



内部编号: 2023040079

广州工业投资控股集团有限公司

信用评级报告

分析师: 王科柯 王科柯 wkk@shxsj.com
 朱侃 朱侃 zk@shxsj.com

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次评级的信用等级有效期至 2023 年 11 月 6 日止。本评级机构将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪企评（2022）020082】

评级对象：广州工业投资控股集团有限公司

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2022 年 12 月 12 日

评级观点

主要优势：

- 作为广州市国资委直属的大型国有企业和广州市重要的国有资本投资平台，广州工控集团可在资产注入、业务运营、项目投融资和资金等多方面得到广州市政府的持续支持。2021 年底，股东将剥离部分资产后的广智集团 100%股权无偿划转给公司，使得公司整体规模和综合实力进一步显著增强。
- 广州工控集团整体经营规模大，业务多元化，在新兴材料、核心部件、高端装备等多个领域具备良好的产业基础和技术积累，综合实力和抗风险能力强。
- 广州工控集团合并范围已被政府收储的土地情况，公司后续预计仍可获得大额补偿款，且公司所持金融股权资产每年可为公司贡献稳定较多的投资收益，短期内为公司的盈利和现金流入提供了较好保障。
- 广州工控集团目前拥有大量的现金类资产、金融股权资产以及大量的土地和房产，加之目前公司下属拥有 5 家上市子公司，拥有较多未使用银行授信，融资渠道多元且畅通，可为公司的债务偿付提供较好保障。

主要风险：

- 广州工控集团业务收入中低毛利率的贸易类业务占比较高，轮胎、家电、新材料、装备制造等业务所处行业竞争激烈，整体盈利能力弱，加之公司的人员开支、财务费用和研发费用等期间费用负担较重，盈利主要依赖非经常性损益。
- 广州工控集团刚性债务规模大，面临一定的刚性债务偿付压力。
- 广州工控集团近年来持续计提较多资产减值损失，目前涉及的应收账款、存货、其他应收款和商誉等相关资产规模仍较大，未来仍有减值压力。同时需关注公司融资租赁业务和山河智能信用销售形成的长期应收款的回收风险。
- 广州工控集团下属子公司山河智能目前在开展业务过程中为客户提供承兑、保理、按揭、融资租赁等对外担保的授信总额为 110 亿元，2022 年 9 月末对外担保余额为 67 亿元，需关注相应的或有负债风险，以及后续对外担保额度和余额进一步扩大风险。此外，公司下属子公司涉诉金额大，关注后续进展及实际损失情况。
- 广州工控集团目前在建拟建项目后续投资规模仍很大，存在一定的投融资压力；未来需关注其投资的产业地产项目去化压力和装备制造等业务的投资项目的效益实现情况。关注广州工控集团近年来持续对外收购所带来的投资风险和对被收购主体和广智集团的整合效果。
- 广州工控集团下属新材料、橡胶轮胎、装备制造、家电等业务的原材料成本占比高，持续面临原材料价格波动所带来的成本控制压力。

未来展望

通过对广州工控集团主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 前三季度
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	6.55	18.79	30.76	46.78
刚性债务 (亿元)	10.16	62.27	86.09	122.93
所有者权益 (亿元)	83.53	132.16	242.51	236.54
经营性现金净流入量 (亿元)	5.25	-1.83	-2.20	-1.76
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	675.13	758.23	1206.98	1388.30
总负债 (亿元)	467.85	541.52	763.85	899.56
刚性债务 (亿元)	328.50	382.07	511.06	585.92
所有者权益 (亿元)	207.27	216.71	443.13	488.74
营业收入 (亿元)	568.80	701.89	1004.22	732.78
净利润 (亿元)	16.71	13.47	41.56	22.75
经营性现金净流入量 (亿元)	7.54	3.27	-1.89	-17.00
EBITDA (亿元)	51.27	44.63	92.61	—
资产负债率[%]	69.30	71.42	63.29	64.80
权益资本与刚性债务比率[%]	63.10	56.72	86.71	83.41
流动比率[%]	108.41	105.36	131.74	139.50
现金比率[%]	30.00	37.11	48.37	52.47
利息保障倍数[倍]	2.86	2.32	4.23	—
净资产收益率[%]	10.07	6.36	12.60	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.71	0.90	-0.42	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.67	6.12	-0.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.73	3.11	5.60	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.13	0.21	—

注: 根据广州工控集团经审计的 2019-2021 年的财务数据及未经审计的 2022 年前三季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表及结果

所属行业	工商通用	评级模型	工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）
个体信用	一级要素	二级要素	风险程度
	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	1
		负债结构与资产质量	8
		流动性	1
	个体风险状况	2	
	个体调整因素调整方向	不调整	
	调整后个体风险状况	2	
	调整理由（个体因素）：		
无			
外部支持	支持因素调整方向	上调	
	调整后信用风险状况	1	
	调整理由（支持因素）：		
公司为广州市国资委直属的大型国有企业，是广州市重要的国有资本投资平台，在资产注入等方面获得了广州市国资委的较大支持。			

发行人本次评级模型分析表及结果

所属行业	工商通用	评级模型	工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）
	一级要素	二级要素	风险程度
主体信用等级			AAA

同类企业比较表

企业名称（简称）	2021 年/末主要经营及财务数据						
	营业收入 （亿元）	销售毛利率 （%）	净利润 （亿元）	资产总额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债率 （%）	经营活动产生的 现金流净额（亿 元）
浙江国资	6,617.65	3.05	83.45	2,619.64	690.37	73.65	57.45
广药集团	692.12	19.34	39.37	692.54	305.05	55.95	41.84
广汽集团	756.76	7.92	73.91	1,541.97	925.95	39.95	-55.89
广州无线电集团	163.91	38.80	18.32	494.16	282.13	42.91	29.67
广州工控集团	1,004.22	8.71	41.56	1,206.98	443.13	63.29	-1.89

注：浙江国资全称为浙江省国有资本运营有限公司，广药集团全称为广州医药集团有限公司，广汽集团全称为广州汽车集团股份有限公司，广州无线电集团全称为广州无线电集团有限公司。

信用评级报告

概况

广州工业投资控股集团有限公司（简称“广州工控集团”、发行人、该公司或公司）前身为成立于1978年5月26日的广州钢铁企业集团有限公司（简称“广钢集团”）。2019年7月，广州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广州市国资委”）印发《关于整合制造业资源组建工业投资控股集团工作方案的通知》（穗国资改革〔2019〕22号），对广钢集团、广州万力集团有限公司（简称“万力集团”）、广州万宝集团有限公司（简称“万宝集团”）实施联合重组；组建方式为：将万力集团100%股权无偿划拨给广钢集团、广钢集团以约8.7亿元购买广州市政府持有的万宝集团30%的股权并将广钢集团更为现名、将万宝集团70%股权无偿划拨给公司。2021年8月，广州市人民政府将公司10%股权无偿划转给广东省财政厅。

2021年10月26日，广州市国资委印发《广州市国资委关于将广州智能装备产业集团有限公司90%国有股权无偿划转至广州工业投资控股集团有限公司的通知》（穗国资产权〔2021〕17号）及2021年12月15日广州智能装备产业集团签署《广州智能装备产业集团有限公司股东会决议》，对广州智能装备产业集团有限公司（简称“广智集团”）实施重组，组建方式为：以2020年12月31日为基准日，以中介机构出具的剥离下属广州广哈通信股份有限公司（简称“广哈通信”，股票代码“300711.SZ”）、广州新星微电子有限公司（简称“新星微电子”）和广州华南信息技术有限公司（“华南信息公司”）三家企业国有股权后的广智集团审计报告数据作为本次股权划转依据，将广州市人民政府、广东省财政厅持有广智集团90%和10%的股权无偿划转至公司。目前公司已完成对广智集团的重组合并，并于2021年开始纳入合并报表。截至2022年9月末，公司注册资本和实收资本均为85.68亿元，控股股东和实际控制人仍为广州市人民政府，持有公司股权90%，另外10%股权由广东省财政厅持有。

重组广智集团前，广州工控集团业务涵盖9个业态包括材料、装备制造、零部件、橡胶制品、家电、投资及类金融、生产性服务业、生活性服务业等，拥有万宝、五羊、万力轮胎等多个知名品牌，以及山河智能（上市公司代码：002097）、金明精机（上市公司代码：300281）、鼎汉技术（上市公司代码：300011）等3家上市公司。新重组合并的广智集团为原广州市国资委直属大型装备制造集团企业，系整合了机电集团、电子集团、广重集团和广日集团等多家广州市装备制造业骨干企业而成立，目前业务涉及电梯、机械装备、输配电设备、重型机械等大中型成套设备产品，在广州市区域市场竞争力较强。剥离部分资产后的广智集团旗下拥有广州广日股份有限公司（简称“广日股份”，股票代码：600894.SH）这1家上市子公司。2022年一季度，公司又并购了润邦股份（上市公司代码：002483.SZ），新增1家上市公司。目前，公司在新兴材料（绿色化工、有色金属及钢铁加工）、核心部件（配套汽车、轨道交通、智能电器）和高端装备（工程装备、楼宇智能装备、海工装备、薄膜装备、新能源装备、航空装备）等多个领域具备良好的产业基础和技术积累。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2022年前三季度，在通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济的衰退风险持续上升，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济的恢复尚不稳固，地产行业持续低迷对宏观经济稳定形成一定压力。短期内，“稳增长”政策落地节奏加快，将为经济回

稳提供支撑；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年前三季度，在通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济的衰退风险持续上升，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。能源供给紧张成为全球通胀居高不下的关键原因，美欧等主要经济体持续大力度收紧货币政策对金融市场的影响显著，利率攀升、非美货币大幅贬值、风险资产价格下跌，市场的悲观情绪浓郁。俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济的恢复尚不稳固，地产持续低迷对宏观经济稳定构成一定压力。失业率回落但结构性就业矛盾仍突出，消费者物价指数温和上涨，且与工业生产者出厂价格指数的剪刀差反转。工业中煤炭、能源和有色金属采矿业的生产与盈利增长较快；除电气机械及器材、汽车、烟酒饮料等少部分制造业外，其余制造业的生产与盈利普遍明显放缓或同比下降；极端天气影响下电力行业的生产阶段性加快，且盈利压力有所缓解。商品零售中必需品和石油制品增长相对较快、汽车在刺激政策拉动下也有所好转，而整体消费表现疲弱且修复节奏较为缓慢；基建的稳增长作用突出，制造业投资增长亦较快，房地产开发投资则仍处负增长状态；受高基数与外需放缓双重影响，出口增速经历反弹后再度回落。人民币兑美元贬值较为明显，但兑欧元、英镑、日元等主要货币升值，官方外汇储备规模有所下降但规模依旧庞大，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债资金的使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持，并扩大政策性开发性金融工具规模满足基础设施项目资金需求；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调。短期内，“稳增长”政策落地节奏加快，将为经济回稳提供支撑：预计基建和制造业投资是拉动经济的主要力量，消费的恢复因外部环境扰动慢且不稳，而出口增速在外需放缓影响下继续回落且会对工业生产形成拖累，地产则仍处寻底阶段。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

（2）行业因素

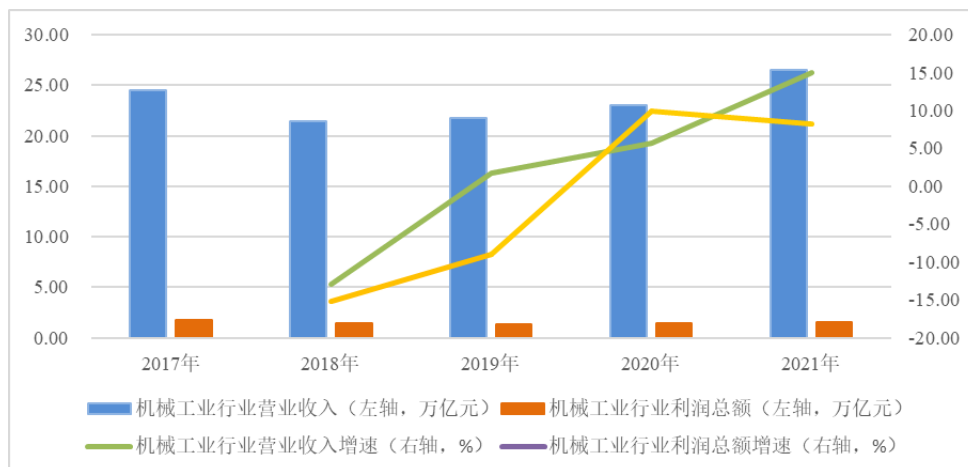
A. 机械工业

机械工业具有较强的周期性。2020 年以来在国家减税降费、助企扶企、稳定就业等政策支持下，机械工业全年生产回稳向好，工业增加值、营业收入与利润总额增速均超过预期，但行业投资低迷状态仍在延续，应收账款和库存的上升对企业资金周转构成压力。其中工程机械行业 2022 年以来因以房地产为代表的工程项目资金不足等影响，产品销量出现下滑。

机械工业是国民经济的基础性产业，承担为国民经济各部门、各行业提供技术装备和生产工具的任务。机械行业属于典型的中游行业，下游行业固定资产投资情况直接影响机械行业的需求，具有较强周期性特征。2021 年，全年 GDP 增速 8.1%（按可比价格计算），全年全社会固定资产投资 552884 亿元，比上年增长 4.9%。根据中国机械工业联合会统计数据，2020 年机械工业实现主营业务收入 26.47

万亿元，同比增长 14.00%，高于上年 8.96 个百分点；实现利润总额 1.57 万亿元，同比增长 7.60%。在国家减税降费、助企扶企、稳定就业等政策支持下，机械工业全年生产回稳向好，工业增加值、营业收入与利润总额增速均超过预期，但行业投资低迷状态仍在延续，年末应收账款和库存的上升对企业资金周转构成压力。

图表 1. 2017 年以来机械工业行业景气度变化情况（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局、中国机械工业联合会

工程机械行业

2017 年以来，受益于基建投资拉动、国家加强环境保护政策力度、存量设备更新升级需求释放、人工替代、出口增长等多重因素影响，工程机械行业景气度较好，行业市场规模持续较快增长。根据中国工程机械工业协会统计，2018-2020 年工程机械行业实现营业收入分别为 5964 亿元、6681 亿元和 7751 亿元，分别同比增长 10.40%、12.02% 和 16.00%。2021 年工程机械行业实现营业收入超过 8000 亿元，同比增长约 3.2%；但受全国基础设施建设投资增速放缓以及政府对房地产行业的严格管控的影响，2021 年工程机械行业增速有明显放缓；其中出口金额突破 300 亿美元达到 340 亿美元，同比增长 62.3%，出口增长很快。

2022 年 1-10 月，受以房地产为代表的工程项目资金不足等影响，工程开工率低，加之管控严格，物流运输不畅，原材料价格上涨等因素影响，中国工程机械行业主要产品相比去年均出现不同程度下滑。以最主要的挖掘机为例，2022 年 1-10 月国内挖掘机累计销量 220,797 台，同比下降 26.0%，其中国内销量 131,340 台，同比下降 46.4%，同期出口销量 89,457 台，同比增长 67.3%，出口仍保持强劲增长。需关注后续国内管控和房地产及基建投资变化对工程机械行业的影响。

电梯行业

随着存量基数的扩大，我国电梯行业已从快速增长阶段进入稳定增长阶段。作为电梯行业最主要的下游，房地产行业景气度与电梯需求关联性较强。随着我国城镇化建设的发展，去库存之后仍有较大的房地产刚性需求，部分积压的房地产项目陆续开工建设，电梯加装改造业务增速较快，带动了电梯整机销量增速的回升；此外，高铁及地铁等轨道交通系统仍大力发展，轨道交通站点设施成为电梯市场需求的有力增长点。2021 年我国电梯、自动扶梯及升降机产量为 154.50 万台，同比增长 17.00%；2022 年前三季度，我国电梯、自动扶梯及升降机产量为 108.40 万台，同比下降 6.60%，其中 2022 年 4 月产量增速较慢，4 月产量增速为-46.50%。

我国电梯行业整体已进入成熟期，制造厂商的增多造成产能过剩，行业竞争较激烈。随着电梯保有量增多以及梯龄的增加，维修、改造和保养等电梯行业服务市场的重要性逐渐凸显，为电梯制造企业提供了一定的发展空间。多重因素作用下，业内厂商积极推进服务产业化，将制造与服务并重，建立以营销服务为主导的服务网络，逐步由制造业向制造服务业转化。

通用机械

通用机械包括锅炉、内燃机、汽轮机、金属加工机、物料搬运设备、泵、阀门、压缩机、轴承、齿

轮、传动部件机床、金属切削机、锻件等。通用机械属于支持国民经济发展的基础产品，其下游行业分布较广泛，受宏观经济、固定资产投资拉动影响较大。根据国家统计局数据，2021 年我国通用机械行业实现营业收入 9,834 亿元，同比增长 15.9%；实现利润总额 694 亿元，同比增长 11.9%，完成出口交货值 1343 亿元，同比增长 19.2%，整体表现情况较好。

2022 年 3 月以来，受市场需求不足等影响营业收入同比增速回落，4-9 月营业收入同比增速有所回升，维持在 3%以上；利润总额同比增速自三季度快速提升，至 9 月末同比增长 10.6%。总体看，2022 年前三季度我国通用机械行业实现营业收入 7,319.73 亿元，同比增长 3.43%，与上半年基本持平；实现利润总额 538.91 亿元，同比增长 10.63%，完成出口交货值 996.30 亿元，同比增长 9.3%。

重型机械

重型机械行业是我国机械行业中从事大型、重型和成套重大技术装备制造的产业，其下游领域集中在冶金、采矿、石化、钢铁等行业。作为投资拉动型行业，重型机械行业的景气度受下游行业固定资产投资情况影响较大。近年来国家实施“三去一降一补”（去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板）供给侧结构性改革政策，并以钢铁、煤炭、化工等行业为重点，加快淘汰落后产能，自 2016 年下半年以来，我国重型机械行业市场需求增长，主要企业订单量回暖。根据中国机械工业联合会统计数据，近年来起重设备、石化设备产品的生产保持稳定增长，但是未来随着下游钢铁、煤炭、化工等传统应用领域产能结构调整接近尾声及新增产能投产后释放压力加大，重型机械设备的下游需求增速将呈现减弱趋势。

