

2015 年东旭集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【911】号 01

债券简称：15 东旭集

债券剩余规模：19.24 亿  
元

债券到期日期：

2020 年 7 月 30 日

债券偿还方式：

按年付息，到期一次还  
本，附债券存续期第 3  
年末投资者回售选择权

分析师

姓名：  
罗力 王贞姬

电话：  
010-66216006

邮箱：  
luol@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2015 年东旭集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 27 日	2018 年 09 月 14 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对东旭集团有限公司（以下简称“东旭集团”或“公司”）及其 2015 年 7 月 30 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司资本实力得到进一步增强，房地产业务盈利能力提高，未来业务持续性较好，继续获得税收返还及补贴支持；同时中证鹏元也关注到，公司及重要子公司股权高比例质押，多业务毛利率下降、主业盈利能力减弱，未来经营业绩仍存下降可能，装备与技术服务业绩稳定性尚待观察，面临一定管理、资金回收及商誉减值风险，偿债压力较大，以及存在一定或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司资本实力得到进一步增强。2018 年公司股东分两次合计增资 150 亿元，增强了公司资本实力。
- 公司房地产业务盈利能力提高，未来业务持续性较好。2018 年公司房地产业务确认收入 49.43 亿元，同比增长 174.25%，毛利率同比提高 15.05 个百分点至 42.44%；2018 年末在建面积 254.66 万平方米，同比增长 90.22%，在建项目较多，未来业务持续性较好。
- 公司继续获得税收返还及补贴支持。2018 年公司获得税收返还及各项奖励补贴等合计 3.30 亿元，提高了公司当期利润水平。

## 关注:

- **公司及重要子公司股权高比例质押。**截至 2018 年末，公司股权已质押 51.31%，公司及其子公司分别持有东旭光电科技股份有限公司（以下简称“东旭光电”）和东旭蓝天新能源股份有限公司（以下简称“东旭蓝天”）21.85%和 38.99%股权，其中持有的东旭光电 16.63%及东旭蓝天 37.93%股权已质押，分别占其持有该两子公司股权的 76.14%和 97.29%。
- **公司多业务毛利率下降、主业盈利能力减弱，未来经营业绩仍存下降可能。**2018 年公司装备及技术服务、光电显示材料、建筑安装、环保及金融等业务毛利率下降，导致综合毛利率同比下降 3.82 个百分点至 22.90%，剔除投资收益及资产减值损失后的营业利润为 23.12 亿元，同比下降 25.31%；此外，公司投资收益多来自股权处置，持续性较差，商誉、应收款项及不良资产包规模较大，未来减值风险较大；加之期间费用率较高，未来公司经营业绩仍存下降可能。
- **装备与技术服务业绩稳定性尚待观察。**2018 年公司装备与技术服务新签合同金额 181.07 亿元，同比下降 6.66%，2018 年末未执行合同金额 44.07 亿元，同比下降 24.35%，新签及未执行订单规模均下降，未来需关注该业务收入稳定性。
- **需关注公司管理、资金回收及商誉减值风险。**公司业务覆盖玻璃基板、装备与技术服务、新能源、新能源汽车、房地产、环保、建筑安装、电子通讯产品、金融及纺织服装等领域，其中玻璃基板、装备与技术服务、新能源等主要业务预付工程及设备款规模较大，面临一定管理及资金回收风险；此外，近年公司溢价收购形成大量商誉，2018 年计提商誉减值 6.63 亿元，2018 年末公司商誉账面价值 67.32 亿元，未来仍需关注公司商誉减值风险。
- **公司偿债压力较大。**截至 2018 年末，公司有息债务 946.66 亿元，其中短期有息债务 386.96 亿元，各项偿债能力指标表现较弱，未来偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 24.44 亿元，占期末净资产的比重为 3.16%，被担保方均为民营企业且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	20,722,641.13	19,848,326.37	13,734,274.80
归属于母公司所有者权益合计	4,586,153.75	3,201,083.84	2,452,471.56
有息债务	9,466,599.93	11,262,257.80	7,628,197.28
资产负债率	62.70%	68.03%	62.80%
流动比率	1.93	2.22	2.49
速动比率	1.59	1.99	2.26
营业收入	5,095,025.65	3,755,168.00	2,000,512.15
营业利润	329,915.60	403,244.37	241,009.65
净利润	276,647.87	352,204.85	193,125.66
综合毛利率	22.90%	26.72%	30.79%
总资产回报率	4.74%	5.55%	5.51%
EBITDA	1,115,446.66	1,062,845.44	635,278.83
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.98	1.96
经营活动现金流净额	775,667.90	650,792.48	100,752.53

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

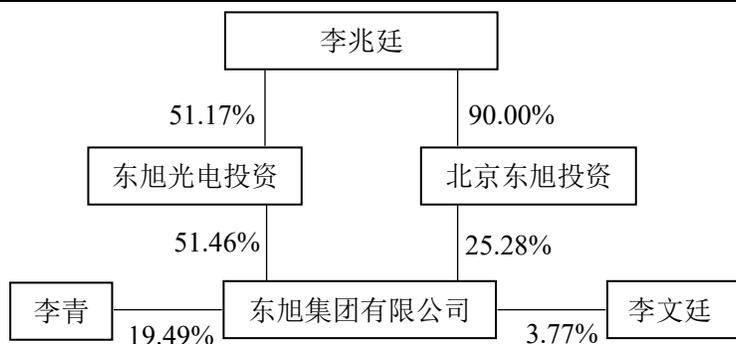
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年7月30日发行5年期20亿元公司债券，募集资金原计划用于偿还银行贷款和补充流动资金。截至2019年6月17日，本期债券募集资金专项账户余额为1,820.33元。

## 二、发行主体概况

2018年公司分两次合计增资150.00亿元，截至2018年末，公司注册资本368.00亿元，其中东旭光电投资有限公司（以下简称“东旭光电投资”）货币出资189.37亿元、持股51.46%，北京东旭投资管理有限公司（以下简称“北京东旭投资”）货币出资93.04亿元、持股25.28%，李青货币出资71.71亿元、持股19.49%，李文廷货币出资13.87亿元，持股3.77%；东旭光电投资为公司控股股东，李兆廷先生分别持有东旭光电投资51.17%股权和北京东旭投资90.00%股权，为公司实际控制人。李青为李兆廷妻子，李文廷为李兆廷妹妹。

图1 截至2018年12月31日公司股权关系图



资料来源：公司提供

2018年公司收购金鹰基金管理有限公司（以下简称“金鹰基金”）66.19%股权，投资设立东旭科创科技产业发展有限公司、东旭联合(北京)创新科技产业发展有限公司及Tunghsu EU B.V.；西藏金融租赁有限公司（以下简称“西藏金租”）由于引入战略投资者、限制第一大股东绝对控股权及西藏拉萨市恒兴工贸有限公司和张家口市启圣房地产开发公司取消与公司签订的《一致行动人》协议，导致公司对西藏金租表决权比例和董事会席位未达到控制条件，2018年不再纳入合并报表范围。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共30家<sup>1</sup>，详见附录二。

<sup>1</sup> 东旭（营口）光电显示有限公司、融旭投资发展有限公司、北京和谐光路科技有限公司变为孙子公司。

**表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**
**1、2018 年新纳入公司合并范围的二级子公司情况**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
金鹰基金管理有限公司	51,020	66.19%	基金募集、基金销售、资产管理、特定客户资产管理等	收购
东旭科创科技产业发展有限公司	100,000	100.00%	投资兴办实业等	新设
东旭联合(北京)创新科技产业发展有限公司	600,000	100.00%	技术开发、技术服务、技术咨询等	新设
Tunghsu EU B.V.	10 万欧元	100.00%	投资	新设

**2、2018 年不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
西藏金融租赁有限公司	500,000	48.49%	融资租赁服务等	失去控制权

资料来源：公司提供

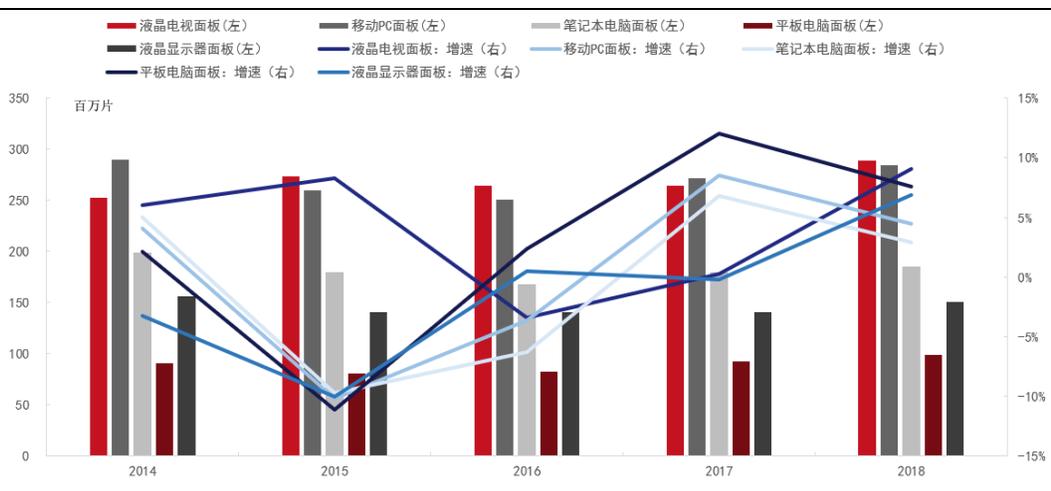
需关注的是，东旭光电投资持有公司51.46%股权，其中33.66%已质押；北京东旭投资持有公司25.28%股权，其中17.38%已质押；李文廷持有公司3.77%股权，其中0.27%已质押；综合来看，公司合计51.31%股权被质押。此外，公司重要子公司东旭光电及东旭蓝天股权质押比例亦较高，截至2018年末，公司及其子公司分别持有东旭光电及东旭蓝天21.85%和38.99%股权，其中持有的东旭光电16.63%及东旭蓝天37.93%股权已质押，分别占其持有该两子公司股权的76.14%和97.29%。如上述质押股权因债务人违约被债权人处置，将出现公司实际控制人变更及失去重要子公司风险。

### 三、运营环境

**2018年全球面板出货量延续增长态势，大尺寸面板增幅居前，面板产能进一步向我国大陆集中，但仍需关注技术性产能过剩风险**

TFT-LCD玻璃基板是液晶面板的核心原材料之一，广泛应用于LCD电视、笔记本、PC监控器、平板电脑及手机领域。2018年全球面板出货量10.07亿片，同比增长6.13%，其中液晶面板、平板电脑面板、液晶显示面板、移动PC面板及笔记本电脑面板同比分别增长9.10%、7.59%、6.90%、4.49%和2.89%。液晶电视及液晶显示器面板出货量触底回升，而平板电脑、移动PC及笔记本电脑面板出货量增速放缓。从出货量来看，液晶电视面板及移动PC面板出货量合计占当年出货量的56.88%。从下游需求方向来看，液晶电视及液晶显示器等大尺寸面板出货量拉升。此外，随着消费升级，面板技术也在不断革新并多元化发展，OLED、LTPS、a-Si等显示技术不断发展，柔性折叠成为面板演进方向。

图2 全球面板出货情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

随着大陆面板厂商京东方、华星光电、深天马不断加大投入力度，台湾地区、韩国等面板企业也将发展重心转移到大陆地区，我国大陆面板产能持续提升，全球面板产能逐步向我国大陆集中。根据IHS Markit预测，随着京东方10.5代线（LCD）和6代线（AMOLED）的产能提高，预计京东方FPD产能将达到5,900万平方米，全球占比达到17.7%，2019年末我国大陆显示器厂商的FPD总产能将覆盖世界46%，达到1.53亿平米。近年我国面板产业虽取得重大发展，但本土厂商技术相对薄弱，与日韩以及台湾企业技术还存在一定差距，高端产品领域存在进口依赖；同时需关注的是，在国内产业生产链、产品技术水平以及创新机制等依旧落后的环境下，我国面板行业可能将面临技术性产能过剩的局面。

**随着面板产能向我国大陆集中且向大尺寸方向发展，跨国玻璃基板厂商积极在我国大陆配套大尺寸玻璃基板生产线，但国内玻璃基板厂商面临大尺寸玻璃基板技术瓶颈**

玻璃基板行业属于技术密集型和资本密集型行业，制造技术要求高，产品工艺复杂，技术壁垒高，资本投入巨大，具有很高的进入壁垒。目前，全球只有美国的康宁、日本的旭硝子、电气硝子、安瀚视特和我国的东旭集团、彩虹显示器件股份有限公司（以下简称“彩虹股份”）等在内的少数几家企业掌握了平板显示玻璃基板的全套生产技术，其中美国康宁占据了大部分的市场份额。

作为面板的核心原材料，玻璃基板市场需求主要依附面板产线投放。随着大陆面板产能的释放及国际面板厂商将生产重心转移到大陆，玻璃基板等上游原材料的本地化生产迎来发展机遇。如康宁、三星康宁、旭硝子、电气硝子等国际玻璃基板大型企业纷纷在大陆设厂以就近对接面板厂。随着面板行业向大尺寸方向发展，跨国企业在我国的玻璃基板工厂主要是8代以上的高世代线，2018年5月，康宁合肥10.5代TFT玻璃基板生产线量产，同

