

信用等级公告

联合[2017]103 号

中国华阳经贸集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国华阳经贸集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中国华阳经贸集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中国华阳经贸集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一七年二月十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中国华阳经贸集团有限公司

公开发行 2017 年公司债券（第一期）信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券规模：不超过 28 亿元

本期债券规模：不超过 13.02 亿元

本次债券期限：5 年期，附第 3 年末发行人上

调票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 2 月 10 日

财务数据

项 目	2013	2014	2015	16 年 9 月
资产总额（亿元）	100.93	131.22	170.49	196.68
所有者权益（亿元）	52.49	54.77	68.65	70.51
短期债务（亿元）	30.72	36.78	47.42	62.23
长期债务（亿元）	3.00	22.28	44.67	41.71
全部债务（亿元）	33.72	59.06	92.10	103.94
营业收入（亿元）	158.76	184.87	203.25	186.98
净利润（亿元）	8.53	5.99	10.00	4.42
EBITDA（亿元）	14.12	11.19	16.76	--
经营性净现金流（亿元）	0.87	1.10	0.94	5.70
营业利润率（%）	9.03	8.27	8.02	6.70
净资产收益率（%）	18.42	5.59	16.21	6.36
资产负债率（%）	47.99	58.26	59.73	64.15
全部债务资本化比率（%）	39.11	51.88	57.29	59.58
流动比率（倍）	1.71	1.94	2.46	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.42	0.19	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	9.42	5.33	5.91	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.50	0.40	0.60	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.08	0.86	1.29	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2016 年三季度报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“公司”或“华阳集团”）的评级反映了公司作为中国国际贸易促进委员会的会管单位，在贸易资源及行业信息方面具有一定优势；近年来，公司在大力发展贸易业务的同时，逐步调整产业结构，形成以贸易业务和化工业务为主的业务布局，随着公司贸易规模的扩大，公司收入规模持续上升，盈利水平较高。联合评级同时也关注到公司石化板块盈利能力减弱、有息债务规模快速增长、未来在建项目投资规模大、汇率波动及可能存在的海外贸易摩擦等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，子公司珠海市华峰石化有限公司（以下简称“华峰石化”）的三期项目和昆山贸易园完工后，公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为中国国际贸易促进委员会会管单位，具有多年人才交流与展览及医疗器械贸易经验，在贸易资源及行业信息方面具有优势。

2. 公司近年来发展迅速，随着贸易和石化业务的快速增长，公司收入和资产规模持续上升。

3. 未来华峰石化三期项目和昆山贸易园完工后，公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。

4. 公司盈利能力较强，经营活动现金流入规模较大，对本次债券形成良好保障。

关注

1. 公司石化业务所处的石化行业产能过剩，且石油价格下跌严重，石化板块盈利能力减弱。

2. 公司贸易各板块的采购和销售集中度较高，存在一定的供应商和大客户依赖风险。

3. 公司所有者权益中未分配利润占比很高，权益稳定性弱。

4. 公司有息债务规模大幅增长，整体债务负担有所加重。同时，公司在建项目未来投资规模大，存在一定的资金压力。

5. 公司进出口贸易规模较大，未来汇率的波动将对公司的盈利能力产生影响，且也需关注公司可能存在海外贸易摩擦风险。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

高永亮

电话：010-85172818

邮箱：gaoyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



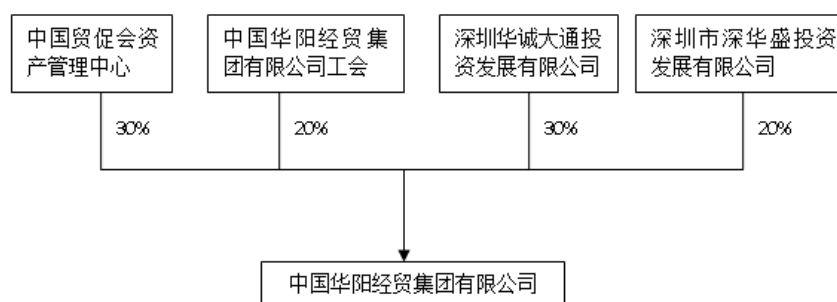
联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“公司”）前身为中国华阳技术贸易咨询公司，由中央引进国外智力领导小组和对外经济贸易部于 1984 年 8 月批准成立。中国华阳技术贸易咨询公司于 1993 年并入中国国际贸易促进委员会（以下简称“中国贸促会”），成为其会管单位，并于 1997 年 6 月 16 日更名为中国华阳技术贸易（集团）公司。2009 年，根据中国国际贸易促进委员会贸促资[2009]566 号《关于中国华阳技术贸易（集团）公司改制方案的批复》和中国华阳技术贸易（集团）公司股东和职工代表大会决议所示，公司由中国贸促会独资企业改制为多家公司共同投资的有限责任公司，并于 2011 年 5 月 26 日更名为现名。

截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为人民币 1.02 亿元，其中中国贸促会资产管理中心持有公司 30% 股权，中国华阳经贸集团有限公司工会持有公司 20% 的股权，深圳华诚大通投资发展有限公司持有公司 30% 的股权（其中：海南省文化交流促进会持有深圳华诚大通投资发展有限公司 70% 的股权），深圳市深华盛投资发展有限公司持有公司 20% 的股权（其中：中国汽车零部件工业公司持有深圳市深华盛投资发展有限公司 70% 的股权）；因此，中国贸促会资产管理中心、海南省文化交流促进会、中国汽车零部件工业公司合计持有公司 65% 股权，各股东按公司法、公司章程共同治理，其中，中国贸促会资产管理中心履行实际控制人及出资人的管理职责。

图1 截至2016年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：进出口业务；承办国内外人才交流；百货、纺织品、陶瓷制品、五金、交电、化工（危险品除外）、建筑材料、普通机械、仪器仪表、电子计算机及配件、电器机械及器材、电子产品、交通运输设备的批发、零售；主办境内对外经济技术展览会；人员培训；承办会议及会议服务；对外经济贸易咨询服务和上述业务有关的技术咨询、技术服务、展览展销；高新技术的投资；基金研究；投资咨询；受托资产管理及投资管理；房地产开发；仓储服务；高速公路投资及建设；专业承包及建设工程项目管理。

截至 2016 年 9 月底，公司本部设总裁办、财务部、人力资源部、资金部、结算中心、投行基金部、风控部、国际部和战略发展部 9 个职能部门；纳入合并范围的二级子公司 14 家；公司共计拥有在职员工 1,792 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 170.49 亿元，负债总额 101.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.65 亿元，其中归属母公司所有者权益 55.83 亿元。2015 年全年，公司累计实现营业收入 203.25 亿元，净利润（含少数股东损益）10.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 196.68 亿元，负债总额 126.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.51 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 58.92 亿元。2016 年 1~9 月，公司累计实现营业收入 186.98 亿元，净利润（含少数股东损益）4.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.42 亿元。

公司注册地址：北京市东城区金宝街 67 号独立二层裙楼；公司法定代表人：吴铁军。

二、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

2016 年 9 月 27 日，经中国证监会证监许可[2016]2215 号文核准，公司获准发行不超过 28 亿元人民币公司债券（以下简称“本次债券”），本次债券采用分期发行的形式；第一期实际发行规模为 14.98 亿元，起息日为 2016 年 11 月 22 日。第二期名称为“中国华阳经贸集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 13.02 亿元。本次债券面值 100 元，按面值平价发行。本次债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券为固定利率债券，票面利率将根据发行时簿记建档结果确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本次债券面向在中国证券登记结算有限责任公司开立合格证券账户的合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）发行。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券拟将募集资金扣除发行费用后用于偿还公司债务和补充营运资金；本期债券发行募集资金用于补充营运资金。

三、行业分析

公司经营业务主要涉及贸易及石油化工行业，行业整体的状况及变动对公司经营及财务具有较大影响。

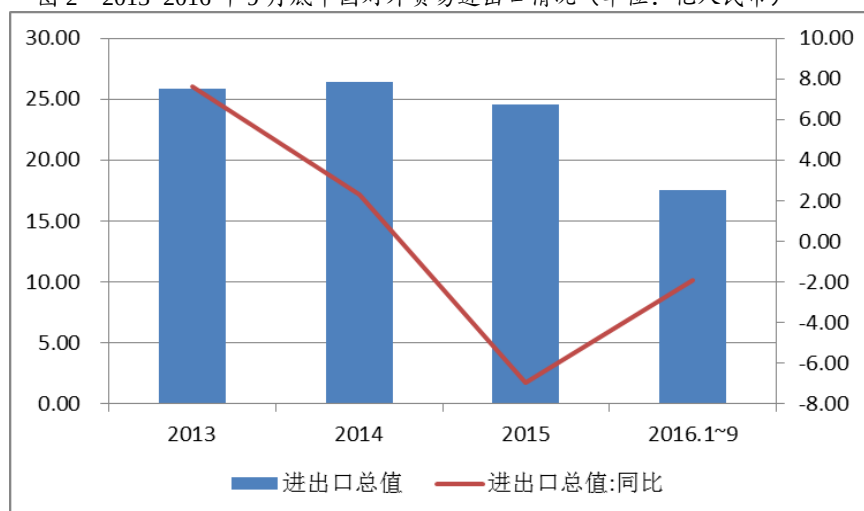
1. 贸易行业

（1）行业概况

中国对外贸易增速放缓

2013~2015 年，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态。据海关统计，2015 年，我国货物贸易进出口总值 24.59 万亿元人民币，比 2014 年下降 7%。其中，出口 14.14 万亿元，同比下降 1.8%；进口 10.45 万亿元，同比下降 13.2%；贸易顺差 3.69 万亿元，扩大 56.7%。2016 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 17.53 万亿元人民币，比上年同期下降 1.9%。其中，出口 10.06 万亿元，下降 1.6%；进口 7.47 万亿元，下降 2.3%；贸易顺差 2.59 万亿元，扩大 0.6%。

图2 2013~2016年9月底中国对外贸易进出口情况（单位：亿人民币）



数据来源：Wind 资讯

2013~2015年，在各国宽松政策的刺激下，世界经济复苏的步伐有所加快。随着美联储于2015年底调联邦基准利率，欧元区经济走出衰退，金融市场趋于稳定；日本刺激政策收到成效，增长信心得到提振。全球跨国投资缓慢回稳，主要能源资源供应充足，通胀压力不大，促进外贸发展的积极因素开始增多。

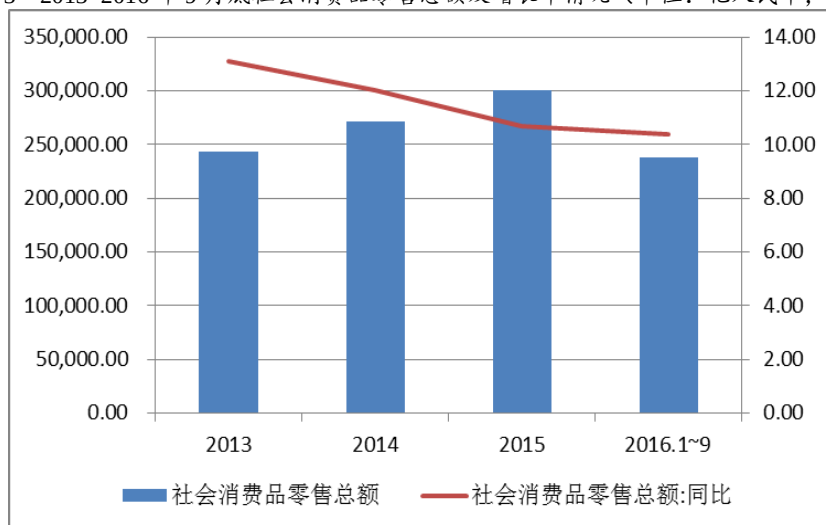
从贸易方式看，一般贸易出口保持增长，成为拉动出口的主要力量。2015年，一般贸易出口12,173亿美元，同比增长1.2%，占外贸出口53.5%，比2014年同期提高2.1个百分点；加工贸易出口7,978亿美元，同比下降9.8%，占外贸出口35%，比2014年同期下降2.7个百分点。

从主要产品看，我国贸易产品结构不断优化。2015年，我国出口机电产品8.15万亿元，增长1.2%，占出口总值的57.7%，较上年提升1.7个百分点。其中，手机、船舶、灯具等出口分别增长8.5%、13.3%、15%。七大类劳动密集型产品出口2.93万亿元，下降1.7%，占外贸出口20.7%，其中纺织品、服装、鞋分别下降2.3%、6.4%和4.8%。2015年，我国部分大宗商品进口量保持增加。其中，进口铁矿砂9.53亿吨，增长2.2%；原油3.34亿吨，增长8.8%。同期，我国进口价格总体下跌11.6%。其中，铁矿砂、原油、成品油、大豆、煤炭和铜等大宗商品价格跌幅较深。同期，我国出口价格总体下跌1%，跌幅明显小于同期进口价格总体下跌幅度。由此测算，2015年我国贸易价格条件指数为112.1，表明我国出口一定数量的商品可以多换回12.1%的进口商品，意味着我国贸易价格条件明显改善，对外贸易效益有所提升。

国内贸易稳步发展

2011年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据显示，2015年我国社会消费品零售总额300,931亿元，比上年名义增长10.7%，扣除价格因素实际增长10.6%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额258,999亿元，比上年增长10.5%，乡村消费品零售额41,932亿元，增长11.8%。按消费形态分，餐饮收入32,310亿元，比上年增长11.7%，商品零售268,621亿元，增长10.6%，其中限额以上单位商品零售133,891亿元，增长7.9%。数据显示，全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为66.4%，比上年提高15.4个百分点。2016年1~9月份，社会消费品零售总额238,482亿元，同比增长10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额108,44亿元，增长7.8%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额204,940亿元，同比增长10.3%；乡村消费品零售额33,542亿元，增长10.9%。按消费类型分，餐饮收入25,614亿元，同比增长11.0%；商品零售212,868亿元，增长10.3%。

图3 2013~2016年9月底社会消费品零售总额及增长率情况（单位：亿人民币，%）



资料来源：国家统计局

总体看，目前，全球经济依随旧处于深度调整之中，但是全球经济已有所复苏，对外贸易发展质量效益有所改善，总体稳中趋好，发展进入新常态；对内贸易规模增速逐渐趋稳，未来随着中国产业转型和产能优化，国内贸易将不断优化发展。

（2）行业竞争

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

国际贸易竞争优势不断弱化

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，人民币升值不断削弱我国商品出口的竞争力，劳动力、土地等要素成本也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力缺口、工人工作效率较低、随意性强、人员流动性大等问题，增加了企业的管理成本。同时，中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。自1995年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达300亿至400亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。

总体看，我国贸易行业成本上升，国际贸易方面我国贸易企业竞争优势逐渐被削弱，国内贸易行业市场竞争激烈，进而导致行业利润大幅下滑。

（3）主要贸易品行业情况

钢铁行业

2012年以来中国钢铁行业饱受产能过剩、产业集中度低、行业无序竞争等问题的困扰，钢铁

行业逐步进入周期性低谷。进入 2015 年，国内经济增长步伐进一步放缓，下游需求不振导致钢材价格大幅下跌，钢铁企业呈现大面积亏损，粗钢产量近二十年来首次出现负增长，钢铁行业形势异常严峻。与此同时，中国政府通过出台政策法规及指导意见，加快落后产能淘汰，引导钢铁企业重组或整合，细化污染物排放和能耗指标要求，并鼓励钢铁企业进行产业结构优化升级，以适应经济低速增长的新常态。

2013~2015 年，我国钢铁产量增速持续放缓，其中生铁产量年均复合减少 1.42%；粗钢产量年均复合增长 1.58%；钢材（含重复材）产量年均复合增长 1.90%。2015 年，全国生铁产量 69,141.51 万吨，同比下降 3.45%，生产粗钢 80,382.26 万吨，同比下降 2.33%，生产钢材（含重复材）112,349.52 万吨，同比增长 0.56%。2016 年 1~10 月，全国生铁产量 58,635.30 万吨，同比增长 0.10%；生产粗钢 67,296.00 万吨，同比下降 0.32%；生产钢材（含重复材）94,829.40 万吨，同比增长 2.40%。

从国内下游需求来看，2013~2015 年，我国钢铁表观消费量缓慢增长，分别为 101,900 万吨、103,981 万吨和 102,432 万吨，2015 年增速较 2014 年下降了 3.53 个百分点，主要系受对钢材消耗量大的固定资产投资增速大幅回落影响所致。2015 年，全国固定资产投资（不含农户）55.16 万亿元，同比名义增长 10%，增速同比回落 5.7 个百分点。2015 年，全国房地产开发投资 9.6 万亿元，同比名义增长 1%，增速同比回落 9.5 个百分点；房屋新开工面积同比下降 14%，土地购置面积同比下降 31.7%。2015 年，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速同比回落 2.2 个百分点；高技术产业增加值比上年增长 10.2%，比规模以上工业快 4.1 个百分点，传统用钢行业增加值增速普遍回落。2015 年，房地产开发投资仅增长 1%，大宗原材料行业、传统制造行业特别是重化工业困难重重，下游市场需求持续低迷，造成钢材市场需求明显下降。2016 年 3 月以来，我国钢铁表观消费量同比增速由负转正，并在 9 月份达到 1~10 月份的峰值，同比增长 7.07%，与固定资产投资增速相关，2016 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）426,906 亿元，同比增长 8.2%。

截至 2015 年底，钢铁协会 CSPI 中国钢材价格指数为 55.35 点，与上年同期相比下降 26.72 点，降幅 32.16%。从全年看，各月指数均低于上年同期，2015 年各月 CSPI 平均值为 66.43 点，同比下降 24.89 点，降幅为 27.26%。2015 年，长材价格下跌超过 800 元/吨，板带材及管材价格下跌超过 1,000 元/吨。钢材价格的持续下跌是导致企业生产经营困难的直接原因。进入 2016 年，我国钢材价格指数大幅回升，由 1 月份的 57.75 点上升至 10 月份的 76.30 点，主要系煤炭、铁矿石等原材料的价格上涨以及供需错配所致。