政策方面，近年来，为促进产业升级、产品结构调整，国家相继出台、推出了《中国制造 2025》、《机械工业“十四五”规划纲要》、《关于加大重大技术装备融资支持力度的若干意见》等一系列改革政策及相关细化文件。国务院总理李克强在 2019 年政府工作会议中提出，将制造业增值税率从 16%降至 13%，同时降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%，有助于降低机械制造企业经营成本。另外，根据机械工业行业“十四五”发展规划纲要，到“十四五”末期，我国机械工业在质量效益明显提升的基础上实现持续健康平稳发展，全行业工业增加值增速高于制造业增速，为保持制造业比重基本稳定做出贡献。创新能力显著增强，产业基础高级化、产业链现代化水平明显提高，产业结构更加优化；特色制造和服务型制造全面普及，基本建成机械工业现代化产业体系。

行业竞争结构方面，工程机械行业属于高度竞争行业，竞争程度较为激烈。目前我国全行业有工程机械制造企业近 3,000 家，规模以上生产企业（包括专业零部件企业）约 1,400 家，产值超百亿元的共有 5 家：分别为徐工集团、中联重科、三一集团、柳工集团和山东重工。由于近年来我国基础设施建设加快，工程机械产品需求旺盛，行业整体业绩良好，各生产企业纷纷扩大产能，国内工程机械产量大幅上升。随着宏观经济政策调整、基础工程建设投资增幅趋缓以及生产成本的不断提高，行业平均利润率逐渐下降，部分生产企业开始使用过度降价等非正常竞争手段，加剧了市场竞争程度。近年来，国内工程机械行业市场集中度整体呈现上升趋势，优胜劣汰效应不断显现，同时国内市场份额加快向国产品牌集中，海外市场份额逐步增加，行业龙头企业产品竞争力及市场份额不断提升。全球工程机械 50 强峰会组委会和《中国工程机械》杂志发布的“2021 全球工程机械制造商 50 强榜单”中，中国共有徐工集团、三一重工、中联重科、柳工机械、铁建重工集团、龙工、山河智能、山推股份、雷沃工程机械集团、厦工机械、北方股份等 11 家企业上榜，上榜企业数量仅次于日本；11 家上榜的中国工程机械制造商，销售额为 507.33 亿美元，比上年增长 40.03%；销售额占比升至 26.48%。

重型机械产品体积大、重量大，而且加工精度要求高，制造工艺复杂，企业在研制过程中不仅要融合多学科、多领域的专用技术，还需要充分的工程经验积累。另外，有许多产品，市场并不能提供生产过程所需的关键设备，企业只能自行开发、制造，对企业的设计研发能力、生产技术及资金投入的要求较高，因此形成较高准入门槛，新进入者较少。从市场竞争格局看，大连重工、中国一重、北方重工、中信重工、中国二重、上海重机、太原重工“七大重工”在重型机械市场占据领导地位。

通用机械行业中民营中小企业数量较多，产能较分散。电梯行业方面，我国高端电梯市场份额被通力、三菱、日立等品牌占据。其中，日立电梯在国内电梯行业市场地位一直较为稳固，在中国电梯市场占有率逾 10%，位居行业前三。

风险关注: (1) 周期性波动大, 受外部环境管控和下游行业固定资产投资影响, 经营业绩波动较大。(2) 自身及下游行业中低端产能过剩, 导致需求疲弱且盈利能力不强。(3) 行业内企业应收账款、存货规模普遍较大, 运营资金紧张, 债务负担较重。(4) 行业转型发展下, 技术升级压力加大, 相关资本性支出增多。

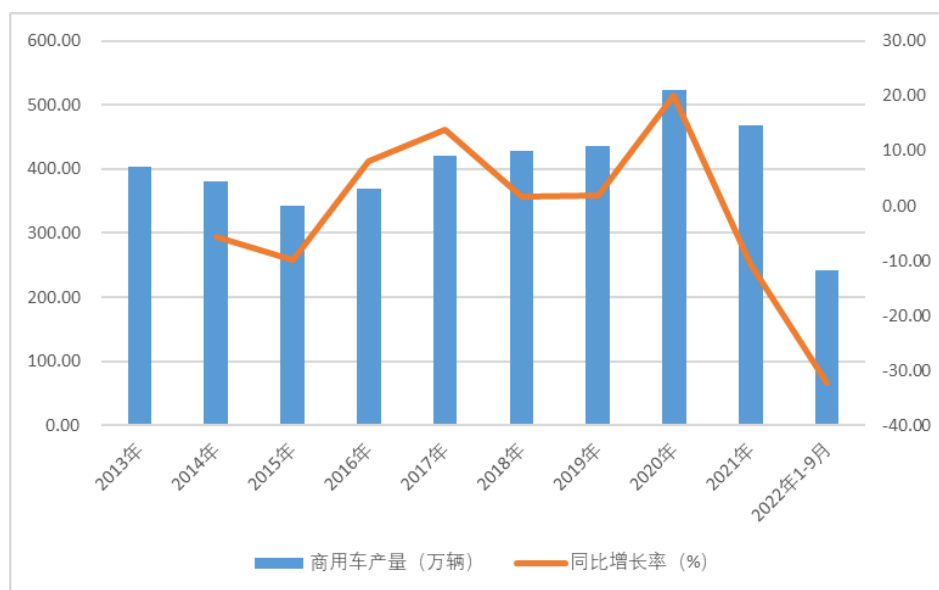
B. 橡胶轮胎行业

2018 至 2020 年, 在稳投资、补短板政策的环境下, 我国工程机械行业保持增长, 商用车需求较旺盛, 为橡胶轮胎的销售提供了较好支撑。但 2021 年以来虽然乘用车产销出现增长, 但受车用芯片的持续短缺和原材料价格上涨的影响, 商用车产销有所下滑; 需关注未来下游汽车市场供需结构变化。

轮胎是汽车整车与地面唯一接触的部件, 车辆最终需要通过轮胎来进行动力输出、制动和转向。因此, 不同于其他耐用零部件, 轮胎属于汽车消耗件, 其更替需求催生出庞大替换市场。目前, 全球轮胎市场需求已达 18 亿条, 市场空间超万亿级别; 国内市场需求量约 3.76 亿条, 市场空间达 2,500 亿。从更换频率看, 在正常磨损情况下, 乘用车轮胎约 10 万公里左右需更换; 商卡轮胎更换频率受行使里程与载重量影响, 约 3 万至 4 万公里更换一次, 更换频率高于乘用车轮胎。

2018-2021 年及 2022 年前三季度, 我国乘用车产量分别为 2,352.9 万辆、2,136.0 万辆、1,999.4 万辆、2,139.7 万辆和 1,720.6 万辆, 受购置税优惠政策变化、宏观经济增速回落、消费信心不足等因素影响, 2018-2020 年我国乘用车市场整体表现较为低迷, 2021 年以来受益于汽车购置税减半等政策推动, 产量有所回升。同期, 我国商用车产量分别为 428.0 万辆、436.0 万辆、523.1 万辆、466.0 万辆和 242.6 万辆, 在国内稳投资、补短板政策的环境下, 以及治超加严等利好因素促进下, 2018-2020 年商用车产量总体呈增长趋势, 但 2021 年以来因车用芯片的持续短缺和原材料价格上涨, 商用车产量有大幅下滑, 其中 2021 年和 2022 年前三季度分别同比下滑 37.9% 和 32.6%。

图表 2. 国内商用车产量及同比增速情况



资料来源: 国家统计局, Wind 资讯

工程机械方面, 近年来我国工程机械行业销售规模总体保持增长态势, 2019-2021 年及 2022 年 1-10 月, 全国各类挖掘机械产品销量分别为 26.63 万台、32.76 万台、34.28 万台和 22.08 万台, 各类装载机销量分别为 12.36 万台、13.12 万台、14.05 万台和 10.14 万台; 其中 2022 年 1-10 月, 工程开工率低迷, 导致各类挖掘机和装载机的销量同比有所下降。

从产品类型看, 汽车轮胎大致可以分为斜交胎, 全钢子午线胎和半钢子午线胎。子午线轮胎技术最早由米其林发明, 由于子午线轮胎具备优异的抓地力, 高速稳定性以及节油性能, 逐步取代斜交胎市场。轮胎企业成本构成主要有原材料、人工、能源、设备折旧以及其他费用, 原材料是最主要的生产成

本，主要原材料橡胶价格波动对于轮胎企业生产成本有较大影响。但轮胎企业具备较强的成本传导能力，在上游原材料涨价时，企业的成本压力可以通过与部分整车厂的价格联动协议以及调整经销商供货价格进行传导，成本传导周期为 3 至 5 个月。轮胎主要原料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑和帘布等，其中天然橡胶和合成橡胶约占 30% 和 20%。天然橡胶主产地在东南亚，其产量约占世界的 93%。我国天然橡胶进口依赖度高，因轮胎用的合成橡胶主要指顺丁橡胶、丁苯橡胶等，其原料为石化产品，因此价格与原油价格关联度高，2017-2021 年，受原油价格波动等影响，橡胶价格呈现较大波动。2022 年 3 月以来，因俄乌战争等影响，叠加轮胎产能过剩及劳动力成本大幅增加等影响，橡胶价格持续波动下跌。我国合成橡胶自给率相对较高，主要由中石化、中石油下属公司供给。

图表 3. 我国天然橡胶、合成橡胶价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

行业竞争方面，目前我国轮胎生产企业约 500 家左右，行业集中度低于全球水平。目前，我国大部分企业生产规模较小，整体技术水平偏低、产品同质化，且产品竞争主要集中在中低端产品上，仅载重子午胎及斜交胎市场占有率较高。而大型跨国企业，如全球轮胎工业“三巨头”法国米其林公司、日本普利司通(石桥)和美国固特异公司，主要在高端市场（高端轿车、轻卡等子午胎市场）上占据主导地位。但随着我国轮胎龙头企业综合实力的提升，相关企业开始进入进口配套市场，参加国外媒体组织的性能测试，已获得越来越多的市场认可。目前行业国内龙头企业玲珑轮胎、三角轮胎、青岛双星、赛轮金宇、风神股份等。该公司全钢胎的产能位列第三位。

风险关注：

我国轮胎行业存在产品结构性能过剩问题，高性能轮胎、绿色专用轮胎稀缺，中低端产品过剩，近年来行业经营压力较大。行业需要关注：（1）供给侧调整及行业政策变化及执行效果；（2）行业兼并重组及其对行业格局的影响；（3）产品结构升级压力与轮胎差异化竞争能力；（4）贸易摩擦对行业需求影响；（5）安全环保压力加大；（6）下游汽车和工程机械行业需求变化；（7）成本控制压力等。

C. 家用电器行业

随着经济增长放缓和房地产市场下行压力加大，2018 年至 2020 年上半年家电行业市场规模增速不断放缓，其中冰箱销售市场整体较为低迷；2020 年下半年以来，出口需求大幅增长，家电行业有显著增长；2021 年，家电国内消费弱势恢复，地产调控政策松动和上游原材料价格企稳，家电市场边际回暖；但下一阶段我国经济下行压力加大，居民消费需求疲弱，叠加房地产对家电市场的支撑力量转弱，家电行业或将延续低速增长态势。2022 年以来，家电行业营业收入增速有所放缓，但受益于原材料价格不断回落，整体利润端增幅较大。出口端受益于海外消费回暖及供应失衡，业绩短期表现突出，但也造成一定的需求透支，未来随着全球供应链修复及消费刺激政策的退出，家电外销或将承压。

2018 年以来,随着房地产限购政策下房地产销售市场回落,家电行业受其影响增速出现回落;2019-2021 年及 2022 年前三季度,我国家电全行业主营业务收入分别 1.53 万亿元、1.48 万亿元、1.73 万亿元和 1.03 万亿元,分别同比增长 4.31%、-1.1%、15.5%和 2.58%,2019-2021 年利润总额分别为 1,339 亿元、1,157 亿元和 1,218 亿元,分别同比增长 11.89%、-5.60%和 4.50%,其中 2019 年利润增速上升系受益于当年铜、铝、钢材等原材料价格下降所致。2020 年家电行业市场先抑后扬,除第一季度以 35.8% 的降幅大规模收缩外,其他三季度逐渐好转,尤其是第四季度,零售额规模创下年度最高。2021 年第一季度出现恢复性增长,第三、四季度增速显著放缓,家电消费明显承压,随着全球经济缓慢复苏,转移订单减少使家电出口额增速逐月下滑,家电经营出现前高后低的走势。2022 年前三季度,行业整体需求以及运输物流受到抑制,我国家电行业营业收入增速有所放缓,同时受益于原材料价格持续回落,家电行业利润端增幅较大,实现归母净利润 766.15 亿元,同比增长 14.11%。但在前期高速增长透支消费下,预计行业将进入新一轮周期性下行阶段。

冰箱市场方面,2017 年以来我国冰箱市场整体销售较为低迷,但内销和出口存在分化;2012 年家电下乡较严重透支了国内冰箱市场需求,同时冰箱使用期一般在 12-16 年,更新换代周期较长,导致近年来冰箱内销市场有所萎缩,而出口方面因成本优势及海外需求持续增长。根据产业在线数据,2017-2021 年冰箱销量分别为 7507.20 万台、7518.9 万台、7754.10 万台、8,447.00 万台和 8,643.20 万台,分别同比增长 1.22%、0.16%、3.13%、8.94%和 2.32%,其中出口量分别为 3027.00 万台、3209.20 万台、3415.90 万台、4,117.30 万台和 4,378.60 万台,分别同比增长 12.69%、6.02%、6.44%、22.29%和 4.80%。国内需求和供给得到恢复并有所增长,加之各国生产不畅,使得我国冰箱产业出口需求有所上升。

图表 4. 近年来我国冰箱销量情况 (单位:万台、%)

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
销量	7,507.20	7,518.90	7,754.10	8,447.00	8,643.20
增速	1.22	0.16	3.13	8.94	2.32
出口量	3,027.00	3,209.20	3,415.90	4,117.30	4378.60
增速	12.69	6.02	6.44	22.29	4.80
内销量	4,480.20	4,309.70	4,338.20	4,269.70	3,124.00
增速	-5.29	-3.81	0.66	-1.58	-0.12

资料来源: Wind 资讯

伴随着消费升级趋势,在国家引导企业提高能效及向高端品牌定位和发展的政策影响下,我国家电行业进入转型发展期,近年来国家政策更侧重于引导企业提高能效及向高端品牌定位和发展,行业整体呈现结构升级态势,高端化、智能化、环保化的产品比重明显提升。例如冰箱方面,大容量、风冷的变频冰箱份额持续扩张,其销量占冰箱总销量的比重由 2017 年的 17%上升至 2020 年的 29%。在 2021 年的家电数据分析报告中显示,大容量冰箱的消费占比不断提升,已经接近 50%,预计未来 3 年,对开门/十字对开门的大容量(450L 以上)冰箱的消费占比将达到 68%。

政策方面,2019 年以来,多项家电行业政策的出台为家电市场带来新一轮引导和刺激。整体看,考虑到首轮家电下乡政策至今已超过 10 年,部分家电产品已处于更新换代周期,此轮产业引导政策在引导企业进行技术创新和产业升级并适应消费升级的同时,或可减缓家电消费需求的短期下滑压力,并加速市场优胜劣汰。

图表 5. 近年来我国家用电器行业主要政策情况

发布时间	部门	政策名称	主要内容
2019.01	国家发改委、工信部、民政部、财政部等	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	加强引导支持,带动新品消费,鼓励地方政府从支持绿色、智能家电销售和促进家电产品更新换代两个层面,出台相应的家电补贴举措。
2019.06	国家发改委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》	从产品供给、更新升级、使用环境、循环利用等 4 个方面提出 27 条措施,推动汽车、家电、消费电子产品更新升级,促进旧产品循环利用。

发布时间	部门	政策名称	主要内容
2019.06	国家发改委、工信部、财政部等	《绿色高效制冷行动方案》	鼓励有条件的地方，通过实施“节能补贴”、“以旧换绿”等措施支持居民购买绿色高效制冷产品、更新更换老旧低效制冷产品。
2020.10	国家发改委、财政部等	《近期扩内需促消费的工作方案》	鼓励相关社会团体制定家电安全使用和更新换代的团体标准，开展“大家电安全使用年限提醒”活动，推动超龄大家电更新换代。
2021.03	全国人大	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	应用感应控制、语音控制、远程控制等技术手段，发展智能家电、智能照明、智能安防监控、智能音箱、新型穿戴设备、服务机器人等。
2022.04	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	提出以汽车、家电为重点，引导企业面向农村开展促销，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
2022.06	国务院办公厅	《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	提出稳定增加汽车、家电等大宗消费，鼓励家电生产企业开展回收目标责任制行动，更好满足消费升级需求。

资料来源：新世纪评级整理

竞争方面，冰箱行业经过多年的价格战及产业整合，品牌集中度逐步提升。2021 年，海尔品牌在国内冰箱销售市场中仍占据领先地位，销售占比 41%，同比增加 8 个百分点。同期美的、容声、西门子销售占比分别为 19%、13%和 8%，均较上年有所提升；其余品牌市场份额分布较为分散。

风险关注：（1）行业周期性下行风险；（2）原材料成本占比达 85%以上，存在较大的原材料成本控制压力；（3）市场竞争加剧；（4）贸易摩擦风险；（5）转型升级压力。

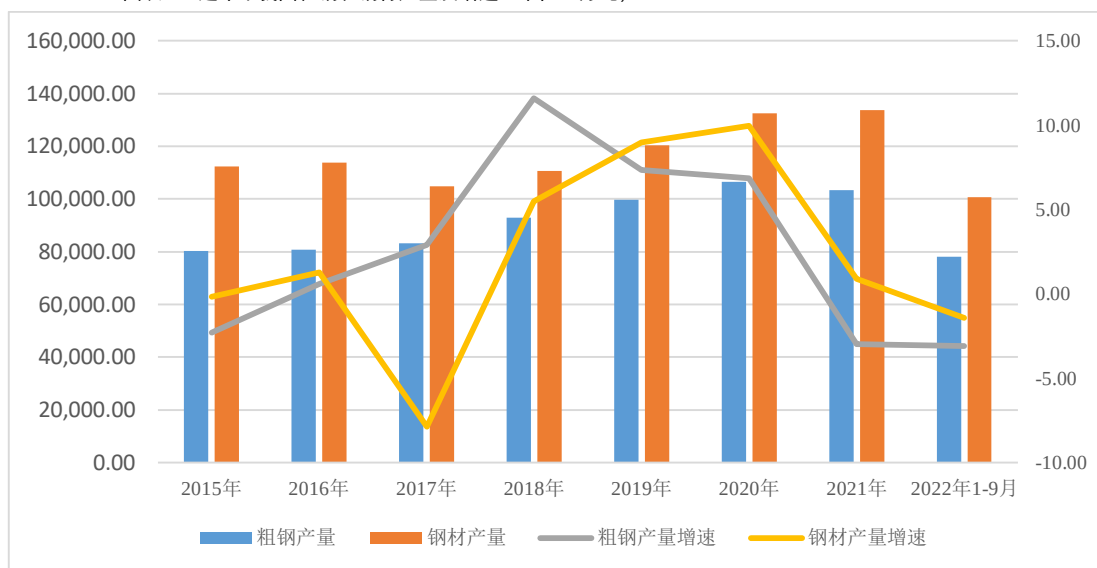
D. 建筑钢材行业

钢铁行业是典型的顺周期行业，与宏观经济景气度紧密相关，2021 年以来，随着各行业顺利复工复产，钢铁主要下游行业对钢材需求形成一定支撑，尤其是房地产行业建筑工程投资保持增长，带动钢材需求稳步增加。虽然铁矿石价格大幅波动，但在钢材产量和价格支撑下，钢企营业收入和利润均实现了稳定增长。钢铁行业受下游基础设施建设和房地产建筑投资的影响较大，2022 年基建投入力度有所加大，但仍受到政府债务等因素的约束，房地产则面临着建筑工程投资高增长之后的回落风险，钢铁行业主要下游需求或将承压，钢铁行业整体运行状况将稳中趋弱。

