信用等级公告

联合〔2019〕2296 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长期信用状况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，“15 万力 MTN001”“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

二〇一九年七月二十九日

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

广州万力集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 万力 MTN001	8 亿元	2020/6/12	AA	AA
16 广州万力 MTN001	8 亿元	2021/8/18	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.91	26.86	23.01	40.83
资产总额(亿元)	130.07	152.51	168.25	190.97
所有者权益(亿元)	42.92	51.91	47.39	52.46
短期债务(亿元)	18.97	28.94	39.02	43.25
长期债务(亿元)	35.63	33.98	47.38	61.64
全部债务(亿元)	54.59	62.92	86.40	104.88
营业收入(亿元)	57.06	66.47	104.52	23.77
利润总额(亿元)	1.40	1.18	4.05	0.07
EBITDA(亿元)	7.36	8.21	12.14	--
经营性净现金流(亿元)	-1.05	2.33	-1.87	-0.12
营业利润率(%)	11.69	9.38	5.54	6.51
净资产收益率(%)	1.55	-1.20	1.99	--
资产负债率(%)	67.00	65.96	71.84	72.53
全部债务资本化比率(%)	55.98	54.79	64.58	66.66
流动比率(%)	113.12	101.10	92.85	112.16
经营现金流动负债比(%)	-2.34	-13.22	-2.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.42	7.67	7.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.55	2.86	3.79	--

注：1.2017 年财务数据为更正后数据；2. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；3.长期应付款中融资租赁款已计入长期债务

分析师：刘 哲 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

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、精细化工为主，现代服务业为辅的“3+1”发展布局。跟踪期内，化工交易平台业务有所开拓，公司营业收入快速增长，子公司广州化工集团有限公司（以下简称“广化集团”）6块生产用地已签订收地协议，并已收到部分预付款；公司收购上市公司山河智能装备股份有限公司（以下简称“山河智能”）业务板块得以拓展，营业收入与利润有望增长；受土地收储结构化产品到期和资金储备影响，公司债务负担加重。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到轮胎行业竞争激烈、受国家汽车行业“去库存”政策影响，公司配套销售量急剧缩减、化工贸易业务摊薄公司毛利率等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

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，随着公司化工交易平台业务规模的扩大，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，“15 万力 MTN001”“16 广州万力 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 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，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。
2. 根据广州市政府整体规划，公司下属子公司广化集团合计用地面积 76.03 万平方米的 6 块生产用地，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

土地款（包括已收到的 9.58 亿元预付款），未来资产增值收益有望提升公司资本实力。

3. 2018 年，公司化工交易平台业务得到大力推进，成为公司发展现代服务业的切入点，随着服务模式的多元化，未来有望成为公司新的利润增长点。
4. 公司经营活动现金流入量对“15 万力 MTN001”“16 广州万力 MTN001”的保障能力较强。

关注

1. 中国轮胎行业结构性产能过剩，行业竞争激烈；2018 年公司为加快库存轮胎流转及资金回笼，进行折价销售，对橡胶轮胎业务的利润与毛利率产生较大冲击。
2. 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不确定。
3. 公司主业盈利能力弱，剔除利润总额、营业外收入（以土地补偿款为主）和投资收益后，公司经营呈亏损状态。
4. 跟踪期内，公司债务规模增长快，新并购山河智能整体杠杆水平高，可能进一步加重公司债务负担。
5. 2018 年 7 月 24 日，中共广州市纪律检查委员会、广州市监察委员会对外发布案件通报称，公司党委书记、董事长付守杰涉嫌严重违纪违法，目前正在接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。

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、准确性和完整性不做任何保证。

二、除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。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 20.00 亿元(后期投入的国家资本金 1.70 亿元尚未完成工商变更登记)，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，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 2019 年 3 月底，公司下设办公室、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）；公司合并范围主要包括 15 家二级子公司，25 家三级子公司和 6 家四级子公司。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为168.25亿元，所有者权益合计为47.39亿元（其中少数股东权益3.02亿元）。2018年，公司实现营业收入104.52亿元，利润总额4.05亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额190.97亿元，所有者权益为52.46亿元（其中少数股东权益7.98亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入23.77亿元，利润总额0.07亿元。

公司注册地址：广州市海珠区工业大道金沙路 9 号。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券共计 16 亿元，截至报告出具日，募集资金均已按计划使用完毕，且跟踪期内已于相关债券付息日足额付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 万力 MTN001	8.00	8.00	2015-6-12	2020-6-12
16 广州万力 MTN001	8.00	8.00	2016-8-18	2021-8-18

资料来源：Wind 资讯

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连

续 16 个季度运行在 6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量

占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动

等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

公司核心业务主要为橡胶轮胎的生产制造，同时兼有以盐化工和精细化工为主的化工产业。

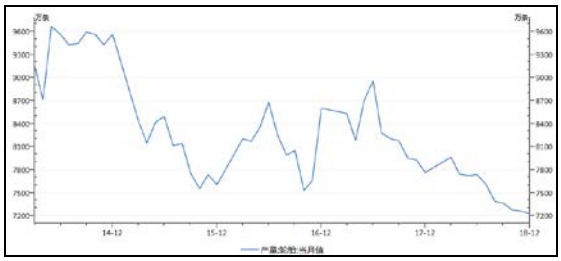
1. 橡胶轮胎行业

轮胎作为汽车、工程机械等相关行业的主要配套产品之一，与宏观经济波动呈高度的正相关性，因此轮胎行业周期与宏观经济周期保持较高的一致性。近年来国内经济正处于结构性调整新常态阶段，经济增速下滑、基础建设投资放缓、传统行业去库存，由此引发了轮胎市场需求低迷，国内轮胎企业普遍开工率不足。同时，受美国等国际市场针对中国轮胎的贸易壁垒影响，国内轮胎出口亦受到不同程度的影响。