总体看，2015 年公司主要贸易品种钢材市场价格水平持续走低，行业长期处于供大于求局面；受原材料价格上涨以及供需错配影响，2016 年钢材价格有所回升。

铁矿石行业

铁矿石为生产钢铁最主要的原材料之一。

从供给方面看，国内方面，2013~2015 年，我国铁矿石产量有所下降，年均复合减少 2.43%。2015 年我国铁矿石产量 138,128.9 万吨，同比增长-7.7%。国际方面，根据海关数据，2013~2015 年，我国全年进口铁矿石逐年增长，年均复合增长 7.83%，主要系国外铁矿石品位高、价格相对国内铁矿石价格较低所致；2015 年，进口铁矿石量为 9.53 亿吨，同比增长 2.2%，其中巴西铁矿石约占中国进口铁矿石的 20%，澳大利亚约占 64%，分别比 2014 年上升了 18%和 5%。我国铁矿石对外依存度不断提升。2016 年 1~10 月，我国铁矿石产量为 105,999.70 万吨，同比下降 6.63%。

受房地产、基建等项目建设减缓，终端钢需走弱影响，我国铁矿石需求下滑，价格持续下跌。在国内需求不振的情况下，海外三大矿山巨头扩大产能以保证其市场规模，使得铁矿石供给增加。因此，铁矿石价格开始呈下行走势，2013~2015 年，国产铁矿石价格持续下跌，与国际铁矿石价

格差进一步缩小，截至 2016 年 10 月底，国产铁精矿含税价格为 539 元/吨，进口铁矿石含税价格为 494.84 元/吨，略低于国产价格。

总体看，全球铁矿石市场仍将处于供大于求局面，铁矿石价格仍将低位徘徊。我国铁矿石进口量逐年增长，对外依存度不断提高。

汽车行业

汽车行业是国民经济的基础性行业，近十年来发展迅速，汽车保有量规模不断扩大，增速放缓但仍处于较高水平。从供需情况看，近年来我国汽车产销继续保持稳定增长，2014 年我国汽车产销分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.26%和 6.86%；其中乘用车产销分别为 1,991.98 万辆和 1,970.06 万辆，产销同比增长分别为 10.14%和 9.88%。2015 年，我国全年汽车累计产量和销量分别为 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，同比增长 3.25%和 4.68%；其中乘用车累计产量和销售分别为 2,107.94 万辆和 2,114.63 万辆，同比增长 5.78%和 7.30%；2016 年 1~9 月，中国汽车产销量分别为 1,971.80 万辆和 1,936.04 万辆，同比分别增长 13.17%和 12.30%；其中乘用车销量同比增长 15.15%，商用车销量增长 3.97%。截至 2016 年 9 月末，我国汽车保有量已经达到 1.88 亿量，仅次于美国。从增长速度来看，2010 年，我国汽车保有量同比增长达到 19.25%，增速达到最高值，随后增速不断降低，但始终保持在 10%以上。

总体看，国内汽车行业产销量持续提升，但增幅趋势逐渐放缓。

（4）行业政策

支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级

2012 年 4 月，国务院出台了《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》，要求在保持出口稳定增长的同时，更加重视进口，坚持进口与出口协调发展原则，优化进口结构，稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口。2013 年国务院发布了 83 号文件，推出了促进进出口稳增长、调结构的 12 条措施，稳定了外贸增长预期，激发了市场活力。2014 年，国家在深化实施 83 号文件的基础上，在税收、金融、投资等方面提出更多的政策措施，如促进信息消费政策、新能源汽车补贴政策以及促进风电发展的意见等政策都将进一步增强战略性新兴产业的增长动力。2014 年 5 月，国务院办公厅发布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，涉及完善人民币汇率形成机制、放开原油进口限制以扩大原油进口渠道、保持货物贸易的稳定增长、支持服务贸易的发展、同时扩大营改增范围、对服务出口实行零关税或者免税，鼓励增加消费品进口等 16 条意见。

出口退税政策多次调整

2009 以来，为了降低国际金融危机的负面影响，中国连续 7 次大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率（见下表），一定程度上增强了市场信心，缓解了出口紧张局面。2010 年以来，国家为了促进产业结构调整、推进节能减排，于 2010 年 7 月取消了六大类 406 种产品的出口退税，这是继 2008 年下半年中国重启上调出口退税率政策以来，国家首次对出口退税政策进行反向调整。此次取消退税的 406 个税号仅占海关税号总数的 3%左右，2009 年上述产品实现出口 110 亿美元，仅占当年出口总额的 1%左右，预计不会造成出口的大幅下滑；同时有利于引导企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次。2012 年以来，中国外贸增速受到一定程度的波动，特别是 7 月份后，出口增速由于外部有效需求不断萎缩而急剧回落。2012 年 9 月，国务院出台了 8 项措施促进外贸稳定增长，倡导加快出口退税进度、扩大出口信用保险、扩大贸易融资规模等。联合评级认为上述措施有利于一定程度上减轻行业内企业的资金流压力。2015 年 3 月，根据《关于完善出口退税负担机制有关问题的通知》，从 2015 年起，出口退税（包括出口货物退增值税和

营业税改征增值税出口退税)全部由中央财政负担,地方 2014 年原负担的出口退税基数,定额上缴中央。同时,中央对地方消费税不再实行增量返还,改为以 2014 年消费税返还数为基数,实行定额返还。

出口关税及相关费用减免,利好贸易企业

根据国务院关税税则委员会发布《关于调整部分产品出口关税的通知》,自 2015 年 5 月 1 日起,取消钢铁颗粒粉末、稀土、钨、钼等产品的出口关税;对铝加工材等产品出口实施零税率。2015 年 8 月,国务院进一步降低中央管理的进出口环节部分收费,重新核定地方管理的经营服务收费标准,原则上只降不升;统一内外贸港口计费规定,建立定期成本监审和公开制度,规范港口码头收费;禁止进出口环节强制、指定服务和收费行为,推进竞争性服务准入和收费市场化。同年 10 月,《关于影视等出口服务适用增值税零税率政策的通知》决定,自 2015 年 12 月 1 日起,对影视服务、离岸服务外包等出口服务适用增值税零税率政策。12 月份,经国务院批准,2016 年将适度扩大日用消费品降税范围,以暂定税率方式降低进口关税税率相对较高、进口需求弹性较大的箱包、服装、围巾、毯子、真空保温杯、太阳镜等商品的进口关税。

整体看,近年来贸易行业无论在内贸还是出口方面均得到了国家在税收和价格方面的大力支持,发展前景良好。

(5) 行业关注

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证,汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。2013 年以来人民币对美元加速升值,人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。尽管 2014 年以来,人民币出现短期贬值,但其波动幅度不大。但自 2015 年 8 月以来,随着世界经济的动荡,人民币贬值幅度巨大。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入,但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

外部贸易环境日趋复杂

2015 年,共有 23 个经济体对华启动 98 起贸易救济调查,比 2014 年微幅增加 3 起,增幅为 3.16%。其中,反倾销 72 起,同比猛增 15 起,增幅达 26.3%;反补贴 9 起,同比减少 5 起,降幅达 35.7%;保障措施 17 起,同比减少 7 起,降幅达 29.2%;特别保障措施 0 起,同比持平。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体,也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家,其中既有针对中国传统优势产业的,也有针对高新技术产业的,且高科技产品成为摩擦的新热点。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

(6) 行业发展

内贸方面,国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销;支持生产资料流通企业向上下游延伸,形成供应链集成服务模式;将逐步完善佣金代理制,规范发展总经销和总代理;支持发展企业间的电子商务;鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式,建立跨国采购和销售网络;支持生产资料批发市场加快改造升级,提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能,形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

外贸方面,其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前,全球经济恢复尚存在不确定性,中国经济增速略有放缓,对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

总体看,随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进,中国贸易平衡状况将日益改善;同时,在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快,中国贸易企业国

际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

2. 石化行业

(1) 行业概况

石油是重要的战略资源，对我国的经济发展和国家安全有着重大影响。同时，石油石化行业是我国国民经济的支柱产业，石油及石油化工产品作为经济发展的基础能源和基础材料已被广泛应用于各个领域。石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，由此带来较高的行业进入壁垒。

石油石化行业产品主要分为原油和天然气、石油产品和石化产品。原油和天然气产生于产业链上游，通过勘探与开发直接成为销售产品。石油产品通过炼制和加工原油获得，主要包括汽油、煤油、柴油等各类成品油和沥青、石蜡、焦炭等其他产品。化工产品通过加工石油产品获得，主要包括乙烯和丙烯等中间石化产品、合成树脂、合成橡胶、合成纤维等。

石油石化行业对于全球经济有着重大影响，同时原油在全球能源结构中占据重要位置。全球经济增长或超预期增长都会牵动国际原油市场价格以及消费量出现上涨，近年来中国对石油的需求带动了全球石油消费增长的 1/3。受金融危机影响，2009 年全球原油消费量降至 85 百万桶/日附近，但随着世界经济的缓慢复苏以及新兴经济体的快速发展，世界原油消费量逐步增长至 2014 年的 93 百万桶/日。2015 年世界原油消费量提高 1.9 百万桶/日，达到 95 百万桶/日。2015 年全球经济形势持续低迷，发达国家经济增长乏力，新兴经济体致力于经济结构调整，经济增长速度放缓。受此影响，全球油气消费增幅平稳，而油气供应由于以沙特为代表的欧佩克国家继续执行不减产政策及北美页岩油气产业在低油价下表现出来的顽强生命力而继续保持增长，油气供应整体宽松。

我国是全球第一大石油消费国及第二大原油进口国。近几年，我国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势，但由于国内原油产能增长缓慢，导致原油对外依存度不断攀升且处于较高水平。2015 年我国生产原油 2.13 亿吨，同比增长 0.89%；进口原油 3.36 亿吨，同比增长 8.80%；表观消费量为 5.47 亿吨，同比增长 5.70%。2015 年原油进口依存度达到 61.29%，同比上升 1.74 个百分点。

总体看，石油石化行业是我国国民经济的支柱产业，同时石油是我国重要的战略物资。全球经济与国际原油市场价格以及消费量密切相关，经济增长或超预期增长会牵动国际原油市场价格以及消费量出现上涨。近年来，我国经济快速发展，原油进口量以及消费量不断增加，但存在着原油供应对外依存度较高的情况。

(2) 上下游情况

从世界范围内看，全球油气资源地区分布不均衡。截至 2015 年底，中东地区原油探明储量约为 8,034.75 亿桶，占同期世界原油总探明储量的 47.33%，而亚太地区的原油探明储量约为 426.04 亿桶，仅占同期世界原油总探明储量 2.51%。其中，我国原油总探明储量为 184.79 亿桶，占全球总储量的 1.09%，占亚太地区原油探明储量的 43.37%。

从国内情况来看，虽然我国原油总探明储量占亚太地区超过 40%，但我国资源赋存条件较差，勘探程度相对较低，尚不能满足国内需求，油气资源供需缺口较大。石油方面，根据世界石油大会的统计，我国石油可采资源量的丰度值（单位面积的地质储量）约为世界平均值的 57%，剩余可采储量丰度值仅为世界平均值的 37%，具有技术和经济意义上的石油资源相对不足。天然气方

面，随着中国天然气需求的快速增长，其勘探开发力度也逐步加大，但仍存在着较大的供应缺口。根据海关总署相关统计数据，2015 年中国进口天然气 591.69 亿立方米，对外依存度 31.48%。

从原油整体需求来看，全球范围内，2016 年第三季度，世界经济增长带动石油需求量增长，全球石油需求量为 9,510 万桶/天，较上年度同期的 9,200 万桶/天增长 3.37%。受经济发展以及环保要求的影响，2010 年以来我国原油表观消费量持续上升。

从下游需求来看，汽油、柴油和燃料油等石油加工品是当前能源的主要供应者，同时石油化工产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。

从主要石油加工品需求来看，主要石化产品需求整体呈增长态势。油品方面，据 Wind 数据统计，2015 年，国内汽油、柴油、燃料油表观消费量分别为 11,531.30 万吨、17,334.44 万吨和 2,812.20 万吨，同比分别增长 9.46%、0.36%和-16.77%。汽油需求的快速增长主要源于乘用车市场需求，近年来随着国内乘用车数量稳步增加，汽油消费量保持稳健增长；柴油需求的增长主要来自消费行业，主要包括运输、制造业、建筑业中的大型运输货车、大型工程建设用车、农业用车、船舶用油需求的增长，但随着固定资产投资等增速下降，柴油需求增速趋缓；燃料油的需求主要与船舶锅炉燃料、加热炉燃料、冶金炉和其它工业炉燃料需求相关，受宏观经济和国家环保政策影响，近年来需求有所下降。

总体看，国际范围内石油资源分布较不均衡，多数集中于中东地区。在亚洲以及大洋洲地区，我国原油总探明储量占比超过 40%，资源赋存较差，对外依存度较高。石油加工品作为能源的主要供应者，相关下游需求较为稳定与平稳。

（3）竞争格局

从市场格局角度来看，由于油气资源属于国家重要的战略资源，我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国石油化工集团公司（以下简称“中石化集团”）、中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油集团”）、中国海洋石油总公司（下称“中海油总公司”）三家企业中即“三桶油”。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（下称“延长石油”）从事原油的勘探和开采业务；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（下称“中化集团”）和珠海振戎公司等四家国有公司则控制了我国绝大部分原油进口业务，同时 2015 年 2 月 16 日，国家发改委发布《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，地方炼化企业陆续获得原油进口资质和进口原油使用权。

成品油销售方面，目前中国成品油销售主要由中石化集团和中石油集团占据较大份额，作为进入国内成品油零售市场的较早的企业，经过多年的发展，中石化集团和中石油集团从资源调拨、配送，销售管理形成了完善的体系，与其他零售企业相比有明显的竞争优势。其他企业在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与其相比，中石化集团和中石油集团对中国的成品油市场具有较强的控制力。

总体看，国家对于石油产品的开采及经营资格进行了行政约束，随着地方炼化企业陆续获得原油进口资质和进口原油使用权，将会有更多的企业参与到成品油经营与销售。同时，由于中石化和中石油集团在成品油销售领域发展多年，对成品油市场具有较强的控制力。

(4) 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。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。受到全球石油供过于求影响，自 2014 年下半年以来，布伦特原油期货价格持续下降至 2014 年底期货价格 57.33 美元/桶；2015 年呈现低位震荡趋势，2015 年底布伦特原油期货价格为 37.28 美元/桶。2016 年呈原油期货结算价震荡上涨形式，2016 年 9 月底价格为 49.06 美元/桶。

成品油定价方面，2015 年 12 月 15 日，国家发改委根据现行成品油价格形成机制有关规定，暂缓调整国内成品油价格。2016 年 1 月 13 号，国家发改委宣布，将完善成品油价格形成机制，设定成品油价格调控上下限，分别为原油每桶 130 美元和 40 美元。当国际市场油价高于每桶 130 美元时，汽、柴油最高零售价格不提或少提；低于 40 美元时，汽、柴油最高零售价不降低。此外，将建立油价调控风险准备金。当国际市场原油价格低于 40 美元调控下限时，成品油价格未调金额全部纳入风险准备金，设立专项账户存储，经国家批准后使用，主要用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面。

总体看，作为国民经济的战略性支柱行业，石油化工行业整体竞争程度不高，由于与宏观经济关联度较大，其存在着周期性波动风险。价格方面，原油市场处于低位震荡态势，国内成品油价格市场化改革进一步完善，成品油价格随原油价格震荡而波动。随我国经济的高速发展将使石油化工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。

(5) 行业政策

监管情况

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生产、运输和销售，以及成品油和部分化工产品的生产、运输和销售等多方面。

表 1 相关行业监管情况

环节	监管部门	备注
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。
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。
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。
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。
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：联合评级搜集整理

原油的进口权、使用权以及成品油出口权放开

2015 年 2 月，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》；2015 年 5 月 27 日，发改委公布《关于山东东明石化集团有限公司进口原油使用核查评估情况的

公示》，初步确认山东东明石化集团有限公司可使用进口原油 750 万吨/年。2015 年 7 月，商务部发布了《商务部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》；2015 年 11 月，商务部、发改委及海关总署联合下发了《关于暂时允许符合条件的炼油企业开展进口原油加工复出口成品油业务有关问题的通知》。

发改委逐步放开原油的进口权、使用权以及成品油出口权，在一定程度上打破了国营油企在原油进口、成品油销售的垄断地位，对成品油生产行业有较大的促进作用。

成品油国 V 标准

2015 年 5 月，发改委关于印发《加快成品油质量升级工作方案》的通知要求：提前国 V 标准车用汽、柴油供应时间。将全国供应国 V 标准车用汽、柴油的时间由原定 2018 年 1 月 1 日提前 1 年。2017 年 1 月 1 日起，全国全面供应符合国 V 标准的车用汽油（含 E10 乙醇汽油）、车用柴油（含 B5 生物柴油），同时停止国内销售低于国 V 标准车用汽、柴油。2018 年 1 月 1 日起，全国供应与国 V 标准车用柴油相同硫含量的普通柴油（以下简称国 V 标准普通柴油），停止国内销售低于国 V 标准普通柴油。2016 年 2 月，国家发改委等 11 部门联合下发的《进一步推进成品油质量升级及加强市场管理的通知》（以下简称《通知》），《通知》要求各地方政府职能部门完善相关制度，实现加油站车用汽、柴油封闭销售，除农村加油站（点）及水上加油站（点）外，加油站不得销售普通柴油。依法严格查处个别不法企业非法调和油品、销售伪劣油品、走私油品、相关证照不齐、产品标示不全、向汽车或摩托车销售普通柴油等行为。

总体看，中国石油化工行业属于行政约束行业，政府对行业中上游的生产与销售管控较为严格。原油的进口权、使用权以及成品油出口权放开，对成品油生产行业有较大的促进作用。成品油国 V 标准的实施，一定程度会对成品油品质要求提高。

（6）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

我国是全球第一大石油消费国及第二大原油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，对外依存度达 60%左右。较高的资源对外依存度使我国主要石油石化企业对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也受到一定影响。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及中石油集团均不同程度地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。

宏观经济变化波动会影响下游需求，成品油价格调整相对滞后

石油石化行业发展与国民经济的景气程度有很强的相关性，宏观经济形势波动会对石油产品及石化产品的需求产生影响，进而影响相关企业的经营业绩。价格方面，虽然国内成品油价格形成机制逐步趋于市场化，并已基本平稳运行，但是现行的价格调整机制仍略微滞后于国际原油价格的变动，对成品油价格产生一定影响。

