

信用评级公告

联合〔2021〕1733号

联合资信评估股份有限公司通过对广东东阳光科技控股股份有限公司的主体长期信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持广东东阳光科技控股股份有限公司的主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司
二〇二一年三月十二日



广东东阳光科技控股股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
广东东阳光科技控股股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级时间：2021 年 3 月 12 日

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aa ⁺	评级结果	AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对广东东阳光科技控股股份有限公司（以下简称“公司”或“东阳光”）的评级反映了公司作为中国电子新材料、抗病毒医药领域的大型企业，在行业地位、业务规模、产业布局和现金流表现等方面具有较强的竞争优势。2020 年以来，受相关行业景气度下行以及新冠疫情影响，公司主要产品产销量及价格同比下跌，导致公司盈利水平下滑。同时，联合资信也关注到公司所处电极箔行业竞争激烈、公司整体债务负担较重且存在集中兑付压力、在建项目资金需求较大、期间费用对利润存在侵蚀、股东股权质押比例高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司电子材料板块技术工艺先进、下游客户稳定，保证了其在电子材料行业内竞争力。未来，随着公司在在建项目的完工以及医药业务的扩张，公司整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司在电子新材料领域产业链完整，行业内具有领先地位。公司已形成以高纯铝—电子光箔—腐蚀箔—化成箔—铝电解电容器为主导的完整电子新材料产业链，处于电极箔行业领先地位，产品质量稳定，技术水平先进。
2. 公司医药产品板块盈利能力强。2019 年，可威产品产销量大幅增长，带动公司医药产品板块收入同比增长 155.44%，毛利率 85.32%；2020 年前三季度，受疫情影响，该板块收入同比下降，但毛利率依旧维持在 80% 以上。
3. 公司经营性现金流表现较好。2020 年前三季度，公司经营活动现金流量净额 18.68 亿元，保持较大规模净流入。

分析师：黄露

李晨

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. 电极箔行业竞争激烈，政策影响大；医药板块受新冠疫情影响大。公司所处电极箔行业竞争激烈，易受国家产业政策、环保政策影响。2020年前三季度，受新冠疫情影响，各级医疗机构门诊量减少，处方量及药品销售下降，公司医药板块核心产品可威销量下滑导致公司医药产品板块收入同比下降。
2. 公司债务负担加重且存在集中兑付压力，在建项目尚需投资规模较大。截至2019年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底提高10.05个百分点和10.53个百分点；截至2020年9月底，上述指标较2019年底分别进一步提高2.70个百分点和4.80个百分点。截至2020年9月底，公司短期债务占比65.00%，存在集中兑付压力。此外，公司在建项目尚需投资17.19亿元，存在一定资本支出压力。
3. 公司控股股东股权质押数量较高，存在控制权不确定的风险。截至2021年3月9日，东阳光控股股东及其一致行动人累计质押股数数量为13.58亿股，占合计持股数量比例为84.52%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	41.38	40.67	84.04	90.09
资产总额（亿元）	171.90	196.22	264.07	276.41
所有者权益（亿元）	78.71	92.38	97.78	94.88
短期债务（亿元）	53.55	61.10	82.62	99.78
长期债务（亿元）	18.56	19.10	46.98	53.73
全部债务（亿元）	72.11	80.20	129.60	153.51
营业收入（亿元）	90.03	116.80	147.67	81.53
利润总额（亿元）	13.60	17.93	24.12	5.05
EBITDA（亿元）	21.27	27.52	37.42	--
经营性净现金流（亿元）	12.26	14.06	22.16	18.68
营业利润率（%）	30.52	34.23	44.67	32.40
净资产收益率（%）	14.32	16.17	20.45	--
资产负债率（%）	54.21	52.92	62.97	65.67
全部债务资本化比率（%）	47.81	46.47	57.00	61.80
流动比率（%）	106.48	104.06	117.81	106.73
经营现金流负债比（%）	17.18	17.29	19.17	--
现金短期债务比（倍）	0.77	0.67	1.02	0.90
全部债务/EBITDA（倍）	6.91	6.46	5.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.39	2.91	3.46	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额（亿元）	81.53	102.43	107.42	109.88
所有者权益（亿元）	31.45	51.33	42.50	40.24
全部债务（亿元）	28.74	23.33	25.94	35.26
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	2.98	2.91	-0.04	-0.17
资产负债率（%）	61.43	49.88	60.44	63.38
全部债务资本化比率（%）	47.75	31.25	37.90	46.71
流动比率（%）	101.00	95.70	89.69	88.85
经营现金流负债比（%）	-20.59	17.83	27.77	--

注：1. 公司2020年前三季度财务数据未经审计；2. 其他非流动负债和其他流动负债以及其他应付款中的有息债务已调整至长短期债务测算；3. 以2018年期初数据对2017年期末数据做追溯调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/9/17	黄露、李晨	一般工商企业信用评级方法/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/7/23	郭昊、李博恒	工商企业主体评级方法（2013版）	阅读全文
AA	稳定	2016/8/18	郭昊、常启睿	工商企业主体评级方法（2013版）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编

声 明

一、本报告引用的资料主要由广东东阳光科技控股股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至2021年9月16日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

广东东阳光科技控股股份有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

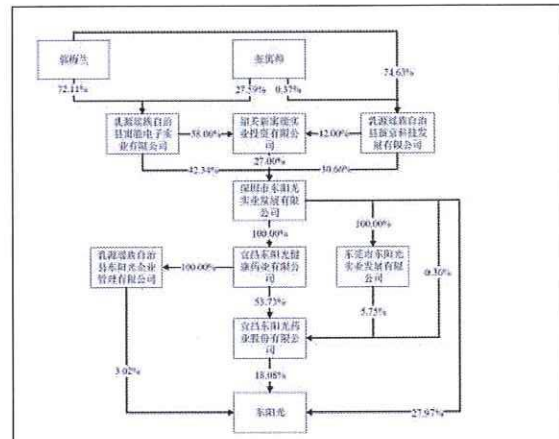
根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于广东东阳光科技控股股份有限公司(以下简称“公司”或“东阳光”)的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身系成都量具刀具股份有限公司,系经成都市经济体制改革委员会批准,由原成都量具刀具总厂改组而成,于 1988 年 5 月 12 日在四川省成都市工商行政管理局登记注册,后经历次变更,公司总部现位于广东省韶关市。公司股票已于 1993 年 9 月 17 日在上海证券交易所挂牌交易(股票代码“600673.SH”)。公司股票上市后,注册资本、实际控制人和公司名称等事项进行了多次变更。2014 年 5 月,公司变更为现名称,股票简称变更为“东阳光科”;2018 年,公司完成重大资产重组项目,香港交所主板上市公司宜昌东阳光长江药业股份有限公司(以下简称“东阳光药”)成为公司控股子公司(公司持有其 50.40%股份),深圳市东阳光实业发展有限公司(以下简称“东阳光实业”)通过公司控股股东东阳光药;2019 年 4 月,公司股票简称变更为“东阳光”。截至 2020 年底,公司实收资本 30.14 亿元,东阳光实业及其一致行动人合计持有公司 53.89% 股权,公司实际控制人为张寓帅先生¹和郭梅兰女士。截至 2021 年 3 月 9 日,东阳光控股股东及其一致行动人累计质押股数数量为 13.58

亿股,占合计持股数量比例为 84.52%。

图 1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源:公司提供

跟踪期内,公司经营范围无变化。截至 2020 年 9 月底,公司合并范围内共有 98 家子公司。

截至 2019 年底,公司资产总额 264.07 亿元,所有者权益合计 97.78 亿元(含少数股东权益 28.53 亿元);2019 年,公司实现营业收入 147.67 亿元,利润总额 24.12 亿元。

截至 2020 年 9 月底,公司合并资产总额 276.41 亿元,所有者权益合计 94.88 亿元(含少数股东权益 27.44 亿元);2020 年 1—9 月,公司实现营业收入 81.53 亿元,利润总额 5.05 亿元。

公司住所:广东省韶关市乳源县乳城镇侯公渡;法定代表人:张红伟。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年,新冠肺炎疫情全球大流行,对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对

¹ 公司原实际控制人为张中能先生和郭梅兰女士,2020 年 11 月 9 日,公司公告称张中能先生因病逝世,其持有的乳源瑶族自治县寓能电子实业有限公司 27.59% 股权由其子张寓帅先生继承

冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2017—2020 年中国主要经济数据

(单位：万亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资(不含电力)增速为 0.90%，较上年(3.80%)大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年(9.90%)有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年(2.91 万亿元)大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年(-3.30%)转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长(同比增长 16.90%)，主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅(9.40%)明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年(7.20%)回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率(47.30%)也大幅下降 16.20 个百分点，

主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨10.60%，涨幅比上年回升1.40个百分点；非食品价格上涨0.40%，涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI（不包括食品和能源）温和上涨0.80%，涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2增速显著上升。截至2020年底，社会融资规模存量284.83万亿元，同比增长13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020年新增社会融资规模34.86万亿元，比上年多增9.29万亿元。分季看，各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至2020年底，M2余额218.68万亿元，同比增长10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期M1余额62.56万亿元，同比增长8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元，同比下降2.30%；非税收入2.86万亿元，同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元，同比增长10.90%；卫生健康支出1.92万亿元，同比增长15.20%；债务付息0.98万亿

元，同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支缺口6.27万亿元，上年缺口为4.85万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元，同比增长10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出11.80万亿元，同比增长28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020年中国城镇居民人均可支配收入4.38万元，实际同比增长1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重

大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和服务体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业分析

公司主营业务收入主要来源于电子新材料和合金材料收入和医药产品收入，属于铝箔行业和医药行业。

1. 铝箔行业

（1）行业概况

铝箔产品品类较多，产品价格易受原材料价格波动影响，应用范围广泛，市场需求较为稳定。

在通常意义上，把铝和铝合金带卷经轧制后形成的厚度小于或等于0.2毫米的板带材称为铝箔，一般由高纯铝经过轧制等多道工序，制成电子铝箔，电子铝箔再经过腐蚀、化成等工艺制成电极箔（腐蚀箔、化成箔）。电极箔是铝电解电容器的主要原材料，电极箔成本平均占铝电解电容器总成本的60%~70%左右。按加工方式划分，铝箔可分为轧制箔、蒸着箔和喷涂箔，其中轧制箔占铝箔总质量的95%以上，总面积的83%以上；按形状划分，铝箔可分为卷状箔和片状箔，其中卷状箔占99%以上；按厚度划分，铝箔可分为厚箔、单零箔和双零箔；按表面状态划分，铝箔可分为单面光箔与双面光箔；按用途划分，铝箔可分为药用铝箔、家用铝箔、空调铝箔、烟用铝箔、电容器铝箔、建筑铝箔等。

铝箔具有独特的经营模式，近年来，由于铝价格波动较大，铝箔生产企业大多采用“铝锭价格+加工费”的模式进行原材料采购和产品销售，以提高交易效率，降低交易成本，尽可能规避铝锭价格波动的风险。在铝箔行业周期性方面，由于铝箔应用领域广泛，且铝金属所具备的良好特性不易为其他金属所代替，市场需求较为稳定。

