

信用等级公告

联合[2014] 018 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 2014 年度第一期中期票据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

2014 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一四年一月十六日

广东省广业资产经营有限公司

2014 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 5 亿元

本期中期票据期限: 7 年(含第 5 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权)

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 主要用于补充营运资金及偿还银行借款

评级时间: 2014 年 1 月 16 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
资产总额(亿元)	185.63	231.84	240.33	263.16
所有者权益(亿元)	56.61	72.49	86.36	90.41
长期债务(亿元)	37.58	62.43	66.86	73.48
全部债务(亿元)	68.91	86.89	89.16	100.94
营业收入(亿元)	245.96	270.06	250.98	206.34
利润总额(亿元)	5.96	6.90	5.61	2.33
EBITDA(亿元)	10.66	16.33	15.79	--
经营性净现金流(亿元)	10.76	9.01	13.47	-3.46
营业利润率(%)	6.91	8.92	8.67	7.72
净资产收益率(%)	7.76	6.96	4.94	--
资产负债率(%)	69.50	68.73	64.06	65.65
全部债务资本化比率(%)	54.90	54.52	50.80	52.75
流动比率(%)	103.52	128.37	134.00	129.94
全部债务/EBITDA(倍)	6.46	5.32	5.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.93	2.55	2.43	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	2.13	3.27	3.16	--

注: 公司 2013 年三季度财务数据未审计。

分析师

孙恩哲 丁 伟

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”)的评级反映了其在政府支持、资源储备、经营规模及营销网络等方面具有较强的优势。近几年, 公司不断优化产业结构, 形成了以环保产业、燃化能源产业、矿产资源产业、现代服务业四大产业为主的多元化经营格局。同时, 联合资信也关注到公司油品贸易竞争加剧、油品和硫铁矿相关产品价格波动较大, 以及筹资压力上升等因素可能给公司经营及信用水平带来的不利影响。

公司将大力推进污水处理及新能源发电为支柱的环保产业项目建设, 公司的利润规模和盈利能力将有望得到提升, 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中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据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. 公司环保产业和燃化能源板块、矿产资源、现代服务业四大板块产业链较为完整, 规模优势明显。
3. 公司环保产业链完善, 项目经验丰富、拥有 201.7 万吨/日污水处理能力, 品牌和规模优势明显。
4. 公司拥有中国最大的硫铁矿矿产资源, 资源储备优势突出, 矿产资源产业盈利能力强。
5. 公司经营现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 油品贸易毛利率低、竞争加剧，以及油价波动大给公司燃化能源产业经营带来不利影响。
2. 公司矿产资源板块业务受硫铁矿相关产品价格波动影响较大。
3. 公司社会性支出负担重，对公司盈利能力造成不利影响。
4. 公司债务负担较重，未来存在一定筹资压力。
5. 公司利润对投资收益与营业外收入依赖程度大。

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）与广东省广业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 2014 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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，实际控制人为广东省国资委。

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。

2011年12月6日，广东省国有资产监督管理委员会基于贯彻落实《广东省省属国有经济布局 and 结构调整“十二五”规划纲要》，加快广东省属企业相关产业资源整合和优化配置的需要，出具《关于同意无偿划转广西贵糖集团有限公司有关问题的批复》批文，将广东恒健投资控股有限公司所持广西贵糖集团有限公司100%股权无偿划转至公司。

根据广东省财政厅关于《广东省广业资产经营有限公司下属民爆企业改制土地资产转增国家资本金的批复》（粤财工[2010]335号）和《关于广东省广业资产经营有限公司下属云浮广业硫铁矿集团有限公司改制土地资产转增国家资本金的批复》（粤财工[2011]486号），公司2011年12月31日年报确认增加实收资本26620.48万元。2012年2月18日，中磊会计师事务所有限责任公司广东分所出具了《验资报告》（中磊粤验字[2012]第1005号）。2012年7月，公司相应工商登记管理机构变更注册资本为人民币154620.48万元。

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、教育培训。

截至2013年9月底，公司本部设有办公室、规划与投资发展部、资本证券业务部、企业管理部、资金财务部、人力资源部、党群工作部、纪检监察部、审计与监事工作部、法律事务部、董事会办公室、科技与创新管理部等12个管理职能部门；资金结算中心和检测中心2个经营运作中心（见附件1）。

截至2013年9月底，公司合并报表范围内一级子公司19家（附件2），科研院所18家，还拥有上市公司广西贵糖（集团）股份有限公司（简称“贵糖股份”，股票代码：000833）。此外，子公司广东宏大爆破股份有限公司于2012年6月12日在深交所中小板上市（简称“宏大爆破”，股票代码：002683），首次发行5476万股，募集资金7.92亿元。

截至2012年底，公司（合并）资产总额240.33亿元，所有者权益86.36亿元（其中少数股东权益19.89亿元）；2012年公司实现营业收入250.98亿元，利润总额5.61亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额263.16亿元，所有者权益90.41亿元（其中少数股东权益22.37亿元）；2013年1~9月，公司实现营业收入206.34亿元，利润总额2.33亿元。

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：何一平。

二、本期中期票据概况

2014年度第一期中期票据（以下称“本期中期票据”）拟发行额度为5亿元，发行期限7年。本期中期票据在存续期前5年票面利率固定不变，第5年末公司可选择上调本期中期票据后2年票面利率，上调幅度为0至100个基点（含本数），在存续期后2年固定不变。投资者有权将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。

公司发行本期中期票据所募集资金将用于以下方面：

(1) 补充营运流动资金

本期中期票据发行所募集资金人民币的 70% (3.50 亿元) 用于补充公司下属广东省广业石油天然气有限公司 (3.00 亿元) 及广东省广业环保集团有限公司 (0.50 亿元) 流动资金。

(2) 归还银行借款

本期中期票据发行所募集资金人民币的 30% (1.50 亿元) 用于归还银行借款，以进一步优化融资结构，降低融资成本。

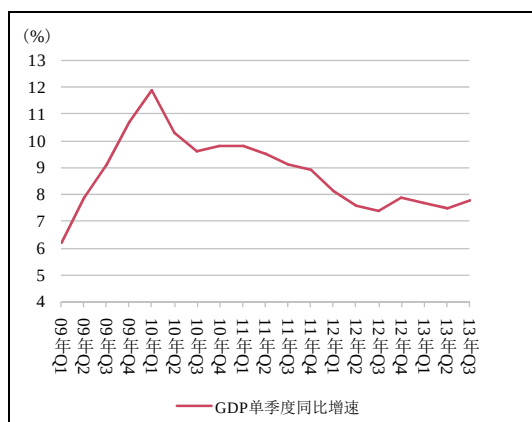
本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年前三季度中国实现国内生产总值 386762 亿元，同比增长 7.7%；三季度 GDP 同比增速回升至 7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标 7.5%。

图 1 2009 年以来中国 GDP 季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013 年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长 9.6%，增速比上半年加快 0.3

个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：①消费需求增长平稳。2013 年前三季度社会消费品零售总额为 168817 亿元，同比名义增长 12.9%，增速比上半年加快 0.2 个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年前三季度固定资产投资（不含农户）309208 亿元，同比增长 20.2%，增速比上半年高 0.1 个百分点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上半年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6% 和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点；财政收入增幅放缓的情况下，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大

大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年9月底，M2存量达107.7万亿，同比增长14.2%，增速比二季度末高0.2个百分点。从社会融资规模来看，2013年前三季度社会融资规模为13.96万亿，比上年同期多2.24万亿；其中人民币贷款7.28万亿，同比增长8.3个百分点；非信贷融资中委托贷款和信托贷款增长较快，同比增速分别达到111.6%和125.8%。人民币汇率方面，截至2013年9月底，人民币兑美元汇率中间价为6.1480元，比6月末升值0.50%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、

地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财经[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政

策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

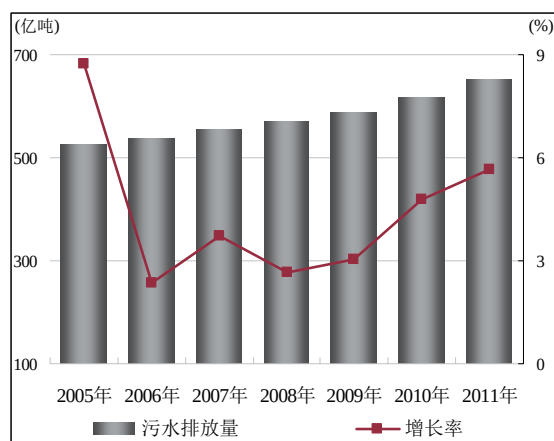
四、行业及区域经济环境

1. 污水处理行业及区域经济概况

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的60%。

2003~2011年，中国污水排放总量由459.26亿吨上升至652.1亿吨，年均上涨幅度为4.48%。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

图2 全国污水年排放量变化情况

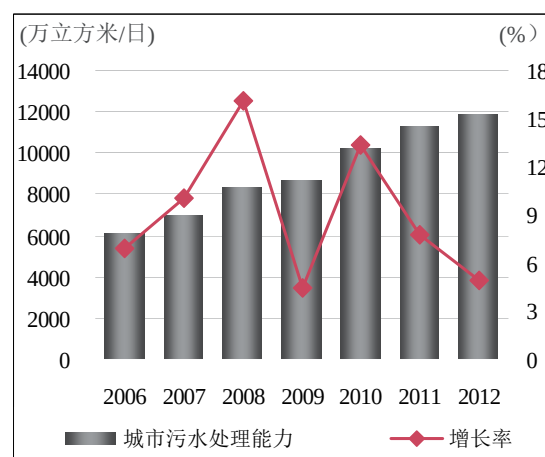


资料来源：wind 资讯

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《中国2012年国民经济和社会发展统计公报》，全国城市污水处理厂日处理能力达11858万立方米，比上年末增长4.9%；城市污水处理率达到

84.90%，比上年末提高2.3个百分点。

图3 近年来中国污水日处理能力增长情况



资料来源：中国国民经济和社会发展统计公报

在污水处理价格方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。目前，全国污水平均处理价格为0.82元/吨。根据中国水网公布的最新数据，截至2012年7月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括南京、苏州、上海等地，价格处于1.3~1.5元/吨之间。

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。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，总日处理能力超过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，广东省财政将投入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. 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。

3. 行业竞争

近年来，中国污水处理设施投资建设达到顶峰，市场进入成熟发展阶段，市场竞争趋于激烈。污水处理是水务行业市场化程度最深的领域，经过十几年的投融资体制改革，已经由过去单一的投资主体（地方政府）向多元化投资主体转变，目前已形成外商投资者、全国性本土企业、地方性企业并存的竞争格局。

外资水务企业以威立雅和中法水务为代表，全国性本土企业以北控水务、首创股份以及创业环保为主。根据中国水网调研数据，截至 2012 年底，按照水务企业运营的供、排水市场化项目进行统计，总处理能力排名前 10 名企业如图 4。其中，威立雅水务集团、北京首创股份有限公司和北控水务集团有限公司企业以日处理总能力千万吨以上的实力领跑水务运营市场，创业环保位居第九位。

图 4 2012 年水务市场企业排名情况

（单位：万吨/日）



资料来源：中国水网。

近年，国家加大市政公用事业领域的市场

化改革力度，市场化改革以特许经营制度为核心。随着水务体制改革的推进，水务企业的产权、经营模式市场化程度日益提高，吸引越来越多的资本进入污水处理行业。2010年1月，国电集团竞得沈阳振兴环保产业集团有限公司部分国有股权项目；2010年8月，中铁一局购得银川自来水股权转让项目，另外，中国节能投资公司与中国新时代控股（集团）公司联合重组成立中国节能环保集团公司，主业非水务的央企涉足水务行业的趋势明显。“十二五”期间，随着市政公用事业市场开放程度进一步提高，各类资本将加速进入水务行业，市场竞争激烈程度趋于加剧。

4. 行业政策和未来发展

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。

作为“十二五”时期七大战略性新兴产业规划之一，2010年11月25日，《节能环保产业发展规划》出台，规划提出三个发展目标：发展先进环保技术和装备、发展环保产品、发展环保服务。根据规划要求，“十二五”期间将新增污水配套管网建设能力20万吨，新增污水处理规模9000万吨，升级改造污水处理规模5000万吨，新增污泥日处理能力4.7万吨。目前污水处理厂主要建在县级以上城市，“十二五”规划将要求县级镇、尤其是重点镇建立污水处理厂，住建部也要求全面推进县城全面推进县城污水处理工作，未来污水处理投资将有大幅攀升。

2011年3月出台的《十二五规划纲要》、《指南》等文件对污水处理行业提出了“四个提高”要求：提高污水处理率、污水排放标准、再生水回用率和污泥无害化处理率。从污水处理率来看，2009年提前达到了“十一五”提出的75%的规划目标。“十二五”规划提出到“十二五”末期，城市污水处理率将达到85%，36个核心城市将向100%的污水收集率和处理率迈进；从