中国是世界第一大轮胎生产国和出口国，轮胎产量约占世界轮胎总产量的三分之一。据中国橡胶协会统计，2018 年中国汽车轮胎总产量 6.48 亿条，同比下降 0.76%，其中，子午胎 6.09 亿条，同比下降 0.65%，斜交胎 0.39 亿条，同比下降 2.50%；子午胎产品中，全钢胎 1.33 亿条，同比增长 1.53%，半钢子午胎 4.76 亿条，同比下降 1.24%。

经历 10 多年的高速发展尤其是近两年投资“井喷”后，中国轮胎无论轿车胎还是载重卡车胎都出现较为严重的结构性过剩，即中低档同质化轮胎过剩，而高端及绿色轮胎仍有缺口。2018 年，中国橡胶轮胎行业经济运行稳中有缓、稳中有降，增速前高后低，整个行业的转型升级已经进入攻坚期。2018 年全国轮胎产量 20 年来首次出现负增长，数据显示，2018 年中橡协统计轮胎企业亏损数上升 7.5%，亏损额上升 31.49%。虽然 2018 年利润总额高于 2017 年，但轮胎、力车胎等细分领域的整体利润率，仍不及全国制造业平均水平的 50%。

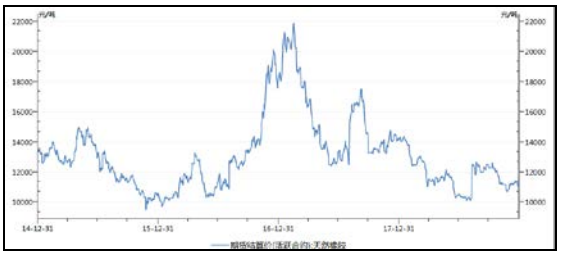
图 1　近年来中国轮胎产量



资料来源：Wind 资讯

天然橡胶在轮胎产品成本中占比达40%左右，其价格对公司生产成本影响较大。中国天然橡胶自给率严重不足，80%的天然橡胶需要从东南亚国家进口。2017年全年，天然橡胶价格受资本炒作影响大幅波动，从2016年第四季度开始持续上涨，到2017年2月初达到峰值21890元/吨后开始大幅下跌，至6月底，天然橡胶期货结算价跌至13000元/吨附近，较2月初峰值价格跌幅接近40%；三季度天然橡胶价格出现一波反弹，主要由于主产国泰国、印尼和马拉西亚等控制天然橡胶产量及出口量、泰国政府实施橡胶收储政策等原因使得供给侧有所收紧，国内天然橡胶价格有所上涨；9月开始，受国内房地产调控趋紧、汽车市场需求不旺、轮胎企业开工率同比偏低等影响，橡胶市场需求较低迷，天然橡胶价格持续下跌，截至2018年12月底，天然橡胶期货结算价为11290元/吨。

图 2　天然橡胶期货结算价



资料来源：Wind 资讯

此外，轮胎生产的另一主要原材料炭黑2017年下半年开始价格持续上涨，2018年已经达到了历史炭黑行业价格的巅峰，主要由于国内环保政策趋严，国内大部分炭黑生产企业处于低位开工，部分企业处于停产状态，同时受冬季取暖影响，多地发布采暖错峰生产通知，要求炭黑生产企业限产50%以上。落脚到轮胎层面，短期内原材料价格的大幅波动使得轮胎生产企业在成本控制方面遭受较大压力，尤其是面临下游主机厂在产业链上的强势地位，轮胎企业想要通过调整产品价格转移成本压力有一定难度；同时由于国内轮胎主要通过经销模式配套替换胎市场，供应链条较长，相比原配胎直供整车厂，涨价较为滞后。因此，短期原材料涨价对国内轮胎企业盈利影响较大。

橡胶轮胎行业下游客户主要为汽车行业，汽车产量决定汽车轮胎配套市场容量，汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场容量。2018年，国内汽车产销2780.92万辆和2808.06万辆，同比下降4.16%和2.76%。截至2018年底，国内机动车保有量达3.27亿辆，其中汽车2.4亿辆，全年增加2285万辆，同比增长10.51%；其中载客汽车保有量2.01亿辆（其中私家车达1.89亿辆），载货汽车保有量升至2570万辆，其中新注册载货汽车达326万辆，创下历史最高水平，为轮胎行业的发展提供了持续的动力。随着中国经济主动“调结构，促转型”，未来汽车保有量将不断增加，公路货运量、客运量以及公路货物周转量都会大大上升，这些因素都将拉动轮胎需求。

出口方面，海关数据显示，2018年，中国出口新的充气橡胶轮胎4.86亿条，同比微增0.6%；出口金额995.75亿元，同比增长3.8%。其中，12月份，轮胎出口量为4320万条，同比下降5.8%；出口金额87.39亿元，同比下降5.1%。当前，欧美及其他主要市场，纷纷对中国轮胎竖起贸易壁垒，出口不畅或对轮胎制造企业造成的巨大压力。

政策方面，《中华人民共和国环境保护税法》于2018年1月1日起执行，意味着中国执行了近40年的排污收费制度将被环保税取代；同时，自3月1日起，京津冀“2+26”城市全面实行大气污染特别排放限制，在规定时期不达标的企业将面临停产整治，并处以罚款。轮胎及其上游原料生产企业作为污染较为严重的企业类型，需要在环保、减排等方面加以重视，倒逼轮胎企业产业升级，淘汰环保不达标的落后企业，进一步提升行业集中度。

