个，主要位于广东东莞、惠州和惠东以及陕西宝安，总建筑面积合计 59.94 万平方米，预计总投资 26.76 亿元。

项目销售方面，2016 年，公司房地产项目实现合同销售面积 20.14 万平方米，协议销售金额 15.42 亿元，平均销售价格 0.77 万元/平方米。2016 年，房地产业务结转销售收入 15.07 亿元。

总体看，2016 年公司房地产业务主要是存量项目的开发和销售，公司目前房地产在建和拟建项目仍需一定规模的资金投入。

（2）金融业务

2016 年，公司分别与持有联营企业西藏金融租赁有限公司少数股权的股东西藏拉萨市恒兴工贸有限公司（持股比例 2%）及张家口市启圣房地产开发有限公司（持股比例 2%）签订一致行动人协议，协议约定西藏拉萨市恒兴工贸有限公司和张家口市启圣房地产开发有限公司对西藏金融租赁有限公司的经营发展等事项均与公司保持一致意见或一致行动，该协议自 2016 年 1 月 1 日起生效，公司自 2016 年 1 月 1 日将西藏金融租赁有限公司纳入合并范围。

截至到 2016 年底，西藏金租总资产 185.35 亿元，租赁资产余额 161.02 亿元人民币，总负债 153.16 亿元，实收资本 30 亿元；资产负债率 82.63%，不良资产率为 0%，租金回收率为 100%，资本充足率为 19.93%，有进一步进行债务融资的空间。2016 年，西藏金租累计实现收入 10.69 亿元，拨备后净利润 1.83 亿元。资产规模在全国 47 家已开业金融租赁公司中排名第 26 位。

从业务模式来看，截至 2016 年底，西藏金租已投放 63 笔租赁项目，其中，直租类业务 34 笔，金额占比 62.05%；回租类业务 23 笔，金额占比 30.02%；其他类业务 6 笔，金额占比 7.93%。

西藏金租已涉及租赁物主要包括管网等基础设施类、专用设备类和光伏发电设备类。从投放行业来看，西藏金租已投放的 63 笔项目中，基础设施类项目投放 14 笔，金额合计 35.44 亿元；电力行业 6 笔，金额合计 9.52 亿元；租赁和商务服务业 7 笔，金额合计 14.55 亿元；制造业 35 笔，金额合计 97.11 亿元；信息技术类 1 笔、金额合计 4.40 亿元。从地区分布来看，公司业务覆盖北京、重庆、天津、四川、江苏、山东等二十余个省市，整体较为分散。

从授信集中度来看，截至 2016 年底，西藏金租投放的 63 笔业务中，单一客户最高投放金额 5.60 亿元，各承租人之间不存在关联关系，尚无单一集团客户。单一客户融资集中度低于监管要求（不超过资本净额的 30%）。

从资金来源看，目前西藏金租主要的资金来源是银行等同业机构借款，期限以 1 年期为主。截至 2016 年底，公司有息负债余额 141.35 亿元，其中 1 年以内到期的借款为 139.19 亿元，占比 98.47%；1~3 年内到期资金为 2.16 亿元，占比 1.53%。公司租赁资产及借款期限存在一定的错配，但是期限总体适中，西藏金租正逐步通过保理及应收账款质押等方式提高借款平均期限。

总体看，公司金融板块增长迅速，运营稳健，风险管理流程和制度建设完善，租金回收率高。

7．在建项目

截至2016年底，公司主要在建项目多为玻璃基板生产线项目和光伏电站项目，光伏电站主要在建项目详见表7，其余项目具体如下表所示。公司在建的玻璃基板生产线项目投产后，有望提升公司产品结构以及扩充现有产能。截至2016年底，公司主要在建项目（不含新能源项目）预计总投资244.36亿元，尚需投资108.69亿元。

