

信用评级公告

联合〔2021〕7391号

联合资信评估股份有限公司通过对广州万力集团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，确定维持广州万力集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 广州万力 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

广州万力集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

| 项目 | 本次级别 | 评级展望 | 上次级别 | 评级展望 |
|----------------|------|------|------|------|
| 广州万力集团有限公司 | AA | 稳定 | AA | 稳定 |
| 16 广州万力 MTN001 | AA | 稳定 | AA | 稳定 |

跟踪评级债项概况：

| 债券简称 | 发行规模 | 债券余额 | 到期兑付日 |
|----------------|---------|---------|-----------|
| 16 广州万力 MTN001 | 8.00 亿元 | 8.00 亿元 | 2021/8/18 |

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：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

| 名称 | 版本 |
|-------------------------------------|-------------|
| 一般工商企业信用评级方法 | V3.0.201907 |
| 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 | 风险因素 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 宏观和区域风险 | 2 |
| | | | 行业风险 | 4 |
| | | 自身竞争力 | 基础素质 | 2 |
| | | | 企业管理 | 2 |
| | | | 经营分析 | 2 |
| 财务风险 | F3 | 现金流 | 资产质量 | 2 |
| | | | 盈利能力 | 4 |
| | | | 现金流量 | 1 |
| | | 资本结构 | | 3 |
| | | 偿债能力 | | 3 |
| 调整因素和理由 | | | | 调整子级 |
| 政府支持：公司实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会，公司所受政府支持力度大。 | | | | 1 |

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

广州万力集团有限公司（以下简称“公司”）作为广州市国有大型实业集团，形成了以橡胶轮胎、盐化工、精细化工和装备制造为主，现代服务业为辅的发展布局。跟踪期内，公司营业收入同比有所增长，受益于盈利水平相对较高的装备制造业务贡献比重上升，公司综合毛利率同比有所增长；利润总额受当期资产减值损失影响明显下滑；同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司非经营性损益对利润总额贡献度很高且稳定性易受土地出让进度影响、债务负担重以及短期债务占比高等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产对存续债券的保障能力强。

未来汽车市场产销量和保有量的提升将带动轮胎市场容量扩张，轮胎行业发展前景向好；同时，随着公司装备制造业务规模的扩大，公司整体竞争力将有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 广州万力 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 政府支持力度大。**自成立以来，广州市政府通过划转资产、补贴等方式为公司提供了大力支持，先后将广州建材企业集团有限公司部分资产、广州橡胶企业集团有限公司、广化集团无偿划拨给公司。以上资产的划转，充实了公司资本，同时扩大了业务范围，为公司发展提供了良好的发展机遇。
- 未来资产增值收益有望提升公司资本实力。**根据广州市政府整体规划，公司下属子公司广化集团 6 块生产用地合计用地面积 75.93 万平方米，已列入广州市政府经营性储备用地计划，预计将收到 122.52 亿元土地补偿款（已收到预付款 9.98 亿元）。
- 装备制造业务成为公司新的利润增长点。**2020 年，公司装备制造业务收入同比大幅增加 49.92 亿元至 93.76 亿元，毛利率同比增加 0.81 个百分点至 27.14%，公司装备制造业务促进了公司营业收入的增长和综合毛利率的提升。

分析师：杨涵 杨恒

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

关注

- 1. 公司主业持续经营亏损，非经营性损益对利润总额贡献度很高，且波动性大，综合盈利能力弱。**跟踪期内，公司主业持续亏损，期间费用对利润侵蚀影响显著，利润总额对非经营性损益依赖度很高。受当期资产减值损失影响，2020年利润总额同比大幅下滑至-4.77亿元。
- 2. 土地补偿款回收进度存在不确定性。**受拆迁补偿、土壤修复进度影响，广化集团已收储的土地补偿款回收进度存在不确定。
- 3. 公司债务负担重，期限结构有待改善。**截至2020年底，公司全部债务165.98亿元。其中短期债务占61.66%，短期债务占比高，整体债务负担重。公司本部方面，截至2020年底，公司本部全部债务58.12亿元，其中短期债务占57.98%，近年来受并购山河智能带来的融资需求增加影响，母公司有息债务波动增长，债务结构有待改善。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年3月 |
| 现金类资产(亿元) | 21.77 | 34.65 | 41.86 | 57.63 |
| 资产总额(亿元) | 168.25 | 341.52 | 354.35 | 370.79 |
| 所有者权益(亿元) | 47.39 | 91.64 | 85.16 | 86.26 |
| 短期债务(亿元) | 39.02 | 128.04 | 102.35 | 107.98 |
| 长期债务(亿元) | 47.38 | 54.86 | 63.63 | 69.66 |
| 全部债务(亿元) | 86.40 | 182.90 | 165.98 | 177.64 |
| 营业收入(亿元) | 104.52 | 160.17 | 229.38 | 59.06 |
| 利润总额(亿元) | 4.05 | -1.41 | -4.77 | 1.97 |
| EBITDA(亿元) | 12.14 | 13.13 | 13.19 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -1.87 | 3.12 | 21.96 | -4.08 |
| 营业利润率(%) | 5.54 | 11.14 | 12.72 | 17.02 |
| 净资产收益率(%) | 1.99 | -3.21 | -6.84 | -- |
| 资产负债率(%) | 71.84 | 73.17 | 75.97 | 76.74 |
| 全部债务资本化比率(%) | 64.58 | 66.62 | 66.09 | 67.31 |
| 流动比率(%) | 92.85 | 99.94 | 97.64 | 108.94 |
| 经营现金流动负债比(%) | -2.29 | 1.76 | 12.01 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.59 | 0.31 | 0.49 | 0.61 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 3.79 | 1.87 | 1.45 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 7.12 | 13.93 | 12.59 | -- |
| 公司本部(母公司) | | | | |
| 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年3月 |
| 资产总额(亿元) | 107.70 | 135.39 | 135.66 | 136.93 |
| 所有者权益(亿元) | 43.84 | 41.93 | 49.20 | 48.59 |
| 全部债务(亿元) | 42.49 | 80.91 | 58.12 | 60.07 |
| 营业收入(亿元) | 0.76 | 1.27 | 1.01 | 0.21 |
| 利润总额(亿元) | 1.90 | 0.86 | 0.73 | -0.63 |
| 资产负债率(%) | 59.30 | 69.03 | 63.73 | 64.52 |
| 全部债务资本化比率(%) | 49.22 | 65.86 | 54.16 | 55.29 |
| 流动比率(%) | 75.34 | 74.20 | 51.14 | 85.90 |
| 经营现金流动负债比(%) | -0.63 | -0.53 | 1.00 | -- |

注：2017年财务数据为更正后数据；现金类资产已剔除受限制类货币资金；长期应付款中融资租赁款已计入长期债务；2021年1-3月财务数据未经审计

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 |
|--------------|------|------|------|-----------|--------|---|----------------------|
| 16广州万力MTN001 | AA | AA | 稳定 | 2020/7/24 | 杨涵 杨恒 | 一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907) 一般工商企业主体信用评级模型(打分表)(V3.0.201907) | 阅读全文 |
| 16广州万力MTN001 | AA | AA | 稳定 | 2016/6/14 | 王叶笛 刘哲 | 制造业信用评级方法(2016年) 制造业信用评级模型(2016年) | 阅读全文 |

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

声 明

一、本报告引用的资料主要由广州万力集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

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。

广州万力集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于广州万力集团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

广州万力集团有限公司（以下简称“公司”或“万力集团”）为国有独资企业，原名广州国际集团有限公司，成立于 2001 年 12 月 6 日，初始注册资本 20 亿元，由广州市人民政府（以下简称“广州市政府”）投资设立，由广州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“广州市国资委”）履行出资人职责。2007 年 12 月、2008 年 12 月与 2010 年 2 月，公司共计收到广州市国资委从国有资本收益中安排的国家资本金投入 1.70 亿元，按广州市财政局要求计入实收资本。2014 年 6 月 11 日，公司更名为现名。2019 年 10 月 31 日，广州市国资委将公司 100% 国有股权无偿划转至广州工业投资控股集团有限公司（原广州钢铁企业集团有限公司，以下简称“广州工业投资”），公司控股股东变为广州工业投资。2020 年 8 月 28 日广州工业投资下发《关于万力集团 3 亿元资本公积转增国有法人资本》（工控字〔2020〕186 号文），公司实收资本增至 24.70 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司实收资本 24.70 亿元。截至 2021 年 3 月底，控股股东广州工业投资持有公司股份未被质押；公司所持有下属上市公司股份未被质押。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

