

信用等级公告

联合[2017]1885 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拟公开发行的 2017 年可续期公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

上海华信国际集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

上海华信国际集团有限公司拟公开发行的 2017 年可续期公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年十二月十四日

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

2017 年公开发行永续期公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：基础发行规模 5 亿元，可超额配售不超过 25 亿元（含 25 亿元）

债券期限：每 3 个计息年度为一个周期（“重新定价周期”）

还本付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：在破产清算时，本期债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利

续期选择权：在每 3 个计息年度（即每个重新定价周期）末附公司续期选择权，公司有权选择将本期债券期限延长 3 年（即 1 个重新定价周期），或选择在该重新定价周期到期全额兑付本期债券

递延支付利息权：除非发生债券条款约定的强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为

赎回选择权：公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回

评级时间：2017 年 12 月 14 日

主要财务数据：

项目	2014年	2015年	2016年	17年6月
资产总额（亿元）	427.31	890.19	1,536.71	1,691.59
所有者权益（亿元）	132.96	276.77	464.83	523.89
长期债务（亿元）	26.84	92.40	225.42	273.31
全部债务（亿元）	222.82	469.08	867.32	984.38
营业收入（亿元）	1,713.34	2,063.64	2,466.24	1,311.90
净利润（亿元）	31.44	32.44	44.66	19.15
EBITDA（亿元）	49.92	59.16	87.73	--
经营性净现金流（亿元）	26.35	2.90	83.77	46.86
营业利润率（%）	2.64	2.70	3.18	4.69
净资产收益率（%）	26.76	15.83	12.04	3.87
资产负债率（%）	68.88	68.91	69.75	69.03
全部债务资本化比率（%）	62.63	62.89	65.11	65.27
流动比率（倍）	1.26	1.40	1.46	1.37
EBITDA全部债务比（倍）	0.22	0.13	0.10	--
EBITDA利息倍数（倍）	6.36	4.44	3.58	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.66	1.97	2.92	--

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说明均为合并口径；3、2017 年半年度数据未经审计，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

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对上海华信国际集团有限公司（以下简称“上海华信集团”或“公司”）的评级反映了其作为规模领先的民营能源产品商贸企业，在资本实力、行业地位、业务渠道、盈利能力等方面具备综合竞争优势。随着海南油库一期项目竣工投产，公司行业地位得以进一步巩固。同时，联合评级也关注到成品油需求增速放缓，公司海外资产及业务不确定性因素较多、债务负担较重、债务结构有待优化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司对外投资项目体量规模较大，涵盖能源、金融及其他多个领域；目前，投资项目有序推进，对公司产业链拓展和全球化布局促进作用明显；相关项目的完成将有效提升公司综合竞争实力，对公司抗风险能力的提高形成积

极的促进作用。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 通过多次增资，公司形成较大资本金规模，随着公司多项投资事项逐步落实，公司资产规模大幅增长，资本实力进一步增强。

2. 公司建立起业内领先的石油石化贸易渠道，油品贸易规模扩大带动主营业务收入持续显著增长；公司放宽优质客户信用政策，贸易业务议价能力明显提升，带动利润规模进一步提高。

3. 公司海南油库项目竣工投产，油库库容大部分纳入国家战略储备，有利于公司能源行业产业链拓展，公司行业地位得以进一步巩固。

4. 公司对外投资规模较大，涵盖能源、金融及其他多个领域；目前，投资项目有序推进，对公司产业链拓展和全球化布局促进作用明显；相关项目的完成将有效提升公司综合竞争实力，对公司抗风险能力的提高形成积极的促进作用。

关注

1. 未来世界经济将延续缓慢复苏态势，国内成品油消费增速放缓，成品油供应过剩加剧，对公司业务规模维持可能带来不利影响。

2. 公司海外业务及海外资产规模较大，在地缘政治、汇率变动等方面存在不稳定因素，加之公司经营开始转向重资产化，未来资产维系及项目运营情况存在一定的不确定性。

3. 公司对外投资尚待支付的投资款规模较大，存在一定的资本支出压力。

4. 公司债务规模因业务及投资资金需求扩大而显著增长，债务负担较重，债务结构有待优化。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

岳 俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：_____

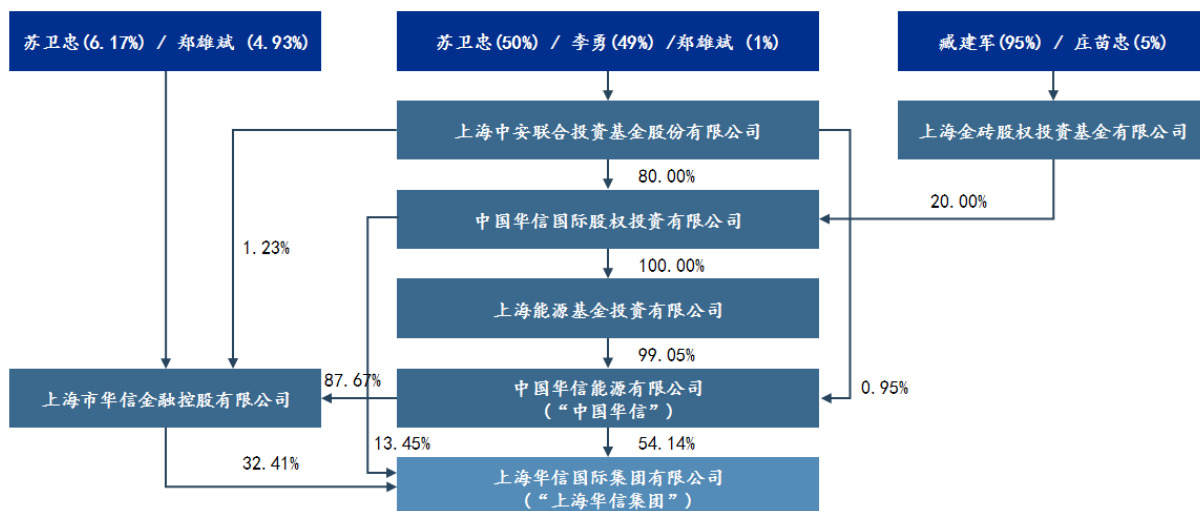

联合信用评级有限公司

一、主体概况

上海华信国际集团有限公司（以下简称“公司”或“上海华信集团”）原名为上海环利化学科技有限公司，成立于 2003 年 2 月，初始注册资本为 50 万元。2010 年 1 月，公司名称变更为上海华信石油集团有限公司。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%）。2015 年 2 月，经股东会审议通过，公司名称变更为现用名。

经多次增资及股权变更，截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 145.00 亿元，中国华信能源有限公司（以下简称“中国华信”）持有公司 54.14% 股份，上海市华信金融控股有限公司（以下简称“上海华信金融”）持有公司 32.41% 股份，中国华信国际股权投资有限公司持有公司 13.45% 股份；公司控股股东为中国华信，实际控制人为苏卫忠和郑雄斌。

图 1 截至 2017 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

截至 2017 年 6 月底，公司本部设置有总经办、财务部、业务部、投资运营部、法务部、行政部、人力资源部共 7 个核心管理部门，在职员工合计 4,752 人，合并范围内子公司（一、二级子公司）共 66 家。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,536.71 亿元，负债合计 1,071.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 464.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 332.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 2,466.24 亿元，净利润（含少数股东损益）44.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 83.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.23 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 1,691.59 亿元，负债合计 1,167.70 亿元，所有者权益（含

少数股东权益)合计 523.89 亿元,其中归属于母公司所有者权益 387.57 亿元。2017 年 1~6 月,公司实现营业收入 1,311.90 亿元,净利润(含少数股东损益)19.15 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润 15.61 亿元;经营活动产生的现金流量净额 46.86 亿元,现金及现金等价物净增加额-7.10 亿元。

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

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“上海华信国际集团有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券(第二期)”,基础发行规模为人民币 5 亿元,可超额配售不超过 25 亿元(含 25 亿元)。本期债券以每 3 个计息年度为一个周期(“重新定价周期”)。

本期债券采用固定利率形式,单利按年计息。在本期债券存续的首个重新定价周期(第 1 个计息年度至第 3 个计息年度)内,票面年利率由基准利率加上基本利差确定。基准利率在每个重新定价周期确定一次。首次基准利率为簿记建档日前 5 个交易日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为 3 年的国债收益率的算术平均数(四舍五入保留两位小数),其后每个重新定价周期的当期基准利率为在该重新定价周期起息日前 5 个交易日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为 3 年的国债收益率的算术平均数(四舍五入保留两位小数)。如果公司选择延长本期债券期限,则从第 2 个重新定价周期开始,每个重新定价周期适用的票面利率调整为当期基准利率加上基本利差再加上 300 个基点(1 个基点为 0.01%)。

本期债券发行采取网下面向合格投资者询价配售的方式,网下申购由公司与主承销商根据簿记建档情况进行债券配售。本期债券面值 100 元,按面值平价发行。本期债券在公司不行使递延支付利息权的情况下,每年付息一次。在公司破产清算时,本期债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利。

(1) 续期选择权

在每 3 个计息年度(即每个重新定价周期)末附公司续期选择权,公司有权选择将本期债券期限延长 3 年(即 1 个重新定价周期),或选择在该重新定价周期到期全额兑付本期债券。若公司选择延长债券期限,公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日,在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

(2) 递延支付利息条款

本期债券附设公司延期支付利息权,除非发生债券条款约定的强制付息事件,本期债券的每个付息日,公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受到任何递延支付利息次数的限制;前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息,公司应在付息日前 5 个交易日披露《递延支付利息公告》。

(3) 强制付息事件

付息日前 12 个月内,发生以下事件的,公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息:向股东分红;减少注册资本。

（4）利息递延下的限制事项

若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：向股东分配利润；减少注册资本。

（5）赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。公司若因上述原因进行赎回，则在发布赎回公告时需要同时提供以下文件：

①由公司总经理及财务负责人签字的说明，该说明需阐明上述公司不可避免的税款缴纳或补缴条例；②由会计师事务所提供的关于公司因法律法规的改变而缴纳或补缴税款的独立意见书，并说明变更开始的日期。

公司有权在法律法规，相关法律法规司法解释变更后的首个付息日行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日（即法律法规、相关法律法规司法解释变更后的首个付息日）前 20 个交易日公告。赎回方案一旦公告不可撤销。

公司因会计准则变更进行赎回

根据企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》以及《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会【2014】13 号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。公司若因上述原因进行赎回，则在发布赎回公告时需要同时提供以下文件：

①由公司总经理及财务负责人签字的说明，该说明需阐明公司符合提前赎回条件；②由会计师事务所出具的对于会计准则改变而影响公司相关会计条例的情况说明，并说明变更开始的日期。

公司有权在该会计政策变更正式实施日的年度末行使赎回权。公司如果进行赎回，必须在该可以赎回之日前 20 个交易日公告。赎回方案一旦公告不可撤销。公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。赎回的支付方式与本期债券到期本息支付相同，将按照本期债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，按照债券登记机构的相关规定办理。若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。除了以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还有息负债和补充营运资金。