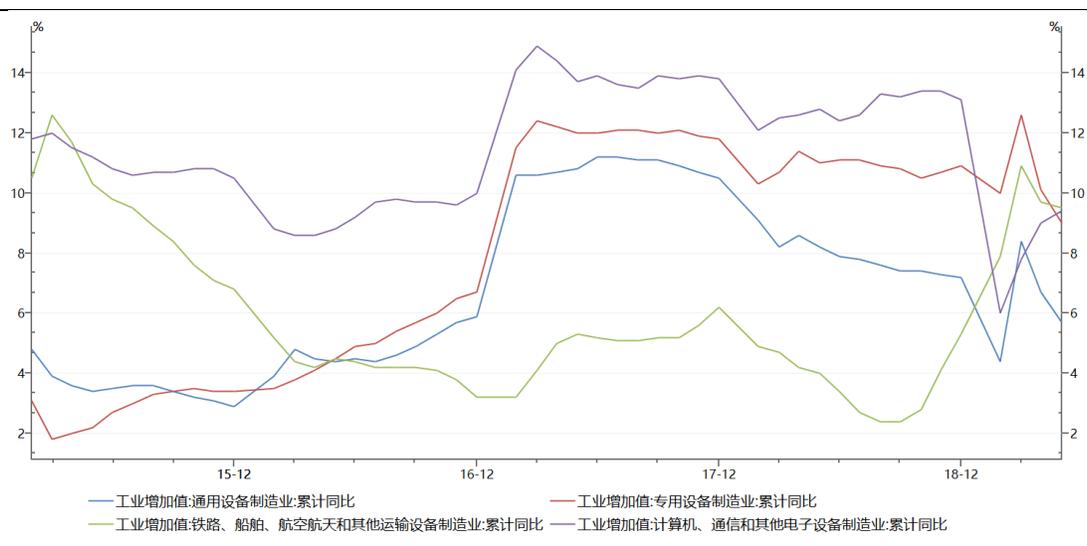
期康宁武汉10.5代TFT玻璃基板生产线签约，配套武汉京东方10.5代液晶面板生产线。国内玻璃基板厂商方面，2018年10月，彩虹股份宣布G8.5代液晶基板玻璃生产线开工建设，预计2019年12月实现热端点火，引板后5个月达产。但国内玻璃基板厂商在高世代玻璃基板生产线技术方面技术依旧薄弱，技术瓶颈短期内仍将制约我国玻璃基板产业发展。

### 2018年我国装备制造业发展增长速度有所放缓，但在政策支持及引导下，逐步向高端化、专业化方向发展

装备制造业是各行业产业升级、技术进步的重要保障和国家综合实力的集中体现，具有产业关联度高、技术资金密集的特点。作为战略性产业，我国装备制造业从总量规模来看已进入世界装备制造大国行列，但我国装备制造业仍面临关键核心技术与高端装备对外依存度高、产业结构不合理、高端装备制造业和生产性服务业发展滞后、信息化与工业化融合深度不够等问题。高端制造业处于制造业价值链高端和产业链核心环节，是决定着整个产业链综合竞争力的战略性新兴产业，发展高端装备制造业对于加快转变经济发展方式、实现由制造业大国向强国转变具有重要战略意义。

2018年我国装备制造业仍保持较快发展，但受宏观经济趋缓影响，装备制造业工业增加值增速整体有所放缓，在政策支持及引导下，我国装备制造业向着高端化、专业化方向迈进。具体来看，2018年我国专用设备与计算机、通信和其他电子设备制造业增加值同比分别增长10.90%和13.10%，保持较快增长；通用设备制造业增速同比下降3.3个百分点至7.2%，降幅比较明显；铁路、船舶、航空航天和其他电子制造业触底回暖，2018年增加值增速同比增长5.3%，2019年1季度回升至10.90%，较2018年同期提高6.2个百分点。

图3 我国装备制造业增加值累计同比增长情况



资料来源: Wind

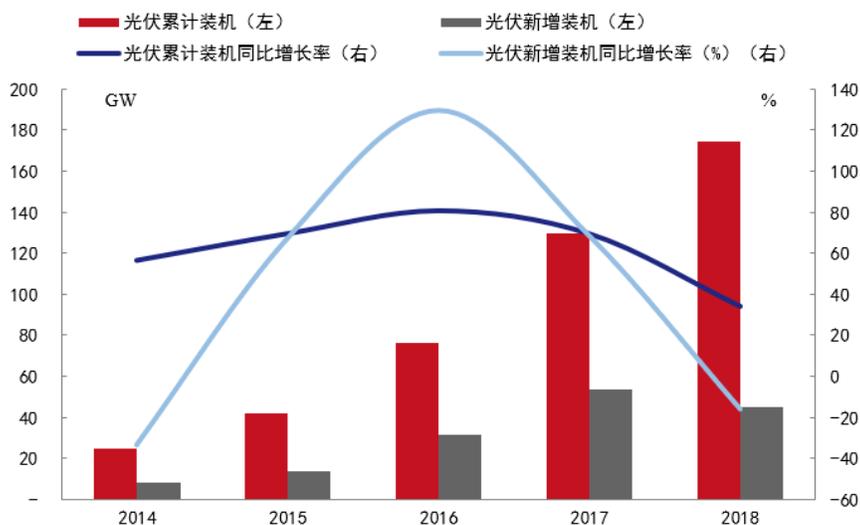
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》（以下简称“《十三五规划》”）要求发展高端装备以及推进国际产能和装备制造合作。一方面，深入实施《中国制造2025》，具体表现为提升工业基础能力、加快发展新型制造业和推动传统产业改造升级等方面；另一方面，提出以钢铁、有色、建材、铁路、电力、化工、轻纺、汽车、通信、工程机械、航空航天、船舶和海洋工程等行业为重点，采用境外投资、工程承包、技术合作、装备出口等方式，开展国际产能和装备制造合作，推动装备、技术、标准、服务走出去；建立产能合作项目库，推动重大示范项目建设；引导企业集群式走出去，因地制宜建设境外产业集聚区；加快拓展多双边产能合作机制，积极与发达国家合作共同开拓第三方市场。此外，《十三五规划》在推动“一带一路”等战略实施方面也做了具体部署，“一带一路”等战略在推动重要通道、口岸等基础设施建设方面有利于消化我国装备制造业的过剩产能，同时也打通了新兴国家市场，有利于我国装备出口。2016年8月，中华人民共和国国家质量监督检验检疫总局、中国国家标准化管理委员会、中华人民共和国工业和信息化部会同有关部门共同编制了《装备制造业标准化和质量提升规划》，（以下简称“《规划》”），《规划》紧贴《中国制造2025》的需求，其任务目标是到2020年，工业基础、智能制造、绿色制造等重点领域标准体系基本完善，质量安全标准与国际标准加快接轨，重点领域国际标准转化率力争达到90%以上，装备制造业标准整体水平大幅提升，质量品牌建设机制基本形成，部分重点领域质量品牌建设取得突破性进展，重点装备质量达到或接近国际先进水平。

**2018年“531新政”<sup>2</sup>致使光伏电站投资端增速放缓，2019年政策频出支持光伏产业发展，目前已备案项目充足，预计补贴项目新增装机规模仍将保持在较高水平，平价项目市场空间较大**

2018年我国光伏累计装机增速和新增装机规模均保持在较高水平，但新增装机投资规模有所减少。根据中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）数据显示，2018年末光伏累计并网装机174.63GW，同比增长33.90%，已连续6年位居世界光伏装机第一大国。但受“531新政”影响光伏新增装机呈现负增长，2018年光伏新增装机44.73GW，同比减少16.20%。

<sup>2</sup> 2018年5月31日，国家发展改革委、财政部、国家能源局联合发布《关于2018年光伏发电有关事项的通知》发改能源[2018]823号。

图 4 2018 年光伏电站投资情况



资料来源：中电联，中证鹏元整理

2019年政策频出支持光伏产业发展。国家发改委已于2019年发布“竞价政策”<sup>3</sup>，明确纳入国家财政补贴范围的新增集中式、分布式光伏发电项目仍有补贴，已确定项目业主的项目上网电价按指导价执行；2019年度安排新建光伏项目补贴预算总额度为30亿元，其中7.5亿元用于户用光伏（折合3.50GW）、补贴竞价项目按22.5亿元补贴。

目前已备案项目充足，补贴项目仍具备一定的增长空间。根据中证鹏元测算<sup>4</sup>，截至2019年5月15日，我国25个省及地区未明确废止的光伏发电在建、拟建项目合计64,029.09MW，其中已备案且已纳入国家认可的光伏发电建设规模的在建、拟建项目14,995.06MW。此外，2019年4月国家发改委共下达光伏扶贫电站总装机规模1,673.02MW，原则上应在2019年底前全容量建成并网。鉴于在建、拟建光伏项目规模较大的省份在2018年度光伏发电市场环境监测评价结果均非红色，预计2019年光伏补贴项目仍具备一定的增长空间。

<sup>3</sup> 2019年4月28日，国家发展改革委公布的《关于完善光伏发电上网电价机制有关问题的通知》发改价格[2019]761号。2019年5月28日国家能源局公布的《关于2019年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》国能发新能[2019]49号。

<sup>4</sup> 根据海南、北京、天津、云南、宁夏、广西、福建、辽宁、黑龙江、甘肃、陕西、上海、湖北、山西、吉林、江西、安徽、河北、山东、贵州、内蒙古、江苏、福建、广东、新疆合计25个省及地区公布的“十二五”以来光伏发电项目有关情况汇总。

**表 2 截至 2019 年 5 月 15 日，我国 25 个省及地区光伏发电项目情况（单位：MW）**

类型	已备案				未备案	合计
	有指标		无指标		有指标	
	已开工	未开工	已开工	未开工	未开工	
总规模	8,449.30	9,460.82	10,559.70	40,100.77	564.85	69,135.44
废止或拟废止	161.29	2,753.77	138.30	1,838.79	214.20	5,106.35
继续建设	8,288.01	6,707.05	10,421.40	38,261.98	350.65	64,029.09
其中：安徽	20.00	0.00	2,239.72	12,309.13	0.00	14,568.85
内蒙古	2,782.60	742.90	367.10	8,868.40	2.00	12,763.00
山东	221.87	393.00	2,955.31	5,128.96	0.00	8,699.13
天津	954.39	2,635.84	223.68	343.95	0.00	4,157.86
陕西	0.00	80.00	1,789.70	1,487.30	0.00	3,357.00

注：有指标为已纳入国家认可的光伏发电建设规模，备案为地方备案，由于部分地区公布数据口径有所差异，以相关性强的分类填列，已开工项目规模不包含已并网的项目；25个省及地区信息披露的时间在2018年10月31日至2019年5月15日之间，汇总数据为披露时点数据，不包含披露后新增规模；安徽已备案但未纳入国家认可的光伏发电建设规模、未开工项目中备案文件时间已超过2年的项目装机容量约9,060MW；2018年度光伏发电市场环境评价结果分别为安徽绿色、内蒙古I类橙色、内蒙古II类绿色、山东橙色、天津橙色、陕西绿色。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

光伏平价项目市场空间较大。受益于组件价格大幅下跌带动光伏新建电站投资成本减少，2018年我国首个大型光伏发电侧平价上网项目并网，该项目为“光伏领跑者”项目，装机容量500.00MW，占2018年全国光伏新增集中式电站的2.15%。2018年我国工商业分布式光伏系统已实现用电侧平价，预计未来1-2年内也可实现居民用电侧平价<sup>5</sup>。2019年1月发布的“平价上网新政”<sup>6</sup>明确平价和低价上网项目建设规模不受限，结合“可再生能源消纳保障机制”<sup>7</sup>将有效引导各省提高新能源电力的消费比重、增加光伏项目投资，中证预计未来平价和低补贴强度项目将成为光伏新增装机主要增长点。考虑到光伏项目建设周期一般在6个月以内，2019年5月20日公布的第一批光伏发电平价上网项目装机规模14.78GW，预计2019年光伏平价集中式电站并网规模将同比大幅增长。

**光伏发电消纳情况持续改善，补贴方式发生改变将加速光伏产业降本增效，光伏电站开发市场竞争压力将进一步加剧；电费补贴对企业资金占用问题短期内仍将存在**

光伏发电消纳情况持续改善，但弃光重点地区仍存在一定的消纳压力。根据国家能源局数据显示，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

<sup>5</sup> 根据中国光伏行业协会 2019 年 1 月公布的《中国光伏产业发展路线图（2018 年版）》。

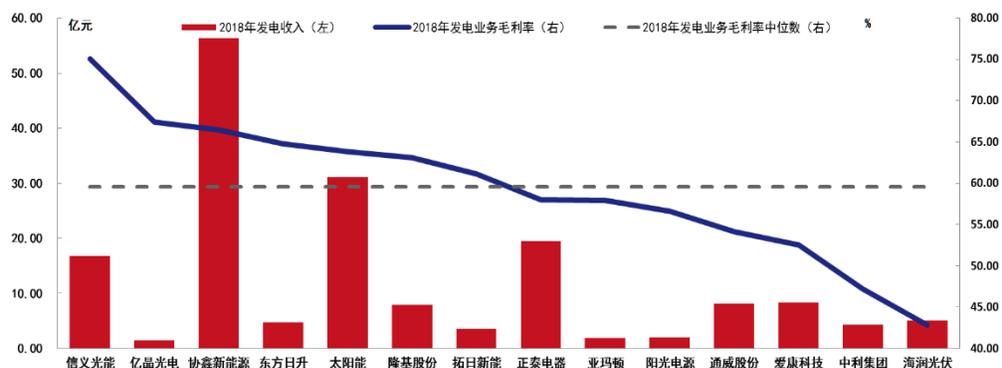
<sup>6</sup> 2019 年 01 月 7 日，国家发展改革委和国家能源局联合发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》发改能源[2019]19 号。