排放标准来看，新建污水处理项目出水均要达到一级A，原有项目也要通过升级改造逐步达到一级标准。提高污水排放标准将带来污水处理设施的升级改造需求，大规模的水厂升级改造将拉动行业需求。

2012年发布的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，“十二五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近4300亿元。同年5月，《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及2020年远景目标》出台，涉及水厂改造、管网改造、新建管网、新建水厂、水质检测监管、供水应急能力建设等多个领域。

总体来看，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，“十二五”规划对于污水处理又提出了进一步的要求，势必会带动大批行业投资。从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由物价局决定，价格整体仍然处于低位，长期价格上涨已是必然之势。总体来说，污水处理行业长期看好。

5. 炼化能源行业概况

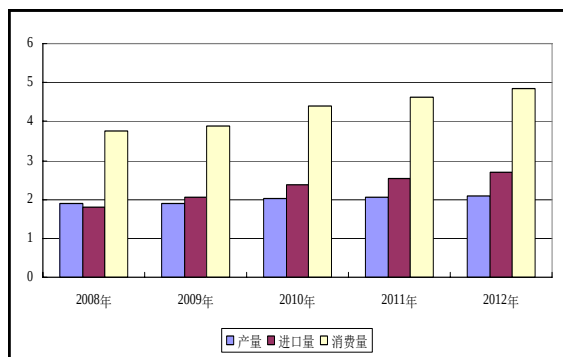
行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据国家统计局、中石油集团经济技术研究院的统计数据，2012年中国生产原油2.07亿吨，同比增长1.47%；进口原油2.71亿吨，同比增长6.69%；表观消费量为4.83亿吨，同比增长4.55%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。

2012 年中国原油进口依存度达到 56.6%，同比上升 1.5 个百分点，进口依存度进一步扩大。

图 5 2008 年~2012 年中国原油供需状况（亿吨）



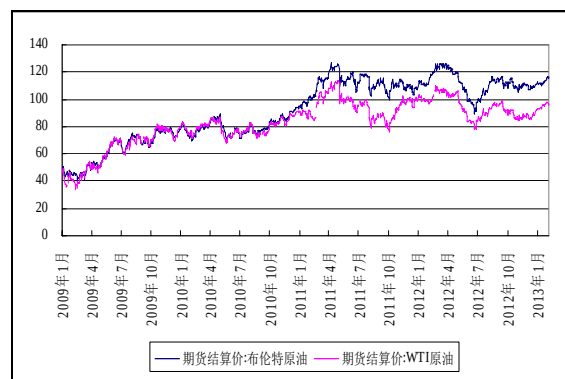
资料来源：国家统计局。

原油和成品油价格

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

2008 年下半年以来，受全球经济危机的影响，原油价格冲高回落，在经过 2009~2010 年的恢复和调整，国际原油价格在高位波动，2010 年 WTI 期货价格基本在 70~90 美元/桶区间。2011 年，受地缘政治等因素影响，国际原油价格于一季度大幅攀升，而后在高位呈区间震荡走势。普氏全球布伦特原油现货价格全年平均为 111.27 美元/桶，同比增长 40.0%。2012 年，国际原油价格宽幅波动，一季度布伦特原油现货价格攀升至 128 美元/桶，二季度从高位大幅下跌到 90 美元/桶左右，随后油价快速反弹，呈高位区间震荡走势。普氏布伦特原油现货价格全年平均为 111.6 美元 / 桶，同比增长 0.3%。国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济的持续增长原油价格仍有上涨的趋势。

图 6 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：wind 资讯。

成品油定价方面，2013 年 3 月末，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从 22 个工作日缩短为 10 个工作日；取消平均价格波动 4% 的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果 10 个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升 5 分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。从成品油价格调整情况看，2012 年中国政府对成品油价格进行了四升、四降共八次调整，汽油、柴油标准品价格累计分别上调人民币 250 元/吨和人民币 290 元/吨。2013 年上半年成品油共调价 5 次，其中上调 3 次，下调两次，汽油、柴油标准品价格累积均上调人民币 90 元/吨。

市场竞争

由于油气资源属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束，石油行业属于典型的寡头垄断行业，其相关资源和业务竞争主要集中在中石化集团公司、中国石油化工集团公司（下称“中石油集团公司”）、中国海洋石油总公司（下称“中海油总公司”）三家企业中，上述三家企业集团的主要经营主体为中国石化、中国石油

和中海油三家上市公司。

经过 1998 年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中石化集团、中国石油集团、中海油总公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司从事原油的勘探和开采业务；而中国国际石油化工联合有限责任公司（中石化集团公司下属子公司）、中国联合石油公司（中石油集团公司下属子公司）、中国中化集团（下称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公司则控制了中国 90% 以上的原油进口业务。

上述几家公司中，中石化集团公司的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油集团公司的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油总公司的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中于西北地区；中化集团的石油业务主要集中于海外原油和成品油的进口贸易业务。

石油炼制与油品销售方面，2012 年中国原油加工量继续保持增长，2012 年中国原油加工量达 46791 万吨，同比增长 3.7%；汽、煤、柴三种成品油产量合计为 28170.99 万吨，同比增长 5.5%，较 2011 年同期增速下降 0.09 个百分点。目前中国成品油生产和销售主要由中石化集团公司和中石油集团公司控制，中海油总公司、中化集团和延长石油成品油生产规模较小。中石化集团公司和中石油集团公司对中国的成品油市场具有很强的控制力。

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品需求稳定增长，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，近年来石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。中国生产的石化产品主要包括乙烯及其他衍生产品、合成树脂、合成橡胶、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、化肥等大类，生产厂家主要集中于中石化集团公司和中石油集团公司两大公司。

总体而言，由于石油石化行业为资本和技

术密集型行业，项目投资金额较大，且政府管制较为严格，目前国内主要参与者为中石化集团公司和中石油集团公司两大行业巨头，行业的市场竞争程度较低。

未来发展

（1）油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。继 2006 年 12 月发布“国Ⅲ”汽油标准之后，2009 年 6 月中国又发布了“国Ⅲ”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》拟于 2013 年 7 月 1 日将 3.5 吨以上柴油车执行国Ⅳ标准。为了缓解油品低碳化的压力，北京于 2013 年 2 月 1 日起执行相当于欧Ⅴ标准的京Ⅴ标准，新车排放标准要求率先与国际接轨。中国炼油行业在《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产业调整和振兴规划》的指导下，正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

（2）提高产业区集聚度，发展高端石化产品

2012 年 2 月工信部发布的《石化和化学工业“十二五”发展规划》（以下简称《规划》）明确指出，“十二五”期间，全行业经济总量继续保持稳步增长，总产值年均增长 13% 左右。到 2015 年，石化和化学工业总产值增长到 14 万亿元左右。到 2015 年，全国炼厂平均规模超过 600 万吨/年，石油路线乙烯装置平均规模达到 70 万吨/年以上。

《规划》指出，成品油“北油南运”状况“十二五”期间将得到改善。长三角、珠三角、环渤海地区三大石化产业区集聚度进一步提高，形成 3~4 个 2000 万吨级炼油及 3 个 200 万吨级乙烯生产基地；配合国家油气战略通道

建设，完善东北、西北、西南石化产业布局。

《规划》同时明确提出，发展高端石化产品是石化和化学工业转变发展方式，实现产业转型升级的重要内容。“十二五”全行业要围绕培育壮大战略性新兴产业、改造提升传统产业，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。

按照规划的要求，现有的大多数小型炼油项目都将遭到淘汰，而伴随着新建炼油项目的上马、高端石化产品的提升及发展，行业内国有石油公司的规模有望进一步扩大，产业转型升级将加快，其产业链一体化程度和行业主导地位将进一步加强。

（3）产业整合推动竞争主体业务多元化

石油石化行业是典型的规模经济行业。从中国近两年来的石油产业政策来看，国家已经明确了打造大型石油石化航母的战略思想，无论是原油、成品油的经营资格，还是炼油项目的审批，都对规模作了严格的限制。目前中国所有的石油石化企业中，中石化集团公司和中石油集团公司两家公司具有完整产业链，随着国家打造大型石油石化航母战略的实施，包括中海油总公司、中化集团、延长石油在内的几家拥有一定规模和油源的石油石化企业也在逐步完善自己的产业链条。近年来，中石化集团公司、中石油集团公司也在对下游的炼油和化工企业进行大规模的整合和扩产改造。未来几年中国石油石化行业将加快产业结构调整步伐，向大型化、集约化、一体化发展，并且有望形成 3~4 家产业链高度整合的大型石油石化企业。

（4）推动行业绿色低碳安全发展

“十二五”期间，国家提出石油化工行业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有关节能减排的政策措施，建立和完善石油化工行业节能减排指标体系、检测体系和考核体系；鼓励企业采用

先进的节能、环保技术和装备，实施余热余压利用来节约和替代石油；国家将严格控制新建高耗能、高污染项目，提高企业能源利用效率、减少污染物排放。在上述政策的推动下，业内相关企业均在致力于发展绿色能源，积极推动发电等工业部门用天然气替代煤炭、用 LNG 替代油料，削减碳排放。

国务院办公厅 2013 年 1 月发布了国务院关于印发《能源发展“十二五”规划》，规划提出 2015 年能源发展的主要目标包括：实施能源消费强度和消费总量双控制；适度超前部署能源生产与供应能力建设；优化能源结构；加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地；加强生态环境保护；推进能源体制机制改革。从规划的内容来看，石油石化行业未来将在可持续发展方面继续加大工作力度。

联合资信认为，作为国民经济的战略性支柱产业，石油石化行业整体竞争程度不高，整体获利能力较强，但由于与宏观经济关联度较大，其也存在着周期性波动风险。近几年来，中国石油化工行业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持增长态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会日益突出。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是广东省人民政府出资组建的、由广东省国资委代表广东省人民政府履行出资人职责的国有独资有限责任公司。公司控股股东及实际控制人均为广东省国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司为广东省直属的三大资产经营公司之一，是以工业板块为主体，金融产品经营、

产业经营和资本经营为一体的综合性省属国有大型工业企业。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广东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，形成了以环保产业、矿产资源产业、燃化能源及现代服务业为核心的产业格局，并逐步发展成为广东省矿山资源、环保行业的龙头企业和省内第4大成品油批发商。

环保产业方面，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。公司目前运营污水处理项目57个，在建项目4个，未开工项目3个，污水日处理能力为201.7万吨/日，广东省仅次于广州水务、深圳水务的第三大污水处理企业。另外，公司还投资及经营3个清洁能源电站，年发电量达12509万千瓦时，湛江风电项目投入运营后，公司年发电量将增至21873万千瓦时。

在矿产资源产业方面，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。2012年3月宏大爆破通过证监会首发IPO申请批准在国内发行A股，于2012年6月12日在深交所中小板上市（简称“宏大爆破”，股票代码：002683），首次发行5476万股，募集资金7.92亿元。

燃化能源产业方面，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2012年销售柴油、煤油、燃料油累计71.00万吨、民用汽油35.05万吨，实现销售收入超65亿元。

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。

在现代服务产业领域，公司子公司物流集团是华南地区棉花及纺织品贸易的龙头企业，与中央储备棉合资建成了华南唯一的储备棉库，并计划投资建设华南地区最大的棉花交易市场；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；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，公司四大主业在行业中市场规模较大，核心竞争力较强，尤其是在环保产业、矿产资源和燃化能源三大产业方面，已逐步发展成广东省环保龙头、矿业龙头和重要燃化能源批发商。

3. 人员素质

公司现有高层领导11人，其中董事长1人，总经理1人，副总经理（含总经济师）7人，党务、纪检与工会领导2人。

公司董事长、党委书记何一平，57岁，研究员，博士研究生，研究员，曾任深圳远望城多媒体电脑软件公司总经理助理兼经理部经理，深圳远望技工贸公司副总经理、总经理，广东省广晟资产经营有限公司董事、副总经理，广东省建筑工程集团有限公司董事、总经理。2012年4月出任本公司董事长、党委书记。

公司董事、总经理、党委副书记余志良，44岁，博士研究生，高级工程师，曾任广东省国资委规划发展处副处长，广东省省国资委规划发展处处长，广东钢铁集团有限公司副总经理、党委常委。2010年12月出任本公司董事、总经理、党委副书记。

截至2013年9月底，公司共有员工19715人。从岗位构成类别来看，销售人员占比7.17%、生产人员占比39.86%、管理人员35.36%、其他人员17.61%。按教育程度来看，大学本科以上占比20.44%、大专14.38%、高

中及以下为 65.18%。从职称类别上看,具有高级职称占比 3.41%、中级职称占比 8.99%、初级职称占比 10.10%。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;公司员工整体素质能够满足日常工作需要。

