

信用等级公告

联合[2017] 223 号

联合资信评估有限公司通过对上海华信国际集团有限公司及其拟发行的上海华信国际集团有限公司 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

上海华信国际集团有限公司

主体长期信用等级为

AAA

上海华信国际集团有限公司

2017 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月十二日



上海华信国际集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：25 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据

发行目的：补充流动资金

评级时间：2017 年 7 月 12 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.51	146.58	221.25	175.93
资产总额(亿元)	427.31	890.19	1536.71	1601.19
所有者权益(亿元)	132.96	276.77	464.83	482.10
短期债务(亿元)	185.76	375.58	654.85	701.60
长期债务(亿元)	26.84	92.40	225.42	251.71
全部债务(亿元)	212.60	467.98	880.27	953.31
营业收入(亿元)	1714.06	2065.89	2472.55	604.42
利润总额(亿元)	41.40	45.19	61.69	10.31
EBITDA(亿元)	49.92	59.16	87.73	--
经营性净现金流(亿元)	26.35	2.90	83.77	22.16
营业利润率(%)	2.68	2.81	3.43	3.23
净资产收益率(%)	23.64	11.72	9.61	--
资产负债率(%)	68.88	68.91	69.75	69.89
全部债务资本化比率(%)	61.52	62.84	65.44	66.41
流动比率(%)	126.19	140.29	146.30	140.82
经营现金流动负债比(%)	10.09	0.56	10.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.26	7.91	10.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.36	4.44	3.58	--

注：1.公司 2017 年 1~3 月财务数据未经审计；2.应付短期融资款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入长短期债务核算；3.现金类资产已剔除受限资金。

分析师

牛文婧 付晓林

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对上海华信国际集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为能源产品及化工原料的商贸企业，拥有稳定的资源供应、完备的动态库存储备、多样化的服务体系，在产品供应、销售渠道、经营规模等方面具备的综合竞争优势。2015 年以来，公司主营业务重心由化工原料向油品贸易转移，且业务规模增幅较大。同时，联合资信也关注到国际石油价格波动较大，公司海外资产及业务不确定性因素较多，应收账款大幅增长，短期债务规模增长较快，债务负担持续增高等不利因素可能给公司经营及发展带来的负面影响。

未来随着公司继续推动在能源贸易、产业投资、金融体系等方面进行全面布局，公司对能源产业投资的深入，以及配套金融体系的逐步完善，公司经营规模有望继续扩大，盈利能力亦将有望提升。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度高。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司贸易资质齐全，与世界上主要大型跨国石油企业以及国内主要客户形成了战略合作关系，拥有稳定的原料供应渠道和销售渠道。

2. 公司正形成并完善贸易、实业、金融的产业布局，有利于公司经营的资源整合及风险分散。
3. 近年来，公司资产、所有者权益、收入及利润规模高速增长。
4. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障程度高。

关注

1. 公司主要贸易商品下游为石油化工行业，其周期性明显，下游需求受行业景气度影响大，且原油价格波动对公司贸易商品价格影响较大。
2. 近年来，公司能源贸易业务规模不断扩大，导致应收账款大幅增长。
3. 受短期债务规模快速上升的影响，公司资金周转压力有所增大，债务负担较重。
4. 公司海外投资规模较大，受政治风险和政策风险影响较大；同时，公司存在一定的资本支出压力。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由上海华信国际集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

上海华信国际集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

上海华信国际集团有限公司（以下简称“公司”）原名为上海环利化学科技有限公司（2010 年 1 月公司名称变更为上海华信石油集团有限公司，2015 年 2 月变更为现名），成立于 2003 年 2 月，原始注册资本为 50 万元人民币。经多次增资及股权变更，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 145 亿元，其中中国华信能源有限公司持股 54.14%，上海市华信金融控股有限公司持股 32.41%，中国华信国际股权投资有限公司持股 13.45%。2014 年 4 月，苏卫忠与郑雄斌签署了《一致行动人协议书》，两人对上述三家公司具有实质控制权，因此苏卫忠和郑雄斌为公司实际控制人。

公司主要经营范围：对金融类企业、能源产业、石油化工、交通基础设施产业、矿业、林木业企业的投资，对港口、仓储、连锁加油站投资管理，石油工程设备（除特种设备）的设计、安装，石油制品（除成品油）、燃料油、润滑油、矿产品（除专项审批项目）、五金机械、建筑材料、日用百货、针纺织品、汽车配件、金属材料、冶金炉料（除专项审批）、化工产品（液化石油气及其他危险化学品见危险化学品经营许可证）、五金交电、装饰材料、电线电缆、食用农产品、饲料及产品的销售，食品流通，电子商务（不得从事增值电信、金融业务），从事货物及技术的进出口业务，实业投资，投资管理，投资咨询，石油设备用具及炼油技术的开发研究，房地产开发，仓储服务（除危险品）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2017 年 3 月底，公司本部设有财务

部、业务部、投资运营部、法务部、行政部、人力资源部和总经理办公室共 7 个核心管理部门。

截至 2016 年底，公司资产总额为 1536.71 亿元，所有者权益合计为 464.83 亿元（其中少数股东权益 131.94 亿元）。2016 年，公司实现营业总收入 2472.55 亿元，利润总额 61.69 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 1601.19 亿元，所有者权益合计为 482.10 亿元（其中少数股东权益 133.80 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业总收入 604.42 亿元，利润总额 10.31 亿元。

公司注册地址为：中国（上海）自由贸易试验区新金桥路 27 号 13 号楼 2 层；法定代表人：李勇。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册额度为 50 亿元的中期票据，本期拟发行 2017 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），额度为 25 亿元，募集资金全部用于补充流动资金。本期中期票据无担保。本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

期限方面，本期中期票据于公司依照发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款约定赎回时到期。在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分配利润或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在递延支付利息的情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得向股东分配利润或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递增延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

本期中期票据采用固定利率计息，前 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps），在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps）确认。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点（300bps）确定。

此外，在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值；初始利差首期为票面利率与初始基准利率之间的差值。自第 4 个计息年度起，初始利差为上期票面利率-上期基准利率。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司（含合并范围内子公司及集团本部）发生向股东分配利润和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红角度分析，公司有 1 家上市子公司，安徽华信国际控股股份有限公司（以下简称“华信国际”，证券代码：002018.SZ）自 2013 年收购以来，已实施现金分红 4 次，从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来持续分红可能性大；同时，根据证监会发布的《上市公司监管指引第 3 号—上市公司现金分红》，证监会将督促上市公司规范和完善利润分配的内部决策程序和机制，增强现金分红的透明度，支持上市公司采取差异化、多元化方式回报投资者，从监管制度方面分析，公司未来持续分红的可能性大。整体看，公司递延利息支付可能性较小，本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

表 1 华信国际分红统计

报告期	净利润 (万元)	现金分红总额 (万元)	每股股利 (元)
2016-12-31	41030.22	3872.31	0.17
2015-12-31	19423.27	3596.57	0.30
2014-12-31	10557.05	1198.86	0.10
2013-12-31	4355.16	1198.86	0.10

资料来源：联合资信根据公开信息整理

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，

认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2016年,在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下,全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下,我国继续推进供给侧结构性改革,全年实际GDP增速为6.7%,经济增速下滑趋缓,但下行压力未消。具体来看,产业结构继续改善,固定资产投资缓中趋稳,消费平稳较快增长,外贸状况有所改善;全国居民消费价格指数(CPI)保持温和上涨,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)持续回升,均实现转负为正;制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至51%以上,显示制造业持续回暖;非制造业商务活动指数全年均在52%以上,非制造业保持较快扩张态势;就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,全国一般公共预算收入15.96万亿元,较上年增长4.5%;一般公共预算支出18.78万亿元,较上年增长6.4%;财政赤字2.83万亿元,实际财政赤字率3.8%,为2003年以来的最高值,财政政策继续加码。2016年,央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,并灵活运用多种货币政策工具,引导货币信贷及社会融资规模合理增长,市场资金面保持适度宽松,人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长,产业结构继续改善。2016年,我国农业生产形势基本稳定;工业生产企稳向好,企业效益持续改善,主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响;服务业保持快速增长,第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高,服务业的支柱地位进一

步巩固。

固定资产投资缓中趋稳,基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年,我国固定资产投资59.65万亿元,较上年增长8.1%(实际增长8.8%),增速较上年小幅回落。其中,民间投资增幅(3.2%)回落明显。2016年,受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地,我国基础设施建设投资增速(15.7%)依然保持在较高水平;楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用,全国房地产开发投资增速(6.9%)较上年明显提升;受经济下行压力和实体经济不振影响,制造业投资较上年增长4.2%,增幅继续回落,成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长,对经济支撑作用增强。2016年,我国社会消费品零售总额33.23万亿元,较上年增长10.4%(实际增长9.6%),增速较上年小幅回落0.3个百分点,最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年,我国居民人均可支配收入23821元,较上年实际增长6.3%,居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看,居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长;受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动,建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显;网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善,结构进一步优化。2016年,我国进出口总值24.33万亿元人民币,较上年下降0.9%,降幅比上年收窄6.1个百分点;出口13.84万亿元,较上年下降2.0%,其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力,航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速,外贸结构有所优化;进口10.49万亿元,较上年增长0.6%,增幅转负为正,其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长,但量增价跌,进口质量和效益进一步提升;贸易顺差3.35万亿元,较上年

减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域经济环境

公司主要从事 PX、混合芳烃等石油化工原料及原油、燃料油等产品的贸易业务，与石油化工行业关系紧密。

1. 石油化工行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

中国是世界第四大石油生产国、第二大石

油消费国及石油进口国，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据国家统计局的统计数据，2015 年中国生产原油 2.15 亿吨，同比增长 1.57%；进口原油 3.36 亿吨，同比增长 8.80%；原油表观消费量为 5.47 亿吨，同比增长 6.02%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平，2016 年，中国原油进口依存度达到 65.44%，同比上升 4.67 个百分点，进口依存度进一步扩大。随着天然气等清洁能源在国内的广泛推广，也将对石油消耗形成部分替代，原油进口依存度增速有望在未来降低。