三、行业分析

公司主要从事油品及相关产品贸易业务，受石油石化行业影响较大。

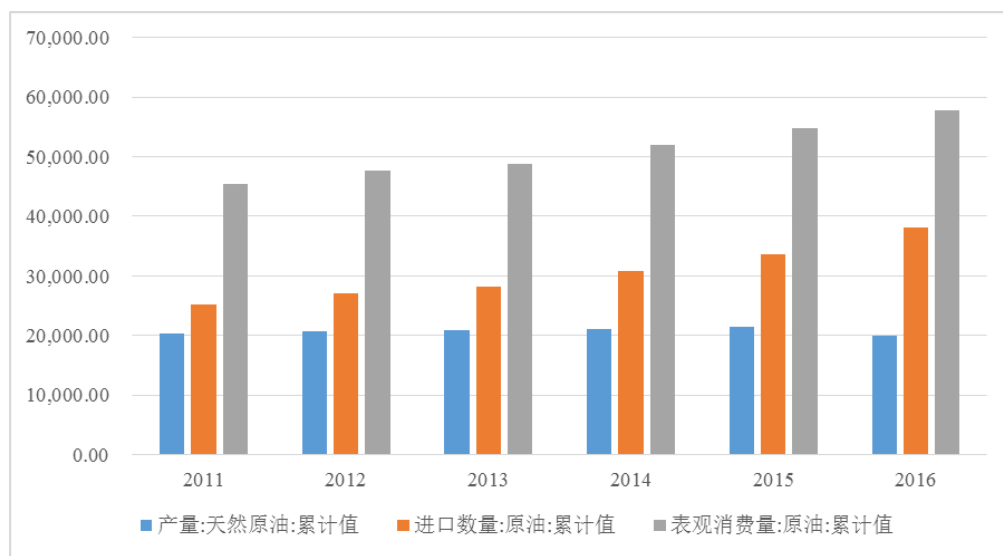
1. 行业概况

石油是重要的战略资源，直接影响着我国的经济发展和国家安全；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，行业进入壁垒较高。

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。

图 2 2011 年~2016 年我国原油供需状况（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯、联合评级整理。

近年来，我国原油消费量和进口量呈逐年增长趋势，我国已成第一大石油消费国及第二大原油进口国。2016 年，我国生产原油 2.00 亿吨，同比减少 7.01%；进口原油 3.81 亿吨，同比增长 13.56%；表观消费量为 5.78 亿吨，同比增长 5.55%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2016 年，原油进口依存度达到 65.95%，同比上升 4.65 个百分点。

总体看，石油是我国重要的战略物资，行业进入壁垒较高。近年来，行业发展趋势良好，但是原油供应对外依存度较高。

2. 上下游情况

从原油及天然气储量来看，美国《油气杂志》的年终统计，截至 2016 年末，世界原油总证实储量约为 2,254.6 亿吨，折合原油 16,458.58 亿桶，天然气的证实储量约为 188.3 万亿立方米。油储量的分部主要集中在 OPEC 国家，占比高达 73.7%，其次是美国、俄罗斯等拥有较多石油资源的国家，而拥有接近一半人口的亚太地区石油资源高度匮乏，原油储量占比不足 3%，其中，我国原油储量占比仅为 1.56%。天然气储量最多的国家是伊朗、俄罗斯和卡塔尔，分别占全球已证实总量的 17.2%、24.5%、12.4%，这三个国家拥有全球一半以上（54.1%）的天然气储量，而亚太地区的天然气储量仅占比 7.8%，其中，我国天然气储量占比仅为 2.65%。随着世界油气勘探开发技术水平的提高，油气资源的估计结果不断上升，因此，尽管世界油气产量不断增长，油气证实储量仍保持在较为稳定的水平。

供需方面，2015 年以来，全球石油产量增速连续两年超过全球石油消费增速，达 280 万桶/日，上升 3.2%，是自 2004 年以来最快增速。OPEC 国家仍是最大的油气生产组织，伊拉克（+75 万桶/

日)和沙特阿拉伯(+51万桶/日)产量均升至历史最高值,使得OPEC国家石油产量增加了160万桶/日,至3,820万桶/日,超过了2012年创下的记录;非OPEC国家的产量增速比2014年创下的记录有所放缓,但仍增长了130万桶/日。近年来,受全球经济增速放缓影响,油气下游需求增速有所下降,导致原油价格持续震荡下行。2016年,OPEC国家与部分非OPEC国家达成减产协议以提振油价,并于2017年开始执行,此举带动全球油价逐步回暖。截至2016年底,布伦特原油价格已反弹至54.07美元/桶。2017年以来,减产协议逐步执行,原油价格继续回暖,但在美国页岩油产量迅速增长的影响下,国际原油价格上涨乏力。

从国内看,我国原油及天然气储量较为匮乏,随着能源需求的不断增长,我国原油及天然气对外依存度逐年上升,至2016年,我国原油及天然气对外依存度已分别升至65%及34%。预计未来很长一段时期,我国油气对外依存度较高的情况难以改变,油气贸易仍是我国石油石化行业重要的一环。

总体看,国际范围内石油资源分布较不均衡,我国油气资源较为匮乏,对外依存度较高,未来,油气贸易仍将是我国石油石化行业重要的一环。

3. 竞争格局

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

经过1998年的战略性重组,在原油经营领域,目前国土资源部仅允许中石化集团、中石油集团、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;而中国国际石油化工联合有限责任公司(中石化集团公司下属子公司)、中国联合石油公司(中国石油集团公司下属子公司)、中国中化集团(下称“中化集团”)和珠海振戎公司等四家国有公司则控制了中国90%以上的原油进口业务。

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

石油炼制与油品销售方面,2016年我国原油加工量继续保持增长,全年原油加工量5.41亿吨,较上年增长3.64%,成品油(汽、煤、柴油合计)产量3.48亿吨,较上年增长3.26%。目前我国成品油生产和销售主要由中石油集团和中石化集团控制,中海油总公司、中化集团和延长石油成品油生产规模很小,在产品规模、销售终端和品牌知名度方面均无法与两大集团相比,中石油集团和中石化集团对我国的成品油市场具有很强的控制力。

总体看,由于石油石化行业为资本和技术密集型行业,项目投资金额较大,且政府管制较为严格,目前,国内市场主要参与者较为集中。

4. 价格情况

(1) 原油和成品油

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，国际原油市场三大基准价格分别为纽约商品交易所（NYMEX）交易的低硫原油期货价（WTI）、伦敦国际石油交易所（IPE）交易的北海布伦特轻质原油期货价以及迪拜原油现货价。2008年下半年以来，受全球经济危机的影响，原油价格冲高回落，在经过2009~2010年的恢复和调整，2011~2014年6月，国际原油价格在高位波动。受到全球石油供过于求影响，2014年下半年，国际原油价格单边大幅下挫，第四季度出现断崖式下跌。2014年年底价格为59.45美元/桶，较年初的107.78美元/桶大幅下跌44.84%。进入2015年，国际原油价格低位震荡，2015年下半年，随着美国页岩油供应量大幅上升，布伦特原油期货价格震荡走跌，2015年三季度，国际原油价格继续下滑，截至2015年9月末，布伦特原油期货价格为48.37美元/桶，较年初的56.42美元/桶下降14.27%。2015年布伦特原油现货均价为52.34美元/桶，同比下降47.1%。2016年，布伦特和WTI原油期货均价分别为45.13美元/桶和43.47美元/桶，比上年分别下降15.80%和10.86%。布伦特和WTI油价于2016年年初跌至27.88美元/桶和26.21美元/桶的本轮油价最低点后小幅回升，总体低位震荡运行。截至2017年6月1日，布伦特和WTI原油期货价格分别为50.63美元/桶和48.36美元/桶。考虑到油价上涨促使美国页岩油产量增加、OPEC国家执行减产协议，预计全球石油供给仍将维持现在的宽松局面，但供需正朝着新平衡好转。

图3 2013年以来国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013年3月，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“发改委”）调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从22个工作日缩短为10个工作日；取消平均价格波动4%的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果10个工作日汽柴油价格变动幅度不足每吨50元，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制已逐渐得以平稳运行，该机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善，完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013年9月，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。从成品油价格调整情况看，2014年，全年中国政府共18次调整国内汽油、柴油价格，4涨14跌，其中自7月21日起连续10次下调成品油价格；7月21日至12月末，汽油、柴油标准品价格分别累计下调2,205元/吨和2,355元/吨。2015年，政府对成品油价格进行了23次调整，

7 涨 12 跌，4 次搁浅，汽油、柴油标准品价格分别累计下调 670 元/吨和 715 元/吨。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。2016 年，政府对成品油价格进行了 25 次调整，10 涨 5 跌，10 次搁浅，汽油、柴油标准品价格分别累计上调 1,015 元/吨和 975 元/吨。

（2）天然气

天然气价格由出厂价格和管道运输费两部分组成。2005 年 12 月 26 日之前，天然气的出厂价格依据天然气的销售是否纳入了政府制定的天然气供应计划而有所不同。2005 年 12 月 26 日，国家发改委改革了国内天然气出厂价格形成机制，将国内天然气分为两个等级，公布各等级出厂基准价，供需双方在出厂基准 10% 的浮动范围内协商确定天然气出厂价格。天然气生产商根据天然气运输管道的资本性投资、管道折旧周期、最终用户的支付能力和利润率，将拟议的管道运输费提交国家发改委审查和批准。2010 年 5 月 31 日，国家发改委发布了《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》，规定从 2010 年 6 月 1 日起国产陆上天然气出厂基准价每千立方米上涨 230 元。同时取消国产陆上天然气出厂基准价格“双轨制”，并轨国产陆上天然气一、二档气价，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，下浮不限，即供需双方可以在不超过出厂基准价格 10% 的前提下，协商确定具体价格。2013 年 6 月，国家发改委区分存量气和增量气调整了非居民用天然气价格，主要目的是初步建立天然气价格形成新机制，实际提价幅度较小；2015 年 4 月，政府将存量天然气和增量天然气门站价格并轨，全面理顺非居民用气价格，同时，试点放开直供用户用气价格，居民用气门站价格不作调整，实现了非居民用天然气价格的并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下调 0.44 元，为我国天然气价格改革中首次大幅下调天然气价格。2016 年 5 月，发改委在《充分发挥价格杠杆作用助力供给侧结构性改革》一文中提出，进一步完善成品油价格形成机制，设置价格调控下限，简化调价操作方式，并放开液化石油气出厂价格；实现非居民用存量气和增量气价格并轨，全面理顺非居民用气价格。未来，天然气价格将步入市场化阶段，会受到可替代能源价格、运输管道、运输距离等多种因素的影响，石油石化企业的天然气销售价格和毛利率的波动程度将有所增大。

总体看，原油市场处于低位运行态势，2016 年以来，原油价格低位反弹，后受益于 OPEC 国家减产协议的有效执行，原油价格保持上升态势。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逐步回升。国内天然气初步形成了市场化的新机制，随着新机制的实施未来国内天然气价格波动幅度会增大。

5. 行业政策

（1）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勘探、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
勘探与开采监管	国土资源部	对境内的矿产资源的勘探及开采行使管理权并负责审核发放勘探许可证及开采许可证，申请人必须为国务院批准从事石油及天然气勘探及开采活动的企业。
原油价格监管	国家发改委	国家发改委以国际市场原油价格为基础，制定各省（自治区、直辖市）或中心城市汽、柴油最高零售价格。对于未实行全省统一价格的地区，由省级价格主管部门以国家发改委制定的中心城市最高零售价格为基础，合理

		安排省内非中心城市最高零售价格并向国家发改委备案。批发价格则比照最高零售价格，保证批零价格之间至少有 300 元/吨的差价。
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

（2）政策变化

2011 年 11 月 1 日起，修订通过的《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》正式实施。按照新的资源税实施细则，原油和天然气资源税由原来的每吨原油资源税 30 元、天然气每立方米 7~9 元，一律调整为按产品销售额的 5%计征，同时，对稠油、高凝油、高含硫天然气和三次采油暂按综合减征率的办法落实资源税减税政策。新资源税的全面实施，将显著增加业内企业的税收负担。根据国务院及财政部有关文件规定，自 2006 年 3 月 26 日起国家对石油开采企业销售国产原油因价格超过一定水平所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。2011 年 12 月，财政部将石油特别收益金起征点从 40 美元/桶提高至 55 美元/桶；2014 年 12 月 25 日，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》（财税〔2014〕115 号），决定从 2015 年 1 月 1 日起，将石油特别收益金起征点从 55 美元/桶提高至 65 美元/桶，本次石油特别收益金的政策调整将缓解石油开采企业的成本压力。2016 年 12 月，国家发展改革委、能源局组织编制了《石油发展“十三五”规划》，规划包括上游资源勘探开发、中游原油成品油管网等基础设施建设，兼顾下游石油节约和替代，是“十三五”期间我国石油产业健康发展的重要指引，规划明确了石油发展六大重点任务：加强勘探开发保障国内资源供给；推进原油、成品油管网建设；加快石油储备能力建设；坚持石油节约利用；大力发展清洁能源；加强科技创新和提高装备自主化水平。未来我国将加快推进资源性产品价格改革，油气价格改革将对消除炼化业和天然气进口政策性亏损问题产生积极影响，天然气作为实现清洁能源发展的桥梁，有望获得更多政策支持。

