

跟踪评级公告

联合〔2019〕1274号

东旭集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

东旭集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

东旭集团有限公司公开发行的“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”、“17 东旭 02”、“18 东旭 01”和“18 东旭 02”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

东旭集团有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：正面

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 东旭 02	17.73 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2018/6/22
16 东旭 01	9.97 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2018/6/22
16 东旭 02	35 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2018/6/22
17 东旭 01	25 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2018/6/22
17 东旭 02	5 亿元	5 年	AA+	AA+	2018/6/22
18 东旭 01	26 亿元	3 年	AA+	AA+	2018/8/16
18 东旭 02	9 亿元	3 年	AA+	AA+	2018/10/16

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	1,373.43	1,984.83	2,072.26
所有者权益 (亿元)	510.91	634.52	772.86
长期债务 (亿元)	468.10	669.22	559.70
全部债务 (亿元)	762.82	1,109.97	874.38
营业总收入 (亿元)	210.90	383.54	518.60
净利润 (亿元)	19.31	35.22	27.66
EBITDA (亿元)	63.53	106.28	111.54
经营性净现金流 (亿元)	10.08	65.08	77.57
营业利润率 (%)	30.09	25.19	21.45
净资产收益率 (%)	5.13	6.15	3.93
资产负债率 (%)	62.80	68.03	62.70
全部债务资本化比率 (%)	59.89	63.63	53.08
流动比率 (倍)	2.49	2.22	1.93
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.10	0.13
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.96	1.98	1.81
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.50	0.83	0.87

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、西藏金租拆入资金，其他流动负债中定向债务融资工具、信托收益权转让产品和股票质押融资已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，东旭集团有限公司（以下简称“东旭集团”或“公司”）作为国内玻璃基板行业成长潜力较大的龙头企业，在行业地位、产业多元化、生产能力以及技术水平等方面依然具有较强的竞争优势。得益于技术优势积累、产品结构优化调整以及持续拓展客户，公司装备及技术服务业务、光电显示材料业务和地产业务规模增长带动公司营业收入增长，经营活动现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司业务涉及产业种类较多，经营管理难度较大；装备及技术服务和玻璃基板毛利下滑明显；在建项目尚需投资规模较大，在建光伏电站项目受国家光伏产业政策影响较大，玻璃基板生产线能否全部按期实现量产并达到预期收益存在不确定性，且玻璃基板产品销售对下游客户依赖度较高；公司所有者权益稳定性一般、应收账款对营运资金形成占用、整体债务负担较重且存在一定集中偿付压力、期间费用对利润存在一定侵蚀以及商誉规模较大；持有上市公司股票质押率居高不下等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2018 年 6 月，公司与西藏金融租赁有限公司（以下简称“西藏金租”）股东签订的一致行动人协议到期，不再将其纳入合并范围，受此影响，公司债务负担有所减轻，但未来收入规模和利润水平将有所下降。受宏观及融资环境影响，公司再融资难度加大，融资成本上升将进一步侵蚀公司利润规模；加之公司到期债务规模很大，流动性压力有所上升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望调整为“稳定”；同时维持“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”、“17 东旭 02”、“18 东旭 01”和“18 东旭 02”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. 公司自主研发能力强，已实现玻璃基板成套装备自主研发、生产、安装，具有较大的技术优势。

2. 2018 年，公司高端装备制造业务、光电显示材料、地产等主要业务板块收入保持较快增长，业务规模进一步扩大。

3. 公司资产规模较大，现金类资产充沛，资产质量较好，经营活动现金状况良好，整体债务负担有所减轻。

关注

1. 公司业务涉及产业较多，对公司经营和管理能力提出较大挑战。

2. 2018 年，公司装备及技术服务业务中，通用化设备占比提高，毛利率明显下降；受产品结构调整及销售均价下降影响，公司光电显示材料毛利率有所下降；2018 年 6 月，毛利率水平较高的金融板块运营主体——西藏金租不再纳入合并范围，受此影响，未来公司盈利能力可能有所下降。

3. 公司在建项目多为玻璃基板生产线项目及光伏电站项目，尚需投资规模较大，存在一定的资金压力。光伏电站项目受国家光伏产业政策影响较大；玻璃基板生产线能否全部按期实现量产并达到预期收益存在不确定性，且玻璃基板产品销售对客户依赖度较高。

4. 公司少数股东权益占比较高，所有者权益结构稳定性一般；应收账款规模较大，对公司资金形成一定的占用；商誉规模较大且可能存在减值风险；债务负担较重且面临一定集中偿付压力；期间费用对利润存在一定侵蚀。受宏观及融资环境影响，公司再融资风险加大，融资成本上升将进一步侵蚀公司利润规模。

5. 公司持有东旭光电、东旭蓝天和嘉麟杰股票质押率居高不下，若市场形势发生重大变化，导致公司已质押的股份被处置，公司可能面临丧失上市公司实际控制权风险。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：   李昆

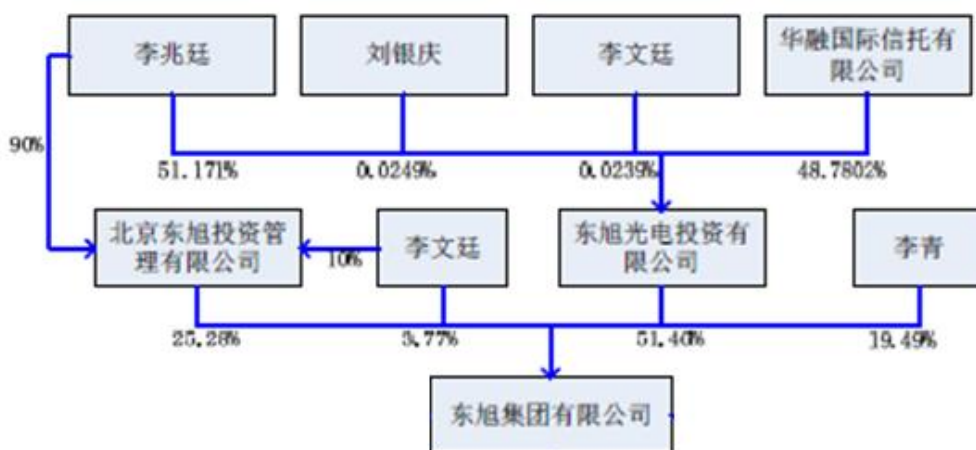
联合信用评级有限公司

一、主体概况

东旭集团有限公司（以下简称“公司”或“东旭集团”）前身为河北东旭机械设备有限公司，是由自然人郭轩、刘银庆共同投资组建，于 2004 年 11 月在河北省石家庄市工商行政管理局注册登记成立，注册资本为人民币 300 万元。

2009 年 4 月，公司名称变更为河北东旭投资集团有限公司。2011 年 5 月，公司名称变更为东旭集团有限公司。后经多次股权转让及增资后，截至 2018 年底，公司注册资本为 3,680,000 万元，其中东旭光电投资有限公司（以下简称“东旭投资”）持股 51.46%；李青持股 19.49%；北京东旭投资管理有限公司（以下简称“东旭投资管理”）持股 25.28%；李文廷持股 3.77%¹。东旭投资为公司控股股东，李兆廷持有东旭投资 51.17% 股份，并通过东旭投资管理间接持有公司 25.28% 股份，为公司实际控制人。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018 年 6 月，公司与西藏金融租赁有限公司（以下简称“西藏金租”）股东签订的一致行动人协议到期，不再将其纳入合并范围，主营业务减少金融板块。2018 年，公司部门设置未发生变化。截至 2018 年底，公司拥有 30 家二级子公司（其中包括 1 个结构化主体），在职员工合计 16,083 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,072.26 亿元，负债合计 1,299.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）772.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 458.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 518.60 亿元，净利润（含少数股东损益）27.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 77.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-330.44 亿元。

公司注册地：石家庄市高新区珠江大道 369 号。法定代表人：李兆廷。

二、债券发行概况及募集资金使用情况

1. “15 东旭 02”和“16 东旭 01”

2015 年 10 月，经中国证监会证监许可[2015]2431 号批复，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过 30 亿元的公司债券。

2015 年 11 月 13 日，公司发行了“东旭集团有限公司 2015 年第二期公司债券”，发行规模为

¹ 李兆廷与李青为夫妻关系，与李文廷为兄妹关系。

20 亿元，发行利率 7.00%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。该期债券已于 2015 年 12 月 9 日在上海证券交易所上市，债券简称“15 东旭 02”，债券代码 136033.SH，“15 东旭 02”债券募集资金用于偿还债务和补充流动资金。根据本期债券设定的回售条款，2018 年 10 月 25 日至 2018 年 10 月 29 日为本期债券回售申报期，同时公司选择将本期债券存续期后 2 年的票面利率上调至 7.50%。截至回售申报期末，本期债券有效申报数量 2,274,780 张，回售金额 227,478,000 元，债券余额 17.73 亿元。2018 年 11 月 13 日，公司偿付了“15 东旭 02”债券第三个计息年度内的利息。

