

跟踪评级公告

联合[2016] 1561 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“14华阳经贸MTN001”和“15华阳经贸MTN001”AA的信用等级。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国华阳经贸集团有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 华阳经贸 MTN001	8 亿元	2014/6/16-2019/6/16	AA	AA
15 华阳经贸 MTN001	8 亿元	2015/9/30-2020/9/30	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.93	31.42	29.46	34.50
资产总额(亿元)	100.93	131.22	170.49	173.45
所有者权益(亿元)	52.49	54.77	68.65	70.20
长期债务(亿元)	3.00	21.51	43.99	48.09
全部债务(亿元)	33.72	58.29	88.66	92.96
营业收入(亿元)	158.76	184.87	203.25	62.35
利润总额(亿元)	11.75	8.22	13.02	2.18
EBITDA(亿元)	14.12	11.19	16.76	--
经营性净现金流(亿元)	0.87	1.10	0.94	0.88
营业利润率(%)	9.03	8.27	8.02	7.01
净资产收益率(%)	16.26	10.94	14.57	--
资产负债率(%)	47.99	58.26	59.73	59.53
全部债务资本化比率(%)	39.11	51.56	56.36	56.98
流动比率(%)	170.87	194.23	245.89	245.21
全部债务/EBITDA(倍)	2.39	5.21	5.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.42	5.33	5.91	--
经营现金流动负债比(%)	1.92	2.03	1.65	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；计入其他流动负债的短期融资券在指标计算中已计入短期债务；计入其他非流动负债中的中期票据和计入长期应付款中的应付融资租赁款已计入长期债务；现金类资产已剔除受限资金。

分析师

方晓 姜雨彤

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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，收入规模持续上升，工业清洗剂收入稳定、毛利率高。联合资信同时也关注到公司营业利润率持续下降、有息债务规模快速增长、未来公司在建项目投资规模大、融资需求增加等因素对公司信用基本面可能带来的不利影响。

跟踪期内，公司大力拓展贸易领域，布局金融股权投资。在建项目包括华峰石化三期项目和昆山贸易园，未来项目完工后，公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将有所增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，随着贸易业务快速增长，公司收入规模持续上升。
2. 工业清洗剂收入稳定，毛利率较高。
3. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司煤炭贸易和汽车零配件贸易毛利率下降较快，公司营业利润率持续下降。
2. 公司在建项目规模较大，对外融资需求大。
3. 公司所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性弱。

4. 跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，
债务负担较重。
5. 公司间接融资渠道有待拓宽。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国华阳经贸集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国华阳经贸集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国华阳经贸集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国华阳经贸集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于中国华阳经贸集团有限公司主体长期信用及“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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,宗旨是根据国家建设需要,或接受委托,引进技术、引进智力、引进人才。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“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 日更名为中国华阳经贸集团有限公司。截至 2016 年 3 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,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);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。

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 3 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。

截至 2015 年底,公司(合并)资产总额 170.49 亿元,所有者权益 68.65 亿元(含少数股东权益 12.82 亿元);2015 年公司实现营业收入 203.25 亿元,利润总额 13.02 亿元。

截至 2016 年 3 月底,公司(合并)资产总额 173.45 亿元,所有者权益 70.20 亿元(含少数股东权益 13.01 亿元);2016 年 1~3 月公司实现营业收入 62.35 亿元,利润总额 2.18 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;法定代表人:吴铁军。

三、宏观经济和政策环境

2015 年,中国经济步入“新常态”发展阶段,全年 GDP 同比实际增长 6.9%,增速创 25 年新低,第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看,2015 年,中国消费需求整体上较为平稳,固定资产投资增速持续下滑,进出口呈现双降趋势;同时,全国居民消费价格指数(CPI)六年来首次落入“1”时代,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)处于较低水平,制造业采购经理指数(PMI)仍在荣枯线以下,显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下,中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算, 2015 年, 中国国内生产总值 (GDP) 67.7 万亿元, 同比实际增长 6.9%, 增速创 25 年新低; 分季度看, GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%, 经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长, 但第三产业同比增速有所提高, 表明中国在经济增速换挡期内, 产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看, 2015 年, 市场销售增速走势较为平稳, 固定资产投资增速回落较大, 进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元, 同比增长 10.70%。固定资产投资 (不含农户) 55.20 万亿元, 比上年名义增长 10.00% (扣除价格因素实际增长 12.00%)。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币, 比上年下降 8.00%。

2015 年, 中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元, 比上年增长 8.4%, 增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元, 比上年增长 15.8%, 同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元, 赤字率上升至 3.5%, 显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2015 年, 央行继续实施稳健的货币政策, 灵活运用多种货币政策工具, 引导货币信贷及社会融资规模合理增长, 改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准, 降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面, 央行多次开展逆回购操作, 并通过短期流动性调节工具 (SLO)、中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款 (PSL) 分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元, 向市场注入流动性。此外, 自 2015 年 10 月起, 央行在上海、江苏等 11 省 (市) 推广信贷资产质押再贷款试点, 截至 2015 年末, 共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元, 资金流动性保持宽松状态。

2016 年, 中国经济下行压力依然较大。李

克强总理的政府工作报告指出, 2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%, 居民消费价格涨幅 3% 左右, 城镇新增就业 1000 万人以上, 城镇登记失业率 4.5% 以内, 进出口回稳向好, 国际收支基本平衡, 居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年, 也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策, 保持经济运行在合理区间, 进一步加强供给侧结构性改革, 推进新一轮高水平对外开放, 加强民生保障, 切实防控风险, 努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

公司经营业务主要涉及贸易及化工行业, 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) 国际贸易

2015 年, 国际经济总体复苏乏力, 导致全球贸易进入深度调整期, WTO 公布数据显示, 按美元计价, 2015 年前 10 个月, 全球出口值下降幅度超过 11%, 是自 2009 年全球金融危机后再次出现下降。WTO 于 2016 年 4 月 7 日表示, 2016 年全球贸易将增长 2.8%, 低于前次预估的 3.9% 增长。

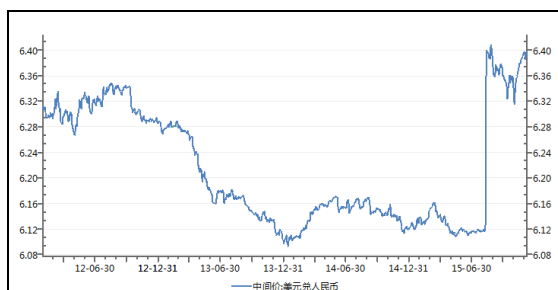
全球外贸环境的调整抑制了中国出口增长; 同时, 全球大宗商品价格大幅下跌, 使得中国大宗商品进口平均价格连续下降, 加上中国经济发展进入新常态, 大宗商品进口量也放缓, 2015 年中国进口值下降; 此外, 加上价格下降、要素成本持续快速上升等因素叠加, 中国外贸形式复杂。2015 年全国进出口总值 3.96 万亿美元, 同比下降 8%。其中, 出口 2.28 万亿美元, 同比下降 2.8%; 进口 1.68 万亿美元, 同比下降 14.1%; 贸易顺差 5945.04 亿美元, 扩大 55.4%。

