

跟踪评级公告

联合[2015] 1676 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持广东省广晟资产经营有限公司主体长期信用等级为AAA, 评级展望为稳定, 并维持“10广晟债” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十日



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)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广东省广晟资产经营有限公司企业债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
10 广晟债	12 亿元	2010/10/25- 2017/10/25	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	76.78	99.09	120.21	121.94
资产总额(亿元)	752.38	880.49	1002.69	1044.97
所有者权益合计(亿元)	214.34	279.07	325.48	355.34
短期债务(亿元)	155.63	207.56	159.00	107.71
全部债务(亿元)	396.62	443.30	476.68	433.50
营业收入(亿元)	363.01	401.65	422.31	74.97
利润总额(亿元)	15.88	16.47	7.86	0.29
EBITDA(亿元)	44.75	41.54	42.28	--
经营性净现金流(亿元)	25.84	36.56	9.94	-0.93
营业利润率(%)	13.40	9.68	9.53	17.59
净资产收益率(%)	5.58	4.86	2.43	--
资产负债率(%)	71.51	68.31	67.54	66.00
全部债务资本化比率(%)	64.92	61.37	59.42	54.95
流动比率(%)	112.45	97.93	116.50	124.28
全部债务/EBITDA(倍)	8.86	10.67	11.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	1.78	1.81	--
经营现金流流动负债比(%)	9.98	11.34	3.36	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

孙晨歌 李 嘉

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 作为全国六大稀土整合主体之一, 广东省广晟资产经营有限公司 (以下简称“公司”) 在有色金属行业不景气的背景下, 仍然保持了资产和收入规模的持续增长, 在行业内处于领导地位, 同时, 公司所有者权益大幅增加。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司盈利能力出现下滑、债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

受国内经济增速放缓影响, 有色金属行业景气度短期内难以大幅改善, 公司仍存在一定的经营压力, 但公司凭借在行业内的突出竞争优势, 未来经营压力有望得到缓解。

公司以持有的中国电信 3.77 亿股份为“10 广晟债”提供质押, 有助于保证“10 广晟债”本息偿还的安全性。

综上所述, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 并维持“10 广晟债”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司是广东省省属两大资产经营管理公司之一, 同时是全国六大稀土整合主体之一, 政府支持力度较大。
2. 公司拥有中国最大的地下铅锌矿产开采基地, 资源优势明显。
3. 公司是中国电信股份有限公司第二大股东, 所持股权资产质量优良, 投资收益稳定。
4. 跟踪期内, 资产及所有者权益规模持续增长。

关注

1. 受宏观经济增速下滑和有色金属价格下跌影响, 跟踪期内, 公司盈利能力有所下滑。
1. 跟踪期内, 公司主营业务处于亏损状态, 公司利润对非经常性损益依赖大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东省广晟资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东省广晟资产经营有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广东省广晟资产经营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东省广晟资产经营有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于广东省广晟资产经营有限公司主体长期信用及存续期内“10广晟债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

广东省广晟资产经营有限公司（以下简称“公司”）成立于1999年12月，是经广东省人民政府以“粤府函[1999]463号文”批准成立的国有独资资产经营管理公司，代表广东省政府持有和运营广东省范围内的军队、武警部队和政法机关移交企业、原广东省电子工业总公司及其下属企业、中央下放广东省的有色金属企业，以及原广东省农村电话局资产等。截至2015年3月底，公司注册资本100.00亿元人民币，广东省国有资产监督管理委员会为公司唯一出资人。

公司是广东省两大资产经营管理公司之一，经营领域涉及有色金属工业、电子信息产业和建筑房地产业三大核心产业。截至2014年底，公司共有纳入合并报表范围子公司40家，其中全资子公司26家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额1002.69亿元，所有者权益合计325.48亿元（包含少数股东权益115.70亿元）；2014年，公司实现营业收入422.31亿元，利润总额7.86亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额1044.97亿元，所有者权益合计355.34亿元（包含少数股东权益126.57亿元）；2015年1~3月，公司实现营业收入74.97亿元，利润总额0.29亿元。