表 2 中国原油消费平衡情况（单位：万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2012	20747.80	27109.00	47606.80	56.42
2013	20812.87	28195.00	48845.87	57.39
2014	21142.90	30837.66	51787.64	59.43
2015	21474.00	33550.03	54737.47	60.77
2016	19968.50	38101.00	57775.50	65.44

资料来源：Wind 资讯

由于油气资源属于国家重要战略资源，中国政府对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束，石油行业属于典型的寡头垄断行业，其相关资源和业务竞争主要集中在中石化集团公司、中国石油化工集团公司（以下简称“中石油集团公司”）、中国海洋石油总公司（以下简称“中海油总公司”）三家企业中，上述三家企业集团的主要经营主体为中国石化、中国石油和中海油三家上市公司。

经过 1998 年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中石化集团、中国石油集团、中海油总公司和陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；而中国国际石油化工联合有限责任公司（中石化集团公司下属子公司）、中国联合石油公司（中国石油集团公司下属子公司）、中国中化集团（以下简称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公

司则控制了我国 90% 以上的原油进口业务。

目前以上几家国有石油公司控制了我国绝大部分的原油和天然气供应，其中，中石化集团的主要生产资产集中在中国东部、南部和中部地区；中石油集团的主要生产资产集中在中国北部和西部地区；中海油总公司的主要生产资产集中在中国沿海区域；延长石油主要集中在西北地区；中化集团主要负责海外原油和成品油的进口业务。

总体而言，由于石油石化行业为资本和技术密集型行业，项目投资金额较大，且政府管制较为严格，目前国内主要参与者较为集中，行业的市场竞争程度较低。

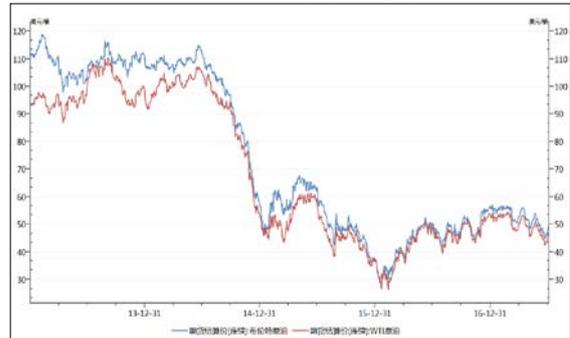
2. 价格情况

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

2013 年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为 108.70 美元/桶，比上年下降 2.97 美元/桶，WTI 原油期货结算（连续）全年平均价格为 98.05 美元/桶，比上年增长 3.91 美元/桶。2014 年上半年，原油现货价格整体延续了 2013 年的波动走势，但下半年受美联储退出 QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，降至 45~55 美元/桶的低位。2015 年，国际原油价格持续下行，连续跌破多个支撑价格，截至 2015 年 12 月 31 日英国北海布伦特原油现货价格为 35.70 美元/桶。自进入 2016 年以来，布伦特原油期货价格受主要原油供应国减产预期的影响，呈现反弹趋势，截至 2017 年 7 月 4 日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和 WTI

原油期货结算（连续）价格分别为 49.68 美元/桶和 47.08 美元/桶。同期，由于国内成品油价格是依据国际原油价格进行调节，其价格与国际市场原油价格走势基本一致。从短期看，受制于全球经济形势低迷，国际原油价格持续上升的趋势面临较大阻力。

图 1 国际原油价格走势



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013 年 3 月末，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从 22 个工作日缩短为 10 个工作日；取消平均价格波动 4% 的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果 10 个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升 5 分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013 年 9 月，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价 290 元（约每升 0.21 元）、370 元（约每升 0.32 元）；2017 年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价 170 元和 160 元。

从成品油价格调整情况看，2015 年以来，中国政府对国内汽油、柴油价格的调整经历过连续下调后开始转为上调基调，其中 2015 年 6 月至 2016 年 1 月连续向下调整国内汽油、柴油价格 10 次，汽油标准品价格累计下降人民币 1660 元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币

1620元/吨。2016年1月，国家发改委发布《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》，提出完善成品油价格形成机制，印发《石油价格管理办法》和做好相关配套工作的指示，并在完善成品油价格形成机制中设定了成品油价格调控下限为每桶40美元，即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油价格低于每桶40美元时，国内成品油价格不再下调。从2016年1月2016年12月，汽油标准品价格累计上升人民币1215元/吨，柴油标准品价格累计上升人民币1170元/吨。

3. 行业关注

原油对外依存度逐年提高，国际化业务拓展存在较大风险

目前中国是全球第二大石油消费国和石油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求

的增长，2009年对外依存度已超过50%警戒线，2016年已经达到65.44%。目前，中国主要石油石化企业均将面临资源对外依存度过高的问题，对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也将受到影响。为应对上游资源不足的问题，目前国内两大石油石化企业中石化集团公司及中石油集团公司均不同程度的加快了国际化的步伐，但国际政治、经济和包括进入壁垒、合同违约等在内的其他条件的复杂性，都可能加大石油石化企业海外业务拓展及经营的风险。

4. 行业政策

石油石化行业当前受国家多方面的监管（如下表），这些监管涉及原油及天然气的勘探、生产、运输和销售，以及成品油和部分化工产品生产、运输和销售等多方面。

表3 行业监管情况

序号	环节	监管部门	备注
1	勘探与开采监管	国土资源部	对境内的矿产资源的勘探及开采行使管理权并负责审核发放勘探许可证及开采许可证，申请人必须为国务院批准从事石油及天然气勘探及开采活动的企业。
2	原油价格监管	国家发改委	国家发改委以国际市场原油价格为基础，制定各省（自治区、直辖市）或中心城市汽、柴油最高零售价格。对于未实行全省统一价格的地区，由省级价格主管部门以国家发改委制定的中心城市最高零售价格为基础，合理安排省内非中心城市最高零售价格并向国家发改委备案。批发价格则比照最高零售价格，保证批零价格之间至少有300元/吨的差价。
3	天然气生产销售和价格监管	国家发改委	国家发改委制定年度天然气供应指导计划，要求天然气生产商向指定化肥生产商分配指定份额的天然气。除了向化肥生产商供应的天然气以外，天然气实际生产量由天然气生产商自行确定。
4	进出口监管	商务部	获准进口原油和成品油的非国营贸易公司受到进口配额的管制，出口原油和成品油均实行配额管理。
5	投资监管	国务院	石油石化行业的资本性投资项目须经政府核准或备案。需要由政府核准的项目由国务院批准的《政府核准的投资项目目录》确定。政府会根据变化情况适时调整该目录。
6	环保监管	环保部	新建项目按照国家环境影响评价法规开展环境影响评价，经国家或地方环保部门批准后方可开工建设；相应的环保设施经有关环保部门验收合格后，方可投入正式运营。企业在生产运营中执行“排污申报”制度。

资料来源：联合资信整理。

未来中国将加快推进资源性产品价格改革，油气价格改革将对消除炼化业和天然气进口政策性亏损问题产生积极影响，天然气作为实现清洁发展的桥梁，有望获得更多政策支持。

5. 行业发展

原油进口使用权及进口资质双双放开

2015年2月16日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问

题的通知》，允许符合条件的地方炼油厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油。同年7月23日，商务部发布了《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》，对非国营原油加工企业的申请条件进行了明确，具体包括装置条件、能耗要求、安全管理制度等。上述两个通知的出台将对地炼企业特别是非国营地炼企业原料油来源配比情况产生很大影响，改善地炼企业缺油甚至是无油可炼的困境，并丰

富地炼企业原料油来源多样性，标志着国内石油炼化行业向市场化竞争、打破垄断迈进了一步。

作为国民经济的战略性支柱行业，石油石化行业整体竞争程度不高，整体获利能力较强，但由于与宏观经济关联度较大，其也存在着周期性波动风险。近几年来，中国石油化工行业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持增长态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会日益突出。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 145 亿元，其中中国华信能源有限公司持股 54.14%，上海市华信金融控股有限公司持股 32.41%，中国华信国际股权投资有限公司持股 13.45%。2014 年 4 月，苏卫忠与郑雄斌签署了《一致行动人协议书》，两人对上述三家公司具有实质控制权，因此苏卫忠和郑雄斌为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司主要在能源、石油、天然气、化工领域从事国际国内投资与合作，承担大型能源产业项目的投资建设与运营管理，构建能源贸易、储备、交易平台的总体架构，控股参股金融企业，并形成能源产业和金融服务相互协调作用和发展的综合运营体系。

近年来，公司以拓展海外能源经济合作为战略，争取行业话语权，打造具国际竞争力的现代化企业。公司拥有化工原料进口、燃料油进口、成品油经营、海上供油、煤炭经营等多项能源、化工品的经营资质或配额。公司以PX、燃料油、芳烃、原油、天然气等产品为主要贸易品种，年营业收入超过2000亿元，利润总额超过40亿元。公司与国内外重要能源企业建立

了长期稳定的合作关系，并在海南洋浦建立了占地800亩，总库容280万立方米的石油储备基地，已经形成覆盖国内外重要能源区域的网络布局。公司以大宗商品贸易为牵引，带动自身业务链，逐步建成集资源开采开发、原油贸易、大型能源储备、海上供油、石油炼化、加油站及能源物流等业务于一体、上中下游产业相连贯，覆盖全领域的能源产业体系。

上游方面，公司与哈萨克斯坦、阿布扎比、阿塞拜疆、俄罗斯等重要产油国国家石油公司和MERCURIA、GLENCORE、VITOL、BP、TOTAL等大型跨国石油企业形成了战略合作关系。2017年，公司与阿布扎比政府和阿布扎比国家石油公司（ADNOC）签署协议，获得阿布扎比陆上租让合同区块4%权益。

下游方面，公司与中石油、中石化、中联油、中化、中海油、中航油、华电、冀中能源、淮矿、华润、民机等企业的大型炼油厂、化工厂和能源企业，与中船、日照港集团、天津物资等港口码头及物流企业建立了长期客户关系，拥有稳定的下游合作客户。在国内销售区域方面，以华北、华东、华南、华中地区为主要销售区域。在海外，以香港、新加坡等东南亚地区为主要销售区域，主要销售对象为央企国企的海外子公司，2016年海外销售占公司总体销售比重超过46.00%，主要涉及油品贸易。