组织架构方面，广州工业投资对公司及其下属子公司进行事业部制管理；截至 2021 年 3 月底，公司合并范围主要包括 15 家二级子公司。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 354.35 亿元，所有者权益合计为 85.16 亿元（含少数股东权益 49.23 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 229.38 亿元，利润总额 4.77 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 370.79 亿元，所有者权益合计为 86.26 亿元（含少数股东权益 51.4 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 59.06 亿元，利润总额 1.97 亿元。

公司注册地址：广州市海珠区工业大道金沙路 9 号；法定代表人：江志强。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券余额共计 8.00 亿元，截至本报告出具日，募集资金已按计划用途使用完毕，跟踪期内相关债券按时足额付息。

表1 公司存续期债券情况（单位：亿元）

| 债券简称 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|----------------|------|------|-----------|-----------|
| 16 广州万力 MTN001 | 8.00 | 8.00 | 2016/8/18 | 2021/8/18 |

资料来源：WIND，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

¹文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空

间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好。其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

| 项目 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年一季度 (括号内为两年平均增速) |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------------------------|
| GDP (万亿元) | 83.20 | 91.93 | 98.65 | 101.60 | 24.93 |
| GDP 增速 (%) | 6.95 | 6.75 | 6.00 | 2.30 | 18.30 (5.00) |
| 规模以上工业增加值增速 (%) | 6.60 | 6.20 | 5.70 | 2.80 | 24.50 (6.80) |
| 固定资产投资增速 (%) | 7.20 | 5.90 | 5.40 | 2.90 | 25.60 (2.90) |
| 社会消费品零售总额增速 (%) | 10.20 | 8.98 | 8.00 | -3.90 | 33.90 (4.20) |
| 出口增速 (%) | 10.80 | 7.10 | 5.00 | 4.00 | 38.70 |
| 进口增速 (%) | 18.70 | 12.90 | 1.70 | -0.70 | 19.30 |
| CPI 增幅 (%) | 1.60 | 2.10 | 2.90 | 2.50 | 0.00 |
| PPI 增幅 (%) | 6.30 | 3.50 | -0.30 | -1.80 | 2.10 |
| 城镇失业率 (%) | 3.90 | 4.90 | 5.20 | 5.20 | 5.30 |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 6.50 | 5.60 | 5.00 | 1.20 | 13.70 (4.50) |
| 公共财政收入增速 (%) | 7.40 | 6.20 | 3.80 | -3.90 | 24.20 |
| 公共财政支出增速 (%) | 7.70 | 8.70 | 8.10 | 2.80 | 6.20 |

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比

增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增

长率，下同。

动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%。其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高

增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳

定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

1. 橡胶轮胎行业

2020年，中国橡胶轮胎产量出现下降，原材料价格波动不利于成本控制；汽车产销量同比下降，配套胎需求处于低位，而汽车保有量的持续增长可能在替换胎市场维持一定的需求。

自2016年以来中国橡胶轮胎外胎产量开始逐年下降。其中2017—2018年下降幅度最大，降幅达到11.9%。2019年我国橡胶轮胎外胎产量出现了短暂回升，但是由于受到新冠疫情的影响，2020年中国橡胶轮胎产量为81847.7万条，同比下降2.8%；中国橡胶轮胎外胎月均产量为6820.6万条，同比减少198.2万条。

从上游原材料来看，天然橡胶、炭黑、钢

帘线为轮胎生产的主要原材料。2020年，受新冠肺炎疫情、原油价格暴跌等因素影响，上半年主要原材料价格均呈下降趋势。其中天然橡胶价格一度跌至9360元/吨，创2009年以来的低点。而后伴随全球经济的陆续恢复，复工复产带动下需求增加，天然橡胶价格、炭黑、钢材价格持续上涨，特别是11—12月升幅较大。原材料价格的频繁波动加大了轮胎生产企业的成本控制难度。

从下游需求来看，轮胎需求主要来源于配套胎以及替换胎两个市场，中国乘用车替换胎、配套胎和商用车替换胎、配套胎的占比分别为60%、29%、8%和3%，替换胎是轮胎需求的主要市场。根据中国汽车工业协会的统计数据，2020年全年，我国汽车产销量继续蝉联全球第一，产销量分别为2522.5万辆和2531.1万辆，同比分别下降2.0%和1.9%，降幅较上年分别收窄5.5个百分点和6.3个百分点。乘用车方面，2020年，我国乘用车产销量分别为1999.41万辆和2017.77万辆，同比分别下降6.53%和6.03%，占汽车产销比重分别达到79.26%和79.72%；新能源汽车重回上升通道，全年产销量分别为136.61万辆和136.73万辆，同比分别增长10.01%和13.38%；在基建投资回升、国III汽车淘汰、治超加严以及新能源物流车快速发展等利好因素促进下，商用车产销分别完成523.12万辆和513.33万辆，同比分别增长19.96%和18.69%。中国汽车产销量均同比下降，配套胎市场需求处于低位。

据公安部统计，截至2020年底，全国汽车保有量达2.81亿辆，全国新注册登记汽车2424万辆，私家车保有量首次突破2亿辆。随着汽车保有量逐步增加，轮胎替换需求超过配套需求成为影响轮胎行业发展的主要因素。

2. 装备制造行业

2020年，中国工程机械行业景气度仍处

于较高水平，下游行业需求旺盛，各产品销量同比增长，挖掘机销量增速持续保持高位。新冠肺炎疫情对工程机械行业供给端影响有限，需求端在 2020 年一季度受疫情影响较大，但随着全国复产复工的加快，前期压制的需求得到释放，以及下游基础设施行业逆周期调节的不断加码，二、三、四季度各类产品销量同比大幅增长。

2020 年，中国工程机械行业维持较高景气度，疫情后的积压需求的释放，以及中国投资与重大项目陆续开工成为主要的推动力，由此带来的新增需求形成了有效的短期支撑，整体市场超预期。根据中国工程机械工业协会行业统计数据，2020 年全年纳入统计的 25 家主机制造企业，共计销售各类挖掘机 32.76 万台，较上年增长 39.00%，增速较上年上升 23.12 个百分点。分吨位来看，2020 年大挖（≥28.5t）销量为 3.8 万台，较上年增长 28%；中挖（18.5~28.5t）销量为 7.7 万台，较上年增长 50%；小挖（<18.5t）销量为 17.7 万台，较上年增长 39%。装载机全年实现销量 13.12 万台，较上年增长 6.12%，增速较上年上升 1.37 个百分点。其中：3 吨及以上装载机销售 12.30 万台，较上年增长 6.11%。

2018 年以来，随着中国经济增速下滑，房地产调控政策的持续加码以及基础设施投资增速的放缓对工程机械行业短期发展速度造成影响。2020 年以来，逆周期调整政策的不断加码，下游行业对各类工程机械产品需求加大。未来随着工程机械产品存量增长导致更新需求释放，以及环保政策趋严加速设备更新换代，工程机械产品需求空间有望保持。

2020 年 5 月，全国两会上李克强总理作 2020 政府工作报告政府工作报告，对全球疫情和经贸形势均面临较大不确定性背景下的全年政府工作做总体部署。本次政府工作报告明确提出“积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度”，2020

年财政赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比上年增加 1 万亿元；实施扩大内需战略，扩大有效投资，2020 年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，较 2019 年大幅增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是加强新型基础设施建设、发展新一代信息网络、拓展 5G 应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站设施等。2020 年 8—9 月，地方政府专项债券分别发行了 7199.29 亿元和 5083.14 亿元，这是继 5 月份（专项债发行 10309.65 亿元）的又一高点。截至 2020 年 9 月底，地方政府专项债券累计发行 36966.97 亿元，已经完成全年计划（37500.00 亿元）的 98.58%，财政部表示，将确保新增专项债于 10 月底发行完成。2020 年 8—10 月地方政府专项债发行提速。专项债可用作资本金项目范围扩大，投向基建比例将明显提升。基建投资增速的回升直接拉动工程机械的需求。

新冠肺炎疫情对供给端压力主要来自于海外零部件的采购紧缺。目前中国工程机械企业的核心零部件仍依赖于海外采购，如发动机、液压件、变速箱等，面对主机厂提出的配件采购需求，海外供应商对采购订单的满足很可能达不到主机厂的要求，或者延期数月才可能满足，进而影响对终端客户的交货。此外，面对疫情，国际物流运输也会受到一定程度的影响。这也是影响采购配件满足生产的一大风险。但从实际情况看，海外零部件的采购在 2020 年 3 月份复工后并未对主机厂的生产造成严重制约，各主机厂对核心零部件的储备充足，供应链运转正常。