总体看，中国石油化工行业是国家管制行业，政府对行业中上游的生产与销售管控较为严格。资源税的实施显著增加了企业的税收负担，未来，资源性产品价格改革会加速推进，对石化行业有较好的政策支持。

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

目前，我国是全球第一大石油消费国和第二大石油进口国，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的加快了国际化的步伐，但国际政治、经济和包括进入壁垒、合同违约等在内的其他条件的复杂性都可能加大石油石化企业海外业务拓展及经营的风险。

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，对业内企业经营业绩产生一定影响。在原油高度依赖进口的现状下，当国际原油价格处于较高位置时，国内成品油市场仍有可能面临价格“倒挂”的风险。

国际原油价格上升阻力较大

2014 年尤其是四季度，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，以英国北海布伦特原油期货价格为例，2014 年年底价格为 59.45 美元/桶，较年初的 107.78 美元/桶大幅下滑 44.84%；2015 年三季度，国际原油价格继续下滑，2015 年 9 月末布伦特原油期货价格为 48.37 美元/桶，较年初的 56.42 美元/桶下降 14.27%。2015 年布伦特原油均价为 52.5 美元/桶，同比下降 47%，处于底部区域。2016 年，布伦特和 WTI 原油期货均价分别为 45.13 美元/桶和 43.47 美元/桶，比上年分别下降 15.80% 和 10.86%。国际原油价格的持续下行对石油行业上游资产造成影响，进而影响勘探和开采，石油公司的投资量将出现下滑；同时，石化产业产品失去成本支撑，在产业链传导作用下，价格出现下挫，甲苯、PTA、PX 和丁二烯等石化下游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。2017 年，特朗普就任美国总统后，推动及实施一系列能源政策，鼓励煤炭、石油、天然气等传统化石能源产业的发展，并取消化石能源开采的部分限制。在特朗普松绑化石能源生产后，美国低价页岩油将继续保持对市场的冲击，石油和煤炭价格将长期受到压制。2017 年 5 月，石油输出国组织（OPEC）与非 OPEC 产油国做出决定，将原油减产期限延长 9 个月，以调节国际原油市场平衡，但受特朗普政府能源政策影响，减产效果并不理想，原油价格并未大幅上升。2017 年 6 月初，布伦特和 WTI 原油期货价格分别为 50.63 美元/桶和 48.36 美元/桶，分别较年初下降 8.73 个百分点和 7.59 个百分点。原油价格低位震荡将直接作用于成品油价格，影响其上升空间。

石油供应安全面临挑战

国内石油总体进入低品位资源勘探开发的新阶段，产量大幅增长难度大，开放条件下的石油供应安全仍是面临的重要问题。原油进口主要集中在中东等地缘政治不稳定地区、海上运输过于依赖马六甲海峡、陆上跨国管道突发事件等风险依然存在。石油储备规模及应急响应水平、国际石油合作质量不能完全适应近年来国际油价波动幅度加大、频率加快的市场格局。

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。继 2006 年 12 月发布“国III”汽油标准之后，2009 年 6 月我国又发布了“国III”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》于 2013 年 7 月 1 日将 3.5 吨以上柴油车执行国IV标准。2013 年 9 月 23 日发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段。为了缓解油品低碳化的压力，北京于 2013 年 2 月 1 日起执行相当于欧V标准的京V标准，新车排放标准要求率先与国际接轨。2013 年年 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）》，该标准将于 2018 年 1 月 1 日施行。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%。我国炼油行业正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。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。

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。

配套“十三五”，2016 年 4 月，中国石化联合会发布《石油和化学工业“十三五”发展指南》（以下简称“《指南》”）及《石化产业调结构促升级三年实施方案》（以下简称“《方案》”）。《指南》提出，“十三五”期间我国石油与化学工业应通过重点创新、深化改革、扩大国际合作来提升传统产业、培育战略性新兴产业，从而实现稳增长、调结构的战略目标。《方案》提出了“过剩矛盾有效缓解、产品结构逐步改善、产业布局区域合理、绿色制造全面推进、创新能力明显增强”五大目标。其中，到 2018 年底，氮肥、磷肥、电石、氯碱、轮胎等产品产能要实现零增长或负增长，化工新材料整体自给率要超过 75%，万元工业增加值能耗、碳排放比“十二五”末下降 6%，科研投入占全行业主营业务收入比例不低于 1.2%。《方案》还提出了多个领域结构调整的重点方向，其中，石油化工有序推进石化产业基地建设，严格限制炼油产能，大力发展高端石化产品，加快油品升级；传统化工行业严控新增产能，加快淘汰落后产能；开发新型应用领域和高附加值产品；化工新材料行业重点发展高性能树脂、特种合成橡胶、高性能纤维、功能性膜材料、提高自给率；开展重大工程示范，加快重点材料及技术装备国产化；加快相关标准制修订。

全球石油供需形势总体宽松

美国页岩革命带动了页岩油、致密油等非常规、低品位资源勘探开发。预计“十三五”全球石油供应持续宽松、油价维持低位、需求稳定增长、消费重心东移。新常态下我国经济长期向好的基本面没有改变，“十三五”时期石油需求仍将稳步增长，但增速进一步放缓，石油在一次能源消费中的占比保持基本稳定。

国际合作迎来新机遇

当前地缘政治和国际能源格局深刻调整的战略机遇期为我国积极拓展国际石油合作，参与全球能源治理提供了新空间。党中央提出建设“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的合作倡议，能源合作是其中重要的内容之一，有助于加大与相关国家在油气勘探开发、投资贸易、技术服务等领域合作，加强能源基础设施互联互通，共同维护跨境管道安全。

总体看，短期内全球石油供需形势总体宽松，国际原油价格维持低位震荡的可能性大。原油作为不可再生能源，能源供给结构亟待优化，我国将抓住国际能源格局深刻调整的战略机遇积极拓展国际石油合作。成品油方面，环境保护要求的提高，油品质量升级步伐加快。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司从事国际国内贸易业务，以油品及相关产品为主要贸易品种。2016 年，公司油品销售量 8,677.01 万吨，营业收入达到 2,472.55 亿元。

公司的战略布局为重点立足欧洲油气终端，获取上游油气股权与权益，通过经营和投资带动实

现集团战略发展，公司现已在油气权益获取、能源贸易、能源储备、能源运输等方面有所进展，利于上中下游的配套运营和有机联动。

油气权益获取方面，公司于 2015 年 5 月与阿布扎比控股集团签署合作备忘录；2015 年 12 月，与台湾中油签署合作协议，获得台湾中油乍得三个油气区块 35% 股权及油气权益。

能源贸易方面，在国内，公司与中石油、中石化、中联油、中化、中海油、中航油、华电、冀中能源、淮矿、华润、民机等企业的大型炼油厂、化工厂和能源企业，与中船、日照港集团、天津物资等港口码头及物流企业建立了长期客户关系。

能源储备方面，公司于 2011 年投建海南洋浦石油储备库项目，一期 280 万立方米储备库，其中，原油 180 万立方米，燃料油 60 万立方米，轻油 40 万立方米，已于 2016 年 7 月 2 日正式投油。该储备库项目对于公司发挥其在石油行业的资源、资金和品牌优势，保证国家石油储备及稳定市场价格有积极作用。

能源运输方面，在国内，公司与大型央企合作，共同开展 LNG 铁路运输及润滑油配送，建立油气铁路运输物流。在国外，公司收购了中哈边境的能源物流公司 Dostyk Gas Terminal LLP（简称“DGT”）40% 的股权，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。

此外，公司建立金融体系，以支持公司能源产业的长远发展。在国内，公司控股或参股上海华信证券有限责任公司（以下简称“华信证券”）、华信期货股份有限公司（原华信万达期货股份有限公司，以下简称“华信期货”）、海南银行股份有限公司、上海华信集团商业保理有限公司、上海华信国际集团财务有限责任公司（以下简称“华信财务”）等金融公司，通过公司金融体系的不断完善，增强了金融服务能力。在国外，2016 年 3 月公司签署收购捷克共和国 J&T FINANCE GROUP SE 股权至 50.00% 的控股框架协议，有利于公司获得长期稳定的低成本资金。

2016 年，公司继续维持上海民营企业 100 强第 1 位的位置，排名上海企业 100 强第 8 位。公司系上海纳税百强企业，获得了“2015 年浦东新区经济特别贡献奖”等多项荣誉。

总体看，公司实现了油气权益获取、能源贸易、能源储备、能源运输的上中下游布局，建立了金融体系支持能源产业发展，有望保持较强的竞争力。

2. 人员素质

截至 2017 年 6 月底，公司董事、监事以及高级管理人员共 12 人，均有丰富的行业从业经验，熟悉行业的整体状况和公司的运营发展情况，具有丰富的管理经验。

公司董事长兼总经理李勇先生，1977 年生，研究生学历，中共党员；历任上海复旦渊通创业投资管理有限公司投资经理，上海博润投资有限公司高级投资经理，华为技术有限公司高级融资经理，伽玛星医疗集团总经理助理，上海骏骏投资发展有限公司总监；自 14 年 3 月起任公司董事长兼总经理、华信国际董事长等职务。

公司董事苏卫忠先生，1968 年生，中共党员，本科学历，高级会计师；1989 年~2006 年任福建省外文书店财务负责人，2006 年任福建华信控股有限公司董事、副总经理，现任公司董事、青岛市企业联合会副会长。

公司董事陈强先生，1957 年生，中共党员，本科学历；2012 年就职于中国华信，现任公司董事、中国华信副总裁兼战略决策委员会执行董事。

公司董事魏巍先生，1969 年生，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；自 15 年 7 月起任公司董事。

截至 2017 年 6 月底，公司共有在职员工 4,752 人。从岗位构成情况看，管理人员占 7.98%，研发人员占 5.77%，生产人员占 37.12%，销售人员占 8.44%，其他人员占 40.70%；从文化素质方面看，硕士及以上学历占 11.64%，本科学历占 23.44%，大专学历占比 11.26%，高中及以下学历占 53.66%；从年龄构成看，30 岁以下员工占 25.93%，30~50 岁之间员工占 50.65%，50 岁以上员工占 23.42%。

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

五、公司管理

1. 治理结构

公司依照章程设立了股东会、董事会、监事会和管理机构。股东会是公司的最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司董事会有四名成员，任期三年，董事任期届满，可以连选连任。董事会设董事长一人，董事长由股东会选举产生。董事会行使执行股东会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案等职权。

公司监事会有三名成员，监事任期每届三年，任期届满，可以连任。监事会设监事会主席一人，监事会中有职工代表一人。监事会行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等职权。

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

总体看，公司股东会、董事会和监事会独立运作，整体运行情况较好。

2. 管理体制

公司遵循《公司法》的要求，并按照现代企业制度建立了完善的公司制度。公司本部设有总经办、财务部、业务部、投资运营部、法务部、行政部、人力资源部共 7 个职能部门，部门职责清晰。

公司建立了严格的财务费用和资金管理制度，下属公司财务负责人由公司委派，对其资金、投融资进行统一管理。公司参股财务公司对公司下属子公司资金进行统一调配，财务公司承担资金调拨管理、盘活企业内部资金等重要功能，为公司业务发展提供资金管理服务。

