

信用等级公告

联合[2010] 339 号

联合资信评估有限公司通过对广东省广业资产经营有限公司及其拟发行的 2011 年度 17 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

广东省广业资产经营有限公司
主体长期信用等级为
AA⁺

广东省广业资产经营有限公司
2011 年度 17 亿元企业债券的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月三十日



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）与广东省广业资产经营有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与广东省广业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、联合资信与评估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，未因广东省广业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业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、广东省广业资产经营有限公司 2011 年度 17 亿元企业债券信用等级自本期企业债券发行之日起至到期兑付止有效，期内根据跟踪评级的结论，评级结果可能产生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月三十日



广东省广业资产经营有限公司

2011 年度 17 亿元企业债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA⁺

本期债券发行额度: 17 亿元

本期债券期限: 5+2 年

评级时间: 2010 年 12 月 30 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 3 月
资产总额(亿元)	95.86	114.18	159.75	171.31
所有者权益(亿元)	34.69	42.55	49.94	51.07
长期债务(亿元)	5.18	6.18	29.25	27.24
全部债务(亿元)	24.17	25.69	57.48	60.69
营业收入(亿元)	148.69	182.66	210.15	48.69
利润总额(亿元)	4.40	6.46	7.22	1.40
EBITDA(亿元)	6.83	9.57	10.15	--
营业利润率(%)	7.73	8.50	7.45	7.73
净资产收益率(%)	8.86	11.76	10.92	--
资产负债率(%)	63.81	62.74	68.74	70.19
全部债务资本化比率(%)	41.06	37.65	53.51	54.30
流动比率(%)	106.04	116.03	119.16	108.95
全部债务/EBITDA(倍)	3.54	2.68	5.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	5.75	4.43	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.56	0.60	--

注: 所有者权益包含少数股东权益; 2010 年 3 月财务数据未经审计

分析师

张 华 高利鹏

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对广东省广业资产经营有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为广东省直属大型资产经营公司, 在政府支持、资源储备、经营规模及网络等方面具有较强的优势; 同时, 联合资信也关注到公司下属企业众多, 资源相对分散以及债务负担较重等因素可能给公司经营及财务状况带来负面影响。

未来, 伴随资本支出的增加, 公司债务负担可能进一步上升, 但投资项目的建成投产有利于提升公司盈利能力, 进而支撑其经营及信用基本面, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险很小, 安全性很高。

优势

1. 作为广东省直属的大型资产经营管理公司, 公司获得政府支持的力度较大。
2. 公司环保工程装备和清洁能源板块产业链完整, 经营规模优势明显。
3. 公司拥有中国最大的硫铁矿生产基地, 资源储备优势突出; 同时, 公司还是广州地区最大的卡车、农机产品及广东省最大的工程机械国有经销商。
4. 公司收入和利润规模较大, 伴随着在建项目陆续建成投产, 有望保持进一步增长。
5. 公司经营活动现金流入量充沛, 对本期债券覆盖程度较高。

关注

1. 公司下属企业众多, 资源相对分散, 有待进一步整合和优化。
2. 目前, 公司债务负担较重, 且未来计划投资规模较大, 债务负担有进一步加重压力。

一、主体概况

广东省广业资产经营有限公司（以下简称“公司”）是经中共广东省委办公厅、广东省人民政府办公厅批准（粤办发[2000]9号），于2000年8月23日成立的国有独资公司。

作为广东省政府授权持有并经营国有资产的三大主体之一，公司承担了部分广东省政府国有资产经营和管理的职能。公司成立初期由省属工业行业中的国有企业及政府部门脱钩企业组成，注册资本1亿元。

2003年6月，公司根据广东省财政厅《关于广东省广业资产经营有限公司清产核资结果的批复》（粤财清[2001]39号）及《关于广东省广业资产经营有限公司注册资本金问题的批复》（粤财企[2002]284号）的规定，公司注册资本金变更为12.8亿元。

近年来，公司加快产业结构调整，将所属资源按产业链构成予以延伸和发展，已逐步形成了以环保工程装备和清洁能源为主，适度多元化经营的综合性企业。

公司经营范围：资产经营与管理；组织资产重组、优化配置；项目投资、经营及管理；资产受托管理。

截至2009年底，公司本部设有办公室、规划发展部、资本经营部、企业管理部、资金财务部、结算中心、人力资源部、党群工作部、监察审计部和法律事务部10个管理职能部门（见附件1）；公司合并报表范围的企业合计138户，其中全资及控股子公司12家（附件2）。

截至2009年底，公司（合并）资产总额159.75亿元，所有者权益49.94亿元，其中少数股东权益4.82亿元；2009年公司实现营业收入210.15亿元，利润总额7.22亿元。

截至2010年3月底，公司（合并）资产总额171.31亿元，所有者权益51.07亿元，其中少数股东权益4.78亿元；2010年1~3月，公司实现营业收入48.69亿元，利润总额1.40亿元。

公司注册地址：广州市东风中路350号瑞

兴大厦22楼；法定代表人：吕业升。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2011年发行人民币债券17亿元，为7年期固定利率债券（以下简称“本期债券”），并附公司上调票面利率选择权和投资人回售选择权。

本期债券在存续期内前5年票面年利率固定不变。在本期债券存续期的第5年末，公司可选择上调本期债券票面利率0至100个基点（含本数），债券票面年利率为本期债券存续期前5年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后2年固定不变。本期债券持有人有权将其持有的全部或部分本期债券按票面金额回售给公司或选择继续持有。

本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息，每年付息1次，到期1次还本，最后1期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券筹资项目概况

表1 募集资金用途一览表（单位：万元）

资金用途	项目总投资	公司承担投资额	募集资金安排
汕头市北轴污水处理厂工程	92268	92268	52000
汕头市南区污水处理厂濠江分厂一期工程项目	90115	82115	46000
海丰县城污水处理厂项目	21805	15405	7550
偿还银行贷款	N/A	N/A	30450
补充营运资金	N/A	N/A	34000
合计			170000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金17亿元，其中10.555亿元用于污水处理项目投资，3.045亿元用于归还银行贷款，3.4亿元用于补充营运资金。

（1）募集资金投资项目介绍

汕头市北轴污水处理厂工程

该项目经《关于汕头市北轴污水处理厂工程可行性研究报告的批复》（汕市发改投预

[2008]35 号) 批复同意。

该项目位于汕头市金凤路北侧、金园工业区南侧，用地总面积 8.27 公顷，工程总规模 12 万立方米/日，其中一期建设规模 6 万立方米/日，二期建设规模 6 万立方米/日。该项目工程包括厂区工程和厂外收集系统工程，前者由工艺建筑物和辅助建筑物组成；后者包括污水干管、排水箱涵和 3 个泵站，污水干管总长度 20745 米，排水箱涵总长度 9726 米。

该项目总投资 92268 万元，其中，一期工程投资 55877 万元，二期工程投资 36391 万元，一、二期工程同时进行。该项目于 2008 年 12 月开工，预计 2011 年 6 月完工。该项目为城市基础设施项目，将改善城市环境，解决污水对城市环境及水体的影响。全部投资内部收益率 8.46%，投资回收期 12.08 年。

汕头市南区污水处理厂濠江分厂一期工程项目

该项目经《关于汕头市南区污水处理厂濠江分厂一期工程项目核准的批复》(汕市发改[2009]378 号) 批复同意。

该项目位于广澳港西北侧，用地总面积 128.5 亩，其中厂区建设用地面积 114.11 亩、厂外泵站建设用地面积 14.39 亩(包括 4 个泵站)。项目规划建设总规模为 36 万吨/日，一期建设规模 10 万吨/日，主要建设厂区工程、厂外收集系统工程和厂外道路工程。

项目一期建设总投资 90115 万元，其中，厂区工程投资 31203 万元，厂外污水收集系统和道路投资 58912 万元。省政府补助资金 8000 万元。该项目于 2010 年 6 月开工，预计 2011 年 6 月完工。该项目是城市污水处理工程，符合城市国民经济建设发展的需要。全部投资内部收益率 6.1%，投资回收期 13.93 年。

海丰县城污水处理厂项目

该项目经《关于海丰县城污水处理厂项目可行性研究报告的批复》(汕发改[2008]200 号) 批复同意。

该项目位于海丰县附城镇海汕路与丽江交汇处，占地面积 72209 平方米，建设内容包

括：污水处理厂 1 座(日处理污水能力 8 万立方米)，配套截污干管 9990 米。

该项目总投资 21805 万元，其中省财政补助 6400 万元。该项目于 2009 年 4 月开工，预计 2011 年 6 月完工。该项目为城市基础设施项目，将改善城市环境，促进城市卫生状况的改善。全部投资内部收益率 9.38%，投资回收期 10.22 年。

(2) 归还部分银行贷款

为了降低融资成本、优化债务结构、增强公司负债的稳定性，公司拟将本期债券募集资金中的 3.045 亿元偿还其全资子公司广东省广业环保产业集团有限公司的部分银行贷款。

(3) 补充营运资金

随着业务规模的持续增长，公司对营运资金的需求也不断增多。为满足在实际运营过程中对流动资金的需求，确保经营活动的顺利进行，公司拟将本期债券募集的 3.4 亿元用于补充营运资金。

三、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

公司与广东省广晟资产经营有限公司、广东省广弘资产经营有限公司并列为广东省直属的三大资产经营公司。作为持有并经营国有资产的重要主体，公司成立之初接管了省属工业行业中的国有企业及政府脱钩企业，并通过近十年的调整和优化，公司将所属资源按产业链构成予以延伸和发展，形成了以环保工程装备和清洁能源为核心的产业格局，并逐步发展成为广东省环保行业的龙头企业和省内第 3 大成品油批发商。公司连续 8 年获得省属企业经营责任制优秀考核等级，并于 2008、2009 年连续荣获广东企业 100 强称号，企业排名由 2008 年第 28 名跃升至 2009 年第 19 名。

环保工程装备板块方面，公司拥有环保工程咨询、设计、施工、运营的甲级资质和市政工程总承包资质，拥有城镇污水、垃圾及烟尘处理项目设计、施工和运营的完整产业链。公

司承接的污水处理项目建成后污水日处理能力将达到 199.7 万吨/日，是广东省规模最大的环保公司。公司控股子公司广东宏大爆破工程有限公司（以下简称“宏大爆破”）是中国最早专业从事工程爆破设计与承包的综合性工程企业之一，其爆破技术处于全国领先地位，是中国爆破行业技术创新领跑企业。公司子公司广东广咨国际工程投资顾问有限公司（以下简称“广咨国际”）是全国首批综合性甲级工程咨询机构，是广东省内仅有的 3 家具备综合咨询资质的企业之一。

清洁能源再生板块方面，公司拥有成品油和 LPG 采购、运输、仓储、营销完整的产业链体系，是广东省重要的成品油批发商。公司 2009 年销售燃料油 53.91 万吨、民用汽油 56.03 万吨、LPG 15.51 万吨，其成品油销量在广东省石油协会统计数据中排名第四，仅次于中石油、中石化与中海油。另外，公司还投资及经营多个中小型电站，其中，粤能深圳平湖垃圾发电厂是深圳最大的垃圾发电厂。公司具有丰富的电站经营及管理经验。

在其他领域，公司拥有中国最大的硫铁矿生产基地和硫精矿出口基地，现已探明硫铁矿储量 2.08 亿吨，其储量、品位及品质规模目前均居世界首位；公司还是广州地区最大的卡车、农机产品、以及广东省最大的工程机械国有经销商。