六、基础素质分析

1. 产权状况及股东支持

公司实际控制人为广州市国资委，公司自成立以来多次获广州市政府资产划拨，政

府支持力度大。

截至2021年3月底，公司控股股东为广州工业投资，实际控制人为广州市国资委（广州市人民政府授权广州市国资委履行出资人职责，出资比例占公司实收资本的100%）。

公司自成立以来，广州市政府通过划转资产、补贴等方式对公司进行了大力支持，先后将广州建材企业集团有限公司部分资产、广州橡胶企业集团有限公司、广州化工集团有限公司（以下简称“广化集团”）无偿划拨给公司。以上资产的划转，充实了公司资本，同时扩大了业务范围，为公司提供了良好的发展机遇。

2. 企业规模及竞争力

公司主要从事橡胶轮胎、盐化工、精细化工和工程机械的研发、生产和销售，在产业链布局、品牌影响力、研发创新和品质保证等方面具备明显的竞争优势。

公司橡胶轮胎、盐化工及精细化工板块分别由万力轮胎股份有限公司（以下简称“万力股份”）、广东南方碱业股份有限公司（以下简称“南方碱业”）、广化集团等多家具有行业影响力的子公司运营。公司制定了以橡胶轮胎、盐化工、精细化工、装备制造为主业，现代服务业为辅业的“4+1”发展战略，橡胶轮胎、盐化工、精细化工、装备制造为目前发展重点，现代服务业并行的发展计划。

公司旗下“万力”品牌，在轮胎行业具有较高的知名度，曾获国家质检总局“中国名牌产品”、国家商务部“重点培育和发展的品牌出口产品”等荣誉称号；“万力”品牌是国家工商总局“中国驰名商标”。

公司装备制造板块已创新研发出 200 多个规格型号，具有自主知识产权和核心竞争力的高性能产品。主力产品 SWDM360H 型旋挖钻机荣获“中国工程机械年度产品 TOP50（2019）金口碑奖”，旋挖钻机 SWDM300H 荣获“CMIIC2019 中国工程机械产业互联网大

会明星产品奖”。

公司重视技术开发，重点经营板块技术研发水平先进，为公司在橡胶轮胎领域和化工领域的发展提供了有力支持。公司拥有国家级企业技术中心和国家级检测中心，曾先后多次承担国家火炬计划和国家863科技攻关项目，共获授专利112项，先后填补15项国内轮胎技术空白。其中轮胎（S-1063）获得广东省外观专利金奖。2020年，公司研发投入4.66亿元，同比增长50.13%。

3. 企业信用记录

根据企业提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4401000002248118），截至2021年7月13日，公司无不良或关注类信贷记录，过往履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度、其他高级管理人员方面未发生重大变化。

八、重大事项

广化集团土地纳入政府储备用地，未来预计将收到大额土地补偿款，并将产生较大规模营业外收入。

根据广州市政府整体规划，广化集团下属企业的 6 块生产用地已列入广州市政府经营性储备用地计划，如附件 2 所示，总用地面积 75.93 万平方米，目前 6 个地块均已签订收储地协议。其中子公司—广州昊天化学（集团）有限公司地块收地协议按照“退二”政策签订，即按企业土地、建构筑物、设备、搬迁、经济损失等评估价值，并增加一倍工业基准地价补贴和搬迁奖励补偿确定补偿金额；其余按广州市政府《关于加快推进“三旧”改造工作的意见》（穗府〔2009〕56号）和《关于

加快推进三旧改造工作的补充意见》(穗府〔2012〕20号)规定,即“三旧”改造政策的旧厂房“公开出让,收益支持”方式交政府储备,计算交地补偿金。

根据已签订的收地协议,并参照待出让地块就近地块拍卖价格,预计以上6块土地将收到土地补偿款合计122.52亿元,目前广化集团已收预付款9.98亿元,除小部分作为安置费支付职工外,大部分计入“营业外收入”科目。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年,公司营业收入同比有所增长,受益于盈利水平相对较高的装备制造业务贡献比重上升,公司综合毛利率同比有所增长。

2020年,公司实现营业收入229.38亿元,同比增长43.21%。分板块来看,装备制造和其他业务为公司收入的主要来源,分别占公司营业收入的40.88%和40.75%。2020年,公司装备制造业务收入93.76亿元,同比大幅增加49.92亿元(山河智能装备股份有限公司(以下简称“山河智能”)2019年实现营业收入74.27亿元,2020年同比增长26.25%),主要系房地

产开发和基础设施建设等下游行业对各类工程机械产品需求加大所致;其他业务收入93.48亿元,同比增长39.27%,主要系广州化工交易平台业务量增长所致。其他主营业务板块受新冠肺炎疫情影响,产品价格和销量有所下降,导致收入均有所下降。

从毛利率来看,得益于盈利水平相对较高的装备制造业务收入贡献提升,2020年公司年综合毛利率同比增加1.62个百分点至13.18%。其中,受毛利率较高的中、大型挖掘机械销售比重上升影响,公司装备制造业务毛利率同比增加0.81个百分点至27.14%;受广化交易平台业务量增长影响,公司其他业务毛利率同比增加0.95个百分点至1.67%;公司精细化工业业务毛利率同比增加0.31个百分点至29.26%,主要系产品结构调整,内销增长影响所致;受新冠肺炎疫情影响,以及行业高库存导致销售价格大幅下降影响,公司盐化工业务毛利率同比大幅减少19.03个百分点至-10.30%;受销量大幅下滑影响,公司橡胶轮胎业务毛利率同比减少3.29个百分点至8.25%。

2021年1—3月,公司实现营业务收入59.06亿元,同比增长67.84%;当期综合毛利率为17.50%,同比增加4.74个百分点。

表3 2018—2020年以及2021年1季度公司收入和毛利率情况(单位:亿元、%)

| 业务板块分类 | 2018年 | | | 2019年 | | | 2020年 | | | 2021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 |
| 橡胶轮胎 | 36.80 | 35.21 | 9.31 | 34.41 | 20.86 | 11.54 | 29.36 | 12.80 | 8.25 | 8.57 | 14.51 | 13.39 |
| 盐化工 | 9.68 | 9.26 | 11.92 | 9.64 | 6.02 | 8.73 | 7.41 | 3.23 | -10.30 | 1.95 | 3.30 | -7.90 |
| 精细化工 | 5.66 | 5.42 | 27.25 | 6.17 | 3.85 | 28.95 | 5.37 | 2.34 | 29.26 | 1.33 | 2.25 | 31.07 |
| 装备制造 | -- | -- | -- | 43.84 | 27.37 | 26.33 | 93.76 | 40.88 | 27.14 | 33.64 | 56.96 | 26.54 |
| 其他 | 52.38 | 50.11 | 0.33 | 67.12 | 41.90 | 0.72 | 93.48 | 40.75 | 1.67 | 13.57 | 22.98 | 0.02 |
| 合计 | 104.52 | 100.00 | 6.03 | 160.17 | 100.00 | 11.56 | 229.38 | 100.00 | 13.18 | 59.06 | 100.00 | 17.50 |

注:山河智能于2019年6月13日纳入公司合并范围,装备制造业务板块收入只包含山河智能6-12月营业收入

资料来源:公司提供

2. 业务运营

(1) 橡胶轮胎

2020年,受新冠肺炎疫情影响,公司橡胶轮胎产量和销量均有所下滑。

公司轮胎业务由万力股份负责运营,公司直接持有万力股份80.90%的股权,广州市华南橡胶轮胎有限公司(以下简称“华南轮胎”)持有19.10%的股权。跟踪期内,万力股

份在橡胶轮胎板块维持了主要原材料与辅料统筹安排、采购、生产、销售为一体的经营模式，保持了华南地区最大子午线轮胎生产企业的区域市场地位。截至 2020 年底，万力股份资产总额 54.22 亿元，净资产 19.82 亿元；2020 年，万力股份实现营业收入 29.34 亿元（2019 年为 31.12 亿元），利润总额-2.51 亿元（2019 年为-2.63 亿元）。

公司生产轮胎所需的原材料主要包括：天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等，2020 年天然橡胶和合成橡胶在轮胎采购总成本中占 49%左右，炭黑和钢丝帘线在总采购成本中占 29%左右，其他原材料为帘布和化工助剂等。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司橡胶轮胎所需原材料的采购量和采购均价均有所下降。2020 年万力股份主要通过江苏兴达帘线股份有限公司和 NEWFORTUNE INTERNATIONAL HOLDING CO.,LTD 等公司采购原材料，前五大供应商采购金额为 7.58 亿元，占总采购额的 66%，集中度较高。