（2）上游原材料

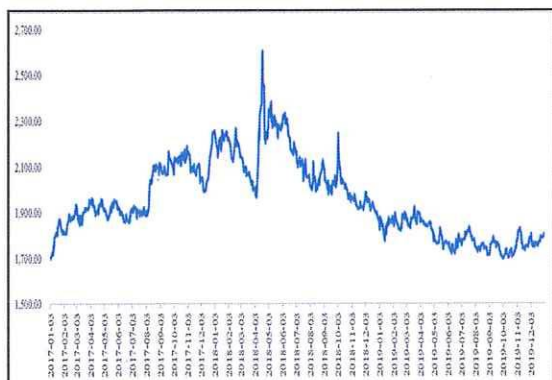
我国电解铝行业产量增长状态，铝价格波动对下游铝加工行业的经营带来不稳定影响。

铝箔行业上游为电解铝行业，近年来电解铝行业整体呈产能过剩、价格波动较大、盈利能力不佳态势。

规模方面，中国是世界第一大电解铝生产国和消费国，我国原铝产量呈波动增长状态。2019年，我国电解铝总产量为3504万吨，同比下降2.12%。

价格方面，进入2017年以来，中国的新疆、山东、内蒙古等省市陆续响应电解铝违规产能整顿行动，推动电解铝价格波动上行。2018年5月以来，随着企业整改的结束，铝现货价格持续下行。

图2 2017年以来LME铝现货结算价
(单位: 美元/吨)



资料来源: Wind

(3) 下游需求

铝电解电容器具有较广阔的市场应用,未来中高端产品市场发展空间较大;铝电解电容器下游市场发展情况平稳。

电极箔下游为铝电解电容器行业。铝质电容器是电子整机的关键电子元件,具有体积小,电容量大及成本低特性,其产量占全部电容器产量的45%。全球铝电解电容器需求量近年来以平均10%以上的速度稳步增长。全球主要铝电解电容器生产国家是日本,由于主要铝电解电容器企业Nichicon、Rubycon、Chemi-con等大多集中于受“3.11”日本地震波及的福海及周边地区,多处铝电解电容器工厂的电力和原材料供应短缺。近年来,日本产业纷纷向中国转移,给中国电容器行业带来了更多机遇。

铝电解电容器主要应用于电视、手机、电脑、音响、汽车等电子数码产品中。2017—2019年,随着国内经济逐步回升,铝电解电容器产业有所回暖。

另一方面,国内新能源、新兴产业的崛起,为未来中国高技术、新品种的铝电解电容器提供了巨大的发展空间和良好的市场前景。随着国内铝电解电容器厂商技术的不断进步,其产品与国外产品的性能差距也正在逐步缩小,近年来铝电解电容器产业逐渐向中国内地集中,国内市场有向中高端市场发展的态势,可能会

使得中国对高端产品的进口力度有所减弱,贸易逆差会逐渐缩小。

(4) 行业竞争

铝箔行业集中度不断提升,骨干企业生产能力及市场份额加大。铝箔企业向一体化、集团化、多元化发展趋势明显。

近年来,中国铝箔产业结构发生较大变化。山东、内蒙古、广西等省区凭借电解铝成本优势,成为新的重要铝箔生产基地。激烈的竞争导致铝箔企业并购重组增加,行业集中度不断提高。

①电子光箔

电子铝箔包括阳极铝箔与阴极铝箔,其中阳极铝箔以高纯铝锭为原料,阴极铝箔以铝锭为原料。由于影响阳极电子铝箔成品率的因素较多,如上游高纯铝板锭的光洁度、尺寸设计以及生产过程中的工艺、设备要求等,使得国内满足诸项条件的企业较少,因此竞争程度相对较低,产品价格较为稳定。

从生产数量上看,国内主要电子铝箔生产企业有新疆众和股份有限公司(以下简称“新疆众和”)、丹东霍煤伟豪铝业有限公司及东阳光,占市场电子铝箔总需求的90%左右。从全球范围来看,由于日本、欧洲的生产企业起步早,在技术方面较为领先,目前仍代表着先进工艺和技术的发展方向。东阳光已与日本最大铝箔制造企业UACJ株式会社合作,设立合资公司乳源东阳光优艾希杰精箔有限公司、优艾希杰东阳光(上海)铝材销售有限公司和优艾希杰东阳光(韶关)铝材销售有限公司,以加大双方在电子光箔、钎焊箔和电池铝箔产品研发、生产和销售的合作。

②电极箔

电极箔生产对腐蚀和化成技术要求较高,目前国际市场高端铝电解电容器电极箔技术集中在日本、韩国,其中日本是电极箔产量最大的国家,占到全球产量的50%左右;普通品部分主要生产厂家已向中国大陆、中国台湾转移。一般用途的低、中、高压的国产电极箔已

能满足国内需求，且性价比较高，产品主要销往国内或自用；高比容、高档次的国产电极箔在技术上仍存在不足，无法满足需求。

国内电极箔生产厂商主要有三种发展模式：1) 以铝电解电容器生产为背景，向上游电极箔生产线延伸；2) 以铝冶炼或铝加工为背景，向高纯铝冶炼、铝箔轧制、电极箔生产扩展；3) 专门生产电极箔。中国电极箔（含

上游产品电子光箔）生产企业主要有东阳光、南通江海电容器股份有限公司、南通海星电子有限公司、南通南辉电子材料有限公司、新疆众和以及广西桂东电力股份有限公司等企业。东阳光电极箔产品近70%销往日本、韩国、台湾等电容器厂商，其中、高压电极箔技术处于国内领先水平，而上述其他企业主要生产中高端电极箔主要销往国内或以自用为主。

表2 国内主要电极箔生产企业一览

背景行业	发展特征	企业举例
电容器生产	电容器生产企业，向上游铝箔加工、高纯铝生产延伸	东阳光、凯普松电子科技有限公司
专业化电极箔加工	专业化生产电极箔的企业	江苏中联科技集团有限公司 肇庆华锋电子铝箔有限公司
铝冶炼、铝加工	综合性的铝冶炼、铝加工企业，向电极箔生产延伸	新疆众和股份有限公司

资料来源：中国电子元件行业协会信息中心

③空调箔

近年来，我国空调箔行业产能持续扩充，行业集中度有所提升。目前，我国空调箔行业形成了以少数几家厂商为主导的竞争格局，主要包括东阳光、江苏常铝铝业股份有限公司、镇江鼎胜铝业股份有限公司以及华北铝业有限公司等。

(5) 行业政策

国家产业政策有助于提高行业集中度，抑制铝产能过快增长并促进产业结构升级。随着各层面政策的落实，预计未来铝行业将逐步趋向于健康发展，中小型企业生存压力较大，而实现产业

链、规模化及以精深加工为主的企业将得到进一步发展。

国家发改委2007年第64号公告《铝行业准入条件》及国务院办公厅的《有色金属产业调整和振兴规划》是现行国内规范铝加工行业的主要监管政策。鉴于铝冶炼和压延加工行业较普遍的产能过剩状况，国家多次出台相关政策指导消化过剩产能。同时，铝业作为有色金属工业，具有多重污染，伴随节能减排、环保的压力加大，铝业环保政策也日益严格。此外，国家大力引导有色金属新能源材料等高端材料，加快传统铝行业的转型升级。

表3 2014年以来铝行业主要相关政策

时间	发布者	政策名称	政策内容
2014.01	国家发改委	《关于改进规范投资项目核准行为加强协同监管的通知》	要求对于钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业，严禁建设新增产能项目。各地方、各部门不得以任何名义、任何方式核准、备案产能严重过剩行业新增产能项目，各相关部门不得为此类项目办理规划选址、土地（海域）供应、环评审批、节能评估审查等手续，金融机构不得提供贷款
2014.04	工信部	--	公告了第一批36家（共计40个项目）符合《铝行业规范条件》企业名单，即“铝行业红名单”；并指出铝行业规范管理是发挥市场配置资源决定性作用的具体体现
2015.05	环保部	--	公布了再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准
2015.05	国务院	《中国制造2025》	实施工业产品质量提升行动计划，将电子元器件列为重点行业
2016.05	财政部、国家税务总局	《关于全面推进资源税改革的通知》	对铁矿、金矿、铜矿、铝土矿等21种资源品目实施矿产资源税从价计征改革，铝土矿（包括耐火级矾土、研磨级矾土等高铝粘土）的征收的税率幅度调整为3%-9%
2016.06	国务院	《关于营造良好市场环境促进有色金属工业	要保障电解铝产能利用率保持在80%以上；严控新增产能，对于电解铝新（改、扩）建项目，要产能等量或减量置换；发展精深加工，着力发展乘用

		业调结构促转型增效益的指导意见》	车铝合金板、航空用铝合金板、船用铝合金板等关键基础材料
2016.10	工信部	《有色金属工业发展规划（2016~2020年）》	提出大力发展高端材料，要求“十三五”末我国航空铝材等深加工产品综合保障能力超过70%，电解铝产能利用率达80%以上，大力发展锂离子电池用高强度高延展性低缺陷铝箔等高端材料
2017.04	科技部	《“十三五”材料领域科技创新专项规划》	1、积极推进海洋工程与装备用钛合金、高强耐蚀铝合金和铜合金、防腐抗渗高强度混凝土、防腐涂料等的技术研发。2、积极推进新型轻质高强材料的新原理与新技术，重点研发先进铝合金、镁合金、钛合金等轻质高强材料的新型轻质材料/结构一体化、智能化、柔性化设计与制造技术的研发。3、积极推进先进铝基、钛基、铁基等金属基复合材料，氧化铝、氮化硅和氮化硼纤维及复合材料等的技术研发
2017.08	国家发改委、工信部、国土资源部、环保部	《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》	对2013年5月之后新建的违法违规项目以及未落实1494号文件处理意见的项目在建的立即停建，建成的立即停产。具体时间安排为：在5月15日前完成企业自查，6月30日前完成地方核查，9月15日前完成专项抽查，10月15日前督察整改
2018.12	国家发改委、工信部	《关于促进氧化铝产业有序发展的通知》	主管部门加强对氧化铝产业发展的科学谋划，统筹协调本地区产业发展规模和布局，充分做好项目论证，严格落实建设要求，有序推进项目建设，加强全过程监管，确保产业发展规模与国内市场需求、地方承载能力相匹配，防止建设项目一哄而上
2019.09	工信部	《铝行业规范条件（征求意见稿）》	鼓励企业瞄准氧化铝综合回收率达到80%以上、吨氧化铝综合能耗低于380千克标准煤、吨氧化铝新水消耗低于3吨等先进指标，对标挖潜，推动行业绿色发展。鼓励企业开展兼并重组，重点是延伸上下游产业链条、整合区域市场、有效利用国内和国外两种资源等

资料来源：联合资信整理

（6）行业关注

产业结构不合理

目前，国内铝箔加工行业产业结构不合理，低端产品产能过剩，空调箔等低附加值产品的竞争日趋白热化，此类企业同质化严重；而部分高性能、高精度产品仍需进口，虽然外资不断将生产线转移至中国，但在此过程中，国内铝箔生产企业能否掌握核心技术，仍存在不确定性；行业整体难以获得生产和研发上的规模效益，不利于行业整体竞争力的提升。

产能过剩风险

目前，铝电解电容器产业链上游的高纯铝，中游的电子光箔、电极箔产能持续扩大（且产能主要集中于适用于消费电子的中低端产品），下游的消费电子行业受宏观经济影响，恢复缓慢，波动较大。未来，随着产能的不断提高，下游的消化能力仍存在着不确定性。一旦企业开机率出现下滑，产品将难以享受规模效应，高额的人工和电力成本将降低企业的毛利率。

