

广东省广新控股集团有限公司

信用评级报告



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.

概述

编号：【新世纪企评(2019)020003】

评级对象： 广东省广新控股集团有限公司

主体信用等级： AAA

评级展望： 稳定

评级时间： 2019年1月7日

主要财务数据及指标

项 目	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	7.54	17.54	16.39	41.67
刚性债务	90.15	123.32	113.22	129.50
所有者权益	24.67	44.09	63.53	72.72
经营性现金净流入量	1.04	1.62	-0.83	1.39
合并口径数据及指标：				
总资产	451.10	563.41	589.35	590.03
总负债	337.77	376.51	386.55	378.90
刚性债务	235.84	276.41	288.21	271.32
所有者权益	113.33	186.90	202.80	211.13
营业收入	494.36	461.94	568.93	384.39
净利润	6.33	10.43	6.82	9.44
经营性现金净流入量	3.22	19.42	23.99	31.02
EBITDA	28.92	35.06	35.65	—
资产负债率[%]	74.88	66.83	65.59	64.22
权益资本与刚性债务 比率[%]	48.05	67.62	70.37	77.81
流动比率[%]	99.47	108.39	108.39	106.45
现金比率[%]	20.60	29.90	30.29	35.60
利息保障倍数[倍]	1.75	2.04	2.16	—
净资产收益率[%]	5.61	6.95	3.50	—
经营性现金净流入量与流 动负债比率[%]	1.42	7.81	9.06	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-11.09	-6.47	1.81	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.63	2.95	3.04	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.14	0.13	—

注：根据广新控股 2015-2017 年经审计及未经审计的 2018 年前三季度度财务数据整理、计算。

分析师

胡颖 huying@shxsj.com
 刘佳 liujia@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

评级观点

主要优势：

- **区位优势。** 广东省经济实力位居全国前列，制造业发达，区位优势明显，为公司经营提供了良好的外部环境。
- **综合实力强。** 广新控股实行多元化发展战略，现已形成先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品、文化创意与大数据营销和新型外贸五大核心业务板块，具有较强的抗风险能力。
- **市场地位显著。** 广新控股下属子公司在建筑铝型材、不锈钢、薄膜材料、广告代理、外贸等细分领域市场地位突出，具备较强的竞争优势。
- **部分股权资产质量较好。** 广新控股长期股权投资企业股权质量优良，包括生益科技、TCL 集团等，持续为公司带来较为稳定的投资收益，必要时可变现为到期债务偿付提供保障。
- **经营创现能力较强及融资渠道畅通。** 近三年广新集团经营活动现金流均保持大额净流入，且旗下持有多家上市公司，公司融资渠道多元化且畅通。
- **政府支持。** 广新控股作为广东省重要的国有资本运营管理主体，可获得地方政府在资源配置和资金方面的有力支持。

主要风险：

- **核心业务易受市场环境的影响。** 广新控股核心业务板块多处于竞争性行业，经营业绩易受原材料价格、市场竞争等因素影响而波动。
- **即期偿债压力。** 广新控股刚性规模不断扩大，且期限结构集中于短期，面临一定的即期债务偿付压力。

- **受限资产数额较大。**广新控股受限资产规模较大，2017 年末占总资产的比例为 16.84%，一定程度降低了资产流动性。
- **对外担保风险。**2017 年末广新控股对外担保余额为 29.05 亿元，主要为印尼项目和苏拉拉项目借款提供担保，目前印尼项目开展情况较好，但苏拉拉项目进展缓慢，不确定性因素较大，存在一定或有风险。
- **对核心子公司持股比例较低。**广新控股对核心子公司佛塑科技、星湖科技、省广集团和兴发铝业整体持股比例较低，虽目前管控力较强，但仍存在一定失去控制权风险。

➤ 未来展望

通过对广新控股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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



广东省广新控股集团有限公司

信用评级报告

概况

广东省广新控股集团有限公司（简称“广新控股”，“该公司”或“公司”）前身为广东省外贸集团有限公司（简称“外贸集团”），是 2000 年 9 月经粤办发【2000】9 号文件批准，由原广东省外经贸委系统的大部分企业以及广东省贸促会脱钩企业合并组建而成，注册资本人民币 5,000 万元。2002 年 4 月 30 日，经广东省财政厅批准，并经广东省工商局核准，公司注册资本从人民币 5,000 万元增加至 60,000 万元，同时公司名称由外贸集团变更为“广东省广新外贸集团有限公司”。2003 年 5 月 19 日，经广东省经济贸易委员会批准，并经广东省工商局核准，公司以广东省财政厅划拨的 300 万元转增注册资本，转增后注册资本为 60,300 万元。2008 年 8 月，公司以资本公积 9.97 亿元转增注册资本，注册资本增至 16.00 亿元。2011 年 1 月，公司更为现名。2013 年 3 月，公司以货币资金增加注册资本 0.20 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司注册资本为 16.20 亿元人民币，控股股东及实际控制人为广东省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“广东省国资委”）。

经过多年发展，该公司业务涉及先进制造业、新能源新材料、生物医药及食品大健康、文化创意和大数据营销、新型外贸五大业务板块，功能定位为新兴产业国有资本投资公司。截至 2018 年 9 月末，发行人拥有二级子公司 23 家，公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。其中，广东省广告集团股份有限公司（简称“省广集团”，股票代码“002400.SZ”）、佛山佛塑科技集团股份有限公司（简称“佛塑科技”，股票代码“000973.SZ”）、广东肇庆星湖生物科技股份有限公司（简称“星湖科技”，股票代码“600866.SH”）、广东兴发铝业有限公司（简称“兴发铝业”，股票代码“00098.HK”）为上市公司。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推 CPI 走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点

地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济运行总体平稳，尽管受到外部贸易摩擦、内部强监管等因素的冲击，但有望在货币政策、财政政策、金融监管政策等宏观政策的协同合力下得到对冲。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年第三季度，全球经济景气度继续回落，发达经济体与新兴经济体分化明显。油价上涨助推CPI走高，美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策导致全球金融市场动荡并引起市场对全球经济增长前景的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力，房地产和资本市场存在风险，特朗普的关税政策给全球贸易前景带来隐忧；欧盟经济复苏有所放缓，欧洲央行购债规模进一步缩减并计划于年底结束，英国央行再度加息，英国与欧盟在脱欧问题上的分歧能否达成一致以及联盟内部政治风险均是影响其复苏进程的重要因素；日本经济温和复苏，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，强势美元引发的货币贬值及资本外流压力明显上升；印度经济增长较快，因CPI快速回升印度央行年内再度加息；俄罗斯经济复苏势头有油价上涨支撑，受美国经济制裁影响或有所波动，卢布贬值迫使俄罗斯央行近四年来首度加息；巴西经济复苏缓慢，增长压力大，PMI下滑至收缩区间，消费者信心指数持续下降；南非经济处于衰退边缘，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

2018年第三季度，我国宏观经济运行总体平稳的同时，受外部贸易战及内部强监管等因素在短期内集中发酵影响而面临一定压力。国内CPI上涨有所加快但尚不构成通胀，就业形势仍较好。居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长；投资结构不断优化，基建疲弱导致固定资产投资增速下降至历史低位，基础设施领域补短板力度的逐步加大、制造业投资的持续改善以及房地产投资的较快增长将有望支撑整体投资企稳甚至回升；以人民币计价的进出口贸易增速有所回升但受中美贸易战影响将面临一定压力。工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级。房地产调控进一步趋严、市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国财政政策、货币政策及金融监管政策的协同性明显提升，逐步形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。积极财政政策取向更加积极，减税降费力度不断加大，财政支出聚力增效，在扩大内需及结构调整上发挥更大的作用；地方政府债发行加速并不断创新，防范化解地方政府债务风险特

别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，年内数次定向降准，优化市场流动性结构，保证其合理充裕，积极支持实体经济发展；同时，央行坚持不搞“大水漫灌”式强刺激，为结构性去杠杆提供了稳定的货币环境。宏观审慎政策不断健全完善，金融监管制度补齐同时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，金融体系抗风险及服务实体经济能力不断提升。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及稳中向好的经济发展前景长期内能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，外商投资环境更加公平便利，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好“三大攻坚战”，短期内虽然我国宏观经济因内外因素集中发酵面临一定压力，但在各类宏观政策协同合力对冲下有望继续保持稳中有进的态势。中美贸易战具有长期性和复杂性，将对我国出口增长形成一定扰动；但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司所属制造业、新材料行业均属于周期性波动行业，经济增长的周期性波动将直接影响到下游行业对本行业产品需求及价格，进而影响公司盈利状况。

(2) 行业因素

该公司为广东省重要的国有资本运营管理主体，主业涉及铝合金加工、不锈钢制造、薄膜新材料、广告及外贸等多个业务领域，并在各细分领域保持了较突出的区域市场地位。

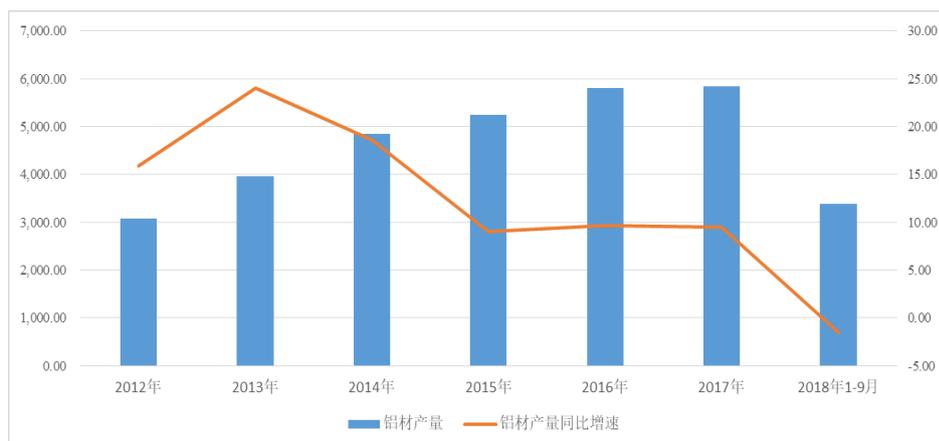
A. 铝型材加工行业

我国铝型材需求量和宏观经济增速高度相关，其中建筑铝型材受房地产市场景气度影响较大，而高科技高附加值工业铝型材的需求预期将会增长。近年来，铝价波动较大，铝加工企业的成本控制压力有所上升。

铝型材按产品应用领域划分可分为建筑铝型材和工业铝型材，前者主要应用于房地产业和建筑装饰业，后者主要应用于交通运输、机械电子和耐用消费等领域。该公司子公司兴发铝业目前产品结构以建筑铝型材为主。

2012-2014年，随着我国经济高速增长和下游需求增长的带动，我国铝材发展迅速，产量保持高速增长。2015年以来，随着经济增速放缓，铝材产量增速有所放缓。2015-2017年及2018年1-9月，铝材产量分别为5,236万吨、5,796万吨、5,832万吨和3,375万吨，同比分别增长9.00%、9.70%、9.50%和-1.50%。

图表 1. 2012年以来铝材产量及增速情况（万吨，%）



资料来源：Wind

下游需求方面，对于建筑铝型材，城镇化将成为新增铝型材的需求增量来源，以建筑幕墙、复合窗和门业市场为代表，但该类需求的增速区间与房地产行业高度相关。对于工业铝型材，近年随着国民经济产业结构转型升级，对特殊材料的应用和需求逐年提升，对高科技高附加值的工业铝型材形成较大需求。未来随着我国加大对交通运输、航天航空领域的投资力度，对高端工业铝型材的需求将进一步增长。

原材料供应方面，由于铝锭占铝型材生产成本的80%以上，其价格波动对企业的生产成本和占用资金数额具有一定的影响。由于低弹性供给和高弹性需求导致供求不平衡以及大宗商品属性，铝价存在极强的周期性和波动性。2011年下半年以来，受欧债危机恶化以及我国经济增长持续放缓等影响，铝价持续走低。2016年以来，伴随全球大宗商品价格反弹，我国铝现货价格明显回升，年末铝价12,910元/吨，同比回升17.58%。2017年以来受供给侧改革和下游需求回暖影响，铝价持续回升，12月末铝价为14,710元/吨，较年初上涨15.10%。2018年1-9月，铝价均价为14,345元/吨，呈小幅波动。近年来国内铝价波动幅度加大，铝加工企业的成本控制压力有所上升，目前业内普遍采用“成本加成法”定价，以适度规避铝价波动风险。

竞争格局方面，铝型材加工制造业位于铝生产产业链下游，进入壁垒较低，目前我国铝型材行业面临产业结构不合理，低端产品产能过剩，而高端产品生产能力不足等问题。此外，产能分布不均衡和销售半径的限制决定铝

型材市场竞争的地域特点较为明显，目前东南沿海和环渤海湾地区产能相对过剩，中西部地区生产企业相对较少。兴发铝业地理位置优越，销售半径优势明显，在建筑铝型材领域为行业龙头。

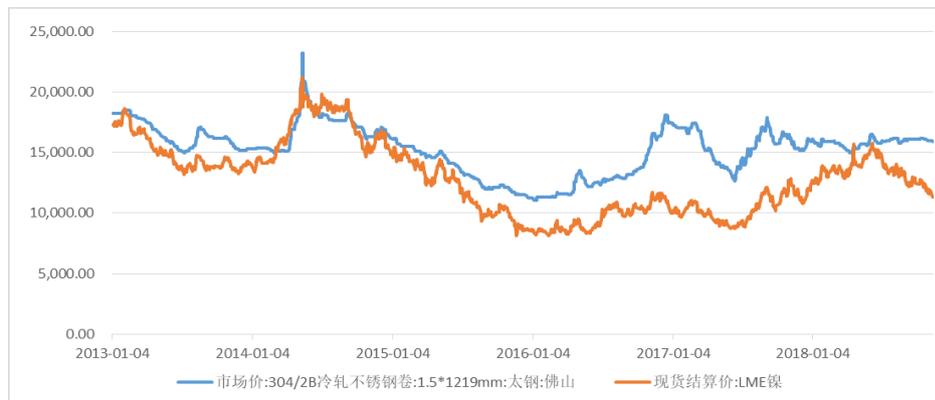
B. 不锈钢行业

我国不锈钢行业处于产能过剩阶段，产品价格受下游需求变动影响出现较大波动，原材料镍价的波动对企业成本控制提出一定挑战。

2015-2017年，我国不锈钢粗钢产量分别为2,156万吨、2,494万吨和2,577万吨，而我国不锈钢表观消费量分别为1,628万吨、1,884万吨和1,985万吨，长期处于过剩状态。

