

信用等级公告

联合〔2020〕2989号

联合资信评估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”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
二〇二〇年七月二十四日



广州万力集团有限公司 2020 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

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 广州万力 MTN001	8 亿元	8 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: 2020 年 7 月 24 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	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	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		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	2
		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, 随着公司完成对上市公司山河智能装备股份有限公司 (以下简称“山河智能”) 的收购并纳入合并范围, 以及化工交易平台业务量的持续提升, 公司营业收入同比快速增长, 主业亏损规模同比有所收窄, 利润总额受当期土地处置收益波动影响明显下滑; 子公司广州珠江化工集团有限公司 (以下简称“珠化集团”) 已签订收储协议的部分土地实现出让, 预计可获得 15.70 亿元土地补偿收益。同时, 联合资信评估有限公司 (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、有息债务增长快、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

1. 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。
2. 公司作为广州市国有大型实业集团, 下属“万力”轮胎品牌在行业内知名度较高。公司是华南地区最大的子午线轮胎生产企业, 在国内及海外市场建立了良好的经销渠道。
3. 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

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

合计用地面积 76.03 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 132.08 亿元土地补偿款(已收到预付款 9.58 亿元)。其中，广州制漆厂地块已于 2019 年底拍卖，公司预计实现收益 15.70 亿元。

4. **装备制造业务有望成为公司新的利润增长点。**2019 年，公司完成对山河智能的并购，主营业务新增装备制造业务，促进了公司营业收入的增长和综合毛利率的提升。
5. **公司现金类资产对存续债券的保障能力强。**截至 2019 年底，公司现金类资产（剔除受限制类货币资金）为存续期债券余额的 4.33 倍。

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。受当期土地处置收益下降影响，2019 年利润总额同比大幅下滑至-1.41 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. **公司有息债务增长快，债务负担重，期限结构有待改善。**跟踪期内，受合并范围纳入山河智能以及并购带动融资需求增加影响，公司有息债务快速增长，短期债务占比高，整体债务负担重。
4. **母公司偿债压力大。**跟踪期内，母公司有息债务规模快速增长，且存在一定短期偿债压力。

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)	26.86	21.77	34.65	31.07
资产总额(亿元)	152.51	168.25	341.52	350.55
所有者权益(亿元)	51.91	47.39	91.64	90.51
短期债务 (亿元)	28.94	39.02	128.04	141.72
长期债务 (亿元)	33.98	47.38	54.86	49.43
全部债务(亿元)	62.92	86.40	182.90	191.15
营业收入 (亿元)	66.47	104.52	160.17	35.19
利润总额 (亿元)	1.18	4.05	-1.41	-1.12
EBITDA(亿元)	8.21	12.14	13.13	--
经营性净现金流 (亿元)	2.33	-1.87	3.12	-2.39
营业利润率(%)	10.02	5.54	11.14	13.38
净资产收益率(%)	-1.20	1.99	-3.21	--
资产负债率(%)	65.96	71.84	73.17	74.18
全部债务资本化比率(%)	54.79	64.58	66.62	67.86
流动比率(%)	101.10	92.85	99.94	96.41
经营现金流流动负债比 (%)	4.11	-2.29	1.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.67	7.12	13.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.86	3.79	1.87	--

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)	99.23	107.70	135.39	133.25
所有者权益 (亿元)	44.09	43.84	41.93	41.86
全部债务(亿元)	30.77	42.49	80.91	78.66
营业收入(亿元)	0.60	0.76	1.27	0.35
利润总额(亿元)	-0.38	1.90	0.86	-0.08
资产负债率 (%)	55.57	59.30	69.03	68.58
全部债务资本化比率(%)	41.10	49.22	65.86	65.27
流动比率 (%)	56.26	75.34	74.20	64.83
经营现金流流动负债比(%)	0.35	-0.63	-0.53	--

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; 2020 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	2019/7/29	刘哲 杨恒	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
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 2020 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。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 21.70 亿元，实收资本 21.70 亿元。

公司经营范围主要为资产管理，具体包括：劳务派遣服务，对外劳务合作，工程和技术研究和实验发展；专项化学用品制造；轮胎制造，橡胶板、管、带制造，橡胶零件制造，再生橡胶制造，日用及医用橡胶制品制造，无机盐制造，无机碱制造，有机化学原料制造等。

截至 2020 年 3 月底，公司董事会下设办公室、人力资源部、战略发展部、财务管理部、企业管理部、安全环保部、审计法务部、资产管理部和科技部等 9 个职能部门，党委会下设组织部、政工部和团委 3 个部门（见附件 1-2）；

公司合并范围主要包括 15 家二级子公司，31 家三级子公司和 24 家四级子公司。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 341.52 亿元，所有者权益为 91.64 亿元（含少数股东权益 53.81 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 160.17 亿元，利润总额-1.41 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 350.55 亿元，所有者权益为 90.51 亿元（含少数股东权益 54.42 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 35.19 亿元，利润总额-1.12 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 亿元，截至本报告出具日，募集资金已按计划用途使用完毕，且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 资讯，联合资信整理

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
(单位: 万亿元、%)

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。

资料来源: 国家统计局、Wind、联合资信整理

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

1. 橡胶轮胎行业

2019 年中国橡胶轮胎产销量保持平稳，原材料价格波动不利于成本控制；受汽车行业景气度持续下行，产量同比下降影响，配套胎需求处于低位，而汽车保有量的持续增长可为替换胎市场提供一定需求。

2019 年，全国汽车轮胎总产量 6.52 亿条，同比微增 0.61%，其中子午线轮胎 6.16 亿条，同比增长 1.1%，斜交胎 0.36 亿条，同比下降 7.7%，子午化率达 94%，子午线轮胎产量中，全钢胎 1.32 亿条，同比微降 1%，半钢胎 4.84 亿条，同比微增 1.7%。

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%，替换胎仍是轮胎需求的主要市场。根据中汽协数据，2019年，中国汽车产销分别完成2572.1万辆和2576.9万辆，同比分别下降7.5%和8.2%，其中，乘用车产销分别完成2136万辆和2144.4万辆，同比分别下降9.2%和9.6%，商用车产销分别完成436万辆和432.4万辆，产量同比增长1.9%，销量下降1.1%。中国汽车产销量均同比下降，配套胎市场需求仍处低位；同时，据公安部统计，截至2019年底，全国汽车保有量达2.6亿辆，同比增长8.83%，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的主要因素。

从上游原材料来看，2019年，受国内外产胶区遭遇旱灾、暴雨真菌病等事件影响，天然橡胶价格波动频繁，但总体看仍然在低价位区域长期徘徊；橡胶助剂和炭黑等轮胎辅材类产品价格整体有所回落，特别是炭黑受市场供需和环保政策的影响，议价能力明显转弱。