2016 年 1 月 18 日，公司发行了“东旭集团有限公司 2016 年第一期公司债券”，发行规模为 10 亿元，发行利率 6.84%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。该期债券已于 2016 年 2 月 18 日在上海证券交易所上市，债券简称“16 东旭 01”，债券代码 136160.SH，“16 东旭 01”债券募集资金用于偿还债务和补充流动资金。根据本期债券设定的回售条款，2019 年 1 月 3 日至 2019 年 1 月 7 日为本期债券回售申报期，同时公司选择将本期债券存续期后 2 年的票面利率上调至 7.50%。截至回售申报期末，本期债券有效申报数量 28,470 张，回售金额 2,847,000 元，债券余额 9.97 亿元。2019 年 1 月 18 日，公司偿付了“16 东旭 01”债券第三个计息年度内的利息。

截至 2018 年底，“15 东旭 02”和“16 东旭 01”债券募集资金已按募集说明书约定使用完毕。

2. “16 东旭 02”

2016 年 6 月，经中国证监会证监许可[2016]1362 号批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 35 亿元的公司债券。

2016 年 7 月 25 日，公司发行了“东旭集团有限公司 2016 年第二期公司债券”，发行规模为 35 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，已于 2016 年 9 月 9 日在上海证券交易所上市，债券简称“16 东旭 02”，债券代码 136564.SH。“16 东旭 02”债券募集资金用于偿还公司债务和补充流动资金。2018 年 7 月 25 日，公司偿付了“16 东旭 02”债券第二个计息年度内的利息。

截至 2018 年底，“16 东旭 02”债券募集资金已按募集说明书约定使用完毕。

3. “17 东旭 01”和“17 东旭 02”

2017 年 1 月，经中国证监会证监许可[2017]10 号批复，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 30 亿元的公司债券。

2017 年 3 月 13 日，公司发行了“东旭集团有限公司公开发行 2017 年公司债券”，发行规模为 30 亿元，分两个品种。其中品种一规模 25 亿元，发行利率 6.55%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二规模为 5 亿元，发行利率 6.80%，期限为 5 年。品种一和品种二债券已均于 2017 年 3 月 27 日在上海证券交易所上市，品种一债券简称“17 东旭 01”，债券代码 143007.SH；品种二债券简称“17 东旭 02”，债券代码 143008.SH。“17 东旭 01”和“17 东旭 02”债券募集资金用于偿还公司有息债务和补充流动资金。2019 年 3 月 13 日，公司偿付了“17 东旭 01”和“17 东旭 02”债券第二个计息年度内的利息。

截至 2018 年底，“17 东旭 01”和“17 东旭 02”债券募集资金已按募集说明书约定使用完毕。

4. “18 东旭 01”和“18 东旭 02”

经中国证监会（证监许可[2018]92 号文）核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过

35 亿元的公司债券。

2018 年 9 月 3 日，公司发行“东旭集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，发行规模为 26 亿元，期限 3 年，发行利率 8.18%，已于 2018 年 9 月 19 日在深圳证券交易所上市，债券简称“18 东旭 01”，债券代码 112759.SZ。2018 年 10 月 24 日，公司发行“东旭集团有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，发行规模为 9 亿元，期限 3 年，发行利率 8.18%，已于 2018 年 11 月 12 日在深圳证券交易所上市，债券简称“18 东旭 02”，债券代码 112782.SZ。

截至 2018 年底，“18 东旭 01”和“18 东旭 02”债券募集资金已按募集说明书约定使用完毕。截至本报告出具日，尚未到达第一个付息日。

本报告所跟踪债券如下表所示。

表 1 本报告所跟踪公司债券相关情况

债券简称	证券代码	债券余额(亿元)	期限	票面利率(%)
15 东旭 02	136033.SH	17.73	5 年(3+2)	7.50
16 东旭 01	136160.SH	9.97	5 年(3+2)	7.50
16 东旭 02	136564.SH	35.00	5 年(3+2)	5.80
17 东旭 01	143007.SH	25.00	5 年(3+2)	6.55
17 东旭 02	143008.SH	5.00	5 年	6.80
18 东旭 01	112759.SZ	26.00	3 年	8.18
18 东旭 02	112782.SZ	9.00	3 年	8.18
合计	--	127.70	--	--

资料来源：Wind、联合评级整理。

三、行业分析

1. 玻璃基板行业

液晶玻璃基板是构成液晶显示面板的基本部件，一块面板通常需要两片玻璃基板，约占整个面板生产成本的 15%~20%，具有高技术壁垒、高度垄断、高利润空间等特点。液晶面板广泛应用于 LCD 电视、笔记本、PC 监控器及手机领域。全球面板行业在经历前期的产能大幅扩张后出现产能过剩的局面，面板价格持续下降，盈利空间收窄。2018 年，全球面板产能持续增加，且新增产能主要来自中国，国际大厂商三星、LG 等陆续关闭 LCD 生产线并把重心转移到 OLED，国内如京东方、深圳市华星光电技术有限公司（以下简称“华星光电”）等一系列厂商正通过不断布局加速占据国际市场份额。

下游应用方面，手机方面，据第三方数据统计机构 IDC 统计，由于换机周期拉长影响，2018 年全球智能手机出货量持续下降，为 14.05 亿台，同比下降 4.1%。IT 方面，根据 Strategy Analytics 数据显示，平板电脑延续 2015 年以来的持续衰退，2018 年同比下降 6%至 1.74 亿台；全球 PC 出货量总计为 2.59 亿台，同比下降 1.3%。TV 方面，根据群智咨询统计，受到冬奥会、世界杯、亚运会赛事的拉动，及面板降价的促进，2018 年全球 TV 出货量为 2.40 亿台，同比增长 4.3%；大屏化、高分辨率化仍在影响 TV 市场，但 2018 年全球 LCD 电视面板的平均尺寸增长 0.4 英寸，增幅是过去五年的最低水平。

液晶面板价格方面，随着新产品的更新换代、各生产厂家产能的扩大和成本的降低，近年来显示面板产品价格呈波动下降趋势。其中，55 寸 UHD 液晶电视面板（60Hz Open Cell）价格由 2016

年 8 月的 189 美元/片下降至 2019 年 3 月的 140 美元/片；32 寸 HD 液晶电视面板（Open Cell）价格由 2016 年 8 月的 70 美元/片下降至 2019 年 3 月的 43 美元/片。

玻璃基板行业上游是石英砂等矿物类原料和氧化铝、三氧化二硼、碳酸锶、碳酸钡等化工类原料，分布广泛，供给充沛，且直接材料占玻璃基板的成本比重很低，原材料价格的变动对玻璃基板生产成本的影响较小。

平板显示行业是国家产业政策鼓励发展的方向和国家战略性新兴产业，玻璃基板作为显示产业的上游行业将受益于显示产业扶持政策。由于平板显示产业上游行业技术壁垒高、资金需求大，大陆地区产业自给率较低，一直以来存在巨大的进口替代空间。《中国制造 2025》、《2014~2016 年新型显示产业创新发展行动计划》等产业政策的支持及引导为平板显示行业及其上游关键材料和设备的发展奠定了坚实的政策基础。

总体看，2018 年，全球面板产能持续增加，玻璃基板行业下游需求出现下滑，液晶面板价格持续下降；原材料价格的变动对玻璃基板生产成本的影响较小；在相关行业政策的扶持下，预计未来玻璃基板行业将保持平稳的发展势头。

2. 装备制造行业

机械装备制造业具有资本密集、技术密集和劳动力密集的特点。机械工业的发展受宏观经济的影响较大，2018 年，受中美贸易摩擦影响，我国制造业整体增速放缓，根据国家统计局的数据显示，2018 年我国专用设备制造业实现主营业务收入 29,126.80 亿元，同比增长 11.00%（2017 年为 10.20%）；实现利润总额 2,035.10 亿元，同比增长 15.80%（2017 年为 29.30%）。通用设备制造方面，2018 年我国通用设备制造实现主营业务收入 37,688.90 亿元，同比增长 7.70%（2017 年为 8.50%）；实现利润总额 2,526.90 亿元，同比增长 7.30%（2017 年为 13.50%）。

价格方面，2018 年机械设备产品价格整体较为平稳，呈现低位运行的态势，根据工商业联合会相关数据，2018 年以来机械设备价格指数基本维持在 98 点左右。

总体看，2018 年，装备制造行业增速放缓，产品价格整体较为平稳。

3. 光伏行业

（1）行业概况

太阳能光伏产业链的上游为太阳能级多晶硅原料。行业上游方面，中国仍然是全球最大的多晶硅生产国。2018 年，我国多晶硅产量约为 25 万吨，同比增长 3.3%。在产能不断扩张以及技术升级的驱动下，多晶硅料价格不断下降，加速了太阳能光伏发电成本接近传统能源的进程；目前多晶硅仍然存在产能过剩，预计多晶硅的价格处于下行通道。