公司注册地址：广东省广州市天河区珠江西路17号广晟国际大厦50-58楼；法定代表人：朱伟。

三、宏观经济和政策环境

2014年，中国国民经济在新常态下保持平

稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货

币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 铅锌行业

中国是世界铅生产、消费和进出口大国，铅资源总量居世界第二位，但能有效利用的储量不多，人均拥有资源量也相对贫乏。

2014 年，中国铅产量 422.13 万吨，同比下降 5.70%，锌产量 582.69 万吨，同比增长 9.90%；铅锌产量合计 1004.82 万吨。

总体来看，跟踪期内，中国铅锌产量有所上升。从铅锌价格来看，跟踪期内，国内现货市场铅价均价 13830 元/吨，同比下跌 2.5%；锌价仍将以宽幅区间震荡为主，但震荡区间底部或较去年有所抬升。

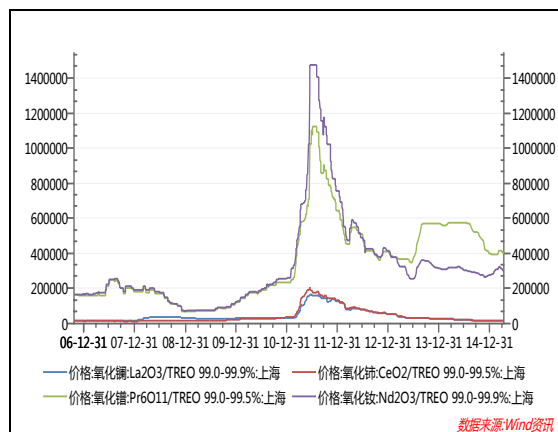
总体来看，跟踪期内，受全球经济增速放缓的影响，铅锌行业景气度有所下滑。

2. 稀土行业

中国是全球最大的稀土生产国和出口国，中国的稀土资源分布大体可分为南北两类。北方产出以轻稀土为主，南方产出以重稀土为主。轻稀土矿以包头白云鄂博、四川冕宁、山东微山的氟碳铈矿为主。重稀土矿以江西、广东、福建、广西、云南地区的稀土离子型矿为主。受长期无序开采影响，南方离子稀土矿遭受较大破坏，工业储量急剧下降，是目前受到保护的稀土资源。

从进出口看，2014 年，中国出口稀土冶炼分离产品 2.76 万吨（实物量），同比增长 23%，出口金额为 3.73 亿美元，占我国稀土产品出口金额的 21.5%。其中，稀土氧化物的出口量居首，为 1.67 万吨，出口总额为 2.4 亿美元；其次为稀土盐类，出口量为 7087 吨，稀土金属及合金的出口量居第三位，为 3779.5 吨。

图 1 稀土价格走势



资料来源：Wind 资讯

价格方面，近年来，国家加大稀土行业的整治、整合力度，集中打击非法开采、走私活动，2014 年稀土价格一度强势反弹，但受下游需求不振，产能过剩的影响，稀土行业总体持续低迷。

2014 年度稀土矿开采总量指标为 10.50 万吨，较 2013 年增加 1.12 万吨；2014 年受打击稀土违法违规行为专项行动以及稀土价格持续下调等市场因素影响，计划外稀土矿产品数量及冶炼分离产品数量均有缩减，稀土市场秩序

进一步规范。

政策方面，2014年2月，工信部原材料司发布《2013年稀土行业经济运行情况》及2014年工作部署，要求规范稀土资源综合利用管理，将稀土综合利用项目(废料回收、压覆矿抢救性回收等)纳入生产总量控制计划管理，重点配置给新组建的6家大型稀土企业集团。报告要求今年重点巩固和扩大业已形成的中国五矿、中国铝业、包钢稀土、赣州稀土、广东稀土、厦门钨业等6大稀土企业为基础的兼并重组格局，整合国内稀土矿山和冶炼分离企业，在此过程中关闭一批非法企业，转产一批企业，重组一批企业，大幅度减少稀土冶炼分离企业数量，化解过剩产能。促进兼并重组，尽快形成大型稀土企业集团主导稀土行业发展的格局。此外，还将利用战略性新兴产业、国家重大科技专项、稀土产业调整升级等政策，支持大企业、企业集团、科研院所开发稀土新材料，发展高端应用产业，推动稀土产业优化升级。研究制定《稀有金属管理条例》，依法规范企业生产经营活动。

根据国务院于2014年10月发布的最新《政府核准的投资项目目录(2014年本)》，稀土冶炼分离项目由国务院行业管理部门核准，稀土深加工项目由省级政府核准。

根据国务院关税税则委员会《国务院关税税则委员会关于调整部分产品出口关税的通知》，从2015年5月1日起，中国将取消钢铁颗粒粉末、稀土、钨、钼等产品的出口关税。

根据财政部和国家发展改革委于2015年4月30日发布的《关于清理涉及稀土、钨、钼收费基金有关问题的通知》，自2015年5月1日起，在全国范围统一将稀土、钨、钼矿产资源补偿费费率降为零，停止征收稀土、钨、钼价格调节基金。各省、自治区、直辖市要全面清理规范本地区出台的涉及稀土、钨、钼的收费基金项目，凡违反行政事业性收费和政府性基金审批管理规定，越权出台的收费基金项目要一律取消。