国际原油价格震荡变化

世界经济复苏低于预期，中国等新兴经济体需求放缓，美国页岩油气发展导致全球原油总供应量增加等因素导致国际原油价格大幅下行，国际原油价格的震荡变化将对石油行业的上游资产造成影响，进而影响勘探和开采，预计对石油公司的投资量造成一定影响。

页岩油对国际原油供应形成冲击

近年来，美国页岩气资源商业化开发的成功将相关技术转移到页岩油资源领域，促使其国内原油产量大幅增长，导致作为北美地区基准的 WTI 原油价格水平进一步下跌。美国页岩油产量从

2009 年初 25 万桶/日的水平到预计 2016 年 10 月增长至 441 万桶/日。页岩油产量的提高大幅减少了美国原油进口量：2015 年美国原油进口量 26.62 亿桶，仅次于 1993 年以来美国的最低原油进口水平的 25.43 亿桶，较 2013 年减少约 5.40%。由于大部分原油资源具有同质性和可替代性，当前价格较低、产量较大的美国页岩油对美国进口原油的价格形成一定冲击，进而从原油销售渠道的终端向整个全球原油市场实现价格传递，降低国际原油整体价格水平。

（7）行业发展

油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。2013 年 9 月，环保部发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第五阶段）》，该标准已于 2017 年 1 月 1 日起，全国机动车将全面实施国 V 排放标准。相比国 IV 标准，新标准轻型车氮氧化物排放可以降低 25%，重型车氮氧化物排放可以降低 43%。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

非常规油气资源的重要程度和开发程度提高

随着老油田开发程度已达到较高水平，近年来我国原油产量增速缓慢，常规油气资源开发难度加大；同时，美国页岩油产量的大幅攀升压低国际油价，使石油企业面临较大的开发成本压力。非常规油气资源储量较大，开发程度很低。在此背景下，煤层气、页岩油气等非常规油气资源的开发对石油行业企业的可持续发展日趋重要。截至 2015 年 10 月底，中国已形成涪陵、长宁、威远、延长四大页岩气产区，年产能超过 60 亿立方米。其中，涪陵页岩气田 2015 年新增探明储量 2,739 亿立方米，目前总探明储量为 3,806 亿立方米，约为 2014 年的 3 倍。随着中石油集团、中石化集团和延长石油不断扩大页岩气产能建设，2017 年我国计划建成页岩气产能将超过 150 亿立方米。

调结构稳增长

2016 年 3 月发布的“十三五”规划纲要提出，“十三五”时期，新一轮科技革命和产业变革蓄势待发，国际能源格局发生重大调整；部分行业不可持续发展问题仍然突出；为此，应深入推进能源革命，着力推动能源生产利用方式变革，优化能源供给结构，提高能源利用效率，建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系，维护国家能源安全。具体到石化行业，加强陆上和海上油气勘探开发，有序开放矿业权，积极开发天然气、煤层气、页岩油（气）；推进炼油产业转型升级，开展成品油质量升级行动计划；加快建设陆路进口油气战略通道；推进油气储备设施建设，提高油气储备和调峰能力。

总体看，短期内国际原油价格维持低位震荡的可能性大，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持规模较大态势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主营贸易以及石化产品。

贸易方面，公司 2013~2015 年的贸易业务收入分别为 95.55 亿元、110.27 亿元及 135.20 亿元。公司自上个世纪八十年代就开始从事外经外贸业务，拥有国家赋予的出国任务审批权、外贸流通过营权、组办境内外经贸展览权以及对外经济技术合作资质，下属多家贸易企业在进出口医疗器械、煤炭、有色金属、成套机械设备等贸易有着专营许可证，公司有着强大的关系网络、完备的技术和人员配置。同时有多名享受国务院专家津贴的高级技术人才和庞大的专业贸易团队。

贸易渠道方面，强大的供销网络是公司在该行业中最大的优势。公司目前为中国贸促会 9 家会管单位之一，并与中国银行、工商银行等大型国企并列为中国国际商会副会长单位。公司依托中国贸促会遍布全球的驻外代表机构，以及贸促会、国际商会与各国商会、商务代表机构的良好合作关系，拥有了一批稳定的供应商和客户。公司经营医疗器械贸易 20 余年，成套机械设备 30 余年，在所销售的产品质量和售后服务上在客户群中已形成口碑，再加上兼具贸促会平台优势和市场渠道优势，是新进入者难以逾越的障碍。

石化业务板块方面，公司石化业务位于珠海市高栏港重石化产业园区，园区于 2009 年 2 月经广东省政府批准成立。园区规划总面积 75 平方千米，首期开发面积 4.52 平方千米，重点发展石油化工、精细化工及塑料、橡胶加工产业。园区将依托珠海的石化产业条件，按照建设项目一体化、公用辅助工程一体化、物流传输一体化、环境保护一体化、管理服务一体化的开发理念，规划用 10~15 年的时间，建成以 3,000 万吨/年炼油、200 万吨/年乙烯为标志，100 万吨/年芳烃为龙头，各种石化产品系列为主干，精细化工、高新技术和深加工并存的产业体系。依托产业园，使影响公司石化业务发展的生产要素、运输成本、产业政策、上下游产业衔接等因素更好的整合在一起，为公司打造区域性沥青品牌，形成产业集群。目前公司拥有 100 万吨/年减压装置，占地 24 万平方米，主要是以重油为原料进行减压蒸馏生产出重交道路沥青及改性沥青，以及轻质燃料油等副产品，年加工能力 120 万吨，主要产品为沥青。

总体看，公司作为贸促会会管单位，在进出口医疗器械、煤炭、有色金属、成套机械设备等贸易领域有着专营许可证，汇集了大批外经外贸领域的专业技术人才，贸易业务优势明显；石化领域随着新项目产能的逐步释放，公司形成多元化经营的局面，竞争实力增强。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员包括董事长、总裁、常务副总裁、副总裁、董事会秘书和财务总监共 8 人，均已从业多年，具有丰富的企业管理经验。

公司董事长、法人吴铁军先生，1949 年生人，兼任中国华阳投资控股有限公司董事，中美合资大连华阳恩赛公司总经理，历任中国华阳技术贸易（集团）公司（中国华阳经贸集团有限公司更名前的名称）总经理助理、副总经理、常务副总经理、中国华阳经贸集团有限公司监事，2014 年任公司董事长。

公司总裁成清涛先生，1966 年生人，金融学硕士，历任华龙证券深圳营业部经理、南方管理部总裁及总部高管，2009 年出任公司总裁。

截至 2016 年 9 月底，公司在职职工 1,792 人。按岗位构成划分，管理人员 30.86%、销售人员 17.02%、研发人员 3.13%、生产人员 48.99%；按学历划分，大专及本科以上学历的人员 48.77%、高中及中专人员 51.23%；按年龄划分，30 岁以下 60.66%、30~40 岁 28.29%、40~50 岁 9.93%、50 岁以上 1.12%。

总体看，公司高级管理人员具备多年企业管理经验，熟悉公司的业务及发展方向，有利于公司的长远发展。公司员工文化素质及年龄构成符合公司发展需要。

3. 外部支持

公司为中国贸促会 9 家会管单位之一，并与中国银行、工商银行等大型国企并列为中国国际商会副会长单位。

中国贸促会及中国国际商会现已同世界上 180 多个国家和地区的 400 多家商会、工商联合会、外贸协会和其他经贸组织保持着联系，与上百个国家与地区的对口组织签署了合作协议，并同一

些国家的商会建立了联合商会；同时，中国贸促会还在 15 个国家和地区设有驻外代表处。在国内，中国贸促会、中国国际商会在各省、自治区、直辖市建立了 48 个地方分会、600 多个支会和县级国际商会，并在机械、电子、轻工、纺织、农业、汽车、石化、商业、冶金、航空、航天、化工、建材、通用产业、供销合作、建设、粮食等部门建立了 17 个行业分会，全国会员企业近 7 万家。

依靠中国贸促会及中国国际商会在各地的分支机构，以及在贸促会指导下多次开展贸易展览及人才交流活动的经验，公司积累了长期稳定的客户资源，并在把握国内外最新需求方面具有一定优势。2009 年以来，公司进行了多次收购，收购企业主要由各地商会介绍，收购成本较低，且后续运营由当地商会给予经营辅导及政策支持，对部分企业经营业务的顺利开展提供了保障。

公司 2011 年投资成立中汽创汽车零部件有限公司过程中，江苏昆山政府以 50 万元/亩的低价将 175.53 亩的工业用地以定向招拍挂的形式拍卖给公司，该地块主要用于建设汽车配件或汽车用品连锁的旗舰平台，目前市场价约 350 万元/亩，该地块当下市值约为 6.14 亿元。目前该地块已取得土地使用权证。

总体看，公司作为中国贸促会的会管单位，在贸易资源和渠道上具有明显优势。

五、管理分析

1. 治理结构

公司按照《公司法》和国家有关法律、法规的要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事、经营层组成的法人治理结构体系；同时建立了相对完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，确保公司经营工作有序、高效地进行。

公司设股东会。股东会由全体股东组成。

公司设董事会，公司董事会设 5 名董事，董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，连选可以连任。董事在任期届满以前，股东会不得无故解除其职务。董事会设董事长 1 名，目前由吴铁军担任。

公司设有监事会，成员 3 人，监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举产生。监事会中股东代表监事与职工代表监事的比例为 2: 1。监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。董事、高级管理人员与财务负责人不得兼任监事。监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。

公司设总裁，由董事会聘任或解聘；总裁对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会（股东会）决议等。

总体看，公司治理结构清晰明确，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

截至 2016 年 9 月底，公司下辖 14 家二级控股子公司。公司总部设有财务部、人力资源部、资金部、结算中心、投行基金部、风控部、战略发展部和国际部等职能部门。公司设立了较完善的内部控制制度，包括人事管理、财务管理、投融资管理、资金及担保管理等制度体系，对公司重大事项进行决策和管理。

子公司管理方面，公司制定了《中国华阳经贸集团有限公司对下属公司管理的规定》，公司投资的全资公司，建立董事会，由公司指定法定代表人或董事长；成立控股公司时必须按《中华人民共和国公司法》的规定，由股东共同制定公司章程。公司对全资、控股公司实行财务主管委

派制，对全资、控股公司每年进行期中、期末两次审计，审计工作由公司指定会计师事务所进行。

财务管理方面，公司制定了《中国华阳经贸集团有限公司财务管理规定》，用于规范公司本部及其控股子公司的会计核算和财务管理工作，明确了财务管理上实行机构、人员、制度、资金和核算等五大方面的统一管理；并对会计核算进行了严格的规定。

投融资管理方面，根据《中国华阳经贸集团有限公司重大事项管理办法》规定，对外投资、融资属于第一类重大项目，对子公司利益产生重大影响，不论金额大小，要及时报送集团公司进行审核。集团公司管理层在 5 个工作日内提出处置意见，集团公司完成审批程序后再由子公司经理办公会议或董事会、股东会集体决定通过。

资金管理方面，公司制定了《中国华阳经贸集团有限公司财务管理规定》，对资金实行统一管理，系统内控股子公司的资金由集团公司统一调配、统筹、监督和控制。集团公司制订资金管理制度；借助银行网络的现金管理平台，对控股子公司的存量资金，实行统一调配管理；为了提高资金使用效率，降低资金成本，对外融资由集团公司编制计划、制定融资方案、统一办理及协调银行关系，降低整体资金成本和控制财务风险。财务部门负责公司的货币资金管理，出纳人员负责货币资金的保管。

对外担保管理方面，根据公司《中国华阳经贸集团有限公司财务管理规定》中对筹资及担保的规定，公司原则上不准为系统外单位(含合营、联营公司)或个人提供担保。

安全生产管理方面，公司的下属子公司华峰石化经营公司的石化板块，华峰石化制定了《安全生产管理制度》，以无事故、无污染、无职业危害为目标，界定了各层级生产和管理人员的安全职责，通过入厂安全教育、日常教育、特殊教育和其他后勤及非技术人员的教育方式渗透安全理念，并定期组织安全考核和安全检查。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

目前公司主营业务以贸易板块和化工板块（石油化工生产和石化贸易）为主。从营业收入规模来看，2013~2015 年，随着公司业务规模的扩大，公司营业收入逐年增长，三年分别为 158.76 亿元、184.87 亿元和 203.25 亿元，年均复合增长 13.15%。净利润分别为 8.53 亿元、5.99 亿元和 10.00 亿元，年均复合增长 8.26%。

从收入构成来看，2013~2015 年，公司贸易板块收入规模逐年增长，近三年分别为 95.55 亿元、110.27 亿元和 135.20 亿元，但由于其他板块收入亦相应增长，贸易板块收入占营业收入的比重近三年波动增长，分别为 60.18%、59.65%和 66.52%，为公司第一大收入板块。2013~2015 年，化工板块收入规模波动增长，三年分别为 48.28 亿元、61.49 亿元和 48.59 亿元，2014 年公司石化贸易规模扩大使得该年化工板块收入增长，但随着原油价格的持续下跌，化工板块 2015 年收入有所回落，化工板块占营业收入的比重近三年分别为 30.41%、33.26%和 23.91%，为公司第二大收入板块。其他贸易业务包含聚酯切片、纺织品、石化副产品、铝锭、铝材、铁精粉、电解铜等贸易产品，占比保持在 7%~10%之间。

从毛利率来看，2013~2015 年，公司贸易业务毛利率波动上升，三年分别为 7.90%和 8.95%和 8.47%，2014 年贸易业务毛利率较 2013 年上升 1.05 个百分点，主要系贸易板块中毛利率较高的汽车零部件贸易业务的占比大幅增长所致，2015 年贸易业务毛利率较 2014 年小幅下降 0.48 个百分点，主要系具体贸易品种有所调整所致。2013~2015 年，化工业务毛利率波动下降，三年分别为

7.25%、5.48%和 6.76%，2014 年较 2013 年下降 1.77 个百分点，主要系 2014 年毛利率较低的石化贸易收入规模大幅增加所致，2015 年较 2014 年上升 1.28 个百分点，主要系 2015 年国际原油价格低位运行使得油品销售利差增大所致。2013~2015 年，其他板块毛利率较为波动，分别为 23.83%、18.67%和 9.92%，主要系每年的毛利率不同的贸易品种占比有所调整所致。综上，公司综合毛利率近三年逐年下滑，分别为 9.20%、8.48%和 8.20%。

表 2 2013~2016 年前三季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
贸易	95.55	60.18	7.90	110.27	59.65	8.95	135.20	66.52	8.47	146.52	78.36	6.43
化工	48.28	30.41	7.25	61.49	33.26	5.48	48.59	23.91	6.76	35.41	18.94	6.37
其他	14.93	9.41	23.83	13.11	7.09	18.67	19.45	9.57	9.92	5.05	2.70	20.79
合计	158.76	100.00	9.20	184.87	100.00	8.48	203.25	100.00	8.20	186.98	100.00	6.80

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 186.98 亿元，占 2015 年全年的 92.00%；贸易业务和化工业务占比分别为 78.36%和 18.94%，贸易业务板块收入占比进一步上升，主要系公司大力发展化工产品贸易所致；毛利率方面，受贸易板块中低毛利率的化工贸易规模增加影响，整体毛利率有所降低，2016 年前三季度公司综合毛利率较 2015 年下降 1.4 个百分点至 6.80%。

总体看，公司主营业务以贸易和化工业务为主，近三年发展迅速，营业收入增长较快，但毛利率呈下降趋势。

2. 贸易业务

公司贸易业务包括医疗器械进口贸易、机械设备进出口贸易、煤炭贸易、汽车零部件贸易、金属产品贸易、化工产品贸易及其他。2013~2015 年，公司贸易业务收入快速增长，年均复合增长率为 18.95%，主要系贸易规模持续扩大所致；2015 年，公司实现贸易收入 135.20 亿元，同比增长 22.61%，主要系公司出于分散风险考量拓宽了贸易交易品种，新增金属产品贸易和化工产品贸易板块及汽车零部件贸易规模不断扩大所致。2015 年，公司贸易业务中医疗器械贸易占 8.58%，机械设备贸易占 4.95%，煤炭贸易占 13.97%，汽车零部件贸易占 20.78%，金属产品贸易占 14.64%，化工产品贸易占 35.45%，其他贸易（主要为农机产品和纺织品）占 1.63%。由于医疗器械及机械设备贸易涉及到外贸的订单较多，公司对汇率风险的缓释手段主要有：①在国际结算中通过银行手段尽量采用人民币结算；②合同约定时提前锁定汇率，控制成本。

2016 年 1~9 月，公司贸易业务实现收入 146.52 亿元，为 2015 年全年的 108.37%；毛利率为 6.43%，较 2015 年的 8.47%下降了 1.32 个百分点，主要系毛利率较低的化工产品贸易的收入占比上升所致。

表 3 公司贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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
医疗器械	13.46	14.09	26.91	13.40	12.15	25.06	11.60	8.58	27.73	8.70	5.94	25.52
机械设备	27.27	28.54	1.73	26.96	24.45	1.40	6.70	4.95	3.98	11.18	7.63	3.93
煤炭	42.38	44.35	3.18	21.32	19.33	6.31	18.89	13.97	3.58	8.47	5.78	2.05
汽车零部	11.16	11.68	18.13	22.31	20.23	17.10	28.09	20.78	15.59	28.36	19.36	12.62

件												
金属产品	--	--	--	--	--	--	19.79	14.64	5.01	24.14	16.47	4.38
化工产品	--	--	--	--	--	--	47.93	35.45	3.36	63.26	43.18	2.61
其他	1.28	1.34	6.67	26.28	23.83	3.68	2.21	1.63	14.07	2.41	1.64	12.21
合计	95.55	100.00	7.90	110.27	100.00	8.95	135.20	100.00	8.47	146.52	100.00	6.43

资料来源：公司提供

（1）医疗器械贸易

医疗器械贸易为公司传统业务，主要由中国华阳投资控股有限公司（以下简称“华阳控股”）经营。目前华阳控股 97.37%的股权为公司持有，为公司核心子公司之一，其高层领导均由公司高管兼任。医疗器械行业属于受国家重点监管的行业，我国对该行业实行严格的准入管理体系，国家药监部门实行严格的医疗器械经营企业许可证制度，新进入该行业的企业需要通过省级药监部门的审核，在取得《医疗器械经营企业许可证》后方可经营。华阳控股目前具有进出口贸易权以及医疗器械 II 类及 III 类经营许可证，允许经营范围包括医用电子仪器设备、医用超声仪器及有关设备、医用核磁共振设备、矫形外科（骨科）手术器械、口腔科设备及器具等。

