跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]993 号

上海华信国际集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对上海华信国际集团有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

上海华信国际集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望调整为“正面”

上海华信国际集团有限公司发行的“15 华信债”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 八月 二 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

上海华信国际集团有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：正面

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 华信债	30 亿元	5 年	AA+	AA+	2015 年 6 月 24 日

跟踪评级时间：2016 年 8 月 2 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	427.31	890.19	989.70
所有者权益(亿元)	132.96	276.77	300.64
长期债务(亿元)	26.84	92.40	92.04
全部债务(亿元)	222.82	469.08	554.60
营业收入(亿元)	1,714.06	2,065.89	493.85
净利润(亿元)	31.44	32.44	7.57
EBITDA(亿元)	49.92	59.16	--
经营性净现金流(亿元)	26.35	2.90	3.19
营业利润率(%)	2.68	2.79	3.45
净资产收益率(%)	26.76	15.83	2.62
资产负债率(%)	68.88	68.91	69.62
全部债务资本化比率(%)	62.63	62.89	64.67
流动比率	1.26	1.40	1.26
EBITDA 全部债务比	0.22	0.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.36	4.44	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.66	1.97	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2016 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化；4、全部债务将卖出回购金融资产款、其他流动负债以及长期应付款中融资租赁款计入其中。

评级观点

上海华信国际集团有限公司（以下简称“公司”或“上海华信”）作为经营化工和能源产品的商贸企业，2015 年巩固了其在原材料供应、销售渠道、经营规模等方面具备的综合竞争优势，2015 年收入规模进一步扩大。公司 2015 年发行了短期融资券、中期票据以及公司债券，有效扩充了公司营运资金；2015 年公司股东对公司增资 50 亿元，进一步增强了公司资本实力；同时联合评级也关注到 2015 年公司主营业务结构变化较大、化工产品与油品大宗贸易毛利率不高、全部债务规模增长较快等因素可能对其信用水平带来的负面影响。

目前公司正在积极筹划入股捷克 J&T 金融集团及哈萨克斯坦国家石油天然气国际股份公司（KMGI），若上述投资开展顺利，将有利于公司获得长期稳定的低成本资金及上游油气权益，完善全产业链布局。公司的收入规模及综合竞争能力有望进一步提升，公司有望保持良好的发展态势。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望调整为“正面”；同时，维持“15华信债”“AA+”的债项信用等级。

优势

1．2015年，公司资产及收入规模高速增长，经营规模持续扩张。

2．2015年，公司上下游客户稳定，公司采购及销售渠道畅通。

3．2015年公司发行了短期融资券、中期票据以及公司债券，有效扩充了公司营运资金。

关注

1．2015 年，油品贸易成为公司营业收入主要来源，石油化工行业周期性明显，产品价

格尤其是石油价格波动较大，公司经营情况易受行业波动影响。

2．入股J&T金融集团和KMGI受政治风险和政策风险影响，未来存在一定不确定性。

3．公司投资规模较大，经营现金流难以满足投资需求，仍存在一定的融资需求。

4．2015年，公司以短期债务为主的全部债务规模增长较快，短期内存在资金偿付压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

张　雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

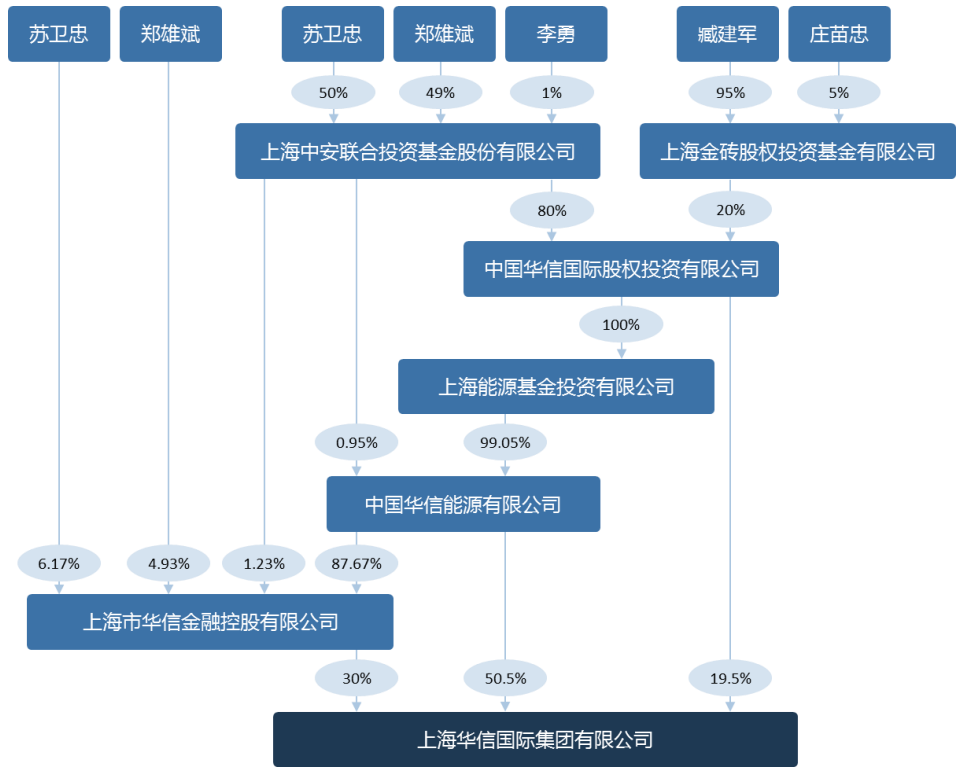
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海华信国际集团有限公司（以下简称“公司”或“上海华信”）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），成立于2003年2月，原始注册资本为50万元人民币。2013年3月，公司完成认购安徽华信国际控股股份有限公司（股票简称：华信国际，股票代码：002018）非公开发行股票，成为华信国际控股股东（持股比例60.78%）。经多次增资及股权变更，截至2014年底，公司注册资本及实收资本均为75亿元，其中上海市华信金融控股有限公司出资30亿元，占比40%；中国华信能源有限公司（以下简称“中国华信”）出资15亿元，占比20%；上海中安联合投资基金股份有限公司出资30亿元，占比40%。自然人苏卫忠和郑雄斌分别持有上海市华信金融控股有限公司50%和40%的股份，同时苏卫忠和郑雄斌还分别持有上海中安联合投资基金股份有限公司50%和1%的股份。2014年4月，苏卫忠与郑雄斌签署了《一致行动人协议书》，两人合计持有公司股权超过50%，因此苏卫忠和郑雄斌为公司实际控制人。2015年2月，经公司股东会审议通过，公司名称由上海华信石油集团有限公司变更为现名。2015年5月，公司召开临时股东会会议，同意注册资本由75亿元增加至100亿元；股东中国华信出资50亿元。截至2016年3月底，公司注册资本为100亿元，股权结构如下图所示，公司实际控制人为苏卫忠和郑雄斌。