3. 区域经济概况

广东省位于中国华南地区乃至东南亚经济圈的中心地带。2014年全省实现地区生产总值(GDP)67792.24亿元，比上年增长7.8%。其中，第一产业增加值3166.67亿元，增长3.3%，对GDP增长的贡献率为1.7%；第二产业增加值31345.77亿元，增长7.7%，对GDP增长的贡献率为49.1%；第三产业增加值33279.80亿元，增长8.2%，对GDP增长的贡献率为49.1%。三次产业结构为4.7:46.2:49.1。在现代产业中，高技术制造业增加值7546.10亿元，增长11.4%；先进制造业增加值14103.95亿元，增长9.2%；现代服务业增加值19438.47亿元，增长9.0%。在第三产业中，批发和零售业增长8.4%，住宿和餐饮业增长3.2%，金融业增长12.5%，房地产业增长4.6%。民营经济增加值35070.59亿元，增长8.3%。

2014年，广东省全年固定资产投资25928.09亿元，比上年增长15.9%。分投资主体看，国有经济投资5816.52亿元，增长10.8%；民间投资15065.02亿元，增长20.3%；港澳台、外商经济投资3145.21亿元，增长8.1%。分地区看，珠三角地区投资17542.28亿元，增长14.6%；东翼投资2910.51亿元，增长32.3%；西翼投资2533.33亿元，增长30.0%；山区投资2941.98亿元，增长26.7%。

2014年，广东省全年地方公共财政预算收入8060.06亿元，增长13.9%；其中，税收收入6505.89亿元，增长12.9%，总体看，广东地区经济发展环境较好。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为广东省人民政府国有资产监督管理委员会的全资企业，跟踪期内，公司股权结构未发生变化。

2. 企业规模

公司设立于 1999 年，与广东省广业资产经营有限公司并列为广东省直属的两大资产经营公司，其中公司资产规模排名第一位，同时公司也是全国六大稀土整合主体之一，通过近十年的调整重组，公司逐步将所属资源按产业链构成予以延伸和发展，并形成了以有色金属工业、电子信息产业以及建筑房地产业为核心的产业格局。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、组织架构以及内部管理制度无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入有所增长，2014 年，公司实现主营业务收入 421.96 亿元，同比增长 6.41%，主要系有色金属板块收入大幅增加，公司自 2014 年开始酒店旅游板块收入不作为主要业务板块，主要系公司对广东省广晟酒店集团有限公司相关资产进行重组，在 2014 年底该公司不再纳入合并范围所致，由于该板块对公司主营业务收入贡献相对较小，对

公司整体收入影响不大。2014 年公司主营业务毛利率为 10.59%，较上年基本持平。2015 年 1 季度，公司主营业务毛利率为 18.75%，较 2014 年增长了 8.16%，主要为有色金属板块毛利率的大幅增长所致。

从业务构成看，跟踪期内，公司有色金属受益于营业规模的扩大，营业收入大幅上升，2014 年该板块业务实现收入 328.12 亿元，同比增长 21.11%，毛利率为 8.47%，较上年下降 1.03 个百分点。2014 年建筑房地产板块收入为 58.99 亿元，同比下降 14.99%，毛利率为 17.41%，较上年增加 4.64 个百分点。2015 年第一季度，公司有色金属板块收入 55.42 亿元，同比增长 4.23%，毛利率较 2014 年底大幅上升，主要原因是国资委加强贸易风险控制，严禁开展非主业贸易业务，低毛利率的贸易业务收入同比大幅减少所致。电子信息板块收入为 9.41 亿元，同比增长 39.41 亿元，毛利率较 2014 年底有小幅下降，为 17.65%；建筑房地产板块收入为 10.08 亿元，同比下降 11.72%，毛利率为 20.90% 较 2014 年底有所上升。