2.化工行业

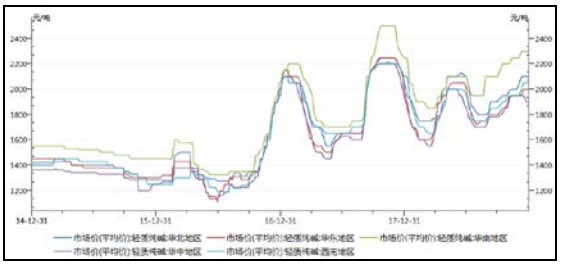
盐化工行业

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，价格开始反弹再次进入上行周期。经历 2011-2015 年市场下滑周期，自 2016 年纯碱进入上行周期。2018 年中国纯碱产能 3000 万吨左右，同比变化不大，全年产量达约 2800 万吨，纯碱供需关系转入平衡，近年来开工率维持高位，2018 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。2018年，房地产开发投资规模仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

图 3　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 2018 年 12 月底，轻质纯碱市场价为 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。

六、基础素质分析

截至 2019 年 3 月底，公司为广州市属一级国有独资企业，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”）、广州化工集团有限公司（以下简称“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、精细化工为主业，现代服务业为辅业的“3＋1”发展战略，橡胶轮胎、盐化工、精细化

工为目前发展重点，未来将适时开展现代服务业。

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。

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。

七、管理分析

2018 年 7 月 24 日，根据中共广州市纪律检查委员会、广州市监察委员会主办的“廉洁广州”网站公布的案件通报信息显示，公司党委书记、董事长付守杰涉嫌严重违纪违法，目前正在接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。联合资信将持续关注高层管理人员的变动情况。

截至本报告出具日，广州市国资委尚未委派及任命新的董事长和法人代表。除此之外，跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度等方面未发生重大变动。

八、重大事项

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。2018 年内无最新进展。

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。2018 年上述地块均在进行土地修复工作（其中，广州制漆厂地块已完成土地修复，其他地块正在进行土地修复及验收工作），未来将根据政府安排进行公开出让。

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”，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 2018 年底，山河智能资产总额 142.87 亿元，所有者权益 49.37 亿元，2018 年实现营业收入 57.56 亿元，利润总额 5.90 亿元）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股份有限公司之表决权委托协议》。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）。其中，自筹资金主要来源于银行贷款。

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，山河智能实际控制人变更为广州市人民政府。

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，未来将成为一个新的主营业务利润增长点。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务仍以橡胶轮胎、盐化工和精细化工为主业。

2018 年，公司实现营业收入 104.52 亿元，同比增长 58.38%。分板块来看，橡胶轮胎板

块是公司收入的主要来源之一，占公司主营业务收入的 35.21%，同比有所下降。2018 年，公司橡胶轮胎业务收入 36.80 亿元，同比变化不大。2018 年，盐化工业务收入同比增长 30.11%，实现销售收入 9.68 亿元，主要由于产品结构调整，原有部分毛利率较薄的树脂对外销售业务取消所致；精细化工业务收入同比略有增长至 5.66 亿元；其他业务主要系通过广州化工交易平台进行的化工产品贸易业务，合计 52.38 亿元，系 2017 年新增业务，2018 年同比大幅增加 35.21 亿元，主要系公司业务调整，广州化工交易平台得到了大力发展。

从毛利率来看，由于占比较大的贸易业务毛利率低，使得公司综合毛利率同比减少 4.78 个百分点至 6.03%。其中，橡胶轮胎板块由于加快库存轮胎流转及资金回笼，公司对年限轮胎进行折价销售，毛利率同比下降至 9.31%；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 11.92%；精细化工板块由于销量增长影响，毛利率增长至 27.25%；其他业务中，化工贸易毛利率薄，毛利率下降至 0.33%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业务收入 23.77 亿元，同比提升 24.85%，主要源于贸易业务对收入的拉动。当期综合毛利率为 6.95%，较上年同期减少 1.92 个百分点，主要系当期盐化工业务毛利率额度持续大幅下降对综合毛利率有一定的影响。

表2　2016-2019年一季度公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
分类	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	41.57	72.86	11.67	36.59	55.04	11.65	36.80	35.21	9.31	8.39	35.30	11.20
盐化工	7.39	12.96	11.61	7.44	11.20	14.79	9.68	9.26	11.92	2.48	2.19	11.73
精细化工	5.97	10.46	17.32	5.27	7.93	22.39	5.66	5.42	27.25	1.51	6.34	25.17
其他	2.12	3.72	18.63	17.17	25.83	3.74	52.38	50.11	0.33	11.39	47.92	0.37
合计	**57.06**	**100.00**	**12.51**	**66.47**	**100.00**	**10.81**	**104.52**	**100.00**	**6.03**	**23.77**	**100.00**	**6.95**

资料来源：公司提供

整体看，跟踪期内，橡胶轮胎业务受国家“去库存”政策导向影响，国内配套市场配套汽车主机厂大幅减少库存量，公司配套销售量急剧缩减等影响，收入规模稳定；受公司业务调整原因，化工贸易业务2018年收入大幅增加，但毛利率较低，摊薄公司整体毛利率水平。

2. 橡胶轮胎

公司轮胎业务由万力股份负责运营，目前已形成橡胶轮胎板块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，是华南地区最大的子午线轮胎生产企业，公司直接持有万力股份80.90%的股权，华南轮胎持有19.10%的股权。截至2018年底，万力股份资产总额59.55亿元，净资产14.54亿元；2018年，万力股份实现营业收入33.58亿元，利润总额-3.38亿元（2017年为-3.42亿元），万力股份2018年亏损原因包括：①轮胎行业受国家“去库存”政策导向影响，公司配套销售量急剧缩减；②受燃动成本影响，公司小胎制造成本偏高，且公司制造费用在行业处于较高水平。

2018年，公司橡胶轮胎业务收入36.80亿元，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，2018