综合看，公司规模较大，竞争力较强，尤其是在环保工程装备及清洁能源再生板块方面，已逐步发展成广东省环保龙头和重要成品油批发商。

2. 科研及技术水平

公司拥有 11 家省级研究所和 7 家设计院，拥有 30 多项甲级资质；并拥有机械装备和化学工业等 4 个省级公共实验室（占广东省 16 个公共实验室的 1/4），这为公司的发展提供强大的科研支持。

公司拥有“环保技术微曝氧化沟工艺”、“制革废水处理工艺”两项国家专利。其中

A/A/0 微曝氧化沟污水处理技术被确认为 2004 年国家重点环境保护实用技术。

自成立以来，公司共获专利授权 57 项，其中发明专利 26 项，实用新型专利 31 项。2009 年，公司共组织申报科研项目 139 项，同比增长 49.5%；共有 9 项科研成果进行了产业化。

综合看，公司科技实力较强，科技成果转化能力突出。

3. 产业链优势

公司行业资源丰富，拥有众多上下游相关企业，并在系统内进行了产业链的延伸和发展。公司实施污水处理设计、施工、运营管理一体化战略，带动了环保设计、施工及运营等相关企业经营业绩的提升，实施污水处理设备集中采购，拉动了机械设备、大宗贸易的业务增长；而成品油和 LPG 采购、运输、仓储、营销完备的产业链体系为公司油品实现规模化经营，发挥协同效应奠定了基础。

总体看，公司产业链的延伸有利于提高产品附加值，从而提升整体竞争力。

4. 人员素质

公司现有高层领导 10 人，其中董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 6 人。

吕业升，1962 年 9 月生，研究生学历，1979 年 5 月参加工作。1991 年 1 月～1993 年 9 月任云浮县高峰镇委书记，1993 年 9 月～1994 年 9 月任云浮县高峰镇委书记兼镇长，1994 年 9 月～1994 年 12 月任云浮市云城区副区长，1994 年 12 月～1996 年 3 月任云浮市云城区副区长兼区外经贸局局长，1996 年 3 月～1997 年 5 月历任云安县委常委、副书记、副县长，1997 年 5 月～1998 年 3 月任团省委副书记、党组成员，1998 年 3 月～2009 年 8 月历任广东中旅（集团）有限公司董事长、总经理、党委副书记、党委书记，2009 年 8 月至今任公司董事长、党委书记。

聂周荣，1954 年 7 月生，研究生学历，高级经济师，1974 年 6 月参加工作。1988 年 7

月~1995年1月历任广东省计划经济委员会研究所副所长、省计委法规处处长、省信息中心副主任,1995年1月~2000年6月任云浮市人民政府副市长、党组成员,2000年6月~2007年12月任公司董事、党委委员、副总经理,2007年12月至今任公司董事、总经理、党委副书记。

公司本部及下属公司的人力资源丰富,拥有一批经验丰富、素质较高的经营管理团队和专业技术人才,其中,本科以上学历人员占总人数41%;中级职称以上人员占总人数52%,享受国务院、省政府特殊津贴的专家72人,获得省部级劳模荣誉称号147人次。

综合看,公司高层领导具有丰富的管理经验,领导能力强,综合素质高;公司员工整体素质较高。

5. 政府与政策支持

作为广东省国有资产经营管理的重要平台,公司得到了国家有关部门和广东省政府的有力支持,在充分利用政府资源和有关政策方面具有较明显的优势。

公司投资的广东省东西北地区污水处理项目、广东省应急应战综合动员保障平台项目及中央直属华南棉花储备库均为广东省或国家重点主导项目,投资门槛高,具有明显的行业独占优势。

总体看,公司作为广东省国有资产经营管理的重要主体,获得政府及政策支持力度较大。

四、管理分析

1. 治理结构

公司为国有独资公司,广东省国资委是公司唯一的投资主体。公司按照《公司法》和公司章程不断完善公司法人治理结构。

公司不设股东会,设有董事会,董事会是公司的最高权力机构和决策机构,在省国资委授权范围内行使出资人职权,决定公司的重大

事项。董事会由5人组成。董事会成员由省国资委按有关规定和程序委派或更换。董事会设董事长1人。董事会决议必须获得全体董事半数以上通过方能生效。公司实行董事会领导下的总经理负责制,总经理全面负责公司的日常经营和管理。公司设有监事会,监事会主席由省国资委指定,监事成员除职工代表外均由省国资委委派。

总体看,公司已形成了较为完善的法人治理结构,决策层、经营层和监督层按照各自工作规则各司其职、各负其责。

2. 内部控制

公司按照“规模化、专业化、集约化、工业化、实体化”的原则重组了产业集团,构建了资本经营、产业经营与产品经营相结合的三层次管理架构。公司本部为资本经营层,通过资产和资本营运,实现国有资产的保值增值;一级子企业集团为产业经营层,通过规模化、专业化、集约化经营,实现产业经营效益;二级子企业为生产经营层,通过产品的生产组织和市场营销,实现公司的生产经营利润。公司取消三级企业以下单位,从而压缩管理宽度和管理链条,实现扁平化的管理模式。

为了规范公司运作,防范经营管理过程中可能存在的风险,公司先后制定了一系列内部风险控制制度,并在实施过程中根据实际情况进行修改、补充和完善,从而逐步形成了一套适合公司的管理体系。

重大决策风险控制制度

公司对投资、资产处置、企业改制、借款和借款担保、货物采购、建设工程及服务项目招标投标等重大事项单独建章立制,从决策主体权限、决策条件、决策程序、决策监督、决策纠错以及责任追究等方面对公司重大决策行为做了多方面的制度安排,包括成立投资审核委员会、资产处置委员会、改制审批委员会和审贷委员会四个专业审批委员会,分别负责对投资、资产处置、改制和借款及借款担保所

涉重大问题进行审核把关，其中投资项目上报之前必须经过对相关研究领域具有专长的科研单位或中介机构作项目评估。具体管理制度包括《广业公司合同管理办法》、《广业公司投资管理办法》、《广业公司资产处置管理办法》、《广业公司企业产权财务动态管理办法（试行）》等。

财务控制制度

在会计核算管理方面，公司建立一套科学完整的会计核算信息系统，涵盖了考核范围的130多家企业，建立了从会计电算化、月度快报体系、月度报表体系、季度经营责任制分析体系，建立在建工程报表体系，实现了会计信息高质量传递，及时、真实地反映了企业的财务状况和经营情况，为管理决策服务。

在预算管理方面，公司对资本经营、产业经营和生产经营全过程以“现金流管理”为主线实施全面财务预算管理。系统内企业的投资、融资、收入、成本费用支出等全部纳入预算控制之中，实行预算的全面控制和刚性控制，并实施目标成本管理，将成本控制细化到企业生产经营管理全过程。

在资金管理方面，公司成立资金结算中心，并采用“银企直连”模式和收支两条线的结算管理方式，对系统内企业实行统一结算管理，从而发挥资金结算中心“结算、融资、整合、监管”作用，对大额资金支付审核相关的合同和用途起监控作用。

在融资管理方面，公司规定不得对系统外的企业、组织和个人提供任何形式的融资担保。公司下属企业向金融机构借款超出授权权限（项目贷款3000万、流动资金贷款5000万）的，须报公司审贷委员会审批，权限以下的实行报备制，并按月向公司报送借款情况表和资金使用效果说明。

在内部审计方面，公司建立了以审计委员会为主体的监管机构，通过常规审计、专项审计和经营责任制审计，有效促进企业各项制度

执行。

总法律顾问制度

针对合同管理、债权追收和内部风险体系建设，公司建立了单项和多项法律事务控制子系统，逐步形成涵盖规划、营运、财务、市场、法律风险在内的管理体系。

下派监事及财务总监制度

公司自2003年开始实行向一级子企业集团委派监事及财务总监制度。公司制定了《广业资产经营有限公司监事及财务总监委派与管理办法》。

总体看，公司管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，基础管理水平较高，管理风险较低。

五、经营分析

1. 经营现状

作为广东省属的资产经营公司，公司自组建以来，先后接收400多家企业，并通过近10年的产业链整合及延伸，逐步将系统内企业压缩至138户。目前，公司已形成以环保工程装备和清洁能源为核心，并适度开展多元化业务的产业格局。

2007~2009年，公司营业收入保持较快增速，但受2008年国际金融危机影响，公司2009年营业收入增速有所放缓。2009年公司实现营业收入210.15亿元，同比增长15.05%；从营业收入构成看，近3年公司主业构成基本稳定，以环保工程装备和清洁能源为支柱产业。其中清洁能源板块收入占比接近五成，是公司目前主要收入来源；环保工程装备板块在污水处理项目带动下发展迅速，收入占比近年有所提高，2009年为29.46%；毛利率方面，近三年综合毛利率有所波动，2009年为8.91%。

表2 公司营业收入及毛利率情况

业务分类	收入占比 (%)			收入增长率 (%)			毛利率 (%)		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
环保工程装备	22.16	17.85	29.46	--	-1.06	89.88	16.14	16.76	15.79
清洁再生能源	41.20	45.22	42.74	--	34.84	8.73	6.50	4.76	5.46
其他	36.64	36.93	27.81	--	23.82	-13.38	8.52	13.91	7.55
合计	100.00	100.00	100.00	--	22.85	15.05	9.25	10.04	8.91

资料来源：公司提供

2010年1~3月，受环保工程、民爆产品、油品经营及硫铁矿开采等业务增长影响，公司收入及利润规模同比大幅增长。公司实现营业收入48.69亿元，同比增长47.98%；实现利润总额1.40亿元，同比增长87.78%。

2. 环保工程装备板块

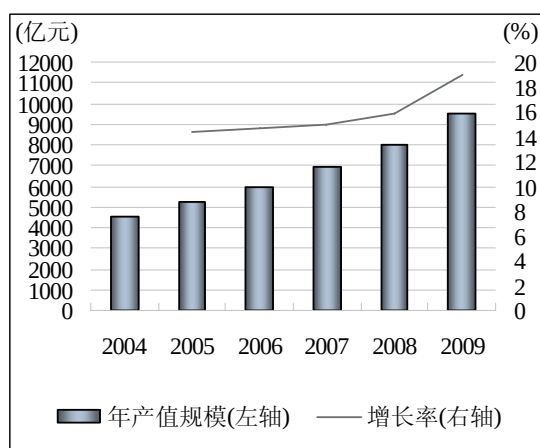
公司环保工程装备板块主要涉及污水处理、环保产品销售、工程设计和施工等业务，其发展与环保产业密切相关。

(1) 行业分析

行业现状

随着中国经济增长和环保意识的增强，以及环保工作力度的加大，中国环保产业近年来取得了较大的发展。2009年中国环保产业产值规模达到9500亿元，较2004年增长107.79%。

图1 近年中国环保产业年产值规模增长情况

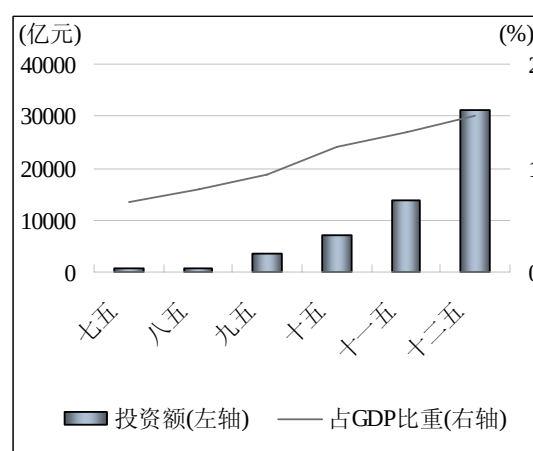


资料来源：联合资信整理

中国环保产业的发展速度远高于同期国民经济增长的速度，这与近年对环保投入的不断上升密切相关。“十五”以来，中国环保产业投资不断攀升，年增长率均在15%以上，环

保产业投入在GDP中的比重也逐渐增加。根据环保产业投入占GDP比重，可测算“十二五”中国环保产业投资31000亿元（占GDP1.5%）。

图2 中国环保产业投资情况



资料来源：联合资信整理

中国环保产业市场主要由环保设备生产和“三废”综合利用产品为主。其中环保设备以水和大气污染治理设备为主。环保产业终端污染治理市场份额相对较大，其中污水处理尤为突出。