该公司的建材制造业主要集中于钢材。钢铁行业是国民经济的基础性产业，为建筑、机械、汽车、家电、造船等行业提供了重要的原材料保障，其发展与宏观经济发展及全国固定资产投资密切相关，是典型的顺周期行业。2015 年，在外需不振和房地产市场调整等因素作用下，钢铁行业面临的政策压力和资金压力加大，当年粗钢产量下滑至 8.04 亿吨，为 34 年以来首次负增长；而粗钢产能在 2015 年末达到约 12 亿吨的水平，产能过剩严重；2016 年开始，在钢铁行业供给侧改革的有力推进下，钢铁行业供给端明显收缩，产能利用率明显提升。

2019-2021 年及 2022 年前三季度，粗钢产量分别为 9.96 亿吨、10.65 亿吨、10.33 亿吨和 7.81 亿吨，同比分别增长 7.33%、6.87%、-3.00%和-3.11%；钢材产量分别为 12.05 亿吨、13.25 亿吨、13.37 亿吨和 10.06 亿吨，同比分别增长 8.98%、9.97%、0.89%和-1.42%；2021 年受产能置换、压减粗钢产量、粗钢限产等政策的影响，粗钢产量近年来出现首次下滑，但在下游需求带动下，钢材产量继续有所增长；2022 年前三季度，受国际市场需求减弱等导致出口难度加大的影响，粗钢及钢材市场供大于求导致后期钢价承压，叠加能源价格上涨影响，粗钢及钢材产量同比有所减少。

图表 6. 近年来我国粗钢和钢材产量及增速（单位：万吨，%）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

盈利方面，2019 年钢材价格继续高位波动，但受铁矿石价格大幅上涨影响，钢铁企业盈利空间有所收窄；2020 年下半年，钢铁行业景气度迅速恢复，在产品价格与销量支撑下，重点钢企盈利水平回升；2021 年受产销两旺影响，重点钢企创历史最好盈利水平。2019-2021 年，大中型钢铁企业销售收入分别为 4.27 万亿元、4.70 万亿元和 6.93 万亿元，利润总额分别为 1,890 亿元、2,074 亿元和 3,524 亿元。近年来多数钢企均实现了良好盈利，同时财务质量持续改善，杠杆水平持续下降。

从行业发展趋势看，一是粗钢产能、产量“双限”是新发展阶段的新要求，是应对碳达峰、碳中和，实现绿色低碳发展的重要路径，也是缓解资源压力的重要举措，这将成为制约钢铁企业产能释放的最主要因素；二是国家调整钢铁进出口政策，鼓励高附加值产品出口、初级钢铁产品进口，限制低端产品出口，有利于压减粗钢产量，从而完成降能减排；三是促进再生钢铁原料进口便利化，有效增加铁元素的供应渠道，提高电炉钢比例，提高钢材生产效率；四是钢铁产业上下游将协同推进高强节材钢推广应用，钢材减量化使用可期。

政策方面，2022 年 1 月 20 日，工业和信息化部、国家发改委及生态环境部三部联合印发《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》，提出力争到 2025 年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、绿色低碳可持续的高质量发展格局，构建产业间发展的资源循环利用体系，80%以上钢铁产能完成超低排放改造，吨钢综合能耗降低 2%以上，确保 2030 年前碳达峰等。同年 1 月 24 日，国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案的通知》，提出到 2025 年，完成 5.3 亿吨钢铁产能超低排放改造；通过实施节能降碳行动，钢铁、电解铝、水泥等重点行业产能和数据中心达到能效标杆水平的比例超过 30%。可以预见，“十四五”期间将是我国实现能源等领域深度低碳转型的关键期，国家将推行强有力的碳减排政策，而钢铁行业碳排放量规模较大，钢铁行业能耗控制监管趋严，“能耗双控”或将成为钢铁行业压减产量的核心策略，同时政策方面将推进低碳冶金，提高能源效率。

风险关注：（1）下游主要行业维持较高景气度的可能性低，钢铁行业中短期需求或将趋弱。2022 年，钢铁行业主要下游行业房地产业建筑工程投资或将在前期高增长之后承压明显，房地产业投资效率或将持续弱化；汽车行业虽有一定政策支撑，但较高的保有量水平之上行业景气度总体弱化趋势较难改变，年内或呈现前高后低的变化趋势；预计基础设施投入力度将有所加大，但仍会受政府债务的约束，出现较显著增长的可行性不大。（2）环保压力进一步加大。2019 年 4 月，《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》出台后，各钢铁大省也相继发布超低排放标准并明确了执行时间表。短期内钢铁企业环保投入压力加大、部分环保投入不足、资本实力较弱的小型钢企将被淘汰出局。（3）碳排放政策管控压力。根据生态环境部相关部署，钢铁行业已被纳入全国碳排放权交易市场，未来能源消耗、碳排放标准等方面的政策与监管要求趋严，行业持续面临相关政策管控压力。

2. 业务运营

该公司原由广钢集团、万宝集团和万力集团合并重组而来，2021 年又重组合并了广智集团，整体规模和综合实力进一步提升。公司业务多元，整体规模大，综合实力和抗风险能力强；但公司的贸易业务占比较高，装备制造业等主业整体竞争能力不强，综合毛利率低，且因人员支出和财务费用及研发支出等期间费用负担较重，使得主业整体盈利能力弱；公司盈利主要来自大额的政府土地收储的补偿性收入和较多的金融和股权投资收益，未来短期内可持续性较强，但中长期仍需关注公司盈利稳定性。关注公司后续大额政府土地收储补偿款的到位情况。此外，近年来公司持续对外收购扩张，新增并表企业多，关注投资风险和整合情况。

该公司原由广钢集团、万宝集团和万力集团合并重组而来，2021 年底又合并了广智集团，业务涉及材料、装备制造、零部件、橡胶制品、家电、投资及类金融、生产性服务业、生活性服务业等 9 个业态，业务多元化，整体规模大，综合实力和抗风险能力强。2019-2021 年及 2022 年前三季度实现营业收入分别为 568.80 亿元、701.89 亿元、1,004.22 亿元和 732.78 亿元，近年来因对外收购山河智能等上市子公司、合并广智集团等，公司营业收入规模不断上升；同期毛利率分别为 5.80%、6.74%、8.71%和 10.02%，因先进制造业占比不断提升，整体毛利率水平逐年上升，但因低毛利率的贸易业务规模大，占比较高，加之公司的先进制造业毛利率水平也一直在 10-12%左右的较低水平，使得公司整体毛利率水平仍较低。

图表 7. 公司各业务板块收入和毛利率情况（单位：亿元，%）

板块和产业	营业收入				毛利率			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
先进制造业	288.25	383.33	719.09	534.84	10.15	10.53	11.37	12.47
其中：装备制造业	52.57	105.21	309.95	228.30	24.73	26.43	16.44	15.61
汽车零部件制造业	49.42	44.34	115.83	105.53	15.18	9.93	14.62	15.18
家用电器制造业	38.60	50.71	59.00	39.28	10.26	8.41	4.88	13.89
化工制造业	9.36	9.53	35.33	29.82	27.24	18.26	22.45	27.10
建材制造业	138.30	173.54	197.47	131.27	1.63	1.25	1.43	1.08
电子设备制造业	-	-	1.51	0.63	-	-	16.56	9.66
批发和零售贸易业	220.44	232.32	198.52	137.80	0.59	0.76	0.62	0.72
互联网业务	67.13	91.13	126.42	86.32	0.18	0.16	0.25	0.40
服务业	7.70	8.69	24.05	18.45	25.58	35.97	22.95	13.49
合并抵消	-25.02	-21.65	-79.84	-55.85	10.03	8.11	10.07	-2.11
合计	558.5	693.83	988.24	721.55	5.40	6.29	8.18	9.93

资料来源：广州工控集团

图表 8. 公司各主要板块经营主体及相关经营数据¹（单位：亿元，%）

营业收入			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
先进制造业	装备制造业	山河智能	42.81	91.90	111.55	54.00
		金明精机	1.60	3.99	5.23	3.65
		南方宇航	6.53	16.57	21.85	17.61

¹ 其中，南方宇航自 2020 年末开始并表；鼎汉技术自 2021 年 10 月开始并表；金明精机自 2019 年 4 月开始并表；天海电子自 2021 年 6 月开始并表；广智集团（主要包括广日股份、广州电缆厂、广柴股份、广重集团等）自 2021 年 1 月 1 日开始并表；润邦股份自 2022 年 3 月 1 日开始并表。

		鼎汉技术	16.00	12.19	13.81	8.56
		润邦股份	23.14	36.15	38.47	29.19
		广日股份	60.92	67.43	77.17	52.61
		广州电缆厂	45.07	50.03	57.37	49.51
		广柴股份	6.30	8.48	12.41	9.05
		广重集团	6.22	6.64	6.64	2.80
	汽车零部件制造业	万力股份	31.12	29.34	36.43	34.57
		韶铸集团	8.16	9.32	13.11	11.37
		天海电子	46.61	50.25	67.77	60.09
	家用电器制造业	万宝压缩机	20.42	25.12	26.76	21.16
		万宝冰箱 ²	7.38	14.60	15.23	10.73
	化工制造业	南方碱业	9.64	7.41	12.06	10.11
		珠涂公司	3.79	3.67	3.55	2.91
	建材制造业	广钢新材料	111.29	109.32	124.09	79.53
		万宝铜业	12.49	50.17	55.31	41.20
批发和零售贸易业	万宝贸易		138.82	115.52	93.24	14.10
	汇捷公司		41.16	62.08	48.10	75.72
互联网业务		广化交易	67.13	91.13	126.10	86.32
毛利率			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
先进制造业	装备制造业	山河智能	26.38	27.79	23.43	21.52
		金明精机	14.16	19.22	17.19	14.95
		南方宇航	28.20	10.91	20.03	20.16
		鼎汉技术	33.21	33.33	36.32	31.24
		润邦股份	0.22	0.22	0.25	21.00
		广日股份	13.84	13.71	11.07	11.72
		广州电缆厂	6.88	5.96	6.94	7.31
		广柴股份	19.53	20.27	19.65	14.31
		广重集团	23.82	22.48	21.50	22.63
	汽车零部件制造业	万力股份	11.01	10.19	12.20	14.85
		韶铸集团	18.10	16.02	12.33	11.22
		天海电子	17.53	20.27	17.07	17.88
	家用电器制造业	万宝压缩机	12.01	9.73	3.96	9.91
		万宝冰箱	9.99	7.96	1.24	6.77
	化工制造业	南方碱业	8.27	-10.18	14.64	18.00
		珠涂公司	25.28	24.50	20.35	17.42
	建材制造业	广钢新材料	0.95	0.92	1.06	1.43
		万宝铜业	0.48	0.10	0.40	-0.17
批发和零售贸易业	万宝贸易		0.62	0.67	0.51	1.20
	汇捷公司		1.01	1.20	1.13	0.70
互联网业务		广化交易	0.17	0.16	0.26	0.40
净利润			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
先进制造业	装备制造业	山河智能	5.17	5.77	3.22	-1.34
		金明精机	0.25	0.37	0.40	0.18
		南方宇航	-0.26	-1.63	1.25	1.15
		鼎汉技术	0.42	-4.70	0.20	-0.38
		润邦股份	1.19	2.32	3.76	1.85
		广日股份	4.22	7.12	6.41	4.13
		广州电缆厂	1.60	0.82	0.59	0.48

² 万宝冰箱口径包含万宝冰箱、广州万宝集团民权电器有限公司及万宝电器集团公司。

		广柴股份	0.16	0.48	0.91	0.19
		广重集团	-0.10	0.16	6.76	-0.12
	汽车零部件制造业	万力股份	-2.63	-2.51	-2.72	0.46
		韶铸集团	0.16	0.10	0.24	0.11
		天海电子	1.28	2.22	4.59	3.99
	家用电器制造业	万宝压缩机	0.04	0.20	-1.29	-0.08
		万宝冰箱	-0.80	-0.99	-1.57	-0.31
	化工制造业	南方碱业	0.01	-1.71	0.88	1.02
		珠涂公司	0.05	0.12	0.08	-0.04
	建材制造业	广钢新材料	0.47	0.34	0.49	0.12
		万宝铜业	0.01	-0.09	0.01	-0.27
	批发和零售贸易业	万宝贸易	-0.08	-3.36	-0.94	-0.02
		汇捷公司	0.06	0.08	-0.01	0.23
	互联网业务	广化交易	-0.03	0.01	0.03	-0.04

资料来源：广州工控集团

注：万宝冰箱财务数据均为管理口径

(1) 主业运营状况/竞争地位

A. 装备制造业

该公司的专用设备制造业务运营主体主要为万力集团下属的山河智能、万宝集团下属的金明精机和广智集团以及公司新收购的南方宇航、鼎汉技术等。

山河智能

2019年6月，万力集团通过全资子公司广州万力投资控股有限公司（简称“万力投资”）支付11.79亿元，通过万力投资子公司广州恒翼投资发展合伙企业（有限合伙）（万力投资持股99.92%，简称“广州恒翼”）支付4.75亿元，分别取得山河智能装备股份有限公司（以下简称“山河智能”，002097.SZ）13.93%的股权和5.90%的股权，合计持有山河智能19.83%的股权；同时，山河智能原控股股东何清华将其所持有山河智能8%股权所涉及的表决权、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”），万力集团合计间接拥有山河智能27.83%的表决权。收购形成溢价或商誉5.37亿元。

山河智能于1999年成立，2006年上市，总部位于长沙，处于国内工程机械二梯队，桩工机械、挖掘机械领域有一定竞争力，现为国内地下工程装备龙头企业，并跻身于全球工程机械企业50强、世界挖掘机20强，位列世界支线飞机租赁企业前3强；产品包括地下工程装备、全系列挖掘机、现代凿岩设备、矿业装备、起重机械、高空作业机械、盾构机械、液压元器件、军用工程机械和通用航空设备等；产品出口100多个国家和地区。

工程机械行业受国家固定资产投资和基础设施建设投资规模影响较大，下游客户主要为基础设施建设、房地产、矿山等行业，周期性非常明显。近三年来，受大基建、环保升级、设备换新、人工替代等方面影响，行业市场高速增长，持续保持高景气度。截至2021年末，山河智能总资产和所有者权益分别为192.46亿元和57.22亿元。2019-2021年及2022年前三季度，山河智能实现营业收入分别为74.27亿元、93.77亿元、114.08亿元和54.08亿元，净利润分别为5.17亿元、5.77亿元、3.22亿元和-1.06亿元。同期，山河智能毛利率分别为30.09%、27.64%、23.19%和21.56%。随着业务不断拓展，近年来山河智能收入不断增长，但毛利率不断下滑，主要系人工成本及大宗原材料价格不断上升，加之市场竞争日趋激烈所致，并使得2021年以来山河智能净利润也有明显下滑。2022年前三季度，受国内管控、下游开工率不足以及钢材、原油等原材料价格高企等原因，山河智能当期收入同比大幅下滑40.53%，净利润同比大幅减少6.08亿元并出现一定亏损。山河智能2019-2021年国际市场业务收入分别为20.39亿元、14.50亿元和19.91亿元，其中航空业务均在加拿大；随着国际市场对工程机械需求逐渐回升，山河智能出口业务有显著回升，但航空业务2021年继续有一定下滑。

图表 9. 山河智能近年来分业务收入和毛利率情况（单位：亿元）

收入	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
工程机械类	58.21	82.43	100.57	46.50
航空业务	11.76	6.56	6.17	5.15
其他	4.3	4.78	7.34	2.43
合计	74.27	93.77	114.08	54.08
毛利率	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
工程机械类	27.42	25.85	22.08	18.15
航空业务	48.42	59.18	56.24	59.41

资料来源：广州工控集团

山河智能的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，采用较多的为按揭销售、融资租赁两种方式，可有效加快销售资金回笼速度，提高资金使用效率，但存在一定的产品回购风险和或有负债风险；截至 2021 年末，山河智能融资租赁方式和分期收款方式销售形成的长期应收款余额合计为 9.57 亿元；为客户提供业务担保余额为 74.35 亿元。公司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，结算方式灵活多样。

山河智能的工程机械业务的原材料成本占比约 95%，主要包括钢材、发动机、液压泵、主油泵、分动箱、各种液压阀、回转轴承、遥控系统等，持续面临原材料价格波动所产生的成本控制压力。

万宝集团的装备制造业务

万宝集团在装备制造业务主要为家电产业的配套零部件业务，包括钢材、漆包线等，以及近年来收购的金明精机。其中，2018 年底开始收购的金明精机自 2019 年 4 月开始并表。