原材料价格方面，自 2018 年 1 月起，多晶硅价格呈现出断崖式下跌趋势，主要系进入 2018 年以来，由于电价不断下调和新增装机规模受限，多晶硅下游需求降温所致。截至 2019 年 3 月初，光伏级多晶硅现货价格已下跌至 9.00 美元/千克，同比下降 39.63%。

原材料进口方面，目前我国太阳能级多晶硅产品可以满足国内多晶硅片和单晶硅片的品质需求，且随着电价不断下调和政策收紧对新增装机的限制，我国对多晶硅的进口需求有所减少。2018 年，我国共进口多晶硅料 12.5 万吨，同比下降 20%。

下游需求方面，2018 年，我国硅片产量 109.2GW，同比增长 25.52%；电池片产量 87.2GW，同比增长 21.1%；组件产量 85.7GW，同比增长 14.3%。产业链各环节生产规模全球占比均超过 50%，继续保持全球首位。出口方面，2018 年，我国仍为光伏产品（硅片、电池片、组件）第一出口大国，

光伏产品出口总额达到 161.1 亿美元，同比增长 10.1%，主要系国内市场增量下降，主力需求向海外市场转移所致。

下游产品价格方面，2018 年以来，电池片价格下降明显，156 多晶硅电池片(单片 4.1 瓦以上)由年初的 1.55 元/瓦下降到 0.70 元/瓦，156 单晶硅电池片(单片 4.3 瓦以上)由年初的 1.74 元/瓦下降到 0.88 元/瓦。电池片价格大幅下降主要系下游需求预冷以及光伏电价不断下调迫使企业降价所致。

光伏发电方面，截至 2018 年底，我国新增光伏装机容量 44.26GW，同比下降 18%；其中集中式电站新增装机 23.30GW，同比下降 31%，分布式新增装机 20.96GW，同比增长 5%。截至 2018 年底，我国光伏累计装机达 174.51GW，其中集中式电站 123.85GW，分布式 50.61GW。2018 年，全国光伏发电量 1,775 亿千瓦时，同比增长 50%；平均利用小时数 1,115 小时，同比增加 37 小时。

弃光率方面，2018 年，全国光伏发电弃光电量 54.9 亿千瓦时，同比减少 18.0 亿千瓦时；弃光率 3%，同比下降 2.8 个百分点，实现弃光电量和弃光率“双降”。弃光主要集中在新疆和甘肃，其中，新疆（不含兵团）弃光电量 21.4 亿千瓦时，弃光率 16%，同比下降 6 个百分点；甘肃弃光电量 10.3 亿千瓦时，弃光率 10%，同比下降 10 个百分点。

总体看，2018 年以来，行业上游多晶硅料产量增速较慢且价格持续下跌，由于国内光伏市场遇冷及政策收紧，下游产品价格亦出现大幅下降。但得益于海外市场增量较大，产品端产量仍可保持稳健增长。光伏发电新增装机有所下降，分布式光伏逐渐成为主力增量。此外，2018 年弃光限电问题进一步改善，但部分地区的弃光率仍属较高。

（2）行业政策

2019 年 2 月 26 日，国家电网有限公司向社会公开发布《国家电网有限公司 2018 社会责任报告》，承诺完成售电量 4.5 万亿千瓦时，省间交易电量 1.07 万亿千瓦时；力争市场化交易电量达到 1.8 万亿千瓦时，力争新能源省间交易电量突破 700 亿千瓦时，确保弃风弃光率控制在 5%以内，力争全年替代电量超过 1,400 亿千瓦时；完成除青海、西藏外“三区两州”（不含云南怒江州）和中西部贫困地区电网建设任务。

2019 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中提出，要持续推进污染防治。持续开展京津冀及周边、长三角、汾渭平原大气污染治理攻坚，加强工业、燃煤、机动车三大污染源治理。壮大绿色环保产业。加快火电、钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造。推进煤炭清洁化利用，加快解决风、光、水电消纳问题。加大城市污水管网和处理设施建设力度。此外，李克强总理还指出，2019 年将实施更大规模的减税，制造业 16%的税率降至 13%，交通运输业、建筑业等行业现行 10%的税率降至 9%。根据上述内容，弃光限电问题将在 2019 年进一步改善，且随着减税的推行，光伏发电成本也将进一步下降。

2019 年 4 月 12 日，国家能源局发布《关于 2019 年风电、光伏发电建设管理有关要求的通知（征求意见稿）》，明确今年光伏风电要采取竞争方式配置需国家补贴的风电、光伏发电项目。根据文件附件内容显示：今年光伏补贴总额 30 亿元，明确对户用光伏项目进行单独管理。30 亿中的 7.5 亿元用于户用光伏（折合 350 万千瓦）、补贴竞价项目按 22.5 亿元补贴。征求意见稿指出：优先建设平价上网风电、光伏发电项目，且除光伏扶贫、平价项目、户用光伏之外，均需要参加竞价。可申请补贴的光伏项目如下：（1）光伏扶贫项目，包括已列入国家光伏扶贫目录和国家下达计划的光伏扶贫项目；（2）户用光伏：业主自建的户用自然人分布式光伏项目；（3）普通光伏电站：装机容量 6 兆瓦及以上的光伏电站；（4）工商业分布式光伏发电项目：就地开发、就近利用且单点并网装机容量小于 6 兆瓦的户用光伏以外的各类分布式光伏发电项目；（5）国家组织实施的专项工程或示范项目，包括国家明确建设规模的示范省、示范区、示范城市内的光伏发电项目，以及跨省跨区输电通

道配套光伏发电项目等。竞价定价机制方面，普通光伏电站和全额上网工商业分布式光伏发电项目：II 类资源区修正后的电价=申报电价-0.05 元/千瓦时，III 类资源区修正后的电价=申报电价-0.15 元/千瓦时。自发自用、余电上网工商业分布式光伏发电项目：修正后的电价=申报电价-所在省份燃煤标杆电价+0.3 元/千瓦时，其中燃煤标杆电价不足 0.3 元/千瓦时地区的项目，申报电价不进行修正。申报电价以 0.1 厘/千瓦时为最小报价单位。

2019 年 4 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》（以下简称“本通知”）。集中式光伏电站方面，将纳入国家财政补贴范围的 I~III 类资源区新增集中式光伏电站指导价分别确定为每千瓦时 0.40 元（含税，下同）、0.45 元、0.55 元。新增集中式光伏电站上网电价原则上通过市场竞争方式确定，不得超过所在资源区指导价。国家能源主管部门已经批复的纳入财政补贴规模且已经确定项目业主，但尚未确定上网电价的集中式光伏电站（项目指标作废的除外），2019 年 6 月 30 日（含）前并网的，上网电价按照《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》（发改能源〔2018〕823 号）规定执行；7 月 1 日（含）后并网的，上网电价按照本通知规定的指导价执行。扶贫电站方面，纳入国家可再生能源电价附加资金补助目录的村级光伏扶贫电站（含联村电站），对应的 I~III 类资源区上网电价保持不变，仍分别按照每千瓦时 0.65 元、0.75 元、0.85 元执行。分布式电站方面，纳入 2019 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式的工商业分布式（即除户用以外的分布式）光伏发电项目，全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.10 元；采用“全额上网”模式的工商业分布式光伏发电项目，按所在资源区集中式光伏电站指导价执行。能源主管部门统一实行市场竞争方式配置的工商业分布式项目，市场竞争形成的价格不得超过所在资源区指导价，且补贴标准不得超过每千瓦时 0.10 元；纳入 2019 年财政补贴规模，采用“自发自用、余量上网”模式和“全额上网”模式的户用分布式光伏全发电量补贴标准调整为每千瓦时 0.18 元。

总体看，未来，国家的光伏电价补贴标准不断降低，但国家亦通过各项政策确保光伏发电的消纳和成本控制，光伏发电平价上网实现可期，但随着电价不断下调，光伏行业上游的利润空间将受到进一步挤压。

（3）行业关注

补贴力度的下降对业内企业的成本控制提出较高要求

自 2015 年起，我国政府已着手通过对光伏发电补贴电价进行向下调整，以保证行业的良性、有序发展，未来我国光伏发电补贴电价仍存在进一步下调的空间。因此光伏发电企业仍需进一步提高成本的控制能力，以减少电价补贴力度下降带来的不利影响，维持业务利润水平的稳定。