污水处理长期以来是由政府买单的市政工程，但政府财政的制约导致了城市污水处理项目开展滞后，同时也限制了国内污水处理企业的发展。近年来，中国政府在尝试以项目融资方式加快污水处理项目建设和运营的同时，也积极开放国内水务市场。

伴随水务市场的开放，外资水务巨头们也纷纷加快对中国污水处理市场的投资步伐。2003年底，法国威立雅集团和国内水务龙头首创集团联手受让深圳水务集团45%的国有股权；世界水务巨头法国苏伊士里昂水务集团在上海设立亚洲总部，加速在国内进行业务拓

展；美国地球工程公司在秦皇岛、天津和广州三地建立三个水环保项目，并在珠三角和长三角的污水处理市场接连发力。目前，虽然污水处理项目回报率并不高，但项目经营时间长、回报稳定，仍对外资水务公司具有很强的吸引力。相比外资水务巨头，本土水务企业在规模、技术、融资上较为缺少竞争优势。中国污水处理企业的规模普遍较小，目前没有任何一家公司的市场占有率超过5%。

行业关注

中国环保产品品种比较齐全，但关键设备和核心产品的技术水平及可靠性等与发达国家相比仍有较大差距，尤其是具有高新技术水平的二氧化硫处理设备、除尘脱硫一体化设备，以及工业废气净化装置等设备开发能力薄弱，大多数只能从国外进口。同时，环保产业集中度偏低，企业规模小而分散，难以形成规模效益。

国家对于环保产业的科技投入主要集中在高校、科研院所，针对企业的技术研发资金投入严重不足。同时，高校和科研院所形成的环保技术的产业化程度不高，科技成果转化水平较低，能够实现产学研结合的环保企业数量有限。另外，企业技术开发投入严重不足，缺乏自主创新能力，龙头骨干企业相对较少。

当前的环保产业政策体系尚不完备，缺乏监督管理力度，产业市场亟待规范。引导环保产业发展的政策措施尚未健全，促进环保产业发展的管理措施、机制和手段不足，企业间的不公平竞争、地方保护、行业垄断现象依然存在。

行业政策

全国人大常委会先后制定或修订了《大气污染防治法》、《清洁生产促进法》、《可再生能源法》等环境法律；国务院制定了《排污费征收使用管理条例》等多部行政法规和法规性文件；环保部及其前身环保总局先后发布了《环境影响评价公众参与办法》等20多个部门规章和规范性文件。近几年，又先后制定或修订了

《节约能源法》、《循环经济促进法》、《固体废物污染环境防治法》、《水污染防治法》等环境保护法律，并在应对全球金融危机的同时大力推进经济结构调整，扶植“低碳产业”，并针对环保企业颁布了多项国家经济政策，为中国环保产业的发展做出了重要指导。

2009年5月，国务院批转《关于2009年深化经济体制改革工作意见的通知》中提出“大力推进资源性产品价格和节能环保体制改革，努力转变发展方式”；同时也提出“加快理顺环境税费制度，研究开征环境税”。2009年11月，国务院公布了中国减排目标：到2020年中国单位GDP二氧化碳排放比2005年下降40~45%。2009年12月，环境税、碳税的开征在哥本哈根召开的联合国气候变化大会上再度推向前台。

广东省污水处理情况

近年来，广东省内部分重点区域水环境质量持续恶化，全省饮水安全和群众环境权益日益受到污染威胁，尤其是广东省东西北地区更为突出。因此，广东省东西北地区污水处理设施的建设显得尤为紧迫。为了加快省东西北地区污水处理厂建设，广东省政府于2008年7月25日下发了《关于创新机制解决全省污水处理厂建设问题的签报意见》，并对全省欠发达地区的污水处理厂建设问题作了部署。根据《广东省加快东西北地区污水处理设施建设工作实施方案》（以下简称“实施方案”）要求，广东省东西北地区需建设90座以上日处理能力超过300万吨的污水处理厂，实现每个县城建成至少一座污水处理厂的目标，省财政将投入25亿元作为该项目建设的补助资金；同时，实施方案还进一步对项目地址、项目规模、建设模式、补助标准及投资回报等方面进行了规定。

项目地址：广东省东西北地区，包括汕头、韶关、河源、梅州、惠州、汕尾、湛江、茂名、肇庆、清远、潮州、揭阳12个地级市。具体分为两类区域，一类区域为生态发展区，包括

韶关、河源、梅州 3 个市；其它地区为二类区域。

项目规模：列入广东省财政补贴计划内的污水处理项目 56 个，日处理能力达 177.20 万吨。

建设模式：特许经营，经营主体通过市场招标，经营运行期 25 年（不含建设期）。

补助标准：在资金补助总额限定在 25 亿元内和项目实际处理能力核定数的基础上，分区域进行补助，一类区为生态发展区，补助标准为每万吨日处理能力补助 1000 万元（其中厂区 500 万元，管网 500 万元）；二类区补助标准为每万吨日处理能力补助 800 万元（其中厂区 500 万元，管网 300 万元）。各区域中原已安排补助的项目，不足此次补助标准的按标准补齐。具体项目及补助资金由广东省环保局会同财政厅、发展改革委确定并按程序办理。

投资回报：按照厂网统一设计、统一施工建设的要求，确定建设规模和投入资金，然后根据所投资金和 BOT 模式要求的内部收益率应达到或超过 9%，确定经营合同期限每吨污水处理费价格。

（2）经营现状

环保工程装备板块业务主要集中在污水处理、垃圾处理及环保工程装备产业领域。该板块主要由 2 个一级子企业集团组成，其中以广东省广业环保产业集团有限公司（以下简称“环保集团”）为板块主体，以广咨国际为配套服务企业。

环保集团

环保集团采取科研、设计、施工和运营一体化模式，通过 BOT、TOT 等方式建设并运营城市污水处理厂和垃圾处理综合利用工程，是产业链完整的专业环保公司。环保集团现有下属企业 53 家，拥有 2 家大型施工企业，2 家工程设计研究所，3 家工程建设监理公司，3 家军民民爆生产及爆破公司。截至 2009 年底，环保集团合并总资产 67.07 亿元，净资产 8.42 亿元。

近年来，在广东省政府加大环境治理力度，尤其是 2008 年下半年加快推进省东西北地区污水处理设施建设的背景下，环保集团实现了跨越式发展。截至 2010 年 5 月底，公司共签约广东省东西北地区污水处理项目 62 个（BOT58 个、TOT4 个），处理总规模为 199.7 万吨/日，承建配套管网 44 个。其中计划内项目 52 个（BOT51 个、TOT1 个），处理规模 162.2 万吨/日，配套管网 37 个；计划外项目 10 个（BOT7 个、TOT3 个），处理规模 37.5 万吨/日，配套管网 7 个。

目前，公司在建和接收的污水处理项目 53 个（BOT51 个，TOT2 个），总规模 159 万吨/日（不含南区海门厂 5 万吨/日）。BOT 项目（计划内 50 个，计划外 1 个），总规模 151 万吨/日。其中，“一县一厂”项目 28 个，规模 74 万吨/日；计划内非“一县一厂”项目 22 个，规模 75 万吨/日；计划外项目 1 个，规模 2 万吨/日；TOT 项目（计划内 1 个，计划外 1 个），总规模 8 万吨/日。截至 2010 年 5 月底，公司计收污水处理费项目 6 个，分别为高州、广宁、封开、平远、西城一期 TOT、潮阳厂一期 TOT。

在省东西北地区污水处理项目建设的带动下，环保集团的设计、施工及设备供应等业务取得快速发展，营业收入由 2008 年的 31.26 亿元增加至 2009 年的 60.92 亿元，营业利润由 2008 年的 4.17 亿元增加至 2009 年的 7.99 亿元。

截至 2010 年 3 月底，环保集团已完成污水项目总投资 40.36 亿元，其中大部分在建工程已进入主体施工阶段，各项目预计 2011 年会陆续完工并投入运营；2010 年一季度，环保集团污水处理项目总承包和设备销售实现营业收入 5.14 亿元，利润总额已超 3000 万元。

环保集团下属企业宏大爆破是专业从事工程爆破规划咨询、方案设计、工程施工和爆后清运等综合性技术服务的企业，是原国防科工委重点扶持的跨地区、跨领域科研、生产、销售和爆破服务一体化企业之一。宏大爆破的

爆破技术处于全国绝对领先地位，是中国爆破行业技术创新领跑企业，目前已累计完成 1800

多项爆破工程。

表3 公司爆破及民爆产品经营情况（单位：万元、%）

项目	爆破工程（宏大爆破）			民爆产品（明华厂）			民爆产品（力拓厂）		
	营业收入	营业利润	营业利润率	营业收入	营业利润	营业利润率	营业收入	营业利润	营业利润率
2007	56080.30	8916.69	15.90	3412.67	1508.78	44.21	22829.96	6231.39	27.29
2008	52395.67	10349.44	19.75	2590.75	955.60	36.89	27125.64	5799.09	21.38
2009	82422.65	17912.45	21.73	2687.85	1127.73	41.96	29989.51	7543.41	25.15
1Q10	11591.00	2400.38	20.71	922.55	217.09	23.53	12137.92	4349.16	35.83

资料来源：公司提供

宏大爆破从事的工程爆破业务对安全生产要求高，尽管其制定和采取了一整套安全管理制度及防范事故发生的措施，但 2008 年 10 月 18 日，宏大爆破承担的宁夏大峰矿羊齿采区技改露天剥离工程仍发生了重大爆破事故。当年营业收入受爆破事故影响有所下滑，但由于其拥有行业内无可替代的先进技术，其业务量在 2009 年得以迅速恢复，并在 2010 年一季度保持良好发展态势。截至 2010 年 3 月底，宏大爆破已接订单 3.5 亿元。

定将明华厂和力拓厂与宏大爆破进行整合，从而实施民爆企业一体化经营。

广咨国际

广咨国际是全国首批综合性甲级工程咨询机构，是广东省内仅有的 3 家具备综合咨询资质的企业之一。

自成立以来，广咨国际广泛参与重点项目建设，已先后完成了 3000 多项大中型建设项目的委托咨询业务，业务范围已从广东省拓展到国内其他省市，并延伸至香港、澳门、美国塞班、比利时、扎伊尔（刚果布）、孟加拉等国家及地区。广咨国际参与的代表项目主要有：广东省重点渔港发展规划、珠三角主要城市优质供水网建设规划、中山市歧江河综合治理三项工程可研、广电集团、粤电集团和广州南洲水厂污水处理项目等。

2007~2009 年，公司环保工程装备板块分别实现收入 32.95 亿元、32.60 亿元和 61.90 亿元，年均复合增长 37.06%。2010 年一季度，公司环保工程装备板块实现收入 13.48 亿元。