近年来, 中国进出口中贸易方式构成逐渐

改变，一般贸易比重超过加工贸易并不断上升。2015 年，中国一般贸易出口 1.22 万亿美元，同比增长 1.2%。占同期外贸出口 53.5%；加工贸易出口 0.80 万亿美元，同比下降 9.8%，占同期外贸出口的 35%；按人民币计价，当年中国一般贸易进出口值 13.29 万亿元，同比下降 6.5%，占进出口总值的 54%，所占比重较上年提升 0.3 个百分点，其中出口增长 2.2%。相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

由于中国出口贸易主要是劳动密集型产品为主，资本和技术密集型产品比重较小。以贬值为主基调的人民币汇率政策在一定程度上保护低经济效益的出口企业。出口商品的价格相对较低的优势不断引起了中国与贸易伙伴国的贸易摩擦；连续多年的顺差及巨额的外汇储备引起国际上对人民币升值的强烈压力。2013 年美元兑人民币迅速下行，2014 年至 2015 年 6 月保持在低位波动，但自 2015 年 8 月 11 日，自中国对人民币汇率中间价形成机制进行改革以来，美元兑人民币汇率出现大幅贬值，截至 2016 年 3 月底，美元兑人民币汇率为 6.55。在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

图 1 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

（2）国内贸易

近几年中国经济规模保持了不断扩大的

良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。

2015 年，国民经济运行缓中趋稳，结构调整稳中有进，转型升级势头良好，国内生产总值 67.7 万亿元，同比增长 7.4%；社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，扣除价格因素，实际增长 10.6%。2015 年全国网上零售额 3.9 万亿元，同比增长 33.3%，其中实物商品网上销售额 3.2 万亿，增长 31.6%，占同期社会消费品零售总额的 12.9%。2016 年 1-5 月，中国实现社会消费品零售总额 12.9 万亿元，同比增长 10.2%，增速较上半年加快 0.1 个百分点。

整体看，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2. 化工行业

（1）行业概况

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

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一直呈现增长态势。根据 Wind 资讯数据，2015 年中国生产原油 2.15 亿吨，同比增长 1.90%，进口原油 3.36 亿吨，同比增长 8.80%，原油表观消费量为 5.47 亿吨，同比增长 5.70%。由于国内原油产能增长缓慢及国际油价大幅下跌等因素共同作用，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2015 年底中国原油对外依存度达到 60.77%，同比上升 1.34 个百分点，对外依存度

进一步提高。

表 1 中国原油消费平衡情况（单位：万吨、%）

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

资料来源：Wind 资讯

从世界范围内看，全球油气资源地区分布很不均衡，消费增长平稳。截至 2014 年底，中东地区原油探明储量约为 8107 亿桶，占同期世界原油总探明储量的 47.69%，而亚太地区的原油探明储量约为 426.9 亿桶，占同期世界原油总探明储量不到 3%。2014 年，全球石油消费量为 9208.62 万桶/天，较 2013 年的 9124.33 万桶/天增长 0.92%，低于 2013 年全球石油消费量同比 1.56% 的增速。受全球经济放缓影响，全球原油消费量增速放缓。

从国内情况来看，虽然中国油气资源较为丰富，但资源赋存条件差，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，中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，但仍存在着很大的供应缺口。根据海关总署相关统计数据，2015 年全年中国进口原油 33550 万吨，同比增长 8.80%；2015 年前 11 月中国进口液化天然气 1754.97 万吨，同比降低 1.60%。

从下游需求来看，石油化工产品是当前能源的主要供应者，其相关产品在汽车、建材、家电、纺织和医药等基础工业中扮演着重要角色。2015 年 1~11 月，随着国内经济增速放缓，国内化工产品需求增速有所放缓，据统计，国内合成树脂及合成橡胶表观消费量同比分别增长 7.68% 和 3.27%；国内合成纤维单体和乙

烯当量表观消费量同比下降 1.53% 和 0.02%。随着中国经济进入新常态，经济增速有所放缓，预计石油化工产品的需求量增速将进一步放缓。

（2）市场竞争

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

经过 1998 年的战略性重组，在原油经营领域，目前国土资源部仅允许中石化集团、中国石油集团、中海油总公司和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国内 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国内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；中化主要负责海外原油和成品油的进口业务。

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

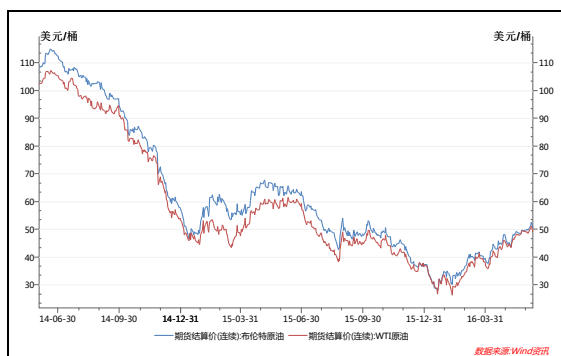
（3）价格情况

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同

选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

2014 年前三季度，国际原油价格震荡中略有下降，以英国北海布伦特原油期货价格为例，由 2014 年 1 月 2 日的 107.53 美元/桶下降至 2014 年 9 月 30 日的 93.17 美元/桶；进入第四季度，世界经济复苏低于预期导致需求放缓以及美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加，国际原油价格大幅下行，由 2014 年 10 月 1 日的 93.51 美元/桶下降至 2014 年 12 月 26 日的 57.83 美元/桶。2015 年，国际原油价格持续下行，连续跌破多个支撑价格，截至 2015 年 12 月 31 日英国北海布伦特原油期货价格仅为 35.70 美元/桶。自进入 2016 年以来，布伦特原油期货价格受主要原油供应国减产预期的影响，呈现反弹趋势，截至 2016 年 6 月 10 日收于 50.54 美元/桶。从短期看，受制于全球经济形势低迷，国际原油价格持续上升的趋势面临较大阻力。

图 2 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 月末，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升 5 分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价

格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013 年 9 月，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价 290 元（约每升 0.21 元）、370 元（约每升 0.32 元）；2017 年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价 170 元和 160 元。

从成品油价格调整情况看，2015 年国内成品油价格调整窗口共计 25 个，汽、柴油价格经历 12 次下调，7 次上调，4 次搁浅和 2 次暂缓调整油价。其中，汽油累计下调 2050 元/吨，柴油累计下调 2205 元/吨。

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

（4）行业关注

原油对外依存度逐年提高，国际化业务拓展存在较大风险

目前中国是全球第二大石油消费国和石油进口国，国内原油产量已难以满足国内需求的增长，2015 年底中国原油对外依存度达到 60.77%，同比上升 1.34 个百分点，对外依存度进一步提高。届时，中国主要石油石化企业均将面临资源对外依存度过高的问题，对国际油价的波动将更为敏感，经营业绩稳定性也将受到影响。为应对上游资源不足的问题，目前国内两大石油石化企业中石化集团公司及中石油集团公司均不同程度的加快了国际化的步伐，但国际政治、经济和包括进入壁垒、合同违约等在内的其他条件的复杂性，都可能加大石油石化企业海外业务拓展及经营的风险。

宏观经济变化波动会影响下游需求，成品油价格调整仍显滞后

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进一步趋于市场化，但仍由政府进行适当的管理。由于国内成品油价格的调整频率和调整幅度仍相对滞后于国际原油价格的变动，因此有可能影响国内石油石化企业的炼油业务、营销及分销业务以及化工业务的经营状况。

相关税费政策的调整影响企业成本

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，调整增加了石油石化企业的应交税费，加大了相关企业的业务运营成本。

