

广东省广物控股集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕5614号

联合资信评估股份有限公司通过对广东省广物控股集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定维持广东省广物控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 广物债 01/21 广控 01”和“22 广物 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年六月二十八日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受广东省广物控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

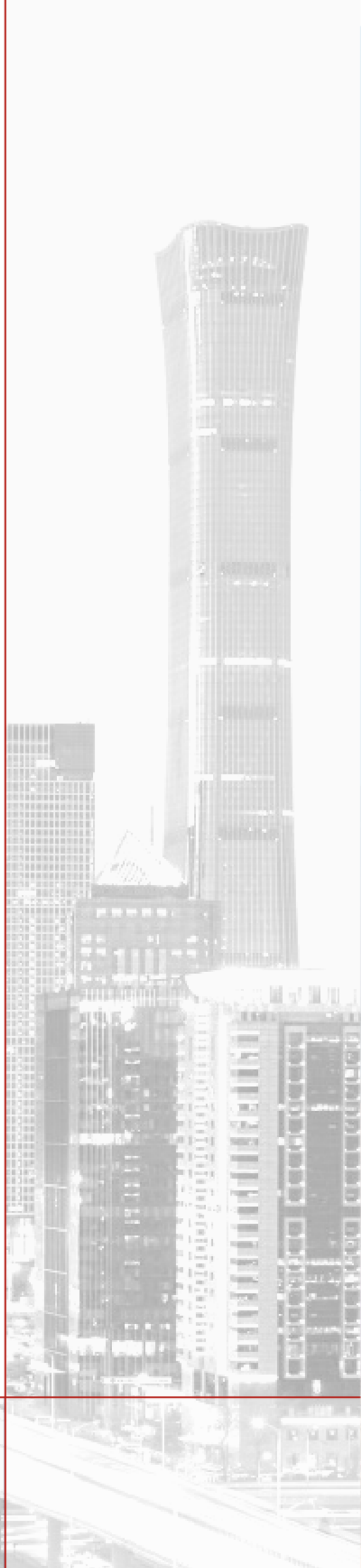
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



广东省广物控股集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
广东省广物控股集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/28
21 广物债 01/21 广控 01、22 广物 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”）被广东省人民政府定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商，区域重要性高。跟踪期内，公司治理结构和内部管理体系无重大变动；经营方面，公司保持商贸与物流、能源化工产品制造及产业园区投资、运营与管理为三大主业的经营格局，搭建起“上控资源、中联物流、下建网络”产业链体系，在区域行业地位、经营规模、自有品牌、优质土地资产等方面保持显著优势。2023 年，公司营业总收入在商贸与物流板块带动下持续增长，但汽贸业务经营业绩受传统燃油车需求不足及竞争激烈影响持续承压；重要参股公司宝武集团中南钢铁有限公司（以下简称“中南钢铁公司”）受益于处置资产，利润情况有所改善，其贡献的投资收益稳定性较弱。综合影响下，公司经营性利润同比下降，利润总额对非经常性损益存在依赖。财务方面，公司资产质量较好；债务负担较重；偿债能力指标表现良好。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入及资产划拨方面得到的政府支持力度大。

评级展望

鱼珠项目商业部分将于 2024 年投入运营，项目区位良好，有望产生稳定的租赁收益。公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，未来有望为公司带来一定资产增值收益。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，盈利能力及偿债能力大幅弱化；重要投资项目与预期盈利水平差异较大或受到各方面因素影响无法正常投产等；公司获得的股东及各方支持意愿显著减弱。

优势

- **跟踪期内，公司战略地位显著，政府支持力度大。**广东省人民政府将公司定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商，为支持公司转型发展，2020 年将中南钢铁公司 49% 股权无偿划转给公司，并多次对公司增资，公司资本实力不断提升。
- **公司优质土地资源丰富，对公司信用水平形成有力支撑。**公司作为经营历史悠久的国有企业，下属优质土地资源丰富。其中，鱼珠地块三旧改造项目商业部分计划于 2024 年投入运营，项目区位良好，有望产生稳定的租金流入。另外，部分土地储备未来将作为产业地产进行开发利用，拥有一定增值潜力。
- **中南钢铁公司与公司金属材料销售业务协同效应良好。**公司与中南钢铁公司合作组建广东广物中南建材集团有限公司，公司金属材料销售业务进一步向产业链上下游延伸，跟踪期内贸易量实现较快增长。

关注

- **公司部分控股产业经营承压。**受燃油车需求下降、汽车价格战等不利因素影响，公司汽车经销业务经营实体利润延续亏损态势；高分子材料业务盈利水平受原材料成本波动影响大，2021-2023 年经营实体净利润分别为 3.40 亿元、-6.08 亿元和 0.30 亿元
- **公司投资收益波动大。**中南钢铁公司作为公司重要的联营企业，其权益法核算的收益为公司投资收益重要来源。2023 年，公司确认中南钢铁公司权益法核算的投资收益 4.89 亿元（2022 年为 3.16 亿元）；2022 年受房地产市场景气度下行影响，建筑钢材价格大幅下滑，中南钢铁公司发生亏损。
- **在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金支出压力。**截至 2024 年 3 月底，公司主要在建项目揭阳新材料基地计划投资 68.30 亿元，已投资 3.06 亿元，未来存在较大资本支出需求。
- **公司债务负担较重。**随着聚丙烯二期项目建设投入，公司有息债务规模持续增长。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务合计 385.07 亿元，全部债务资本化比率提升至 65.41%。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 贸易行业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 贸易行业信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

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

主要财务数据

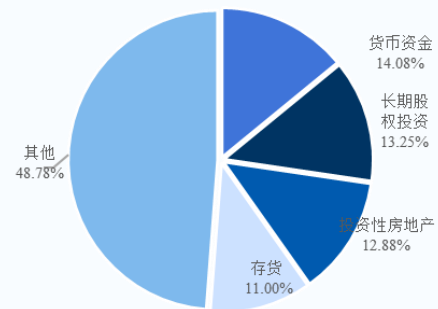
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	64.26	85.65	72.21
资产总额（亿元）	533.33	599.03	667.71
所有者权益（亿元）	185.39	188.62	203.61
短期债务（亿元）	130.18	215.43	224.49
长期债务（亿元）	141.10	124.43	160.57
全部债务（亿元）	271.27	339.86	385.07
营业总收入（亿元）	728.85	868.97	165.38
利润总额（亿元）	5.84	8.34	0.86
EBITDA（亿元）	22.00	23.80	--
经营性净现金流（亿元）	18.72	41.64	-9.51
营业利润率（%）	4.61	2.81	2.04
净资产收益率（%）	2.28	3.31	--
资产负债率（%）	65.24	68.51	69.51
全部债务资本化比率（%）	59.40	64.31	65.41
流动比率（%）	115.86	100.94	97.51
经营现金流动负债比（%）	9.78	15.53	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.40	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	12.33	14.28	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	290.26	314.60	300.12
所有者权益（亿元）	154.54	156.91	155.68
全部债务（亿元）	110.98	129.06	116.65
营业总收入（亿元）	18.49	0.24	0.05
利润总额（亿元）	12.65	5.56	-0.79
资产负债率（%）	46.76	50.12	48.13
全部债务资本化比率（%）	41.80	45.13	42.83
流动比率（%）	67.61	55.07	48.91
经营现金流动负债比（%）	17.95	5.25	--

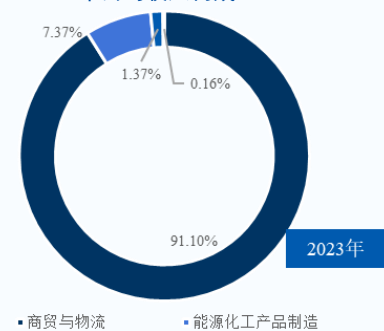
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 2021—2022 年末，公司所有者权益中包含其他权益工具 3.03 亿元；4. 合并口径其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款和长期流动负债中有息债务已计入长期债务和全部债务

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

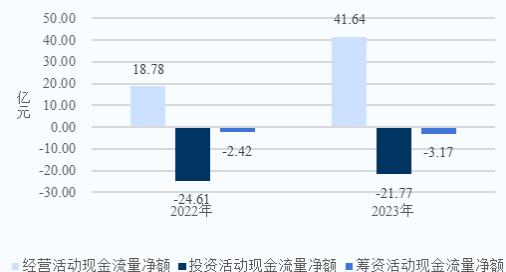
2023 年底公司资产构成



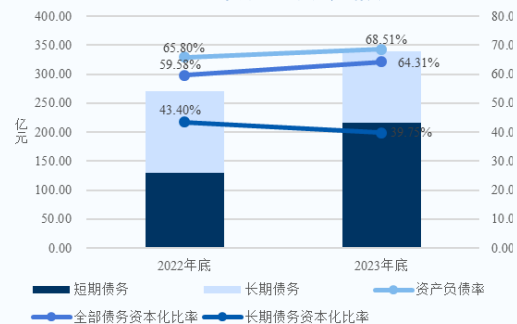
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
22 广物 01	10.00	10.00	2027/08/19	赎回，回售,调整票面利率，经营维持承诺
21 广物债 01/21 广控 01	15.00	15.00	2024/08/03	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 广物 01 21 广物债 01/21 广控 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/22	候珍珍 刘晓彤	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
22 广物 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/08/11	郭察理 邢 霖雪	贸易企业信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
21 广物债 01/21 广控 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/11	李明 黄冠嘉	贸易企业信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：候珍珍 houzz@lhratings.com

