信用等级公告

联合〔2020〕1511 号

联合资信评估有限公司通过对深圳市东阳光实业发展有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深圳市东阳光实业发展有限公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“18 东阳光 MTN001”“18 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN001”“19 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN003”“20 东阳光 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

深圳市东阳光实业发展有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深圳市东阳光实业发展有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 东阳光 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
18 东阳光 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
19 东阳光 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
19 东阳光 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
19 东阳光 MTN003	AA+	稳定	AA+	稳定
20 东阳光 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 东阳光 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/09/21
18 东阳光 MTN002	5 亿元	5 亿元	2021/11/22
19 东阳光 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/08/29
19 东阳光 MTN002	2.5 亿元	2.50 亿元	2022/09/11
19 东阳光 MTN003	3 亿元	3 亿元	2022/11/15
20 东阳光 MTN001	5.5 亿元	5.50 亿元	2023/03/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 10 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AA+
评价内容	评价结果	评价要素	评分
经营风险	B	经营环境	2
		基础素质	2
		企业管理	2
		经营分析	1
财务风险	F2	资产质量	3
		资本结构	2
		盈利能力	1
		现金流量	3
		偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级
--			--

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

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对深圳市东阳光实业发展有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司以电子材料与药业为主营业务，在产业布局和技术水平等方面具备的综合优势。跟踪期内，随着经营规模不断扩大，公司营业收入呈快速增长态势。其中，药业方面，该板块毛利率整体保持增长，抗病毒药物和冬虫夏草产销量大幅增长为公司盈利能力提供有力支撑。联合资信也关注到，新药研发投入规模大且产出具有一定不确定性、电子材料板块原材料价格波动、跟踪期内氯碱化工及制冷剂等主要化工产品价格下跌、整合煤矿涉诉、所有者权益中少数股东权益占比较大、短期债务占比较高、未来在建工程存在一定资本支出等因素对公司信用状况可能带来的不利影响。

公司电子材料板块技术工艺先进，保证了其在电子材料行业的竞争力；同时，公司冬虫夏草项目进展良好，产能持续增加，目前培育能力已经达到 29000 公斤，随着其产能产量的持续提升，未来盈利水平仍有上升空间。

联合资信对公司的评级展望为稳定。综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，并维持“18 东阳光 MTN001”“18 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN001”“19 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN003”和“20 东阳光 MTN001”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **产业链完善，客户稳定。**公司已形成完整的电子材料产业链，有望继续保持在该行业的领先地位。电子材料板块下游客户稳定，有利于公司稳定经营。
2. **虫草产能扩张，抗病毒药物销量持续增长，公司虫草和药业板块盈利水平高。**公司自主研发的人工抚育冬虫夏草产能快速扩张，且产量有序释放；抗病毒药物销量持续增长，进一步提高公司的盈利水平。

3. **公司新药研发投资力度大，研发实力强。**目前公司已申请新药研发专利超过 2000 余项，在研新药市场强。

关注

1. **公司新药研发投入大，收益具有一定不确定性。**公司新药品种较多，投入金额大，面市与否以及面市之前经历的时间较长，收益具有一定的不确定性。
2. **公司部分化工产品价格下跌。**跟踪期内，公司氯碱化工及制冷剂等主要化工产品受行业整体周期下行的影响，价格下跌。
3. **公司整合煤矿涉诉，可能对公司的经营情况和盈利能力形成不利影响。**下属煤业子公司桐梓县狮溪煤业有限公司由于投入较大，建设周期长，经营成效尚未体现，加之财务成本较高导致资债比例失衡。
4. **安全生产风险。**2020 年 3 月，公司下属广东东阳光科技股份有限公司的子公司乳源东阳光氟有限公司发生一起安全事故，本次事故属于一般安全事故。
5. **公司短债占比较高且未来存在一定的资本支出。**公司短期债务占比较高，存在一定短期支付压力，债务结构有待优化；在建项目资本支出较大，未来有一定资金需求。
6. **控股子公司股权质押比率较高。**公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，权益结构稳定性较弱；子公司股份被公司质押比例较高，存在控制权不确定的风险。

分析师：郭 昊　黄 露
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	73.91	77.77	71.33	95.70
资产总额(亿元)	435.59	556.15	671.83	702.25
所有者权益(亿元)	162.42	210.58	252.50	256.23
短期债务(亿元)	96.49	178.60	183.34	211.94
长期债务(亿元)	101.13	75.80	122.99	135.62
全部债务(亿元)	197.61	254.40	306.34	347.56
营业收入(亿元)	202.36	233.36	264.87	59.77
利润总额(亿元)	15.33	17.77	24.88	7.70
EBITDA(亿元)	39.38	45.12	57.34	--
经营性净现金流(亿元)	17.05	21.26	30.12	18.96
营业利润率(%)	21.85	25.00	33.83	40.54
净资产收益率(%)	7.09	6.69	7.90	--
资产负债率(%)	62.71	62.14	62.42	63.51
全部债务资本化比率(%)	54.89	54.71	54.82	57.56
流动比率(%)	89.65	62.38	69.51	76.37
经营现金流动负债比(%)	10.72	8.43	11.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	5.64	5.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	2.75	2.93	--

公司本部（母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	193.25	241.86	182.73	--
所有者权益（亿元）	55.66	44.28	38.78	--
全部债务(亿元)	89.10	106.02	118.38	--
营业收入(亿元)	0.56	9.03	7.78	--
利润总额(亿元)	-3.56	-11.67	-5.50	--
资产负债率（%）	71.21	81.69	80.43	--
全部债务资本化比率(%)	61.55	70.54	75.33	--
流动比率（%）	122.02	79.77	72.58	--
经营现金流动负债比(%)	-4.29	3.69	6.14	--

注：公司 2020 年一季度财务报表未经审计；将公司其他流动负债中短期融资券计入短期债务，长期应付款中融资租赁款计入长期债务；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 东阳光 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2020/1/3	郭昊、黄露	联合资信评估有限公司一般工商企业信用评级方法/联合资信评估有限公司一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	阅读报告
19 东阳光 MTN003	AA^+	AA^+	稳定	2019/10/15	郭昊、黄露		阅读报告
19 东阳光 MTN002	AA^+	AA^+	稳定	2019/9/4	郭昊、黄露		阅读报告
19 东阳光 MTN001	AA^+	AA^+	稳定	2019/7/31	郭昊、黄露	有色金属行业企业信用评级方法（2018）	阅读报告
18 东阳光 MTN001 18 东阳光 MTN002	AA^+	AA^+	稳定	2019/6/28	郭昊、李博恒	有色金属行业企业信用评级方法（2018）	阅读报告

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由深圳市东阳光实业发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深圳市东阳光实业发展有限公司跟踪评级报告

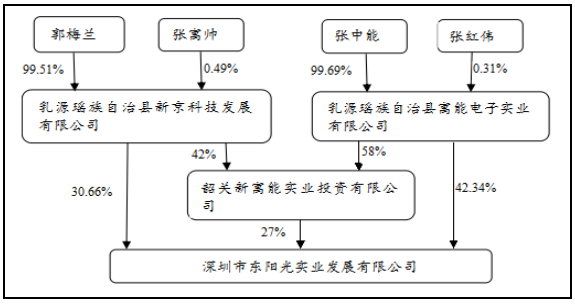
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于深圳市东阳光实业发展有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳市东阳光实业发展有限公司（以下简称“公司”）由横店机电集团公司和浙江东阳光化成箔厂于1997年共同出资组建。2001年，横店机电集团公司和浙江东阳光化成箔厂与乳源瑶族自治县寓能电子实业有限公司（以下简称“寓能电子”）和乳源瑶族自治县新京科技发展有限公司（以下简称“新京科技”）四方签订《股权转让协议》，横店机电集团公司和浙江东阳光化成箔厂将所持有公司的股份分别转让给寓能电子和新京科技。2012年12月，公司新增注册资本3000万元（其中货币出资1000万元，债权出资2000万元）。2015年公司利用股东资本公积转增实收资本。根据公司2016年12月19日股东会决议章程修正案，全体股东一致同意韶关新寓能实业投资有限公司（以下简称“韶关新寓能”）向公司增资30亿元，其中计入实收资本2.96亿元，计入资本公积27.04亿元。截至2019年底，公司注册资本10.96亿元人民币，寓能电子（张中能先生持有99.69%股权）持有公司42.34%的股权，新京科技（郭梅兰女士持有99.51%股权）持有30.66%的股权，韶关新寓能（寓能电子和新京科技分别持有58.00%和42.00%）持有27.00%的股权。公司实际控制人为张中能、郭梅兰夫妇。

图1　公司股权结构图



数据来源：公司提供

目前公司产业主要集中在药业、电子材料及大健康等领域。

公司拥有 20 家二级子公司。其中，广东东阳光科技控股股份有限公司（原名广东东阳光铝业股份有限公司，以下简称“东阳光”）为 A 股上市公司，股票代码“600673.SH”。宜昌东阳光长江药业股份有限公司（以下简称“东阳光药”）为香港 H 股上市公司，股票代码“1558.HK”。

截至 2019 年底，公司资产（合并）总计 671.83 亿元，所有者权益合计 252.50 亿元（含少数股东权益 154.03 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 264.87 亿元，利润总额 24.88 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产（合并）总计 702.25 亿元，所有者权益合计 256.23 亿元（含少数股东权益 157.87 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 59.77 亿元，利润总额 7.70 亿元。

公司住所：深圳市南山区华侨城东方花园 E 区 E25 栋；法定代表人：张中能。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月底，公司共计存续六期中期票据，分别为“18 东阳光 MTN001”“18 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN001”“19 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN003”和“20

东阳光 MTN001”，到期日期分别为 2021 年 9 月、2021 年 11 月、2022 年 8 月、2022 年 9 月、2022 年 11 月和 2023 年 3 月，债券余额分别为 5 亿元、5 亿元、5 亿元、2.5 亿元、3 亿元和 5.5 亿元。

表 1　公司存续债券情况

债项简称	发行金额	余额	到期兑付日
18 东阳光 MTN001	5 亿元	5 亿元	2021/09/21
18 东阳光 MTN002	5 亿元	5 亿元	2021/11/22
19 东阳光 MTN001	5 亿元	5 亿元	2022/08/29
19 东阳光 MTN002	2.50 亿元	2.50 亿元	2022/09/11
19 东阳光 MTN003	3 亿元	3 亿元	2022/11/15
20 东阳光 MTN001	5.50 亿元	5.50 亿元	2023/03/10

资料来源：联合资信整理

截至 2020 年 3 月底，募集资金均已按规定用途使用完毕，公司已发行存续期债券均已在规定日期付息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2　2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低

6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2．宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基

点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3．宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空

间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

（一）区域经济环境

随着国家稳增长政策的出台以及各级地方政府和部门配套措施的逐步落实，积极因素增多，将有利于广东及湖北经济进一步发展。总体看，广东和湖北地区经济发展环境较好。

公司注册地位于广东省深圳市，主要生产基地位于广东韶关、广东东莞及湖北宜昌等。根据《2019年广东国民经济和社会发展统计公报》显示，初步核算并经国家统计局核定，2019 年全省实现地区生产总值（初步核算数）107671.07 亿元，比上年增长 6.2%。人均地区生产总值 94172 元（按年平均汇率折算为 13651 美元），增长 4.5%。第一产业增加值 4351.26 亿元，比上年增长 4.1%，对地区生产总值增长的贡献率为 2.6%；第二产业增加值 43546.43 亿元，增长 4.7%，对地区生产总值增长的贡献率为 33.6%；第三产业增加值 59773.38 亿元，增长 7.5%，对地区生产总值增长的贡献率为 63.8%。三次产业结构比重为 4.0:40.5:55.5，第三产业所占比重比上年提高 0.7 个百分点。

根据《2019 年湖北国民经济和社会发展统计公报》显示，2019 年，全省完成生产总值 45828.31 亿元，增长 7.5%。其中，第一产业完成增加值 3809.09 亿元，增长 3.2%；第二产业完成增加值 19098.62 亿元，增长 8.0%；第三产业完成增加值 22920.60 亿元，增长 7.8%。三次产业结构由 2018 年的 8.5∶41.8∶49.7 调整为 8.3∶41.7∶50.0。在第三产业中，交通运输仓储和邮政业、批发和零售业、住宿和餐饮业、金融业、房地产业、其他服务业增加值分别增长 9.4%、5.3%、8.5%、7.1%、5.6%、9.2%。

（二）行业分析

公司涉及的产业主要包括电子材料和药业等。

1.电子材料行业

公司通过对高纯铝板锭进行压延、轧制制成电子铝箔，经过腐蚀、化成工艺制成电极箔。目前公司已建立了“电子铝箔—电极箔”电子新材料产业链，其主要外销产品为电子铝箔和电极箔。