在投资管理方面，公司制定了完备的项目投资基本流程，项目投资实行投资、经营和监管相结合的原则，并对项目决策、投资、经营、监管、管理、责任等做了详细的规定。

在项目管理上，公司根据项目具体情况，制定了工程合同、工程招标、质量、投资、采购、施工、财务等多方面的管理细则，从制度上保证了项目顺利开展。

为加强对子公司的管理，公司特别制定了《上海华信石油集团有限公司子公司管理制度》，明确母公司对子公司的管理控制：（1）建立对子公司的控制制度，明确向子公司委派的董事、监事及重要高级管理人员的选任方式和职责权限等；（2）依据母公司的经营策略和风险管理政策，督导子公司建立起相应的经营计划、风险管理程序；（3）要求各子公司建立重大事项报告制度和审议程序，及时向母公司分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项等信息，并严格按照授权规定将重大事项报母公司董事会或股东会审议；（4）要求子公司及时向母公司报送其基础证照、工商调档材料（包

括股东会决议、章程等）等重要文件，及时将工商变更信息汇报至母公司；（5）定期取得并分析各子公司的月度、季度、年度报告，包括营运报告、产销量报表、财务报表（包括资产负债表、损益报表、现金流量报表等）、银行授信情况统计报表、向他人提供资金及提供担保报表等；（6）建立对各子公司的绩效考核制度。母公司依据对子公司资产控制要求，行使对子公司的重大事项管理。同时负有对子公司指导、监督和相关服务的义务。子公司在母公司总体方针目标框架下，独立经营和自主管理，合法有效地运作企业法人财产。同时，应当执行母公司对子公司的各项制度规定。

总体看，公司机构设置较为合理，公司建立了一整套管理制度和管理机制，管理水平良好，能够满足公司的日常经营需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于贸易业务，主要贸易品种为油品及相关产品。2014~2016 年，公司营业收入分别为 1,713.34 亿元、2,063.64 亿元和 2,466.24 亿元，逐年增长，主要系贸易业务规模扩大所致；公司净利润分别为 31.44 亿元、32.44 亿元和 44.66 亿元，利润规模较大。2014~2016 年，公司主营业务收入占营业收入比例维持在 99%以上，主营业务十分突出。

公司贸易品由化工品向燃料油及原油逐步拓展，对世界石油石化能源市场参与度逐步加深，公司目标贸易品逐步转变为油品（尤其是原油），2014~2016 年，公司化工原料收入占主营业务收入比例分别为 54.43%、9.69%和 3.64%，占比大幅下滑；油品收入占主营业务收入的占比分别为 42.38%、88.88%和 91.81%，逐年显著提升。2016 年，公司油品收入 2,255.62 亿元，较上年增长 23.10%，主要系公司积极拓宽上游资源渠道和拓展下游客户群体所致；公司化工原料收入 89.31 亿元，较上年减少 55.31%，主要系考虑到单笔贸易金额相对较小、经济效益相对较低，公司逐步退出化工原料贸易所致。2014~2016 年，公司农化产品收入占主营业务收入比例逐年降低，主要系公司逐步退出该业务并对相关资产进行处置所致；受满足主要客户实际需求、顺应市场变化等因素影响，公司保持着一定比例的油品相关产品的业务收入占比，考虑到公司相关产品业务分布分散且总量相对较小，对公司经营业绩影响较小。

表 2 2014~2017 年 6 月公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
油品	725.52	42.38	2.20	1,832.29	88.88	2.70	2,255.62	91.81	3.07	1,227.14	94.01	4.87
化工原料	931.71	54.43	2.86	199.84	9.69	2.09	89.31	3.64	2.58	16.48	1.26	1.55
食用油	--	--	--	0.78	0.04	0.55	24.02	0.98	2.50	7.13	0.55	1.29
液化气	--	--	--	4.11	0.20	13.17	5.88	0.24	20.26	2.90	0.22	19.10
化肥	51.95	3.03	4.02	13.23	0.64	1.89	0.07	0.003	-9.20	--	--	--
农药	--	--	--	6.93	0.34	10.21	6.33	0.26	9.06	--	--	--
金属	--	--	--	1.26	0.06	0.10	1.01	0.04	0.02	0.81	0.06	0.42
橡胶	--	--	--	--	--	--	39.10	1.59	1.95	--	--	--
喷气燃料	--	--	--	--	--	--	20.05	0.82	2.08	--	--	--
其他	2.60	0.15	0.64	3.14	0.15	2.82	15.49	0.63	3.51	50.90	3.90	0.29
合计	1,711.78	100.00	2.61	2,061.57	100.00	2.68	2,456.90	100.00	3.08	1,305.37	100.00	4.66

资料来源：公司提供

注：2014 年化肥收入统计项含农药收入；2016 年其他收入为机械设备、煤炭、种子等产品贸易收入；部分贸易品如橡胶等因 2014 年与 2015 年收入规模较低纳入其他项，未单独统计；2017 年 1~6 月，橡胶计入纳入其他收入，喷气燃料收入计入油品收入，公司无农药收入，无化肥收入。

毛利率方面，2014~2016 年，公司主营业务毛利率分别为 2.61%、2.68%和 3.08%，呈逐年上升趋势，主要系油品贸易毛利率逐年提高所致；公司油品毛利率分别为 2.20%、2.70%和 3.07%，指标逐年上升，主要系公司通过对国企、央企和长期合作客户的账期整体上延长来取得价格优势所致。2016 年，公司化工原料毛利率 2.58%，较上年提高 0.49 个百分点，主要系公司放弃部分低利润率的小单业务所致；农药毛利率仍处于较高水平；液化气毛利率仍处于较高水平，主要系除贸易收入外，该业务同时提供产品换装服务及物流服务；化肥毛利率因市场景气度下滑而降为负值；其他各项毛利率仍维持较低。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 1,311.90 亿元，较上年同期增长 38.05%；净利润 19.15 亿元，较上年同期增长 3.84%，其中归属于母公司的净利润 15.61 亿元；议价能力提升使得油品业务毛利率上升，公司上半年收入及利润平稳增长。

总体看，公司油品贸易规模扩大带动主营业务收入逐年显著增长；公司利用自身资金优势，通过账期换价格的方式提高油品贸易毛利率水平；同时，公司基于市场景气度情况及下游主要客户的实际业务需求，积极、有序开展其他各项业务。

2. 贸易业务

油品贸易方面，公司具体产品主要为原油和燃料油两种。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。2014 年以后，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，以及中国政府对民营企业原油使用权和进口资质的逐步放开，公司不断开拓上游资源提供商，原油贸易销售额及销售量在油品贸易中的占比有所提高。化工原料方面，公司主营的化工原料为 PX（对二甲苯）和混合芳烃，其下游客户以大型国企、央企为主。

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，公司外贸业务主要采用直接转口的贸易模式；公司内贸业务为国内采购的贸易商品直接转销国内其他客户；公司外贸规模与内贸规模总量相近。汇率方面，由于公司主要采用“以销定采”的采购策略，且转口贸易占比较大，公司受汇率波动影响较小。

（1）贸易品采购

在化工原料和油品采购过程中，公司主要采用“以销定采”的采购策略，即公司根据下游客户需求向上游供应商询价，一旦双方就价格及贸易条款达成一致，公司立即会落实相应商务合同的签署及交付手续，提前锁定利润。公司与上游供应商和下游客户就产品的询价周期通常控制在较短的时间周期内，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。

随着公司业务在国际能源市场深入拓展，公司逐步减少化工原料贸易规模，迅速拓展油品尤其是原油贸易业务，2014~2016 年，公司油品采购量分别为 1,652.97 万吨、7,038.93 万吨和 8,677.02 万吨，采购量逐年大幅增长；与此同时，公司 PX 和芳烃采购量逐年大幅减少。2016 年，公司油品采购量 8,677.02 万吨，同比增长 23.27%，主要系公司积极拓宽资源渠道及客户群体所致；公司油品采购额 2,186.38 亿元，占公司主要贸易品采购总额的 97.80%。2016 年，公司 PX 采购量和芳烃采购量分别下降 54.71%和 82.47%，分别降至 76.97 万吨和 20.26 万吨，此两类贸易品不再是公司主要贸易品。

表 3 2014~2016 年公司主要贸易品采购情况（单位：万吨、亿元、元/吨）

产品	2014 年			2015 年			2016 年		
	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价	采购量	采购金额	采购均价
油品	1,652.97	709.56	4,292.64	7,038.93	1,783.62	2,533.94	8,677.02	2,186.38	2,519.74
PX	618.48	546.56	8,837.15	169.95	98.70	5,807.59	76.97	41.29	5,364.43
芳烃	426.81	306.06	7,170.87	115.57	81.88	7,084.88	20.26	8.00	3,948.67
合计	2,698.26	1,562.18	--	7,324.46	1,964.20	--	8,772.25	2,235.67	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

采购均价方面，公司采购的主要贸易品为大宗商品，价格随行就市，近三年均价皆显著下滑。2016 年，原油价格先抑后扬，受此影响，公司油品采购价格，与上年基本持平，全年采购均价 2,519.74 元/吨；PX 和芳烃采购均价同比均有下滑。

2017 年 1~6 月，公司油品、PX 采购量分别为 3,859.83 万吨和 3.89 万吨，采购均价分别为 3,024.30 元/吨和 5,984.57 元/吨，PX 业务规模明显下滑；公司未开展芳烃业务，无芳烃采购。

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，采购渠道相对稳定并不断拓展。2014~2016 年，公司油品前五大供应商合计采购金额占同期采购金额的比重分别为 68.57%、44.91%和 38.05%，供应商集中度持续下降，但仍偏高。公司转口贸易交易市场中，拥有优质油品资源的供应商相对较少；考虑到公司积极参与市场交易，并积极开展油气资源权益收购，以拓宽资源渠道，公司采购风险相对可控。2016 年，公司 PX、芳烃贸易品前五大供应商的合计采购金额占同期采购总金额的比重分别为 64.87%、66.10%，供应商集中度较高，考虑到其收入占比较小，对公司业务经营影响不大。

表 4 2014~2016 年公司油品贸易前五大供应商情况（单位：万元、%）

时间	供应商名称	采购金额	占采购总额比例
2014 年	TH KMG SINGAPORE PTE.LTD	1,635,521.69	23.05
	SOCAR TRADING SINGAPORE PTE.LTD	1,248,325.53	17.59
	MERCURIA ENERGY TRADING PTEL LTD	848,892.28	11.96
	CHINA OCEAN FUEL OIL (HONG KONG) CO., LTD	728,107.44	10.26
	上海大华国化控股有限公司	404,707.42	5.70
	合计	4,865,554.36	68.57
2015 年	SUGIH ENERGY INTERNATIONAL PTE LTD	2,534,474.21	14.21
	TH KMG SINGAPORE PTE. LTD	1,586,006.01	8.89
	CHINA OCEAN FUEL OIL(HONGKONG) CO,LIMITED	1,470,833.68	8.25
	HONG KONG INTERNATIONAL ALLIANCE INVESTMENT LIMITED	1,412,331.32	7.92
	MERCURIA ENERGY TRADING PTE LTD	1,006,923.95	5.65
	合计	8,010,569.16	44.91
2016 年	SUGIH ENERGY INTERNATIONAL PTE LTD	2,560,680.61	11.71
	HIN LEONG TRADING (PTE) LTD	1,755,574.36	8.03
	黄河国际贸易（郑州）有限公司	1,459,175.76	6.67

	新丝路国际（和县）有限公司	1,317,499.36	6.03
	上海枣矿新能源有限公司	1,226,271.68	5.61
	合计	8,319,201.78	38.05

资料来源：公司提供

在付款方式上，公司主要通过开立 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。

（2）贸易品销售

2014 年以来，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，公司油品贸易销量显著提升。2014~2016 年，公司油品贸易销售量分别为 1,657.80 万吨、7,038.93 万吨和 8,677.01 万吨。与此同时，公司 PX 和芳烃销售量大幅减少，主要系近几年芳烃等化工产品利润空间大幅降低，公司对主营业务重心作出调整，逐渐将业务重心向燃料油、原油等油品的国际贸易倾斜所致。2016 年，公司 PX、芳烃和油品销售量分别为 76.97 万吨、20.26 万吨和 8,677.01 万吨，分别较上年减少 53.15%、减少 82.47%和增长 23.27%，产销率维持在 100%上下。