金明精机³成立于 1987 年，于 2011 年 12 月在创业板上市，是一家集研发、生产、销售为一体的薄膜设备和产品供应商，具备国家三级军工保密资格，在行业中世界和国内排名分别为第五和第一，行业地位较高。金明精机主要经营薄膜吹塑设备、薄膜流延设备、薄膜拉伸设备、涂布复合生产线、挤出复膜生产线等机械设备，产品广泛用于生产食品用的保鲜包装膜、军工用的枪械防锈包装膜、农业用的地膜和棚膜、医疗用的输液袋、垃圾填埋场、水利工程、高速公路和高速铁路防渗用的土工膜、石头纸等多行业宽领域。2019-2021 年及 2022 年前三季度，金明精机实现营业收入分别为 2.83 亿元、4.07 亿元、5.23 亿元和 3.65 亿元⁴，经营收益分别为-0.27 亿元、0.13 亿元、0.23 亿元和 0.01 亿元，净利润分别为 0.25 亿元、0.37 亿元、0.40 亿元和 0.13 亿元，2020-2021 年受益于国内外下游需求不断回暖，金明精机收入和利润均有大幅改善；2022 年前三季度，金明精机营业收入及净利润有所下滑。截至 2022 年 9 月末，金明精机的总资产和净资产分别为 14.88 亿元和 12.83 亿元，公司按照持股比例享有的金明精机净资产份额为 3.50 亿元，收购溢价高，且无业绩承诺，需关注商誉减值风险。

广智集团

2021 年底，该公司重组合并了剥离广哈通信、新星微电子和华南信息公司⁵等三家企业国有股权后

³ 2018 年 12 月至 2020 年 1 月，万宝集团及其全资子公司广州万宝长睿投资有限公司陆续通过协议转让从原控股股东、实际控制人马镇鑫先生及其一致行动人余素琴女士、马佳圳先生购买了广东金明精机股份有限公司（简称“金明精机”，300281.SZ）27.35%的股权，成为单一最大股东。收购完成后，除公司外的其余大股东分别为马镇鑫、余素琴和马佳圳，分别持有金明精机股份 16.85%、4.40%和 2.43%；为确保公司的控股权地位，2019 年 6 月马镇鑫与公司签署了《关于放弃行使表决权的协议》，马镇鑫放弃了 11.34%的表决权，至此公司合计拥有金明精机表决权 27.35%，马镇鑫、余素琴和马佳圳合计拥有金明精机表决权 17.34%，并且公司拥有马镇鑫、余素琴和马佳圳转让金明精机股权时的优先购买权。公司此次收购金明精机股权总价 7.65 亿元，资金主要来自公司的银行借款等外部融资和自有资金。

⁴ 金明精机按照财政部发布的《关于印发<企业会计准则解释第 15 号>的通知》（财会[2021]35 号）要求，自 2022 年 1 月 1 日起执行“光字企业将固定资产达到预定可使用状态前或者研发过程中产出的产品或副产品对外销售的会计处理”的内容要求，对营业收入、净利润等科目进行调整，为调整后数据。

⁵ 截至 2020 年末，广哈通信、新星微电子和华南信息公司的总资产分别为 7.81 亿元、0.47 亿元和 0.71 亿元，权益资本分别为 5.99 亿元、0.33 亿元和 0.38 亿元；2020 年收入分别为 3.08 亿元、0.02 亿元和

的广智集团，公司综合实力进一步增强。广智集团为原广州市国资委直属大型装备制造业集团企业，系整合了机电集团、电子集团、广重集团和广日集团等多家广州市装备制造业骨干企业而成立，公司目前业务产品主要为电梯、柴油机、电线电缆、重型机械等。

图表 10. 广智集团核心业务收入及变化情况⁶（单位：亿元）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年	2021 年	2022 年 前三季度	2021 年 前三季度
营业收入合计	132.37	146.93	166.87	122.82	122.55
其中：核心业务营业收入（亿元）	129.64	145.33	163.74	121.37	120.67
在营业收入中所占比重（%）	97.94	98.91	98.12	98.82	98.47
其中：（1）电梯制造业务	61.22	67.73	77.67	53.62	57.71
在核心业务收入中所占比重（%）	47.22	46.60	47.43	44.18	47.82
（2）装备制造业务	62.01	70.49	83.00	65.97	60.72
在核心业务收入中所占比重（%）	47.83	48.50	50.69	54.35	50.31
（3）电子信息业务	6.41	6.62	3.07	1.78	2.25
在核心业务收入中所占比重（%）	4.95	4.56	1.87	1.46	1.86
毛利率（%）	14.49	13.79	12.28	11.36	12.24
其中：电梯制造业务（%）	14.09	13.99	11.46	11.85	11.79
装备制造业务（%）	10.25	9.92	10.34	9.68	11.07
电子信息业务（%）	29.76	35.24	18.90	18.88	19.61

资料来源：广智集团

截至 2020 年末，剥离部分资产后并入该公司的广智集团总资产、总负债和权益资本分别为 230.54 亿元、86.63 亿元和 143.91 亿元，资产负债率为 37.58%；2019-2020 年收入分别为 132.37 亿元和 146.93 亿元，净利润分别为 9.04 亿元和 10.65 亿元，经营性净现金流分别为 3.03 亿元和 7.64 亿元。并入公司的广智集团整体规模大，财务杠杆较低，财务状况好，整体经营现金流和盈利情况良好。

广智集团从 2021 年 1 月 1 日开始纳入该公司合并报表。受益于需求增长和持续市场拓展，广智集团 2021 年及 2022 年前三季度实现营业收入分别为 166.87 亿元和 122.82 亿元，分别同比增长 13.57% 和 0.22%，产品以中低端为主，毛利率水平一直不高，同期公司毛利率分别为 12.28% 和 11.36%，同比分别下降 1.51 个百分点和 0.88 个百分点，主要系电梯整机、零部件生产及配套包装成本等原材料上涨所致。

其他

该公司及其下属公司于 2020 年 9 月和 2020 年 11 月合计以 6.00 亿元收购了中国航发湖南南方宇航工业有限公司（以下简称“南方宇航”）43.55% 的股权。南方宇航主营业务为航空发动机、燃气轮机和高端装备传动部件研发与制造，承担了 30 多型军、民用航空发动机部件和零件生产制造任务，包括大型商用发动机长江 1000、长江 2000 等国家重大装备的任务。截至 2022 年 9 月末，南方宇航资产总额为 42.88 亿元，所有者权益为 29.12 亿元。2019-2021 年及 2022 年前三季度，南方宇航实现营业收入分别为 6.53 亿元、16.57 亿元、21.85 亿元和 17.61 亿元，净利润分别为-0.26 亿元、-1.63 亿元、1.25 亿元和 1.15 亿元，其中 2020 年亏损较多系当年计提较多资产减值损失所致；总体来看，收购之后，南方宇航 2021 年及 2022 年前三季度的经营业绩有大幅改善。

2021 年三季度，该公司通过子公司广州工控资本管理有限公司（以下简称“工控资本”）从北京鼎汉技术集团股份有限公司（简称“鼎汉技术”，300011.SZ）原控股股东、实际控制人顾庆伟先生及其一致行动人新余鼎汉电气科技有限公司（以下简称“新余鼎汉”）以 4.29 亿元收购了鼎汉技术 10.25% 的

0.33 亿元，净利润分别为 0.31 亿元、-0.07 亿元和-0.01 亿元。

⁶ 表中数据未剔除已剥离的广哈通信、新星微电子和华南信息公司 3 家子公司的相关数据。

股份，并且广州轨道交通产业投资发展基金（以下简称“轨交基金”）将其所持有鼎汉技术 9.12%股份对应的表决权委托给工控资本，并与工控资本保持一致行动人关系，使得工控资本和广州市国资委分别成为鼎汉技术新的控股股东和实际控制人。鼎汉技术成立于 2002 年 6 月，主要业务为轨道交通各类高端装备及信息化解决方案的研发、生产、销售、安装和维护，同时根据客户需求提供其他配套产品和服务，目前已发展成为业务布局涵盖轨道交通车辆、电务、工务、供电、运营等专业领域的综合解决方案提供商。截至 2022 年 9 月末，鼎汉技术总资产和权益资本分别为 34.66 亿元和 14.48 亿元；2019-2021 年及 2022 年前三季度营业收入分别为 16.00 亿元、12.20 亿元、13.82 亿元和 8.48 亿元，净利润分别为 0.38 亿元、-4.73 亿元、0.20 亿元和 -0.36 亿元，近年来受行业竞争和基建投资波动等影响，鼎汉技术经营业绩出现较大波动。需关注后续公司对鼎汉技术的整合情况和鼎汉技术的业绩变化情况。

为了发展高端装备制造业务，2021 年 10 月，该公司与南通威望企业管理有限公司（简称“南通威望”）、吴建⁷签订了关于江苏润邦重工股份有限公司（简称“润邦股份”，002483.SZ）的股份转让协议。公司拟以 12.54 亿元的对价受让南通威望所持有的 20%润邦股份股权；同时，协议约定了业绩承诺，南通威望承诺在 2021-2023 年 3 个会计年度内润邦股份的合并报表归母净利润（不包括业绩承诺期内重大资产处置收益、计提的商誉减值损失以及按照协议预提的员工奖励）合计不低于 7.5 亿元，若不能完成业绩承诺，差额部分将由南通威望对公司进行现金补偿。上述交易和润邦股份的董事会改选均已于 2022 年一季度完成，公司和广州市国资委分别成为润邦股份新的控股股东和实际控制人⁸，润邦股份自 2022 年 3 月 1 日起纳入公司合并报表；该收购形成相关商誉约 5 亿元。润邦股份是全球最专业、最具规模的船舶舱口盖制造基地，主营业务为高端装备业务（主要包括各类起重装备、船舶配套装备、海洋工程装备等业务）产品的设计、研发、制造、销售及服务，以及节能环保和循环经济领域的相关业务（主要包括污泥处理处置服务、危废固废及医废处理处置服务等）。润邦股份截至 2022 年 9 月末总资产和权益资本分别为 111.39 亿元和 44.82 亿元；2019-2021 年及 2022 年前三季度收入分别为 23.14 亿元、36.15 亿元、38.47 亿元和 29.19 亿元；净利润分别为 1.19 亿元、2.32 亿元、3.76 亿元和 1.85 亿元，其中 2022 年前三季度净利润有所下滑；经营净现金流分别为 3.40 亿元、3.04 亿元、3.27 亿元和 17.66 亿元，近年来总体经营情况良好，其中 2022 年前三季度，经营净现金流同比大幅增加 18.56 亿元，主要系收到订单的预收款大幅增长所致。关注后续公司对润邦股份的整合情况以及润邦股份的业绩承诺兑现情况。

B. 汽车零部件制造业

该公司的汽车零部件制造业的主要运营主体为万力集团的万力股份、万宝集团的韶铸集团和公司 2021 年新收购的天海电子。

万力股份—橡胶轮胎

该公司的橡胶轮胎业务主要由万力集团下属的万力轮胎股份有限公司（以下简称“万力股份”）负责运营。万力股份旗下“万力”品牌，在轮胎行业具有较高的知名度。

万力股份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。万力股份的轮胎产品主要是全钢子午线轮胎（主要用于重卡汽车）和半钢子午线轮胎（主要用于乘用车和轻卡汽车）。

从产量分布来看，2017 年 8 月万力股份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 240 万套和 1800 万套，2021 年产能利用率分别为 87.93%和 91.27%，较 2020 年的 65.73%和 56.72%有大幅提升，主要受益于全球管控放松之后，相关需求持续恢复所致。

⁷ 南通威望为润邦股份控股股东，吴建为润邦股份实际控制人。截至 2021 年 9 月末，南通威望持有润邦股份 31.02%股权。

⁸ 南通威望同意，自本次交易完成日起 60 个月内不可撤销地放弃其所持有的润邦股份 11.02%股权所涉及表决权；公司将通过提名 5 名董事会成员（占润邦股份调整后的董事会成员总数量 9 名的 55.56%）以及提名润邦股份董事长、监事、财务总监、副总裁等方式形成对润邦股份实质有效的控制和监督。

图表 11. 近年来万力股份产销情况（单位：万套，元/套）

产品类型		全钢子午胎	半钢子午胎
2019 年	产量	122.25	1141.92
	销量	117.86	1165.44
	价格	937.19	173.71
2020 年	产量	131.45	850.86
	销量	142.11	922.85
	价格	808.96	172.12
2021 年	产量	175.85	1369.08
	销量	170.35	1353.36
	价格	744.09	164.33
2022 年 1-9 月	产量	175.85	1280.93
	销量	181.30	1293.56
	价格	752.54	184.51

资料来源：广州工控集团

在轮胎生产中，原材料成本占比约 80%，其中天然橡胶和合成橡胶在原材料中的占比约 50%，炭黑和钢丝帘线在原材料中的占比约 35%；万力股份近年来原材料价格有所波动，2021 年以来原材料价格不断上涨，使得万力股份面临较大的原材料成本控制压力。

图表 12. 近年来万力股份原材料采购情况（单位：吨、元/吨）

原材料	采购量				采购均价			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
天然橡胶	37,734	32,131	72,729	57,205	9,865	9,599	11,214	11,784
合成橡胶	46,857	25,240	37,891	32,342	10,393	8,975	11,632	11,282
炭黑	54,050	34,360	67,007	56,027	5,188	4,750	6,828	7,368
钢丝帘线	22,594	19,155	38,910	31,561	7,467	7,528	10,040	9,585

资料来源：广州工控集团

万力股份 2019-2021 年及 2022 年前三季度实现营业收入分别为 31.15 亿元、29.34 亿元、36.43 亿元和 34.57 亿元，毛利率分别为 11.01%、10.19%、12.20%和 14.85%；实现净利润分别为-2.63 亿元、-2.51 亿元、-2.72 亿元和 0.46 亿元。近年来万力股份因轮胎行业竞争激烈和价格持续下跌，毛利率水平较低，利润总体呈现亏损状态；受益于轮胎销量售价的提升，同时材料成本有所下降，2022 年前三季度万力股份扭亏为盈。从销售区域来看，2019-2021 年万力股份的海外销售收入占比分别为 51.96%、47.24%和 48.88%，2020 年以来国外轮胎需求下滑，万力股份转而不断拓展国内市场客户，使得海外收入占比有大幅下降。截至 2022 年 9 月末，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 110 个，“SUNNY”品牌销售代理商 63 个，“APTANY”品牌销售代理商 72 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；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，占比约 25%。目前，万力股份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。

韶铸集团—金属铸锻件

2016 年 7 月，该公司与韶关市国资委、广东省韶铸集团有限公司（以下简称：“韶铸集团”，韶关市国资委直属企业）签订战略合作框架协议。根据自身转型升级的战略发展需要，公司参与韶铸集团的改革重组和搬迁工作，向压缩机部品铸件的上游产业链拓展。2017 年 1 月，公司以 7822.60 万元收购韶铸集团 30.41%股份⁹；2018 年 6 月，公司将广东韶铸精锻有限公司的 100%股权¹⁰及 400 亩土地使

⁹ 同期，该公司向韶铸集团派驻董事长兼总经理、财务总监。

¹⁰ 该公司本部出资 6000 万元全资控股，主要系用于购置德国进口设备开展生产工作。

用权作价 1.55 亿元¹¹注入韶铸集团，至本报告日，公司对韶铸集团出资 2.93 亿元，持股比例为 61.83%，上述投资款源于自有资金及外部融资。韶铸集团自 2018 年 6 月开始并表。至 2022 年 9 月末，韶铸集团经审计的合并口径资产总额为 12.66 亿元，所有者权益为 4.84 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 4.84 亿元）；2019-2021 年及 2022 年前三季度实现营业收入分别为 8.36 亿元、9.45 亿元、13.43 亿元和 11.37 亿元，净利润分别为 0.16 亿元、0.10 亿元、0.24 亿元和 0.11 亿元。近年来韶铸集团业务收入逐年上升，利润也有所增长，总体经营向好。

天海电子—汽车零部件

2021 年 6 月，该公司及其下属公司合计以 12.31 亿元收购了天海汽车电子股份有限公司（以下简称“天海电子”）51%股权。天海汽车主要从事汽车电线束、汽车连接器、汽车电子等产品的研发、生产和销售，并与国内外知名整车厂商重庆长安、上汽通用、奇瑞汽车、北汽集团、吉利汽车、克莱斯勒、通用汽车等建立了长期稳定的合作关系，同时开拓了特斯拉、上海蔚来、小鹏汽车、理想汽车等新能源造车新势力。截至 2022 年 9 月末，天海电子资产总额为 66.83 亿，所有者权益为 24.85 亿元；2019-2021 年及 2022 年前三季度营业收入分别为 46.61 亿元、50.24 亿元、67.77 亿元和 60.09 亿元，净利润分别为 1.28 亿元、2.22 亿元、4.59 亿元和 3.99 亿元，近年来受益于新能源汽车销量的持续快速增长，天海电子新能源汽车业务大幅增长，带动营业收入及利润大幅增长。

C. 家用电器制造业

该公司的家用电器制造业务主要为冰箱及压缩机业务。冰箱产业的经营主体主要为万宝集团下属全资控股子公司广州万宝集团冰箱有限公司（以下简称“万宝冰箱”）和广州万宝集团压缩机有限公司（以下简称“万宝压缩机”），分别负责冰箱整机和压缩机的产销。万宝集团冰箱产业竞争力有限，除冰箱压缩机外，其余产品的产销规模偏小或竞争优势不明显。近年来冰箱行业需求疲弱，铜、铝等原材料价格波动，冰箱产业业绩不佳，盈利能力较弱，毛利率一直低于 10%，净利润一直处于亏损状态。

万宝冰箱整机目前拥有三大生产基地，分别位于从化市（广州市辖县级市）、民权县（隶属于河南省商丘市）和梅州市。其中从化市基地以生产小型冰箱为主，具备年产 200 万台的产能；民权基地设计产能为年产 160 万台大冰箱、大冷柜，于 2012 年 11 月陆续投产，并在 2014 年 6 月全部达到预定可使用状态；梅州市产业园主要生产高端冷柜和高端酒柜，设计年产能 130 万台，于 2019 年 10 月正式投产。近年来，冰箱产能仍处于产能爬坡期，产能利用率一直很低。

图表 13. 公司冰箱产品的产销状况（单位：万台，%，元/台）

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
冰箱（含冷柜）	产能	360.00	430.00	430.00	322.50
	产量	112.04	227.31	214.82	128.67
	销量	116.86	222.55	217.08	134.79
	平均售价	631.45	656.24	701.90	705.13
	产能利用率	31.12	52.86	52.50	40.45
	产销率	104.3	97.91	101.05	104.88

资料来源：万宝集团

万宝冰箱 2019-2021 年收入分别为 7.38 亿元、14.60 亿元、15.23 亿元，出口需求大增，万宝冰箱收入有大幅增加；同期毛利率分别为 9.99%、7.96% 和 1.24%，2021 年毛利率大幅下滑系大宗材料价格上涨，原材料成本升高，人民币汇率升值对公司出口业务影响所致。2022 年前三季度，万宝冰箱公司收