2. 化工行业

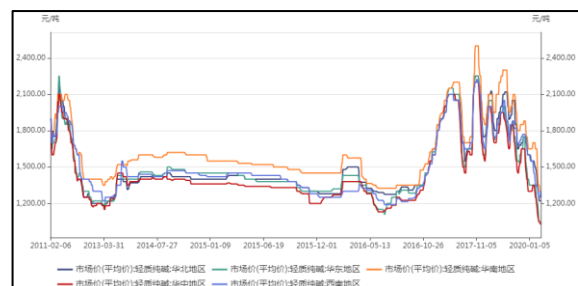
盐化工行业

公司盐化工业务以纯碱为主。纯碱行业作为重要的工业原料制造业之一。从历年市场走势分析看，纯碱价格变动周期在3-4年左右；每个周期在达到纯碱企业成本线后，纯碱企业亏损，承受度减弱，逐步开始检修限产，整体供量缩减，价格开始波动。经历2011-2015年市场下滑周期，自2016年纯碱进入上行周期。2019年中国纯碱产能3247万吨左右，较2018年有所增长，全年产量达约2887.7万吨，较上年增长约10%，纯碱供需关系转入平衡，近年来开工率维持高位，2019年平均开工率仍在90%以上。

上游方面，纯碱的主要原材料是原盐。氨碱法每生产1吨的纯碱约需消耗1.50吨的原盐，原盐占纯碱生产成本的比重约在50%左右，因此原盐市场价格及其运费是影响纯碱生产成

本的重要因素。中国原盐资源量丰富，近年来，中国原盐产量维持在6200万吨/年左右波动，整体变化不大。下游方面，玻璃对纯碱的需求最大，占纯碱总需求的50%左右，而80%以上的平板玻璃应用于建筑行业。2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。

图1 全国轻质纯碱市场平均价（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

价格方面，从近年来价格走势看，纯碱价格呈现震荡上行态势并表现出较强的周期性。2011-2015年纯碱行业经历下滑周期，纯碱市场价格一直在1300元/吨左右震荡，2016年，受山东海化集团有限公司碱渣场泄露事件影响，全

国约10%纯碱产能停产，纯碱供需格局有所改善，价格上涨前明显，2017年纯碱市场受环保趋严、行业检修等诸多因素影响，市场价格波动较大。截至2019年12月底，轻质纯碱市场价为1502元/吨(截至2018年12月底为2100元/吨)。

精细化工行业

精细化工是石化和化工工业的重要组成部分，是根据产品性能销售的化学品。精细化工分为传统和新领域两部分。传统精细化工主要包含：医药、染料、涂料和农药等；新领域精细化工包括：食品添加剂、饲料添加剂、电子化学品、造纸化学品、水处理剂、塑料助剂、皮革化学品等，国外将新领域精细化工称为专用化学品。精细化工率的高低已成为衡量一个国家或地区化工发展水平的主要标志之一。

近年来，随着经济的不断发展和技术的进步，全球精细化工行业的发展速度已经明显快于整个化工行业的发展速度。中国精细化工产业亦保持高速增长，年增长率维持在24%-45%，超过化学原料与制品行业6-10个百分点。目前，国内精细化率已达40%，但与北美、欧盟以及日本等发达经济体60%-70%的精细化率相比仍有一定差距。

目前国外化工企业纷纷在国内投资精细化工行业，涉及精细化工原料和中间体、电子化学品等诸多领域，虽然会对国内相关的化工企业发展带来一定的冲击，但一些具有较高技术含量的精细化工新材料生产也将会随之转移到国内，有助于中国精细化工行业的进一步发展。

3. 装备制造行业

工程机械行业

工程机械行业是中国机械工业的重要产业之一，是国家重点鼓励发展的行业，其产品市场需求受国家固定资产和基础设施建设投资规模的影响较大。

2019年以来，中国工程机械行业集中度进一步提高，龙头企业优势明显，市场逐渐向规模大、实力强的企业靠拢；且各企业产品之间

开始相互渗透，竞争程度有加强的趋势。根据中国工程机械工业协会统计，2019年中国境内共销售挖掘机235693台，同比增长15.9%，其中，国内销量为209077台，同比增长13.4%；出口销量为26616台，同比增长39.4%；共销售各类装载机123615台，同比增长4.04%，其中：3吨及以上装载机销售115884台，同比增长7.55%。

国际方面，中国部分工程机械企业已经初步具备了成为全球顶级工程机械制造商的核心竞争力，未来随着“一带一路”的推进，中国企业竞争力有望进一步增强。同期，卡特彼勒、斗山、小松等国外品牌前十一个月挖掘机销量分别为2.7万台、1.5万台和0.8万台，分别同比增长7.4%、1.9%和下降16.3%，市占率相比2018年分别降低0.7个百分点、1.0个百分点和1.3个百分点。

2020年以来大量基建项目出台，地方专项债券规模增加，金融机构加大融资支持力度，基建投资增速有望加快。京津冀协同发展、长三角一体化发展、雄安新区建设、粤港澳大湾区建设等诸多重大工程相继开工和深入推进，深度贫困地区基础设施建设力度加大，继续推进地下综合管廊建设、城镇老旧小区改造等，将为工程机械行业带来长期发展机遇。加上装配式建筑推广提速，环保要求加快更新需求释放，机器替代人工趋势更加明显，设备周期性更新增长动力仍在持续，国家“一带一路”深入推进，工程机械行业将持续向好，具有品牌、技术、规模、服务优势的领先企业将获得更大的竞争优势。受新冠肺炎疫情的影响，2020年工程机械行业市场需求延后，传统“旺季”推迟，但随着各地区各行业有序推进复工复产，疫情影响逐步消除，下游建设市场需求全面启动，后续产品销售有望迎来强劲增长。

六、基础素质分析

1. 产权状况及股东支持

截至2020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，为公司发展提供了良好的发展机遇。

2. 企业规模及竞争力

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“CMII2019 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。2019 年，公司研发投入 3.11 亿元，同比增长 82.45%。

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2020年5月26日，公司无不良或关注类信贷记录，过往履约情况良好。

七、管理分析

2020 年 4 月 22 日，根据广州市市场监督管理局《准予变更登记（备案）通知书》（穗工商（市局）内变字（2020）第 01202004220012 号），公司法定代表人、董事长由付守杰变更为江志强；黄勇由副董事长兼经理变更为经理；公司原董事会成员由程洪进、张建军、彭雷清、彭兵、陆军变更为叶祖兴、丁腾飞；监事会成员由许泽明、伍良国、李林科、吉力变更为刘中秋。

公司法人、董事长江志强，男，汉族，广东广宁人。1965 年 6 月生，1984 年 9 月参加工作，1998 年 7 月加入中国共产党，经济师，曾任公司战略发展部部长，兼梧州黄埔化工药业有限公司董事长、广化交易董事长，现任广州工业投资装备及化工事业本部副本部长，兼公司董事长，万力投资执行董事、总经理，梧州黄埔化工药业有限公司董事长、广东珠江化工涂料有限公司董事长。