总体看，公司环保工程装备板块两个一级子企业集团构成了从立项、到可研、设计、施工、运营完整的环保产业链，综合竞争力较强。

3. 清洁再生能源

公司清洁再生能源板块主要业务涉及成品油的储运和批发，以及可再生能源的生产销售。

表4 公司工程爆破现有订单情况

序号	项目名称	合同金额（万元）
1	大宝山项目	10000
2	哈尔乌素东扩帮	10000
3	惠州地下工程项目	5000
4	大峰矿露天煤矿爆破项目	5000
5	青岛二期	4000
6	六道湾项目	1000
合计		35000

资料来源：公司提供

环保集团下属企业广东省明华公司（以下简称“明华厂”）和广东省力拓民爆器材厂，原国营三〇九厂（以下简称“力拓厂”）在广东省炸药及雷管的计划内市场拥有绝对的市场份额。其中，明华厂每年产销雷管占广东省计划内市场份额的 20%以上，而力拓厂的工业炸药及雷管分别占广东省计划内市场 80%及 60%以上的份额。

目前，公司正在力促其民爆产业的整合，已于 2009 年完成对宏大爆破增资扩股，并拟

(1) 行业分析

成品油

石油化工产业链较长、产业结构比较复杂，大致可分为石油和天然气勘探开发生产、石油炼制与油品销售、石化产品生产及销售三大板块。

石化行业是国民经济的重要基础产业和支柱产业之一。近年来石化行业一直保持高速增长的态势，但受 2008 年国际金融危机导致全球经济增速明显放缓影响，石化行业整体有所下滑。在国家宏观政策的拉动下，石化行业 2009 年逐步企稳复苏，并在 2010 年一季度保持强劲回升势头。根据中国石油和化学工业协会公布的数据，2009 年，中国石油化工行业规模以上企业 3.46 万家，实现总产值 6.63 万亿元，同比增长 0.3%，占全国规模以上工业总产值的 12.13%，20 多种大宗产品的产量位居世界前列。目前中国为世界第五大石油生产国、第二大石油消费国及第三大石油进口国。

石油属于国家重要战略资源，中国政府对于石油的开采及经营资格进行了行政约束。在上游资源经营领域，目前国土资源部仅允许中国石油天然气集团公司（下称“中石油”）、中国石油化工集团公司（下称“中石化”）、中海油和陕西延长石油（集团）有限责任公司从事原油的勘探和开采业务；中国联合石油公司（中石油下属子公司）、中国国际石油化工联合公司（中石化下属子公司）、中国中化集团和珠海振荣等四家国有公司控制了中国 90% 以上的原油进口业务。

中石油和中石化两大集团已经垄断国内 90% 以上的原油加工和成品油生产业务，形成非常完备的石油化工产业链条，两大集团体系内部的炼油企业由于拥有更加稳定的资源供应，具有较为明显的竞争优势。目前中国原油和汽油、柴油等高端成品油的供应均为寡头垄断的市场格局，中石油、中石化已经成为产业链上下游高度一体化的石油集团。作为国有石油公司，在原油加工环节，中石油、中石化加

大了对汽油、柴油等高端成品油的资源配置，以保障市场供应。

目前国内原油价格与国际市场基本接轨，但成品油价格仍由政府主导。2006 年以来，国际原油价格的上涨以及国内成品油的定价机制直接导致了炼油行业的全面亏损。

成品油定价方面，2009 年，国家发改委出台了新的成品油定价机制：当国际市场原油连续 22 个工作日移动平均价格变化超过 4% 时，可相应调整国内成品油价格。具体调整方案为：当国际市场原油价格低于每桶 80 美元时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶 80 美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶 130 美元时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。自 2009 年以来，成品油价格已经 9 次调整，其中上调 6 次，下调 3 次，汽油价格累计上调 1840 元/吨，柴油价格累计上调 1710 元/吨。新成品油定价机制较原有政策更加灵活和市场化，也为炼油企业保留了一定的利润空间。但当国际油价处于较高位置时，国内成品油市场仍有可能面临内外价格“倒挂”的风险。

中国是亚洲最大的燃料油消费市场。中国燃料油的主要消费地区集中在华南和华东地区，这两个地区的消费量占中国消费总量的 70% 左右。广东是华南地区燃料油消费的主要省份，占华南地区燃料油消费量的 85% 左右。华东地区的燃料油消费主要集中在山东、上海、江苏和浙江，这 4 省市占该地区燃料油消费量的 75% 左右。

自 1991 年起，国内炼油厂为了提高原油加工的经济效益，在加工过程中一直采用深拔、掺渣等工艺来提高轻油收率，燃料油产量逐年减少，由 1991 年的 3200 多万吨，下降到 2002 年的 1800 多万吨，下降了 44%。自 2003 年以来，在原油加工量大幅增加和燃料油强劲需求的推动下，燃料油产量开始略有增加。

2005 年以后, 由于国内成品油供应紧张, 中石化、中石油加大了对汽油、柴油等轻油的生产力度; 而地方炼油厂尽管仍有较大生产能力, 但多数由于资源受限而闲置, 从而导致燃料油供应持续减少, 进口依存度逐年提高。受高额燃料油消费税、其他替代性燃料的侵蚀, 以及沥青需求旺盛导致各大炼厂增产沥青而减产燃料油的影响, 2009 年中国燃料油产量同比出现大幅缩减, 为 1857 万吨, 同比下降 19%。同期, 中国燃料油进口量大增, 累计达到 2400 万吨, 同比增长 11%, 主要是由于山东地炼、保税船供市场以及日渐活跃的保税中转贸易影响所致。2009 年中国燃料油表观总量为 3395 万吨, 同比下滑 9%。

可再生能源

在当今环境污染日益严重、气候变暖威胁加深的形势下, 可再生能源的开发利用日益受到重视, 其技术水平不断提高, 产业规模逐渐扩大。中国水电、风电、太阳能及生物质能等可再生能源发展迅速, 年增长速度达到 25% 以上。

中国可再生能源利用量在 2007 年时已居世界首位, 其中新型可再生能源利用量为 5000 万吨标准煤。2008 年底, 中国水电装机容量达到 1.75 亿千瓦, 居世界第一; 风电装机总量达到 1215.3 万千瓦, 居世界第五; 生物质能发电 200 多万千瓦; 光伏发电生产能力已达 2000 多兆瓦, 已装机 80 兆瓦; 太阳能热水器年生产量已达 1800 多万平方米, 累积已达 9000 万平方米, 太阳能光伏电池生产已连续两年为世界第一; 地热能年利用 4.45 亿立方米, 地源热泵技术已在 3000 万平方米的建筑中使用。2009 年, 国内能源消费结构中可再生能源消费比重上升至 9.9%。其中, 风电并网总量累计达到 1613 万千瓦时, 累计风电装机容量超过西班牙, 上升到全球第三位。

根据国家发展和改革委员会 2007 年 8 月发布的《可再生能源中长期发展规划》(发改能源[2007]2174 号) 以及“十二五”能源发展

规划, 中国将大力发展可再生能源, 抓好重点流域水电开发建设, 促进风电规模化发展, 开发利用太阳能资源和其他可再生能源。到 2020 年可再生能源占比达到 15% 左右, 2050 年达到 30%。到 2020 年, 全国风电总装机容量达到 3000 万千瓦, 在广东、内蒙古等具备规模化开发条件的地区进行集中连片开发, 建成若干个总装机容量 200 万千瓦以上的风电大省, 建成 6 个百万千瓦级大型风电基地, 并建成 100 万千瓦海上风电; 水电装机容量达到 3 亿千瓦; 太阳能发电 180 万千瓦, 生物质发电装机 3000 万千瓦。

(2) 经营现状

清洁能源主要包括广东广业投资集团有限公司(以下简称“投资集团”)、中国南海石油联合服务总公司(以下简称“南服总公司”)和广东粤能(集团)有限公司(以下简称“粤能集团”)3 个一级子企业集团。

2007~2009 年, 公司清洁能源实现收入年均复合增长 21.08%, 2009 为 89.81 亿元, 其中投资集团占 45.43%。

投资集团

投资集团主要经营成品油、石油气及其他新型清洁能源的生产、储运和销售, 其本部及其下属企业广东经石油品公司和广东能捷公司等组成的燃料产品销售平台是广东省经营燃料、成品油主要批发贸易商。同时, 投资集团还完成了对东莞九丰能源有限公司以及中海油东莞立沙成品油储运项目的投资。

广东经石油品公司是公司 2007 年投资培育从事成品油批发、零售的贸易商(公司占比 49%, 投资集团占比 51%), 为公司全资的二级子公司。广东经石油品公司近年年度销售成品油呈 50% 复合增长。2009 年广东经石油品公司共销售成品油 50.47 万吨, 实现销售收入 25.29 亿元, 实现利润总额 0.45 亿元。目前广东经石油品公司已成为广东省内仅次于中石化、中石油与中海油的第四大成品油批发商。

东莞九丰能源有限公司是投资集团(持股

46.43%)与珠海九丰集团有限公司(持股42.59%)和盈安实业投资有限公司(持股10.98%)共同投资经营的,以从事LPG贸易、成品油仓储为主的能源经营实体。该项目位于东莞市虎门港立沙岛,占地面积为22.90万平

方米,主要配有1个8万吨级LPG码头、1座12.5万立方米成品油库和1座13.2万立方米LPG储运库,可年销售LPG100万吨。该项目于2009年3月竣工,并于当年下半年投入运营。

表5 公司油气能源经营情况

年份	燃料油			民用汽油			LPG		
	销量(吨)	收入(万元)	毛利率(%)	销量(吨)	收入(万元)	毛利率(%)	销量(吨)	收入(万元)	毛利率(%)
2007	213538.16	73262.88	1.36	425917.26	214670.44	3.99	--	--	--
2008	350209.75	149733.25	0.96	377634.96	212494.39	4.79	--	--	--
2009	539084.41	178416.05	1.13	560303.03	287448.27	5.30	155128.62	71301.75	7.92
1Q10	85911.18	33657.25	1.29	100791.44	58214.50	4.65	84897.92	44998.00	2.37

资料来源:公司提供

中海油东莞立沙成品油储运项目是投资集团(持股20%)与中海石油炼化有限公司(中国海洋石油总公司的全资子公司)合作的油品储运项目。该项目位于东莞虎门港立沙岛,由三部分构成:惠州市大亚湾、惠州炼油厂首站至东莞市虎门港立沙油库末站之间161.2公里的成品油输油管线及相关配套工程,库容32.1万立方米的立沙油库及相关配套工程,以及5万吨级的成品油码头及相关配套工程。该项目作为中海油惠州1200万吨炼油厂的配套项目,用于解决该炼油厂油品外运与仓储问题。

公司对上述2项目的投资,一方面可以打开中海油惠州炼油厂的采购渠道,与之建立起长期稳定的供需关系;另一方面,投资集团多年从事燃料、成品油的批发贸易,已拥有稳定的销售对象和销售渠道。公司可依托2项目推进资源的整合,建立起公司油品采购、运输、仓储、营销完整的产业链体系,实现规模化经营,从而增强市场竞争力。

投资集团还参与到由中海壳牌石油化工有限公司投资建设和运营的中海壳牌石化项目(投资集团持股3%),该项目总投资43亿美元,已于2005年底建成投产。该项目年产乙烯80万吨,丙烯43万吨。

另外,2010年3月,公司已正式获准参与广东省应急应战综合动员保障平台项目150个加油站的建设。目前该项目6个加油站正筹备

建设。这些加油站的建设将为公司完善油品销售产业链,发展下游销售终端,进行油气生产、配送销售网络的规模化扩展,提高油品贸易竞争力奠定基础。

南服总公司

南服总公司是中国第一家为海上石油勘探开发提供后勤综合服务的专业化集团企业,主要业务包括:一、为石油与天然气勘探开发提供各种专业的服务,以海洋石油服务为主,包括为中外石油公司和海上作业平台/储油轮提供燃油供应、雇员劳务服务以及配餐与生活保障服务等;二、国际贸易业务,以进出口贸易为主,并经营各类商品的进出口;三、物业租赁业务,经营商铺、办公楼和仓库等租赁。