为引进国外先进技术，公司自 1984 年成立起逐步开展医疗器械进口贸易，医疗器械贸易的客户比较稳定，需求相对稳定，收入变动不大，2013~2015 年，公司医疗器械业务收入逐年减少，2015 年实现收入 11.60 亿元，较 2014 年减少 13.42%，主要系鉴于 2015 年国内整体经济不景气，出于资金安全的考虑，公司集中做大中型稳定及信用度高的客户，弃除小散客户所致，虽然 2015 年度的医疗器械贸易收入有所减少，但是毛利率较 2014 年有所上升，近三年毛利率均分别为 26.91%、25.06%和 27.73%，维持在较高水平。2016 年 1~9 月，医疗器械贸易实现收入 8.70 亿元，占 2015 年全年的 75.00%；毛利率为 25.52%，较 2015 年下降 2.21 个百分点。

公司代理和销售的医疗器械产品主要为大型仪器设备、器械和高端植入性耗材等。包括核磁共振仪、螺旋 CT、彩超、X 光机、呼吸机、血透仪、分析仪、一体化手术室等，还包括部分骨外、脑外、心内科手术植入耗材等。医疗器械产品以定制式为主，公司按照客户要求对接国内外供应商。

目前，国内的高端医疗器械主要依赖进口，生产商较为集中，主要为西门子、飞利浦及美国 GE 等大型设备生产商。公司与部分品牌的合作通过国内经销商开展，近三年合作的供应商中，前五大供应商较为稳定，采购额合计占比分别为 42.37%、51.22%和 66.81%，供应商集中度较高且逐年上升，存在一定的供应商集中风险。

结算方面，供应商一般在收到 100%预付款之后才发货。

表 4 近三年医疗器械前五大供应商（单位：万元、%）

年度	供应商名称	采购金额	占比
2013 年	Covidien Private Limited	14,701.13	14.64
	Tai Wo International Trading Limited	8,020.53	7.99
	深圳市友和医药有限公司	7,763.01	7.73
	蔡司光学仪器（上海）国际贸易有限公司	7,030.61	7.00
	长沙恒年贸易有限公司	5,030.15	5.01
	合计	42,545.43	42.37
2014 年	长沙恒年贸易有限公司	20,012.58	16.32
	深圳市友和医药有限公司	16,025.43	13.07
	香港睿嘉贸易有限公司	11,657.57	9.50

	蔡司光学仪器（上海）国际贸易有限公司	8,506.22	6.93
	Tai Wo International Trading Limited	6,625.06	5.40
	合计	62,826.86	51.22
2015 年	长沙恒年贸易有限公司	19,270.15	22.43
	CARL ZEISS (SHANGHAI) CO.,LTD	17,662.72	20.56
	深圳市友和医药有限公司	8,069.66	9.39
	Siemens Healthcare Diagnostics(Shanghai) Co., Ltd.	7,279.91	8.47
	Tai Wo International Trading Limited	5,117.80	5.96
	合计	57,400.24	66.81

资料来源：公司提供

市场渠道方面，医疗卫生系统的招标项目条件一般设置较高，需要多年良好的经营业绩和产品质量以及完善的售后服务网络，新进入者难以进入招标市场。公司自 80 年代成立之初就拥有了医疗器械贸易资格，长期积累了对市场的深刻认识和前瞻把握，公司连续多年进入中国人民解放军总后勤部供应商名录，有稳定的市场销售渠道。

产品销售方面，目前公司与下游的合作分进口代理、招标采购及直营三种形式。

公司进口代理业务收入占比约为 30%，由国内贸易商全额付款后公司换汇向国外厂商付款，国外供货商款到发货，公司以代理额确认收入，毛利润为代理手续费，毛利率在 3%左右，主要供应商为飞利浦等大型医疗器械生产商，代理委托方主要为国内从事医药商业的公司。

公司直营及参与招标采购中标的业务收入占比约 70%，毛利率超过 30%，主要客户包括二甲级以上医院及政府采购部门等。公司的直营业务主要由派驻到各地的销售代表对各地大型医院进行营销，主要采取订单式销售，货款结算周期一般为 3~6 个月，产品供应商包括国外医疗器械生产商及其在国内代理商等。公司参与招标采购中标的业务销售周期一般较长，公司在收到采购单位 30%货款后，即需垫付全款支付供应商，货到安装验收 3~6 个月内可收回货款的 60%，剩余 10%的货款为质保金，一般货到一年后收回。

2013~2015 年，公司前五大销售客户合计销售金额分别为 3.65 亿元、5.32 亿元和 5.47 亿元，合计占比分别为 27.14%、34.60%和 47.17%，公司客户集中度较高，主要为医药商业公司。

表 5 近三年医疗器械前五大销售客户（单位：万元、%）

年度	销售客户	销售金额	占比
2013 年	河南康目健商贸有限公司	9,001.60	6.69
	北京汉华荣欣经贸有限公司	7,012.50	5.21
	北京意诺康科技发展有限公司	6,902.62	5.13
	承德医学院附属医院	6,817.15	5.06
	中国人民解放军第二炮兵总医院	6,800.13	5.05
	合计	36,534.00	27.14
2014 年	北京科瑞宏医疗器械有限公司	16,025.24	10.43
	北京凯隆世纪生物技术有限公司	11,252.82	7.32
	济南非康商贸有限公司	10,201.35	6.64
	中国人民解放军第二炮兵军事医学研究所	8,502.06	5.53
	深圳中联广深医药(集团)股份有限公司	7,205.07	4.69
	合计	53,186.54	34.60
2015 年	北京华夏新时代科技有限公司	15,020.15	12.95
	北京科瑞宏医疗器械有限公司	12,918.34	11.14

	天津宏信瑞康医疗科技有限公司	9,523.78	8.21
	北京凯隆世纪生物技术有限公司	9,356.08	8.06
	河南康目健商贸有限公司	7,901.75	6.81
	合计	54,720.11	47.17

资料来源：公司提供

国内从事医疗器械贸易的大型国企，如国药集团、中国医保进出口公司及中信医疗等公司，以其强大的销售网络、较强的外事沟通能力以及上下延伸的产业链等，在医疗器械贸易方面不断做强做大，占领国内市场，公司作为中型医疗器械贸易企业，面临市场压力较大。公司对医疗器械的战略定位为防守型产业，主要维持其自然增长，未来盈利空间仍有较大下行压力。

总体看，相较于其他贸易品种，医疗器械贸易行业具有较高的进入门槛，目前公司该业务盈利情况较好，但公司处于资金安全考虑，放弃了部分小散客户，收入逐年降低，但毛利率仍维持在较高水平。

（2）机械设备贸易

公司机械设备贸易由子公司重庆五矿机械进出口有限公司（以下简称“重庆五矿公司”）经营，重庆五矿公司成立于 1983 年，主要业务包括自营和代理各类商品与技术进出口、国际工程承包及国内贸易等。2013 年及 2014 年公司主要从事机械设备贸易，收入较为稳定，分别为 27.27 亿元和 26.96 亿元，但毛利率维持在较低水平，分别为 1.73%和 1.40%，从 2015 年开始，重庆五矿公司新增化工产品贸易，并降低了机械贸易业务，所以公司 2015 年机械贸易收入大幅降低到 6.70 亿元，由于 2015 年的机械贸易中高毛利的成套设备较多，该板块毛利率较前两年有所上升，为 3.98%。

公司机械设备产品供应商主要为各地设备生产商，2013~2015 年主要供应商采购额合计分别为 7.78 亿元、24.38 亿元和 5.82 亿元，占采购总额的比重分别为 28.93%、91.76%和 86.97%，供应商集中度极高。

公司机械设备贸易主要为出口及国内贸易，出口国家以亚洲地区为主。2014 年，机械设备出口额及国内贸易额分别占 1.92%及 98.08%，以国内贸易为主。公司与供应商及客户的结算方式为现金、汇款、信用证及银行承兑汇票等。现金、汇款结算周期为 30 天，信用证及银行承兑汇票结算周期为 30~90 天。

公司出口业务一般是根据国外客户要求确认对出口商品的需求后签订出口协议，收取一定比例预付款或信用证。与国内供货商签订国内货物采购协议，在保证按时交货和质量的情况下，向国内供货商以电汇、商业票据等方式支付相应货款，出口商品进销毛利约为 2%-5%。另外，公司除传统产品出口外，还通过 EPC 合同完成机电和机械的成套设备的出口，使得公司毛利提高。

公司国内贸易业务主要经营模式为接受客户物资采购需求指令，并在收取一定比例的定金（一般为货款的 30%）后，将采购的物资交予客户验收，即完成了单向交易。买卖双方通过合同的形式约定双方的权利和义务，合同主要条款包括：产品名称、型号和数量、产品质量、产品价款、产品交付、价款结算、商业秘密、违约责任、不可抗力等内容。近年来，公司国内贸易业务不仅通过“低买高卖”，赚取买卖差价盈利，还通过深入供应链的各个环节，在研发、营销解决方案、原材料辅料采购、物流、通关、国际结算、出口退税以及商务谈判等各方面提供增值服务，拓展公司贸易业务收入来源。

近几年出口增速放缓、市场竞争加剧，重庆五矿公司积极扩展销售渠道，加强销售管理，通过较低的价格来获取更多的客户。销售客户主要为国内外水电站及其他机械设备应用企业。2015

年，公司机械设备贸易的主要贸易产品包括输电设备、水轮机及车载多媒体等，近三年公司前五大销售客户合计销售额分别为 7.43 亿元、25.62 亿元和 5.14 亿元，合计占比分别为 27.24%、94.68% 和 81.03%，2015 年客户集中度极高，公司对大客户存在较为严重的依赖。

总体看，由于贸易行业随着我国进出口经营权的放开，从事进出口贸易的企业数量猛增，同质产品价格竞争加剧，整个行业已经具备完全竞争行业的特征，公司机械设备贸易业务毛利率较低，2015 年公司积极调整贸易产品种类和方向，对该板块规模进行了适当的收缩。

（3）煤炭贸易

公司于 2012 年开始从事煤炭贸易，公司煤炭经营采用自营业务模式，主要是由公司派驻到各地的销售代表对各地与业务有关的企业进行营销，采取订单式销售。2013~2015 年，公司实现煤炭贸易收入分别为 42.38 亿元、21.32 亿元和 18.89 亿元，年均复合减少 33.24%，主要系受煤炭市场疲软影响使得贸易规模大幅下降所致。毛利率方面，三年分别为 3.18%、6.31%和 3.58%，2014 年毛利率较高，主要系当年煤炭市场下行，运输价格下降，且公司享有火车计划列优势使得运输成本较低所致。

表 6 近三年公司主要煤炭贸易品种采购及销售情况（单位：万元/吨、%、万元）

项 目		2013 年	2014 年	2015 年
电煤	采购均价	508.62	471.06	304.98
	销售均价	526.00	503.00	315.12
	毛利率	3.30	6.35	3.22
	销售金额	398,124.14	189,988.13	92,789.21
焦煤	采购均价	1,107.00	729.00	562.85
	销售均价	1,150.00	786.00	585.90
	毛利率	3.74	7.25	3.93
	销售金额	25,702.50	18,549.60	96,084.62

资料来源：公司提供

2013~2015 年前五大供应商采购额合计分别为 16.15 亿元、9.36 亿元和 5.50 亿元，占采购总额的比重分别为 74.45%、45.84%和 30.09%，供应商集中度高但呈现逐年降低态势。

表 7 近三年煤炭前五大供应商（单位：万元、%）

年度	供应商	采购金额	占比
2013 年	海安国龙物流有限公司	68,925.70	31.77
	阳泉煤业集团国际贸易有限公司	39,472.90	18.19
	张家港保税区开滦沙钢能源有限公司	33,665.42	15.52
	冀中能源集团金牛贸易有限公司	11,810.00	5.44
	天津晋然国际贸易有限公司	7,667.53	3.53
	合计	161,541.55	74.45
2014 年	济南铁路煤炭运贸集团有限公司	46,718.37	22.87
	冀东发展集团	23,279.72	11.4
	济南铁路煤炭运贸集团有限公司	10,653.11	5.22
	日照晟吉贸易有限公司	8,530.07	4.18
	山东凌德国际贸易有限公司	4,448.26	2.18
	合计	93,629.53	45.84
2015 年	日照天澳能源有限公司	15,696.83	8.58
	上海苒睿国际贸易有限公司	14,125.20	7.72
	重庆旭野煤炭经营有限公司	13,958.26	7.63

	深圳市前海宏承石油化工有限公司	5,900.00	3.23
	山东地源矿业有限公司	5,363.60	2.93
	合计	55,043.89	30.09

资料来源：公司提供

公司与供应商及客户的结算方式为现金、汇款、信用证及银行承兑汇票等。现金、汇款结算周期为 30 天，信用证及银行承兑汇票结算周期为 30~90 天。

公司销售客户主要为其他煤炭贸易企业。2013~2015 年，公司前五大销售客户合计销售额分别为 11.19 亿元、8.44 亿元和 5.42 亿元，合计占比分别为 49.58%、39.58%和 28.71%，客户集中度较高但呈逐年下降态势。

表 8 近三年煤炭贸易前五大销售客户（单位：万元、%）

年度	客户	销售金额	占比
2013 年	永城煤电集团团聚龙物流贸易有限公司	42,990.60	19.05
	河南神火国贸有限公司	24,685.13	10.94
	广东火电物资供应公司	22,098.00	9.79
	河南惠泽物资供销有限公司	11,638.89	5.16
	河北鑫跃焦化有限公司	10,477.78	4.64
	合计	111,890.40	49.58
2014 年	河南惠泽物资供销有限公司	32,768.40	15.37
	日照晟吉贸易有限公司	29,299.87	13.74
	冀东发展集团唐山分厂	11,424.50	5.36
	济南铁路煤炭运贸集团有限公司	6,747.37	3.16
	阜康市永鑫煤化有限公司	4,160.71	1.95
	合计	84,400.85	39.58
2015 年	济南铁路煤炭运贸集团有限公司	27,008.78	14.30
	山西煤炭运销集团曲阳煤炭物流有限公司	13,032.80	6.90
	成都开迪商贸有限公司	5,134.01	2.72
	东营祥盛国际贸易有限公司	4,592.93	2.43
	唐山市金瀚商贸有限公司	4,464.72	2.36
	合计	54,233.23	28.71

资料来源：公司提供

总体看，在煤炭行业景气度低迷的大环境下，公司煤炭贸易收入下降明显，但由于运费成本控制较好，2014 年毛利率有较大幅度提升。2015 年以来，由于煤炭价格持续下跌，煤炭贸易毛利率亦有所下降。

（4）汽车零部件贸易

2011 年 10 月公司新成立中汽创汽车零部件投资控股有限公司（以下简称“中汽创投”），中汽创投为目前公司发展重点之一，注册资本 20,000 万元。目前，华阳控股持股 50%，北京锦上添花汽车零部件投资控股有限公司持股 35%，中国汽车零部件工业公司（以下简称“中汽零部件”）持股 15%。公司汽车零部件业务主要包括汽车零部件高端产业园业务及汽车零部件连锁贸易业务等。中汽创投为公司汽车零部件业务主要经营主体。

汽车零部件高端产业园业务主要是结合中汽零部件的品牌影响力和综合资源优势，与地方政府合作，投资建设符合国家产业政策，集贸易、制造、研发、检测、生活服务为一体的宜商宜居的汽车与零部件高端产业园，为进驻园区的中小企业提供优惠政策及综合配套服务。目前昆山贸

易园尚在建设中。

自中汽创投成立以来，公司逐步投入了大量的人力物力资源，开拓市场，公司业务逐渐扩大，2013~2015 年，公司汽车零部件业务实现收入分别为 11.16 亿元、22.31 亿元和 28.09 亿元；毛利率方面，三年分别为 18.13%、17.10%和 15.59%，毛利率较稳定且维持在较高的水平。

汽车零部件连锁贸易业务主要是与各零部件厂商签订代理协议，获得代理零部件的产品清单，之后将代理的产品清单提供给渠道客户和终端用户，客户根据需要提交订购单。

2013~2015 年前五大供应商采购额合计分别为 5.68 亿元、10.79 亿元和 21.52 亿元，占采购总额的比重为 62.23%、58.38%和 90.25%，供应商集中度高，存在一定的供应商集中风险。公司与各零部件厂商的结算方式为汇款和银行承兑汇票，结算周期 30 天以内。

表 9 近三年汽车零部件前五大供应商（单位：万元、%）

年度	供应商	采购金额	占比
2013 年	中国航油集团广西石油有限公司	20,097.63	22.01
	广西沃洋能源有限公司	13,866.55	15.18
	爱思开能源润滑油（天津）有限公司	9,519.93	10.42
	广州骆氏汽车零部件有限公司	7,004.39	7.67
	上海九干实业有限公司	6,346.31	6.95
	合计	56,834.82	62.23
2014 年	中国航油集团广西石油有限公司	34,064.90	18.42
	辽宁忠旺进出口贸易有限公司	25,567.95	13.83
	辽宁忠旺集团有限公司	16,758.26	9.06
	广西沃洋能源有限公司	16,613.76	8.99
	爱思开能源润滑油（天津）有限公司	14,944.04	8.08
	合计	107,948.91	58.38
2015 年	辽宁忠旺进出口贸易有限公司	61,390.64	25.75
	辽宁忠旺集团有限公司	50,795.67	21.30
	广西沃洋能源有限公司	45,729.65	19.18
	上海蒙新实业发展有限公司	31,925.89	13.39
	中国航油集团广西石油有限公司	25,354.67	10.63
	合计	215,196.53	90.25

资料来源：公司提供

公司销售客户主要是渠道客户，2013~2015 年，公司前五大销售客户合计销售额分别为 7.23 亿元、13.72 亿元和 22.44 亿元，合计占比分别为 64.82%、61.50%和 79.88%，客户集中度高，存在一定的对大客户的依赖风险。公司与下游客户的结算方式基本为汇款，结算周期为 30~60 天。