生产成本控制风险

从配套资源来看，铝电子行业需要大量的电力、铝材以及电子元件、化学药品等原料。受氧化铝、煤炭成本上涨与公路运输整顿等因

素影响，铝箔企业生产成本控制压力不断加大，对企业生产效率的提升提出了挑战。

（7）行业发展

随着铝工业在结构调整、产能优化、技术更新等方面不断发展，具有自主创新技术和研发实力的企业将面临较好的发展机遇。

与发达国家相比，国内铝电解电容器及其铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，铝电解电容器及其铝箔材料产业向中国转移的趋势没有发生改变；随着节能环保理念的深入，以及工业变频、高效节能灯、电动汽车、新能源等节能环保新产品的开发，铝电解电容器应用领域将进一步拓宽；从中长期来看，随着消费类电子在广大家庭的普及，消费类铝电解电容器将保持稳定增长，铝电解电容器的发展亦将为电容器用电子铝箔带来广阔的市场空间。

随着电子产品向轻、薄、短、小的方向发展，对铝电解电容器小型化和高性能化的要求越来越迫切，从而需要大幅度提高电容器用铝箔的比容，这成为铝电解电容器实现小型化的关键技术之一。近年来我国在化成铝箔的高比容、高强度方面的加工技术方面取得了重大突破，低、中、高压化成铝箔的比容分别提高了

50%以上，为缩小体积、降低成本创造了条件，而化成铝箔强度的提高也为电容器扁平化、整机薄型化创造了条件。在未来，高比容、高强度是电容器用铝箔发展的技术趋势。

2. 医药行业

(1) 行业概况

我国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。2017 年以来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，我国医药制造业行业增速不断放缓。

医药行业从运营情况来看，主要分为医药工业和医药商业两大类，其中医药工业可分为七大子行业，分别为：化学原料药制造业、化学制剂制造业、生物制剂制造业、医疗器械制造业、卫生材料制造业、中成药制造业、中药饮片制造业。医药行业与民众健康密切相关，是我国国民经济的重要组成部分，其行业高速增长和高收益性非常突出。进入 21 世纪以来，我国医药业行业保持快速增长势头，行业总产值增长率均高于同期 GDP 增长率。

国家统计局发布的数据显示，近年来医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深远影响，我国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年我国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

图3 2017年以来中国医药工业总产值变化
(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

(2) 行业竞争

我国医药生产企业众多，行业集中度较低，呈粗放型发展态势。

中国医药制造业规模经济水平低，呈粗放型发展的态势，制药企业数量多、规模小，集中度低。中国的制药企业在 20 世纪 80 年代初期只有 800 余家，截至 2019 年底已接近 7333 家，市场较为分散。目前中国医药龙头企业年销售额维持在百亿元左右（不包含医药综合类企业），与全球医药巨头 400~500 亿美元的业绩相比差距甚远。此外，中国医药生产企业数量众多，品种雷同现象普遍，部分产品呈产能过剩状态。

(3) 行业政策

医药行业是对政策依赖较高的行业。近年来，仿制药一致性评价的推进、带量采购的落地执行等均对行业产生了深刻的影响。未来，医疗控费仍将是行业主旋律，政策将不断促进仿制药价格回归至合理水平。

近年来，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进。医疗改革涉及公立医院改革、鼓励社会办医等多项内容；药品改革涉及药品经营监管、药品价格改革、支付体系改革等多项内容。

表 4 2017 年以来相关医药政策汇总

时间	政策	主要内容	影响
2017.02	国务院办公厅《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	健全药品价格监测体系，促进药品市场价格信息透明。食品药品监管部门牵头启动建立药品出厂价格信息可追溯机制，建立统一的跨部门价格信息平台，做好与药品集中采购平台（公共资源交	降低药品价格、完善医疗机构绩效工资制度，推动医药卫生体制改革向纵深发展

		易平台)、医保支付审核平台的互联互通,加强与有关税务数据的共享	
2017.02	人社部《人力资源社会保障部关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2017年版)的通知》	西药和中成药部分共收载药品 2535 个,较 2009 年版目录增幅约 15.4%,其中西药部分 1297 个,中成药部分 1238 个(民族药 88 个);经过专家评审同步确定了 45 个拟谈判药品,均为临床价值较高但价格相对较贵的专利、独家药品	对辅助用药限制明显,对中成药、儿童用药、创新药和高质量仿制药有所倾斜,有利于支持临床用药技术进步、促进医药产业创新发展
2017.07	全国人民代表大会常务委员会《中华人民共和国中医药法》	中国首部《中医药法》,明确了中医药事业的重要地位和发展方针,提出建立符合中医药特点的管理制度,加大对中医药事业的扶持力度,坚持扶持与规范并重,加强对中医药的监管,同时加大对中医药违法行为的处罚力度。	《中医药法》将党和国家的中医药方针政策上升为国家意志,为扶持和促进中医药事业发展提供了坚实保障。《中医药法》将中医药事业发展经费纳入财政预算,并且打开医保大门,有力推进中医药产业振兴;将中医诊所由现行的许可管理改为备案管理,改变了以行政审批方式管理中医诊所的模式;提升中医药事业的市场化程度
2017.10	中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力、加强组织实施六方面提出 36 条具体意见	继 2015 年 8 月《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》之后,又一个深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件
2018.04	国务院办公厅《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》	从仿制药研发、治疗疗效、支付三个层面提出框架性解决方案,鼓励仿制药研发,为通过一致性评价工作的仿制药产品后续落地提供了采购、医保、税收、宣传等各方面的支持	可视为仿制药改革的顶层文件,最终目的是加快国产优质仿制药的进口替代,再次强调“进一步加快推进仿制药一致性评价,鼓励具备条件的各类机构参与”
2018.10	国家卫健委《国家基本药物目录(2018 年版)》	目录品种有原来的 520 种增加到 685 种,包括 417 种化学药/生物药、268 种中成药,新增品种主要包括抗肿瘤药 12 种、临床急需儿童药 22 种等	优化用药结构,保障常见病、慢性病、重大疾病的基本用药需求,提升基层用药水平
2018.11	中央全面深化改革委员会第五次会议《4+7 城市药品集中采购试点方案》	选取了 31 中通过一致性评价的药品,在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点,采取带量采购的方式,单一货源,最低价者中标	仿制药价格大幅下降,缓解医保压力,行业集中度进一步提升
2019.09	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区开展,采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种	多品种药价再次下调
2019.07	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录(化药及生物制品)》	要求加强目录中 20 种药品临床应用的全程管理,同时提出了要加强目录外药品的处方管理,加强药品临床使用监测和绩效考核,并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上,形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平;纳入该目录的产品,可预见销量将大幅下跌,促使生产企业优化产品布局
2019.08	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019 版医保目录中常规准入部分共收载药品 2643 个,其中西药 1322 个、中成药 1321 个,中药饮片采用准入发管理,共纳入 892 个;另有 150 个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平,有利于优化用药结构,促进国内医药产业创新发展;但对医保基金的支付造成一定压力,未来药品降价仍为趋势
2019.10	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有 33 个,包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等,属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请,或临床供应短缺(竞争不充分)以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产,有利于促进仿制药研发,提高药品供应保障能力

资料来源:联合资信整理

(4) 行业关注 研发和创新能力不足

中国大部分医药产品为仿制药,新药研究开发能力较弱。在化学原料药领域,虽然中国

多数化学原料药尤其是低端原料药生产工艺水平已经接近世界领先水平，但在固体分散技术、纳米技术、包合技术、乳化技术、脂质体制备技术、微囊微球技术等高端产品尤其是份额较大的专利药物原料药与国外先进水平还有相当大的差距。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，带量采购范围扩大，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选

取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳、沈阳、大连、厦门、成都、西安“4 直辖市+7 重点城市”试点，采取带量采购的方式，单一货源，最低价者中标。带量采购的目的是通过确定采购规模，降低交易成本，从而实现药品价格的降低，并有利于实现仿制药替代。2019 年 9 月 24 日，新一轮药品带量采购扩面开标，本次联盟采购共有 77 家企业，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。

（5）未来发展

未来，医药市场持续扩容、行业资源向龙头企业聚拢以及市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。

随着药品消费水平的快速提高，社会保障体系的不断完善，再加上我国人口数量的增长以及城镇化、老龄化趋势，未来医药制造仍将保持稳定的发展趋势。政府对医疗事业投入的加大及对部分细分领域的政策性倾斜将有效拉动未来药品市场需求。同时，随着生产端去产能和消费端调结构的各项政策陆续颁布且落地，药品价格下降趋势仍将持续，具备资金优势、研发实力、品种优势的医药制造企业将在竞争中胜出，行业集中度及企业规模有望进一步提升。对于有新产品纳入新版医保目录的医药制造企业来说，销售增长可期；两票制、医药分家、阳光采购等医药流通领域的政策有可能传导至上游制造行业，为做大收入同时提高终端控制力度，医药综合类企业可能将加快医药流通业务的布局。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本 30.14 亿元，东阳光实业及其一致行动人合计持有公司 53.32% 股权，公司实际控制人为张寓帅先生和郭梅兰女士。截至 2021 年 3 月 9 日，东阳光

控股股东及其一致行动人累计质押股数数量为 13.58 亿股, 占合计持股数量比例为 84.52%。

2. 企业规模

公司电子新材料产能规模较大, 行业地位突出, 伴随乌兰察布产线陆续投产, 公司电子新材料板块竞争能力将进一步提高。公司医药研发实力强, 产品储备丰富, 伴随可威销量整体提高以及部分药品陆续通过审批, 医药业务综合竞争力有所提升。

制造业方面, 公司产品主要涉及电子新材料(电极箔、电容器等)、合金材料(电子光箔、亲水箔、空调箔、钎焊箔等)以及化工产品(氯碱化工及氟化工产品)。电子新材料方面, 公司已形成以高纯铝—电子光箔—腐蚀箔—化成箔—铝电解电容器为主导的完整电子新材料产业链。合金材料方面, 公司是中国少数几家能够同时生产素箔和亲水箔的厂商之一, 是亲水箔生产龙头企业, 产能和技术水平处于领先地位; 公司已成为珠海格力集团有限公司、美的集团有限公司、四川长虹电器股份有限公司等企业空调散热器铝箔的重要供应商, 在全国重点空调厂商的覆盖率已达到 70% 以上。公司引进钎焊铝箔国际先进技术, 成为中国少数能批量生产钎焊铝箔的公司之一, 主要客户包括世界汽车零部件的顶级供应商日本电装集团公司、德国马勒贝洱集团公司、法国法雷奥集团公司、韩国翰昂汽车零部件有限公司等。化工产业方面, 公司拥有广东地区最大的氯碱化工生产基地, 且韶关地区周边拥有丰富的萤石资源, 公司根据自身优势出发, 已在氯碱化工方面具备充足的技术优势及人员储备, 同时公司制冷剂、氟树脂、氟精细化工等产品的研发科技人员较多、实验装备精良。截至 2020 年 9 月底, 公司亲水箔年产能 20 万吨, 板带材、电子光箔、钎焊箔合计年产能 5 万吨, 化成箔年产能 4260 万平方米, 腐蚀箔年产能 4900 万平方米; 公司液碱、盐酸、双氧水和环保制冷剂年产能分别为 25.00 万吨、

37.50 万吨、25.00 万吨和 5.00 万吨。

2018 年, 公司通过控股股东阳光药进入医药制造业。截至目前, 东阳光药有磷酸奥司他韦颗粒剂(可威)的全球独家专利权, 专利垄断销售期至 2026 年。2019 年, 公司磷酸奥司他韦胶囊剂型成功通过一致性评价, 成为国内首家符合该标准的品种。除可威外, 公司旗下福多司坦、莫西沙星、克拉霉素、奥氮平口崩、奥美沙坦酯 5 款产品已被纳入 2020 年国家集采名单; 2021 年公司新增艾司奥美拉唑镁肠溶胶囊、替米沙坦片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、左氧氟沙星片 4 款产品被纳入国家集采名单。医药研发方面, 截至 2020 年底, 东阳光药合计收购的 33 个仿制药产品中已全部向国家药品监督管理局药品审评中心(CDE)提交了仿制药一致性评价申报, 其中 8 个产品已获批并转让, 产品涵盖心血管、抗病毒、抗感染、神经系统、内分泌及代谢等多个治疗领域, 产品储备丰富。