年天然橡胶和合成橡胶在轮胎采购总成本中占47.75%左右，炭黑和钢丝帘线在总采购成本中占37.23%左右，其他原材料为帘布和化工助剂等。2018年，由于钢丝新规格切换影响，钢丝帘线采购量同比下降14.75%；从采购均价来看，天然橡胶和合成橡胶采购均价同比有所下降，主要系市场环境和需求所致，炭黑和钢丝帘线采购均价受环保限产和上游主要原料价格上涨影响增长明显。2018年万力股份主要通过广州化工交易中心有限公司、中化国际（新加坡）有限公司等采购原材料，前五大供应商采购金额为6.70亿元，占总采购额的23.47%，集中度尚可。

表3　2017-2018年轮胎原材料采购情况

（单位：吨、元/吨）

原材料	2017年		2018年	
	采购量	均价	采购量	均价
天然橡胶	31655	11801	33523	9915
合成橡胶	34628	12139	33674	11169
炭黑	43402	4820	43483	6196
钢丝帘线	22529	7384	19207	8003

资料来源：公司提供

2018年，公司轮胎总产量为1278.60万套，其中全钢子午胎136.80万套，半钢子午胎1141.80万套。2019年1-3月，公司轮胎总产量为308.35万套，同比变化不大。从产量分布来看，2017年8月，番禺生产基地已搬迁完毕，全钢子午胎全部由合肥基地生产，半钢子午胎全部在从化基地进行制造。目前，合肥和从化基地产能分别为200万套和1500万套，2018年产能利用率分别为68.40%和76.12%，受前期合肥基地搬迁影响，且轮胎行业整体景气度较低，综合使得公司产能利用率较低。

表4　2016-2018年一季度轮胎产量情况

（单位:万套）

产量		2017年	2018年	2019年1-3月
全钢子午胎	合肥	122.16	136.80	26.23
半钢子午胎	从化	1184.69	1141.80	282.12
合计		1306.85	1278.60	308.35

资料来源：公司提供

从销量上看，因汽车保有量逐年增加，轮胎存量市场规模较大，跟踪期内，受新生产线前期达产不足影响，半钢子午胎销量同比下降9.24%，为1097.38万套，全钢子午胎销量同比略有增长，为131.16万套。从销售价格上看，2018年轮胎原材料市场销售价格有所下降，全钢子午胎和半钢子午胎销售价格同比均略有下降，销售价格分别下降至951.77元/套和164.70元/套。2019年1-3月，公司全钢子午胎和半钢子午胎销量分别占2018年的22.99%和24.89%，分别为30.15万套和273.11万套，全钢子午胎同比稍有下降。销售价格方面，2019年1-3月公司全钢子午胎和半钢子午胎销售价格均有所上涨，售价分别为976.84元/套和171.41元/套。

表5　2017-2019年一季度轮胎销售情况

销售量（万套）	2017年	2018年	2019年1-3月
全钢子午胎	118.22	131.16	30.15
半钢子午胎	1209.07	1097.38	273.11
销售价格（元/套）	**2017年**	**2018年**	**2019年1-3月**
全钢子午胎	959.06	951.77	976.84
半钢子午胎	174.46	164.70	171.41

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2018年轮胎销售额中国内市场占51.65%，国外市场占48.35%。截至2018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52个，“SUNNY”品牌销售代理商39个，“APTANY”品牌销售代理商49个。跟踪期内，海外市场销量保持增长，2018年实现818.81万套的海外销量，同比增长24.20%。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。目前销售遍布全国各省，已建立起由76余家经销商、约3300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。目前，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。2018年，公司对前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的20.80%，客户集中度不高。

3. 盐化工

公司盐化工业务主要运营主体是南方碱业。截至2018年底，南方碱业资产总额9.54亿元，净资产7.20亿元，公司持有其80.57%的股权；南方碱业2018年实现营业收入9.68亿元，利润总额0.39亿元，同比大幅增长93.91%（上年度南方碱业锅炉关停，因锅炉、矿区关停发生固定资产清理损失约0.2亿元，对利润总额影响较大）。公司主要采用氨碱法生产纯碱。截至2019年3月底纯碱产能为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。

2018年，公司盐化工板块实现营业收入9.68亿元，同比增长30.11%，主要系2016年底因环保停产整改，2017年2月底复产所致；2019年一季度收入为1.51亿元，同比有所下降。

公司纯碱生产所需原燃料包括块煤、石灰石、盐和液氨。2018年，公司采购块煤占采购总成本的10.95%左右；原料石灰石和盐在采购成本中的占比分别是8.90%和10.49%。

生产方面，南方碱业纯碱年生产能力达到60万吨，2018年纯碱产量58.63万吨，同比增长30.00%，主要系环保整改完成，产量恢复所致；2019年一季度纯碱产量为13.99万吨，同比变化不大。

南方碱业处于珠江三角洲地区，由于广东省尤其是珠江三角洲地区用碱量较大的玻璃制造企业、洗涤业、玛赛克等生产厂商较集中，年纯碱需求总量约为180万吨。2018年公司销售纯碱58.07万吨。近年来纯碱销售价格有所增长，2018年整体纯碱价格呈上升态势，公司纯碱销售均价为1900.30元/吨，同比增长14.33%；2019年一季度销售均价持续增长，为2032.14元/吨。

表 6　2017-2019 年一季度纯碱产销情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
产量（万吨）	45.10	58.63	13.99
销量（万吨）	44.79	58.07	13.95
均价（元/吨）	1662.06	1900.30	2032.14

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72%以上。2018年前五大客户销售额占总销售收入的56.64%，客户较集中。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。

4. 精细化工

广化集团于1996年改制成立，主要从事涂料、溶剂、粘胶剂等精细化工的生产和销售。2012年底广化集团划转至万力集团，为公司精细化工板块的核心运营主体。截至2018年底，广化集团作为公司的全资子公司，资产总额12.68亿元，净资产6.63亿元，2018年实现营业收入56.84亿元，利润总额-0.22亿元。

2018年公司精细化工板块实现销售收入5.66亿元，同比略有增长；其中，涂料产品当年产量2.91万吨，产生收入2.81亿元，是精细化工板块的主要收入来源。2019年一季度精细化工板块实现销售收入1.51亿元，同比变化不大。