表 4 2018—2020 年轮胎原材料采购情况

(单位：吨、元/吨)

| 原材料 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|------|
| | 采购量 | 均价 | 采购量 | 均价 | 采购量 | 均价 |
| 天然橡胶 | 33523 | 9915 | 37734 | 9865 | 32131 | 9599 |
| 合成橡胶 | 33674 | 11169 | 46857 | 10393 | 25240 | 8975 |
| 炭黑 | 43483 | 6196 | 54050 | 5188 | 34360 | 4750 |
| 钢丝帘线 | 19207 | 8003 | 22594 | 7467 | 19155 | 7528 |

资料来源：公司提供

2020 年，公司轮胎总产量为 982.31 万套。其中全钢子午胎 131.46 万套，半钢子午胎 850.85 万套，同比分别增长 7.53%和下降 25.49%。从产能分布来看，合肥和从化基地产能分别为 200 万套/年和 1500 万套/年，2020 年产能利用率分别为 65.73%和 56.72%，同比分别增加 4.60 个百分点和减少 19.41 个百分点，近年来，受轮胎行业整体景气度较低影

响，公司产能利用率较低。

表 5 2018—2020 年度轮胎产量情况

(单位：万套)

| 产量 | | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-------|----|---------|---------|--------|
| 全钢子午胎 | 合肥 | 136.80 | 122.25 | 131.46 |
| 半钢子午胎 | 从化 | 1141.80 | 1141.92 | 850.85 |
| 合计 | | 1278.60 | 1264.17 | 982.31 |

注：全钢子午胎全部由合肥基地生产，半钢子午胎全部由从化基地进行生产制造

资料来源：公司提供

从销量上看，2020 年，公司半钢子午胎销量同比下降 20.82%至 922.85 万套，全钢子午胎销量同比增长 20.67%至 142.22 万套。从销售价格上看，2020 年，半钢子午胎销售价格同比下降 3.43%至 167.75 元/套，全钢子午胎销售价格同比下降 9.26%至 850.36 元/套。

表 6 2018—2020 年轮胎销售情况

| 销售量(万套) | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-----------|---------|---------|--------|
| 全钢子午胎 | 131.16 | 117.86 | 142.22 |
| 半钢子午胎 | 1097.38 | 1165.44 | 922.85 |
| 销售价格(元/套) | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
| 全钢子午胎 | 951.77 | 937.19 | 850.36 |
| 半钢子午胎 | 164.70 | 173.71 | 167.75 |

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2020 年轮胎销售额中国内市场占 36.68%，国外市场占 63.32%。截至 2020 年底，公司轮胎产品已经销售至英国、巴西、墨西哥、沙特和西班牙等 110 多个国家和地区，拥有“万力”品牌销售代理商 84 个，“SUNNY”品牌销售代理商 75 个，贴牌厂商 5 个。国内市场方面，主要分为维修和配套两个市场渠道，主要采用区域代理模式。公司销售遍布全国各省，已建立起由 130 余家经销商、约 5000 家分销商组成的销售网络。目前，公司为广汽乘用车、一汽轿车、东风乘用车、比亚迪、江淮汽车等多家整车厂提供配套。公司与整车厂结算主要采取先货后款的方式，

结算周期一般为 3-6 个月；与经销商的销售结算主要采取先款后货方式。2020 年，公司对前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的 29.43%，客户集中度一般。

(2) 盐化工

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司盐化工业务产品产量、销量和市场平均销售价格均有所下降。

公司盐化工业务主要运营主体是南方碱业，公司持有其80.57%的股权。截至2020年底，南方碱业资产总额9.15亿元，净资产6.49亿元。2020年，南方碱业实现营业收入7.41亿元（2019年为9.63亿元），利润总额-1.53亿元（2019年为0.01亿元）。

南方碱业主要采用氨碱法生产纯碱。截至2020年底，南方碱业纯碱产能为60万吨/年，是华南地区最大的纯碱企业，约占华南地区1/3的市场份额。南方碱业资源优势明显，拥有东莞市中堂镇东腾盐矿开发公司25%股权，该公司的盐矿资源丰富，对纯碱生产原料卤水供应量起到了保障作用。南方碱业还与新星石油公司签订了战略合作协议，为后期产能提升提供了卤水供应保障。

公司纯碱生产所需原燃料包括块煤、石灰石、盐和液氨。2020年，公司采购块煤占采购总成本的14.24%；原料石灰石和盐在采购成本中的占比分别是16.40%和15.47%。

生产方面，2020年，南方碱业纯碱产量54.12万吨，同比下降6.75%。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，下游市场需求量下降，公司纯碱销售量和销售均价同比均有所下降，分别为53.40万吨和1485.02元/吨，分别同比下降7.53%和19.96%。

表 7 2018—2020 年纯碱产销情况

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|---------|---------|---------|---------|
| 产量（万吨） | 58.63 | 58.04 | 54.12 |
| 销量（万吨） | 58.07 | 57.75 | 53.40 |
| 均价（元/吨） | 1900.30 | 1855.26 | 1485.02 |

资料来源：公司提供

南方碱业的全部产品由公司本部统一在国内销售，采用直销模式，直接供货给玻璃厂等终端用户，纯碱产品销售行业客户群包括玻璃、漂染、洗涤用品、味精食品等行业。其中玻璃行业销售占比在80%以上。2020年前五大客户销售额占总销售收入的67.49%，客户集中度较高。公司销售结算以现金和银行承兑汇票为主，账龄在1~2个月左右。

(3) 精细化工

2020年，公司精细化工业务由于受新冠肺炎疫情影响，销售价格和收入同比均有所下降，受产品销售结构调整，毛利率同比有所增长。

公司精细化工板块主要为从事涂料、溶剂、粘胶剂等精细化工的生产和销售；其中涂料产品销售额占精细化工整体销售额的一半以上。涂料产品的核心运营主体为公司子公司广东珠江化工涂料有限公司（以下简称“珠化涂料”，公司对其持股95%）。截至2020年底，珠化涂料资产总额5.52亿元，净资产4.32亿元，2020年实现营业收入3.68亿元（2019年为3.81亿元），利润总额0.13亿元（2019年为0.06亿元）。

截至2020年底，公司涂料产能为9万吨/年；2020年公司涂料实际产量为2.46万吨，同比小幅下降。精细化工生产所需的原料主要有工业用裂解碳九、环氧树脂、精豆油、二甲苯、聚酰胺等，2020年以上主要原材料占公司原料采购成本总额比例为40.47%。由于精细化工生产所需的原材料种类较多，供应商较分散，采购结算方式多样。

销售方面，2020年公司涂料产品销量为2.45万吨，同比略有增长。2020年前五大客户合计销售收入占全年精细化工产品销售收入的29.78%，集中度一般。

(4) 其他业务板块

2020年，广化交易平台收入规模持续放量，营业收入和毛利率同比均有所增长。

2020年，公司其他业务板块实现收入

93.48亿元，主要是公司全资子公司广州化工交易中心有限公司（以下简称“广化交易”）通过公司自建平台广州化工交易中心实现的撮合及自营业务收入。该交易平台拥有经营化工产品大宗商品交易牌照，是广州市规划建设的大宗商品交易平台之一，目前，广化交易数据库信息涵盖8大类，近300种化工产品行情走势分析数据及相关产品价格动态信息，数据库信息量超过50万条。

广化交易通过交易平台进行的交易分为自营及撮合模式：自营模式下，公司作为中间贸易商，利用上下游资源赚取中间差价，采取以销定采的方式规避价格波动风险，2020年自营业务交易额约3.61亿元（其中，万力股份通过广州化工交易中心有限公司进行原材料采购的规模为0.08亿元，合并层面已抵消）。撮合模式下，公司作为经纪商，撮合平台上下游供需订单，目前只收取服务费，2020年撮合业务交易规模达87.38亿元。平台用户包括生产商、贸易商等多种参与者，通过平台发布的实时供需信息，形成交易意向，撮合业务结算方式分为现款现货和预付平台保证金（约为交易额的10-20%），预付方式进行的结算周期一般不超过30天。

（5）装备制造

2020年，受房地产开发、基础设施建设等下游行业对各类工程机械产品需求加大，以及毛利率较高的中、大型挖掘机销售比重上升影响，公司装备制造业务收入和毛利率同比均有所增长。

公司装备制造业务经营主体为山河智能，产品包括地下工程机械、挖掘机及其他工程机械和通用航空设备等；航空服务业务主要为全球航司提供商用飞机的租赁、销售、维修、改装等服务。截至2020年底，山河智能资产总额173.58亿元，净资产54.41亿元，2020年实现营业收入93.77亿元，利润总额6.63亿元。

山河智能的主要原材料及部件为液压气

动、动力传输、电工电器、外协件、耗品耗材、标准件、钢材等。山河智能建立了有效的采购质量管理和采购成本控制流程。其中，主要原材料及部件的采购渠道以战略合作和总部招标为主。