金融方面，公司通过建设全牌照金融体系，发挥金融反哺能源作用，支持公司能源产业的长远发展，服务并推进整体战略。公司目前拥有财务公司、证券公司、期货公司、保理公司等金融机构或类金融机构，参股海南银行，控股捷克J&T金融集团，通过金融体系的不断完善，增强金融服务能力。

2016年，公司被评为上海民营企业100强第1位，上海企业100强第8位，上海制造业企业100强第3位，上海民营制造业企业50强第1位。

总体看，公司贸易资质齐全，渠道通畅，与上游供应商以及下游客户关系良好，相关业

务得到政府部门的鼓励与支持，公司有望继续保持较强的竞争力。

3. 人员素质

截至2017年3月底，公司董事、监事以及其他高级管理人员共计12人。

公司董事长兼总经理李勇先生，1977年生，硕士学位，中共党员。历任上海复旦渊通创业投资管理有限公司投资经理，上海博润投资有限公司高级投资经理，华为技术有限公司高级融资经理，伽玛星医疗集团总经理助理，上海骏骏投资发展有限公司总监。2010年就职于上海华信财务有限公司，现任上海华信国际集团有限公司董事长兼总经理，安徽华信国际控股股份有限公司董事长，荣获“2015中国改革年度人物”、“2016年上海市五一劳动奖章”。

截至2017年3月底，公司共有在职员工2126人。从岗位构成情况看，其中管理人员占22.81%，研发人员占11.57%，生产人员占17.12%，销售人员占18.25%，其他人员占30.24%；从文化素质方面看，硕士及以上学历占21.31%，本科学历占50.19%，大专学历占13.88%，高中及以下学历14.63%；从年龄构成看，30岁以下员工占35.32%，30-50岁之间员工占53.25%，50岁以上员工占11.43%。

总体看，公司管理层人员专业素质较高，经营管理经验丰富；公司的人员构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司遵照有关法律法规，建立了规范的法人治理结构，公司设立了股东大会、董事会、监事会以及在董事会领导下的经营团队，并制定了完善的相关公司治理文件，严格规定了法人治理结构每个层级的权限、义务和运作流程。

股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议

批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司董事会有四名成员，对股东会负责。董事任期三年，任期届满可连任；董事会设董事长一人，董事长由股东会选举产生。

公司监事会有三名成员，监事任期三年，任期届满可连任。监事会设监事会主席一人，由出资最多的股东提名，经全体监事过半数选举产生；监事会中有职工代表一人，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理每届任期为三年，任期届满可以连任，总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司遵循《公司法》的要求，并按照现代企业制度建立了完善的公司制度。公司本部设有财务部、业务部、投资运营部、法务部、行政部、人力资源部和总经理办公室共7个核心管理部门，每个管理中心下设不同的职能部门，部门职责清晰。

公司建立了严格的财务费用和资金管理制 度，下属公司财务负责人由公司委派，对其资金、投融资进行统一管理。

在存货管理方面，为了规范存货管理工作，如实反映物质的购入、结算及计价，监督物质的采购、储存和销售，加速资金的周转，控制成本费用，提高公司经济效应，完善内部控制制度，公司制定了《上海华信国际集团有限公司存货管理制度》。制度对存货的管理与控制、存货的计价、存货的入库、存货的出库和存货的清查盘点做了详尽的规定。在项目管理方面，公司根据项目具体情况，制定了工程合同、工程招标、质量、投资、采购、施工、财务等多方面的管理细则，从制度上保证了项目顺利开展。

在投融资管理方面，公司制定了《投资管理制度》。制度明确了公司及其下属公司对投资项目的调研、前期论证、可行性研究、评审、

审批、实施、投后管理以及投资权益的确认、处置等全过程控制；投资项目具体包括有股权性投资、大型固定资产投资和无形资产投资等；公司董事会是公司所有投资项目的决策机构，投资运营中心是实施投资管理的职能部门；投资项目审批需按照逐级申报的原则，按照隶属关系分级管理、逐级上报。

总体看，公司建立了一套较为完善的管理制度和机制，机构设置合理，管理水平良

好，能够满足公司的日常经营需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要在石油、天然气、化工领域从事国际国内贸易，产品涉及油品和化工原料等，是公司主要营业收入来源。

表 4 2014~2017 年一季度公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
油品	725.52	42.38	2.20	1833.07	88.92	2.70	2255.62	91.81	3.07	557.00	92.94	2.85
化工原料	931.71	54.43	2.86	199.84	9.69	2.09	89.31	3.64	2.58	11.73	1.96	1.18
液化石油气	--	--	--	4.11	0.20	13.17	5.88	0.24	20.26	1.47	0.25	18.27
农化	51.95	3.04	4.02	20.16	0.98	4.75	6.40	0.26	8.86	--	--	--
其他	2.60	0.15	0.64	4.39	0.21	2.04	99.69	4.06	2.34	29.08	4.85	1.19
合计	1711.78	100.00	2.61	2061.57	100.00	2.68	2456.90	100.00	3.08	599.28	100.00	2.77

资料来源：公司提供

注：其他收入主要包括橡胶、喷气燃料、食用油和海信期货其他商品销售收入。2016年其他收入大幅增长主要系新增橡胶、喷漆燃料和金融业务等收入。

收入方面，近年来随着公司业务的整合和拓展，以及金融机构对公司发展的进一步支持，公司运营资金得到显著提升，加上公司与国内外重要的能源企业建立了长期稳定的合作关系，拥有稳定的原材料供应渠道和销售渠道，2014~2016年公司营业收入高速增长，其中主营业务收入分别为1711.78亿元、2061.57亿元和2456.90亿元。原油和燃料油为主的油品业务以及PX、芳烃为主的化工原料业务是公司营业收入的主要构成部分，其他产品占比相对较小。2014年公司油品和化工原料贸易收入占比分别为42.38%和54.43%，两者占比相对均衡。2015年，公司对主营业务产品重心作出调整，从化工原料的经营向燃料油、原油等油品的国际贸易转移，公司化工原料贸易收入占比同比下降44.74个百分点至9.69%，油品贸易收入占比同比上升46.54个百分点至88.92%。2016年，公司油品贸易收入达2255.62亿元，占比进一步升至91.81%。

毛利率方面，公司业务以贸易为主，且经营模式为“以销定采”，在此经营模式下利润能及时锁定，相对经营风险较低，因而公司毛利率不高但相对稳定。2014~2016年公司主营业务毛利率分别为2.61%、2.68%和3.08%，上升原因主要系油品贸易毛利率的提升所致，而油品贸易毛利率的提升主要得益于公司油气权益的获得和议价能力的增强。

2017年1~3月，公司实现主营业务收入599.28亿元，同比增长21.66%，其中油品贸易占比达92.94%；同期，公司综合毛利率有所下降，为2.77%。

总体来看，近年来公司收入规模高速增长，同时随着公司战略布局的调整，油品贸易在主营业务中的占比大幅提升；公司贸易业务毛利率水平虽然较低，但整体呈增长趋势，未来随着公司在海内外和产业链的话语权逐步提高、原油供应链的逐步完善，公司毛利率有进一步提升的趋势。

2. 主营业务介绍

油品及化工原料贸易

油品目前是公司第一大贸易品种，具体产品主要为原油和燃料油两种。近年来，在国际油价大幅波动的形势下，公司通过“以销定采”的业务模式，锁定业务风险和利润，整体盈利能力保持稳定；此外，随着公司与多家产油国国家石油公司、跨国能源企业建立战略合作关系，海外采购网络不断完善，采购选择进一步增加，公司的议价能力进一步加强，利润空间增大，毛利率相应提升。油品业务成为公司近年来业务的主要增长点，油品业务具有单笔金额大的特点，随着公司油品贸易的拓展，营业收入快速增长，2014~2016年实现收入分别为725.52亿元、1833.07亿元和2255.62亿元。2014~2016年，公司原油贸易规模分别为365.15万吨、2155.06万吨和3040.04万吨，燃料油贸易规模分别为1292.65万吨、3190.83万吨和4025.42万吨。

公司主营的化工原料包括PX（对二甲苯）、苯乙烯、乙二醇、混合二甲苯以及混合芳烃等，其中，PX和混合芳烃系公司化工原料的主要贸易品种。公司下游客户以大型国企、央企为主。2015年，公司PX、混合芳烃贸易收入分别为100.89亿元、83.69亿元，下降主要系公司将主营业务向油品贸易转移，且2015年以来国内外化工原料价格出现倒挂现象，公司大幅减少化工原料贸易。2016年，公司化工原料贸易收入进一步下降至89.31亿元。

从公司上游供应商分布来看，公司在海外采购贸易商品的比重约占50%。从贸易模式来看，公司贸易业务可分为内贸和外贸，而外贸又可分为进口贸易和转口贸易。由于进口贸易需先行垫付贸易商品高额的关税，公司在海外采购的贸易商品主要采用直接转口的贸易模式，而在国内采购的贸易商品则直接转销其他国内客户。2016年，公司转口贸易收入占比45.86%，内贸收入占比53.09%，进口收入占比

0.88%，出口收入占比0.17%。

农业化工业务

2013年3月，公司完成认购华信国际非公开发行股票，成为华信国际控股股东（持股60.78%）。华信国际原为安徽省最大的农药专业生产厂家，主要产品杀虫双（单）国内产销量第一。目前，公司已将农业化工板块出售。未来，华信国际将专注于能源和金融行业。

截至2016年底，华信国际资产总额98.84亿元，所有者权益33.76亿元；2016年，华信国际实现营业收入190.28亿元，利润总额5.63亿元。截至2017年3月底，华信国际资产总额81.75亿元，所有者权益34.56亿元；2017年1~3月，华信国际实现营业收入44.33亿元，利润总额1.64亿元。

2013年7月，公司将其持有的华信天然气（上海）有限公司（以下简称“华信天然气”）100%股权无偿转让给华信国际。华信国际以华信天然气作为业务平台，筹备从事天然气业务的相关事项，从而增强上市公司的整体竞争力。