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，2018年以上主要原材料占公司原料采购成本总额比例为17.13%。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，2018年公司涂料产品销量同比略有增长至2.81万吨。公司客户分布较分散，2018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20.18%，集中度低。

5. 其他业务板块

2018 年，其他业务板块实现收入 52.38 亿元，主要是广化集团下属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，2018 年自营业务交易额约 49.54 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 4.66 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，目前暂未收取服务费，2018 年撮合业务交易规模达 5.18 亿元（含集团内部交易 5.12 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。

6. 经营效率

从经营效率指标看，2018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均有所上升，分别为8.22次、8.11次和0.65次。整体看，公司经营效率一般。

7. 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。利用交易中心已建成的化工电子交易平台和互联网技术，集聚数万家化工经营企业，提供化工交易、资讯信息、金融服务、仓储物流等一体化整合服务，实现信息、交易及综合服务的有机结合，在化工行业内建立一个更先进、更简便、更有效、更广泛的货物购销流通渠道。逐步形成化工产品的“广州价格”，打造华南地区最大化工电子商务中心、化工原料采购中心、信息中心和区域定价中心。

在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 21.49 亿元，已投资 8.05 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 10.80 亿元（其中 5.40 亿元为自有资金），已于 2017 年 9 月正式开工，截至 2019 年 3 月底，已完成投资 5.44 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 7.05 亿元）、橡胶一厂南厂区改造项目（总投 1.36 亿元）、水性涂料项目（总投 0.99 亿元）、轮胎输送线（总投 0.07 亿元）和

临时堆场消防系统完善（总投 0.05 亿元）等项目，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 2018 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。2019 年 1-3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2018 年公司合并范围新增广州万力涂料有限公司和广州化工交易科技有限公司 2 家子公司，注销广州市捷力运输有限公司、广州广京化工科技有限公司和 VANLEAD HOLDING USA INC 3 家子公司；2019 年 1-3 月，公司合并范围较 2018 年无变化；截至 2019 年 3 月底公司合并范围内子公司共计 47 家。总体看，近年公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为168.25亿元，所有者权益合计为47.39亿元（其中少数股东权益3.02亿元）。2018年，公司实现营业收入104.52亿元，利润总额4.05亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额190.97亿元，所有者权益为52.46亿元（其中少数股东权益7.98亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入23.77亿元，利润总额0.07亿元。

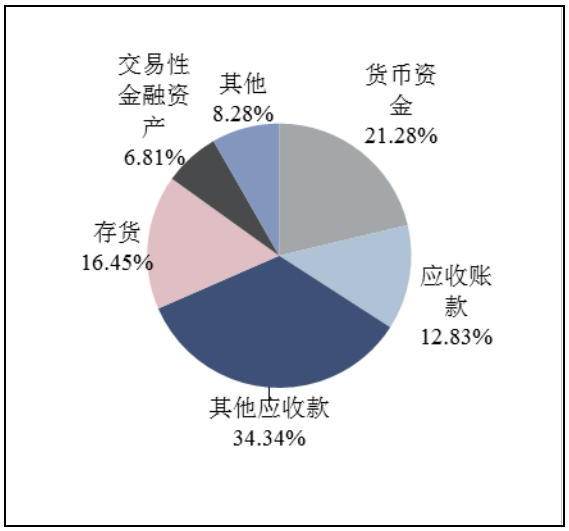
1. 资产质量

流动资产

截至 2018 年底，公司资产总额 168.25 亿元，同比增长 10.32%；其中流动资产占 45.10%，非流动资产占 54.90%。公司流动资产比重有所增长。

截至 2018 年底，公司流动资产总额 75.88 亿元，同比增长 32.34%，主要来自于其他应收款的大幅增长；流动资产中，主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。

图4　截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金 16.15 亿元，同比下降 20.83%，从构成看主要为（银行存款占 83.10%、其他货币资金占 16.89%）。其中使用受限的货币资金为 1.24 亿元，受限规模小。

截至 2018 年底，公司应收账款账面余额 12.26 亿元（共计提坏账准备 2.52 亿元），同比下降 17.08%。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 12.20 亿元，全部为应收货款，占应收账款总额的 99.53%，从账龄分布看，1 年以内（含 1 年）的占 64.31%，1～2 年（含 2 年）的占 17.02%，2～3 年（含 3 年）的占 5.62%，3 年以上的占 13.05%，整体账龄偏长；公司应收账款坏账准备综合计提比例为 20.59%；按欠款方归集的应收账款前五名合计欠款 0.83 亿元，占应收账款总额的 6.73%，集中度较低。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面余额 48.67 亿元（共计提坏账准备 22.61 亿元），同比大幅增加 24.72 亿元，主要系广州珠江化工集团有限公司（公司子公司，以下简称“珠化集团”）制漆厂地块确认收益（其中，17 年的“225A 地块金融产品”确认收益 10.00 亿，18 年“234 地块金融产品”确认收益 12.36 亿元）所致。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 48.48 亿元，为珠化集

团制漆厂地块处置确认收益，以及对广州国际信托投资公司（以下简称“国投”）的债权，占应收账款总额的 99.63%，从账龄分布来看，1 年以内（含 1 年）的占 51.88%，1～2 年（含 2 年）的占 1.31%，2～3 年（含 3 年）的占 0.23%，3 年以上的占 46.58%；公司其他应收款坏账准备综合计提比例为 46.46%；按欠款方归集的其他应收款前五名合计欠款 45.03 亿元，占其他应收款总额的 92.52%，集中度较高。