表 10 近三年汽车零部件前五大销售客户（单位：万元、%）

年度	客户	销售金额	占比
2013 年	上海明成石油化工有限公司	27,601.01	24.74
	广州中孚贸易有限公司	18,400.58	16.50
	上海百营钢铁集团有限公司	11,899.63	10.67
	上海毕可汽配有限公司	7,567.00	6.78
	珠海市汇能石油化工有限公司	6,833.65	6.13
	合计	72,301.86	64.82
2014 年	上海明成石油化工有限公司	43,029.89	19.29
	深圳景天勤业商贸有限公司	33,232.52	14.90

2015 年	大连华元天成商贸有限公司	28,432.02	12.74
	广州中孚贸易有限公司	19,092.88	8.56
	珠海市汇能石油化工有限公司	13,397.75	6.01
	合计	137,185.06	61.50
	大连晨茂源商贸有限公司	63,467.16	22.59
	深圳景天勤业商贸有限公司	58,733.65	20.91
	江阴市奕蓓贸易有限公司	41,066.85	14.62
	珠海市汇能石油化工有限公司	32,954.27	11.73
	广州中孚贸易有限公司	28,165.34	10.03
	合计	224,387.27	79.88

资料来源：公司提供

总体看，公司汽车零部件业务自成立中汽创投公司以后发展迅速，毛利率维持在较高水平，未来随着汽车零部件高端产业园的投产运营，公司的汽车零部件板块的收入和利润贡献将进一步增长。

（5）金属贸易、化工贸易

金属贸易和化工贸易业务为公司 2015 年大力发展的贸易业务，收入规模较大，2015 年分别为 19.79 亿元和 47.93 亿元，毛利率分别为 5.01% 和 3.36%。金属贸易产品主要包括铝锭、铝棒、电解镍、电解铜等，其主要经营实体为华阳控股、重庆五矿公司；化工贸易主要为石化副产品，主要经营实体为华阳友诚高新科技有限公司。

公司现阶段金属产品贸易的经营模式主要为自营和小部分代理模式。自营模式主要是通过上下游价差盈利，以销定采，上下游同时签订合同；结算方面，与上游供应商主要采用信用证或银行承兑汇票结算，与下游客户主要采用 TT 现汇，账期最长不超过 90 天。类代理模式主要是通过收取固定的手续费盈利，公司在接到客户订单后，收取一定的保证金且客户将货权质押给公司，公司主要采用信用证向上游采购，账期最长不超过 90 天，下游在账期内批款批货。

化学工业在我国的国民经济中占有重要地位，是许多国家的基础产业和支柱产业。受到国内外经济环境的影响且化工产品包含的种类繁多，公司根据市场行情不断调整经营计划，完善经营策略。公司现阶段化工产品贸易经营模式以自营为主，与上下游签订买卖合同的前提下，进行货权转移和开具增值税发票，下游自行提货。结算方面，与上游供应商主要采用信用证及现汇，与下游客户主要采用现汇方式，账期为 30~90 天。

从上下游公司性质来看，公司金属贸易和化工贸易的上游供应商和下游客户主要为商贸企业；从集中度来看，2015 年前五大供应商合计采购额分别为 15.07 亿元和 21.50 亿元，合计占比分别为 77.28% 和 45.98%，供应商集中度较高。前五大客户合计销售额分别为 12.83 亿元和 32.84 亿元，合计占比分别为 64.82% 和 72.12%，客户集中度较高。

总体看，公司根据市场形势积极调整经营计划，完善经营策略，适时调整贸易结构，2015 年大力发展的金属产品贸易和化工贸易对公司的收入水平和盈利水平均产生较大的积极影响。但这两个贸易板块的上下游集中度均处于较高水平。

（6）其他贸易业务

2013~2015 年，其他贸易业务收入分别为 1.28 亿元、26.28 亿元和 2.21 亿元，三年波动较大，2013 年其他贸易业务包含聚酯切片、纺织品等贸易产品，2014 年其他贸易业务中新增石化副产品、铝锭、铝材、铁精粉、电解铜等贸易产品，另外，燃料油产品增长幅度较大，导致其他贸易业务收入大幅增长。2015 年其他贸易业务主要为纺织品和农机产品。2013~2015 年，其他贸易业务毛

利率分别为 6.67%、3.68%和 14.07%，毛利率波动较大主要系贸易产品不同所致。

总体看，公司贸易业务为其传统主营业务，公司作为中国贸促会直属企业，在资源和渠道上具有先天的优势，近三年贸易业务规模迅速扩大，但由于贸易行业的竞争较为激烈，各贸易品种毛利率水平相差较大，贸易板块总体毛利率水平尚可。

3. 化工业务

公司化工业务包括工业清洁剂和石化业务，其中石化业务包括石化产品生产和石化贸易。2013~2015 年，公司化工业务收入波动增长，分别为 48.28 亿元、61.49 亿元和 48.59 亿元，三年复合增长 0.32%，2014 年公司石化贸易规模扩大使得该年化工板块收入增长，但受到 2014 年下半年开始的原油价格持续下跌影响，化工板块 2015 年收入有所回落。从收入构成及毛利率情况来看，石化板块占化工业务的绝对比例，三年占比均在 95%以上，毛利率分别为 4.86%、3.45%和 4.20%，2014 年毛利率较低主要系当年毛利率较低的石化贸易规模较大所致；工业清洗剂业务收入和毛利率均较为稳定，收入每年保持在 2 亿元左右，毛利率保持在 62%左右。

2016 年 1~9 月，公司化工业务实现收入 35.41 亿元，占 2015 年全年的 72.88%；石化板块占化工业务收入的比重为 95.28%，较 2015 年基本持平；公司化工业务毛利率为 6.37%，较 2015 年小幅下降 0.39 个百分点，主要系石化板块毛利率下降所致。

表 11 公司化工业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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
工业清洗剂	2.00	4.14	62.34	2.13	3.46	61.97	2.12	4.36	62.96	1.67	4.72	62.39
石化板块	46.28	95.86	4.86	59.35	96.52	3.45	46.47	95.64	4.20	33.74	95.28	3.62
合计	48.28	100.00	7.25	61.49	100.00	5.48	48.59	100.00	6.76	35.41	100.00	6.37

资料来源：公司提供

（1）工业清洗剂

公司的工业清洁剂由华阳-恩赛有限公司（以下简称“华阳-恩赛”）经营，华阳-恩赛是公司与美国 NCH 公司合资成立的大连第一家中美合资企业，于 1986 年成立，合作期限为 75 年。华阳-恩赛专门生产和销售最新系列设备维护及机加工生产工艺化学品，主要产品包括：飞机表面清洗剂、飞机脱漆剂、飞机舱内饰物清洗剂及一系列的环保型工业设备生产维护保养用品。产品广泛应用于机械、化工、石油、冶金、矿山、电力、电子、轻工、汽车、船舶、食品、餐饮、医疗、邮电、城建、商务业务、交通运输等各领域和行业，为设备的维修、保养、清洁、密封、除垢、除锈、防潮、防腐、润滑、表面处理提供服务。

表 12 公司工业清洗剂主要产品

产品名称	性质	产品用途
威第尔 A	精密电子仪器清洗剂	电子、电信通讯、航空航海、石油化工、运输、机械制造等各行各业程控交换机，数控设备等精密电子设备的清洗。
MCF-2010	微乳化切削液	适用于各种普通磨床、数控专用磨床各种磨削加工和车削、铣削等轻加工和中载加工；适用于铝及铝合金、铜及其合金、铸铁、碳钢、合金钢等材料的加工。
PWC-401	金属加工件油脂清洗剂	适用于铝制(铝合金、铸铝等)、铜制(铜合金、纯铜等)金属工件、零件、材料表面残留的机加工油污、油脂的清洗。
PSC-003	金属油脂清洗剂	用于制冷行业、空调行业、汽车行业、机车车辆、船舶修造、精密机械加工等行业中金属零件的脱脂清洗；也适用于大型金属部件及结构件等脱脂清洗，清洗

		力强，挥迅速彻底。
PWA-001	金属零件水基防锈剂	用于汽车、摩托车、机车、制冷空调、压缩机、柴油机、汽油机等金属零部件加工、制造行业及其配套企业的钢制黑色金属材料、机械设备、零件的生产和维修过程的短、中期工序和库存防锈处理。
威第尔 B	精密电子仪器清洗剂	迅速、安全地除去电子仪表、数控设备和其他仪器上的尘埃、油污和机械杂质。
SS-50	飞机清洗剂	用于清洗飞机防腐涂层、飞机结构、零部件、客舱件、起落架、轮舱等部位，对飞机的各种材料均无腐蚀。
爱斯-25	电气、机械设备的洗涤溶剂	用于电动机、发电机、配电开关柜、变电设备及各种电动工具等设备表面油污、粉尘、铁屑、碳粉、水份等杂物的清洗，可带电清洗，耐电压 25kv。
特力邦	通用水基清洗剂	可清洗各种硬质表面：金属装饰面（如不锈钢、铝合金）、石材（如水磨石、大理石）、木制品、塑料、镀层、瓷器、墙壁、地面等各种耐水表面的油脂油污灰尘等污物。
PSC-002A	金属零部件油脂清洗剂	广泛适用于电子行业、制冷行业、空调行业、汽车行业、模具行业、精密机械加工等行业中金属零部件的脱脂清洗。
PSC-006	金属零部件油脂清洗剂	广泛适用于航空航天、核电制造、军工企业、汽车行业、模具行业、精密机械加工等行业中金属零部件的脱脂清洗。

资料来源：公司提供

华阳-恩赛产品种类较多，2015 年前 5 大销售产品产能合计 6,900 吨，产量 4,145 吨（2014 年为 4,359 吨），产能利用率较上年略有下降，2015 年华阳-恩赛前五大销售产品总销量为 4,684 吨（2014 年为 4,270 吨），产销率 113.00%，销售额为 0.87 亿元。

表 13 2015 年工业清洗剂主要产品产能、产量及销量情况（单位：吨、万元）

产品种类	产能	产量	销量	销售额
MCF-2010	1,500.00	1,382.00	1,480.00	2,923.00
PWC-401	1,200.00	783.00	1,083.00	1,772.00
PSA-002A	1,500.00	1,221.00	1,409.00	2,331.00
PSC-003	1,500.00	351.00	237.00	699.00
PWC-001	1,200.00	408.00	475.00	934.00
合计	6,900.00	4,145.00	4,684.00	8,659.00

资料来源：公司提供

总体看，工业清洗剂收入规模虽然不大，但较为稳定，且毛利率较高，利润可观。

（2）石化板块

公司石化产品板块主要由华峰石化以及珠海华城环保科技有限公司经营（以下简称“珠海华城环保”），公司的石化业务分为石化贸易业务和石化产品业务。

2013~2015 年，公司石化贸易业务实现收入 8.46 亿元、29.23 亿元和 21.53 亿元，2014 年石化贸易收入较 2013 年增长 245.51%，主要系 2013 年华峰石化获燃油进出口资质，新增了石化贸易进出口业务使得石化贸易收入大幅增长所致，2015 年石化贸易收入较 2014 年下降 26.35%，主要系 2014 年下半年原油价格持续下滑延续至 2015 年所致。近三年石化贸易的毛利率分别为 2.92%、2.71%和 1.89%，2015 年毛利率较 2014 年下降了 0.82 个百分点，主要系原油价格下降所致。

2013~2015 年，公司石化产品业务实现收入 37.82 亿元、30.12 亿元和 24.94 亿元，呈逐年下降趋势，主要系 2014 年下半年国际原油价格持续下滑所致，三年复合下降 18.79%。近三年石化产品毛利率分别为 5.97%、4.13%和 6.19%，2015 年毛利率有所上升主要系 2015 年国际原油价格低位运行使得油品销售利差增大所致。

2016 年 1~9 月，公司石化板块实现收入 33.74 亿元，占 2015 年全年的 72.61%，其中，石化贸易板块收入占比有所提高，毛利率进一步降低至 1.34%；受国际原油价格 2016 年回暖影响，石

化产品业务利润空间受到压缩，毛利率较 2015 年降低 0.23 个百分点至 5.96%。综上，2016 年前三季度公司石化板块综合毛利率为 3.62%，较 2015 年下降 0.58 个百分点。

表 14 近三年石化业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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
石化贸易	8.46	18.28	2.92	29.23	49.25	2.71	21.53	46.32	1.89	17.08	50.62	1.34
石化产品	37.82	81.72	5.97	30.12	50.75	4.13	24.94	53.68	6.19	16.66	49.38	5.96
合计	46.28	100.00	4.86	59.35	100.00	3.45	46.47	100.00	4.20	33.74	100.00	3.62

资料来源：公司提供

石化贸易

公司的石化贸易业务的内容主要是一些跟主营产品有高度关联的燃料油，包括煤油馏分油、混合芳烃等产品，这类型产品与公司生产的初顶油、初测油和减一线油有高度的关联，可以调和成汽柴油。公司通过这些贸易产品给客户增值提供增值服务，避免客户采购公司初顶油、初测油和减一线油后再外采调和油的麻烦，有利于提高客户的忠诚度。

采购计划方面，公司贸易板块的采购品种与目前在产和在建项目对应的产品相匹配，依据下游需求进行采购。一般采购流程包括：公司向外商或采购商报盘，暂定采购价格和采购数量，确定预计的采购时间和付款时间，经协商后，签订正式的采购合同。公司向外商或采购商开具信用证（信用证周期一般为 90 天），外商或采购商收到信用证后，组织货源、安排装船运输至指定地点。公司收到货后进行相关商检（主要为数量、质量的检验，以第三方商检报告为准，同时，公司设有专门有计量的实验室进行检验），合格后进保税罐（公司采购油品一般会进保税罐，即进罐时不交税，待出罐之后再交税，可享延迟交税的优惠）、报关，之后开始正式对外销售。

采购渠道方面，公司直接向外商或通过代理商采购。公司通过利率期货进行套期保值以减低汇率波动风险。采购结算方面，公司一般以银承和国内证等方式结算，期限为 180 天以内。公司国外采购一般是通过第三方采购，但相关的汇率波动风险则公司承担，因此公司一般都会通过套期保值等方式进行锁汇，确保将相关的汇率波动降到最小。

销售渠道方面，由于公司部分贸易商相关的资金实力较为不足，无法大额的外购煤油及芳烃等，公司利用自身的资金和渠道优势，一般都是大额采购贸易产品再分别销售给下游客户。出于对回款速度的要求，公司油品贸易客户主要为广东等地的贸易商。结算方面，公司贸易业务均采用现款结算。

总体看，公司石化贸易业务的开展与石化产品的生产相关联，通过石化贸易产品为客户提供增值服务，有利于提高客户的忠诚度。

石化产品

原材料采购

公司主要原材料为重质油，品种为产自委内瑞拉的“马瑞油”。近年来，重质油的采购成本占总采购成本的 90%以上。

采购计划方面，公司主要依据沥青的下游需求制定采购计划。由于沥青的下游需求季节性较强，公司每个月按照固定生产额度所对应的原材料需求量进行采购，采购数量根据沥青需求的淡旺季进行调节。一般来说，年初时为沥青需求的淡季，之后逐渐增加，年底需求最旺，相应地，原材料采购量也呈此趋势。

采购渠道方面，在我国，重质油的进口需要获得相关部委的审批，对大部分地方炼厂而言，要想获得进口的重质油，只能通过向获得相关部委审批拥有原油进口资质的四大国有石油集团采购。而在实际操作过程中，公司以通过国内贸易商间接采购为主，并从国营能源公司下属单位少量直接进口。从渠道稳定性看，2013年~2015年，广西铁投冠信贸易有限公司（以下简称“铁投冠信”）、云南云天化联合商务有限公司均为公司主要原料供应商，合作较稳定。

采购流程方面，公司生产部门根据生产和业务需要提出采购计划，公司通知贸易商货物需求量并询价，贸易商与中石油询价、定量，确认价格、数量无问题后，公司与贸易商签订合同。签订合同后，公司付款至贸易商，贸易商付款给中石油燃料油有限责任公司（以下简称“中油燃料”），中油燃料将供货任务分配到中石油的下属单位，并由下属单位业务部门安排配送计划，最终运送到指定油库。

从采购量来看，2013~2015年分别为82.97万吨、73.23万吨和85.02万吨。2015年大幅增长，系国际油价自2014年下半年单边下行态势进入振荡期后，产品盈利能力有所提升，公司增加了原材料采购量所致。

从采购价格来看，一般情况下，价格以纽约商业交易所交易的WTI主力期货（二月期）合约价格为准设定基准价，并加减升贴水制定价格。基准价采用前30天的平均价或其中某一日的价格，具体确定方式在在订货的时候约定；升贴水主要考虑实际采购产品的成分、质量与标准期货合约对应品种的差异以及供求关系的影响。2013~2015年重质油采购均价分别为5,250.00元/吨、4,036.50元/吨和3,220.00元/吨，采购均价随国际油价走势持续下跌。

表 15 2013~2015 年公司重质油采购价格（单位：万吨，元/吨）

原料	项目	2013 年	2014 年	2015 年
重质油	采购量	82.97	73.23	85.02
	采购均价	5,250.00	4,036.50	3,220.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从采购集中度来看，2014~2015年公司石化生产板块前五大供应商采购集中度分别为90.23%和92.69%，采购集中度很高；单一最大供应商为铁投冠信，单一供应商最大采购金额由8.03亿元上升到8.41亿元，单一供应商占比从25.54%大幅上升到32.18%。单一供应商采购占比上升使公司对单一供应商的依赖性增加，可能影响公司采购灵活性，公司面临着一定的供应商集中风险。

表 16 2014~2015 公司石化生产向前五大供应商采购情况（单位：万元，%）

年度	序号	供应商名称	采购金额	占比
2014 年	1	广西铁投冠信贸易有限公司	80,326.35	25.54
	2	东莞虎门港船舶物资供应有限公司	78,308.10	24.89
	3	云南云天化联合商务有限公司	52,918.52	16.82
	4	深圳市前海中联通石油化工有限公司	39,154.05	12.45
	5	广东中油南方燃料油销售有限公司	33,139.67	10.53
	合计		283,846.68	90.23
2015 年	1	广西铁投冠信贸易有限公司	84,132.08	32.18
	2	珠海华发商貿控股有限公司	62,676.64	23.98
	3	东莞虎门港船舶物资供应有限公司	43,181.62	16.52

	4	深圳市前海中联通石油化工有限公司	40,823.23	15.62
	5	云南云天化联合商务有限公司	11,485.13	4.39
	合计		242,298.70	92.69