2015年4月28日，华信国际发布公告，其全资子公司华信天然气分别以现金1800万美元（合计3600万美元）向Dostyk Gas Terminal LLP（以下简称“DGT”）现有两位合伙人各收购其持有的DGT20%合伙人份额，合计40%合伙人份额。收购完成后，2015年7月华信天然气与DGT现有两位合伙人共同以现金出资的方式同比例向DGT增资6000万美元，其中华信天然气以现金增资2400万美元。华信天然气本次收购和后续增资共支付6000万美元，约合人民币3.6783亿元（按照2015年4月16日1美元=6.1305人民币计算）。同时，DGT现有合伙人之一Ropiton Holding B.V.将其持有的10% DGT合伙人份额托管至华信天然气，由华信天然气代为行使投票权。公司已完成对DGT的收购及增资，华信天然气合计拥有DGT40%的合伙人份额以及50%的投票权，并将根据相关协议的约定获取董事会多

数席位和核心高管任命权，以实现对其 DGT 的控制。

目前，天然气业务尚在布局阶段。未来公司将尝试通过华信国际并购、对外投资、与优势方战略合作等方式开拓能源相关业务资源。

2016 年 2 月，华信国际发布《重大资产出售暨关联交易实施情况报告书》，根据发展规划，华信国际将农化业务以净资产出资方式整体注入其全资子公司安徽华星化工有限公司（以下简称“华星化工”），在完成整合工作后，华信国际向华信石油（广东）有限公司出售上市公司持有的华星化工 100% 股权、安徽华建化工有限公司 51% 股权、安徽星诺化工有限公司 50% 股权、安徽年年富现代农业有限公司（以下简称“年年富”）100% 股权。双方协商确定的对价为 19.83 亿元，所有价款支付及过户变更登记已全部完成。2016 年 11 月 9 日华星化工将其所持年年富 100% 股权转让给深圳市大生农业集团有限公司。2016 年 12 月华信石油（广东）有限公司将其所持华星化工 100% 股权转让给年年富。

总体看，油品和化工原料是公司主要的贸易产品，2015 年以来油品贸易量超过化工原料成为公司第一大业务品种。未来随着公司对能

源和金融布局的完成，综合竞争实力将得到进一步提升。

3. 产品采购

在油品和化工原料采购过程中，公司大多采用“以销定采”的采购策略，公司根据下游客户需求向上游供应商询价，一旦双方就价格及贸易条款达成一致，公司立即会落实相应商务合同的签署及交付手续，提前锁定利润。公司与上游供应商和下游客户就产品的询价周期通常控制在较短的时间周期内，有利于公司避免产品价格波动带来的风险。贸易产品一般由发货厂家直接运到使用厂商，公司库存货品很少。

公司不断开拓上游资源提供商，扩大公司的上游供应客户群，公司与重要产油国国家石油公司和大型跨国石油企业形成了战略合作关系，在上游客户中建立了良好的信用基础，确保能以优惠的价格拿到包括化工原料、燃料油和原油货源。稳定的资源供应、完备的动态库存储备、多样化的服务体系，有助于提高上游资源的获取能力和话语权，有助于降低采购成本。

表 5 公司 2015~2017 年一季度前 5 名产品供应商明细（单位：万元、%）

年度	供应商名称	采购商品	采购金额	采购占比
2015 年	SUGIH ENERGY INTERNATIONAL PTE LTD	油品	2534474.21	12.63
	TH KMG SINGAPORE PTE. LTD	油品	1598284.99	7.96
	CHINA OCEAN FUEL OIL (HONGKONG) CO,LIMITED	芳烃、油品	1479447.59	7.37
	HONG KONG INTERNATIONAL ALLIANCE INVESTMENT LIMITED	油品	1412331.32	7.04
	MERCURIA ENERGY TRADING PTE LTD	芳烃、油品	1035273.96	5.16
	合计		8059812.07	40.16
2016 年	SUGIH ENERGY INTERNATIONAL PTE LTD	油品、其他	2655411.79	11.13
	HIN LEONG TRADING (PTE) LTD	油品	1755574.36	7.36
	黄河国际贸易（郑州）有限公司	油品、化工原料、其他	1574001.09	6.60
	新丝路国际（和县）有限公司	油品、化工原料	1463613.22	6.13
	上海枣矿新能源有限公司	油品、化工原料	1279225.35	5.36
	合计		8727825.81	36.58
2017 年 1~3 月	HIN LEONG TRADING (PTE) LTD	油品	680507.41	11.64
	SOCAR TRADING SINGAPORE PTE LTD	油品	569891.28	9.75
	Kailuan(Singapore)Pte Ltd	油品	372962.30	6.38
	新丝路国际（和县）有限公司	油品、化工原	363284.12	6.21

	温州中石油销售有限公司	油品	306958.28	5.25
	合计		2293603.39	39.23

资料来源：公司提供

虽然在油品、化工原料等业务品种方面与KMG、MERCURIA等一直战略合作，但考虑到目前的经济形势、下游需求、政策变化和价格波动等各种因素，公司2014年以来均为单一签，目前尚未签订燃料油与化工原料采购长约，以防风险。2015~2017年一季度，公司前5名供应商采购金额合计分别为805.98亿元、872.78亿元和229.36亿元，分别占全部采购金额的40.16%、36.58%和39.23%。

从主要产品采购情况来看，近年来公司油品采购量大幅增长，2016年为8677.02万吨，

同比增长23.27%，主要系公司积极拓宽资源渠道及客户群体所致；同期，公司PX和芳烃采购量逐年下降，2016年分别为76.97万吨和20.26万吨，同比分别下降54.17%和82.47%，主要系公司避免小单贸易及业务发展集中于油品贸易所致。

在付款方式上，公司主要通过开立90天或180天国际信用证及T/T向国外供应商支付货款；对国内供应商则采用直接支付货款的模式，账期为0~180天不等，付款方式包括T/T、银行承兑汇票、商业承兑汇票等。

表6 主要产品采购情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	采购金额	采购量	采购均价	采购金额	采购量	采购均价	采购金额	采购量	采购均价	采购金额	采购量	采购均价
油品	709.56	1652.97	0.43	1783.62	7038.93	0.25	2186.38	8677.02	0.25	541.13	1642.08	0.33
PX	546.56	618.48	0.88	98.70	169.95	0.58	41.29	76.97	0.54	1.55	2.53	0.61
芳烃	306.06	426.81	0.72	81.88	115.57	0.71	8.00	20.26	0.40	--	--	--

资料来源：公司提供

注：公司2017年一季度无芳烃采购。

4. 产品销售

公司销售业务主要由业务管理中心负责，公司与大型国企、央企建立了长期客户关系，拥有稳定的下游客户合作关系。目前，下游客

户主要为广西投资集团、山东能源集团、冀中能源集团、淮南矿业等大型国企的海外子公司。

表7 公司2015~2017年一季度前5名客户情况（单位：万元、%）

年度	客户名称	销售商品	销售金额	销售占比
2015年	JIZHONG ENERGY GROUP INTERNATIONAL LOGISTICS(HONG KONG)CO.,LIMITED	油品	2886950.31	13.99
	INTERNATIONAL PETROCHEMICAL HONG KONG LIMITED	油品	2155308.71	10.44
	CONIC(SINGAPORE) PTE.LTD	油品	1723804.47	8.35
	HUAINAN MINING INDUSTRY INTERNATIONAL LTD	油品	1030523.64	4.99
	东营冀中恒信石油化工有限公司	芳烃、PX、油品	854457.97	4.14
	合计		8651045.09	41.92
2016年	Huainan Mining Industry International Ltd	油品、其他	2271513.15	9.21
	JIZHONG ENERGY GROUP INTERNATIONAL LOGISTICS(HONG KONG)CO.,LIMITED	油品、其他	1943375.88	7.88
	SAN TONG ENERGY CHAOCHUANG MINING GROUP (THAILAND) CO.,LTD	油品、其他	1581951.09	6.41
	重庆中海大势有限公司	油品、化工原料、其他	1461768.78	5.93
	GUANGXI INVESTMENT GROUP INTERNATIONAL COMPANY LIMITED	油品、其他	1438400.12	5.83
	合计		8697009.03	35.26

2017年 1~3月	SAN TONG ENERGY CHAOCHUANG MINING GROUP (THAILAND) CO.,LTD	油品	731443.19	12.15
	GUANGXI INVESTMENT GROUP INTERNATIONAL COMPANY LIMITED	油品	527083.97	8.75
	青岛秦鲁海联国际贸易有限责任公司	油品	454577.11	7.55
	GUOHE (HONGKONG) CO.,LIMITED	油品	429549.34	7.13
	重庆中海大势有限公司	油品、化工原料、其他	305224.15	5.07
	合计		2447877.77	40.65

资料来源：公司提供。

注：本表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。

2015~2017年一季度的，公司前5名客户销售额合计分别为865.10亿元、869.70亿元和244.79亿元，分别占总销售额的41.92%、35.26%和40.65%。

从主要产品销售情况来看，公司采用“以销定采”策略，销售量与采购量变化趋势一致。2016年，公司油品、PX和芳烃的销售量分别为

8677.01万吨、76.97万吨和20.26万吨，分别较上年增长23.27%、减少53.15%和减少82.47%，产销率维持在100%左右。

从收款方式来看，下游客户主要通过T/T支付货款（账期0~180天不等）、开立银行承兑汇票（期限为180天）和信用证（期限为90天）三种方式。

表8 主要产品销售情况（单位：亿元、万吨）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	销售金额	销售量	销售均价	销售金额	销售量	销售均价	销售金额	销售量	销售均价	销售金额	销售量	销售均价
油品	725.52	1657.80	0.44	1833.07	7038.93	0.26	2255.62	8677.01	0.26	557.00	1642.08	0.34
PX	564.96	617.98	0.91	100.89	164.29	0.61	42.23	76.97	0.55	1.60	2.53	0.63
芳烃	313.74	427.90	0.73	83.49	115.57	0.72	8.10	20.26	0.40	--	--	--