从全产业链来看，高纯铝经过轧制等多道工序，制成电子铝箔，电子铝箔再经过腐蚀、化成等工艺制成电极箔(腐蚀箔、化成箔)。电极箔是铝电解电容器的主要原材料，电极箔成本平均占铝电解电容器总成本的 60—70%左右。铝电解电容器主要应用于电视、手机、电脑、音响、汽车等电子数码产品中。全球铝电解电容器需求量近年来以平均 10%以上的速度稳步上升。

（1）行业概况

电子铝箔

电子铝箔受益于资金、技术等方面的壁垒，行业市场集中度较高，有利于产品价格保持稳定。未来随着国内企业的生产技术不断提高，以及下游电极箔等产品逐步向国内转移，国内企业将面临较大的发展机遇。

电子铝箔是生产电极箔的直接原材料，是高纯铝板锭经过压延、轧制后的深加工产品。由于电子铝箔处于中间环节，其质量水平直接影响下游电极箔以及铝电解电容器的性能指标，同时其需求依赖于铝电解电容器下游产品的消费情况。

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

从生产数量上看，中国国内主要电子铝箔生产企业有新疆众和、丹东霍煤伟豪铝业有限公司及广东东阳光科技控股股份有限公司，三者占市场电子铝箔总需求的 90%左右，其中，新疆众和占据最大市场占有率，属于行业领导者。从全球范围来看，由于日本、欧洲的生产企业起步早，在技术方面较为领先，目前仍代表着先进工艺和技术的发展方向。

电极箔

电极箔行业表现出了较强的周期性，需求下滑时会出现产能过剩，而需求景气时又会出现供不应求。随着竞争的加剧，行业增长或面临难以消化集

中释放的新增产能这一问题，资源将进一步向优势企业（技术、成本、规模）集中。从中长期来看，随着消费类电子在广大家庭的普及，消费类铝电解电容器将保持稳定增长；随着节能环保理念的深入，以及工业变频、高效节能灯、电动汽车、新能源等节能环保新产品的开发，铝电解电容器应用领域将进一步拓宽；与发达国家相比，国内铝电解电容器及其铝箔材料企业技术不断进步，同时具有成本比较优势，铝电解电容器及其铝箔材料产业向中国转移的趋势没有发生改变；因此中国铝电解电容器用铝箔材料行业长期发展的趋势没有改变。

电极箔是生产铝电解电容器的关键原材料。电容器是一种由两片接近并相互绝缘的导体制成的储存电荷的元器件。电容器利用两导体之间的电场来储存能量，两导体所带的电荷大小相等，符号相反，在电路中主要用于调谐、滤波、耦合、旁路和能量转换等。电容器根据电介质的不同主要分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器四大类，其中铝电解电容器具有体积小、储存电量大、成本较低的特点，在电容器市场占据主导地位，其产量约占整个电容器产量的 30%以上。随着技术的进步与电容器性能的不断提高，铝电解电容器已广泛应用于消费电子产品、通信产品、电脑及周边产品、新能源、自动化控制、汽车工业、光电产品、高速铁路与航空及军事装备等，同时铝电解电容器所具备的滤波、信号耦合功能使其成为变频器的重要元器件。随着新能源及新能源汽车、变频技术等新兴产业发展，铝电解电容器市场需求呈上升趋势。

电极箔是生产铝电解电容器的关键性基础材料，用于承载电荷，电极箔的性能在很大程度上决定着铝电解电容器的容量、漏电流、损耗、寿命、体积等关键技术指标。电极箔生产要经过铝箔轧制、腐蚀和化成两个阶段，纵跨铝材加工和电容器制造两个行业。近年来，随着铝电解电容器产能逐步向中国转移，国内电极箔需求呈快速增长趋势。

电极箔的主要两道生产工艺为腐蚀和化成。其中腐蚀是将电子铝箔经过电化学或化学腐蚀后扩大表面积形成腐蚀箔；化成是将腐蚀箔经过电化成作用，在表面形成一层氧化膜（三氧化二铝）后形成化成箔。其中，腐蚀技术是电极箔生产的核心技术之一。化成箔是铝电解电容器的关键原材料，占到铝电解电容器成本的 60～70%，是中国电子行业的薄弱环节，现已纳入国家重点发展和扶持的产业。化成箔一般可以分为极低压、低压、中高压和高压四种，其中高档次中高压化成箔是中国电子工业代替进口的基础工业关键材料。中国电极箔生产起步较晚，且腐蚀技术仍较落后，腐蚀箔对进口的依赖度较高。目前，化成箔（尤其是中高压化成箔）核心技术主要集中在日本和欧美少数国家，其中日本是电极箔产量最大的国家，占到全球产量的 50%左右。虽然中国大陆和中国台湾地区在电容器用铝箔的生产上发展迅速，但是在高档电子铝箔和电极箔生产技术方面，欧、美、日企业仍然具有优势。

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

目前中国大部分电极箔生产企业规模小，产品档次不高，主要以国内市场为主。同国际先进水平相比，中国高比容电极箔在综合质量上尚存在一定的差距。中国电极箔（含上游产品电子铝箔）生产企业主要有东阳光、青海瑞和、江海股份、江苏中联科技集团、南通南辉电子材料有限公司、新疆众和、桂东电子和凯普松等企业。

表 3　国内主要电极箔生产企业一览

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

资料来源：中国电子元件行业协会信息中心

近年来，由于国内电极箔需求快速增长，产能扩张也十分迅速，目前中国已建成湖北宜昌、内蒙古霍林郭勒、新疆乌鲁木齐、青海西宁四大电极箔生产基地，主要的中高压电极箔生产企业产能合计约为 1.70 亿平方米/年。

需求方面，由于电极箔几乎全部用于制造电解电容器，而电子铝箔大约 80%用于电极箔加工，因

此终端产品铝电解电容器的需求直接决定了电极箔及电子铝箔的需求。近年来，随着下游行业的持续发展，全球铝电解电容器行业也呈现同步增长，近年来，中国铝电解电容器得到了快速发展，增长速度显著高于全球水平。2012 年以来，受宏观经济影响，铝电解电容器需求有所放缓，同时由于国内产能过快扩张，铝电解电容器生产企业已经面临开工率不足的状况。铝电解电容器下游需求中消费类电子（包括空调、冰箱、洗衣机、电视机、消费类电子等）需求较为平稳，但未出现大幅增长。高端铝电解电容器拥有上限工作温度高、耐大纹波电流、长寿命、低阻抗的特点，主要应用于高端节能照明产品（LED、节能灯、电子镇流器）、太阳能、风力发电、通信和开关电源、变频器、汽车电子等新兴产业领域。受光伏、风电等新能源行业发展受阻影响，工业类铝电解电容器需求放缓。

（2）行业关注

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

从产品竞争力角度来看，目前国内企业同质化较为严重。空调箔等中低端产品的竞争将日趋白热化。同时，产能的扩张一部分是由于外资将生产线转移至中国企业，在此过程中，国内企业能否掌握核心技术，仍存在不确定性。

从配套资源来看，铝电子行业需要大量的电力、铝材以及电子元件、化学药品等原料。目前，一些企业以上原料大量依赖外购，对产品成本、生产效率提出了挑战。

2.医药行业

（1）行业运行概况

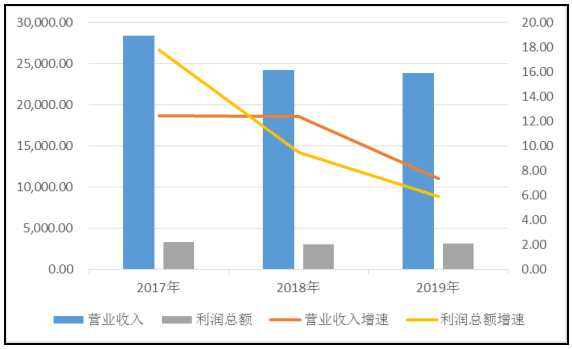
我国医药制造业在经过前期高速增长后行业步入稳定增长阶段。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，我国医药制造业行业增速不断放缓。

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长。近年来，随着医药卫生体制改革不断深化、医药行业政策密集出台，对行业发展产生了深刻影响。根据国家统计局发布的数据显示，我国医药行业收入及利润增长依然稳定但增速不断放缓，2019 年我国医药制造业企业实现营业收入 23908.60 亿元，较上年增长 7.40%，增速较上年下降 5.00 个百分点；实现利润总额 3119.50 亿元，较上年增长 5.90%，增速较上年下降 3.60 个百分点。

图2　近年来中国医药工业总产值变化

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

（2）行业政策

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

合理水平。

医改是影响整个医药行业的关键因素。2019年是中国医药产业政策落地的一年，围绕“供给侧改革”和“降价”两大主基调深化医药行业变革。从药品优先审评政策、医保目录准入谈判降价到全国药品集中采购的扩围等，一方面一定程度上压缩了企业的盈利空间，另一方面对企业的研发创新能力提出了挑战。

表 4　2019 年以来医药行业重要政策梳理

时间	政策	主要内容	影响
2019 年 7 月	国家卫健委等《第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）》	要求加强目录中 20 种药品临床应用的全程管理，同时提出了要加强目录外药品的处方管理，加强药品临床使用监测和绩效考核，并要求各省级卫生健康行政部门要会同中医药主管部门在《目录》基础上，形成省级重点监控合理用药药品目录并公布	有助于提升合理用药水平；纳入该目录的产品，可预见销量将大幅下跌，促使生产企业优化产品布局
2019 年 8 月	国家医保局、人社部《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	2019 版医保目录中常规准入部分共收载药品 2643 个，其中西药 1322 个、中成药 1321 个，中药饮片采用准入发管理，共纳入 892 个；另有 150 个药品被调出	从整体上提升了医保基金的保障能力和水平，有利于优化用药结构，促进国内医药产业创新发展；但对医保基金的支付造成一定压力，未来药品降价仍为趋势
2019 年 9 月	第二批带量采购	在包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江等 25 个地区开展，采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种	多品种药价再次下调
2019 年 10 月	国家卫健委等《第一批鼓励仿制药品目录》	纳入目录的品种有 33 个，包括多种抗癌药、帕金森病药物、癫痫药物、降脂药物、儿童药物等，属于国内专利到期和专利即将到期、尚没有提出注册申请，或临床供应短缺（竞争不充分）以及企业主动申报的药品	该目录的制定引导企业研发、注册和生产，有利于促进仿制药研发，提高药品供应保障能力

资料来源：联合资信整理

（3）行业关注

研发和创新能力不足

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

一致性评价进程加快，配套政策逐步完善，带量采购范围扩大，将加速企业间分化

自 2016 年一致性评价工作启动以来，国家陆续出台多项配套细则，保障一致性评价工作持续推进。2018 年 2 月至 7 月，国家药监局陆续公布了第二批至第五批通过一致性评价的品种，每批的品种品规不断增长，评审和通过速度明显提升。《中国上市药品目录集》数据库显示，截至 2019 年 5 月 18 日，共有 192 个品种完成一致性评价。口服固体制剂的一致性评价尚未完成，CDE 于 2017 年 12 月发布了《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。相对于口服固体制剂而言，注射剂的覆盖范围更广，终端金额更大，涉及企业更多。《征求意见稿》虽未对开展范围、时间节点等作出详细说明，但可以预见，注射剂的一致性评价已经被提上日程。在配套政策支持方面，通过一致性评价的品种，药品监管部门允许其在说明书和标签上予以标注，并将其纳入《中国上市药品目录集》；对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。此外，《国家基本药物目录（2018 年版）》已建立动态调整机制，通过一致性评价的品种优先纳入目录，未通过一致性评价的品种将逐步调出目录。2018 年 11 月，中央全面深化改革委员会第五次会议通过了《国家组织药品集中采购试点方案》，选取了 31 种通过一致性评价的药品，在北京、上海、天津、重庆、广州、

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

（4）未来发展

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

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司注册资本 10.96 亿元，寓能电子（张中能先生持有 99.69%股权）持有公司 42.34%的股权，新京科技（郭梅兰女士持有 99.51%股权）持有 30.66%的股权，韶关新寓能（寓能电子和新京科技分别持有 58.00%和 42.00%）持有 27.00%的股权，公司实际控制人为张中能、郭梅兰夫妇。

截至 2020 年 3 月底，东阳光总股本中，12.93 亿股已被质押，占总股本比例为 42.92%。公司所持有并质押的股票占总股本比例为 21.94%，均系用于为公司及下属子公司的银行融资提供担保。其中，1.11 亿股的股票质押设置了预警线等特别约定。

东阳光分别于 2019 年 1 月 3 日、2019 年 1 月 21 日召开公司第十届董事会第七次会议、2019 年第一次临时股东大会，逐项审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份预案的议案》，同意东阳光以集中竞价交易方式回购公司股份。2019 年 4 月 10 日，东阳光召开第十届董事会第十次会议审议通过了《关于调整以集中竞价交易方式回购股份方案的议案》，对东阳光本次回购方案的部分内容进行调整，明确回购股份的具体用途及对应额度。公司本次总计回购股份 115787029 股，目前存放于东阳光回购股份专用证券账户内。根据东阳光披露的回购股份方案，本次回购的股份将用于转换东阳光发行的可转换为股票的公司债券和员工持股计划，如在股份回购完成之后 36 个月内未能或未能全部实施上述用途，则未使用的回购股份将根据有关规定全部予以注销。本次回购的股份在存放于东阳光回购专用证券账户期间不享有股东大会表决权、利润分配、公积金转增股本、配股、质押等权利。