¹¹ 位于韶铸集团生产基地附近，工业用地。

入为 10.37 亿元，同比减少 13.28%，冰箱销售订单大幅下滑，销售收入有所减少；同期毛利率 4.71%，同比增加 6.74 个百分点，主要系大宗原材料价格有所下降，同时公司高毛利的酒柜、直流冰箱产品销售规模扩大所致。

万宝冰箱的产品主要为定位大众化的小型单门冰箱，以 OEM 贴牌出口至美洲等国外区域为主，客户主要包括 GE、MC、伊莱克斯、PAX、意大利 MARES 公司及 CO.PRO 公司等，近年来出口销量占比一直在 70-80%，出口占比高；其中出口美国的销量占总销量的 60% 左右。随着国外管控逐步放松，其他国家生产逐步恢复，出口需求可能出现回落，同时中美贸易摩擦或继续对公司向美国的出口产生影响，后续有待关注。

万宝集团冰箱压缩机市场地位较为稳固，采用自主驰名商标“HUAGUANG”，与多家一二线品牌冰箱整机生产厂商保持了良好合作关系，市场份额在国内厂商中排名第五，2019-2021 年及 2022 年前三季度收入分别为 20.42 亿元、25.12 亿元、26.76 亿元和 21.16 亿元，因 2020 年以来冰箱需求尤其是出口需求增长，冰箱压缩机业务有明显增长；2019-2021 年毛利率分别为 12.01%、9.73% 和 3.96%，受原材料价格不断上涨影响，近年来冰箱压缩机毛利率不断下降，整体毛利率水平较低；2022 年前三季度，受益于公司电机及机油采购成本的减少，万宝集团冰箱压缩机毛利率为 9.91%，同比增加 4.77 个百分点。万宝集团冰箱压缩机以国内销售为主，占比约 80%，内销客户包括青岛海尔、新飞、美的、海信容声、美菱等，出口对象则主要有伊莱克斯、惠而浦等。销售结算方面，内销通常采用先货后款的结算方式，其中 3 个月银行承兑汇票结算方式约占 80%；出口销售结算方式以 150 天内信用证结算方式为主。

图表 14. 万宝集团近年来冰箱压缩机产品的产销状况 （单位：万台，%，元/台）

产品	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
冰箱压缩机	产能	2,100.00	2,460.00	2,100.00	1,612.50
	产量	1,580.60	2,030.38	2,045.22	1,346.07
	销量	1,547.52	2,011.52	2,039.35	1,405.55
	平均售价	139.19	120.56	123.12	133.46
	产能利用率	75.26	82.54	97.39	83.48
	产销率	97.91	99.07	99.71	104.42

资料来源：万宝集团

冰箱压缩机的成本中，原材料成本占比约 80%，原材料成本占比同样高。该公司冰箱压缩机业务的原材料主要包括定子部件、酸洗板、汽缸座半成品、汽缸座毛坯和转子部件等，占比分别约为 32%、13%、10%、12% 和 8%。近年来，万宝集团冰箱压缩机业务主要原材料价格均有明显上升，面临的原材料成本控制压力大。

2014 年 12 月，该公司以 1,330 万欧元（约 1.12 亿元）收购了意大利 ACC 公司，新增产能约 550 万台/年；收购时 ACC 公司账面价值为 1,539.24 万欧元；收购资金主要源于股东增资和银行借款，其中股东广州市国资委增资 0.50 亿元计入实收资本。但自收购以来，ACC 公司持续亏损，2015-2019 年利润总额分别为 -0.71 亿元、-0.90 亿元、-0.99 亿元、-1.13 亿元和 -0.93 亿元，ACC 公司已于 2020 年 3 月 27 日被当地法院宣告进入破产程序，进入特别管理程序（政府托管），公司不再承担 ACC 公司后续的损失。根据审计机构的会计处理¹²，2020 年公司确认相关资产减值 4.74 亿元，同时确认投资收益 4.75 亿元。

¹² 2020 年度万宝集团合并报表在对其子公司广州万宝集团压缩机（香港）有限公司（简称“香港广压”）不再纳入当年合并报表的会计处理时，将以前年度万宝集团合并报表已确认的香港广压累计亏损（即香港广压本年初或上年末未分配利润）-47,466.35 万元做为万宝集团 2020 年度合并报表当期投资收益 47,466.35 万元（即视同股权处置调整股权处置产生的投资收益）处理，同时对合并报表层面保留的对香港广压的长期股权投资余额 46,647.03 万元（公司以前年度未计提减值准备）全额补计提减值损失，并对万宝集团对香港广压应收款补充提坏账准备 764.17 万元，此笔出表交易合计共计提 47,411.20 万元减值损失。香港广压本期出表对万宝集团当期合并报表净利润影响 -55.11 万元。

图表 15. 近年来万宝集团冰箱压缩机主要原材料采购情况

主要原材料			2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
定子部件	采购金额	万元	42,760.85	60,607.27	63,637.63	48,921.43
	采购数量	万件	1,556.20	2,002.45	2,049.52	1,615.62
	平均采购价格	元/件	27.48	30.27	31.05	30.28
酸洗板	采购金额	万元	19,300.63	25,727.35	27,013.72	20,766.79
	采购数量	万公斤	5,236.14	6,650.88	6,787.37	5,297.79
	平均采购价格	元/公斤	3.69	3.87	3.98	3.92
汽缸座半成品	采购金额	万元	14,609.34	15,912.25	16,707.86	12,844.17
	采购数量	万件	1,112.35	1,228.16	1,284.23	997.26
	平均采购价格	元/件	13.13	12.96	13.01	12.88
汽缸座毛坯	采购金额	万元	8,144.81	12,057.11	12,956.71	9,960.47
	采购数量	万件	1,075.72	1,683.88	1,702.59	1,316.87
	平均采购价格	元/件	7.57	7.16	7.61	7.56
转子部件	采购金额	万元	9,299.03	12,404.38	13,024.6	10,012.66
	采购数量	万件	1,340.55	1,729.84	1,801.47	1,394.88
	平均采购价格	元/件	6.94	7.17	7.23	7.18

资料来源：广州工控集团

D. 化工制造业

该公司的化工制造业主体主要为南方碱业和珠涂公司。

南方碱业—盐化工

该公司盐化工业务主要运营主体是南方碱业。南方碱业主要采用氨碱法生产纯碱。截至 2022 年 9 月末纯碱产能为 60 万吨/年，是华南地区最大的纯碱企业，约占华南地区珠三角地区 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，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。

2019-2021 年及 2022 年前三季度南方碱业实现收入分别为 9.64 亿元、7.41 亿元、12.06 亿元和 10.11 亿元，毛利率分别为 8.27%、-10.18%、14.64% 和 18.00%，净利润分别为 0.01 亿元、-1.71 亿元、0.88 亿元和 1.02 亿元，2019-2020 年因需求不振，产品价格不断下跌，毛利率不断下滑，2020 年甚至出现较多毛利亏损；但随着 2021 年以来下游需求不断恢复，产品价格不断回升，收入大幅增加，经营业绩大幅改善。

珠涂公司—精细化工

该公司的精细化工业务主要经营主体为广东珠江化工涂料有限公司（简称“珠涂公司”），主要从事涂料、溶剂、胶粘剂等精细化工的生产和销售。2019-2021 年及 2022 年前三季度分别实现收入 3.79 亿元、3.67 亿元、3.55 亿元和 2.91 亿元，毛利率分别为 25.28%、24.50%、20.35% 和 17.42%，实现净利润分别为 0.05 亿元、0.12 亿元、0.08 亿元和 -0.04 亿元，2019-2021 年整体处于稳定的微利状态，2022 年前三季度，子公司沈阳派尔化学有限公司（“沈阳派尔公司”）停产导致较大亏损，公司转为净亏损状态，关注后续沈阳派尔公司挂牌转让情况。

E. 建材制造业

该公司建材制造业的运营主体主要为广州广钢新材料股份有限公司（简称“广钢新材料”）。广钢新材料是公司的全资子公司，成立于 2014 年 1 月，注册资本 2.5 亿元，是五羊牌建筑钢材的资源整合和运营平台。自 2009 年开始，五羊建筑钢材品牌在全国钢铁行业内首创了价值化（Valued）、品牌化（Branding）、集聚化（Centralization）和生态化（Ecological）的轻资产联盟运营模式（VCEB 模式）：即不再将大量自有资金投入厂房建设、设备购置、产品制造等低附加值环节，而是将这些环节外包，自身则集中于质量控制、品牌运营、设计开发和市场推广等高附加值业务，与其他钢铁制造企业合作，建

立“五羊”品牌建筑钢材生产加工基地，进行存量钢铁资源联合开发，实现灵活运营。据我国钢铁统计，2014 年“五羊”品牌在广州市场的占有率已经升至第一，是华南地区的主流品牌，处于华南领先水平。

2021 年广钢新材料的前 5 大合作钢企的业务占比为 55.00%，合作供应商集中度高；但考虑到全国钢企数量众多，广钢新材料的供应商集中度风险相对可控。

图表 16. 广钢新材料近年来产销情况（单位：万吨、元/吨）

新材料产品	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-9 月
产量	196.98	241.36	233.38	150.38
销量	200.15	239.87	233.38	150.38
均价	3627	3462	4636	4274

资料来源：广州工控集团

广钢新材料的主要产品为建筑钢筋，包括螺纹钢和盘螺钢线等；销售区域以广东市场为主，占比约 70%，其次为华东地区，占比约 25%，其余为广西等地。

广钢新材料 2019-2021 年及 2022 年前三季度实现营业收入分别为 111.29 亿元、109.32 亿元、124.09 亿元和 79.53 亿元，近年来呈现一定波动，总体有所增长，系 2021 年国内下游需求上升所致；同期毛利率分别为 0.95%、0.92%、1.06%和 1.43%，净利润分别为 0.47 亿元、0.34 亿元、0.49 亿元和 0.12 亿元，受宏观经济增速放缓和市场竞争加剧等影响，整体毛利率和净利润水平低。

广州万宝铜业有限公司为万宝集团的全资子公司，主要进行简单的铜杆加工，毛利率很低，2019-2021 年及 2022 年前三季度营业收入分别为 12.49 亿元、50.17 亿元、55.31 亿元和 41.20 亿元，毛利率分别为 0.48%、0.10%、0.40%和-0.17%，整体毛利率很低，但规模有大幅增加。2021 年，广州万宝铜业有限公司充分利用套期保值的工具加强原材料价格的管理，毛利率同比上升了 0.30 个百分点；2022 年前三季度，出现毛利亏损。

F. 批发和零售贸易业

该公司的贸易业务运营主体主要为万宝集团下属的广州万宝贸易有限公司（以下简称“万宝贸易”）、河南万宝实业发展有限公司（以下简称“河南万宝公司”）和广州万宝汇捷供应链管理有限公司（以下简称“汇捷公司”）。

万宝集团自 2013 年下半年起开始从事大宗商品贸易业务；贸易品种根据市场走势有所调整。2017 年以前万宝集团商贸业务规模较大且快速扩张，由 2015 年的 117.53 亿元增至 2017 年的 163.19 亿元¹³，由此使得公司预付账款和应收账款积累较多，沉淀较多资金，2017 年计提坏账准备 1.74 亿元。2020 年万宝集团对 2017 年前开展的大宗商品贸易积累的大额应收账款、其他应收款、存货等各类资产进行了全面清查，并分别计提资产减值准备 1.50 亿元、2.07 亿元和 1.47 亿元，其中应收账款计提大额坏账准备系由于市场因素变化，部分客户出现违约、破产情形，信用水平下降，大额债权未收回；其他应收款计提坏账准备系长期预付贸易货款由于市场环境变化，风险把控不严，导致产生大额债权未收回；存货计提大额减值准备系由于货权监管及风险把控等问题，导致存货账实不符，部分货权诉讼胜诉但债务人无财产可执行。上述资产减值中，涉及已停业的河南万宝实业发展有限公司（以下简称“河南万宝公司”）的资产减值为 0.67 亿元；截至 2020 年末河南万宝公司已基本无应收账款、存货和其他应收款等资产，总资产、负债（主要为其他应付款 1.43 亿元，即公司对其提供的关联方拆借款）和净资产分别为 0.05 亿元、1.47 亿元和-1.42 亿元，已经严重资不抵债。截至 2021 年末，万宝贸易的应收账款账面价值集中于按账龄组合计提坏账准备的应收账款 1.19 亿元（其中 1 年以内 0.87 亿元，该部分已计提坏账准备 0.13 亿元）和不计提坏账的关联方组合 2.13 亿元；预付账款账面价值 0.53 亿元，账龄基本都在 1 年以内；其他应收款账面价值 3.30 亿元，主要为与公司合并口径内其他子公司的内部往来款。同期末，汇捷供应链的应收账款、其他应收款和预付账款账面价值分别为 3.88 亿元、0.30 亿元和 0.18 亿

¹³ 该公司合并口径贸易收入略小于贸易平台收入系因合并抵消所致。

元，绝大部分账龄都在 1 年以内。自 2017 年以来，万宝集团已逐渐提高风控标准，控制业务规模，对赊销客户和预付供应商，请第三方信用分析公司来进行分析和给出建议额度，赊销客户主要集中在建材客户，大多拥有央企背景，30-60 天的账期，其余均为现款现货或赊销加抵质押物。2019-2021 年及 2022 年前三季度万宝集团的贸易业务收入分别为 178.04 亿元、165.76 亿元、126.69 亿元和 81.67 亿元，2020 年以来万宝集团贸易业务规模有大幅减少，主要系广州工控集团战略部署和调整业务结构，减少贸易板块收入所致。总体来看，随着贸易业务的大幅压缩，万宝集团贸易业务目前应收账款、其他应收款和预付账款整体规模已不大，但仍需持续关注后续公司贸易业务的风险管控情况。

图表 17. 2019 年以来万宝集团的贸易收入结构（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1-9 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
有色金属	148.54	83.42	126.70	76.43	108.87	85.93	60.60	74.20
钢材	18.15	10.19	14.74	8.89	12.65	9.99	4.88	5.98
油类	-	-	0.14	0.08	-	-	-	-
其他	11.35	6.39	24.18	14.60	5.17	4.08	16.19	19.82
合计	178.04	100.00	165.76	100.00	126.69	100.00	81.67	100.00

资料来源：广州工控集团

万宝集团贸易业务上下游客户集中度尚可，前五大供应商和下游客户占采购金额或销售金额的比重均不超过 35%。在贸易结算中，公司需向上游供应商预付一定比例的采购款，付款方式以现汇为主；对下游企业一般给予 1 个月信用期，但要求小客户款到发货。购销环节现金流结算时间差决定了其短期资金压力较大。同时，规模的扩大加重了公司流动资金压力。

为控制货品价格波动风险，万宝集团通过实行“以销定购”确定供应商以及销售客户，并严格履行合同定价，锁定价格敞口；此外，还尽可能减少库存储备。截至 2021 年末，万宝集团的贸易存货账面价值约 4 亿元，主要为钢材和有色金属，仍需关注贸易商品的跌价损失风险。

G. 互联网业务

该公司的互联网业务运营主体为万力集团下属的广州化工交易中心有限公司（以下简称“广化交易”）。广化交易通过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。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。2019-2021 年及 2022 年前三季度广化交易的收入分别为 67.13 亿元、91.13 亿元、126.10 亿元和 86.32 亿元，毛利率均在 0.5%以内，2019-2021 年净利润分别为-0.03 亿元、0.01 亿元和 0.03 亿元，尚在培育期，仍在盈亏平衡附近；2022 年前三季度，广化交易净亏损 0.04 亿元，主要系公司期间费用大幅增加所致。

H. 产业地产业务和相关土地房产储备

该公司 2020 年将原广钢集团、万力集团和万宝集团下属的房地产相关的运营主体重组整合成立了科技产业集团，主要业务为利用集团土地资源，建设高科技产业园区，构建“资本平台+研究院+产业集群+科技园区”四位一体的国有科技产业发展模式。目前主要在建拟建的产业地产项目为 5 个，合计占地面积 14.34 万平方米，拟建成商业和办公建筑面积分别为 39.47 万平方米和 17.73 万平方米，计划总投资 64.27 亿元；截至 2022 年 9 月末已投资 47.83 亿元，未来仍需投入 16.44 亿元；目前在售的为岭南 V 谷项目，于 2018 年 8 月开盘，已实现销售面积 3.91 万平方米，已获得回款 3.83 亿元。广昊大厦项目，于 2021 年 9 月开盘，已实现销售面积 1.86 万平方米，已获得回款 5.08 亿元。总体看，公司未来仍有较大的产业地产开发资金投入需求，销售尚处初期阶段，需关注后续的去化压力。

图表 18. 2022 年 9 月末公司在开发房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	具体位置	土地面积	建筑面积		计划总投资	已投资额	已销售面积	已获得回款
			商业	办公				
岭南 V 谷一期（B 区一期、C 区）项目（在售）	广州市荔湾区花地大道南 657 号	46,670	13,027	135,751	229,943	237,934	39,054	38,327
广昊大厦	海珠区工业大道北 110 号	15,135	29,912	29,735	129,400	80,814	18,606	50,779
广钢新城城市综合体（3 号地块）项目	广州市荔湾区芳村大道 1 号	11,917	4,913	-	120,371	59,470	-	-
万力大厦	海珠区金沙路 9 号	9,568	5,935	30,220	85,000	84,514	-	-
黄埔化工商业项目	黄埔东路 2009 号	18,178	17,291	64,965	78,000	15,615	-	-
合计	—	101,468	71,078	260,671	642,714	478,347	57,660	89,106

资料来源：广州工控集团

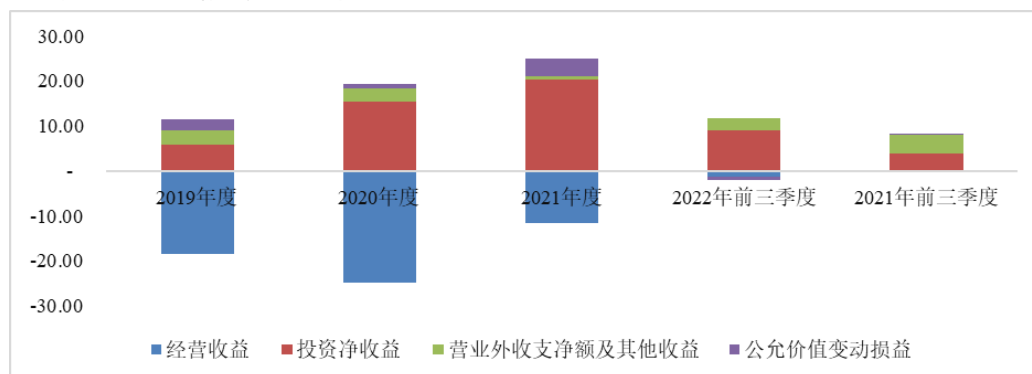
该公司目前主要对存量土地进行盘活，包括处置和开发；未来将聚焦实业，暂无其他房地产项目开发计划。