资料来源：公司提供。

注：公司2017年一季度无芳烃销售。

总体看，公司贸易品种主要为油品、PX和芳烃，近年来受业务结构调整的影响，各类产品的贸易量波动较大，2015年以来贸易类型以油品为主，且产销率维持在较高水平。

5. 金融板块

公司在不断开拓能源布局的同时，配套发展能源金融服务。

2014年，公司全资收购财富里昂证券有限责任公司，并更名为上海华信证券有限责任公司（以下简称“华信证券”），是目前国内唯一一家由单一股东全资控股的证券公司。华信证券成立于2003年4月10日，是中国加入世界贸易组织后获准设立的首家中外合资证券公司和国内首家获得创新类券商资格的专业投资银行。目前，华信证券主要从事债券投资与销售交易业务、投资银行业务、机构销售与

研究业务、经纪业务。2015年华信证券业务规模相对较小，主要受制于资本金的限制以及业务牌照不齐全。2015年底，华信证券分别取得证监会核准的开展证券自营业务和证券资产管理业务资格的批复。此外，2016年6月，公司向华信证券补充资本金20.00亿元，截至2016年12月底，华信证券注册资本金达到79.00亿元。2016年，华信证券实现营业收入6.07亿元，净利润2.34亿元。随着资本实力的增强和业务范围的拓展，华信证券业务规模和盈利能力将有望提升。

2015年5月，公司收购万达期货股份有限公司65%股份，现更名为华信期货股份有限公司（以下简称“华信期货”）。华信期货成立于1993年4月，是全国最早成立的大型期货公司之一，在能源化工、白糖、棉花、油脂油料等期货品种上处于行业领先地位。公司业务

牌照齐全，拥有三大商品期货交易所和中金所的交易席位，业务范围涵盖商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、资产管理。目前华信期货下设华信物产有限公司和华信万达资产管理有限公司，拥有 5 家分公司、17 家营业部，分布于全国 19 个省、自治区、直辖市，客户服务半径覆盖全国各地。2016 年华信期货实现营业收入 38.55 亿元，净利润 0.93 亿元。

上海华信集团商业保理有限公司（以下简称“保理公司”）成立于 2014 年 6 月 11 日，注册资本 15 亿元，是目前国内注册资本最大

的商业保理公司之一。保理公司将主要依托公司庞大的境内外能源贸易产业链，同时对接公司能源交易平台上的核心企业，将公司内外的应收账款资源进行有效整合，对内通过盘活存量资产实现资产证券化，对外通过优质应收账款的保理业务实现利润创收。2015 年保理公司实现营业收入 8292.77 万元，利润总额 6725.92 万元。

此外，公司 2015 年 8 月出资 4.90 亿元参股海南银行，公司持股比例为 12.00%。

表 9 截至 2017 年 3 月底公司重大对外投资项目情况

序号	项目名称	总投资	项目进度
1	收购捷克 J&T 金融集团 50% 股份	9.8 亿欧元	已完成 9.9% 股份的交割；剩余款项等待捷克当地监管机构批复后执行
2	认购徐工机械 7.38% 股份	20 亿人民币	已签署《附条件生效的股份认购协议》，待证监会核准后缴款
3	收购哈萨克斯坦国家石油公司国际公司（KMG I）51% 股权	6.8 亿美元	已与哈萨克斯坦国家石油公司（KMG）签署了股权转让协议，待交割条件满足后付款
4	购买 ADCO 陆上租赁合同区块 4% 权益	18 亿美元	已于 2017 年 2 月首次支付 8.88 亿美元，未来 5 年内将分次投入剩余部分

资料来源：公司提供

6. 重大对外投资项目

（1）收购 J&T 金融集团 50% 股份

J&T 金融集团是一家综合性金融集团，成立于 1994 年，主要从事银行、信托、私募股权基金及能源等领域，服务市场主要为东欧及俄罗斯联邦国家。J&T 金融集团旗下拥有 J&T 银行和斯洛伐克邮政储蓄银行两家银行，在欧洲六个国家设有分行。截至 2015 年底，J&T 金融集团总资产为 105.65 亿欧元，净资产 12.86 亿欧元，年度经营净利润为 1.02 亿欧元。

2014 年 10 月 27 日，公司签署收购 J&T 金融集团 30% 股权的合作协议。2016 年 3 月 30 日，公司签署进一步收购 J&T 金融集团至 50% 控股的协议，成为首家中资民营企业控股欧洲的银行。公司采取定向增发和转股的形式合计将支付 9.80 亿欧元收购 J&T 金融集团 50% 股权，截至 2017 年 3 月底，公司已支付 3.50 亿欧元，取得 J&T 金融集团 9.90% 股权。公司收购 J&T 金融集团并向其注资后，捷克央

行将配套追加注资金额十倍的低息贷款资金。此外，根据捷克央行规定，J&T 金融集团可向其股东和股东关联方提供贷款，比例不超过净资产的 25%，贷款利率低于市场水平。因此，收购注资 J&T 金融集团后，公司可获得长期稳定的低成本资金，服务公司能源战略推进，支持公司的产业发展。

目前该收购事项已经获得欧盟批准，其他后续事宜正在进一步推进之中，剩余的股份待捷克当地监管机构批复后执行。

（2）认购徐工机械 7.38% 股份

徐工集团工程机械股份有限公司（以下简称“徐工机械”，证券代码：000425.SZ）是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司，其汽车起重机、随车起重机、压路机、沥青混凝土摊铺机、平地机、冷铣刨机、举高喷射消防车等多项核心产品以及工程机械液压件等多项零部件产品国内市场占有率第一，徐工机械在

国内工程机械行业主营业务收入排名前三。截至 2016 年底，徐工机械合并资产总额 439.77 亿元，所有者权益 204.82 亿元，全年实现营业收入 168.91 亿元，净利润 2.17 亿元。

公司子公司上海华信国际集团工业装备有限公司（以下简称“华信工装”）拟以 200000 万元的现金认购徐工机械非公开发行的 638977635 股股票；发行价格 3.13 元/股（若徐工机械股票在定价基准日至发行期首日期间发生除权、除息的，本次认购价格作相应调整），发行完成后，预计华信工装持股比例为 7.38%；价款在徐工机械非公开发行获得中国证监会及有权机关核准后支付。

（3）收购 KMG151% 股权

哈萨克斯坦国家石油天然气国际股份公司（以下简称“KMG”）主要从事国际市场上的石油加工、销售和交易业务，旗下欧洲零售网络有 1100 多座加油站，分布在法国、西班牙、罗马尼亚、格鲁吉亚、保加利亚和摩尔多瓦等国家，拥有 2 座设备先进的炼油厂，还从事油气勘探工作、在 EPC 领域提供工业服务及钻井服务，员工 7000 余人。

2016 年 12 月 15 日，公司与哈萨克斯坦国家石油天然气公司（以下简称“KMG”）签署股权转让协议，公司子公司海南华信国际石油有限公司拥有 KMG151% 股权，KMG 拥有 49% 股权，收购金额 6.80 亿美元。控股 KMG 后，公司将依托 KMG 作为油气产业并购平台，整合上游资源与金融优势，在中东欧、黑海、地中海周边区域拓展油气零售终端业务。

目前，公司暂未实际出资。公司已完成对发改委的项目信息报送并取得确认函，目前正在等待罗马尼亚政府审批。

（4）购买 ADCO 陆上租赁合同区块 4% 权益

公司与阿布扎比政府和阿布扎比国家石油公司（ADNOC）签署协议，获得阿布扎比陆上租赁合同区块 4% 权益，总投资 18 亿美元。阿布扎比陆上石油作业有限公司（ADCO）项

目日产量约 160 万桶，预计在 2020 年增产到 200 万桶。2017 年，公司预计每月提取权益油约 200 万桶，按 50 美元/桶油价估算，每月实现销售收入 1 亿美元。

收购 ADCO 合同区块权益的同时，公司以 4 万美元名义价格获得 ADCO 区块作业公司 4% 股权。该项目的股东包括阿布扎比国家石油公司（60%）、道达尔（10%）、英国石油（10%）、中石油（8%）、日本石油开发公司（5%）、上海华信集团（4%）和韩国 GS 能源公司（3%）。公司于 2017 年 2 月 20 日完成首笔 8.88 亿美元对价的支付，剩余部分将在五年内分次支付。

总体看，公司对外投资规模较大，涵盖能源、金融及其他多个领域；未来公司计划以 J&T 金融集团和 KMG 为战略支撑平台，以经营和投资带动各业务板块协同发展。目前，各项目正在逐步推进中，海外并购受政治风险和 政策风险影响较大，部分收购事项仍存在一定的不确定性。联合资信将持续关注公司重大收购事项的后续进展。

7. 经营效率

从经营效率指标来看，2014~2016 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，三年均值分别为 6.19 次和 2.93 次，2016 年分别为 4.79 次和 2.04 次；同期，公司存货周转次数逐年增长，三年均值为 224.21 次，2016 年为 271.54 次。公司整体经营效率较高。

8. 未来发展

公司不断开拓海外能源布局，立足欧洲建立油气终端产业体系，从而获取上游油气股权与权益，并通过控制重要油气产业物流节点，配套开展能源金融服务，提高经营利润和金融服务利润，通过经营和投资带动实现集团战略发展。围绕“拓展能源的上游油气资源，服务国家战略”的战略定位，公司拟以 KMG 和 J&T 金融集团为战略支点，能源产业经营与投资带

动相结合，形成了具有协同效应的多元化业务板块布局和发展路径：

(1) 以获取油气资源为核心，打造能源全产业链

能源是公司的核心业务，也是未来发展的重要中心引擎板块。公司拟以 KMG I 为战略支撑平台，迅速完成对欧洲油气终端的战略布局 and 延伸，在欧洲建立规模化终端销售体系，提升自身获取上游股权和权益的能力和话语权，通过获取上游权益带动国内外油气储运物流和金融服务，获取物流利润和金融利润。未来，公司将会继续集中优势资源发展能源板块，特别是利用当前有利国际油价，加快在海外布局。

(2) 发展金融全牌照，服务公司战略

能源产业的发展离不开金融体系的服务与支持，公司建设全牌照金融体系，支持集团能源产业的长远发展，服务并推进整体战略。通过金融体系的不断完善，增强金融服务能力，获取金融利润，为公司在能源贸易、能源产业的布局提供金融支持与金融服务，助推公司业务发展。