表8 2018—2020年山河智能营业成本构成
(单位：亿元)

| 行业分类 | 项目 | 2018年 | 2019年 | 2020年 |
|------|-----------|-------|-------|-------|
| 工程机械 | 原材料及其他零部件 | 33.82 | 39.94 | 62.43 |
| | 直接人工成本 | 0.66 | 0.82 | 0.90 |
| | 折旧与摊销 | 0.71 | 0.75 | 0.95 |
| | 其他 | 0.49 | 0.73 | 0.90 |
| 航空业务 | 原材料及其他零部件 | 1.17 | 1.72 | 0.74 |
| | 直接人工成本 | 0.77 | 1.15 | 0.52 |
| | 维修保养费 | 1.42 | 2.07 | 0.92 |
| | 其他 | 1.42 | 2.07 | 0.50 |
| 合计 | | 40.46 | 49.25 | 67.86 |

资料来源：公司提供

山河智能工程机械类原材料成本占生产成本总额的85%以上。其中，2020年原材料及其他零部件占工程机械类采购成本的95.78%，工程机械类原材料及其他零部件的采购成本对公司盈利状况影响较大。2020年山河智能前五大供应商采购金额合计12.98亿元，占年度采购总额的20.96%，集中度一般。

结算方式方面，山河智能主要采用电汇、承兑汇票、信用证进行结算等。承兑汇票期限一般为3~6个月，采用滚动付款的模式。跟踪期内，山河智能主要原材料及部件供应商和采购结算方式无重大变化。

山河智能的生产模式按需求来源主要包含“按订单预测投产（备货式）及按客户订单投产”，以订单预测投产为主；按产品特性主要包含“月度滚动量产、周期性量产、预测+订单投产、订单式投产”；按组织模式主要是多品种小批量的柔性生产组织与规模化刚性生产组织相结合。不同生产组织模式的产品，订单交货周期差异较大，备货式生产的订单

交货短则一周以内，销售旺季为一个月左右，订单式生产的订单为 3~6 个月不等。对于达到规模批量生产条件的整机或零部件产品，事业部采取流水线生产组织方式。对于大吨位或客户个性化定制的挖掘机械、凿岩机械、桩工机械、盾构机械、高空作业机械、军用工程机械等，完全根据客户订单确定产品和产量，组织生产；对于产销需求量较大且标准化配置高的产品，如挖掘机械、凿岩机械、桩工机械等产品，采取适当建立库存，根据库存消化情况和市场预测情况组织生产。

2020 年，山河智能实现销售收入 93.77 亿元，同比增长 26.25%。其中，工程机械销售额占全年营业收入的 87.90%。从产销量来看，2020 年，山河智能工程机械生产量和销售量分别增长 54.47% 和 59.73% 至 10705 台和 11117 台，主要系房地产开发、基础设施建设等下游行业对各类工程机械产品需求加大所致。

从销售结算方式来看，山河智能产品销售模式主要有工厂直销和经销商销售两种模式，销售结算方式则采用全额付款、分期付款、按揭销售、融资租赁等四种方式，2020 年山河智能向本部及下属全资子公司、控股子公司的终端客户、经销商提供银行或外部融资租赁机构的承兑、融资租赁、按揭贷款、保理授信业务担保，担保授信总额 71.00 亿元（详见表 10）。

从销售区域看，山河智能产品销售以境内为主，国内销售区域分布广泛。公司境外销售收入占比较低，2020 年为 15.47%；但由于出口收入大部分以外币结算，此外山河智能还持有有一定规模的外币，汇率波动对公司盈利能力存在一定影响。

销售集中度方面，2020 年，山河智能前五大客户销售金额占全年销售收入的比重为 8.15%，同比减少 6.92 个百分点，集中度低，公司对主要客户依赖度不高。

3. 在建项目

结合目前项目完成进度、公司资金状况与在建项目未来几年投资安排，公司面临一定筹资压力。

截至 2021 年 3 月底，公司总投资规模较大的在建项目有工控资本大厦（原万力总部大楼）建设项目、山河智能工业城工程建设项目等。

工控资本大厦项目计划总投资额为 8.50 亿元，已于 2017 年 9 月正式开工，截至 2021 年 3 月底，已完成投资 7.98 亿元，计划 2021 年 6 月竣工。

山河智能工业城工程建设项目：①工业城一期工程三阶段项目：计划总投资额 1.80 亿元，已投资总额 1.80 亿元。主要建设包含工业厂房、倒班楼、厂区卫生间、管理用房、附属道路及绿化等。目前已交付使用。②工业城一期续建区、精饰车间、车间建设项目：计划总投资额 10.00 亿元，已投资总额 9.85 亿元。主要包括工业厂房、门卫室、综合楼、污水处理站等。目前已交付使用。③工业城二期新总部基地项目：计划总投资额 3.80 亿元，已投资总额 2.80 亿元。主要包括建设总部办公大楼、传达室、收发室、试验山体、试验水池，附属道路及绿化等。目前已交付使用。④工业城三期，计划总投资额 15.11 亿元，已投资总额 430 万元，预计 2023 年 9 月完工。

另外，公司在建项目还包括黄埔化工商业项目（计划总投资额 7.80 亿元，已投资总额 1.49 亿元）、橡胶一厂南厂区改造项目（计划总投资额 0.60 亿元，已投资总额 0.47 亿元）、隔震橡胶支座产业项目（计划总投资额 0.65 亿元，已投资总额 0.06 亿元）和口罩熔喷布生产项目（计划总投资额 0.65 亿元，已投资总额 0.05 亿元）等，金额较为分散。

4. 经营效率

2020年，公司整体经营效率变化不大，经营效率一般。

从经营效率指标看，2020年，公司销售债权周转次数同比有所下降；存货周转次数和总资产周转次数同比均有所增长，分别为4.51次、5.46次和0.66次。整体看，公司经营效率一般。

5. 未来发展

公司已制定了较为清晰的发展战略，可行性较强。

公司未来将通过机会型并购发展工业涂料，协同服务汽车和电子电器产业，稳定型发展林产化工。以山河智能为代表的工程机械业务作为支柱产业，围绕山河智能打造工程机械业务体系，大力发展优势业务的同时探索进入高增长细分的机会。

十、财务分析

公司提供的2020年度财务报告已经中审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司2021年1—3月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2020年公司合并范围新增3家子公司（分别为广州金邦有色金属有限公司、广州广钢集团工程建设有限公司、广州市冶金建设公司），处置9家子公司（分别为广州万力轮胎商贸有限公司、广州广钢集团工程建设有限公司、广州市冶金建设公司、香港新里程国际橡胶实业有限公司、广州昊天化学（集团）有限公司、广州化工分析测试中心有限公司、广州华穗陶粒制品有限公司、广州市新型建筑材料厂、广州万力贸易有限公司）；2021年1—3月，公司合并范围较2020年底无变化，截至2021年3月底，公司合并范围内子公司共计45家。总体看，跟踪期内公司合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为354.35亿元，所有者权益合计为85.16亿元（含少数股东权益49.23亿元）。2020年，公司实现营业收入229.38亿元，利润总额4.77亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为370.79亿元，所有者权益合计为86.26亿元（含少数股东权益51.4亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入59.06亿元，利润总额1.97亿元。

1. 资产质量

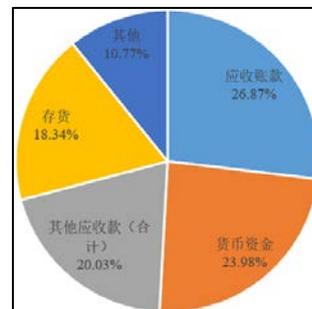
截至2020年底，公司资产总额较上年底略有增长，构成以流动资产为主，应收账款和存货占比较高，对营运资金有一定占用；非流动资产中可供出售金融资产的股权质量较好，公司整体资产质量一般。

（1）流动资产

截至2020年底，公司资产总额为354.35亿元，较上年底增长3.75%；其中流动资产占50.40%，非流动资产占49.60%，公司资产以流动资产为主。

截至2020年底，公司流动资产178.60亿元，较上年底略有增长；从构成看，流动资产主要为货币资金（占23.98%）、应收账款（占26.87%）、其他应收款（占20.03%）和存货（占18.34%）。

图1 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金42.83亿元，较上年底增长37.50%。从构成看，主要为银行存款（占76.21%）和其他货币资金（占