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29日，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》（财企[2011]480号），决定从2011年11月1日起，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，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。

国际原油价格持续下行

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现货价格为例，2015年年底价格为35.70美元/桶，较年初的55.00美元/桶大幅下滑35.09%。国际原油价格的持续下行对石油行业的上游资产形成冲击，油气资产贬值，进而影响勘探和开采，预计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和丁二烯等石化上游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司股权主要由中国贸促会资产管理中心（30%）、中国华阳经贸集团有限公司工会（20%）、深圳华诚大通投资发展有限公司（30%）及深圳市深华盛投资发展有限公司（20%）持有。

2. 企业规模及竞争力

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，拥有国家赋予的出国任务审批权、外贸流通经营权、组办境内外经贸展览权以及对外经济技术合作资质。

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、外贸流通经营权、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，集团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。强大的供销网络是公司在该行业中最大的优势。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。这个庞大而稳定的贸易网络不仅是公司利润增长的源动力，也是公司在未来日趋激烈的市场竞争中的核心优势。

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。作为贸促会会管单位，公司多次主办或参与国际、国内各类专业展览，并在中国贸促会直接指导下，与中国国际展览中心等大型专业机构密切合作，在展览领域具有较大知名度和影响力。

公司在医疗器械贸易领域拥有近 30 年经验，与国外大型医疗器械品牌形成长期合作关系，并连续多年持续为上海长征医院等医院供应医疗设备，在客户群体方面具有较强的竞争优势。

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。园区将依托珠海得天独厚的石化产业条件，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，将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，构筑独有的石化竞争优势打下基础。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

目前公司主营业务板块以贸易和化工为主。从营业收入来看，2015 年，公司实现营业收入 203.25 亿元，同比增长 9.94%。从收入构成来看，2015 年，公司贸易板块收入规模快速增长，同比增长 22.61%，占营业收入的比重分别为 66.52%，目前为公司第一大收入板块；同期，公司化工板块收入为 48.59 亿元，同比下降 20.98%，主要系石化板块受国际石油价格影响，产品价格下降所致。

从各板块毛利率来看，2015 年，公司综合毛利率 8.20%，较 2014 年减少 0.28 个百分点。从板块来看，贸易业务毛利率为 8.47%，较 2014 年变动较小；化工业务毛利率同比增加 1.28 个百分点，主要系所致毛利率较低的石化产品的收入占比下降，毛利率较高的工业清洗剂占比提高综合作用所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	营业收入				收入占比				毛利率			
	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
贸易	95.55	110.27	135.20	48.54	60.18	59.65	66.52	77.85	7.90	8.95	8.47	6.86
化工	48.28	61.49	48.59	12.18	30.41	33.26	23.91	19.54	7.25	5.48	6.76	4.64

其他	14.93	13.11	19.45	1.63	9.41	7.09	9.57	2.61	23.83	18.67	9.92	33.26
合计	158.76	184.87	203.25	62.35	100.00	100.00	100.00	100.00	9.20	8.48	8.20	7.12

资料来源：公司提供。

注：其他业务主要包括房地产、人才交流与展览、担保业务、光电产品、农机产品及药业的生产销售等。

2016年1~3月，公司实现营业收入62.35亿元，同比增长12.85%；贸易业务和化工业务占比分别为77.85%和19.54%，化工板块占比持续下降；公司贸易板块和化工板块毛利率分别为6.86%和4.64%，均较2015年明显下降，主要系市场经济不景气，且由于季节性的原因，导致了第一季度的毛利率较2015年有所下降；公司整体毛利率降至7.12%，较2014年同期下降1.24个百分点。

1. 贸易业务

2015年，公司实现贸易收入135.20亿元，同比增长22.61%，主要系2015年公司拓展了金属产品及化工产品的市场，增加这两个品种的贸易所致；公司贸易业务中医疗器械贸易占8.58%，机械设备贸易占4.96%，煤炭贸易占13.97%，汽车零部件贸易占20.78%，金属产品占14.64%，化工产品占35.45%其他贸易占1.63%。

2016年1~3月，公司贸易业务实现收入48.54亿元，同比增长29.79%；毛利率为6.86%，较2015年减少1.61个百分点。

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1~3月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
医疗器械	27.27	26.91	26.96	22.29	11.60	27.73	3.33	28.03
机械设备	13.46	1.73	13.40	1.40	6.70	3.98	1.60	2.88
煤炭	42.38	3.18	21.32	6.31	18.89	3.58	4.19	2.19
汽车零部件	11.16	18.13	22.31	19.89	28.09	15.59	8.79	12.42
金属产品	--	--	--	--	19.79	5.01	12.27	4.19
化工产品	--	--	--	--	47.93	3.36	17.44	3.20
其他	1.28	6.67	26.28	9.14	2.21	14.07	0.91	10.17
合计	95.55	7.90	110.27	8.95	135.20	8.47	48.54	6.86

资料来源：公司提供

注：由于金属产品和化工产品2015年收入规模较大，故从其他中分出，单独列示。

① 医疗器械贸易

医疗器械贸易为公司传统业务，主要由华阳控股经营。华阳控股目前97.37%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。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。

2015年医疗器械业务实现收入11.60亿元，同比下降56.97%，毛利率较2014年明显提高，为27.73%。2015年医疗器械的收入较2014年大幅度下降，主要因为经济不景气，业务拓展困难，企业通过调整产品结构，在销售下降的情况下，提高产品的毛利率，争取利润

最大化。2016年1~3月，医疗器械贸易实现收入3.33亿元，占2015年全年的28.71%；毛利率为28.03%，较2015年变动不大。

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。

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。2015年合作的供应商中，前5大供应商采购额合计占比为66.81%，供应商集中度高。

表4 2015年医疗器械前5大供应商(单位:万元、%)

供应商	采购金额	占比
长沙恒年贸易有限公司	19270.15	22.43
CARL ZEISS (SHANGHAI) CO.,LTD	17662.72	20.56
深圳市友和医药有限公司	8069.66	9.39
Siemens Healthcare Diagnostics(Shanghai) Co., Ltd.	7279.91	8.47
Tai Wo International Trading Limited	5117.80	5.96
合计	57400.24	66.81

资料来源:公司提供

产品销售方面,2015年,公司前5大销售客户合计销售金额为5.47亿元,合计占比47.17%,公司客户集中度较高,主要为医药商业公司,合作较为稳定。

表5 2015年医疗器械前5大销售客户(单位:万元、%)

客户	销售金额	占比
北京华夏新时代科技有限公司	15020.15	12.95
北京科瑞宏医疗器械有限公司	12918.34	11.14
天津宏信瑞康医疗科技有限公司	9523.78	8.21
北京凯隆世纪生物技术有限公司	9356.08	8.06
河南康目健商贸有限公司	7901.75	6.81
合计	54720.11	47.17

资料来源:公司提供

目前公司与上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,即需垫付全款支付厂商,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。

整体看,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,目前盈利情况较好。但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。

②机械设备

公司机械设备贸易由子公司重庆五矿公司经营,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。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。2015年,机械设备出口额及国内贸易额分别占20.91%及79.09%,以国内贸易为主。

2015年,公司实现机械设备贸易收入6.70亿元,同比下降50.00%;毛利率为3.98%,同比增加2.58个百分点。2016年1~3月,公司实现机械设备贸易收入2.88亿元,同比增长51.58%;毛利率较2015年有所回落至2.88%。