2. 企业规模

公司产业主要集中在电子材料、医药制造及能源电力等领域。截至 2019 年底，公司铝电解电容器（大）年产能 1.5 亿只，亲水箔年产能 22 万吨，腐蚀箔年产能 4900 万 m^2，中高压化成箔年产能 4450 万 m^2，低压化成箔年产能 1050 万 m^2；原料药方面，公司硫氰酸红霉素年产能 4500 吨；仿制药方面，2019 年，公司制剂产量约 12437 万盒。

目前，公司已形成从电子铝箔→腐蚀箔→化成箔→电容器为主导的完整电子材料产业链，逐渐成为国内电子材料产业龙头企业之一，同时也是国内大环内酯类抗生素原料药最大生产基地。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

安全生产方面，2017—2019 年，公司未发生较大或以上安全生产事故，无重大不良安全生产检查记录，安全生产情况较好。2020 年 3 月 5 日，公司子公司控股子公司乳源东阳光氟有限公司环保制冷剂车间发生设备故障安全事故，造成 2 人死亡，5 人轻伤，根据《生产安全事故报告和调查处理条例的规定》，本次事故属于一般安全事故。乳源东阳光氟有限公司 3 万吨/年 R32 装置、2 万吨/年 R125 装置于 4 月 25 日恢复正常生产。事故装置为 1 万吨/年 R134a，为今年新增产品，预计年底复产。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司主营业务收入快速增长，毛利率持续增长，但需关注主要化工产品受行业周期影响，销售价格下降。

目前公司主营业务分为电子材料、医药制造、能源电力、货物贸易、冬虫夏草和养生健康及其他类业务（主要包括建筑安装、机械加工制造、包装印刷等）。

2017—2019 年，公司主营业务收入快速增长，2019 年实现主营业务收入 260.02 亿元。其中，电子新材料占 31.87%、医药制造占 32.76%、能源电力占 11.63%、货物贸易占 20.38%、冬虫夏草占 6.76%。分板块来看，近三年，公司电子材料板块收入呈波动增长趋势，2018 年实现收入 94.10 亿元，同比增长 22.56%，主要系部分同行企业出现资金链断裂、环保和安监不达标、不具备规模效应等原因纷纷停产或者退出市场竞争，随着供给侧结构性改革深化、环保整治力度持续发力以及下游产业市场扩容，公司所处行业有所回暖，运行稳中有升；2019 年实现收入 76.78 亿元，同比下降 7.36%，随着 2019 年环保政策不再执行“一刀切”，给各厂家宽限一定期限进行整改，处于停产或限产的厂家陆续恢复生产，销售价格竞争趋严及出口订单减少，导致化成箔及腐蚀箔订单量及价格相比 2018 年出现下滑；同时，化工产品受行业整体周期下降影响，氯碱化工产品及新型环保制冷剂等主要化工产品市场价格同比处于低位。医药制造板块近年呈大幅增长趋势。2019 年实现 85.20 亿元，同比增长 114.23%，主要系由于抗病毒药销售增长所致。货物贸易板块近年收入持续增长，2019 年实现收入 52.98 亿元，贸易产品主要为农产品、有色金属等。冬虫夏草板块由于虫草量产，近年收入呈快速增长趋势，2019 年实现收入 17.57 亿元。公司养生健康主要包括文化旅游等，收入占比较小。

从毛利率上看，2017—2019 年，公司电子材料板块毛利率分别为 19.06%、20.48%和 16.43%，呈波动下降趋势，主要系环保政策的变动导致电子材料产品量价均出现不同程度波动以及主要化工产品受行业整体周期下降影响市场价格处于低位所致；医药板块毛利率分别为 42.35%、48.98%和 70.36%，呈大幅增长趋势，主要受大环内脂产品销售价格持续回升以及毛利率水平相对较高的抗病毒制剂产品销量快速增长所致；货物贸易板块毛利率呈波动下降趋势，2019 年为 0.39%；冬虫夏草板块毛利率分别为 76.15%、76.45%和 79.74%，呈持续上升态势，主要受产能、培育生产特有季节波动等因素变动影响所致；养生健康及其他板块毛利率分别为 10.46%、15.51%和 12.04%，呈波动增长趋势，主要是受机械制造及建筑工程等项目的销售周期不稳定所致。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 58.19 亿元，为 2019 年全年收入的 22.38%，毛利率为 40.31%，较上年增长 5.66 个百分点，主要系高毛利的医药制造业务占比上升影响。

表 5 公司主营业务构成情况（单位：亿元、%）

主营业务收入	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电子材料	76.78	39.75	19.06	94.10	42.11	20.48	82.88	31.87	16.43	15.77	27.11	16.80
医药制造	39.77	20.59	42.35	46.48	20.80	48.98	85.20	32.76	70.36	25.86	44.44	72.45
能源电力	9.54	4.94	15.14	11.37	5.09	9.17	11.63	4.47	9.82	2.52	4.33	9.78
货物贸易	46.37	24.01	0.47	49.64	22.20	0.33	52.98	20.38	0.39	10.47	17.98	0.40

冬虫夏草	10.83	5.61	76.15	14.36	6.43	76.45	17.57	6.76	79.74	2.13	3.66	78.40
养生健康及其他	9.85	5.10	10.46	7.52	3.37	15.51	9.76	3.76	12.04	1.44	2.48	7.76
合计	**193.14**	**100.00**	**21.96**	**223.47**	**100.00**	**24.79**	**260.02**	**100.00**	**34.65**	**58.19**	**100.00**	**40.31**

注：其他业务板块包括货物贸易、冬虫夏草和养生健康及其他，而养生健康及其他主要包括了机械加工制造、旅游养生、建筑工程、包装印刷及文化旅游等
资料来源：公司提供

电子材料和合金材料业务

电子材料是公司涉足最早、技术最成熟、知名度最广的产业。近年来，公司主要电子材料产品产能基本保持稳定，销售客户构成基本稳定。2020年受疫情及春节影响，订单减少。

公司电子材料产业分为电子新材料和合金材料业务，产品包括亲水箔、空调素箔、电子光箔、板带材、钎焊箔、电极箔、铝电解电容器和磁性材料等，公司电子新材料业务和合金材料业务已形成从上到下一体化的产业链。

（1）生产

合金材料方面，公司主要产品是亲水箔和钎焊箔，由于公司亲水箔、钎焊箔产品质量较高，下游客户较稳定，随着需求的增长，近年来收入保持增长。

公司在化成箔、电子铝箔等领域发展前景良好。电子铝箔为腐蚀箔的主要材料，产品部分供应集团内部需求，部分直接对外销售；中高压化成箔去库存和生产线搬迁，导致产量下降；磁性材料由于产品市场价格不高，利润不高，减少生产投入导致产量下降；板带材由于利润不高且与光箔和钎焊箔同一生产线，调整产品结构侧重光箔和钎焊箔生产。

表 6　公司主要产品产能、产量情况

产品	年度	年产能	产量	平均售价
亲水箔（吨，万元/吨）	2017 年	100000.00	93450.00	2.01
	2018 年	180000.00	123667.00	2.00
	2019 年	220000.00	121324.00	1.88
	2020 年 1—3 月	220000.00	28035.00	1.89
中高压化成箔（万 m^2，元/m^2）	2017 年	3700.00	2987.00	65.36
	2018 年	4344.00	3565.05	67.35
	2019 年	4350.00	2558.10	67.60
	2020 年 1—3 月	4450.00	753.91	66.54
铝电解电容器（大，万只，元/只）	2017 年	15000.00	6041.00	4.01
	2018 年	15000.00	6300.00	4.13
	2019 年	15000.00	6723.60	5.00
	2020 年 1—3 月	15000.00	1344.09	4.69
磁性材料（吨，万元/吨）	2017 年	8000.00	4602.00	5.12
	2018 年	8000.00	4232.00	5.48
	2019 年	8000.00	3531.09	6.50
	2020 年 1—3 月	8000.00	839.00	7.70
腐蚀箔（万 m^2，元/m^2）	2017 年	3100.00	2586.00	36.02
	2018 年	5260.00	4612.00	33.32
	2019 年	4800.00	4418.30	32.92
	2020 年 1—3 月	4900.00	962.00	32.78
电子光箔（吨，万元/吨）	2017 年	50000.00	16354.00	3.25
	2018 年		21375.00	3.34
	2019 年		20979.34	3.97
	2020 年 1—3 月		4640.42	3.99
板带材（吨，万元/吨）	2017 年		6036.00	1.79
	2018 年		7320.00	1.84
	2019 年		4480.56	2.24
	2020 年 1—3 月		1007.95	2.26
钎焊箔（吨，万元/吨）	2017 年		30468.00	2.03
	2018 年		28726.61	2.06
	2019 年		31604.44	2.26
	2020 年 1—3 月		8049.88	2.1.0

资料来源：公司提供

近年来，公司主要电子材料产品产能基本保持稳定。截至 2020 年 3 月底，公司铝电解电容器（大）年产能 1.5 亿只/年，亲水箔年产能 22 万吨/年，腐蚀箔年产能 4900 万 m^2，中高压化成箔年产能 4450m^2；电子光箔、板带材、钎焊箔是共用通用的生产线，综合年产能 5 万吨。

（2）原材料采购

原材料采购方面，公司电子材料板块主要原材料包括铝锭、工业盐以及涂料等。公司采取以销定产方式确定原材料的采购计划，原材料采购以按月直接采购为主，结算方式主要为现金。在采购流程方面公司实行集中式采购，采购原材料的寻价、报价、验货、交付、维护等环节的责任落实到个人；在采购量与采购额方面，铝锭采购额在整体原材料采购中占据较大比例，近三年均保持在 80%以上。其采购价格是影响公司原材料成本的最重要因素。近年来公司对产品结构进行调整，压缩了部分低附

加值产品产量，同时增补设备，调整产品结构。

在原材料供应方面，公司主要原材料均从国内采购。2020 年 1—3 月，电子材料前 5 名供应商采购合计占 43.34%，采购集中度一般。铝锭主要供应商为新疆生产建设兵团农八师天山铝业有限公司和包头铝业有限公司等。此外，公司电子材料行业电力成本占总成本 20%以上，主要是由广东电网韶关乳源供电局提供。

表 7 公司原材料采购情况

（单位：吨、元/吨、万元）

主要原材料		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
工业盐	采购数量	345429	360736	370921	65326
	采购均价	328	369	347	320
	采购额	11332	13325	12885	2089
涂料	采购数量	5147	7030	6275	1583
	采购均价	13250	12679	11807	10215
	采购额	6820	8913	7409	1617
铝锭	采购数量	75804	84033	60716	14671
	采购均价	15845	15108	13774	13822
	采购额	120111	126954	83629	20279

注：铝锭采购量仅指普通铝锭，不包括精铝锭的采购

资料来源：公司提供

（3）销售

公司凭借一定的技术优势，与国内外知名企业建立了稳定的长期合作关系。在销售管理方面，公司实行个人收入与业绩全面挂钩的业务员等级管理制度；在客户风险评估上，公司设立专门部门对销售合同进行评审，公司对于国内国外客户给予的账期不超过 3 个月。近年来公司的不良货款率始终在千分之二以下。

从销售区域上看，公司电子材料板块约 20%左右的产品销往国外，主要出口国为日本、韩国等，近年来国外销售占比呈持续下降趋势。公司国内销售主要采取直接销售的方式，结算方式以银行承兑汇票（按月）为主；国外销售则采用代理商及出口直销两种方式，结算方式以 2 个月的信用证为主。

公司销售客户构成基本稳定，2019 年，电子材料业务和合金业务前十大客户销售合计占比达到 28.90%。

化工业务

公司自产腐蚀工序中所需的化工产品，同时生产其他种类的化工产品，产品除满足公司自用之外全部对外销售。近三年来化工业务板块的产品全部供应在国内销售，销售收入区域分布较为稳定。公司主要是化工产品受行业周期影响，销售价格下降。