表9　截至2016年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 预计投资 | 尚需投资 |
|---|---|---|
| 国家工程实验室项目 | 17,500.00 | 6,291.25 |
| 芜湖液晶玻璃基板生产线工程 | 757,652.00 | 87,508.81 |
| 旭飞液晶玻璃基板生产线二期及配套 | 250,000.00 | 0.00 |
| 旭新液晶玻璃基板生产线项目 | 270,000.00 | 0.00 |
| 昆山彩膜项目 | 311,550.00 | 295,442.87 |
| 蓝宝石晶体培育和加工产线设备 | 5,906.40 | 512.08 |
| G8.5代玻璃基板生产线 | 695,919.68 | 684,844.90 |
| 玻璃基板生产线营口项目 | 98,000.00 | 11,005.40 |
| 高档织物面料及服装生产研发基地 | 37,116.00 | 1,250.81 |
| **合计** | **2,443,644.08** | **1,086,856.12** |

资料来源：公司年报，联合评级整理
注：上表主要在建项目不含新能源光伏项目

总体看，截至2016年底，公司主要在建项目多为光伏电站项目以及玻璃基板生产线项目等，项目建成投产后有望给公司未来经营提供新的增长点，但在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

8．重大事项

（1）下属子公司东旭蓝天及东旭光电进行非公开发行股票

2016年6月，东旭蓝天非公开发行人民币普通股（A股）86,757.99万股，募集资金总额约950,000万元，扣除发行费用后的募集资金净额人民币946,121.32万元，将用于累计装机容量为1,150MW的17个光伏电站项目的投资建设。经审验，截至2016年6月28日，本次非公开发行股票募集资金已到账。本次非公开发行股票的完成有利于推动募投项目的顺利实施，为公司在新能源板块布局的重要部分，对公司未来整体业绩具有积极影响。截至2016年底，东旭蓝天本次非公开发行股票募集资金已使用金额35.04亿元，全部用于募投项目。

2016年8月，东旭光电非公开发行人民币普通股（A股）110,492.85万股，募集资金总额约695,000万元，扣除发行费用后的募集资金净额人民币690,807.36万元，用于建设第8.5代TFT-LCD玻璃基板生产线项目。经审验，截至2016年8月11日，本次非公开发行股票募集资金已到账。建设第8.5代TFT-LCD玻璃基板生产线项目有助于公司完善玻璃基板业务，提高公司的综合竞争力。截至2016年底，东旭光电本次非公开发行股票募集资金已使用1.39亿元，全部用于募投项目。

（2）控股上海嘉麟杰纺织品股份有限公司（以下简称“嘉麟杰”，股票代码：002486.SZ）

2016年11月18日，嘉麟杰实际控制人黄伟国先生与公司签署《股权转让协议》，转让其持有的上海国骏投资有限公司（以下简称“国骏投资”，持有嘉麟杰16,319万股普通股股份，占总股本比例为19.61%，系嘉麟杰控股股东）100%股权。同日，黄伟国先生与公司签署了《投票权委

托协议》，约定黄伟国先生将其直接持有的嘉麟杰 3,380 万股股票（占本公司总股本的 4.06%）的投票权委托给东旭集团行使。2016 年 11 月 28 日，黄伟国先生通过深圳证券交易所大宗交易系统向东旭集团卖出嘉麟杰无限售条件流通股合计 845 万股，占公司总股本的 1.015%。

上述交易完成后，公司通过国骏投资间接持有嘉麟杰 16,319 万股股票，占公司总股本比例为 19.61%；直接持有嘉麟杰 845 万股股票，占公司总股本比例为 1.015%；同时通过受托行使投票权的方式拥有嘉麟杰 2,535 万股股票对应的投票权，占公司总股本的比例为 3.045%；合计拥有嘉麟杰 19,699 万股股票对应的投票权，占嘉麟杰总股本的比例为 23.68%，公司实际控制人李兆廷成为为嘉麟杰实际控制人。