2015年重庆五矿公司主要贸易产品包括输电设备、水轮机及车载多媒体化工产品等等,销售客户主要为国内外水电站及其他机械设备应用企业以及其他需要该产品的企业。2015年,公司主要销售客户合计销售额5.14亿元,合计占比81.03%,客户集中度极高。

表6 2015年机械设备主要销售客户(单位:万元、%)

客户	销售金额	占比
重庆渝扬实业有限公司	24371.84	38.45
HONGTONG HAITONG INTERNATIONAL TRADING CO.	8272.38	13.05
POWER GUARD TRADING LTD.	9920.04	15.65
贵州亿祥矿业(集团)镇远润达有限公司	8796.31	13.88
合计	51360.58	81.03

资料来源:公司提供

公司机械设备产品供应商主要为各地设备生产商,2015年主要供应商采购额合计5.82亿元,占采购总额的比重为86.97%,供应商集

中度很高。

表7 2015年机械设备主要供应商（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占比
达生科技发展有限公司	38913.62	58.11
上海丰鼎发展有限公司	10172.95	15.19
成都枫润炉料有限公司	9152.98	13.67
合计	58239.55	86.97

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。

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 年，由于公司新增子公司华阳山源煤炭销售有限公司、华阳久益国际贸易有限公司、华阳地泰国际投资有限公司及华阳恒通国际贸易有限公司，煤炭业务不断扩张导致煤炭贸易收入大幅增长；2015 年，受煤炭市场疲软影响，公司实现煤炭贸易收入 18.89 亿元，同比下降 11.40%；毛利率为 3.58%，同比减少 2.73 个百分点。2016 年 1~3 月，公司实现煤炭贸易收入 4.19 亿元，同比下降 8.66%，毛利率为 2.19%，较 2015 年减少 1.39 个百分点。

公司销售客户主要为其他煤炭贸易企业。2015 年，公司前 5 大销售客户合计销售额 5.42 亿元，合计占比 28.71%，客户集中度不高。

表8 2015年煤炭贸易前5大销售客户（单位：万元、%）

客户	销售金额	占比
济南铁路煤炭运贸集团有限公司	27008.78	14.30
山西煤炭运销集团曲阳煤炭物流有限公司	13032.80	6.90
成都开迪商贸有限公司	5134.01	2.72
东营祥盛国际贸易有限公司	4592.93	2.43
唐山市金瀚商贸有限公司	4464.72	2.36
合计	54233.23	28.71

资料来源：公司提供

2015 年前 5 大供应商采购额合计 5.50 亿元，占采购总额的比重为 30.09%，供应商集中

度不高。

表9 2015年煤炭前五大供应商（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占比
日照天澳能源有限公司	15696.83	8.58
上海再春国际贸易有限公司	14125.20	7.72
重庆旭野煤炭经营有限公司	13958.26	7.63
深圳市前海宏承石油化工有限公司	5900.00	3.23
山东地源矿业有限公司	5363.60	2.93
合计	55043.89	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。

④汽车零部件

2011 年 10 月公司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 20000 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。目前公司客户主要是渠道客户。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。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。

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。目前昆山贸易园已在建设。

2015 年，汽车零部件业务规模持续扩大，

收入大幅增长, 实现收入 28.09 亿元, 同比增长 25.91%; 毛利率降至 15.59%。2016 年 1~3 月, 公司汽车零部件业务实现收入 8.79 亿元, 同比增长 42.07%; 毛利率为 12.42%, 较 2015 年下降较大。

⑤金属产品

公司金属产品业务主要通过中国华阳投资控股有限公司, 华阳久益国际贸易有限公司, 华阳地泰国际投资有限公司, 天津市广聚建龙商贸有限公司等公司经营, 主要经营模式为自营和小部分代理, 金属产品主要有电解镍、电解铜、铝锭铝棒等。2015 年金属产品主要供应商采购额合计 15.07 亿元, 占采购总额的比重为 77.28%, 供应商集中度高。

表10 2015年金属产品主要供应商(单位: 万元、%)

供应商	采购金额	占比
辽宁忠旺进出口贸易有限公司	70210.55	36.00
新疆嘉汇合兴商贸有限公司	46031.41	23.60
BINCHUANG RESOURCES CO., LIMITED 彬创资源有限公司	32258.85	16.54
平潭综合试验区宏泰进出口贸易有限公司	2241.68	1.15
合计	150742.48	77.28

资料来源: 公司提供

2015 年, 公司金属产品前 5 大销售客户合计销售额 12.83 亿元, 合计占比 64.82%, 客户集中度高。

表11 2015年金属产品主要客户(单位: 万元、%)

客户	销售金额	占比
上海昱嘉金属材料有限公司	33787.13	17.07
SPREAD DELIGHT (HONG KONG) LIMITED 展欣(香港)有限公司	31863.53	16.10
深圳前海景天供应链管理有限公司	26568.39	13.43
EXTRA FLOURISH WORLDWIDE LIMITED	18924.73	9.56
北京成旺人和商贸有限公司	17129.12	8.66
合计	128272.90	64.82

资料来源: 公司提供

⑥化工产品

公司化工产品业务主要通过中国华阳投资控股有限公司, 天津开发区超越工贸有限公司、上海中资国际贸易有限公司、赫阳君辰(天

津) 国际贸易有限公司、鞍山市华阳发展有限公司、天津市广聚建龙商贸有限公司等公司经营。主要经营模式以自营为主。化工产品主要有聚乙烯、丁苯胶、二辛脂、聚酯切片、对二甲苯、精对苯二甲酸(PTA)、二甲基硅油、聚丙烯酰胺、甲醇、甲醛、元明粉、氯化钠、葡萄糖、小苏打、亚硝酸钠、工业纯碱等。2015 年金属产品前 5 大供应商采购额合计 21.50 亿元, 占采购总额的比重为 45.98%, 供应商集中度较高。

表12 2015年化工产品主要供应商(单位: 万元、%)

供应商	采购金额	占比
天津津鹏世纪化工贸易有限公司	120268.36	25.72
天津中智国际贸易有限公司第二分公司	55953.37	11.96
华谊新能源化工销售有限公司	19042.95	4.07
POWER GUARD TRADING LTD.	9920.04	2.12
H.K BRIGHT DRAGON INVESTMENT GROUP LIMITED 香港佳龙投资集团有限公司	9840.33	2.10
合计	215025.05	45.98

资料来源: 公司提供

2015 年, 公司化工产品前 5 大销售客户合计销售额 32.84 亿元, 合计占比 72.12%, 客户集中度高。

表13 2015年化工产品主要客户(单位: 万元、%)

客户	销售金额	占比
江阴市奕蓓贸易有限公司	177012.93	36.94
上海隆岳国际贸易有限公司	72279.90	15.08
上海蒙新实业发展有限公司	39238.05	11.78
天津鹏天国际贸易有限公司第一分公司	29685.77	6.19
上海丰鼎发展有限公司	10172.95	2.12
合计	328389.60	72.12

⑦其他贸易业务

公司其他业务主要包括人才交流与展览、房地产、担保业务(目前只做咨询业务)、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。2015 年公司其他业务实现营业收入 19.45 亿元, 同比增长 48.35%,