公司主要产品有离子膜烧碱、高纯盐酸、甲烷氯化物、环保制冷剂、液氯、次氯酸钠及双氧水，产品性能均处于国内领先水平。公司化工产业园区位于广东乳源县，占地 1500 多亩，主要经营实体有乳源东阳光电化厂、乳源东阳光氟有限公司和乳源东阳光氟树脂有限公司。乳源东阳光电化厂系广东最大的氯碱和双氧水生产企业之一，其氯碱项目于 2005 年 5 月正式投产，生产的产品主要有离子膜烧碱、31%高纯盐酸、液氯和硫酸等，除满足公司腐蚀箔生产所需的高纯盐酸和烧碱外，其余均对外销售。公司化工产品产能较为稳定，2019 年，液碱（100%）、双氧水和环保制冷剂年产能分别为 25.00 万吨、37.50 万吨、25.00 万吨和 4.00 万吨。由于公司主要采取以销定产模式，随着化工产品销量变化，产量亦有所变化。其中，液碱（100%）、盐酸、双氧水和环保制冷剂产量均呈增长趋势，2019 年分别为 25.18 万吨、10.33 万吨、27.12 万吨和 3.96 万吨。

公司拥有广东地区最大的氯碱化工和双氧水生产基地，且韶关地区周边拥有丰富的萤石资源，根据公司自身优势出发，已在氯碱化工和双氧水方面具备充足的技术优势及人员储备。公司亲水箔下游客户为国际及国内一流空调制造企业，为了拓展与客户的合作以及延伸氯碱化工产业链，公司发展了氟化工业务，下属氟化工公司 R32 新型环保制冷剂和 R125 催化剂已顺利产出合格产品，客户开发稳步发展，已经通过一批国内和国际知名空调企业审核，正式进入其供货渠道。

表 8 公司化工产品产销情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
液碱（100%）	产能（吨/年）	225000	250000	250000	250000
	产量（吨）	219607	233857	251768	41436
	销量（吨）	216345	234523	246607	40543
	均价（元/吨）	2657.26	2961.90	893.00	792.00
	营业收入	5.65	6.83	5.76	0.87

	（亿元）				
	产能利用率（%）	97.60	93.54	100.71	66.30
	产销率（%）	98.51	100.28	97.95	98
盐酸（31%）	产能（吨/年）	375000	375000	375000	375000
	产量（吨）	84762	98533	103282	23648
	销量（吨）	65904	75676	81284	18216
	均价（元/吨）	115.38	61.21	56.00	130.00
	营业收入（亿元）	0.08	0.05	0.01	0.01
	产能利用率（%）	22.60	26.28	27.54	25.22
	产销率（%）	77.75	76.80	78.70	77
双氧水	产能（吨/年）	240000	240000	250000	250000
	产量（吨）	223740	251200	271200	39266
	销量（吨）	213044	233857	229162	35378
	均价（元/吨）	965.00	1109.48	766.00	883.00
	营业收入（亿元）	1.55	2.58	2.21	0.27
	产能利用率（%）	93.23	104.67	108.48	62.83
	产销率（%）	95.22	93.10	84.50	90.00
环保制冷剂	产能（吨/年）	30000	40000	40000	50000
	产量（吨）	27488	37157	39637	5737
	销量（吨）	24277	37706	38673	7167
	均价（元/吨）	23684.97	23955.98	18580.00	12652.00
	营业收入（亿元）	5.75	9.07	6.45	0.83
	产能利用率（%）	81.24	92.89	99.09	45.90
	产销率（%）	88.32	101.48	97.57	124.93

注：由于近三年公司盐酸产品一直处于亏损，所以逐步减少盐酸的的产量，导致盐酸产能利用率偏低
资料来源：公司提供

公司近三年来化工业务板块的产品全部供应在国内销售，销售收入区域分布较为稳定。公司主要是化工产品受行业周期影响，销售价格下降。

药业板块

近年来，公司医药产品板块发展持续向好，主要产品产销量不断增长，销售毛利率和产销量很较高，但产能利用率有待提高。

公司 2001 年初涉制药领域，经过多年的持续投入，药业板块已经形成了原料药、仿制药生产基地及新药研发队伍。目前公司药业生产基地位于湖北省宜昌市，管理总部在广东省东莞市，研发、控股公司注册地在深圳。下属经营公司主要包括宜昌东阳光健康药业有限公司（曾用名“林芝东阳光药业投资有限公司”）、药业股份、东阳光药、广东东阳光药业有限公司、乳源东阳光药业有限公司等。

公司医药产品的种类较多，主要分为①原料药：硫氰酸红霉素、红碱、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素等；②制剂（仿制药）：磷酸奥司他韦胶囊和颗粒剂、阿奇霉素分散片、罗红霉素片、苯磺酸氨氯地平片、辛伐他汀片、替米沙坦片、盐酸西替利嗪分散片、格列吡嗪胶囊、克拉霉素片等，产品应用范围涵盖了抗感染药、抗高血压药、抗病毒药、镇咳药、抗溃疡药、降血脂药和降血糖药等领域；③新药：抗乙肝药物甲磺酸莫非赛定、抗丙肝药物磷酸依米他韦、抗肿瘤新药宁格替尼、莱洛替尼等，目前新药仍处于研发阶段。

（1）生产

①原料药

药业股份是公司旗下的生物发酵原料药基地。目前是全球产销规模最大的大环内酯类抗生素原料药生产企业之一，产品质量指标达到国际先进水平。主要产品是大环内酯类抗生素，包括硫氰酸红霉素及其衍生物阿奇霉素、克拉霉素和罗红霉素等。乳源东阳光药业有限公司可生产 15 种原料药，广东东阳光药业有限公司可生产 14 种制剂产品。截至 2019 年底，已建成并投产的红霉素生产线产能达到 4500 吨/年（该生产线可生产红霉素和红碱，生产线产能指年产红霉素的产能，不含红碱，若当年生产红碱，红霉素产能将小于 4500 吨/年）。

公司的红霉素原料药市场份额处于国内第一位。同时，公司红霉素原料药拥有美国 FDA 的 DMF 文件并通过了相应的 CGMP 认证，还获得了欧盟 EDQM 的 CEP 证书，具备了出口美国、欧盟市场的资质许可，是国内少数拥有美国 DMF 文件的企业。

表 9　公司医药板块原料药生产情况

产品	年度	产能（吨/年）	产量（吨）	产能利用率（%）
硫氰酸红霉素	2017 年	4500	4432.00	98.49
	2018 年	4500	4584.00	101.87
	2019 年	4500	4713.50	104.75
	2020 年 1—3 月	4500	1363.50	--
红碱	2017 年	300	330.33	110.11
	2018 年	300	519.49	173.16
	2019 年	300	444.31	148.10
	2020 年 1—3 月	300	--	--
阿奇霉素	2017 年	180	95.35	52.97
	2018 年	180	100.27	55.71

	2019 年	180	100.29	55.72
	2020 年 1—3 月	180	33.30	--
克拉霉素	2017 年	100	122.51	122.51
	2018 年	100	125.27	125.27
	2019 年	100	133.49	133.49
	2020 年 1—3 月	100	27.53	--
罗红霉素	2017 年	60	2.99	4.98
	2018 年	60	10.71	17.85
	2019 年	60	7.50	12.50
	2020 年 1—3 月	60	1.00	--

注：罗红霉素产量及利润较低，2019 年及 2020 年公司调整生产结构，减少了罗红霉素的生产；红碱与硫氰酸红霉素共用一个生产车间，红碱本身产量及利润不大，因此 2020 年一季度车间全力生产价高的硫氰酸红霉素

资料来源：公司提供

公司原料药主要是红霉素，现行采用的发酵法生产的红霉素具有良好的技术基础，近三年其产量受市场需求和价格影响波动。

公司的红霉素项目被列入国家科技部“863”十一五规划大宗发酵产品绿色制造的牵头单位，由公司牵头和华东理工大学、中科院上海有机所、四川抗生素研究所等单位结成了产学研共同体，为该项目后续的技术进步和创新提供了有力支持。

②制剂

公司制剂的主要生产企业为东阳光药，具有 33 种规格制剂的生产能力。东阳光药拥有固体制剂、水针、冻干粉针等一系列制剂产品生产线，目前在售产品为国内仿制药，按用途可细分为抗病毒类、抗感染类、心血管系统用药及其他类。

表 10　公司医药板块制剂生产情况

产品	年度	产量（万盒）
制剂-抗病毒药	2017 年	2754.43
	2018 年	6918.09
	2019 年	10914.00
	2020 年 1—3 月	4312.00
制剂-抗感染药	2017 年	308.56
	2018 年	294.02
	2019 年	154.00
	2020 年 1—3 月	--
制剂-心血管药	2017 年	1051.85
	2018 年	722.61
	2019 年	654.00
	2020 年 1—3 月	38.00
制剂-其他类药	2017 年	530.75
	2018 年	983.62
	2019 年	751.00
	2020 年 1—3 月	89.00

注：由于实际生产是各剂型轮流生产的，所以未统计产能利用率资料来源：公司提供

（2）原材料采购

公司原料药所需的原辅料主要包括玉米淀粉、豆油、黄豆饼粉、麦芽糊精等，均为国内采购，主要从西安国维淀粉有限责任公司及河南巨龙淀粉实业有限责任公司等企业采购；生产制剂所需的原料主要为相关原料药和医药中间体，主要制剂产品所用的原料药罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素及磷酸奥司他韦等均通过自产满足，供应来源稳定。公司与上游供应商的结算方式主要以按月结算的银行承兑汇票为主（约占总额的 70%），另约有 30%的货款以现金方式结算。

表 11 公司医药板块主要原料采购情况

主要原材料		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
玉米淀粉	采购数量（吨）	116120.53	122832.06	126475.97	29624.42
	采购均价（元/公斤）	2.55	2.85	2.81	2.75
	采购额（万元）	29587.10	34972.98	35535.86	8133.62
豆油	采购数量（吨）	11205.54	11592.80	11488.06	2949.30
	采购均价（元/公斤）	9.47	9.28	8.19	9.06
	采购额（万元）	10608.59	10757.68	9412.91	2671.35
黄豆饼粉	采购数量（吨）	21719.68	23620.05	24149.47	5690.20
	采购均价（元/公斤）	6.55	6.36	6.02	6.37
	采购额（万元）	14231.27	15022.28	14535.98	3625.69

资料来源：公司提供

（3）销售

销售方面，公司的原料药主要采取直销模式，由公司直接供应给药品制剂生产厂家；制剂产品采用自营销售和代理分销两种模式进行销售。

表 12　公司医药板块销售情况

产品	年度	销量	平均价格（元/吨或元/盒）	销售额（万元）
原料药-硫氰酸红霉素（吨）	2017 年	3879.00	253682.89	98413.82
	2018 年	4137.50	348578.33	144224.35
	2019 年	4181.00	344122.23	143881.72
	2020 年 1—3 月	1214.00	274899.99	33359.39
原料药-红碱（吨）	2017 年	455.00	403761.32	18369.22
	2018 年	528.16	485312.60	25632.46
	2019 年	409.00	647790.18	26510.69
	2020 年 1—3 月	76.00	669306.26	5074.68
制剂-抗病毒	2017 年	2936.22	47.92	140712.36
	2018 年	4858.24	46.43	225584.13

药（盒）	2019 年	12750.00	53.05	676414.53
	2020 年 1—3 月	3856.00	58.02	223766.27
制剂-抗感染药（盒）	2017 年	279.51	2.01	561.76
	2018 年	299.94	2.11	633.60
	2019 年	209.00	3.63	758.53
	2020 年 1—3 月	107.00	10.44	1113.27
制剂-心血管药（盒）	2017 年	963.39	9.88	9521.56
	2018 年	877.93	11.12	9766.63
	2019 年	699.00	13.71	9349.05
	2020 年 1—3 月	20.00	13.36	262.99
制剂-其他类药（盒）	2017 年	567.45	15.15	8594.61
	2018 年	897.31	16.09	14440.68
	2019 年	836.00	20.29	16963.86
	2020 年 1—3 月	104.00	20.67	2141.17

注：制剂类由于产品构成比重不同，其均价差别较大（抗病毒药品中含可威胶囊、颗粒等制剂产品，其销售价格远高于其他药品，由于其销售数量不均衡，导致此类产品的均价也变化较大）
资料来源：公司提供

从销售额上看，公司医药制造业务主要收入来源于原料药中的红霉素和制剂药中的抗病毒药，2019 年销售额分别为 14.39 亿元和 67.64 亿元，受市场需求旺盛影响，分别同比增长 46.54%和 60.34%。

2006 年，长江药业获罗氏公司授权国内生产奥司他韦（商品名为“Tamiflu”，即达菲），授权期限已延长至 2024 年 3 月 10 日。公司是获得该药品授权的两家国内制药企业之一，另一家获授权的企业为上海医药集团。现阶段，公司生产的磷酸奥司他韦原料药、制剂产品可以在医药流通领域自主上市销售。

磷酸奥司他韦被卫计委推荐为治疗 H1N1 和 H7N9 流感的首选药物，并被《儿童流感诊断与治疗转专家共识（2015 年版）》推荐用于儿童流感的治疗和预防。2014 年广东省卫生厅发文，要求省内医院对于发热病人先行使用磷酸奥司他韦，另外，公司拥有磷酸奥司他韦颗粒的独家剂型，专利有效期至 2026 年。2017 年，磷酸奥司他韦颗粒被纳入《2017 年版国家医保目录》，预计将有助提升其知名度，进一步将市场扩展至中低端消费者。