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告(机构信用代码为: G1044023200129240), 截至 2021 年 1 月 6 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录, 过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录, 公司无逾期或违约偿付记录, 过往债务履约情况良好。

六、管理分析

跟踪期内, 公司主要法人治理结构、管理制度、高级管理人员等无重大变化。

七、重大事项

公司通过收购方式新增并扩大医药产品板块, 或将有助于公司整体盈利能力的提升。

东阳光于 2020 年 8 月 25 日披露《广东东阳光科技控股股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》称，交易对手方宜昌东阳光药业拟开展内部重组，将其大环内酯类原料药与中间体、盐酸林可霉素原料药与中间体、酶制剂等业务相关的资产负债、资质、人员和业务下沉至其全资子公司宜昌东阳光生化制药有限公司（以下简称“生化制药”）。在完成上述内部重组后，公司拟以发行股份的方式向宜昌东阳光药业购买其持有的生化制药 100% 股权。同时，公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，拟用于支付相关交易税费以及中介机构费用、标的资产的项目建设、补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务等。

公司通过重组进一步整合优质的医药制造类资产，扩充大环内酯类原料药与中间体、盐酸林可霉素原料药与中间体、酶制剂等业务，实现产业链延伸。交易完成后，东阳光的医药制造板块将在原有抗病毒、内分泌及代谢、心血管类等领域制剂的基础上，新增抗菌作用的大环内酯类原料药与中间体、林可霉素原料药与中间体，以及饲料和工业等领域的酶制剂，进一步增强其核心竞争力。

截至 2021 年 1 月 28 日，公司及有关各方正在推进本次重组的相关工作。其中，交易对方内部资产下沉工作涉及与金融机构债权人沟通、员工分流、客户供应商转移等事项的主要工作已基本完成，资产下沉等工作尚未全部

完成；审计、评估及尽职调查等各项工作尚未全部完成。联合资信将持续关注上述事项进展。

八、经营分析

1. 经营现状

2019 年，受益于医药产品销售良好，公司主营业务收入及盈利能力同比大幅提升。但 2020 年前三季度，受新冠疫情及中美贸易战等因素影响，部分商品下游市场需求不足、价格下跌；同期，医药产品销量缩减，公司收入及盈利能力同比下降明显。

公司主营业务突出，在营业收入中占比超过 97%。其中，电子新材料、合金材料和医药产品收入占比较高。具体收入构成看，2019 年，公司电子新材料、合金材料、化工产品板块分别实现收入 30.24 亿元、33.64 亿元和 17.35 亿元，分别同比下降 3.42%、3.83% 和 16.63%，主要系行业景气度下降使得公司主要产品价格下降所致。同期，公司医药产品实现收入 62.20 亿元，同比增长 155.44%，主要系核心产品可威的销售量大幅提升所致。

毛利率方面，受行业景气度下降导致主要产品价格下降，2019 年，公司电子新材料、合金材料、化工产品板块毛利率均同比下降；同期，医药产品毛利率有所提高，且受益于高毛利率的医药产品收入占比提高，公司 2019 年主营业务综合毛利率同比提高 11.09 个百分点。

表 5 公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

主营业务收入	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子新材料	25.46	29.10	24.74	31.31	27.48	28.99	30.24	20.79	25.61	22.94	28.86	26.63
合金材料	30.28	34.62	9.49	34.98	30.69	8.63	33.64	23.13	6.56	24.54	30.88	6.62
化工业务	14.34	16.39	36.04	20.81	18.26	33.22	17.35	11.93	17.74	8.61	10.83	8.74
医药产品	15.90	18.18	83.05	24.35	21.37	83.65	62.20	42.77	85.32	21.53	27.09	81.99
其他	1.49	1.70	22.01	2.51	2.20	7.60	2.01	1.38	26.20	1.86	2.34	8.41
合计	87.48	100.00	31.87	113.96	100.00	34.72	145.45	100.00	45.81	79.47	100.00	33.08

注：小数位差异由四舍五入导致

资料来源：公司提供

2020 年前三季度，公司实现营业收入 81.53 亿元，为 2019 年全年营业总收入的 55.21%，同比下降 23.14%；公司实现主营业务收入 79.47 亿元，占营业总收入的 97.47%。其中，受全球新冠疫情及持续的中美贸易摩擦影响，下游电子消费产品整体需求出现下滑，行业竞争加剧，公司电子新材料板块收入同比下降 6.44%；同期，氯碱化工产品 & 新型制冷剂受下游需求疲软影响，产品价格下滑，导致公司化工业务板块当期收入同比下降 33.36%，该板块毛利率较 2019 年进一步下降。2020 年前三季度，受新冠疫情影响，人口流动性下降，各级医疗机构门诊量减少，处方量及药品销售下降，公司医药板块核心产品可威销量下滑导致公司医药产品板块收入同比下降 51.49%。整体看，公司主营业务盈利水平同比下降，且由于高毛利率的医药产品收入占比下降，2020 年前三季度，公司主营业务综合毛利率同比下降 13.57 个百分点。

2. 电子新材料和合金材料板块

跟踪期内，公司电子新材料和合金材料业务

经营模式无重大变化，整体经营较为稳定。2020 年前三季度，公司处置部分高耗能老化产线，并实现化成箔的产能转移，带动部分产品产能波动，但整体产销量及产销率保持较高水平。同期，由于部分产品价格下滑，该板块盈利水平有所下降。

电子新材料和合金材料业务已形成了高纯铝-电子铝箔-电极箔（腐蚀箔和化成箔）-铝电解电容器的电子新材料产业链和铝锭-空调箔-亲水箔的合金材料产业链。

原料采购方面，公司电子新材料和合金材料业务的主要原材料是普铝锭或精铝锭，重要辅助材料是三氧化二铁、四氧化三锰、氧化锌、氧化亚镍、盐等，主要动力能源是电力。2019 年，受相关主要产品产量下降影响，公司涂料及铝锭的采购量分别同比下降 10.73% 和 27.75%。2020 年前三季度，该板块主要产品产量同比有所提高，带动涂料及铝锭采购量分别同比提高 30.19% 和 6.26%。涂料和铝锭采购价格随行就市，跟踪期内，涂料和铝锭采购价格整体呈下降趋势。

表 6 公司电子新材料和合金材料业务原材料采购情况

主要原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-9 月
涂料	采购数量（吨）	5147.00	7030.00	6275.40	5534.87
	采购均价（元/吨）	13250.00	12679.00	11807.00	11066.24
	采购额（万元）	6820.00	8913.00	7409.00	6125.02
铝锭	采购数量（吨）	75804.00	84033.00	60716.00	42984.00
	采购均价（元/吨）	15845.00	15108.00	13774.00	13692.00
	采购额（万元）	120111.00	126954.00	83629.02	58854.00

注：铝锭采购量仅指普通铝锭，不包括精铝锭的采购；由于生产过程中采购部分半成品，终端产品产量和原料采购量无法完全对应
资料来源：公司提供

原材料供应方面，公司原材料以国内采购为主，供应商整体较为稳定，2019 年和 2020 年前三季度，公司前五大供应商合计采购金额

相对稳定，占比分别为 34.96% 和 38.76%，采购集中度处于一般水平。

表 7 公司电子新材料和合金材料业务前五名供应商情况（单位：亿元、%）

年份	采购单位	采购产品	采购金额	占采购额比重
2019 年	山东创新板材有限公司	空调箔	7.59	9.64
	广东电网有限责任公司韶关乳源供电局	电	6.91	8.78

2020 年 1—9 月	新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司	铝锭	6.01	7.64
	包头铝业有限公司	铝锭	4.02	5.11
	河南利合科技有限公司	空调箔	2.99	3.80
	合计	--	27.53	34.96
	山东创新板材有限公司	空调箔	7.34	13.30
	广东电网有限责任公司韶关乳源供电局	电	4.91	8.89
2020 年 1—9 月	新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司	铝锭	3.94	7.13
	包头铝业有限公司	铝锭	3.56	6.44
	安徽金誉材料股份有限公司	铝材	1.65	3.00
	合计	---	21.40	38.76

资料来源：公司提供

伴随业务规模整体扩张，公司主要产品产能稳中有升，产销量随市场需要有所波动。其中，2019 年，公司亲水箔和中高压化成箔产能分别同比增长 22.22%和 19.37%；腐蚀箔产能同比下降 8.75%，主要系公司将部分腐蚀箔产能改造为化成箔生产线所致。产能利用率方面，受出口订单减少以及公司主动去库存策略影响，2019 年，公司中高压化成箔产量同比下降 13.84%，产能利用率同比下降 22.67 个百分点；同期，亲水箔产能利用率同比下降 13.59 个百分点，主要系通过直接采购半成品后喷涂加工制成的亲水箔产量未计算入其中所致；磁

性材料受市场波动影响盈利能力有所下滑，因此公司主动缩减磁性材料生产投入，该产品产能利用率偏低且持续下滑。

截至 2020 年 9 月底，公司亲水箔产能较 2019 年底有所下降，主要由于当期处置部分高能耗的老化产线；同期，公司中高压化成箔产能较 2019 年度有所下降，主要由于产能搬迁，部分宜都产线被暂时拆除。公司主要产品产能利用率较 2019 年水平稳中有升；但腐蚀箔受新产线产能尚未完全发挥以及疫情影响下订单下降影响，产能利用率较 2019 年下降 15.32 个百分点。

表 8 公司电子新材料和合金材料业务主要产品产销情况

产品	年度	年产能	产量	产能利用率 (%)	销量	产销率 (%)	平均售价
亲水箔(万吨, 万元/吨)	2017 年	10.00	9.35	93.50	9.27	99.14	2.01
	2018 年	18.00	12.37	68.72	11.77	95.15	2.00
	2019 年	22.00	12.13	55.14	12.69	104.62	1.88
	2020 年 1—9 月	20.00	10.67	71.15	10.41	97.56	1.86
中高压化成箔 (万 m ² , 元 /m ²)	2017 年	3700.00	2987.00	80.73	3082.00	103.18	65.36
	2018 年	3644.00	2969.05	81.48	2944.08	99.16	67.35
	2019 年	4350.00	2558.10	58.81	2766.26	108.14	67.60
	2020 年 1—9 月	3210.00	2149.17	89.27	2222.55	103.41	66.04
低压化成箔 (万 m ² , 元 /m ²)	2017 年	400.00	297.00	74.25	299.00	100.67	31.13
	2018 年	700.00	596.00	85.14	575.00	96.48	33.24
	2019 年	850.00	636.97	74.94	633.53	99.46	31.42
	2020 年 1—9 月	1050.00	658.00	83.56	630.00	95.74	29.34
铝电解电容器 (万只, 元 /只)	2017 年	15000.00	6041.00	40.27	4719.00	78.12	4.01
	2018 年	15000.00	6300.00	42.00	4557.00	72.33	4.13
	2019 年	15000.00	6723.60	44.82	6487.24	96.48	5.00
	2020 年 1—9 月	15000.00	6348.11	56.43	6452.78	101.65	4.71
磁性材料(吨,	2017 年	8000.00	4602.00	57.53	4468.00	97.09	5.12