截至 2018 年底，公司存货账面余额 13.11 亿元，同比略有增长，主要由原材料（占 22.65%）和库存商品（占 55.76%）构成。公司共计提存货跌价准备 0.63 亿元，存货账面价值 12.48 亿元。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 92.37 亿元，主要由固定资产（占 53.87%）和可供出售金融资产（占 22.95%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 21.20 亿元，同比下降 9.12%，主要系公司所持有广州农村商业银行股份有限公司股权价值变动所致，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 14.24 亿元，主要为对广州农村商业银行股份有限公司的股权投资，广州农村商业银行股份有限公司 2017 年 6 月在港交所上市，公司持有其 31988.0672 万股股票（无质押），上市后核算方式由成本法计量调整为公允价值计量，账面价值由 2017 年底的 16.36 亿元减少至 2018 年底的 14.24 亿元，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等股权的投资。

截至 2018 年底，公司固定资产原值为 85.30 亿元，同比略有增长，主要系新增的房屋及建筑物和机器设备。从构成看，主要包括房屋及建筑物（占 24.90%）和机器设备（占 65.91%）。2018 年公司累计计提折旧 35.48 亿元，计提减值准备 0.06 亿元，固定资产账面价值为 49.76 亿元；其中，固定资产受限部分价值 3.70 亿元，主要用于借款抵押。

截至 2018 年底，公司在建工程 7.08 亿元，同比下降 4.65%，公司在建工程主要为“房地产-总部开发项目”（账面价值 4.75 亿元）、“万力股份-1000 万半钢项目”（账面价值 0.47 亿元）和“万力股份-技改项目”（账面价值 0.18 亿元）。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额合计 190.97 亿元（其中受限资产为货币资金 1.42 亿元、存货 0.58 亿元，固定资产 3.76 亿元，无形资产 0.53 亿元），较 2018 年底增长 13.50%；其中流动资产与非流动资产占比分别为 51.32%和 48.68%，流动资产占比较 2018 年底略有增长。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主，资产流动性一般；流动资产中其他应收款和可供出售金融资产中的股权质量较好，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 120.87 亿元，同比增长 20.15%，其中流动负债占 67.62%、非流动负债占 32.38%，流动负债占比较高。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债合计 81.73 亿元，同比增长 44.09%，主要由短期借款（占 32.88%）、应付账款（占 9.50%）和其他应付款（占 32.30%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 26.87 亿元，同比略有增长；从构成看，短期借款主要由抵押借款（占 4.80%）、保证借款（占 49.72%）、信用借款（占 45.48%）构成。截至 2018 年底，公司逾期尚未偿还的短期借款 0.54 亿元[1]。

[1] 公司子公司广州农药厂以位于广州市海珠区工业大道南 821 号土地为抵押担保向中国工商银行借款，期限为 1999 年至 2005 年，因到期未能清偿被中国东方资产管理公司起诉并于 2008 年由广州市中级人民法院判决偿还本息共计 0.90 亿元（其中本金 0.53 亿元，利息 0.37 亿元），截至 2018 年底该借款本息尚未归还。

截至 2018 年底，公司应付账款 7.77 亿元，同比下降 22.92%，从构成看主要为应付原材料采购款，从账龄看，主要以 1 年以内（含 1 年）（占 75.29%）为主。公司其他应付款以往来款为主，截至 2018 年底，公司其他应付款 26.39 亿元，同比大幅增加 15.42 亿元，主要系往来款（主要是珠化集团以土地收益权成立信托产品，信托产品赎回及费用预提 11.45 亿元）大幅增长所致；其中，账龄超过一年的重要其他应付款 5.22 亿元，主要系历史遗留挂账。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债 39.14 亿元，同比下降 10.80%，构成主要以长期借款（占 39.58%）和应付债券（占 40.74%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款 15.49 亿元，同比下降 9.12%，从构成看主要以保证借款（占 47.14%）和抵押借款（占 43.12%）为主；应付债券 15.94 亿元，包括“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”。

从有息债务来看，截至 2018 年底，公司全部债务 86.40 亿元，同比增长 37.32%；其中短期债务占 45.99%，长期债务占 54.01%，债务结构以长期债务为主；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 71.84%、64.58%和 50.00%。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 138.51 亿元，较 2018 年底增长 14.60%，主要为非流动负债的增长。其中，长期借款 27.73 亿元，同比增长 79.02%，主要系收购山河智能并购贷款增加所致；长期应付款 2.27 亿元，同比大幅增加 2.30 亿元，主要系 2018 年会计科目变动，将原“长期应付款”科目和“专项应付款”科目合并为一个“长期应付款”科目所致。有息债务合计 104.88 亿元；其中短期债务占 41.24%，长期债务占 58.76%，短期债务占比有所下降。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比例、长期债务资本化比率分别为 72.53%、66.66%和 54.02%，三项指标均有所上升。

跟踪期内，公司整体债务规模有所增长，其中长期债务增幅较大，整体债务规模可控。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 47.39 亿元，较上年底变化不大。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 48.91%，资本公积占 65.09%（同比下降 41.34%主要系国投资产划拨坏账准备 20.35 亿元转入资本公积所致），、其他综合收益占 18.68%；未分配利润为-14.68 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 52.46 亿元，较 2018 年底增长 10.71%，权益结构较 2018 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，为做实资产，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。

跟踪期内，公司所有者权益存在大额累计未弥补亏损，权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2018 年，公司营业收入 104.52 亿元，同比大幅增长 57.25%，主要系贸易业务增长所致；同期营业成本为 98.22 亿元，同比大幅增长 65.69%；公司营业利润率 5.54%，同比减少 4.48 个百分点，主要由于毛利率低的贸易业务占比大幅提升所致。

2018 年，公司期间费用 13.43 亿元，同比下降 10.08%；其中，销售费用同比下降 27.54%，主要系合肥基地配套仓储物流已完善，所产生的相关费用有所下降；期间费用收入比为 12.85%，期间费用管理能力较去年有所增长，仍对利润形成一定侵蚀。