项目组成员：刘晓彤 liuxt@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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”）关于广东省广物控股集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1988 年 1 月，前身为 1951 年成立的广东省物资局，是经广东省人民政府批准设立的国有资产经营公司，属国有独资有限责任公司。2019 年 5 月，根据《广东省人民政府关于同意广物控股集团、商贸控股集团改革重组方案批复》（粤府函〔2019〕98 号），广东省人民政府将广东省商贸控股集团有限公司（以下简称“商贸控股集团”）重组并入公司，商贸控股集团注册资本 12.00 亿元转为公司实收资本。经多次增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本为 57.30 亿元，实收资本为 57.30 亿元，广东省人民政府持股 90%、广东省财政厅持股 10%，公司实际控制人为广东省人民政府，由广东省国资委履行出资人的权利和义务。

公司主营业务为汽车及配件业务、金属材料业务、燃料化工销售业务和产业运营与投资等，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部设有综合办公室（含董事会办公室、信息中心）、党群工作部（含党委办公室、工会办公室）、人力资源部、战略创新部、资本运营部、经营管理部、安全管理部、财务资金管理部（含结算中心）、法律事务部、审计部和纪检监察室等职能部门，并且建立了较为完善合理的管理和内部控制制度。截至 2023 年底，公司合并范围内拥有二级子公司 17 家，合并范围在职人员 9590 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 599.03 亿元，所有者权益 188.62 亿元（含少数股东权益 30.28 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 868.97 亿元，利润总额 8.34 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 667.71 亿元，所有者权益 203.61 亿元（含少数股东权益 44.44 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 165.38 亿元，利润总额 0.86 亿元。

公司注册地址：广东省广州市越秀区北较场横路 12 号；法定代表人：方启超。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，跟踪期内已按时付息。

图表 1 • 截至 2024 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
22 广物 01	10.00	10.00	2022/08/19	5（3+2）年
21 广物债 01/21 广控 01	15.00	15.00	2021/08/03	3 年
合计	25.00	25.00	--	--

资料来源：联合资信根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信

心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见《[2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望](#)》。

（2）汽车经销行业

2023 年，汽车产业链、供应链加速恢复，汽车消费快速回归，但需求端在年初的快速恢复后，长期处于缓慢复苏状态，新能源汽车作为推动行业增长的核心力量之一，其市占率的快速提升加大了以传统燃油车为主的汽车经销企业经营压力。此外，汽车产业在产能释放过度与需求相对不足的主要矛盾下，市场供需失衡触发“价格战”，汽车经销行业未来将在产品变革加速和市场竞争加剧的双重压力下不断调整。

2023 年，中国汽车产销累计完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，比上年分别增长 11.6% 和 12%，产销量双双突破 3000 万辆，创造了新的历史记录。2024 年 1—3 月，中国汽车产销分别完成 660.6 万辆和 672 万辆，同比分别增长 6.4% 和 10.6%，汽车产销增长态势仍在持续；2023 年中国机动车保有量达 4.35 亿辆，其中汽车 3.36 亿辆，较去年同期增加 0.17 亿辆，汽车保有量持续提升。自主品牌、新能源汽车和出口三大领域成为推动行业增长的核心力量；在新能源汽车的持续突飞猛进下，中国整体乘用车市场呈高速增长态势。从细分市场情况来看，2023 年，中国乘用车产销累计完成 2612.4 万辆和 2606.3 万辆，比上年分别增长 9.6% 和 10.6%，乘用车产销量创历史新高；中国品牌乘用车合计销量达到 1459.6 万辆，同比增长 24.1%，市场份额升至 56%。2024 年 1—3 月，乘用车产销分别完成 560.9 万辆和 568.7 万辆，同比分别增长 6.6% 和 10.7%。新能源汽车方面，2023 年，中国新能源汽车产销量分别达 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场占有率达 31.6%，高于上年同期 5.9 个百分点。2024 年 1—3 月，新能源汽车产销分别完成 211.5 万辆和 209 万辆，同比分别增长 28.2% 和 31.8%。新能源汽车市占率的持续扩大，使得以传统燃油车为主的汽车品牌及经销商受到较大经营压力。

2023 年，汽车产业竞争持续加剧，为在竞争中保持或增加市场份额，汽车厂商普遍采取了以价换量的策略，年内爆发“价格战”。2023 年 3 月，部分厂商率先启动非理性促销，随后卷入“价格战”的厂商持续增加，竞争日益激烈，使得汽车行业全年都面临价格竞争的压力。一些竞争力较弱的汽车品牌被加速淘汰出局，市场结构随之加速调整。在此背景下，汽车经销商的利润空间被进一步压缩，资金和运营压力随之增大，导致经营压力及风险增加。根据汽车流通协会的统计，2023 年经销商的亏损的比例为 43.5%，37.6% 的经销商实现盈利。

作为国民经济的重要支柱产业，中央、地方政府、车企陆续出台刺激汽车消费的政策。2023 年 7 月，国家发改委、工业和信息化部、公安部等 13 部门发布《关于促进汽车消费的若干措施》，进一步稳定和扩大汽车消费，优化汽车购买使用管理制度和市场环境，更大力度促进新能源汽车持续健康发展。2024 年 4 月 26 日，商务部财政部等 7 部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，自本细则印发之日起至 2024 年 12 月 31 日期间，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前（含当日）注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7000 元。地方政府积极推动以旧换新，补贴金额根据报废车辆年限、换购新车类型、价格有所差异。车企积极响应号召，部分车企购车补贴活动力度大，整体市场竞争加剧。

汽车经销企业方面，国内各大经销商均有自身根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位，主要包括以广汇汽车为代表的全线品牌型，国机汽车股份有限公司、中升集团控股有限公司为代表的中高端品牌型，利星行汽车为代表的单一品牌型，物产中大圆通汽车有限公司为代表的本地主力型等。2023 年，中国汽车经销商行业集中度进一步提高，优势资源逐步向头部企业靠拢，规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力。由于在整车及零配件采购时，经销商一般需要全额支付价款，资金占用压力较大，具备规模效益的经销商在市场及信贷环境波动的情况下，能够体现出更强的抗风险能力，行业整合将成为未来的发展趋势。

图表 2 • 2023 年中国汽车经销商集团前十名企业

排名	集团名称	营业总收入（亿元）	汽车总销量（台，含二手车）
1	中升集团控股有限公司	1,792.90	665,679
2	广汇汽车服务集团股份公司	1379.98	713,467
3	利星行汽车	941.11	242,977
4	永达集团	830.51	286,957
5	恒信汽车集团股份有限公司	796.28	399,172
6	安吉汽车	734.12	557,630
7	物产中大元通汽车有限公司	527.47	302,704
8	北京北汽鹏龙汽车服务贸易股份有限公司	510.02	102,569
9	大昌行汽车控股集团有限公司	450.32	157,287
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	438.57	106,819