（3）下属子公司东旭光电发行股份及支付现金购买资产及配套融资

东旭光电拟通过发行股份及支付现金的方式购买上海辉懋企业管理有限公司持有的上海申龙客车有限公司（以下简称“申龙客车”）100%股权，通过发行股份的方式购买东旭集团、绵阳科技城发展投资（集团）有限公司和四川长虹电器股份限公司合计持有的四川旭虹 100%股权。其中申龙客车 100%股权的交易价格为 30.00 亿元，四川旭虹 100%股权的交易价格为 12.15 亿元。同时为提高重组效率，东旭光电拟向包括东旭集团在内的不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集本次重组的配套资金，募集资金总额不超过 37.5 亿元，其中公司控股股东东旭集团认购股份的数额不低于本次募集配套资金发行股份总数的 50%（含）。截至 2017 年 5 月底，此次交易尚需东旭光电股东大会审议通过以及中国证监会核准。

总体看，东旭光电和东旭蓝天非公开发行股票增强了公司资本实力，公司控股上市公司嘉麟杰，购买申龙客车和四川旭虹有望进一步提升公司综合实力。

9．经营关注

（1）公司玻璃基板生产线能否量产并达到预期收益不确定性，且玻璃基板销售对下游客户依赖度较高

公司玻璃基板生产线投资额大，未来能否量产并达到预期收益不确定性。公司与京东方签订战略合作协议，玻璃基板产品主要供给京东方，但同时也导致公司玻璃基板产品销售对京东方依赖度较高。

（2）主营业务处于调结构的过程中，新业务扩张速度过快

公司主营业务目前正在调整结构，其中部分玻璃基板生产线仍处于建设过程中，未来能够顺利建设投产值得关注。公司未来欲进入偏光片、彩色滤光片、蓝宝石材料、石墨烯等新领域，并进行了一定前期投入，公司新业务扩张步伐较大，经营、管理难度有所增加。

（3）公司在建项目投资额较大，存在一定的资金压力，且光伏产业去补贴进程加快，可能给公司新能源业务带来不利影响

公司在建项目多为玻璃基板生产线项目以及光伏电站项目等，尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力。而且，我国光伏产业去补贴化进程明显加快，光伏补贴的下调可能导致未来光伏电站收益率的下降，将可能给公司经营带来不利影响。

10．未来发展

光电显示产业方面，未来三年，公司子公司东旭光电将根据发展战略和总体业务发展目标，充分发挥公司的技术、规模和客户资源优势，通过继续建设完成 10 条第 6 代 TFT-LCD 玻璃基板生产线项目的剩余生产线、投资新建第 5 代 TFT-LCD 用彩色滤光片生产线、投资新建 3 条第 8.5 代 TFT-LCD 玻璃基板生产线等项目，夯实玻璃基板主业，稳固国内行业领先地位；同时，布局光

电显示上游关键材料，不断丰富产品体系，形成光电产业协同效应；此外，巩固成套装备及技术服务核心优势，拓展高端智能装备业务，最终目标是成为全球重要的光电显示旗舰企业。

新能源产业方面，未来三年，公司子公司东旭蓝天在现有房地产业务稳步发展的基础上，将聚焦光伏电站的规模扩充，通过自建、合作建设、收购等方式快速增加公司持有的光伏电站规模，计划于 2018 年末前建成 3GW 左右的装机容量；同时，通过电站运营与金融资本的融合，打造光伏电站 EPC 建设服务、资产证券化及智能运维等业务平台；此外，还将通过聚焦分布式光伏发电、节能及储能领域的解决方案，建立以客户为中心的清洁能源解决方案的服务平台，全面优化业务、产品结构，推进发展模式由资金驱动转向技术、知识、服务驱动，实现公司的可持续发展，最终目标是努力成为民营企业中的光伏发电巨头。

环保建材产业方面，在全国大举推进城镇化建设的大背景下，公司依靠自身原有克拉管、无极灯等产能基础，将稳步开展城镇化相关项目的落地工作，在总部基地建设和永清工业园区建设的同时，快速带动自身环保建材产品的生产销售。