2018 年公司实现投资收益 1.13 亿元，同比大幅下降，从构成看，处置长期股权投资产生的投资收益 0.14 亿元（主要为化工集团处置香港中联化工集团有限公司注销清算后剩余款项 911.59 万元），可供出售金融资产等取得的投资收益 0.95 亿元（主要为广州农村商业银

行股份有限公司分红 0.64 亿元、广州银行分红 0.22 亿元、国资产业基金分红 0.09 亿元、越秀金控分红 0.04 亿元）。2018 年，公司资产处置收益 12.43 亿元，同比大幅增长，主要为珠化集团制漆厂地块（广钢新城 AF040234 地块）确认补偿收益 12.36 亿元。近年来，公司营业外收入受土地出让进度影响波动较大，2018 年公司营业外收入 2.33 亿元，同比增加 1.44 亿元，系当期收到土地补偿款 2.04 亿元；营业外支出 3.31 亿元，主要包括珠化土地事项相关成本 2.48 亿元、非流动资产毁损报废损失 0.37 亿元和存货盘亏损失 0.20 亿元。

2018 年公司实现利润总额 4.05 亿元，同比大幅增加 2.87 亿元；2018 年公司非经营性损益（投资收益+资产处置收益+营业外收入－营业外支出）占利润总额比重很高，为公司利润的主要来源，公司对非经营性损益依赖度很高。由于珠化集团土地收益涉及所得税，所得税费用增至 3.11 亿元，导致当期净利润 0.94 亿元。2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.07%和 1.99%，公司主业盈利能力较弱。

随着广化交易平台贸易规模扩张等因素影响，2019 年 1-3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 23.77 亿元、0.07 亿元，同比均有所增长，主要系越秀金控股价上涨，公司公允价值变动增长所致。当期投资收益为 0.85 亿元，主要系公司根据广州农村商业银行股份有限公司分红 0.64 亿元和广州银行分红 0.22 亿元；当期公司营业利润率为 6.51%，较 2018 年有所上升。

跟踪期内，由于贸易业务增长，公司营业收入大幅提升，但主营业务盈利能力仍较弱；营业外收入及投资收益占利润总额比例高，且稳定性较差。土地补偿款回收进度受拆迁补偿、土壤修复进度影响大，出让时间存在较大不确定性。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 103.12 亿元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金 98.84 亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金 3.39 亿元，主要为恒利案执行款及法院退回款项 1.19 亿元、与经营活动有关的政府补助 0.72 亿元、往来款 0.78 亿元及房屋租赁收入 0.29 亿元。2018 年，公司经营活动现金流出 105.00 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金 85.02 亿元；公司支付的其他与经营活动有关的现金 7.64 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-1.87 亿元。2018 年，公司现金收入比为 98.67%，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入量有所增长，为 3.31 亿元，主要由收到其他与投资活动有关的现金 2.01 亿元构成；公司投资活动现金流出为 5.54 亿元，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金组成。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.23 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入量 51.91 亿元，主要系取得借款收到的现金 39.36 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 12.51 亿元（主要为珠化集团以土地收益权成立的信托产品收入 10.50 亿元）；筹资活动现金流出 52.62 亿元，主要系偿还债务支付的现金 37.05 亿元。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.71 亿元。

2019 年 1-3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 22.41 亿元；公司当期现金收入比为 94.30%；公司经营活动产生的现金流量净额为-0.12 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.98 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 20.61 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司的流动比率和速动比率均较上年均有所下降，分别为 92.85%和 77.57%。截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 112.16%和 98.17%。2018 年公司经营活动现金流量净额为-1.87 亿元，经营现金流动负债比为-2.29%。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，2018 年公司 EBITDA 为 12.14 亿元，同比有所提升；同期，公司全部债务/EBITDA 下降至 7.12 倍；EBITDA 利息倍数上升至 3.79 倍。总体看，长期偿债能力有所增强。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度 102.20 亿元。其中，尚未使用授信额度为 26.06 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《信用情况说明》，截至 2018 年 7 月 23 日[1]，公司本部无未结清信不良和关注类信贷记录，公司下属企业存在违约记录，系广州农药厂贷款逾期形成，系该企业被划入万力集团之前形成，公司无需对该笔债务承担相关责任。

7. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 107.70 亿元；其中流动资产 27.82 亿元（占 25.83%），非流动资产 79.88 亿元（占 74.17%）；流动资产主要由货币资金（5.18 亿元）和其他应收款（19.35 亿元）组成；非流动资产构成以可供出售金融资产（21.20 亿元）和长期股权投资（56.11 亿元）为主。

截至 2018 年底，母公司负债合计 63.86 亿元，其中流动负债 36.93 亿元（占 57.83%），非流动负债 26.93 亿元（占 42.17%）；流动负债主要以短期借款（16.89 亿元）和其他应付款（18.10 亿元）为主；非流动负债包括长期借款（7.88 亿元）和应付债券（15.94 亿元）。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 59.29%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 43.84 亿元；其中实收资本 21.70 亿元，资本公积 30.65 亿元，未分配利润-16.97 亿元，所有者权益结构性一般。

盈利能力方面，2018 年母公司实现营业收入 0.76 亿元；期间费用 2.52 亿元；投资收益为 4.06 亿元，对利润总额贡献较高。2018 年，母公司利润总额为 1.90 亿元。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流入量 0.40 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 0.63 亿元，主要为支付给职工以及为职工支付的现金（0.33 亿元），当期母公司经营活动现金流量净额-0.23 亿元。投资活动方面，2018 年母公司投资活动现金流量净额为 4.07 亿元，其中取得投资收益收到的现金 4.10 亿元；2018 年母公司筹资活动产生的现金净流出为 3.87 亿元。

总体看，母公司非流动资产占比较高，资产流动性一般，流动负债中短期借款和其他应付款占比较高，债务结构不合理，所有者权益结构稳定；母公司主营业务盈利能力较差，投资收益对利润总额形成有效支撑。