万元/吨)	2018 年	8000.00	4232.00	52.90	4166.00	98.44	5.48
	2019 年	8000.00	3531.09	44.14	3572.87	101.18	6.50
	2020 年 1—9 月	8000.00	2596.00	43.27	2472.00	95.22	4.45
腐 蚀 箔 (万 m ² , 元/m ²)	2017 年	3100.00	2586.00	83.42	2721.00	105.22	36.02
	2018 年	5260.00	4612.00	87.68	4587.00	99.46	33.32
	2019 年	4800.00	4418.30	92.05	4238.05	95.92	32.92
	2020 年 1—9 月	4900.00	2820.00	76.73	2660.00	94.33	32.14
电子光箔(吨, 万元/吨)	2017 年	50000.00	16354.00	--	16676.00	101.97	3.25
	2018 年		21375.32	--	21265.32	99.49	3.34
	2019 年		20979.34	--	20263.44	96.59	3.97
	2020 年 1—9 月		14995.00	-	15347.00	102.35	3.94
板带材(吨, 万元/吨)	2017 年		6036.00	--	5695.00	94.35	1.79
	2018 年		7320.00	--	7314.00	99.92	1.84
	2019 年		4480.56	--	4427.58	98.82	2.24
	2020 年 1—9 月		3177.00	--	3218.00	101.29	2.25
钎焊箔(吨, 万元/吨)	2017 年		30468.00	--	29940.00	98.27	2.03
	2018 年		28726.61	--	29771.16	103.64	2.06
	2019 年		31182.54	--	31604.00	101.35	2.26
	2020 年 1—9 月		24281.00	--	24747.00	101.92	2.13

注: 2020 年前三季度产能利用率已做年化处理
资料来源: 公司提供

受益于以销定产的经营模式, 公司产品产销率保持较高水平, 产品价格主要随原材料价格波动而变化。2019 年, 公司电子新材料和合金材料板块主要产品价格有所回升; 但 2020 年以来有所回落, 导致该板块盈利能力有所下降。

公司凭借一定的技术优势, 与国内外知名企业建立了稳定的长期合作关系。市场分布方面, 公司电子材料板块约 20%~30%的产品销往国外, 主要出口国为日本、韩国等。2019 年, 公司国内销售、国外销售占比分别为 77.54%和 22.46%。同期, 公司销售客户相对稳定, 2019 年和 2020 年前三季度, 公司电子新材料和合金材料产品前五大客户销售集中度分别为 26.38%和 20.14%, 销售集中度一般。

表 9 公司电子新材料和合金材料业务产品销售前五
大客户(单位: 亿元、%)

年份	销售客户	销售 金额	占销售 额比重
2019 年	珠海格力电器股份有限公司	4.69	7.34

2020 年 1—9 月	RUBYCON CORPORATION	3.87	6.06
	OKAYA&CO., LTD	3.07	4.81
	优艾希杰东阳光(上海)铝材 销售有限公司	2.77	4.34
	广东美的制冷设备有限公司	2.44	3.82
	合计	16.85	26.38
	RUBYCON CORPORATION	3.40	5.92
	珠海格力电器股份有限公司	2.40	3.70
	OKAYA&CO., LTD	2.28	3.97
	广东美的制冷设备有限公司	2.26	3.48
	优艾希杰东阳光(韶关)铝材 销售有限公司	1.99	3.07
	合计	12.33	20.14

资料来源: 公司提供

3. 化工业务

跟踪期内, 公司化工板块经营模式无重大变化。2019 年, 该板块经营情况良好, 主要产品产销情况良好, 但受行业周期下行以及新冠疫情影响, 2020 年前三季度, 公司化工板块主要产品产销量及价格下行, 整体盈利能力减弱。

在电子材料中, 腐蚀箔的生产需要大量的高纯盐酸及烧碱来完成其工序中的化学腐蚀

流程。公司自产腐蚀工序中所需的化工产品，同时生产其他种类的化工产品，产品除满足公司自用之外全部对外销售。

公司化工板块主要产品有离子膜烧碱、高纯盐酸、甲烷氯化物、环保制冷剂、液氯、次氯酸钠及双氧水，产品性能均处于国内领先水平。截至 2020 年 9 月底，公司液碱（100%）、盐酸（31%）、双氧水和环保制冷剂年产能分别为 25.00 万吨、37.50 万吨、25.00 万吨和 5.00 万吨。

2019 年，公司化工产品产销量均有所提高，除主要自用的盐酸（31%）产品外，其他产品产能利用率和产销率均保持高水平，公司

化工产品板块经营情况较好。但 2019 年，化工产品实现收入 17.35 亿元，同比下降 16.63%，主要系受行业整体周期下行影响，公司主要化工产品销售价格下降所致；进而导致化工产品板块毛利率同比下降 15.48 个百分点。

氯碱化工产品为大宗基础化工原料，2020 年以来，受新冠疫情及中美贸易战等因素对下游需求冲击影响，产能利用率下滑明显；同期，环保制冷剂受空调行业需求疲软影响，产能利用率下滑明显；且整体产品价格有所下降，导致该板块盈利能力进一步减弱，毛利率较 2019 年下降 9.00 个百分点。

表 10 公司化工产品产销情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
液碱（100%）	产能（万吨/年）	22.50	25.00	25.00	25.00
	产量（万吨）	21.96	23.39	25.18	14.71
	销量（万吨）	21.63	23.45	24.66	14.52
	产能利用率（%）	97.60	93.54	100.71	78.43
	产销率（%）	98.51	100.28	97.95	98.70
盐酸（31%）	产能（万吨/年）	37.50	37.50	37.50	37.50
	产量（万吨）	8.48	9.85	10.33	7.25
	销量（万吨）	6.59	7.57	8.13	5.76
	产能利用率（%）	22.60	26.28	27.54	25.77
	产销率（%）	77.75	76.80	78.70	79.54
双氧水	产能（万吨/年）	24.00	25.00	25.00	25.00
	产量（万吨）	22.37	25.12	27.12	14.00
	销量（万吨）	21.30	23.39	22.92	12.82
	产能利用率（%）	93.23	100.48	108.48	74.68
	产销率（%）	95.22	93.10	84.50	91.58
环保制冷剂	产能（万吨/年）	3.00	4.00	4.00	5.00
	产量（万吨）	2.75	3.72	3.96	2.20
	销量（万吨）	2.43	3.77	3.87	2.25
	产能利用率（%）	91.63	92.89	99.09	58.65
	产销率（%）	88.32	101.48	97.57	102.36

注：2020 年前三季度产能利用率已做年化处理
资料来源：公司提供

4. 医药产品

跟踪期内，公司医药产品板块经营模式无重大变化。2019 年，公司医药产品板块发展良好，主要产品可威产销量大幅增长带动该板块收入

大幅提升，但存在单一品种依赖风险。2020 年前三季度，受新冠疫情影响，可威销量下滑导致该板块业绩同比下降。

公司医药产品经营主体为子公司东阳光

药，主要产品包括用于治疗病毒性流感的药品可威磷酸奥司他韦；治疗内分泌及代谢类疾病的药品尔同舒；治疗心血管疾病的药品欧美宁及欣海宁等。

采购方面，东阳光药主要采购的商品包括药品原材料（如原料药及辅料等）及包装物料、电力以及蒸汽。2019年，随着公司医药产品业务规模增长，东阳光药主要原材料采购量和采购额均有所增长，采购均价随市场行情波动，

考虑到公司医药产品板块毛利率较高，原材料价格的波动对东阳光药盈利能力影响不大。莽草酸和醋酸钼均为可威生产原料，2020年上半年可威产量同比增长，但由于前期莽草酸库存规模较大，当期新增莽草酸采购量较少；2020年前三季度，醋酸钼采购量为2019年的92.31%，受金属钼价格大幅上涨影响，醋酸钼采购均价较2019年进一步增长27.39%。

表 11 公司医药产品业务主要原材料采购情况

主要原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—9 月
莽草酸	采购数量（吨）	40.00	60.01	80.00	22.25
	采购均价（元/吨）	81.12	84.33	80.36	75.89
	采购额（万元）	3245.00	5060.25	6428.45	1688.55
醋酸钼	采购数量（吨）	0.05	0.12	0.13	0.12
	采购均价（元/吨）	11124.78	12135.90	18550.25	26704.06
	采购额（万元）	500.61	1419.90	2492.23	3164.43

资料来源：公司提供

生产方面，东阳光药主要采用以销定产模式。截至2020年9月底，东阳光药拥有八个生产车间，并已取得所有必要的政府批文、许可证及执照，同时包括所有生产车间及生产线的GMP认证。东阳光药的生产设施全部位于湖北省宜都市。其中，宜都基地一号地生产东阳光药所有口服固体制剂（即片剂、颗粒剂、胶囊剂）；宜都基地二号地生产原料药；宜都基地三号地生产胰岛素相关产品。

从生产情况看，跟踪期内，公司主要医药

产品产能无变化。其中，可威产品年产能9000.00万盒，受益于产能释放及市场需求增量，2019年，该产品产量同比增长58.13%，产能利用率快速提升。公司医药产品生产线有所重合，可根据销售情况转换生产产品。2019年，公司调增可威产量，导致其他产品当期产量同比下降。2020年前三季度，受疫情影响，可威产品市场需求下滑明显，但上半年该产品产量较高，故第三季度减产较为明显。

表 12 公司医药产品产销情况（单位：万盒、%）

		2017 年				2018 年			
产品	年产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产量	产能利用率	销量	产销率
可威	9000.00	2726.99	30.30	2909.97	106.71	6892.39	76.58	4832.08	70.11
其中：颗粒剂型	6000.00	2265.30	37.76	2493.10	110.06	6169.25	102.82	4213.90	68.30
其中：胶囊剂型	3000.00	461.69	15.39	416.87	90.29	723.14	24.10	618.18	85.49
尔同舒	2510.00	206.76	8.24	256.85	124.23	689.43	27.47	609.07	88.34
欧美宁	2280.00	359.09	15.75	332.95	92.72	291.22	12.77	335.67	115.27
欣海宁	2620.00	457.69	17.47	431.62	94.30	333.98	12.75	391.25	117.15
其他	2590.00	895.07	34.56	815.19	91.08	711.31	27.46	765.34	107.60
		2019 年				2020 年 1—9 月			

产品	年产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产量	产能利用率	销量	产销率
可威	9000.00	10899.02	121.10	12732.86	116.83	5669.22	83.99	3790.34	66.86
其中：颗粒剂型	6000.00	9306.23	155.10	11067.59	118.93	4563.13	101.40	2854.83	62.56
其中：胶囊剂型	3000.00	1592.79	53.09	1665.26	104.55	1106.09	49.16	935.51	84.58
尔同舒	2510.00	555.95	22.15	611.41	109.98	567.06	30.12	353.35	62.31
欧美宁	2280.00	289.79	12.71	299.04	103.19	524.94	30.70	201.09	38.31
欣海宁	2620.00	293.51	11.20	312.34	106.42	221.45	11.27	218.68	98.75
其他	2590.00	434.29	16.77	538.79	124.06	506.07	26.05	328.44	64.90