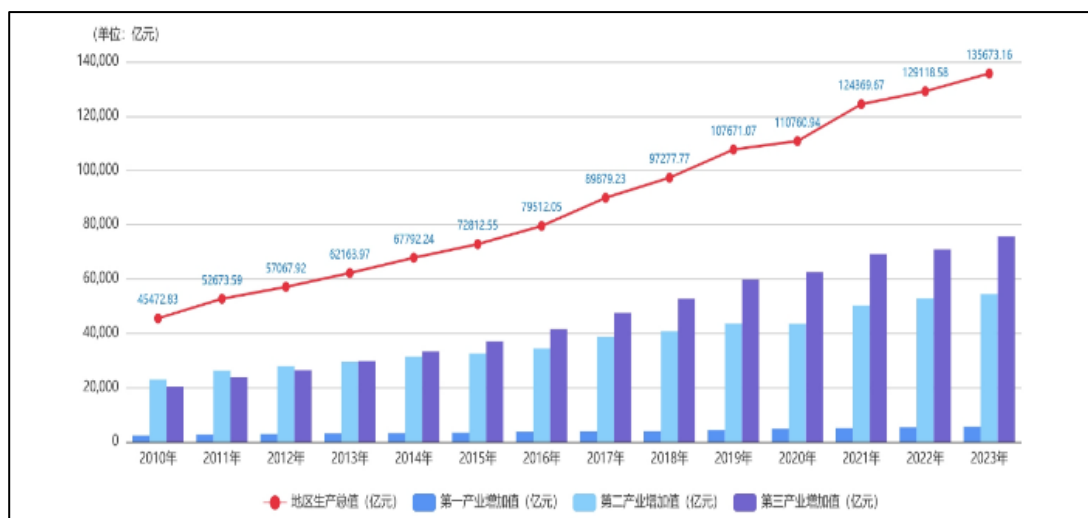
资料来源：中国汽车流通协会

2 区域环境分析

广东省区域经济持续增长，公司外部发展环境良好。

2023 年，广东省区域经济持续增长，财政税收运行稳健。根据《2023 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2023 年广东实现地区生产总值（初步核算数）135673.16 亿元，比上年增长 4.8%。其中，第一产业增加值 5540.70 亿元，增长 4.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 4.4%；第二产业增加值 54437.26 亿元，增长 4.8%，对地区生产总值增长的贡献率为 40.0%；第三产业增加值 75695.21 亿元，增长 4.7%，对地区生产总值增长的贡献率为 55.6%。三次产业结构比重为 4.1:40.1:55.8。2023 年，广东省全省地方一般公共预算收入 13851.30 亿元，增长 4.3%。其中，税收收入 10242.55 亿元，增长 10.3%。全年地方一般公共预算支出 18510.90 亿元，增长 0.01%。

图表 3 • 2010—2023 年广东地区生产总值及三大产业增加值



资料来源：广东省人民政府官网数据发布专栏，联合资信整理

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商，已形成以生产性服务业、产业地产和先进石化相关产业为主，集流通和制造联动的业务格局，在区域行业地位、自有品牌、物流资源等方面具备显著优势，并在历史经营过程中积累了优质的土地资产。公司本部过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、股权结构未发生变化。

公司在大宗商品供应链领域深耕多年，是国家商务部、发改委、财政部、中国人民银行、国家税务总局等八部委联合确定的国家重点培育的 20 家流通领域大集团之一。经过多年的发展，公司成为经营规模位居广东流通业第一、全国前列的现代大型流通企业。

业务布局方面，公司金属材料业务分布以广东省为主要市场，同时覆盖长三角、环渤海经济区，并逐步开拓东北、西北等国内市场及东南亚、欧美等国际市场。汽车零售业务已建立起了以珠三角地区为核心、辐射全国的销售网络，是华南地区经营规模及销售额最大的汽车销售及服务连锁企业。

上下游渠道及资源整合方面，公司在金属矿产、能源化工等产业链均积累了一批优质的央国企合作方，与上下游客户、资金提供方、技术支持方、物流服务商等形成了紧密的合作关系，积累了丰富的产业资源、信息资源、物流资源和金融资源，构建了成熟稳定的货源渠道和销售网络。

物流配套资源方面，公司以“码头+园区，铁路+园区”为核心功能模式，主要经营大宗商品仓储物流、码头集装箱、中欧班列、市场物业出租、驻外监管、仓单质押等业务，形成了服务于实体经济的第三方物流服务品牌优势和客户资源优势。公司货运码头、铁路专用线和大型起重机械资源设备丰富，货运码头总占地面积近 7.9 万平方米，其中露天货场约 13 万平方米，集装箱堆场约 6 万平方米，室内仓约 3.8 万平方米，并配有海关、检验检疫联检大厅、海关监管场地面积约 4.5 万平方米。截至 2023 年底，公司在广州、东莞麻涌、沙田等地布局码头 5 个、泊位 16 个，最大设计靠泊能力达 7 万吨，码头岸线总长约 5km。公司 3 条铁路专用线总长 1.88km，与广深、京九铁路相接，各码头、物流基地的年货吞吐量近 1830 万吨，是广州地区最大的建筑钢材交易市场，是各合作银行分支行的“货权仓单质押指定监管单位”。

此外，作为经营历史悠久的国有企业，公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，未来有望带来一定资产增值收益。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2024 年 6 月 19 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清信贷信息中，有 4 笔不良类短期借款，系银行内部系统升级，将历史贷款重新分类所致。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 25 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

跟踪期内，公司主要管理制度无变化。2024 年 1 月，公司任命贾颖伟及马爱丽为专职外部董事，2024 年 6 月，公司任命谢永生为党委委员、副总经理。

谢永生先生，1970 年 7 月出生，中共党员。历任广物金属党委书记、董事长、总经理、法定代表人。现任公司党委委员、副总经理。

除此以外，公司董事、监事及高管人员均未发生重大变更。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入同比稳定增长；受低毛利率的金属材料销售业务拓展较快影响，公司综合毛利率有所下降。此外，参股企业贡献的投资收益对利润形成有益补充，但稳定性易受宏观经济等外部因素影响。

公司主营业务分为商贸与物流、能源化工产品制造及产业园区投资、运营与管理三大板块，商贸与物流业务收入占营业总收入比重约 90%。2023 年，公司商贸与物流业务收入同比增长 22.76%，主要系广物中南建材与宝武集团深度合作，钢材销售收入大幅增长所致；随着聚丙烯二期工程投入试运营，丙烷产量及收入增长，能源化工产品制造业务收入同比增长 31.11%；产业园区投资、运营与管理收入同比下降 56.71%，主要系土地收储收入下降所致。

2023 年，商贸与物流板块毛利润同比下降，主要系钢材金属材料业务毛利率水平受市场行情影响导致毛利率下降；受益于原材料成本下降，以聚丙烯生产业务为主的能源化工产品制造板块毛利润同比扭亏；产业园区投资、运营与管理板块受收储收入减少影响毛利润同比下降。同期，公司营业毛利率呈下降趋势，2023 年为 2.96%，同比减少 1.86 个百分点。

2024 年一季度，公司营业总收入同比增长 8.08%，其中商贸与物流板块同比增长 28.17%。受聚丙烯销售价格下降影响，高分子材料业务一季度发生亏损，受此影响，公司营业毛利率同比降低 1.15 个百分点。

图表 4 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 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
商贸与物流	591.15	88.34%	2.88%	644.90	89.26%	2.11%	791.68	91.10%	1.68%	145.81	88.17%	2.42%
能源化工产品制造	58.04	8.67%	13.06%	48.86	6.76%	-3.83%	64.06	7.37%	6.01%	17.31	10.47%	-5.66%
产业园区投资、运营与管理	17.99	2.69%	36.87%	27.51	3.81%	81.22%	11.91	1.37%	64.89%	2.02	1.22%	49.50%
其他	2.01	0.30%	41.96%	1.20	0.17%	62.44%	1.33	0.15%	59.60%	0.24	0.15%	50.00%
合计	669.19	100%	4.79%	722.47	100%	4.82%	868.97	100%	2.96%	165.38	100%	2.22%

注：此表 2022 年营业总收入合计数与报告中 2022 年营业总收入差异系审计调整所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2023 年末，公司合并口径资产、所有者权益、营业总收入和净利润构成中，控股上市主体贡献的比例分别为 69.40%、82.71%、89.00% 和 67.63%。其中，商贸板块为公司核心收入来源，广物中南建材、广东广物国际能源集团有限公司（以下简称“广物能源”）及广物汽贸股份有限公司（以下简称“广物汽贸”）收入贡献占公司合并口径营业收入的比例为 80% 左右；能源化工产品制造为公司第二大收入板块，收入来源为控股上市公司巨正源股份有限公司，收入占公司合并口径营业收入的比例为 7% 左右；广东省物资产业（集团）有限公司（以下简称“广物物产”）为公司利润的主要来源，收入构成主要为物业租赁收入 2.29 亿元、园区开发运营收入 1.16 亿元及营业外收入（2.88 亿元其他应付款胜诉后转入营业外收入）。

此外，公司投资收益主要来自参股公司中南钢铁公司贡献的权益法核算的长期股权投资收益，2023 年，公司确认投资收益 4.89 亿元，收到分红 7724.00 万元，投资收益波动大。

图表 5 • 2023 年（末）公司主要经营主体财务概况（单位：亿元）

企业名称	所属业务板块	持股比例	是否上市/发债	资产总额	所有者权益	营业总收入	2023 年净利润	2022 年净利润
广物物产	物流及其他业务	100.00%	否	117.33	89.48	5.99	5.17	1.90
巨正源股份有限公司	燃料化工业务	39.74%	是	104.22	25.58	64.06	0.30	-6.08
广物汽贸	汽车及配件业	100.00%	否	80.36	7.12	150.79	-2.32	-2.96
广东广物金属产业集团有限公司	金属材料业务	96.88%	否	30.68	9.39	24.43	0.28	0.43
广物能源	燃料化工业务	100.00%	否	37.15	9.94	157.49	0.43	0.49
广物中南建材	金属材料业务	59.87%	否	46.01	14.49	370.66	0.36	0.59
控股主体小计	--	--	--	415.75	156.00	773.42	4.22	-5.63
合并口径	--	--	--	599.03	188.62	868.97	6.24	4.23