新能源汽车产业方面，新能源汽车是锂离子电池的重要应用领域，收购申龙客车属于现有产业链的延伸，石墨烯基锂离子电池可为申龙客车的新能源汽车进行配套；同时，公司将借助申龙客车优质的新能源汽车生产平台，延伸新能源产业链，深化公司在新能源产业的布局，充分发挥产业上下游之间的协同效应。

总体看，公司未来会立足于现有产业基础，延伸玻璃基板产业链，丰富产品体系，促进装备业务转型升级并在光伏电站领域进行投入，公司存在一定资金压力。

## 六、财务分析

### 1．财务概况

公司 2016 年财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部于 2006 年及以后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。2016 年公司合并范围内新增子公司 11 家，其中非同一控制下合并企业 4 家，新设子公司 6 家，通过签订一致行动人协议合并企业 1 家，公司合并范围新增子公司西藏金租资产规模较大，对公司财务数据可比性产生一定影响。

截至2016年底，公司合并资产总额1,373.43亿元，负债合计862.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计510.91亿元，其中归属于母公司所有者权益为245.25亿元。2016年，公司实现营业收入210.90亿元，净利润（含少数股东损益）19.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为7.82亿元；经营活动产生的现金流量净额10.08亿元，现金及现金等价物净增加额404.29亿元。

### 2．资产质量

得益于合并范围的扩大、外部融资规模的大幅增长以及自身业务的快速发展，公司资产规模快速增长。截至2016年底，公司资产总额为1,373.43亿元，较年初增长111.11%。其中流动资产占比70.19%，非流动资产占比29.81%，资产结构仍以流动资产为主。

**流动资产**

截至2016年底，公司流动资产合计964.01亿元，较年初增长117.54%，主要系对外融资额增长带来货币资金的增长和经营规模扩大导致。公司流动资产以货币资金（占比69.78%）、存货（占比9.28%）、一年内到期的非流动资产（占比4.66%）和其他流动资产（占比4.24%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 672.72 亿元，较年初增长 141.77%，主要系公司融资规模扩大所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 98.60%）构成；其中受限资金 13.28 亿元，占比 1.97%，占比很低。

截至 2016 年底，公司存货账面余额 89.98 亿元，计提跌价准备 0.56 亿元，账面价值 89.43 亿元，较年初增长 30.64%，主要系经营规模扩大导致原材料增长以及房地产开发成本增长所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动资产 44.91 亿元，较年初大幅增长 118.35 倍，主要系合并西藏金租导致应收融资租赁款大幅增长所致，一年内到期的非流动资产主要是应收融资租赁款（43.15 亿元，占比 96.08%）。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 40.84 亿元，较年初增长 190.71%，主要系公司购买理财产品所致，构成主要是预缴或留抵的税费（占比 40.69%）和理财产品（占比 50.53%）。

**非流动资产**

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 409.42 亿元，较年初增长 97.37%，主要系长期应收款、固定资产和其他非流动资产大幅增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 6.75%）、长期应收款（占比 28.73%）、固定资产（占比 30.79%）、在建工程（占比 9.77%）、商誉（占比 8.67%）和其他非流动资产（占比 8.72%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 27.64 亿元，较年初大幅增长 112.14%，主要系 2016 年公司认购股票及基金等金融产品导致按公允价值计量的可供出售权益工具大幅增长所致。

2015 年，公司无长期应收款，截至 2016 年底，公司新增长期应收款 117.61 亿元，全部是合并西藏金租带来的应收融资租赁款。

截至 2016 年底，公司固定资产 126.06 亿元，较年初增长 28.83%，主要系部分在建工程转入以及企业合并所致，主要包括房屋及建筑物（占比 20.48%）和机器设备（占比 77.34%），公司固定资产账面原值 164.73 亿元，累计计提折旧 32.58 亿元，成新率为 80.22%，成新率较高。