资料来源：公司提供

销售方面，东阳光药销售模式为经销模式，目前已逐步建立了遍布全国的销售网络，将公司业务覆盖面拓展至全国医院及其他医疗机构。2019年，因公司加大学术推广以及渠道下沉扩大销售，东阳光药可威销量同比增长163.51%，当期公司可威系列产品（磷酸奥司他韦颗粒及磷酸奥司他韦胶囊）营业收入占公司医药产品板块（东阳光药）营业收入的95.33%，收入集中度高，存在单一品种依赖的风险。虽然公司磷酸奥司他韦化合物产品相关原研专利已于2017年到期，但公司有磷酸奥司他韦颗粒剂的全球独家专利权，专利垄断销售期至2026年。2019年，公司磷酸奥司他韦胶囊剂型成功通过一致性评价，成为国内首家符合该标准的品种。可威为抗流感处方药，受新冠疫情影响，国内人口流动性下降以及公共卫生意识的加强，各级医疗机构门诊量减少，处方量大幅下降，导致公司药品销量下降。2020年前三季度，可威销量仅为2019年的29.77%。

市场公开数据显示，国内已有博瑞生物医药（苏州）股份有限公司、浙江医学科技开发有限公司等公司提交磷酸奥司他韦胶囊及磷酸奥司他韦干混悬剂的上市申请，如竞争对手的产品成功上市，将会对公司现有可威系列产品带来一定冲击。此外，公司研发的巴洛沙韦

等用于流感领域新药正处于国内临床实验阶段。

5. 经营效率

公司整体经营效率尚可。

2017—2019年，公司销售债权周转次数逐年下降，三年加权均值为3.28次，2019年为3.03次；公司存货周转次数逐年增长，三年加权均值为5.03次，2019年为5.08次；公司总资产周转次数较为稳定，2019年为0.64次。

6. 在建工程

公司结合自身情况制定的发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。公司在建项目完工投产将进一步提高公司的竞争力，同时考虑到在建项目投资规模较大，仍存在一定资本支出压力。

公司计划在精细制造、巩固国内细分市场的同时，把业务发展重心向医药制造以及具有更高附加值的电子新材料、储能材料等方向转移，坚持创新，通过持续加大研发投入，引进、培养优秀的研发人才，大力推动公司在研项目，孵化优质产业并逐步淘汰落后产能，调整并优化公司的产业结构，加快建成拥有自主知识产权及核心竞争力的产业集群平台公司。

表13 截至2020年9月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划建设周期	计划总投资	截至2020年9月已投资	2020年10—12月计划投资	2021年计划投资
高精度铝箔新材料项目	24个月	5.83	2.45	0.21	2.80

年产 3000 万平方米中高压化成箔生产线项目	24 个月	9.93	6.47	0.42	3.04
松南煤矿	60 个月	5.24	4.96	0.02	0.26
仿制类药物产业化及大品种制剂项目	29 个月	4.66	3.75	0.90	-
甘精、门冬胰岛素原料药项目	39 个月	6.30	5.01	0.43	0.85
东阳光生物药总部项目	48 个月	10.00	2.13	0.25	4.50
合计	--	41.96	24.77	2.23	11.45

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司主要在建项目 6 项，主要涉及电子新材料和合金材料项目以及医药项目，项目预计合计投资 41.96 亿元，已完成投资 24.77 亿元，剩余投资 17.19 亿元，其中预计 2021 年投资 11.45 亿元，投资规模较大，仍存在一定资本支出压力。

年产 3000 万平方米中高压化成箔生产线项目和东阳光生物药总部项目单一项目投资规模较大。其中，年产 3000 万平方米中高压化成箔生产线（144 条产线）项目位于内蒙古自治区乌兰察布市集宁区，设计年产 3000 万平方米中高压化成箔，计划投资 9.93 亿元，分二期建设，每期建设 72 条产线。该项目于 2017 年 9 月动工建设，一期项目中，2019 年 9 月投产 24 条产线，新增产能 700 万平方米；2020 年，公司完成 8 条产线搬迁及 24 条新建产线，截至 2020 年底，公司合计投产 56 条产线，年产能 1500 万平方米，一期项目预计 2021 年整体完工投产。东阳光生物药总部项目位于东莞市松山湖园区，包括生物制剂工厂和固体制剂工厂。生物制剂工厂用于生产微生物发酵的产品（利拉鲁肽、德谷胰岛素、肠激酶等）以及动物细胞发酵的产品（阿达木单抗、贝伐单抗、纳武单抗、杜拉鲁肽等）；固体制剂工厂将进行抗感染类药、心血管类药、代谢系统类药、神经系统类药、免疫疗法类药等五类药的研发和生产，此外，该工厂还将进行抗感染新药和抗肿瘤新药的研发。该项目计划投资 10.00 亿元，目前工程进展顺利，预计 2022 年 6 月全部建成完工。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2020 年前三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2019 年公司新设立 48 家子公司，注销 1 家子公司；2020 年前三季度公司新设立 17 家子公司；截至 2020 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司合计 98 家。2019 年以来新设立子公司数量较多，主要为东阳光药为新药上市提前布局销售渠道而新设立多家推广公司。整体看，公司会计政策连续，财务数据可比性尚可。

截至 2019 年底，公司资产总额 264.07 亿元，所有者权益合计 97.78 亿元（含少数股东权益 28.53 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 147.67 亿元，利润总额 24.12 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 276.41 亿元，所有者权益合计 94.88 亿元（含少数股东权益 27.44 亿元）；2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 81.53 亿元，利润总额 5.05 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产结构保持相对均衡。非流动资产中固定资产占比较高，符合公司所处行业特点。公司货币资金充裕，2020 年前三季度，受益于前期药品销

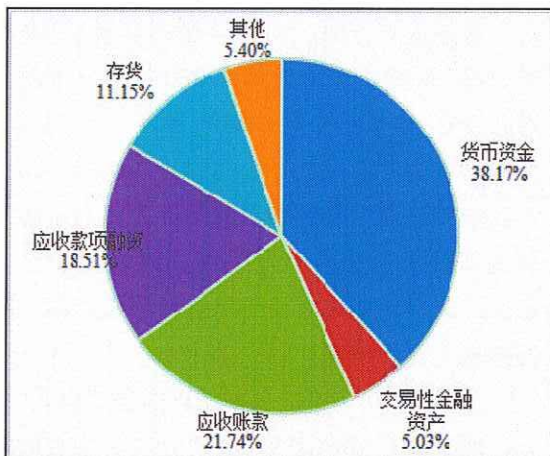
售款回流，公司应收账款规模较上年底缩减明显，整体资产受限比例尚可，资产质量好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 264.07 亿元，较上年底增长 34.58%，主要系货币资金增长所致。其中，流动资产占 51.58%，非流动资产占 48.42%，资产结构保持相对均衡。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 136.20 亿元，较上年底增长 60.98%，主要系货币资金、应收账款和应收款项融资（应收票据）增加所致；主要由货币资金（占 38.17%）、应收账款（占 21.74%）、应收款项融资（占 18.51%）和存货（占 11.15%）构成。

图4 2019年公司流动资产构成结构图



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 51.99 亿元，较上年底大幅增长 148.42%，主要系销售回款增加以及承兑汇票业务保证金增加所致。公司货币资金主要由其他货币资金（占 31.87%）和银行存款（占 68.13%）构成。货币资金中受限金额为 15.42 亿元，占 29.67%，主要为票据承兑保证金和借款保证金等，受限比例尚可。

伴随业务扩张，公司应收票据及应收账款规模快速增长。截至 2019 年底，公司执行新金融工具准则，原应收票据根据业务性质重分类，公司新增应收款项融资 25.20 亿元，较上

年底应收票据规模增长 27.66%，其中 11.81 亿元（占 46.87%）已质押用于开具商业汇票、借款，受限比例较高。同期，公司应收账款为 29.60 亿元，较上年底增长 28.56%，主要系 2019 年第四季度药品销售大幅增加，未到结算期的货款相应增加所致。其中前五名欠款单位金额合计占比为 15.70%，公司应收账款集中度较低；应收账款共计提坏账准备 0.74 亿元，综合计提比例为 2.44%。从采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款（占比 99.90%）来看，1 年以内占 97.61%，应收账款账龄较短。

截至 2019 年底，公司存货为 15.19 亿元，较上年底下降 7.51%，主要由原材料（占 34.11%）、在产品（占 29.19%）、库存商品（占 28.67%）和发出商品（占 7.24%）构成。公司对存货共计提跌价准备 0.51 亿元，综合计提比例为 3.25%。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 127.87 亿元，较上年底增长 14.56%，主要系固定资产和其他非流动资产增加所致；公司非流动资产主要由固定资产（占 50.14%）、在建工程（合计）（占 11.02%）、无形资产（占 19.79%）和其他非流动资产（占 13.42%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产为 64.12 亿元，较上年底增长 11.93%，主要系在建工程转入的房屋及建筑物增加所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 43.67%）和机器设备（占 47.67%）构成，其中未办妥产权证书的固定资产为 7.43 亿元，占 11.58%。公司固定资产累计计提折旧 34.21 亿元，固定资产成新率 65.11%，成新率一般。同期，公司追加对甘精及门冬胰岛素原料工程及设备项目、生物药总部工程等项目投入，带动公司在建工程（合计）较上年底增长 10.22%，公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2019 年底，公司无形资产为 25.30 亿元，较上年底增长 7.37%，主要由土地使用

权(占 36.30%)、药品生产经营权(占 10.71%)、专利权(占 10.39%)、采矿权(占 5.82%)和探矿权(占 33.90%)构成;公司无形资产累计摊销金额为 6.82 亿元,计提减值准备为 0.87 亿元。

截至 2019 年底,公司其他非流动资产 17.16 亿元,较上年底增长 79.89%,主要系当期预付专利技术和药品生产批件款增长所致。

截至 2020 年 9 月底,公司合并资产总额 276.41 亿元,较上年底增长 4.67%,主要系货币资金、在建工程、无形资产和开发支出增长所致。公司资产结构较上年底变化不大。其中,截至 2020 年 9 月底,公司货币资金 65.79 亿元,较上年底增长 26.54%,主要由于公司当期加强货款催收,客户回款增加;应收账款 17.55 亿元,较上年底下降 40.71%,主要由于 2019 年四季度可威等制剂产品货款于当期收回;其他应收款 0.67 元,较上年底下降 82.55%,主要由于 2019 年底发行债券在途资金于当期到账以及业务人员备用金当期归还;在建工程 19.81 亿元,较上年底增长 40.58%;公司开发支出 10.17 亿元,较上年底增长 224.53%,主要系与广东东阳光药业有限公司结算荣格列净、利拉鲁肽国内专利批件款所致。

受限资产方面,截至 2020 年 9 月底,公司受限资产合计为 67.83 亿元,占资产总额的 24.54%,受限比例尚可。

表 14 截至 2020 年 9 月底公司受限资产情况
(单位:亿元、%)

项目	受限账面金额	占总资产比重	受限原因
货币资金	25.74	9.31	因使用范围受到限制
应收款项融资	13.59	4.92	质押用于开具商业汇票、借款
固定资产	19.50	7.05	为借款提供抵押担保
在建工程	3.06	1.11	为借款提供抵押担保
无形资产	5.94	2.15	为借款提供抵押担保
合计	67.83	24.54	--

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

3. 资本结构

所有者权益

受股份回购份额增加以及少数股东权益的减少,截至 2020 年 9 月底,公司所有者权益较上年底有所下降,且少数股东权益和未分配利润占比高,所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底,公司所有者权益 97.78 亿元,较上年底增长 5.85%;其中归属于母公司所有者权益 69.25 亿元(占 70.82%)。截至 2019 年底,归属于母公司所有者权益主要由股本(占 43.52%)、资本公积(占 9.38%)和未分配利润(占 55.53%)构成。公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高。