4. 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 18 个公共实验室的 1/4),4 个省级重点实验室,3 家省级企业技术中心,1 个省级工程技术研究开发中心,有 2 个博士后工作站,这为公司的发展提供强大的科研支持。至 2013 年 4 月,共拥有 179 个中国专利(其中:发明专利 111 个),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,国家级名牌 1 个,省级名牌 8 个,著名商标 8 个。近年来获得省科学技术奖奖项共 23 项。

综合看,公司科技实力较强,科技成果转化能力突出。

5. 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、监理、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。

广西贵糖(集团)股份有限公司拥有制糖行业唯一的国家认定的企业技术中心,目前公司的碳化制糖技术、蔗渣造纸技术、白水回收、黑液碱回收、烟气脱硫除尘等技术均处于国内同行业领先水平。

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。

6. 股东支持

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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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,在广东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 5-9 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。董事会下设投资审核、资产处置、企业改制、资金审贷、审计、风险等 6 个专业管理委员会,对公司重大事项进行督导。

2011 年底,广东省国资委聘任首批 4 名外部董事派往公司,标志着公司率先开展规范董事会建设工作,成为首家外部董事进驻的省属企业。

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. 管理水平

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、产业经营与生产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、审贷委员会、风险管理委员会、审计等六个专业审批委员会，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189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，对系统内企业实行资金集中管理，从而发挥资金结算中心“结算、监督、融资、配置、信息”作用，资金结算中心通过对成员单位资金采用资金预算和大额资金支付审核相关的合同等手段进行资金结算管控。

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如超出授权权限（项目贷款3000万元、流动资金贷款5000万元），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》。

公司对下派监事及财务总监由公司集中支付薪酬和组织管理，规定重大经济事项财务总监实施联签制度，增强了集团总部对下属一级企业的生产经营和重大经济事项的控制权和监督权。

总会计师制度

为规范企业财务会计工作，建立健全企业内部控制机制，有效防范企业经营风险，强化企业经营决策机制，公司制定了《广东省广业资产经营有限公司试点企业总会计师管理暂行办法》，总会计师按企业经营班子副职管理，负责企业会计基础管理、财务管理与监督、财务会计内控机制建设和重大财务事项监管等。

经营责任制考核制度

为了切实履行企业国有资产出资人职责，维护所有者权益，落实国有资产保值增值责任，建立有效的激励和约束机制，根据《企业国有资产监督管理暂行条例》等有关法律法规，公司制定经营责任考核制度。通过设置基本指标、比较指标、专项指标、非量化指标和控制五大指标类来引导和规范企业的经营行为，激励企业经营者通过优化资本结构、业务结构和盈利结构，改善经营模式，落实广业公司的发展战略和经营目标，做强做大，实现企业的可持续发展。

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。

七、经营分析

1. 经营现状

作为广东省属的资产经营公司，近几年，公司通过资源整合、产权整合、并购扩张等一

系列手段，将旗下子公司涉及的业务板块归整为四大产业板块，实现资源集中，确定以环保产业、燃化能源产业、矿产资源产业、现代服务业为核心的多元化产业格局。

2010~2012年，公司营业收入波动增长，分别为245.96亿元、270.05亿元和250.98亿元。2011年收入同比增长8.02%，主要是贵糖集团纳入合并范围，其13.27亿元营业收入并入其他板块所致。2012年收入同比下降7.06%，主要是环保产业和燃化能源产业收入下降所致；环保产业收入下降主要是污水处理项目陆续竣工，由建设阶段转入运营阶段，项目建设收入逐年减少所致；燃化能源产业收入下降主要是原油价格下降所致。

收入构成方面，同样由于上述原因，2010~2012年，环保产业和燃化能源产业收入占比有所下降，矿产资源产业、现代服务业和其他业务板块收入占比有所上升。

毛利率方面，2010~2012年环保产业板块毛利率逐年上升，主要是随着项目建成，项目建设收入减少，毛利率较高的污水项目营运收入占比逐年提升所致；受油价变动、竞争加剧影响，燃化能源产业毛利率有所波动；受硫铁矿价格波动影响，矿产资源产业毛利率波动较大；现代服务业方面，2011年毛利率上升原因主要是由于汽车板块加强售后服务，农机销售、汽车维修的毛利率上升，2012年毛利率下降原因是国内棉价下跌，导致物流集团棉花毛利率大幅下降；其他业务板块2011年毛利率增幅较大，主要原因是2011年将贵糖集团纳入合并范围，而贵糖毛利率较高（2011年为19.78%）。由于上述原因，2010~2012年，公司毛利率波动增长，分别为7.50%、9.77%和9.36%。

2013年1~9月，公司实现营业收入206.34亿元，为2012年全年的82.21%，较上年同期增长16.43%。毛利率为8.25%，较上年有所下降，主要原因为燃化能源板块及现代服务业毛利率下降幅度较大所致。燃化能源板块毛利率下

降主要是市场竞争进一步加剧所致。现代服务业毛利率下降主要是整体宏观经济景气度下行所致。

表1 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产业	2010 年			2011 年			2012 年			13 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
环 保 产业	55.05	22.38	8.62	53.78	19.91	9.99	42.07	16.76	13.61	25.00	12.11	16.41
燃 化 能 源 产业	93.07	37.84	3.00	92.65	34.31	3.60	80.99	32.27	3.11	73.45	35.60	2.32
矿 产 资 源 产业	22.86	9.30	25.79	29.52	10.93	30.93	28.35	11.30	27.44	25.49	12.35	24.12
现 代 服 务 业	63.44	25.79	5.87	65.63	24.30	6.39	72.16	28.75	6.02	60.28	29.22	4.97
其他	11.52	4.69	11.12	28.46	10.54	13.58	27.40	10.92	11.38	22.12	10.72	9.41
合计	245.96	100.00	7.50	270.05	100.00	9.59	250.98	100	9.36	206.34	100	8.25

资料来源：公司提供

① 环保板块

环保板块主业为水环境治理和固废处理为主的环境综合服务产业，重点在污水处理、垃圾处理、环保工程装备产业领域。2012年，公司环保产业实现营业收入42.07亿元，占公司主营业务收入的16.76%，实现毛利润5.73亿元，占比24.37%。

其主要业务由广东省广业环保产业集团有限公司(以下简称“环保集团”)和广东粤能(集团)有限公司(以下简称“粤能集团”)承担进行。其中环保集团主要发展以污水处理、固废处理为主的减排产业，2012年环保集团实现营业收入31.01亿元，约占环保板块收入的73.70%；粤能集团主要发展以垃圾发电和风电为主的清洁能源产业，2012年其营业收入为11.07亿元，约占环保板块收入的26.30%。

2010~2012年，公司环保产业收入逐年下降，主要是随着2010年污水处理项目陆续竣工，由建设阶段转入运营阶段，项目建设收入逐年减少所致。毛利率逐年上升，主要是随着项目建成，项目建设收入减少，毛利率较高的污水项目营运收入占比逐年提升所致。

环保集团

环保集团是公司污水处理业务的经营主体。在城镇污水处理设施建设方面，可提供从环评、项目建议、立项到可研、设计、施工、监理、环保工程装备采购以及建成后的运营管理全过程服务，目前已形成了设计-建设-运营（DBO）的完整产业链，可获取产业链中的大部分利润，符合水务行业经营主流模式。

环保集团的污水处理运营业务主要采用BOT和TOT两种经营模式，一般与业主签订25年左右的长期服务合同。TOT是收购已建成的污水处理厂后实行运营管理，环保集团在运营期内通过收取污水处理服务费收回投资并获得一定的收益；而BOT则需要先负责建设再进行运营，建设期一般为1-2年。对于BOT项目，环保集团会同当地政府按照厂网统一设计、统一施工建设的要求，确定建设规模和投资额，由环保集团投入建设所需的全部资金。环保集团在与当地政府签订的BOT合同中，根据工程结算价扣除省财政环保专项资金的补贴后的实际投资计算出所投资金额，经市政府批准后，按照BOT模式要求的9%的内部收益率，确定经营合同期限和当地政府需支付环保集团的每吨污水处理费价格，以保证在BOT服务年

限内收回投资并确保收益。污水处理费按月结或季结的方式与当地政府结算，一般结算后15天左右可收到款项。当特许期限结束时，企业

按约定将该设施无偿移交给政府部门，转由政府指定部门经营和管理。

表2 截至2013年9月底环保业务BOT重大项目（合同金额前十大）（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同额	运营期限
汕头市南区污水处理厂-濠江分厂	汕头市环境保护局	65277.00	建设中
汕头市北轴污水处理厂	汕头市环境保护局	63237.20	2010.8.26—2035.8.25
惠城区江北生活污水处理厂	惠州市环境保护局	36889.37	2008.12.22—2035.12.21
海丰县城污水处理厂	海丰县建设局	26312.99	2010.6.25—2035.6.24
普宁市区污水处理厂	普宁市人民政府	25703.87	2010.6.30—2035.6.29
陆城污水处理厂一期	陆丰市建设局	24241.42	2010.7.30—2035.7.29
源城区污水处理厂	源城区人民政府	23977.75	2010.6.30—2035.6.29
化州市生活污水处理厂	化州市环境保护局	18958.88	2010.6.25—2035.6.24
龙川县城污水处理厂	龙川县人民政府	16148.18	2010.6.29—2035.6.28
潮南区峡山镇污水厂一期工程	汕头市潮南区峡山街道办事处	15905.47	2010.8.16—2035.8.15

资料来源：公司提供

表3 截至2013年9月底环保业务TOT重大项目（单位：万元）

项目名称	业主单位	合同额	运营期限
潮阳区污水处理厂一期	汕头市潮阳区环境保护局	7581.41	2009.12.1-2039.11.30
澄海区清源水质净化厂一期	汕头市澄海区城市管理局	16400.00	2011.4.1—2036.3.30
汕尾市西区污水处理厂	汕尾市建设局	5063.00	2011.1.1—2035.12.31
电白县县城生活污水处理厂	广东省茂名市电白县人民政府	4000.00	2011.6.1—2036.5.31

资料来源：公司提供

截至2013年9月30日，已签约64座污水处理厂，日处理规模可达到201.7万吨；其中已有57座污水处理厂投入运营，日处理规模169.5万吨。环保集团成为广东省仅次于广州水务298万吨/日、深圳水务204万吨/日的第三大污水处理企业。环保集团的产业规模优势使其在采购方面有着很强的议价能力，其丰富项目经验也使其逐渐成为各地政府优先考虑的合作企业。此外，地方政府出于完成环保指标需要，污水处理费都纳入地方财政预算，主要体现在各地方财政局都出具财政承诺函，承诺财政兜

底，为此，污水处理费收入有较强的财政保障。

粤能集团

粤能集团是公司清洁能源发电业务的主要经营主体，主要经营风力发电、水力发电、垃圾焚烧发电和贸易等业务。其中风力发电、水力发电、垃圾焚烧发电等环保新能源业务为其利润的主要来源。

目前，粤能集团现已投资运营深圳平湖垃圾焚烧发电厂、国华汕尾风电场、国华陆丰风电场、清远龙须带水库水力发电站、清远迳口水力发电站等主业项目。

表4 公司清洁能源项目情况

项目名称	装机容量（千瓦）	2012年发电量（万千瓦时）	2012年上网电量（万千瓦时）	上网电价（元/千瓦时）
深圳平湖垃圾发电厂	15000	6660	5562	0.58
清远市龙须带水电站	13500	3977	3970	0.46
清远市清新县迳口水电站	4980	1872	1859	0.44

资料来源：公司提供

在建的项目主要有湛江市徐闻灯楼角风力发电场项目。该发电场总装机规模为49.5兆瓦，年均上网电量9364.7兆瓦。该项目预计

2013年底并网，2014年2季度正式发电，投产预计年均上网电量9364.7兆瓦，按含税价每度电0.689元计算，预计可实现含税年收入

6452.28 万元，实现利润 1415 万元。

2012 年度，粤能集团实现营业收入 11.06 亿元，其中环保新能源及发电业务收入占 9.02%，贸易业务收入占 88.34%，物业等其他业务收入占 2.64%，2012 年度实现利润总额 3362.13 万元，其中环保新能源及发电业务利润占 79.84%，贸易业务利润占 15.33%，物业业务利润占 4.83%。环保和新能源业务收入和利润占比均较 2011 年大幅增长，业务结构得到进一步优化。

2013 年 1~9 月，粤能集团实现营业收入 5.85 亿元，较上年同期降幅 29.01%，实现净利润 3544.77 万元，较上年同期增长 78.89%。公司垃圾发电、水力发电收入及利润保持了较好的增长势头，环保新能源板块业务利润占 79.84%。环保新能源板块业务继续成为粤能集团的利润增长点。