8. 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、精细化工为主业，资产和收入规模较大，债务负担可控，政府支持力度大。公司整体抗风险能力较强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2019 年 3 月底，公司“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”发行金额共计 16 亿元，将分别于 2020 年 6 月 12 日和 2021 年 8 月 18 日到期。

[1]由于广州市国资委尚未委派及任命新的董事长和法人代表，公司目前无法出具最新征信报告

截至 2018 年底，公司现金类资产为一年内到期债券余额的 2.88 倍；公司经营活动现金流入量为存续期内债券本金的 6.45 倍；公司 EBITDA 为 12.14 亿元，是应付债券余额的 0.76 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

表7　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

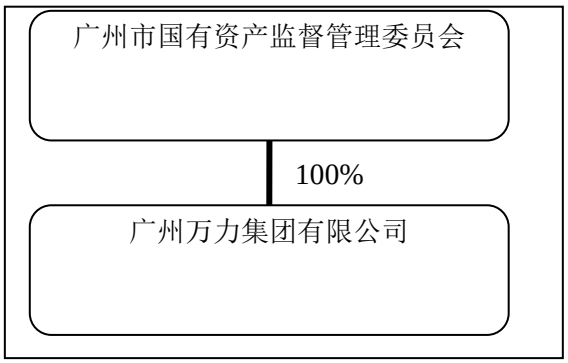
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	8.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.88
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.45
经营活动现金流净额/应付债券余额	--
EBITDA/应付债券余额	0.76

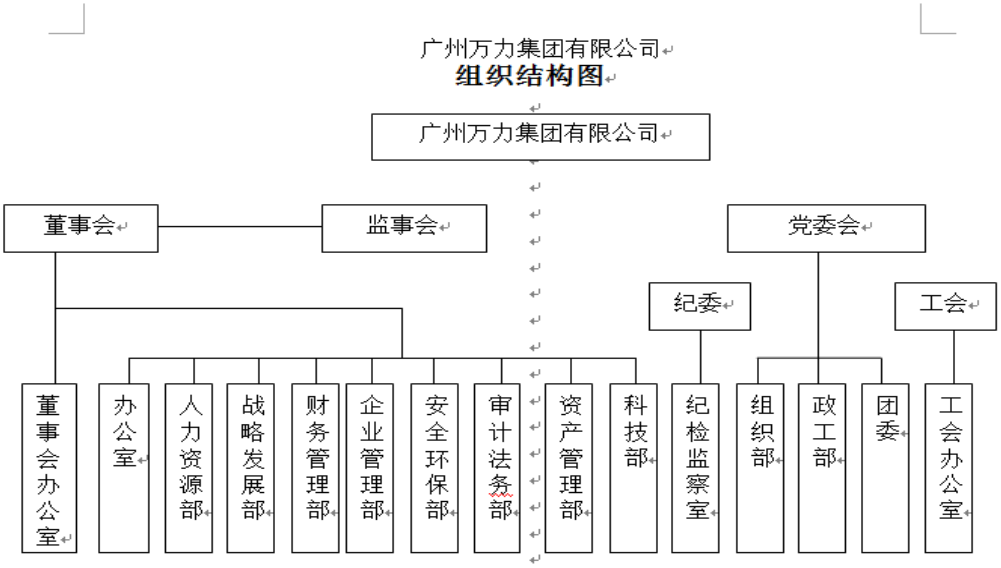
资料来源：公司年报，联合资信整理

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

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　截至 2019 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
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	2.00	1.60	0.40	7.83	3	21.25	2.8	0.6	35.7	34.1	1.16	土地尚未拍卖
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	18.67	1.6	0.6	17.92	15.61	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	16.04	1.6	0.6	15.4	14.63	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	3.90	0.44	30.80	1.5	47.29	1.28（其中18.98万㎡收储价为0.8万元/㎡）	0.6	36.29	32.39	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	0.30	0.30	0.00	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	0.70	0.70	0.00	7.00	2.2	13.40	1.8	0.65	16.91	16.21	0.55	土地尚未拍卖
合计	--	**11.19**	**9.58**	**1.61**	**76.03**	--	**126.13**	--	--	**132.08**	**122.5**	**6.02**	--

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.91	26.86	23.01	40.83
资产总额(亿元)	130.07	152.51	168.25	190.97
所有者权益(亿元)	42.92	51.91	47.39	52.46
短期债务(亿元)	18.97	28.94	39.02	43.25
长期债务(亿元)	35.63	33.98	47.38	61.64
全部债务(亿元)	54.59	62.92	86.40	104.88
营业收入(亿元)	57.06	66.47	104.52	23.77
利润总额(亿元)	1.40	1.18	4.05	0.07
EBITDA(亿元)	7.36	8.21	12.14	--
经营性净现金流(亿元)	-1.05	2.33	-1.87	-0.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.07	5.29	8.22	--
存货周转次数(次)	5.65	5.22	8.11	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.47	0.65	--
现金收入比(%)	123.74	137.24	98.67	101.32
营业利润率(%)	11.69	10.02	5.54	6.51
总资本收益率(%)	2.75	1.94	3.07	--
净资产收益率(%)	1.55	-1.20	1.99	--
长期债务资本化比率(%)	45.36	39.56	50.00	54.02
全部债务资本化比率(%)	55.98	54.79	64.58	66.66
资产负债率(%)	67.00	65.96	71.84	72.53
流动比率(%)	113.12	101.10	92.85	112.16
速动比率(%)	88.62	80.40	77.57	98.17
经营现金流动负债比(%)	-2.34	4.11	-2.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.55	2.86	3.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.42	7.67	7.12	--

注：1.2017 年财务数据为更正后数据；2. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；3.长期应付款中融资租赁款已计入长期债务

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-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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/短期投资+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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：

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

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