表 5 2014~2016 年公司主要贸易品销售情况（单位：万吨、亿元、%）

产品	2014 年			2015 年			2016 年		
	销售量	销售金额	产销率	销售量	销售金额	产销率	销售量	销售金额	产销率
油品	1,657.80	725.52	100.29	7,038.93	1,833.07	100.00	8,677.01	2,255.62	100.00
PX	617.98	564.96	99.92	164.29	100.89	96.67	76.97	42.23	100.00
芳烃	427.90	313.74	100.26	115.57	83.49	100.00	20.26	8.10	100.00
合计	2,703.67	1,604.22	100.20	7,318.79	2,017.45	99.92	8,774.24	2,305.95	100.02

资料来源：公司提供

销售均价方面，2016 年，公司油品、PX 和芳烃销售均价分别为 2,599.54 元/吨、5,486.55 元/吨和 3,998.03 元/吨，较上年分别存在不同程度的降低，变动趋势与采购价格变动相近。

2017 年 1~6 月，公司油品、PX 销售量分别为 3,859.83 万吨和 3.89 万吨，产销率均为 100.00%，销售均价分别为 3,179.26 元/吨和 6,187.84 元/吨，无芳烃销售。

2014~2016 年，公司油品贸易前五大客户合计销售金额占同期销售总金额的比重分别为 57.02%、46.44%和 36.86%，下游客户集中度偏高。受原油进口资质与配额影响，公司转口贸易客户数量相对较少，公司主要交易对手相对集中于成熟油品贸易企业；考虑到公司积极拓展下游客户群体，并放宽了对国企、央企和长期合作客户的信用政策，公司销售集中风险相对可控。2016 年，公司 PX、芳烃贸易品前五大销客户的合计销售金额占同期销售总金额的比重分别为 68.13%、72.33%，下游客户的集中度较高，考虑到其收入占比较小，对公司业务经营影响不大。

表 6 2016 年公司油品贸易前五名客户情况（单位：万元、%）

客户名称	销售额	销售占比
Huainan Mining Industry International Ltd	2,217,205.79	9.83
JIZHONG ENERGY GROUP INTERNATIONAL LOGISTICS(HONG KONG)CO.,LIMITED	1,910,236.57	8.47
SAN TONG ENERGY CHAOCHUANG MINING GROUP (THAILAND) CO.,LTD	1,542,417.03	6.84

GUANGXI INVESTMENT GROUP INTERNATIONAL COMPANY LIMITED	1,401,509.75	6.21
青岛秦鲁海联国际贸易有限责任公司	1,243,910.93	5.51
合计	8,315,280.07	36.86

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。

（3）油库建设

公司在海南洋浦兴建石油储备基地，规划建设总用地面积约 3,300 亩、总库容约 1,200 万立方米，用于原油、燃料油、轻油等产品的储存和中转。其中，一期占地 800 亩，总库容 280 万立方米，原油库区工程为 180 万立方米，燃料油库区工程为 60 万立方米，轻油库区工程为 40 万立方米。一期项目已于 2012 年 2 月开工，2016 年 7 月竣工并投产，其中 240 万立方米库容作为国家战略储备。该项目于 2017 年 5 月取得生产经营许可（正式），截至 2017 年 6 月底，洋浦石油储备基地一期项目大部分完成由在建工程转入固定资产。

总体看，公司积极开拓贸易渠道，获取优质资源，贸易业务规模逐年扩大，业务构成逐步转向能源属性更强的油品贸易；贸易业务采购均价与销售均价随行就市，相对稳定；公司放宽了对国企、央企和长期合作客户的信用政策，销售议价能力提高，有利于公司巩固和提高毛利率水平；油库建设有利于公司能源行业产业链拓展的推进，公司行业地位得以进一步巩固。

3. 其他业务

公司业务除了油品和化工原料贸易，还有农化、液化石油气、橡胶、金属等业务。

公司自 2013 年起逐步退出金属业务，自 2015 年起逐步退出和剥离农化业务；公司农药收入和化肥收入显著减少，金属业务为满足客户需求而维持少量收入。

公司液化石油气业务规模小幅度扩大，并拓展产品换装以及物流服务，2015 年销售收入 5.88 亿元，毛利率 20.26%。

公司橡胶等部分业务为满足客户需求而显著扩张；橡胶收入于 2016 年不再纳入其他收入，转而单独核算，全年实现收入 39.10 亿元，对公司营业收入形成较好补充。

总体看，公司其他业务占比较小，对公司经营业绩形成较好补充。

4. 对外投资

公司重大对外投资项目进度不断推进。截至 2017 年 6 月底，公司重大对外投资项目共 4 项，如下表所示。

表 7 截至 2017 年 6 月底公司重大对外投资项目情况

项目名称	总投资	项目进度	外部筹资规划
收购捷克 J&T 金融集团 50%股份	9.8 亿欧元	已完成 9.9%股份的交割；剩余款项等待捷克当地监管机构批复后执行。	5.88 亿欧元国开行并购贷款。
认购徐工集团工程机械股份有限公司 7.38%股份	20 亿元人民币	已签署《附条件生效的股份认购协议》，待证监会核准后缴款。	多家境内银行洽谈中，已有多家机构对于该项目有融资意愿。
收购哈萨克斯坦国家石油公司国际公司（KMG）51%股权	6.8 亿美元	已与哈萨克斯坦国家石油公司（KMG）签署了股权转让协议，待交割条件满足后付款。	多家境内外银行洽谈中，已有多家机构对于该项目有融资意愿。
购买 ADCO 陆上租让合同区块 4%权益	18 亿美元	已于 2017 年 2 月首次支付 8.88 亿美元，未来 5 年内将分次投入剩余部分。	12.8 亿美元国开行项目贷款。

资料来源：公司提供

(1) 收购捷克 J&T 金融集团 50%股份

J&T 金融集团 (J&T FINANCE GROUP SE) 旗下主要拥有两家银行。一家是捷克 J&T 银行, J&T 金融集团拥有其 100% 的股权。J&T 银行主要提供私人银行和资产管理等服务。另一家银行为斯洛伐克邮政银行, J&T 金融集团拥有其 88% 的股权。邮政银行在斯洛伐克境内有 40 多个分行, 在捷克有 1 家分行, 同时为在斯洛伐克境内 1,500 家邮局提供银行产品和服务及保险产品。截至 2016 年底, J&T 金融集团总资产 100.52 亿欧元, 所有者权益 14.88 亿欧元, 全年实现营业收入 3.87 亿欧元, 毛利润 0.98 亿欧元。

公司收购 J&T 金融集团采取定向增发加转股的形式, J&T 金融集团分批次向公司增发相当于总股本 50% 的新股, 收购金额合计 9.8 亿欧元。截至 2017 年 6 月底, 公司已完成 J&T 金融集团 9.9% 股份的交割, 剩余的股份待捷克当地监管机构批复后执行。

若该收购事项得以完成, 公司国际影响力及境外融资能力将有提升的可能性, 但收购事项的审批及标的企业未来的盈利情况仍存在不确定性。

(2) 认购徐工集团工程机械股份有限公司 7.38%股份

徐工集团工程机械股份有限公司 (以下简称“徐工机械”) 为深交所上市公司, 证券代码“000425.SZ”。徐工机械是集筑路机械、铲运机械、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体的专业公司, 其汽车起重机、随车起重机、压路机、沥青混凝土摊铺机、平地机、冷铣刨机、举高喷射消防车等多项核心产品以及工程机械液压件等多项零部件产品国内市场占有率第一, 徐工机械在国内工程机械行业主营业务收入排名前三。截至 2016 年底, 徐工机械合并资产总额 439.77 亿元, 所有者权益 204.82 亿元, 全年实现营业收入 168.91 亿元, 净利润 2.17 亿元。

公司子公司上海华信国际集团工业装备有限公司 (以下简称“华信工装”) 拟以 200,000 万元的现金认购徐工机械非公开发行的 638,977,635 股股票; 发行价格 3.13 元/股 (若徐工机械股票在定价基准日至发行期首日期间发生除权、除息的, 本次认购价格作相应调整), 发行完成后, 预计华信工装持股比例为 7.38%; 价款在徐工机械非公开发行获得中国证监会及有权机关核准后支付。

若该认购事项得以完成, 公司产业布局及获利途径将得以拓宽, 但认购事项的核准及固定资产投资增速下滑对工程机械企业盈利的影响仍存在不确定性。

(3) 收购哈萨克斯坦国家石油公司国际公司 (KMGI) 51%股权

KMGI 主要从事国际市场上的石油加工、销售和交易业务, 旗下欧洲零售网络有 1,100 多座加油站, 分布在法国、西班牙、罗马尼亚、格鲁吉亚、保加利亚和摩尔多瓦等国家, 拥有 2 座设备先进的炼油厂, 还从事油气勘探工作、在 EPC 领域提供工业服务及钻井服务, 员工 7,000 余人。

公司与哈萨克斯坦国家石油天然气公司 (KMG) 签署 KMGI (KMG International N.V.) 的股权转让协议, 公司子公司海南华信国际石油有限公司持有 KMGI 51% 股权, KMG 持有其 49% 股权。控股 KMGI 后, 公司将依托 KMGI 这一油气产业并购平台, 整合上游资源, 同时在中东欧、黑海、地中海周边区域拓展油气零售终端业务。股权转让待交割条件满足后付款。

若该股权转让事项得以完成, 公司油气资源持有量将得以提高, 产业链条将得以延伸, 但股权转让事项推进尚需时日, 且转让事项的完成将加大公司跨境、跨行业经营管理难度与经营业绩压力。

(4) 购买 ADCO 陆上租让合同区块 4%权益

公司与阿布扎比政府和阿布扎比国家石油公司 (ADNOC) 签署协议, 获得阿布扎比陆上租让合同区块 4% 权益, 总投资 18 亿美元。阿布扎比陆上石油作业有限公司 (ADCO) 项目日产油量约 160 万桶, 预计在 2020 年增产到 200 万桶。2017 年, 公司预计每月提取权益油约 200 万桶, 按 50 美元/桶油价估算, 每月实现销售收入 1 亿美元。

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

若该购买事项得以完成,公司原油资源拥有量将得以提高,国际原油市场参与度将得以加深,有利于公司行业地位的提升,但国际油价的低迷及中东政治、军事格局的动荡对所购买资产价值的影响仍需持续关注。

总体看,公司对外投资项目体量规模较大,涵盖能源、金融及其他多个领域;目前,投资项目有序逐步推进,对公司产业链拓展和全球化布局促进作用明显;相关项目的完成将有效提升公司综合竞争实力,对公司抗风险能力的提高形成积极的促进作用,但存在一定的资本支出压力。

5. 重大事项

2015 年 5 月~2017 年 3 月,公司股东中国华信、上海华信金融共向公司增资五次,共增资 160.00 亿元,其中 70.00 亿元转增实收资本,公司注册资本由 75.00 亿元增至 145.00 亿元,其余资金转增资本公积。股东多次增资使公司资本实力显著增强。

2017 年 7 月,俄罗斯石油公司 (Rosneft) 与中国华信签署了战略合作协议。该协议涵盖了两公司在油气勘探开发与生产、石油炼制与化工、原油及石油产品贸易、零售业务和金融服务方面的合作。两家公司达成一致,考虑在俄罗斯联邦内建立垂直一体化合资公司,以开展油气项目及建立联合投资基金。根据该协议,中国华信可购买俄罗斯石油公司零售业务的股份。俄罗斯石油公司欲转型为控股型管理公司,并且计划在其零售板块开启试点工作。具体的合作合同,中国华信计划由上海华信集团签署并实施。相关项目合作规模等情况还需看后期的洽谈情况。

总体看,随着多次增资募集资金逐步到位,公司资本实力显著提高,融资能力同时得以提升,为公司业务规模扩张和构建上中下游一体联动的全球化能源产业布局打下良好基础。公司经营开始转向重资产化,未来资产维系及项目运营情况存在一定的不确定性。