土地房产储备¹⁴方面，该公司目前有房产建筑物和土地分别为 541.00 万平方米和 1,132 万平方米，2022 年 9 月末房产建筑物和土地账面价值合计为 136 亿元，土地房产储备丰富，主要位于广东省内，且以工业使用性质为主。其中，已出租的土地面积为 193.55 万平方米，已出租的房产面积为 163.18 万平方米，土地房产年租金收入为 5.00 亿元左右。

此外，截至 2022 年 9 月末，该公司合并范围已被政府收储的土地为 277 万平方米，预计收购总价为 566 亿元，已累计收到款项 431 亿元（计入资产处置收益科目），其中 2021 年收到土地补偿款 43 亿元，2022 年 1-9 月收到土地补偿款 30 亿元，2022 年土地补偿款已全部收到，2023 年可回收 30 亿元，预计 2030 年前完成后续款项回收工作；后续预计仍有超过 135 亿元的土地补偿款可以回收，具体回款进度视财政计划执行。

（2）盈利能力

图表 19. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据广州工控集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司的利润总额主要来自营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）和投资收益，2021 年占比分别为 77.00%和 37.47%，而公司经营收益近年来持续较大亏损。

¹⁴ 不包括已被政府收储的土地房产。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司经营收益结构	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 前三季度	2021 年 前三季度
营业毛利（亿元）	32.98	47.29	87.46	73.40	50.61
期间费用（亿元）	45.33	54.89	84.93	68.81	46.81
其中：销售费用（亿元）	11.32	13.56	20.13	15.74	13.29
管理费用（含研发费用）	21.80	26.50	50.28	43.26	22.69
财务费用	12.21	14.83	14.51	9.81	10.83
期间费用率（%）	7.97	7.82	8.46	9.39	7.81
其中：财务费用率（%）	2.15	2.11	1.44	1.34	1.81
资产减值损失（亿元）	4.79	15.50	11.00	3.20	2.23
经营收益（亿元）	-18.54	-24.97	-11.69	-1.31	0.10
全年利息支出总额（亿元）	13.75	14.34	16.54	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.20	1.23	0.69	-	-

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理。

该公司 2019-2021 年及 2022 年前三季度实现营业毛利分别为 32.98 亿元、47.29 亿元、87.46 亿元和 73.40 亿元，随着经营规模的扩大以及 2021 年将广智集团纳入合并报表等，近年来公司毛利规模大幅增加。同期，公司的期间费用规模分别为 45.33 亿元、54.89 亿元、84.93 亿元和 68.81 亿元，公司近年来期间费用规模大，负担重，且随着经营规模和并表范围扩大而不断上升；2021 年销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 20.13 亿元、32.30 亿元、17.99 亿元和 14.51 亿元，其中销售费用中的职工薪酬支出为 6.46 亿元，管理费用中的职工薪酬支出为 17.82 亿元，合计支出 24.28 亿元，总体看公司期间费用中的人员负担、财务费用负担和研发投入压力均较大，使得公司近年来主业持续亏损。同期，公司的资产减值损失（含信用减值损失）分别为 4.79 亿元、15.50 亿元、11.00 亿元和 3.20 亿元，其中 2020 年计提较多，主要来自子公司万宝集团¹⁵计提的损失，包括贸易业务相关的坏账损失（6.22 亿元）、存货跌价损失（2.15 亿元）、长期股权投资减值损失（4.72 亿元）和固定资产减值损失（1.28 亿元）；2021 年计提的资产减值损失主要为计提的坏账损失 7.30 亿元、存货跌价损失 1.24 亿元和固定资产减值损失 1.80 亿元，其中山河智能当年计提坏账减值损失 3.00 亿元，万宝集团因对历史挂账的其他应收款进行清理，当年计提坏账损失 2.65 亿元。因期间费用负担重，同时计提较多资产减值损失，经营收益持续较大亏损，2019-2021 年及 2022 年前三季度分别为 -18.54 亿元、-24.97 亿元、-11.69 亿元和 -1.31 亿元。

2019-2021 年及 2022 年前三季度，该公司的营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）分别为 35.75 亿元、28.73 亿元、41.70 亿元和 22.37 亿元，其中 2019-2021 年的政府补助分别为 3.15 亿元、2.51 亿元和 3.97 亿元，资产处置收益分别为 32.74 亿元、25.76 亿元和 40.98 亿元，主要来自公司下属土地被政府收储所取得的收益，根据公司目前已被政府收储的土地看，未来中短期内公司每年仍将获得可观的土地资产处置收益。同期，公司的投资收益分别为 5.93 亿元、15.46 亿元、20.29 亿元和 9.07 亿元，其中 2019-2021 年因持有金融股权资产（包括权益法核算的长期股权投资、交易性金融资产和可供出售金融资产）取得的投资收益合计分别为 5.01 亿元、6.11 亿元和 20.22 亿元，2020 年在确认 ACC 公司相关资产减值 4.74 亿元的同时，确认了 4.75 亿元的投资收益，其余主要为处置股权资产取得的一次性投资收益。公司的公允价值变动收益分别为 2.64 亿元、0.92 亿元、3.85 亿元和 -0.78 亿元，主要系公司持有的交易性金融资产价值波动所致。

¹⁵ 万宝集团 2020 年计提资产减值损失为 10.24 亿元，其中通过资产清查计提坏账损失和存货跌价损失 3.95 亿元和 1.52 亿元。此外，因 ACC 亏损计提广州万宝集团压缩机(香港)有限公司长期股权投资减值损失 4.74 亿元。

2019-2021 年及 2022 年前三季度，该公司实现净利润分别为 16.71 亿元、13.47 亿元、41.56 亿元和 22.75 亿元，主要依赖投资收益和土地资产处置相关的补偿收益实现盈利，未来短期内可持续性较强，但中长期仍需关注公司盈利稳定性。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年前三季度	2021 年前三季度
投资净收益（亿元）	5.93	15.46	20.29	9.07	3.68
营业外净收入（含其他收益和资产处置收益）（亿元）	35.75	28.73	41.70	22.37	30.43
公允价值变动净损益（亿元）	2.64	0.92	3.85	-0.78	0.03

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理。

（3）运营规划/经营战略

该公司未来将基于国内国际双循环相互促进新格局和粤港澳大湾区发展布局，聚焦主业实业、强化资本运作、推进市场化改革、全面加强党的领导。立足国有资本投资公司定位，推进产业升级，做强、做优先进制造业，打造工业制造领域的核心产业板块。“十四五”期间，力争发展为广州市国有经济的工业航母，尽快跻身世界五百强，成为世界一流的创新驱动型工业投资集团。

该公司“1543”发展战略是指 1 个发展目标、5 大产业赛道、4 项核心竞争力、3 大支撑体系四层内容。明确 1 个发展目标：世界 500 强。布局 5 大产业赛道：“2+2+1”主业发展板块，即：重点打造装备制造、新材料两大支柱产业板块、战略培育汽车零部件和轨道交通两大产业板块、稳步发展家电及压缩机板块。提升 4 项核心竞争力：1.投资并购能力；2.创新研发能力；3.卓越运营能力；4.数字化能力。夯实 3 大支撑体系：组织管控体系、人力资源体系、企业文化体系。

未来在建拟建项目方面，该公司合并口径主要在建拟建项目计划总投资 176.55 亿元，截至 2022 年 9 月末已投资 83.30 亿元，后续仍需投入 93.26 亿元。公司后续整体的投资金额较大，面临一定的投融资压力，同时需关注在国际关系动荡、宏观经济下行和市场竞争日趋激烈的背景下，所投项目的产能释放压力和效益实现情况。

图表 22. 截至 2022 年 9 月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元，%）

项目	总投资额	已投资额	预计完工期	项目进度
氢气等工业气体智能化充装及氢油混合能源示范站项目等 ¹⁶	251,846.00	124,669.00	--	--
岭南 V 谷一期项目（B 区一期、C 区）	229,943.00	237,934.00	2022.12	99%
广钢新城城市综合体项目（3 号地块）	131,000.00	59,469.00	2023.12	27%
广昊大厦项目	129,400.00	80,813.00	2022.12	99%
工控资本大厦项目	108,000.00	84,513.00	2022.12	99%
橡胶厂创意园项目	13,600.00	4,251.00	2022.12	99%
广州工控空港智造 V 谷项目厂房（自编号 1#）	23,630.00	16,211.00	2022.3	99%
南方山庄项目	12,146.00	12,036.00	2022.9	100%
万宝 K 平台冰箱压缩机从化产线项目	100,000.00	35,750.00	2026.10	35%
半钢子午线轮胎生产线升级改造项目	57,730.40	8,046.00	2023.6	13%
智能化立体仓库项目	16,020.00	6,814.00	2023.2	42%
40 万套全钢轮胎产能提升项目	15,687.75	12,475.00	2022.10	79%
广州安全卫生健康园项目	27,252.00	5,918.00	-	27%
广州电缆转型升级产业基地项目	87,003.00	7,064.00	2024.12	8%

¹⁶ 项目包含氢气等工业气体智能化充装及氢油混合能源示范站项目、广钢气体（南通）冷能综合利用空分项目、武汉华中气体岛项目（一期）、合肥长鑫二期电子超纯大宗气体供应项目、广钢气体华星光电 T9 电子大宗供气项目、鼎泰匠芯（闻泰）临港 12 寸车规级芯片大宗气站、合肥晶合电子超纯大宗气体供应项目和湖州泰嘉电子超纯大宗气体供应项目等。

项目	总投资额	已投资额	预计完工期	项目进度
氢气等工业气体智能化充装及氢油混合能源示范站项目等 ¹⁶	251,846.00	124,669.00	--	--
岭南V谷一期项目（B区一期、C区）	229,943.00	237,934.00	2022.12	99%
广日电梯数字化示范产业园	50,600.00	7,533.00	2025.12	13%
广日物流（德阳）智慧产业园项目	18,310.00	2,243.00	2022.12	12%
无锡必克精密液压零部件扩能项目	20,000.00	5,410.00	2023.12	27%
年产2万吨锂离子电池石墨负极材料项目	98,912.00	1,054.00	2022.12	1%
山河工业城三期项目	75,610.00	54,409.00	2022.12	72%
BOPET双向拉伸生产线	12,000.00	738.00	2023.12	10%
航空发动机传动部件项目	22,704.00	13,005.00	2023.12	57%
高精传动5-7MW齿轮箱能力建设项目	25,521.00	23,032.00	2023.12	90%
2000台3MW以上海上风电产能提升项目	12,000.00	9,892.00	2022.9	82%
年产4000台套高精密长寿命大兆瓦海上风电齿轮项目	30,100.00	12,800.00	2024.12	42%
广柴股份大岗基地建设项目	55,700.00	0.00	-	0%
年产12万支工程机械液压缸扩能项目	21,023.00	2,800.00	2023.12	14%
精密制造中心	19,790.00	2,960.00	2023.9	6%
高精度长寿命齿轮箱绿色制造及总成项目	100,000.00	1,138.00	2026.3	1%
合计	1,765,528.15	832,977.00	--	--

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理。

此外，根据孚能科技（赣州）股份有限公司（简称“孚能科技”，688567.SH）2022年11月18日的公告，该公司、公司控股子公司广州创兴新能源投资合伙企业（有限合伙）以及广州产业投资控股集团有限公司全额认购了孚能科技2021年度向特定对象发行的股票，认购价格为23.70元/股，认购总金额33.19亿元。孚能科技自成立以来一直专注于新能源车用锂离子动力电池及整车电池系统的研发、生产和销售，并为新能源汽车整车企业提供动力电池整体解决方案，同时也是整体能源方案解决商。本次定增后，公司合计持有孚能科技11.57%的股份；孚能科技实际控制人仍为Keith D. Kepler先生和YU WANG（王瑀）先生，合计间接持有孚能科技21.69%的股份。孚能科技2019-2021年及2022年前三季度营业收入分别为24.50亿元、11.20亿元、35.00亿元和86.30亿元，净利润分别为1.31亿元、-3.31亿元、-9.53亿元和-2.78亿元。由于孚能科技近年来仍在不断进行产能扩张和爬坡以实现规模效应，加之上游原材料价格大幅上涨，导致2020年以来净利润持续亏损。公司此次参与定增金额较大，需关注相关投资风险。

管理

1. 公司治理

该公司由广州市国资委控股，因组建时间不长，同时近期又重组合并了广智集团，法人治理结构、组织机构和相关的内部管理制度等仍在不断完善中，关注后续整合效果。

（1）产权关系

广州市人民政府为该公司控股股东和实际控制人，持有公司90%股权，并由广州市国资委代表广州市人民政府行使出资人职责（产权状况详见附录一）。

（2）主要关联方及关联交易

该公司关联交易规模不大，对公司影响较为有限。2019-2021年发生购销商品、提供和接受劳务的关联交易规模分别为0.10亿元、3.35亿元和5.37亿元，销售商品的关联交易规模分别为0.00亿元、

0.86 亿元和 5.14 亿元。

(3) 公司治理

该公司为国有独资企业，不设股东会。公司根据《公司法》设立了董事会、监事会以及在董事会领导下的经营管理团队。公司董事会和监事会成员中除职工董事和职工监事外，均由广州市国资委任命，总理由董事会负责任命，其他高级经营管理层则由总经理提名后，由董事会任命。目前，公司本部管理团队共 8 人，其中党委书记兼董事长、党委委员兼副总经理等 3 名高管来自万宝集团，党委委员兼纪委书记兼监察专员等 1 名高管来自万力集团，党委副书记兼副董事长兼总经理、党委副书记、党委委员兼副总经理等 4 名高管来自广智集团。

2021 年 10 月，根据广州市委组织部发穗组干〔2021〕763 号、穗组干〔2021〕765 号、穗组干〔2021〕766 号文，任命景广军同志为广州工业投资控股集团有限公司党委副书记、党委委员、副董事长、董事、总经理。公司原党委副书记、副董事长、总经理张伟涛同志因年龄原因退休。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司本部设有办公室、人力资源部、战略规划部、资产管理部、财务管理部、投资管理部、审计部等多个职能部门，对下属子公司实施“归口管理”。公司各部门之间职责划分较合理，相互协作较顺畅（组织架构详见附录二）。

(2) 经营决策机制与风险控制

资金管理方面，该公司制定了《资金管理制度》，对资金实行集中统一管理，制度从账户管理、资金预算管理、资金结算管理、资金风险管理以及监督检查责任追究等方面对集团公司整体资金运营和使用进行实时管理和控制，确保各项资金活动正常运行。

对外担保方面，该公司制定了《担保管理制度》，规定担保总额累计不高于公司上一年度经审计合并净资产的 50%（含）；对同一个被担保人提供的累计担保余额不高于公司上一年度经审计合并净资产的 30%（含）；单笔担保额不高于公司上一年度经审计合并净资产的 10%（含）；被担保人与担保人之间无产权关系的，原则上不得提供担保。

(3) 投融资及日常资金管理

投资管理方面，该公司制定了《投资管理制度》，规范集团及成员企业的投资行为，建立有效的投资风险约束机制；规范、强化对投资活动及投资项目运营情况的监管。

融资管理方面，该公司制定了《融资管理制度》，从职责划分、融资预算、融资审批、融资实施以及融资风险管理等方面对集团公司及各企业各项融资活动进行实施控制和监督。

3. 严重不良行为记录

据该公司 2022 年 11 月 1 日的《企业信用报告》和 2019-2021 年审计报告及公开信息，近三年来公司本部无信贷违约情况发生。此外根据公开信息，公司合并报表范围内企业债券偿付正常。

另外，近三年来公司下属万力股份、南方碱业等因安全生产、环境保护、产品质量、纳税等受到过相关罚款，但金额不大，合计金额小于 1000 万元。除此之外，公司合并范围不存在其他重大未决诉讼、仲裁和行政处罚等情况。

财务

该公司资产和负债规模大,重组合并广智集团后,整体规模进一步显著增长,资产负债率有所下降。公司刚性债务规模大,存在一定的刚性债务偿付压力,商誉、存货和账龄较长的预付账款及应收账款等规模较大,关注后续进一步的资产减值风险。此外,公司合并范围目前存在 4 项重大未决诉讼,关注后续进展及或有损失风险。但公司整体规模大,现金类资产较为充裕,同时拥有大量的土地房产和金融股权资产,拥有 5 家上市子公司,且目前公司剩余金融机构授信额度大,融资渠道畅通,在股东广州市政府和国资委的支持下,公司整体偿债能力极强。

1. 数据与调整

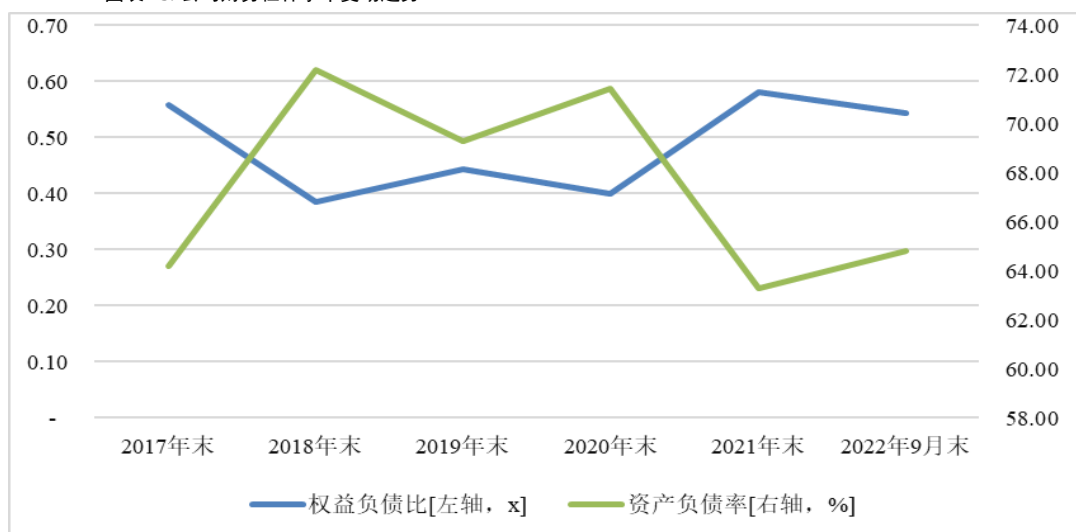
根据广州市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称广州市国资委)《关于印发整合制造业资源组建工业投资控股集团工作方案的通知》(穗国资改革[2019]22 号),《广州市国资委关于将广州万力集团有限公司 100%国有股权无偿划转至广州钢铁企业集团有限公司的通知》(穗国资产权[2019]30 号),《广州市国资委关于将市人民政府持有的广州万宝集团有限公司国有股权无偿划转至广州工业投资控股集团有限公司的通知》(穗国资产权[2020]1 号),以及广州市国资委与本公司签订的《关于广州万宝集团有限公司股权转让协议》,以 2018 年 12 月 31 日为划转基准日,将广州市人民政府持有的万宝集团和万力集团 100%股权全部划转给本公司,其中万力集团 100%股权无偿划转给本公司,万宝集团 30%股权属于本公司以 8.76 亿元价款购入,剩余 70%股权则是由广州市国资委无偿划转。该重组事项系由广州市人民政府和广州市国资委主导,按同一控制原则编制 2017-2019 年合并报表。永拓会计师事务所(特殊普通合伙)有限公司对公司 2017-2019 年财务报表进行了三年连审,并出具了标准无保留意见的审计报告。出于业务发展、整体审计工作需要,公司将审计机构更换为信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)。信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2020-2021 年财务报表进行审计,并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年前三季度报表未经审计。