图 1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要经营范围为：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（除专控油）、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、橡胶制品、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、橡胶原料及产品的销售，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2016年3月底，公司本部设置有总经办、行政管理中心、财务管理中心、业务管理中心、投资运营中心、项目管理中心等6个核心管理部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 890.19 亿元，负债合计 613.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）276.77 亿元，归属于母公司所有者权益 203.11 亿元。2015 年，公司实现营业收入 2065.89 亿元，净利润（含少数股东损益）32.44 亿元，归属于母公司所有者净利润 28.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 75.67 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 989.70 亿元，负债合计 689.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）300.64 亿元，归属于母公司所有者权益 208.27 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 493.85 亿元，净利润（含少数股东损益）7.57 亿元，归属于母公司所有者净利润 5.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-30.26 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；法人代表：李勇。

二、本次公司债券概况

公司面向合格投资者公开发行面值总额不超过 30 亿元的公司债券已获得中国证券监督管理委员会证监核准。本次债券于 2015 年 12 月 10 日发行，发行规模为 30 亿元，证券简称为“15 华信债”，证券代码为“136093”，期限自 2015 年 12 月 9 日至 2020 年 12 月 10 日，票面利率为 4.98%，期限为 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券中 9.94 亿元用于偿还银行贷款，20 亿元用于补充公司营运资金，改善公司资金状况。截至目前，本次公司债券募集资金已全部使用完毕；截至 2015 年底，本期债券尚未到利息支付日。

三、管理分析

2015 年，公司的经营管理、财务管理等制度无变化。

董事会增加陈强、魏巍为公司新的董事，李山不再担任董事职位；监事会增派董进强、林玉霞为公司监事，选举董进强为公司监事长。由于公司经营管理需要，由魏巍出任公司财务负责人。以上变动不会对公司生产经营活动造成重大影响。

魏巍先生，1969 年 5 月出生，本科学历，注册会计师。历任上海宝城粮油联合发展有限公司财务经理、中石化上海嘉定石油分公司副总经理兼财务部主任、上海安大华鑫会计师事务所项目经理，现任中国华信能源有限公司财务部总经理、公司董事兼财务负责人。

总体看，公司管理团队较稳定，管理运作正常。

四、经营分析

1．经营环境

近年来，受供求关系、地缘政治等多种因素影响，世界原油价格持续走低，目前仍呈现弱势运行的局面。原油价格的下跌降低了我国进口石油支出，但在前期高成本原油库存尚待消化、下游成品油及化工产品价格下行的形势下，业内企业也面临着一定经营压力。但整体看，由于石油石化行业在国民经济中占据重要地位、行业的国有垄断格局未发生变化，业内相关能源类企业仍保持着强大的竞争力。

原油市场方面，2015年国际石油市场供需基本面进一步宽松，国际油价持续低位震荡运行，北海布伦特原油现货年平均价格为52.38美元/桶，较上年下降47.1%，其中12月22日达到36.11美元/桶，创2008年金融危机以来新低。美国西得克萨斯中质原油（“WTI”）现货年平均价格为48.70美元/桶，比上年同期下降47.8%。WTI与北海布伦特价差进一步收窄，受美国原油出口解禁影响，年底一度出现反转。2016年1月19日，WTI原油现货价格和Brent原油现货价格跌至近10年最低，分别为28.35美元/桶、28.01美元/桶。随着OPEC和非OPEC产油国3月底会谈的日益临近，国际油价在2016年3月连续上涨。2016年3月31日，Brent原油现货价格反弹至38.70美元/桶。

根据摩根斯坦利2015年6月提供的数据，全球原油生产成本情况为：除中东地区陆上石油生产条件最好外，世界其他地区，陆上平均成本约为51美元。北美页岩油的平均生产成本约为65美元，北美油砂的平均成本约为70美元，北极地区为75美元。因此，当前国际原油价格水平低于全球多数地区的油企成本水平，长期来看，原油作为大宗商品受自身供需调节机制影响将逐步回升至全球平均成本之上。

成品油市场方面，2015 年国内成品油消费继续放缓，其中汽油需求保持较快增长，柴油需求萎缩程度加大。国内炼油能力继续增强，产量平稳增长，市场供过于求形势加剧，成品油净出口持续增加。据国家发改委资料显示，2015 年国内原油加工量 4.79 亿吨，比上年增长 3.5%，成品油产量 3.00 亿吨，比上年增长 4.2%；成品油表观消费量 2.76 亿吨，比上年增长 1.2%，其中，汽油比上年同期增长 7.0%，柴油比上年下降 3.7%。全年国内汽油、柴油价格 19 次调整，汽油标准品价格累计下降人民币 670 元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币 715 元/吨。国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保持一致。整体看，国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保持一致。

化工市场方面，2015 年全球经济复苏缓慢导致消费动力不足，化工产能释放明显，化工市场处于供过于求的状态；原油价格大幅下跌，化工市场竞争激烈，化工产品价格年中冲高后连续走低，但总体低于原油价格降幅。

天然气市场方面，2015 年国内天然气产量稳定增长，进口气量增速减缓，天然气需求量增速放缓，市场供需处于弱平衡状态。国内天然气价格市场化改革提速，2015 年 4 月和 11 月两次调整价格，存量气和增量气价格实现并轨，非居民用气门站价格大幅下调；石油天然气交易中心建设稳步推进。据国家发改委资料显示，2015 年国内天然气产量 1,350 亿立方米，比上年同期增长 5.6%；天然气进口量 614 亿立方米，比上年同期增长 6.3%；天然气表观消费量 1,932 亿立方米，较上年增长 5.7%。