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(1) 商贸与物流

公司贸易业务模式以内贸为主，贸易品种主要为汽车以及金属材料、燃料等大宗商品。2023 年，受益于中南钢铁公司与公司金属材料销售业务协同效应，公司贸易业务规模保持增长，上下游集中度低，毛利率水平受金属材料业务影响同比下降。

公司贸易品种主要为大宗商品和汽车，贸易品类丰富。2023 年，公司持续深化同宝武钢铁合作，钢材贸易销售收入及贸易量均快速增长，其中钢材销售收入增长 15.56%至 281.14 亿元，钢材贸易量同比增长 30.22%；燃料化工板块业务因拓展石油及化工产品销售及金属铁矿产品销售，营业总收入同比增长 38.05%至 213.82 亿元。

图表 6 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司主要商贸业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
汽车贸易	192.44	5.33%	171.77	3.50%	151.20	6.14%	36.59	7.45%
金属材料贸易	298.92	0.74%	316.28	0.74%	370.64	0.61%	58.64	1.08%
绿色建材贸易	1.78	3.23%	13.81	4.89%	24.38	5.76%	4.84	4.22%
燃料化工业务	134.84	1.08%	154.89	0.8%	213.82	0.88%	35.71	1.53%

注：本表与营业总收入构成表中商贸与物流合计数不同，主要系统计口径差异，本表中部分业务未合并抵消所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

汽车贸易

公司汽车及配件销售业务由广物汽贸负责运营。广物汽贸在全国范围内共有超过 200 个销售网点，以自建、联营等方式控制的 4S 店共计 134 家，其中广东省内（含广州市）117 家，广东省外 17 家；经销的中外汽车品牌有五菱、上海大众、广汽本田、广汽丰田、凯迪拉克、奥迪等约 49 个，以中低端燃油车为主，其中代理凯迪拉克及奥迪品牌在广州市的销售占比为 55%和 30%。此外，广物汽贸为重庆长安、五菱的省级区域总经销商。

整车采购方面，各品牌汽车制造商对单个 4S 店提出商务计划，公司 4S 店与对应品牌汽车制造厂商签订年度商务计划，将全年指标分割成各月并制定当月采购计划，汽车制造厂商根据各车型产能以及 4S 店上月实际销售情况调整各月实际采购数量。在完成厂家的商务计划后，厂家予以额外的厂家返利。从结算方式来看，公司对上游供应商一般采用现金和银行承兑汇票支付，银承期限为 2~6 个月。

公司汽车销售主要通过区域代理（以销定进）和 4S 店两种渠道进行，即批发和零售两种模式，其中零售模式销售占比在 85%以上。区域总代理（以销定进）模式下，广物汽贸主要业务是向下一级经销商批发车辆，兼营对私零售（占比低于 10%）。广物汽贸在与下一级经销商结算过程中主要采取预收现金或者银承方式，以降低交易风险。

2023 年，受传统燃油车需求下降及竞争加剧影响，广物汽贸汽车贸易业务收入同比下降，净利润为-2.32 亿元（2022 年为-2.96 亿元）。近年来，广物汽贸逐步向新能源汽车销售及服务战略转型，同时推进品牌结构调整，通过关停并转门店资源开拓新能源品牌，完成华为问界、阿维塔、长安等新能源汽车授权，后续业绩改善情况有待关注。

金属材料贸易

公司金属材料贸易业务主要由广物中南建材运营，贸易品种主要为钢材等黑色金属，广物中南建材依托中南钢铁公司各钢铁基地，开展金属材料业务。销售模式方面，公司金属材料贸易主要采用自营和协议两种经营模式；2023 年，自营模式收入约占 6%，协议模式收入约占 94%。

自营模式下，公司采用“供应终端客户和重点工程类”与“市场批发零售类”相结合的模式，根据市场价格、下游企业议价能力以及公司资金周转情况确定销售价格。市场批发零售类价格随行就市，一般采用先款后货的结算方式，货物可由客户自提、公司承运或厂家配送。价格波动风险控制方面，自营模式下公司主要采取套期保值、与上游/下游签订背靠背价格结算条款、提高重点基建工程类客户销售比重等措施。供应终端客户和重点工程类，公司参与项目公开招标或邀标，在中标后获得对重点工程项目的物资供应权。货物流转一般采用公司承运或厂家直供，由工程授权签收人确认后完成货物交接，结算采用赊销或预收方式进行，在约定结算期内收回货款；获得物资供应权后，公司通过自身的渠道优势，在符合工地要求的情况下，通过组合不同品牌、网价、物流运距等选择自身成本最低的物资进行供应。目前国家正大力推进粤港澳大湾区建设，在工程招投标方面，公司不断强化自身工程服务能力，持续深化与广东省建筑工程集团有限公司、中国建筑集团有限公司、中国中铁股份有限公司和中国交通建设股份有限公司等单位合作，推进重点工程业务。

协议模式主要包括分销、以销定进、联合销售和终端项目模式。协议模式是公司通过收集下游经销商订货需求，向供应商大批量采购，提高议价能力。

受益于公司参股中南钢铁、积极推进经营模式的转型升级，加深与宝武钢铁的合作，2023 年，公司金属材料贸易量及贸易收入规模快速增长。毛利率方面，受地产行业景气度影响，钢材市场消费端需求不足，钢厂盈利承压压缩下游贸易商盈利水平，公司金属材料业务毛利率水平同比下降。

图表 7 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司金属材料业务板块贸易品种收入占比及毛利率情况

贸易品种	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入占比	销售量 (万吨)	毛利率	收入占比	销售量 (万吨)	毛利率	收入占比	销售量 (万吨)	毛利率	收入占比	销售量 (万吨)	毛利率
钢材	48.65%	314.17	1.38%	76.93%	622.67	0.82%	75.86%	810.86	0.51%	76.62%	122.22	0.94%
铁矿石	31.20%	433.63	0.11%	18.66%	741.28	0.15%	16.04%	697.81	0.24%	9.75%	65.70	1.14%
其他有色金属	20.15%	15.78	0.15%	3.11%	34.28	1.74%	0.00%	-	-	0.00%	-	-
其他黑色金属	0.00%	-	-	1.30%	0.33	1.76%	8.10%	187.28	2.31%	13.62%	44.85	1.81%
合计	100.00%	763.58	0.74%	100.00%	1,398.56	0.74%	100.00%	1,695.95	0.61%	100.00%	232.77	1.08%

资料来源：联合资信根据企业提供资料整理

从结算方式看，上下游对公司资金存在占用。金属材料销售业务采购采取先款后货、现款现货，采购账期为约 10 天，下游结算以款到发货为主，平均货款回收账期约 13 天。从客户结构和上下游集中度来看，公司上下游客户类型以国企为主，也包括长期合作、信誉良好的民营企业，上下游客户集中度较低，对重庆钢铁股份有限公司采购及销售额最高，交易金额占比分别为 17.86%和 20.38%，存在一定依赖。

图表 8 • 2023 年金属材料销售前五大供应商及客户情况（单位：亿元）

供应商	采购金额	占比	下游客户	销售金额	占比
重庆钢铁股份有限公司	65.98	17.86%	重庆钢铁股份有限公司	75.55	20.38%
吉林吉钢钢铁集团福钢金属制造有限公司	23.01	6.23%	吉林吉钢钢铁集团福钢金属制造有限公司	14.14	3.82%
武钢集团昆明钢铁股份有限公司	21.18	5.73%	深圳市华美盛业投资发展有限公司	11.28	3.04%
广东中南钢铁股份有限公司	21.04	5.70%	首钢水城钢铁（集团）有限责任公司	10.83	2.92%
玉溪新兴钢铁有限公司	17.63	4.77%	玉溪新兴钢铁有限公司	10.66	2.88%
合计	148.85	40.29%	合计	122.47	33.04%

注：公司与部分交易对手存在互为上下游情况，主要原因是：1. 公司围绕宝武中南钢铁生产基地提供供应链集成服务，包括为生产基地供应铁矿石、焦炭等原材料，同时利用我司销售渠道将基地的成品钢材销往市场，上图表中重庆钢铁股份有限公司、武钢集团昆明钢铁股份有限公司等均为宝武中南钢铁生产基地之一，公司向其供应铁矿石等原材料，又向其采购螺纹钢等成品钢材，采购与销售为不同品种的商品；2. 部分市场贸易商，如深圳市华美盛业投资发展有限公司等属于分销客户之一，同时作为贸易商，是广物中南的供应商之一，其经营多个品牌和品种，广物中南需向工程项目供应特殊规格货物时，需从市场采购，采购与销售为不同时期的不同货物。