2021 年底,该公司重组合并了广智集团,将按同一控制原则编制 2021 年合并报表,将广智集团纳入公司 2021 年财务报表的合并范围。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



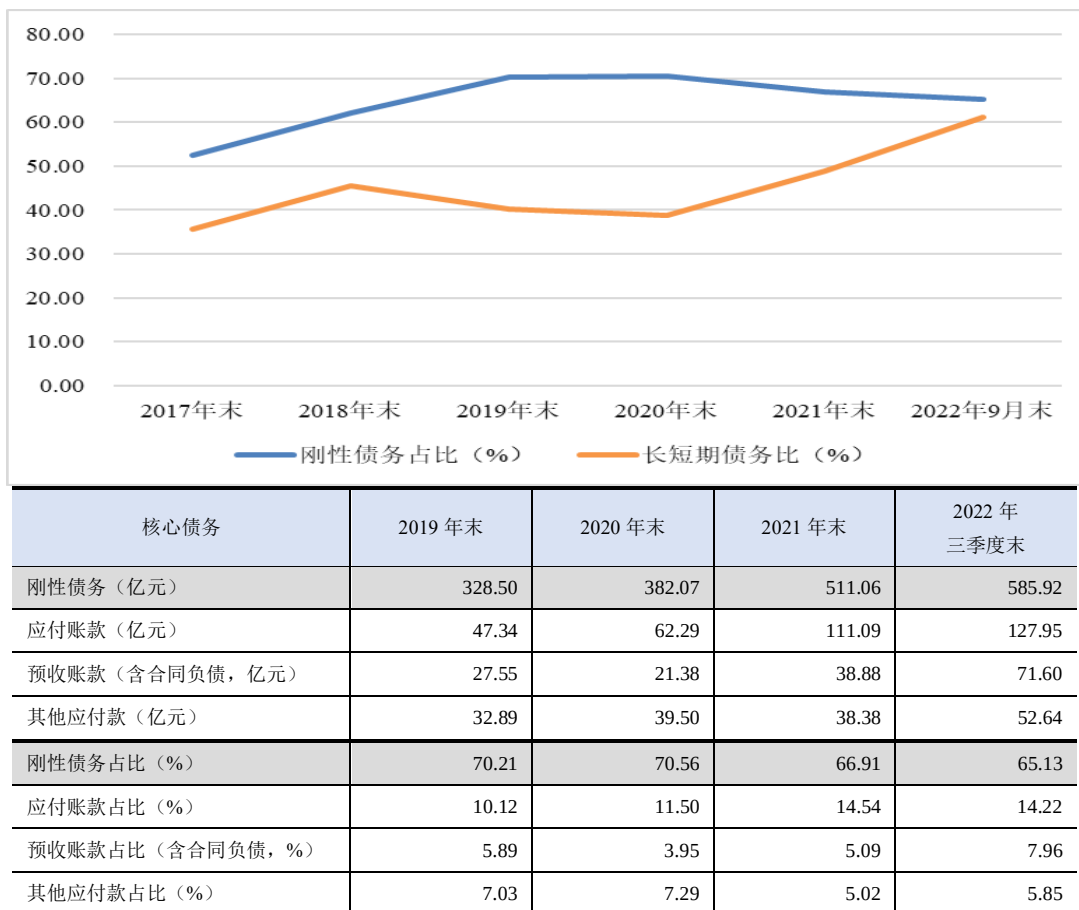
资料来源:根据广州工控集团所提供数据绘制。

近年来随着经营规模的不断扩大和合并范围的扩大等，该公司资产和债务规模不断上升，2019-2021 年末及 2022 年 9 月末总资产分别为 675.13 亿元、758.23 亿元、1,206.98 亿元和 1,388.30 亿元，总负债分别为 467.85 亿元、541.52 亿元、763.85 亿元和 899.56 亿元，未来随着在建项目的持续推进，经营规模的进一步扩大，公司资产和债务规模或进一步上升。同期末，公司的权益资本规模分别为 207.27 亿元、216.71 亿元、443.13 亿元和 488.74 亿元，受益于自身盈利的积累和韶铸集团、金明精机、山河智能、广智集团等并表所带来的少数股东权益增加等，公司权益资本规模也不断上升。同期末，公司的资产负债率分别为 69.30%、71.42%、63.29%和 64.80%，合并广智集团后，公司整体资产负债率有所下降；因公司债务规模大，同期末权益资本对刚性债务的覆盖程度分别为 0.63 倍、0.57 倍、0.87 倍和 0.83 倍，覆盖程度相对不高。

从权益资本构成来看，该公司 2022 年 9 月末权益资本主要由少数股东权益、未分配利润和实收资本（包括资本公积、盈余公积）构成，占比分别为 41.28%、21.96%和 34.10%；总体看，公司整体资本稳定性一般。

（2）债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据广州工控集团所提供数据绘制。

从债务期限结构来看，该公司负债主要集中于流动负债，2019-2021 年末及 2022 年 9 月末流动负债占比分别为 71.29%、72.08%、67.20%和 62.02%，2021 年以来公司整体债务期限结构有所改善。从债务构成看，公司负债主要分布在刚性债务、应付账款、预收账款和其他应付款，2021 年末分别占负债总额的 66.91%、14.54%、5.09%和 5.02%。其中，2019-2021 年末及 2022 年 9 月末公司的刚性债务分别为 328.50 亿元、382.07 亿元、511.06 亿元和 585.92 亿元，刚性债务规模随着经营规模扩张和并表范围的扩大而不断增加；同期末，应付账款规模分别为 47.34 亿元、62.29 亿元、111.09 亿元和 127.95 亿元，主要为应付上游的原材料采购和工程款，近年来随着业务规模和并表范围扩大而逐年上升；同

期末，预收账款分别为 27.55 亿元、21.38 亿元、38.88 亿元和 71.60 亿元，主要为预收的下游客户货款；2020 年公司对历史挂账未结算的预收账款进行处理及重分类，致使预收账款规模有所下降；2022 年 9 月末，公司预收账款（含合同负债）大幅增加，主要系润邦股份纳入公司合并范围，增加合同负债 33.46 亿元所致。同期末公司的其他应付款分别为 32.89 亿元、39.50 亿元、38.38 亿元和 52.64 亿元，主要为未结算的业务往来款；其中 2022 年 9 月末未结算的往来款 39.13 亿元，主要包括长期挂账的其他应付广州金波物流贸易集团有限公司、广州市金仪自动化有限公司、广州彩色带钢厂和中国船舶工业集团公司的往来款项，这些企业基本为已停产的待清理企业；2022 年 9 月末剩下还有押金保证金 3.12 亿元和代收代付费用 5.39 亿元。

（3）刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 三季度末
短期刚性债务合计	212.00	253.15	298.00	284.35
其中：短期借款	123.27	145.84	101.81	141.30
应付票据	48.26	80.77	97.77	98.87
一年内到期的非流动负债	38.64	25.56	71.84	43.84
交易性金融负债	-	-	-	0.33
其他短期刚性债务	1.83	0.97	26.58	0.00
中长期刚性债务合计	116.49	128.93	213.06	301.58
其中：长期借款	84.75	114.44	173.31	235.26
应付债券	18.97	4.00	37.74	62.94
其他中长期刚性债务	12.77	10.49	2.01	3.37

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理

截至 2022 年 9 月末，该公司的刚性债务规模为 585.92 亿元，刚性债务规模大，其中短期刚性债务规模为 284.35 亿元，占比 48.53%。2022 年 9 月末公司的刚性债务主要由银行借款、应付票据、应付债券构成，分别为 420.40 亿元、98.87 亿元和 62.94 亿元，其中银行借款以信用借款和内部相互担保的保证借款为主。

融资成本方面，该公司 2019-2021 年的综合融资成本分别约为 5.19%、4.04%和 3.70%，公司成立以来，新的低成本融资逐步替换子公司原来的高成本融资，近年来整体融资成本不断下降；目前整体融资成本较低。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 前三季度
营业周期（天）	84.63	92.89	95.36	-
营业收入现金率（%）	108.90	102.82	103.05	99.45
业务现金收支净额（亿元）	6.48	27.25	17.24	-6.01
其他因素现金收支净额（亿元）	1.05	-23.99	-19.13	-11.00
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	7.54	3.27	-1.89	-17.00
EBITDA（亿元）	51.27	44.63	92.61	-

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 前三季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.13	0.21	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.73	3.11	5.60	-

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司贸易业务规模较大，相关业务具有高周转效率的特性，使得公司营业周期总体相对较短，2019-2021 年分别为 84.63 天、92.89 天和 95.36 天。2019-2021 年及 2022 年前三季度，公司的营业收入现金率分别为 108.90%、102.82%、103.05%和 99.45%；同期经营性净现金流分别为 7.54 亿元、3.27 亿元、-1.89 亿元和-17.00 亿元，因并表子公司因素和 2020 年以来回款有所变慢，近年来公司整体经营净现金流逐年下降，其中 2022 年前三季度因季节性因素，采购备货增加和回款较少，导致净流出较多。

2019-2021 年该公司 EBITDA 分别为 51.27 亿元、44.63 亿元和 92.61 亿元，近年来随着资产规模和利润规模的扩大而有大幅上升，主要由利润总额、列入财务费用的利息支出和固定资产折旧构成，2021 年占比分别为 58.47%、17.11%和 19.31%。同期，公司的 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度分别为 0.19 倍、0.13 倍和 0.21 倍，对利息支出的保障倍数分别为 3.73 倍、3.11 倍和 5.60 倍，总体覆盖程度随着债务规模的不断扩大而有明显上升，对利息的覆盖程度相对较高，对刚性债务的覆盖程度尚可。

（2）投资环节

2019-2021 年及 2022 年前三季度，该公司投资性净现金流分别为-4.87 亿元、27.63 亿元、1.44 亿元和 15.15 亿元，近年来呈现较大波动，一方面进行项目建设投入和对外收并购投资，另一方面处置金融股权资产和土地资产回笼资金。未来，公司仍将有持续较大的土地资产处置资金回笼，同时也将有较多的项目投资资金支出，可能仍将呈现一定波动。

（3）筹资活动

该公司融资需求视主业收现和投资支出的资金平衡情况而定；2019-2021 年及 2022 年前三季度公司筹资活动净现金流分别为 17.66 亿元、-19.99 亿元、16.94 亿元和 51.42 亿元，融资方式包括获取国资委现金增资等权益性融资，发行债券（包括永续债等其他权益工具）和银行借款等债务融资。未来，随着公司在建拟建项目的推进和经营规模的扩大，仍将面临一定的外部筹资压力。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 三季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	361.55	411.26	676.22	778.30
	53.55	54.24	56.03	56.06
其中：现金类资产（亿元）	103.45	144.85	250.67	292.85
应收账款（含合同资产，亿元）	69.35	79.26	159.51	209.54
存货（亿元）	93.39	101.20	159.85	174.01
预付款项（亿元）	27.00	13.02	18.92	34.82
其他应收款（亿元）	55.14	49.13	50.89	50.68
一年内到期的非流动资产（亿元）	3.89	12.48	16.99	8.76
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	313.58	346.97	530.76	610.00
	46.45	45.76	43.97	43.94

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 三季度末
其中：固定资产（亿元）	133.47	144.90	196.36	218.16
在建工程（亿元）	20.15	20.16	17.86	28.66
可供出售金融资产 ¹⁷ （亿元）	62.45	59.93	15.95	6.99
投资性房地产（亿元）	9.91	35.16	60.21	61.56
长期股权投资（亿元）	21.34	21.43	137.85	141.52
无形资产（亿元）	25.86	26.36	41.86	48.64
商誉（亿元）	8.11	12.76	17.78	29.44
长期应收款（亿元）	20.68	13.57	16.62	40.18

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理。

该公司资产规模逐年扩大，2019-2021 年末及 2022 年 9 月末总资产分别为 675.13 亿元、758.23 亿元、1206.98 亿元和 1388.30 亿元，主要集中于流动资产，2022 年 9 月末占比 56.06%。公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、存货、预付款项和其他应收款构成。2022 年 9 月末公司的现金类资产为 292.85 亿元，其中受限 27.20 亿元，均为货币资金；期末现金类资产主要由货币资金、交易性金融资产和应收银行承兑票据构成，分别为 240.96 亿元、26.00 亿元和 25.79 亿元，其中交易性金融资产主要为投资的债券和上市公司股票；充裕的现金类资产可为公司的债务偿付提供一定保障和较好缓冲。2019-2021 年末及 2022 年 9 月末公司的应收账款（含合同资产）账面价值分别为 69.35 亿元、79.26 亿元、159.51 亿元和 209.54 亿元，近年来随着经营规模的扩大和并表范围扩大而大幅上升，截至 2021 年末按账龄组合计提坏账的应收账款余额为 142.51 亿元（其中账龄为 1 年以内和 1-2 年的应收账款占比分别为 86.13%和 6.81%），对该部分已计提坏账准备 8.87 亿元，计提比例为 6.22%；无风险组合的应收账款为 3.75 亿元；回收风险较大按单项计提坏账准备的应收账款为余额 27.89 亿元，已计提坏账准备 14.61 亿元。2021 年末，公司的应收账款（含合同资产）分布于下属子公司山河智能、万力股份、万宝冰箱及万宝压缩机、广智集团和鼎汉技术等，2021 年末未考虑抵消项的账面价值分别为 45.18 亿元、6.54 亿元、9.94 亿元、34.32 亿元和 14.87 亿元。2022 年前三季度，润邦股份并表使得应收账款有所增加，同时山河智能、广日股份等子公司回款主要集中在第四季度，叠加外部环境管控等导致下游行业回款变慢等影响，公司应收账款（含合同资产）较上年末增长 31.37%。

2019-2021 年末及 2022 年 9 月末，该公司的存货账面价值分别为 93.39 亿元、101.20 亿元、159.85 亿元和 174.01 亿元，其中 2021 年末存货主要为原材料、自制半成品及在产品、库存商品（产成品）和发出商品，年末账面价值分别为 35.70 亿元、22.30 亿元、71.99 亿元和 25.51 亿元，其中库存商品中有 19.63 亿元为房地产存货。截至 2021 年末，公司计提存货跌价准备 6.46 亿元，总体看，公司的整体存货规模大，面临一定的存货跌价损失风险。同期末，公司的预付账款分别为 27.00 亿元、13.02 亿元、18.92 亿元和 34.82 亿元，主要预付的上游供应商货款，主要为贸易业务、广钢新材料业务和装备制造业务产生的，2020 年预付账款大幅下降，主要系对历史挂账未结算的预付账款进行处理及重分类所致。2021 年末，公司 1 年以内预付账款账面价值占比为 89.47%；2022 年 9 月末，公司预付款项大幅增加，主要系润邦股份纳入合并范围后，增加预付账款 6.18 亿元，同时公司大岗基地建设的采购预付有所增加所致。此外，2021 年末公司其他流动资产（不含理财产品）为 8.18 亿元，主要为待抵扣进项税和预缴税金。2019-2021 年末及 2022 年 9 月末，公司的其他应收款分别为 55.14 亿元、49.13 亿元、50.89 亿元和 50.68 亿元，其中 2021 年末不计提坏账准备的其他应收款为 26.65 亿元，主要为应收广州市土地开发中心的土地款 27.18 亿元，按照账龄计提坏账的应收账款账面价值为 23.40 亿元（包括 1 年以内、1-2 年、2-3 年和 3 年以上的金额分别为 21.97 亿元、0.80 亿元、0.44 亿元和 0.13 亿元，1 年以上的金额合计为 1.44 亿元），单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面价值 3.82 亿元（余额 34.61 亿元，已计提坏账准备 30.79 亿元），关注后续的坏账损失风险。

¹⁷ 本报告中的可供出售金融资产包括可供出售金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、可供出售金融资产、投资性房地产、长期股权投资、无形资产、商誉和长期应收款构成。2019-2021 年末及 2022 年 9 月末公司的固定资产及在建工程账面价值合计分别为 154.61 亿元、166.15 亿元、215.25 亿元和 246.82 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备和飞机及发动机等，近年来随着项目的持续建设和并表范围的扩大，规模有大幅增加；同期末，公司的可供出售金融资产分别为 62.45 亿元、59.93 亿元、15.95 亿元和 6.99 亿元，其中 2020 年末可供出售金融资产主要为按公允价值计量的权益投资 9.75 亿元（主要包括广州农商行）和按成本计量的权益投资 50.03 亿元（主要包括广州银行和广州国资产业发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）等）；2021 年以来大幅减少，系根据新金融工具准则，将可供出售金融资产科目的部分权益工具投资（主要为广州农商行和广州银行等）重分类至交易性金融资产和长期股权投资以及出售部分股权所致；2021 年末主要的投资包括广州国资的基金投资项目等其他权益工具投资 4.70 亿元、新筑股份等公允价值计量的其他非流动金融资产投资 9.22 亿元。2019-2021 年末及 2022 年 9 月末，公司的长期股权投资分别为 21.34 亿元、21.43 亿元、137.85 亿元和 141.52 亿元，因并表范围扩大和重分类因素，长期股权投资规模大幅增加；2021 年末主要的长期股权投资为广州银行股份有限公司 50.98 亿元、日立电梯（中国）有限公司 32.36 亿元和广州农村商业银行股份有限公司 21.16 亿元，较优质的大额股权投资为公司贡献了持续稳定较多的投资收益。同期末，公司的投资性房地产为 9.91 亿元、35.16 亿元、60.21 亿元和 61.56 亿元，其中 2021 年按照公允价值计量和按成本计量的房屋建筑物分别为 55.92 亿元和 4.29 亿元。同期末，公司的无形资产分别为 25.86 亿元、26.36 亿元、41.86 亿元和 48.64 亿元，主要为土地使用权，2021 年末为 27.94 亿元。2018-2021 年末及 2022 年 9 月末，公司的商誉为 8.11 亿元、12.76 亿元、17.78 亿元和 29.44 亿元，其中因收购金明精机、山河智能、鼎汉技术、收购广钢气体 50%股权形成的商誉分别为 3.38 亿元、5.37 亿元、2.55 亿元和 5.54 亿元，截至 2021 年末已对山河智能的商誉计提减值 1.07 亿元；2022 年前三季度商誉大幅增加，系当期公司收购了润邦股份，形成商誉 5 亿元，同时润邦股份报表中存在 9.17 亿元商誉，主要为收购江苏绿威环保科技股份有限公司和湖北中油优艺环保科技集团有限公司形成的商誉。公司目前应收账款、其他应收款、存货和商誉规模均很大，需关注相应的资产减值风险。