南服总公司商品销售业务主要为油品贸易,其依靠油品质量和服务巩固海上供油业务,现已成为哈斯基油品的唯一供应商,并加强与中海油和威辰公司的多种模式合作,取得了主标备供资格。

劳务派遣方面,南服总公司2009年雇员25000人,服务商家1496户。

粤能集团

粤能集团主要经营风电、水电、垃圾发电等清洁再生能源。目前,粤能集团拥有4台225t/d垃圾焚烧炉和12MW+6MW汽轮发电机,日处理垃圾900吨(粤能深圳平湖垃圾发电厂是深圳最大的垃圾发电厂),以及10万千

瓦装机容量风能发电项目。另外，粤能集团还投资及经营多个中小型电站，并开发了 30 万千瓦装机容量水电项目。

粤能集团现正积极整合和培育自己的清洁再生能源业务，但目前发电业务尚处于起步阶段。2009 年，粤能集团实现营业收入 11.92 亿元，其中与发电业务相关收入占 4.29%，而与发电无关的油品沥青及有色金属贸易业务收入占比较大，分别占 21.60%和 27.96%。粤能集团的业务有待进一步理顺。

总体看，公司油品贸易已形成了较为完善的产业链，油品贸易规模较大，其整体规模及协同效应明显；但同时，联合资信也注意到油品贸易利润率低及受原油价格波动大等因素均对公司油品贸易整体盈利能力构成一定的负面影响。

4. 其他业务

除了环保工程装备和清洁再生能源 2 大主板块外，公司还在汽车贸易、纺织品的生产销售及硫铁矿资源的开发利用方面形成了自身优势，其各自经营主体分别为广东省广业电子机械产业集团有限公司（以下简称“电子机械集团”）、广东省广业纺织物流产业有限公司（以下简称“纺织物流公司”）和广东省广业轻化工业集团有限公司（以下简称“轻化集团”）。

2007~2009 年，公司其他业务收入合计年均复合增长 5.61%，2009 为 58.44 亿元，其中电子机械集团占 55.22%，纺织物流公司占 26.20%，轻化集团占 14.27%。

电子机械集团

电子机械集团在汽车销售、维修、以及工程机械经销方面具有一定优势。

电子机械集团拥有 3 万多平方米的汽车销售门店，经营多个品牌型号的商用车和 SUV 车型，拥有广州本田、广州丰田、一汽丰田、东风标致、江淮瑞风等汽车品牌的 4S 专卖店，行业知名度较高。同时，电子机械集团丰田、

本田的售后服务质量及技术水平在广东地区具有明显的优势。

电子机械集团下属企业广东省农业机械总公司（以下简称“农业机械公司”）已取得徐工汽车起重机系列产品、柳工装载机、叉车、挖掘机系列产品、“神钢”系列挖掘机、久保田农业机械公司收割机、插秧机系列产品在广东省独家代理权。农业机械公司是广州地区最大的卡车及全省最大的工程机械经销商，其经销的徐工汽车起重机、山推推土机和日本加藤挖掘机占广东省市场份额的 90%以上。农业机械公司是广东省农业机械购置补贴目录中唯一经销商。随着国家对农业的支持和发展，农机销售逐步成为农业机械公司的重要业务增长点。

另外，电子机械集团下属企业广东省广业信息产业集团有限公司（以下简称“信息集团”）自 1993 年以来，一直致力于税务系统的研究、开发与生产，并取得了一定成果。1996 年信息集团承担了国家项目《税控收款机的研制与开发》的任务，并在 1998 年通过国家鉴定和验收；2002 年信息集团被任命为税控收款机国家标准工作组的组长单位，主持税控收款机国家标准（GB18240 系列标准）的编写工作，是中国税控领域的领头企业。2009 年信息集团的公司信息化平台获广东省科学技术三等奖。

纺织物流公司

纺织物流公司前身是广东省纺织工业总公司。纺织物流公司计划经济时期行使行业管理职能，执行国家棉花调拨计划，主要经营纺织原料及棉花深加工。

纺织物流公司是广东省政府指定与中央合作建设中央直属华南棉花储备库和华南棉花交易市场的单位。中央直属华南棉花储备库是国家预算内重点工程，国家以进口棉的储备经营平衡华南地区及全国的棉价和保证及时的供应，填补两广及福建地区无国家标准棉库的空白。

中央直属华南棉花储备库项目总投资

13000 万元，其中建库工程资金 6658 万元由中国储备棉管理总公司按规定程序核拨（中央预算内投资），纺织物流公司以土地作价投入该项目。配套项目棉花交易市场通过交易佣金收入、仓租差额、管理费、报关商检服务费、国家储备棉轮转等六个途径取得回报。中央直属华南棉花储备库建成后将给纺织物流公司带来年均收益 1500 万元左右，配套项目华南棉花交易市场如建成每年利润达 2000 万元。中央直属华南棉花储备库是国家预算内重点工程，同时也是广东省“十一五”重点建设项目，已列入广东省十大工程。

轻化集团

轻化集团主要以硫铁矿资源的开发综合利用、精细化工材料的生产，以及桉树造纸原料造林、加工和贸易业务为主。2009 年轻化集团实现主营业务收入 7.81 亿元，其中矿石和化工相关产品收入占 61.39%，是轻化集团主要收入来源。

轻化集团从事矿石和化工产品综合利用的主体是云浮硫铁矿企业集团公司（以下简称“云硫集团”）。

云硫集团坚持“矿化结合、硫铁并举、综

合开发、综合利用”的循环经济发展战略，已逐步发展成为集矿山和化工一体的大型企业，是中国硫铁矿开发利用的龙头企业。1996 年云硫集团被国务院发展研究中心核定为中国唯一硫精矿出口基地。

云硫集团的业务主要集中在矿石和化工两方面。在矿石方面，云硫集团拥有中国最大的露天硫铁矿山，露天开采范围内硫铁矿存量为 1.38 亿吨，已探明硫铁矿储量 2.08 亿吨，硫铁矿总储量位居世界第二位，单体矿储量位居世界第一位。云硫集团年产原矿 300 万吨，原矿可生产出不同粒度、不同品位的矿产品和硫精矿等系列产品，按目前年开采量，矿山可供开采 50 年以上。云硫集团矿产品畅销全国 10 多个省市，并远销英国、日本、韩国、越南等国际市场，其“云硫牌”硫铁矿荣获“广东省名牌产品”称号。在化工方面，云硫集团现已拥有硫酸年生产能力 19 万吨，磷肥年生产能力 20 万吨，精制硫酸年生产能力 3 万吨。云硫集团现有产品包括硫铁矿、硫酸、磷肥、铁红、磁制品、聚合硫酸铁、铁精矿等，其中硫铁矿和硫酸为主导产品。近年来，受磷肥价格大幅下滑影响，云硫集团产销有所萎缩。

表6 云硫集团主要产品经营情况

年份	矿石产品				化工产品			
	产量(万吨)	销量(万吨)	价格(元/吨)	销售收入(万元)	产量(万吨)	销量(万吨)	价格(元/吨)	销售收入(万元)
2007	241.49	225.24	197.23	44423.29	30.87	26.05	412.54	10747.15
2008	209.08	193.92	531.74	103113.50	30.80	25.91	813.01	21065.54
2009	169.55	162.73	203.83	33169.63	29.29	24.35	341.37	8312.09
1Q10	65.57	57.58	250.60	14430.42	7.28	5.03	393.91	1983.30

注：矿石产品包含硫铁矿、-3MM 矿、硫精矿、出口矿、尾坝矿；化工产品包含硫酸、磷肥、试剂酸；价格不含税；

资料来源：公司提供

根据公司 2010 年第一次董事会、党委会联席会议审议通过的《关于理顺云硫集团管理关系的意见》和省国资委《关于云浮硫铁矿企业集团公司公司制改造的批复》（粤国资函[2010]87 号），云硫集团调整为公司一级企业。

5. 经营效率

2007~2009 年，公司资产总额和所有者权益合计分别年复合增长 29.09%和 19.97%；营

业收入和利润总额分别年复合增长 18.88%和 28.08%，公司经营规模和营业收入呈现出良好的成长性。

2007~2009 年，公司销售债权和存货周转次数持续提升，2009 年分别为 25.17 次和 17.07 次；总资产周转次数有所波动，2009 年为 1.53 次，考虑到众多项目于 2009 年下半年才投入生产，公司实际的资产周转速度应快于指标显示值。

总体上，公司经营效率正常，其中在销售债权回收和存货管理方面呈现持续好转态势。

6. 未来发展

未来，公司将继续打造具有较强核心竞争能力的大型绿色环保工业龙头企业，集中力量加快环保工程装备主业和清洁能源主业的发展，在体现社会效益的同时，实现经济效益最大化。

表7 在建和拟建重大项目情况

序号	项目名称	总投资 (万元)	预计投产时间
在建项目			
1	广东省东西北地区污水处理项目	637800	2011.06
2	广东省湛江市徐闻县角尾灯楼角风电场项目	49200	2011.12
3	华南棉花交易市场项目	28500	2011.12
小计		715500	
拟建项目			
4	资本运作（买壳借壳、产业基金创设等）	50000	2012.12
5	磷矿 50%股权并购项目	10500	2012.12
6	收购广煤液化气资产项目	14000	2010.12
7	汕头澄海区清源水质厂一期 TOT 项目	16400	2010.12
8	广东省应急应战综合动员保障平台项目	81440	2014.12
9	200t/a 三氯蔗糖项目	19000	2012.12
10	贵屿镇循环经济试点工业园区开发	40000	2012.12
11	广东省东西北部垃圾焚烧发电项目	200000	2014.12
12	李坑生活垃圾综合处理特许经营	34319	2012.12
小计		465659	
合计		1181159	

资料来源：公司提供

总体看，公司在、拟建重大项目主要为广东省东西北地区污水处理和广东省东西北部垃圾焚烧发电项目，均属于公司环保工程装备主板块范畴，其建成投产将有利于公司营业收入的稳步增长及盈利能力的持续增强，从而为巩固和增强公司在广东省环保产业的龙头地位。但同时，联合资信也注意到未来计划投资大，公司存在较大的外部融资压力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年度会计报表已经立信大华会计师事务所有限公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。

公司于 2008 年 12 月 31 日之前执行《企业会计制度》，自 2009 年 1 月 1 日起执行中华人民共和国财政部发布的新《企业会计准则》，并已按新《企业会计准则》对公司 2009 年 1 月 1 日之前各年度的财务报表进行了重述。公司 2010 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 159.75 亿元，所有者权益 49.94 亿元，其中少数股东权益 4.82 亿元；2009 年公司实现营业收入 210.15 亿元，利润总额 7.22 亿元。

截至 2010 年 3 月底，公司（合并）资产总额 171.31 亿元，所有者权益 51.07 亿元，其中少数股东权益 4.78 亿元；2010 年 1~3 月，公司实现营业收入 48.69 亿元，利润总额 1.40 亿元。