总体看，污水处理业务规模大、项目经验丰富、品牌优势明显、项目承接和议价能力强；环保新能源业务毛利率高，成为公司的利润增长点。公司环保产业发展形势良好。

② 燃化能源产业

燃化能源板块由投资集团本部及下属子公司广东能捷公司，以及石油天然气公司经营，目前主要从事成品油、天然气、煤炭和化工产品贸易，其中成品油贸易以汽油、柴

油、煤油为主。石油天然气公司 2007 年开始成为广东省内仅次于中石化、中石油、中海油的第四大成品油批发商。2012 年，公司燃化能源产业实现营业收入 80.99 亿元，占总收入的 32.27%，实现毛利润 2.52 亿元，占比 10.72%。2013 年 1~9 月，公司燃化能源产业实现营业收入 73.45 亿元，占总收入的 35.60%，实现毛利润 1.70 亿元，占比 9.99%。

投资集团

投资集团现拥有油库 3 座，均位于东莞，总储量 53.36 万立方米；石油天然气公司拥有油站 2 个，油库 1 座，储量 3.9 万平方米。投资集团通过油品采购、配送、仓储、营销完整的产业链体系，公司构建了供应广东省全省 300 多座加油站的成品油销售网络。

石油天然气公司的油品主要来源于地方炼油企业，前五大供应商为中球冠集团有限公司、山东昌邑石化有限公司、InterChem Pte Ltd、大连保税区永年国际贸易有限公司和盈昌(鹤山)重道路沥青有限公司，占公司采购量的 36.40%，另从从中石油、中石化、中海油三大石油集团公司少量采购成品油。石油天然气公司与中石油、中石化、中海油三大石油集团公司、山东昌邑石化有限公司的采购结算方式为先款后货，与其他油品供应商的结算方式则为货到付款。

表 5 公司燃化能源板块经营情况（单位：万吨、万元、%）

产品	2010 年			2011 年			2012 年			2013 年 1-9 月		
	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率	销量	收入	毛利率
燃料油、柴油、煤油	72.30	352176.18	0.89	53.57	274647.38	1.39	71.00	402572.19	1.75	72.38	394311.39	1.13
民用汽油	59.19	360166.38	4.60	48.76	361330.66	4.96	35.05	267464.73	2.94	33.01	238461.38	2.43
煤炭	209.27	140223.98	1.89	202.41	144346.80	2.10	146.77	90511.93	1.50	87.22	46352.68	1.61
其他	--	78125.14	--	--	146172.60	--	--	49395.31	--	--	55375.76	--
合计	--	930691.68	3.00	--	926497.44	3.60	--	809944.16	3.11	--	734501.21	2.32

资料来源：公司提供

成品油销售模式实行以批发为主，零售与配送相结合。销售网络以广东省为主，覆盖华南、西南、闽南和华北等；销售客户包括批发

商、加油站、工厂等 400 余家下游客户，主要客户包括湛江市中油茂昌石油有限公司、上海怡港石油化工有限公司、叁谭石油股份有限公

司、鹤山市穗鹤石油化工有限公司、深圳市空港油料有限公司等。企业油品经营策略是通过规模效应、快进快出达到盈利，为此，下游客户较为分散，集中度不高。对于资信良好的客户提供7个工作日左右的信用期，对于其他客户则采取先款后货的销售结算方式。

公司燃化能源产业收入构成主要为燃料油、柴油、煤油和民用汽油收入。

燃料油、柴油、煤油贸易方面，2011年由于国内柴油批发价与零售价“倒挂”现象严重，公司收缩柴油业务规模，收入下降；同时，产品结构变化导致毛利有所上升。2012年燃料油的销售规模增长，市场情况好转，毛利率稳步上升。

民用汽油贸易方面，2012年，中石油、中石化取消对民营企业的采购，其产品流入成品油贸易市场，导致公司面临的竞争加剧，加之国家发改委延后调整成品油零售价格挤压了本来就有限的毛利空间，部分油品品种出现销价成本倒挂情况。导致公司2012年民用汽油收入和毛利率双重下滑。

受上述原因影响，公司燃化能源板块收入逐年下降，毛利率波动中有所增长。

2013年1~9月，公司加大燃化能源板块经营规模，尤其加大批发和直销力度，收入增长较快；同时，市场竞争进一步加剧，油品毛利率下降。

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毛利率低、竞争加剧，以及油价格波动大等因素对公司造成的不利影响。

③ 矿产资源板块

公司矿产资源产业是公司重要支柱，2012年，该板块实现营业收入28.35亿元，占公司总营业收入的11.30%，实现毛利润7.78亿元，占比33.11%。矿产资源产业依托于云浮广业硫铁矿集团有限公司（以下简称“云硫集团”）和宏大爆破（2012年首次发行A股成功上市），分别经营硫铁矿资源开发利用和爆破工程及民爆器材生产。

2010~2012年，硫铁矿资源开发利用业务销售收入波动增长，2011年收入增长原因为产能的扩张、产品结构的调整、产品价格的上升，毛利率也随之上升；2012年收入和毛利率下降的原因为主要为产品价格的下降。

2010~2012年，受露天矿山采剥服务收入持续增长影响，公司爆破工程及民爆业务收入增长形势良好，年均涨幅为10.63%。爆破工程及民爆业务毛利率保持基本稳定。

2013年1~9月，公司矿产资源板块业务收入较上年大幅增长，主要是2013年新并购湖南涟邵建设工程(集团)有限责任公司和新设立鞍钢矿业爆破有限公司，公司爆破工程及民爆业务收入大增所致。

表6 公司矿产资源板块经营情况（单位：万元、%）

产品	2010年		2011年		2012年		2013年1-9月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
硫铁矿开发利用	95932.09	32.04	133400.46	40.60	120973.76	34.64	71702.38	31.67
爆破工程及民爆	132822.92	23.73	161817.98	22.95	162548.91	22.08	183193.09	20.61
合计	228755.01	25.79	295218.44	30.93	283522.67	27.44	254895.47	24.12

资料来源：公司提供

云硫集团

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60万吨，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。

表7 公司硫铁矿开发利用业务经营情况（单位：万吨、万元）

产品	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1-9 月	
	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
矿石产品	212.93	74331.32	182.94	99549.23	186.66	95448.20	104.66	50985.24
其中：硫精矿	77.51	45178.19	91.82	72757.86	115.97	79618.74	71.09	43409.61
化工产品	19.10	7693.74	57.63	25097.67	56.60	18973.40	38.56	12361.63
其中：硫酸	9.02	3042.41	48.77	20477.36	48.73	14407.35	32.05	8753.30
其他	--	13907.03	--	8753.56	--	6552.16	--	8355.51
合计	--	95932.09	--	133400.46	--	120973.76	--	71702.38

资料来源：公司提供

2011年，公司扩大产能，优化产品结构，矿石产品和化工产品销售收入均大幅增长。矿石产品方面，云硫集团加大产品结构的调整力度，取消了块矿产品生产，减少-3mm矿产量，提高效益较好的硫精矿产量，9月份 V系列磨浮项目的建成大幅提升了硫精矿的生产能力，从原来的约80万吨/年提高到140多万吨/年。矿石产品整体销量虽有所下滑，但由于硫精矿销量和产品价格的大幅上升（价格由582.87元/吨上升至792.40元/吨），公司销售收入较上年增长33.93%。化工产品方面，云硫集团扩大硫酸产品产能，产销量大幅增长，化工产品销售收入也随之大幅增长226.21%。

2012年，云硫集团在矿石产品和化工产品较上年不同幅度下降。收入下降的主要原因是主要产品销售单价急剧下跌所致。其中：矿石产品中硫精矿平均销售单价由792.40元/吨下降至686.55元/吨，化工产品中硫酸平均单价由419.88元/吨下降至295.66元/吨。

云硫集团的客户主要为长江以南地区的化肥、钛白粉、电解锰、有色金属、钢铁等行业客户，并以化肥、钛白粉和电解锰行业为主。其矿石产品除部分自用于生产硫酸外，大部分

采取直销的方式销往华南、西南8省的化工企业，其中广东、广西占总销量的80%左右，主要客户包括广东云浮市创东化工有限公司、广东云浮市金泰化工有限公司、广西金茂钛业有限公司、云浮市业华化工有限公司、云浮市新锋矿业有限公司等；2012年前五大客户销售额57907万元，占云硫集团主营业务收入(矿石收入)总额的60.67%。硫酸产品的销售区域主要集中于广东珠三角地区，约占总销量的90%，主要客户包括湛化股份有限公司、广西银亿科技矿冶有限公司、佛山市南海区商盈化工有限公司、东莞上山化工有限公司、阳春市金色铜业有限公司等；2012年前五大客户销售额1155.15万元，占云硫集团主营业务收入(硫酸产品收入)总额的62.41%。磷肥产品则主要于广东地区销售，约占总销量的98%，主要客户包括钟育森、云安县恒诚矿业有限公司、惠州中联农资有限公司、周秀松、龙川县新城农资贸易部等；2012年前五大客户销售额1848.7万元，占云硫集团主营业务收入(磷肥产品收入)总额的48.31%。近三年云硫集团对销售的产品均采用先款后货的结算方式，货款回收率为100%。

宏大爆破

宏大爆破以大中型露天矿山为主要业务领域，为客户提供民爆器材产品（含现场混装）、矿山基建剥离、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务。目前业务领域覆盖全国，逐步形成华东、华南、华北、西南、西北五大区域市场格局，合作领域遍及亚洲、澳洲以及香港等国家和地区。宏大爆破的年采剥总量超过4000万方，炸药年许可产能达9万吨，工业雷管年许可产能8000万

发，为中国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿山民爆一体化服务商之一，也是广东省最大的民爆器材生产企业。

近年，宏大爆破的主营业务集中在以爆破技术为核心的露天矿山采剥服务，以及民爆器材产品的研发、生产、销售领域。2012年，露天矿山采剥服务、民爆器材产品销售的营业收入分别占宏大爆破全年营业收入的72.66%和21.72%。

表8 公司爆破工程及民爆经营情况表（单位：万元、%）

产品	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
露天矿山采剥服务	61613.68	19.07	102850.40	19.41	118115.17	18.92	96041.76	18.25
民爆器材产品	55788.53	30.54	52528.78	30.11	35300.31	33.66	41826.25	28.69
石方控爆	11322.05	13.75	3854.99	19.64	446.04	18.27	7363.69	22.92
软基爆破	3139.25	20.72	2088.64	27.13	7406.82	18.18	5930.64	15.04
其他	959.41	53.78	495.17	8.55	1280.57	18.55	32030.75	15.04
合计	132822.92	23.73	161817.98	22.95	162548.91	22.08	183193.09	20.61

资料来源：公司提供

宏大爆破主营业务集中在以爆破技术为核心的露天矿山采剥服务，以及民爆器材产品的研发、生产、销售领域。2010~2012年宏大爆破收入规模分别为132822.92万元、161817.98万元和162548.91万元，呈逐年增长态势。相比2010年，公司2011年收入规模增加了28995.06万元，增幅为21.83%，其主要原因为存续的大红山项目收入较2010年增加14691.61万元，以及新增山西太钢采矿项目和宁夏太西采矿项目为公司带来业务收入计18488.97万元。2012年受广东明华韶关分公司停产的影响，民爆器材销售业务收入大幅下降；但露天矿山采剥业务同比有所增长，故而营业收入与2011年基本持平。2013年1~9月，宏大爆破营业收入为183193.09万元，较2012年同期增长51.88%，是由于2013年新并购湖南涟邵建设工程(集团)有限责任公司和新设立鞍钢矿业爆破有限公司，业务规模增大所致。

2010~2012年，公司爆破工程及民爆业务毛利率分别为23.73%、22.95%和22.08%，保持相对稳定的趋势。2013年1~9月，公司爆破工程及民爆业务毛利率为20.61%，较2012年略有下降。

露天矿山采剥服务的主要原材料包括民爆器材及其他辅助材料和柴油，供应商（含分包商）主要包括中国石油化工股份有限公司、中国石油天然气股份有限公司等。露天矿山采剥服务的主要营销模式为招投标方式。目前宏大爆破已与中国神华能源股份有限公司、神华宁夏煤业集团公司、舞钢中加矿业发展有限公司、广东省大宝山矿业有限公司等多家大中型露天矿山业主建立了长期战略合作关系，业务覆盖内蒙古、宁夏、河南等国内露天采矿主要区域。露天矿山采剥服务业务单项合同金额较大，矿山业主一般预付5%的工程款；施工过程中，按工程进度支付工程款；为保证施工质量，

矿山业主一般会预留合同总额或结算款的5%~20%作为质量保证金，待项目完工验收结束一年后付清。

民爆器材生产所需主要原材料为硝酸铵，在营业成本中约占30%。原材料主要通过向国内厂商及经销商采购，主要供应商包括福建邵化化工有限公司、柳州化工股份有限公司、福建永安双华化工有限公司、广州科律合成材料技术有限公司、湖南省邵阳宝兴科肥有限公司等。受中国民爆器材产品流通体制制约，宏大爆破75%左右的民爆器材产品通过广东省民用爆破器材专卖公司销售给终端用户，其他的主要客户为深圳市化轻贸易有限公司、广东省大宝山矿业有限公司、舞钢中加矿业发展有限公司。宏大爆破的民爆器材产品的销售价格在国家发改委制定指导价格的基础上上下浮动15%，价格弹性不大。