表 1 公司分板块主营业务收入构成及毛利率比较

项 目	主营业务收入（亿元）				毛利率（%）			
	2012 年	2013 年	2014 年	15年1-3月	2012 年	2013 年	2014 年	15年1-3月
有色金属	247.91	270.92	328.12	55.42	12.98	9.50	8.47	18.55
电子信息	29.74	32.10	34.84	9.41	16.33	16.58	19.03	17.65
酒店旅游	19.97	23.70	--	--	13.06	9.82	--	---
建筑房地产	57.52	69.38	58.99	10.08	23.51	12.77	17.41	20.90
其他	3.71	0.42	0.01	--	0.41	0.58	3.92	--
合计	358.86	396.53	421.96	74.91	14.82	10.66	10.59	18.75

资料来源：公司提供

注：因公司对广东省广晟酒店集团有限公司相关资产进行重组，广晟酒店集团在 2014 年底不纳入合并范围，公司酒店旅游板块不再做为主业，故主营业务板块相较于年报披露有所调整。

有色金属板块

有色金属作为公司的主营业务板块，2014

年实现收入 328.12 亿元，同比增长 21.11%，占

公司主营业务收入的77.76%。

目前，公司从事有色金属业务的经营主体主要是深圳市中金岭南有色金属股份有限公司（以下简称“中金岭南”），2014年中金岭南营业收入占公司有色业务板块收入的75.00%。

中金岭南

2014年，中金岭南实现营业总收入和利润总额分别为246.09亿元和6.13亿元，较上年分别增长了16.29%和28.44%。

资源储量方面，中金岭南在国内拥有广东凡口铅锌矿和广西盘龙铅锌矿（权益75%），国外拥有澳大利亚子公司Perilya Limited（权益52%）在澳洲控制Broken Hill铅锌矿、Mount Oxide铜钴矿等矿区，在美洲拥有Cerro de Maimón铜金银项目和两处镍、锂资源探矿权。此外，其参股项目（权益40%）在爱尔兰还拥有5个探矿权。

中金岭南以铅锌生产为主业，主要产品包括铅锌精矿、铅锌冶炼产品等。销量方面，2014年中金岭南铅锌精矿和铅锌冶炼产品销售量分别为32.01万吨和25.18万吨，分别同比增长3.73%和下降17.93%，产量方面，2014年铅锌精矿和铅锌冶炼产品生产量分别为31.97万吨和25.02万吨，分别同比增长5.03%和同比下降16.82%。

广晟有色

除中金岭南外，公司下属另一家有色经营主体广晟有色金属股份有限公司（以下简称“广晟有色”）拥有对广东省8家稀土公司和全部4个稀土采矿权证以及粤东地区的5座钨矿资源的控制权，广晟有色钨精矿年产能为2460吨，钼精矿年产能约110吨，稀土精矿年产能可达2160吨，稀土分离能力7500吨/年，是广东省唯一合法稀土采矿企业和最大的稀土生产企业。

2014年，广晟有色实现营业收入和利润总额分别为26.21亿元和0.46亿元，分别同比增长了63.81%和167.65%。

总体看，跟踪期内，受有色金属行业景气

度下滑影响，公司有色金属板块毛利率出现下降。

其他业务板块

电子信息板块方面，2014年，公司电子信息板块实现营业收入34.84亿元，同比增长8.54%，电子信息板块毛利率为19.03%，较2013年的16.58%有所上升。

公司从事电子信息业务的主要是广东风华高新科技股份有限公司（以下简称“风华高科”），2014年风华高科营业收入和利润总额分别为22.48亿元和1.16亿元，分别同比增长了0.77%和6.98%。

风华高科是目前国内片式元器件规模最大、元件产品系列配套最齐全的具备国际竞争力的电子元件企业，MLCC及片式电阻器全球十大企业之一。

跟踪期内，风华高科主营产品电子元器件保持平稳发展，2014年实现销售量和产量分别为1506.81亿只和1562.93亿只，分别同比增长19.41%和23.01%。

总体看，跟踪期内，电子信息板块经营情况保持相对稳定。

建筑房地产板块方面，2014年公司建筑房地产板块实现营业收入58.99亿元，同比下降14.99%，建筑房地产板块毛利率为17.41%，较2013年的12.77%有所上升。

八、财务分析

公司提供的2014年财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

2014年，公司合并范围子公司40家，其中新纳入合并范围的子公司24家，不再纳入合并范围的原子公司17家，对财务可比性产生一定影响。

截至2014年底，公司（合并）资产总额1002.69亿元，所有者权益合计325.48亿元（包

含少数股东权益 115.70 亿元)；2014 年，公司实现营业收入 422.31 亿元，利润总额 7.86 元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1044.97 亿元，所有者权益合计 355.34 亿元（包含少数股东权益 126.57 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 74.97 亿元，利润总额 0.29 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 422.31 亿元，同比增长 5.14%，主要系有色金属板块业务增加所致；公司营业利润率为 9.53%，较 2013 年的 9.68% 无明显变化。