截至 2016 年底，公司在建工程 40.01 亿元，较年初变动不大，主要是玻璃基板项目的生产线以及光伏电站项目等。

截至 2016 年底，公司商誉 35.49 亿元，较年初增长 46.27%，主要系 2016 年合并上海国骏投资有限公司形成 10.89 亿元商誉所致，公司商誉规模较大，若被投资单位经营不善，可能产生一定的减值风险。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产 35.70 亿元，较年初大幅增长 510.15%，主要系预付设备工程款和预付投资款大幅增长所致；其中预付设备工程款 28.51 亿元，预付投资款 6.87 亿元。

截至 2016 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 127.73 亿元，占总资产比重为 9.30%，受限资产占比较低。公司受限资产情况如下表所示：

表 10　截至 2016 年底公司受限资产情况（单位：万元）

| 项目 | 受限金额 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 货币资金 | 132,763.49 | 保证金及质押借款的质押物 |
| 存货 | 108,648.56 | 作为抵押物取得借款 |
| 固定资产 | 944,316.43 | 作为抵押物取得借款 |
| 无形资产 | 31,194.27 | 作为抵押物取得借款 |
| 在建工程 | 55,049.31 | 作为抵押物取得借款 |
| 投资性房地产 | 5,353.87 | 作为抵押物取得借款 |
| **合计** | **1,277,325.92** | -- |

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，得益于公司对外融资规模扩大，业务规模大幅增长以及合并西藏金租，公司资产规模大幅增长。资产结构仍以流动资产为主，流动资产中货币资金占比较大，且受限比例较低；但较大规模的应收账款、预付款项以及存货对公司资金形成一定的占用。非流动资产中，西藏金租应收长期融资租赁款规模较大，若西藏金租风控不善，将可能给公司资产带来较大损失。整体看，公司资产流动性较好，资产质量较好。

3．负债和所有者权益

**负债**

随着经营规模和对外债务融资规模扩大，以及合并范围的扩大，公司负债规模迅速增长；截至 2016 年底，公司负债合计 862.51 亿元，较年初增长 110.89%，其中流动负债占比 44.85%，非流动负债占比 55.15%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 386.87 亿元，较年初增长 174.16%，主要由短期借款（占比 24.69%）、拆入资金（占比 34.71%）、应付账款（占比 9.92%）和一年内到期的非流动负债（占比 13.95%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款合计 95.50 亿元，较年初增长 71.27%，主要系公司扩大经营规模补充经营流动资金所致。公司短期借款主要由保证借款（占比 69.20%）和质押借款（占比 26.62%）构成。

2015 年，公司无拆入资金；2016 年，公司新增拆入资金 134.27 亿元，主要系合并西藏金租带来的同业拆借大幅增长所致。

截至 2016 年底，公司应付账款合计 38.38 亿元，较年初增长 133.02%，主要系随着业务规模的扩大以及在建项目的投入，公司应付材料款和工程款大幅增长所致。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 53.95 亿元，较年初大幅增长 170.84%，主要系部分长期借款、长期应付款和其他非流动负债即将于一年内到期转入所致。

随着为在建项目建设而配套的银行贷款增加和发行债券数量上升，公司非流动负债增长较快。截至 2016 年底，公司非流动负债合计为 475.64 亿元，较年初增长 77.56%，主要由长期借款（占比 46.87%）和应付债券（占比 44.83%）构成。

为满足在建项目建设需要，公司长期项目贷款规模迅速增长，带动长期借款快速增长；截至 2016 年底，公司长期借款 222.94 亿元，较年初增长 61.59%。公司长期借款主要到期日在 2018 年~2022 年之间，其中于 2018 年到期比例约 39%，于 2019 年到期比例约 31%。公司长期借款面临一定的集中偿付压力。