总体看，受爆破业务发展形势良好、硫铁矿开发利用业务产能扩张和产品结构调整影

响，公司收入保持增长。此外，公司具有矿产资源优势，加之爆破业务的安全敏感性所形成的进入壁垒，公司矿产资源板块毛利率较高。同时，联合资信也将密切关注硫铁矿相关产品价格波动给该板块业务所带来的不利影响。

④ 现代服务业

公司现代服务业产业有四大支柱：一是以中央直属华南棉库、华南棉花交易市场为主的物流业，二是以机动车增值服务为主的机械服务业，三是以人力资源外包、海上石油配套服务为主的服务型产业，四是以重大项目咨询、招投标、监理的咨询业。近三年公司的现代服务业板块业务保持平稳增长态势，年复合增长率为10.46%；在重点企业和重点领域实现了良好发展，其中2011年物流业的营业收入较2009年增长65.38%，服务型产业的营业收入较2009年增长66.30%。2012年以来，受整体宏观经济景气度下降影响，公司现代服务业板块毛利率呈下降趋势。

表9 公司现代服务板块经营情况（单位：万元、%）

产品	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1-9 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物流	95919.68	3.13	127518.45	2.16	136931.75	2.13	110678.44	1.10
机械	380482.45	5.67	283979.70	7.86	301967.55	7.67	216112.58	6.67
服务	147842.07	5.17	213293.25	5.27	267556.13	3.65	265640.28	3.32
咨询	10132.63	49.10	31554.53	17.78	15132.97	49.96	10413.56	52.6
合计	634376.83	5.87	656345.93	6.39	721588.40	6.02	602844.86	4.97

资料来源：公司提供

物流集团

物流集团是公司物流业务主要经营主体，其前身是广东省纺织工业总公司。物流集团是具有雄厚实力的纺织原料经营及棉花深加工的涉棉企业，纺织原料是其主营业务之一。物流集团各企业年棉花、棉纱、化纤等纺织原料经营量达8万吨以上，其中棉花的现货经营量达4万吨以上，是广东省纺织原料流通领域的龙头企业。物流集团从新疆采购棉花，主要供应商包括新疆生产建设兵团棉麻

公司、新疆自治区棉麻总公司，实行季节性采购或按客户订单采购，先支付30-50%的预付款，待供应商配棉完成后付清全部尾款。供应商收齐货款后安排发货，运费由采购商承担。物流集团的棉花销售区域主要在陕西、广东、河南、江苏，主要客户包括陕西金盾纺织有限公司、济南新恒棉业有限公司、河南期棉贸易有限公司等，客户付清全部货款后方能提货。

此外，物流集团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建设库容为5万吨，物流集团持股49%，中国储备棉管理总公司持股51%。中央直属华南棉花储备库是国家预算内重点工程，填补了两广及福建地区无国家标准棉库的空白，是中国南部沿海唯一的进口棉接港周转库和最大的棉花纯销区轮换抛售库点。物流集团依托中央直属华南棉花储备库正在建设华南棉花交易市场。华南棉花交易市场建成运营后，将填补华南地区没有棉花专业市场的空白，将成为服务珠三角、辐射华南、华东，影响东南亚的棉花及纺织原材料集散地，成为广东省纺织服装产业原材料的储备中心、交易中心、物流配送中心。

物流集团依托中央储备棉库的平台与新疆棉花建设兵团建立了长期、稳固的战略合作伙伴关系，2010年销售棉花0.77万吨，2011年销售棉花1.44万吨，2012年销售棉花1.78万吨，营业收入相应由2010年的95919.68万元增长至2012年的136931.75万元。

电子机械集团

公司的机械服务产业业务由下属子公司机械集团经营，主要从事乘用车、商用车、工程及建筑机械、农业机械的国内贸易和车辆设备维修。机械集团下属广东省农业机械总公司（以下简称“省农机总公司”）自20世纪60年代开始从事全省农业机械供应系统的商品采购、调拨业务，是列入广东省农业机械购置补贴目录中最大的经销商。机械集团于20世纪80年代开始涉足汽车、工程建筑机械等产品领域，现已形成了健全的购销网络，是多家厂商的地区总代理及多个品牌的一级经销商。

机械集团在广州和贵州开设了6家，共3万多平方米的乘用车4S专卖店，经营广州本田、广州丰田、一汽丰田、东风标致、江淮瑞风等多个著名汽车品牌的商用车和SUV车型。机械集团在乘用车销售及售后服务方面

在广东地区具有很高的信誉及知名度，其下属企业多次荣获“广州十佳汽车经销商”、“广州十佳明星汽车经销商”、“广州市机动车维修行业诚信优质服务标兵单位”、“羊城十佳经销商”等称号。乘用车的采购是以先款后货方式与乘用车生产厂家结算，其销售则多采用现款现货结算方式。

在工程机械方面，省农机总公司主要经营汽车起重机、推土机、装载机、挖掘机、压路机等工程机械，代理的工程机械均为国内最具竞争力的品牌，主要包括徐工、宣工、柳工、洛工、山推等。省农机总公司是广东省最大最强的工程机械经销商，在广东市场的占有率超过50%，其中销售徐工的汽车起重机占广东省市场份额达80%以上。此外，省农机总公司还一级代理和分销国内所有品牌的卡车，是广州地区最大的卡车经销商，在广州地区市场占有率高达40%。

在农业机械方面，省农机总公司是广东省农业机械购置补贴目录中最大的经销商，广东省政府对其销售的指定推广农机产品进行补贴，主营的农机产品享受国家税收优惠政策或财政补贴，因而在广东市场上具有绝对竞争优势。

省农机总公司的上游供货商主要为各主流汽车及工程机械制造厂家，包括徐州重型机械有限公司、无锡万迪动力集团有限公司、洛阳长兴农业机械有限公司、一汽解放青岛汽车厂成都分厂、安徽华菱汽车有限公司等。与各供货商的结算方式以银行承兑汇票为主，小部份现汇结算。在采购商品时，省农机总公司根据业务经营规模、可用营运的资金，市场需求及各厂家的销售政策，通过与厂商签订完善的代理协议、在商品采购中采用小批密进、加强对规格品种的清查，以减少货物在途的风险及积压的可能性，避免存货的跌价和呆滞风险。下游用户主要为终端客户。省农机总公司对下游用户的结算方式一般以银行承兑汇票或现金结算。“订

购—销售—回款”的资金循环周期平均为 60 天。

2010~2012 年机械服务产业收入分别为 380482.45 万元、283979.70 万元和 301967.55 万元。2011 年，机械服务产业收入较 2010 年减少 96502.75 万元，降幅为 25.36%，主要是因为国家抑制通货膨胀、社会基础设施投资减少、经济发展减速，使工程机械和商用车市场需求缩减。2012 年营业收入较 2011 年略有回升。

南服总公司

南服总公司是公司服务产业业务主要经营主体，主要业务为人力资源服务业务和海洋石油综合支持服务等。

人力资源服务业务方面，南服总公司与中国人力资源服务领域规模最大的世博集团上海市对外服务有限公司共同组建了广东南油对外服务有限公司（以下简称“南油外服”），南服总公司持股 51%。南油外服在广州和深圳设立了本部，在东莞、从化、湛江、佛山等地开设有分公司，并在中山、珠海、惠州、肇庆等地设置了 13 个服务网点，服务能力辐射省内二级城市。南油外服还借助上海市对外服务有限公司的服务网络，将服务能力延伸至全国所有省会城市、直辖市，以及 200 多个地级城市。南油外服为在华各类企业及海上、陆上油气资源、矿产资源的勘探开发和能源工程提供领先的一站式专业人力资源服务解决方案、工程技术服务。2012 年相关营业收入为 230308.21 万元，服务雇员人数超 4 万人。

在海洋石油综合支持服务方面，南服总公司以巩固扩大海洋石油平台配餐服务和雇员服务为基础，积极开拓综合支持服务，包括海上供油、商务车租赁、海上专用集装箱维修、海上专用生产物资供应及备件的进口、石油基地生活物资供应、陆上能源配套项目以及其他高端服务项目等，逐步形成海洋石油服务规模优势。2012 年相关营业收入为 215618.05 万元。

③ 其他业务板块

其他业务板块的业务主要包括制糖、造纸、林业、房地产等产业，主要由贵糖集团、广业置业、轻化集团、香港公司经营。

贵糖集团为广西贵糖(集团)股份有限公司（以下简称“贵糖股份”）的控股公司。2011 年，广东省国资委基于贯彻落实《广东省省属国有经济布局和结构调整“十二五”规划纲要》，加快广东省属企业相关产业资源整合和优化配置的需要，出具《关于同意无偿划转广西贵糖集团有限公司有关问题的批复》批文，将广东恒健投资控股有限公司所持广西贵糖集团有限公司 100%股权无偿划转至公司。公司将贵糖集团纳入合并范围，当年营业收入 132138.89 万元并入其他业务板块统计。

2012 年，贵糖集团营业收入为 110612.03 万元，其中贵糖股份 109518.12 万元，占贵糖集团收入的 99.01%。贵糖股份于 1998 年在深圳证券交易所上市，经过多年的发展，已成为农业产业化国家重点龙头企业。贵糖股份依靠科技创新对甘蔗资源进行全面的综合开发，利用制糖生产产生的蔗渣、废糖蜜、滤泥等废弃物生产文化用纸、生活用纸等综合利用产品，建成了制糖、造纸、酒精、轻质碳酸钙的循环经济体系，生产废弃物利用率为 100%，综合利用产品的产值已经大大超过主业蔗糖。这种循环经济的生产模式创造了巨大的经济和生态效益。贵糖股份的主导产品为“桂花牌”白砂糖、文化用纸及“纯点”、“碧绿湾”牌生活用纸，主要产品年生产能力为：白砂糖 15 万吨、可加工原糖 30 万吨、机制纸 15 万吨、甘蔗渣制浆 15 万吨、酒精 1 万吨、轻质碳酸钙 3 万吨、回收烧碱 3.5 万吨、复合肥 3 万吨。2012 年，贵糖股份的制糖收入为 50808.89 万元，占贵糖股份全年收入的 46.39%；造纸收入为 53852.82 万元，占贵糖股份全年收入的 49.17%。

总体看，公司环保产业进入稳步发展阶段；燃化能源产业盈利能力偏弱，且受油品价格波动、竞争加剧影响较大；矿产资源产业凭

借其资源优势盈利能力较强；现代服务业受宏观经济影响，有所波动。整体上，公司多元化经营格局稳定、稳步发展形势良好。

2. 经营效率

2010~2012 年，公司销售债权、存货周转次数和总资产周转次数呈持续下降趋势，2012 年三项指标分别为 16.04 次、9.84 次及 1.06 次。

受收入波动影响，公司经营效率指标呈下降趋势，但整体上经营效率正常。

3. 在建项目

公司未来三年主要投资项目仍以污水处理厂项目为主，同时推进矿产能源及现代服务业板块的项目建设。公司未来三年主要投资项目有 10 个，总投资金额 18.70 亿元，截止 2013 年 9 月底，已投资 7.20 亿元，预计 2014 年将投资 8.43 亿元，2015 年及以后将投资 3.06 亿元。

总体看，未来投资项目将进一步提升公司环保产业的行业地位及经营规模，但联合资信也关注到公司未来计划投资大，存在较大的外部融资压力。

表 10 公司未来三年重大投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设期	总投资	资金筹措方式		各年投资计划		
				贷款	自筹	截至 2013 年 9 月底已投资金	2014 年	2015 年及以后
1	300t/a 三氯蔗糖建设项目	2013-2014	7359	5151	2208	6565	794	-
2	普宁垃圾焚烧发电项目	2013-2015	20466	14326	6140	1500	11379	7587
3	石家庄垃圾焚烧项目	2014-2016	24348	15168	9180	6120	5606	12622
4	普宁污水厂二期	2013-2015	10908	7636	3272	3299	6518	1091
5	茂名河西污水处理项目	2013-2015	10711	7498	3213	1750	7890	1071
6	饶平污水厂二期	2013-2015	3454	2418	1036	-	3109	345
7	潮安污水厂二期	2013-2015	4947	3463	1484	-	4452	495
8	谷饶污水厂	2013-2015	9990	6993	2997	2430	6561	999
9	汕头市濠江污水处理厂 BOT	2011-2014	65277	45694	19583	46889	18388	
10	梅县污水厂二期	2013-2015	5400	3780	1620	-	4860	540
11	徐闻填海项目	2014-2015	18000	6000	12000	1000	12000	5000
12	英德钨矿	2014-2015	6125	-	6125	1255	4000	870
	合计		186985	118126	68859	71974	84391	30620