23.77%)。其中使用受限的货币资金为 8.42 亿元，主要为银行承兑汇票保证金 (4.39 亿元) 和其他保证金 (3.26 亿元)。

截至 2020 年底，公司应收账款账面余额 56.73 亿元 (共计提坏账准备 8.74 亿元)，账面价值 48.00 亿元，较上年底增长 4.55%。其中，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额 42.01 亿元，占应收账款总额的 74.05%，从账龄分布看，1 年以内 (含 1 年) 的占 77.53%，1~2 年 (含 2 年) 的占 11.18%，2 年以上的占 11.28%，整体账龄偏短；公司应收账款坏账准备综合计提比例为 10.39%；按欠款方归集的应收账款前五名合计欠款账面余额 7.16 亿元，占应收账款账面余额的 12.62%，集中度一般。

截至 2020 年底，公司其他应收款账面余额 59.38 亿元 (共计提坏账准备 23.61 亿元)，账面价值 35.78 亿元，较上年底下降 12.94%。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 38.11 亿元。其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款项 11.21 亿元，计提坏账准备 1.92 亿元，从账龄分布来看，1 年以内 (含 1 年) 的占 69.02%，1~2 年 (含 2 年) 的占 4.57%，2~3 年 (含 3 年) 的占 9.26%，3 年以上的占 17.15%；按单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 21.24 亿元，计提坏账准备 21.24 亿元 (计提比例 100%，主要为广州国际信托投资公司国投债务重组资产包 19.97 亿元 (公司成立初始，广州市政府以对国投债权作为投入，入账“其他应收款”；后续公司对国投债权部分收回，并根据广州市国资委文件划出一部分，剩余部分则因广州市政府主导国投重组事项纳入重组包，公司签署协议放弃受益权，全额计提坏账准备)；按欠款方归集的其他应收款前五名合计欠款账面余额 47.02 亿元。其中，广州市土地开发中心暂估土地款 22.23 亿元，主要为“234 地块”暂估款和“AF040225-A 地块”的拍卖应收款；占其他应收款总额的

79.17%，集中度高。

截至 2020 年底，公司存货账面价值 32.76 亿元，较上年底下降 18.37%，主要系公司消耗库存所致；主要由原材料 (占 31.01%) 和库存商品 (占 46.55%) 构成。公司共计提存货跌价准备 1.83 亿元。

(2) 非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 175.74 亿元，较上年底增长 7.11%；从构成看，主要由投资性房地产 (占 12.14%) 和固定资产 (占 52.79%) 构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产账面价值 16.78 亿元，较上年底下降 11.36%，主要系公司所持有广州农村商业银行股份有限公司 (以下简称“广州农商行”) 股权价值变动所致，从构成看，全部为可供出售权益工具。其中以公允价值计量的可供出售权益工具 8.28 亿元，主要为对广州农商行的股权投资 (广州农商行于 2017 年 6 月在港交所上市，公司持有其 31988.0672 万股股票 (无质押)，股票价格波动对公司所有者权益影响较大)；此外，以成本法计量的可供出售金融资产主要为对广州银行股份有限公司 (以下简称“广州银行”) 和国资产业发展基金等股权的投资。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 21.33 亿元，较上年底大幅增加 18.71 亿元，主要系计量方式由成本法转变为公允价值计量法所致。从构成看，房屋、建筑物占 86.22%，土地使用权占 13.78%。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值为 92.78 亿元，较上年底下降 5.81%。从构成看，主要包括房屋及建筑物 (占 36.06%)。截至 2020 年底，公司累计计提折旧 54.72 亿元，计提减值准备 1.45 亿元；公司固定资产成新率为 62.08%，成新率尚可。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额合计 370.79 亿元，较 2020 年底增长 4.64%；其中流动资产与非流动资产占比分别为 55.71% 和

44.29%，流动资产占比较2020年底略有增长。

受限制资产方面，截至2021年3月底，公司受限制资产账面价值共计37.24亿元，类型、账面价值及原因如下表列示。

表9 截至2021年3月底公司资产受限情况
(单位: 亿元)

| 项目 | 账面价值 | 受限原因 |
|------|-------|--------|
| 在建工程 | 1.66 | 抵押借款 |
| 土地 | 1.79 | 抵押借款 |
| 固定资产 | 3.45 | 提供担保 |
| 固定资产 | 21.26 | 抵押借款 |
| 银行存款 | 0.9 | 定期存款 |
| 存货 | 0.24 | 提供担保 |
| 银行存款 | 7.03 | 住房基金 |
| 固定资产 | 0.91 | 固定资产清理 |
| 合计 | 37.24 | -- |

资料来源: 公司提供

2. 资本结构

(1) 所有者权益

公司少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益为85.16亿元（其中归属于母公司所有者权益35.93亿元，少数股东权益49.23亿元），较上年底下降7.07%，主要系未分配利润和少数股东权益下降所致。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占68.75%，资本公积占82.37%，其他综合收益占10.26%，未分配利润占-62.29%。截至2021年3月底，公司所有者权益合计86.26亿元，较2020年底增长1.30%，权益结构较2020年底变化不大。公司未分配利润持续为负，主要系公司出于对国投尚未收回的40.37亿元债权收回可能性极低考虑，于2010年12月对该笔债权全额计提减值准备，并冲减未分配利润（体现在公司2011年报告年初数中）。

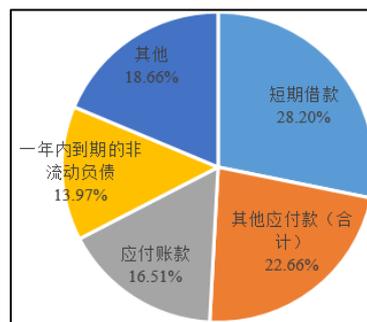
(2) 负债

截至2020年底，公司有息债务规模有所下降，短期债务占比高，整体债务负担重，债务结构有待改善。

截至2020年底，公司负债总额269.19亿元，较上年底增长7.72%。其中流动负债占67.95%、非流动负债占32.05%，流动负债占比较高。

截至2020年底，公司流动负债182.92亿元，较上年底增长3.02%。从构成看，主要为短期借款（占28.20%）、应付票据（占13.78%）、应付账款（占16.51%）、其他应付款（合计）（占22.66%）和一年内到期的非流动负债（占13.97%）。

图2 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源: 公司年报, 联合资信整理

截至2020年底，公司短期借款51.58亿元，较上年底下降23.61%；从构成看，主要为保证借款（占23.96%）和信用借款（占74.43%）构成。截至2020年底，公司逾期尚未偿还的短期借款0.55亿元（借款方为广州市农药厂，属历史遗留问题，据法律意见书公司无需对该债务承担责任）。

截至2020年底，公司应付票据25.21亿元，较上年底增长12.69%，从构成看，商业承兑汇票占37.41%，银行承兑汇票占62.59%。

截至2020年底，公司应付账款30.19亿元，较上年底增长17.48%，从账龄来看，1年以内（含1年）的占92.91%，账龄较短。

截至2020年底，公司其他应付款（合计）41.45亿元，较上年底大幅增加26.80亿元，主要系往来款大幅增长所致。截至2020年底，其他应付款40.81亿元，从构成看，公司其他应付款主要为应付广州钢铁控股有限公司（以下简称“广州钢铁控股”）15.00亿元、广州工业投资控股集团4.20亿元、广州市财务局2.86亿元和山河智能其他应付款5.33亿元。

截至2020年底，公司非流动负债86.27亿元，较上年底增长19.26%，主要系长期借款增长所致。从构成看，主要为长期借款（占

70.56%)和长期应付款(合计)(占12.54%)。

截至2020年底,公司长期借款60.88亿元,较上年底增长29.85%,从构成看,主要为质押借款(占24.59%)、保证借款(占10.94%)和信用借款(占64.44%)。

截至2020年底,公司长期应付款(合计)10.82亿元,较上年底增长81.64%。截至2020年底,公司长期应付款8.58亿元。其中,期末余额最大的前五项共计3.12亿元,主要为应付融资租赁款(占88.14%)。

从有息债务来看,截至2020年底,公司全部债务165.98亿元,较上年底下降9.25%;其中短期债务占61.66%,长期债务占38.34%,债务结构以短期债务为主;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75.97%、66.09%和42.77%。

截至2021年3月底,公司负债合计284.53亿元,较2020年底增长5.70%。公司全部债务177.64亿元,较上年底增长7.02%;其中短期债务占60.79%,长期债务占39.21%。截至2021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均有所上升,分别为76.74%、67.31%和44.68%。

3. 盈利能力

2020年,公司营业收入同比有所增长,但期间费用对主业利润侵蚀显著,非经营性损益对利润总额贡献度很高,且稳定性易受土地出让进度影响,公司综合盈利能力弱。

2020年,公司实现营业收入229.38亿元,同比增长43.21%;同期营业成本为199.15亿元,同比增长40.59%;公司营业利润率为12.72%,同比增加1.58个百分点,主要系2020年公司营业收入中毛利率较高的装备制造业务所致。