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

绿色建材贸易

该业务板块主要由广东广物金属产业集团有限公司（以下简称“广物金属”）经营。近年来，广物金属转向实体投资（矿山、搅拌站）及供应链双业态发展，主要通过合资方式布局矿山投资。广物金属投资新设主体云浮市弘源绿色建材有限公司¹（以下简称“云浮绿色建材”）并持有其 49%股权，云浮绿色建材已于 2024 年 2 月纳入合并报表。云浮绿色建材主要投资及经营大窝塘矿山，该项目总投资 50.40 亿元。截至 2024 年 3 月底，项目已投资 33.50 亿元，其中 22.00 亿元为采矿权，7 亿土地拆迁补偿及 4 亿配套建设。

广物金属投资新设主体揭阳市揭东广物绿色建材有限公司²（以下简称“揭东绿色建材”）并持有其 51%股权，揭东绿色建材主要经营大纱帽矿山，该项目总投资 12.00 亿元，已投资金额 8.76 亿元，主要为收购采矿权支出 8.28 亿元。

截至 2024 年 3 月底，广物金属拥有 5 座矿山资源，均位于揭阳区，拥有 10 亿吨建筑用花岗岩储量，其中 2 个矿山已投产，2023 年实现收入 1.30 亿元。截至 2023 年底，公司绿色建材贸易业务矿山收购支出（主要是采矿权支出）合计 16.58 亿元。

燃料化工业务

公司燃料化工业务板块主要包括石油及制品销售、煤炭及制品销售、化工及化学产品销售等业务，主要由广物能源负责运营。

2023 年，石油及化工产品销售收入同比增长 69.74%，主要原因是公司开拓沥青、原油等转口贸易业务带动；金属铁矿产品销售增长较快，主要系开拓铁矿转口贸易业务所致；农产品销售增长较快，主要是开拓玉米转口贸易业务及收购相关业务类型公司所致。

公司燃料化工业务主要通过自营和以销定进模式开展，下游客户类型涵盖贸易商、生产企业，对贸易商结算方式主要为先款后货，对大型国有企业根据客户资信情况给予适度授信；公司主要通过收取一定比例保证金控制风险敞口。

¹ 广东省基础设施投资基金管理有限责任公司持股 39%，云浮市振云矿产有限公司和云浮市云创益工程投资有限公司各持股 10%

² 揭阳市投控矿产资源开发有限公司持有 51%股权

图表 9 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月燃料化工业务收入占比及毛利率情况（单位：亿元）

贸易品种	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 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
石油及化工产品销售	34.69	25.73%	1.70%	31.59	20.40%	0.99%	53.62	25.08%	0.96%	4.25	11.90%	1.44%
煤炭及制品销售	29.75	22.06%	0.43%	64.01	41.33%	0.58%	62.11	29.05%	0.98%	18.47	51.72%	0.73%
化工及化学产品销售	23.46	17.40%	1.3%	20.62	13.31%	1.51%	25.40	11.88%	1.29%	3.72	10.42%	4.26%
金属铁矿产品销售	45.16	33.49%	0.15%	36.00	23.24%	-0.2%	59.46	27.81%	0.12%	4.00	11.20%	1.86%
农产品销售	1.04	0.77%	1.97%	2.39	1.54%	2.47%	12.00	5.61%	1.07%	5.17	14.48%	1.45%
建材-河砂产品销售	0.11	0.08%	1.08%	0.00	0.00%	--	1.00	0.47%	9.81%	0.06	0.17%	-0.25%
物业等其他收入	0.37	0.27%	92.25%	0.27	0.17%	93.08%	0.23	0.11%	55.65%	0.04	0.11%	96.46%
合计	134.84	100.00%	1.08%	154.89	100.00%	0.80%	213.82	100.00%	0.88%	35.71	100%	1.53%

注：上表收入未进行合并抵消
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

风险管理方面，公司关注大宗商品价格涨跌，跟踪分析市场形势，判定商品价格波动，及时调整经营策略，运用期货合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险。在期货端，公司禁止投机，期货持仓均有现货对应，由各业务部门上报策略，管理部门统一下单，控制敞口头寸总额，亏损接近阈值时进行处置。公司实行保证金制度，协议模式下，公司向下游客户收取一定比例保证金（一般在 20% 左右，如价格下降超过 5%，客户需向公司补充相应风险保证金），如客户无法如期带款提货，公司可通过提高保证金额度或存货变现等方式控制风险等。

图表 10 • 2023 年主要贸易品种结算模式及平均货款回收周期

品种	上下游结算模式及账期
进口油（燃料油、原油、轻质循环油等）	对上游开具 90 天远期信用证，对下游要求客户带款提货，全过程无资金风险敞口。由于进口可采用择机锁价，因此可以规避在途时间差引起的价格下跌风险
石油制品	对上游结算方式为先款后货，结算周期约 15~45 天。对贸易商结算方式主要为先款后货，对大型国有企业根据客户资信情况给予适度授信，下游结算周期为 60 天左右
化工及制品	现金和银行承兑汇票结算，一般账期为 3~6 个月，且前期需缴纳一定的保证金，保证金比例一般为采购金额的 20%~30%。
煤炭及制品	收取下游客户 10%~20% 的保证金后，按需向上游供应商采购并开具银行承兑汇票或进口信用证，期限一般为 3~6 个月；货物存储在有国有第三方仓库，下游客户带款提货，提货期一般为 45 天，通过提高保证金额度或变现等手段控制风险

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（2）能源化工产品制造

2023 年，随着高分子材料业务二期试生产，高分子材料业务收入增长较快，该业务毛利率受采销价格波动影响大。截至 2024 年 3 月底，在建项目未来存在较大资本支出需求，需关注项目投运后效益实现情况。

公司能源化工产品制造板块主要包括高分子材料业务，石化仓储综合服务，石油制品贸易业务等业务，主要由巨正源负责运营。

图表 11 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月巨正源收入占比及毛利率情况（单位：亿元）

贸易品种	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 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
高分子材料业务	43.37	74.72%	13.58%	38.66	79.12%	-8.81%	53.59	83.66%	4.55%	14.95	86.41%	-8.77%
石化仓储综合服务	2.09	3.61%	63.16%	1.82	3.72%	65.11%	1.93	3.02%	64.89%	0.40	2.33%	59.36%
石油制品贸易业务	12.57	21.65%	2.99%	8.38	17.16%	4.23%	8.52	13.29%	1.87%	1.95	11.26%	2.80%
其他	0.01	0.02%	-23.43%	0.00	0.00%	30.93%	0.02	0.03%	-12.10%	-	0.00%	-
合计	58.04	100.00%	13.06%	48.86	100.00%	-3.83%	64.06	100.00%	6.01%	17.31	100.00%	-5.88%

注：2022 年中其他业务营业收入为 134569.27 元，营业成本为 92951.50 元

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

高分子材料业务是巨正源的核心业务，巨正源在东莞立沙岛投资建设 120 万吨/年丙烷脱氢制高性能聚丙烯项目（以下简称“聚丙烯项目”），该项目是通过丙烷脱氢工艺生产丙烯，进而通过气相法生产聚丙烯合成高分子材料，派生副产品氢气（产能 5 万吨/年），并可通过 PSA 提纯装置制得高纯氢（产能 3000 吨/年）。聚丙烯项目一期于 2019 年建成投产，项目二期的 PP 装置和 PDH 装置分别于 2023 年 1 月 4 日和 4 月 21 日完成试生产备案，取得试生产许可，并于 2023 年 5 月完成建设并投入试运营，预计 2024 年竣工验收。

2023 年，聚丙烯期项目高分子材料业务实现销量 81.01 万吨（2022 年为 50.56 吨），销售收入随产量增长较快；2023 年，营业收入同比增长 31.12%，主要系高分子材料业务二期试生产所致；2023 年成本端丙烷价格波动增长，现货跟涨乏力，但同比 2022 年毛利率有所改善。2024 年一季度，高分子材料业务亏损，主要系产品价格下跌而原材料成本上涨所致。