相关政策的要求广东省内各医院对于有典型流感症状的病人在诊断之前先使用可威，极大的刺激了省内对于可威药物的需求。 2019 年，公司可威产品中可威颗粒占 68.65%，可威胶囊占 26.68%，公司可威产品毛利率水平很高，盈利能力强。受可威产品收入的增长的影响，公司抗病毒药的收入大幅增长。定价方面，原料药的销售定价以采购量结合市场价的模式定价，制剂类产品基本为政府指导定价。

结算方式方面，公司与境内下游客户主要以 60%的银行承兑汇票（180 天内）与 40%的现金形式结算，与境外下游客户则以 2~3 个月的信用证方式结算。

近年来，公司原料药主要客户构成变化不大，制剂客户销售主要客户构成有所变化，2019 年，公司药业板块前五名客户销售额占总销售额的 24.28%。

表 13　2020 年 1—3 月公司医药业务前五大客户

（单位：万元、%）

客户名称	主要销售货物	年度累计销售货值	占板块销售总额比重
九州通医药集团股份有限公司	磷酸奥司他韦颗粒	41792.57	14.30
湖北德润九州医药有限公司	磷酸奥司他韦颗粒	20809.84	7.12
广东壹号药业有限公司	磷酸奥司他韦颗粒	12321.78	4.22
国药控股湖北有限公司	磷酸奥司他韦颗粒	10423.06	3.57
石药集团中诚医药物流有限公司	硫氰酸红霉素	6077.77	2.08
合计	**--**	**91425.02**	**31.29**

资料来源：公司提供

从销售区域上看，公司产品除在国内销售外，部分大环内酯类原料药出口欧美、印度及马来西亚等国。为了提高公司的国际竞争力，公司成功取得欧洲药政部门的 COS 认证、美国 FDA 的 DMF 文件及印度的原料药注册等证书。2019 年，公司国内销售收入和国外销售收入占比分别为 93.39%和 6.61%，2020 年 1—3 月分别为 94.90%和 5.10%。

表 14　公司制药产品销售收入区域分布情况

区域	2017 年		2018 年		2019 年		2019 年 1—9 月	
	销售收入（万元）	比例（%）	销售收入（万元）	比例（%）	销售收入（万元）	比例（%）	销售收入（万元）	比例（%）
国内	274421.93	86.58	418850.24	90.12	795730.88	93.39	245442.39	94.90

国外	42542.33	13.42	45943.30	9.88	56285.90	6.61	13203.56	5.10
合计	**316964.26**	**100.00**	**464793.54**	**100.00**	**852016.78**	**100.00**	**258645.95**	**100.00**

注：由于统计口径的原因，可能导致销售额与主营业务构成中的不一致
资料来源：公司提供

（4）新药研发

截至 2020 年 3 月底，公司的新药研发已申请 2040 项医药专利。其中授权 820 项，受理 1220 项，公司以新药的发展作为企业长期发展的目标并已建立起较完整的新药开发系统。公司已组建了药业研究院，并建立了完整的新药开发系统，保证了公司新药研发的持续性。

GLS4（甲磺酸莫非赛定）项目是公司获得 CFDA 1.1 类新药临床批件的第一个新药项目，GLS4 与现有市面上抗乙肝病毒的药物不同，它采用的是一种全新的作用机制：直接与乙肝病毒核衣壳结合，抑制颗粒形成；作用于核衣壳二聚体上，和组氨酸发生作用，加速核衣壳的降解。GLS4 能使潜伏在肝细胞核中的病毒体发生脱落和凋亡，能根除乙肝病毒在体内的存在，解决核苷类药物不能控制病毒复发的缺陷，这意味着乙肝病毒的治疗将取得重大突破。据世界卫生组织统计，全球乙肝病毒(HBV)携带者约 3.5~4 亿人，占全球人口的 5%以上，每年新增 3000 万乙肝患者，人均年平均治疗费用为 4753.28 元。

公司进行新药研发前期投入规模大，研发周期长，药品是否能成功上市具有一定不确定性，但上市成功可带来高额回报。公司在新药研发取得阶段性成果时，引入国际大型医药企业合作，有利于公司分散研发投入风险并借助其资源渠道优势加快审批及上市流通进程。

能源电力业务

公司通过能源产业链的优势，降低铝业和药业的生产经营成本，提高了市场竞争力。

公司能源板块经营主体主要是宜昌东阳光火力发电有限公司，属于公司自备电厂，拥有 2*33 万千瓦火力发电机组，以“自发自用、余量上网”的方式运营，服从湖北省电力公司的统一调度。

2016 年 1 月 1 日至 2017 年 6 月 30 日上网电价为 0.3981 元；2017 年 7 月 1 日起至今，上网电价为 0.4161 元。公司上网发电的结算方式为当月的发电量于次月的 18 号和 28 号分两次付清；内部结算参照上网的结算方式执行，结算价格按照上网价格的 80%执行。公司煤采购价格以发热量(含硫、挥发份)不同，等级参照秦皇岛港报价。2019 年采购均价 0.120 元/大卡。

表 15　宜昌东阳光火力发电有限公司发电情况

（单位:亿千瓦时、万吨、元/大卡）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
发电量	29.26	33.15	33.28	7.72
售电量	28.76	32.08	32.96	7.34
内销量	25.20	25.90	24.49	5.95
外售量	3.56	6.17	8.47	1.39
电煤消耗量	137.24	148.18	145.17	34.98
采购均价	0.138	0.136	0.120	0.119

资料来源：公司提供

其他业务

公司冬虫夏草产品供不应求，产能扩张将直接导致公司相关产品收入规模持续增长，且其毛利率水平高，公司整体盈利水平或将不断提升。

公司其他业务板块内容涵盖机械制造、建筑工程、岭南养生产业（冬虫夏草、酒店、景区、面膜）、智能家用坐便器、家具等。2017 年，公司冬虫夏草产品实现销售收入 10.84 亿元，毛利率为 76.16%；2018 年，公司冬虫夏草产品实现销售收入 14.36 亿元，毛利率为 76.45%；2019 年，公司冬虫夏草产品实现销售收入 17.57 亿元，毛利率为 79.74%；2020 年 1—3 月，公司冬虫夏草产品实现销售收入 2.13 亿元，毛利率为 78.40%。公司目前冬虫夏草已经拥有 29000 公斤的年产能（新增的产能目前只具有培育能力，尚未形成收入能力），未来几年产能仍将保持高速扩张态势，直至达到 40000 公斤的年产能目标。

表 16　公司冬虫夏草销售情况

（单位：公斤/年、公斤、万元、%）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
产能	10000	10000	29000	29000
产量	11260	13048	22598	7240

销量	12482	13307	18363	2689

注：公司通过虫草抚育技术优化和设备技术改造，2019 年虫草年产能有了大幅度提高，产能出现大幅度增加
资料来源：公司提供

2. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数波动下降，存货周转次数持续下降，总资产周转次数持续下降，2019 年分别为 5.91 次、5.83 和 0.43 次。总体看，公司经营效率一般。

3. 在建项目与未来发展

公司近期项目建设较前期有所上升，未来一段时间内有一定资金需求。

在电子材料方面，公司计划进一步提高产能，应用最新技术建设新生产线，保持产品的行业领先地位；加大投入致力于电子材料产品的研发、生产和销售，提高自身竞争力。

药业方面，公司将继续大力加强研发，保持原料药发酵技术的国际领先地位，扩大产能，发挥规模优势，减低成本，提高市场竞争力和占有率；加快国内国外仿制药的研发和上市，提高仿制药的市场竞争力和市场占有率，加快新药的研发和上市，抢占市场先机。

在其他产业方面，公司将加快矿产资源的开发和利用，尽快发挥自有能源的优势作用。

此外，公司还在新能源方面寻求发展机会，子公司东阳光目前与深圳清华大学研究院在大容量动力型超级电容器方面进行合作，致力于将子公司东阳光的大容量动力型超级电容器产业打造成国内领先、国际一流的新能源产业链。

目前公司在建项目有：高精度铝箔新材料项目、松南煤矿项目、西藏林芝冬虫夏草抚育基地（一期）项目、年产 25000kg 生态抚育冬虫夏草项目、仿制类药物产业化及大品种制剂项目和甘精、门冬胰岛素原料药项目、年产 3000 万平方米中高压化成箔生产线项目和东阳光生物药总部项目。以上项目总计划投资 76.12 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 50.08 亿元，2020 年 4—12 月计划投资 14.64 亿元。

公司的长期战略目标为在巩固提高现有电子材料业务的基础上，重点发展以知识产权为基石的垄断性制药工业。

表 17 截至 2020 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：%、万元）

项目名称	计划建设周期	已完成建设进度	总计划投资额	截至 2020 年 3 月底已投资	2020 年 4—12 月计划投资	2021 年计划投资
高精度铝箔新材料项目	24 个月	23.24	58288.00	13547.00	20000.00	21000.00
年产 3000 万平方米中高压化成箔生产线项目	24 个月	55.66	99326.00	55280.00	42000.00	2046.00
松南煤矿	60 个月	95.35	52425.00	49986.00	2439.00	--
西藏林芝冬虫夏草抚育基地（一期）	47 个月	47.55	57000.00	27104.42	3000.00	5000.00
年产 25000kg 生态抚育冬虫夏草项目	22 个月	101.09	221641.53	224053.00	15000.00	2590.00
仿制类药物产业化及大品种制剂项目	29 个月	71.32	46550.90	33200.33	10350.57	3000.00
甘精、门冬胰岛素原料药项目	39 个月	69.96	63000.00	44077.11	10422.89	8500.00
东阳光生物药总部	48 个月	11.83	100000.00	11833.00	28167.00	50000.00
合计	--	--	**761231.43**	**500785.86**	**146379.46**	**92136.00**

注：松南煤矿项目建成后主要供应给集团内相关企业发电使用，不涉及国发〔2009〕38 号文、2016 年 7 号文相关的范围；甘精、门冬胰岛素原料药项目于 2018 年 11 月重新备案，总投增加至 6.30 亿元
资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供 2019 年财务报告，天健会计师事务所会计师事务所（特殊普通合伙）四川分所对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

2019 年公司合并范围较 2018 年增加 91 家，减少合并企业 3 家。截至 2019 年底，公司合并报

表范围的企业户数共 186 户。截至 2020 年 3 月底，公司合并财务报表范围较 2018 年底增加 1 家，减少合并企业 1 家。近年来，虽然公司财务报表合并范围不断变化，但合并范围的变化对公司财务可比性影响较小。

截至 2019 年底，公司资产（合并）总计 671.83 亿元，所有者权益合计 252.50 亿元（含少数股东权益 154.03 亿元）；2019 年公司实现营业收入 264.87 亿元，利润总额 24.88 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产（合并）总计 702.25 亿元，所有者权益合计 256.23 亿元（含少数股东权益 157.87 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 59.77 亿元，利润总额 7.70 亿元。

2. 资产质量

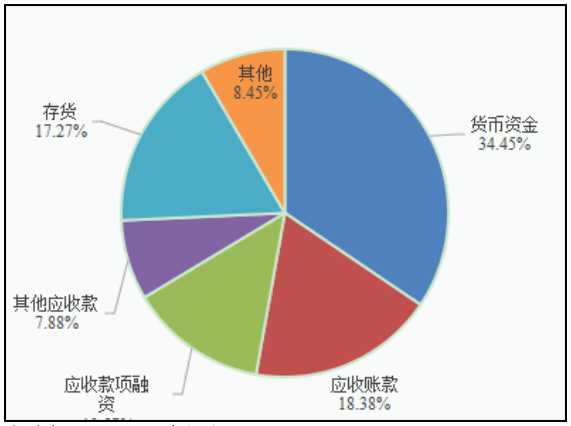
公司资产结构中，固定资产占比较高，非流动资产中无形资产、开发支出及其他非流动资产占比较高，受限资产较大，资产质量和流动性一般。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 671.83 亿元，较上年底增长 20.80%。其中，流动资产占 27.63%，非流动资产占 72.37%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 185.61 亿元，较上年底增长 17.98%，主要系货币资金、存货和应收类增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 34.45%）、应收账款（占 18.38%）、其他应收款（占 7.88%）和存货（占 17.27%）构成。

图 3 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 63.94 亿元，较上年底增长 17.93%，主要系银行存款增加所致。货币资金中有 18.40 亿元受限资金，受限比例为 28.78%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金。

截至 2019 年底，公司应收账款 34.11 亿元，较上年底增长 29.75%，主要系公司生产、销售规模不断扩大所致。采用账龄分析，其中占比较大的为东阳光，非医药制造业账龄中 1 年以内的占 96.41%；医药制造业账龄中 6 个月以内的占 99.26%。公司应收账款共计提坏账准备 0.95 亿元，计提比例 2.71%，计提水平一般。公司应收账款前五名占应收账款余额的 15.14%，集中度较低。