<sup>7</sup> 2019 年 5 月 10 日，国家发展改革委和国家能源局联合发布《关于建立健全可再生能源电力消纳保障机制的通知》发改能源[2019]807 号。

小时，同比增加37小时，弃光率同比下降2.8个百分点，但新疆、甘肃仍存在一定的消纳压力，弃光率分别为16%和10%；2019年一季度，全国弃光率2.7%，同比下降1.7个百分点，维持在较低水平，新疆、甘肃和青海弃光率分别为12%、7%和5%。消纳情况改善有利于光伏发电企业盈利水平的提升，预计2019年全国弃光率按“清洁能源消纳行动计划”<sup>8</sup>的要求低于5.00%的可能性较大，但弃风重点地区的消纳情况仍存在一定的改善空间。

中证鹏元也关注到，补贴强度持续减弱致使光伏新增装机盈利能力下滑，2019年补贴方式发生改变将加速光伏产业降本增效。为减轻制造业务经营风险和产能消纳压力，截至2018年末，70.83%的光伏制造样本企业<sup>9</sup>已将产业链延伸至下游发电业务。2019年4月公布的“竞价政策”设定三类资源区指导价格较2017年的标杆电价减少35.29%至40.00%，2018年光伏发电样本企业发电毛利率中位数下滑3.51个百分点至59.57%，需关注发电业务盈利能力较弱企业的经营风险及其电站减值风险。2019年“竞价政策”明确普通光伏发电国家补贴项目全面实行市场竞争配置，预计光伏电站开发市场竞争压力将进一步加剧，并向光伏产业中上游转移，加速光伏产业降本增效。

图5 光伏发电样本企业盈利情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

补贴缺口持续扩大，电费补贴对企业资金的占用问题短期内难以改善。国家能源局此前表示，截至2017年底，累计可再生能源发电补贴缺口达到1,127亿元；根据中国光伏行业协会（以下简称“光伏协会”）数据，预计2018年可再生能源补贴缺口已超1,400万元。根据国家能源局数据测算，2018年末已纳入可再生能源补贴目录（共7批）的光伏发电项目规模仅占全国光伏累计装机容量的19.64%，未纳入补贴目录的光伏电站补贴发

<sup>8</sup> 2018年10月30日国家发展改革委和国家能源局联合公布的《关于印发《清洁能源消纳行动计划（2018-2020年）》的通知》发改能源规[2018]1575号。

<sup>9</sup> 光伏制造样本企业24家，光伏发电样本企业14家，光伏组件及电池片样本企业17家，光伏支架样本企业4家。

放时间不确定性大且较难通过收益权质押等方式融资。未来光伏平价进程加快将减轻新增装机补贴强度，“可再生能源消纳保障机制”有利于绿证交易活跃度提升，缓解存量装机补贴压力；但 2019 年全国范围内仍不具备全面平价条件，“可再生能源消纳保障机制”于 2020 年开始考核，电费补贴对企业资金占用问题短期内仍将存在。

### **2018 年以来中央层面房地产调控政策总体基调未变，但“一城一策”下不同城市的调控政策开始分化**

2018 年以来，我国经济面临内部去杠杆和外部贸易摩擦的双重压力，经济下行压力持续凸显，GDP 增长率呈现逐季回落的特征，全年 GDP 增速为 6.6%，同比下降 0.2 个百分点。2018 年房地产调控政策也经历了由紧到边际放松的转变。2018 年 3 月政府工作报告重申坚持“房住不炒”的定位，7 月中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”，8 月住建部提出对楼市调控不力的城市坚决问责，10 月国务院常务会议明确要因地制宜调整完善棚改货币化安置政策。中央层面仍坚持调控总基调不变，但 2018 年 10 月之后，房地产市场成交开始降温，12 月百强房企单月销售金额同比增速已从 7 月近 60% 的高位大幅回落至 21% 左右，土地流拍成为常态。在此背景下，中央政策层面步入“空窗期”。

随着中央政府将政策自主权下放至地方政府，地方政府可根据各城市市场实际情况，一城一策，精准调节，以实现房地产市场的“稳地价、稳房价、稳预期”目标。因城施策调控下，部分地区调控政策开始有松动迹象，2018 年 12 月菏泽市取消了一年前开始实行的限售措施；广州三区取消限价政策，对商服类物业项目不再限制销售对象，多城市例如北京、广州、深圳三个一线城市下调房贷利率上浮比例。

2019 年第一季度，房地产市场开始逐步回暖，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.8%；商品房销售面积 29,829 万平方米，同比下降 0.9%，降幅比 1-2 月份收窄 2.7 个百分点；商品房销售额 27,039 亿元，增长 5.6%，增速提高 2.8 个百分点。

在市场回暖的背景下，2019 年 4 月，中共中央政治局会议再次提及了“房住不炒”的定位，显示中央层面房地产调控的长效机制始终不会放松。从地方层面看，区域市场需求依旧旺盛，供求关系偏紧，房价上行压力较大的高能级城市，仍大概率维持现有调控力度；而区域经济走弱，人口净流出，居民杠杆高、棚改货币化安置力度大幅退坡等特征的城市，房地产调控力度有望边际放松。

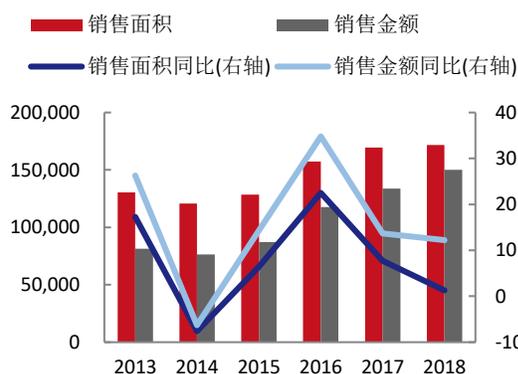
**在房住不炒的基调下，2018 年商品房成交面积较上年微增，其中一线城市商品房成交持续下滑，二线城市同比增速有所回升，三四线城市同比增速明显回落；2019 年需关注受棚改货币化影响较大的低能级城市销售情况**

2018 年中央继续强调房地产调控政策的稳定性和连续性，坚持房子是用来住的、不

是用来炒的定位，提出构建房地产市场健康发展长效机制，因城施策、分类指导，当年房地产市场成交主力的三四线城市明显降温，带动全国商品房销售面积同比增幅回落。根据国家统计局数据，2018年全国商品房销售面积同比增长1.3%，增速较上年下滑6.4个百分点；销售额同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点。在房住不炒的基调下，2018年商品房成交面积较上年微增，其中三四线城市成交面积占比达到83%。

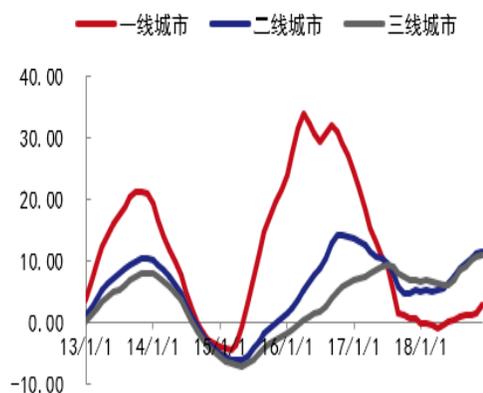
从不同类别城市表现来看，一线城市商品房成交持续下滑，但在前期深度调控的低基数下，成交面积降幅有所收窄，2018年销售面积同比下降5.11%，销售额同比增长7.62%；二线城市增速有所回升，但仍表现低迷，2018年销售面积同比基本持平，销售额同比增长11.46%；随着去库存红利消退、棚改货币化安置力度走弱，三四线城市同比增速明显回落，2018年商品房销售面积同比仅增加4.95%。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市间价格走势呈现一定的分化。

图6 商品房销售情况（万方，亿元，%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图7 不同能级城市住宅价格指数情况（%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

棚改货币化安置是本轮三四线城市房地产市场重要的支撑力量，2016-2017年我国棚改货币化安置比例分别为48.9%和60.0%，其中三四线城市通过棚改货币化安置分别去库存1.4亿平方米和1.8亿平方米，占销售面积的14.8%和18.0%。2019年及2020年年均棚改任务将明显减少，同时国务院会议明确提出因地制宜调整完善棚改货币化安置政策，在商品住房存量不足、房价上涨压力大的市县要尽快取消货币化安置优惠政策。因此预计棚改货币化安置带来的购房需求难以长期延续，2019年部分受棚改货币化支撑较大的低能级城市商品房销售面积将明显下降。

图 8 2018 年棚改实际执行超预期（万套） 图 9 2018 年 H2 新增 PSL 投放量缩减（亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

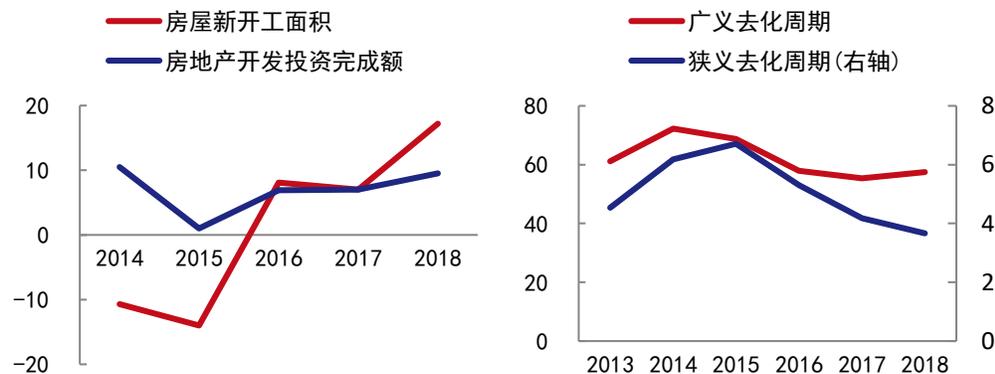
资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2018 年房屋新开工面积和开发投资保持高增长，土地购置力度大幅增强，房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜**

房屋新开工方面，2018 年全国房屋新开工面积同比增长 17.20%，较上年提高 10.20 个百分点，显著高于同期商品房销售增速；其主要原因在于，一是 2018 年初待售面积处于低位，房企补库存需求旺盛；其次在整体融资环境偏紧的背景下，房企加快新开工推盘以实现销售回款所致。随着下半年土地市场降温，商品房销售预期走弱，中证鹏元预计 2019 年房屋新开工面积增速将回落。开发投资方面，2018 年房屋销量的增长进一步刺激投资的增加，房地产开发投资同比增长 9.70%，但其中建筑、安装投资均呈负增长，土地购置等其他费用投资同比大幅增长 46.90%，土地购置等支出支撑房地产投资增速保持高位。

自 2016 年 11 月以来国内商品房待售面积持续下滑，2018 年末同比下滑 11.05%，降幅有所收窄，同时狭义去化周期持续下行；期末广义房屋库存去化周期为 57.49 个月，较 2017 年末小幅增加 2.13 个月，广义房屋去化周期开始回升。

图 10 房屋新开工面积以及开发投资同比增速（%） 图 11 广义及狭义去化周期（月）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

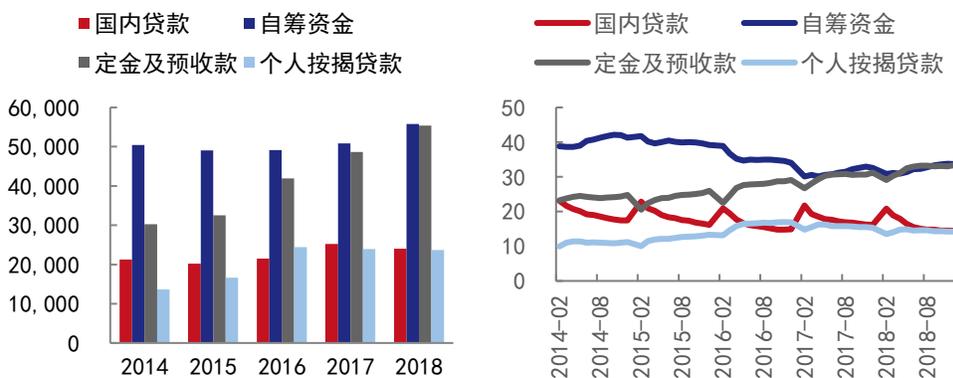
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年全国 100 大中城市成交土地建面同比增加 9.39%，增速同比回落 7.40 个百分点，其中三线城市土地成交面积规模最大且增速最快。当前地产调控政策依然较严，各城楼面均价呈现下行的态势，但住建部稳地价预期强烈，预计未来下行幅度有限。对于房企而言，受棚改货币化退坡以及三四线城市居民杠杆率偏高的影响，三四线城市拿地面临的风险较大，近期房企拿地需求逐渐向确定性更强的一二线城市倾斜。

### 2017 年以来房地产企业的融资渠道受限，外部融资规模下降，销售回款占资金来源比重呈上升趋势

2017 年以来，房地产融资政策持续收紧，2018 年房地产开发投资资金合计为 165,962.89 亿元，同比增加 6.35%，同比增速较 2017 年下滑 1.86 个百分点，整体资金面相对紧张。从各项资金来源的情况来看，房地产开发投资资金以定金及预收款、个人按揭贷款组成的其他资金为主，其次为房地产企业的自筹资金和国内贷款。2018 年以来，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，房地产贷款利率总体上升，同时在融资表外转表内的政策方向下，委托贷款和信托贷款的融资环境受到不利影响，2018 年国内贷款 24,004.52 亿元，同比减少 4.90%，占投资资金的比重为 14.46%。此外，2017 年以来公司债、非标融资等传统外部融资方式受到严监管，其规模出现大幅下滑。在外部融资收紧的情况下，房地产企业愈发依赖通过销售回笼的资金。2018 年个人按揭贷款和定金及预收款分别为 23,705.89 亿元和 55,418.17 亿元，合计占总资金比例为 47.68%，占比同比上升 1.15 个百分点。