资料来源：公司提供

4. 未来发展

未来，公司以提升发展质量和持续发展能力为目标，下大力气以低碳经济和绿色环保的理念发展“四大产业”，做实做强核心主业领域的循环经济和节能环保产业，不断发展壮大多元主业领域的现代服务业与新兴战略性产业。

按照集约发展、要素聚合、资源整合、优

化发展、跨越发展的主业发展思路，围绕打造国内一流环保龙头企业，按照“一年强基础，两年调结构，三年新跨越，四年促转型”的发展目标与路径，调整优化产业结构，转变经济增长方式，以产业经营系和资本经营上市系为基础，积极推动公司环保产业、燃化能源产业、矿产资源产业、和现代服务业等主业的发展，“产业系”和“上市系”互相促进，实现企业

的跨越式发展。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2010~2012年度财务报表已分别经立信大华会计师事务所有限公司、大华会计师事务所有限公司和北京中天恒会计师事务所有限责任公司广东分公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2013年三季度财务报表未经审计。

由于会计差错调整，2010年数据将采用2011年期初数数据。同时北京中天恒会计师事务所有限责任公司广东分公司在2012年审计报告中对重大会计差错更正事项作如下说明：公司本年度与上年度相比会计差错调整资产总额246366505.06元，负债208868570.01元，所有者权益37497935.05元（归属于母公司所有者权益-1273622.84元，少数股东权益38771557.89元）。2011年财务数据将采用2012年审计报告中的期初数据。

截至2012年底，公司新纳入合并范围子公司8家，不再纳入合并范围的子公司3家。公司合并范围变化对财务数据的可比性影响不大。

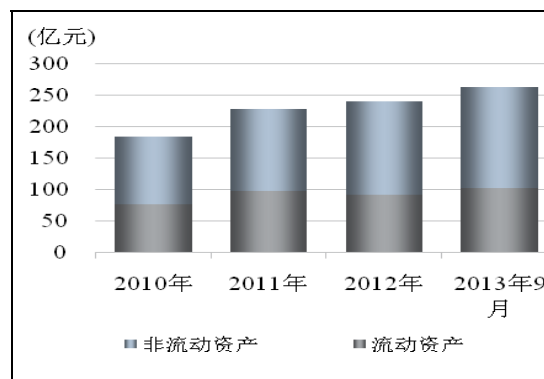
截至2012年底，公司（合并）资产总额240.33亿元，所有者权益86.36亿元（其中少数股东权益19.89亿元）；2012年公司实现营业收入250.98亿元，利润总额5.61亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额263.16亿元，所有者权益90.41亿元（其中少数股东权益22.37亿元）；2013年1~9月，公司实现营业收入206.34亿元，利润总额2.33亿元。

2. 资产质量

2010~2012年，公司资产规模不断增长，年均复合增长13.78%。截至2012年底，公司资产总额240.33亿元，流动资产和非流动资产分别占38.39%和61.61%。

图7 2010~2013年9月底公司资产结构



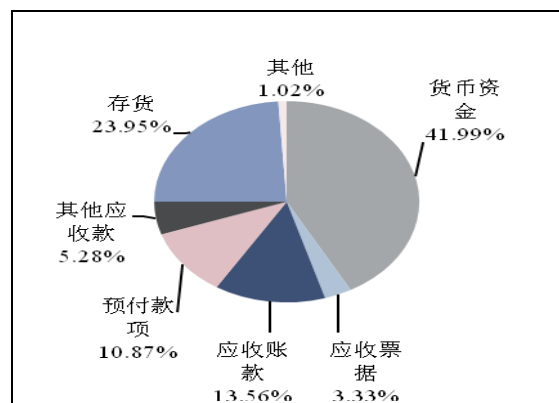
资料来源：公司财务报表

流动资产

2010~2012年，公司流动资产年均复合增长8.72%，主要由于应收账款和存货增长所致。截至2012年底，公司流动资产92.27亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。

2010~2012年，公司货币资金年均增长5.40%，截至2012年底，公司货币资金为38.74亿元，主要是银行存款（占92.39%）。

图8 公司2012年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司应收账款年均复合增长17.27%。截至2012年底，公司应收账款账面余额12.52亿元，较上年增长17.15%；其中，按组合计提坏账准备的应收账款占总额的99.19%。从组合的账龄结构看，1年以内占86.05%，1~2年占5.15%，2年以上占8.80%，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

22.68%，公司应收账款较分散，客户质量较好。截至 2012 年底，公司已计提应收账款坏账准备 0.90 亿元，计提比率 6.71%，计提较为充分。

2010~2012 年，公司预付款年均复合减少 6.12%。截至 2012 年底，公司预付款账面余额 10.03 亿元，较上年增长 8.38%，主要为往来货款及预付工程款。从账龄结构看，1 年以内占 88.44%，1~2 年占 5.18%，2 年以上占 6.38%，公司预付款账龄较短；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 14.06%，公司预付款较分散。

截至 2012 年底，公司其他应收款账面余额 4.87 亿元，其中，按组合计提坏账准备的其他应收账款占总额的 54.18%，主要是往来款。从组合的账龄结构看，1 年以内的占 33.08%，1-2 年的占 6.94%，而 2 年以上占 59.98%，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 34.46%。对于质量较差的其他应收款，公司加大了计提比率。截至 2012 年底，公司计提其他应收款坏账准备 5.76 亿元，计提比率 54.19%，计提充分。

表 11 2012 年公司其他应收款前 5 名情况

单位名称	金额 (万元)	占比 (%)	账龄
广东省广业建材产业集团有限公司	15410.00	14.50	3 年以上
中国南海石油联合服务总公司建设发展公司	10775.47	10.14	5 年以上
中国南海石油联合服务综合供应公司	3006.55	2.83	5 年以上
深圳市南海石油联合服务有限公司	1848.12	1.74	3-4 年
京粤电脑公司	1151.18	1.08	5 年以上
合计	32191.32	30.29	--

资料来源：公司提供

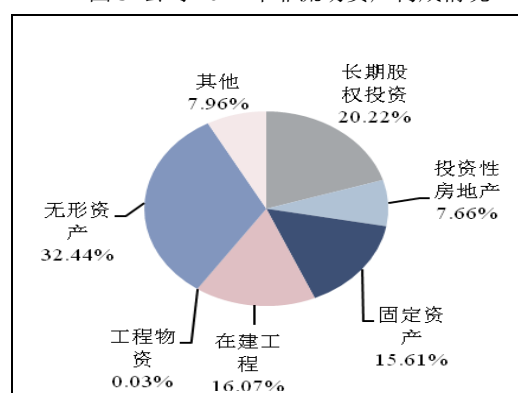
2010~2012 年，公司存货净额年均复合增长 20.98%。截至 2012 年底，公司存货账面余额 22.10 亿元，较上年下降 8.20%。其中原材料占 11.81%，自制半成品及在产品占 11.27%，

库存商品占 58.60%。公司库存商品主要是成品油、汽车及汽车零部件。截至 2012 年底，公司计提存货跌价准备 0.82 亿元，计提比率 3.58%。

非流动资产

2010~2012 年，公司非流动资产增长较快，年均复合增长 17.32%，主要是由于固定资产和无形资产增长所致。截至 2012 年底，公司非流动资产合计 148.06 亿元，主要由无形资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

图 9 公司 2012 年非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2012 年底，公司长期应收款 3.52 亿元，较 2011 年底大幅增加，主要是当年环保集团增加 BT 管网建设费收入 3.15 亿元。

截至 2012 年底，公司投资性房地产 11.35 亿元，主要为房屋建筑物和土地使用权，其中房屋建筑物包括厂房、仓库及写字楼。

截至 2012 年底，公司长期股权投资余额 29.94 亿元，已投资 100 余家企业，其中对子公司投资占 11.84%，对合营企业投资占 6.29%，对联营企业投资占 2.25%，对其他企业投资占 79.62%。截至 2012 年底，公司长期股权投资累计减值准备 3.43 亿元。公司投资企业较多，企业运营基本正常。

2010~2012 年，公司固定资产账面价值较快增长，年均复合增长率为 27.34%。截至 2012 年底，公司固定资产原值 41.77 亿元，其中房屋建筑物占 35.50%，机械设备占 60.51%。2012 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 18.46 亿元和 0.19 亿元，固定资产净值 23.12 亿元，成新率为 55.35%，固定资产质量一般。

截至 2012 年底，公司在建工程余额 23.79 亿元，主要为汕头市南区污水处理厂、湛江市徐闻县角尾灯楼角风电项目、陆丰市广业环保有限公司及北轴污水处理工程等项目。

2010~2012 年，公司无形资产年复合增长 26.44%，主要由于污水处理项目特许经营权增长所致。截至 2012 年底，公司无形资产原值 51.62 亿元，主要为特许权（占 84.17%）。累计摊销和资产减值准备分别为 3.59 亿元和 0.01 亿元，无形资产净值 48.03 亿元。公司特许权账面价值 43.45 亿元，较 2011 年大幅增长 16.27%，主要是环保集团以 BOT/TOT 增加污水处理项目特许经营权。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额为 263.16 亿元，较 2011 年底增长 9.50%，资产构成变动不大。其中流动资产占比 39.07%，非流动资产占比 60.93%，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主，符合资产经营型企业特点。公司整体资产流动性一般，资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

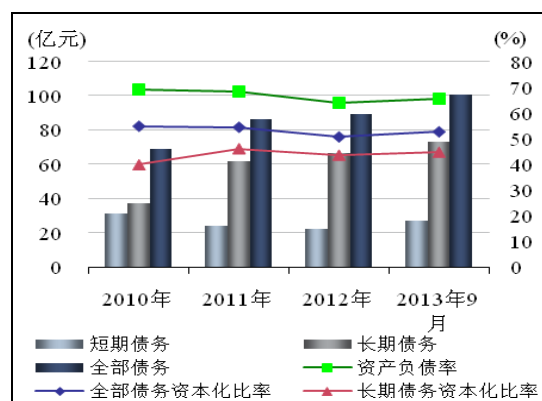
所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益稳步增长，年复合增长 23.51%。截至 2012 年底，公司所有者权益合计为 86.36 亿元（少数股东权益 19.89 亿元），较 2011 年增长 19.75%，主要是未分配利润增长以及 2012 年 6 月子公司（宏大爆破）上市所带来的资本公积和少数股东权益增长所致。归属于母公司所有者权益以实收资本（占 23.26%）、资本公积（占 51.75%）和未分配利润（占 22.41%）为主。截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益合计 90.41 亿元（少数股东权益 22.37 亿元），较上年底增长 1.11%。总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2010~2012 年，公司负债总额年复合增长 9.24%。截至 2012 年底，公司负债合计 153.97 亿元，其中流动负债占 44.72%，非流动负债占 55.28%。

图 10 近年公司债务情况



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司流动负债年复合下降 4.44%。截至 2012 年底，公司流动负债 68.86 亿元，主要以短期借款（占 20.14%）、应付账款（占 29.13%）、预收款项（占 14.48%）和其他应付款（占 18.00%）为主，其中应付账款主要是货款以及未结算的工程款（账龄 1 年以内的占 71.05%，账龄较短）；其他应付款主要是公司的油关联往来款及政府专项借款，账龄 1 年以内的占 59.28%，1-2 年占 5.76%，2-3 年占 7.95%，3 年以上占 27.01%。

2010~2012 年，公司非流动负债增长较快，年复合增长 26.00%。截至 2012 年底，公司非流动负债 85.11 亿元，主要由长期借款（占 58.58%）、应付债券（占 23.50%）和专项应付款（占 14.49%）构成。

截至 2012 年底，公司应付债券 17.00 亿元，为 2011 年发行的“11 粤广业债”。

截至 2012 年底，公司专项应付款 12.33 亿元，主要为省财政厅拨付的污水专项资金（占 81.34%）。

截至 2013 年 9 月底，公司负债总额为 172.75 亿元，较上年年底增长 13.22%，其中流动负债占 45.80%，非流动负债占 54.20%。

有息债务方面，2010~2012 年，公司有息债务年均复合增长 13.75%。截至 2012 年底，公司债务总额 89.16 亿元，同比增长 3.20%，短期债务占 25.01%，长期债务占 74.99%。截至 2013 年 9 月底，公司全部债务 100.94 亿元，同比增长 13.21%，短期债务占 27.20%，长期债务占 72.80%。

债务指标方面，2010~2012 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。截至 2012 年底，三项指标分别为 64.06%、50.80%、和 43.63%。截至 2013 年 9 月底，三项指标均有所上升，分别为 65.65%、52.75%和 44.84%。

总体看，公司债务负担较重，在建、拟建项目较多，投资规模较大，对外融资压力较大。

4. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入和营业成本规模均有所波动。2012 年，公司实现收入 250.98 亿元，同比下降 7.06%，主要受环保产业结构调整、原油价格波动、矿产资源销售价格下降等因素影响；公司营业成本 227.49 亿元，同比下降 6.64%。