截至 2016 年底，公司应付债券 213.25 亿元，较年初大幅增长 136.12%，主要系 2016 年公司为满足玻璃基板生产线建设以及补充运营资金和调整债务结构的需要而发行多期公司债券所致。截至 2016 年底，公司于 2018 年到期应付债券余额 9.92 亿元，于 2019 年到期余额 62.52 亿元，于 2020 年到期余额 49.55 亿元，于 2021 年到期余额 91.25 亿元。公司债券于 2019~2021 年集中到期，面临一定的集中偿付压力。

全部债务方面，截至 2016 年底，公司全部债务合计 762.82 亿元，较年初大幅增长 113.32%，长期债务和短期债务均有较大增长；其中短期债务占比 38.64%、长期债务占比 61.36%，债务结构以长期债务为主，较为合理。截至 2016 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.80%和 59.89%，均较年初变动不大；公司长期债务资本化比率为 47.81%，较年初下降 3.80 个百分点。

总体看，2016 年，随着公司经营规模的扩大和建设项目的增多，公司负债水平迅速上升，债务增长较快，且公司债务面临一定集中偿付压力，但整体债务尚在可控范围。

**所有者权益**

截至 2016 年底，公司所有者权益 510.91 亿元，较年初大幅增长 111.49%，主要系实收资本和少数股东权益大幅增长所致。其中归属于母公司所有者权益合计 245.25 亿元，占比 48.00%，少数股东权益合计 265.67 亿元，占比 52.00%。归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占比 68.50%）、资本公积（占比 19.73%）和未分配利润（占比为 10.20%）构成。

截至 2016 年底，公司实收资本 168.00 亿元，较年初增长 51.76%，主要系各股东对公司同比例增资所致。公司资本公积 48.38 亿元，较年初增长 128.31%，主要系子公司东旭光电 2016 年增加资本公积 10.54 亿元以及公司可交换债券一期、二期换股后导致资本公积增加 18.13 亿元所致。公司未分配利润 25.02 亿元，较年初增长 35.30%，主要系 2016 年公司利润累积所致。

截至 2016 年底，公司少数股东权益 265.67 亿元，较年初大幅增长 197.13%，主要系 2016 年公司通过协议控制将西藏金租纳入合并范围（公司持有股份 47.00%）所致。

总体看，2016 年，得益于股东增资以及将西藏金租纳入合并范围，公司所有者权益大幅增长。公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，但少数股东权益占比较大，公司权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

随着业务转型升级的推进和合并范围的扩大，公司收入及利润水平均出现一定增长。2016 年，公司营业收入、营业利润、净利润和归属于母公司所有者的净利润分别为 210.90 亿元、24.10 亿元、19.31 亿元和 7.82 亿元，同比分别上升了 111.94%、54.63%、9.07%和 8.26%。

2016 年，公司投资收益为 0.48 亿元，较上年大幅下降 90.09%，主要系 2015 年公司处置京东方非公开发行的股票（出资金额 2 亿元，期限 2 年），2015 年 3 月收回投资，并取得投资收益 4.68 亿元导致 2015 年投资收益基数较大所致。2016 年，公司投资收益占营业利润比重为 1.97%，投资收益对营业利润的贡献较小。2016 年，公司营业外收入为 4.10 亿元，占利润总额的比为 14.62%，对利润总额有较大影响。公司营业外收入与玻璃基板生产线建设进度密切相关，公司的玻璃基板生产线建设近两年仍在建设高峰期，相关政府补助也将维持一定规模。

期间费用方面，随着公司对外融资规模的不断扩大，利息支出大幅增长，公司的财务费用也快速增长，2016 年为 23.77 亿元，同比增长了 101.13%；同时营业规模的扩大，导致运费、宣传费以及职工薪酬、办公费、差旅费大幅增长，也带动了销售费用和管理费用的提高，同比分别增长 111.66%和 45.96%。2016 年公司费用收入比为 17.72%，同比下降了 3.03 个百分点，公司整体费用控制能力一般。