毛利率 9.92%，波动较大。206 年 1-3 月公司实现营业收入 1.63 亿元，毛利率 33.26%。

2. 化工业务

2015 年，公司化工业务实现收入 48.59 亿元，同比下降 20.97%；化工业务中工业清洗剂收入占比 4.36%，石化产品收入占比 95.64%。2015 年，公司化工业务综合毛利率 6.76%，较 2014 年增加 1.28 个百分点；其中，工业清洗剂毛利率 62.96%，较 2014 年变化较小；石化

产品毛利率 4.20%，较 2014 年增加 0.75 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司化工业务实现收入 12.18 亿元，同比变动较小；石化产品占化工业务收入的比重为 96.25%，较 2015 年基本持平；公司化工业务毛利率为 5.36%，较 2015 年减少 1.38 个百分点，主要因为公司石化产品受国际原油价格下滑、石油行业不景气等因素影响，价格和销售额不断下降，导致毛利率有所下降。

表14 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 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工业清洗剂	2.00	62.34	2.13	61.97	2.12	62.96	0.46	63.18
石化产品	46.28	4.86	59.35	3.45	46.47	4.20	11.72	3.13
合计	48.28	7.25	61.49	5.48	48.59	6.76	12.18	5.38

资料来源：公司提供

①工业清洗剂

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15 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 年主要销售产品产能 6900 吨，产量 4145 吨（2014 年为 4359 吨），产能利用率较上年有所提高，主要系公司以销定产，销量较上年增加所致；2015 年华阳-恩赛前五大销售产品总销量为 4684 吨（2014 年为 4270 吨），销售额为 0.87 亿元。

表16 2015年工业清洗剂主要产品产能、产量及销量情况

产品种类	产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	销售额 (万元)
MCF-2010	1500.00	1382.00	1480.00	2923.00
PWC-401	1200.00	783.00	1083.00	1772.00
PSA-002A	1500.00	1221.00	1409.00	2331.00
PSC-003	1500.00	351.00	237.00	699.00
PWC-001	1200.00	408.00	475.00	934.00
合计	6900.00	4145.00	4684.00	8659.00

资料来源：公司提供

2015 年，工业清洗剂收入为 2.12 亿元，较 2014 年变动不大；毛利率为 62.96%，同比略有增长。华阳-恩赛工业清洗剂产品技术水平目前处于国内较高水平，毛利率水平高。

2016 年 1~3 月，公司工业清洗剂收入 0.46 亿元，为 2015 年全年的 21.52%；毛利率为

63.18%。

②石化产品

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”）。2015 年，公司石化产品贸易业务实现业务收入 21.53 亿元，毛利率 1.89%。

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，其中沥青产能 71.92 万吨，减一线非标油 19.11 万吨。2015 年，华峰石化主要产品的综合产能利用率较 2014 年增加 7.29 个百分点、综合产销率呈下降趋势，较 2014 年减少 5.46 个百分点；2015 年，华峰石化主要产品产量 84.04 万吨，同比增长 11.62%；完成销售额 24.94 亿元，同比下降 17.18%，主要系公司石化产品价格受国际原油价格下行影响，出现不同程度下降所致；2016 年 1~3 月，华峰石化主要产品产量 23.21 万吨，同比增长 0.88%。

表17 2015年华峰石化板块主要产品产能、产量及销量情况（单位：万吨、%、亿元）

产品种类	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	销售额	销售额占比
减一线非标油	19.11	16.25	85.00	15.31	94.24	6.20	24.86
减二线非标油	8.47	6.88	81.30	6.39	92.86	1.98	7.94
减三线非标油	3.95	3.12	78.88	2.37	75.99	0.68	2.71
初顶非标油	6.24	4.51	72.18	4.40	97.64	1.72	6.88
初侧非标油	10.31	8.21	79.66	7.93	96.63	3.37	13.52
沥青	71.92	45.08	62.68	41.51	92.09	11.00	44.10
合计	120.00	84.04	70.03	77.91	92.71	24.94	100.00

资料来源：公司提供

公司石化产品原材料主要为重质油，以现货交易为主，采购价格主要盯住新加坡原油期货价格，公司正式生产以来，原油价格不断下滑，公司适时调整采购数量，以降低平均采购成本。2015 年前五大供应商合计占比为 82.94%，其中广西铁投冠信贸易有限公司占 29.50%。2015 年公司共采购重质油 850236.51 吨，平均采购价格为 3220.00 元/吨。

公司石化产品以经销商销售为主，实行款

到发货，销售区域集中在珠三角、福建厦门及云桂地区。2015 年前 5 大销售客户合计占比为 49.54%。

公司石化业务年产 71.92 万吨沥青项目自 2011 年 9 月底正式投产以来，产品销售旺盛，收入快速增长。2015 年，石化产品业务实现营业收入 46.47 亿元，同比下降 21.70%；毛利率为 4.20%，较 2014 年增加 0.75 个百分点。2016 年 1~3 月，公司石化产品业务收入 11.72 亿元，

同比下降 6.01%；石化产品毛利率为 3.13%，较 2015 年大幅下降，主要系国际原油价格下降，导致公司产品价格和销售额下滑所致。

3. 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、房地产、担保业务（目前只做咨询业务）、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。2015 年其他业务实现收入 19.45 亿元，同比增长 48.34%，主要系华阳中基远洋控股有限公司实现的运输收入所致；毛利率降为 9.92%，同比减少 8.75 个百分点，主要系运输收入的毛利率比较低，将其他板块的整体毛利率拉低所致。

公司目前其他业务行业及地域较分散，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。

4. 未来发展

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。

华峰石化三期为深加工项目，建设内容为 150 万吨/年芳烃加氢项目，主要装置由 150 万吨/年芳烃加氢装置、20000Nm³/h 制氢装置以及 4 万吨/年硫磺回收装置（含酸性水汽提和溶剂再生）组成。项目已于 2015 年 8 月开工建设，建设期 1 年。华峰石化三期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。项目已完成主要装置的安装，截至 2016 年 3 月底，累计完成投资 7.53 亿元。项目预计将于 2016 年 8-9 月份竣工试产。

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，预计 2017 年 1 月完工。

截至 2016 年 3 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 3 月底已投资 12.29 亿元，2016 年计划投资 8.05 亿元。

在传统的贸易及化工业务之外，公司积极拓展股权投资领域，重点布局金融领域，目前已参股厦门国际银行股份有限公司，并预付了对鞍山银行股份有限公司以及西安新鸿业投资发展有限公司的部分股权收购款。

整体看，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

模及竞争实力将有所增强。

表 18 截至 2016 年 3 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 3 月底已投入	2016 年	2017 年	2018 年
华峰石化	华峰二期	20.00	7.00	13.00	1.50	0.25	4.00	5.00
珠海华城环保	华峰三期	12.00	4.20	7.80	7.53	5.00	0	0
中汽联合汽车零部件	昆山贸易园	12.00	3.60	8.40	3.26	2.80	3.50	2.74
合计		44.00	14.80	29.20	12.29	8.05	7.50	7.74

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司分别于 2014 年 6 月和 2015 年 9 月发行了“14 华阳经贸 MTN001”8 亿元和“15 华阳经贸 MTN001”8 亿元。截至目前，两期中期票据募集资金已全部按募集资金使用用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 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，并出具了标准无保留意见的审计结论。2016 年一季度财务报表未经审计。