2. 资产质量

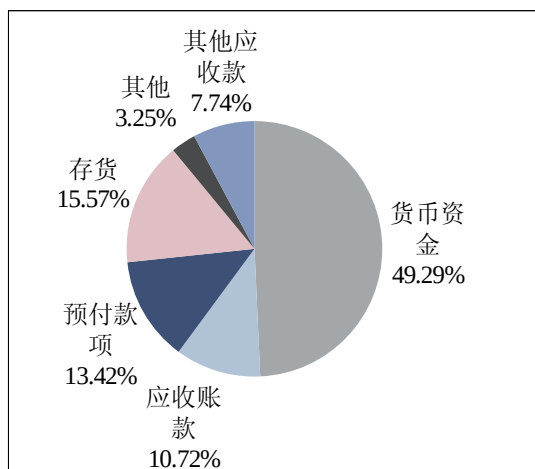
2007~2009 年，公司资产规模稳步增长，年均复合增长 29.09%。截至 2009 年底，公司资产总额 159.75 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 48.70%和 51.30%。

（1）流动资产

2007~2009 年，公司流动资产年均复合增长 22.70%。截至 2009 年底，公司流动资产 77.80 亿元，同比增长 24.80%，主要由货币资金、存货、预付款项、应收账款和其他应收款构成。

2007~2009 年，受公司众多项目处于投建高峰期而加大资金筹措影响，公司货币资金年均增长 49.44%。截至 2009 年底，公司货币资金为 38.35 亿元，主要是银行存款（占比 95.13%）。

图3 公司2009年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2007~2009年，公司应收账款年均复合增长11.80%。截至2009年底，公司应收账款账面余额9.24亿元。从账龄结构看，1年以内占80.48%，1~2年占9.77%，2年以上占9.75%，公司应收账款账龄较短；从集中度来看，前5名单位欠款金额合计占应收账款总额的14.41%，公司应收账款较分散。截至2009年底，公司已计提应收账款坏账准备0.90亿元，计提比例9.72%，计提较为充分。

2007~2009年，公司预付款项年均复合增长2.36%。截至2009年底，公司预付款项账面余额10.48亿元。从账龄结构看，1年以内占91.76%，1~2年占6.20%，2年以上占2.04%，公司预付款项账龄较短；从集中度来看，预付款前5名单位预付合计占预付款总额的16.38%，公司预付款较分散。截至2009年底，公司已计提预付款坏账准备0.03亿元。

2007~2009年，公司其他应收款波动中有所减少。截至2009年底，公司其他应收款账面余额12.99亿元，主要是公司子公司所欠款及往来款。从账龄结构看，2年以内占37.52%，而5年以上占47.09%，账龄较长，且质量较差，足额回收存在一定不确定性；从集中度来看，其他应收款前5名所欠金额合计其他应收款总额的28.28%，较为分散。对于质量较差的其他应收款，公司加大了计提比例。截至2009年

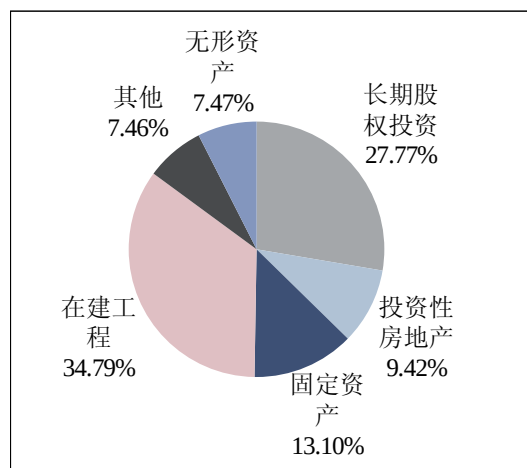
底，公司计提其他应收款坏账准备6.97亿元，计提比例53.64%，计提较为充分。

2007~2009年，受经营规模持续扩大，公司存货净额年均复合增长13.30%。截至2009年底，公司存货账面余额12.50亿元，其中原材料占7.39%，自制半成品及在产品占11.02%，库存商品占67.09%。公司库存商品主要是成品油、汽车及汽车零部件。截至2009年底，公司计提存货跌价准备0.39亿元，平均计提比例3.10%，计提比例基本合理。

(2) 非流动资产

2007~2009年，公司非流动资产增长较快，年均复合增长36.19%，主要是由于长期股权投资和在建工程的增长所致。截至2009年底，公司非流动资产合计81.95亿元，主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

图4 公司2009年非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

公司投资活跃，先后已投资102家企业。截至2009年底，公司长期股权投资余额22.76亿元，其中对子公司投资占9.98%，对合营企业投资占6.83%，对联营企业投资占5.25%，对其他企业投资占77.94%。2009年公司实现长期股权投资收益2.29亿元。

表 8 公司主要长期股权投资明细

被投资单位名称	期末余额(万元)
权益法核算的长期股权投资	
中海石油炼化东莞油品储运有限公司	9800.00
中国南山开发(集团)股份有限公司	98534.00
东莞市九丰能源有限公司	14950.26
成本法核算的长期股权投资	
广业建材产业集团	15790.92
中海石油化工投资有限公司	67840.00
广东华南棉花交易市场有限公司	300.00
南海石油惠州大亚湾发展公司	1000.00

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

截至 2009 年底，公司固定资产原值 21.16 亿元，其中房屋建筑物占 43.82%，机械设备占 40.92%。2009 年底，公司对固定资产计提累计折旧和资产减值准备分别为 10.22 亿元和 0.20 亿元，固定资产净值 10.74 亿元，成新率为 50.76%，固定资产质量一般。

2007~2009 年，随着污水处理项目的投建，公司在建工程迅速增长，年复合增长 450.27%。截至 2009 年底，公司在建工程余额 28.51 亿元，其中主要为省东西北地区污水处理项目（占 86.16%）。

2007~2009 年，公司无形资产年复合增长 67.16%，2009 年底无形资产原值 7.02 亿元，主要是土地使用权（占 26.15%）、污水收费权（占 50.96%）和电站经营权（占 11.78%）。

截至 2010 年 3 月底，公司资产总额 171.31 亿元，其中流动资产占 49.06%，非流动资产占 50.94%，资产构成与上年底基本一致。

截至 2010 年 3 月底，公司流动资产合计 84.05 亿元，主要为货币资金（占 40.92%）、预付款（占 18.81%）、其他应收款（占 12.93%）和存货（占 13.77%）。公司预付款 15.81 亿元，较上年底增长 51.43%，主要是油品贸易及汽车销售规模扩大所致；其他应收款 10.87 亿元，较上年底增长 80.37%，主要是因环保集团污水项目增加与项目公司结算款所致。

截至 2010 年 3 月底，公司非流动资产 87.26 亿元，较上年底增长 6.49%，主要是随着污水处理项目投建的推进，在建工程增长较快所致。

总体看，公司资产规模稳步增长，资产流动性正常，资产构成基本稳定，其结构符合资产经营型企业特点。公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

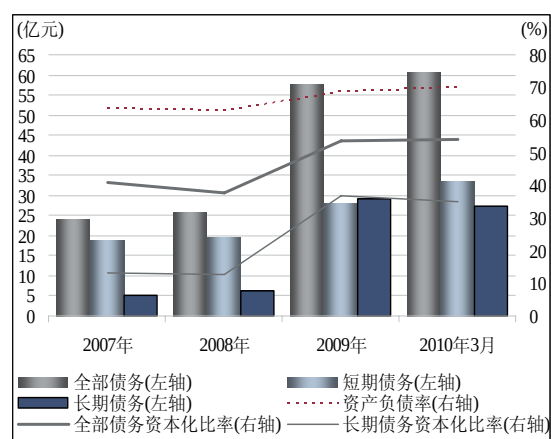
(1) 所有者权益

2007~2009 年，公司所有者权益稳步增长，年复合增长 19.97%。截至 2009 年底，公司所有者权益合计为 49.94 亿元，主要以实收资本（占 52.63%）和资本公积（占 26.30%）为主。公司作为广东省国有资产的管理平台，所有者权益受国有资产划拨及转让等政策性因素影响较大。公司 2008 年底所有者权益合计较 2007 年底增加 7.85 亿元，主要是由于 2008 年南海石化等项目划入所致。受公司 2009 年净利润转入（4.55 亿元）及国资委划拨（1.85 亿元）影响，公司所有者权益合计 2009 年底较上年底增长 17.37%。

(2) 负债

受近年投建规模较大影响，公司负债增长较快，2007~2009 年，公司负债总额年复合增长 33.99%。截至 2009 年底，公司负债合计 109.81 亿元，其中流动负债占 59.46%，非流动负债占 40.54%。

图 5 公司债务情况



资料来源：公司审计报告、联合资信整理

2007~2009 年，公司流动负债年复合增长 15.74%。截至 2009 年底，公司流动负债 65.29 亿元，主要以短期借款（占 32.85%）、应付账

款（占 18.54%）、预收款项（占 14.15%）和其他应付款（占 20.38%）为主，其中其他应付款主要是公司的油品及汽车贸易往来款。

2007~2009 年，公司非流动负债快速增长，年复合增长 89.27%，主要是长期借款和专项应付款的增加所致。截至 2009 年底，公司非流动负债 44.52 亿元，主要由长期借款（占 65.70%）和专项应付款（占 22.46%）构成。截至 2009 年底，公司长期借款 29.25 亿元，较上年大幅增长 373.01%，新增长期借款主要是满足污水处理项目投建的需要；公司专项应付款 10.00 亿元，主要是省财政厅拨付的污水专项资金（占 81.34%），是非债务性资金，公司无需还本付息（粤财工函[2010]94 号），其次是财政专项补贴及课题项目经费专款。作为广东省属国有独资企业，公司在代表广东省政府持有和运营国有资产的同时，也承担有较多的社会职能，因此在资金上能够得到政府的一定补贴支持。

2007~2009 年，公司债务规模增长迅速，截至 2009 年底，公司债务总额 57.48 亿元，年复合增长 54.22%。同期，公司新增债务主要以长期债务为主，债务结构有所改善，2009 年底，公司短期债务占 49.11%，长期债务占 50.89%。

2007~2009 年，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有所波动，2009 年底分别为 68.74%、53.51% 和 36.94%。公司债务负担较重，但考虑到污水专项资金无需公司偿付，公司实际债务负担要轻于指标所示。但由于公司在建、拟建项目较多，投资规模较大，未来公司债务负担存在进一步上升的压力。

截至 2010 年 3 月底，公司所有者权益合计 51.07 亿元，较 2009 年底增长 2.26%；公司负债合计 120.24 亿元，较 2009 年底增长 9.50%，主要源于短期借款和其他应付款的增加。负债构成中流动负债占比有所上升，为 64.16%；截至 2010 年 3 月底，公司债务总额 60.69 亿元，较 2009 年底增长 5.59%，有息债

务规模进一步扩张，债务结构短期债务占比有所上升，2010 年 3 月底达到 55.12%。

总体看，公司所有者权益维持稳步增长态势；目前，公司债务负担较重，未来计划投资规模较大，债务负担有进一步加重压力。

4. 盈利能力

受经营规模持续扩大影响，2007~2009 年，公司营业收入和营业成本规模均稳步增长，分别年均复合增长 18.88% 和 19.07%，营业收入增长速度略逊于营业成本增速。2009 年，公司营业收入和营业成本分别为 210.15 亿元和 192.96 亿元。受污水处理项目建设的带动效用，公司业务收入构成有所变化，环保工程装备收入占比由 2007 年的 22.16% 提升至 2009 年的 29.46%，但清洁能源板块的成品油批发收入仍是主要构成部分，2009 年公司清洁能源板块收入占 42.74%。

2007~2009 年，公司三项期间费用合计年复合增长 3.90%，其中 2009 年受借款平均余额减少及汇兑收益增加导致财务费用减少影响，公司 2009 年三项期间费用合计较 2008 年减少 1.67%，为 11.25 亿元。公司期间费用控制能力强。