行业政策方面，根据国家发改委《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》（发改价格[2016]64 号），自 2016 年 1 月 13 日起，设定成品油价格调控下限为 40 美元/桶，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（含）调控下限时，国内成品油价格不再下调，未调金额全部纳入上述准备金，用于节能减排、提升油品质量及保障石油供应安全等方面；

当国际市场原油价格高于130美元/桶（含）时，采取适当财税政策保证成品油生产和供应，国内成品油价格原则上不提或少提。上述通知的下发，有助于稳定原油价格，保障石油行业稳定运行。

2015年11月18日，国家发改委发布《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》（发改价格[2015]2688号），自2015年11月20日起，非居民用气最高门站价格每千立方米降低人民币700元，化肥用气继续维持现行优惠政策，价格水平不变；提高天然气价格市场化程度，非居民用气降低后的最高门站价格水平作为基准门站价格，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮20%（自2016年11月20日起允许上浮）、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。上述通知的下发，有助于天然气行业的持续健康发展。

总体看，受政治及世界经济形式影响，国际油价波动较大；虽然目前国际油价处于低位，但长期来看，随着全球经济的增长国际油价仍有上升空间。作为国民经济的战略性支柱行业，未来石油行业的稳定发展仍将得到国家有力支持。

2．经营概况

公司主营业务可分为贸易板块和其他业务。贸易板块主要为油品和化工原料的国内、国际贸易。其中，化工原料主要为PX和芳烃贸易，其他业务主要包括农药、化肥业务、天然气业务等。

收入方面。2015年，公司营业规模进一步扩大，实现营业收入2,065.89亿元，其中主营业务收入2,061.57亿元，同比增加20.43%；主营业业务收入在营业收入中的占比为99.79%，公司主营业务突出。PX、芳烃为主的化工原料业务以及以原油和燃料油为主的油品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年公司主要产品化工原料和油品销售占比为54.43%和42.38%，化工原料和油品的销售占比相对均衡，而2015年为9.69%和88.92%，化工原料贸易金额大幅下降，油品贸易金额大幅上升，主要系公司调整贸易战略布局所致。2015年，公司化工原料收入为199.84亿元，同比下降78.55%；随着公司与重要产油国国家石油公司及大型跨国石油企业合作的不断深入，公司原油贸易收入得到显著提升，油品销售成为公司销售收入重要来源，2015年实现收入1,833.07亿元，同比上升152.66%；2015年公司农化板块由上市公司华信国际剥离后装入上海华信集团旗下另一家非上市公司华信石油（广东）有限公司，2015年，该板块的业务收入为20.16亿元（具体如下表所示）。

表1　2014～2015年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
化工原料	931.71	2.86	199.84	2.09
油品	725.52	2.20	1,833.07	2.70
液化石油气	-	-	4.11	13.17
农化	51.95	4.02	20.16	4.75
其他	2.60	0.64	4.39	2.04
合计	**1,711.78**	**2.61**	**2,061.57**	**2.68**

资料来源：公司提供

注：其他收入包括金属、煤炭、机械设备销售收入、保理收入等。

从毛利率来看，公司业务以油品和化工品贸易为主，近两年产品毛利率水平总体保持在2.60%左右，盈利水平较低但稳定提升。2015年公司主营业务毛利率为2.68%，较上年增长0.07个百分点。

2016年1~3月，公司实现主营业务收入492.59亿元；同期，随着公司对上下游议价能力的提高，价差率有所提升，受油品、化工贸易毛利率显著提升的影响，公司主营业务毛利率升至3.29%。

总体来看，2015年公司收入规模较上年增长较大，油品贸易在公司主营业务收入中比重提升，

公司毛利率水平有所提升。

3．业务运营

（1）产品采购

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。在化工原料和油品采购过程中，公司采用“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时间周期内，较短的询价周期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。

表 2　主要产品采购情况（单位：亿元、万吨）

品种	2014 年		2015 年	
	采购金额	采购量	采购金额	采购量
PX	546.56	618.48	98.70	169.95
混合芳烃	306.06	426.81	81.88	115.57
油品	709.56	1,652.97	1,783.62	7,038.93
合计	**1,562.18**	**2,698.26**	**1,964.20**	**7,324.46**

资料来源：公司提供

2015年，公司不断开拓上游资源提供商，随着中国政府对民营企业原油使用权和进口资质的逐步放开，原油贸易已经成为公司十分重要的业务增长点，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。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占到了60%~70%。目前，公司经营的油品业务部分为转口业务，由上家直接发货至下家，部分为进口后的国内销售业务。

2015年，公司前5名供应商采购金额合计805.98亿元，合计占全部采购金额的40.16%，公司采购集中度同比变化不大。

表 3　2014~2015 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	采购产品	采购金额	占采购总额比例
2014 年	第一名	油品	1,635,521.69	9.81
	第二名	PX、芳烃、油品等	1,277,177.40	7.66
	第三名	油品	1,248,325.53	7.49
	第四名	PX、芳烃、油品等	1,208,107.44	7.25
	第五名	PX、芳烃、油品等	980,459.10	5.88
	合计		**6,349,591.16**	**38.09**
2015 年	第一名	油品	2,534,474.21	12.63
	第二名	油品	1,598,284.99	7.96
	第三名	芳烃、油品等	1,479,447.59	7.37
	第四名	油品	1,412,331.32	7.04

	第五名	芳烃、油品等	1,035,273.96	5.16
	合计		**8,059,812.07**	**40.16**

资料来源：公司提供

在付款方式上，公司仍主要通过开立 90 天、180 天国际信用证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。