(3) 在捷克设立欧洲第二总部，开展重点板块投资

捷克地处欧洲心脏，是连接亚欧的关键枢纽，是国家“一带一路”战略在欧洲的重要节点。捷克所处的中东欧十六国是欧洲极为重要的工业走廊，具有工业装备技术和管理资源优势，投资意义大；受全球经济危机及欧洲主权债务危机影响，欧元项下资产目前价格偏低，形成投资洼地，是投资收购的最佳时机。公司在捷克设立第二总部，以捷克为支点，开展国际投行投资，重点打造航空旅游与工业制造两大产业板块，形成投资带动，推动企业发展，并与央企、国企混合发展，支持混合经济走出去，促进国内与国际市场互动，助力国内产业升级，服务供给侧改革，实施资产证券化。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报告经上海上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年 1~3 月财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司纳入合并范围子公司合计 36 家，较 2013 年底新增海南华信国际石油有限公司、上海华信证券有限责任公司、上海华信资产经营有限公司等 16 家子公司，减少 1 家，为辽宁华信能源有限公司；截至 2015 年底，公司纳入合并范围子公司合计 51 家，较 2014 年底新增华信万达期货股份有限公司、百安赛贸易有限公司等 18 家子公司，减少 1 家，为上海职业经理人事务所有限公司；截至 2016 年底，公司纳入合并范围子公司合计 60 家，较 2015 年底新增上海华信国际集团股权投资基金管理有限公司、华信（海口）国际石油有限责任公司等 14 家子公司，减少 4 家子公司，分别为上海华信集团（天津）有限公司、安徽华星化工有限公司、安徽年年富现代农业有限公司和安徽华建化工有限公司。截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围子公司合计 63 家，新增 3 家子公司，分别为 China Foundation Investment Ltd.、广东明诚产业基金管理有限公司和 Wisely Inc Limited 永事利有限公司。随着公司业务在能源和金融方向不断拓展，近几年公司合并范围变化较大，但仍具有一定可比性。

截至 2016 年底，公司资产总额为 1536.71 亿元，所有者权益合计为 464.83 亿元（少数股东权益 131.94 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 2472.55 亿元，利润总额 61.69 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 1601.19 亿元，所有者权益合计为 482.10 亿元（少数股东权益 133.80 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 604.42 亿元，利润总额 10.31 亿元。

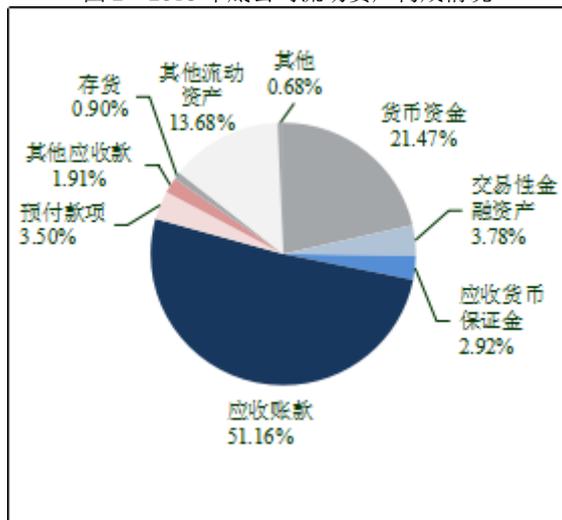
2. 资产质量

近三年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 89.64%，增长主要系 2014 年以来公司股东完成多次增资，银行授信额度大幅提升，并通过间接融资方式扩大经营规模，使得公司资产规模快速增长。截至 2016 年底，公司资产总额合计 1536.71 亿元，同比增长 72.63%，其中流动资产占 79.44%，非流动资产占比 20.56%。公司资产构成以流动资产为主，符合贸易行业特点。

流动资产

2014~2016年，公司流动资产快速增长，年均复合增长92.48%。截至2016年底，公司流动资产为1220.76亿元，同比增长69.31%，增长主要来自货币资金、应收账款和其他流动资产。

图 2 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据审计报告整理

2014~2016年，公司货币资金快速增长，年均复合增长182.00%。截至2016年底，公司货币资金262.10亿元，同比增长77.11%，主要系股东增资、下游客户贸易款回笼及保证金增长所致。货币资金中银行存款占28.16%，其他货币资金占71.84%。银行存款中有20亿元为公司拟投资设立上海华信国际集团财务责任公司的投资款，存放在验资户；其他货币资金中，用于质押的其他货币资金合计53.88亿元，另有39.21亿元其他货币资金为期货保证金，受限比

例为35.52%。

随着公司期货业务规模的增长，公司应收货币保证金有所增长，2015~2016年，分别为20.64亿元和35.63亿元。

2014~2016年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，年均复合增长71.31%。截至2016年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为46.09亿元，同比增长278.46%，主要是子公司华信证券认购的同业存单、理财产品、资管计划、货币基金等交易性金融资产。同时，公司出于对中化国际未来发展前景看好，并考虑到公司与中国中化集团公司行业具有较大的互补性，在公开市场认购了其股份。截至2017年3月底，公司持有中化国际3760万股，账面价值41435.20万元。

2014~2016年，公司应收账款快速增长，年均复合增长63.50%。截至2016年底，公司应收账款账面余额为625.54亿元，计提坏账准备1.00亿元，应收账款账面价值为624.54亿元，同比增长57.26%，增长主要系公司经营规模扩大以及在信用政策方面，公司对国企、央企和长期合作客户的账期整体上有一定的延长，从而带动公司应收账款的上升。从应收账款账龄来看，公司账龄1年以内的账款占比达到99.89%，其中账龄6个月以内的账款占94.37%，整体账龄较短。从欠款单位集中度来看，公司应收账款前五名单位合计欠款429.23亿元，占应收账款余额的比重为68.73%，账龄均在6个月以内。其中，应收 San Tong Energy ChaoChuang Mining Grop(Thailand)Co Ltd和 Guohe(Hong Kong)Co Ltd的账款分别为105.26亿元和91.69亿元。截至2016年底，公司对单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款计提坏账准备0.03亿元，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款计提坏账准备0.67亿元，其中对商品流通业单位应收款项计提坏账准备0.28亿元，对装备制造行业单位应收款项计提坏账准备0.17亿元，对保理业务形成的应

收保理款计提坏账准备0.22亿元，对期货行业单位应收款项计提坏账准备0.01亿元。由于公司应收账款以应收贸易货款为主，综合账龄较短，公司综合坏账准备计提比例为0.16%，计提比例较低。截至2016年底，公司以应收账款对短期借款和应付票据提供质押的金额合计305.59亿元。

表10 截至2016年底公司应收账款前五名明细

(单位: 万元, %)

单位名称	期末余额	比例
San Tong Energy ChaoChuang Mining Group (Thailand)Co Ltd	1052576.18	16.85
Guohe (Hong Kong) Co Ltd	916901.74	14.68
Huainan Mining Industry International Ltd	840164.48	13.45
Guangxi Investment Group International Company Ltd	828823.51	13.27
Jizhong Energy Group Intn'l Logistics(Hong Kong)Co., Ltd	653839.74	10.47
合计	4292305.65	68.73

资料来源: 公司提供

2014~2016年，公司预付款项快速增长，年均复合增长152.99%，主要是贸易业务规模扩大采购量增长，公司采用预付的方式以获取更低的采购价格导致预付款项规模上升。截至2016年底，公司预付款项合计42.79亿元，同比增长13.04%，其中1年以内的预付款项占99.89%。

2014~2016年，公司其他应收款快速增长，分别为5.08亿元、7.93亿元和23.37亿元。2016年底，其他应收款金额前五名的占总额的55.53%，其中对上海盛海创意产业发展有限公司的往来款4.03亿元，占17.24%，交易占用保证金2.46亿元，占10.51%。

2014~2016年，公司存货规模波动中有所下降，年均复合降低14.37%。截至2016年底，公司存货账面余额11.36亿元，计提跌价准备0.35亿元。存货账面价值为11.02亿元，同比增长68.17%，主要系公司合并子公司ZDAS、华信期货所形成的存货增加所致，期末存货中主要为库存商品（占75.53%）。

2014~2016年，公司其他流动资产快速增

长，年均复合增长445.50%。截至2016年底，公司其他流动资产166.94亿元，较上年底增加84.03亿元，主要系新增银行理财产品75.35亿元。用于质押受限的其他流动资产18.23亿元。

非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为79.73%。截至2016年底，公司非流动资产为315.95亿元，同比增长86.78%，主要以投资性房地产（占25.87%）、可供出售金融资产（占19.24%）、固定资产（占14.97%）、长期股权投资（占13.81%）和商誉（占11.23%）等构成。

2014~2016年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长677.88%，截至2016年底，公司可供出售金融资产60.80亿元，较上年底显著增长，主要为公司购买J&T FINANCE GROUP SE（以下简称“J&T”）的票面价值2.00亿欧元（期末人民币价值14.65亿元）的永续债，和将孙公司华信天然气（上海）有限公司的投资从长期股权投资转移至可供出售金融资产科目计量，期末转入可供出售金融资产成本7.42亿元。2016年，公司新增对上海华投资管理合伙企业（有限合伙）的投资4.00亿元，持有其16.65%的股权。

2014~2016年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长489.96%。截至2016年底，公司长期股权投资账面余额为43.64亿元，同比增长265.59%，主要系公司新增对上海华信国际实业控股有限公司的投资10.00亿元、对上海盛海创意产业发展有限公司的投资2.24亿元和对上海新丝路华信股权投资基金合伙企业（有限合伙）30.00亿元导致。截至2016年底，公司对长期股权投资计提减值准备54.59万元。

2014~2016年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长30.39%。截至2016年底，公司投资性房地产81.75亿元，同比增长52.20%，主要系嘉汇广场（上海）、上海玻璃钢研究院有限公司厂房及香港湾仔港湾道1号会展办公大厦21~23楼所致。2016年底，投资性房地产

中用于质押的投资性房地产占52.77%。

2014~2016年，公司固定资产快速增长，年均复合增长77.45%。截至2016年底，公司固定资产账面原值为69.11亿元，累计计提折旧21.66亿元，计提减值准备0.15亿元，公司固定资产账面价值为47.30亿元，其中房屋及建筑物占71.96%，机器设备占1.54%，飞机及发动机占17.41%。