截至 2019 年底，公司应收票据 5.67 亿元，较上年底下降 75.90%，主要系部分票据转至应收款项融资核算所致。截至 2019 年底，公司应收款项融资为 25.19 亿元，较年初增长 27.61%，全部为应收票据。

截至 2019 年底，公司存货 32.06 亿元，较上年底增长 17.43%，主要系原材料及库存商品增加所致。存货主要由原材料（占 38.02%）、库存商品（占 38.02%）和在产品（占 18.53%）构成，累计计提跌价准备 0.57 亿元，计提比例 1.75%，计提比例一般。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 486.23 亿元，较上年底增长 21.91%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 16.33%）、固定资产（占 27.06%）、在建工程（占 6.50%）、无形资产（占 27.03%）和其他非流动资产（占 18.60%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 72.72 亿元，较上年大幅增长，主要系新增对 3 家单位的投资，分别为乳源阳之光铝业发展有限公司（9.80 亿元，持股比例 19.91%，）、乳源瑶族自治县阳之光实业发展有限公司（9.50 亿元，持股比例 19.46%）和湖北银行股份有限公司（5.03 亿元，持股比例 2.68%）。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 79.41 亿元，较上年底增长 9.20%，主要系对乳源瑶族自治县阳之光实业发展有限公司增加 7.92 亿元投资所致。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 6.09 亿元，较上年底下降 13.97%，主要系对合营企业德合聚康（深圳）投资基金合伙企业（有限合伙）和光大

德合投资管理(深圳)有限公司减少投资所致所致。

截至 2019 年底，公司固定资产 131.57 亿元，较上年底增长 8.93%。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 69.59 亿元。

截至 2019 年底，公司在建工程 31.97 亿元，较上年底增长 10.44%。在建工程主要由矿井及附属工程、虫草三期工程建设、南岭风景区工程及内蒙古化成箔生产线为主。

截至 2019 年底，公司无形资产 131.43 亿元，较上年底增长 70.63%，主要系非专利技术增加所致。其中，购置增加 29.51 亿元，内部研发 28.00 亿元。公司无形资产累计摊销 15.19 亿元，计提减值准备 0.87 亿元。

截至 2019 年底，公司开发支出 12.28 亿元，较上年底下降 54.37%，主要系药业项目（28.00 亿元）确认为无形资产所致所致。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产 90.44 亿元，较上年底增长 43.56%，主要系新增预付股权回购款和预付临床试验费所致。其中，预付股权回购款为林芝东阳光药业研发有限公司(以下简称“林芝药业研发”）与林芝市巴宜区高原之光投资有限公司（以下简称“高原之光”）分别签订《战略合作框架协议》和《战略合作框架协议之补充协议》，林芝药业研发拟以 50 亿元收购高原之光持有东莞东阳光药物研发有限公司（以下简称“东莞药物研发”）17.76%的股权，分八期向高原之光支付股权转让价款，高原之光有权单方面解除上述协议，因高原之光单方面原因解除，高原之光应向林芝药业研发归还已预付的全部价款，并支付相应的利息及违约金，截至 2019 年底，林芝药业研发已向高原之光支付股权转让价款 46.10 亿元。2017 年 10 月与 2018 年 1 月，广东东阳光药业有限公司（以下简称“广药”）与乳源瑶族自治县源茂投资有限公司（以下简称“源茂投资”）分别签订《临床开发服务合同》《临床开发服务合同之补充协议》和《2018 年度临床开发服务合同》，广药委托源茂投资进行部分新药临床项目开发服务，服务期限之最后一个临床项目实验结束，以研究实际进展为准，每年年底根据该年度实际临床费用情况，双发据实结算。截至 2018 年底，广药已根据合同预付未结算金额 25.59 亿元。2017 年 2 月，公司、广药、南北兄弟药业投资有限公司（以下简称“南北药投”）、毛杰等签订《广东东阳光药业有限公司股份转让的补充协议》，为了加速广药研发药物的进度，南北药投已将其拥有广药的股份转让给公司控股的企业，公司同意将截至本协议签订日广药的所有在研项目中未来研发成功（取得药品生产批准文号)及药品上市销售后 49%的净收益支付给南北药投或实际控制人毛杰或指定的其他实体作为上述股权转让补充价款，具体的结算方式及支付时间由双方另行协商确定；研发不成功的项目（未取得药品生产批准文号）无需公司支付补偿，也无需南北药投或毛杰承担相应的研发费用。公司应向南北药投或毛杰实际控制或指定的其他实体预付相应的履约保证金，累计支付金额不得超过当年广药上述所有在研项目评估增值的 49%，截至 2019 年底，公司已通过林芝药业研发向毛杰指定的乳源县永星技术服务有限公司预付履约保证金 13.38 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有权受到限制的资产(固定资产/土地使用权/在建工程)余额为 78.53 亿元，占净资产 30.65%，全部为公司或内部子公司进行抵质押担保。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 702.25 亿元，较上年底增长 4.53%。其中，流动资产占 30.49%，非流动资产占 69.51%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

公司所有者权益快速增长，其中未分配利润及少数股东权益占比较大，所有者权益的稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 252.50 亿元，较上年底增长 19.91%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.00%，少数股东权益占比为 61.00%。归属于母公司所有者权益 98.47 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.13%、49.76%、-0.07%和 35.78%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 256.23 亿元，较上年底增长 1.48%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为

38.39%，少数股东权益占比为 61.61%。归属于母公司所有者权益 98.36 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.14%、48.49%、-0.07%和 37.03%。所有者权益结构稳定性较弱。

负债

近年来，公司债务规模呈快速增长，公司债务负担较重，短期债务占比较高，面临一定的短期支付压力，债务结构有待优化。

截至 2019 年底，公司负债总额 419.33 亿元，较上年底增长 21.35%。其中，流动负债占 63.67%，非流动负债占 36.33%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债 267.00 亿元，较上年底增长 5.88%。公司流动负债主要由短期借款（占 47.98%）、应付票据（占 6.01%）、应付账款（占 8.90%）、其他应付款（占 7.20%）、一年内到期的非流动负债（占 14.68%）、其他流动负债（占 8.43%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 128.10 亿元，较上年底增长 23.43%，主要由保证借款、质押及保证借款、抵押及保证借款和贴现借款构成。主要系银行流动借款及票据贴现融资增加所致。

截至 2019 年底，公司应付账款 23.77 亿元，较上年底增长 5.89%。主要为材料款和设备款。同期，公司应付票据波动增长，年均复合增长 31.29%。截至 2019 年底，公司应付票据 16.05 亿元，较上年底下降 20.00%，主要为银行承兑汇票构成。

截至 2019 年底，公司其他应付款 16.59 亿元，较上年底增长 158.24%，主要系预提学术推广费以及根据医药制剂销售计提应付分成款增加所致。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 39.19 亿元，较上年底下降 28.41%，主要系一年内到期的应付债券下降所致。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 22.51 亿元，较上年底下降 35.67%，主要系发行短期融资券所致。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债 152.33 亿元，较上年底增长 63.13%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 39.94%）、应付债券（占 40.80%）、其他非流动负债（占 16.03%）构成。

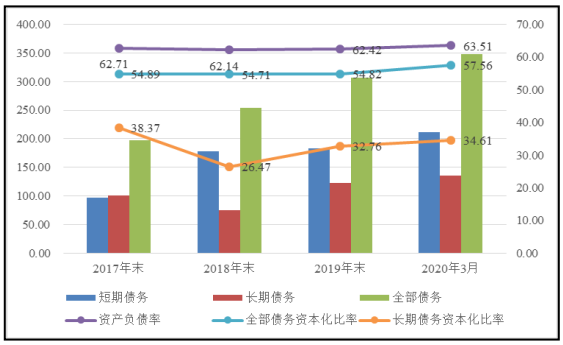
截至 2019 年底，公司长期借款 60.85 亿元，较上年底增长 43.33%，主要系抵押及保证借款增加所致；长期借款主要由抵押及保证借款和质押、抵押及保证借款构成。

截至 2019 年底，公司应付债券 62.15 亿元，较上年底增长 86.35%，主要系发行可转换债券、非公开公司债券和中期票据所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 306.34 亿元，较上年底增长 20.41%。其中，短期债务占 59.85%，长期债务占 40.15%，以短期债务为主。短期债务 183.34 亿元，较上年底增长 2.66%，较上年底变化不大。长期债务 122.99 亿元，较上年底增长 62.26%，主要系应付债券及长期借款增长所致。

债务指标方面，2017－2019 年，公司资产负债率分别为 62.71%、62.14%和 62.42%，波动下降。全部债务资本化比率分别为 54.89%、54.71%和 54.82%，波动下降。长期债务资本化比率分别为 38.37%、26.47%和 32.76%，波动下降。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.42%、54.82%和 32.76%，较上年底分别提高 0.28 个百分点、提高 0.10 个百分点和提高 6.29 个百分点。公司债务负担较重。

图 4　公司债务情况



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 347.56 亿元，较上年底增长 13.46%。其中，短期债务 211.94 亿元（占 60.98%），较上年底增长 15.60%。长期债务 135.62 亿元（占 39.02%），较上年底增长

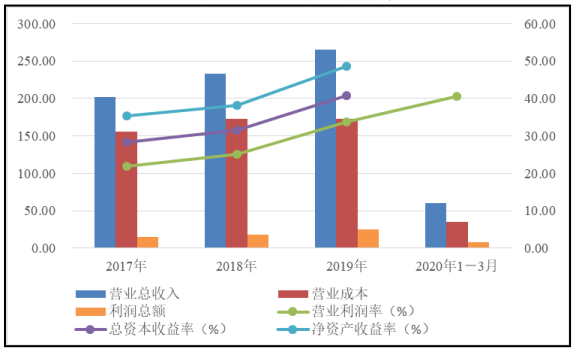
10.26%。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.51%、57.56%和 34.61%，较上年底分别提高 1.10 个百分点、提高 2.75 个百分点和提高 1.85 个百分点。

4. 盈利能力

跟踪期内公司营业规模快速上升，主营业务收入不断增长，盈利指标呈持续增长趋势。整体看公司盈利能力较强，但费用控制能力有待提升。

2019 年，公司实现营业总收入 264.87 亿元，同比增长 13.50%，主要系可威销量大幅增长所致。2017－2019 年，公司营业成本连续增长，年均复合增长 5.53%。2019 年，公司营业成本 173.14 亿元，同比增长 0.04%，同比变化不大。从盈利指标看， 2019 年公司营业利润率为 33.83%。

图 5 公司盈利能力



资料来源：公司财务报告

从期间费用上看，受主营业务销售规模的扩大、研发支出的不断增加、有息债务的不断增长和推广费用的大幅增长影响，2019 年公司期间费用占收入比例为 26.21%，公司费用控制能力有待提升。

2019 年，公司实现投资收益 1.13 亿元，同比增长 21.66%，投资收益占营业利润比重为 4.51%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 4.08 亿元，同比增长 278.73%，主要系财政资助经费（3.67 亿元）增加所致；其他收益占营业利润比重为 16.25%，对营业利润有一定影响。2019 年，公司利润总额为 24.88 亿元。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.95%和 7.90%，同比分别提高 0.48 个百分点和提高 1.22 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 59.77 亿元，同比下降 2.05%。2020 年 1－3 月，营业利润率为 40.54%，同比增长 2.97 个百分点，同比变化不大。2020 年 1－3 月，实现利润总额 7.70 亿元，同比下降 10.39%。

5. 现金流

公司经营活动获取现金的能力稳定向好，收入实现质量有所改善，资本支出规模较大，一定程度上依赖外部筹资。

经营活动方面，从经营活动来看，2017－2019 年，公司经营活动现金流入分别为 168.21 亿元、207.46 亿元和 255.31 亿元，连续增长，年均复合增长 23.20%。2017－2019 年，公司经营活动现金流出分别为 151.16 亿元、186.20 亿元和 225.20 亿元，连续增长，年均复合增长 22.06%。2017－2019 年，公司经营活动现金净额分别为 17.05 亿元、21.26 亿元和 30.12 亿元，连续增长，年均复合增长 32.90%。2017－2019 年，公司现金收入比分别为 80.11%、86.23%和 92.58%，连续增长，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2017－2019 年，公司投资活动现金流入分别为 86.19 亿元、9.06 亿元和 20.48 亿元，波动下降，年均复合下降 51.26%。2017－2019 年，公司投资活动现金流出分别为 87.71 亿元、86.17 亿元和 76.63 亿元，连续下降，年均复合下降 6.53%。2017－2019 年，公司投资活动现金净额分别为-1.52 亿元、-77.11 亿元和-56.15 亿元，波动增长，年均复合增长 507.80%。

从筹资活动前看，2017—2019 年，公司筹资活动前现金流分别为 15.53 亿元、-55.85 亿元和-26.03 亿元。2018—2019 年，公司经营活动现金流无法满足投资需要，有一定融资需求。