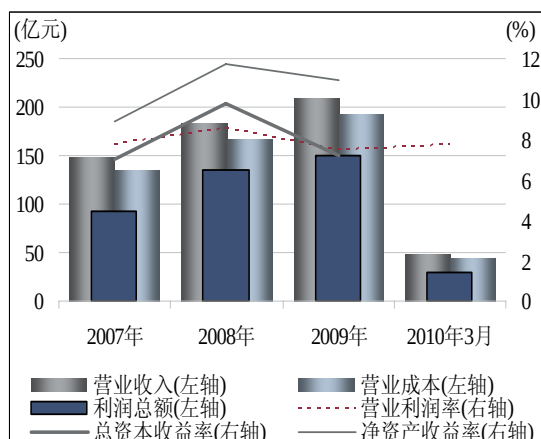
2007~2009 年，公司投资收益呈波动趋势。2009 年，公司获得投资收益 2.29 亿元，同比减少 37.45%，主要是被投资的单位分配的利润减少所致。

2007~2009 年，公司实现营业外收入分别为 1.32 亿元、1.37 亿元和 1.09 亿元。其中政府补助分别为 0.39 亿元、0.37 亿元和 0.55 亿元。

2007~2009 年，公司利润总额稳步增长，年复合增长 28.08%，2009 年为 7.22 亿元。

近三年公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率均有所波动，2009 年分别为 7.45%、7.21% 和 10.92%。总体看，公司整体盈利能力尚可。

图6 公司近年盈利能力情况



资料来源：公司审计报告、联合资信整理

2010年1~3月，公司实现营业收入48.67亿元，较上年同期大幅增长46.11%，这除了上年同期基数较低因素外，宏观经济的企稳向好也带动公司产销快速增长；同期，公司营业利润率基本与2009年持平，为7.73%。2010年1~3月，公司实现利润总额1.40亿元。

综合看，未来几年，公司涉及的环保工程装备和清洁能源产业拥有良好的行业发展预期。根据公司制定的产业发展思路，今后几年，各板块内的企业进一步重组整合，形成各自较为完善的产业链，从而发挥其协同和规模效应，公司的利润规模和盈利能力将有望得到提升。

5. 现金流

2007~2009年，随着经营规模持续扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金年复合增长14.36%；同时，在加强成本和费用控制下，公司购买商品、接受劳务支付的现金年复合增长13.52%。受此影响，2007~2009年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.42亿元、7.43亿元和8.98亿元，经营现金净流量持续增加。

2007~2009年，公司投建项目规模较大，尤其是2009年受启动污水处理项目影响，公司投资活动现金流出量陡增。2007~2009年，公司投资活动产生的现金流净额分别为-2.35

亿元、-2.67亿元和-26.45亿元。投资活动所需资金大部分依靠经营活动产生的现金净额，除此之外，公司通过外部融资也解决了部分需求，2007~2009年，公司筹资活动产生现金净流入分别为4.27亿元、4.78亿元和29.13亿元。

2010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-2.68亿元、-6.91亿元和5.83亿元。其中经营活动现金流量呈负数，主要是公司下属贸易类企业年初增长预付货款，以及一季度的营业款项集中在二季度收取原因产生，这种状况在公司往年第一季度比较普遍，属于正常经营情况。

总体上，公司经营活动具有较强的现金净额获取能力，能够满足部分投资需求；但未来公司计划投资规模较大，存在一定的筹资压力，公司整体现金流量状况正常。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，近年公司筹资主要以长期借款为主，受长期借款资金到位影响，近三年公司流动资产有所增长，流动比率和速动比率整体呈上升趋势，2009年底，公司流动比率和速动比率分别为119.16%和100.60%；2010年3月底，流动比率和速动比率分别略下降至108.95%和93.95%；近三年，公司经营现金流动负债比整体有所改善，但仍处于较低水平，2009年为13.76%。总体看，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债指标看，2007~2009年，公司EBITDA分别为6.83亿元、9.57亿元和10.15亿元，呈现良好的增长趋势；同期，受大幅增加银行贷款以满足项目投建需求影响，公司长期偿债指标有下降趋势，全部债务/EBITDA由2007年的3.54倍上升至2009年的5.66倍，而EBITDA利息倍数分别为由2007年的6.34倍下降至2009年的4.43倍。总体看，公司对全部债务的保护程度趋弱，整体偿债指标一般。

截至2010年3月底，公司无对外担保事

项。

截至 2010 年 4 月底，公司与中国工商银行、中国银行和中国建设银行等 13 家金融机构签署了授信协议，所获得的授信额度总额为 184.56 亿元，其中未使用额度 132.57 亿元，公司间接融资渠道畅通。

七、本期债券偿债能力分析

公司本期债券发行额度为 17 亿元，占 2010 年 3 月底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为 62.41%、28.01%和 14.14%，对公司现有债务影响较大。截至 2010 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 70.19%、54.30%和 34.78%，本期债券发行后，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上升为 72.88%、60.34%和 46.42%，公司债务负担进一步加重；公司未来几年投资规模较大，预计债务负担会有所上升。

2007~2009 年，公司经营活动产生的现金流入量及现金流量净额平均值分别是本期债券发行额度的 12.73 倍和 0.37 倍；其中 2009 年经营活动产生的现金流入和现金流净额分别为 242.94 亿元和 8.98 亿元，分别是本期债券发行额度的 14.29 倍和 0.53 倍。公司经营活动现金流入量充沛，对本期债券保障程度较高；2007~2009 年，公司 EBITDA 平均值是本期债券发行额度的 0.52 倍，其中 2009 年 EBITDA 为 10.15 亿元，EBITDA/本期发债为 0.60 倍，EBITDA 对本期债券保障程度较好。

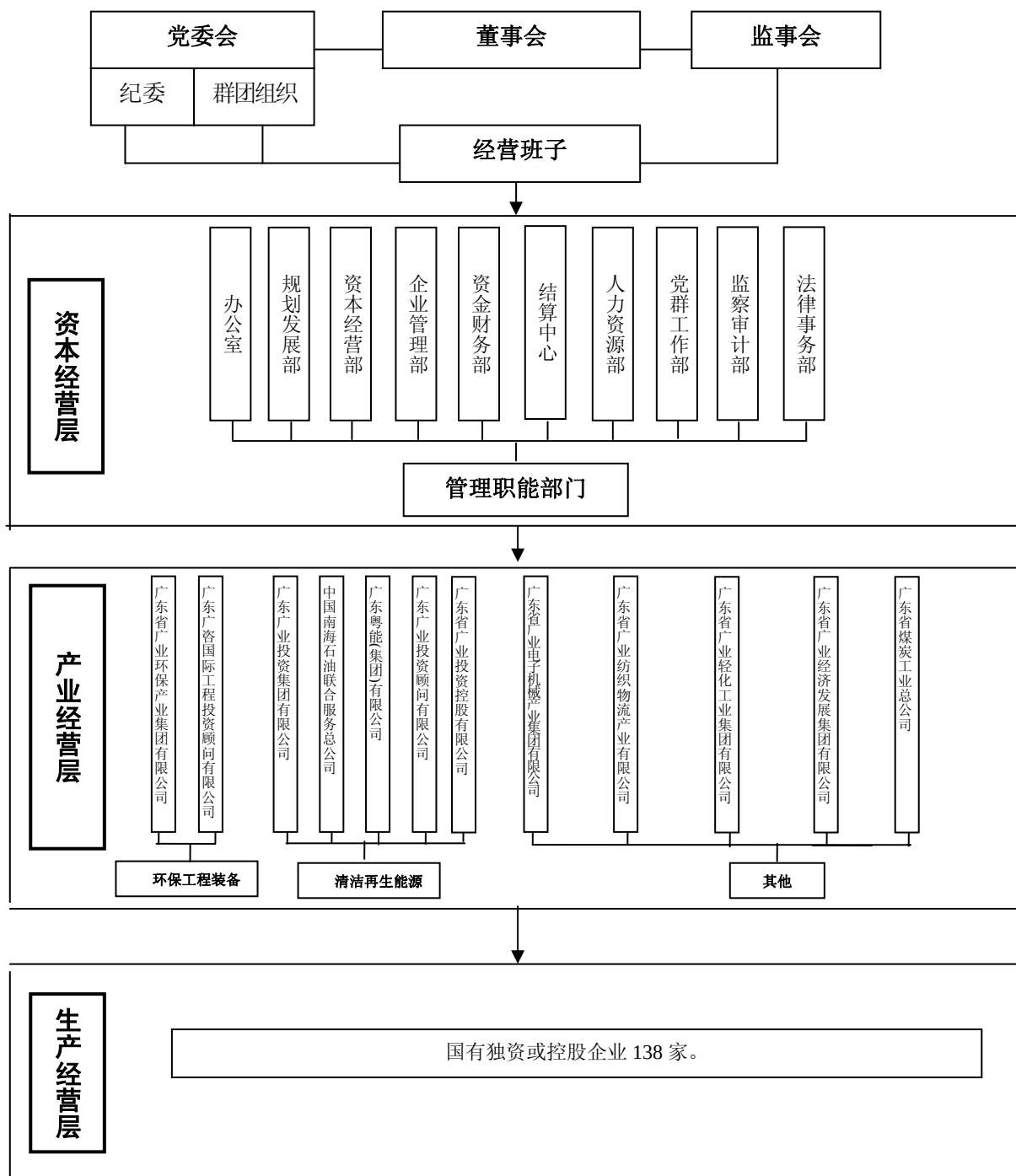
九、综合评价

公司是由广东省人民政府授权经营的国有资产投资主体，主要从事环保工程装备和清洁能源等业务，其在政府支持、经营规模、资源储备等方面具有较强优势。公司目前整体经营状况呈现良好发展态势，营业收入和利润

规模稳步增长；同期，公司管理水平不断提高。公司债务负担较重，未来计划投资规模大，债务负担有加重压力。总体看，公司主体长期信用风险很低。

目前，公司资产构成基本稳定，资产流动性正常，营业收入和利润总额规模较大，经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。总体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 截至 2009 年底公司全资及控股子公司情况

公司名称	主营业务	持股比例 (%)	资产总额 (万元)	净资产 (万元)	2009 年 利润总额 (万元)
广东省广业环保产业集团有限公司	污水处理、垃圾处理、民爆产品、工程项目	100	670694	84235	44005
广东广咨国际工程投资顾问有限公司	投标顾问、技术支持	35	13839	2789	1114
广东粤能(集团)有限公司	风力发电、垃圾发电、煤炭	100	115935	43105	2913
广东广业投资集团有限公司	成品油储运及批发、煤炭	100	212323	108658	6957
中国南海石油联合服务总公司	海上油品供应、人力资源、配餐	100	103146	37899	1713
广东广业投资顾问有限公司	煤炭批发及零售	70	9122	-9690	-267
广东省广业投资控股有限公司	咨询服务	96.81	108105	92605	15455
广东省广业轻化工业集团有限公司	硫产品开发销售、三氯蔗糖	100	122244	66292	3065
广东省广业纺织物流产业有限公司	棉花、棉纱、物流	100	48070	1080	1366
广东省广业电子机械产业集团有限公司	汽车销售、工业机械、农业机械、机电出口	100	149339	33655	4052
广东省广业经济发展集团有限公司	资产重组	100	10789	6770	230
广东省煤炭工业总公司	煤炭	100	10946	-1860	22