在建项目方面，巨正源主要在建项目为揭阳新材料基地一阶段项目，建设内容包括 16 万吨/年丙烯酸及 20 万吨/年丙烯酸丁酯装置、30 万吨/年丁辛醇装置、150 万吨/年醋酸装置及配套的公用工程和辅助设施等。一阶段项目按照“成熟一个、论证一个、决策一个、实施一个”的原则分批投资实施。项目总投资 68.30 亿元，其中一阶段项目总投资不超过 21.3 亿元，截至 2024 年 3 月底已投资 3.06 亿元，预计 2024 年投资 18.86 亿元，2025 年投资 34.15 亿元，于 2025 年开始逐步投产并于 2027 年建设完工。根据初步测算，项目建成后，年均可实现营业收入约 60 亿元，净利润约 5 亿元。资金来源主要为自有资金及项目贷。

（3）产业园区投资、运营与管理

公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，其贡献的收储收入可对利润形成有益补充；黄埔鱼珠临港商务区项目预计于 2024 年投入运营，项目区位良好，有望形成较为稳定的租金收益。

公司产业园区投资、运营与管理主要由子公司广物物产、商业集团、华侨负责运营。截至 2024 年 3 月底，该板块收入主要来自于三旧改造项目补偿款、租金收入等。根据广东省及广州市政府关于三旧改造的相关批复，公司现有部分资产已纳入三旧改造范围。

鱼珠地块三旧改造项目

鱼珠地块三旧改造项目包括商业和住宅两部分。根据《关于黄埔鱼珠临港商务区首期启动区鱼珠物流基地和鱼珠木材市场改造项目的批复》（穗旧改复〔2013〕8 号），商业部分（以下简称“黄埔鱼珠临港商务区项目”）由公司与保利地产合作开发。2014 年，公司和保利地产合作成立项目公司广州物产前通贸易有限公司（以下简称“前通公司”）和广州物产美通贸易有限公司（以下简称“美通公司”）公司仅用土地出资，持有两家项目公司各 50% 的股权，按土地账面价值 3.52 亿元计入公司“长期股权投资-成本”科目。保利地产以货币资金出资，并负责完成后续项目开发，其持有两家项目公司剩余 50% 的股权。2015 年公司改制后，公司将用于出资前通公司及美通公司的土地评估溢价共 49.23 亿元计入“应收股利”科目，贷方计入“未分配利润”。

黄埔鱼珠临港商务区项目占地面积 57.87 万平方米，商业金融类建筑面积 111.88 万平方米，是广州第二 CBD 门户区域，位于以金融城-琶洲-临港商务区为引擎的“新黄金三角”最核心区域。项目建设完成后，公司可获得 31.36 万平方米的地上建筑物业（即“鱼珠商务中心”，包含地下建筑面积合计为 43.38 万平方米），业态包括商场、写字楼、酒店及公寓。鱼珠商务中心 2023 年底完成北地块一期（1、2、4、5 号楼，目前尚未确认物业最终归属）建设，截至 2024 年 6 月底，北地块一期正在验收中，预计 2024 年三季度完成交付。其中 1、2、4 号楼业态为写字楼，计划由广物控股自持出租；5 号楼为商场，计划由广物控股自持招商；3 号楼为酒店+公寓，酒店物业出租，由第三方运营，公寓计划引入优质品牌公寓运营商。1、2、4、5 号楼物业的总建筑面积 16.53 万平方米，写字楼功能面积 11.92 万平方米，商业功能面积 3.24 万平方米。根据项目分阶段实施的计划，2024 年，广物鱼珠商务中心写字楼 1、2、4 号楼将投入使用，商业 5 号楼视周边道路建设情况决定开业时间。现阶段该项目正推动主力店客户意向签约，计划 2024 年标杆品牌确定合作意向，招商达成率实现 50% 以上，2025 年招商达成率实现 80% 以上。鱼珠项目稳定运营后预计实现年收入约 3.8 亿元，待项目所处商圈成熟，配套完善后，租赁单价将持续上升，鱼珠项目有望成为集团第三大主业“产业园区投资、运营和管理”的重要支撑。

在穗 20 块地统筹打包方案

公司与广州市政府探索形成《广物控股集团穗多宗用地统筹利用实施方案》（以下简称“《方案》”）。2020 年 7 月，《方案》经广州市政府常务会议审议通过，2021 年 2 月经广东省政府常务会议审议通过，并取得广东省国资委批复。

公司在穗地块纳入《方案》的共计 20 宗（约 87.93 公顷）。其中，荔湾区 7 宗（9.98 公顷）、天河区 6 宗（51.48 公顷）、白云区 3 宗（13.95 公顷）、番禺区 3 宗（12.08 公顷）、黄埔区 1 宗（0.44 公顷）。《方案》主要通过三个方面盘活低效闲置土地、做强做优主业、推动转型升级：一是实现“划拨生地”变“出让熟地”，资产增值；二是空间扩容，预计可获得超过 107.05 万平方米建筑量，建成后物业估值可达 350~550 亿元；三是利用优质物业，实现产业突破、转型升级和高质量发展，一方面对原有传统优势产业改造升级，进一步提升汽车板块、物流板块、商贸流通板块及中欧班列的竞争力，另一方面着力打造高新科创产业园区，聚焦高新科创产业、战略性新兴产业等领域，助力广东高新科创经济发展，打造科创高地。

2022 年，公司本部及下属子公司共确认土地收储（吉山与钛白粉地块）收入 19.95 亿元（2022 年收到 12.00 亿元，剩余部分 2023 年已收到款项），截至 2023 年底，吉山地块已全部完成收储，需关注公司在穗 20 块地统筹打包方案最新进展。

2 未来发展

公司发展战略清晰，具备可行性。

公司未来发展战略为“一体两翼”：即形成以三大主业（先进石化相关产业、生产性服务业、产业地产）为主体，金融和信息产业为两翼的流通、制造联动业务格局，利用互联网思维和信息技术改造提升传统产业，搭建商品电子交易平台，探索供应链管理，外贸综合服务、互联网金融等新型业态，从传统商贸企业逐步向贸工技一体化的实体型企业转变，努力打造具有较强控制力和影响力的省属国有资本投资公司。

（五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计³，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。2023 年，公司新纳入合并范围的子公司共 12 家（根据审计意见纳入合并范围 2 家、投资新设 8 家、并购 2 家），减少 4 家（注销 1 家，不再纳入合并范围 3 家）。截至 2024 年 3 月底，公司合并范围内共 236 家子公司，其中二级子公司 17 家。公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着金属材料业务拓展推升存货，投资矿山推升无形资产规模，公司资产总额持续增长，资产中货币资金、商贸业务营运资产、股权类资产、投资性房地产及在建项目等规模大。公司在广州市及周边区域拥有较为丰富的优质土地资产，未来有望为公司带来较为可观的资产增值收益，公司整体资产质量较好。

截至 2023 年底，公司总资产为 599.03 亿元，较上年底增长 11.33%，主要来自商贸业务存货、货币资金及无形资产（公司收购揭阳矿山采矿权 8.28 亿元）的增长。

公司立足“商贸物流、能源化工产品制造、产业园区投资运营”三大主业，资产主要包括上述业务形成的营运类资产、股权类资产、在建项目（聚丙烯项目二期工程）及投资性房地产等。其中，货币资金以银行存款 58.82 亿元和其他货币资金 25.51 亿元为主，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及履约保证金；公司受限货币 17.63 亿元，占货币资金 20.89%；应收账款以应收大宗商品贸易款为主，集中度较高，应收账款账龄以 1 年以内为主，占应收账款余额的 63.38%合计计提坏账准备 9.90 亿元；应收股利 49.20 亿元，未收回原因是与大通公司和美通公司的合作开发物业项目未完成；股权类资产主要是参股中南钢铁公司 49.00%股权，账面价值 72.31 亿元；在建项目主要为巨正源聚丙烯项目二期工程 33.30 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 667.71 亿元，较上年底增长 11.47%，主要系存货、在建工程及无形资产增加所致，其中，在建工程较上年底增加 16.32 亿元，主要投向揭阳新材料基地项目；无形资产较上年底增加 25.55 亿元，主要系收购云浮矿山所致。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司受限资产规模 114.25 亿元，资产受限比例 19.07%。

图表12 • 2023年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	17.63	信用证保证金及定期存款
应收票据	0.06	票据质押
应收款项融资	1.50	质押
存货	1.14	短期借款质押
固定资产	36.33	银行借款抵押
无形资产	22.17	银行借款抵押
其他	35.42	长期借款、长期应收款银行融资质押；投资性房地产-中达广场抵押，农商行 9.8 亿贷款抵押
合计	114.25	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

³ 公司 2021 年及 2022 年财务报告由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，为保证审计工作的独立性、客观性和公允性，在原会计师事务所服务期满后，公司主动更换会计师事务所

跟踪期内，公司权益规模有所增长，实收资本和资本公积占比较大，权益结构稳定性较高；债务规模较上年底同比增长，债务负担较重。

截至 2023 年底，公司所有者权益 188.62 亿元，较上年底增长 2.51%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.95%，少数股东权益占比为 16.05%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 30.38%、35.74%、1.98%和 10.17%。所有者权益结构稳定性较高。