期间费用方面，跟踪期内，公司期间费用有所上升，2014 年公司期间费用率为 12.88%，较上年增加 1.38 个百分点，主要系财务费用的快速上升所致。

跟踪期内，公司营业利润快速下降，2014 年为 3.14 亿元，下降原因主要系受公司有息债务的增加，公司利息支出上升较快，导致财务费用大幅增长所致。2014 年公司利润总额 7.86 亿元，同比下降 52.31%。非经营性损益方面，2014 年，公司获得投资收益 19.10 亿元，同比下降 3.71%，主要为处置长期股权投资产生的投资收益，其中转让广州中璟慧富房地产开发有限公司取得投资收益 4.55 亿元；转让广州数码技术有限公司股权取得投资收益 4.47 亿元；红岭集团转让宝安 22 区旧改项目股权取得投资收益 0.56 亿元。2014 年，公司获得营业外收入 5.74 亿元，主要为政府补助收益 1.94 亿元及中金岭南下属企业深圳华加日铝业有限公司收到关于马家龙工业区城市更新项目的拆迁补偿款 2.96 亿元。总体看，公司非经常性损益对利润总额贡献大。

从盈利指标看，2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.41% 和 2.43%，较上年下降 0.51 和 2.43 个百分点，公司整体盈利能力有所下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 74.97

亿元，利润总额 0.29 亿元，公司营业利润率为 17.59%，营业利润率较 2014 年上升较快。

总体看，跟踪期内，受公司主业有色金属行业景气度下降影响，公司盈利能力有所下滑。公司利润主要来源于投资收益，若剔除投资收益等非经常性损益影响，公司出现经营亏损。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2014 年，公司销售商品、提供劳务收到现金为 441.90 亿元，同比增长 4.91%；经营活动现金流入量为 517.47 亿元，同比上升 3.67%。2014 年公司经营活动产生的净现金流为 9.94 亿元，同比下降 72.82%。主要系往来款净流入减少所致。

收入实现质量方面，2014 年公司现金收入比为 104.64%，与去年基本持平。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动现金流入为 39.23 亿元，同比增长 37.36%，主要为收到其他与投资活动有关的现金。公司投资活动现金流出为 44.26 亿元，同比下降 16.41%。2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，为 -5.02 亿元。

筹资活动方面，跟踪期内，随着公司资金需求的增加，公司筹资活动现金流入快速增长。2014 年，公司筹资活动产生的现金流入 405.79 亿元，同比上升 69.32%，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动产生的现金流出 388.52 亿元，同比上升 62.88%；公司筹资活动产生的现金流量净额为 17.27 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.93 亿元、-1.86 亿元和 5.40 亿元。

收入实现质量方面，2015 年 1~3 月，公司现金收入比 97.20%，较 2014 年降低了 7.44 个百分点，获现能力有所减弱。

总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，公司投资规模有所减少，外部融资需求有所降低。

3. 资本及债务结构

资产方面,截至2014年底,公司资产总额合计1002.69亿元,同比增长13.88%,从资产结构看,2014年底流动资产占34.40%,非流动资产占65.60%,公司资产以非流动资产为主。

2014年底,公司流动资产合计344.90亿元,同比增长9.28%,主要增长来自于货币资金和其他应收款,非流动资产合计657.79亿元,同比增长16.45%,增长主要来自于可供出售金融资产、固定资产和无形资产。

截至2014年底,公司货币资金112.48亿元,同比增长20.36%,主要为银行存款构成,公司货币资金中,受限货币资金为13.89亿元,受限比率12.35%。

跟踪期内,公司预付款项大幅下降,主要系预付工程款减少所致,截至2014年底,公司预付款项31.86亿元,同比下降38.76%,从账龄来看,账龄在1年以内的预付款项占46.41%,1~2年的占16.44%,2~3年的占20.00%,3年以上的占17.15%

截至2014年底,公司其他应收款为73.63亿,同比上升45.53%,主要系应收中国有色金属工业广州公司、广东省冶金工业总公司招待所等公司款项。账龄方面,1年以内的其他应收款占75.14%,1~2年的占10.82%,2~3年的占6.30%,3年以上的占7.74%。公司其他应收款按组合计提坏账准备占98.49%,共计提坏账准备6.97亿元。