2015年，受产能过剩和市场需求疲软影响，不锈钢价格震荡下跌，以佛山太钢304/2B卷板（1.5mm）不锈钢为例，市场价格由2015年初的16,200元/吨跌至年末的11,250元/吨，跌幅超30%。2016年以来，受益于下游建筑和制造业景气度回暖，不锈钢价格持续上扬，2016年末达17,400元/吨。2017年，不锈钢价格受国家去产能政策和环保政策推进的影响，价格呈现先降后升，波动较大，全年均价为15,616元/吨，较上年增长18.31%。2018年以来，不锈钢价格较为平稳，处于相对高位。

图表 2. 不锈钢市场价格和 LME 镍现货价格走势（元/吨，美元/吨）



资料来源：Wind

镍为不锈钢生产的主要原材料之一，其价格波动对不锈钢生产企业影响较大。2015年以来，LME镍现货价格持续下降；2016年，LME镍现货价从年初的8,515美元/吨上涨至12月最高的11,735美元/吨。2017年以来镍价波动上升，年末达12,260美元/吨。2018年1-7月，镍价保持上涨趋势，于8月初达14,060美元/吨的峰值，但此后镍价出现波动下滑。作为不锈钢重要的成本构成的镍的价格波动使得不锈钢生产企业面临一定的成本控制压力。印尼和菲律宾为主要镍矿供应国，2015年印尼政府曾限制印尼镍矿出口，两国的政策因素对我国不锈钢生产企业影响较大。

从不锈钢行业竞争格局来看，国内主要的不锈钢企业为青山控股集团有限公司（简称“青山控股”）、太钢不锈、宝山钢铁股份有限公司、张家港浦项不锈钢有限公司、广州联众不锈钢有限公司、酒泉钢铁（集团）有限责任

公司等企业，前 10 家企业集中度 60%左右，行业集中度相对较高，不锈钢行业竞争环境相对优于整体钢铁行业的竞争环境。综合来看，2015 年以来，我国不锈钢行业始终处于产能过剩阶段，产品价格受下游需求变动影响出现较大波动，不锈钢原材料价格的波动对钢铁企业成本控制提出一定挑战。

C. 塑料制品行业

近年来塑料制品行业发展增速趋缓，2017 年行业经营业绩有所恢复，但 2018 年受原材料价格波动扩大和上涨影响，行业仍面临较大的经营压力，行业竞争较为激烈，同质化竞争严重。该公司在薄膜领域具有较强的规模化经营和产品差异化竞争能力。

该公司子公司佛塑科技主要产品为各类高分子功能薄膜，所处行业为塑料制品行业。

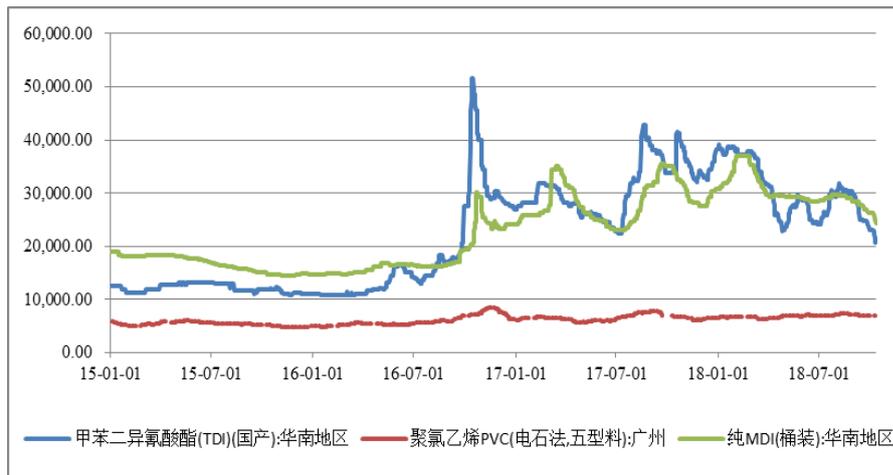
塑料制品业是指以合成树脂（高分子化合物）为主要原料，经采用挤塑、注塑、吹塑、压延、层压等工艺加工成型的各种制品的生产，以及利用回收的废旧塑料加工再生产塑料制品的产业。相对于金属、石材、木材，塑料制品具有成本低、可塑性强等优点，在国民经济中应用广泛，塑料工业在当今世界上占有极为重要的地位。

2017 年全国塑料制品行业汇总统计企业的产量为 0.75 亿吨，同比增长 3.4%，增速略高于上年 0.78 个百分点。从产品分类看，塑料薄膜产品产量规模最大，2017 年产量达 1,454 万吨，占 19.35%。从产能分布看，厂商主要分布在浙江、广东、河南、江苏、四川等地区，其中，广东省塑料制品产量为 1,015.32 万吨，占 13.51%，在各省份中排名第二，但是其产量增幅为-1.22%，而安徽、山东产量增长超过 10%，分别为 11.21%和 10.02%。

2017 年塑料制品行业规模以上企业实现主营业务收入 2.28 万亿元，同比增长 6.74%，增速较上年提高 0.63 个百分点，其中塑料薄膜制造业收入为 2,999.7 亿元，占 13.15%，增速为 9.96%，较上年提高 4.89 个百分点。塑料薄膜子行业收入增速处于相对较高的水平。塑料制品行业经济效益则有待提升，2017 年规模以上企业实现利润总额 1,355 亿元，同比增长 4.81%，增幅较上年下降 2.51 个百分点，其中塑料薄膜制造子行业占比为 12.11%。当年，行业主营业务利润率为 5.94%，较上年下降 0.18 个百分点，其中塑料薄膜制造子行业为 5.50%，低于行业整体水平。2017 年，塑料制品行业利润增速下滑，主要系原辅材料价格波动较大，原材料采购价格上涨，而制品价格并未相应上升，行业利润空间受到上游和市场用户的双重挤压，利润空间缩小。

从国际贸易数据看，塑料制品业 2017 年出口额为 627.29 亿美元，同比增长 8.62%。其中，塑料板、片、膜、箔、带及扁条的出口额合计为 106.24 亿美元，增长 11.02%。从出口国分布看，2017 年出口美国塑料制品的规模为 150.35 亿美元，占行业出口额的 23.97%，较上年增长 14.23%，需关注中美贸易摩擦可能对行业发展带来的不利影响。

图表 3. 2015 年以来上游原料价格变化趋势（元/吨）



资料来源：Wind

塑料制品上游原辅料主要包括 PVC 树脂、MDI、TDI 等。2017 年以来，主要上游原辅料价格向上波动幅度明显扩大，原材料采购价格有所上涨。其中，PVC 树脂价格在 2017 年一季度基本稳定在 6,500 元/吨上下，3 月底至 6 月底价格波动下行，最低降至 5,500 元/吨上下，7 月开始价格持续上涨，到 9 月初高达 8,000 元/吨，后又快速回落至 6,500 元/吨之下，到 2018 年 9 月底为 7,000 元/吨上下。2017 年 MDI、TDI 价格波动幅度更大，其振幅明显超过了往年。另外，因禁止洋垃圾入境，行业废料供应减少，同时还面临原油价格上涨等问题。塑料制品上游的原材料出现普遍涨价，且波动幅度扩大，给行业内企业成本管控带来了很大的挑战，行业利润空间受到一定的挤压。

塑料加工行业呈现功能化、轻量化、生态化和微成型发展趋势。行业主要依据《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》、《塑料加工业技术进步“十三五”发展指导意见》和《中国制造 2025》，重点发展多功能、高性能材料及助剂，力争在功能化、绿色化和环境友好化等方面取得突破；加快绿色、节能、高校新型加工成型工艺与技术的开发与应用；围绕高端化，加快中高端产品比例等。为此，中国塑料加工工业协会开展了为期两年的中国塑料加工业科技创新年（2017-2018）活动。行业从政策法规角度，将继续推进供给侧结构性改革，加快行业向中高端化发展。

具体到塑料膜材料方面，2010 年 10 月，国务院发布《关于加快培育和发 展战略新兴产业决定》（国发 2010[32]号），指出大力发展高性能膜材料。2011 年 3 月，国家发改委发布新《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，第一次将功能性聚酯薄膜列入“鼓励类”重大发展产业。

由于高性能薄膜材料具有较高的技术壁垒、资金壁垒，国内能够生产高性能膜材料企业家数为数不多，在高端市场拥有一定的定价能力，产品毛利率维持相对较高的水平。但是，随着传统膜企业进入与国外大型薄膜制造企业参与，行业竞争趋于激烈。目前国内薄膜制造企业较多，但薄膜细分产品的功能差异较大，主要龙头企业包括该公司、东材科技及沧州明珠等。公司

是我国塑料新材料行业的龙头企业之一，已经形成一定的规模化优势和差异化能力。

D. 广告行业

广告行业的发展与整体宏观经济状况高度相关，目前我国已经成为了世界第二大广告市场；且广告行业属于国家重点扶持的文化创意产业，得到政策支持，发展空间较大。传统广告代理公司面临市场革新，受到新媒体广告代理公司冲击较大。广告的代理公司差异化程度较小，行业集中度较低，竞争较为激烈。未来，新媒体传播方式所引领的网络广告销售收入将保持快速增长。

广告行业依附于实体经济，其发展与整体宏观经济状况高度相关，莫尼塔投资发展有限公司（简称“莫尼塔公司”）相关研究显示，目前全球广告市场的增速维持在 4-5%，与全球名义 GDP 增速保持较高的一致性。2009 年之后开始加速增长，连续几年行业规模增长水平保持在 10% 以上。目前中国已经成为了世界第二大广告市场。2014 年我国广告行业增速开始放缓，2017 年受经济环境下行的影响，全国广告经营额较上年仅增长 4% 左右，低于国内名义 GDP 水平。近年来，中国广告行业新媒体广告获得快速增长，市场地位日趋升高，成为拉动全行业增长的主要力量。

广告产业链涉及广告主、广告公司、媒介和消费者四大主体，广告公司在产业链中处于中介地位，传统的广告投放方式为广告主通过广告代理商购买媒介的广告位，广告公司帮助广告主进行前期调查和预测，进行策划和创意，完成广告作品的设计、制作以及投放。我国广告市场 2005 年开始开放，允许设立外商独资广告公司，此后广告业市场格局发生了重大变化，外资广告公司凭借雄厚资本与专业优势，通过控股、收购等各种方式快速扩张，给我国广告企业带来了较大冲击，尤其是给业务单一的中小广告公司带来了较大的生存压力。但由于广告代理公司差异化程度较低，低端市场的行业集中度仍然较低。

从上游广告媒体的构成来看，国内外发展趋势基本一致，互联网、手机等新媒体正逐渐侵蚀传统平面媒体的广告市场份额。传统平面媒体在广告价格、面积和客户等多方面均受到冲击。根据艾瑞咨询研究数据，2017 年前三季度中国网络广告市场规模达到 939.60 亿元，环比增长率为 9.00%，同比增速 28.80%；其中信息流广告¹占比达到 17.80%。电商广告²占比为 29.80%。同期，中国在线视频企业收入达到 218.60 亿元，广告市场规模达到 120.20 亿元，同比增长 30.70%。泛娱乐直播市场规模达到 110.40 亿元，受暑期季度变化影响，以及游戏赛事密集，在线视频及泛娱乐直播市场规模整体增长。社交网络市场广告规模超过 100.00 亿元，同比增速超过 50%，整体用户规模平

¹ 信息流广告主要包括社交、新闻资讯、视频网站中的信息流品牌及效果广告等。信息流广告收入以媒体实际收入为准。

² 电商广告包括垂直搜索类广告以及展示类广告，如淘宝、去哪儿等导购类网站。

稳增长。新闻资讯广告规模 80.60 亿元，其中移动端占比 83.50%。在传统广告媒体方面，根据央视市场研究股份有限公司（简称“CTR”）数据显示：2017 年前三季度，中国整体广告市场涨幅扩大至 1.5%，较 2015 年、2016 年同期明显好转。报纸和杂志的刊例收入同比分别下降 31.9%、21.2%，降幅有所缩小，但相关企业的经营压力仍大。随着网络移动终端的普及，移动端渗透不断加深，主要媒体移动端收入占比不断提升，移动端价值凸显，移动端广告将成为未来的行业发展重点。

从下游的客户构成来看，行业增长集中度较大，食品饮料、医药和家电、汽车等行业的广告支出增速处于行业前列。2015 年以来受房地产、商业零售业这两个报纸广告的传统主力行业大幅下滑影响，广告行业 2015~2016 年广告行业全媒体花费连续下滑。根据 CTR 研究数据显示，2017 年全媒体广告刊例花费转降为升，实现同比增长 4.30%。主要系传统媒体广告行业止跌回升。其中电视广告增幅 1.70%，但广告时长减少 4.50%；受到资讯模式转变的剧烈冲击，报纸广告和杂志广告仍是跌幅最大的传统媒体，分别下跌 32.50% 和 18.90%；电台广告也实现逆转刊例收入增加 6.90%，但广告时长减少 3.00%；户外广告跌幅最小，较上年下降 0.40%，广告面积减少 15.30%；当年广告花费在影院视频广告、互联网广告和电梯视频方面涨幅明显，分别为 25.50%、12.40% 及 20.40%。

随着互联网技术的逐步成熟，广告市场已经逐步出现变革。根据 Wind 数据显示，2017 年，中国网络广告规模为 3,828.70 亿元，同比增长 31.90%。受网民人数增长、数字媒体使用时长增长、网络视听业务快速增长等因素推动，未来几年，报纸、杂志、电视广告将继续下滑，而网络广告市场还将保持较快速度增长。

政策环境方面，我国较为重视第三产业的发展，广告行业能够获得一定的政策支持。2014 年国务院发布《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》（简称“意见”），意见指出，文化创意和设计服务具有高知识性、高增值性和低能耗、低污染等特征，要推进文化创意和设计服务等新型、高端服务业发展，促进与实体经济深度融合。国家工商总局分别出台《关于推进广告战略实施的意见》和《广告产业发展“十三五”规划》，将广告行业归入国家重点扶持的文化创意产业。