2015 年公司纳入合并范围二级子公司共 14 家，较 2014 年新纳入合并范围 7 家，不再纳入合并范围 1 家。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 170.49 亿元，所有者权益 68.65 亿元（含少数股东权益 12.82 亿元）；2015 年公司实现营业收入 203.25 亿元，利润总额 13.02 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 173.45 亿元，所有者权益 70.20 亿元（含少数股东权益 13.01 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 62.35 亿元，利润总额 2.18 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 203.25 亿元，同比增长 9.94%；同期，公司营业成本 186.58

亿元，同比增长 10.28%，高于营业收入涨幅。2015 年，公司营业利润率 8.02%，较 2014 年略有下降。

从期间费用来看，近年来公司期间费用逐年增长，期间费用占营业收入比重波动增长。2015 年，公司期间费用合计 9.28 亿元，占营业收入比重由上年的 4.73% 下降至 4.56%。跟踪期内，随着公司业务扩展和对外融资增长，导致有息债务规模不断扩大，公司财务费用相应增加，2015 年财务费用同比增长 48.33%。

2015 年，公司获得投资收益 5.26 亿元，同比增长 220.20%，主要系处置子公司产生的投资收益所致，其中处置北京市怀乡出租汽车公司股权产生 6606.47 万元，处置江口县鑫发矾业有限公司股权产生收益 21400.00 万元，处置贵州华阳恒利担保有限公司的股权产生收益 20320.18 万元，按权益法核算华商基金投资收益 3401.25 万元，厦门国际银行分红 874.27 万元。同期，公司营业外收入 0.78 亿元，主要由政府补助构成。2015 年，公司实现利润总额 13.02 亿元，同比增长 58.51%，投资收益对利润总额形成重要补充。

从盈利指标上看，2015 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 8.16% 和 14.57%，较 2014 年分别增加 1.01 个百分点和 3.63 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 62.35 亿元，同比增长 12.86%；同期，公司营业成本同比增长 14.39%；相应期间费用有所降低；公

司实现利润总额 2.18 亿元，同比下降 3.98%；营业利润率为 7.01%，较 2015 年略有下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入和利润总额增长较快，但营业利润率有所下降，投资收益对利润总额贡献大，公司财务费用增长较快。虽然公司整体盈利能力呈现弱化趋势，但仍保持较好水平。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入量稳定增长，为 243.12 亿元，同比增长 13.26%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期，公司经营活动现金流出量为 242.17 亿元，同比增长 13.41%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 7.41 亿元，主要是公司收到的客户保证金及收到其他公司的往来款项等；支付的其他与经营获得有关的现金为 5.66 亿元，主要是往来款及其他经营管理费用等。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额 0.94 亿元，同比下降 14.21%。

从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 115.90%，较 2014 年增加 3 个百分点，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，2015 年，公司投资活动现金流入量为 2.47 亿元，同比下降 33.96%，主要是处置子公司收到的现金 2.35 亿元。2015 年，公司投资活动现金流出 18.52 亿元，同比增长 51.57%，主要是投资支付的现金 14.40 亿元，主要为鞍山银行预付款 2.00 亿元，购买厦门国际银行股份有限公司的股权支付现金 0.75 亿元，以及投资理财产品支付 11.50 亿元。2015 年，公司投资活动净现金流-16.05 亿，公司对外投资规模较大。

2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -15.11 亿元，公司对外融资需求大。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入 62.42 亿元，同比增长 13.26%，主要为取得借款收到的现金 50.58 亿元和收到其他与

筹资活动有关的现金 9.00 亿元（主要是收到各公司的票据保证金及 2.78 亿的赎回北京银行理财产品）；同期，公司筹资活动现金流出 49.92 亿元，同比增长 36.15%，主要为偿还债务支付的现金 35.73 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 11.15 亿元（主要是支付的保证金 1.64 亿元，中汽创投与宏信证券的存单赎回 3.60 亿元，中汽联合汽车零部件连锁有限公司 2.00 亿元的存单，以及中汽创投支付的与筹资活动有关的理财产品 3.79 亿元）；2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 12.49 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量 0.88 亿元，同比下降 49.02%；投资活动现金净流量 2.33 亿元，同比大幅增长；筹资活动现金净流量 1.59 亿元，同比下降 61.05%。

总体来看，跟踪期内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；公司对外投资增长较快，对外融资需求大。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 170.49 亿元同比增长 29.93%，其中流动资产占 82.45%，非流动资产占 17.55%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 140.57 亿元，同比增长 33.67%，主要来自预付款项、存货和其他流动资产等的增长；流动资产构成以货币资金、应收账款、预付账款、存货和其他流动资产为主。

截至 2015 年底，公司货币资金 33.88 亿元，主要为银行存款（占 83.47%）及其他货币资金；受限货币资金 5.56 亿元，主要为票据保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款净额为 23.51 亿元，同比增长 83.42%，主要随着收入增长，公司对客户给予更为宽松的信用政策，应收账款相应增加所致；公司应收账款前五名合计占比为 20.19%；公司应收账款中按组合计提

坏账的应收账款占 97.32%，从账龄结构看，1 年以内的占 94.44%，1~2 年的占 3.93%，2~3 年的占 1.63%，账龄短。截至 2015 年底，公司共计提应收账款坏账准备 827.77 万元，计提比例为 0.36%。

截至 2015 年底，公司预付款项 25.69 亿元，主要为预付货款；从账龄来看，一年以内占 98.44%；预付款项金额前五位合计占余额比例为 22.20%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司其他应收款净额为 7.78 亿元，同比增长 44.98%，主要是应收股权转让款，其中前五名占比为 65.43%，全部为非关联方的往来款；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，从账龄结构看，1 年以内的占 88.44%，1~2 年的占 11.05%，2 年以上的占 0.50%，账龄短。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 0.62%。

截至 2015 年底，公司存货账面余额 24.50 亿元，主要由原材料（5.72%）、开发成本（12.10%）以及库存商品（81.49%）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。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 24.07 亿元，同比增长 220.94%，主要系公司增加购买理财产品 14.50 亿元所致。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 29.93 亿元，同比增长 14.85%，增长主要来自在建工程的大幅增长。非流动资产构成主要由可供出售的金融资产（占 41.69%）、固定资产（占 25.76%）和在建工程（占 14.10%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 12.48 亿元，同比增长 10.86%，主要包括对华商基金管理有限公司投资账面余额 7.73 亿元，对厦门国际银行股份有限公司投资账面余额 2.61 亿元和对岳阳恒立冷气设备股份有限公司投资账面余额 1.43 亿元。

表19 2015年底公司主要参股公司投资情况

(单位：%、万元)

被投资单位名称	持股比例	账面价值	核算方式
岳阳恒立冷气设备股份有限公司	17.99	14296.71	成本法
华商基金管理有限公司	34.00	77276.69	权益法
厦门国际银行股份有限公司	1.31	26100.00	成本法

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司固定资产原值 10.04 亿元，较 2014 年底略有减少，主要由房屋建筑物（占 24.98%）、运输专用设备（占 13.57%）和机器设备（占 53.46%）构成；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，固定资产平均成新率为 59.11%。

截至 2015 年底，公司在建工程为 7.59 亿元，同比增长 106.62%，主要包括 60 万吨/年高硫重质油加工节能项目 0.77 亿元、150 万吨/年芳烃加氢项目 1.87 亿元、100 万吨/年烷烃芳烃项目 1.28 亿元和 150 万吨/年芳烃加氢项目（融资租赁）2.89 亿元。