此外，该公司下属的融资租赁公司及山河智能以融资租赁和分期销售模式销售形成的应收款项主要计入长期应收款及一年内到期的非流动资产科目。2019-2021 年末及 2022 年 9 月末长期应收款（含一年内到期）分别为 24.58 亿元、26.05 亿元、33.61 亿元和 40.18 亿元，主要为公司下属的融资租赁公司及山河智能以融资租赁和分期销售模式销售形成的长期应收款，2022 年 9 月末属于山河智能形成的长期应收款（包括一年内到期的部分）为 5.05 亿元；融资租赁公司的客户主要为央企和地方省一级国企以及较大规模的民营企业等，服务客户主要分布在江苏、山东、贵州等地，目前尚无逾期和坏账，其中民营企业基本均要求提供土地房产等作为抵质押，但对国企基本无抵质押要求，且客户集中度较高，需关注后续融资租赁业务的坏账损失风险。

资产受限方面，该公司 2022 年 9 月末合计受限资产 95.45 亿元，主要受限资产为货币资金 27.20 亿元、固定资产 56.40 亿元和无形资产 10.19 亿元；总体受限资产规模尚可，受限资产比例不高，为 6.88%。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 三季度末
流动比率（%）	108.41	105.36	131.74	139.50
速动比率（%）	72.31	76.10	96.92	102.07
现金比率（%）	30.00	37.11	48.37	52.47

资料来源：根据广州工控集团所提供数据整理。

2022 年 9 月末，该公司的流动比率、速动比率和现金比率分别为 139.50%、102.07%和 52.47%，

公司现金类资产充裕，整体流动性水平良好。

6. 表外事项

(1) 重大未决诉讼

截至本评级报告日，该公司合并范围存在 4 项重大未决诉讼：

1. 2019 年 4 月 26 日万宝集团收到云南省昆明市中级人民法院（简称“昆明中院”）【(2019)云 01 执异 1617 号】执行裁定书，该裁定书的主要内容为：万宝集团下属具有独立法人资格，对外独立承担民事责任的河南万宝实业发展有限公司（以下简称“河南万宝公司”）与云南云天化联合商务有限公司（以下简称“云天化公司”）委托合同纠纷一案，经终审法院生效判决，河南万宝公司还应向云天化公司偿付逾 2 亿元人民币及相应利息。该案在执行过程中，昆明中院将万宝集团追加为被执行人，由于万宝集团认为该裁定认定事实不清、适用法律错误，并向云南省高级人民法院（简称“云南高院”）申请执行裁定复议；2019 年 9 月 11 日，万宝集团收到云南高院做出的执行裁定，云南高院以昆明中院执行裁定书严重违法法定程序为由，撤销了昆明中院做出的追加万宝集团作为被执行人的裁定，并将案件发回昆明中院要求重新审查。2019 年 10 月 14 日，昆明中院经过重新审查后，裁定追加万宝集团作为被执行人。昆明中院于 2019 年 12 月 6 日作出(2018)云 01 执 756 号之一《执行裁定书》，裁定终结本次执行。经强制执行，云天化已受偿 404589.28 元，尚有 221858106.02 元及利息未受偿。万宝集团于 2020 年 1 月 7 日向昆明市中级人民法院提出案外人执行异议之诉并获受理，昆明市中级人民法院作出(2020)云 01 民初 162 号《民事判决书》，判决不得将万宝集团追加为被执行人。云天化提起上诉，云南省高级人民法院于 2022 年 6 月 7 日作出（2022）云民终 427 号《民事判决书》，驳回上诉，维持原判。本案的关联案件已经湖北省高级人民法院作出（2020）鄂民终 10 号民事判决，判决已认定涉案油品被他方合法行使留置权。根据此判决结果，云南省高级人民法院所作（2017）云民终 190 号民事判决已无法执行。就河南万宝与云天化委托代理合同纠纷，河南万宝已向相关检察院、法院递交检察监督申请书、申诉书及相关案件资料。截至目前，该案在审查中。

2. 因房屋拆迁安置补偿合同纠纷案，广州万力集团资产管理有限公司（简称“万力资产”）于 2019 年 1 月 4 日向广州市中级人民法院起诉广州市华沙房地产开发有限公司（简称“华沙公司”），涉诉金额为 2.94 亿元。广州市中级人民法院于 2020 年 9 月 2 日作出一审判决，判决被告华沙公司向原告万力资产支付临迁安置费 5460000 元及逾期付款利息，返还原告代垫的土地出让金 2195094 元及利息，返还原告代垫的契税 101853 元及利息，返还原告代垫的用电工程费 650000 元元及利息，以上应付款项可从原、被告共管于广州市国土资源和规划委员会的留存资金 1.85 亿元范围内支付，驳回原告其他诉讼请求。万力资产于 2020 年 9 月 22 日向广东省高级人民法院提出案外人执行异议并获受理。截至目前，本案二审已进行一次开庭，两次庭询，广东省高级人民法院尚未作出判决。

3. 因合作合同纠纷案，广州耐火材料厂有限公司（简称“耐火厂”）向广东省高级人民法院起诉广东珠江投资股份有限公司（简称“珠江投资”），涉诉金额为 9.02 亿元。广东省高级人民法院于 2021 年 1 月 21 日作出一审判决，判决珠江投资应向耐火厂支付易地搬迁重建补偿费、交付商业面积、办妥产权证、逾期交付违约金等，耐火厂向珠江投资支付逾期配合盖章违约金。2021 年 2 月 12 日，耐火厂、珠江投资不服一审判决向最高人民法院提起上诉并获受理，案号为（2021）最高法民终 803 号，最高人民法院于 2021 年 12 月 17 日作出“驳回上诉，维持原判”的终审判决，判令被告珠江投资向原告耐火厂履行各项诉讼请求，金额合计 5.067 亿元，耐火厂已向省高院申请强制执行。截至 2022 年 9 月末，珠江投资已支付耐火厂 0.47 亿元。

4. 因保证合同纠纷案，广州昊天化学（集团）有限公司（简称“昊天集团”）向广州市天河区人民法院起诉广州广氮企业集团有限公司（简称“广氮公司”），涉诉金额为 20250 万元。广州市天河区人民法院于 2012 年 10 月 22 日作出(2012)穗天法民一督字第 15 号《支付令》，督促广氮公司向昊天集团支付 20250 万元。因广氮公司逾期未履行支付令所载给付义务，昊天集团于 2012 年 11 月 21 日申请强制执行，广州市天河区人民法院于 2012 年 12 月 25 日裁定终结本次执行，2019 年 5 月强制查封广氮

公司位于广州市天河区中山大道北路广氮新村 10 号 204 房的住宅一套。截至目前，该处房屋仍处于查封状态，查封时效为：2019 年 7 月 5 日至 2022 年 7 月 4 日。

需关注上述重大未决诉讼事项后续进展及该公司由此产生的或有损失风险。

（2） 对外担保

该公司对外担保主要在下属上市公司山河智能和新并表的广智集团。山河智能 2019 年 5 月 17 日召开的第 2018 年度股东大会审议通过了《关于 2019 年营销业务担保授信的议案》，为了保证营销业务顺利开展，提高市场占有率，保证现金流的安全，2022 年 9 月末山河智能将向合并范围企业的终端客户、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 110 亿元；截至 2022 年 9 月末对外担保余额为 67.00 亿元。其中承兑、保理担保授信额度仅支付货款使用，2022 年 9 月末额度为 15.00 亿元，被担保方与山河智能签署反担保协议，对外担保方式为连带责任保证，截止 2022 年 9 月末担保金额为 5.00 亿元。按揭、融资租赁额度仅用于终端客户或经销商向山河智能购买产品使用，总担保授信额度 95.00 亿元；如被担保方为经销商的还需与山河智能签署反担保协议，对外担保方式为回购担保、连带责任保证；山河智能选择信誉良好的客户采取按揭销售模式，按揭贷款合同规定客户支付二成或三成货款后，将所购设备抵押给银行作为按揭担保，期限一至三年，按揭期内，山河智能装备承诺向银行存入 10% 的按揭保证金，如果客户无法按合同向银行支付按揭款，山河智能装备承诺为客户垫付违约款，如客户连续三个月拖欠银行贷款本息，山河智能装备履行回购担保责任，将回购款项划汇至按揭银行指定账户，代为清偿借款人所欠贷款本息，债权转移到山河智能，截至 2022 年 9 月末山河智能有担保责任的按揭客户借款余额为 8.86 亿元；山河智能与部分具有融资租赁资质的租赁公司签订合作协议，对于有融资租赁意向购买山河智能所生产的设备的客户，推荐给融资租赁公司，融资租赁公司按照承租人融资租赁申请上的选择和指定，从山河智能购买承租人指定的产品并出租给承租人使用，融资租赁公司按约定向承租人收保证金、服务费和租金，山河智能承诺按租赁货物价款 10% 向融资租赁公司支付厂商保证金，并对租赁货物提供连带责任担保，至 2022 年 9 月末租赁余额为 53.07 亿元。

截至 2022 年 9 月末，广智集团对外担保余额 0.10 亿元，其中下属子公司广轻机公司为广纸集团外国政府借款担保，担保余额 0.07 亿元。

总体来看，山河智能对外提供的担保余额较大，虽然有相关产品抵质押和反担保措施，仍需关注相应的或有负债风险，并关注后续担保额度和余额进一步扩张风险。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部前身为原广钢集团，目前在主要承担管理职能，具体业务大多由下属子公司负责运营。2021 年末公司母公司口径的资产和负债分别为 385.44 亿元和 142.93 亿元，其中刚性债务规模为 86.09 亿元；资产负债率为 37.08%。2021 年实现营业收入 1.61 亿元，实现净利润 11.52 亿元，经营性净现金流为-2.20 亿元。总体看，公司本部负债率不高，现金类资产较多，财务结构良好，且对下属子公司实际管控能力强。

外部支持

1. 政府支持

该公司控股股东和实际控制人为广州市政府和国资委，作为广州市国资委的直属大型国有企业和重要的国有资本投资平台，可在业务运营、项目投融资和资金等多方面得到股东和政府的持续支持。截至 2022 年 9 月末，公司合计被政府收储土地 277 万平方米，预计收购总价为 566 亿元，已累计收到款项 431 亿元，预计 2030 年前完成后续款项回收工作，后续预计仍有超过 135 亿元的土地补偿款可以

回收。此外，公司近年来持续获得一定的政府财政补贴支持，2019-2021 年分别为 3.15 亿元、2.51 亿元和 3.97 亿元。

2. 金融机构支持

目前，该公司下属拥有金明精机、山河智能、广日股份、鼎汉技术和润邦股份 5 家上市公司，同时与工商银行、华夏银行等许多金融机构保持了良好的信贷合作关系，截至 2022 年 9 月末公司合并口径获得金融授信总额 1,023.67 亿元，剩余未使用授信余额 500.78 亿元，融资渠道畅通。

评级结论

该公司由广州市国资委控股，因组建时间不长，同时近期又重组合并了广智集团，法人治理结构、组织机构和相关的内部管理制度等仍在不断完善中，关注后续整合效果。

该公司原由广钢集团、万宝集团和万力集团合并重组而来，2021 年又重组合并了广智集团，整体规模和综合实力进一步提升。公司业务多元，整体规模大，综合实力和抗风险能力强；但公司的贸易业务占比较高，装备制造业等主业整体竞争能力不强，综合毛利率低，且因人员支出和财务费用及研发支出等期间费用负担较重，使得主业整体盈利能力弱；公司盈利主要来自大额的政府土地收储的补偿性收入和较多的金融和股权资产投资收益，未来短期内可持续性较强，但中长期仍需关注公司盈利稳定性。关注公司后续大额政府土地收储补偿款的到位情况。此外，近年来公司持续对外收并购扩张，新增并表企业多，关注投资风险和整合情况。

该公司资产和负债规模大，重组合并广智集团后，整体规模进一步显著增长，资产负债率有所下降。公司刚性债务规模大，存在一定的刚性债务偿付压力，商誉、存货和账龄较长的预付账款及应收账款等规模较大，关注后续进一步的资产减值风险。此外，公司合并范围目前存在 4 项重大未决诉讼，关注后续进展及或有损失风险。但公司整体规模大，现金类资产较为充裕，同时拥有大量的土地房产和金融股权资产，拥有 5 家上市子公司，且目前公司剩余金融机构授信额度大，融资渠道畅通，在股东广州市政府和国资委的支持下，公司整体偿债能力极强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，本信用评级报告有效期为本信用评级报告出具之日起至 2023 年 11 月 6 日止。在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

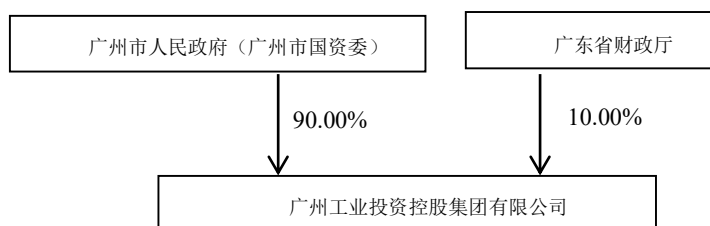
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

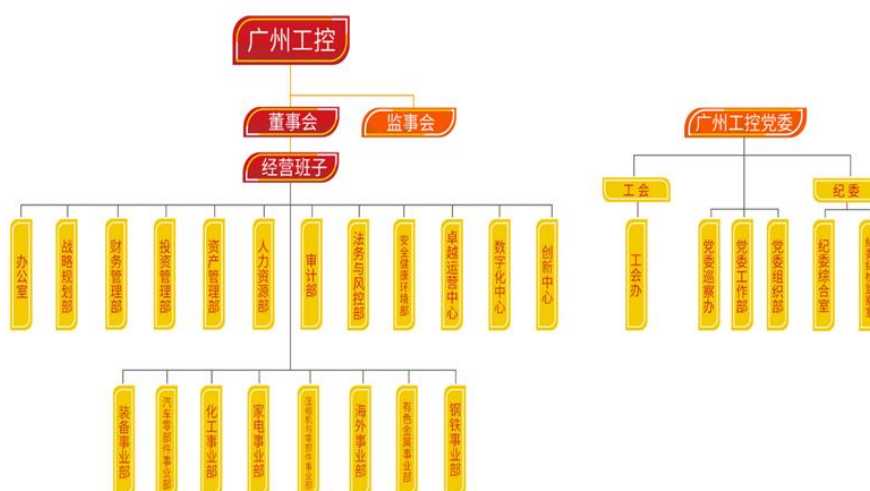
公司与实际控制人关系图



注：根据广州工控集团提供的资料绘制（截至2022年9月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据广州工控集团提供的资料绘制（截至2022年9月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业 务	2021 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
广州工业投资控股集团有限公司	广州工控集团	本级	—	制造业和 投资管理 等	86.09	242.51	1.61	11.52	-2.20	14.65	母公司口径
广州万力集团有限公司	万力集团	核心子公司	100%	轮胎、化 工、装备制 造等	189.48	90.45	300.61	1.60	3.14	20.54	
广州万宝集团有限公司	万宝集团	核心子公司	100%	家电、装 备制造等	66.44	23.13	242.84	-5.97	3.09	-0.24	
广州智能装备产业集团有限公司	广智集团	核心子公司	100%	智能装 备等	45.72	153.29	166.87	15.71	-4.71	24.05	

注：根据广州工控集团 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 前三季度
资产总额 [亿元]	675.13	758.23	1,206.98	1,388.30
货币资金 [亿元]	83.03	127.16	183.84	240.96
刚性债务[亿元]	328.50	382.07	511.06	585.92
所有者权益 [亿元]	207.27	216.71	443.13	488.74
营业收入[亿元]	568.80	701.89	1,004.22	732.78
净利润 [亿元]	16.71	13.47	41.56	22.75
EBITDA[亿元]	51.27	44.63	92.61	—
经营性现金净流量[亿元]	7.54	3.27	-1.89	-17.00
投资性现金净流量[亿元]	-4.87	27.63	1.44	15.15
资产负债率[%]	69.30	71.42	63.29	64.80
权益资本与刚性债务比率[%]	63.10	56.72	86.71	83.41
流动比率[%]	108.41	105.36	131.74	139.50
现金比率[%]	30.00	37.11	48.37	52.47
利息保障倍数[倍]	2.86	2.32	4.23	—
担保比率[%]	16.62	25.45	16.78	13.73
营业周期[天]	84.63	92.89	95.36	—
毛利率[%]	5.80	6.74	8.71	10.02
营业利润率[%]	4.43	2.77	5.68	4.01
总资产报酬率[%]	7.00	4.64	7.12	—
净资产收益率[%]	10.07	6.36	12.60	—
净资产收益率*[%]	12.81	7.54	15.54	—
营业收入现金率[%]	108.90	102.82	103.05	99.45
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	2.71	0.90	-0.42	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	0.67	6.12	-0.07	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.73	3.11	5.60	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.13	0.21	—

注：表中数据依据广州工控集团经审计的 2019-2021 年的财务数据及未经审计的 2022 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2020 年 8 月 10 日	AAA/稳定	王科柯、朱侃	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022 年 7 月 27 日	AAA/稳定	王科柯、朱侃	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 12 月 12 日	AAA/稳定	王科柯、朱侃	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。