根据国家工商总局发布的《广告业发展“十三五”规划》，预计于“十三五”期末，我国将建设 5 个以上年经营额超 100.00 亿元、10 个以上年经营额超 50.00 亿元的广告产业园区。认定国家广告产业园区 30 个，各类广告产业园区和广告产业集聚区的广告经营额占当地广告经营额比重在 40% 以上，形成以国家广告产业园区骨干、区域广告产业园区为补充的广告业集聚区框架，辐射和带动广告业集约化发展。此外，随着广告产业的不断成熟和竞争日益激烈，广告行业集中度正不断提高，一些拥有资本和规模优势的公司不断扩张，国内实力雄厚的广告公司整合其他广告公司，形成具有本土特色、经营规模化的广告集团。

国内广告行业进入门槛低，参与市场竞争的企业普遍规模较小，人员素质参差不齐，行业低端市场竞争激烈。与发达国家成熟市场相比，我国广告行业市场机制不够完善，行业自律性较弱，竞争秩序仍需要进一步的规范与完善。这种现状不利于我国广告行业的长期健康发展。广告行业内竞争仍主要体现为新媒体传播方式与传统媒体传播方式之间的竞争、广告内容创新与传统广告模式之间的竞争。面对新媒体及广告内容创新形式的冲击，广告媒介公司加快数字化转型的同时积极探索在内容、渠道、平台、经营、管理等方面的融合。这也导致行业内企业跨行业、跨媒体资产重组较多，涉及互联网金融、大数据、网络游戏等新业态。

E. 外贸行业

近年来，受外部经济增速放缓消费需求下降、人工成本上升等问题的影响，2015-2016 年我国进出口贸易额出现下滑，2017 年随着世界经济温和复苏和“一带一路”政策稳步推进，2017 全年我国进出口贸易总额突破 27.79 万亿元人民币，较 2016 年增长了 14.2%。其中出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。我国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长 15.5%、15.2%和 16.6%，3 者合计占我国进出口总值的 41.8%。同期，我国对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长 23.9%、23.4%和 40.7%，均高于总体增幅。

作为外向型经济大省，广东省对外贸易依存度较高，但近年来受外贸不利环境影响，全省对外贸易依存度处于下行空间。2015-2017 年，广东省对外贸易依存度³分别为 87.29%、79.36%和 75.83%。2015-2016 年，由于全球经济承压、市场内需不足、加工贸易不断转移至东南亚等地及产业转型升级等因素影响，广东省外贸经济持续低迷，同期，全省进出口总额分别为 10,227.96 亿美元和 9,552.86 亿美元，同比分别下降 5.0%和 6.6%。2017 年以来，随着全球经济复苏，广东省对外贸易形势有所好转，全年货物进出口总额为 68,155.9 亿元，同比增长 8.0%。其中，出口额为 42,186.8 亿元，同比增长 6.7%；进口额为 25,969.1 亿元，同比增长 10.1%。当年贸易顺差较上年增加 276.3 亿元至 16,217.7 亿元。

综合来看，2017 年外贸经济有所改善，增速同比大幅提升，但受世界经济政策环境不确定性加大、国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。全球贸易保护趋势有所增长，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

2. 业务运营

经过多年发展，该公司已形成先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品大健康、文化创意与大数据营销和新型外贸五大核心业务板块，多元化

³对外贸易依存度=进出口总额（万亿元）/地区生产总值（万亿元）*100%。

发展，且在各细分领域具备较强的竞争实力。受益于铝型材和镍合金新增产能的释放，公司先进制造业收入规模增长迅速，2017 年成为公司最大的收入利润来源；受传统媒介代理业务利润空间收缩影响，文化创意与大数据营销业务收入增长而毛利润有所下滑；薄膜材料和生物医药市场竞争日趋激烈，加之原燃料成本上涨，导致 2017 年相关业务板块毛利润均有所下滑；公司近年来加快推动传统贸易业务转型升级，板块收入下降而毛利润有所提升。公司利润总额近三年呈增长趋势，而 2017 年净利润受羽绒厂土地出让所得税计提影响有所下滑。

经过多年发展，该公司业务已覆盖先进制造业（铝型材加工、镍合金）、新能源新材料（渗析材料、光电材料和阻隔材料等）、生物医药及食品大健康、文化创意和大数据营销、新型外贸五大业务板块，业务结构多元化。

图表 4. 公司主业基本情况

主营业务	运营主体	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
铝型材加工、 镍合金	兴发铝业、 广青科技	华南市场为主	规模/成本/技术等
新能源新材料	佛塑科技	国内/华南	规模/成本/技术等
广告营销	省广集团	国内广告主	经营规模/客户资源/业务渠道
生物医药及食品大健康	星湖科技、 省食品公司	国内、欧美、东南亚	技术/成本/管理
新型外贸	贸易公司	欧洲、美洲	规模/资本/业务渠道

资料来源：广新控股

(1) 主业运营状况/竞争地位

先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品大健康、文化创意与大数据营销和新型外贸构成该公司核心五大业务板块，2015-2017 年核心业务收入分别为 418.82 亿元、420.32 亿元和 502.72 亿元，其中 2017 年在先进制造业收入增长的带动下较上年大幅增长 19.60%。分板块来看，先进制造业为公司最大收入来源，近三年铝型材加工业务和镍合金业务发展迅速，该板块 2017 年实现收入 261.88 亿元，同比增长 46.94%，占核心业务收入的 52.09%；新能源新材料近两年收入波动下滑，2017 年为 27.72 亿元，占核心业务收入的 5.51%；生物医药及食品大健康业务收入规模逐年小幅增长，2017 年实现收入 29.33 亿元，同比增长 4.30%；文化创意和大数据营销近三年收入保持稳定增长，2017 年实现收入 112.95 亿元，同比增长 3.48%，占核心业务收入的 22.47%；而公司逐步清退与企业主业无关、企业议价能力弱的贸易企业，导致总体贸易规模压缩，2017 年收入由 2015 年的 98.90 亿元减少至 70.84 亿元，占核心业务收入的比重下降至 14.09%。

2018 年前三季度，该公司核心业务收入为 338.50 亿元，较上年同期增长 5.48%。其中，先进制造业收入同比增长 11.04%，文化创意和大数据营销收入

同比增长 16.51%，而新能源新材料、生物医药及食品大健康和新型外贸收入分别同比减少 13.88%、29.36% 和 8.01%。

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
营业收入合计		494.36	461.94	568.93	384.39	382.66
其中：核心业务收入		418.82	420.32	502.72	338.50	320.90
在营业收入中所占比重		84.72	90.99	88.36	88.06	83.86
其中：（1）先进制造业（铝型材加工、镍合金）	金额	166.84	178.22	261.88	187.87	169.19
	占比	39.84	42.40	52.09	55.50	52.72
（2）新能源新材料	金额	28.87	27.51	27.72	18.12	21.04
	占比	6.89	6.55	5.51	5.35	6.56
（3）生物医药及食品大健康	金额	27.92	28.12	29.33	16.19	22.92
	占比	6.67	6.69	5.83	4.78	7.14
（4）文化创意和大数据营销	金额	96.29	109.15	112.95	81.73	70.15
	占比	22.99	25.97	22.47	24.14	21.86
（5）新型外贸	金额	98.90	77.32	70.84	34.59	37.60
	占比	23.61	18.40	14.09	10.22	11.72

资料来源：广新控股

该公司其他业务收入主要包括海上供油、船舶制造等，近三年其他业务收入分别为 75.55 亿元、41.63 亿元和 66.21 亿元，毛利率分别为 4.08%、2.99% 和 37.96%，波动较大。其中，2016 年收入大幅下降主要系油价下降，海上供油业务收入较上年减少 46.93% 至 23.74 亿元所致；2017 年收入和毛利率同比提升主要因羽绒厂地块出让，土地出让收入为 25.63 亿元。

A. 先进制造业

该公司先进制造业板块主要包括铝合金加工和镍合金制造，2015-2017 年及 2018 年前三季度，该板块分别实现收入 166.84 亿元、178.22 亿元、261.88 亿元和 187.87 亿元；毛利率分别为 7.60%、7.92%、6.81% 和 9.80%。

铝型材加工

兴发铝业为该公司铝型材业务的主要经营主体。2011 年 7 月，公司子公司香港广新铝业有限公司收购兴发铝业 29.43% 股权，其后在二级市场增持至 29.99%，成为其第一大股东。兴发铝业成立于 1984 年，是中国建筑用铝型材龙头企业，同时也是中国最大的地铁机车导电铝型材供应商。2015-2017 年兴发铝业铝型材业务分别实现收入 48.97 亿元、54.92 亿元和 71.21 亿元，随铝型材产销量增长而增长；毛利率分别为 16.67%、14.79% 和 14.01%，呈下滑趋势，主要系建筑铝型材行业近年产品销售竞争激烈，整体市场价格略有下降，为培育新兴市场，公司适时调整部分产品出厂价格，致铝型材业务毛利率有所下降。

兴发铝业主要产品为建筑铝型材和工业铝型材两类，其中建筑铝型材应用于建筑门窗、幕墙等，工业铝型材用途更为广泛，包括电子产品、航空产

品零部件、机电材料等。近三年，兴发铝业建筑铝型材和工业铝型材产能均持续扩张，截至 2018 年 9 月末分别达 36 万吨/年和 16 万吨/年。目前，兴发铝业已在广东佛山、江西宜春、四川成都及河南焦作建立了产品生产基地，截至 2018 年 9 月末上述生产基地分别具备铝型材生产产能 24.5 万吨、11.5 万吨、8.5 万吨和 7.5 万吨。兴发铝业铝型材产量亦随着产能的提升逐年增长，近三年一期分别为 28.88 万吨、32.79 万吨、40.87 万吨和 37.11 万吨，产能利用率逐年提升，2017 年达 90.82% 的较高水平。

图表 6. 近三年一期兴发铝业铝型材产能、产量变化情况（单位：万吨）

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量
建筑铝型材	28.00	23.68	30.00	26.04	33.00	30.43	36.00	26.89
工业铝型材	7.00	5.20	9.00	6.75	12.00	10.44	16.00	10.22
合计	35.00	28.88	39.00	32.79	45.00	40.87	52.00	37.11

资料来源：广新控股

原材料采购方面，铝锭/铝棒占铝型材总完全成本的 70-80%，一般批量采购。兴发铝业的上游供应商主要为佛山市兴晟铝材有限公司、佛山市颐德行金属贸易有限公司等铝锭开采商及代理商，2017 年向前五大供应商采购额为 40.37 亿元，占比近 65%，供应商集中度较高。采购结算方面，兴发铝业主要采用 60-120 天的银行承兑汇票或货到付款的方式结算，平均账期不超过 60 天。兴发铝业铝锭/铝棒的采购量随产量同步增长，其中铝棒的采购占比逐步提升，2017 年铝锭和铝棒的采购量分别为 20.64 万吨和 16.25 万吨。随着国家供给侧改革清理整顿电解铝无效产能和下游需求的增长，近两年铝锭和铝棒的采购均价有较大幅度上涨。为避免价格波动带来损失，兴发铝业在期货市场将部分铝锭/铝棒采购价格锁定。

图表 7. 铝型材主要原材料采购情况

采购原料品类	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
铝锭	采购量（万吨）	25.30	23.02	20.64	13.80
	采购均价（万元/吨）	1.22	1.27	1.45	1.44
	采购金额（亿元）	30.97	29.34	29.85	19.81
铝棒	采购量（万吨）	1.86	8.12	16.25	19.86
	采购均价（万元/吨）	1.28	1.34	1.52	1.48
	采购金额（亿元）	2.37	10.85	24.72	29.48

资料来源：广新控股

销售方面，近三年一期兴发铝业建筑铝型材和工业铝型材产销率均维持在 98% 左右的高水平。随着市场需求的扩大和产能的提升，2017 年铝型材销量为 39.27 万吨（其中建筑型材销量 29.04 万吨），同比增长 20.98%（其中建筑型材增长 11.26%）。随着原材料价格上涨，2017 年建筑铝型材和工业铝型材销售均价分别同比上涨 8.47% 和 6.58%。兴发铝业产品销售主要采用直销模式，建筑铝型材一般直接面向建筑公司、装饰材料公司及铝型材销售终端企业；工业铝型材直接面向厂家销售。2017 年前 5 大下游客户合计销售额 15.44 亿元，占比为 21.33%。客户分散度较高。结算方式方面，兴发铝业对经销商、

新客户和小型企业采用现款现货模式；对超大型企业或央企，采用月结模式，账期一般 2-3 个月。

图表 8. 铝型材主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、亿元）

产品种类	指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
建筑铝型材	销量	23.80	26.10	29.04	26.89
	销售均价	1.74	1.74	1.92	1.85
	销售收入	41.42	45.41	55.83	49.63
工业铝型材	销量	5.11	6.36	10.23	10.22
	销售均价	1.48	1.52	1.62	1.65
	销售收入	7.58	9.67	16.57	16.86

资料来源：广新控股

镍合金制造

广东广青金属科技有限公司（简称“广青科技”）为该公司镍合金业务的经营主体。广青科技由公司全资子公司广东省广新盛特投资有限公司（简称“广新盛特”）与青山控股共同出资设立，青山控股是国内最大的民营不锈钢生产企业集团。公司与广新盛特合计持有广青科技 48.72% 股权，为广青科技第一大股东。2015-2017 年广青科技镍合金业务分别实现收入 116.90 亿元、105.00 亿元和 164.84 亿元，其中 2017 年受益于不锈钢坯产能释放及产品价格的提升，业务规模扩张较快；镍合金业务毛利率约 3-6%。

2015，广青科技不锈钢坯年产能为 100 万吨，镍合金年产能为 30 万吨；2016 年由于炼钢厂二期生产线项目投入运营，不锈钢坯产能扩张到 200 万吨；2017 年镍合金产能增至 90 万吨。截至 2018 年 9 月末，广青科技不锈钢坯和碳钢产能合计 200 万吨（碳钢和不锈钢坯生产线可通用）。2015-2017 年及 2018 年 1-9 月，广青科技镍合金坯产量分别为 24.89 万吨、31.43 万吨和 74.13 万吨和 70.73 万吨；不锈钢坯产量分别为 111.32 万吨、112.97 万吨、147.11 万吨和 80.80 万吨；碳钢产量分别为 0 万吨、0 万吨和 39.80 万吨和 67.61 万吨。其中，2016 年因 1-9 月二期炼钢厂停炉未进行生产，当年产能利用率较低；2017 年上半年两条生产线同时生产不锈钢，下半年才开始转产碳钢，因此碳钢产量较小，总体来看产能利用率较高。在生产工艺上，广青科技采用红土矿炼精制镍铁的回转窑-矿热炉（RKEF）工艺技术，技术水平居行业领先，与传统的高炉炼制不锈钢坯相比显著降低了生产成本，得以在行业不景气、特种钢价格处于低位的情况下保持一定的盈利空间。