图 12 房地产开发投资资金来源情况（亿元） 图 13 房地产开发投资资金来源占比（%）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

2018年公司收购金鹰基金，新增基金管理业务，随着装备与技术服务、光电显示材料、新能源汽车、房地产、电子通讯产品、建筑安装及环保等业务收入提高，当年公司实现主营业务收入511.08亿元，同比增长33.65%。受装备与技术服务、光电显示材料、建筑安装、环保及金融等业务毛利率下降影响，2018年公司主营业务毛利率同比下降2.68个百分点至23.33%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
装备及技术服务	1,952,526.55	30.28%	1,573,712.32	34.11%
光电显示材料	471,596.09	20.58%	339,174.39	29.95%
新能源	504,218.16	14.81%	543,535.43	11.70%
新能源汽车	425,750.16	22.47%	251,342.58	20.19%
房地产	494,281.86	42.44%	180,232.06	27.39%
电子通讯产品	362,993.08	2.41%	214,137.54	2.42%
建筑安装	314,961.00	3.20%	172,539.43	6.96%
环保	313,270.99	10.01%	228,746.37	19.25%
金融	144,343.47	34.55%	207,924.62	53.39%
石墨烯产业化应用	18,078.22	40.00%	6,727.49	59.42%
其他	108,786.99	15.30%	105,898.88	15.39%
<b>合计</b>	<b>5,110,806.58</b>	<b>23.33%</b>	<b>3,823,971.10</b>	<b>26.01%</b>

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

### （一）光电显示材料

玻璃基板产销规模扩大推动公司光电显示材料业务收入保持增长，但毛利率受价格下降及毛利率较低的G8.5代线产品占比提升影响有所下降，客户集中度提高，在建项目未来收益受建设进度、市场供需、技术革新等因素影响尚待观察

公司光电显示材料业务产品主要包括玻璃基板、蓝宝石玻璃及光学膜片等，玻璃基板业务主要由东旭光电下属子公司经营，蓝宝石玻璃业务由江苏吉星新材料有限公司（以下简称“江苏吉星”）运营。

玻璃基板业务方面，2018年公司玻璃基板设计产能及投产情况均未发生变化。从投产情况来看，截至2018年末，公司G8.5代液晶玻璃基板生产线后工程2条生产线投产，年产能360万平方米；G6代液晶玻璃基板生产线点火6条，其中6条投产，年实际产能432万片；G5代液晶玻璃基板生产线点火7条，其中7条投产，年实际产能700万片；四川旭虹盖板玻

璃年实际产能1,000万平方米。

**表 4 截至 2018 年末公司玻璃基板生产线投产情况（单位：条、万片/年）**

子公司名称	生产线门类	条数	设计产能	投产情况
芜湖光电	G6	10	500	6 条点火并投产；4 条在建；实际产能 432 万片/年
石家庄旭新	G5	3	165	3 条点火并投产；实际产能 300 万片/年
郑州旭飞	G5	4	220	4 条点火并投产；实际产能 400 万片/年
东旭营口	G5	1	55	1 条在建
四川旭虹	盖板玻璃	1	700	实际产能 1000 万平方米/年
福州东旭	G8.5	3	540	2 条投产，360 万片（后工程），1 条在建

注：四川旭虹盖板玻璃单位为万平方米/年，盖板玻璃产能数据修正。

资料来源：公司提供

生产方面，2018年公司各类玻璃基板产能利用率均保持较高水平，G8.5代液晶玻璃基板生产线产能逐步释放，G6及G5代液晶玻璃基板产量增加，但盖板玻璃产量有所下降。

销售方面，G5代玻璃基板销量有所下降，随着G8.5代线产能释放以及公司积极拓展市场，2018年G8.5、G6代玻璃基板及盖板玻璃销量均有所提升；价格方面，2018年公司玻璃基板价格仍受到市场竞争加剧等影响有所下降，其中G6及G5代玻璃基板价格同比分别下降7.96%和14.69%。

**表 5 公司玻璃基板产销情况**

年份	项目	G8.5	G6	G5	盖板玻璃
2018 年	投产条数（条）	2	6	7	1
	实际产能（万片/年）	360.00	432.00	700.00	1,000.00
	产量（万片）	322.00	404.06	598.14	880.92
	销量（万片）	331.23	454.85	551.63	864.76
	均价（元/片）	407.40	181.31	110.88	50.16
	产能利用率	89.44%	93.53%	85.45%	88.09%
	产销率	102.87%	112.57%	92.22%	98.17%
2017 年	投产条数（条）	-	6	7	1
	实际产能（万片/年）	-	432.00	700.00	1000.00
	产量（万片）	-	316.13	586.30	921.00
	销量（万片）	-	387.24	609.48	854.33
	均价（元/片）	-	196.98	129.98	50.79
	产能利用率	-	73.18%	83.76%	92.10%
	产销率	-	122.49%	103.95%	92.76%

注：G8.5 及盖板玻璃产能单位为万平方米/年、产量单位为万平方米、价格单位为元/平方米；

盖板玻璃产能数据修正。

资料来源：公司提供

玻璃基板是面板的核心材料，玻璃基板销售直接对接下游面板厂商，公司客户主要包括京东方、华星光电、群创光电等面板厂商，2018年公司玻璃基板前五大客户销售收入为31.76亿元，占当年玻璃基板销售收入的比重为89.39%，较2017年提高15.42个百分点。此外，公司玻璃基板前两大客户销售收入占比分别达到56.55%和16.19%，公司客户集中度进一步提高，未来需关注客户经营以及关系的稳定性对该业务收入产生的影响。

**表 6 公司玻璃基板前 5 大客户销售情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售收入	占比
2018 年	客户 1	200,943.10	56.55%
	客户 2	57,530.38	16.19%
	客户 3	28,065.96	7.90%
	客户 4	22,710.90	6.39%
	客户 5	8,364.00	2.35%
合计		<b>317,614.34</b>	<b>89.39%</b>
2017 年	客户 1	108,727.16	41.95%
	客户 2	41,958.00	16.19%
	客户 3	24,471.51	9.44%
	客户 4	10,616.00	4.10%
	客户 5	5,932.50	2.29%
合计		<b>191,705.17</b>	<b>73.97%</b>

注：2017 年及 2018 年公司玻璃基板业务收入分别为 259,209.63 万元和 355,316.36 万元。

资料来源：公司提供

公司蓝宝石玻璃生产业务由江苏吉星新材料有限公司（以下简称“江苏吉星”）运营，江苏吉星拥有从蓝宝石晶体生产到衬底、窗口片制造的全套完整生产设施、设备及相关工艺技术，产品涵盖大尺寸蓝宝石晶锭、2-8英寸蓝宝石晶棒、2-8英寸蓝宝石衬底、光学窗口材料、手机应用光学片、激光美容晶条、光通讯用蓝宝石封装条等类型品种。2018年江苏吉星主要产品为2寸蓝宝石衬底及4寸蓝宝石衬底，产能分别为430万片/年、180万片/年，随着下游需求结构变化，2018年江苏吉星4寸蓝宝石衬底产量明显增加，而2寸蓝宝石衬底产销量大幅下降。

**表 7 公司蓝宝石玻璃主要产品产销情况（单位：万片/年、万片）**

产品名称	项目	2018 年	2017 年
4 寸蓝宝石衬底	产能	180.00	180.00
	产量	121.81	51.54
	销量	117.16	48.95
2 寸蓝宝石衬底	产能	430.00	430.00
	产量	197.66	428.20

	销量	191.49	423.20
--	----	--------	--------

资料来源：公司提供

目前公司光电显示材料主要在建项目包括芜湖4条第6代液晶玻璃基板生产线、3条第8.5代液晶玻璃基板生产线、曲面显示用盖板玻璃生产线以及昆山彩膜项目。截至2018年末公司光电显示材料主要在建项目计划总投资191.39亿元，尚需投资82.34亿元。如上述光电显示材料生产线顺利投产，将有助于提升玻璃基板领域核心竞争力并拓宽收入来源，但该等项目投资规模较大，且未来收益受建设进度、市场供需、技术革新等因素影响尚待观察。

**表 8 截至 2018 年末公司光电显示材料主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	项目概况	计划总投资	已投资	设计产能
芜湖液晶玻璃基板生产线工程	芜湖光电 10 条 G6 生产线，6 条投产，4 条在建	757,652.00	732,374.40	200 万片/年（在建产能）
G8.5 代玻璃基板生产线	3 条 8.5 代生产线	695,000.00	187,521.68	540 万片/年
曲面显示用盖板玻璃	1 条在建	149,738.00	77,996.21	3,600 万片
昆山彩膜项目	3 条第 5 代彩色滤光片	311,550.00	92,641.11	198 万 m <sup>2</sup> /年
<b>合计</b>		<b>1,913,940.00</b>	<b>1,090,505.42</b>	-

资料来源：公司提供

整体来看，随着玻璃基板产销规模扩大，2018年公司光电显示材料收入同比增长39.04%，但受该等产品价格下降以及毛利率较低的G8.5代玻璃基板后工程在收入中占比提升影响，该业务毛利率同比下降9.37个百分点至20.58%，同时客户集中度提高，在建项目投资规模较大，其未来收益受建设进度、市场供需、技术革新等因素影响尚待观察。

## （二）装备与技术服务

**完工结算规模增加推动公司装备与技术服务业务收入保持增长，但该业务毛利率受业务结构调整影响有所下滑，新签订单及未执行订单规模均下降，未来需关注其收入稳定性**

公司装备与技术服务业务由公司本部、东旭科技集团有限公司、东旭科技发展有限公司、东旭光电及其子公司芜湖东旭光电装备技术有限公司运营。公司在电子玻璃设备制造和生产线建设方面积累了丰富经验，拥有自主知识产权的平板显示玻璃基板整套工艺及制造技术，在此基础上，公司积极推动装备与技术服务外延式发展，利用自身积累的技术优势为客户提供自动化、智能化的装备与技术服务。

2018年公司装备与技术服务新签合同规模下降，当年新签合同金额181.07亿元，同比下降6.66%，而随着在手合同完工结算规模增加，当年公司装备与技术服务确认收入195.25亿元，同比增长24.07%，但该业务毛利率同比下降3.83个百分点至30.28%，主要系毛利率

相对较高的技术服务在收入中占比下降、毛利率较低的设备业务在收入中占比提高所致。

**表 9 公司装备与技术服务业务收入构成情况（单位：万元）**

业务来源	业务分类	2018 年	2017 年
东旭光电及其子公司芜湖东旭光电装备技术有限公司	玻璃基板生产线设备	0.00	1,918.12
	机加类自动化设备	347,867.71	254,387.38
	装配类自动化设备	249,052.14	157,051.53
	搬运类自动化设备	117,270.09	161,600.61
	检测类自动化设备	124,651.90	149,036.49
公司本部、东旭科技集团有限公司、东旭科技发展有限公司	焊接类自动化设备	350,476.58	304,623.94
	喷涂类自动化设备	330,652.99	216,304.24
	包装类自动化设备	267,061.59	205,376.86
	仓储物流类自动化设备	165,493.55	123,413.06
合计		<b>1,952,526.55</b>	<b>1,573,712.32</b>

资料来源：公司提供

**表 10 公司装备与技术服务业务合同签署及执行情况（单位：万元）**

时间	新签合同金额	未执行完毕合同金额
2018 年	1,810,723.62	440,656.15
2017 年	1,939,948.46	582,459.08

资料来源：公司提供

从客户构成来看，2018年公司装备与技术服务主要客户收入占该业务收入比重为16.90%，客户集中度不高，有利于分散经营风险。

**表 11 公司装备与技术服务主要客户收入构成及占比情况（单位：万元）**

时间	客户名称	销售金额	占比	是否关联方
2018 年	客户 1	134,256.96	6.88%	否
	客户 2	95,814.64	4.91%	否
	客户 3	39,731.36	2.03%	否
	客户 4	38,850.24	1.99%	否
	客户 5	21,356.05	1.09%	否
	合计	<b>330,009.25</b>	<b>16.90%</b>	-
2017 年	客户 1	75,304.54	4.79%	否
	客户 2	74,427.03	4.73%	否
	客户 3	43,549.66	2.77%	否
	客户 4	36,811.97	2.34%	否
	客户 5	30,247.86	1.92%	否
	合计	<b>260,341.06</b>	<b>16.54%</b>	-

资料来源：公司提供

供应商方面，2018年公司装备与技术服务主要供应商占其当年采购金额的比重下降至

24.80%，有助于降低供应商集中风险。

**表 12 公司装备与技术服务主要供应商情况（单位：万元）**

时间	供应商名称	采购金额	占比	是否关联方
2018 年	供应商 1	87,543.81	6.33%	否
	供应商 2	78,901.08	5.71%	否
	供应商 3	69,193.28	5.01%	否
	供应商 4	60,427.74	4.37%	否
	供应商 5	46,651.09	3.38%	否
	<b>合计</b>	<b>342,716.99</b>	<b>24.80%</b>	<b>-</b>
2017 年	供应商 1	155,830.25	13.19%	否
	供应商 2	115,300.78	9.76%	否
	供应商 3	119,358.00	10.10%	否
	供应商 4	45,816.63	3.88%	否
	供应商 5	42,708.59	3.61%	否
	<b>合计</b>	<b>479,014.25</b>	<b>40.54%</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