部分技术瓶颈限制了光伏产业的大规模发展

目前光伏产业仍存在一定的技术瓶颈，如发电功率密度低、光电转换效率低、大规模存储技术尚未解决、大规模应用没有自身调节能力、小规模应用依赖于蓄电池（昂贵且寿命短）等，上述技术瓶颈限制了产业的大规模应用发展，有待不断改进提升。

光伏产品下游需求存在不确定性

近年来，国家出台的各类相关政策除控制电价以外，亦间接控制装机容量的快速增长，平价上网对发电企业的成本控制能力带来考验，发电成本控制能力弱的企业，面临难以持续扩张的风险，受此影响，下游光伏发电装机的整体规模增长和增速存在较大不确定性，从而影响光伏行业中制造类企业的产品去化。

（4）未来发展

从整体上来看，太阳能光伏行业将呈现三种发展趋势，一是成本将会进一步降低，对于补贴的

依赖性将会不断减小，乃至消失；二是行业模式将会发生变化，“光伏+”模式将会成为行业的主流发展模式；三是行业市场份额将更多的向新兴市场转移，随着环保理念在全球各国不断普及深入，以及光伏行业成本的不断下降，新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”。

成本将会进一步降低

可再生能源将在全球范围内对化石能源发起成本大战。最近 RMI 的一项综合分析显示，在美国的一些地区，公用事业级大规模光伏的成本已经比燃煤和燃气的火电厂还要便宜。而在我国，随着电价不断下调以及税收政策的利好，光伏平价上网可期，从而将进一步刺激产品端价格的下调。作为可再生能源中的代表，光伏能源的成本不断降低的趋势将更为明显。

“光伏+”模式将会成为行业的主流发展方式

这一模式在 2016~2017 年已有很大的发展，如光伏与扶贫、农业、环境、气候结合等。一直以来，我国光伏发电呈现“发电在西部、用电在东部”的局面，消纳限电问题日益严重。而东部地区建设传统地面电站，又面临着人多地少，建设用地不足的问题，但是我国拥有 1.35 亿公顷农用地，超过 200 万公顷的设施大棚，且多数分布在中东部地区。在这种情况下，光伏与农业的跨界联姻应运而生，最近一两年光伏农业大棚规模迅速扩张。除此之外，光伏行业与互联网行业，消费品行业也已经实现结合，“光伏+”模式必将成为行业的主流发展方式。

新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”

随着环保理念在全球各国不断普及深入，以及光伏行业成本的不断下降，光伏行业的市场份额将向新兴市场不断转移。新兴市场国家中泰国计划到 2021 年可再生能源比重达到 25%。印度计划到 2022 年实现 100GW 的太阳能发电规模。在东非和非洲南部的一些国家，计划到 2030 年将可再生能源的比重提高到 40%。今后新兴市场将成为光伏行业的“新蓝海”。

总体看，在未来一段时间，太阳能光伏行业将更沿着技术驱动的方向发展，粗放式的发展方式已成为过去；在单晶硅成本、硅片加工技术、光伏电站建设等领域的技术竞争将成为行业发展的新动力。同时随着成本的进一步降低，以及技术的提升，太阳能光伏行业受到行业政策影响程度将减小。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理层无变动，其他核心团队人员稳定，管理制度连续，经营运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现营业总收入 518.60 亿元，较上年增长 35.21%，主要系装备及技术服务、光电显示材料和地产等主要业务保持增长所致；实现营业利润 32.99 亿元，较上年减少 18.18%，主要系期间费用增长及计提资产减值损失所致；实现净利润 27.66 亿元，较上年减少 21.45%。

2018 年，公司主营业务收入占营业收入的 98.55%，主营业务仍十分突出。从各板块收入来看，2018 年，公司在装备及技术服务领域持续发力，订单量持续增长，装备及技术服务板块实现收入 195.25 亿元，较上年增长 24.07%，占主营业务收入的比例为 38.20%，较上年下降 4.13 个百分点；光电显示材料业务实现收入 47.16 亿元，较上年增长 39.04%，主要系福州 G8.5 产线部分投入运营，玻璃基板产销量增加所致，占主营业务收入的比例微升至 9.23%；环保业务实现收入 31.33 亿元，较

上年增长 36.95%，主要系生态环保项目规模增长所致，占主营业务收入的比重为 6.13%；房地产业务实现收入 49.43 亿元，较上年大幅增加 31.41 亿元，主要系结转项目增多所致，占主营业务收入的比重上升至 9.67%；随着国内工业化、城镇化的不断发展，公司传统建筑安装工程业务利用自身优势保持业绩稳步增长，实现收入 31.50 亿元，较上年增长 82.54%，占主营业务收入的比重上升至 6.16%；新能源业务实现收入 50.42 亿元，较上年减少 7.23%，占主营业务的比重降至 9.87%；新能源汽车实现收入 42.58 亿元，较上年增长 69.39%，主要系公司于 2017 年 10 月 26 日收购上海申龙客车有限公司（以下简称“申龙客车”），2018 年合并全年收入所致，占主营业务收入的比重升至 8.33%；金融业务收入 14.43 亿元，较上年减少 30.58%，主要系西藏金租自 2018 年 6 月起不再纳入合并范围所致；其他业务实现收入 48.99 亿元，主要系公司继续拓展液晶显示模组、存储芯片、高端外设及整机类电子产品的进出口渠道，电子通讯产品贸易收入增加所致。

从毛利率的情况来看，2018 年，受装备及技术服务、光电显示材料等业务毛利率下降影响，公司主营业务毛利率为 23.33%，较上年下降 2.68 个百分点。具体来看，2018 年，公司装备及技术服务业务中，通用化设备占比提高，毛利率由 34.11%下降至 30.28%；受产品结构调整、销售均价下降影响，公司光电显示材料毛利率由 2017 年的 29.95%下降至 20.58%；环保业务毛利率由 2017 年的 19.25%下降至 10.01%，主要系毛利率较低的生态环保业务收入增加所致；房地产业务毛利率为 42.44%，较上年上升 15.05 个百分点，主要系结转项目不同所致；建筑安装业务毛利率为 3.20%，较上年下降 3.76 个百分点，主要系市场竞争激烈所致；新能源和新能源汽车业务毛利率分别为 14.81%和 22.47%，分别较上年上升 3.12 个百分点和 2.27 个百分点；金融业务毛利率 34.55%，较上年下降 18.84 个百分点，主要系 2018 年资金成本上升所致。

表 2 2016~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
装备及技术服务	96.30	45.80	41.09	157.37	42.33	34.11	195.25	38.20	30.28
光电显示材料	21.60	10.27	36.36	33.92	9.12	29.95	47.16	9.23	20.58
环保业务	31.48	14.97	23.08	22.87	6.15	19.25	31.33	6.13	10.01
地产	15.73	7.48	21.95	18.02	4.85	27.39	49.43	9.67	42.44
建筑安装	12.15	5.78	3.95	17.25	4.64	6.96	31.50	6.16	3.20
新能源	21.89	10.41	12.63	54.35	14.62	11.70	50.42	9.87	14.81
金融	10.85	5.16	37.55	20.79	5.59	53.39	14.43	2.82	34.55
新能源汽车	--	--	--	25.13	6.76	20.19	42.58	8.33	22.47
其他	0.26	0.12	2.35	32.68	8.09	7.80	48.99	9.58	6.66
合计	210.26	100.00	31.14	382.40	100.00	26.01	511.08	100.00	23.33

资料来源：公司审计报告、联合评级整理。

总体看，2018 年，公司营业收入保持较快增长，但受装备及技术服务、光电显示材料等主要业务毛利率下滑影响，整体毛利率水平有所下降。

2. 装备及技术服务

公司是全球少数几家掌握液晶玻璃基板和液晶玻璃基板成套装备生产技术的企业，已掌握了绿色环保的无砷配方和熔解、成型、切割、传输、检验、贴膜包装等关键生产工艺。

从采购上来看，2018 年，由于公司装备制造业务获取订单增长，装备制造核心原材料设备采购

金额均大幅增长，电气控制设备、机械设备、热工设备和软件系统采购额分别为 53.33 亿元、63.67 亿元、19.57 亿元和 5.50 亿元，分别较上年增长 16.66%、5.36%、234.72%和 3.72%，主要核心原材料采购额增长率有所不同，主要系不同装备制造产品所需原材料差异较大所致。原材料采购集中度方面，2018 年，公司前五大供应商采购金额 34.27 亿元，占当期采购总额的比重为 22.49%（2017 年为 40.54%），采购集中度大幅下降。

表 3 公司装备制造业务主要原材料采购情况（单位：万元）

材料名称	2016 年	2017 年	2018 年
电气控制设备	181,487.51	457,149.61	533,320.70
机械设备	289,883.70	604,316.25	636,713.30
热工设备	5,210.53	58,455.07	195,658.61
软件系统	15,355.35	53,065.98	55,041.75
其他	1,671.03	8,806.10	102,865.03
合计	493,608.12	1,181,793.01	1,523,599.40