跟踪期内,公司存货小幅增长,截至2014年底,公司存货账面余额90.07亿元,主要由原材料、自制半成品及在产品、库存商品和工程施工产生的已完工未结算款组成。公司共计提存货跌价准备2.67亿元,计提比率2.96%。

跟踪期内,公司非流动资产快速增长,截至2014年底,公司非流动资产合计657.79亿元,同比增长16.45%,主要为可供出售金融资产、固定资产和无形资产的增长。

截至2014年底,公司可供出售金融资产224.70亿元,同比增长24.11%,主要为采用成本计量的可供出售权益工具的增长。公司长期股权投资36.17亿元,主要为对茂名市金晟矿业有限公司、南方联合产权交易中心有限责任公司等企业的投资。

截至2014年底,公司固定资产原值193.98亿元,主要为房屋、建筑物和机械设备,2014年公司共计提固定资产折旧79.80亿元,计提固定资产减值准备4.62亿元。截至2014年底,公司固定资产账面价值109.56亿元,同比增长42.33%。

截至2014年底,公司在建工程为69.26亿元,同比下降39.85%,下降原因主要是2014年部分项目完成转入固定资产以及高速公路特许经营权转入无形资产。

截至2014年底,公司无形资产账面价值合计163.26亿元,同比增长52.85%,增长原因主要系特许权的增加,2014年,公司无形资产累计摊销17.87亿元,计提减值0.12亿元。

截至2015年3月底,公司资产总额1044.97亿元,其中流动资产占34.90%,非流动资产占65.10%。

总体看,公司资产以非流动资产为主,流动资产中现金类资产占比高,非流动资产中可供出售金融资产占比较高。整体资产构成符合行业经营特点,资产质量较好。

所有者权益方面,截至2014年底,公司所有者权益合计325.48亿元,同比增长16.63%,主要系资本公积中的资本溢价增加所致,归属母公司所有者权益合计209.78亿元,其中股本占47.67%,资本公积占21.57%,所有者权益中股本与资本公积占比较大,权益稳定性较好。2015年3月底,所有者权益合计355.34亿元,总体看,跟踪期内,公司所有者权益有一定增长,所有者权益稳定性较好。

跟踪期内,公司负债有所增长,截至2014年底,公司负债总额合计677.21亿元,同比增长12.60%,从债务结构看,流动负债和非流动

负债分别占 43.72%和 56.28%，公司债务结构以非流动负债为主。

流动负债方面，截至 2014 年底，公司流动负债合计 296.04 亿元，同比下降 8.14%，主要为短期借款和一年内到期的非流动负债下降所致。

跟踪期内，公司短期借款有所减少，截至 2014 年底，为 71.93 亿元，同比下降 37.37%，其中信用借款占 51.99%，保证借款占 17.64%，抵质押借款占 30.37%。

截至 2014 年底，公司应付账款 35.34 亿元，同比增长 16.74%，账龄在 1 年以内的应付账款占 79.63%，1~2 年的占 8.32%，2~3 年的占 6.06%，3 年以上的占 5.99%；

截至 2014 年底，公司预收款项 23.57 亿元，同比下降 12.94%，主要为未结算的工程款等。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 29.01 亿元，同比下降 54.04%，主要为一年内到期的长期借款（占 64.25%）和一年内到期的应付债券（占 34.47%）。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 60.54 亿元，同比增加 40.89%，主要为应付股权转让和应付履约保证金等。

截至 2014 年底，公司其他流动负债 50.02 亿元，同比增长 142.61%，主要系 2014 年发行的两期共 50 亿短期融资券所致，该项债务在计算时已经调入短期债务以及全部债务。

跟踪期内，公司非流动负债快速增长，截至 2014 年为 381.17 亿元，同比增长 36.55%，主要源自长期借款和应付债券的增长。

截至 2014 年底，公司长期借款为 207.17 亿元，同比增长 26.31%，其中质押借款占 51.33%，抵押借款占 14.86%，保证借款占 26.02%，信用借款占 7.79%。

截至 2014 年底，公司应付债券 109.41 亿元，同比增长 52.97%，主要系 2014 年新发行的中期票据与私募债所致。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 689.64 亿元，其中流动负债和非流动负债分别