整体来看，随完工结算规模增加，2018年公司装备与技术服务业务收入保持增长，但毛利率受业务结构调整影响有所下滑，同时新签订单及未执行订单规模均下降，未来需关注该业务收入稳定性。

### （三）新能源

**公司并网发电规模扩大推动光伏自营业务收入及毛利率提升，但EPC工程收入及毛利率均有所下降**

公司新能源业务主要包括光伏自营和电站工程总承包两方面，由东旭蓝天子公司东旭新能源投资有限公司（以下简称“东旭新能源”）及其下属子公司负责运营。随着自营项目并网发电规模增加，2018年公司光伏自营收入同比大幅增长至6.28亿元，毛利率亦有所提高，而EPC工程收入及毛利率均有所下降。

**表 13 东旭蓝天新能源业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
光伏自营	62,833.15	61.30%	8,612.08	52.47%
EPC 工程	441,541.88	8.23%	534,923.35	11.04%
<b>合计</b>	<b>504,375.03</b>	<b>14.84%</b>	<b>543,535.43</b>	<b>11.70%</b>

资料来源：公司提供

光伏自营方面，东旭蓝天重点开发东南沿海等限电风险较小区域，深度挖掘领跑者、扶贫项目等项目，随着汪清二期光伏扶贫项目、宁夏青铜峡等光伏电站项目顺利并网，2018

年末公司自主开发投资各类光伏电站并网容量累计1.16GW<sup>10</sup>，2018年发电10.89亿度，实现发电收入6.28亿元。

**表 14 2018 年公司主要光伏自营项目运营情况（单位：MW、万元）**

项目名称	装机容量	确认收入
汪清一期 100MW 光伏扶贫项目	100.00	9,928.82
新泰旭蓝 50MW 农光互补项目	50.00	4,711.17
张北耀彩 50MW 光伏电站	50.00	3,944.57
宁夏盛唐 50MW 光伏电站	50.00	3,574.05
山东莒县 40MW 地面电站	40.00	3,532.08
安徽六安金寨新皇明一期 100MW 地面电站	100.00	3,358.66
张北弘吉 30MW 光伏电站	30.00	3,062.29
浙江龙泉 30MW 农光互补项目	30.00	3,052.62
赤峰一期 20MW 电站项目	20.00	2,568.68
吉林洮南 22MW 地面电站	22.00	2,293.54
会理弘吉 30MW 光伏电站	30.00	2,292.32
广水孚阳高平 20MW 分布式光伏电站	20.00	1,992.15
湖北仙桃杨林尾 20MW 农光互补	20.00	1,944.53
承德围场 20MW 地面电站	20.00	1,747.31
浙江舟山 14MW 中基船业屋顶分布式光伏项目	14.00	1,534.08
新疆北屯市第十师 188 团 14MW 项目	14.00	1,293.04
广水孚阳薛田 20MW 分布式光伏电站	20.00	1,270.39
广水孚阳张阳 20MW 分布式光伏电站	20.00	1,198.08
林州杨家寨 20MW 地面电站	20.00	803.43
浙江台州路桥区 100MW 屋顶分布式（20*5）	14.00	645.86
宁夏青铜峡菲斯克旭元 50MW 地面电站	50.00	514.74
林州桂林镇北马巷 30MW 地面电站项目	30.00	481.90
汪清二期 30MW 光伏扶贫项目	30.00	463.50
湖南衡东县霞流镇 20MW 项目	20.00	375.06
<b>合计</b>	<b>814.00</b>	<b>56,582.87</b>

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2018年末，公司主要在建光伏自营项目装机容量184MW，计划总投资16.73亿元，尚需投资11.87亿元。

<sup>10</sup> 部分物理并网、并未发电。

**表 15 截至 2018 年末公司主要在建光伏自营项目投资情况（单位：MW、万元）**

项目名称	类型	规模	预计总投资	已投资
安徽金寨二期 100MW	地面式	100	100,000.00	5,782.44
林州东姚镇石大沟 30MW	地面式	30	24,900.00	13,891.52
河南卫辉唐庄乡新农村 20MW 屋顶分布式项目	分布式	20	17,496.00	8,718.21
新郑旭能金马公司新马物流中心 14MW 屋顶分布式项目	分布式	14	10,500.00	7,260.56
海南文昌 20MW	渔光互补	20	14,400.00	12,964.84
<b>合计</b>		<b>184</b>	<b>167,296.00</b>	<b>48,617.57</b>

资料来源：公司提供

EPC工程由东旭新能源子公司四川东旭电力工程有限公司（以下简称“四川东旭电工”）及其子公司西藏东旭电力工程有限公司负责运营，四川东旭电工具备多项工程施工专业资质，具有丰富的光伏电站工程经验，在电站建设方面可提供采购、设计、施工一体化服务。除光伏电站EPC工程外，2018年公司积极布局风电项目，在风电项目建设方面取得突破，当年公司EPC工程新签订单26个，新签合同金额50.69亿元，实现EPC工程收入44.15亿元，同比下降17.46%，同时该业务毛利率同比下降2.81个百分点至8.23%。

**表 16 2018 年公司主要 EPC 工程项目收入确认情况（单位：万元）**

项目名称	合同额	2018 年确认收入
阿拉善 100MW 风电场 EPC 项目	76,000.00	23,339.71
丰宁大滩镇 50MW 光伏扶贫项目	28,922.82	18,351.97
中宁新堡镇风电场 100MW 工程项目	26,808.07	16,395.60
天津宁欣节能环保河 30MW 渔光互补发电项目	21,472.00	13,911.15
包头 100MW 领跑者 1 号光伏发电项目	61,242.01	13,489.29
北京航天中源南宫 300MW 风电场项目	138,850.00	12,846.57
河南上蔡三期 45MW 扶贫分布项目	31,500.00	11,795.83
行唐县上方乡东井底村（一期 25MW）光伏发电 EPC 项目	15,625.00	9,636.53
正泰山西山阴 50MW 光伏项目	17,568.36	8,732.20
张家口宣化 20MW 光伏扶贫项目	12,022.82	8,026.99
吉林省安图县 32MW 光伏扶贫项目	8,769.60	7,570.59
山东菏泽定陶 30MW 光伏项目	21,300.00	7,107.79
西平县 22.02MW 扶贫 EPC 项目	16,052.58	6,866.48
宝应光伏发电 100MW 渔光互补项目	37,120.43	6,164.20
康保县 11.2MW 光伏扶贫（三标段）EPC 项目	7,347.20	6,150.84
<b>总计</b>	<b>520,600.89</b>	<b>170,385.75</b>

资料来源：公司提供

#### （四）房地产板块

公司房地产开发及销售规模进一步扩大，收入及毛利率水平提升，较大的在建规模可为其业务持续性提供保障，但需关注区域房地产市场环境变化对项目建设进度及后续销售产生的不确定性影响

随着公司将房地产业务转至西藏旭日资本管理有限公司（以下简称“西藏旭日”），公司房地产业务由西藏旭日下属子公司负责经营。随着千江月、虹海湾三期、宝安紫韵四期、江南城三期、东旭·御园、东旭·御峰、东旭·迎恩府、东旭·御江湾等项目建设，2018年公司房地产开发投资完成39.81亿元，同比增长82.11%，2018年末在建面积同比增长90.22%。

**表 17 公司房地产二级开发业务主要经营指标**

项目	2018 年	2017 年
当年开发完成投资（亿元）	39.81	21.86
年末在建面积（万平方米）	254.66	133.88
当年新开工面积（万平方米）	128.79	137.44
当年竣工面积（万平方米）	8.01	41.68
合同销售面积（万平方米）	62.89	42.32
合同销售金额（亿元）	70.02	37.46
平均销售价格（万元/平方米）	1.11	0.89
房屋结转面积（万平方米）	33.87	20.91
房屋结转金额（亿元）	37.71	17.53

资料来源：公司提供

销售方面，除原有在售楼盘山水江南-高层、宝安紫韵三期、东旭·御山湖一期等销量提升外，2018年新开售楼盘宝安紫韵四期、金色年华一期等销量较好，推动当年合同销售面积同比增长48.61%至62.89亿元，实现合同销售金额70.02亿元，同比增长86.92%。受不同项目价格各异及部分楼盘价格上涨影响，2018年公司房地产项目平均销售价格提高至1.11万元/平方米。2018年公司结转房屋面积33.87万平方米，房屋结转收入37.71亿元<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> 与表 3 房地产收入差异部分主要来自北京旭丰置业有限公司出售两栋商业写字楼。

**表 18 公司在售房地产项目销售情况（平方米、万元、元/平方米）**

项目名称	类型	总可售面积	项目	2018 年	2017 年	截至 2018 年末累计销售情况
宝翠苑 (深圳)	住宅	24,547.76	销售面积	-	198.20	24,445.96
			销售收入	-	650.00	66,432.34
			销售均价	-	32,795.16	27,175.18
山水龙城 (惠州)	住宅	221,983.00	销售面积	249.13	13,429.74	215,457.87
			销售收入	342.67	38,016.23	166,366.06
			销售均价	13,754.71	28,307.50	7,721.51
千江月(惠州 双碧湾)	住宅	64,909.00	销售面积	5,458.82	-	5,458.82
			销售收入	5,409.38	-	5,409.38
			销售均价	9,909.43	-	9,909.43
虹海湾一期 (惠东)	住宅	93,740.21	销售面积	290.90	1,972.70	92,669.27
			销售收入	247.27	1,717.55	95,098.20
			销售均价	8,500.00	8,706.61	10,262.11
虹海湾二期 (惠东)	住宅	216,304.89	销售面积	35,125.87	100,625.21	165,713.07
			销售收入	43,601.70	125,247.07	206,949.62
			销售均价	12,412.99	12,446.89	12,488.43
虹海湾三期 (惠东)	住宅	270,300.00	销售面积	727.86	-	727.86
			销售收入	1,485.85	-	1,485.85
			销售均价	20,414.00	-	20,414.00
山水江南-低层 (东莞)	住宅	58,502.98	销售面积	4,534.29	11,285.82	57,333.80
			销售收入	6,321.07	9,652.00	61,401.07
			销售均价	13,940.00	8,552.32	10,709.40
山水江南-高层 (东莞)	住宅	249,464.41	销售面积	149,101.94	68,614.00	217,715.94
			销售收入	171,497.65	77,004.00	248,501.65
			销售均价	11,502.00	11,222.78	11,414.03
鸿基紫韵(西安)	住宅	207,521.00	销售面积	203.51	430.11	206,944.17
			销售收入	203.51	725.46	233,163.09
			销售均价	10,000.00	16,866.85	11,266.96
宝安紫韵一期 (西安阎良)	住宅	76,751.98	销售面积	2,675.82	16,313.82	74,976.84
			销售收入	2,458.41	6,687.93	32,813.64
			销售均价	9,187.50	4,099.55	4,376.50
宝安紫韵二期 (西安阎良)	住宅	61,504.00	销售面积	1,584.73	57,995.50	59,580.23
			销售收入	1,010.28	26,130.47	27,140.75
			销售均价	6,375.00	4,505.60	4,555.33
宝安紫韵三	住宅	68,629.80	销售面积	41,741.35	24,846.00	66,587.35

期（西安阎良）			销售收入	22,001.51	9,945.12	31,946.63
			销售均价	5,270.91	4,002.70	4,797.70
宝安紫韵四期（西安阎良）	住宅	148,328.25	销售面积	40,092.57	-	40,092.57
			销售收入	25,622.93	-	25,622.93
			销售均价	6,390.94	-	6,390.94
江南城一、二期（湖南湘潭）	住宅	111,271.73	销售面积	10,279.68	50,020.22	108,836.40
			销售收入	8,136.55	23,811.76	53,416.77
			销售均价	7,794.15	4,760.43	4,907.99
江南城三期（湖南湘潭）	住宅	95,415.07	销售面积	8,452.56	-	8,452.56
			销售收入	4,432.73	-	4,432.73
			销售均价	5,244.24	-	5,244.24
水木年华（中山）	住宅	115,211.48	销售面积	1,478.77	-	114,828.48
			销售收入	2,298.42	-	153,469.60
			销售均价	15,542.76	-	13,365.12
金色年华一期（中山）	住宅	195,336.43	销售面积	157,338.50	-	171,166.34
			销售收入	263,652.10	-	287,840.98
			销售均价	16,757.00	-	16,816.45
长宏·国际城（漳州平和县）	住宅	102,227.00	销售面积	9,953.03	29,020.45	83,656.48
			销售收入	5,626.63	15,629.71	42,046.34
			销售均价	5,653.18	5,385.76	5,026.07
东旭·御园（漳州平和县）	住宅	102,937.59	销售面积	11,450.09	-	11,450.09
			销售收入	7,084.73	-	7,084.73
			销售均价	6,187.49	-	6,187.49
东旭·御峰（厦门漳州）	住宅	23,338.01	销售面积	6,462.13	-	6,462.13
			销售收入	8,511.88	-	8,511.88
			销售均价	13,171.94	-	13,171.94
东旭·迎恩府（浙江嵊州）	住宅	56,484.10	销售面积	14,451.97	-	14,451.97
			销售收入	14,285.01	-	14,285.01
			销售均价	9,884.47	-	9,884.47
东旭·御江湾（重庆巴南区）	住宅	27,628.00	销售面积	3,698.48	-	3,698.48
			销售收入	4,309.82	-	4,309.82
			销售均价	11,652.95	-	9,884.47
东旭·御山湖一期（云南昆明）	住宅	222,409.81	销售面积	123,554.79	48,430.59	171,985.38
			销售收入	101,686.73	39,359.01	141,045.74
			销售均价	8,230.09	8,126.89	9,884.47