截至 2023 年底，公司全部债务为 339.86 亿元，占同期末负债总额的 82.81%，其中银行借款约占 80%、发行债券约占 19%、非标融资约占 1%；2023 年综合融资成本⁴约为 2.65%。债务期限结构方面，短期债务占 63.39%，短期债务较上年底增长 65.49%。截至 2023 年底，公司一年内到期的应付债券为 33.23 亿元；短期借款主要由质押借款（占 11.10%）和信用借款（占 83.59%）构成；应付票据较上年底大幅增长 75.12%，主要系商贸物流板块采取票据融资所致；其他流动负债较上年底大幅增长 118.28%，主要系公司根据发行超短融资券所致；长期借款主要由抵押借款（占 47.67%）和信用借款（占 34.26%）构成。从债务指标来看，截至 2023 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 68.51%、64.31%和 39.75%，公司债务负担较重。

截至 2024 年 3 月底，公司债务延续增长态势，较上年底增长 13.30%至 385.07 亿元，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 69.51%、65.41%和 44.09%，较上年底分别提高 0.99 个百分点、1.10 个百分点和 4.34 个百分点。

与所选公司比，公司债务负担偏重。

图表 13 • 2023 年同行业公司债务负担对比情况

对比指标	公司	浙江国贸	厦门建发	厦门象屿
资产负债率	68.51	65.64	72.63	71.33
全部债务资本化比率	64.31	60.89	45.86	62.35

注：浙江省国际贸易集团有限公司简称为浙江国贸，厦门建发股份有限公司简称为厦门建发；厦门象屿股份有限公司简称为厦门象屿
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，公司营业总收入同比增长，但毛利率表现弱化，经营性利润亏损，利润依赖非经常性损益，重要联营企业中南钢铁公司业绩具有强周期性，投资收益稳定性一般。

2023 年，公司营业总收入同比增长，系毛利率较低的金属材料业务拓展较快所致，期间费用及减值损失规模保持稳定，综合导致经营性利润发生亏损。同期，非经常性损益对公司利润影响较大，2023 年合并口径利润总额主要来自投资收益 5.09 亿元、政府补助 2.16 亿元及营业外收入（核销无需支付的款项 3.03 亿元），其中政府补助较为稳定；投资收益主要来自参股中南钢铁公司，存在不确定性，可持续性一般；公允价值变动收益主要为投资性房地产评估减值。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	669.19	728.85	868.97	165.38
营业成本	637.12	694.00	843.29	161.71
期间费用	26.15	26.76	25.69	6.29
其他收益	1.11	1.71	2.39	1.04
营业外收入	1.89	1.19	3.25	0.54
利润总额	14.83	5.84	8.34	0.86
调整后营业利润率（%）	0.71	0.94	-0.15	-1.76
总资本收益率（%）	4.72	2.81	2.60	----
净资产收益率（%）	6.99	2.28	3.31	----

注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用总额）/营业总收入*100；浙江省国际贸易集团有限公司简称为浙江国贸，厦门建发股份有限公司简称为厦门建发；厦门象屿股份有限公司简称为厦门象屿
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

与所选公司比较，公司盈利能力偏低。

⁴ 综合融资成本=（计入财务费用的利息支出+资本化利息）/（期初全部债务+期末全部债务）*2

图表 15 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	浙江国贸	厦门建发	厦门象屿
营业总收入（亿元）	868.97	974.28	7636.78	4590.35
调整后营业利润率	-0.15	4.31	2.01	0.59
总资产报酬率	2.64	4.15	3.01	3.23
净资产收益率（%）	3.31	5.84	7.50	6.22

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2023 年，公司经营获现能力良好，筹资活动前现金流量净额由负转正，考虑到公司贸易类业务开展及在建项目投资计划，持续存在对外融资需求。

2023 年，随着贸易业务规模的扩大，公司经营活动流入量及流出量保持较大规模；结合市场情况，公司商贸业务择优选择结算方式，增加银行承兑汇票、信用证的结算量，经营获现能力良好。2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流转为净流出，主要系商贸业务板块一季度根据市场行情储货所致。

公司近年来在项目建设方面始终保持一定规模的对外投资，投资活动现金持续净流出，规模较稳定。公司主要依赖于银行借款、债券发行来弥补资金缺口，考虑到未来公司资本支出计划和贸易类业务特性，对外融资需求将持续存在。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	790.85	832.14	988.95	202.57
经营活动现金流出小计	761.10	813.42	947.31	212.08
经营活动现金流量净额	29.75	18.72	41.64	-9.51
投资活动现金流入小计	87.61	9.82	7.60	2.60
投资活动现金流出小计	140.30	34.44	29.37	27.89
投资活动现金流量净额	-52.69	-24.62	-21.77	-25.29
筹资活动前现金流量净额	-22.94	-5.90	19.87	-34.80
筹资活动现金流入小计	360.76	371.24	300.06	129.07
筹资活动现金流出小计	362.58	373.67	303.23	107.04
筹资活动现金流量净额	-1.82	-2.42	-3.17	22.03
现金收入比	111.55%	111.06%	107.07%	110.47%
现金及现金等价物净增加额	-24.72	-8.13	16.64	-12.77

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债能力指标表现良好，授信额度较充足。

从偿债指标看，2021—2023 年末，公司短期偿债指标有所弱化，流动资产对流动负债的保障程度尚可；现金类资产对短期债务的保障程度弱；长期指标方面，公司 EBITDA 有所波动，对利息支出的保障程度良好，经营现金对利息支出的保障程度良好。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	114.33%	115.86%	100.94%
	速动比率	84.20%	91.32%	76.36%
	经营现金/流动负债	15.78%	9.78%	15.53%
	经营现金/短期债务（倍）	0.24	0.14	0.19
	现金类资产/短期债务（倍）	0.51	0.49	0.40
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	29.73	22.00	23.80
	全部债务/EBITDA（倍）	8.30	12.33	14.28
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.07	0.12

	EBITDA/利息支出（倍）	3.91	2.56	2.94
	经营现金/利息支出（倍）	3.91	2.18	5.14

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在作为被告方的重大未决诉讼。

截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大对外担保。

截至 2024 年 3 月底，公司获得的银行授信总额为 1556.31 亿元，未使用授信额度为 1186.03 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部作为控股平台，无实际经营业务，利润受投资收益影响大；同时，公司本部承担了部分融资职能，考虑到本部货币资金较为充足，同时设有资金结算中心，对下属子公司进行资金归集，本部偿债压力可控。

截至 2023 年末，公司本部资产主要为子公司及联营企业股权、对子公司的资金拆借、往来款以及现金类资产。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）44.05 亿元，长期股权投资 235.19 亿元（对子公司投资期末余额 168.18 亿元，对联营企业投资期末余额 73.03 亿元，累计计提减值准备 6.03 亿元），其他应收款 15.10 亿元。公司本部直接持有部分下属上市公司股权，对本部流动性形成有效支撑。

截至 2023 年末，公司本部全部债务为 129.06 亿元，占合并口径全部债务的 37.97%。其中，短期债务为 81.63 亿元；公司本部现金类资产/短期债务为 0.54 倍，短期偿债对再融资有一定依赖。同期末，公司本部全部债务资本化比率 45.13%，债务负担整体可控。

图表 18•公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
投资收益	9.58	-0.06	8.91
其中：对联营企业和合营企业投资收益	9.15	-3.27	4.65
取得投资收益收到的现金	1.29	3.71	5.05

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司本部不实际经营业务，收入规模很小，本部利润主要来源于权益法下确认的投资收益（对中南钢铁公司的投资），公司本部承担了部分融资职能，2023 年财务费用 2.72 亿元，利润总额为 5.56 亿元。

偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金净流入 5.65 亿元，取得投资收益收到的现金 5.05 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 7.27 亿元，对本部净利息支出（利息费用-利息收入）2.72 亿元覆盖能力较强，实际利息支付压力可控。

（六）ESG 方面

整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为贸易占比较大企业，公司面临的环境风险较小，联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高；近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。公司在揭阳投资的矿山及揭阳新材料基地项目作为广东省“百千万项目”，亦是公司践行乡村振兴的重要举措。

治理方面，公司设有专门的 ESG 管治部门或组织，ESG 信息披露质量较高，ESG 风险管理体系完善。

七、外部支持

1 支持能力

广东省财政实力极强，对公司的支持能力强。

广东省地方经济及财政实力极强，在全国省市中经济发展处于领先地位。根据《广东省预算执行情况和预算草案的报告》，2023 年，广东省全省一般公共预算收入为 13851.30 亿元，同比增长 4.3%。