资料来源：公司提供

销售方面，2018 年，公司凭借技术优势，继续开拓客户，机加类、装配类和喷涂类自动化设备销售收入大幅增长，公司实现装备制造及服务业务收入 195.25 亿元，较上年增长 24.07%。客户集中度方面，公司成套装备及技术服务业务前五大客户收入合计 33.00 亿元，占装备制造及技术服务业务收入的比重为 16.90%（2017 年为 16.55%），集中度较低，不存在对单一客户依赖较重的情形。2018 年，公司装备制造及技术服务业务新签合同金额合计 181.07 亿元，截至 2018 年底，未执行完毕合同金额为 44.07 亿元。

总体看，2018 年，得益于技术优势积累，公司继续开拓客户，装备制造及服务业务收入保持增长；采购集中度有所下降，销售集中度较低。

3. 光电显示材料

公司光电显示材料业务板块的主要产品包括液晶玻璃基板、蓝宝石、彩色滤光片等。从收入构成来看，公司光电显示材料业务收入主要来自于液晶玻璃基板的销售收入，产品覆盖 G5、G6、G8.5 代三类产品。2018 年，公司采购、销售结算方式和账期较上年无重大变化。

原材料采购方面，2018 年公司玻璃基板生产板块原材料采购合计 24,753.48 万元，基本保持稳定。从采购种类上来看，2018 年较 2017 年变化不大。公司玻璃基板生产业务的原材料均为常见化工产品，市场上同类供应商较多且原材料价格透明，供货稳定性强，玻璃基板生产板块的原材料采购风险较低。

表 4 2016~2018 年公司玻璃基板原材料采购情况（单位：万元）

原材料名称	2016 年	2017 年	2018 年
材料一	3,980.68	5,641.57	5,393.64
材料二	6,348.10	7,944.52	7,947.86
材料三	3,734.25	5,728.59	5,104.48
材料四	795.51	1,073.30	844.18
材料五	614.89	786.82	514.55
材料六	488.34	713.55	629.76
材料七	1,326.33	1,666.49	1,616.58

材料八	597.49	748.78	1,088.78
材料九	525.33	726.86	1,170.52
材料十	210.65	280.59	117.60
材料十一	191.466	278.275	325.52
合计	18,813.04	25,589.34	24,753.48

资料来源：公司提供

产能方面，截至 2018 年底，芜湖光电玻璃基板产能为 432 万片/年，石家庄旭新玻璃基板产能为 300 万片/年，郑州旭飞玻璃基板产能为 400 万片/年，公司玻璃基板产能合计为 1,132 万片/年，较上年底保持不变。2018 年，公司生产第 5 代玻璃基板 598.14 万片，第 6 代玻璃基板 404.06 万片，分别较上年增长 2.02%和 27.81%；产能利用率分别为 85.45%和 93.53%，均较上年有所提高。

销售方面，2018 年，受市场需求变动影响，公司第 5 代玻璃基板销量为 551.63 万片，较上年减少 9.49%，第 6 代玻璃基板销量为 454.85 万片，较上年增长 17.46%，产销率分别下降至 92.22%和 112.57%，仍处于较高水平；销售均价分别下降至 110.88 元/片和 181.31 元/片。

表 5 2016~2018 年公司 G5 和 G6 玻璃基板产销情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年
第 5 代玻璃基板	产能（万片/年）	700.00	700.00	700.00
	产量（万片）	462.68	586.30	598.14
	产能利用率（%）	66.10	83.76	85.45
	销售量（万片）	472.41	609.48	551.63
	产销率（%）	102.10	103.95	92.22
	销售均价（元/片）	131.67	129.98	110.88
第 6 代玻璃基板	产能（万片/年）	432.00	432.00	432.00
	产量（万片）	403.01	316.13	404.06
	产能利用率（%）	93.29	73.18	93.53
	销售量（万片）	285.03	387.24	454.85
	产销率（%）	70.73	122.49	112.57
	销售均价（元/片）	203.88	196.98	181.31

资料来源：公司提供

2018 年，公司玻璃基板前五大客户销售额合计 31.76 亿元，占比 89.39%，客户集中度很高，其中单一客户销售额占比最高为 56.55%。公司对主要客户依赖大，存在一定的销售集中性风险。

其他光电显示材料方面，为增强显示材料业务的竞争力及盈利能力，公司执行产业链横向延伸策略，先后布局了曲面盖板玻璃、滤光片、蓝宝石等业务，业务结构得以优化。其中，盖板玻璃用于保护触控模组和显示屏，公司主要生产高铝盖板玻璃并加工成曲面盖板玻璃，拥有产能 1,000 万平方米/年，产能利用率和产销率保持较高水平，2018 年公司销售盖板玻璃 864.76 万平方米，实现销售收入 4.34 亿元；彩色滤光片是液晶显示器彩色化的关键组件，公司主要产品为 G5 代彩色滤光片；蓝宝石广泛应用于 LED 衬底材料及光学元件等领域，目前公司的主要产品为 2 英寸和 4 英寸的 LED 衬底产品。

产生技术及研发方面，2018 年，公司与北京工业大学、武汉理工大学共同完成的基板课题“光电显示用高均匀超净面玻璃基板关键技术与设备开发及产业化”项目和盖板课题“高强超薄浮法铝硅酸盐屏幕保护玻璃规模化生产成套技术与应用开发”项目，分别获国务院颁发的 2018 年度“国家科学技术进步奖”中基板项目一等奖、盖板项目二等奖。

总体看，2018 年，公司产能较上年底保持不变，产能利用率小幅提升；受市场需求影响，公司 G5 玻璃基板销量减少，G6 玻璃基板销量增长，销售集中度仍很高，受主要客户经营情况影响大。

4. 环保业务

由于环保建材市场竞争激烈，公司缩减业务规模，克拉管、无极灯等环保建材产品销售收入较低，目前，公司环保业务收入主要来自星景生态环保科技（苏州）有限公司（以下简称“星景生态”）运营的生态环保业务。2018 年，公司环保业务实现营业收入 31.33 亿元，较上年增长 36.95%。

星景生态以园林产业为核心，主要经营市政园林及地产园林的绿化和景观施工等服务项目，拥有城市园林绿化企业一级资质、市政公用工程施工总承包三级资质及城市及道路照明工程专业承包三级资质。截至 2018 年底，公司生态环保类在手订单项目包括：邢台园博园样板段、曲靖现代农业示范园等生态综合治理类项目，盐亭县乡镇水环境治理、梓潼污水处理、霍州汾河流域生态治理等水环境治理修复及运营类项目，张家口硫酸厂污染修复等土壤修复类项目等。

总体看，2018 年，公司环保业务收入主要来自生态环保业务，业务规模有所增长，但 PPP 项目施工期限长、投资规模大，工程回款存在一定风险。

5. 新能源板块

2015 年，公司收购东旭蓝天（原“宝安地产”）并进行新能源产业整体规划和整合，开始从事新能源电站建设和运营。2018 年，公司新能源板块实现收入 50.42 亿元，较上年减少 7.23%。

2018 年，公司自主开发投资的各类光伏电站并网容量累计 1.15GW，全年发电量 10.89 亿度，汪清二期光伏扶贫项目、湖南兰天汽车城项目、宁夏青铜峡、海南文昌渔光互补、郑州金戈铁马、湖北鸿路钢构等光伏电站项目顺利并网。基于公司的电站运维管理能力，公司对外承接光伏电站代运维项目 435MW，分布在全国 14 个省。除光伏外，公司积极布局风电项目，2018 年，公司承接的内蒙古阿拉善 100MW 风电项目顺利并网，取得了公司在风电工程建设方面的重大突破；公司自主开发的张北 100MW 平价风电项目，被列为国家首批风电平价上网示范项目；在燃气业务方面，公司已获取邢台开发区燃气特许经营权 30 年，邢台开发区天宏祥燃气管道已接通园区用户。

截至 2018 年底，东旭蓝天在建新能源项目预计总投资 117.21 亿元，已完成投资 59.04 亿元，尚需投资 58.17 亿元（见表 6），资金来源主要为定向增发资金。

总体看，2018 年，公司新能源业务保持稳定；目前公司在建光伏电站项目较多，有望给公司开拓更多的市场空间和业绩增长点，但在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

6. 其他业务

（1）房地产业务

截至 2018 年底，公司土地储备占地面积 15.85 万平方米，主要分布于 4 个项目：龙岗中心城旧改项目、惠州小金口项目、银珠岭项目、中山板芙，位于深圳、惠州和中山，区域位置良好，且楼面均价合理。