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2018年末公司在建房地产项目计容建筑面积266.39万平方米，计划总投资182.31亿元，储备土地15.85万平方米，可为房地产业务持续性提供一定保障。

**表 19 截至 2018 年末公司在建房地产项目情况（单位：万平方米、万元）**

项目名称	地点	项目类型	计容建筑面积	计划总投资	已投资	已销售面积
虹海湾二期 (62481.66 m <sup>2</sup> 地块)	惠东	住宅	15.62	131,021.00	105,074.81	16.57
虹海湾三期	惠东	住宅	27.03	190,660.65	54,091.86	0.07
宝安山水江南高层	东莞	住宅	23.57	102,483.00	64,795.54	21.77
宝安山水江南高层 (7号地)	东莞	住宅	10.96	51,420.00	12,648.77	0.60
宝安紫韵二期	西安市 阎良区	住宅	6.51	29,706.59	23,333.88	5.96
宝安紫韵三期	西安市 阎良区	住宅、裙 房商铺、 车位	6.91	35,956.79	19,253.14	6.66
宝安紫韵四期	西安市 阎良区	住宅、裙 房商铺、 车位	14.87	73,000.00	14,696.32	4.01
顺德龙江项目	佛山 顺德区	住宅	5.01	32,659.51	22,000.00	-
宝安江南城三期	湖南	住宅	8.91	54,000.00	12,665.06	0.85
惠州双碧湾千江月	惠州	住宅、商 业	6.57	52,344.00	15,577.52	0.55
金色年华一期	中山	住宅	37.21	322,716.30	183,900.00	16.74
水木年华	中山	住宅	12.56	54,200.00	34,600.00	11.48
长宏·国际城	漳州 平和县	住宅	10.22	44,359.13	38,232.93	8.37
东旭·御山湖一期	云南昆明	住宅	23.88	113,891.15	103,020.84	17.20
东旭·御山湖二期	云南昆明	住宅	20.08	143,431.33	42,304.41	-
东旭·御园	漳州 平和县	住宅	10.53	57,357.81	35,115.63	1.15
东旭·御峰	厦门漳州	住宅、办 公楼	2.33	37,139.54	19,423.84	0.65
东旭·迎恩府	浙江嵊州	住宅	5.83	84,000.45	42,475.26	1.45
东旭·御江湾	重庆 巴南区	住宅	2.19	21,533.69	15,666.13	0.37
东旭·悦潮府	杭州萧山	住宅、酒 店	15.60	191,244.04	44,692.17	-
<b>合计</b>			<b>266.39</b>	<b>1,823,124.98</b>	<b>903,568.11</b>	<b>114.45</b>

资料来源：公司提供

**表 20 截至 2018 年末公司土地储备情况（单位：万平方米、万元）**

项目名称	所在地	取得时间	宗地用途	土地面积	建筑面积	已投资金额
龙岗中心城旧改项目	龙岗中心城	1995 年	商业	0.55	3.93	7,537.00
惠州小金口项目	惠州市小金口街道小铁村	2009 年	工业用地	5.52	-	1,046.00
银珠岭项目	深圳龙岗区	1996 年	-	3.85	1.93	1,291.07
中山板芙	中山市板芙镇金钟村迎宾大道北侧	2017 年	住宅用地	5.93	20.74	29,179.92
<b>合计</b>				<b>15.85</b>	<b>26.60</b>	<b>39,053.99</b>

资料来源：公司提供

整体来看，公司房地产开发及销售规模进一步扩大，2018年公司房地产业务确认收入49.43亿元，同比增长174.25%，毛利率同比提高12.49个百分点至42.44%，在建房地产项目规模较大，业务持续性较有保障，但需关注区域房地产市场环境对项目建设进度及后续销售产生的不确定性影响。

#### （五）新能源汽车

**公司新能源客车受补贴政策等因素影响产销量及价格均趋于下降，客户集中度仍较高且主要客户变动较大，未来需关注政策及市场供需波动对公司产能释放的影响**

2017年东旭光电以发行股份及支付现金方式购买上海申龙客车有限公司（以下简称“申龙客车”）100%股权，新增新能源汽车业务，2017年10月26并表。申龙客车主要从事客车的设计、研发、生产和销售，主要产品为新能源客车和传统客车。申龙客车终端用户主要为各地公交公司、客运公司和旅游公司等。2017年申龙客车收购广西源正新能源汽车有限公司<sup>12</sup>100%股权，客车产能增至10,000辆/年，2018年申龙客车产能未发生变化。

受补贴政策趋严、产能释放受限、技术更新迭代速度减缓等因素影响，2018年申龙客车新能源汽车产销量及价格均有所下降，当年新能源客车产销量同比均下降2.85%，价格同比下降8.15%至60.38万元/量。传统客车随订单量增加，产销量同比分别增长4.83%和25.65%，但其价格同比下降9.13%。

<sup>12</sup> 2018年6月更名为广西申龙汽车制造有限公司。

**表 21 申龙客车生产经营情况**

项目		2018 年	2017 年
车型	产能（辆/年）	10,000	10,000
	产量（辆）	5,592	5,756
新能源客车	销量（辆）	5,559	5,722
	售价（万元/辆）	60.38	65.74
	销售收入（万元）	335,652.42	376,150.95
	产量（辆）	1,237	1,180
传统客车	销量（辆）	1,445	1,150
	售价（万元/辆）	36.35	40.00
	销售收入（万元）	52,523.10	46,040.48

注：公司 2017 年新能源客车收入为 2017 年 10 月 26 日收购完成后至当年末的收入。

资料来源：公司提供

从主要客户来看，2018 年申龙客车前五名客户销售额 14.60 亿元，占当期销售金额的比重为 37.62%，同比虽有所下降，但客户集中度仍较高，同时主要客户变动较大。

**表 22 申龙客车前五名客户销售情况（单位：万元）**

时间	客户名称	销售收入	占比	客户类别	销售产品类别
2018 年	客户 1	60,426.71	15.57%	直销	新能源汽车
	客户 2	29,378.62	7.57%	直销	新能源汽车
	客户 3	20,841.43	5.37%	直销	新能源汽车
	客户 4	18,939.15	4.88%	直销	新能源汽车
	客户 5	16,458.73	4.24%	直销	新能源汽车
	<b>合计</b>	<b>146,044.63</b>	<b>37.62%</b>	-	-
2017 年	客户 1	76,187.68	18.05%	经销	新能源汽车
	客户 2	50,964.27	12.07%	直销	新能源汽车
	客户 3	33,640.60	7.97%	经销	新能源汽车
	客户 4	17,518.63	4.15%	直销	新能源汽车
	客户 5	17,236.54	4.08%	直销	新能源汽车
	<b>合计</b>	<b>195,547.72</b>	<b>46.32%</b>	-	-

资料来源：公司提供

在建项目方面，广西申龙汽车制造有限公司建设 10,000 台系列大客车及 30,000 万台新能源物流车项目计划总投资 29.55 亿元，截至 2018 年末已完成投资 13.97 亿元，未来该项目如顺利完工投产，有助于提升申龙客车新能源客车业务收入水平，但需关注行业政策及市场供需波动对其产能释放的影响。

整体来看，公司新能源客车受补贴政策等因素影响产销量及价格均趋于下降，客户集中度仍较高且主要客户变动较大，未来需关注政策及市场供需波动对公司产能释放的影响。

## （六）环保、建筑安装、电子通讯等其他业务

**环保、建筑安装、电子通讯等其他业务拓宽了公司收入来源，但整体毛利率趋于下降**

随着石家庄宝石电子集团有限责任公司及成都东旭智能科技有限公司环保建材产销规模下降，2018年公司环保业务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”）环保工程，星景生态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。公司收购星景生态后拓展生态环保业务，布局水系治理、危废处理，并对土壤修复、矿山修复等其他生态修复领域进行积极布局。目前星景生态主要业务模式系作为社会资本方投资PPP项目建设，项目结算分为预付款（约10%）、进度款（按进度付款，完工后支付约85%）和质保金（约15%，一般质保期为1年）。2018年公司环保业务实现收入31.33亿元，但毛利率下降9.24个百分点至10.01%。

公司建筑安装业务主要由东旭建设集团有限公司（原名为四川瑞意建筑工程有限公司，以下简称“东旭建设”）及其下属子公司运营，东旭建设具备建筑工程施工总承包一级和市政公用工程施工总承包一级等资质，主要开展房建、土建、市政设施建设及其他工程总承包和专业施工。随着订单量增加，2018年公司获得建筑安装收入31.50亿元，同比增长82.54%，但毛利率同比下降3.76个百分点至3.20%。

随着公司收购金鹰基金、西藏金租不再并表，2018年公司金融业务收入主要来自金鹰基金、东旭集团财务有限公司及西藏金租2018年1-5月并表收入，2018年公司金融板块实现收入14.43亿元，同比下降30.58%，毛利率下降18.84%。

电子通讯产品业务主要由东旭光电下属子公司深圳市新盈通科技有限公司及创联华泰（香港）有限公司经营，主要从事记忆芯片类产品、高端外设及电竞主机类产品、液晶屏幕模组及整机类产品等的进出口购销业务。2018年公司实现电子通讯产品业务收入36.30亿元，同比增长69.51%，但该业务毛利率仍较低，盈利能力较弱。

2018年公司其他业务收入10.88亿元，主要来自上海嘉麟杰纺织品股份有限公司（以下简称“嘉麟杰”）纺织服装业务，当年嘉麟杰实现营业收入8.79亿元。

### **2018年公司计提大额商誉减值，未来需关注公司管理、资金回收及商誉减值风险**

近年公司通过股权收购不断扩大经营范围，业务覆盖玻璃基板、装备与技术服务、新能源、新能源汽车、房地产、环保、建筑安装、电子通讯产品、金融及纺织服装等领域，同时玻璃基板、装备与技术服务、新能源等主要业务预付工程及设备款规模较大，对公司经营及资金管理要求较高，公司未来或面临一定管理及资金回收风险。此外，近年公司溢价收购形成大量商誉，2018年公司计提收购上海国骏投资有限公司等股权商誉减值

6.63亿元，截至2018年末，公司商誉账面价值67.32亿元，未来仍需关注公司商誉减值风险。

#### 公司在税收返还及补助等方面继续获得政府支持，但支持力度有所减弱

2018年公司获得政府补助3.30亿元，主要包括税收返还及各项奖励补贴等，计入其他收益及营业外收入，提高了公司当期利润水平，但受各地政府招商引资税收优惠政策陆续到期，当年公司政府补助同比下降28.89%，未来政府支持存进一步下降可能。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年度审计报告，2017年数据采用2018年审计报告年初数，公司会计报表均采用新会计准则编制。2018年公司收购1家子公司、投资设立3家子公司，失去1家子公司控制权，截至2018年末，公司纳入合并报表范围的二级子公司共30家。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但规模较大的应收及预付款项存在一定坏账及回收风险，同时非流动资产占比提升，存在一定比例受限资产，整体资产流动性下降

随着经营发展，2018年末公司资产总额2,072.26亿元，同比增长4.40%；其中流动资产1,386.95亿元，占比66.93%，同比下降7.6个百分点主要系当期股权投资、项目投资及预付款规模较大导致货币资金等流动资产下降而长期股权投资等非流动资产增加所致。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款、存货及其他流动资产等。2018年末公司货币资金561.60亿元，同比减少29.94%，主要系投资及偿债支付现金规模较大所致，主要包括银行存款550.65亿元、其他货币资金10.90亿元；其中56.67亿元作为定期存单、保证金、存放专用账户资金使用受限。

随着收入增长，2018年末公司应收账款及应收票据总额204.60亿元，主要来自装备与技术服务、新能源汽车及新能源等业务，其中应收票据8.13亿元（银行承兑汇票1.51亿元与商业承兑汇票6.61亿元）、应收账款总额196.48亿元，应收账款主要包括单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款4.35亿元、账龄组合153.70亿元和其他组合38.01亿元。单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款中应收内蒙古准兴重载高速公路有限公司1.37亿元因诉讼预计不能收回、陕县英利新能源科技有限公司2.68亿元因预计无法履行还款义

务等100%计提坏账准备；账龄组合153.70亿元中信用期内应收账款117.96亿元、占比76.74%，信用期外1年以内30.75亿元、占比20.01%，信用期外1-2年3.56亿元、占比2.32%；其他组合38.01亿元主要系应收新能源汽车、光伏发电等补贴款。从应收对象来看，2018年末应收账款前5名应收总额18.81亿元，占应收账款总额的比重为9.57%。剔除坏账准备后，2018年末公司应收账款账面价值190.02亿元，其中4.55亿元用于保理融资所有权受限。综合来看，公司应收账款规模较大，部分应收款项因预计无法收回计提坏账准备，未来公司应收账款存在坏账风险。

公司预付款项主要为预付装备及技术服务业务设备材料款及新能源光伏电站工程设备款等，随着业务量增加带来材料采购及工程设备投入增加，2018年末公司预付款项账面价值增至116.92亿元。