盈利指标方面，2016 年，公司营业利润率为 30.09%，同比小幅下降 1.97 个百分点。总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.03%、5.51%和 5.13%，分别较年初下降 1.99 个百分点、1.56 个百分点和 4.63 个百分点。公司盈利能力有待提升。

总体看，2016年得益于装备制造业务收入大幅增长以及西藏金租纳入合并范围，公司收入水平大幅增长，公司费用控制能力仍显一般，从盈利指标看，公司盈利能力仍有待提高。

5．现金流

从经营活动看，2016年，由于西藏金租纳入合并范围以及公司业务规模的扩大，公司经营活动流入现金同比大幅增长163.90%至376.94亿元；公司经营活动流出现金366.86亿元，同比增长

241.52%。2016年，公司经营活动现金流量净额为10.08亿元，同比下降71.55%。2016年，公司现金收入比为105.39%，同比下降了21.49个百分点，主要系2016年公司装备制造及服务业务规模大幅增长，该业务结算周期较长所致，公司收入实现质量有所降低。

从投资活动看，2016年公司玻璃基板生产线、光伏电站等在建项目投资额较大，投资活动现金流出规模仍保持较大规模且有所增长，达122.74亿元，同比增长了18.59%；2016年，得益于将西藏金租纳入合并范围，公司收到其他与投资活动有关的现金大幅增长带动公司投资活动现金流入同比大幅增长140.75%至47.57亿元。2016年，公司投资活动现金流量净额为-75.18亿元，仍维持净流出状态。

从筹资活动看，得益于公司股东增资、发行多期公司债券以及金融机构借款规模增长，公司筹资活动现金流入716.48亿元，同比大幅增长77.94%；2016年，公司偿还到期债务规模较大，筹资活动现金流出规模大幅增长82.55%至246.92亿元。2016年，公司筹资活动现金流量净额为469.55亿元。

总体看，2016年，得益于公司业务规模扩大以及纳入西藏金租，公司经营活动、投资活动产生的现金流入流出规模均有较大幅度增长；公司在建项目投资规模较大，经营活动产生的现金难以满足投资活动；公司对筹资活动仍然较为依赖。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.49 倍和 2.26 倍，较年初分别下降了 0.65 个百分点和 0.39 个百分点，主要系流动负债增幅较快所致。公司现金短期债务比为 2.28 倍，较年初变动不大。2016 年，由于经营活动现金流量净额大幅减少以及短期债务大幅增长，公司经营现金流动负债比率大幅下降 22.49 个百分点至 2.60%。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，随着公司计入财务费用的利息支出大幅增长，2016 年，公司 EBITDA 为 63.53 亿元，同比增长 61.80%。公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 43.70%）和利润总额（占比 44.13%）构成。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.96 倍，同比略有下降，但 EBITDA 对利息的保护程度尚可；EBITDA 全部债务比为 0.08 倍，略有下降，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。公司长期偿债能力一般。考虑到未来玻璃基板生产线及装备项目将逐步达产，生产销售规模逐步扩大，公司的盈利能力有望进一步提升，公司的长期偿债能力有望得到提高。

截至 2016 年底，公司无对外担保。

公司子公司东旭光电和东旭蓝天为上市公司，公司直接融资渠道畅通。同时，公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系。截至 2016 年底，公司获得银行授信额度为 480.58 亿元，尚未使用额度 201.59 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1013010800464110R），截至 2017 年 5 月 3 日，公司未结清业务中无关注类、不良类信息记录，已结清业务中无关注类、不良类信息记录。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可；公司旗下拥有两家上市企业，直接融资渠道畅通；考虑到公司作为国内玻璃基板行业成长潜力较大的龙头企业，其在建玻璃基板生产线投产后，公司盈利能力有望增强，公司偿债能力也有望得以提升。