资料来源：公司提供，联合评级整理。

采购周期主要受中石油内部审批程序和船只是否及时到位影响较大，其中船只安排受船只型号、数量、天气等影响具有较大不确定性。正常情况下，采购周期一般为 45~60 天左右。公司在安排采购计划时，一般按 50 天计算。为保障生产的持续性，公司一般储备可满足 2 个月生产的原材料。

从结算方式来看，公司对贸易商采用先款后货的方式，支付货币一般为人民币，付款可采用现金、票据等形式，一定程度上增加了公司的资金压力。

总体看，在当前政策环境下，公司原材料主要通过国内贸易商采购，交货时间较长，公司需承担一定的原材料价格波动风险；公司供应商集中度很高，若主要供应商变动可能对公司采购造成不利影响。考虑到当前国际政治、经济形势，原油价格短期内大幅上涨可能性不大，短期内公司面临的原材料价格波动风险较小；为保障生产的连续性，公司进行了一定量的原料储备，当国际油价单边下跌时公司面临一定的减值风险。

生产情况

公司主要石化产品为：减一线非标油、减二线非标油、减三线非标油、初顶非标油、初侧非标油、减底渣油和沥青。在炼油厂的常减压工段中，把重油采用减压蒸馏的方法加工，在低压的环境中用蒸馏的方法将石油中的轻质成分分离出来，剩下的渣油为沥青产品。就减压塔来讲，塔顶以及侧线和塔底产品是根据馏程的不同来分离的。其塔顶馏出物成为减顶（初顶），侧线根据工艺设计的不同，有减一线、减二线、减三线、初侧非标油以及减底渣油。

目前公司拥有 100 万吨/年减压装置，占地 24 万平方米，主要是以重油为原料进行减压蒸馏生产出重交道路沥青及改性沥青，以及轻质燃料油等副产品，公司近三年产能没有变化，年加工能力 120 万吨，其中沥青产能 71.92 万吨，减一线非标油 19.11 万吨，减二线非标油 8.47 万吨，减三线非标油 3.95 万吨，初顶非标油 6.24 万吨，初侧非标油 10.31 万吨。

表 17 近三年华峰石化主要产品的产能及产量情况（单位：万吨、%）

产品名称	2013 年			2014 年			2015 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
初顶油	6.24	4.78	76.54	6.24	3.77	60.43	6.24	4.51	72.18
初侧油（煤油）	10.31	8.50	82.44	10.31	6.36	61.74	10.31	8.21	79.66
减一线	19.11	16.99	88.91	19.11	12.24	64.06	19.11	16.24	85.00
减二线	8.47	6.80	80.27	8.47	5.58	65.91	8.47	6.88	81.30
减三线	3.95	3.03	76.57	3.95	3.03	76.53	3.95	3.12	78.88
沥青	71.92	42.88	59.62	71.92	44.31	61.61	71.92	45.07	62.68
合计	120.00	82.97	69.14	120.00	75.29	62.74	120.00	84.03	70.03

资料来源：公司提供

产量方面，2013~2015 年，公司产品产量分别为 82.97 万吨、75.29 万吨和 84.03 万吨，2014 年产量较低，主要系国际油价 2014 年下半年单边下行，公司减少产量所致，而进入 2015 年，油价进入振荡期，公司销售差价有所提升、公司相应增加产量。分产品来看，沥青和减一线非标油

占比较大，随着产能的逐步释放，近三年沥青产量逐年增长，三年分别为 42.88 万吨、44.31 万吨和 45.08 万吨，年均复合增长率为 2.53%，减一线非标油产量波动下降，分别为 16.99 万吨、12.24 万吨和 16.24 万吨。

产能利用率方面，由于近三年公司产能未发生变化，产能利用率随着每年产量的波动而变化，近三年产能利用率分别为 69.14%、62.74%和 70.03%。由于华峰石化的年加工能力为 120 万吨，可通过设备的调节控制各个产品的产率，因此各产品之间的产能利用率是此消彼长的关系，主要产品沥青的产能利用率近三年逐年增加，主要系沥青市场行情较好，公司主动提高沥青的产率所致。

总体看，华峰石化的生产工艺较为简单，技术成熟稳定，公司生产运行状况良好，但由于石化行业产能过剩的大趋势影响下，产能利用率偏低。

产品销售

从销售渠道看，公司沥青产品主要下游客户为经销商而非终端客户，一是因为终端客户一般为政府单位或事业单位，回款周期较长；二是为了减少每笔业务都要投标的时间、人力成本；非标油品中，过去初顶油主要销售至调油商，由于环保要求的提高导致调油市场萎缩，目前主要销售至其他炼化厂用于加氢精制；初侧油主要用于电灯照明和各种喷灯、汽灯、汽化炉和煤油炉的燃料，一般销售至贸易商；减一线油亦主要销售至调油厂商；减二线、三线油主要销售至润滑油商。

销量方面，2013~2015 年公司产品销量分别为 79.99 万吨、73.91 万吨和 77.91 万吨，受 2014 年原油价格单边下行影响，2014 年的销量较低。近三年，沥青销量分别为 41.34 万吨、42.48 万吨和 41.51 万吨，非标油品销量分别为 38.65 万吨、31.43 万吨和 36.40 万吨。

销售价格方面，非标油及沥青的销售价格主要决定于当期原油价格，其中沥青价格受政府管制的程度较低，受市场供需的影响明显。实际操作中，公司主要参照中石油、中石化及其他地方炼厂的销售价格、上海期货交易所沥青期货交易价格，并考虑市场需求、运费等因素，结合自身的盈利水平制定。具体来看，2013~2015 年，公司炼油板块沥青产品销售均价分别为 3,735 元/吨、3,270 元/吨和 2,650 元/吨，非标油品销售均价分别为 5,785 元/吨、5,160 元/吨和 3,830 元/吨，均呈下降趋势。

从产销率看，公司炼油板块产品产销率普遍较高，2013~2015 年，产销率分别为 96.41%、98.17%和 92.71%，原因系初顶油、初侧油（煤油）、减线油对应的下游产品为汽、柴、煤油等，销售速度快；而沥青产品以通过销售至中间经销商的形式缩短了销售周期。

表 18 近三年华峰石化主要产品销售情况（单位：万吨、%）

产品名称	2013 年		2014 年		2015 年	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
初顶油	4.61	96.41	3.58	94.80	4.40	97.64
初侧油（煤油）	8.19	96.42	7.60	119.53	7.93	96.63
减一线	16.38	96.41	13.09	106.90	15.31	94.24
减二线	6.55	96.42	4.73	84.78	6.39	92.86
减三线	2.92	96.41	2.43	80.24	2.37	75.99
沥青	41.34	96.41	42.48	95.88	41.51	92.09
合计	79.99	96.41	73.91	98.17	77.91	92.71

资料来源：公司提供

从销售客户稳定性来看，公司炼油产品主要销售至广东、广西地区的贸易商，其中非沥青产

品主要用于调油；主要客户为铁投冠信、东莞虎门港船舶物资供应有限公司等，合作稳定。其中，铁投冠信既是公司的主要原料供应商，也是主要下游采购商。铁投冠信为广西铁路投资集团有限公司（广西自治区国资委独资）全资子公司，主要从事大宗商品贸易，为广西地区最大的贸易商之一，在广西范围内资金和网络实力较强。近年来，公司与铁投冠信的贸易量稳中有升，铁投冠信同时作为公司的上下游主要客户，有利于双方的稳定合作，但也可能给公司造成一定的集中度风险。

结算方面，公司销售一般现款现货，预收 20% 左右保证金。由于公司对货款回收要求严格，因此注重销售客户的选择以提升货款回收速度，甚至让出适当的利润。

整体看，公司产品产销率高，销售渠道较为稳定；由于国际原油价格下降，产品销售价格降幅较大；公司注重销售客户的选择以提升货款回收速度，但同时也造成公司客户集中度高，存在一定销售集中风险。

4. 其他业务

公司除了贸易业务和石油化工业务外，还有包括人才交流与展览、光电产品及药业的生产销售、农产品的开发及销售以及物流运输业务等。2013 年，公司处置了天津金策房地产开发有限责任公司和深圳市越融宏农业发展有限公司（以下简称“越融宏农业”），两家公司 2013 年收入合计 3.76 亿元，利润总额合计 0.30 亿元。2014 年其他业务实现收入 13.11 亿元，同比略有下降；毛利率降为 18.67%，同比下降 5.16 个百分点，主要是因为其他业务中人才交流与展览的毛利率由 2013 年的 34.45% 降至 2014 年的 25.94%，降低幅度较大，以及占比较大的农产品 2013 年的毛利率为 18.75%，但 2014 年由于出售以农产品开发及销售业务为主业的子公司越融宏农业的全部股权，该公司收入未纳入 2014 年合并范围。2015 年，其他业务实现收入 19.45 亿元，其中运输业务占比 58.39%。

总体看，公司目前其他业务主要由 2010 及 2011 年收购的中小规模企业经营，行业及地域较分散，具有一定管理难度，但受益于各地商会的辅导，目前经营状况较好。

5. 经营效率

近三年，公司应收账款周转次数逐年下降，三年分别为 12.98 次、11.57 次和 9.48 次，主要系公司贸易规模扩大、收入增加的同时应收账款也大幅增加且增速高于收入增速所致。存货周转次数 2015 年与 2014 年持平，较 2013 年有所提升，三年分别为 7.90 次、8.69 次和 8.69 次，主要系公司业务规模扩大使得成本相应攀升所致。总资产周转次数逐年降低，三年分别为 1.84 次、1.59 次和 1.35 次。

总体来看，公司各项资产运营情况良好，整体经营效率较高。

6. 在建拟建项目

目前，公司在建项目包括华峰石化二期、三期项目和昆山贸易园。

华峰石化二期和三期项目总投资额预计达 32 亿元，项目建设完成后，华峰石化产能将提升为 410 万吨，总销售收入预计每年可达 250 亿元，净利润预计可达 6~7 亿元。

华峰石化二期项目包括：①新建 100 万吨/年重油制烯烃芳烃装置，以重质油为原料，采用国际上先进的催化裂解技术生产紧缺的基础有机化工原料，主要产品为丙烯等轻烯烃、碳六到碳九轻芳烃。建设内容包括 100 万吨/年催化裂解、25 万吨/年气体分馏、12 万吨/年液化气芳构化、5 万吨/年甲基叔丁基醚（MTBE）、1 万吨/年硫磺回收及配套的罐区、公用工程、办公区域等；②

新建 60 万吨/年高硫重质油加工项目，该项目采用的 HOTO-CONVERSION 重油流化转化工艺是一种吃干榨净的清洁生产工艺，建设内容主要为 60 万吨/年高硫重质油加工装置、6 万吨/年产品精制装置以及 1 万吨/年硫磺回收装置组成。华峰石化二期项目已于 2014 年 7 月份暂停施工，计划待华峰石化三期深加工项目完工后再行建设。

华峰石化三期为 150 万吨/年芳烃加氢项目，已于 2015 年 8 月开工建设，项目总投资 12 亿元，建设期为 1 年。本项目主要是将外购的原材料通过芳烃加氢工艺生产成符合国五标准的油品。项目建设开始，已完成相关的规划、备案及审批，并与中石化四建签约完成施工合同且已完成主要装置的安装，截至 2016 年 9 月已累计完成投资逾 10.26 亿元。项目预计将于 2017 年上半年竣工试产。

中汽联合汽车零部件昆山贸易园规划总用地约 11.7 万平方米，地上总建筑面积约 29 万平方米，包括大体量零部件街区商业、公寓式酒店配套以及中汽连锁旗舰店总部、汽车用品中心和汽车商务办公配套；计划建成一个集汽车整车展示销售，汽车配件及用品贸易，汽车改装和深度装饰，汽车零部件检测、研发以及汽车设计、会议、培训五大功能于一体，提供展示交易、会展、电子商务、信息交流、仓储、配送、货运、检测、金融结算、人才交流，及商务、生活等配套服务于一体的汽车后市场全产业链大型综合商贸平台。项目已于 2014 年 6 月动工，目前 A、B 街区和用品中心的主体结构已封顶，C、D 街区已主体验收。

截至 2016 年 9 月底，公司在建项目总投资 44.00 亿元，其中自有资金 14.80 亿元；截至 2016 年 9 月底已投资 16.00 亿元，未来尚需投资 28.00 亿元。

表 19 截至 2016 年 9 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目单位	项目名称	投资金额	资金来源		资金安排			
			自有资金	外部筹资	截至 2016 年 9 月底已投入	2016 年	2017 年	2018 年
华峰石化	华峰二期（目前已暂停）	20.00	7.00	13.00	1.93	1.00	5.20	5.00
珠海华城环保	华峰三期	12.00	4.20	7.80	10.26	6.00	1.00	-
中汽联合汽车零部件	昆山贸易园	12.00	3.60	8.40	3.81	2.80	3.50	2.30
合计		44.00	14.80	29.20	16.00	9.80	9.70	7.30

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资金额较大，未来资金需求加大，债务负担将趋重，但项目完工后，公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。

7. 经营关注

（1）行业竞争风险

公司的主营业务包括贸易和化工。贸易行业系完全竞争的业务领域，进入门槛较低，加上国家对于出口经营权日益放松，以及对国内贸易鼓励政策的出台，贸易行业的竞争形势将愈加激烈。化工行业中，中石化、中石油、中海油等国家石油公司系行业寡头，处于垄断地位，公司在原油供应及产品定价方面受制于上述公司，话语权较低。综上，公司在贸易和化工业务中面临较大的市场竞争风险。

（2）盈利能力弱化风险

公司的主营业务中，贸易业务由于竞争激烈整体毛利率不高，且公司主要的贸易板块中的煤

炭贸易由于煤价持续下跌的因素，未来盈利能力有可能继续走弱；石化行业由于经济增速放缓及产能过剩的问题景气度不高，利润空间有可能继续被压缩，影响公司的盈利水平。

（3）海外贸易摩擦

随着中国经济与国际经济融入度的加深，反倾销、反补贴等国际贸易中的“刚性”壁垒不时冲击中国，使我国进入经贸摩擦频发时代。商务部统计数据显示，2014 年，共有 22 个国家和地区对中国出口产品发起贸易救济调查 97 起。其中，反倾销 61 起，反补贴 14 起，保障措施 22 起，涉案金额 104.9 亿美元。公司经营业务中主要包括进出口贸易，如进出口业务遭遇贸易摩擦，将对公司的贸易业务经营稳定性产生不利影响，进而影响公司的盈利能力。

（4）汇率波动风险

人民币兑美元的汇率变动频繁，可能对公司贸易板块中的进出口贸易业务产生较大影响。公司进出口贸易主要包括高端医疗器械进口和机械设备贸易出口。若未来人民币兑美元的汇率波动较大，则不排除公司面临汇兑损失的风险，从而对公司的盈利能力产生一定的不利影响。

（5）安全生产风险

虽然公司生产的燃料油及石油沥青和工业清洗剂不属于国家规定的危险货物品及危险化学品范围，但公司所处的石油石化生产行业是一个易燃、易爆、易污染环境以及容易遭受自然灾害威胁的行业。尽管公司一直注重安全生产，实施了严格的安全生产管理体系，近三年一期没有发生安全生产事故，但仍可能存在因生产操作不当、设备故障、自然灾害等原因导致安全事故发生的风险。

8. 未来发展

公司现已成为投资与实业并举的大型综合性企业集团。未来，公司将继续保持在石化产业、国内国际贸易、汽车零部件产业的高速发展。为了加强公司的核心竞争力以及更加适应市场变化趋势，公司在金融板块制定了一系列战略部署。其中包括：2014 年 7 月底，子公司华阳控股受让 5 亿股鞍山银行股份，已预付 4.5 亿元股权转让款。目前，上述股权转让流程尚待银监局批复。股权转让完成后，华阳控股将持有鞍山银行总股本 20%；2014 年 6 月，华阳控股与厦门国际银行股份有限公司签署增资框架协议，华阳控股下属子公司认购厦门国际银行 4,000 万股新股，该股份认购已于 2015 年三季度完成。经过上述一系列调整，公司在相关产业领域的营业额及市场占有率将得到进一步提高，实现做优做强公司的目标。

公司 2015~2017 年战略发展目标任务，将通过三个阶段实施：第一阶段 2015 年，科学规划，稳健经营，管理规范期；第二阶段 2016 年，突出重点增效益，业务提升期；第三阶段 2017 年，全面巩固可持续，战略提升期。同时三年中，战略发展执行要稳中求进，创新模式，精益管理，全面发展。三年中，要坚持实体经营和价值投资相互结合和促进，不断提升公司的行业地位和市场竞争能力。做大石化产业链，做强金融服务业，做好健康产业，努力培育新兴战略产业：环保新能源、产业基金、现代农业、文化传媒、互联网金融，稳健发展传统国内外贸易、商业地产、汽车零配件、医药和会展业，矿产和物流，以及对外经济技术合作，逐步将公司建成主业突出、业内领先、多元发展的现代企业集团。

总体看，公司未来将继续保持在石化产业、国内国际贸易、汽车零部件产业的高速发展，并通过参股银行、成立基金对金融板块进行战略部署。公司未来发展战略明确清晰，但产业投资过程中的资金投入也给公司带来一定的资金压力和投资风险。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年财务报表已经亚太（集团）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；2016 年三季度财务报表未经审计。公司遵守财政部颁布的最新企业会计准则。

2014 年公司纳入合并范围的二级子公司 7 家，较 2013 年无变化。2015 年，公司合并范围新增 7 家子公司，主要为新设子公司，出售 1 家子公司。公司主营业务未发生变化，合并报表财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 170.49 亿元，负债总额 101.84 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.65 亿元，其中归属母公司所有者权益 55.83 亿元。2015 年全年，公司累计实现营业收入 203.25 亿元，净利润（含少数股东损益）10.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.94 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.61 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 196.68 亿元，负债总额 126.18 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.51 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 58.92 亿元。2016 年 1~9 月，公司累计实现营业收入 186.98 亿元，净利润（含少数股东损益）4.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.42 亿元。