2010~2012 年，公司三项期间费用合计年复合增长 22.18%，高于营业收入增速，其中财务费用增长较快，年均复合增长 70.57%。近三年，期间费用占营业收入比呈上升趋势，2012 年期间费用占营业收入比为 7.55%。总体来看，公司期间费用控制能力有待加强。

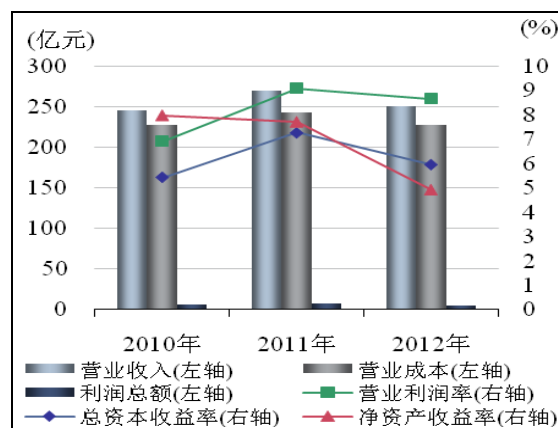
2010~2012 年，公司利润总额有所波动，三年分别为 5.96 亿元、6.90 亿元和 5.61 亿元。投资收益及营业外收入对公司利润总额影响较大，其中投资收益占利润总额比三年分别为 43.46%、38.12%和 76.29%。

2010~2012 年，公司投资收益年均复合增长 28.61%。2012 年，公司获得投资收益 4.28 亿元，同比增长 62.90%，主要是被长期股权投资产生的投资收益增加所致。

2010~2012 年，公司实现营业外收入年均复合增长 37.57%。2012 年，公司营业外收入 2.54 亿元，主要为政府补助（占 73.23%）。近三年，公司营业外支出年均复合增长 50.87%，增速高于营业外收入增速，主要构成为社会性支出。由于历史遗留问题，公司还负担着必要的政策性、社会性职能支出，包括：离退休人员人员费用、补贴，煤矿历史遗留维稳支出、棚户区改造费用等。2010~2012 年，公司社会性支出分别为 14225.72 万元、21966.54 万元、32804.86 万元，呈不断上升趋势。2013 年 1~9 月，公司社会性支出为 21330.46 万元，较 2012 年同期的 16606.73 万元增加 28.44%。公司社会性支出负担重，对公司盈利能力造成不利影响。

2010~2012 年，公司营业利润率及总资本收益率均有所波动，2012 年两项指标分别为 8.67%及 5.67%；净资产收益率呈下降趋势，三年分别为 7.76%、6.96%和 4.94%。总体看，公司整体盈利能力尚可。

图 11 公司近年盈利能力情况



资料来源：公司审计报告、

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 206.34 亿元，利润总额 2.33 亿元，分别占 2012 年全年的 82.21%和 41.61%。同期，公司营业利润率 7.72%，盈利能力有所下降。

总体看，受环保产业结构调整、原油价格波动、矿产资源销售价格下降等因素影响，公司收入规模及盈利能力有所波动；此外社会性

支出负担中，对公司盈利能力造成不利影响。未来几年，公司将大力推进污水处理及新能源发电为支柱的环保产业项目建设，公司的利润规模和盈利能力将有望得到提升。

5. 现金流

经营活动方面，2010~2012 年，受收入波动影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所波动，三年分别为 270.66 亿元、294.43 亿元和 272.79 亿元。2010~2012 年，公司经营活动现金流入量分别为 299.05 亿元、337.41 亿元和 313.20 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金主要为公司间往来款项及财政专项资金。2010~2012 年，公司经营活动现金流出分别为 288.29 亿元、328.40 亿元和 299.74 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流量净额近三年波动中有所增长，分别为 10.76 亿元、9.01 亿元和 13.47 亿元。

从收入实现质量来看，2010 年~2012 年，受应收项目增长影响，公司现金收入比持续下降，三年分别为 110.04%、109.02%和 108.69%。总体看，公司收入实现能力一般。

投资活动方面，近三年公司投资活动现金流入有所波动，分别为 7.34 亿元、8.69 亿元和 2.65 亿元。2010~2012 年，公司投资活动现金流出量分别为 29.32 亿元、19.39 亿元和 16.92 亿元，主要为购置固定资产、无形资产等支付的现金。投资活动现金流量净额近三年分别为 -21.98 亿元、-10.70 亿元和 -14.27 亿元。2010~2012 年，公司筹资活动前现金净流量分别为 -11.22 亿元、-1.70 亿元和 -0.81 亿元，公司存在对外融资需求。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入量和现金流出量主要是取得借款获取的现金和偿还债务支付的现金。2012 年，公司吸收投资收到现金 7.38 亿元，主要由于 2012 年 6 月子公司宏大爆破上市所致。公司收到其他与筹资活动有关的现金和支付其他与筹资活动有关

的现金主要系公司资金结算中心的筹资款，由于公司财务公司根据广东省国资委要求，未纳入合并范围，因此计入收到其他与筹资活动有关的现金与支付其他与筹资活动有关的现金科目。近三年公司筹资活动现金净流量分别为 7.94 元、10.06 亿元和 -3.68 亿元。

2013 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -3.46 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额 -12.18 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 5.74 亿元。

总体上，公司经营活动具有较强的现金净额获取能力，投资规模较大，存在一定筹资压力，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，近三年公司流动比率和速动比率整体呈上升趋势，2012 年底，公司流动比率和速动比率分别为 134.00% 和 101.91%；截至 2013 年 9 月底，公司上述两项指标分别为 129.94% 和 97.34%。近三年，公司经营现金流动负债比整体有所波动，三年分别为 14.49%、11.39% 和 19.56%。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2010~2012 年，公司 EBITDA 分别为 10.66 亿元、16.33 亿元和 15.79 亿元；全部债务/EBITDA 有所波动，2012 年为 5.65 倍；EBITDA 利息倍数呈下降趋势，2012 年 EBITDA 利息倍数为 2.43 倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2013 年 9 月底，公司无对外担保事项。

截至 2013 年 9 月底，公司获得授信额度总额为 155.67 亿元，其中未使用额度 85.52 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司拥有宏大爆破（002683）和贵糖股份（000833）2 家上市公司，直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

截至 2013 年 9 月底，公司合并报表范围

内已到期未偿还借款（逾期时间均在三年以上）合计为 6266.62 万元。公司已到期未偿还借款均为其下属子公司多年前的历史遗留债务，其中部分为早年财政拨改贷资金，由于这些借款资金带有一定的拨款性质，因此到期后相关政府部门并未要求偿还；此外还有相当部分是公司在国企改革过程中受托兼并重组不良企业所并入。对于这些已到期未偿还借款，公司计划在五年内逐步清理解决。

除上述借款外，根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2013 年 11 月 22 日，公司不存在其他债务违约或逾期情况。

8. 抗风险能力

基于对公司所处行业、自身经营和财务状况，并考虑到公司在政府支持、资源储备、经营规模等方面具有的优势，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 5 亿元，占 2013 年 9 月底公司长期债务、全部债务的 6.80%与 4.95%，对公司现有债务影响较小。截至 2013 年 9 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 65.65%、52.75%和 44.84%，预计本期中期票据发行后，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将分别上升为 66.29%、53.96%和 46.47%，公司债务负担有所加重，考虑到部分募集资金将用于偿还银行借款，实际值将低于上述值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2010~2012 年，公司经营活动产生的现金流入量分别是本期中期票据发行额度的 59.81 倍、67.48 倍和 62.64 倍；同期公司经营活动现金净流量分别是本期票据发行额度的 2.15 倍、

1.80 倍和 2.69 倍；2010~2012 年，公司 EBITDA 分别是本期中期票据发行额度的 2.13 倍、3.27 倍和 3.16 倍，总体看，公司经营现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

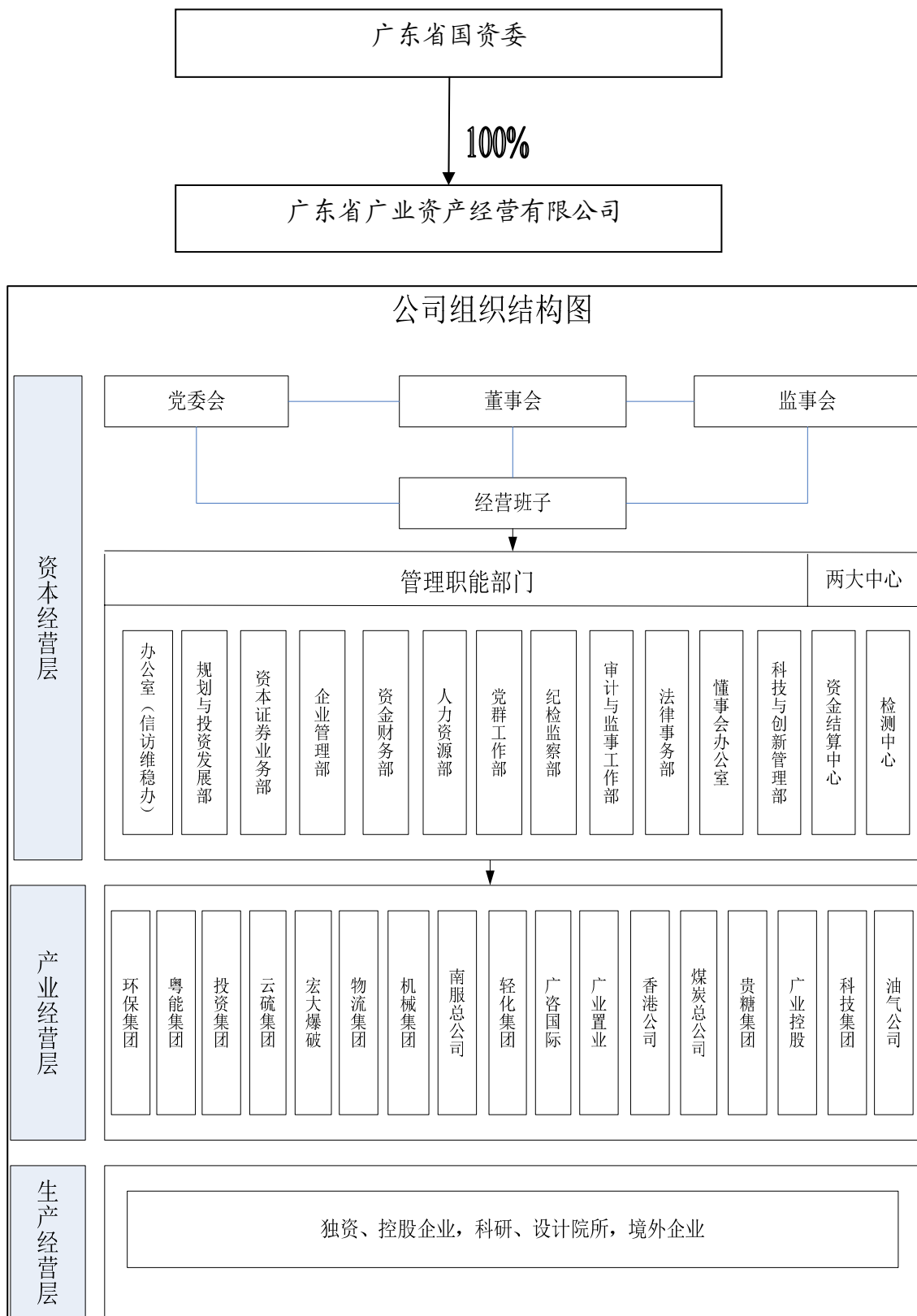
十、结论

公司是由广东省人民政府授权经营的国有资产投资主体，主要从事环保产业和燃化能源等业务，其在政府支持、资源储备、经营规模及营销网络等方面具有较强的优势。近几年，公司不断优化调整产业结构，形成了以环保产业、燃化能源产业、矿产资源产业、现代服务业为主的多元化经营格局。公司环保产业进入稳步发展阶段；燃化能源产业盈利能力偏弱，且受油品价格波动、竞争加剧影响较大；矿产资源产业凭借其资源优势盈利能力较强。整体上，受环保产业结构调整、原油价格波动、矿产资源销售价格下降等因素影响，公司收入规模及盈利能力有所波动。未来几年，公司将大力推进污水处理及新能源发电为支柱的环保产业项目建设，公司的利润规模和盈利能力将有望得到提升。

目前，公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主，符合资产经营型企业特点。公司整体资产流动性一般，资产质量良好。公司债务负担较重，对外融资压力较大。公司整体偿债能力一般，经营现金流及 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2013 年 9 月底公司全资及控股子公司情况