从筹资活动来看，2017－2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 202.88 亿元、283.07 亿元和 336.20 亿元，连续增长，年均复合增长 28.73%。2017－2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 209.00 亿元、245.32 亿元和 290.38 亿元，连续增长，年均复合增长 17.87%。2017－2019 年，公司筹资活动现金净额分别为-6.12 亿元、37.75 亿元和

45.82 亿元，持续增长。

表 18　公司现金流情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	168.21	207.46	255.31	70.71
经营活动现金流出小计	151.16	186.20	225.20	51.74
经营活动产生的现金流量净额	**17.05**	**21.26**	**30.12**	**18.96**
投资活动现金流入小计	86.19	9.06	20.48	0.65
投资活动现金流出小计	87.71	86.17	76.63	4.31
投资活动产生的现金流量净额	**-1.52**	**-77.11**	**-56.15**	**-3.66**
筹资活动现金流入小计	202.88	283.07	336.20	86.82
筹资活动现金流出小计	209.00	245.32	290.38	73.22
筹资活动产生的现金流量净额	**-6.12**	**37.75**	**45.82**	**13.61**

资料来源：公司财务报告

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流入 70.71 亿元，同比增长 6.06%，公司实现经营活动现金净流入 18.96 亿元。2020 年 1－3 月，公司现金收入比为 115.41%，同比提高 13.86 个百分点。从投资活动来看，2020 年 1－3 月，公司实现投资活动现金净流出 3.66 亿元。2020 年 1－3 月公司实现筹资活动现金净流入 13.61 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标一般，EBITDA 对全部债务及利息的保护能力较好。公司整体偿债指标较好。考虑到公司自身经营和财务特点、电子材料行业和药业发展状况，以及未来公司战略的综合判断，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力上看，2017－2019 年，公司流动比率分别为 89.65%、62.38%和 69.51%，波动下降。2017－2019 年，公司速动比率分别为 76.07%、51.56%和 57.51%，波动下降。公司流动资产对流动负债的保障程度较弱。2017－2019 年，公司现金短期债务比分别为 0.77 倍、0.44 倍和 0.39 倍，连续下降，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债指标一般。

从长期偿债能力指标看，2017－2019 年，公司 EBITDA 分别为 39.38 亿元、45.12 亿元和 57.34 亿元，连续增长。2017－2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.21 倍、2.75 倍和 2.93 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度较好。2017－2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 5.02 倍、5.64 倍和 5.34 倍，波动增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较好。整体看，公司长期债务偿债指标较好。

公司一年内到期债券合计为 29.00 亿元（详见下表），考虑到公司近期项目建设较前期大幅上升，未来一段时间内资金需求较大。

表 19　公司一年内到期债券情况

债券简称	当前余额
19 东阳光 SCP005	5.00
20 东阳光 SCP002	5.00
20 东阳光 SCP001	5.00
17 东阳光 PPN001	3.00
17 东阳光 PPN002	2.00
17 东阳光 PPN003	5.00
19 东阳光 PPN002	4.00
合计	**29.00**

注：“19 东阳光 PPN002”有回售条款

资料来源：Wind

截至2020年3月底，公司无对外担保。

截至2020年3月底，公司共取得银行授信281.80亿元，未使用授信额度197.58亿元。公司间接融资渠道较畅通。公司目前拥有东阳光（600673.SH）和东阳光药（1558.HK）两家上市公司，直接融资渠道畅通。

诉讼方面，上市公司控股子公司桐梓县狮溪煤业有限公司为被执行人，涉案金额0.34亿元，基于谨慎性原则，公司已于2016年按照会计政策对涉及的所有诉讼或有负债进行提计，并于后续年度持续进行计量及利息调整。东阳光控股子公司桐梓县狮溪煤业有限公司（以下简称“狮溪煤业”）因煤矿重组所涉的民事诉讼案件，因桐梓县公安局认定刘成良在煤矿兼并重组期间的举债行为不构成犯罪并作出不予立案的决定，部分原告就同一事实再次提起民事诉讼，狮溪煤业被列为共同被告。2019年12月27日东阳光发布《广东东阳光科技控股股份有限公司关于子公司涉及诉讼进展的公告》公告，狮溪煤业作为被执行人，与被执行人桐梓县茅石乡鑫源煤矿、刘成良及申请执行人桐梓县荣兴商联小

额贷款有限公司等达成执行和解，狮溪煤业履行了连带清偿责任，并由贵州省桐梓县人民法院、贵州省遵义市中级人民法院出具了结案通知书，相关案件已执行完毕。同时，公司及狮溪煤业自始不认可狮溪煤业与鑫源煤矿为吸收合并关系，仅因煤矿兼并重组期间的政策限制无法设立子公司而必须暂由狮溪煤业受让权证，导致狮溪煤业在相关民间借贷纠纷中牵连被诉。目前因相关政策变化，狮溪煤业已按照煤矿兼并重组的相关协议成立了下属子公司贵州省遵义市桐梓县文家山煤业有限公司，并于2019年8月获批将相关权证登记至该子公司名下。据此，狮溪煤业已就李三忠一案向最高人民法院提起再审申请，目前已收到最高人民法院出具的受理案件通知书，案件已立案尚未开庭。狮溪煤业后续将根据再审案件的审理结果，通过执行回转或与鑫源煤矿、刘成良协商偿还或向法院提起诉讼等方式追偿狮溪煤业代为清偿的款项。公司将通过法律途径向刘成良、鑫源煤矿等其他被执行人进行追偿，该等事宜具有较大不确定性。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（机构信用代码为：G10440305001355107），截至2020年5月28日，公司无未结清的不良信贷信息记录，在已结清的贷款中有一笔关注类贷款，为银行系统问题导致错误分类，中国农业银行深圳南山支行已就此作出说明。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、电子材料行业和药业发展状况，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

9. 母公司财务分析

公司债务中以母公司作为融资主体的债务规模大，且母公司为下属子公司提供了较大规模的担保支持。母公司口径实际债务负担重，偿债能力依赖其对子公司的控制能力。

截至2019年底，母公司资产总额182.73亿元，较上年底下降24.45%，主要系其他应收款下降所致。其中，流动资产68.79亿元(占37.64%)，非流动资产113.95亿元(占62.36%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占7.40%）、其他应收款（占86.54%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占21.98%）、长期股权投资（占66.77%）、无形资产（占10.78%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为5.09亿元。

截至2019年底，母公司所有者权益为38.78亿元，较上年底下降12.43%，主要系未分配利润下降所致。其中，实收资本为10.96亿元（占28.26%）、资本公积合计33.97亿元（占87.60%）、未分配利润合计-9.39亿元（占-24.22%）、盈余公积合计3.24亿元（占8.35%）。

截至2019年底，母公司负债总额146.98亿元，较上年底下降25.61%。其中，流动负债94.77亿元（占比64.48%），非流动负债52.20亿元（占比35.52%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占40.77%）、其他应付款（占5.03%）、一年内到期的非流动负债（占25.34%）、其他流动负债（占21.09%）构成，非流动负债主要由长期借款（占40.90%）、应付债券（占59.10%）构成。母公司2019年资产负债率为80.43%，较2018年下降1.26个百分点。

2019年，母公司营业总收入为7.78亿元，利润总额为-5.50亿元。

10. 重要承诺事项

公司承诺事项均设有回购条款，公司、张中能、郭梅兰对上述回购款承担连带担保责任，若承诺事项不达预期或将触发回购条款。

截至2019年底，公司存在重要承诺事项：

控股子公司宜昌东阳光火力发电有限公司承诺事项

为建设子公司宜昌东阳光火力发电有限公司2台30万千瓦自备热电厂工程项目，公司向国家开发银行以及中国银行股份有限公司深圳市分行申请贷款。国家开发银行（作为牵头行、贷款代理行和结算代理行）和中国银行股份有限公司深圳市分行（作为担保代理行和收入归集账户行）、中国建设银行股份有限公司三峡分行组成贷款银团，并于

2007年12月29日与公司签订人民币资金银团贷款合同，同意向公司提供总额为人民币23.50亿元的贷款。截至2018年12月31日，宜昌东阳光火力发电有限公司银团贷款余额为9.70亿元。宜昌东阳光火力发电有限公司承诺以与任何第三方之间就火电项目所产生的电力签订的任一和所有售电合同下所形成的所有应收账款作为对该银团贷款的质押，并承诺将把宜昌东阳光火力发电有限公司现在及将来拥有或所有持有的与火电项目有关的土地使用权、未来建筑工程资产和机器设备抵押给银团作为该银团贷款的担保。

光大金控对东莞药物研发增资事项

2017年6月，深圳前海光大金控投资管理（以下简称“光大金控”）与公司、张中能、郭梅兰、东莞药物研发有限公司（以下简称“东莞药物研发”）、林芝药业研发有限公司（以下简称“林芝药业研发”）、林芝药业投资有限公司（以下简称“林芝药投”）、宜昌东阳光药业股份有限公司（以下简称“药业股份”）、乳源阳之光铝业发展有限公司（以下简称“阳之光铝业发展”）签订一系列协议，光大金控以3.2亿元收购东莞药物研发股权老股和12.8亿元对股东莞药物研发增资的方式对东莞药物研发投资。其中光大金控对本次4.8亿元增资享有回购选择权，一是当东莞药物研发出现生产经营或科研进度产生重大不利影响的情形，或出现其他严重损害光大金控利益的情形，光大金控可在交割日后的5年内随时要求公司、张中能、郭梅兰、林芝药业研发、林芝药投、药业股份对光大金控持有的全部或部分股权以相应的收益率加上投资本金进行回购；二是光大金控有权于交割日后满3年、4年、5年之日各享有一次要求上述各方对光大金控持有的全部或部分股权以相应的的收益率加上投资本金进行回购的权利。光大金控持有期间取得东莞药物研发现金分红可等额抵扣回购款。后续8亿元，阳之光铝业发展、林芝药业研发、林芝药投、药业股份无条件不可撤销地承诺，在光大金控向东莞药物研发实缴出资之日起满3年之日，对光大金控持有的全部或部分股权以相应的的收益率加上投资本金进行回购，阳之光铝业发展无条件不可撤销地承诺为第一回购义务人并履行上述全部回购义务，公司、张中能、郭梅兰对上述回购款承担连带担保责任。

光大金控对乳源药业增资事项

光大金控与公司、张中能、郭梅兰、乳源东阳光药业有限公司（以下简称“乳源药业”）、林芝药业研发、阳之光铝业发展签订一系列协议，光大金控以7.5亿元以增资的方式对乳源药业投资。其中1.5亿元增资，阳之光铝业发展、林芝药业研发承诺乳源药业净利润2018—2020年不低于相应金额，若乳源药业任一年度未能实现上述承诺之净利润值的90%的，公司、张中能、郭梅兰、林芝药业研发、阳之光铝业发展向光大金控进行现金补偿。光大金控对本次1.5亿元增资享有回购选择权，当出现协议约定的相关情形时，光大金控可在出资后的5年内随时要求阳之光铝业发展、林芝药业研发、公司、张中能、郭梅兰对光大金控持有的全部或部分股权以相应的的收益率加上投资本金进行回购；二是光大金控有权于出资日后满3年、4年、5年之日各享有一次要求上述各方对光大金控持有的全部或部分股权以相应的的收益率加上投资本金进行回购。其中4.5亿元增长，若乳源药业在光大金控对其实缴出资日起三年内未实现A股主板独立上市，光大金控再对乳源药业出资之日起满3年、满4年、满5年之日各享有一次要求阳之光铝业发展、林芝药业研发、张中能、郭梅兰、公司对光大金控4.5亿的投资本金进行回购的权利，阳之光铝业发展无条件不可撤销地承诺为第一回购义务人并履行上述全部回购义务。

药业股份7.5亿元增资

2019年8月21日，广东粤澳合作发展基金（有限合伙）、华润深国投信托有限公司（以下合称投资人）与药业股份、东莞药研及本公司、张中能、郭梅兰、宜昌东阳光健康药业有限公司、南北兄弟药业投资有限公司、东阳光、东莞市东阳光实业发展有限公司、湖北瀚桑阳光生物医药产业投资基金（有限合伙）签订关于药业股份的增资的一系列协议，广东粤澳合作发展基金（有限合伙）出资2亿元认购药业股份2.72%股份，以本公司和东莞市东阳市实业发展有限公司合计持有的药业股份5.05%股权、本公司持有的东阳光913.066万股股票提供质押担保，以公司持有的一宗土地提供抵押担保，并由张中能、郭梅兰夫妇提供保证担保；华润深国

投信托有限公司出资5.5亿元认购药业股份7.48%股份，以东莞市东阳市实业发展有限公司、宜昌东阳光健康药业有限公司、南北兄弟药业投资有限公司合计持有的药业股份29.00%的股权、公司持有的东阳光1086.6753万股股票提供质押担保，以公司持有的一宗土地提供抵押担保，并由张中能、郭梅兰夫妇提供保证担保。