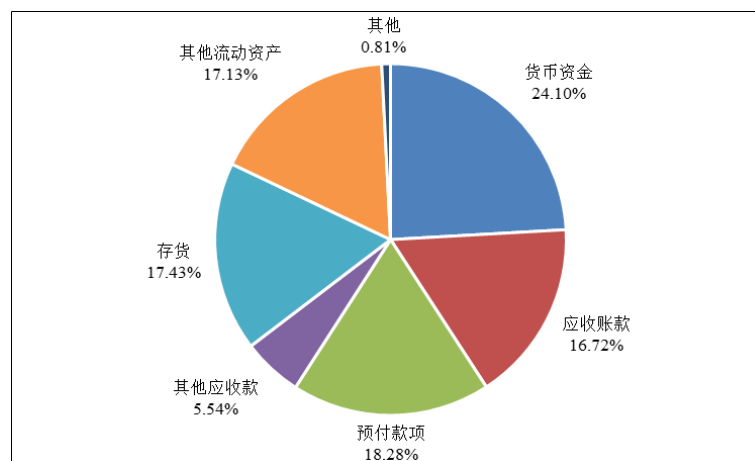
2. 资产质量

2013~2015 年，随着公司业务规模的扩大，公司资产规模快速扩大，年均复合增长率为 29.97%。截至 2015 年底，公司资产总额为 170.49 亿元，较年初增加 29.93%，主要系流动资产增加所致；公司资产以流动资产（占 82.45%）为主。

流动资产

2013~2015 年，流动资产持续增长，年均复合增加 34.59%。截至 2015 年底，公司流动资产总额 140.57 亿元，较年初增加 33.67%，主要是应收票据、其他应收款和其他流动资产增加所致。截至 2015 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 24.10%）、应收账款（占比 16.72%）、预付款项（占比 18.28%）、存货（占比 17.43%）、其他流动资产（占比 17.13%）和其他应收款（5.54%）组成，详见下图。

图 4 公司 2015 年底流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金波动增加，年均复合增长 10.73%；截至 2015 年底，公司货币资金余额 33.88 亿元，较年初减少 15.92%，主要原因是公司投资支出增加所致。截至 2015 年底，公司货币资金中库存现金占 0.13%，银行存款占 83.47%，其他货币资金占 16.39%，主要是银行承兑保证金、保函保证金、信用证保证金。公司受限货币资金为 5.56 亿元，占期末货币资金的 16.41%，受限规模一般。

2013~2015 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 36.46%；截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 23.51 亿元，较上年底增长 22.93%，主要是因为公司业务规模扩大应收货款增长所致。公司应收账款前五名合计占比为 20.19%，集中度不高。截至 2015 年底，公司应收账款余额中按组合计提坏账的应收账款占 95.99%，其中 1 年以内的占 94.44%，1~2 年的占 3.93%，账龄短；计提比例上，1 年以内的不计提坏账准备，1 至 2 年的计提比例为 5%，2 至 3 年的计提 10%，3 年以上的计提 15%，共计提应收账款坏账准备 0.13 亿元，计提比例为 0.55%。

2013~2015 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 41.84%；截至 2015 年底，公司预付款项 25.69 亿元，较年初增长 83.42%；公司预付款项主要为预付货款。从账龄来看，公司预付款项全部集中在一年以内；预付款项金额前五位合计占余额比例为 22.19%，集中度一般。

2013~2015 年，公司其他应收账款净额逐年增长，年均复合增长 40.18%。截至 2015 年底，公司其他应收账款净额为 7.78 亿元，较年初增长 44.98%，主要是因为应收往来款及保证金增加所致，其中前五名占比为 65.43%，全部为非关联方的股权转让款和往来款，集中度较高，存在一定回收风险。从账龄结构看，1 年以内的占 88.44%，1~2 年的占 11.05%，剩余两年以上的，账龄较短。公司其他应收款全部为按组合计提坏账准备的其他应收款，截至 2015 年底，公司共计提其他应收账款坏账准备 482.42 万元，计提比例为 0.84%。公司其他应收款主要为往来款，对公司资金形成一定占用。

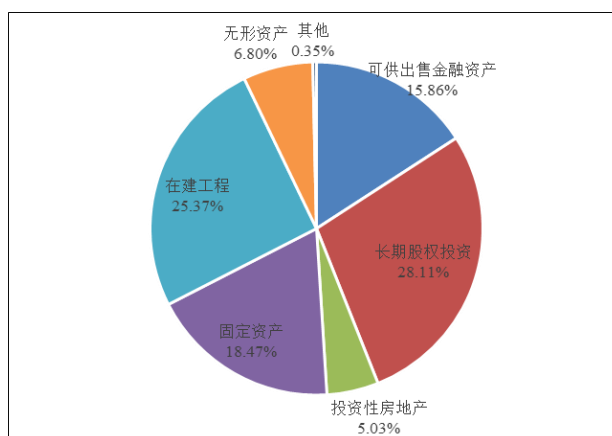
2013~2015 年，公司存货波动增长，年均复合增长 9.30%。截至 2015 年底，公司存货账面余额 24.50 亿元，较年初增加 32.94%，主要由原材料（5.71%）、开发成本（12.10%）以及库存商品（81.50%）构成，其中开发成本主要为汽车零部件昆山贸易园项目；公司大部分存货的可变现净值大于成本，累计计提存货跌价准备 22.35 万元，全部是对原材料计提的跌价准备，计提规模较小。

2013~2015 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 2,923.14%；截至 2015 年底，公司其他流动资产为 24.07 亿元，较年初增长 220.94%，主要为新增收购西安新鸿业投资发展有限公司款项 5.00 亿元及购买理财产品 14.50 亿元。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 13.25%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 29.93 亿元，较年初增长 14.85%，增长主要来自长期股权投资和在建工程。非流动资产构成主要由固定资产（占 18.47%）、在建工程（占 25.37%）、可供出售的金融资产（占 15.86%）、长期股权投资（占 28.11%）、无形资产（占 6.80%）和投资性房地产（占 5.03%）构成，详见下图。

图5 公司2015年底非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司可供出售金融资产波动减少，年均复合减少27.65%。截至2015年底，公司可供出售金融资产为4.75亿元，较年初增加22.81%，主要系本年新增对厦门国际银行股份有限公司和中国华阳经贸集团（香港）有限公司的股权投资所致。年底可供出售金融资产主要包含公司对厦门国际银行股份有限公司、岳阳恒立冷气设备股份有限公司等的投资。

表20 公司2015年底主要参股公司情况（单位：万元，%）

被投资单位	核算方法	初始投资成本	年底账面余额	持股比例
厦门国际银行股份有限公司	成本法	18,600.00	26,100.00	1.31
中机联投资管理有限公司	成本法	1,000.00	1,000.00	10.00
上海安亭汽车及零部件出口基地储运有限公司	成本法	60.00	60.00	20.00
安亭汽车产品交易（上海）有限公司	成本法	500.00	500.00	25.00
天津新金融第一太平戴维斯资产运营管理有限公司	成本法	375.00	--	37.50
中汽零国众（赣州）置业有限公司	成本法	100.00	--	10.00
江西网络电视股份有限公司	成本法	800.00	800.00	8.00
岳阳恒立冷气设备股份有限公司	成本法	14,296.71	14,296.71	17.99
北京华阳新能源投资有限公司	成本法	320.00	320.00	12.80
北京米奥兰特国际会展有限公司	成本法	105.00	105.00	35.00
北京仁智咨询有限公司	成本法	2.00	2.00	20.00
四川西昌合力锌业股份有限公司	成本法	2,118.69	2,118.69	13.57
深圳科美西迪实业有限公司	成本法	96.68	96.68	5.00
成都市新虎焊接材料厂	成本法	42.00	42.00	5.00
光大共济（北京）投资管理有限公司	成本法	245.00	245.00	49.00
中国华阳经贸集团（香港）有限公司	成本法	1,588.40	1,588.40	100.00
茫崖尕斯库勒盐化有限公司	成本法	204.00	204.00	51.00
合计		40,453.48	47,478.48	--

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司无长期股权投资。截至2014年底，公司长期股权投资7.39亿元，为公司当年对华商基金管理有限公司投资6.52亿元及其收益。截至2015年底，公司长期股权投资8.41亿元，其中新增对天津中元圣国际贸易有限公司投资0.68亿元。

表 21 公司 2015 年底长期股权投资情况（单位：万元，%）

被投资单位	核算方法	初始投资成本	年底账面余额	持股比例
华商基金管理有限公司	权益法	65,201.40	77,276.69	34
天津中元圣国际贸易有限公司	成本法	6,838.24	6,838.24	75
合计	--	72,039.64	84,114.93	--

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，固定资产规模持续下降，年均复合下降 9.55%。截至 2015 年底，公司固定资产原值 10.04 亿元，主要为房屋建筑物（占 24.98%）和机器设备（占 53.46%）；公司计提累计折旧合计 4.51 亿元，未计提固定资产减值准备。截至 2015 年底，固定资产账面价值 5.53 亿元，较年初减少 17.65%，固定资产成新率为 55.08%，成新率不高。

2013~2015 年，公司无形资产持续减少，年均复合下降 12.24%。截至 2015 年底，公司无形资产余额 2.04 亿元，较年初下降 17.20%，主要系知识产权减少所致；当年底，公司无形资产主要为土地使用权（占 98.78%），其他为应用软件、知识产权等。

2013~2015 年，公司在建工程规模快速增长，年均复合增长 62.06%。截至 2015 年底，公司在建工程为 7.59 亿元，较年初增加 106.62%，主要系 150 万吨/年芳烃加氢项目投资增加所致；公司在建工程主要包括 150 万吨/年芳烃加氢项目 1.87 亿元、150 万吨/年芳烃加氢项目 1.20 亿元、150 万吨/年芳烃加氢项目（融资租赁）2.89 亿元和 100 万吨/年烯烃、芳烃项目 1.28 亿元。

公司投资性房地产采用成本计价，2013~2015 年，呈波动增长，年均复合增长 1.78%。截至 2015 年底，公司投资性房地产为 1.51 亿元，较年初下降 15.53%，系公司出让珠海高栏港经济区平沙新城傍德路东南侧、创业路西南侧 103014801 土地使用权所致；公司投资性房地产主要为厦门亿通恒投资有限公司位于下厦门市湖里工业区哈曼尼广场相关房屋及土地使用权、华荣丰深圳市福田区彩田南路中深花园的四套公寓及停车场、重庆五矿机械进出口有限公司位于重庆沙坪坝的一栋房屋。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额 196.68 亿元，较年初增长 15.36%，主要系非流动资产增加所致；资产中流动资产占比 74.94%，非流动资产占比 25.06%，资产结构变动不大，仍以流动资产为主。截至 2016 年 9 月底，公司流动资产 147.40 亿元，较年初增长 4.86%，主要系货币资金增长所致；公司货币资金为 46.45 亿元，较年初增长 37.08%，主要系公司营业规模扩大，运营资金增加所致，主要由银行存款、其他货币资金构成，其中受限规模为 4.70 亿，占比 10.12%，受限规模尚可；公司其他流动资产 16.42 亿元，较年初下降 31.78%，主要系公司 2016 年对鞍山银行的投资完成，相关投资款转入长期股权投资项目所致。截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产 49.29 亿元，较年初增长 64.69%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程增加所致；公司可供出售金融资产 6.82 亿元，较年初增长 43.61%，主要系以 2.25 亿元收购日照银行股份有限公司股权所致；长期股权投资 20.23 亿元，较年初增长 140.48%，主要系公司以 12.50 亿元收购鞍山银行股份所致；在建工程 13.29 亿元，较年初增长 75.04%，主要系新增 150 万吨/年芳烃加氢项目、污水处理项目建筑安装工程、100 万吨/年烯烃芳烃项目投资所致。

总体看，公司资产规模持续增长，资产构成以流动资产为主，流动资产中货币资金和预付款项占比高，非流动资产中可供出售金融资产和在建工程占比高，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

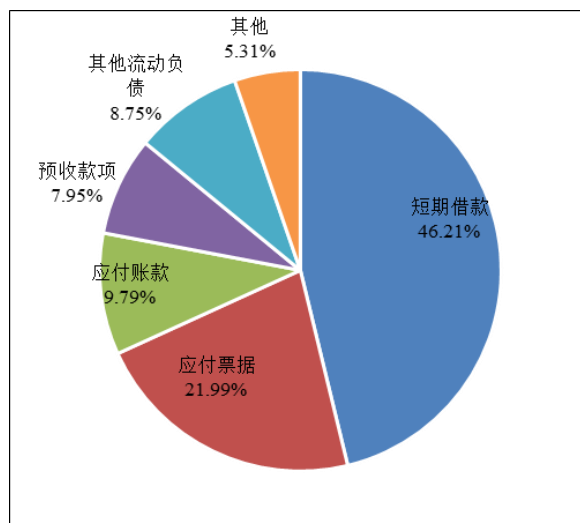
负债

2013~2015 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 45.00%。截至 2015 年底，公司负债

合计 101.84 亿元，较年初增长 33.22%，主要系公司非流动负债增加所致。公司负债中，流动负债占 56.13%，非流动负债占 43.87%。

2013~2015 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 12.20%。截至 2015 年底，公司流动负债 57.17 亿元，较年初增长 5.59%，主要系短期借款、应交税费增加所致。公司流动负债主要包括短期借款（占 46.21%）、应付票据（占 21.99%）、应付账款（占 9.79%）、其他流动负债（8.75%）及预收款项（占 7.95%）等。

图 6 公司 2015 年底流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，随着贸易规模的扩张，公司短期借款规模快速增长，年均复合增长 37.51%；截至 2015 年底，公司短期借款为 26.42 亿元，较年初增长 39.93%，其中以保证借款（占 90.87%）、抵押借款（8.71%）为主。

公司经营规模逐步扩大，采购量增加，应付票据呈增长趋势。2013~2015 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 8.16%。截至 2015 年底，公司应付票据为 12.57 亿元，较年初增加 5.62%，全部为应付银行承兑汇票。

2013~2015 年，随着应付票据规模的增长，公司应付账款持续下降，年均复合下降 9.77%。截至 2015 年底，公司应付账款 5.60 亿元，较年初下降 18.17%。公司应付账款主要为应付货款；其中 1 年以内的应付账款占比 93.14%，1 至 2 年的占 4.96%，2 至 3 年的占 1.86%，3 年以上的占 0.04%，账龄较短；应付账款前五名客户的应付账款占比 43.71%，全部为应付非关联方的货款。

表 22 2015 年底公司应付账款集中度（单位：万元，%）

企业	金 额	占比	与本公司关系	欠款年限
GEMOIL CO.,LTD	13,023.33	23.27	非关联方	1 年以内
HONGTONG HAITONG INTERNATIONAL TRADING CO.	4,181.92	7.47	非关联方	1 年以内
POWER GUARD TRADING LTD.	2,550.09	4.56	非关联方	1 年以内
辽宁忠旺进出口贸易有限公司	2,467.97	4.41	非关联方	1 年以内
KOCO GROUP LTD	2,241.51	4.01	非关联方	1 年以内
合计	24,464.81	43.71	--	--

数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 31.33%。截至 2015 年底，公司预收款项 4.55 亿元，较年初减少 7.17%，主要系公司预售货款减少所致。公司预收款项中，1 年以内的占比 96.70%，1 至 2 年的占 0.66%，3 年以上的占 2.64%，账龄较短。截至 2015 年底，公司前五名预收账款客户集中度为 35.54%，详见下表。

表 23 2015 年底公司预收账款集中度（单位：万元，%）

企业	金 额	占比	与本公司关系	欠款年限
SPREAD DELIGHT (HONG KONG) LIMITED	8,576.48	18.87	非关联方	1 年以内
PETROCHINA ENERGY LTD.	4,595.13	10.11	非关联方	1 年以内
漯河润诚制衣有限公司	1,031.87	2.27	非关联方	1 年以内
山西煤炭运销集团曲阳煤炭物流有限公司	1,000.00	2.20	非关联方	1 年以内
EXTRA FLOURISH WORLDWIDE LIMITED	951.39	2.09	非关联方	1 年以内
合计	16,154.86	35.54	--	--

数据来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司其他流动负债 6.00 亿元，由公司 2013 年发行的两期短期融资券构成，发行额度合计 6 亿元。截至 2014 年底，公司其他流动负债 6.00 亿元，由公司 2014 年发行的两期短期融资券构成，发行额度合计 6 亿元，2015 年公司到期偿付上述短期融资券。2015 年公司发行第一期短期融资券，共 5.00 亿元，期限为 365 天，票面利率为 5.25%，到期一次还本付息。公司发行债券所募集资金主要用于补充流动资金。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 284.17%；截至 2015 年底，公司非流动负债 44.67 亿元，较年初增长 100.28%，主要系公司长期借款和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 14.34%）、应付债券（占 43.45%）、长期应付款（占 6.39%）和其他非流动负债（占 35.81%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款迅速增加，年均复合增长 46.15%；截至 2015 年底，公司长期借款 6.41 亿元，较年初增加 104.64%，主要因为 2015 年，公司向国家开发银行北京分行取得信用借款 2.00 亿元，借款期限为 2015 年 6 月 18 日至 2018 年 6 月 17 日；公司向厦门国际银行取得保证借款 1.49 亿元，借款期限为 2015 年 12 月 14 日至 2017 年 12 月 14 日。公司长期借款偿还期集中在 2017 年和 2018 年，长期借款金额不高，集中偿付风险较低。

截至 2015 年底，公司应付债券 19.41 亿元，较年初增加 91.56%。2015 年 5 月 28 日，公司发行 2015 年度第一期非公开定向债务融资工具，发行额度 6.00 亿元，期限为 3 年，票面利率 5.95%，债券到期日为 2018 年 5 月 28 日；2015 年 9 月 30 日，公司发行华城环保的应付债券发行金额为人民币 3 亿元，期限为 3 年期，票面利率 9%，按年付息，到期一次还本，债券到期日为 2018 年 9 月 30 日。截止 2015 年底，公司于 2014 年发行的 2014 年第一期非公开定向债务融资工具余额为 10.13 亿元，期限为 3 年，票面利率 7.1%。

截至 2015 年底，公司其他非流动负债 16.00 亿元，较年初增加 93.94%，主要系公司发行中期票据所致。公司于 2014 年 6 月 12 日发行 2014 年中期票据，期限为 2014 年 6 月 12 日至 2017 年 6 月 12 日，年利率为 6.25%，按年付息；于 2015 年 9 月 30 日发行 2015 年中期票据，期限为 2015 年 9 月 30 日至 2018 年 9 月 30 日，年利率为 4.80%，按年付息。