总体看，公司采购模式较为成熟，2015年资源供应较为稳定。

（2）产品销售

公司主要的销售品种有 PX、芳烃和油品等。近年来，公司随着经营规模的扩大，业务发展状况的不同，上述主要销售品种的销售量和销售金额呈现波动态势。2014 年公司主要销售产品 PX、混合芳烃、油品销售金额占总销售金额比重分别为 35.22%、19.56%、45.23%，而 2015 年为 5.00%、4.15%、90.85%。2014 年以前，公司主要从事燃料油贸易，主要为从俄罗斯进口的重油（M-100），原油贸易占比很小；2015 年，随着公司与重要产油国国家石油公司及大型跨国石油企业合作的不断深入，公司原油贸易收入得到显著提升，油品销售成为公司销售收入重要来源，呈现爆发性增长，销售量达到 7,038.93 万吨，较去年大幅增长 287.78%；实现销售收入 1,833.07 亿元，同比增长 152.66%。2015 年，公司 PX 销售量 164.29 万吨，较上年减少 72.61%；实现销售收入 100.89 亿元，同比减少 82.12%；混合芳烃销售量 115.97 万吨，较上年减少 72.90%；实现销售收入 83.49 亿元。PX、芳烃等销售大幅下降主要由于：公司在 2012 年末对主营业务重心作出调整，逐渐将业务重心从化工原料的经营调整向燃料油、原油等油品的国际贸易倾斜，公司近几年在油品业务方面不断开拓，油品业务板块在公司业务结构中比重不断提高；芳烃等化工产品利润空间大幅降低，公司压缩了相关业务。

表 4　主要产品销售情况（单位：亿元、万吨）

品种	2014 年		2015 年	
	销售金额	销售量	销售金额	销售量
PX	564.96	617.98	100.89	164.29
混合芳烃	313.74	427.90	83.49	115.97
油品	725.52	1,657.80	1,833.07	7,038.93
合计	**1,604.22**	**2,703.67**	**2,017.45**	**7,318.79**

资料来源：公司提供

2015 年，公司前 5 名客户销售额合计 865.10 亿元，合计占总销售额的 41.92%，较 2014 年 31.85%有显著提高，公司销售集中度较高。

表 5　2014～2015 年公司前 5 名客户情况（单位：万元、%）

时间	客户名称	销售产品	销售额	销售占比
2014 年	第一名	PX、油品等	1,370,367.39	8.01
	第二名	PX、芳烃、油品等	1,053,597.70	6.16
	第三名	PX、芳烃、油品等	1,032,882.55	6.03
	第四名	油品等	1,030,313.85	6.02
	第五名	PX、芳烃、油品等	964,452.05	5.63

	合计		**5,451,613.54**	**31.85**
2015 年	第一名	油品等	2,886,950.31	13.99
	第二名	油品等	2,155,308.71	10.44
	第三名	油品等	1,723,804.47	8.35
	第四名	油品等	1,030,523.64	4.99
	第五名	PX、芳烃、油品等	854,457.97	4.14
	合计		**8,651,045.09**	**41.92**

资料来源：公司提供

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。

总体看，2015年公司销售产品类型向油品集中，公司下游客户较为稳定，销售集中度较高。

4．经营效率

2015 年公司分别实现营业收入和净利润 2,065.89 亿元和 32.44 亿元，分别较上年增加了 20.53%和 3.19%，主要是公司经营规模扩大，贸易量增加所致。

公司 2014 年及 2015 年应收账款周转率分别是 9.38 次和 6.55 次，2015 年公司应收账款周转率降低，主要是营业收入增加但是应收账款增加速度更快所致。公司 2015 年存货周转次数为 182.04 次，较上年 156.55 次有一定幅度提升，公司以销定采的方式使得公司存货规模不大，总体存货周转率很高。2014 年至 2015 年公司总资产周转率分别为 4.85 次和 3.14 次，2015 年公司总资产周转率有所下降，相对于公司庞大的资产规模而言，公司的资产周转效率仍然相对较高，但周转率有所下降。

总体看，2015 年公司的营业规模增长较快，整体经营效率处于较高水平。

5．经营关注

（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）2015 年，公司主营业务规模有所扩大，主营业务收入结构变化大，油品贸易收入已经占据公司收入的 90%以上，而 2014 年油品贸易收入仅占不到 50%。公司未来经营发展受到油品行业波动影响较大。

（3）公司化工产品与油品大宗贸易毛利率低，对盈利能力产生一定影响。

6．重大事项

2014年10月末，公司与J&T金融集团的两位原始股东签署入股J&T金融集团的合作协议，拟持有J&T金融集团30.00%的股权。截至2015年底，上海华信已完成对J&T金融集团9.90%股份的认购，支付价款15,084万欧元，剩余股份的收购待捷克当地监管机构批复后执行。此投资额超过上年底净资产20.00%，属于重大投资决策。2016年3月末，公司签署收购J&T金融集团股权至50.00%的控股框架协议，收购50.00%股权的总价款约9.80亿欧元。本次上海华信收购J&T金融集团采取定向增发加转股的形式，其中30.00%通过定向增发，20.00%通过转股形式，上海华信分批次取得其50.00%的股权。公司入股J&T金融集团，有利于公司获得长期稳定的低成本资金，服务能源战

略推进。

2015年12月14日，公司与哈萨克斯坦国家石油天然气公司（以下简称“KMG”）签署协议，拟收购哈萨克斯坦国家石油天然气国际股份公司（以下简称“KMGI”）51.00%股份，收购金额6.80亿美元。KMGI机构体系庞大，业务多元化，主要涵盖炼油和石化板块（占比22%）、销售板块（占比23%）、贸易及供应链板块（占比54%）、其他业务板块（占比1%）；旗下PETROMIDIA（炼化厂）和RWS（油井服务）为布加勒斯特证券交易所的上市公司。收购KMGI有利于公司获得世界领先的加油站和管道管理系统、化工厂和炼厂一体化产业体系。若能够顺利收购KMGI股权，将有利于公司获得长期稳定的上游权益，借助主权品牌，整合建立全产业链战略布局。

2015年6月，公司支付2.23亿元对价，获得DOSTYK GAS TERMINAL LLP（以下简称“DGT”）40.00%的股权和50%的投票权。DGT是连接新疆、内蒙区域，构建从中国直通欧洲的陆上能源物流网络的关键节点，有利于公司降低运输成本，增加物流利润。

2015年8月，公司支付13.05亿元，获得万达期货65.00%股权。万达期货是全国最早成立的大型期货公司之一，专注于商品期货领域，是公司构建多元化能源金融服务体系的重要组成部分。