除上述变动外，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

1. 广化集团土地纳入政府储备用地

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 76.03 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132.08亿元，目前广化集团已收预付款9.58亿元，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。上述地块均在土地修复工作，其中，广州制漆厂地块（AF040225-A地块）已于2019年底拍卖，拍卖价26.17亿元，根据收地协议，公司按“公开出让，收益支持”方式，分成60%（15.70亿元，计入“其他应收款”）。

2. 公司子公司广州万力投资控股有限公司通过股权受让成为上市公司山河智能装备股份有限公司控股股东

山河智能装备股份有限公司（以下简称“山河智能”）与广州万力投资控股有限公司（公司全资子公司，以下简称“万力投资”）于2019年1月26日签署《广州万力投资控股有限公司与何清华关于山河智能股份有限公司之股份转让协议》及《广州万力投资控股有限公司与何清华关于山河智能之表决权委托协议》。根据协议文件，山河智能控股股东何清华先生将其持有的山河智能65440458股无限售条件的股份（占山河智能总股本的6.01%）转让给万力投资（以下简称“本次股份转让”），转让总价为人民币5.24亿元；同时，何清华拟将其所持有山河智能84485477股股份（占山河智能总股本的8%）所涉及的表决权、提案权等相应股东权利委托给万力投资（以下简称“本次表决权委托”）（本

次股份转让及本次表决权委托以下合称“本次交易”或“本次权益变动”）。同日，山河智能接到万力投资通知，万力投资与北京海厚泰投资管理中心（有限合伙）（以下简称“海厚泰”）、金鹰基金管理有限公司（以下简称“金鹰基金”）、创金合信基金管理有限公司（以下简称“创金基金”）于2019年1月26日签署《股份转让协议》，拟协议受让海厚泰持有的山河智能30000000股股份（占山河智能总股本的2.76%，转让总价2.40亿元）、金鹰基金通过资管计划持有的山河智能45592705股股份（占山河智能总股本的4.19%，转让总价3.34亿元）和创金基金通过资管计划持有的山河智能10560685股股份（占山河智能总股本的0.97%，转让总价0.77亿元），合计86153390股，占山河智能股份总数的7.92%；万力投资的关联方广州恒翼投资发展合伙企业（有限合伙）（万力投资持股99.92%，以下简称“广州恒翼”）分别与金元顺安基金管理有限公司（以下简称“金元基金”）、创金合信基金管理有限公司、苏州工业园区鲁鑫创世创业投资企业（有限合伙）（以下简称“苏州鲁鑫”）于2019年1月26日签署《股份转让协议》，拟协议受让金元基金通过资管计划持有的山河智能45592705股股份（占山河智能总股本的4.19%，转让总价3.34亿元）、创金基金通过资管计划持有的山河智能16187035股股份（占山河智能总股本的1.49%，转让总价1.19亿元）和苏州鲁鑫持有的山河智能2400000股股份（占山河智能总股本的0.22%，转让总价0.18亿元），合计64179740股，占山河智能股份总数的5.90%。本次权益变动中，万力投资和广州恒翼所支付的股权转让价款（其中万力投资共支付11.79亿元，广州恒翼共支付4.75亿元）全部来源于自有资金和自筹资金（其中自有资金6.69亿元，自筹资金9.85亿元（为7年期长期银行借款））

根据山河智能2019年6月13日披露的公告，本次股份转让、本次表决权委托及其他方股份转让已完成，万力投资持有山河智能151593848股股份（占总股本13.93%），广州恒翼持有山河

智能64179740股股份（占总股本5.90%），万力投资与广州恒翼合计持有山河智能215773588股（占总股本的19.83%，表决权占27.83%），万力投资与广州恒翼合计持有股份数量超过山河智能原控股股东、实际控制人何清华先生所持股份数量，万力投资已通过直接持股、间接持股成为山河智能的控股股东，并于2019年6月纳入公司合并范围，山河智能实际控制人变更为广州市人民政府。

山河智能主营业务为生产销售建设机械、工程机械、农业机械、林业机械、起重机械等产品，截至2019年底，山河智能资产总额157.03亿元，所有者权益50.48亿元，2019年实现营业收入74.27亿元，利润总额6.18亿元。

公司通过子公司万力投资和万力投资关联方广州恒翼收购上市公司山河智能，拓展了其在机械制造领域的业务，未来有望成为公司收入和利润增长点。

3. 公司控股股东变更为广州工业投资

公司于2019年7月发布《广州万力集团有限公司关于国有资产无偿划转的公告》，根据《广州市国资委关于将广州万力集团有限公司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）的通知》（穗国资产权〔2019〕30号文）要求，将公司100%国有股权无偿划转至广州工业投资。本次国有产权无偿划转于2019年10月31日完成工商变更登记，广州工业投资持有公司100%股权。

公司控股股东变更为广州工业投资，实际控制人仍为广州市国资委。

九、经营分析

1. 经营概况

2019年，随着山河智能纳入合并范围以及化工贸易业务规模持续增长，公司营业收入同比提升明显，经营格局有所调整；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。

2019年，公司实现营业收入160.17亿元，同比增长53.25%。分板块来看，装备制造和其他业务成为公司收入的主要来源，分别占公司营业收入的27.37%和41.90%。2019年，公司橡胶轮胎业务收入34.41亿元，同比下降9.21%；盐化工业务收入9.64亿元，同比变化不大；精细化工业务收入6.17亿元，同比增长9.01%，主要系下游需求增长拉动所致；装备制造业务收入43.84亿元；其他业务收入67.12亿元，同比增长28.14%，主要系广州化工交易平台业务量增长所致。

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，2019年公司年综合毛利率同比增加5.53个百分点至11.56%。其中，橡胶轮胎板块由于调整销售结构，减少折价销售的年限轮胎，毛利率增长至11.54%；盐化工板块由于大宗原材料石灰石、盐等价格上涨、市场平均销售价格同比略低于上年同期影响，毛利率下降至8.73%；精细化工板块毛利率为28.95%，同比略有增长；其他业务中受化工贸易经营特点影响，毛利率水平低。

2020年1—3月，公司实现营业收入35.19亿元，同比增长48.05%，主要系装备制造业务纳入合并范围所致；当期综合毛利率为13.76%，同比增加6.81个百分点至13.76%；其中盐化工业务由于受新冠疫情影响，上游原材料价格大涨，导致成本上升，毛利率降至-12.71%，但由于收入占比较小，对综合毛利率影响较小。

表3 近年来公司经营情况（单位：亿元、%）

业务板块 分类	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
橡胶轮胎	36.59	55.04	11.65	36.80	35.21	9.31	34.41	20.86	11.54	7.29	20.71	10.02