图表 9. 近三年一期公司不锈钢、碳钢产能产量（单位：万吨）

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年前三季度	
	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量	年产能	产量
镍合金	30	24.89	30	31.43	90	74.13	90	70.73
不锈钢坯	100	113.32	200	112.97	100	147.11	100	80.80
碳钢	-	-	-	-	100	39.80	100	67.61
合计	100	113.32	200	112.97	200	186.91	200	148.41

资料来源：广新控股

广青科技销售渠道较为通畅，近三年产销率维持在 95% 以上的较好水平。2017 年产品销量和销售单价均呈增长态势，销售情况良好。2017 年，广青科技前五大销售客户分别为福建甬金金属科技有限公司、青山控股集团有限公司、广东吉瑞科技集团有限公司、广东广新钢捷信息科技股份有限公司、江苏甬金金属科技有限公司，销售金额合计 112.60 亿元，占比为 68.75%，集中度较高。结算方式方面，广青科技主要采用款到发货、即期信用证或 60-120 天银行承兑汇票的方式进行结算，账款周转速度较快。

图表 10. 近三年一期公司钢卷销售量、销售均价变化情况（单位：万吨，元/吨）

产品类别	指标	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
不锈钢坯	销量	107.94	110.79	150.01	81.19
	销售均价	1.00	0.94	1.01	1.20
	销售收入	108.30	103.95	151.96	97.59
碳钢（Q235B）	销量	-	-	37.32	66.89
	销售均价	-	-	0.32	0.32
	销售收入	-	-	11.80	21.38

资料来源：广新控股

原材料方面，广青科技用于生产不锈钢钢坯的镍合金部分自产供应，2015-2017 年自给率分别为 22.35%、27.00% 和 27.90%。镍合金生产原材料主要是红土镍矿、高铬、镍铁等合金及矿产等。红土镍矿在镍合金生产成本中占比达到 48%，是非常重要的战略资源。印尼是主要的红土镍矿供应国，为避免再次出现 2014 年印尼金属矿产禁止出口的政策限制，广青科技积极开展红土镍矿的战略储备，一方面，在印尼投资 60 万吨的镍铁项目，将红土镍矿生产成镍铁块后再进口至国内；另一方面，于 2012 年下半年开始拓展菲律宾采购渠道，并形成较为密切的合作关系。菲律宾镍矿品位较高，供应充足，产品价格较印尼高，但运费较低。近三年一期，广青科技各类主要原材料采购量稳定，2016 年高铬采购量大幅下降主要系前期积累较多库存。由于价格波动，采购成本呈一定波动上升趋势。2017 年广青科技前五大供应商分别为青山控股集团有限公司、广东世纪青山镍业有限公司、广东广新盛特金属有限公司、阳江翌川金属科技有限公司、广东省二轻物资供销公司，采购额合计 64.34 亿元，占比 48.00%，集中度相对较高。

图表 11. 近三年一期广青控股原材料采购情况

采购原料品类	项目	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
纯镍	采购量（万吨）	1.56	1.83	1.63	0.90
	采购均价（万元/吨）	8.83	7.43	8.47	10.58
	采购金额（亿元）	13.79	13.57	13.84	9.55
高铬	采购量（万吨）	44.88	27.39	44.88	22.42
	采购均价（万元/吨）	0.64	0.75	0.96	0.76
	采购金额（亿元）	28.82	20.63	43.28	17.07
红土镍矿	采购量（万吨）	250.49	242.69	252.45	158.31
	采购均价（万元/吨）	0.02	0.02	0.03	0.03

采购原料品类	项目	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
	采购金额（亿元）	5.25	5.64	7.26	4.87
镍铁	采购量（万吨）	11.90	6.89	18.25	5.99
	采购均价（万元/吨）	1.02	0.67	1.02	1.33
	采购金额（亿元）	12.09	4.59	18.54	7.96
镍铁水	采购量（万吨）	27.69	29.25	30.51	21.55
	采购均价（万元/吨）	0.95	0.80	0.86	1.04
	采购金额（亿元）	26.18	23.47	26.39	22.35

资料来源：广新控股

目前，该公司重大在建项目为广东广青金属压延有限公司（简称“广青压延”）不锈钢深加工项目，项目投资总额19.51亿元，截至2018年9月末已投资7.5亿元。建设内容包括建设一条1780mm不锈钢热轧生产线，年生产规模220万吨；一条年产约65万吨1250mm退火酸洗线、一条年产75万吨1550mm退火酸洗线、酸再生工艺设备。项目综合建设期为18个月（2017年9月-2019年3月），其中，热轧生产线计划于2019年1月完成建设并实现热负荷试车。

B. 新能源新材料板块

新能源新材料板块业务主要为薄膜业务，运营主体主要为佛塑科技。广新控股于2009年完成了对佛塑科技的控股，自此新材料新能源业务成为公司的重点业务之一。佛塑科技是本土行业龙头企业之一，产品种类多，具有较强的研发能力，整体竞争实力强。2015-2017年及2018年前三季度，新能源新材料板块分别实现收入28.87亿元、27.51亿元、27.72亿元和18.12亿元；毛利率分别为18.33%、28.02%、25.13%和20.17%，新型材料毛利率保持相对较高的水平。

图表 12. 佛塑科技主要产品的生产数据（吨，%）

产品分类	项目	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
阻隔材料	年产能	114,187	115,637	107,722	111,282
	产能利用率	68.05	69.48	70.79	68.05
光电材料	年产能	6,305	7,455	6,905	7,000
	产能利用率	80.64	96.87	120.04	110.42
渗析材料	年产能	15,930	16,398	16,398	16,398
	产能利用率	89.38	86.14	92.13	92.74

资料来源：广新控股

佛塑科技核心产品包括阻隔材料、光电材料和渗析材料等。其中，阻隔材料是佛塑科技重要的薄膜产品种类之一，近年来收入和盈利贡献度也最大。2017年，阻隔材料收入为11.59亿元，毛利率为18.40%。阻隔材料多为传统薄膜产品，近年来通用薄膜需求减弱，市场竞争较为激烈，佛塑科技积极淘汰产能，2015年以来阻隔材料的年产能波动下滑且产能利用率偏低。佛塑科技积极推进差异化阻隔材料。

光电材料系电工材料、光学材料的统称。2017年佛塑科技的光电材料收入为3.88亿元，毛利率为31.21%，在薄膜材料中毛利率水平处于最高的水平。2015-2017年，佛塑科技光电材料产量分别为5,084吨、7,222吨和8,289吨，保持较快增长，产能利用率也处于较高的水平，2017年为120.04%，而产能波动主要与电工膜产品结构趋向薄型化，及2017年三水新线产能有效发挥等有关。佛塑科技重点发展光电、电子电工等功能性薄膜，超薄新能源的研发项目取得一定的进展，可批量生产2.8U产品，推动了金属化膜产品替代。

佛塑科技渗析材料产量总体平稳，2015-2017年分别为14,239吨、14,125吨和15,107吨，但产能在2016年有一定增长（较上年增加468吨/年），产能利用率稳中有升，2017年为92.13%。佛塑科技于2013年和2014年通过购买产品线并完成技改后推进新型无孔透湿防水功能薄膜产业化，渗析材料产能于2016年6月末增至16,398吨。

图表 13. 佛塑科技主要原料的采购数据（吨，元/吨）

原料类别	项目	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度	2017年前三季度
PTA	采购量	11,278	15,345	13,722	7,862	10,589
	采购均价	4,866	4,828	4,560	5,558	4,530
MEG	采购量	5,277	7,307	5,964	3,735	4,693
	采购均价	6,101	5,551	6,161	6,599	6,082
聚丙烯	采购量	72,904	57,723	48,259	27,220	43,126
	采购均价	8,559	7,788	8,668	9,119	8,949
聚乙烯	采购量	41,083	44,154	37,687	25,521	23,770
	采购均价	8,477	8,180	9,018	9,137	9,420

资料来源：广新控股

佛塑科技薄膜产品成本中80%以上为原材料成本。为加强成本管控能力，佛塑科技执行大宗原材料集中采购制度，包括聚丙烯、聚乙烯、静对苯甲酸（PTA）、乙二醇（MEG）等。上述原料系石油的裂化下游产品，价格随石油价格波动变化，佛塑科技面临原料采购价格波动风险较大。佛塑科技主要与中石化、中石油和中海油等大型供应商签订长期供货合同，原材料供货稳定且有保障，2015-2017年原材料供应商前五名合计采购额分别为3.33亿元、3.55亿元和3.39亿元，分别占年度采购总额的17.37%、23.64%和21.01%。在采购结算方面，佛塑科技与国内大型供应商主要采取款到发货的结算方式；少部分经销商或二级市场供应商采取货到付款结算。国外结算方面，佛塑科技多采用90天信用证，或签订合同时预付30%，到货后付清。

2018年以来，国际原油价格震荡上行，截至2018年9月27日，布伦特原油期货结算价为81.72美元/桶，较年初上涨15.15美元/桶。2018年前三季度，该公司原材料PTA、MEG、聚丙烯和聚乙烯采购均价分别为5,558元/吨，6,599元/吨、9,342元/吨和9,152元/吨，采购均价较上年均有所上涨，国际原油价格上行，大宗化工品价格保持较强的上涨预期，佛塑科技承受一定的原料成本管控压力。

图表 14. 佛塑科技主要产品的销售数据（吨，%，元/吨）

产品分类	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
阻隔材料	销量	76,591	80,897	76,192	57,025	55,946
	产销率	98.56	100.68	99.91	100.41	97.74
	销售均价	14,418	14,139	15,208	15,107	15,514
光电材料	销量	4,980	7,178	7,785	4,845	5,592
	产销率	97.94	99.40	93.92	83.58	91.38
	销售均价	67,269	49,744	49,865	57,515	52,081
渗析材料	销量	16,673	15,246	16,011	11,087	10,091
	产销率	117.09	107.94	105.98	97.20	104.43
	销售均价	20,018	20,208	19,840	21,465	22,156

资料来源：广新控股

佛塑科技采取了随行就市的定价策略，销售模式包括经销商销售和客户直销，其中阻隔材料中的复合编织布主要通过经销商销售，其他产品以直销为主。佛塑科技已建有覆盖全国的销售网络，且为快速响应市场需求和降低物流成本，在异地建立了多家分公司和子公司，如南宁、成都、宁波、临汾和天津等地。结算方式方面，佛塑科技针对不同产品、不同市场制定了不同的销售结算政策。其中，国内销售时主要以电汇为主，60-120 天银行承兑汇票，但绝大部分回款期在 60-180 天以内。2015-2017 年，佛塑科技前五大客户合计销售额分别为 5.15 亿元、4.42 亿元和 4.20 亿元，分别占年度销售总额的 19.83%、18.94% 和 17.71%，总体下游客户集中度不高，主要与光电材料、阻隔材料客户较为分散有关。但是，佛塑科技的渗析材料客户集中度较高，销售模式多为客户直销，客户主要为宝洁、强生和金佰利（好奇）等大公司和国内知名企业。从销售区域分布看，佛塑科技薄膜产品主要销往华南、华东地区。

在国际市场开发方面，佛塑科技薄膜产品已进入了美国、欧洲、日本、台湾、东南亚和俄罗斯等国家和地区。2015-2017 年佛塑科技产品出口额分别为 3.38 亿元，3.55 亿元和 3.62 亿元，分别占当期营业收入的比重 11.71%、14.40% 和 14.41%。公司国外销售结算包括 D/P（付款交单）、D/A（承兑交单）、LC（信用证）或 T/T（电汇）等方式。

图表 15. 佛塑科技主要产品的技术基础

	渗析材料	电工材料	光电材料	阻隔材料
主要技术	微孔化结构控制、多种成孔工艺技术、膜组件设计与制造	洁净生产技术、介电性能评价、极端环境下性能优化	洁净生产技术、偏光化工艺过程、高分子光学改性技术	多层阻隔与热封材料设计，聚合物薄膜深加工工艺技术

资料来源：广新控股

近年来，佛塑科技在技术创新体系建设、创新机制建设和创新项目实施等方面取得一定的进展。佛塑科技依托国家认定企业技术中心，加大研发投入，对现有设备技术改造，对工艺流程优化升级，提升技术创新能力，保持了偏光膜、无孔透湿防水功能薄膜、微压拉伸透气膜等优势产品的领先地位。

佛塑科技还加强了产学研合作力度，与中科院上海硅酸盐研究所合作建设石墨烯动力锂离子电池研究中心，开展相关的应用研究和产业化工作；与四川大学高分子材料科学与工程学院开展“钛酸钡改性聚丙烯电工薄膜基础研究”项目合作等。2017年，佛塑科技研发投入同比增长0.75%至0.82亿元，占营业收入的3.25%。当年，佛塑科技新增专利申请17项，其中发明专利申请11件，新增发明专利授权8项；共有10项新产品通过广东省高新技术产品认定。

C. 文化创意和大数据营销

文化创意和大数据营销板块的主要业务为传统媒介代理和数字营销（统称为媒介代理），运营主体主要为省广集团，截至2018年9月末，该公司持有省广集团16.30%的股权。省广集团是目前本土广告行业的龙头企业，凭借核心业务不尽相同以及长久以来积累的品牌优势，省广集团整体竞争实力强，目前收入和利润规模均位居行业前列。2015-2017年及2018年前三季度，该板块分别实现收入96.29亿元、109.15亿元、112.95亿元和81.73亿元；毛利率分别为17.97%、18.12%、12.21%和13.70%。该板块营业收入稳步提升，但受传统媒介代理业务利润空间收缩影响，毛利率呈波动下滑趋势，整体盈利能力有所下降。

省广集团传统媒介代理业务及数字营销业务经营模式基本相同，利润均主要源于所收广告费和所支媒介费之间的差额，因此业务收入规模及盈利水平受下游客户投放量、投放金额及上游供应商采购成本变动影响较大。其中，影响投放量及投放金额的因素主要为下游客户粘性及客户自身经营情况，影响采购成本的因素主要有采购对象及采购模式。