6. 经营效率

2014~2016 年,公司放宽了对国企、央企和长期合作客户的信用政策,应收账款周转速度持续下滑,应收账款周转次数分别为 9.38 次、6.54 次和 4.82 次;存货规模保持较低,存货周转次数较高,分别为 156.54 次、182.00 次和 262.05 次;公司大规模增资,短期内难以形成经营业绩同步增长,总资产周转速度有所下滑,总资产周转次数分别为 4.85 次、3.13 次和 2.03 次。

总体看,公司整体经营效率较高。

7. 经营关注

(1) 下游需求增速放缓,成品油供需矛盾加剧

未来世界经济将延续缓慢复苏态势,国内成品油消费增速放缓,成品油供应过剩加剧,对公司业务规模维持可能带来不利影响。

(2) 海外资产及业务存在不确定性因素

公司海外业务及海外资产规模较大,在地缘政治、汇率变动等方面存在不稳定因素,可能对公司资产维系及项目运营产生不确定性影响。

(3) 对外投资形成资本支出压力

公司对外投资尚待支付的投资款规模较大，公司存在一定的资本支出压力。

8. 未来发展

公司致力于构建全球能源贸易物流体系，立足欧洲建立油气终端产业体系，从而获取上游油气股权与权益，并通过控制重要油气产业物流节点，配套开展能源金融服务，提高经营利润和金融服务利润，打造有组织的能源产业国际投行。公司主要在能源、石油、天然气、化工领域，从事国际国内投资与合作，承担大型能源产业项目的投资建设与运营管理，构建能源贸易、储备、电子商务交易平台的总体架构，控股参股金融企业，并使能源和金融成为相互协调作用和发展的综合运营体系。

2017 年，公司将继续贯彻落实“能源+金融”发展战略。一方面依托稳定的海外上游油气资源优势，完善储备及物流体系，拓展炼化终端，构建上中下游一体联动的能源产业布局；另一方面着眼产融结合，大力发展能源供应链金融，强化国际能源经济合作。围绕这一战略布局，公司还将做精做实风险控制、人力资源、内部管理等一系列基础工作，确保战略目标落到实处。

总体看，公司战略规划切合自身产业布局的发展状况，不断拓展并完善能源贸易物流体系，为提升企业规模与综合竞争力提供了较好的方向指引。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014~2016 年财务报告已经上海上会会计师事务所(特殊普通合伙)审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2017 年半年度报表未经审计。公司根据 2014 年财政部新发布的会计政策调整了相关的会计政策：公司根据会计准则对长期股权投资的修订变更了相关的会计估计；对子公司安徽华信国际控股股份有限公司变更了坏账计提比例，影响金额不大。2014~2016 年，公司随着经营规模的持续扩张，公司合并范围变化较大。2016 年，公司新纳入合并范围子公司 14 家，不再纳入合并范围子公司 4 家。截至 2016 年底，公司合并范围内子公司（一、二级子公司）共 60 家。截至 2017 年 6 月底，公司合并范围内子公司（一、二级子公司）66 家，较年初新增 6 家，全部为期内出资设立或并购。近年来，公司合并范围变化较大，财务数据可比性一般。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,536.71 亿元，负债合计 1,071.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 464.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益 332.89 亿元。2016 年，公司实现营业收入 2,466.24 亿元，净利润（含少数股东损益）44.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 33.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 83.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 60.23 亿元。

截至 2017 年 6 月底，公司合并资产总额 1,691.59 亿元，负债合计 1,167.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 523.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 387.57 亿元。2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 1,311.90 亿元，净利润（含少数股东损益）19.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 15.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额 46.86 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.10 亿元。

2. 资产质量

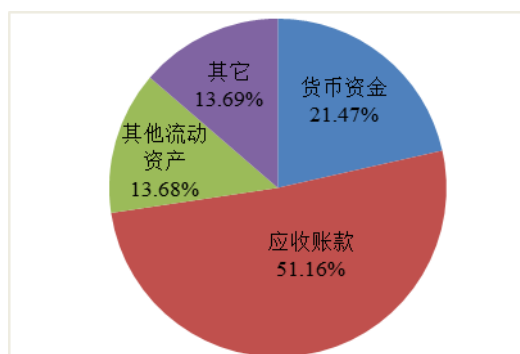
2014 年以来公司股东完成多次增资，银行授信额度大幅提升，并通过间接融资方式扩大经营规

模，带动公司收入规模增长进而资产规模大幅增长，三年复合增长率达到 89.64%。截至 2016 年底，公司合并资产总额 1,536.71 亿元，较年初增长 72.63%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占 79.44%，非流动资产占 20.56%，以流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产规模持续增长，三年复合增长率 92.48%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 1,220.76 亿元，较年初增长 69.31%，主要系货币资金和应收账款增长所致；公司流动资产构成以货币资金（占 21.47%）、应收账款（占 51.16%）和其他流动资产（占 13.68%）为主。

图 4 截至 2016 年底公司流动资产构成



数据来源：审计报告

2014~2016 年，公司货币资金持续增长，三年复合增长率 182.00%，主要系公司多次增资募集资金到位、下游客户贸易款回笼、公司净利润积累及合并期货公司保证金等所致。截至 2016 年底，公司货币资金为 262.10 亿元，较年初增长 77.11%，公司货币资金由银行存款（占 28.16%）和其他货币资金（占 71.84%）构成；受限货币资金的比例为 37.85%，主要系质押受限。

2014~2016 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产波动增长，三年复合增长率 71.31%，2016 年增幅较大。截至 2016 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 46.09 亿元，较年初增长 278.46%，主要系子公司华信证券相关交易性金融资产增加所致；主要由债务工具投资（占 18.85%）、权益工具投资（占 37.22%）和其他交易性金融资产（占 43.90%）构成。

2014~2016 年，公司应收账款规模持续增长，三年复合增长 63.50%，系公司贸易业务规模扩大，商品流通业单位应收非关联方款项增加所致。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 624.54 亿元，较年初增长 57.26%，主要系公司销售量增长及账期延长所致；公司对国企、央企和长期合作客户的账期整体上有一定的延长，以换取毛利率水平提高。截至 2016 年底，公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账款余额 625.06 亿元，主要为商品流通业单位应收非关联方款项（占全部应收账款余额的 95.17%）；商品流通业单位应收非关联方款项中，账龄 1~6 月的占 99.05%，未计提坏账准备，7~12 月的占 0.95%，几乎没有账龄一年以上的款项。截至 2016 年底，公司应收账款坏账准备合计计提 1.00 亿元，计提比例 0.16%，坏账计提比例较为合理。截至 2016 年底，公司应收账款前五名合计 429.23 亿元，占期末余额的 68.73%，虽然集中度较高，但欠款方主要为大型国企的境外子公司，且账龄较短，整体看公司应收账款回收风险较低。

表 8 截至 2016 年底公司应收账款前五名情况（单位：亿元、%）

序号	往来单位名称	期末余额	占比	是否为关联方	账龄
1	San Tong Energy ChaoChuang Mining Group (Thailand) Co Ltd	105.26	16.85	否	半年以内
2	Guohe (Hong Kong) Co Ltd	91.69	14.68	否	半年以内
3	Huainan Mining Industry International Ltd	84.02	13.45	否	半年以内
4	Guangxi Investment Group International Company Ltd	82.88	13.27	否	半年以内
5	Jizhong Energy Group Intn'l Logistics (Hong Kong) Co., Ltd	65.38	10.47	否	半年以内
合计		429.23	68.73	--	--

资料来源：公司提供

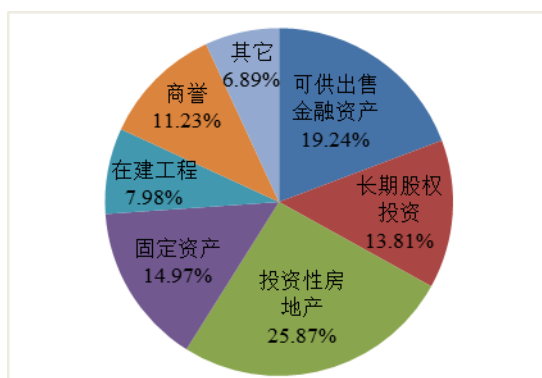
2014~2016 年，公司预付款项快速增长，三年复合增长 152.99%，主要系公司贸易规模扩大所致。截至 2016 年底，公司预付款项 42.79 亿元，较年初增长 13.04%。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，三年复合增长 1,375.13%，主要系公司银行理财产品增加所致。截至 2016 年底，公司其他流动资产 166.94 亿元，较年初增长 101.34%，主要系银行理财产品增加所致；其他流动资产主要由银行理财产品（占 56.88%）和专项资产管理计划（占 35.79%）等构成。

非流动资产

2014~2016 年，由于合并范围及投资规模扩大，公司非流动资产逐年增长，三年复合增长 79.73%。截至 2016 年底，公司非流动资产合计 315.95 亿元，较年初增长 86.78%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资和投资性房地产增加所致；非流动资产构成以可供出售金融资产（占 19.24%）、长期股权投资（占 13.81%）、投资性房地产（占 25.87%）、固定资产（占 14.97%）、在建工程（占 7.98%）和商誉（占 11.23%）为主。

图 5 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2014~2016 年，公司可供出售金融资产快速增长，三年复合增长 677.88%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 60.80 亿元，较年初增长 236.35%，主要系增加购买 J&T 永续债及对上海华投资资产管理合伙企业（有限合伙）、华油天然气股份有限公司等股权投资所致；其中占比较大的有 J&T FINANCE GROUP SE 股权（占 17.29%）、华油天然气股份有限公司股权（占 11.98%）和 J&T 银行永续债（占 23.66%）等；大部分可供出售金融资产以成本计量，计提减值准备合计 1.12 亿元，综合计提比例 1.81%。

2014~2016 年，公司长期股权投资波动增加，三年复合增长 489.96%。截至 2016 年底，公司长

期股权投资 43.64 亿元，较年初增长 265.59%，主要系增加对上海新丝路华信股权投资基金合伙企业（有限合伙）、中国华信国际实业控股有限公司等投资所致；其中占比较大的有对中国华信国际实业控股有限公司（占 22.91%）和上海新丝路华信股权投资基金合伙企业（有限合伙）（占 68.74%）投资。

2014~2016 年，公司投资性房地产规模持续增长，三年复合增长 30.39%，主要系企业合并范围变化和公允价值变动所致。截至 2016 年底，公司投资性房地产 81.75 亿元，较年初增长 52.20%，主要系外购房屋、建筑物 23.41 亿元及公允价值增加 10.73 亿元所致。

2014~2016 年，随着经营规模的扩大，公司固定资产规模持续增长，三年复合增长 77.45%。截至 2016 年底，公司固定资产 47.30 亿元，较年初增长 76.04%，主要系合并范围变动所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 59.89%）和飞机及发动机（占 15.26%）等构成；固定资产成新率为 68.66%，成新率一般；公司对固定资产计提减值准备 0.15 亿元，计提比例 0.21%。

2014~2016 年，公司在建工程持续增长，三年复合增长 24.26%，主要系对海南洋浦石油储备基地一期项目持续投入所致。截至 2016 年底，公司在建工程 25.20 亿元，较年初小幅增长 0.83%；在建工程主要由洋浦石油储备基地一期（占 92.89%）等构成，该一期项目工程进度为 100.00%，但因试运行而未结转。

2014~2016 年，公司发生非同一控制下企业合并事项较多，商誉规模持续提高，三年复合增长 78.67%。截至 2016 年底，公司商誉 35.48 亿元，较年初增长 54.47%，主要系并购 DevelopmentFlorentinum、上海玻璃钢研究院有限公司和 Kamelitska 所致；公司商誉主要系对安徽华信国际控股股份有限公司（占 10.32%）、华信证券（占 16.63%）、华信期货（占 22.39%）和 DevelopmentFlorentinum（占 26.48%）投资形成；公司未对商誉计提减值准备。