盐化工	7.44	11.20	14.79	9.68	9.26	11.92	9.64	6.02	8.73	1.76	4.99	-12.71
精细化工	5.27	7.93	22.39	5.66	5.42	27.25	6.17	3.85	28.95	1.30	3.69	27.25
装备制造	--	--	--	--	--	--	43.84	27.37	26.33	15.83	44.97	24.98
其他	17.17	25.83	3.74	52.38	50.11	0.33	67.12	41.90	0.72	9.02	25.63	0.31
合计	66.47	100.00	10.81	104.52	100.00	6.03	160.17	100.00	11.56	35.19	100.00	13.76

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

(1) 橡胶轮胎

2019年，公司受国家“去库存”政策导向影响，配套销售量有所缩减。

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，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2019年底，万力股份资产总额60.49亿元，净资产17.90亿元；2019年，万力股份实现营业收入31.12亿元，利润总额-2.63亿元（2018年为-3.38亿元）。

2019年，公司橡胶轮胎业务收入34.41亿元，是公司主要收入来源之一。公司轮胎产品主要是全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎。

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，2019年天然橡胶和合成橡胶在轮胎采购总成本中占52.74%左右，炭黑和钢丝帘线在总采购成本中占27.57%左右，其他原材料为帘布和化工助剂等。由于受前期国家“去库存”政策导向影响，公司2019年以来加大了对原材料的采购，主要原材料采购量同比均有所增长；采购均价方面，由于受市场环境和需求所致，主要原材料的采购均价同比均有所下降。2019年万力股份主要通过 NEWFORTUNE INTERNATIONAL HOLDING CO.,LTD、江苏兴达钢帘线股份有限公司、LG CHEM LTD.、江西黑猫炭黑股份有限公司、骏马化纤股份有限公司等采购原

材料，前五大供应商采购金额为3.53亿元，占总采购额的30.90%，集中度尚可。

表4 2017—2019年轮胎原材料采购情况

(单位：吨、元/吨)

原材料	2017年		2018年		2019年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
天然橡胶	31655	11801	33523	9915	37734	9865
合成橡胶	34628	12139	33674	11169	46857	10393
炭黑	43402	4820	43483	6196	54050	5188
钢丝帘线	22529	7384	19207	8003	22594	7467

资料来源：公司提供

2019年，公司轮胎总产量为1264.17万套，其中全钢子午胎122.25万套，半钢子午胎1141.92万套。2020年1—3月，公司轮胎总产量为247.82万套，同比下降19.63%。从产量分布来看，合肥和从化基地产能分别为200万套/年和1500万套/年，2019年产能利用率分别为61.13%和76.13%，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年一季度轮胎产量情况

(单位：万套)

产量		2018年	2019年	2020年1-3月
全钢子午胎	合肥	136.80	122.25	22.43
半钢子午胎	从化	1141.80	1141.92	225.39
合计		1278.60	1264.17	247.82

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，跟踪期内，公司半钢子午

胎销量同比略有增长，为 1165.44 万套，全钢子午胎销量同比略有下降，为 117.86 万套。从销售价格上看，2019 年，半钢子午胎销售价格同比有所增长，为 173.71 元/套，全钢子午胎销售价格同比有所下降，为 937.19 元/套。2020 年 1—3 月，公司全钢子午胎和半钢子午胎销量分别为 22.75 万套和 241.49 万套，同比均有所下降。销售价格方面，2020 年 1—3 月公司全钢子午胎和半钢子午胎销售价格同比均有所下降，售价分别为 853.83 元/套和 170.07 元/套，其中，全钢子午胎销售价格下降较明显，主要系下游需求进一步下降所致。

表 6 2018—2020 年一季度轮胎销售情况

销售量(万套)	2018年	2019年	2020年1-3月
全钢子午胎	131.16	117.86	22.75
半钢子午胎	1097.38	1165.44	241.49
销售价格(元/套)	2018年	2019年	2020年1-3月
全钢子午胎	951.77	937.19	853.83
半钢子午胎	164.70	173.71	170.07

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2019 年轮胎销售额中国国内市场占 48.00%，国外市场占 52.00%。截至 2019 年底，公司轮胎产品已经销售至美国、欧洲、中东、澳洲等 110 多个国家和地区，拥有“万力”品牌销售代理商 86 个，“SUNNY”品牌销售代理商 60 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 217 余家经销商、约 5000 家分销商组成的销售网络。目前，公司为广汽车用车、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。2019 年，公司对前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的 9.38%，客户集中度不高。

(2) 盐化工

2019 年，盐化工板块经营规模保持稳定，受原材料（大宗原材料石灰石、盐等）价格上涨、产品市场平均销售价格下降影响，毛利率有所下降。

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 2019 年底，南方碱业资产总额 9.76 亿元，净资产 7.06 亿元，南方碱业 2019 年实现营业收入 9.63 亿元，利润总额 0.01 亿元（2018 年实现 0.39 亿元）。

南方碱业主要采用氨碱法生产纯碱。截至 2020 年 3 月底，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。

2019 年，公司盐化工板块实现营业收入 9.64 亿元，同比变化不大；2020 年一季度收入为 1.76 亿元，同比略有增长。

公司纯碱生产所需原燃料包括块煤、石灰石、盐和液氨。2019 年，公司采购块煤占采购总成本的 15.72% 左右；原料石灰石和盐在采购成本中的占比分别是 15.25% 和 14.88%。

生产方面，南方碱业纯碱年生产能力达到 60 万吨，2019 年纯碱产量 58.04 万吨，同比变化不大；2020 年一季度纯碱产量为 12.99 万吨，同比均略有下降。

2019 年以来，受市场需求量下降影响，公司纯碱销售量和销售均价同比均有所下降，分别为 57.75 万吨和 1855.26 元/吨；2020 年一季度销量和销售均价持续下降，分别为 12.49 万吨和 1507.77 元/吨。

表 7 2018—2020 年一季度纯碱产销情况

项目	2018年	2019年	2020年1-3月
产量(万吨)	58.63	58.04	12.99

销量(万吨)	58.07	57.75	12.49
均价(元/吨)	1900.30	1855.26	1507.77

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，采用直供模式，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。2019年前五大客户销售额占总销售收入的63.08%，客户集中度高。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

2019年，精细化工业务由于受行业上行及下游需求拉动影响，收入和毛利率同比均有所增长。

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2019年底，珠化涂料资产总额5.85亿元，净资产3.65亿元，2019年实现营业收入3.81亿元，利润总额0.06亿元（2018年实现-0.09亿元）。

截至2019年底，公司涂料产能为9万吨/年；2019年公司涂料实际产量为2.81万吨，同比小幅下降。精细化工生产所需的原料主要有200#汽油溶剂、精制豆油酸、二甲苯、季戊四醇、苯酐等，2019年以上主要原材料占公司原料采购成本总额比例为39.55%。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，2019年公司涂料产品销量同比下降13.88%至2.42万吨。2019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25.85%，集中度一般。