省广集团客户的行业集中度相对较高，大客户多为汽车企业。较高的客户集中度一方面为公司带来了较为稳定的收入，另一方面客户自身的经营情况及所在行业的发展易对公司收入产生一定影响。

随着新兴媒体的普及使得消费者接触媒体的习惯逐步转变，上游客户广告投放亦逐步向新媒体倾斜，受此影响近年来省广集团对互联网媒介的采购金额大幅增长，对传统媒介的采购金额则有所下降。

图表 16. 近年公司媒介采购额情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
传统媒介采购额（亿元）	54.87	57.72	58.62
数字营销媒介采购额（亿元）	19.44	26.27	36.84
合计	74.31	83.99	95.46

资料来源：广新控股

但目前省广集团业务上游供应商媒介资源仍然以电视为主，其中又以中央电视台和强势卫视为主。由于中央电视台及强势卫视的采购价格及销售折扣政策较为透明，省广集团传统媒介代理业务盈利空间受限。此外，省广集团电视供应商还包括南京、武汉、青岛及山东等二三线城市电视台。

在采购模式方面，省广集团的购买方式主要分为买断式采购和常规采购。买断式采购为公司针对某一媒介的某一时段一次性大额采购，此种方式为先买后卖，存在销售未达预期的亏损风险，因此代理费用一般较高。常规采购采用以销定购的方式，销售风险小，故代理费用一般较低。为规避风险，目前省广集团一般采用常规采购的购买方式。

结算方式方面看，签订合同后，省广集团根据合同约定向媒体预付部分广告投放款，同时也和客户方收取部分或全部广告费，待相关媒介代理合同履行后再确认收入和成本。在投放监控阶段，媒体按合同约定执行广告投放。省广集团按照排期表⁴分期向媒体支付后续款项，同时非全款支付客户也按照排期表支付广告费。

在技术研发方面，省广集团拟通过打造 G-NOVA 大数据系统驱动数字营销业务的协同发展，逐渐升级为由大数据驱动的全营销集团。该项目投资预算总额为 5.29 亿元，截至 2017 年末，省广集团已投入资金为 0.12 亿元，将有助于提高公司大数据驱动的全营销服务能力，为公司数字营销业务的开展提供硬件及软件基础，保障公司未来盈利的增长。目前，省广集团营销大数据联盟已聚合了国内外顶级大数据服务商，通过强大的数据后台，打造了超过 100 种定制化的大数据产品，协助广告主随时找到适合自身所需的大数据服务，帮助品牌快速实现数字化再造。依托数据和技术，结合品牌的内涵与价值，省广集团不断创新营销手段，通过场景再造，提供互动营销、多屏整合营销等方式让用户深度参与，激发用户的情感共鸣，拉近品牌与用户的距离。

省广集团 2017 年度盈利大幅下滑，亏损 1.01 亿元，主要系当期计提资产减值所致，省广集团部分子公司经营业绩下滑形成商誉减值损失 1.97 亿元⁵（2017 年底商誉账面余额为 23.36 亿元），部分中小客户的应收账款回收风险加大形成坏账损失 4.63 亿元⁶（2017 年末，应收账款余额 23.27 亿元）。

D. 生物医药及食品大健康板块

生物医药及食品大健康板块业务主要业务为生物医药、健康食品领域产品，运营主体主要为星湖科技和省食品公司。2015-2017 年及 2018 年前三季度，该板块分别实现收入 27.92 亿元、28.12 亿元、29.33 亿元和 16.19 亿元；毛利率分别为 8.00%、13.30%、11.61% 和 17.75%。

星湖科技主要从事食品添加剂、饲料添加剂、化学原料药、医药中间体的研发、生产和销售，产品主要应用于食品加工、饲料加工、医药制造等多个领域。截至 2018 年 9 月末，星湖科技具备生产核苷酸添加剂 5.31 万吨/年，核苷及核苷酸原料药及中间体 0.51 万吨/年，氨基酸饲料添加剂 0.05 万吨/年

⁴ 排期表为该公司根据客户需求与相关媒体就版位和时段所制作成的媒介排期方案。

⁵ 因业绩未达预期，公司对省广合众（北京）国际传媒广告有限公司计提商誉减值准备 1.12 亿元，对上海恺达广告有限公司计提商誉减值准备 0.58 亿元，对省广先锋（青岛）广告股份有限公司计提商誉减值准备 0.26 亿元。

⁶ 主要为上海雅润文化传播有限公司坏账损失 2.99 亿元。

和氨基酸原料药及中间体 0.10 万吨/年的生产能力。其中，2017 年核苷酸添加剂产能较上年增加 0.14 万吨，产能利用率大幅提升，产量增长较上年增加 2.72 万吨至 4.01 万吨；氨基酸饲料添加剂由于苏氨酸停止生产，2016 年产量较上年下降 98.21%，产能利用率水平偏低；核苷及核苷酸原料药及中间体近三年产能维持不变，产能利用率逐年下降。

图表 17. 星湖科技主要产品产能、产量和销量情况

产品分类	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
核苷酸添加剂	年产能 (吨)	46,800.00	46,800.00	48,200.00	53,090.00
	产量 (吨)	25,548.37	27,207.72	40,147.03	29,983.25
	产能利用率 (%)	54.59	58.14	83.29	75.30
	销量 (吨)	25,741.90	26,882.77	40,372.74	29,164.21
	产销率 (%)	100.76	98.81	100.56	97.27
核苷及核苷酸原料药及中间体	年产能 (吨)	5,100.00	5,100.00	5,100.00	5,100.00
	产量 (吨)	3,315.08	2,613.85	2,010.11	2,219.10
	产能利用率 (%)	60.05	51.25	39.41	58.02
	销量 (吨)	2,488.17	2,556.17	1,699.47	1,353.23
	产销率 (%)	75.06	97.79	84.55	60.98
氨基酸饲料添加剂	年产能 (吨)	12,500.00	500	500	500
	产量 (吨)	8,672.60	155.45	252.03	364.93
	产能利用率 (%)	69.38	31.09	50.41	97.31
	销量 (吨)	9,005.53	409.59	232.34	261.09
	产销率 (%)	103.84	263.49	92.19	71.55
氨基酸原料药及中间体	年产能 (吨)	1,000.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
	产量 (吨)	725.8	1,101.79	662.1	683.95
	产能利用率 (%)	72.58	110.18	66.21	91.19
	销量 (吨)	692.41	865.23	840.75	553.85
	产销率 (%)	95.40	78.53	126.98	80.98

资料来源：广新控股

星湖科技采购原材料主要品种为玉米淀粉，采购燃料主要为煤炭。2015-2017 年，玉米淀粉采购均价呈下降趋势，但 2017 年以来煤炭价格大幅上涨，加大了公司生产成本。

2017 年，星湖科技实现营业收入 6.87 亿元，较上年增加 0.07 亿元，毛利率为 17.26%，较上年下降 3.17 个百分点。当年，星湖科技下属分支机构生物工程基地因环保整治受到处罚，以及年末对应收款项、存货计提资产减值准备，受上述多重因素影响，星湖科技当期亏损 1.58 亿元。2018 年前三季度，随着产品销售市场回暖，主导产品量价齐升，星湖科技实现营业收入 6.43 亿元，同比增长 33.61%，净利润为 0.32 亿元。

图表 18. 星湖科技主要原燃料采购情况

自产产品原材料采购	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
玉米淀粉	采购量 (吨)	69,794.02	58,531.99	60,384.05	47,604.37
	采购均价 (元/吨)	2,634.22	1,976.77	1,882.89	2,145.40
煤炭	采购量 (吨)	118,269.93	80,237.69	92,214.84	64,708.13
	采购均价 (元/吨)	426.24	416.63	584.81	623.52

资料来源：广新控股

省食品公司已形成食品加工产业链、畜牧鲜活冷冻产业链、不锈钢餐厨具产业链、进口内销食品供应链四大主业，2017 年实现营业收入 22.46 亿元，净利润 0.50 亿元。

省食品公司大力发展生猪养殖产业，所经营的宝金畜牧、宝山猪场均系广东省农业龙头企业。宝山猪场“安全高效生态养猪关键技术的推广及应用”项目于2017年10月获得广东省农业技术推广奖二等奖、“农业废气物高效制备生物燃气技术的推广与应用”获广东省农业技术推广奖一等奖。近三年，公司生猪产能产量逐步扩大，截至2017年末生大猪产能达8.03万头，生猪苗产能达2万头。公司生猪出口至香港，近三年产销率均达100%，销售价格受市场行情影响波动较大，盈利有所波动。

此外，省食品公司“珠江桥”牌酱油等食品调料在海外市场具有较高的知名度，其“酿造酱油微生物代谢危害物控制技术产业化应用”项目于2017年12月获得2017年度广东省科学技术奖励二等奖。

图表 19. 省食出集团生猪养殖情况

产品分类	项目	2015年	2016年	2017年	2018年前三季度
生大猪	产能(头)	65,600	80,200	80,300	57,800
	产量(头)	68,895	78,933	75,474	55,088
	销量(头)	68,895	78,933	75,474	55,088
	产销率(%)	100	100	100	100
	销售均价(元/头)	1,836.26	2,089.09	1,818.06	1,587.11
生猪苗	产能(头)	6,000	10,000	20,000	20,000
	产量(头)	6,155	1,0397	17,363	21,597
	销量(头)	6,155	1,0397	17,363	21,597
	产销率(%)	100	100	100	100
	销售均价(元/头)	611.68	835.61	648.84	468.07

资料来源：广新控股

E. 新型外贸

该公司作为原广东省外经贸委系统的大部分企业以及广东省贸促会脱钩企业的整合主体，继承并发展了丰富的对外贸易资源和外贸专业基础，是华南地区最大的外贸企业。公司贸易业务涉及贸易品种繁多，主要涵盖家具、餐厨用品、电机电气设备及其零部件、机械器具及零件、钢铁制品、服装、箱包、建材等八大品类。

公司近年来加快推动传统贸易业务转型升级，通过推动整合重组、调整企业主体等方式，明确了企业定位，集中已形成的商誉、渠道、客户、品牌以及团队资源，加快商业模式创新及外贸品牌建设，探索“互联网+海外仓”和“互联网+供应链金融”等多种新业态、新模式，落实国家积极进口政策，扩大先进技术装备、关键零部件及优质消费品进口，培育具有专业化经营能力和自主知识产权、自主品牌的新型贸易业务，实现提质增效。公司近年来加快推动传统贸易业务转型升级，传统贸易业务规模有所收缩导致贸易收入逐年下滑，但毛利率有明显提升。2015-2017年及2018年前三季度外贸业务收入分别为98.90亿元、77.32亿元、70.84亿元和34.59亿元；毛利率分别为6.15%、8.06%、9.01%和8.17%。

该公司贸易业务目前全部为自营。在采购结算方面，公司自营贸易国内采购部分通常为60-120天的银行承兑汇票及货到付款的方式结算，平均账期

约 90 天；境外方面通常采用汇款、即期信用证或 90 天远期信用证结算，平均账期约 60 天。在下游结算方面，该公司自营贸易国内销售部分通常为货到付款、90 天银行承兑汇票及赊销的方式结算，平均账期约 60 天；境外方面通常采用汇款、即期信用证或 90 天远期信用证结算，平均账期约 60 天。

从结算和客户管理来看，该公司设立了大额资金管理制度，由相关部门对大额资金业务进行评审、检查和跟踪监督。同时公司各下属子公司均已建立客户评审制度，对贸易客户的资信情况进行了解和核查，在开展业务时，依据客户的资信状况确定调整其预付款比例，公司贸易业务的风险控制能力较强。

F. 投资业务

该公司长期股权投资主要被投资企业包括广东生益科技股份有限公司（简称“生益科技”，证券代码“110040.SH”）、印尼广青镍业有限公司（简称“印尼广青”）、TCL 集团股份有限公司（简称“TCL 集团”，证券代码“000100.SZ”）、广东省丝绸纺织集团有限公司（简称“丝纺集团”）及佛山杜邦鸿基薄膜有限公司（简称“杜邦鸿基”）。

图表 20. 公司长期股权投资主要被投资公司（亿元）

被投资公司名称	截至 2018 年 9 月末持股比例	2017 年投资收益	2017 年末长期股权投资金额	2017 年末总资产	2017 年末资产负债率
广东生益科技股份有限公司	12.49%	2.34	27.02	128.41	50.02%
印尼广青镍业有限公司	35.00%	2.70	7.81	16.72 亿美元	79.31%
佛山杜邦鸿基薄膜有限公司	49.00%	0.33	6.40	未提供	未提供
广东省丝绸纺织集团有限公司	30.00%	0.47	6.33	未提供	未提供
TCL 集团股份有限公司	2.34%	0.41	21.87	1,602.94	66.22%
合计	-	6.25	69.43		

生益科技为国内销售规模最大（全球第二）、品种规格最齐全的覆铜板生产企业，其产品已通过 Bosch、西门子、三星、索尼、华为等企业认证，生益科技研发技术实力处于行业领先。生益科技主要产品为覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基复铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类高端电子材料。产品主要供制作单、双面线路板及高多层线路板，广泛应用于手机、汽车、通讯设备、计算机以及各种高端电子产品中。2017 年公司覆铜板和粘结片及印制线路板业务均实现产销规模的稳定增长，实现营业收入 107.52 亿元，同比增长 25.92%；毛利率为 21.47%，同比上升 0.93 个百分点；净利润 11.13 亿元，同比增长 46.25%。

杜邦鸿基由杜邦帝人薄膜中国有限公司和佛塑科技合资创办，是国内产销规模最大和技术水平领先的双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）生产企业之一。公司在佛山和宁波建有生产基地，拥有七条生产线，超过 6 万吨的年生产能力，能生产 3-350 μ m 不同厚度的产品，用途广泛。公司产品共分为六大类别：包装

膜、工业膜、电子材料、影像膜、特种膜、磁性材料，应用于包装、工业、电子、电器等领域。

丝纺集团是广东省国资委直接监管的省属大型国有企业集团，主营业务涉及茧丝绸、纺织服装、轻工机电、五金化工、土畜产、医药保健等商品的进出口贸易及丝绸文化产业园的建设，进出口规模稳居丝纺行业首位。

TCL 集团为国内最大的、全球性规模经营的消费类电子企业集团之一，已形成半导体显示业务、TCL 多媒体电子、TCL 通讯科技、家电集团、通力电子及商用业务群六大产品业务板块和互联网应用、物流服务及金融业务三大服务业务板块。2017 年，TCL 集团实现营业收入 1,115.81 亿元，同比增长 4.79%；毛利率为 20.54%，同比上升 3.63 个百分点；净利润 35.45 亿元，同比增长 65.81%。