公司其他应收款主要为往来款、保证金及押金、员工持股借款，往来款主要系与联营公司及少数股东保持合作关系发生的往来款项，保证金及押金主要用于股票质押和工程类业务，随着业务量增加带来往来款、保证金及押金规模扩大，2018年末公司其他应收款总额增至106.44亿元（不含应收利息及应收股利），主要包括单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款3.39亿元、账龄组合57.19亿元和其他组合45.36亿元。单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款计提坏账准备2.93亿元；账龄组合57.19亿元主要包括信用期内44.74亿元、占比78.22%，信用期外1年以内7.85亿元、占比13.73%，1-2年4.94亿元、占比4.94%；其他组合主要系保证金35.81亿元及员工持股借款7.62亿元。从主要应收对象来看，2018年末其他应收款前5名应收金额46.41亿元，包括应收中国民生信托有限公司保证金13.35亿元、东鼎国际财富投资管理有限公司往来款11.78亿元、上海辉懋企业管理有限公司往来款8.80亿元、员工持股借款7.62亿元和中海信托股份有限公司保证金4.85亿元。剔除坏账准备后，2018年末公司其他应收款账面价值102.72亿元。公司其他应收款规模较大，未来需关注部分款项回款风险。

随着业务规模扩大，2018年末公司存货账面价值增至242.09亿元，主要包括房地产开发成本120.88亿元、建造合同形成的已完工未结算资产44.67亿元、原材料36.45亿元、库存商品27.72亿元以及在产品10.81亿元；此外，账面价值3.18亿元的存货已用于抵押。考虑到玻璃基板产品价格趋于下降及房地产投资成本较大，未来需关注公司存货跌价风险。

公司其他流动资产主要系理财产品及预缴或留抵的税费，2018年末账面价值130.95亿元，其中理财产品及预缴或留抵的税费依次分别为104.73亿元和22.78亿元。

**表 23 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	5,616,009.11	27.10%	8,015,756.19	40.39%
应收票据及应收账款	1,981,443.46	9.56%	1,485,803.80	7.49%
预付款项	1,169,155.20	5.64%	537,445.71	2.71%
其他应收款 <sup>13</sup>	1,027,204.18	4.96%	699,099.29	3.52%
存货	2,420,915.95	11.68%	1,491,249.19	7.51%
其他流动资产	1,309,514.33	6.32%	1,058,017.76	5.33%
<b>流动资产合计</b>	<b>13,869,524.56</b>	<b>66.93%</b>	<b>14,793,108.69</b>	<b>74.53%</b>
可供出售金融资产	480,733.99	2.32%	315,461.22	1.59%
长期股权投资	1,064,007.27	5.13%	307,782.70	1.55%
固定资产	1,927,354.79	9.30%	1,670,348.20	8.42%
在建工程	635,617.79	3.07%	615,411.74	3.10%
商誉	673,200.31	3.25%	677,294.36	3.41%
其他非流动资产	1,493,281.77	7.21%	235,006.53	1.18%
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,853,116.57</b>	<b>33.07%</b>	<b>5,055,217.67</b>	<b>25.47%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,722,641.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>19,848,326.37</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程、商誉及其他非流动资产。公司可供出售金融资产包括股权投资及债权投资，2018年末账面价值增至48.07亿元主要源自债务投资增加；其中股权投资25.59亿元主要包括投资华融并购投资基金集合资金信托计划9.99亿元、思嘉东旭IDC产业并购私募基金2.63亿元、东方旭杰金融服务业1号并购私募基金2.47亿元、四川信托-北讯集团2.05亿元、产业振兴基金2.00亿元和华龙证券股份有限公司1.98亿元，债权投资22.49亿元，主要包括投资衡水银行股份有限公司（以下简称“衡水银行”）不良资产19.81亿元<sup>14</sup>、朔州农村商业银行股份有限公司（以下简称“朔州农商行”）不良资产3.00亿元<sup>15</sup>和金丰能源不良资产2.09亿元<sup>16</sup>，2018年衡水银行不良资产包及朔州农商行不良资产包分别计提减值损失1.98亿元和0.63亿元，未来仍需关注其减值风险。

随着西藏金租不纳入合并报表范围并计入长期股权投资、追加投资衡水银行股权投资

<sup>13</sup> 含应收利息。

<sup>14</sup> 2018年10月公司根据河北银监局冀银监复【2018】157号文件批复，参与衡水银行增发的同时，作为战略投资者另行出资人民币19.81亿元购买不良资产。

<sup>15</sup> 2017年9月公司作为朔州农村商业银行股份有限公司发起人以人民币3.00亿元购买不良资产包，2018年6月朔州农村商业银行股份有限公司正式批复成立。

<sup>16</sup> 孙公司宁波旭银嘉佑资产管理有限公司投资光大兴陇信托不良资产债权，收购对价2.09亿元。

28.19亿元，2018年末公司长期股权投资账面价值增至106.40亿元，其中主要包括投资西藏金租34.63亿元、衡水银行32.17亿元、北京中交东旭工程技术有限公司7.00亿元、东旭创展（天津）实业有限公司4.00亿元、朔州农商行3.61亿元和北京亿海通达信息技术有限公司3.00亿元。

公司固定资产主要系生产经营用房屋厂房、机械设备、光伏电站等，随着光伏项目等在建工程与投资性房地产<sup>17</sup>转入以及购置机械与运输设备，2018年末公司固定资产账面价值增至192.74亿元，其中129.65亿元因抵押或融资租赁形成的资产使用受限。

公司在建工程主要包括光电显示项目建设投入，2018年末账面价值随建设投入增加至63.56亿元，主要包括芜湖液晶玻璃基板生产线工程22.58亿元、高铝硅盖板玻璃原片产线升级改造项目10.03亿元、昆山彩膜项目6.17亿元以及玻璃基板生产线营口项目5.42亿元；此外，公司账面价值31.44亿元的在建工程用于抵押。

公司商誉系溢价收购股权形成，2018年末账面价值67.32亿元，主要包括溢价收购东旭蓝天、申龙客车形成的商誉19.78亿元和23.32亿元；除当期投资张北熠彩新能源科技有限公司、中诚国建有限公司等新增商誉6.22亿元外，公司计提收购上海国骏投资有限公司等股权商誉减值合计6.63亿元；考虑到公司商誉规模较大，未来需关注被收购方业绩不达预期导致的商誉减值风险。

随着东旭光电G8.5代玻璃基板与曲面盖板玻璃生产线、新能源客车项目、光伏电站工程预付设备工程款及PPP项目公司与合作公司预付投资款增加，2018年末公司其他非流动资产增至149.33亿元，其中主要包括预付设备工程款72.38亿元以及投资款76.46亿元。

整体来看，公司资产规模有所增长，但应收及预付款项规模较大，存在一定坏账及回收风险，同时非流动资产占比提升，2018年末公司账面价值248.07亿元的资产已用于抵押，占期末总资产的比重为11.97%，整体资产流动性下降。

## 资产运营效率

### 公司资产运营效率有所提高，但资金周转效率下降

随着业务规模扩大及收入增长，公司应收票据及应收账款亦保持较快增长，2018年公司主业回款速度放缓导致应收票据及应收账款周转天数同比增加28.97天。由于周转周期较长的房地产项目增加导致存货规模大幅增长、周转效率下降，2018年公司存货周转天数同比增加23.21天。与此同时，公司给付供应商货款周期延长，2018年公司应付票据及应付账款周转天数同比增加31.82天。综合来看，2018年公司净营业周期同比增加20.36天，

<sup>17</sup> 东旭蓝天旗下中环假日酒店转为自用。

资金周转效率下降。

随着营业收入的提高，公司流动资产、固定资产及总资产周转效率均有所提高，流动资产、固定资产及总资产周转天数同比分别减少158.57天、13.39天和176.44天，但公司总资产周转天数仍达1,433.31天，资产运营效率较低。

**表 24 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018 年	2017 年
应收票据及应收账款周转天数	122.49	93.52
存货周转天数	179.26	156.05
应付票据及应付账款周转天数	131.69	99.87
<b>净营业周期</b>	<b>170.06</b>	<b>149.70</b>
流动资产周转天数	1,012.61	1,171.18
固定资产周转天数	127.10	140.49
<b>总资产周转天数</b>	<b>1,433.31</b>	<b>1,609.75</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入虽保持增长，但毛利率下降、资产减值损失增加、政府补助减少等导致盈利水平下降，同时投资收益持续性较差、资产减值损失风险较大、期间费用率仍较高，未来公司经营业绩存继续下降可能

2018年装备与技术服务、光电显示材料新能源汽车、房地产等多业务收入提高推动公司实现营业总收入518.60亿元，同比增长35.21%。受装备及技术服务、光电显示材料、建筑安装、环保及金融业务毛利率下降影响，2018年公司综合毛利率同比下降3.82个百分点至22.90%。随着收入提高，2018年公司期间费用率下降至17.89%，但公司期间费用率仍处于较高水平。

2018年公司获得其他收益3.27亿元，主要包括税收返还及各项奖励补贴等，同比下降29.17%，主要系税收返还减少所致。2018年公司获得投资收益23.98亿元，同比增长100.25%，主要得益于权益法核算长期股权投资收益及处置长期股权投资产生的投资收益同比分别增长77.20%和129.15%至3.16亿元和19.79亿元，其中权益法核算长期股权投资收益主要来自当年西藏金租投资收益2.95亿元和朔州农商行投资收益0.61亿元，处置长期股权投资产生的投资收益主要来自处置北京敦达兴业科技有限公司、中盛顺鼎(北京)节能科技有限公司及中益创投(北京)科技有限公司等股权产生的投资收益。由于投资收益主要来自股权处置，未来公司投资收益持续性较差。

2018年公司产生资产减值损失14.11亿元，主要系计提商誉减值损失6.63亿元、坏账损失4.14亿元以及衡水银行不良资产包及朔州农商行不良资产包等可供出售金融资产减值损失2.61亿元；考虑到公司商誉、应收款项及不良资产包规模较大，未来公司资产减值风险较大。

受综合毛利率下降、资产减值损失增加、政府补助减少等叠加影响，2018年公司营业利润同比下降18.18%至32.99亿元，营业利润率同比下降4.26个百分点至6.48%。2018年公司获得营业外收入5.28亿元，主要系收购深圳市欧富源科技有限公司产生的收益4.70亿元，同比大幅增加，推动利润总额降幅较营业利润收窄，当年公司实现利润总额37.60亿元，同比下降9.93%；扣除所得税后，公司实现净利润27.66亿元，同比下降21.45%；总资产回报率及净资产收益率同比分别下降0.81和2.22个百分点至4.74%和3.93%。

整体来看，公司营业收入虽保持增长，但毛利率下降、资产减值损失增加、政府补助减少等导致盈利水平下降，2018年利润总额中投资收益及营业外收入合计占比77.83%；考虑到投资收益持续性较差、资产减值损失风险较大、期间费用率仍较高，未来公司经营业绩存继续下降可能。

**表 25 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业总收入	<b>5,186,045.15</b>	<b>3,835,432.66</b>
其中：营业收入	5,095,025.65	3,755,168.00
其他收益	32,747.34	46,234.71
投资收益	239,813.08	119,756.75
资产减值损失	141,074.20	26,030.24
营业利润	329,915.60	403,244.37
营业外收入	52,832.11	19,316.70
<b>利润总额</b>	<b>376,000.23</b>	<b>417,443.67</b>
净利润	276,647.87	352,204.85
<b>综合毛利率</b>	<b>22.90%</b>	<b>26.72%</b>
期间费用率	17.89%	18.69%
营业利润率	6.48%	10.74%
<b>总资产回报率</b>	<b>4.74%</b>	<b>5.55%</b>
<b>净资产收益率</b>	<b>3.93%</b>	<b>6.15%</b>
营业收入增长率	35.68%	87.71%
净利润增长率	-21.45%	82.37%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流良好,但投资活动现金净支出规模大幅增加以及偿债现金支出规模较大导致公司流动性收紧

2018年公司净利润水平有所下降,经非付现费用及非经营损益调整后,当年公司FFO为86.69亿元,同比增长4.53%,存货及经营性应收项目增加导致对2018年营运资本占用增加9.12亿元。综合来看,2018年公司经营活动现金净流入77.57亿元,同比增长19.19%,经营活动现金流表现良好。

投资活动方面,除买卖理财产品及获得投资收益现金收支外,2018年公司投资活动现金流入主要来自处置子公司股权及其他营业单位收到现金净额15.43亿元、收到其他与投资活动有关的现金99.92亿元,其中收到其他与投资活动有关的现金主要系投资性往来款、保证金、定期存单等,投资活动现金支出主要系购建固定资产、项目投资、预付设备工程款、联营公司股权投资、支付往来款及保证金等支付现金以及西藏金租不再并表减少的现金,2018年公司投资活动现金净支出387.76亿元,净支出规模同比大幅增长。

筹资活动方面,2018年公司筹资活动现金流入主要来自股权增资、借款及发行债券等,当年吸收投资收到现金151.23亿元,主要系股东增资150.00亿元,取得借款及发行债券分别收到现金262.52亿元和60.00亿元。此外,2018年公司收到其他与筹资活动有关的现金44.67亿元,主要系收到往来款、非银机构融资款、融资租赁款及利息收入。筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息,此外,2018年公司支付其他与筹资活动有关的现金60.65亿元,主要系支付的保证金、往来款、偿还融资租赁款及收购子公司少数股权支付款项等。综合来看,2018年公司筹资活动现金净流出18.37亿元。