截至 2015 年底，公司长期应付款为 2.86 亿元，较年初增加 273.43%，主要系应付融资租赁款增加所致，珠海华峰于 2015 年 6 月 2 日从北京国资融资租赁股份有限公司以融资租赁的方式租入设备，融资租赁总金额为 2.80 亿元，融资期限 3 年。

2013~2015 年，公司全部债务快速增长，年均增长 65.27%。截至 2015 年底，公司全部有息债务总额 92.10 亿元，其中短期债务占 51.49%，长期债务占 48.51%，公司债务结构以短期债务为主，长期债务占比同比上升，债务结构得以优化。从债务指标看，2013~2015 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率呈逐年上升趋势，其中资产负债率分别为 47.99%、58.26%和 59.73%，长期债务资本化比率分别为 5.41%、28.91%和 39.42%，全部债务资本化比率分别为 39.11%、52.88%和 57.29%。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 126.18 亿元，较年初增长 23.89%，主要系流动负债增加所致；负债中流动负债占 63.03%，非流动负债占 36.97%，负债结构较年初变动不大。截至 2016 年 9 月底，公司流动负债 79.53 亿元，较年初增长 39.12%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致；公司短期借款 21.02 亿元，较年初下降 20.42%，主要系公司偿还到期借款所致；其他应付款为 13.23 亿元，较年初大幅增长 927.46%，主要系当期公司增加对厦门国际银行的其它应付款 6.89 亿元及中汽创投鑫沅资产金梅花 13 号专项资产管理计划 3.98 亿元所致；其他流动负债 24.00 亿元，较年初增长 380.00%，主要系 2016 年公司发行 20.00 亿元第一期超短期融资券所致。截至 2016 年 9 月底，公司非流动负债 46.65 亿元，较年初增长 4.42%，主要系长期应付款增加所致；公司长期应付款 4.94 亿元，较年初增长 72.77%，主要系公司子公司华峰石化及珠海华城环保融资租赁贷款增加所致。

截至 2016 年 9 月底，公司全部债务 103.94 亿元，较年初增长 12.86%；其中短期债务占 59.87%，长期债务占 40.13%，短期债务占比上升。公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 64.15%、37.17%和 59.58%，较年初变动不大。

总体看，公司负债中流动负债占相对较高，非流动负债占比不断上升；随着经营规模的扩张，公司债务规模随之扩大但仍处于适中水平，长期债务占比持续上升，债务结构呈现向好态势。

所有者权益

2013~2015 年，所有者权益逐年增长，年均增长 14.36%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 68.65 亿元，较年初增长 25.35%，主要系资本公积和未分配利润增长所致，其中资本公积较年初大幅增长 1,354.30%，主要系公司股东深圳市深华盛投资发展有限公司对公司的子公司深圳市华荣丰实业（集团）有限公司豁免债务，形成的资本公积所致。归属于母公司所有者权益合计 55.83 亿元，其中实收资本占 1.83%，资本公积占 9.18%，盈余公积占 1.11%，未分配利润占 87.87%。公司所有者权益中未分配利润占比高，稳定性差。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 70.51 亿元，较年初增长 2.70%，变动不大；归属于母公司所有者权益合计 58.92 亿元，其中实收资本占 1.74%，资本公积占 8.70%，盈余公积占 1.06%，未分配利润占 88.51%。公司所有者权益结构变动不大，未分配利润占比高，稳定性差。

总体来看，近年来公司所有者权益逐年增长，但未分配利润占比高，权益稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2013~2015 年，受益于贸易业务快速增长，公司营业收入年均复合增长 13.14%，2015 年实现营业收入 203.25 亿元，同比增加 9.94%；同期，公司营业成本年均复合增长 13.77%，基本与营业收入涨幅持平。近三年，公司营业利润率呈下降趋势，分别为 9.03%、8.27%和 8.02%，主要系公司各板块业务品种调整造成利润率变动所致。近三年净利润波动增长，年均复合增加 8.26%，分别为 8.53 亿元、5.99 亿元和 10.00 亿元；归属于母公司所有者的净利润波动增长，年均复合增长 10.69%，分别为 6.95 亿元、4.29 亿元和 8.52 亿元。

从期间费用来看，近年来公司期间费用逐年增长，年均复合增加 16.35%。2015 年，公司期间费用合计 9.28 亿元。近三年随着公司业务扩展，公司销售、管理费用相应增加，销售费用和管理费用年均复合增长分别为 2.28%和 12.28%；另外，随着公司经营业务扩大，资金需求不断增加，有息债务持续增长，公司财务费用年均复合增长 43.97%。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 4.32%、4.73%和 4.56%，费用收入比维持在较低水平，公司费用控制能力较强。

表 24 2013~2015 年公司期间费用情况（单位：亿元，%）

费用	2013 年	2014 年	2015 年
销售费用	2.39	2.99	2.50
管理费用	3.05	3.77	3.85
财务费用	1.42	1.98	2.94
合计	6.85	8.74	9.28

数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013~2015 年，公司获得投资收益分别为 4.16 亿元、1.64 亿元和 5.26 亿元，占当年营业利润的比重分别为 35.77%、20.13%和 42.92%。2015 年，公司投资收益较 2014 年大幅上升，主要是由于公司处置子公司股权获得 4.80 亿元收益所致。公司营业利润对投资收益的依赖度较高，公司 2015 年投资收益主要来自对子公司的处置，可持续性较低。

2013~2015 年，公司营业外收入和支出规模小。2015 年，公司营业外收入合计 0.78 亿元，主要是政府补助。

从盈利指标上看，受债务规模上升的影响，公司总资本收益率呈波动下降趋势，三年分别为 14.36%、4.04%和 9.35%；净资产收益率呈波动下降趋势，三年分别为 18.42%、5.59%和 16.21%；总资产报酬率呈下降趋势，三年分别为 15.38%、4.44%和 10.51%。2014 年，公司投资收益同比大幅下降，利润总额及净利润同比下降幅度较大，导致当年上述盈利指标下降幅度较大。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 186.98 亿元，同比增长 34.38%，主要系公司化工产品贸易规模扩大所致；化工产品贸易业务毛利率水平较低，公司利润水平同比增幅较低，实现营业利润 6.21 亿元，同比增长 4.50%，实现净利润 4.42 亿元，同比增长 0.17%。

总体看，公司收入规模快速增长，营业利润率有所下降；公司期间费用控制较好，公司整体盈利能力保持在较好水平。

5. 现金流

经营活动方面，随着业务规模的扩张，公司销售商品及提供劳务的收入及成本支出有所增加。2013~2015 年，公司经营活动现金流入量呈增长趋势，年均复合增长 14.81%，分别为 184.45 亿元、214.65 亿元和 243.12 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金；公司经营活动现金流出年均复合增长 14.85%，分别为 183.58 亿元、213.54 亿元和 242.17 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额波动上升，三年分别为 0.87 亿元、1.10 亿元和 0.94 亿元。从收入实现质量看，2013~2015 年公司现金收入比分别为 112.67%、112.90%和 115.90%，公司收入实现质量逐年提高并处于较好水平。

投资活动方面，2013~2015 年，公司投资活动现金流入呈波动下降趋势，年均下降 44.35%，2013 年规模较大，为 7.97 亿元，主要是处置子公司收到的现金 7.82 亿元，包括：转让鞍山市华阳发展有限公司 40% 的股权、转让深圳市华阳经融信融资担保有限公司的全部股权、转让深圳华粤房地产有限公司的全部股份；2014 年处置子公司收到的现金为 3.71 亿元，主要为处置天津金策房地

产开发有限责任公司的全部股权收到2.85亿元，转让深圳市越融宏农业发展有限公司的股权收到0.69亿元；2015年处置子公司收到的现金为2.35亿元。2013~2015年，公司投资活动现金流出呈逐年上升趋势，分别为7.14亿元、12.20亿元和18.52亿元，2015年公司购建固定资产、无形资产等支付现金1.96亿元，投资支付现金14.40亿元，其中投资支付的现金主要为购买理财产品。2013~2015年，公司投资活动净现金流分别为0.83亿元、-8.46亿元和-16.05亿元。2014~2015年公司经营活动产生的现金流无法满足当期的投资需求。

筹资活动方面，2013~2015年，公司筹资活动现金流入呈逐年增长趋势，年均复合增长24.06%，分别为40.56亿元、55.11亿元和62.42亿元。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金；2013~2015年，随着债务规模的扩大，公司偿还债务支付的资金不断增加，公司筹资活动现金流出不断增加，分别为31.35亿元、36.67亿元和49.92亿元。公司筹资活动产生的现金流量净额分别为9.20亿元、18.44亿元和12.49亿元。

2016年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为5.70亿元，投资活动产生的现金流量净额-1.66亿元，筹资活动产生的现金流量净额为9.37亿元。

总体来看，公司近年经营活动现金流入规模快速增长，收入实现质量有所提升并处于较好水平。近年华峰石化等在建项目的持续投资增加了公司的资本性支出，未来公司在建项目投资规模大，对外融资需求预计将进一步扩大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，公司流动资产增速快于流动负债，同时受益于公司存货规模相对稳定，增长比率较低，公司流动比率和速动比率呈逐年上升趋势。2013~2015年，公司流动比率分别为1.71倍、1.94倍和2.46倍；速动比率分别为1.26倍、1.60倍和2.03倍。由于公司现金类资产波动较大，近三年现金短期债务比整体呈波动下降趋势，分别为0.90倍、1.11倍和0.74倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较高；公司经营性现金流动负债比率分别为1.92%、2.03%和1.65%，对流动负债的覆盖能力较低。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，近三年，公司EBITDA分别为14.12亿元、11.19亿元和16.76亿元，总体上呈增加趋势。公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出和利润总额构成，截至2015年底，二者占比分别为16.91%、77.70%，折旧和摊销占比5.39%。随着规模扩张，公司债务规模增长，利息亦逐年增长，近三年EBITDA利息倍数分别为9.42倍、5.33倍和5.91倍，EBITDA全部债务比分别为0.42倍、0.19倍和0.18倍，整体表现为下降趋势。EBITDA对利息倍数和对全部债务的保障能力趋弱，但仍处于较好水平。考虑公司负债水平适中，债务结构呈现向好态势，整体看，公司长期偿债能力较强。

从融资能力来看，近年来，公司先后与多家商业银行建立良好的合作关系，截至2016年9月底公司共获得银行授信人民币388,000.00万元，美元3,000.00万元，其中已使用授信额度人民币306,728.24万元，尚未使用授信额度人民币81,271.76万元，美元3,000.00，融资渠道有待拓宽。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

截至2016年9月底，公司无重大未决诉讼。

根据我国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10110101037912602），截至2017年1月6日，公司无已结清和未结清不良信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体来看，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底，公司债务总额为 103.94 亿元。本次拟发行债券规模不超过 28 亿元，占公司 2016 年 9 月底全部债务的 26.94%，对公司现有债务负担影响较大。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 28 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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变为 68.62%、65.17%和 49.72%，分别上升 4.47 个百分点、5.59 个百分点和 12.55 个百分点，债务水平明显上升，长期债务比重增长明显，债务结构一般，债务负担明显加重。

整体看，债券发行后，公司债务负担有所加重，但仍处于可控水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBITDA 为 16.76 亿元，为本次公司债券发行额度（28 亿元）的 0.60 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；公司 2015 年的经营活动现金流入量为 243.12 亿元，为本次公司债券发行额度（28 亿元）的 8.68 倍，对本次债券覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流量净额 0.94 亿元，为本次公司债券发行额度（28 亿元）的 0.03 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券覆盖程度弱。

综合上述分析，同时考虑到公司在贸易资源、渠道及行业信息方面的优势；多元化经营对于风险分散的作用以及较强的短期偿债能力，联合评级认为公司对本次债券的偿还能力很强。

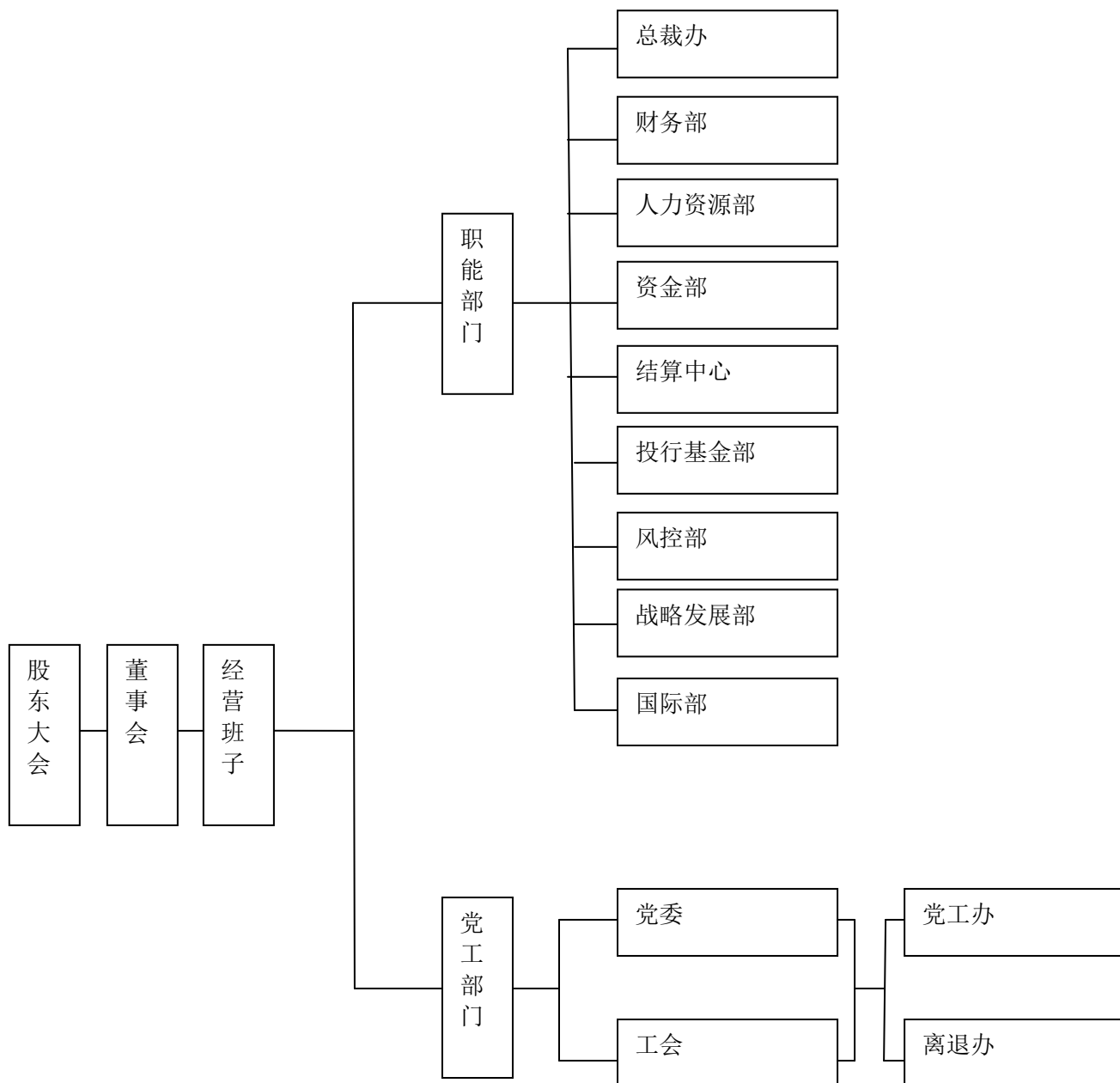
九、综合评价

公司作为中国国际贸易促进委员会会管单位，在贸易资源及行业信息方面具有一定优势，近年来，公司在大力发展贸易业务的同时，逐步调整产业结构，形成以贸易业务和化工业务为主的业务布局，随着石化产品产能的释放，公司收入规模持续上升。同时，公司石化板块盈利能力减弱、有息债务规模快速增长、未来在建项目投资规模大、汇率波动及可能存在的海外贸易摩擦等因素可能对公司信用水平带来不利影响。

未来，公司华峰石化三期项目和昆山贸易园完工后，公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险很低。

附件 1 中国华阳经贸集团有限公司组织结构图



附件 2 中国华阳经贸集团有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额（亿元）	100.93	131.22	170.49	196.68
所有者权益（亿元）	52.49	54.77	68.65	70.51
短期债务（亿元）	30.72	36.78	47.42	62.23
长期债务（亿元）	3.00	22.28	44.67	41.71
全部债务（亿元）	33.72	59.06	92.10	103.94
营业收入（亿元）	158.76	184.87	203.25	186.98
净利润（亿元）	8.53	5.99	10.00	4.42
EBITDA（亿元）	14.12	11.19	16.76	--
经营性净现金流（亿元）	0.87	1.10	0.94	5.70
应收账款周转次数(次)	12.98	11.57	9.48	--
存货周转次数（次）	7.90	8.69	8.69	--
总资产周转次数（次）	1.84	1.59	1.35	1.02
现金收入比率（%）	112.67	112.90	115.90	115.79
总资本收益率（%）	14.36	4.04	9.35	--
总资产报酬率（%）	15.38	4.44	10.51	--
净资产收益率（%）	18.42	5.59	16.21	6.36
营业利润率（%）	9.03	8.27	8.02	6.70
费用收入比（%）	4.32	4.73	4.56	3.76
资产负债率（%）	47.99	58.26	59.73	64.15
全部债务资本化比率（%）	39.11	51.88	57.29	59.58
长期债务资本化比率（%）	5.41	28.91	39.42	37.17
EBITDA 利息倍数（倍）	9.42	5.33	5.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.42	0.19	0.18	--
流动比率（倍）	1.71	1.94	2.46	1.85
速动比率（倍）	1.26	1.60	2.03	1.53
现金短期债务比（倍）	0.90	1.11	0.74	0.75
经营现金流流动负债比率（%）	1.92	2.03	1.65	7.17
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.50	0.40	0.60	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.08	0.86	1.29	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2016 年三季度报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国华阳经贸集团有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中国华阳经贸集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国华阳经贸集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中国华阳经贸集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中国华阳经贸集团有限公司的相关状况，如发现中国华阳经贸集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中国华阳经贸集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中国华阳经贸集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报中国华阳经贸集团有限公司、监管部门等。