总体看，公司加快并购步伐，全产业链布局得以优化；未来公司计划以KMGI和J&T金融集团为双核心，以经营和投资带动各业务板块协同发展。同时，公司一系列的并购行动，使得公司筹资需求大幅增加；海外并购受政治风险和政策风险影响较大，J&T金融集团50%的股权和KMGI51%的股权的最终获得仍存在一定的不确定性。

7．未来发展

公司以打造有组织的能源产业国际投行为战略，重点立足欧洲油气终端，从而获取上游油气股权与权益，重点通过经营带动实现集团战略发展，着力推动能源产业与金融服务协调共进，推动两大产业有机融合、互动发展，重点通过权益来带动，建立储运多元化物流体系，打通国际、国内市场，并通过建立金融全牌照服务公司能源战略，获取金融与物流经营利润。具体发展战略规划如下：

构建能源贸易、储备、交易平台的总体架构。通过海外并购获取上游油气资源，进一步拓展海外能源布局，3年内业务板块总体架构基本建成，进口石油化工原料业务额稳定增长，境内外能源储备布局完成，交易服务平台基本建成并交易。在能源贸易方面，上海华信旨在销售获取的上游权益，打造独立贸易体系，贸易品种包括油品（原油和燃料油）兼顾化工品（PX、芳烃等）。在能源终端方面，上海华信立足于欧洲终端，进而获取上游油气股权和权益。

发展混合所有制经济，增强产业链的控制力。抓住国家鼓励民营资本进入国有垄断行业的契机，与央企国企发展混合经济，完善供应链体系，并通过股权合作，增强对产业链的控制力。

落实全牌照金融服务体系。产业投资离不开金融体系的服务与支持，2年内落实与产业体系、商贸体系相结合的全牌照金融服务体系，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。目前，公司已初步建立全牌照金融体系。在国内，公司拥有证券公司，设立保理公司、融资租赁公司等金融机构或类金融机构；收购并控股万达期货，下设风险子公司和资产管理公司；参与组建海南银行，是该行第二大股东。在国外，公司正在通过收购加定增的方式控股J&T 金融集团50%的股权。通过期货公司衔接能源市场与金融市场，结合石油储备基地，开展储备、现货、远期交易，为持仓客户提供套期保值服务，规避价格波动风险；通过现货交易所形成的仓单，由期货的风险子公司提供仓单融资服务，所形成的应收账款由公司设立的保理公司提供保理融资服务，结合金融同业市场，打通产品交易转化为金融资产交易的通道，形成产品交易服务、金融保值服务和融资服务一体化产业，实现经营带动，进一步提升公司盈利水

平。

成为国际先进的综合性能源公司。通过能源产业和金融服务体系的构建、完善与资源整合，使公司的业务结构更为合理，管理更加科学规范，主要产品定价话语权不断提升，企业综合实力显著增强，并努力发展成为国际先进的综合性能源公司。

总体看，公司发展规划清晰可行，随着公司未来发展规划的落实，长期发展前景广阔。

五、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2014～2015 年财务报告已经上海上会会计事务所（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 年一季度报表未经审计。2015 年，公司随着经营规模的继续，公司合并范围有所变化，变动情况如下。总体来看公司合并范围变化较大，但对公司经营无重大影响，财务可比性一般。

表 6　公司合并范围增加情况

子公司全称	增减变化	原因
华信万达期货股份有限公司	增加	并购
百安赛贸易有限公司	增加	并购
CEFC Investment (Europe) Company a.s.	增加	出资设立
上海华信集团（新疆）有限公司	增加	并购
广东金控华信投资有限公司	增加	出资设立
华信国际(沈阳)石油有限公司	增加	出资设立
上海华信国际集团（黑龙江）贸易有限公司	增加	出资设立
上海职业经理人事务所有限公司	减少	处置
上海华信资本投资有限公司	增加	出资设立
安徽华星化工有限公司	增加	出资设立
上海华信国际石油开发有限公司	增加	出资设立
广东鼎新资产管理有限公司	增加	出资设立
CEFC Shanghai International Group (Singapore) Pte Ltd	增加	出资设立
SHX Cayman Company Limited	增加	并购
上海华信国际金融控股（海南）有限公司	增加	并购
Tactic Ally Limited	增加	出资设立
Wise Source International Limited	增加	出资设立
Dunhan Ventures Limited	增加	出资设立
Hanxing Investments Limited	增加	出资设立

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司合并资产总额 890.19 亿元，负债合计 613.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）276.77 亿元，归属于母公司所有者权益 203.11 亿元。2015 年，公司实现营业收入 2,065.89 亿元，净利润（含少数股东损益）32.44 亿元，归属于母公司所有净利润 28.53 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 75.67 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 989.70 亿元，负债合计 689.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）300.64 亿元，归属于母公司所有者权益 208.27 亿元。2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 493.85 亿元，净利润（含少数股东损益）7.57 亿元，归属于母公司所有者净利润 5.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-30.26 亿元。

2．资产质量

近年来，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，带动公司收入规模增长进而资产规模大幅增长。截至 2015 年底，公司资产总额 890.19 亿元，较 2014 年底增长 108.33%。从资产结构来看，流动资产和非流动资产占比分别为 81.00%和 19.00%，资产构成以流动资产为主，相较于 2014 年底，公司非流动资产占比有所降低。

流动资产

公司流动资产主要由货币资金（占比20.52%）、应收账款（占比55.08%）和其他流动资产（占比14.50%）构成，公司流动资产的增加主要由于货币资金、其他应收款和其他流动资产均有较大幅度增长。

截至2015年底，公司货币资金为147.99亿元，较2014年底增长349.01%，增长主要来源于银行存款及其他货币资金的增加。具体来自于：下游客户贸易款回笼及保证金增长；2015年股东向公司增资50亿元、公司净利润的积累，使得公司自有资金相应增长，投入生产经营后下游客户贸易款回笼；并购万达期货使得保证金增加。公司货币资金主要为其他货币资金（占比73.77%），其中定期存款总额约41.28亿元，保证金总额约31.88亿元，包括信用证保证金、承兑汇票保证金及其他保证金等；公司货币资金受限18.55亿元，系质押所致。公司货币资金较充足。