(4) 其他业务板块

广化交易平台收入规模持续放量，但较低的毛利率拉低了公司综合毛利率。

2019年，公司其他业务板块实现收入67.12亿元，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，2019年自营业务交易额约27.70亿元。撮合模式下，公司作为经纪商，撮合平台上下游供需订单，目前暂未收取服务费，2019年撮合业务交易规模达48.45亿元。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

随着山河智能纳入合并范围，跟踪期内公司营业收入和利润迎来新增长点。

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2019年底，山河智能资产总额157.03亿元，净资产50.48亿元，2019年实现营业收入74.27亿元，利润总额6.18亿元。

2019年，公司装备制造板块实现收入43.84亿元，毛利率为26.33%。2020年一季度装备制造板块实现营业收入15.83亿元，毛利率为24.98%。

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 山河智能近年营业成本构成(单位:亿元)

行业分类	项目	2018年	2019年	2020年3月
工程机械	原材料及其他零部件	33.82	39.94	9.43
	直接人工成本	0.66	0.82	0.19
	折旧与摊销	0.71	0.75	0.18
	其他	0.49	0.73	0.56
航空业务	原材料及其他零部件	1.17	1.72	0.32
	直接人工成本	0.77	1.15	0.27
	维修保养费	1.42	2.07	0.49
	其他	1.42	2.07	0.19
合计		40.46	49.25	11.62

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,2019 年原材料及其他零部件占工程机械类采购成本的 94.55%,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。2019 年山河智能前五大供应商采购金额合计 12.30 亿元,占采购总额的 27.62%,集中度一般。

表 9 山河智能前五大供应商采购金额及占比(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年3月
采购金额合计	6.25	12.30	2.35
占采购总额比重	15.70	27.62	19.11

资料来源:公司年报

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订制的挖掘机械、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。

2019 年,山河智能实现销售收入 74.27 亿元,同比增长 29.05%,其中,地下工程机械和挖掘机及其他工程机械销售额占全年营业收入的 76.10%。从产销量来看,2019 年,工程机械生产量和销售量分别增长 10.95% 和 17.73% 至 6930 台和 6960 台,主要系主要受基建投资增长、环保升级、设备更新换代等影响所致。

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,2019 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 48 亿元(详见表 13)。

表 10 山河智能近年产品销售额

(单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年3月
地下工程机械	22.90	32.60	7.93
挖掘机及其他工程机械	19.96	23.92	4.83
配件及其他	1.83	1.69	0.78
航空业务	9.77	11.76	2.18
基建及其他	3.10	4.30	0.24
合计	57.56	74.27	15.98

资料来源: 公司提供

表 11 山河智能主要产品产销量情况

(单位: 台)

项目	2018年	2019年	2020年3月
工程机械	销售量	5912	6960
	生产量	6246	6930
	库存量	1561	1531

资料来源: 公司提供

表 12 山河智能前五大客户销售金额及占比

(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年3月
销售金额合计	9.49	11.19	2.38
占销售总额比重	16.50	15.07	14.90

资料来源: 公司年报

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, 2019年为27.45%; 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, 2019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15.07%, 较上年小幅减少1.43个百分点, 集中度低, 公司对主要客户依赖度不高。

2. 经营效率

从经营效率指标看, 2019年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数同比均有所下降, 分别为3.22次、5.38次和0.63次。整体看, 公司经营效率一般。

3. 未来发展

发展规划

广州化工交易平台 2018 年以来发展迅速, 与广州市政府大力发展第三产业的战略方针良好契合。广化交易已被公司列入重点发展项目计划中, 并计划以交易中心平台项目为核心, 建设广州化工交易物流仓储基地项目, 发展现代服务业。未来广化交易将充分发挥实体经济优势, 着力发展“互联网+”新业态, 拟重点建设电子交易平台及配套仓储物流服务, 为未来建设化工企业总部基地和化工仓储物流基地奠定基础。山河智能以静力压桩机为基础, 朝着“一点三线”的方向, 以产学研一体化模式, 未来, 山河智能将继续发挥研学优势, 着力发展“5G+工业互联网”, 与产业链合作伙伴携手合作, 助力中国数字经济持续发展。同时, 公司将实施一体两翼战略, 积极参与粤港澳大湾区建设, 立足湖南、广东两省, 打造山河工业城及粤港澳大区总部。

在建项目

截至 2020 年 3 月底, 公司主要在建项目总投资额 19.00 亿元, 已投资 7.70 亿元。其中总投资规模较大的为总部大楼建设项目。

公司总部大楼建设项目, 计划总投资额为 8.50 亿元 (已投资 6.10 亿元), 已于 2017 年 9 月正式开工, 截至 2020 年 3 月底, 已完成投资 5.54 亿元。总部大楼投资进度将配合公司土地补偿款回收进度来进行, 目前建设进度相对较慢。

另外, 公司在建项目还包括黄埔化工商业项目 (总投 7.80 亿元, 已投 1.30 亿元)、橡胶一厂南厂区改造项目 (总投 0.60 亿元, 已投 0.20 亿元)、隔震橡胶支座产业项目 (总投 0.65 亿元, 已投 0.05 亿元) 和口罩熔喷布生产项目 (总投 0.65 亿元, 已投 0.05 亿元) 等, 金额较为分散。

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。

十、财务分析

公司提供的 2019 年度财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2019 年公司合并范围新增 6 家子公司（分别为：广州第二橡胶厂、广州第六橡胶厂、广州市橡胶工业供销公司、广州人民胶鞋厂、香港新里程国际橡胶实业有限公司和山河智能），处置 6 家子公司（分别为：广州市化学工业供销公司、广州市化工建筑工程有限公司、广州华穗陶粒制品有限公司、广州市新型建筑材料厂、广州化工分析测试中心有限公司和广州万力轮胎商贸有限公司）；2020 年 1—3 月，公司合并范围较 2019 年底无变化，截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司共计 49 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 2019 年底，公司（合并）资产总额 341.52 亿元，所有者权益为 91.64 亿元（含少数股东权益 53.81 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 160.17 亿元，利润总额-1.41 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 350.55 亿元，所有者权益为 90.51 亿元（含少数股东权益 54.42 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 35.19 亿元，利润总额-1.12 亿元。

1. 资产质量

2019 年，受山河智能并表影响，公司资产规模大幅增长，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质量较好，公司整体资产质量一般。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司资产总额为 341.52

亿元，较上年底大幅增加 173.27 亿元；其中流动资产占 51.96%，非流动资产占 48.04%。公司流动资产比重有所增长。

截至 2019 年底，公司流动资产 177.45 亿元，较上年底大幅增加 101.57 亿元，主要来自于货币资金、应收账款、其他应收款和存货的大幅增长；从构成看，流动资产主要为货币资金（占 17.55%）、应收账款（占 25.87%）、其他应收款（占 23.16%）和存货（占 22.62%）。