截至 2015 年底，公司无形资产账面价值 2.04 亿元，同比下降 17.20%；公司无形资产由土地使用权（占 96.54%）、知识产权（占 2.67%）和应用软件（占 0.78%）构成。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 173.45 亿元，较 2014 年底增长 1.73%，主要来自于货币资金的增长；流动资产和非流动资产占比分别为 82.53%和 17.47%，资产结构与 2015 年底相比变化不大。截至 2016 年 3 月底，货币资金 39.24 亿元，同比增长 2.71%。

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占比高，非流动资产中可供出售金融资产、在建工程和固定资产占比高。公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 68.65 亿元（其中少数股东权益 12.82 亿元），归属于母公司所有者权益中实收资本占 1.83%，资本公积占 9.18%，盈余公积占 1.11%，

未分配利润占 87.87%。截至 2015 年底，公司资本公积 5.12 亿元，同比增加 4.77 亿元，资本公积增加主要是因为公司股东深圳市深华盛投资发展有限公司对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。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 70.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 57.18 亿元，较 2014 年底略有增长，主要是由于未分配利润和少数股东权益增加所致；公司所有者权益构成与期初相比变化不大，仍以未分配利润为主。

总体看，近几年公司所有者权益稳步增长；所有者权益中未分配利润占比大，权益稳定性弱。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 101.84 亿元，其中流动负债占 56.13%，非流动负债占 43.87%，公司负债结构以流动负债为主，但占比呈下降趋势。

截至 2015 年底，公司流动负债 57.17 亿元，同比增长 5.59%，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%）、预收款项（占 7.95%）和其他流动负债（占 8.75%）等。

截至 2015 年底，公司短期借款为 26.42 亿元，同比增长 39.93%，其中以保证借款 24.00 亿元和抵押借款 2.30 亿元为主。

截至 2015 年底，公司应付票据为 12.57 亿元，同比增长 5.62%，全部由应付银行承兑汇票构成。

截至 2015 年底，公司应付账款 5.60 亿元，同比下降 18.17%，主要为应付购货款；其中 1 年以内的应付账款占比 93.14%，1~2 年的占比 4.96%，2 年以上的占比 1.90%，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购货款。

截至 2015 年底，公司预收款项 4.55 亿元，同比下降 7.17%，账龄均在 3 年之内，其中 1

年以内占 96.70%。公司预收款项主要为非关联方预收货款。

2015 年，公司发行第一期短期融资券总额 5 亿元，并计入其他流动负债科目。截至 2015 年底，公司其他流动负债 5.00 亿元，同比下降 16.67%。

截至 2015 年底，公司长期应付款 2.86 亿元，同比大幅增长，主要系 2015 年 6 月 2 日，公司子公司珠海市华峰石化有限公司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，融资租赁金额为 2.80 亿元，融资期限 3 年，合同编号【GZZL(2015)n002-ZZ】。

截至 2015 年底，公司非流动负债 44.67 亿元，同比增长 100.28%，主要由长期借款（占 14.34%）、应付债券（占 43.45%）和其他非流动负债（占 35.81%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款 6.41 亿元，同比增长 104.64%，主要系随着公司业务规模扩展银行长期借款增长所致，其中，跟踪期内向国家开发银行北京分行增加长期借款 2 亿元、厦门国际银行增加长期借款 1.49 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券 19.41 亿元，同比增长 91.56%，主要系 2015 年公司新增非公开定向债务融资工具 6 亿元和子公司珠海华城环保科技有限公司非公开发行公司债 3 亿元所致。

截至 2015 年底，公司其他非流动负债 16.00 亿元，同比增长 93.94%，主要系 2015 年公司新增中期票据 8 亿元所致。

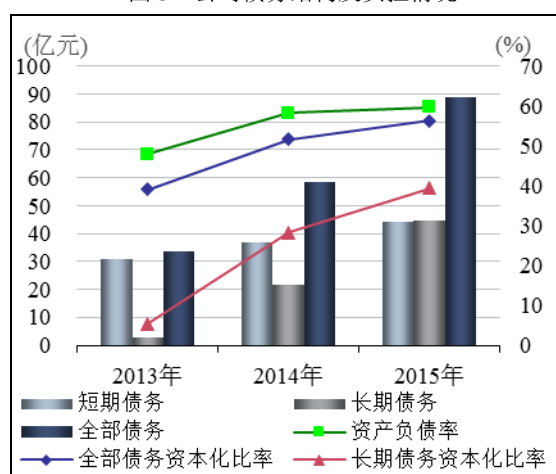
截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 103.25 亿元，其中流动负债占 56.54%，非流动负债占 43.46%，负债结构较 2015 年底变化不大。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，截至 2015 年底，公司全部有息债务总额 88.66 亿元，同比增长 52.10%，其中短期债务占 49.61%，长期债务占 50.39%，长期债务占比逐年上升。截至 2015 年底，公司短期债务 43.99 亿元，同比增长 19.60%，主要来自于短期借款和应付票据的增长；截至 2015 年底，公司长期债务 44.67

亿元,同比增长 107.66%,其中长期借款增加 3.28 亿元,应付债券增加 9.28 亿元,长期应付款增加 2.09 亿元和其他非流动负债(中期票据)增加 7.75 亿元。从债务指标看,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 59.73%、56.36%和 39.42%,较 2014 年底分别增加了 1.47 个百分点、4.80 个百分点和 11.22 个百分点。综合来看,2015 年公司新增外部融资规模大,直接导致公司债务压力加重。

截至 2016 年 3 月底,公司债务总额 92.96 亿元,较 2015 年底增长 4.85%,主要系短期借款和应付票据增加所致。其中短期债务占比 51.73%,长期债务占比 48.27%,债务构成较 2015 年底变化不大。从债务指标看,截至 2016 年 3 月底,资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2014 年底变化不大,分别为 59.53%、56.98%和 39.00%。

图 3 公司债务结构及负担情况



资料来源: 公司审计报告

总体看,公司负债结构以流动负债为主,但非流动负债比重逐年增加;公司债务规模快速上升,整体债务负担加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,公司流动比率和速动比率呈逐年上升趋势,截至 2015 年底,公司流动比率、速动比率分别为 245.89%和

203.03%,均高于三年均值的 215.39%和 174.72%;2015 年,公司经营现金流动负债比为 1.65%,较 2014 年略有下降;截至 2016 年 3 月底,公司流动比率及速动比率分别为 245.21%和 205.34%,较 2015 年底变动不大。考虑到货币资金和经营活动现金流入量规模大,总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2015 年,公司 EBITDA 16.76 亿元,同比增长 48.35%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 5.91 倍,较 2014 年增加 0.58 个百分点;全部债务/EBITDA 倍数为 5.29 倍。整体看,公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底,公司合并范围无对外担保。

公司与各家银行保持合作关系。截至 2016 年 3 月底,公司合并范围共获得人民币 44.50 亿元和 0.30 亿美元的银行授信额度,尚有未使用授信额度 5.20 亿元和 0.30 亿美元,公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(企业信用报告银行版),截至 2016 年 6 月 20 日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险的综合判断,公司整体抗风险能力较强。