截至 2018 年底，公司在建项目 20 个，主要位于惠东、东莞、西安和漳州等地，总建筑面积 266.39 万平方米，预计总投资 182.31 亿元，已完成投资 90.36 亿元，尚需投资 91.96 亿元；拟建项目 4 个，位于惠州、惠东、南平和中山，总建筑面积 65.21 万平方米，预计总投资 41.54 亿元。

项目销售方面，2018 年，公司房地产项目实现合同销售面积 62.89 万平方米，合同销售金额 70.02 亿元，平均销售价格 1.10 万元/平方米，分别较上年增长 48.61%、86.93%和 25.10%。2018 年，房地

产业业务结转销售收入 49.43 亿元，较上年增长 174.25%。

总体看，公司房地产业务主要是存量项目的开发和销售，销售情况良好。

(2) 新能源客车

公司新能源客车业务主要由申龙客车运营。2018 年，申龙客车实现销售收入 42.58 亿元，排名行业第八。

2018 年，申龙客车共计销售 7,004 辆客车，其中新能源客车 5,559 辆，实现净利润 4.33 亿元，完成业绩承诺。2018 年，公司氢燃料电池车中标张家口市区公交车辆采购项目，在 2022 京张冬奥会期间为张家口市民提供绿色出行服务；公司成功进入中央军委后勤保障部军队供应商目录，推动公司新产品稳步进入军工物资市场，为公司战略发展提供保障。目前，申龙客车拟在南宁、绵阳、宿迁三地建设新能源客车及物流车产业基地，新建基地有助于申龙抢占市场、提升产销量。

总体看，2018 年，申龙客车运营情况良好。未来随着申龙客车产能扩大，有望成为公司新的利润增长点。

7. 在建项目

截至 2018 年底，公司主要在建项目多为玻璃基板生产线项目和新能源电站项目。公司在建的玻璃基板生产线项目投产后，有望提升公司产品结构以及扩充现有产能。截至 2018 年底，公司主要在建项目预计总投资 338.25 亿元，已完成投资 182.06 亿元，尚需投资 156.19 亿元。

表 6 截至 2018 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

板块	项目名称	预计投资	已投资	尚需投资	预计产能
光电	芜湖光电 G6	75.77	73.23	2.53	500 万片/年
	昆山东旭彩膜	31.16	9.26	21.89	198 万片/年
	福州东旭 G8.5	69.59	18.75	50.84	540 万片/年
	上海申龙新能源汽车	29.55	13.97	15.58	10,000 台系列大客车及 30,000 台新能源物流车
	四川旭虹盖板玻璃	14.97	7.80	7.17	3,600 万片
新能源	新能源电站 1 期募投	95.00	49.61	45.39	1.15GW
	新能源电站 2 期募投	22.21	9.43	12.79	694MV
合计		338.25	182.06	156.19	--

资料来源：公司提供

总体看，公司主要在建项目多为新能源电站项目以及玻璃基板生产线项目等，项目建成投产后有望给公司未来经营提供新的增长点，但在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资本支出压力。

8. 重大事项

(1) 公司持有东旭光电、嘉麟杰和东旭蓝天股票质押比例高

截至 2019 年 3 月底，公司作为控股股东，直接持有东旭光电 15.97%的股份（其中 87.39%的股份已质押），通过石家庄宝石电子集团有限责任公司（以下简称“宝石集团”）间接持有东旭光电 5.80%股份（其中 46.19%的股份已质押）；通过上海国骏投资有限公司（以下简称“国骏投资”）间接持有嘉麟杰 19.61%的股份（其中 75.49%的股份已质押），直接持有嘉麟杰 4.30%的股份（其中 23.63%的股份已质押），拥有黄伟国先生委托的 3.05%股份表决权（其中 100.00%的股份已质押）；直接持有东旭蓝天 38.99%的股份（其中 97.29%的股份已质押）。公司进行股票质押的融资类型包括并购贷款、

定增大股东认购、流动资金贷款、项目贷款、信托贷款和股票质押式回购交易等。若因市场形势发生重大变化，导致公司无法偿还融资本息，从而导致公司持有的东旭光电、嘉麟杰和东旭蓝天股份全部被处置，公司可能面临丧失上市公司实际控制权风险。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司持有上市公司股票质押情况（单位：股、%）

上市公司名称	股东名称	持股数量	质押数量	质押比例
东旭光电	东旭集团	915,064,091	799,643,042	87.39
	宝石集团	332,382,171	153,520,000	46.19
嘉麟杰	国骏投资	163,190,000	123,190,000	75.49
	东旭集团	35,748,781	8,450,000	23.63
东旭蓝天	东旭集团	579,682,614	563,972,800	97.29

资料来源：公司提供

（2）一致行动人协议到期，西藏金租不再纳入合并范围

公司 2016 年新增的金融板块运营主体为西藏金租，西藏金租于 2015 年 5 月获批成立并取得金融许可证，是西藏自治区成立的首家金融租赁公司，主要经营融资租赁业务。公司通过签署一致行动人协议，对西藏金租表决权比例由 47% 上升至 51%，取得对西藏金租的控制权，自 2016 年 1 月 1 日起将西藏金租纳入合并范围；2018 年 5 月，上述一致行动人协议到期，公司对西藏金租表决权下降，自 2018 年 6 月起不再将其纳入合并范围。

截至 2017 年底，西藏金租资产总额 207.46 亿元，负债合计 168.56 亿元，分别占公司资产和负债总额的 10.45% 和 12.48%；全部债务 164.74 亿元，占公司全部债务的 14.84%。2017 年，西藏金租实现营业总收入 17.71 亿元，拨备后净利润 6.71 亿元，分别占公司营业总收入和净利润的 4.62% 和 19.06%。整体看，西藏金租杠杆率较高，盈利能力较强，2018 年 6 月不再将其纳入合并范围后，公司整体债务负担有所减轻，但未来盈利水平将进一步降低。

总体看，公司持有上市公司股票质押比例高，若市场形势发生重大变化，导致公司已质押的股份被处置，公司可能面临丧失上市公司实际控制权风险；西藏金租不再纳入合并范围，公司债务规模有所下降，但未来盈利水平将有所下降。

9. 经营关注

（1）装备及技术服务、玻璃基板等主营业务毛利率下滑明显

近年来，公司装备及技术服务业务由原来的提供毛利率较高的全套定制化设备转为提供部分通用化设备，毛利下滑明显；玻璃基板产品更新换代较快，随着行业升级换代的推进，G5 代和 G6 代玻璃基板销售均价不断下降，对毛利形成挤压；受行业竞争激烈影响，建筑安装业务毛利率逐年下滑；为增加产业协同性和盈利性，公司积极开展毛利水平较低的电子通讯产品的贸易业务。受以上因素影响，2018 年，公司主营业务毛利率降至 23.33%。若未来公司毛利水平持续下降，将对公司盈利能力产生一定负面影响。

（2）主营业务处于调结构的过程中，新业务扩张速度过快

公司主营业务目前正在调整结构，其中部分玻璃基板生产线仍处于建设过程中，未来能够顺利建设投产值得关注。公司已进入彩色滤光片、蓝宝石材料、石墨烯等新领域，并进行了一定前期投入，且 2017 年收购申龙客车，公司主营业务新增新能源汽车板块，公司新业务扩张步伐较大，经营、管理难度有所增加。

（3）玻璃基板生产线未来收益存在不确定性，且玻璃基板销售对下游客户依赖度较高

公司玻璃基板生产线投资额大，未来能否量产并达到预期收益不确定性。公司与京东方签订战略合作协议，玻璃基板产品主要供给京东方，但同时也导致公司玻璃基板产品销售对京东方依赖度较高。

(4) 公司在建项目投资额较大，存在一定的资金压力，且光伏产业去补贴进程加快，可能给公司新能源业务带来不利影响

公司在建项目多为玻璃基板生产线项目以及光伏电站项目等，尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力。而且，我国光伏产业去补贴化进程明显加快，光伏补贴的下调可能导致未来光伏电站收益率的下降，将可能给公司经营带来不利影响。

10. 未来发展

未来，公司将充分发挥技术、规模和客户资源优势，通过继续推进 G6、G8.5 代新产线的建设，夯实玻璃基板主业，稳固国内行业领先地位；同时，公司将对已点亮投产的玻璃基板、彩膜等产线进行优化升级，采用精细化管控手段提升良率、降低制造成本，进一步提升新产线的经济效益。公司将巩固高端装备及技术服务核心优势，拓展高端智能装备业务，维持公司在高端装备及技术服务领域的市场份额及地位。

公司将充分发挥智能制造的产业协同性，以申龙客车及石墨烯基锂离子电池快充技术为突破口，加速新能源汽车领域的业务布局，努力打造一条“高端材料-石墨烯基锂离子电池-新能源汽车”的产业链闭环，为提升公司营收与净利润做出贡献。