序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	投资额 (万元)
1	广东省广业环保产业集团有限公司	100.00	5130.00	20606.00
2	广东粤能 (集团) 有限公司	100.00	13000.00	18501.00
3	广东广业投资集团有限公司	100.00	96237.21	96237.21
4	云浮广业硫铁矿集团有限公司	100.00	51692.23	49882.23
5	广东宏大爆破股份有限公司	34.59	21896.00	6251.00
6	中国南海石油联合服务总公司	100.00	11417.00	12741.00
7	广东省广业纺织物流产业有限公司	100.00	4396.00	4860.00
8	广东省广业电子机械产业集团有限公司	100.00	17894.00	23407.00
9	广东省广业轻化工业集团有限公司	100.00	3204.67	3204.67
10	广东广咨国际工程投资顾问有限公司	35.00	2100.00	735.00
11	广东省广业置业有限公司	100.00	15000.00	18559.87
12	广东 (香港) 投资控股有限公司	100.00	287.00	287.00
13	广东省煤炭工业总公司	100.00	2799.00	6732.00
14	广西贵糖集团有限公司	100.00	10079.00	23245.00
15	广业科技集团有限公司	100.00	5000.00	5000.00
16	广东省广业投资控股有限公司	96.81	8005.78	6000.00
17	广东省广业石油天然气有限公司	100	12800.00	12800.00
18	惠州南油林业经济发展有限公司	70.00	17000	12360
19	云浮广业硫铁矿投资控股有限公司	100.00	4800.00	4800.00

附件 3-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	348736.52	432643.38	387432.01	5.40	292030.82
交易性金融资产		258.21	246.67		246.67
应收票据	22517.35	37565.56	30715.29	16.79	55382.58
应收账款	90999.88	119463.38	125151.11	17.27	186725.17
预付款项	113833.65	94550.02	100318.26	-6.12	150186.04
应收利息			179.25		
应收股利		2.53	725.25		6463.92
其他应收款	42199.35	77942.01	48693.89	7.42	70812.97
存货	150980.48	241278.31	220971.63	20.98	257927.22
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	11387.14	11246.17	8272.00	-14.77	8324.10
流动资产合计	780654.37	1014949.57	922705.34	8.72	1028099.49
非流动资产：					
可供出售金融资产	1169.89	565.06	599.49	-28.42	3497.10
持有至到期投资	280.00	280.00	2310.00	187.23	1310.00
长期应收款	1361.84	2271.75	35201.42	408.41	41951.87
长期股权投资	259286.48	260574.39	299411.52	7.46	342492.64
投资性房地产	76736.68	105886.28	113479.18	21.61	111356.20
固定资产	142568.00	217042.09	231163.47	27.34	248717.53
在建工程	235253.70	219384.48	237936.48	0.57	250896.97
工程物资		123.48	460.22		1971.91
固定资产清理	463.97	2256.77	139.76	-45.12	221.09
生产性生物资产	34985.06	35119.34	37554.69	3.61	37466.59
油气资产					
无形资产	300396.60	431608.76	480266.76	26.44	499274.98
开发支出		36.50	3.60		13.60
商誉	2561.59	4727.29	16850.07	156.48	38545.10
合并价差					
长期待摊费用	5403.49	7519.89	8860.87	28.06	9349.05
递延所得税资产	14570.01	15412.92	15701.70	3.81	15776.69
其他非流动资产	657.26	657.26	657.26		657.17
非流动资产合计	1075694.57	1303466.26	1480596.49	17.32	1603498.48
资产总计	1856348.95	2318415.82	2403301.84	13.78	2631597.97

附件 3-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	253670.61	194583.29	138697.05	-26.06	195247.79
交易性金融负债					
应付票据	52824.72	41784.46	71155.86	16.06	67640.74
应付账款	176198.30	222270.96	200573.74	6.69	201332.53
预收款项	110800.63	107140.98	99673.26	-5.15	149054.36
应付职工薪酬	15090.56	15964.94	15379.50	0.95	10791.28
应交税费	17416.39	22026.54	13083.86	-13.33	5683.22
应付利息	184.02	10034.63	10267.56	646.97	9863.86
应付股利	413.57	1436.48	2443.75	143.08	-421.02
其他应付款	119739.09	165580.72	123958.98	1.75	140076.05
一年内到期的非流动负债	6798.73	8247.62	13144.98	39.05	11689.98
其他流动负债	947.69	1550.24	188.97	-55.35	263.18
流动负债合计	754084.30	790620.87	688567.52	-4.44	791221.98
非流动负债：					
长期借款	375788.89	454288.35	498559.85	15.18	514819.60
应付债券		170000.00	170000.00		220000.00
长期应付款	37828.62	54812.13	45903.55	10.16	56432.07
专项应付款	104823.20	114116.17	123283.20	8.45	131792.15
预计负债	5616.89	4893.82	3219.52	-24.29	3213.82
递延收益					
递延所得税负债	4534.10	462.29	6213.28	17.06	6213.23
其他非流动负债	7537.91	4355.95	3924.28	-27.85	3827.72
非流动负债合计	536129.60	802928.71	851103.67	26.00	936298.60
负债合计	1290213.90	1593549.58	1539671.19	9.24	1727520.59
所有者权益：					
实收资本(或股本)	128000.00	154620.48	154620.48	9.91	154620.48
资本公积	282351.81	299593.11	343978.52	10.37	348027.48
减：库存股					
盈余公积					
专项储备（表中无）	5218.00	12541.02	19507.39	93.35	30883.33
未分配利润	95992.20	123561.91	148933.50	24.56	149402.60
外币报表折算差额	-1945.41	-2320.18	-2335.38	9.57	-2509.84
归属于母公司权益合计	509616.60	587996.34	664704.51	14.21	680424.06
少数股东权益	56518.45	136869.90	198926.14	87.61	223653.33
所有者权益合计	566135.05	724866.24	863630.65	23.51	904077.39
负债和所有者权益总计	1856348.95	2318415.82	2403301.84	13.78	2631597.97

附件 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	2459586.83	2700576.39	2509776.20	1.02	2063410.76
减: 营业成本	2275157.31	2441634.47	2274918.23	-0.01	1893131.82
营业税金及附加	14467.36	18140.11	17197.72	9.03	11021.03
销售费用	37754.53	49716.74	46476.34	10.95	35523.25
管理费用	75614.03	101086.35	103557.09	17.03	73686.79
财务费用	13555.07	39135.35	39448.87	70.60	36166.34
资产减值损失	6501.48	7287.27	3430.89	-27.36	1148.09
加: 公允价值变动收益		121.17	174.94		
投资收益	25858.01	26258.32	42773.62	28.61	20920.99
其中: 对合营企业投资收益	17372.49	19105.29	35219.52	42.38	343.13
汇兑收益					
二、营业利润	62395.05	69955.58	67695.62	4.16	33654.44
加: 营业外收入	13417.49	23765.05	25394.46	37.57	11117.83
减: 营业外支出	16257.66	24701.55	37016.14	50.89	21442.43
其中: 非流动资产处置损失	1011.91	1392.62	2619.30	60.89	107.38
三、利润总额	59554.88	69019.08	56073.95	-2.97	23329.84
减: 所得税费用	15609.04	18545.64	13412.70	-7.30	9136.73
四、净利润	43945.84	50473.44	42661.25	-1.47	14193.11
其中: 归属于母公司的净利润	33723.49	31695.94	31728.22	-3.00	9505.40
少数股东损益	10222.35	18777.50	10933.03	3.42	4687.71
被合并方合并前的净利润					

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
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	2706628.22	2944263.65	2727886.42	0.39	2247240.53
收到的税费返还	44391.90	49578.72	30835.60	-16.66	15360.76
收到其他与经营活动有关的现金	239484.36	380242.88	373299.43	24.85	304531.56
经营活动现金流入小计	2990504.49	3374085.26	3132021.45	2.34	2567132.85
购买商品、接受劳务支付的现金	2408458.93	2613451.31	2347415.24	-1.28	2060236.59
支付给职工以及为职工支付的现金	106831.61	141561.63	152266.56	19.39	117687.38
支付的各项税费	86605.01	106902.29	90602.18	2.28	68400.72
支付其他与经营活动有关的现金	281042.53	422102.47	407081.65	20.35	355382.84
经营活动现金流出小计	2882938.08	3284017.69	2997365.62	1.97	2601707.53
经营活动产生的现金流量净额	107566.41	90067.56	134655.83	11.89	-34574.68
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	5707.55	22134.49	19251.91	83.66	28214.13
取得投资收益收到的现金	12875.11	9483.97	1118.60	-70.52	17354.89
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3498.24	8621.09	1728.30	-29.71	986.64
处置子公司及其他单位收到的现金净额	36.20	9150.57	-194.45		3311.51
收到其他与投资活动有关的现金	51313.75	37510.50	4566.89	-70.17	90748.99
投资活动现金流入小计	73430.86	86900.63	26471.25	-39.96	140616.16
购建固定资产、无形资产等支付的现金	171625.31	110508.79	122213.57	-15.61	69019.44
投资支付的现金	33107.43	63497.41	28323.12	-7.51	76040.84
取得子公司等支付的现金净额	15.00	10.00	12072.42	2736.95	5780.17
支付其他与投资活动有关的现金	88490.49	19930.64	6596.32	-72.70	111572.11
投资活动现金流出小计	293238.23	193946.84	169205.43	-24.04	262412.55
投资活动产生的现金流量净额	-219807.37	-107046.20	-142734.19		-121796.39
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	19828.02	9332.60	73842.98	92.98	18981.43
取得借款收到的现金	492748.50	501765.85	389001.79	-11.15	382285.34
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	169232.28	220520.81	71532.96	-34.99	239939.02
筹资活动现金流入小计	681808.79	731619.27	534377.73	-11.47	641205.78
偿还债务支付的现金	400230.92	488199.74	442778.28	5.18	326782.79
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	49562.80	51149.93	60034.85	10.06	57896.13
支付其他与筹资活动有关的现金	152658.94	91646.17	68372.66	-33.08	199126.68
筹资活动现金流出小计	602452.66	630995.84	571185.80	-2.63	583805.59
筹资活动产生的现金流量净额	79356.13	100623.43	-36808.07		57400.19
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-129.14	-174.33	-109.51		164.82
五、现金及现金等价物净增加额	-33013.96	83470.46	-44995.94		-98806.06
加: 期初现金及现金等价物余额	381484.84	348844.34	432314.80	6.45	390836.87
六、期末现金及现金等价物余额	348470.88	432314.80	387318.86	5.43	292030.82

附件 5-2 合并现金流量补充表

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	43945.84	50473.44	42661.25	-1.47
加：资产减值准备	6502.86	7287.27	3430.89	-27.36
固定资产折旧及其他	16227.61	26020.04	30182.64	36.38
无形资产摊销	5050.42	13362.74	13249.08	61.97
长期待摊费用摊销	2562.28	1358.10	1484.87	-23.87
处置固定资产、无形资产等损失	234.35	-1005.32	39.39	-59.00
固定资产报废损失	567.34	954.13	37.88	-74.16
公允价值变动损失	0.00	-121.17	-174.94	
财务费用	23233.41	53529.99	56941.19	56.55
投资损失	-25858.01	-26258.32	-42773.62	
递延所得税资产减少	-686.54	-2340.95	-288.78	
递延所得税负债增加	2455.47	-4079.27	5750.99	53.04
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-29492.55	-90004.78	20383.47	
经营性应收项目的减少	-28133.61	-28667.44	34782.25	
经营性应付项目的增加	75949.71	70899.89	-18287.62	
其他	15007.84	18659.22	-12763.10	
经营活动产生的现金流量净额	107566.41	90067.56	134655.83	11.89

附件 6 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	23.99	19.96	16.04	18.81	--
存货周转次数(次)	16.72	12.45	9.84	12.00	--
总资产周转次数(次)	1.42	1.29	1.06	1.20	--
现金收入比(%)	110.04	109.02	108.69	109.06	108.91
盈利能力					
营业利润率(%)	6.91	8.92	8.67	8.39	7.72
总资本收益率(%)	5.35	6.53	5.67	5.87	--
净资产收益率(%)	7.76	6.96	4.94	6.11	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	39.90	46.27	43.63	43.68	44.84
全部债务资本化比率(%)	54.90	54.52	50.80	52.73	52.75
资产负债率(%)	69.50	68.73	64.06	66.55	65.65
偿债能力					
流动比率(%)	103.52	128.37	134.00	126.22	129.94
速动比率(%)	83.50	97.86	101.91	97.01	97.34
经营现金流动负债比(%)	14.26	11.39	19.56	16.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.93	2.55	2.43	-8.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.46	5.32	5.65	5.71	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.02	-0.01	-0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.83	-0.32	-0.14	-1.13	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	2.13	3.27	3.16	2.99	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	59.81	67.48	62.64	63.53	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	2.15	1.80	2.69	2.32	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-2.24	-0.34	-0.16	-0.63	--

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+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%
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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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+应付中期票据

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 中长期中期票据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《信贷市场和银行间中期票据市场信用评级规范》等文件的有关规定，中长期中期票据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中期票据。

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 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据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中期票据的信用等级。

如广东省广业资产经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如本期中期票据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。