截至2015年底，公司应收账款397.13亿元，主要来自商品流通业单位应收非关联方款项，较2014年底增加69.99%，该部分增长主要由于公司贸易业务规模扩大。从应收账款账龄来看，公司应收账款以六个月账龄以内的应收账款为主，整体账龄较短。从欠款单位集中度来看，欠款客户主要为贸易商，客户较为稳定。考虑到公司应收账款账龄较短，坏账风险不大。公司分别对账龄在7~12个月和1~2年的应收账款计提5%和9.71%的坏账准备。

截至2015年底，公司其他流动资产82.91亿元，较2014年底增长1,763.10%，主要系公司新增60.00亿元专项资产管理计划所致和银行产品增加19.54亿元所致。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 169.16 亿元，以可供出售金融资产（占 10.69%）、长期股权投资（占 7.06%）、投资性房地产（占 31.75%）、固定资产（占 15.89%）、在建工程（占 14.77%）和商誉（占 13.58%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 18.08 亿元，较 2014 年底增长 1,698.99%，主要系公司新增对 J&T FINANCE GROUP SE、国开思远（北京）投资基金有限公司、海南银行股份有限公司、广东南方现代物流公共信息平台运营有限公司的股权投资所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 11.94 亿元，较 2014 年底增长 852.03%，系对联营企业上海首农投资控股有限公司追加 1.96 亿元及投资华油天然气股份有限公司 8.65 亿元投资所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 53.71 亿元，较 2014 年底增长了 11.69%，主要系公允价值变动所致。公司投资性房地产中受限资产主要涉及公司子公司上海盛懿投资中心（有限合伙）（账面价值为 25.35 亿元），广州市锦恒置业有限公司（公允价值 9.85 亿元）以及上海华信集团（香港）有限公司（4.99 亿港币）。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值 26.87 亿元，较 2014 年底增长 78.88%；主要为房屋及建筑物 15.52 亿元（占比 57.75%）、机器设备 1.90 亿元（占比 10.22%%）和飞机及发动机 8.69 亿元（占比 18.29%），较 2014 年底增长了 78.88%，主要系公司房屋及建筑物的快速增长。公司子公司华信石油（广东）有限公司有 0.36 亿元账面价值的房产用于抵押贷款，另有 0.64 亿元固定资产未办妥产权证书。总体来看，公司固定资产受限较小。

截至 2015 年底，公司在建工程 24.99 亿元，较 2014 年底增长了 53.13%，主要系洋浦石油储

备基地一期建设的扩大。

截至 2015 年底，公司商誉 22.97 亿元，较 2014 年底增长了 106.67%，主要系 2015 年公司收购 DGT 公司、万达期货股份有限公司（现已更名为“华信万达期货股份有限公司”）等带来了商誉增加。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 989.70 亿元，较 2014 年底增长 11.18%，主要由于应收账款和可供出售金融资产的增加。其中流动资产占比 74.70%，资产结构较 2014 年底变化不大。

总体看，2015 年公司资产规模进一步扩大，资产结构仍以流动资产为主；流动资产中应收账款占比大，但考虑到应收账款回款效率高，公司资产流动性较好，公司整体资产质量较好。

3．负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 613.41 亿元，较 2014 年底增长 108.40%。其中流动负债增长了 96.84%，非流动负债大幅增长了 199.19%。流动负债在总负债中的占比减少至 83.79%，非流动负债占比增长至 16.21%（2014 年分别占比 88.71%、11.29%），公司非流动负债有所上升，结构仍然以流动负债为主。

负债

公司流动负债主要由短期借款（占比 53.20%）、应付票据（占比 14.27%）、应付账款（占比 12.36%）及其他流动负债（占比 11.83%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 273.45 亿元，较 2014 年底增长了 96.10%，主要是业务增长带来银行授信启用。

截至 2015 年底，公司应付票据 73.33 亿元，较 2014 年底增长了 167.71%，主要原因为公司用票据结算的业务量增加，应付票据相应增加。

截至 2015 年底，公司应付账款 63.51 亿元，较 2014 年底增长了 102.34%，主要在于业务量的不断增长导致应付款项增加。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 20.14 亿元，较 2014 年底增长了 6.34%，系 2015 年 9 月公司发行面值 20 亿元短期融资券，票面利率 4.38%，期限 1 年。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债为 99.45 亿元，较 2014 年底增长 199.19%，主要由长期借款（占比 38.02%）和应付债券（占比 49.94%）的增加。

截至 2015 年底，公司长期借款为 37.82 亿元，较 2014 年底增长 50.40%，主要由公司洋浦石油储备基地一期项目建设提用的项目贷款以及伴随公司业务规模拓展带来的长期借款的增长所致。

截至 2015 年底，公司新增应付债券 49.66 亿元。应付债券主要包括公司当年度发行的中期票据及本次公司债券。公司于 2015 年 10 月发行中期票据，面值 20 亿元，票面利率 5.00%，期限 3 年；同年 12 月，发行本次公司债券，面值 30 亿元，票面利率 4.98%，期限 5 年。

截至 2015 年底，公司长期应付款 4.99 亿元，较 2014 年底大幅增长 182.63%，主要为应付融资租赁款增加。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 689.07 亿元，较 2014 年底增长 11.18%，主要系长、短期借款增加所致。其中流动负债占比 85.05%，负债结构较 2014 年底变化不大。

从公司的债务规模来看，2015 年公司短期债务和长期债务分别为 376.68 亿元和 92.40 亿元。公司 2015 年长期债务资本化比率为 25.03%，较上年增加 8.23 个百分点；全部债务资本化比率 62.89%，较上年变化不大。公司的资产负债率由 2014 年底的 68.88%上升至到 2015 年底的 68.91%，较上年变化不大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 276.77 亿元，较 2014 年底增长 108.17%，归属于母公司所有者权益合计 203.11 亿元。归属于母公司所有者权益中：股本 100.00 亿元（占比 49.24%），较去年 61.45%的占比有明显下降；受股东增资的影响，资本公积 27.56 亿元（占比 13.57%），较去年 0.21%的占比有明显上升；未分配利润 72.25 亿元（占比 35.57%），占比较去年基本无变化。公司所有权权益结构仍以股本和资本公积为主，所有者权益稳定性较强。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计增长 8.62%至 300.64 亿元，构成较 2015 年底变化不大。