附件 3-1 2007~2010 年 3 月底合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动资产：					
货币资金	171710.93	266583.39	383459.16	49.44	343942.61
交易性金融资产	721.14	22.88	119.41	-59.31	119.6
应收票据	3756.88	6774.16	8133.01	47.13	9319.13
应收账款	66748.21	68633.94	83433.84	11.80	93133.42
预付款项	99662.2	93781.27	104424.72	2.36	158127.92
应收利息					
应收股利		3238.96	7810.94		
其他应收款	67944.38	67067.29	60247.54	-5.83	108666.03
存货	94392.2	104954.07	121161.12	13.30	115719.86
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	11878.23	12207.66	9232.34	-11.84	11427.9
流动资产合计	516814.17	623263.64	778022.10	22.70	840456.47
非流动资产：					
可供出售金融资产	139.28	218.57	546.86	98.15	1146.86
持有至到期投资					14391.37
长期应收款	1463.35	1471.5	2680.53	35.34	1638.22
长期股权投资	150840.16	214258.13	227552.04	22.82	230644.51
投资性房地产	74137.44	77386.59	77162.63	2.02	78711.15
固定资产	139333.89	98000.65	107388.91	-12.21	107263.69
在建工程	9414.32	19115.62	285061.34	450.27	325229.24
工程物资	2930.55	1331.03	39.99	-88.32	430.24
固定资产清理	50.63	388.51	276.37	133.64	470.64
生产性生物资产	20360.01	30985.21	34390.41	29.97	34650.74
油气资产					
无形资产	21894.64	53319.67	61179.21	67.16	55536.35
开发支出					
商誉	339.99	516.65	516.65	23.27	516.65
长期待摊费用	8582.43	6063.95	8015.72	-3.36	7368.86
递延所得税资产	11618.28	14715.45	13977.43	9.68	13978.01
其他非流动资产	689.41	774.79	667.16	-1.63	664.29
非流动资产合计	441794.37	518546.31	819455.26	36.19	872640.82
资产总计	958608.54	1141809.95	1597477.36	29.09	1713097.29

附件 3-2 2007~2010 年 3 月底合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 3 月
流动负债：					
短期借款	136785.89	149646.49	214460.62	25.21	258716.68
交易性金融负债					
应付票据	50773.61	42187.44	63112.66	11.49	71833.06
应付账款	73236.69	73930.34	121022.41	28.55	120723.5
预收款项	85087.06	87290.13	92366.49	4.19	102550.1
应付职工薪酬	8310.76	15972.41	9920.63	9.26	11254.32
应交税费	11818.63	11565.57	11783.07	-0.15	9049.81
应付利息	163.67	177.65	28.13	-58.54	402.89
应付股利					
其他应付款	117355.54	148782.05	133045.11	6.48	193644.16
一年内到期的非流动负债	2271.68	3262.14	4715.64	44.08	3967.14
其他流动负债	1593.45	4341.86	2468.22	24.46	-700.18
流动负债合计	487396.99	537156.07	652922.98	15.74	771441.48
非流动负债：					
长期借款	51833.82	61832.21	292471.85	137.54	272377.9
应付债券					
长期应付款	49735.91	45071.13	37468.2	-13.20	40717.24
专项应付款	18204.62	55757.14	100005.04	134.38	103026.77
预计负债	4300.12	8988.42	5854.94	16.69	5391.75
递延所得税负债	193.02	42.14	1408.06	170.09	1408.1
其他非流动负债	1.2	7493.86	7965.35	8047.26	8043.21
非流动负债合计	124268.7	179184.9	445173.43	89.27	430964.97
负债合计	611665.68	716340.97	1098096.42	33.99	1202406.44
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	221193.24	262839.34	262839.34	9.01	268059.34
资本公积	126300.67	112545.58	131345.24	1.98	127606.08
减：库存股					
专项储备		17.35	3216.84		4388.32
盈余公积					-844.88
未分配利润	-35519.91	10024.02	55536.89		65409.82
外币报表折算差额	-1110.05	-1573.92	-1716.89	24.37	-1737.88
归属于母公司所有者权益合计	310863.96	383852.37	451221.43	20.48	462880.8
少数股东权益	36078.9	41616.61	48159.51	15.54	47810.05
所有者权益（或股东权益）合计	346942.85	425468.98	499380.94	19.97	510690.84
负债和所有者权益（或股东权益）总计	958608.54	1141809.95	1597477.36	29.09	1713097.29

附件 4 2007~2010 年（1~3 月）合并利润表

（单位：人民币元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 一季度
一、营业收入	1486928.98	1826624.58	2101486.49	18.88	486864.39
减：营业成本	1360985.95	1659909.94	1929605.33	19.07	446218.85
营业税金及附加	10999.63	11515.13	15324.93	18.03	3029.22
销售费用	29615.2	34168.15	34981.98	8.68	8017.1
管理费用	65271.46	68583.59	69320.69	3.06	16046.27
财务费用	9305.26	11629.27	8172.24	-6.29	2479.07
资产减值损失	-45.86	9803.46	-3379.42	758.43	14.87
加：公允价值变动收益（损失以“—”号填列）	112.5	0.28	96.53	-7.37	0.18
投资收益（损失以“—”号填列）	32965.96	36580.78	22879.6	-16.69	3400.9
其中：对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益（损益以“—”号添列）					
二、营业利润（亏损以“—”号填列）	43875.8	67596.11	70436.86	26.70	14460.09
加：营业外收入	13204.26	13732.97	10914.66	-9.08	1617.76
减：营业外支出	13074.07	16713.18	9159.63	-16.30	2068.47
其中：非流动资产处置损失					
三、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	44005.99	64615.9	72191.89	28.08	14009.39
减：所得税费用	13254.76	14584.71	17661.76	15.43	2482.62
四、净利润（净亏损以“—”号填列）	30751.23	50031.19	54530.14	33.16	11526.77
其中：归属于母公司所有者的净利润	26485.42	45543.92	45527.88	31.11	11676.56
少数股东损益	4265.8	4487.26	9002.26	45.27	-145.55

附件 5-1 2007~2010 年（1~3 月）合并现金流量表
 （单位：人民币元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率 (%)	2010 年 一季度
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	1712709.43	2019680.33	2240038.26	14.36	539285.98
收到的税费返还	22262.75	31529.28	33186.36	22.09	9445.47
收到其他与经营活动有关的现金	130301.98	146549.68	156142.91	9.47	67065.17
经营活动现金流入小计	1865274.15	2197759.29	2429367.52	14.12	615796.63
购买商品、接受劳务支付的现金	1580522.27	1821710.53	2036930.36	13.52	503947.2
支付给职工以及为职工支付的现金	72769.05	84962.68	103091.37	19.02	26215.16
支付的各项税费	52462.74	69241.59	72717.65	17.73	21263.81
支付其他与经营活动有关的现金	135268	147541.47	126804.52	-3.18	91162.43
经营活动现金流出小计	1841022.06	2123456.27	2339543.89	12.73	642588.61
经营活动产生的现金流量净额	24252.09	74303.02	89823.64	92.45	-26791.98
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	6953.74	12159.66	25178.11	90.28	3198.43
取得投资收益收到的现金	5101.73	15458.78	5662.04	5.35	8138.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的 现金净额	1964.63	2198.28	456.53	-51.79	357.9
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		1778.45	107.25		
收到其他与投资活动有关的现金					39809.37
投资活动现金流入小计	14020.11	31595.16	31403.93	49.66	51504.04
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的 现金	20814.13	38243.3	259732.15	253.25	57051.17
投资支付的现金	16742.83	20051.12	36204.56	47.05	4440
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					59137.05
投资活动现金流出小计	37556.95	58294.42	295936.71	180.71	120628.21
投资活动产生的现金流量净额	-23536.84	-26699.27	-264532.78	235.25	-69124.17
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	13698.25	41646.1	18700	16.84	0.01
取得借款收到的现金	225702.39	282734.65	610652.3	64.49	119602.23
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					88326.79
筹资活动现金流入小计	239400.64	324380.75	629352.3	62.14	207929.02
偿还债务支付的现金	185885.49	259875.67	315198.53	30.22	94794.84
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10767.85	16658.3	22892.17	45.81	12643.18
支付其他与筹资活动有关的现金					42239.16
筹资活动现金流出小计	196653.35	276533.97	338090.7	31.12	149677.18
筹资活动产生的现金流量净额	42747.3	47846.79	291261.6	161.03	58251.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-660.95	-578.08	323.31		-0.07
五、现金及现金等价物净增加额	42801.6	94872.46	116875.77	65.25	-37664.38
加：期初现金及现金等价物余额	128909.33	171710.93	266583.39	43.81	367246.05
六、期末现金及现金等价物余额	171710.93	266583.39	383459.16	49.44	329581.67

附件 5-2 2007~2010 年（1~3 月）合并现金流量补充表
 （单位：人民币元）

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	30751.23	50031.19	54530.14	33.16
加：资产减值准备	-45.86	9803.46	-3379.42	758.45
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11630.47	11692.05	11757.58	0.54
无形资产摊销	520.98	1197.23	1871.20	89.52
长期待摊费用摊销	1779.55	1892.93	2765.20	24.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-5863.87	-4370.89	-3536.76	-22.34
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	483.65	357.28	285.60	-23.16
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）				
财务费用（收益以“-”号填列）	10384.95	16341.69	12919.72	11.54
投资损失（收益以“-”号填列）	-33078.46	-36581.06	-22976.13	-16.66
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	547.76	-3097.17	738.02	16.08
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	132.90	-150.88	1365.91	220.58
待摊费用减少（增加以“-”号填列）				
预提费用增加（减少以“-”号填列）				
存货的减少（增加以“-”号填列）	-12516.92	-10561.87	-16207.05	13.79
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-10426.14	-1822.86	-5859.30	-25.03
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	29951.83	39571.91	55548.93	36.18
其他				
经营活动产生的现金流量净额	24252.09	74303.02	89823.64	92.45
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：				
债务转为资本	1693.65	-1700.07	-1601.00	
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产		541.60		
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	167809.70	259176.13	372667.87	49.02
减：现金的期初余额	125946.66	167809.70	259176.13	43.45
加：现金等价物的期末余额	3901.23	7407.26	10791.29	66.32
减：现金等价物的期初余额	2962.68	3901.23	7407.26	58.12
现金及现金等价物净增加额	42801.60	94872.46	116875.77	65.25

资料来源：公司审计报告、联合资信整理

附件 6 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	21.09	25.04	25.17	--
存货周转次数(次)	14.42	16.65	17.07	--
总资产周转次数(次)	1.55	1.74	1.53	--
现金收入比(%)	115.18	110.57	106.59	110.77
盈利能力				
营业利润率(%)	7.73	8.50	7.45	7.73
总资本收益率(%)	7.05	9.77	7.21	--
净资产收益率(%)	8.86	11.76	10.92	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	13.00	12.69	36.94	34.78
全部债务资本化比率(%)	41.06	37.65	53.51	54.30
资产负债率(%)	63.81	62.74	68.74	70.19
偿债能力				
流动比率(%)	106.04	116.03	119.16	108.95
速动比率(%)	86.67	96.49	100.60	93.95
经营现金流动负债比(%)	4.98	13.83	13.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.34	5.75	4.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.54	2.68	5.66	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	0.19	-0.30	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.07	2.86	-7.63	--
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.56	0.60	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.97	12.93	14.29	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.14	0.44	0.53	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.00	0.28	-1.03	--

附件 7 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
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期企业债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 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

筹资活动前现金流量净额=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

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 8 中长期债券信用等级设置及其含义

注：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，中长期债券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

主体长期信用等级的设置及定义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 广东省广业资产经营有限公司 2011 年度 17 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

广东省广业资产经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广东省广业资产经营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，广东省广业资产经营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广东省广业资产经营有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广东省广业资产经营有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如广东省广业资产经营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东省广业资产经营有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如本期债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广东省广业资产经营有限公司、主管部门、交易机构等。