公司将继续秉承“让天更蓝，让生活更美好”的企业愿景，深耕绿色产业，书写美丽中国，全面打造一流的环保新能源综合服务商，即在区域内打造生态环境，对污水和危废进行处理；提供光伏燃气互补、发配售一体、冷热电联供的智慧能源。战略的核心是生态环保与新能源产业深度协同，优势互补、形成综合效应。

总体看，公司未来会立足于现有产业基础，延伸玻璃基板产业链，丰富产品体系，促进装备业务转型升级并在光伏电站领域进行投入，公司存在一定资金压力。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部于 2006 年及以后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。2018 年 6 月，财政部发布财会〔2018〕15 号《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》，针对企业会计准则实施中的有关情况，对一般企业财务报表格式进行了修订，公司根据上述通知及其解读和企业会计准则的要求编制 2018 年度财务报表。

从合并范围变化来看，2018 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 19 家子公司，新设 3 家子公司，处置 4 家子公司，公司合并范围的变动对资产和利润规模具有一定影响，主营业务减少金融板块，财务数据可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,072.26 亿元，负债合计 1,299.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）772.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 458.62 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 518.60 亿元，净利润（含少数股东损益）27.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.21

亿元；经营活动产生的现金流量净额 77.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-330.44 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 2,072.26 亿元，较年初增长 4.40%，其中流动资产占 66.93%，非流动资产占 33.07%，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 1,386.95 亿元，较年初减少 6.24%，主要系货币资金减少所致；公司流动资产以货币资金（占 40.49%）、应收票据及应收账款（占 14.29%）、预付款项（占 8.43%）、存货（占 17.45%）和其他流动资产（占 9.44%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 561.60 亿元，较年初减少 29.94%，主要系在建项目持续投入及偿还银行贷款所致。公司货币资金主要由银行存款（占 98.05%）构成；其中受限资金 56.67 亿元，受限比例 10.09%，受限比例较低，主要为定期存单、保证金、存放专用账户资金。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款账面价值 198.14 亿元，较年初增长 33.36%，主要系业务规模增长所致。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 190.02 亿元，主要按组合计提坏账准备（占 97.57%），其中按账龄组合计提坏账准备的占应收账款账面余额的 78.22%，账龄在信用期内的占 76.74%，信用期外 1 年以内的占 20.01%，账龄较短；公司计提坏账准备比例为 3.29%，考虑到公司近年来存在应收账款无法收回的情况，应收账款存在减值风险；前五大应收账款占余额的 9.57%，集中度较低。

截至 2018 年底，公司预付款项 116.92 亿元，较年初大幅增加 63.17 亿元，主要系采购材料、扩大生产能力、工程设备材料施工款等增加所致。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 242.09 亿元，较年初增长 62.34%，主要系建筑安装业务形成的已完工未结算资产、房地产开发成本及库存商品增加所致。公司存货余额主要由原材料（占 15.18%）、库存商品（占 11.55%）、建造合同形成的已完工未结算资产（占 18.61%）和开发成本（占 49.08%）构成，累计计提跌价准备 1.01 亿元，计提比例 0.42%，计提比例很低。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 130.95 亿元，较年初增长 23.77%，主要系公司购买理财产品增加所致，主要由预缴或留抵的税费（占 17.39%）和理财产品（占 79.97%）构成。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 685.31 亿元，较年初增长 35.57%，主要系长期股权投资、固定资产和其他非流动资产增加所致；主要由可供出售金融资产（占 7.01%）、长期股权投资（占 15.53%）、固定资产（占 28.12%）、在建工程（占 9.27%）、商誉（占 9.82%）和其他非流动资产（占 21.79%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 48.07 亿元，较年初增长 52.39%，主要系新增衡水银行股份有限公司不良资产债权 19.81 亿元所致。公司可供出售金融资产余额中，可供出售权益工具占 50.59%，可供出售债务工具占 49.41%，可供出售权益工具中主要按成本计量（占 98.65%）。

截至 2018 年底，公司长期股权投资账面价值 106.40 亿元，较年初大幅增加 75.62 亿元，主要系追加对衡水银行股份有限公司投资 28.19 亿元、西藏金租投资 13.64 亿元、北京中交东旭工程技术有限公司投资 7.00 亿元等。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 192.74 亿元，较年初增长 15.39%，主要系部分在建工程转入以及合并范围扩大所致，固定资产期末余额主要由房屋及建筑物（占 23.62%）、机器设备（占 52.09%）和光伏电站（占 22.07%）构成；累计计提折旧 56.14 亿元，成新率为 77.98%，成新率尚可；

累计计提减值准备 6.08 亿元，主要为对机器设备、房屋及建筑物计提的减值准备。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 63.56 亿元，较年初增长 3.28%，主要为芜湖液晶玻璃基板生产线工程、高铝硅盖板玻璃原片产线升级改造项目等。

截至 2018 年底，公司商誉 67.32 亿元，较年初减少 0.60%，基本保持稳定。其中，2018 年因企业合并形成的商誉 6.22 亿元，对国骏投资计提商誉减值 6.40 亿元。如未来被收购单位经营业绩未达预期，公司商誉将面临减值风险。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 149.33 亿元，较年初大幅增加 125.83 亿元，主要系预付工程设备款和预付投资款增加所致。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 248.07 亿元，占总资产比重为 11.97%，受限资产占比一般。公司受限资产情况如下表所示：

表 8 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	56.67	2.73	主要为定期存单、保证金、存放专用账户资金
存放中央银行款项	12.27	0.59	存放中央银行保证金
固定资产	129.65	6.26	设置了抵押权以及融资租赁形成的固定资产
在建工程	31.44	1.52	作为抵押物取得借款
无形资产	3.52	0.17	作为抵押物取得借款
投资性房地产	6.79	0.33	作为抵押物取得借款
应收账款	4.55	0.22	保理融资
存货	3.18	0.15	作为抵押物取得借款
合计	248.07	11.97	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年底，公司资产规模基本保持稳定，仍以流动资产为主，流动资产中货币资金占比较大，且受限比例较低；但较大规模的应收账款和存货对公司资金形成一定的占用。整体看，公司资产流动性较好，资产质量较高。

3. 负债和所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 1,299.40 亿元，较年初减少 3.77%，其中流动负债占 55.38%，非流动负债占 44.62%。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 719.62 亿元，较年初增长 7.84%，主要系应付票据及应付账款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 19.63%）、应付票据及应付账款（占 24.82%）、预收款项（占 11.78%）、其他应付款（合计）（占 7.84%）、一年内到期的非流动负债（占 20.13%）和吸收存款及同业存款（占 10.44%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款合计 141.29 亿元，较年初增长 0.95%，主要由保证借款（占 36.45%）、抵押借款（占 24.63%）和质押借款（占 37.05%）构成；应付票据及应付账款合计 178.63 亿元，较年初增长 64.21%，主要系随着业务规模的扩大以及在建项目的投入，公司应付材料款和工程款增加所致；预收款项 84.80 亿元，较年初增长 95.67%，主要系随着业务规模的扩大，预收货款、工程劳务款和售房款增加所致；其他应付款（合计）56.45 亿元，较年初增长 2.97%，保持稳定；一年内到期的非流动负债 144.83 亿元，较年初大幅增长 21.16%，主要系部分长期应付款和应付债券即将于一

年内到期转入所致；吸收存款及同业存款 75.10 亿元，较年初大幅增加 58.85 亿元，主要系财务公司吸收存款增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计为 579.79 亿元，较年初减少 15.11%，主要系长期借款减少所致；主要由长期借款（占 33.68%）、应付债券（占 54.07%）和长期应付款（占 8.17%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 195.29 亿元，较年初减少 32.64%，主要由保证借款、抵押借款和质押借款构成，期限分布较为均匀，集中偿付压力一般；应付债券 313.50 亿元，较年初减少 2.23%，主要将于 2019~2021 年集中到期，面临较大的集中偿付压力；长期应付款 47.36 亿元，较年初增长 3.56%。

截至 2018 年底，公司全部债务 874.38 亿元，较年初减少 21.23%，短期债务和长期债务规模均有所减少；其中短期债务占 35.99%，长期债务占 64.01%，仍以长期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初下降 5.33 个百分点、10.55 个百分点和 9.33 个百分点至 62.70%、53.08%和 42.00%，债务负担有所减轻，但仍较重。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所下降，债务仍以长期债务为主；整体债务负担仍较重，且面临较大集中偿付压力。

所有者权益

2018 年，公司原股东对公司增资 150.00 亿元，实收资本由年初的 218.00 亿元增长至 368.00 亿元。截至 2018 年底，公司所有者权益 772.86 亿元，较年初增长 21.80%，主要系实收资本增加所致。从权益结构看，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 59.34%，主要由实收资本（占 80.24%）、资本公积（占 11.06%）和未分配利润（占 7.88%）构成。所有者权益中少数股东权益占比较高，权益总体稳定性有待提高。