2020年,公司期间费用33.50亿元,同比增长34.18%;其中,销售费用同比增长25.73%至9.66亿元,主要系销售服务费增长所致;管理费用同比增长25.03%至10.79亿元,主

要系其他项目增长所致;2020年,公司期间费用率为14.60%,同比减少0.99个百分点,公司期间费用对利润侵蚀影响显著。

2020年,公司资产减值损失5.14亿元,同比增长16.02%,主要系固定资产减值损失增加所致;从构成看,主要为坏账损失2.13亿元、存货跌价损失0.63亿元、固定资产减值损失1.25亿元和商誉减值损失0.65亿元。

非经营性损益方面,2020年,公司实现投资收益1.74亿元,同比增长44.24%,主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增长所致。从构成看,主要为可供出售金融资产等取得的投资收益1.19亿元(主要为广州农商行分红0.64亿元、广州银行分红0.18亿元、国资产业基金分红0.14亿元和广州越秀金融控股集团股份有限公司(以下简称“越秀金控”)分红0.07亿元);处置可供出售金融资产取得的投资收益1.34亿元(主要为处置部分越秀金控股权)。同期,公司实现其他收益1.34亿元,同比下降18.83%,主要系其他下降所致;实现公允价值变动净收益1.11亿元,同比增长35.16%,主要系交易性金融资产增长所致;实现营业外收入0.76亿元,主要为诉讼0.51亿元。

2020年,公司实现利润总额-4.77亿元,同比大幅减少3.35亿元;2020年公司非经常性损益(其他收益+投资收益+公允价值变动收益+营业外收入-营业外支出)为4.51亿元,占利润总额比重很高,为公司利润的主要来源。2020年,公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.18%和-6.84%,公司主业盈利能力较弱。

2021年1—3月,公司实现营业收入59.06亿元,同比增长67.84%;利润总额为1.97亿元,同比大幅增加3.09亿元,公司营业利润率为17.02%,同比有所上升。

4. 现金流及保障

总体看,2020年,公司经营活动和投资活

动现金流入同比均大幅提升，结合公司在建工程完成进度与未来资金安排，公司存在一定的筹资压力。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入243.10亿元，同比增长30.24%，从构成看，主要为销售商品、提供劳务收到的现金232.50亿元；2020年，公司经营活动现金流出221.13亿元，同比增长20.48%，从构成看，主要为购买商品、接受劳务支付的现金185.94亿元；公司支付的其他与经营活动有关的现金11.95亿元，主要为公司下属企业之间的往来款及费用支出；公司经营活动现金流量净额为21.96亿元，同比大幅增加18.84亿元。2020年，公司现金收入比为101.36%，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入23.55亿元，同比大幅增加19.65亿元，从构成看，主要为处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额9.97亿元和收到其它与投资活动有关的现金8.56亿元（主要为关联方归还借款）；公司投资活动现金流出11.57亿元，从构成看，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金7.63亿元和支付其他与投资活动有关的现金2.79亿元。2020年，公司投资活动产生的现金流量净额为11.98亿元。

2020年，公司实现筹资活动前现金流量净额33.94亿元，同比大幅增加46.26亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入170.28亿元，主要系取得借款收到的现金123.74亿元和收到其他与筹资活动有关的现金45.38亿元（主要为与关联方的资金往来）；筹资活动现金流出195.59亿元，主要系偿还债务支付的现金144.18亿元（主要为偿还银行借款及兑付“15万力MTN001”）和支付其他与筹资活动有关的现金41.73亿元（主要为与关联方的资金往来）。2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-25.31亿元。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现

金流量净额为-4.08亿元；投资活动产生的现金流量净额为0.16亿元；筹资活动产生的现金流量净额为2.87亿元。

5. 偿债能力

公司货币资金较为充裕，可供出售资产流动性较强，对外担保为子公司山河智能的信用销售。整体看，公司长短期偿债能力一般。

从短期偿债能力指标来看，截至2020年底，公司的流动比率和速动比率分别为97.64%和79.73%，分别较上年底减少2.30个百分点和增加2.39个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比为0.49倍，较上年底略有增长。截至2021年3月底，流动比率和速动比率分别为108.94%和91.72%，现金短期债务比为0.61倍。考虑到公司货币资金较为充裕，可供出售资产流动性较强，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2020年公司EBITDA为13.19亿元，同比略有增长；同期，公司全部债务/EBITDA下降至12.59倍；EBITDA利息倍数下降至1.45倍。总体看，长期偿债能力一般。

截至2021年3月底，公司共获得各银行授信额度282.39亿元。其中，尚未使用授信额度为102.73亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2020年底，公司无重大未决诉讼。

表10 截至2020年底公司对外担保情况

(单位：亿元)

| 担保对象名称 | 担保额度 | 实际担保金额 | 担保类型 | 担保期 | 是否履行完毕 |
|-----------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 工程机械经销商、终端客户（包括自然人及法人）按揭贷款、融资租赁担保 | 65.00 | 55.16 | 连带责任保证 | 连带责任保证 | 否 |
| 工程机械承兑、保兑仓、供应链金融及保理担保 | 6.00 | -- | 连带责任保证 | 连带责任保证 | 否 |
| 合计 | 71.00 | 55.16 | -- | -- | -- |

资料来源：山河智能年报，联系资信整理

对外担保方面，截至2020年底，公司对外担保为山河智能的信用销售。

6. 母公司财务分析

公司本部资产以对子公司的资金拆借、投资以及可供出售金融资产为主，资产流动性较弱；近年来受并购山河智能带来的融资需求增加影响，母公司有息债务波动增长，债务结构有待改善；母公司作为控股型平台，不进行主营业务活动，投资收益为利润总额主要来源。

截至2020年底，母公司资产总额135.66亿元；其中流动资产29.42亿元（占21.69%），非流动资产106.24亿元（占78.31%）；流动资产主要为其他应收款（23.08亿元，主要为与下属子公司的资金拆借款。其中广州珠江化工集团有限公司4.95亿元、万力投资11.98亿元、华南轮胎3.61亿元和广州万力集团资产管理有限公司1.14亿元；非流动资产构成以可供出售金融资产（16.24亿元）、长期股权投资（75.48亿元）和投资性房地产（13.97亿元）为主。

截至2020年底，母公司负债合计86.46亿元。其中流动负债57.53亿元（占66.54%），非流动负债28.93亿元（占33.46%）；流动负债主要以短期借款（22.25亿元）、其他应付款（23.69亿元）和一年内到期的非流动负债（11.45亿元）为主；非流动负债主要为长期借款（24.42亿元）。从有息债务来看，截至2020年底，母公司全部债务58.12亿元，较上年下降28.17%；其中短期债务占57.98%，长期债务占42.02%，债务结构以短期债务为主；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63.73%、54.16%和33.18%。

截至2020年底，母公司所有者权益合计49.20亿元；其中实收资本24.70亿元，资本公积28.27亿元，未分配利润-7.75亿元，所有者权益结构性较好。

盈利能力方面，2020年母公司实现营业收入1.01亿元；期间费用4.43亿元；投资收益为2.53亿元，对利润总额贡献较高。2020年，母公司利润总额为0.73亿元。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流入量0.88亿元，主要为收到其他与经营活动有关的现金（0.72亿元）；经营活动现金流出0.31亿元，主要为支付给职工以及为职工支付的现金（0.07亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（0.16亿元），当期母公司经营活动现金流量净额0.57亿元。投资活动方面，2020年母公司投资活动现金流量净额为10.52亿元。其中收到其他与投资活动有关的现金7.71亿元，支付其他与投资活动有关的现金1.60亿元；2020年母公司筹资活动产生的现金流量净额为-14.24亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的38.28%；母公司负债占合并口径的32.12%；母公司全部债务占合并口径的35.02%；母公司所有者权益占合并口径的57.77%。2020年，母公司营业收入占合并口径的0.44%；母公司利润总额占合并口径的-15.30%；

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司对存续期债券的偿付能力极强。

截至2021年3月底，公司存续期内债券余额8.00亿元，为“16广州万力MTN001”，即将于2021年8月18日到期。2020年，公司EBITDA为13.19亿元，对应付债券的覆盖倍数为1.65倍；公司经营活动现金流入量为243.10亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为30.39倍；同期公司经营性净现金流为21.96亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为2.75倍。截至2021年3月底，公司现金类资产57.63亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为7.20倍。