根据增资认购协议之补充协议，药业股份承诺2019年至2021年每个会计年度均应向投资人分配现金股利，药业股份当年实际分配现金股利少于承诺分配金额或药业股份未履行现金股利分配义务时，阳之光铝业发展和本公司承担差额补足义务；当达到协议约定的回购条件，投资人有权要求本公司或阳之光铝业发展提前回购投资人所持药业股份部分或全部股权，阳之光铝业发展无条件不可撤销的承诺为第一差额补足和回购义务人，并履行上述全部差额补足和回购义务。

兴业国信对东莞药物研发增资事项

2019年7月，兴业国信资产管理公司（以下简称“兴业国信”）与东莞药物研发、林芝药业研发、本公司签订投资协议，兴业国信以现金5亿元对东莞药研增资。东莞药物研发承诺，东莞药物研发及其附属公司截至2021年12月31日将按协议约定努力达成相关药品研发进度要求或相关药品项目被包括但不限于实际控制人控制的上市公司收购，东莞药物研发应不晚于2022年12月31日前实现合格IPO或被第三方（包括但不限于实际控制人控制的上市公司）收购（不论任何主客观原因）若东莞药物研发无法完成上述业绩承诺，兴业国信有权要求林芝药业研发、公司、实际控制人或其指定的第三方回购其持有的部分或全部股权。

药业股份信托借款之承诺事项

药业股份与上海爱建信托有限责任公司（以下简称“爱建信托”）签订《爱建长盈精英-东阳光科股票收益权集合资金信托计划股票收益权转让及回购合同》，将其持有的广东东阳光科技控股股份有限公司 18037.5181 万股限售流通股股票对应的股票收益权转让给爱建信托并将该部分股票质押给爱建信托，转让价款为 10.00 亿元，由公司、张中能及郭梅兰夫妇提供保证担保。自信托计划成立之日满 36 个月，药业股份有义务以溢价回购的方式回购爱建信托持有的所有标的股票收益权，回购价款为回购本金加相应回购溢价减已支付的回购价款（若有）。

十、存续债券偿还能力分析

公司 EBITDA 对合计额度保障程度一般，经营活动现金流入量对合计额度保障程度较高，经营活动现金流量净额对合计额度保障程度较弱。

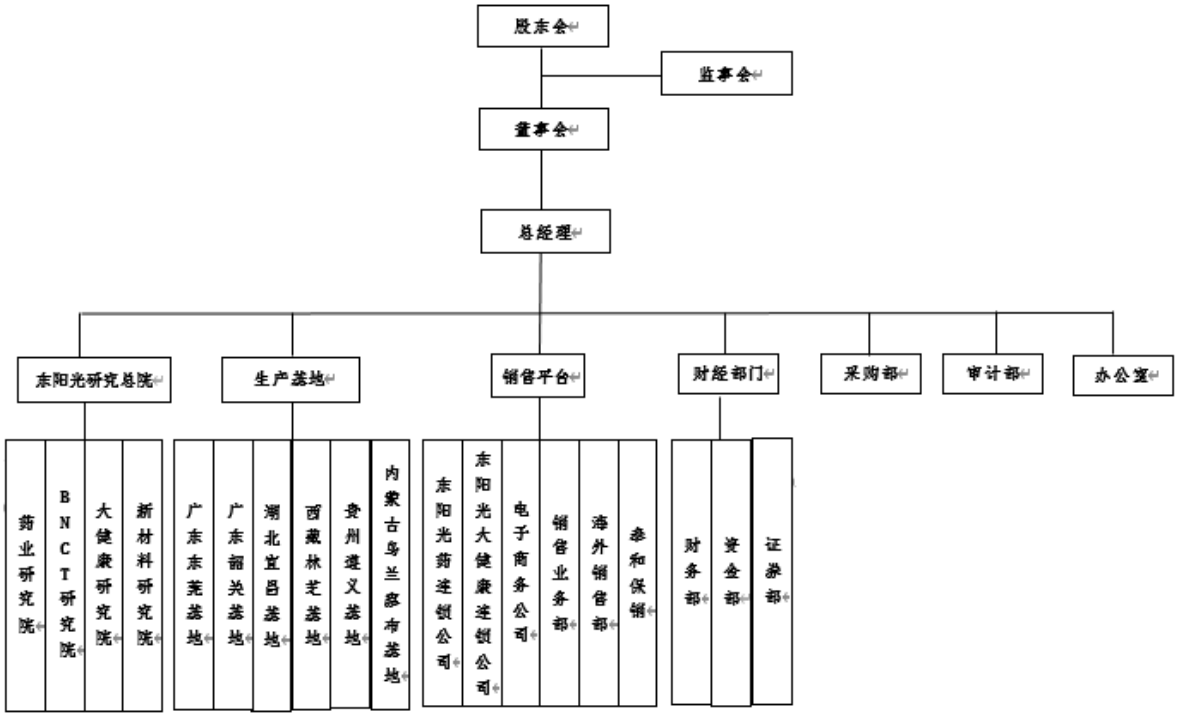
截至目前，公司存续中期票据债券合计 26.00 亿元（以下简称“合计额度”），包含“18 东阳光 MTN001”“18 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN001”“19 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN003”“20 东阳光 MTN001”，分别于 2021 年 9 月、2021 年 11 月、2022 年 8 月、2022 年 9 月、2022 年 11 月和 2023 年 3 月到期。

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 39.38 亿元、45.12 亿元和 57.34 亿元，分别为合计额度的 1.51 倍、1.74 倍和 2.21 倍，EBITDA 对合计额度保障程度一般。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 168.21 亿元、207.46 亿元和 255.31 亿元，分别为合计额度的 6.47 倍、7.98 倍和 9.82 倍；2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为 17.05 亿元、21.26 亿元和 30.12 亿元，分别合计额度的 0.66 倍、0.82 倍和 1.16 倍。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“18 东阳光 MTN001”“18 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN001”“19 东阳光 MTN002”“19 东阳光 MTN003”和“20 东阳光 MTN001” 的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 公司二级子公司情况

企业名称	持股比例（%）	注册资本（万元）	主要经营范围
广东东阳光科技控股股份有限公司	25.06	301389.73	矿产资源的投资；氟化工的投资、研发；新能源相关产品及新型材料的投资、研发；项目投资：高纯铝、电极箔、亲水箔及亲水箔用涂料、铝电解电容器、软磁材料、电化工等产品的研发和销售；货物进出口、技术进出口
宜昌东阳光健康药业有限公司	100.00	50000.00	投资、兴办、管理医药产业
北京市东阳光投资有限公司	75.00	1000.00	投资管理；资产管理
上海东阳光慧旭实业发展有限公司	100.00	2487.88	实业投资，电子产品领域内的技术咨询、技术服务，从事货物及技术的进出口业务
东莞市东阳光实业发展有限公司	100.00	19000.00	投资兴办实业、对外投资
宜都东阳光运输有限公司	74.18	2325.52	码头、装卸、仓储
宜都市东阳光实业发展有限公司	90.00	9000.00	电子材料、药品及原料药、高纯铝等项目投资开发及相关的产品物资供销、代理电费业务
宜都长江机械设备有限公司	75.00	10000.00	设计、制造（维修）、销售高性能船舶相关压力容器、电子专用设备、测试仪器；机械加工
重庆东阳光实业发展有限公司	27.00	11500.00	港口经营、道路运输、货物装卸；销售建材（不含危险化学品）；企业管理信息咨询
广东东阳光电子商务有限公司	70.00	2000.00	日用品、化妆品及卫生用品、农副产品、预包装食品（不含复热）、乳制品（含婴幼儿配方奶粉）、纺织品、电子产品、家具、工艺美术品、文体用品、办公用品、医疗器械 I 类、家庭用智能机械设备、计算机及辅助设备的批发、进出口及相关配套业务；健康管理咨询；代收景区门票、代订酒店
深圳市东阳光药业有限公司	100.00	1000.00	投资兴办实业、企业管理咨询、医药行业的投资
深圳市前海东阳光融资租赁有限公司	65.00	5000.00 (美元)	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租凭资产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保；兼营与主营业务相关的商业保理业务。
深圳市前海东阳光商业保理有限公司	65.00	5000.00 (美元)	贸易融资、销售分户帐管理、客户资信调查与评估、应收账款管理与催收、信用风险担保服务；投资咨询、经济信息咨询；在网上从事商贸活动；市场营销售策划；国内贸易；经营进出口业务。
乳源瑶族自治县东阳光大健康销售有限公司	100.00	6000.00	销售保健品、预包装食品；冬虫夏草研发、加工、销售；货物及技术进出口
湖北瀚桑阳光生物医药产业投资基金(有限合伙)	59.00	50000.00-	从事生物医药产业相关领域的股权投资、创业投资、投资咨询业务及创业管理服务（不得从事吸收公众存款或变相吸收公众存款、发放贷款等金融业务，不得向社会公众销售理财类产品）（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营
韶关安能旅游发展有限公司	--	30000.00	在乳源县五指山南岭进行旅游项目的开发、经营及管理。以自有资金进行项目投资
宜昌东阳光火力发电有限公司	80.00	113275.00	火力发电，生产、销售蒸汽
乳源瑶族自治县华超信息技术有限公司	65.00	50.00	信息系统集成服务；科技信息咨询服务；企业管理咨询服务。
乳源瑶族自治县飞鹏健康咨询有限公司	60.00	30.00	健康咨询服务(不含医疗诊断行为)；销售：营养和保健品、预包装食品、乳制品（含婴幼儿配方乳粉）、酒、中药、西药、化妆品、智能设备；冬虫夏草加工、销售；冬虫夏草培植技术研发；货物或技术进出口（国家禁止或涉及行政审批的货物和技术进出口除外）
乳源瑶族自治县东阳光药用玻璃科技有限公司	90.00	3000.00	生产、销售：玻璃仪器、特种玻璃、玻璃包装容器、中性硼硅玻璃制品、高硼硅玻璃制品；玻璃制品的技术研发、推广、咨询服务；货物或技术进出口（国家禁止或涉及行政审批的货物和技术进出口除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	73.91	77.77	71.33	95.70
资产总额(亿元)	435.59	556.15	671.83	702.25
所有者权益(亿元)	162.42	210.58	252.50	256.23
短期债务(亿元)	96.49	178.60	183.34	211.94
长期债务(亿元)	101.13	75.80	122.99	135.62
全部债务(亿元)	197.61	254.40	306.34	347.56
营业收入(亿元)	202.36	233.36	264.87	59.77
利润总额(亿元)	15.33	17.77	24.88	7.70
EBITDA(亿元)	39.38	45.12	57.34	--
经营性净现金流(亿元)	17.05	21.26	30.12	18.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.10	5.23	5.91	--
存货周转次数(次)	7.76	7.08	5.83	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.47	0.43	--
现金收入比(%)	80.11	86.23	92.58	115.41
营业利润率(%)	21.85	25.00	33.83	40.54
总资本收益率(%)	6.52	6.47	6.95	--
净资产收益率(%)	7.09	6.69	7.90	--
长期债务资本化比率(%)	38.37	26.47	32.76	34.61
全部债务资本化比率(%)	54.89	54.71	54.82	57.56
资产负债率(%)	62.71	62.14	62.42	63.51
流动比率(%)	89.65	62.38	69.51	76.37
速动比率(%)	76.07	51.56	57.51	63.63
经营现金流动负债比(%)	10.72	8.43	11.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	2.75	2.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.02	5.64	5.34	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；将公司其他流动负债中短期融资券计入短期债务，长期应付款中融资租赁款计入长期债务

附件 3　主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	6.86	11.23	6.54
资产总额(亿元)	193.25	241.86	182.73
所有者权益(亿元)	55.66	44.28	38.78
短期债务(亿元)	27.53	69.52	66.18
长期债务(亿元)	61.57	36.50	52.20
全部债务(亿元)	89.10	106.02	118.38
营业收入(亿元)	0.56	9.03	7.78
利润总额(亿元)	-3.56	-11.67	-5.50
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-3.26	5.94	5.82
财务指标			
销售债权周转次数(次)	13.42	56.03	5.68
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.04	0.04
现金收入比(%)	0.00	83.47	1.70
营业利润率(%)	-142.11	-1.10	-1.16
总资本收益率(%)	-2.46	-7.99	-3.50
净资产收益率(%)	-6.41	-27.11	-14.19
长期债务资本化比率(%)	52.52	45.18	57.38
全部债务资本化比率(%)	61.55	70.54	75.33
资产负债率(%)	71.21	81.69	80.43
流动比率(%)	122.02	79.77	72.58
速动比率(%)	122.02	79.77	72.58
经营现金流动负债比(%)	-4.29	3.69	6.14
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	-25.06	-9.08	-21.51

注：集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
长期债务=长期借款+应付债券
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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

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