占 42.54%和 57.46%，非流动负债比重进一步上升。

有息债务方面，2014 年公司全部债务为 476.68 亿元，较上年增加 33.39 亿元，从债务指标看，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 67.54%、59.42%、49.39%，资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年有所下降，总体看公司有息债务规模增长幅度较小，长期债务占比提升，但受益于权益规模的增长，负债小幅下降。

截至 2015 年 3 月底，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 66.00%、54.95%和 47.83%，与 2014 年底相比均有所下降，公司整体债务负担较适宜。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年，公司流动比率和速动比率分别为 116.50%和 86.98%，较上年均有所提升；公司经营现金流流动负债比为 3.36%，较 2013 年有较大幅度下降；2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 124.28%和 92.42%，较 2014 年有所上升，总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2014 年公司 EBITDA 利息倍数为 1.81 倍，高于上年的 1.78 倍；全部债务/EBITDA 为 11.27 倍，高于上年的 10.67 倍；总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外提供担保。

截至 2015 年 3 月底，公司获得的银行综合授信额度 588.60 亿元，其中未使用额度 267.27 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司国内下属上市公司包括中金岭南、风华高科及广晟有色 3 家，直接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2015 年 7 月 30 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。

6. 抗风险能力

基于公司在广东省所处地位以及对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

7. 存续期债券偿还能力

“10广晟债”于2010年10月发行，2017年10月到期，发行额度12.00亿元。

公司近年来EBITDA波动下降，三年均值为“10广晟债”发行额度的3.55倍，2014年为3.52倍，EBITDA对“10广晟债”保障较好；近三年公司经营活动现金流入量与净流量对“10广晟债”的覆盖倍数三年均值为40.79倍和1.76倍，2014年公司经营活动产生现金流入量和净额为“10广晟债”发行额度的43.12倍和0.83倍，经营活动产生现金流入量对“10广晟债”保障能力强。整体看，公司经营活动现金流入量对“10广晟债”的保障能力强。

九、质押资产评估价值对“10广晟债”的保护情况

“10广晟债”采用质押担保形式，公司以其持有的中国电信股份中3.77亿的股份为“10广晟债”提供质押担保。2015年5月，中资资产评估有限公司对“10广晟债”的质押资产进行了跟踪评估，并出具了中资评报[2015]122号《广东省广晟资产经营有限公司企业债券（10广晟债）质押资产跟踪评估项目资产评估报告书》，评估结论如下：

本次评估以收益法得出的结果作为本报告的最终评估结果。在持续经营前提下，截至评估基准日2014年12月31日，中国电信股份有限公司净资产评估值为4021.39亿元人民币，按总股本809.32亿股计算，每股价值4.97元，较2013年评估的每股价值5.13元有所下降。

根据上述质押资产评估报告，截至2014年底，公司质押资产评估价值约为18.74亿元，是

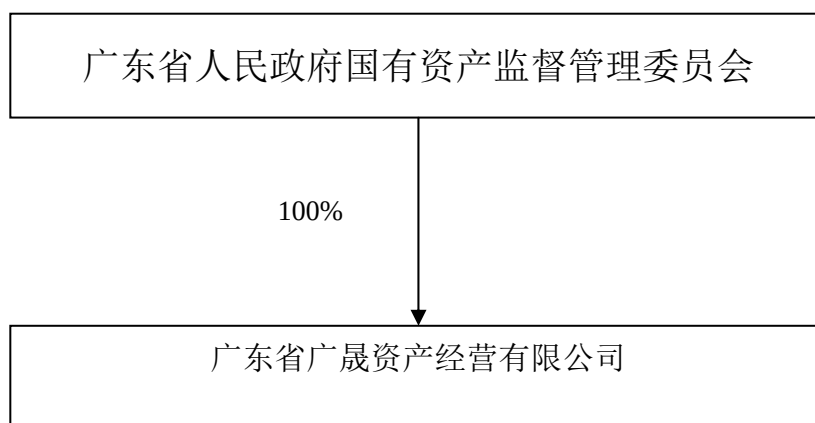
“10广晟债”本金和一年期利息总和的1.48倍，高于1.2倍的触发线，评估价值对“10广晟债”的覆盖程度较好。