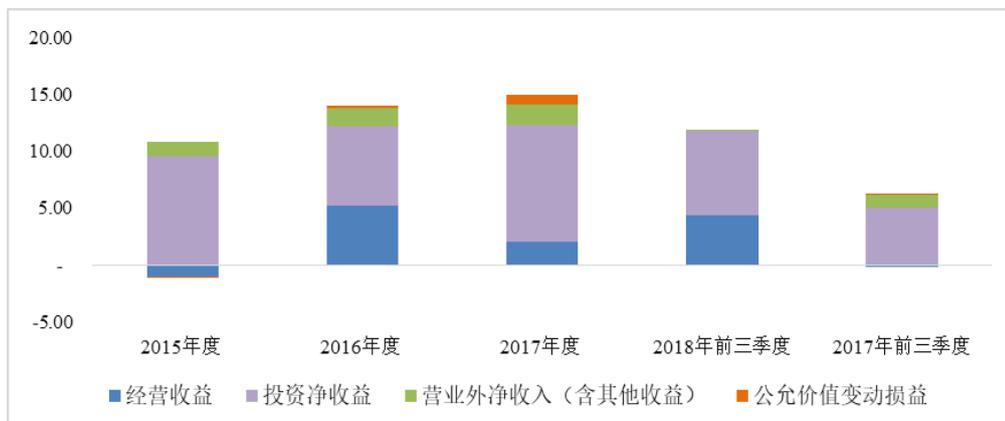
对外投资方面，2014 年 5 月，该公司与广东吉瑞科技集团有限公司（青山集团下属企业）、印尼经贸合作区青山园区开发有限公司（印尼当地注册公司）、景祥国际有限公司（香港公司）、日本阪和兴业株式会社（日本最大的金属流通企业，世界 500 强之一）共同出资设立印尼广青，持股比例分别为 35%、35%、20%、5%和 5%。印尼广青项目计划总投资 10.28 亿美元，其中印尼广青自筹资金 3.28 亿美元，其余 7.00 亿美元通过银团贷款解决。截至 2018 年 9 月末，累计投入建设资金约 10.28 亿美元。印尼广青项目建设内容包括镍铁生产线、炼钢生产线和轧钢生产线三条生产线。其中，镍铁生产线已于 2016 年 3 月 22 日正式投产，炼钢厂已于 2017 年 7 月全面投产，目前处于满产状态；热轧厂已经达产，受制于钢坯产量因素，产能尚未完全释放。截至 2017 年末，印尼广青具备镍铁产能 60 万吨、不锈钢锭产能 100 万吨和热轧卷产能 150 万吨。2017 年印尼广青销售镍铁约 30.73 万吨，不锈钢锭 19.22 万吨，热轧卷 31.96 万吨，全部为向关联方销售。2017 年实现营业收入约 11 亿美元，净利润 11,435 万美元，归属于该公司的净利润 4,002 万美元。

此外，该公司早期与武汉钢铁（集团）公司（以下简称“武钢”）、锦兴国际控股有限公司合作开发马达加斯加苏拉拉铁矿，三方组建合资公司香港武钢广新锦兴资源有限公司开发（公司与武钢各持有 40% 的股权）。2010 年，合资公司与马国政府签署《特殊责任细则》，分四个阶段建设苏拉拉铁矿，项目完全建成后，每年生产铁精矿约 1,100 万吨，钢铁 300 万吨。合资公司成立后，由于马国政局动荡及铁矿石价格下跌等原因，项目进展缓慢。该项目总投资约 84 亿美元，其中首期总投预计 23 亿美元，截至 2018 年 9 月末已投资 2.05 亿美元，其中 2015-2017 年分别投入资金 596 万美元、100 万美元和 100 万美元。预计 2018 年和 2019 年该矿分别需要投入 100 万美元和 150 万美元，主要是保矿权和维持项目的基本运作所需。

总体来看，该公司投资企业经营业绩较好，能为公司贡献相对较大的利润。

(2) 盈利性

图表 21. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据广新控股所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来源于主业经营和投资净收益。近年来公司五大板块业务收入总体呈增长趋势，但营业总收入受其他业务收入和非经常性收入影响呈现波动，2015-2017年及2018年前三季度分别为494.36亿元、461.94亿元、568.93亿元和384.39亿元。公司综合毛利率水平虽呈上升趋势，但2017年核心五大业务板块除新型外贸之外，毛利率水平均呈不同程度下滑。从具体业务来看，先进制造业毛利率同比下降1.11个百分点，主要是受原材料成本上升及产品结构调整的影响；新能源新材料板块毛利率同比下降2.89个百分点，主要系受薄膜产品竞争激烈影响价格承压所致；生物医药与食品大健康业务毛利率同比下降1.69个百分点，主要是星湖科技的部分产品受到行业政策、竞争及原材料价格上涨等因素影响，导致业务毛利率下滑；文化创意与大数据营销毛利率同比大幅下滑5.91个百分点，主要系传统媒介代理业务受到新广告媒介业务冲击导致毛利率大幅下滑。同期，公司毛利分别为46.67亿元、52.83亿元、73.53亿元和41.14亿元，其中2017年数额较大，主要系当年出让羽绒厂获得毛利24.78亿元。

2015-2017年及2018年前三季度，该公司期间费用分别为40.24亿元、42.17亿元、43.22亿元和32.32亿元。期间费用以销售费用和管理费用为主，近三年呈小幅增长，财务费用规模基本稳定。主要受收入变动影响，期间费用率有所波动，同期分别为8.14%、9.13%、7.60%和8.41%。此外，公司资产减值损失数额较大，同期为5.77亿元、3.89亿元、25.84亿元和2.69亿元，主要来自坏账损失和存货跌价损失，其中2017年公司计提坏账损失12.56亿元、存货跌价损失6.40亿元，主要计提主体为省广集团、广新海事重工股份有限公司及广东新湖新材料有限公司等。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年前三季度	2017年前三季度
营业收入合计（亿元）	494.36	461.94	568.93	384.39	382.66

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
毛利率 (%)	9.44	11.44	12.92	10.70	8.70
其中：先进制造业 (%)	7.60	7.92	6.81	9.80	6.03
新能源新材料 (%)	18.33	28.02	25.13	20.17	24.56
生物医药及食品大健康 (%)	8.00	13.30	11.61	17.75	11.24
文化创意和大数据营销 (%)	17.97	18.12	12.21	13.70	14.63
新型外贸 (%)	6.15	8.06	9.01	8.17	8.58
毛利 (亿元)	46.67	52.83	73.53	41.14	33.28
其中：先进制造业 (亿元)	12.68	14.12	17.85	18.42	10.20
新能源新材料 (亿元)	5.29	7.71	6.96	3.65	5.17
生物医药及食品大健康 (亿元)	2.23	3.74	3.40	2.87	2.58
文化创意和大数据营销 (亿元)	17.30	19.78	13.79	11.19	10.26
新型外贸 (亿元)	6.08	6.23	6.38	2.82	3.23
期间费用率 (%)	8.14	9.13	7.60	8.41	8.03
其中：财务费用率 (%)	1.94	2.23	1.77	2.14	1.96
全年利息支出总额 (亿元)	9.66	10.32	10.35	-	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.04	0.13	0.03	-	-

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

投资净收益为该公司利润的重要来源，2015-2017 年及 2018 年前三季度投资收益分别为 9.51 亿元、6.95 亿元、10.33 亿元和 7.33 亿元。投资收益主要来自生益科技、佛山杜邦鸿基薄膜有限公司、印尼广青等参股公司中按权益法核算的长期股权投资持有期间产生的投资收益。公司作为广东省重要的国有资本运营管理主体，可得到地方政府的有力支持，同期公司获得的政府补助收入分别为 1.38 亿元、1.67 亿元、1.38 亿元和 0.92 亿元，政府补助收入主要包括专项资金、扶持款、贴息收入及税费减免收入等，为公司利润的重要补充。

2015-2017 年及 2018 年前三季度，该公司营业利润分别为 8.35 亿元、12.44 亿元、14.67 亿元和 12.45 亿元，呈增长趋势。同期，公司净利润分别为 6.33 亿元，10.43 亿元、6.82 亿元和 9.44 亿元，其中 2017 年受转让羽绒厂地块、计提的企业所得税较上年增加 4.66 亿元影响，净利润有所下滑。

图表 23. 影响公司盈利的其他关键因素分析 (亿元)

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
投资净收益	9.51	6.95	10.33	7.33	4.99
其中：权益法核算长期投资收益	1.64	4.34	7.30	5.72	4.59
处置长期股权投资产生的投资收益	0.97	1.69	2.33	1.61	0.40
营业外净收入和其他收益合计	1.35	1.59	1.78	0.11	1.13

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 前三季度	2017 年 前三季度
其中：政府专项补助	1.38	1.67	1.38	0.92	0.95

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将围绕国有新兴产业资本投资公司的定位，加大新兴产业投资力度，加快整合重组，优化产业集群布局；公司将强化战略引领与战略管控，加快布局新兴产业集群，进一步聚焦主业，重点打造五大板块；推动整合重组，做实境内外投资和资产处置三大平台；加大外贸板块整合力度，集聚资源转型发展。

该公司重点推进项目包括广青科技热轧项目、兴发铝业河南加工基地等在建项目。公司将继续强化资本运营，加大并购重组力度，培育推动下属公司上市。

图表 24. 截至 2018 年 9 月末公司重大在建项目（亿元）

项目名称	预计竣工时间	投资总额	已投入金额	已完成项目 进度	2018 年 9-12 月投资额	2019 年 投资额	2020 年 投资额
中山工业园	未定	1.99	1.23	96%	0.005	0.003	-
兴发铝业 河南加工基地	2020 年（2017 年一期竣工）	6.00	4.10	68%	0.10	0.50	0.55
宝友猪场	2019 年	3.92	0.17	4.24%	0.41	3.34	-
阳江热轧工程	2019 年 1 月	19.51	7.50	75%	6.00	6.00	-
合计	-	31.42	13.00	-	6.52	9.84	0.55

资料来源：广新控股

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为国有独资企业，实际控制人为广东省国资委。公司基本建立了法人治理结构，公司经营管理团队具有丰富的管理经验，能够满足现阶段的经营管理需要。公司根据自身经营管理需要设置了内部组织架构，并建立了内部控制体系，运营管理日益规范。

(1) 产权关系

该公司是广东省政府直属的大型国有独资企业，实际控制人为广东省国资委，近年来股权结构稳定，公司产权状况详见附录一。

该公司旗下的上市公司平台有省广集团、佛塑科技、星湖科技和兴发铝业，截至 2018 年 9 月末，持股比例分别为 16.30%、26.01%、17.47% 和 29.99%，其中公司持有省广集团 6,535 万股用于融资质押（占其所持有股份的 22.99%），其余上市子公司股权未被公司设置质押。2009 年 1 月，广东最大劳务输出企业广东新广国际集团有限公司（简称“新广国际”）因巨额亏损约 8 亿元，委托公司托管⁷，不纳入合并报表。2013 年，公司成立全资子公司广东粤新资产管理公司（简称“粤新资产”），专门处理广新国际托管事项。

（2）主要关联方及关联交易

该公司因镍合金、铝型材加工、广告代理等业务采购及销售存在一定规模的关联交易，2015-2017 年关联采购额分别为 8.04 亿元、1.34 亿元和 1.53 亿元。同期公司关联销售额分别为 26.74 亿元、10.49 亿元和 32.28 亿元，其中 2015 年、2017 年主要关联销售对象为广东吉瑞科技集团有限公司（为青山控股旗下企业）。截至 2017 年末，公司应收关联方相关款项余额为 10.51 亿元，应付关联方相关款项余额为 3.48 亿元。

（3）公司治理

该公司不设股东会，由广东省国资委履行出资人职责。公司根据相关法律、法规的要求，制定了《公司章程》，设立了董事会和监事会。董事会设董事 5 名，其中外部董事 2 名；监事会设监事 6 名，其中包括职工监事 2 名。董事、监事每届任期三年，任期届满可连派（连选）连任。公司董事长、党委书记为同一人担任。

该公司设总经理 1 名，负责公司的日常生产经营管理工作，对董事会负责。公司高级管理人员主要来自于省内实业企业，且长期从事大中型国有企业管理工作，经营管理经验丰富。公司建立了中高级管理人员激励约束机制和绩效考核体系，将其薪酬与年度经营目标的考核情况挂钩，为高级管理人员履行职责提供了必要的制度保障。

2018 年 8 月 22 日，深交所发布了《关于对广东省广告集团股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，针对省广集团因未在规定期限内对业绩预告作出修正，且 2017 年经审计的净利润与业绩预告中披露的净利润存在较大差异的违规行为，深交所给予省广集团通报批评处分，同时，广东证监局对省广集团采取出具警示函（[2018]62 号）的行政监管措施。上述处分对该公司生产经营、财务状况及偿债能力不构成重大不利影响。

⁷ 实施托管后，该公司对新广国际的所有资产、债权债务、人员，以及经营管理的决策权进行托管，与新广国际的资产、财务关系不变，资产不并账、会计报表不合并。新广国际继续保留法人资格，独立承担相应的民事责任。

2. 运营管理

(1) 管理架构

该公司系控股型的大型地方国有企业，业务构成差异大，且涉及分支机构较多。为提高经营效率，公司设立了资金结算中心，对非上市公司资金实行统一管理，下属非上市企业对外融资需经公司总部审批，授信额度由公司总部统一安排，本部对非上市下属企业管控力度强。

该公司总部下设办公室、人力资源部、资本运营部、战略与投资发展部、审计与监事管理部、运营管理部、财务部、法律事务部等 11 个职能部门，各部门职责较为明晰，机构设置能够满足现阶段经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

为适应实际需要，该公司设立了相对完善的内部控制、财务管理、担保管理、对下属公司管理、投融资和预算管理、人事管理、内部审计制度体系，对公司重大事项进行决策和管理。

财务及预算管理方面，该公司对企业的发展规划以及投资（含贷款和贷款担保）项目等重大决策，按规定程序组织论证并上报集团审批，成立了投资与控制风险委员会。公司建立了下属企业财务总监委派制度，对大额资金的收支实施具体监控，并指导、督促企业依据国家有关法律、法规进行会计核算。