截至 2019 年底，公司货币资金 31.14 亿元，较上年底增长 92.86%，从构成看，主要为银行存款（占 74.89%）和其他货币资金（占 25.11%）。其中使用受限的货币资金为 5.06 亿元，主要为银行承兑汇票保证金（2.03 亿元）和按揭保证金（2.39 亿元）。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额 54.48 亿元（共计提坏账准备 8.57 亿元），账面价值 45.91 亿元，较上年底大幅增加 36.17 亿元，主要系合并范围纳入山河智能所致。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 41.06 亿元，占应收账款总额的 75.37%，从账龄分布看，1 年以内（含 1 年）的占 81.63%，1~2 年（含 2 年）的占 7.52%，2 年以上的占 10.85%，整体账龄偏短；公司应收账款坏账准备综合计提比例为 15.73%；按欠款方归集的应收账款前五名合计欠款 8.99 亿元，占应收账款总额的 16.50%，集中度一般。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面余额 64.56 亿元（共计提坏账准备 23.47 亿元），账面价值 41.09 亿元，较上年底增长 57.70%，主要来自应收“AF040225-A 地块”土地补偿款。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 64.04 亿元，其中，采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款项 28.90 亿元，计提坏账准备 23.03 亿元（主要为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)，从账龄分布来看，1年以内(含1年)的占16.78%，1~2年(含2年)的占4.39%，2~3年(含3年)的占0.63%，3年以上的占78.20%；按欠款方归集的其他应收款前五名合计欠款账面余额54.12亿元，其中，广州市土地开发中心暂估土地款27.66亿元，账龄为1年以内，具体为“234地块”暂估款12.36亿元和“AF040225-A地块”的拍卖应收款15.70亿元；占其他应收款总额的83.83%，集中度高。

截至2019年底，公司存货账面余额40.14亿元，较上年底大幅增加27.66亿元，主要由原材料(占30.84%)和库存商品(占47.46%)构成。公司共计提存货跌价准备1.68亿元。

(2) 非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产164.07亿元，较上年底增长77.63%，主要系固定资产增长所致；从构成看，主要为固定资产(占58.76%)和可供出售金融资产(占11.54%)构成。

截至2019年底，公司可供出售金融资产账面价值18.93亿元，较上年底下降10.68%，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10.46亿元，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和国资产业发展基金等股权的投资。

截至2019年底，公司固定资产(合计)账面价值为96.40亿元，较上年底增长90.36%，主要系合并范围新增山河智能所致。

截至2019年底，公司固定资产账面价值为95.52亿元，从构成看，主要包括房屋及建筑物(占31.57%)、机器设备(占35.61%)和其他(占31.13%)。2019年公司累计计提折旧49.82亿元，计提减值准备0.06亿元，固定资产受限部分27.55亿元。

截至2019年底，公司在建工程11.03亿元，较上年底增长53.64%，公司在建工程项目主要为“总部开发项目”(5.37亿元)、“山河工业城二期工程”(1.15亿元)和“其他零星项目”(1.46亿元)。

受限制资产方面，截至2019年底，公司受限制资产共计36.29亿元，其中，受限制货币资金5.06亿元，为保证金；受限固定资产27.55亿元，为资产抵押；受限无形资产2.90亿元，为借款抵押、法院财产保全。

截至2020年3月底，公司资产总额合计350.55亿元(其中受限资产为货币资金5.60亿元、存货1.30亿元，固定资产30.92亿元，无形资产2.07亿元)，较2019年底增长2.64%；其中流动资产与非流动资产占比分别为53.25%和46.75%，流动资产占比较2019年底略有增长。

2. 所有者权益及负债

(1) 所有者权益

跟踪期内，受合并范围新增山河智能影响，公司所有者权益较上年底大幅增长，少数股东权益占比较高，权益稳定性有所弱化。

截至2019年底，公司所有者权益为91.64亿元，较上年底增长93.38%，主要系少数股东权益大幅增加50.79亿元所致。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占57.36%，资本公积占77.13%，其他综合收益占14.55%；未分配利润为-18.75亿元。截至2020年3月底，公司所有者权益合计90.51亿元，较2019年底略有下降，权益结构较2019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

2019年，受合并范围变化影响，公司有息债务规模大幅增长，短期债务占比高，整体债务负担重，债务结构有待改善。

截至2019年底，公司负债总额249.89亿元，较上年底大幅增加129.02亿元，其中流动负债占71.05%、非流动负债占28.95%，流动负债占比较高。

流动负债方面，截至2019年底，公司流动负债177.55亿元，较上年底大幅增加95.82亿元，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致。从构成看，主要为短期借款（占38.03%）、应付票据（占12.60%）、应付账款（占14.47%）和一年内到期的非流动负债（占21.48%）。

截至2019年底，公司短期借款67.52亿元，较上年底大幅增加40.65亿元；从构成看，主要为保证借款（占47.53%）和信用借款（占42.37%）构成。截至2019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2019年底，公司应付票据22.37亿元，较上年底大幅增加15.38亿元，从构成看，商业承兑汇票占50.60%，银行承兑汇票占49.40%。

截至2019年底，公司应付账款25.70亿元，较上年底大幅增加17.93亿元，从账龄来看，1年以内（含1年）的占92.80%，账龄较短。

截至2019年底，公司其他应付款（合计）14.65亿元，较上年底下降45.48%，主要系往来款下降所致。从构成看，公司其他应付款主要为往来款（占61.42%），包括“234地块”以土地收益权成立的信托产品赎回及费用预提11.45亿元。账龄超过一年的重要其他应付款5.27亿元，主要系历史遗留挂账。

非流动负债方面，截至2019年底，公司

非流动负债72.34亿元，较上年底增长84.83%，主要系长期借款增长所致。从构成看，主要为长期借款（占64.81%）、应付债券（占11.03%）和递延所得税负债（占10.95%）。

截至2019年底，公司长期借款46.88亿元，较上年底大幅增加31.39亿元，从构成看，主要为抵押借款（占39.97%）、保证借款（占31.07%）和信用借款（占28.96%）。

截至2019年底，公司应付债券7.98亿元，为2016年发行的“16广州万力MTN001”（余额7.98亿元，到期日2021年8月18日）。

从有息债务来看，截至2019年底，公司全部债务182.90亿元，较上年底大幅增加96.50亿元；其中短期债务占70.01%，长期债务占29.99%，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73.17%、66.62%和37.45%。

截至2020年3月底，公司负债合计260.04亿元，较2019年底增长4.06%。公司全部债务191.15亿元；其中短期债务占74.14%，长期债务占25.86%，短期债务占比进一步增长。截至2020年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比例均有所上升，分别为74.18%和67.86%，长期债务资本化比率有所下降，为35.32%。