总体看，跟踪期内，公司质押资产对“10广晟债”覆盖程度较好，有助于保证“10广晟债”本息偿还的安全性。

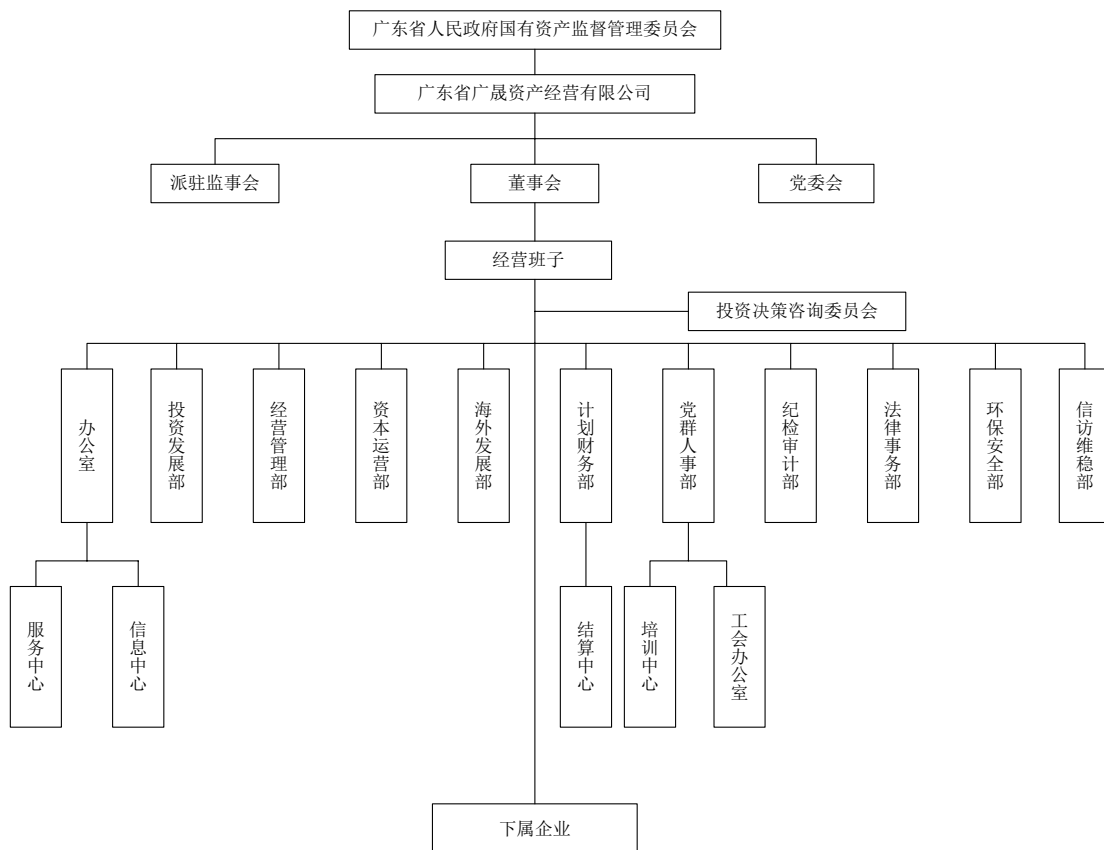
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“10广晟债”AAA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	76.78	99.09	120.21	121.94
资产总额(亿元)	752.38	880.49	1002.69	1044.97
所有者权益(亿元)	214.34	279.07	325.48	355.34
短期债务(亿元)	155.63	207.56	159.00	107.71
长期债务(亿元)	240.98	235.73	317.69	325.79
全部债务(亿元)	396.62	443.30	476.68	433.50
营业收入(亿元)	363.01	401.65	422.31	74.97
利润总额(亿元)	15.88	16.47	7.86	0.29
EBITDA(亿元)	44.75	41.54	42.28	--
经营性净现金流(亿元)	25.84	36.56	9.94	-0.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.63	14.37	14.19	--
存货周转次数(次)	3.48	4.45	4.50	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.46	0.45	--
现金收入比(%)	101.12	104.87	106.64	97.20
营业利润率(%)	13.40	9.68	9.53	17.59
总资本收益率(%)	5.47	5.12	3.41	
净资产收益率(%)	5.58	4.86	2.43	--
长期债务资本化比率(%)	52.93	45.79	49.39	47.83
全部债务资本化比率(%)	64.92	61.37	59.42	54.95
资产负债率(%)	71.51	68.31	67.54	66.00
流动比率(%)	112.45	97.93	116.50	124.28
速动比率(%)	78.38	73.07	86.98	92.42
经营现金流动负债比(%)	9.98	11.34	3.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.09	1.78	1.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.86	10.67	11.27	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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)
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	
总资本收益率	(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-营业税金及附加) / 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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动长期负债+应付票据
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级。