整体来看,公司经营活动现金流良好,但投资活动现金净支出规模大幅增加以及偿债现金支出规模较大导致2018年公司现金及现金等价物减少330.44亿元,流动性收紧。

表 26 公司现金流情况 (单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年
净利润	276,647.87	352,204.85
非付现费用	295,588.99	156,487.91
非经营损益	294,643.22	320,638.05
<b>FFO</b>	<b>866,880.08</b>	<b>829,330.81</b>
<b>营运资本变化</b>	<b>-91,212.17</b>	<b>-178,538.33</b>
其中: 存货减少	-221,292.48	-349,726.89
经营性应收项目的减少	-912,918.76	-422,033.44

经营性应付项目的增加	1,042,999.07	593,222.00
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>775,667.90</b>	<b>650,792.48</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-3,877,622.53</b>	<b>-1,982,578.20</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-183,741.40</b>	<b>3,274,679.02</b>
现金及现金等价物净增加额	-3,304,408.71	1,930,333.52

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 股东增资增强了公司资本实力，但公司有息债务及未来偿债压力仍较大

随着债务偿还，2018年末公司负债总额1,299.40亿元，同比减少3.77%。2018年公司股东增资150.00亿元，加之利润累积，当年末公司所有者权益772.86亿元，同比增长21.80%。受债务减少及权益增加叠加影响，2018年末公司产权比率下降至168.13%，但所有者权益对负债的保障度仍较弱。

表 27 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债总额	12,994,016.27	13,503,090.32
所有者权益	7,728,624.86	6,345,236.04
<b>产权比率</b>	<b>168.13%</b>	<b>212.81%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着流动负债增加及非流动负债减少，2018年末公司流动负债占总负债的比重提高至55.38%，公司负债以流动负债为主，主要包括短期借款、吸收存款及同业存放、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款141.29亿元，其中包括质押借款52.35亿元、保证借款51.50亿元、抵押借款34.81亿元和信用借款2.64亿元。随着东旭集团财务有限公司吸收存款及同业存放规模增加，2018年末公司吸收存款及同业存放余额增至75.10亿元。随着业务规模扩大导致应付工程款及材料款、票据结算均有所增加，2018年末公司应付票据及应付账款增至178.63亿元，其中应付票据22.89亿元（银行承兑汇票18.49亿元、商业承兑汇票4.39亿元），应付账款155.74亿元，主要包括应付材料款89.05亿元、工程款63.88亿元。随着业务规模扩大推动预收房款、工程劳务款及货款增加，2018年末公司预收款项增至84.80亿元，其中预收房款49.00亿元。2018年末公司其他应付款56.45亿元，主要包括应付利息13.55亿元、往来款34.94亿元、保证金及押金5.40亿元。2018年末公司一年内到期的非流动负债144.83亿元，包括一年内到期的长期借款96.52亿元、长期应付款16.01亿元、应付债券25.68亿元和其他非流动负债6.63亿元。

**表 28 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,412,912.32	10.87%	1,399,592.64	10.36%
吸收存款及同业存放	751,027.99	5.78%	162,513.65	1.20%
应付票据及应付账款	1,786,254.84	13.75%	1,087,786.48	8.06%
预收款项	848,023.23	6.53%	433,396.09	3.21%
其他应付款 <sup>18</sup>	564,523.85	4.34%	548,250.55	4.06%
一年内到期的非流动负债	1,448,347.28	11.15%	1,195,355.77	8.85%
<b>流动负债合计</b>	<b>7,196,165.24</b>	<b>55.38%</b>	<b>6,673,016.88</b>	<b>49.42%</b>
长期借款	1,952,882.58	15.03%	2,899,368.70	21.47%
应付债券	3,135,004.83	24.13%	3,206,390.71	23.75%
长期应付款	481,017.12	3.70%	464,752.14	3.44%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,797,851.03</b>	<b>44.62%</b>	<b>6,830,073.45</b>	<b>50.58%</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,994,016.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>13,503,090.32</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	9,466,599.93	72.85%	11,262,257.80	83.41%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券及长期应付款。2018年末公司长期借款195.29亿元，主要系抵押及保证借款。公司应付债券主要包括发行的公司债券、中期票据、非公开发行定向融资工具以及美元债等，2018年末余额313.50亿元。公司长期应付款主要系融资租赁款，2018年末余额48.10亿元。

随着部分债务偿还，2018年末公司有息债务余额946.66亿元，同比下降15.94%，占负债总额的比重达72.85%，有息债务规模仍较大，其中短期有息债务386.96亿元。偿债能力指标方面，随着债务偿还及权益资本增加，2018年末公司资产负债率下降至62.70%，但负债水平仍较高；流动资产减少及流动负债增加导致短期偿债能力指标弱化，2018年末公司流动比率及速动比率分别下降至1.93和1.59。2018年公司EBITDA增加至111.54亿元，但利息支出增加导致EBITDA利息保障倍数下降至1.81；随着债务规模下降，2018年末公司有息债务及负债总额与当年EBITDA的比值分别下降至8.49和11.65。2018年公司经营活动现金流进一步改善，其对债务偿还的保障能力有所提升，但当年经营活动现金流与年末流动负债及负债总额的比值分别为0.11和0.06，其对债务偿还的保障能力仍较弱。

<sup>18</sup> 含应付利息。

**表 29 公司偿债能力指标**

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	62.70%	68.03%
流动比率	1.93	2.22
速动比率	1.59	1.99
EBITDA（万元）	1,115,446.66	1,062,845.44
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.98
有息债务/EBITDA	8.49	10.60
债务总额/EBITDA	11.65	12.70
经营性净现金流/流动负债	0.11	0.10
经营性净现金流/负债总额	0.06	0.05

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月27日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额24.44亿元，占期末净资产的比重为3.16%，被担保方均为民营企业且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表 30 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	有无反担保
成都中浦科技有限公司	31,948.39	2019/6/21	无
银川市凤翔街地下管廊综合建设管理有限公司	51,410.00	2033/12/21	无
银川市凤翔街地下管廊综合建设管理有限公司	10,000.00	2031/12/20	无
银川市凤翔街地下管廊综合建设管理有限公司	4,000.00	2022/12/21	无
成都中浦科技有限公司	45,000.00	2019/6/12	无
西藏金融租赁有限公司	100,000.00	2019/8/30	无
淄博巴士客运有限公司	2,000.00	2021/9/20	无
<b>合计</b>	<b>244,358.39</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

2018年，公司股东分两次合计增资150亿元，增强了公司资本实力；公司房地产业务收入及毛利率均提高，同时在建项目规模较大，未来业务持续性较好；此外，公司在税收返还及奖励补贴等方面继续获得政府支持。

同时中证鹏元也关注到，公司及重要子公司股权高比例质押；装备及技术服务、光电显示材料等多业务毛利率下降、主业盈利能力减弱，加之投资收益持续性较差、资产减值损失风险较大、期间费用率较高，未来经营业绩仍存下降可能；装备与技术服务新签及未执行订单规模均下降，未来该业务收入稳定性尚待观察；公司业务覆盖玻璃基板、装备与技术服务、新能源、新能源汽车等多领域，其中玻璃基板、装备与技术服务、新能源等主要业务预付工程及设备款规模较大，面临一定管理及资金回收风险；公司计提大额商誉减值且年末商誉规模仍较大，存在一定商誉减值风险；2018年末公司有息债务规模946.66亿元，各项偿债能力指标表现较弱，未来偿债压力较大；此外，公司存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	5,616,009.11	8,015,756.19	6,727,235.94
应收票据及应收账款	1,981,443.46	1,485,803.80	465,210.00
存货	2,420,915.95	1,491,249.19	894,263.15
固定资产	1,927,354.79	1,670,348.20	1,260,588.05
总资产	20,722,641.13	19,848,326.37	13,734,274.80
短期借款	1,412,912.32	1,399,592.64	955,023.14
应付票据及应付账款	1,786,254.84	1,087,786.48	438,835.47
一年内到期的非流动负债	1,448,347.28	1,195,355.77	539,533.75
长期借款	1,952,882.58	2,899,368.70	2,229,411.42
应付债券	3,135,004.83	3,206,390.71	2,132,479.71
长期应付款	481,017.12	464,752.14	201,372.82
总负债	12,994,016.27	13,503,090.32	8,625,144.68
有息债务	9,466,599.93	11,262,257.80	7,628,197.28
所有者权益合计	7,728,624.86	6,345,236.04	5,109,130.12
营业收入	5,095,025.65	3,755,168.00	2,000,512.15
营业利润	329,915.60	403,244.37	241,009.65
净利润	276,647.87	352,204.85	193,125.66
经营活动产生的现金流量净额	775,667.90	650,792.48	100,752.53
投资活动产生的现金流量净额	-3,877,622.53	-1,982,578.20	-751,755.73
筹资活动产生的现金流量净额	-183,741.40	3,274,679.02	4,695,495.10
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收票据及应收账款周转天数（天）	122.49	93.52	66.95
存货周转天数（天）	179.26	156.05	205.26
应付票据及应付账款周转天数（天）	131.69	99.87	99.58
净营业周期（天）	170.06	149.70	172.63
流动资产周转天数（天）	1,012.61	1,171.18	1,266.11
固定资产周转天数（天）	127.10	140.49	201.47
总资产周转天数（天）	1,433.31	1,609.75	1,821.14
综合毛利率	22.90%	26.72%	30.79%
期间费用率	17.89%	18.69%	18.68%
营业利润率	6.48%	10.74%	12.05%
总资产回报率	4.74%	5.55%	5.51%
净资产收益率	3.93%	6.15%	5.13%
营业收入增长率	35.68%	87.71%	101.04%

净利润增长率	-21.45%	82.37%	9.07%
产权比率	168.13%	212.81%	168.82%
资产负债率	62.70%	68.03%	62.80%
流动比率	1.93	2.22	2.49
速动比率	1.59	1.99	2.26
EBITDA（万元）	1,115,446.66	1,062,845.44	635,278.83
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.98	1.96
有息债务/EBITDA	8.49	10.60	12.01
债务总额/EBITDA	11.65	12.70	13.58
经营性净现金流/流动负债	0.11	0.10	0.03
经营性净现金流/负债总额	0.06	0.05	0.01

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至 2018 年末公司纳入合并范围二级子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
牡丹江旭阳科技有限公司	3,000	60.00%	生产销售、技术服务
通辽旭通太阳能科技有限公司	4,000	58.35%	生产销售、技术服务
锦州旭龙新材料科技有限公司	3,000	67.00%	生产销售、技术服务
成都泰轶斯科技有限公司	10,000	90.00%	生产销售、技术服务
东旭嵘隼（北京）科技有限公司	45,000	100.00%	销售、服务
宁夏东旭新材料科技有限公司	1,530	100.00%	生产销售、技术服务
石家庄宝石电子集团有限责任公司	85,000	100.00%	电子产品制造业
东旭光电科技股份有限公司	573,025	21.85%	生产销售、技术服务
东旭科技集团有限公司	300,000	100.00%	房地产开发、销售、技术服务
东旭科技发展有限公司	10,000	100.00%	生产销售、技术服务
东旭筑鼎投资发展集团有限公司	500,000	100.00%	项目投资，投资管理
东旭蓝天新能源股份有限公司	133,717	38.99%	房地产开发与经营；光伏产业；
东旭国际投资集团有限公司	620,000	100.00%	投资管理，投资咨询等
中大诚信国际商业保理有限公司	30,000	100.00%	贸易融资；销售分户（分类）账管理；
大连旭昶科技有限公司	170,000	100.00%	技术研发及技术服务；咨询服务；
西藏旭日资本管理有限公司	500,000	100.00%	投资管理（不含金融和经纪业务）；资产管理。
东旭国际控股有限公司	1 美元	100.00%	不限
易县旭华园区建设发展有限公司	100,000	47.37%	园区建设开发，新能源开发。
东旭未来创业投资有限公司	100,000	85.00%	创业投资
上海国骏投资有限公司	800	100.00%	实业投资、投资管理咨询。
武汉中凯科技有限公司	20,000	95.00%	普通机械设备的研发、制造、批发兼零售及技术服务。
石家庄东旭医药设备有限公司	4,000	51.00%	无菌干燥设备研发、生产、销售，软件研发、应用及销售。
石家庄东旭节能科技有限公司	85,000	100.00%	节能产品、节能系统工程的技术研发，机械设备生产销售
东旭鼎立信息咨询有限公司	5,000	100.00%	经济贸易咨询；企业管理咨询；技术咨询；技术服务。
国旭保险经纪有限公司	5,000	100.00%	保险经纪服务
东旭集团财务有限公司	500,000	100.00%	对成员单位办理财务和融资咨询、代理业务等
金鹰基金管理有限公司	51,020	66.19%	基金募集、基金销售、资产管理、特定客户资产管理等
东旭科创科技产业发展有限公司	100,000	100.00%	投资兴办实业等
东旭联合(北京)创新科技产业发展有限公司	600,000	100.00%	技术开发、技术服务、技术咨询等
Tunghsu EU B.V.	10 万欧元	100.00%	投资

资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
有息债务	短期借款 + 吸收存款及同业存放 + 拆入资金 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他流动负债 <sup>19</sup> + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 <sup>20</sup> + 其他非流动负债 <sup>21</sup>
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

<sup>19</sup> 其他流动负债科目下的定向融资工具、债务重组融资、股票质押融资、保理融资、稳赢系列和思嘉山鹰。

<sup>20</sup> 不包括长期应付款下的专项应付款。

<sup>21</sup> 其他非流动负债科目下的九鼎东江-东旭新能源基金-恒丰银行、国开行融资和其他融资方式。

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。