3. 盈利能力

跟踪期内，随着装备制造业务纳入合并范围以及化工贸易业务规模拓展，公司营业收入同比大幅提升，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。

2019年，公司实现营业收入160.17亿元，同比增长53.25%；同期营业成本为141.66亿元，同比增长44.22%；公司营业利润率为11.14%，同比增加5.60个百分点，主要系2019年公司营业收入中新增毛利率较高的装备制造

造业务所致。

2019年，公司期间费用24.97亿元，同比增长85.93%；其中，销售费用同比增长95.47%至7.69亿元，管理费用同比增长72.79%至8.63亿元，主要系合并范围纳入山河智能所致；期间费用率为15.59%，同比增加2.74个百分点，公司期间费用对利润侵蚀影响显著。

2019年，公司资产减值损失-4.43亿元，同比大幅减少3.55亿元，主要系坏账损失大幅减少所致；从构成看，主要为坏账损失-2.97亿元、存货跌价损失-0.26亿元和商誉减值损失-1.12亿元。

非经营性损益方面，2019年，公司实现投资收益1.20亿元，同比增长6.12%，主要系其他增长所致，从构成看，主要为可供出售金融资产等取得的投资收益0.93亿元（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0.10亿元），其他0.20亿元（主要为越秀金控分红0.04亿元和对其他联营和合营企业的分红）。同期，公司实现其他收益1.65亿元，同比大幅增加1.35亿元，主要为本期新增工业发展专项基金0.61亿元，长丰县招商引资项目增至0.24亿元等；实现资产处置收益6.79亿元，同比下降45.43%，从构成看，主要为结转“AF040225-A地块”收入5.70亿元；实现营业外收入0.49亿元，主要为无法支付款项0.34亿元。

2019年，公司实现利润总额-1.41亿元，同比大幅减少5.46亿元；2019年公司非经常性损益（其他收益+投资收益+资产处置收益+营业外收入-营业外支出）为9.31亿元，占利润总额比重很高，为公司利润的主要来源。由于珠化集团土地收益涉及所得税，2019年所得税费用为1.53亿元，导致当期净利润为-2.94亿元。2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.40%和-3.21%，公司主业盈利能力较弱。

2020年1—3月，公司实现营业收入35.19亿元，同比增长48.05%。投资收益为0.81亿元，主要为广州农商行分红0.64亿元、广州银行分红0.18亿元和越秀金控分红0.07亿元；利润总额为-1.12亿元，同比大幅减少1.19亿元，公司营业利润率为13.38%，较2019年有所上升。

4. 现金流及保障

总体看，得益于装备制造业务的增长，公司经营现金流入大幅提升，但经营活动现金净流量无法覆盖公司投资性资本支出，公司存在一定的筹资压力。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入186.66亿元，同比增长81.01%，从构成看，主要为销售商品、提供劳务收到的现金181.26亿元；2018年，公司经营活动现金流出183.54亿元，同比增长74.81%，从构成看，主要为购买商品、接受劳务支付的现金156.02亿元；公司支付的其他与经营活动有关的现金7.09亿元，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3.12亿元。2019年，公司现金收入比为113.16%，收入实现质量有所上升。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入3.91亿元，同比增长17.83%，从构成看，主要为取得投资收益收到的现金1.25亿元和收到其它与投资活动有关的现金1.01亿元；公司投资活动现金流出19.34亿元，从构成看，主要为取得子公司等支付的现金净额8.20亿元和支付其他与投资活动有关的现金4.42亿元。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.44亿元。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入121.08亿元，主要系取得借款收到的现金107.37亿元和收到其他与筹资活动有关的现金8.37亿元（主要为万力股份融资租赁款5.76亿元）；筹资活动现金流出97.68亿元，主要系偿还债务支付的现金70.68亿元

和支付其他与筹资活动有关的现金 19.49 亿元（主要为归还“234 地块”以土地收益权成立的信托产品本金及溢价款 11.44 亿元）。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 23.40 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.39 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.03 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.95 亿元。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 99.94% 和 77.34%，分别较上年底增加 7.09 个百分点和减少 0.23 个百分点。截至 2020 年 3 月底，上述指标分别为 96.41% 和 74.24%。2019 年公司经营现金流动负债比为 1.76%。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，2019 年公司 EBITDA 为 13.13 亿元，同比有所提升；同期，公司全部债务/EBITDA 上升至 13.93 倍；EBITDA 利息倍数下降至 1.87 倍。总体看，长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度 307.28 亿元。其中，尚未使用授信额度为 111.46 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

对外担保方面，截至 2019 年底，公司对对外担保为山河智能的信用销售。

表 13 截至 2019 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
工程机械终端客户（包括自然人及法人）	30.00	21.25	连带责任担保	12 个月	否
工程机械经销商（法人）按揭贷款、融资租赁担保	15.00	13.04	连带责任担保	12 个月	否
工程机械经销商承兑、保兑仓、	3.00	0.15	连带责任担保	12 个月	否

供应链金融及保理担保					
合计	48.00	34.44	--	--	--

资料来源：公司提供

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；受并购山河智能带来的融资需求增加影响，母公司有息债务快速增长，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 2019 年底，母公司资产总额 135.39 亿元；其中流动资产 45.62 亿元（占 33.70%），非流动资产 89.78 亿元（占 66.30%）；流动资产主要为货币资金（4.67 亿元）、交易性金融资产（4.07 亿元）和其他应收款（34.88 亿元，全部为与下属公司往来款项，其中，广州珠江化工集团有限公司 10 亿；万力投资 11.22 亿元；万力股份 5.41 亿元；广州万力资产管理有限公司 4.22 亿元；广州双一乳胶制品有限公司 1.27 亿；广州华南橡胶轮胎有限公司 2.27 亿元）；非流动资产构成以可供出售金融资产（18.42 亿元）和长期股权投资（68.78 亿元）为主。

截至 2019 年底，母公司负债合计 93.46 亿元，其中流动负债 61.48 亿元（占 65.78%），非流动负债 31.98 亿元（占 34.22%）；流动负债主要以短期借款（32.59 亿元）、其他应付款（10.30 亿元）和一年内到期的非流动负债（18.51 亿元）为主；非流动负债主要包括长期借款（21.84 亿元）和应付债券（7.98 亿元）。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 69.03%。从有息债务来看，截至 2019 年底，母公司全部债务 80.91 亿元，较上年底增长 90.42%；其中短期债务占 63.14%，长期债务占 36.86%，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 69.03%、65.86% 和 41.56%。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计