2 支持可能性

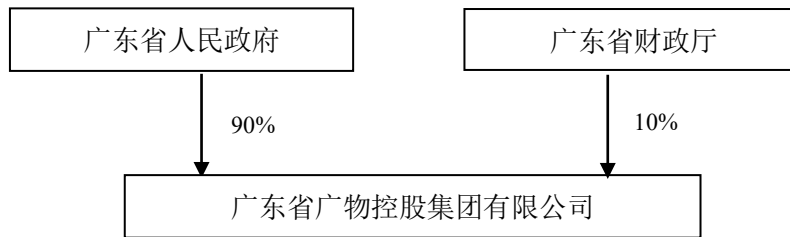
公司被广东省人民政府定位为服务粤港澳大湾区建设的生产性综合服务商，战略地位重要，广东省人民政府通过资产划转和增资等方式对公司提供大力支持，公司资本实力不断增强，存量资源进一步充实。

2020 年 8 月，广东省人民政府将中南钢铁公司 49.00%股权无偿划转给公司，并拨付 5.00 亿元资本金专项用于组建中南钢铁公司。2021—2023 年，公司分别获得政府补助款 0.84 亿元、1.07 亿元和 2.15 亿元。

八、跟踪评级结论

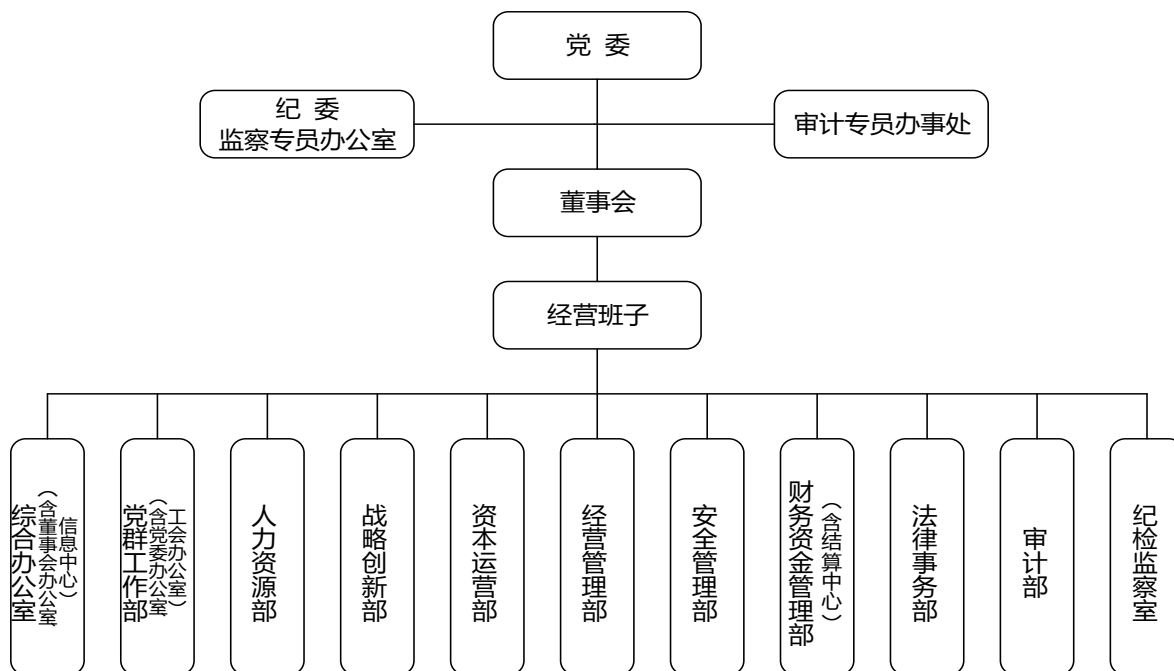
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 广物债 01/21 广控 01”和“22 广物 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	62.17	64.26	85.65	72.21
应收账款（亿元）	17.58	19.48	24.16	26.59
其他应收款（亿元）	54.90	62.75	55.19	55.45
存货（亿元）	56.82	46.98	65.91	76.43
长期股权投资（亿元）	78.87	75.93	79.39	76.49
固定资产（亿元）	56.67	53.65	54.59	53.96
在建工程（亿元）	17.25	28.94	35.58	51.90
资产总额（亿元）	506.41	533.33	599.03	667.71
实收资本（亿元）	57.30	57.30	57.30	57.30
少数股东权益（亿元）	28.74	27.66	30.28	44.44
所有者权益（亿元）	177.78	185.39	188.62	203.61
短期债务（亿元）	122.20	130.18	215.43	224.49
长期债务（亿元）	124.43	141.10	124.43	160.57
全部债务（亿元）	246.62	271.27	339.86	385.07
营业总收入（亿元）	669.19	728.85	868.97	165.38
营业成本（亿元）	637.12	694.00	843.29	161.71
其他收益（亿元）	1.11	1.71	2.39	1.04
利润总额（亿元）	14.83	5.84	8.34	0.86
EBITDA（亿元）	29.73	22.00	23.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	746.48	809.48	930.40	182.71
经营活动现金流入小计（亿元）	790.85	832.14	988.95	202.57
经营活动现金流量净额（亿元）	29.75	18.72	41.64	-9.51
投资活动现金流量净额（亿元）	-52.69	-24.62	-21.77	-25.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.82	-2.42	-3.17	22.03

财务指标

销售债权周转次数（次）	35.67	35.37	33.76	--
存货周转次数（次）	11.77	13.37	14.51	--
总资产周转次数（次）	1.37	1.40	1.53	--
现金收入比（%）	111.55	111.06	107.07	110.47
营业利润率（%）	4.62	4.61	2.81	2.04
总资本收益率（%）	4.72	2.81	2.60	--
净资产收益率（%）	6.99	2.28	3.31	--
长期债务资本化比率（%）	41.17	43.22	39.75	44.09
全部债务资本化比率（%）	58.11	59.40	64.31	65.41
资产负债率（%）	64.89	65.24	68.51	69.51
流动比率（%）	114.33	115.86	100.94	97.51
速动比率（%）	84.20	91.32	76.36	70.57
经营现金流动负债比（%）	15.78	9.78	15.53	--
现金短期债务比（倍）	0.51	0.49	0.40	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	3.91	2.56	2.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.30	12.33	14.28	--

注：1.公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.公司所有者权益中包含其他权益工具；4. 合并口径其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务和全部债务，长期应付款和长期流动负债中有息债务已计入长期债务和全部债务

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.12	23.61	44.05	24.47
应收账款（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.01
其他应收款（亿元）	9.97	18.84	15.10	19.13
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	229.41	227.86	235.19	236.01
固定资产（亿元）	0.05	0.06	0.11	0.10
在建工程（亿元）	0.01	0.08	0.12	0.12
资产总额（亿元）	284.09	290.26	314.60	300.12
实收资本（亿元）	57.30	57.30	57.30	57.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	143.61	154.54	156.91	155.68
短期债务（亿元）	14.85	30.81	81.63	64.21
长期债务（亿元）	73.50	80.17	47.43	52.44
全部债务（亿元）	88.35	110.98	129.06	116.65
营业总收入（亿元）	0.19	18.49	0.24	0.05
营业成本（亿元）	0.00	1.18	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	6.18	12.65	5.56	-0.79
EBITDA（亿元）	8.82	16.71	8.81	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.22	12.18	6.71	0.05
经营活动现金流入小计（亿元）	2.66	13.65	9.39	0.24
经营活动现金流量净额（亿元）	0.56	11.28	5.65	0.02
投资活动现金流量净额（亿元）	-16.24	-2.31	-0.08	-1.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-5.65	-12.48	14.88	-18.48
财务指标				
销售债权周转次数（次）	21.27	3990.34	45.72	--
存货周转次数（次）	--	633.52	2.41	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.06	0.00	--
现金收入比（%）	115.06	65.87	2839.10	95.24
营业利润率（%）	78.44	93.39	82.77	79.17
总资本收益率（%）	3.89	6.14	3.14	--
净资产收益率（%）	4.50	7.98	3.70	--
长期债务资本化比率（%）	33.85	34.16	23.21	25.19
全部债务资本化比率（%）	38.09	41.80	45.13	42.83
资产负债率（%）	49.45	46.76	50.12	48.13
流动比率（%）	58.19	67.61	55.07	48.91
速动比率（%）	58.19	67.61	55.07	48.91
经营现金流动负债比（%）	0.88	17.95	5.25	--
现金短期债务比（倍）	1.83	0.77	0.54	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.45	4.20	2.77	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.02	6.64	14.66	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司所有者权益中包含其他权益工具

附件 3 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%
营业总收入年复合增长率	(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	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入/营业成本/税金及附加) / 营业总收入×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持