表11 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

| 主要指标 | 指标值 |
|--------------|------|
| 本年度剩余应到期债权金额 | 8.00 |

| | |
|----------------------|-------|
| 未来待偿债券本金峰值 | 8.00 |
| 现金类资产/本年度剩余到期债券金额 | 7.20 |
| 经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值 | 30.39 |
| 经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值 | 2.75 |
| EBITDA/未来待偿债券本金峰值 | 1.65 |

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新年度财务数据(2021年3月底)，已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用最新年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、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，维持“16 广州万力 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底广州万力集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-2 截至 2020 年底广州万力集团有限公司主要子公司情况

| 子公司名称 | 级次 | 注册地 | 业务性质 | 持股比例 (%) |
|---------------|----|-----|-------------|----------|
| 广州万力投资控股有限公司 | 2 | 广州 | 其他 | 100.00 |
| 广州珠江化工集团有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 100.00 |
| 广东南方碱业股份有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 80.57 |
| 广州化工集团有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 100.00 |
| 广州市华南橡胶轮胎有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 100.00 |
| 广州橡胶企业集团有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 100.00 |
| 万力轮胎股份有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 100.00 |
| 梧州黄浦化工药业有限公司 | 2 | 梧州 | 制造业 | 100.00 |
| 广东珠江化工涂料有限公司 | 2 | 广州 | 制造业 | 100.00 |
| 广州化工交易中心有限公司 | 2 | 广州 | 贸易 | 100.00 |
| 广州万力涂料有限公司 | 3 | 广州 | 化学原料和化学制品制造 | 100.00 |
| 山河智能装备股份有限公司 | 4 | 长沙 | 制造业 | 24.84 |

资料来源：公司年报

附件 2 截至 2021 年 3 月底广化集团土地交储补偿情况

(单位: 亿元)

| 土地 | 收地协议 | 预付款情况 | | | 总补偿款预测 | | | | | | | | |
|-----|----------------------------------|-------|-------|-------|------------|------|------------|--|------|--------|-----------------|------|---|
| | | 预付款额 | 已收预付款 | 未收预付款 | 用地面积(万平方米) | 容积率 | 可出让经营性建筑面积 | 预计土地拍卖价(元/㎡) | 补偿比例 | 预计总补偿款 | 按预计总补偿额计应收未收的金额 | 拆迁支出 | 土地款收回情况 |
| 地块一 | 按“公开出让, 收益支持”方式, 企业按出让收入的 60% 分成 | 2.00 | 2.00 | 0.00 | 7.73 | 3.00 | 19.73 | AF040225-A 地块 2019 年出让, 拍卖单价约 3.38 万元/㎡; 未出让地块按起始价 2.81 万元/㎡ 预测。 | 0.60 | 36.00 | 25.57 | 1.16 | 其中 AF040225-A 地块已出让, 共收回 10.43 亿元, 仍有 5.27 亿元应收未收 |
| 地块二 | 已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一 | 2.57 | 2.31 | 0.26 | 17.27 | 2.00 | 18.87 | 1.60 | 0.60 | 13.77 | 11.46 | 1.51 | 土地尚未拍卖 |
| 地块三 | 已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一 | 1.28 | 0.77 | 0.51 | 10.29 | 1.50 | 16.12 | 1.60 | 0.60 | 9.60 | 8.83 | 0.93 | 土地尚未拍卖 |
| 地块四 | 已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一 | 4.34 | 3.90 | 0.44 | 30.80 | 1.50 | 48.09 | 1.28 (其中 19.68 万㎡ 收储价为 0.8 万元/㎡) | 0.60 | 28.80 | 24.90 | 1.15 | 土地尚未拍卖 |
| 地块五 | 已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一 | 0.30 | 0.30 | 0.00 | 2.84 | 3.00 | 8.43 | 1.80 | 0.65 | 12.63 | 12.33 | 0.72 | 土地已于 2021 年 1 月 18 日出让, 出让价 19.43 亿元 |
| 地块六 | 按“公开出让, 收益支持”方式, 企业按出让收入的 65% 分成 | 0.70 | 0.70 | 0.00 | 7.00 | 2.20 | 14.45 | 1.80 | 0.65 | 21.72 | 21.02 | 0.55 | 土地已于 2021 年 1 月 29 日出让, 出让价 33.42 亿元 |
| 合计 | -- | 11.19 | 9.98 | 1.21 | 75.93 | -- | 125.69 | 6.80 | 3.70 | 122.52 | 104.11 | 6.02 | -- |

资料来源: 公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 21.77 | 34.65 | 41.86 | 57.63 |
| 资产总额(亿元) | 168.25 | 341.52 | 354.35 | 370.79 |
| 所有者权益(亿元) | 47.39 | 91.64 | 85.16 | 86.26 |
| 短期债务(亿元) | 39.02 | 128.04 | 102.35 | 107.98 |
| 长期债务(亿元) | 47.38 | 54.86 | 63.63 | 69.66 |
| 全部债务(亿元) | 86.40 | 182.90 | 165.98 | 177.64 |
| 营业总收入(亿元) | 104.52 | 160.17 | 229.38 | 59.06 |
| 利润总额(亿元) | 4.05 | -1.41 | -4.77 | 1.97 |
| EBITDA(亿元) | 12.14 | 13.13 | 13.19 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -1.87 | 3.12 | 21.96 | -4.08 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 8.22 | 5.23 | 4.51 | -- |
| 存货周转次数(次) | 8.11 | 5.38 | 5.46 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.65 | 0.63 | 0.66 | -- |
| 现金收入比(%) | 94.56 | 113.16 | 101.36 | 76.68 |
| 营业利润率(%) | 5.54 | 11.14 | 12.72 | 17.02 |
| 总资本收益率(%) | 3.07 | 1.40 | 1.18 | -- |
| 净资产收益率(%) | 1.99 | -3.21 | -6.84 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 50.00 | 37.45 | 42.77 | 44.68 |
| 全部债务资本化比率(%) | 64.58 | 66.62 | 66.09 | 67.31 |
| 资产负债率(%) | 71.84 | 73.17 | 75.97 | 76.74 |
| 流动比率(%) | 92.85 | 99.94 | 97.64 | 108.94 |
| 速动比率(%) | 77.57 | 77.34 | 79.73 | 91.72 |
| 经营现金流动负债比(%) | -2.29 | 1.76 | 12.01 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.59 | 0.31 | 0.49 | 0.61 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 3.79 | 1.87 | 1.45 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 7.12 | 13.93 | 12.59 | -- |

注：2017 年财务数据为更正后数据；现金类资产已剔除受限制类货币资金；长期应付款中融资租赁款已计入长期债务；2021 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

| 项 目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 现金类资产(亿元) | 8.47 | 8.74 | 4.34 | 19.57 |
| 资产总额(亿元) | 107.70 | 135.39 | 135.66 | 136.93 |
| 所有者权益(亿元) | 43.84 | 41.93 | 49.20 | 48.59 |
| 短期债务(亿元) | 18.67 | 51.09 | 33.70 | 30.65 |
| 长期债务(亿元) | 23.82 | 29.82 | 24.42 | 29.42 |
| 全部债务(亿元) | 42.49 | 80.91 | 58.12 | 60.07 |
| 营业收入(亿元) | 0.76 | 1.27 | 1.01 | 0.21 |
| 利润总额(亿元) | 1.90 | 0.86 | 0.73 | -0.63 |
| EBITDA(亿元) | / | / | / | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -0.23 | -0.33 | 0.57 | -0.02 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 38.13 | / | / | -- |
| 存货周转次数(次) | / | / | / | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | -- |
| 现金收入比(%) | 0.00 | 0.56 | 15.12 | 0.04 |
| 营业利润率(%) | 72.22 | 84.94 | 92.22 | 84.75 |
| 总资产收益率(%) | -- | -- | -- | -- |
| 净资产收益率(%) | 4.34 | 2.06 | 0.42 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 35.21 | 41.56 | 33.18 | 37.72 |
| 全部债务资本化比率(%) | 49.22 | 65.86 | 54.16 | 55.29 |
| 资产负债率(%) | 59.30 | 69.03 | 63.73 | 64.52 |
| 流动比率(%) | 75.34 | 74.20 | 51.14 | 85.90 |
| 速动比率(%) | 75.34 | 74.20 | 51.14 | 85.90 |
| 经营现金流动负债比(%) | -0.63 | -0.53 | 1.00 | -- |
| 现金短期债务比(倍) | 0.45 | 0.17 | 0.13 | 0.64 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | -- | -- | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -- | -- | -- | -- |

注：2021 年一季度财务报表未经审计

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% |
| 应收类款项/资产总额 | (应收账款+其他应收款+长期应收款)/资产总额×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 | |
| 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

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 |

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。