截至 2016 年底，公司油气资产 5.60 亿元，全部为当期新增，主要系子公司 CEFC HAINAN INTERNATIONAL HOLDINGSCORPORATION LIMITED 收购乍得油田项目 35% 的参与权益所致。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 1,691.59 亿元，较年初增长 10.08%，主要来自于非流动资产的增加，流动资产及非流动资产占比分别为 71.86% 和 28.14%，非流动资产占比较年初提高 7.58 个百分点。截至 2017 年 6 月底，公司流动资产 1,215.49 亿元，较年初变化不大；其中，货币资金较年初下降 31.53% 至 179.47 亿元，主要系随着公司经营规模扩大，为满足营运资金需求，定期存款减少所致；应收账款较年初增长 27.28% 至 794.90 亿元，主要系公司不断加强与国企和央企的合作，在对国企、央企和长期合作客户的账期整体上有一定的延长所致；其他应收款较年初大幅增长 203.93% 至 71.04 亿元，主要系出于业务需求，往来款增加所致。截至 2017 年 6 月底，公司非流动资产 476.09 亿元，较年初大幅增长 50.69%，主要来自于可供出售金融资产、固定资产及油气资产的增加；其中，可供出售金融资产较年初大幅增长 116.17% 至 131.43 亿元，主要系公司投资规模增大所致；固定资产较年初大幅增长 50.61% 至 71.24 亿元，主要系洋浦石油储备基地一期项目转入固定资产所致；油气资产较年初大幅增加 60.96 亿元至 66.56 亿元，主要系公司于 2017 年 2 月 20 日获取阿布扎比 ADCO 陆上油气区块 4% 参与权益的探明矿区权益所致；在建工程较年初大幅减少 91.03% 至 2.26 亿元，主要系洋浦石油储备基地一期项目转入固定资产所致。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 509.03 亿元，为公司所有者权益合计的 109.51%，受限占比较高；受限资产主要由质押受限的货币资金（占 19.49%）、质押受限的应收账款（占 60.03%）和抵押受限的投资性房地产（占 8.47%）等构成。

总体看，近年来公司资产规模随着股东注资、合并企业、取得银行授信等带动经营规模的扩大而大幅增长，仍以流动资产为主；围绕能源行业及金融行业，公司资产分布更加多元化，对抗风险

能力的提高形成积极的促进作用。

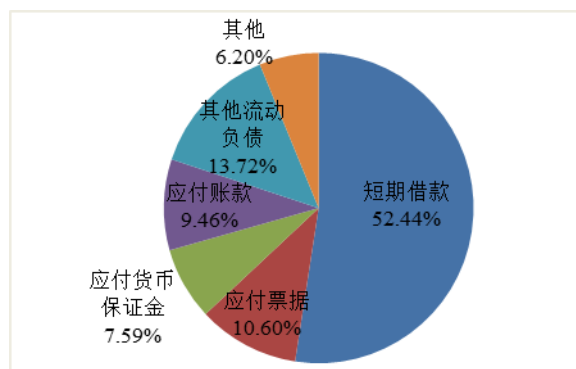
3. 负债及所有者权益

负债

2014~2016 年，随着经营规模的迅速扩大，公司负债规模持续增长，三年复合增长 90.83%。截至 2016 年底，公司负债合计 1,071.88 亿元，较年初增长 74.74%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 77.84%，非流动负债占 22.16%。

2014~2016 年，随着公司经营规模扩大，公司流动负债持续增长，三年复合增长 78.76%。截至 2016 年底，公司流动负债 834.40 亿元，较年初增长 62.35%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致；流动资产构成以短期借款（占 52.44%）、应付票据（占 10.60%）、应付货币保证金（占 7.59%）、应付账款（占 9.46%）和其他流动负债（占 13.72%）为主。

图 6 2016 年底公司流动负债构成



数据来源：审计报告

2014~2016 年，随着公司业务规模的扩大，短期筹资需求增加，公司短期借款规模快速增长，三年复合增长 77.14%。截至 2016 年底，公司短期借款 437.53 亿元，较年初增长 60.00%，以质押借款（占 89.49%）为主。

2014~2016 年，随着公司经营规模大幅增长，为节省流动资金占用，公司采取票据结算方式增多，应付票据规模快速增长，三年复合增长 79.66%。截至 2016 年底，公司应付票据 88.42 亿元，较年初增长 20.57%。

2015 年公司收购华信期货，报表新增应付货币保证金。截至 2016 年底，公司应付货币保证金 63.29 亿元，较年初增长 59.54%，主要系子公司华信期货业务规模扩大所致。

2014~2016 年，公司应付账款快速增长，三年复合增长 58.61%，主要系贸易业务增长所致。截至 2016 年底，公司应付账款 78.96 亿元，较年初增长 24.33%，主要为贸易商品采购款，账龄集中在 1 年以内。

2014~2016 年，公司其他流动负债快速增长，三年复合增长 145.85%，2016 年增幅较大。截至 2016 年底，公司其他流动负债 114.47 亿元，较年初增长 468.39%，主要系非银行或金融机构借款增加及发行多笔超短期融资券所致，计息部分已纳入短期债务核算。

2014~2016 年，公司非流动负债持续增长，三年复合增长 167.28%。截至 2016 年底，公司非流动负债 237.48 亿元，较年初增长 138.79%，主要系长期借款、应付债券增长所致；公司非流动负债构成以长期借款（占 39.71%）和应付债券（占 53.36%）为主。

2014~2016 年，公司长期借款快速增长，三年复合增长 93.65%。公司长期借款 94.29 亿元，较

年初增长 149.34%，主要系公司为满足在建项目的资金投入，取得长期借款增加所致。

2014 年公司无应付债券，截至 2016 年底，公司应付债券 126.71 亿元，较年初增长 155.14%，主要系业务及投资资金需求扩大所致。除下表所示的债券外，公司另有一笔 2.5 亿美元的保证证券于 2016 年底发行，期限为 2 年，公司应付债券集中于 2018 年、2020 年和 2021 年到期。

表 9 截至 2016 年底公司应付债券明细（单位：年、%、亿元）

债券名称	发行日期	债券期限	票面利率	发行金额
15 华信 MTN001	2015/10/30	3	5.00	20.00
15 华信债	2015/12/09	5 (3+2)	4.98	30.00
16 申信 01	2016/09/07	5 (3+2)	4.08	60.00

资料来源：审计报告

债务方面，2014~2016 年，随着公司经营规模的扩张，公司全部债务规模持续增长，三年复合增长 97.30%。截至 2016 年底，公司全部债务 867.32 亿元，较年初增长 85.33%，融资的主要方式包括股权质押借款、应收账款质押借款和发行公司债券等，其中短期债务和长期债务占比分别为 74.01%和 25.99%，短期债务占比仍较高；2014~2016 年，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逐年上升，截至 2016 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 69.75%、65.11%和 32.66%。整体看，公司债务负担较重，存在一定的短期偿债压力。

截至 2017 年 6 月底，公司负债合计 1,167.70 亿元，较年初增长 8.94%，主要来自于卖出回购金融资产款、其他流动负债及长期借款的增加；流动负债和非流动负债分别占 75.72%和 24.28%，较年初变化不大；其中期内新增卖出回购金融资产款 38.47 亿元，主要系子公司华信证券持有的债券回购所致；其他流动负债较年初增长 30.25%至 149.10 亿元，主要系公司发行非公开短期公司债券（一年期）所致；长期借款较年初增长 43.50%至 135.31 亿元，主要系公司经营规模扩大，增加相应融资所致。截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 984.38 亿元，较年初增长 13.50%；其中短期债务和长期债务占比分别为 72.24%和 27.76%，短期债务占比较高；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.03%、65.27%和 34.28%，均较年初变化不大。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模逐年增长，债务规模增长较快且以短期债务为主，存在一定短期偿付压力，债务负担仍属较重，债务结构有待优化。

所有者权益

2014~2016 年，在股东不断注资的推动下，公司收购规模不断扩大，公司所有者权益快速增长，三年复合增长 86.98%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 464.83 亿元，较年初增长 67.95%，归属于母公司所有者权益合计 332.89 亿元，占 71.61%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 42.36%，资本公积占 25.26%，其他综合收益占-0.03%，盈余公积占 0.90%，未分配利润占 31.52%，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益合计 523.89 亿元，较年初增长 12.70 %，主要来自于其他权益工具及未分配利润的增加；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 387.57 亿元，占 73.98 %；归属于母公司所有者权益构成中除新增的其他权益工具（可续期中期票据 24.78 亿元）外，其余较年初变化不大。

总体看，近年来，在股东不断注资的推动下，公司收购规模不断扩大，所有者权益快速增长，资本实力显著提高。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入持续增长，三年复合增长 19.98%，系公司贸易规模扩大所致。2016 年，公司营业收入 2,466.24 亿元，较上年增长 19.51%，主要系油品业务大幅增长所致。2014~2016 年，公司营业利润率逐年提高，分别为 2.64%、2.70%和 3.18%，主要系近年来公司对国企、央企和长期合作客户的账期整体上有一定的延长，营业利润率相应有所提高所致。2014~2016 年，公司营业利润和净利润持续增长，三年复合增长率分别为 20.71%和 19.18%。2016 年，公司营业利润和净利润分别为 58.53 亿元和 44.66 亿元；净利润中归属于母公司的净利润 33.13 亿元。

从利润构成来看，公司利润主要来自于主营业务，2014~2016 年公司公允价值变动收益、投资收益及营业外收入波动较大，公司公允价值变动收益分别为 5.98 亿元、2.43 亿元及 9.52 亿元，主要来自于投资性房地产公允价值的增加，公司投资性房地产主要位于上海、广州等地，资产质量较好，考虑到房地产非公司主营业务，其公允价值的增加对公司利润产生一定的贡献；公司投资收益分别为 0.74 亿元、6.22 亿元及 4.95 亿元，波动主要来自于处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益变化所致，可持续性较差；营业外收入分别为 1.50 亿元、2.88 亿元及 3.64 亿元，主要由来自政府的税费返还及与收益相关的扶持款构成，可持续性较强。2014~2016 年，公司公允价值变动收益及投资收益占营业利润的合计比重分别为 16.73%、20.23%和 24.71%，对公司营业利润的有一定的贡献。

从期间费用来看，2014~2016 年，公司费用总额逐年增长，三年复合增长 76.54%，主要系公司经营规模扩大，管理费用、销售费用和财务费用均有所增长所致。2016 年，公司费用总额 38.72 亿元，较上年增长 71.68%；公司销售费用、管理费用、勘探费用和财务费用占比分别为 6.97%、33.82%、0.10%和 59.10%；近三年，公司管理费用快速增长，分别为 3.51 亿元、6.70 亿元及 13.10 亿元，三年复合增长 93.14%，主要系公司期货、证券业务扩张以及海外业务拓展，相关费用增加所致；随着公司融资规模的迅速扩大，财务费用相应增长，近三年财务费用分别为 7.95 亿元、14.77 亿元及 22.88 亿元，年均复合增长 69.62%。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 0.73%、1.09%及 1.57%，公司费用控制能力有所下降仍处于较高水平。

从盈利指标来看，随着资产及所有者权益的快速增长，公司盈利水平有所下降。2014~2016 年公司总资产收益率分别为 13.42%、8.10%及 6.55%，总资产报酬率分别为 13.76%、8.71%及 7.01%，净资产收益率分别为 26.76%、15.83%和 12.04%，总体看，公司盈利能力有所下降，但仍处于较好水平。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 1,311.90 亿元，较上年同期增长 38.05%；净利润 19.15 亿元，较上年同期增长 3.84%，其中归属于母公司的净利润 15.61 亿元；收入及利润平稳增长。

总体看，随着经营规模的扩张，公司营业收入及利润持续增长；公允价值变动收益、投资收益和营业外收入对公司利润有一定的补充作用，整体盈利能力有所下降，但仍处于较好水平。