九、存续期债券偿债能力

公司分别于 2014 年和 2015 年发行“14 华阳经贸 MTN001”8 亿元和“15 华阳经贸 MTN001”8 亿元,合计 16 亿元中期票据。

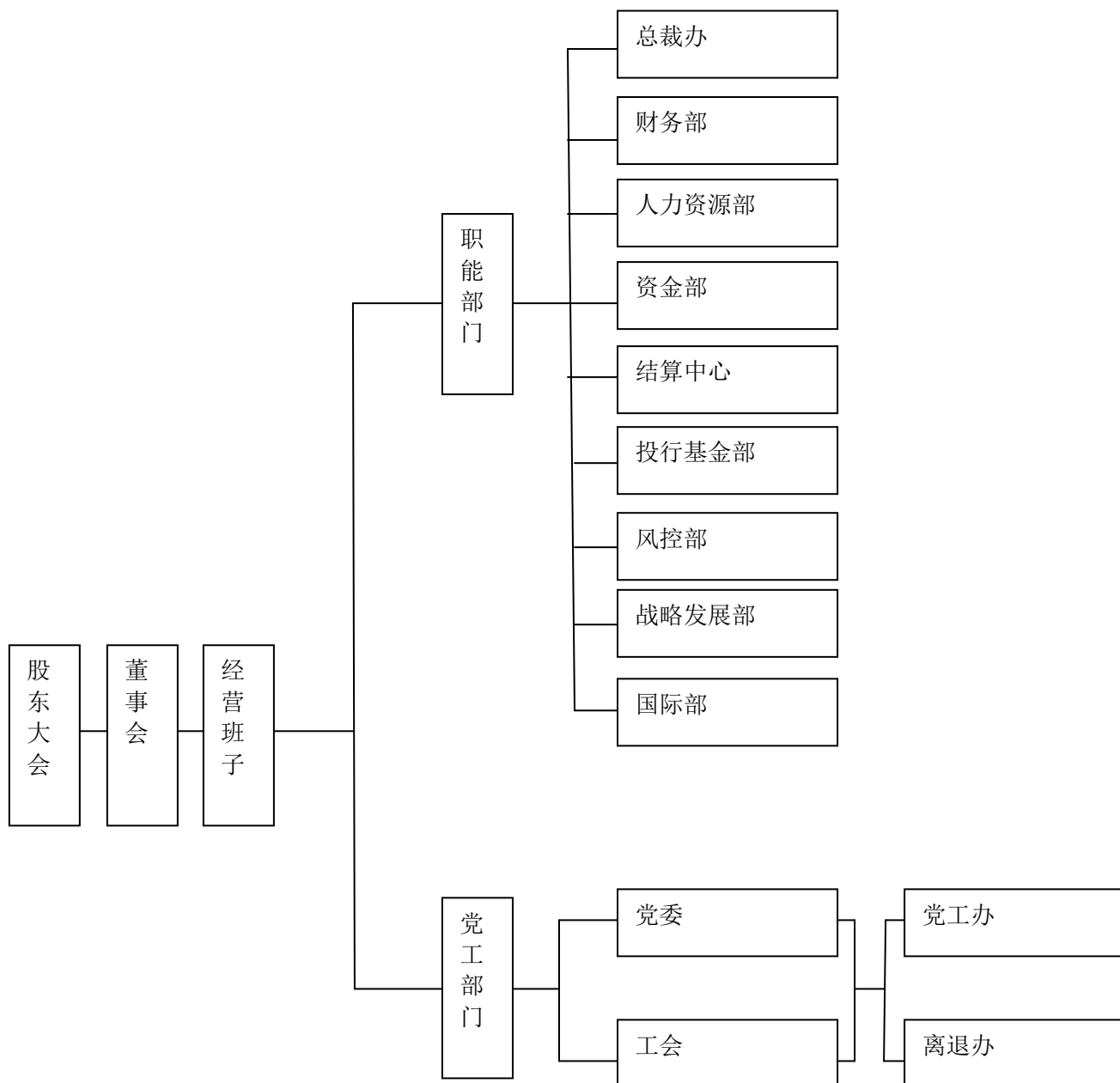
2015 年,公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净额分别为 16.76 亿元、234.12 亿元和 0.94 亿元,分别是两期中期票据合计 16 亿元的 1.05 倍、13.42 倍和 0.07 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“14 华阳

经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”保障能力强，经营活动现金净额对“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”覆盖较弱。

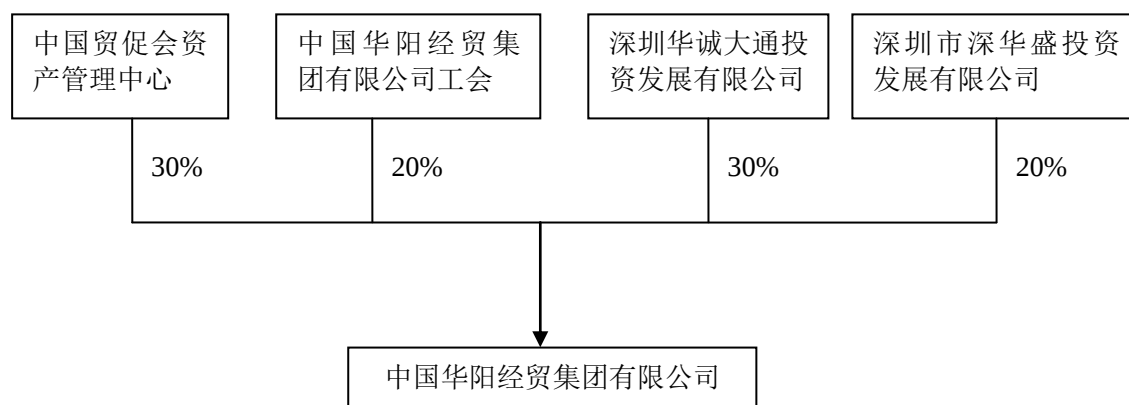
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1 公司组织结构图



附件 1-2 公司股权架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.93	31.42	29.46	34.50
资产总额(亿元)	100.93	131.22	170.49	173.45
所有者权益(亿元)	52.49	54.77	68.65	70.20
短期债务(亿元)	30.72	36.78	43.99	48.09
长期债务(亿元)	3.00	21.51	44.67	44.87
全部债务(亿元)	33.72	58.29	88.66	92.96
营业收入(亿元)	158.76	184.87	203.25	62.35
利润总额(亿元)	11.75	8.22	13.02	2.18
EBITDA(亿元)	14.12	11.19	16.76	--
经营性净现金流(亿元)	0.87	1.10	0.94	0.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.99	11.47	9.20	--
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	--
现金收入比(%)	112.67	112.90	115.90	115.53
营业利润率(%)	9.03	8.27	8.02	7.01
总资本收益率(%)	11.64	7.15	8.16	--
净资产收益率(%)	16.26	10.94	14.57	--
长期债务资本化比率(%)	5.41	28.20	39.42	39.00
全部债务资本化比率(%)	39.11	51.56	56.36	56.98
资产负债率(%)	47.99	58.26	59.73	59.53
流动比率(%)	170.87	194.23	245.89	245.21
速动比率(%)	125.71	160.20	203.03	205.34
经营现金流动负债比(%)	1.92	2.03	1.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.42	5.33	5.91	--
全部债务/EBITDA	2.39	5.21	5.29	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；计入其他流动负债的短期融资券在指标计算中已计入短期债务；计入其他非流动负债中的中期票据和计入长期应付款中的应付融资租赁款已计入长期债务；现金类资产已剔除受限资金。

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。