2014~2016年，公司在建工程快速增长，年均复合增长24.26%。截至2016年底，公司在建工程为25.20亿元，同比增长0.83%，在建工程中洋浦石油储备基地一期期末账面余额23.41亿元。

2014~2016年，随着公司不断通过并购扩大资产规模，公司商誉快速增长，年均复合增长78.67%。截至2016年底，公司商誉为35.48亿元，同比增长54.47%，主要系2016年收购Development Florentinum和上海玻璃钢研究院有限公司等公司所致。

截至2017年3月底，公司资产总额合计1601.19亿元，较上年底增长4.20%。公司资产构成中，流动资产占75.31%，非流动资产占24.69%。其中公司流动资产减少14.85亿元，主要系公司收回理财产品导致其他流动资产减少所致，截至2017年3月底，公司应收账款账面余额为768.70亿元，应收账款前五名单位合计占比为52.93%，账龄均在1年以内。截至2017年3月，公司货币资金169.53亿元，其中受限的货币资金50.20亿元。

表11 截至2017年3月底公司应收账款前五名明细
(单位：万元，%)

单位名称	期末余额	比例
San Tong Energy ChaoChuang Mining Group (Thailand)Co Ltd	1250427.79	16.27
Guangxi Investment Group International Company Ltd	916230.50	11.92
Huainan Mining Industry International Ltd	764436.43	9.94
Guohe (Hong Kong) Co Ltd	700725.15	9.12
青岛泰鲁海联国际贸易有限责任公司	436533.68	5.68
合计	4068353.56	52.93

资料来源：公司提供

非流动资产方面，截至2017年3月底，公司可供出售金融资产64.52亿元，较2016年底增长6.12%，主要系华信证券增加3.79亿元可供出售金融资产。公司新增长期股权投资12.62亿元，主要包括新增对云能投（上海）能源开发有限公司的投资5.00亿元、对上海上实金融服务控股有限公司的投资4.14亿元和对上海元之新社文化创意合伙企业（有限合伙）的投资2.10亿元。截至2017年3月底，公司无形资产账面价值65.12亿元，较2016年底增长61.04亿元，主要系获得阿布扎比陆上石油区块权益所致。

总体来看，近年来公司资产规模保持快速增长。其中，受能源贸易业务规模不断扩大影响，公司应收账款大幅增长。同时，联合资信注意到，公司通过子公司金融资本运作形成一定金融类资产，该类资产易受被投资企业经营状况及证券市场波动影响。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年，在股东增资以及未分配利润持续扩大的推动下，公司所有者权益快速增长，年均复合增长86.98%。截至2016年底，公司所有者权益合计464.83亿元，同比增长67.95%，大幅增长原因主要是：（1）股东增资100亿元，其中41亿元计入股本，59亿元计入资本公积；（2）少数股东权益较上年底增加58.28亿元，主要系子公司华信国贸、海南华信和上海明天金砖股权投资基金有限公司等增资以及合并报表范围变化；（3）公司2016年利润积累使得未分配利润增加32.69亿元。归属于母公司权益中，实收资本占42.36%，资本公积占25.26%，盈余公积占0.90%，未分配利润占31.52%。

截至2017年3月底，公司所有者权益482.10亿元，较2016年底增长3.71%，主要系2017年3月股东上海市华信金融控股有限公司对公司增资10亿元（增加实收资本4.00亿元和资本公

积6.00亿元），加之少数股东权益增加和当期经营利润积累所致。归属于母公司权益为348.30亿元，其中实收资本占41.63%，资本公积占25.71%，盈余公积占0.86%，未分配利润占31.94%。

总体来看，近年来受益于股东增资及经营规模的扩大，公司所有者权益大幅增长。同时公司未分配利润也快速增长，所有者权益结构稳定性一般。

负债

2014~2016年，公司负债总额快速增长，年均复合增长90.83%。截至2016年底，公司负债合计1071.88亿元，同比增长74.74%，增长主要来自短期借款、长期借款、应付债券和应付账款。负债结构中流动负债占77.84%，非流动负债占22.16%。

2014~2016年，公司流动负债快速增长，年均复合增长78.76%。截至2016年底，公司流动负债合计834.40亿元，同比增长62.35%。其中，公司短期借款437.53亿元，同比增长60.00%，主要系公司增加银行借款并扩大经营规模所致；公司应付票据和应付账款随着经营规模的扩大而大幅增长，分别为88.42亿元和78.96亿元；随着期货业务的发展，公司应付货币保证金同比增长59.54%至63.29亿元；公司提高对下游的交付速度，预收款项规模下降，2016年底为11.72亿元，同比下降36.40%；公司其他应付款快速增长，2016年底为7.34亿元，同比增长126.97%，其他应付款主要为对其他单位或个人的暂收款；随着公司经营规模的扩大，应交税费规模也有所上升，2016年底为11.67亿元，同比增长50.99%；公司其他流动负债114.47亿元，同比增长468.39%，主要系公司于2016年发行5期总额100.80亿元超短期融资券和新增对非银行或金融机构的借款13.67亿元。

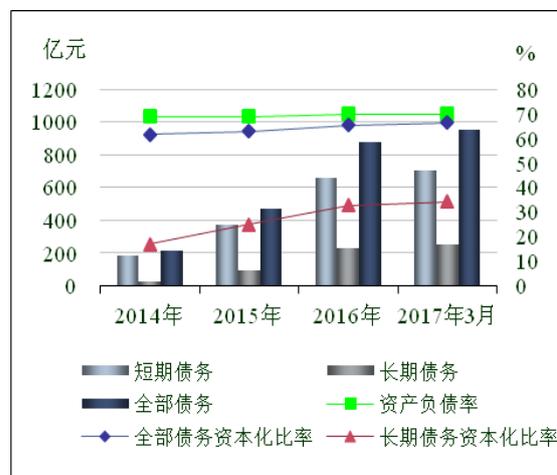
2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长167.28%。截至2016年底，公司非流动负债合计为237.48亿元，同比增长

138.79%，主要为长期借款和应付债券。其中，长期借款94.29亿元，质押借款占51.34%，抵押借款占34.34%，信用借款占14.32%；应付债券126.71亿元，分别为公司于2015年11月发行的中期票据20亿元、2015年12月发行的公司债30亿元、2016年9月发行的公司债“16申信01”60亿元和保证债券17.35亿元（2016年11月境外子公司哲源国际有限公司发行的2.5亿美金私募债）。

有息债务方面，2014~2016年，公司全部债务规模快速扩大。截至2016年底，公司全部有息债务880.27亿元，同比增长88.10%，其中短期债务占比74.39%，长期债务占比25.61%。同期，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均逐年增长，三年均值分别为27.20%、63.88%和69.33%，其中2016年底分别为32.66%、65.44%和69.75%，公司债务负担有加重趋势。

截至2017年3月底，公司负债总额为1119.09亿元，较2016年底增长4.41%，主要系短期借款、其他流动负债和长期借款大幅增长所致。同期，公司全部债务为953.31亿元，其中短期债务占73.60%。截至2017年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为34.30%、66.41%和69.89%。

图3 近年公司债务情况



资料来源：根据公司财务报告整理

总体来看，近年来随着经营规模的扩大，公司借款规模不断增长，负债水平呈上升趋势，且短期债务占比高，公司资金周转压力较大，整体债务负担加重。

4. 盈利能力

受经营规模扩大的影响，2014~2016年公司营业收入快速增长，年均复合增长率为20.10%。2016年，公司营业收入和营业成本分别为2472.55亿元和2385.71亿元，分别同比增长19.68%和18.87%，收入增速略高于成本增速，显示出良好的增长势头。2016年，公司营业利润率为3.43%，较上年增加了0.62个百分点。

期间费用方面，2014~2016年随着公司合并范围的扩大以及债务规模的提升，管理费用及财务费用较上年均出现大幅增长，年均复合变动率分别为93.14%和69.62%。2016年公司期间费用合计38.68亿元，同比增长71.51%，占该年度公司营业收入的比重为1.56%，同比上升0.47个百分点，其中财务费用22.88亿元，占该年度营业收入的0.93%。整体看，公司对期间费用控制能力较强。

公允价值变动及投资收益方面，受公司交易性金融资产、投资性房地产和长期股权投资等规模快速上升影响，2014~2016年，公司公允价值变动收益和投资收益均呈波动增长。2016年公司获得公允价值变动收益9.52亿元，主要来自公司投资性房地产公允价值变动（10.73亿元）和以公允价值计量的且变动计入当期损益的金融资产的公允价值变动（-1.21亿元）；获得投资收益4.95亿元，主要包括公司处置长期股权投资产生的投资收益（3.08亿元）、持有以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益（1.26亿元）、持有至到期投资取得的投资收益（0.12亿元）、终止权益法核算时重分类进损益的其他综合收益（0.79亿元）和可供出售金融资产在持有期间取得的投资收益

（0.74亿元）等。

营业外收入方面，近三年快速增长，2016年公司实现营业外收入3.64亿元，其中政府补助占81.39%，主要系政府给予的税费返还和企业扶持款。

2014~2016年，公司利润总额快速增长，年均复合增长22.07%。受益于经营规模的扩大以及公允价值变动收益的增长，2016年公司实现利润总额61.69亿元，同比增长36.51%。

盈利能力指标方面，2014~2016年，受公司资产和权益规模快速扩张影响，公司总资产收益率和净资产收益率呈下降趋势，近三年均值分别为6.57%和13.05%，2016年公司净资产收益率及总资产收益率分别为5.06%和9.61%，较上年分别减少0.93个和2.11个百分点。

2017年1~3月，公司营业收入和营业成本分别604.42亿元和584.69亿元，分别同比增长22.39%和22.67%。同期，公司财务费用8.13亿元，同比增长75.21%，主要系融资规模增长所致。2017年1~3月，公司实现利润总额10.31亿元，其中投资收益1.88亿元，营业利润率为3.23%，较2016年小幅下降。

总体来看，受经营规模扩大的影响，近几年来公司营业收入快速增长，且期间费用控制能力较好，且受益于公允价值变动收益和投资收益的贡献，利润规模不断提升。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2014~2016年，伴随着公司营业收入与成本的大幅增长，公司经营活动现金流入量与流出量快速增长，2016年分别为2981.74亿元和2897.97亿元，同比增长18.32%和15.13%。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为83.77亿元，较上年大幅增长2792.25%。2014~2016年，公司现金收入比小幅波动，三年分别为101.35%、96.82%和103.96%，收入实现质量一般。2014~2016