5. 现金流

从经营活动看，一方面，公司营业收入与成本大幅增长；另一方面，2015 年公司通过华信财务进一步加强了资金的集中管理。2014~2016 年，公司经营活动现金流入逐年增长，分别为 1,927.25 亿元、2,520.09 亿元和 2,981.74 亿元，三年复合增长 24.38%，主要系贸易规模扩大，销售油品和化工原料等收到的现金增多所致；公司经营活动现金流出分别为 1,900.90 亿元、2,517.19 亿元和 2,897.97 亿元，三年复合增长 23.47%，主要系贸易规模扩大，购买油品和化工原料等支付的现金增多所致。2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额波动增长，为 26.35 亿元、2.90 亿元和 83.77 亿元。2015

年公司经营活动现金净流入规模较小主要系当年公司营业规模扩大，公司给予下游优质客户一定的账期所致。从收入实现来看，2014~2016 年公司现金收入比分别为 101.40%、96.92%和 104.23%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2014~2016 年公司投资活动现金流入总额持续增长，为 6.87 亿元、67.84 亿元和 105.56 亿元，2015~2016 年投资活动现金流入总额大幅增长，主要系金融资产投资规模加大带动累计回收金额提高所致。2014~2016 年公司投资活动现金流出总额持续增长，为 39.91 亿元、160.33 亿元和 304.91 亿元，2015~2016 年投资活动现金流入总额大幅增长，主要系权益类投资及并购投资规模大幅增长所致。2014~2016 年，公司投资活动现金净流出持续扩大，净流出额分别为 33.04 亿元、92.49 亿元和 199.35 亿元。

从筹资活动来看，2014~2016 年公司筹资活动现金流入总额持续增长，为 836.75 亿元、2,200.90 亿元和 3,068.13 亿元，主要系公司为满足投资和营运资金需求，增加借款和发行债券所致。2014~2016 年公司筹资活动现金流出总额持续增长，为 826.63 亿元、2,036.63 亿元和 2,894.86 亿元，主要系债务到期部分偿还和利息支出增加所致。2014~2016 年，公司筹资活动现金净流入波动增长，为 10.12 亿元、164.27 亿元和 174.27 亿元，2015~2016 年筹资活动现金净流入大幅增加，系公司吸收股东增资后为保持一定的债务水平，扩大债权融资规模所致。

2017 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 46.86 亿元，投资活动现金流量净额 9.20 亿元，筹资活动现金流量净额为-60.44 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.10 亿元。

总体看，近三年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，经营活动回款情况较好；公司对外投资规模较大，公司通过股东增资及发行债券等方式满足资金需求；考虑到公司对外投资尚待支付的投资款规模较大，未来公司存在一定的资本支出压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率分别为 1.26 倍、1.40 倍和 1.46 倍，速动比率分别为 1.20 倍、1.39 倍和 1.45 倍，近三年受股东多次注资影响，公司流动比率和速动比率呈逐年上升态势。2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 0.27 倍、0.44 倍和 0.49 倍，现金类资产对短期债务的覆盖能力有所增强，但仍处于一般水平。截至 2016 年底，公司其他流动资产 166.94 亿元，以银行理财产品和专项资产管理计划为主；考虑到公司其他流动资产变现能力较强，对短期债务覆盖程度较高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，受公司资产规模的扩大及利润规模扩大等因素的影响，公司 EBITDA 持续增长，2014~2016 年分别为 49.92 亿元、59.16 亿元和 87.73 亿元。公司 EBITDA 以利润总额为主，2016 年利润总额占 EBITDA 的比重为 70.32%，折旧、摊销、计入财务费用的利息支出占比分别为 2.62%、0.44%、26.62%。随着公司经营规模的扩大，公司债务规模有所增长，利息支出相应增加，EBITDA 利息倍数呈下降趋势，2014~2016 年分别为 6.36 倍、4.44 倍和 3.58 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力仍较强；EBITDA 全部债务比分别为 0.22 倍、0.13 倍和 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖能力尚可。

截至 2017 年 6 月底，公司对外担保余额 105.15 亿元，占公司净资产的 20.07%，主要为对关联公司上海华信金融、上海华信集团财务有限公司及其他关联公司的担保，代偿风险不大。

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 2017 年 9 月 5 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，所担保贷款均属于正常类别，公司过往债务履约情况良好。

截至 2017 年 6 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2017 年 6 月底，公司共获得银行授信额度 529.15 亿元，尚未使用额度 106.29 亿元，间接融资渠道较畅通；公司控股上市公司华信国际，具备直接融资渠道。

总体看，公司债务负担较重，偿债能力指标处于一般水平，考虑到公司行业地位较高、资产及业务布局趋于多元化和全球化、利润规模进一步增长、资本实力显著加强等因素影响，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 984.38 亿元，本期拟发行公司债规模 30 亿元，相对于公司目前的全部债务规模，本期债券发行额度较小。

以 2017 年 6 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 30 亿元，本期债券发行后，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分别为 69.57%、65.94%和 36.67%，债务负担进一步增加，但仍处于可控范畴。考虑到本期债券的部分筹集资金用于偿还借款，因此上述指标将相应有所降低。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 2016 年的 EBITDA 为 87.73 亿元，为本期公司债券发行额度（30 亿元）的 2.92 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。公司 2016 年经营活动现金流入量为 2,981.74 亿元，为本期公司债券发行额度（30 亿元）的 99.39 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度高。公司 2016 年经营活动现金净流入 83.77 亿元，为本期公司债券发行额度（30 亿元）的 2.79 倍，公司经营活动现金流量净额对本期债券覆盖程度高。

未来，随着公司对能源产业投资的深入，以及配套金融体系的逐步完善，公司经营规模有望继续扩大，盈利能力有望继续提升。

综合以上分析，并考虑到公司作为知名的能源产品商贸企业，在行业地位、业务规模、资本实力、全球化布局和盈利能力等方面具有优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、递延支付利息条款及偿付顺序

本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生债券条款约定的强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司决定递延支付利息，公司应在付息日前 5 个交易日披露《递延支付利息公告》。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息：向股东分红；减少注册资本。若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：向股东分配利润；减少注册资本。

偿付顺序方面，在公司破产清算时，本期债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利。

联合评级注意到，根据递延支付利息条款，利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为，同时，考虑到在公司破产清算时，本期债券持有人对本金和利息享有等同于普通破产债权人的权利，该项债券条款的设定保证了本期债券信用质量。

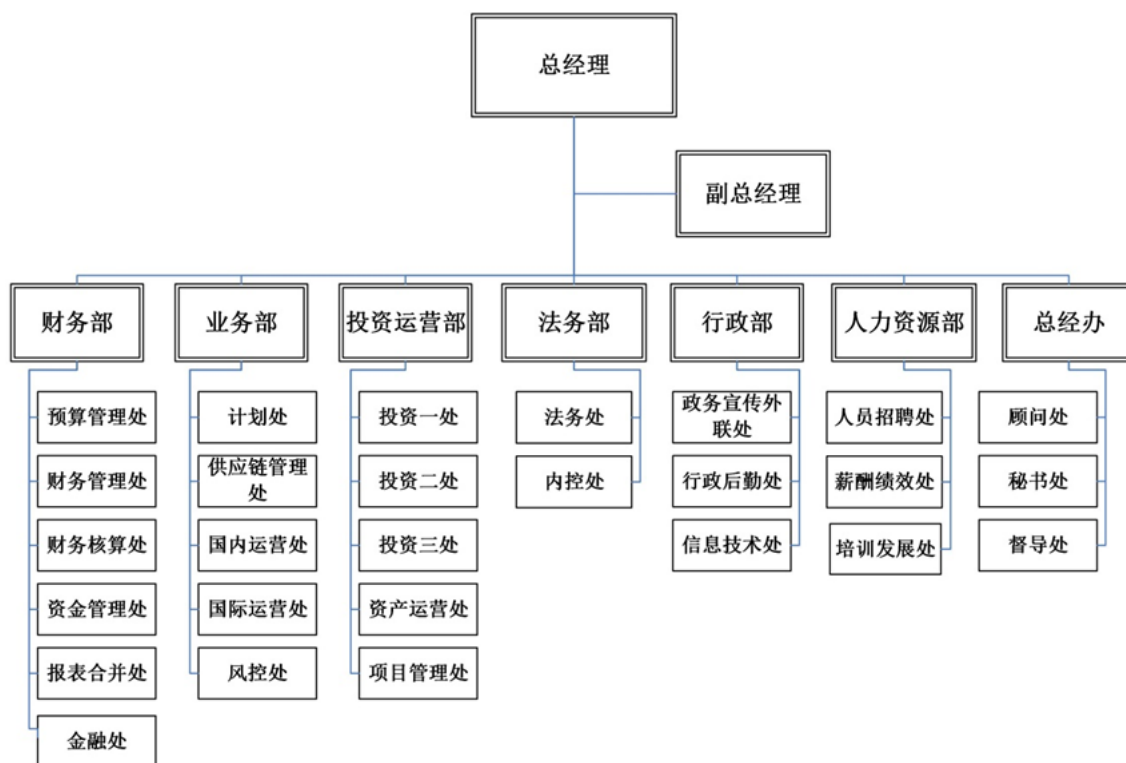
十、综合评价

公司作为规模领先的民营能源产品商贸企业，在资本实力、行业地位、业务渠道、盈利能力等方面具备综合竞争优势。随着海南油库一期项目竣工投产，公司行业地位得以进一步巩固。同时，联合评级也关注到成品油需求增速放缓，公司海外资产及业务不确定性因素较多、债务负担较重、债务结构有待优化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司对外投资项目体量规模较大，涵盖能源、金融及其他多个领域；目前，投资项目有序逐步推进，对公司产业链拓展和全球化布局促进作用明显；相关项目的完成将有效提升公司综合竞争实力，对公司抗风险能力的提高形成积极的促进作用。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

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	2017 年 6 月
资产总额（亿元）	427.31	890.19	1,536.71	1,691.59
所有者权益（亿元）	132.96	276.77	464.83	523.89
短期债务（亿元）	195.97	376.68	641.90	711.07
长期债务（亿元）	26.84	92.40	225.42	273.31
全部债务（亿元）	222.82	469.08	867.32	984.38
营业收入（亿元）	1,713.34	2,063.64	2,466.24	1,311.90
净利润（亿元）	31.44	32.44	44.66	19.15
EBITDA（亿元）	49.92	59.16	87.73	--
经营性净现金流（亿元）	26.35	2.90	83.77	46.86
应收账款周转次数（次）	9.38	6.54	4.82	--
存货周转次数（次）	156.54	182.00	262.05	--
总资产周转次数（次）	4.85	3.13	2.03	0.81
现金收入比率（%）	101.40	96.92	104.23	101.99
总资本收益率（%）	13.42	8.10	6.55	--
总资产报酬率（%）	13.76	8.71	7.01	--
净资产收益率（%）	26.76	15.83	12.04	3.87
营业利润率（%）	2.64	2.70	3.18	4.69
费用收入比（%）	0.73	1.09	1.57	2.09
资产负债率（%）	68.88	68.91	69.75	69.03
全部债务资本化比率（%）	62.63	62.89	65.11	65.27
长期债务资本化比率（%）	16.80	25.03	32.66	34.28
EBITDA 利息倍数（倍）	6.36	4.44	3.58	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.13	0.10	--
流动比率（倍）	1.26	1.40	1.46	1.37
速动比率（倍）	1.20	1.39	1.45	1.36
现金短期债务比（倍）	0.27	0.44	0.49	0.30
经营现金流动负债比率（%）	10.09	0.56	10.04	5.30
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.66	1.97	2.92	--

注：1、2017 年半年度数据未经审计，相关指标未年化；2、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。

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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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+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 上海华信国际集团有限公司 2017 年公开发行永续期公司债券（第二期）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，并在每年上海华信国际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。

上海华信国际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。上海华信国际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上海华信国际集团有限公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现上海华信国际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。

如上海华信国际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，直至上海华信国际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，跟踪评级报告将报送上海华信国际集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年十二月十四日