对外担保方面，该公司财务部（资金结算中心）负责担保事务管理。未经集团总部批准，集团总部和所属企业不得对外融资担保，也不得相互提供融资担保。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司在对外投资方面建立了一套严格的审批制度，设有专门的投资审查委员会，对被投资项目从财务，业务和法务等方面进行充分论证审核，通过法定审批程序批准后，方可对外投资。融资方面，财务部内设结算中心，制定有严格的融资管理制度，统筹安排下属子公司资金和融资行为，降低财务费用和融资成本，实施对下属子公司财务的全面监管。资金实行统一管理、统一调拨，统一对外议价。下属企业在向金融机构申请授信时，融资方案须向公司总部财务部（资金结算中心）报批，公司总部还对融资价格实行上限管理，成本超过集团定价的授信不得提用。此外，下属企业还需定期向公司总部财务部（资金结算中心）报送本单位在外授信总量和余额情况，便于公司总部统筹管理。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司总部（2018/10/17）、佛塑科技（2018/8/22）、广青科技（2018/10/22）、省广集团（2018/1/24）、省食品公司（2018/1/23）近三年无不良信贷记录。经查国家企业信用信息公示系统，近三年公司总部及主要子公司未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

财务

受益于业务规模扩大及在建工程的推进，近年来该公司资产规模保持稳定增长，但公司受限资产金额较大，如若发生融资纠纷，或对公司日常经营产生不利影响。公司债务规模持续扩张，已积累较大规模的刚性债务，且期限结构偏向短期，面临一定的短期偿债压力。公司经营性现金流状况良好，货币现金存量充裕，融资渠道畅通，且部分股权资产可变现能力强，可为公司到期债务偿还提供良好保障。

1. 数据与调整

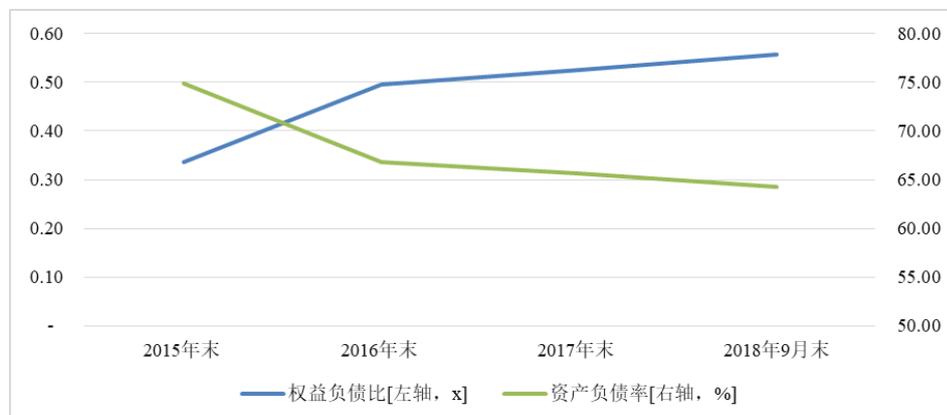
信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年、2016 年财务报表进行了审计，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则》（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财政部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

2015 年末，该公司合并范围新增加一家二级子公司，为金沃国际融资租赁有限公司；减少一家二级子公司，为广东广新电子商务有限公司。2016 年末，公司合并范围新增加一家二级子公司，以投资设立方式取得，为广东省广新创新研究院有限公司；2017 年，公司合并范围新增加两家二级子公司，分别为广青科技（由三级子公司变为二级子公司）和广东广新新兴产业投资基金管理有限公司；减少两家二级子公司，分别为广东广新柏高科技有限公司和广东广新贸易发展有限公司。截至 2018 年 9 月末，公司合并范围内共有 23 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势



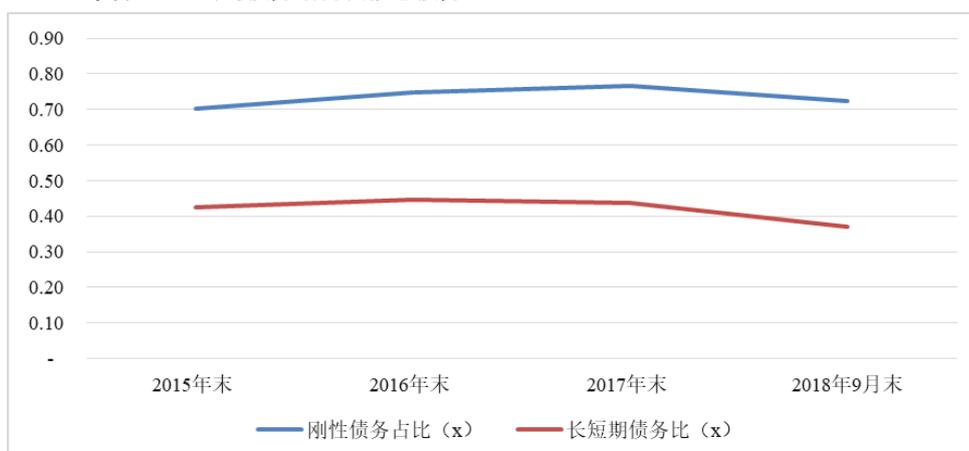
资料来源：根据广新控股所提供数据绘制

近年来，受业务规模的扩大及在建工程的推进，该公司负债规模逐年增长，2015-2017 年末分别为 337.77 亿元、376.51 亿元和 386.55 亿元。同期末，公司所有者权益分别为 113.33 亿元、186.90 亿元和 202.80 亿元，其中 2016 年末所有者权益大幅增长 64.92%，主要系公司将投资性房地产的后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式调增未分配利润 17.28 亿元、发行 20.00 亿元永续中票计入其他权益工具和少数股东权益增加 30.24 亿元（主要系省广集团定增募资）；2017 年末所有者权益较上年末增长 8.51%，主要系公司发行 15 亿元永续中票。公司资产负债率呈下降趋势，同期末分别为 74.88%、66.83%和 65.59%。若将永续中票调整为负债，2016 年末和 2017 年末资产负债率应为 70.38%和 71.50%。2018 年 9 月末，公司负债总额较年初减少 1.98%至 378.90 亿元，资产负债率降至 64.22%，调整资产负债率为 70.13%。

2018 年 9 月末，该公司所有者权益为 211.13 亿元（少数股东权益为 104.51 亿元），其中，实收资本和资本公积金合计 36.20 亿元，未分配利润 31.29 亿元，其他权益工具 34.86 亿元，分别占归母所有者权益的 33.96%、29.35%和 32.70%，资本结构稳定性较弱。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015年末	2016年末	2017年末	2018年9月末
刚性债务 (亿元)	235.84	276.41	288.21	271.32
应付账款 (亿元)	42.69	46.15	45.40	38.80
预收账款 (亿元)	17.93	21.19	23.18	36.98
其他应付款 (亿元)	12.62	13.66	17.05	12.94
刚性债务占比 (%)	69.82	73.41	74.56	71.61
应付账款占比 (%)	12.64	12.26	11.75	10.24
预收账款占比 (%)	5.31	5.63	6.00	9.76
其他应付款占比 (%)	3.74	3.63	4.41	3.41

资料来源：根据广新控股所提供数据绘制

注：刚性债务统计包含永续中票（列报在所有者权益-其他权益工具）

近三年该公司刚性债务规模不断扩大，2015-2017 年末分别为 235.84 亿元、276.41 亿元和 288.21 亿元，在负债总额中的占比分别为 69.82%、73.41% 和 74.56%。2018 年 9 月末，公司刚性债务规模较上年末减少 5.86% 至 271.32 亿元。公司负债以流动负债为主，2017 年末长短期债务比为 43.71%。

除刚性债务外，该公司负债还主要分布在应付账款、预收账款、其他应付款和长期应付款。公司应付账款主要是应付上游客户的设备款、材料款及货款等，2017 年末为 45.40 亿元，较上年末略有减少，一年以内款项占比为 90.34%。同期末，公司预收账款为 23.18 亿元，较上年末增长 9.39%，主要是预收货款和房地产预收款；公司其他应付款为 17.05 亿元，较上年末增长 24.77%，主要是往来款、应付保证金、代收代付款等。

(3) 刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	154.55	166.28	163.66	155.66
其中：短期借款	78.55	75.61	108.95	85.89
应付票据	18.58	16.62	15.98	17.92
应付短期融资券	53.72	63.63	23.23	34.22
一年内到期的长期借款	1.65	5.50	9.80	15.24
其他短期刚性债务	2.05	4.93	5.69	2.38
中长期刚性债务合计	81.28	110.13	124.55	115.66
其中：长期借款	49.08	38.64	43.51	33.46
应付债券	29.34	46.00	40.98	40.97
其他中长期刚性债务（融资租赁和永续中票）	2.86	25.49	40.06	41.22
综合融资成本（年化，%）	4.65	3.63	4.21	4.18

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

该公司主要通过银行借款、票据和发行债券进行债务融资，近年来中长期刚性债务规模增幅较大，但刚性债务期限结构仍偏重短期，2017 年末短期刚性债务占比为 56.78%。2017 年末，公司短期借款为 108.95 亿元，较上年末增加 33.34 亿元，其中信用借款、保证借款和抵押借款占比分别为 54.66%、26.55% 和 15.53%；应付票据为 15.98 亿元，较上年末略有减少；应付短期融资券为 23.23 亿元，较上年末减少 40.40 亿元，主要系债券到期偿还，公司相应增加短期银行借款；长期借款为 43.51 亿元，较上年末增加 4.87 亿元，主要由抵押借款（占比 69.01%）和保证借款（占比 22.91%）构成；应付债券为 40.97 亿元，包括四期公司债券，公司另发行两期永续中票 34.86 亿元计入其他权益工具；应付融资租赁款为 5.20 亿元。此外，刚性债务还包括一年到期的长期借款 9.80 亿元、一年内到期的应付债券 5.00 亿元和应付利息 0.69 亿元。2018 年 9 月末，公司刚性债务较上年末减少 16.89 亿元至 271.32 亿元，主要系短期借款减少较多。融资成本方面，公司综合融资成本总体处于较低水平。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 前三季度
营业周期（天）	89.33	110.84	91.68	-
营业收入现金率（%）	101.54	100.60	102.47	111.91
业务现金收支净额（亿元）	13.82	17.21	33.06	21.34
其他因素现金收支净额（亿元）	-10.59	2.21	-9.07	9.68

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018 前三季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.22	19.42	23.99	31.02
EBITDA（亿元）	28.92	35.06	35.65	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.14	0.13	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.63	2.95	3.04	-

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

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

2015-2017年，该公司营业周期分别为89.33天、110.84天和91.68天。其中，存货周转率分别为6.78、5.26和6.44；应收账款周转率分别为10.29、8.80和10.44，总体来说处于较好水平。

该公司主业获现能力强，近三年一期营业收入现金率均超过100%。同期公司经营性现金净流量分别为3.22亿元、19.42亿元、23.99亿元和31.02亿元，保持持续净流入。

2015-2017年，该公司EBITDA分别为28.92亿元、35.06亿元和35.65亿元，在利润总额增长带动下逐年增加。其中，2017年利润总额、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四者的占比分别为42.26%、28.96%、25.55%和3.23%。2015-2017年，公司EBITDA分别为刚性债务的0.14倍、0.14倍和0.13倍；EBITDA对利息支出的覆盖倍数分别为2.63倍、2.95倍和3.04倍。总体看，EBITDA对利息支出的覆盖能力有所增强，覆盖程度尚可。

（2）投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
回收投资与投资支付净流入额	-16.13	-33.79	-2.71	15.09
其中：理财产品投资回收与支付净额	-1.36	-5.50	-1.30	0.74
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-13.69	-11.58	-9.57	-10.79
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-8.72	2.83	-4.81	0.38
投资环节产生的现金流量净额	-38.54	-42.54	-17.08	4.68

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

近年来，该公司生产型企业购建固定资产支出规模较大，同时增加子公司、合营企业及联营企业的投资等资本活动支付的现金流增加，投资环节现金流呈持续大规模净流出。2015-2017年及2018年前三季度，公司投资性现金流量净额分别为-38.54亿元、-42.54亿元、-17.08亿元和4.68亿元。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
权益类净融资额	1.48	26.08	14.58	-0.52
其中: 永续债	-	19.92	14.94	-
债务类净融资额	-1.02	-6.38	-1.04	-23.70
其中: 现金利息支出	8.85	11.16	11.86	9.99
筹资环节产生的现金流量净额	33.93	46.50	-4.09	-14.25

资料来源: 广新控股

该公司 2015-2016 年投资规模较大, 存在一定资金缺口, 公司加大融资力度, 2015-2016 年筹资活动现金流量净流入分别为 33.93 亿元和 46.50 亿元。2017 年以来公司投资规模减少, 逐步偿还前期借款, 2017 年和 2018 年前三季度筹资环节现金流净额分别为-4.09 亿元和-14.25 亿元。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	235.89	282.24	291.54	294.60
	52.29	50.09	49.47	49.93
其中: 现金类资产 (亿元)	48.85	77.86	81.47	98.53
应收账款 (亿元)	48.27	56.67	52.34	52.68
预付款项 (亿元)	25.03	21.45	20.60	21.78
存货 (亿元)	73.30	82.23	71.72	79.18
其他应收款 (亿元)	28.75	29.95	47.32	25.42
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	215.21	281.17	297.81	295.43
	47.71	49.91	50.53	50.07
其中: 固定资产 (亿元)	89.79	98.89	103.15	103.23
长期股权投资 (亿元)	51.07	53.45	83.08	79.88
投资性房地产 (亿元)	9.42	36.73	42.85	42.77
商誉 (亿元)	26.66	29.40	28.77	27.43
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	48.50	104.81	99.25	98.07
受限资产账面余额/总资产 (%)	10.75	18.60	16.84	16.62

资料来源: 根据广新控股所提供数据整理

近年来该公司资产规模逐年增长, 2015-2017 年末及 2018 年 9 月末资产总额分别为 451.10 亿元、563.41 亿元、589.35 亿元和 590.03 亿元。

2017 年末, 该公司流动资产为 291.54 亿元, 较上年末增长 3.30%, 主要由货币资金、应收账款、预付账款、存货和其他应收款构成。其中, 2017 年末公司货币资金为 72.16 亿元, 较上年末基本不变, 其中受限资金为 4.12 亿