## 六、债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达673.38亿元，约为“15东旭02”、“16东旭01”、“16东旭02”、“17东旭01”和“17东旭02”债券本金合计（95亿元）的7.09倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达510.91亿元，约为债券本金合计（95亿元）的5.38倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对上述债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司EBITDA为63.53亿元，约为债券本金合计（95亿元）的0.67倍，公司EBITDA对债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入376.94亿元，约为上述债券本金合计（95亿元）的3.97倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内玻璃基板行业龙头企业，在行业地位、盈利能力等方面具有优势，公司对“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”和“17 东旭 02”债券的偿还能力很强。

## 七、综合评价

2016 年，公司作为国内玻璃基板行业成长潜力较大的龙头企业，在行业地位、产业多元化、生产能力以及技术水平等方面依然具有较强的竞争优势。得益于技术优势积累、产品结构优化调整以及持续拓展客户，公司装备及技术服务业务规模快速扩张带动公司营业收入水平大幅增长，同时合并西藏金租使公司拓展了金融业务，经营进一步多元化，资产规模也得以大幅增长。同时，联合评级也关注到公司业务涉及产业种类较多，经营管理难度较大；光电显示材料业务下游客户集中度依然较高；在建项目尚需投资规模较大，且在建光伏电站项目受国家光伏产业政策影响较大，未来收益存在一定不确定性；公司债务规模大幅增长等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

近两年公司产销规模逐步扩大，整体处于良性发展态势。未来随着下游需求的持续增长以及在建项目的逐步竣工投产，公司经营规模有望进一步扩大，盈利能力将进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用评级为“AA+”，评级展望调整为“正面”；同时维持“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”和“17 东旭 02”的债项信用等级为“AA+”。

# 附件 1　东旭集团有限公司
# 主要计算指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 650.58 | 1,373.43 |
| 所有者权益（亿元） | 241.58 | 510.91 |
| 短期债务（亿元） | 99.93 | 294.72 |
| 长期债务（亿元） | 257.67 | 468.10 |
| 全部债务（亿元） | 357.59 | 762.82 |
| 营业收入（亿元） | 99.51 | 210.90 |
| 净利润（亿元） | 17.71 | 19.31 |
| EBITDA（亿元） | 39.26 | 63.53 |
| 经营性净现金流（亿元） | 35.41 | 10.08 |
| 应收账款周转次数（次） | 2.82 | 5.57 |
| 存货周转次数（次） | 1.57 | 1.83 |
| 总资产周转次数（次） | 0.21 | 0.21 |
| 现金收入比率（%） | 126.88 | 105.39 |
| 总资本收益率（%） | 7.02 | 5.03 |
| 总资产报酬率（%） | 7.07 | 5.51 |
| 净资产收益率（%） | 9.77 | 5.13 |
| 营业利润率（%） | 32.06 | 30.09 |
| 费用收入比（%） | 20.75 | 17.72 |
| 资产负债率（%） | 62.87 | 62.80 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.68 | 59.89 |
| 长期债务资本化比率（%） | 51.61 | 47.81 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.49 | 1.96 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.11 | 0.08 |
| 流动比率（倍） | 3.14 | 2.49 |
| 速动比率（倍） | 2.66 | 2.26 |
| 现金短期债务比（倍） | 2.79 | 2.28 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 25.09 | 2.60 |
| EBITDA/待偿本金额度（倍） | 0.41 | 0.67 |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、西藏金租折入资金，其他流动负债中定向债务融资工具、信托收益权转让产品和股票质押融资已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

# 附件 2　有关计算指标的计算公式

| 指 标 名 称 | 计 算 公 式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| **经营效率指标** | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| **盈利指标** | |
| 总资本收益率 | （净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100% |
| 总资产报酬率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100% |
| 主营业务毛利率 | （主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | （营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100% |
| **财务构成指标** | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/（长期债务+所有者权益）×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| **长期偿债能力指标** | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| **短期偿债能力指标** | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出） |
| **本期公司债券偿债能力** | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券发行额度 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度 |

注：　现金类资产=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+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。