年，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金波动增长，年均复合增长分别为 46.51%和 75.31%，2016 年分别为 404.83 亿元和 404.38 亿元，主要系公司为提升资金集中管理度，与财务公司间的临时或短期拆入拆出资金。

投资活动现金流方面，2014~2016 年，公司投资活动活跃且规模较大，投资活动现金流入和流出均呈快速增长趋势。2016 年公司投资活动现金流入主要来源于收回投资收到的现金和处置子公司及其他单位收到的现金净额，分别为 83.79 亿元和 19.65 亿元，投资活动现金流入合计 105.56 亿元，同比增长 55.60%。同期，公司投资活动现金流出 304.91 亿元，其中，投资支付的现金为 230.26 亿元，取得子公司等支付的现金净额 34.71 亿元。2016 年，公司投资活动产生的现金流净额为-199.35 亿元。

筹资活动现金流方面，2014~2016 年，公司通过多种渠道开展筹资活动，筹资活动产生的现金流量均呈现为净流入。2016 年公司取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金分别为 789.78 亿元和 800.48 亿元。2016 年公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为 1898.25 亿元和 2070.93 亿元，净额为-172.68 亿元，主要系公司通过财务公司加强内部资金集中管理，通过财务公司统一资金调度结算，达到资金集约化使用，资金成本或财务费用最小化的目的；2016 年，公司吸收投资收到的现金为 145.49 亿元。2016 年，公司筹资活动产生的现金流净额为 174.27 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 703.03 亿元，现金收入比为 95.09%，有所下降。同期，公司经营活动现金净流量、投资活动现金净流量和筹资活动现金净流量分别为 22.16 亿元、56.12 亿元和-101.22 亿元。

总体来看，近年来公司收入实现质量较为稳定，经营活动现金流状况较好。由于金融服务领域经营规模的扩大，公司投资活动现金支出规模较大。经营性现金净流量不能完全覆盖投资活动现金流出，公司对外部融资有一定的

依赖性。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率一直维持在较高水平，三年均值分别为140.48%和138.28%，其中 2016 年分别为146.30%和144.98%；截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 140.82%和137.83%。2014~2016 年公司经营现金流动负债比波动较大，三年分别为10.09%、0.56%和10.04%；2016 年公司经营活动现金流量为短期债务的4.55倍。考虑到公司应收账款占比较高，总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016 年公司 EBITDA 规模快速增长，三年分别为 49.92 亿元、59.16 亿元和 87.73 亿元；公司全部债务/EBITDA 分别为 4.26 倍、7.91 倍和 10.03 倍，公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.36 倍、4.44 倍和 3.58 倍，公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的保持能力均有所减弱。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保合计 81.00 亿元，担保比率为 16.80%，担保对象主要为公司股东以及关联方，担保方式均为质押担保。目前，被担保公司经营正常。

表12 截至2017年3月底公司对外担保情况

(单位: 万元)

单位对象	担保金额	到期日
上海市华信金融控股有限公司	38000	2017/05/13
上海市华信金融控股有限公司	300000	2018/12/14
上海市华信金融控股有限公司	200000	2019/12/28
上海华信集团财务有限公司	42840	2018/12/21
上海华信集团财务有限公司	28560	2018/12/22
山东华信石油控股有限公司	100000	2019/01/23
上海中能联合商业有限公司	100600	2020/02/06
合计	810000	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信 521.56 亿元，其中尚未使用额度为 78.59 亿

元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司旗下子公司华信国际为深圳证券交易所上市公司，公司直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（机构信用代码：G1031011502639510I），截至2017年6月15日，公司无未结清和已结清的关注及不良信贷信息记录，所担保贷款均属于正常类别。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对能源行业发展的分析，以及公司自身经营和财务风险的判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为25亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部视同有息债务进行分析，发行后将在现有全部债务的基础上增加25亿元有息债务，占2017年3月底全部债务的2.62%，长期债务的9.93%，对公司现有债务规模及结构影响较小。

截至2017年3月底，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为69.89%、66.41%和34.30%；以2017年3月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至70.35%、66.99%和36.47%，公司债务负担将略有加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据拟发行额度的77.09倍、100.80倍和119.27倍；公司经营活动现金流量

净额分别为本期中期票据拟发行额度的1.05倍、0.12倍和3.35倍；公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行额度的2.00倍、2.37倍和3.51倍。总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据额度的保障程度高。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

公司主要在能源、石油、天然气、化工领域，从事国际国内贸易，承担大型能源产业项目的投资建设与运营管理，构建能源贸易、储备、交易平台的总体架构，控股参股金融企业，并形成商贸体系、产业体系和金融体系相互协调作用和发展的综合运营体系。公司拥有稳定的资源供应、完备的动态库存储备、多样化的服务体系，在产品供应、销售渠道、经营规模等方面具备的综合竞争优势。

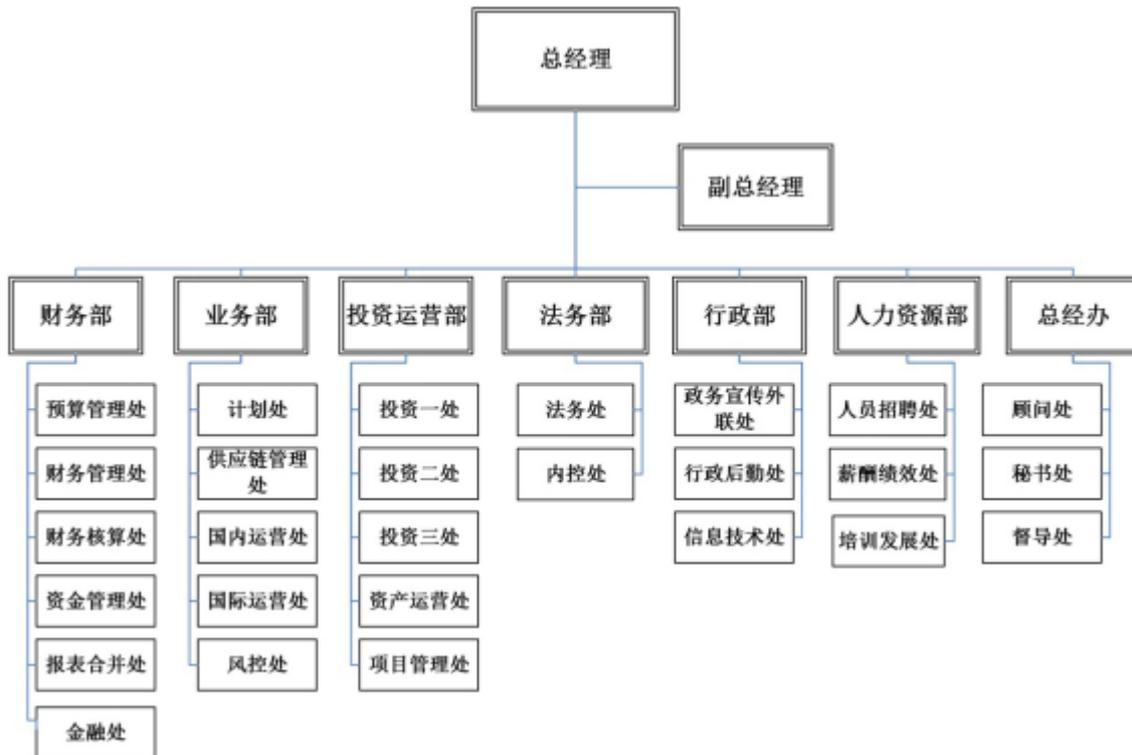
近年来，金融机构对公司业务的发展进一步支持，公司贸易额大幅增长，进而带动公司收入及利润显著提升，同时随着公司战略布局的调整，油品贸易在主营业务中的占比大幅提升。未来随着公司继续推动在能源贸易、产业投资、金融体系等方面进行全面布局，公司对能源产业投资的深入，以及配套金融体系的逐步完善，公司经营规模有望继续扩大，盈利能力亦将有所提升。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据的保障程度高。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，

公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.51	146.58	221.25	175.93
资产总额(亿元)	427.31	890.19	1536.71	1601.19
所有者权益(亿元)	132.96	276.77	464.83	482.10
短期债务(亿元)	185.76	375.58	654.85	701.60
长期债务(亿元)	26.84	92.40	225.42	251.71
全部债务(亿元)	212.60	467.98	880.27	953.31
营业收入(亿元)	1714.06	2065.89	2472.55	604.42
利润总额(亿元)	41.40	45.19	61.69	10.31
EBITDA(亿元)	49.92	59.16	87.73	--
经营性净现金流(亿元)	26.35	2.90	83.77	22.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.30	6.46	4.79	--
存货周转次数(次)	163.21	185.99	271.54	--
总资产周转次数(次)	4.85	3.14	2.04	--
现金收入比(%)	101.35	96.82	103.96	95.09
营业利润率(%)	2.68	2.81	3.43	3.23
总资本收益率(%)	11.20	5.99	5.06	--
净资产收益率(%)	23.64	11.72	9.61	--
长期债务资本化比率(%)	16.80	25.03	32.66	34.30
全部债务资本化比率(%)	61.52	62.84	65.44	66.41
资产负债率(%)	68.88	68.91	69.75	69.89
流动比率(%)	126.19	140.29	146.30	140.82
速动比率(%)	120.44	139.01	144.98	137.83
经营现金流动负债比(%)	10.09	0.56	10.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.36	4.44	3.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.26	7.91	10.03	--

注：1.公司 2017 年 1~3 月财务数据未经审计；2.应付短期融资款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务已计入长短期债务核算；3.现金类资产已剔除受限资金。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他流动负债中短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中融资租赁款

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 上海华信国际集团有限公司 2017 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

上海华信国际集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

上海华信国际集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对上海华信国际集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，上海华信国际集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注上海华信国际集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现上海华信国际集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对上海华信国际集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如上海华信国际集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对上海华信国际集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与上海华信国际集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。