元；应收账款为 52.34 亿元，较上年末减少 7.64%，主要为下属子公司应收货款和应收广告款，一年以内账龄的应收账款约占 90%，前十名应收对象应收账款余额 11.85 亿元（占比 19.50%），计提坏账准备 2.56 亿元；预付款项近年来呈减少趋势，2017 年末预付款项为 20.60 亿元，其中账龄一年以内占比约 90%，公司已对预计无法收回的账款全额计提坏账准备并对 2 年以上按账龄的预付款项计提坏账准备；存货为 71.72 亿元，较上年末减少 12.79%，其中原材料、库存商品、自制半成品及在成品占比分别为 22.68%、29.93% 和 41.49%，跌价准备计提比例为 9.18%，计提较充分；其他应收款为 47.32 亿元，较上年末大幅增长 57.99%，增加的主要是应收广州市土地开发中心的羽绒厂项目出让价款 25.63 亿元，其他款项主要包括托管企业费用借款、关联方往来款和保证金等，计提坏账 13.28 亿元，计提比例约 22%。2018 年 9 月末，公司流动资产较年初增长 1.05% 至 294.60 亿元，其中因回收广羽地块土地出让金合计 22.81 亿元，货币资金增加 19.37 亿元，其他应收款减少 21.90 亿元。

2017 年末，公司非流动资产为 297.81 亿元，较上年末增长 5.92%，占总资产的 50.53%。其中，2017 年末固定资产为 103.15 亿元（累计折旧 64.42 亿元），较上年末增长 4.31%，主要为房屋建筑物和机器设备；主要因公司对 TCL 集团追加投资从而由“可供出售金融资产”科目重分类为“长期股权投资”，2017 年末可供出售金融资产较上年末减少 18.44 亿元至 5.03 亿元，长期股权投资较上年末增加 29.62 亿元至 83.08 亿元，长期股权投资主要包括生益科技 27.02 亿元、TCL 集团 21.87 亿元、印尼广青镍业有限公司 7.81 亿元、广东省丝绸纺织集团有限公司 6.33 亿元及佛山杜邦鸿基薄膜有限公司 6.40 亿元等；投资性房地产近年来增幅较大，主要因 2016 年公司调整投资性房地产的后续计量方法为公允价值模式和公司陆续将部分原自用的房产和存货转入，2016 年末和 2017 年末分别同比增加 27.31 亿元和 6.12 亿元；2017 年末商誉为 28.77 亿元，因计提商誉减值较上年末减少 2.14%。2018 年 9 月末，公司非流动资产为 295.43 亿元，较年初基本不变，各主要科目金额未有明显变化。

截至 2017 年末，该公司受限资产合计 99.25 亿元，占总资产的比重达 16.84%。其中，受限货币资金为 4.12 亿元，主要作为银行承兑汇票、信用证等各类保证金；受限应收票据 0.62 亿元、应收账款 1.64 亿元和股权 7.89 亿元，作为借款质押；受限存货 10.71 亿元，作为融资租赁抵押、应收票据抵押，部分被法院查封；受限固定资产 57.77 亿元、无形资产 7.66 亿元、投资性房地产 6.23 亿元和在建工程 0.80 亿元，用于借款抵押和抵押担保。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	99.47	108.39	108.39	106.45
速动比率 (%)	58.00	68.57	74.07	69.97
现金比率 (%)	20.60	29.90	30.29	35.60

资料来源：根据广新控股所提供数据整理

2015-2017 年末，该公司流动比率分别为 99.47%、108.39% 和 108.39%；现金比率分别为 20.60%、29.90% 和 30.29%，流动性有所增强。目前，公司货币资金存量尚充足，可为即期债务偿付提供一定支撑。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司合并口径对外担保余额为 29.05 亿元，其中为印尼广青提供借款担保 24.80 亿元，为香港武钢广新锦化资源有限公司提供担保 2.00 亿元，二者分别为公司印尼项目和苏拉拉项目的运营主体，所在地的政治环境和资源政策对项目经营影响较大。目前印尼项目开展情况较好，苏拉拉项目进展缓慢，存在一定或有风险。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担投资管理职能，截至 2018 年 9 月末公司对主要子公司兴发铝业持股比例为 29.99%，对广青科技持股比例为 48.72%，对佛塑科技持股比例为 26.00%，对省广集团持股比例为 16.30%，对星湖科技持股比例为 17.47%，对省食品公司持股比例为 100%。整体来看，公司对核心子公司（尤其上市公司）控股比例较低，如若对上市公司失去实际控制，或将对公司经营业绩和偿债能力产生不利影响。2017 年末，本部资产总额为 201.56 亿元，所有者权益为 63.53 亿元，资产负债率为 68.48%。2017 年，本部营业收入为 0.58 亿元，净利润为 3.86 亿元，经营性现金流净额为-0.83 亿元。

该公司本部每年能从子公司和联营合营企业获得分红。2015 年至 2017 年，公司本部累计收到的分红金额分别为 4.58 亿元、2.30 亿元和 2.98 亿元。

图表 33. 2015-2017 年本部收到子公司分红具体情况（单位：亿元）

子公司 公司名称	持股比例 (2018 年 9 月末)	股票是 否质押	报告期内归属于母公司的净利润			报告期内分红金额		
			2015	2016	2017	2015	2016	2017
兴发铝业	29.99%	否	0.80	0.86	1.17	0.09	0.10	0.00
广青科技	48.72%	否	0.75	0.75	0.47	0.87	0.69	0.67
佛塑科技	26.00%	否	0.83	1.26	1.06	0.00	0.13	0.13
省广集团	16.30%	是	5.48	6.11	-1.84	2.59	0.10	0.06
星湖科技	17.47%	否	-4.22	0.24	-1.58	0.00	0.00	0.00
省食品公司	100.00%	否	0.11	0.28	0.32	0.00	0.05	0.13

资料来源：广新控股

该公司本部有息债务主要集中在 2021 年内到期，面临一定即期债务偿付压力。公司本部 2019-2021 年到期有息债务分别为 77.17 亿元、0 亿元和 60 亿元。

图表 34. 母公司有息债务到期期限分布（单位：亿元）

到期年份	2018 年 12 月到期	2019 年到期	2020 年到期	2021 年到期
银行借款	-	37.17	-	-
公司债券	-	-	-	60.00
超短期融资券	10.00	40.00	-	-

到期年份	2018年12月到期	2019年到期	2020年到期	2021年到期
合计	10.00	77.17	-	60.00

资料来源：广新控股

截至 2018 年 9 月末，该公司本部资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。其中，货币资金为 41.67 亿元；其他应收款为 61.66 亿元，主要是对子公司的暂借款；长期股权投资为 108.12 亿元，长期股权投资标的资质较好，未来股利分红以及资产处置收益可进一步提高公司本部的偿债能力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司作为广东省重要的国有资本运营管理主体，可获得地方政府在资源配置和资金方面的有力支持。2015-2017 年及 2018 年前三季度，公司获得的政府补助收入分别为 1.38 亿元、1.67 亿元、1.38 亿元和 0.92 亿元，政府补助收入主要包括专项资金、扶持款、贴息收入及税费减免收入。

2. 国有大型金融机构支持

该公司保持了较为通畅的银行信贷融资渠道，截至 2018 年 9 月末，公司合并口径（不包括上市子公司）共获得银行综合授信 261.88 亿元，剩余未使用额度 148.99 亿元，其中来自大型国有金融机构授信额度占比达 43.27%。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用额度	剩余额度
全部（亿元）	261.88	112.89	148.99
其中：国家政策性金融机构（亿元）	28.50	16.94	11.56
工农中建交五大商业银行（亿元）	84.83	37.11	47.72
其中：大型国有金融机构占比（%）	43.27	47.88	39.79

资料来源：根据广新控股所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）

评级结论

广东省经济实力位居全国前列，制造业发达，为该公司经营提供了良好的外部环境。公司作为广东省重要的国有资本运营管理主体，可获得地方政府在资源配置和资金方面的有力支持。

经过多年发展，该公司已形成先进制造业、新能源新材料、生物医药与食品大健康、文化创意与大数据营销和新型外贸五大核心业务板块，多元化发展，且在各细分领域具备较强的竞争实力。受益于铝型材和镍合金新增产能的释放，公司先进制造业收入规模增长迅速，2017 年成为公司最大的收入

利润来源：受传统媒介代理业务利润空间收缩影响，文化创意与大数据营销业务收入增长而毛利润有所下滑；薄膜材料和生物医药市场竞争日趋激烈，加之原燃料成本上涨，导致 2017 年相关业务板块毛利润均有所下滑；公司近年来加快推动传统贸易业务转型升级，板块收入下降而毛利润有所提升。公司利润总额近三年呈增长趋势，而 2017 年净利润受羽绒厂土地出让所得税计提影响有所下滑。

受益于业务规模扩大及在建工程的推进，近年来该公司资产规模保持稳定增长，但公司受限资产金额较大，如若发生融资纠纷，或对公司日常经营产生不利影响。公司债务规模持续扩张，已积累较大规模的刚性债务，且期限结构偏向短期，面临一定的短期偿债压力。公司经营性现金流状况良好，货币现金存量充裕，融资渠道畅通，且部分股权资产可变现能力强，可为公司到期债务偿还提供良好保障。

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，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2019 年 11 月 22 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

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。

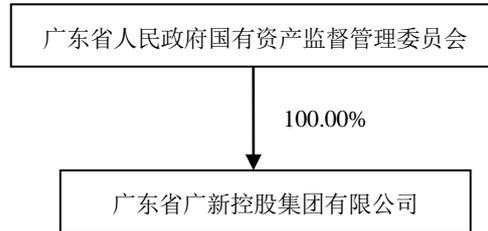
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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持续跟踪评级结果。

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，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

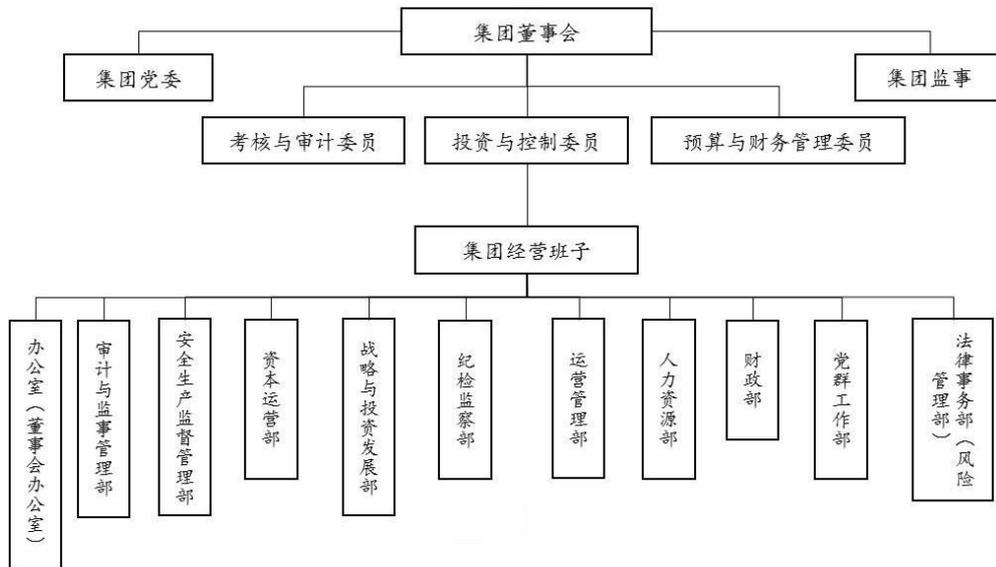
公司与实际控制人关系图



注：根据广新控股提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据广新控股提供的资料绘制（截至 2018 年 9 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
				刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量
广东省广新控股集团有限公司 (本部)	本级	-	股权投资管理	113.22	63.53	0.58	3.86	-0.83
广东兴发铝业有限公司	三级子公司	29.99	建筑铝型材、工业铝型材	24.83	20.70	72.50	3.83	-0.48
广东广青金属科技有限公司	二级子公司	48.72	镍合金、不锈钢	25.42	15.16	164.84	2.65	3.59
佛山佛塑科技集团股份有限公司	二级子公司	26.01	塑料新材料	18.48	24.38	25.12	1.18	6.99
广东省广告集团股份有限公司	二级子公司	15.30	广告设计、制作、代理等	16.31	53.21	112.95	-1.01	3.53
广东肇庆星湖生物科技股份有限公司	二级子公司	14.94	饲料添加剂、化学原料药等	3.45	9.14	6.87	-1.58	0.40
广东省食品进出口集团有限公司	二级子公司	100.00	生猪养殖，食品调料等	5.03	3.87	22.46	0.50	0.47
广东生益科技股份有限公司	重要合营企业	20.04	铜板生产	38.41	64.18	107.52	11.13	5.93

注：根据广新控股 2017 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]	2015年	2016年	2017年	2018年 前三季度
资产总额 [亿元]	451.10	563.41	589.35	590.03
货币资金 [亿元]	43.62	71.14	72.16	91.53
刚性债务[亿元]	235.84	276.41	288.21	271.32
所有者权益 [亿元]	113.33	186.90	202.80	211.13
营业收入[亿元]	494.36	461.94	568.93	384.39
净利润 [亿元]	6.33	10.43	6.82	9.44
EBITDA[亿元]	28.92	35.06	35.65	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.22	19.42	23.99	31.02
投资性现金净流入量[亿元]	-38.54	-42.54	-17.08	4.68
资产负债率[%]	74.88	66.83	65.59	64.22
权益资本与刚性债务比率[%]	48.05	67.62	70.37	77.81
流动比率[%]	99.47	108.39	108.39	106.45
现金比率[%]	20.60	29.90	30.29	35.60
利息保障倍数[倍]	1.75	2.04	2.16	—
担保比率[%]	—	15.73	14.32	—
营业周期[天]	89.33	110.84	91.68	-
毛利率[%]	9.44	11.44	12.92	10.70
营业利润率[%]	1.69	2.69	2.58	3.24
总资产报酬率[%]	4.48	4.77	4.41	—
净资产收益率[%]	5.61	6.95	3.50	—
净资产收益率*[%]	5.56	3.12	7.21	—
营业收入现金率[%]	101.54	100.60	102.47	111.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.42	7.81	9.06	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-11.09	-6.47	1.81	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.63	2.95	3.04	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.14	0.13	—

注：根据广新控股经审计的2015-2017年度及未经审计的2018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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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。

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。

本信用评级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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至 2019 年 11 月 22 日止。新世纪评级将根据《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、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《有色金属行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。