截至 2020 年 9 月底,公司所有者权益 94.88 亿元,其中,受公司二级市场收购子公司东阳光药股份以及东阳光药进行股份回购并注销影响,公司资本公积和少数股东权益均较上年底有所下降,同期,由于公司股份回购规模小幅增长,冲减库存股较上年底有所提高;同期,受益于利润积累,公司未分配利润较上年底有所增长。整体看,公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

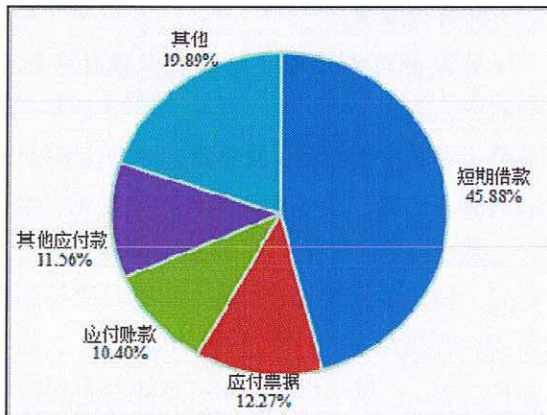
负债

2019 年以来,公司负债规模大幅增长,流动负债占比高;公司债务负担加重,短期债务占比高,存在集中兑付压力。

截至 2019 年底,公司负债总额 166.29 亿元,较上年底增长 60.13%。其中,流动负债占 69.52%,非流动负债占 30.48%,公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2019 年底,公司流动负债总额为 115.61 亿元,较上年底增长 42.19%,主要系短期借款和其他应付款等增加所致;公司流动负债主要由短期借款(占 45.88%)、应付票据(占 12.27%)、应付账款(占 10.40%)和其他应付款(占 11.56%)构成。

图5 2019年公司流动负债构成结构图



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2019年底，公司短期借款为53.04亿元，较上年底增长68.88%，主要系随着业务规模扩大，公司资金需求增加所致；公司短期借款主要由保证借款（占42.25%）、抵押及保证借款（占12.25%）和贴现借款（占37.23%）构成。

截至2019年底，公司应付票据为14.19亿元，较上年底下降6.24%，主要由银行承兑汇票（占99.54%）和商业银行承兑汇票（占0.46%）构成。同期，公司应付账款为12.02亿元，较上年底增长6.35%，主要由应付材料款（占73.15%）和设备款（占24.78%）构成，账龄主要为1年以内。

截至2019年底，公司其他应付款为13.37亿元，较上年底增长174.01%，主要系预提学术推广费以及根据医药制剂销售计提应付分成款增加所致；公司其他应付款主要由预提费用（占45.33%）和应付专利费（占47.83%）构成。

截至2019年底，公司其他流动负债2.53亿元，较上年底下降74.69%，主要由于当期兑付多笔超短期融资券。

截至2019年底，公司非流动负债50.68亿元，较上年底增长124.84%，主要系应付债券增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占22.54%）和应付债券（占61.75%）构成。

截至2019年底，公司长期借款11.42亿元，较上年底增长42.39%，主要系取得项目贷款增加所致。截至2019年底，公司长期借款主要由抵押及保证借款（占比65.77%）和保证借款（占比27.58%）构成。从偿还期限来看，公司长期借款分布较为平均，不存在大额集中偿付的情况。

截至2019年底，公司应付债券31.30亿元，较上年底增长518.59%，主要系子公司东阳光药发行可转换债券所致；公司当期尚在存续期的应付债券为2023年到期的“18东科01”、2023年到期的“18东科02”、2022年到期的“19东科02”和子公司东阳光药向黑石基金发行的4.00亿美元H股可转换债券，公司债券集中偿债压力一般。

表15 截至2021年3月11日公司本部存续债券情况

（单位：亿元）

债券名称	到期日	债券余额
18东科02	2023-11-15	3.00
18东科01	2023-06-15	1.00
19东科02	2022-12-30	5.00
20东科01	2022-02-11	0.40
20东阳光科SCP002	2021-06-21	3.00
合计	--	12.40

注：“18东科01”“18东科02”和“19东科02”“20东科01”均附投资人回售权
资料来源：公司提供

截至2020年9月底，公司负债总额181.52亿元，较上年底增长9.16%，主要系长期借款增长所致，负债结构较上年底变化不大。其中，受资金需求增加影响，公司加大融资，长短期借款及应付债券分别较上年底增长33.99%、19.46%和9.70%；应付票据较上年底增长37.96%，主要由于当期开具承兑汇票结算采购款增加；其他应付款较上年底下降28.57%，主要由于预提费用大幅减少（支付上年度预提的学术推广费用）。

图6 公司债务负担指标情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

跟踪期内, 公司有息债务规模快速增长。截至 2019 年底, 公司全部债务 129.60 亿元, 较上年增长 61.60%; 其中短期债务为 82.62 亿元 (占 63.75%), 较上年底增长 35.23%, 主要系短期借款增加所致; 长期债务为 46.98 亿元 (占 36.25%), 较上年底增长 145.96%, 主要系应付债券增加所致。截至 2019 年底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为提高 10.05 个百分点、10.53 个百分点和 15.32 个百分点。公司整体债务负担加重, 但仍属可控。截至 2020 年 9 月底, 公司全部债务 153.51 亿元, 较上年底增长 18.44%, 短期债务占比小幅提升至 65.00%。同期, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底进一步提高 2.70 个百分点、4.80 个百分点和 3.70 个百分点。债务期限结构看, 截至 2020 年 9 月底, 公司一年内到期债务占比较高, 存在集中兑付压力。

表 16 截至 2020 年 9 月底公司有息债务期限分布情况

期限	金额 (亿元)	占比 (%)
1 年以内	94.65	61.66
1~2 年	12.48	8.13
2~3 年	11.69	7.62

3~4 年	2.29	1.49
4~5 年	2.12	1.38
5 年以上	30.28	19.73
合计	153.51	100.00

注: 公司将可转债以公允价值计量部分调整至长期债务, 导致一年以内有息债务规模及占比与上文存在差异

资料来源: 公司提供

4. 盈利能力

2019 年, 公司营业收入和利润总额快速增长, 但期间费用对利润存在侵蚀。受益于医药板块的良好发展, 公司整体盈利能力提高。2020 年前三季度, 受新冠疫情影响, 化工产品 and 医药产品销售下滑, 公司盈利能力有所下降。

受益于业务扩张以及主要医药产品可威销量的快速增长, 2019 年, 公司营业收入同比增长 26.43%; 同期, 公司营业成本同比增长 5.95%, 增幅明显低于营业收入增幅, 带动公司营业利润率同比提高 10.44 个百分点。

2019 年, 公司期间费用合计 43.79 亿元, 较上年增长 97.61%, 主要系销售费用大幅增加所致。从构成看, 公司销售费用占 60.39%, 管理费用 (包含研发费用) 占 22.63%, 财务费用占 16.99%, 以管理费用和销售费用为主。2019 年, 公司销售费用为 26.44 亿元, 同比增长 185.28%, 主要系药品销售业绩提升、销售队伍扩充从而使薪资支出增加, 同时加大对药品的学术推广、销售渠道拓展等影响所致。同期, 公司财务费用 7.44 亿元, 较上年增长 99.59%, 主要系有息债务规模大幅增长所致。2019 年, 公司期间费用占营业收入比重同比提高 10.68 个百分点至 29.65%, 期间费用侵蚀公司利润。

2019 年, 公司公允价值变动收益同比增长 2.01 亿元, 主要系公司持有的宜昌东阳光药业股权增值所致, 占营业收入的比重为 8.37%, 对公司营业利润有一定贡献。公司其他非经常损益规模较小, 对公司利润贡献较小。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从盈利指标来看，2019年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为11.83%和20.45%，分别同比增长0.83个百分点和4.28个百分点。

2020年1-9月，公司实现营业收入81.53亿元，同比下降23.14%，主要系受新冠疫情影响，医药产品可威销售量下滑以及化工产品销售量及价格下降所致。同期，公司销售费用同比下降42.91%，主要系医药产品推广活动减少以及货物销售量减少，运输费用也同步下降所致。2020年前三季度，公司利润总额5.05亿元，同比下降70.61%；营业利润率32.40%，同比下降12.90个百分点。根据公司披露的2020年年度业绩预告，公司预计2020年实现归属于上市公司股东的净利润同比减少6.09亿元至7.00亿元，同比下降54.74%~62.92%；归属于上市公司股东的扣除非经营性损益的净利润同比减少9.43亿元至9.82亿元，同比下降102.79%~107.04%。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金保持净流入，且收入实现质量有所提高；投资活动现金持续较大规模净流出，存在一定筹资压力。

表17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年 1-9月
经营活动现金流入量	63.97	91.62	128.45	97.72
经营活动现金流出量	51.71	77.56	106.29	79.04
经营活动现金流量净额	12.26	14.06	22.16	18.68
投资活动现金流入量	0.42	0.63	0.37	0.45
投资活动现金流出量	10.01	16.40	23.03	14.62
投资活动现金流量净额	-9.59	-15.78	-22.66	-14.17
筹资活动前现金流量净额	2.67	-1.72	-0.50	4.50
筹资活动现金流入量	67.44	77.05	126.19	58.78
筹资活动现金流出量	63.60	87.08	102.76	59.79
筹资活动现金流量净额	3.84	-10.03	23.43	-1.00
现金收入比	67.47	75.62	84.78	115.29

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动方面，2019年，伴随公司业务规模扩张，公司经营活动现金流入量同比增长40.19%；经营活动现金净流量同比增长57.61%。同期，公司收入实现质量有所提升，但仍处于一般水平，2019年为84.78%。

投资活动方面，公司理财等金融投资规模很小，投资活动现金流呈持续净流出状态，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（2019年为22.58亿元，同比增长42.54%）。2019年，公司投资活动现金净流出22.66亿元，净流出规模同比增长43.62%，经营活动现金流入无法覆盖投资活动现金支出，仍存在对外融资需求。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流收支快速增长，主要为取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金；同期，公司筹资活动现金净额由净流出转为净流入23.43亿元。

2020年前三季度，受疫情影响，公司整体经营业绩缩减，经营活动现金流收支均同比下降，但净流入量同比增长19.71%；且受益于当期加强现金回收力度，公司现金收入比同比提高13.56个百分点至115.29%。同期，公司仍保持较大规模的投资支出，但经营活动现金流入量足以覆盖投资活动现金支出，融资压力有所下降，当期筹资活动现金净流出1.00亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标较好，或有负债风险低，融资途径通畅，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年底，公司流动比率与速动比率均波动增长，三年加权均值分别为 111.41%和 94.91%，截至 2019 年底为 117.81%和 104.67%；截至 2020 年 9 月底分别为 106.73%和 92.31%，处于较好水平。2017—2019 年，公司经营活动现金负债比分别为 17.18%、17.29%和 19.17%，处于较低水平。截至 2020 年 9 月底，公司现金短期债务比为 0.90 倍。公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 21.27 亿元、27.52 亿元和 37.42 亿元。同期，由于公司债务规模快速增长，EBITDA 利息倍数逐年下降，全部债务/EBITDA 波动增长，2019 年分别为 5.23 倍和 3.46 倍。公司长期偿债能力指标较好。