总体看，公司负债规模增加较快，结构仍以流动负债为主；公司所有者权益结构虽有变化，但仍以股本为主，所有者权益稳定性较强。

4．盈利能力

2015 年公司实现营业收入 2,065.88 亿元、利润总额 45.19 亿元、净利润 32.44 亿元，较 2014 年分别增长 20.53%、9.15%和 3.19%；净利润中归属于母公司所有者净利润 28.53 亿元，较上年减少 8.07%。

费用控制方面，2015 年公司财务费用、销售费用和管理费用均有明显提高，费用总额为 22.55 亿元，较 2014 年增长 81.53%。其中财务费用增长 85.72%至 14.77 亿元，主要原因是公司长期借款和应付债券的增长，相应的利息支出增加所致；管理费用为 6.70 亿元，较上年增长 90.83%，主要系人力资源费与公杂费增加所致；销售费用 1.08 亿元，较 2014 年增长 48.93%，主要由于人力资源费及销售推广费增加所致。整体看，公司各项费用变动情况与公司经营状况匹配，费用收入比为 1.09%，较上年增加 0.37 个百分点，处于较低水平。

非经常性损益方面，除主业带来的收入外，公司还可获得一定规模的投资收益。2015年公司获得投资收益6.22亿元，较上年大幅增长744.07%，主要来自于处置交易性金融资产取得的投资收益及子公司上海华信证券[1]债券撮合交易取得的收益。

2015 年公司主营业务毛利率和营业利润率分别为 2.68%和 2.79%，2014 年分别为 2.61%和 2.68%，相比变化不大；2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较上年有所下降，分别为 8.10%、8.71%和 15.83%。公司盈利能力仍保持较好水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 493.85 亿元，实现营业利润 9.29 亿元，净利润 7.57 亿元。

总体看，2015 年公司营业收入规模进一步扩大，投资收益对公司盈利规模有一定补充作用，盈利水平较上年有所提升。

5．现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 2,520.09 亿元，同比增长 30.76%，主要系营业规模扩大；现金流出 2,517.19 亿元，同比增长 32.41%，主要系业务量增长采购增加所致；公司经营活动产生的现金流量净额 2.90 亿元，同比大幅减少 89.01%。从收入实现质量来看，近两年公司的现金收入比分别为 101.35%和 96.82%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入 67.84 亿元，同比增长 887.52%，主要系收回投资收到的现金增加；投资活动现金流出 160.33 亿元，同比增长 301.75%，主要系扩大投资规模支付现金较多；投资活动现金流仍呈现净流出状态，净流出 92.49 亿元，净流出规模同比增长 179.95%，主要是由于 2015 年公司对外投资规模较大，使得投资支付的现金额度大幅增长。

[1]上海华信证券原名“华欧国际证券”，于 2002 年 12 月 18 日获准成立，2014 年 8 月 22 日被公司全资收购更为现名。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入 2,200.90 亿元，同比增长 163.03%；现金流出 2,036.63 亿元，同比增长 146.38%；筹资活动现金由净流入 164.27 亿元，同比大幅增长 1,523.99%，主要由于 2015 年公司使用银行授信取得的借款以及发行中期票据及公司债券，使得筹资活动产生的现金大幅度增加。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 655.27 亿元，经营活动现金流出 652.08 亿元，经营现金流净额 3.19 亿元，现金收入比 106.28%。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.55 亿元和-29.74 亿元。

总体看，2015 年公司经营性现金流仍呈现净流入状态，随着公司经营规模的扩大，公司经营活动现金流入及流出规模较大，随着公司经营规模的增长，给予下游优质客户账期，导致经营性净现金流有所下降；公司在建项目配套资金已经基本到位，项目未来资本支出压力不大；但未来公司入股 J&T 金融集团、收购 KMGI 股权等仍存在一定的资金压力。

6．偿债能力

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.91%、62.89%和 25.03%，较上年均有所上升，公司负债规模处于较高水平。

从短期偿债能力指标来看，公司负债结构以流动负债为主，2015 年公司流动比率、速动比率分别为 1.40 倍和 1.39 倍，较上年分别上升 0.14 个百分点和 0.19 个百分点；现金短期债务比为 0.44 倍，较上年增加 0.17 个百分点。整体看，公司短期偿债能力较上年变化不大，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2014 年、2015 年公司 EBITDA 分别为 49.92 亿元和 59.16 亿元，增加的原因系公司利润总额增加。从 2015 年公司 EBITDA 的构成来看，利润总额占比 76.38%，计入财务费用的利息支出占比 20.61%。2015 年 EBITDA 利息倍数为 4.44 倍，EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较上年有所下降。公司债务以短期债务为主，2015 年长期债务有所增加，但考虑到公司整体经营收入不断提高，未来盈利能力较好，整体偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司在各家银行的授信总额为 580.86 亿元，其中已使用额度 356.56 亿元，未使用授信额度 224.31 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2015 年底，公司及子公司对外担保情况见下表，合计金额 40.96 亿元；公司对外担保中的担保对象均为公司上游企业，经营规模和经营情况良好，担保目的是将应付货款改为对其开票提供质押担保，提高资金使用效率，增强了双方企业的流动性，公司代偿风险较小。

表 7　2015 年底公司及子公司（合并）对外担保情况表（单位：万元）

担保人	担保对象	担保额度金额	额度到期日	担保方式
海南华信国际控股有限公司	新丝路国际（和县）有限公司	50,000.00	2016/12/11	质押
	中储北方（厦门）油品国际贸易有限公司	51,582.00	2016/12/16	质押
	新丝路国际（和县）有限公司	48,000.00	2016/5/5	质押
上海华信国际集团有限公司	新丝路国际（和县）有限公司	80,000.00	2016/12/20	质押
	新丝路国际（和县）有限公司	30,000.00	2016/12/22	质押
	天津国贸石化有限公司	30,000.00	2016/12/22	质押
	天津国贸石化有限公司	70,000.00	2016/12/21	质押
	天津国贸石化有限公司	50,000.00	2016/12/18	质押
合计	--	**409,582.00**	--	--