41.93 亿元；其中实收资本 21.70 亿元，资本公积 31.27 亿元，未分配利润-16.65 亿元，所有者权益结构性一般。

盈利能力方面，2019 年母公司实现营业收入 1.27 亿元；期间费用 4.09 亿元；投资收益为 3.09 亿元，对利润总额贡献较高。2019 年，母公司利润总额为 0.86 亿元。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流入量 0.33 亿元，为收到其他与经营活动有关的现金；经营活动现金流出 0.66 亿元，主要为支付给职工以及为职工支付的现金（0.33 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（0.26 亿元），当期母公司经营活动现金流量净额-0.33 亿元。投资活动方面，2019 年母公司投资活动现金流量净额为-12.37 亿元，其中受到其他与投资活动有关的现金 1.09 亿元，投资支付的现金 13.44 亿元；2019 年母公司筹资活动产生的现金流量净额为 12.19 亿元。

7. 抗风险能力

公司是广州市国有大型实业企业集团，目前以橡胶轮胎、盐化工、精细化工和装备制造为主业，资产和收入规模较大，政府支持力度大。公司整体抗风险能力很强。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年 3 月底，公司“16 广州万力 MTN001”发行金额共计 8 亿元，将于 2021 年 8 月 18 日到期。

截至 2019 年底，公司现金类资产（剔除受限）为存续期债券余额的 4.33 倍；2019 年，公司经营活动现金流入量为存续期内债券余额的 23.33 倍；经营活动现金流量净额为存续期内债券余额的 0.39 倍；EBITDA 为存续期内债券余额的 1.64 倍。

总体看，公司现金类资产对“16 广州万力 MTN001”的保障能力强。

表14 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2019 年
存续期内债券余额	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	23.33
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.39
EBITDA/应付债券余额	1.64

资料来源：联合资信整理

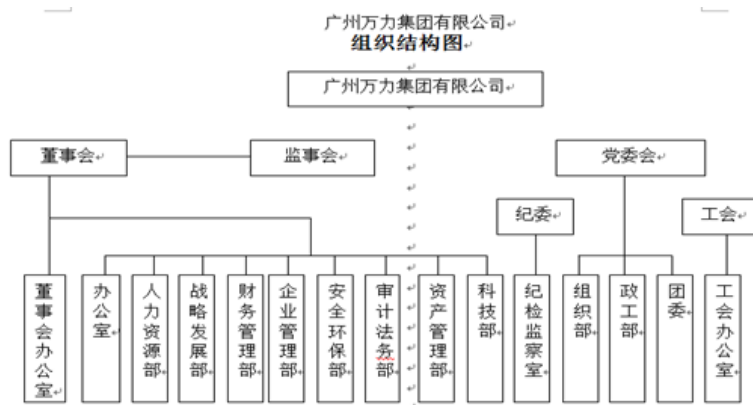
十二、 结论

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 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 截至 2020 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/m ²)	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
广州制漆厂地块	按“公开出让, 收益支持”方式, 企业按出让收入的 60% 分成	2	2	0	7.73	3	19.73	AF040225-A 地块 2019 年出让, 拍卖单价约 3.38 万元/m ² ; 未出让地块按起始价 2.81 万元/m ² 预测。	0.6	35.85	33.85	1.16	(其中 AF040225-A 地块已出让, 公司分成 15.70 亿元应收未收)
南岗地块	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	2.57	2.31	0.26	17.27	2	18.87	1.6	0.6	18.12	15.81	1.51	土地尚未拍卖
华萨公司地块	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	1.28	0.77	0.51	10.29	1.5	16.12	1.6	0.6	15.48	14.71	0.93	土地尚未拍卖
华立地块	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	4.34	3.9	0.44	30.8	1.5	48.09	1.28 (其中 19.68 万 m ² 收储价为 0.8 万元/m ²)	0.6	36.72	32.82	1.15	土地尚未拍卖
东风地块为居住用地的部分	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	0.3	0.3	0	2.84	3	8.43	1.8	0.65	9.86	9.56	0.72	土地尚未拍卖
黄埔地块为居住用地的部分	按“公开出让, 收益支持”方式, 企业按出让收入的 65% 分成	0.7	0.7	0	7	2.2	14.45	1.8	0.65	16.91	16.21	0.55	土地尚未拍卖
合计	--	11.19	9.98	1.21	75.93	—	125.69	6.80	3.70	132.94	122.96	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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.86	21.77	34.65	31.07
资产总额(亿元)	152.51	168.25	341.52	350.55
所有者权益(亿元)	51.91	47.39	91.64	90.51
短期债务(亿元)	28.94	39.02	128.04	141.72
长期债务(亿元)	33.98	47.38	54.86	49.43
全部债务(亿元)	62.92	86.40	182.90	191.15
营业收入(亿元)	66.47	104.52	160.17	35.19
利润总额(亿元)	1.18	4.05	-1.41	-1.12
EBITDA(亿元)	8.21	12.14	13.13	--
经营性净现金流(亿元)	2.33	-1.87	3.12	-2.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.75	9.14	3.22	--
存货周转次数(次)	5.22	8.11	5.38	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.65	0.63	--
现金收入比(%)	112.59	94.56	113.16	75.66
营业利润率(%)	10.02	5.54	11.14	13.38
总资本收益率(%)	1.94	3.07	1.40	--
净资产收益率(%)	-1.20	1.99	-3.21	--
长期债务资本化比率(%)	39.56	50.00	37.45	35.32
全部债务资本化比率(%)	54.79	64.58	66.62	67.86
资产负债率(%)	65.96	71.84	73.17	74.18
流动比率(%)	101.10	92.85	99.94	96.41
速动比率(%)	80.40	77.57	77.34	74.24
经营现金流流动负债比(%)	4.11	-2.29	1.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.67	7.12	13.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.86	3.79	1.87	--

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；2020 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.73	8.47	8.74	6.68
资产总额(亿元)	99.23	107.70	135.39	133.25
所有者权益(亿元)	44.09	43.84	41.93	41.86
短期债务(亿元)	9.64	18.67	51.09	56.99
长期债务(亿元)	21.13	23.82	29.82	21.67
全部债务(亿元)	30.77	42.49	80.91	78.66
营业收入(亿元)	0.60	0.76	1.27	0.35
利润总额(亿元)	-0.38	1.90	0.86	-0.08
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.11	-0.23	-0.33	-0.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.08	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	0.00	0.56	3.24
营业利润率(%)	73.79	72.22	84.94	90.54
总资产收益率(%)	1.35	4.54	3.69	--
净资产收益率(%)	-0.85	4.34	2.06	--
长期债务资本化比率(%)	32.40	35.21	41.56	34.11
全部债务资本化比率(%)	41.10	49.22	65.86	65.27
资产负债率(%)	55.57	59.30	69.03	68.58
流动比率(%)	56.26	75.34	74.20	64.83
速动比率(%)	56.26	75.34	74.20	64.83
经营现金流动负债比(%)	0.35	-0.63	-0.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 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