或有负债方面，公司以贵州省政府为主导，以控股子公司桐梓县狮溪煤业有限公司（以下简称“狮溪煤业”）为主体分三批对桐梓县华山煤矿、桐梓县渝兴煤矿、鑫源煤矿等 8 家煤矿企业实施兼并重组整合。在整合过程中，狮溪煤业仅受让各重组方矿权，并经贵州省国土资源厅批复同意，将参与整合煤矿的采矿权证整合后登记在狮溪煤业名下，但被整合煤矿并未办理注销手续，仍保留其独立法律主体地位而并未被吸收合并。整合期间，狮溪煤业与各煤矿企业签订了《采矿权转让合同》《兼并重组合作框架协议》和《采矿权转让合同补充协议》，约定转让方在参与整合前的债权债务、矛盾纠纷等其他遗留问题均由转让方自行承担，与狮溪煤业无关。此外，为隔离法律风险，在贵州省煤矿企业兼并重组工作领导小组办公室对狮溪煤业兼并重组实施方案进行批复后，狮溪煤业封存了被整合煤矿的公章，并以登报的方式声明狮溪煤业对相关煤矿进行整合前的债务、担保不承担清偿责任。刘成良

为鑫源煤矿的合伙人，因经营煤矿需要资金向多人借款，并由鑫源煤矿提供担保或作为共同借款人。但借款期限届满后，刘成良和鑫源煤矿没有按照约定偿还借款本金及利息，债权人向法院对刘成良、鑫源煤矿提起诉讼，同时认为由于鑫源煤矿已并入狮溪煤业，故将狮溪煤业列为共同被告，请求法院判令狮溪煤业承担连带清偿责任。法院判决狮溪煤业对鑫源煤矿的债务承担连带清偿责任。截至 2020 年 9 月底，狮溪煤业出于谨慎性考虑，对涉及的未最终执行的诉讼根据判决结果计算预计承担的或有债务本息计提预计负债，共计 4952.00 万元，并对代鑫源煤矿支付的款项全额计提坏账损失。

截至 2020 年 9 月底，公司无对外担保事项。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2020 年 9 月底，公司在金融机构的授信额度总额为 99.95 亿元，尚未使用授信额度 44.92 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以长期股权投资和其他应收款为主，整体债务负担重，权益结构稳定性高。母公司无营业收入，利润主要来源于投资收益；2019 年，因计提信用减值损失和资产减值损失，母公司净利润出现亏损；2020 年前三季度，母公司经营活动现金流由净流入转为净流出，融资需求有所增加。

截至 2019 年底，母公司资产总额 107.42 亿元。其中，流动资产为 49.47 亿元（占 46.05%），主要为应收合并范围内关联方资金拆借款的其他应收款；非流动资产为 57.95 亿元（占 53.95%），主要为长期股权投资。

截至 2019 年底，母公司负债总额 64.92 亿元。其中，流动负债为 55.16 亿元（占 84.96%），主要为短期借款（8.61 亿元）和其他应付款（38.81 亿元）；非流动负债为 9.76

万元（占 15.04%），主要为应付债券。截至 2019 年底，母公司全部债务 25.94 亿元，短期债务占比高，为 62.76%；同期，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 60.44%和 37.90%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 42.50 亿元，实收资本和资本公积占比高，权益稳定性较高。

截至 2020 年 9 月底，母公司资产和所有者权益规模及结构较上年底变化不大；同期，受长短期借款及应付债券增长影响，母公司负债较上年底增长 7.27%，债务负担有所提高，资产负债率为 63.38%。

母公司无实际业务，仅履行管理职能。2019 年，母公司无营业收入，实现投资收益 3.92 亿元，但由于财务费用和资产/信用减值损失规模较大（主要系母公司对应收狮溪煤业的其他应收款计提坏账计入信用减值损失和对所持狮溪煤业的长期股权投资计提的减值准备计入资产减值损失），当期实现利润总额 -0.04 亿元。2020 年前三季度，母公司实现营业收入 7.35 万元，为接受阳光东洋轻金属株式会社委托所收取的管理服务费；同期，母公司实现投资收益 2.10 亿元，利润总额 -0.17 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为 116.79 亿元和 101.47 亿元，经营活动现金流量净额 15.32 亿元；同期，投资活动现金流量净额 2.21 亿元；筹资活动现金流量净额 -15.64 亿元。2020 年前三季度，母公司经营活动现金流由净流入转为净流出，无法覆盖投资活动现金支出，融资需求有所增加。

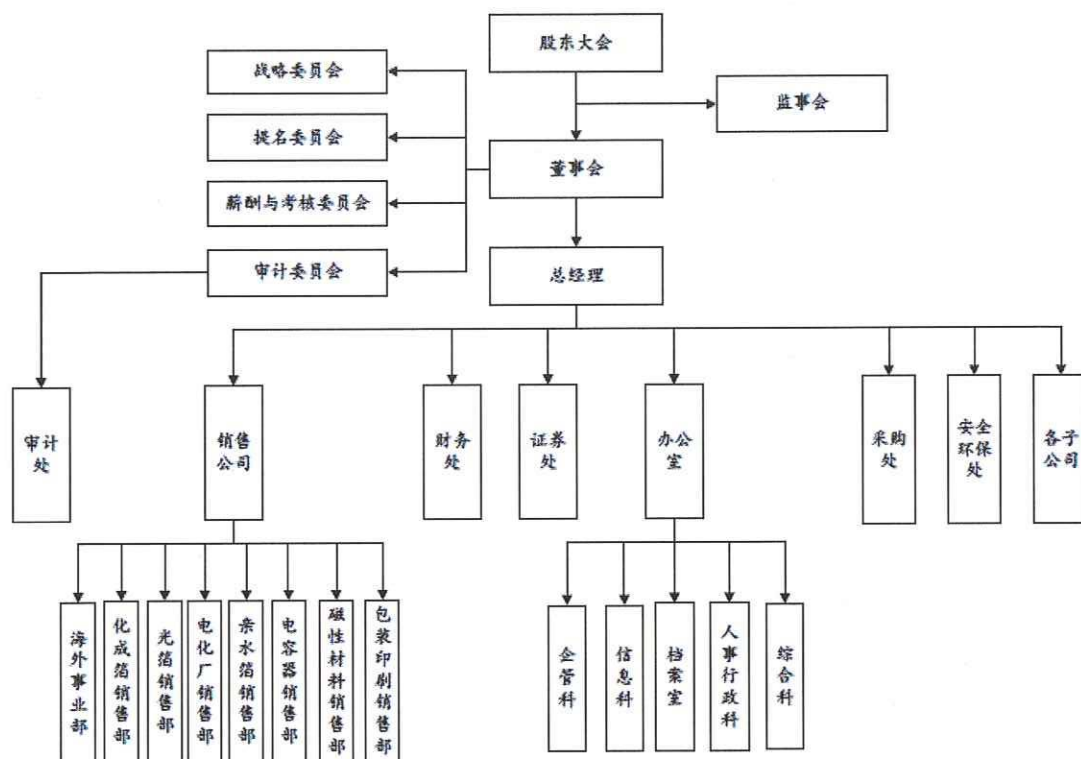
8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点及所处行业发展状况，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	层级	注册资本(万元)	持股比例(%)
1	乳源瑶族自治县阳之光亲水箔有限公司	1	25000.00	100.00
2	乳源东阳光氟有限公司	1	35000.00	100.00
3	东莞市东阳光科技发展有限公司	1	3000.00	100.00
4	乳源瑞丰贸易有限公司	1	300.00	100.00
5	乳源东阳光机械有限公司	1	5000.00	100.00
6	乳源东阳光超级电容有限公司	1	10000.00	100.00
7	东阳光科技(香港)有限公司	1	3000.00	100.00
8	宜昌市东阳光科大健康产业有限公司	1	10000.00	100.00
9	乳源东阳光水力发电有限公司	1	2000.00	100.00
10	桐梓县狮溪煤业有限公司	1	21000.00	60.00
11	乳源东阳光优艾希杰精箔有限公司	1	80392.30	51.00
12	乳源东阳光电化厂	1	24000.00	100.00
13	乳源瑶族自治县兴源进出口贸易有限公司	1	100.00	100.00
14	宜都东阳光高纯铝有限公司	1	3600.00	100.00
15	深圳市东阳光化成箔股份有限公司	1	50000.00	100.00
16	乳源东阳光磁性材料有限公司	1	10000.00	100.00
17	乳源瑶族自治县东阳光高纯新材料有限公司	1	5000.00	100.00
18	宜昌东阳光长江药业股份有限公司	1	45202.29	50.04
19	韶关东阳光科技研发有限公司	1	1000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	41.38	40.67	84.04	90.09
资产总额（亿元）	171.90	196.22	264.07	276.41
所有者权益（亿元）	78.71	92.38	97.78	94.88
短期债务（亿元）	53.55	61.10	82.62	99.78
长期债务（亿元）	18.56	19.10	46.98	53.73
全部债务（亿元）	72.11	80.20	129.60	153.51
营业收入（亿元）	90.03	116.80	147.67	81.53
利润总额（亿元）	13.60	17.93	24.12	5.05
EBITDA（亿元）	21.27	27.52	37.42	--
经营性净现金流（亿元）	12.26	14.06	22.16	18.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.00	3.21	3.03	--
存货周转次数（次）	4.92	5.01	5.08	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.63	0.64	--
现金收入比（%）	67.47	75.62	84.78	115.29
营业利润率（%）	30.52	34.23	44.67	32.40
总资本收益率（%）	9.31	11.00	11.83	--
净资产收益率（%）	14.32	16.17	20.45	--
长期债务资本化比率（%）	19.08	17.13	32.45	36.15
全部债务资本化比率（%）	47.81	46.47	57.00	61.80
资产负债率（%）	54.21	52.92	62.97	65.67
流动比率（%）	106.48	104.06	117.81	106.73
速动比率（%）	87.11	83.86	104.67	92.31
经营现金流动负债比（%）	17.18	17.29	19.17	--
现金短期债务比（倍）	0.77	0.67	1.02	0.90
EBITDA 利息保护倍数（倍）	6.91	6.46	5.23	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.39	2.91	3.46	--

注：1. 公司2020年前三季度财务数据未经审计；2. 其他非流动负债和其他流动负债以及其他应付款中的有息债务已调整至长短期债务测算；
 3. 以2018年年初数据对2017年期末数据做追溯调整
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.34	0.69	9.39	10.91
资产总额（亿元）	81.53	102.43	107.42	109.88
所有者权益（亿元）	31.45	51.33	42.50	40.24
短期债务（亿元）	18.44	18.21	16.28	21.51
长期债务（亿元）	10.30	5.12	9.66	13.75
全部债务（亿元）	28.74	23.33	25.94	35.26
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	2.98	2.91	-0.04	-0.17
EBITDA（亿元）	3.50	3.94	2.32	--
经营性净现金流（亿元）	-8.18	8.18	15.32	-5.38
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	--	--	--	106.00
营业利润率（%）	--	--	--	-13.42
总资本收益率（%）	5.81	5.28	3.39	--
净资产收益率（%）	9.49	5.66	-0.08	--
长期债务资本化比率（%）	24.67	9.08	18.52	25.47
全部债务资本化比率（%）	47.75	31.25	37.90	46.71
资产负债率（%）	61.43	49.88	60.44	63.38
流动比率（%）	101.00	95.70	89.69	88.85
速动比率（%）	101.00	95.70	89.69	88.85
经营现金流流动负债比（%）	-20.59	17.83	27.77	--
现金短期债务比（倍）	0.02	0.04	0.58	0.51
EBITDA 利息保护倍数（倍）	6.78	3.80	0.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.21	5.92	11.17	--

注：1. 母公司2020年前三季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务测算；3. 以2018年期初数据对2017年期末数据做追溯调整

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1] ×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产+应收票据+应收款项融资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+衍生金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变