总体看，2018 年底，得益于股东增资，公司所有者权益保持增长。公司所有者权益中股本和资本公积占比较高，但少数股东权益占比较大，公司权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 518.60 亿元，较上年增长 35.21%，主要系装备及技术服务、光电显示材料和地产等主要业务保持增长所致；实现营业利润 32.99 亿元，较上年减少 18.18%，主要系期间费用增长及计提资产减值损失所致；实现净利润 27.66 亿元，较上年减少 21.45%。

从期间费用看，2018 年公司费用总额 91.17 亿元，较上年增长 29.89%，主要系业务规模增长所致。其中，销售费用 12.86 亿元，较上年增长 103.06%，主要系职工薪酬和销售代理费增加所致；管理费用 21.26 亿元，较上年增长 43.80%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用 9.52 亿元，较上年大幅增长 153.99%，主要系人工费和材料费增加所致；财务费用 47.53 亿元，较上年增长 4.87%。2018 年，公司费用收入比为 17.58%，较上年下降 0.72 个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2018 年，公司计提资产减值损失 14.11 亿元，较上年大幅增加 11.51 亿元，主要为计提坏账损失 4.14 亿元、可供出售金融资产减值损失 2.61 亿元和商誉减值损失 6.63 亿元；投资收益为 23.98 亿元，较上年大幅增加 12.00 亿元，主要系处置长期股权投资取得的投资收益增加所致，投资收益占营业利润比重为 72.69%，投资收益对营业利润的贡献较大且持续性弱；实现其他收益 3.27 亿元，占营业利润的 9.93%，政府补助对利润总额有一定影响，公司玻璃基板项目建设获得政府的支持力度较大，政府补助具有一定的可持续性。

从盈利指标来看，2018 年，公司整体盈利能力有所下降，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.08%、4.74%和 3.93%，分别较上年下降 0.67 个百分点、0.82 个百分点和 2.22 个

百分点。

总体看，2018 年，公司营业收入保持较快增长，费用控制能力有待提高；投资收益对营业利润贡献较大且持续性弱；由于期间费用增长及计提资产减值损失，净利润减少，整体盈利能力有所下降。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 667.15 亿元，较上年增长 8.22%，主要系销售收入增加、应收账款回收所致；经营活动现金流出为 589.58 亿元，较上年增长 6.93%。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 77.57 亿元，较上年增长 19.19%。2018 年，公司现金收入比为 96.08%，较上年上升 1.88 个百分点，公司收入实现质量仍有待提高。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入为 453.48 亿元，较上年大幅增长 136.61%，主要系理财产品收回金额增加所致；投资活动现金流出为 841.24 亿元，较上年大幅增长 115.75%，主要系玻璃基板生产线、光伏电站等在建项目持续投入和购买理财产品增多所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-387.76 亿元，净流出规模较上年增长 95.58%。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 518.42 亿元，较上年减少 30.75%，主要系银行借款减少所致；筹资活动现金流出为 536.79 亿元，较上年增长 27.47%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-18.37 亿元，由净流入转为净流出。

总体看，2018 年，公司经营活动现金持续净流入，且规模有所增长；投资活动现金净流出规模进一步增长，无法通过经营活动现金流入来满足投资需求，需要通过融资活动满足项目投资的需要。未来公司投资规模仍较大，仍存在较大规模的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 2.22 倍下降至 1.93 倍，速动比率由年初的 1.99 倍下降至 1.59 倍，主要系流动负债增幅较快所致，流动资产对流动负债的保护程度仍很高；公司现金短期债务比由年初的 1.84 倍下降至 1.82 倍，现金类资产对短期债务的保障能力仍很强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 111.54 亿元，较上年增长 4.95%，主要由折旧（占 11.69%）、计入财务费用的利息支出（占 52.44%）和利润总额（占 33.71%）构成；EBITDA 利息倍数由上年的 1.98 倍下降至 1.81 倍，EBITDA 对利息的保障程度尚可，EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍上升至 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年底，公司对外担保总额 24.44 亿元，占年底净资产的 3.16%。若被担保企业经营不善，公司面临一定的代偿风险。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底，公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，获得银行授信额度为 892.92 亿元，尚未使用额度 389.83 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司东旭光电、东旭蓝天和嘉麟杰为上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1013010800464110R），截至 2019 年 5 月 27 日，公司未结清业务中无关注类、不良类信息记录；已结清业务中有 3 笔欠息，最近一次

已于 2014 年还清；已结清业务中无其他关注类、不良类信息记录。

总体看，公司短期偿债能力很强，长期偿债能力尚可；公司旗下拥有三家上市企业，具有直接融资渠道；考虑到未来在建及投资项目逐步建成达产后，公司综合实力有望增强，其整体偿债能力仍属很强。

七、债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 573.60 亿元，约为“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”、“17 东旭 02”、“18 东旭 01”和“18 东旭 02”待偿本金合计（127.70 亿元）的 4.49 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 772.86 亿元，约为债券待偿本金合计（127.70 亿元）的 6.05 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对上述债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 111.54 亿元，约为债券待偿本金合计（127.70 亿元）的 0.87 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 667.15 亿元，约为债券待偿本金合计（127.70 亿元）的 5.22 倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内玻璃基板行业龙头企业，在行业地位、盈利能力等方面具有优势，公司对“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”、“17 东旭 02”、“18 东旭 01”和“18 东旭 02”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

2018 年，公司作为国内玻璃基板行业成长潜力较大的龙头企业，在行业地位、产业多元化、生产能力以及技术水平等方面依然具有较强的竞争优势。得益于技术优势积累、产品结构优化调整以及持续拓展客户，公司装备及技术服务业务、光电显示材料业务和地产业务规模增长带动公司营业收入增长，经营活动现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司业务涉及产业种类较多，经营管理难度较大；装备及技术服务和玻璃基板毛利下滑明显；在建项目尚需投资规模较大，在建光伏电站项目受国家光伏产业政策影响较大，玻璃基板生产线能否全部按期实现量产并达到预期收益存在不确定性，且玻璃基板产品销售对下游客户依赖度较高；公司所有者权益稳定性一般、应收账款对营运资金形成占用、整体债务负担较重且存在一定集中偿付压力、期间费用对利润存在一定侵蚀以及商誉规模较大；持有上市公司股票质押率居高不下等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2018 年 6 月，公司与西藏金租股东签订的一致行动人协议到期，不再将其纳入合并范围，受此影响，公司债务负担有所减轻，但未来收入规模和利润水平将有所下降。受宏观及融资环境影响，公司再融资难度加大，融资成本上升将进一步侵蚀公司利润规模；加之公司到期债务规模很大，流动性压力有所上升。

综上，联合评级维持公司主体长期信用评级为 AA+，评级展望调整为“稳定”；同时维持“15 东旭 02”、“16 东旭 01”、“16 东旭 02”、“17 东旭 01”、“17 东旭 02”、“18 东旭 01”和“18 东旭 02”的债项信用等级为 AA+。

附件 1 东旭集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,373.43	1,984.83	2,072.26
所有者权益（亿元）	510.91	634.52	772.86
短期债务（亿元）	294.72	440.76	314.68
长期债务（亿元）	468.10	669.22	559.70
全部债务（亿元）	762.82	1,109.97	874.38
营业总收入（亿元）	210.90	383.54	518.60
净利润（亿元）	19.31	35.22	27.66
EBITDA（亿元）	63.53	106.28	111.54
经营性净现金流（亿元）	10.08	65.08	77.57
应收账款周转次数（次）	5.57	3.95	3.02
存货周转次数（次）	1.83	2.37	2.03
总资产周转次数（次）	0.21	0.23	0.26
现金收入比率（%）	105.39	94.20	96.08
总资本收益率（%）	5.03	5.75	5.08
总资产报酬率（%）	5.51	5.55	4.74
净资产收益率（%）	5.13	6.15	3.93
营业利润率（%）	30.09	25.19	21.45
费用收入比（%）	17.72	18.30	17.58
资产负债率（%）	62.80	68.03	62.70
全部债务资本化比率（%）	59.89	63.63	53.08
长期债务资本化比率（%）	47.81	51.33	42.00
EBITDA 利息倍数（倍）	1.96	1.98	1.81
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.10	0.13
流动比率（倍）	2.49	2.22	1.93
速动比率（倍）	2.26	1.99	1.59
现金短期债务比（倍）	2.28	1.84	1.82
经营现金流动负债比率（%）	2.60	9.75	10.78
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.50	0.83	0.87

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、西藏金租拆入资金，其他流动负债中定向债务融资工具、信托收益权转让产品和股票质押融资已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中有息债务部分已计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。