资料来源：公司提供

根据中国人民银行出具的企业信用报告（被查询机构信用代码：G10310115026395101），截至 2016 年 6 月 29 日，公司无未结清和已结清关注类、不良类信贷信息记录。

总体看，公司负债规模处于较高水平，短期债务负担较重；但考虑到公司整体经营实力较强，未来盈利能力较好，整体偿债能力较强。

六、公司债券偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 165.14 亿元，为“15 华信债”本金（30 亿元）的 5.50 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 276.74 亿元，约为“15 华信债”本金（30 亿元）的 9.22 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 华信债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，公司 2015 年的 EBITDA 为 59.16 亿元，为本次公司债券发行额度（30 亿元）的 1.97 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。

从现金流情况看，公司 2015 年经营活动现金流入量为 2,520.09 亿元，为本次公司债券发行额度（30 亿元）的 84.00 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度很高；经营活动现金净流入 2.90 亿元，为本次公司债券发行额度（30 亿元）的 0.097 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券覆盖程度较低。

综合以上分析，并考虑到公司作为化工、能源产品的商贸企业，在原材料供应、销售渠道、经营规模等方面具备综合竞争优势，公司对“15 华信债”的偿还能力很强。

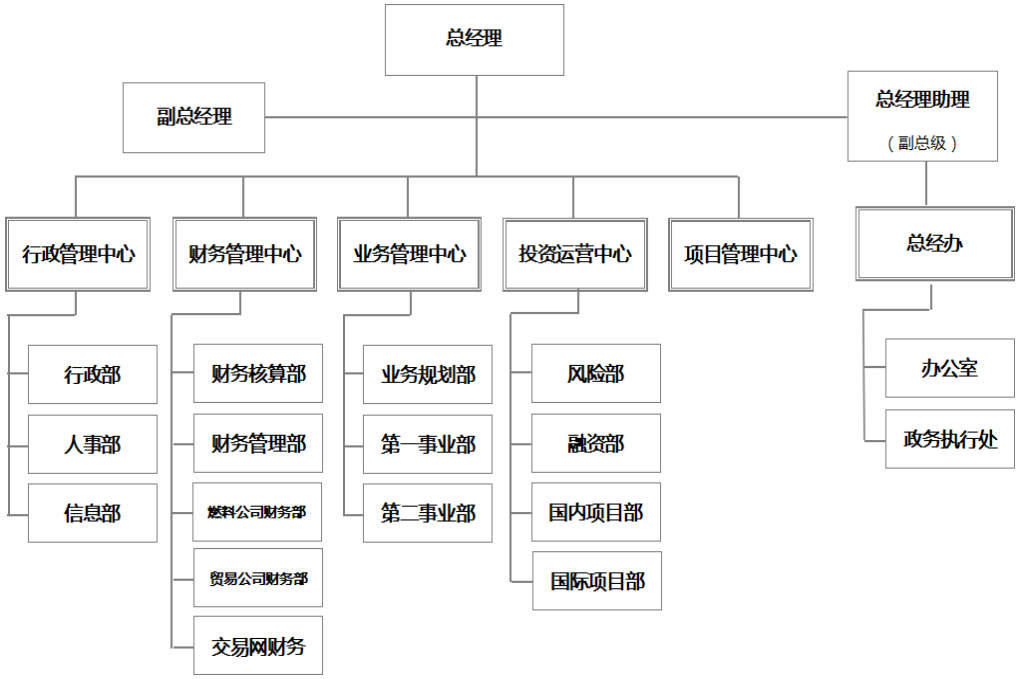
七、综合评价

公司作为经营化工和能源产品的商贸企业，2015 年巩固了其在原材料供应、销售渠道、经营规模等方面具备的综合竞争优势，2015 年收入规模进一步扩大。公司 2015 年发行了短期融资券、中期票据以及公司债券，有效扩充了公司营运资金；2015 年公司股东对公司增资 50 亿元，进一步增强了公司资本实力；同时联合评级也关注到 2015 年公司主营业务结构变化较大、化工产品与油品大宗贸易毛利率不高、全部债务规模增长较快等因素可能对其信用水平带来的负面影响。

目前公司正在积极筹划入股捷克 J&T 金融集团及哈萨克斯坦国家石油天然气国际股份公司（KMGI），若上述投资开展顺利，将有利于公司获得长期稳定的低成本资金及上游油气权益，完善全产业链布局。公司的收入规模及综合竞争能力有望进一步提升，公司有望保持良好的发展态势。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望调整为“正面”；同时，维持“15 华信债”“AA+”的债项信用等级。

附件 1　上海华信国际集团有限公司
组织结构图



附件 2　上海华信国际集团有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	427.31	890.19	989.70
所有者权益（亿元）	132.96	276.77	300.64
长期债务（亿元）	26.84	92.40	92.04
全部债务（亿元）	222.82	469.08	554.60
营业收入（亿元）	1,714.06	2,065.89	493.85
净利润（亿元）	31.44	32.44	7.57
EBITDA（亿元）	49.92	59.16	--
经营性净现金流（亿元）	26.35	2.90	3.19
应收账款周转次数(次)	9.38	6.55	--
存货周转次数（次）	156.55	182.04	--
总资产周转次数（次）	4.85	3.14	0.53
现金收入比率（%）	101.35	96.82	106.28
总资本收益率（%）	13.42	8.10	0.95
总资产报酬率（%）	13.76	8.71	1.03
净资产收益率（%）	26.76	15.83	2.62
营业利润率（%）	2.68	2.79	3.45
费用收入比（%）	0.72	1.09	1.42
资产负债率（%）	68.88	68.91	69.62
全部债务资本化比率（%）	62.63	62.89	64.85
长期债务资本化比率（%）	16.80	25.03	24.27
EBITDA 利息倍数（倍）	6.36	4.44	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.13	--
流动比率（倍）	1.26	1.40	1.26
速动比率（倍）	1.20	1.39	1.17
现金短期债务比（倍）	0.27	0.44	0.29
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.66	1.97	--

注：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；2016 年一季度相关指标未年化。

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]
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	自由负债/自有资产×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	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期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/本期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金融资产+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+
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。