

跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1585 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信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年七月十九日



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	余额	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 华阳经贸 MTN001	6.2 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: 2017 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.37	29.46	40.20	43.23
资产总额(亿元)	131.22	170.49	234.39	238.16
所有者权益(亿元)	54.77	68.65	95.24	97.49
短期债务(亿元)	36.78	43.99	55.16	53.59
长期债务(亿元)	21.51	44.67	71.82	77.01
全部债务(亿元)	58.29	88.66	126.98	130.59
营业收入(亿元)	184.87	203.25	258.80	63.12
利润总额(亿元)	8.22	13.02	11.63	3.11
EBITDA(亿元)	11.19	16.76	16.95	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	0.94	2.75	0.44
营业利润率(%)	8.27	8.02	7.30	8.51
净资产收益率(%)	10.94	14.57	9.74	--
资产负债率(%)	58.26	59.73	59.37	59.06
全部债务资本化比率(%)	51.56	56.36	57.14	57.26
流动比率(%)	194.23	245.89	233.82	253.02
经营现金流动负债比率(%)	2.03	1.65	4.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	5.29	7.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.33	5.91	3.42	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计; 其他流动负债中的短期融资券和其他应付款中的有息债务已计入短期债务和全部债务; 长期应付款中的有息债务和其他非流动负债中的中期票据已计入长期债务和全部债务; 现金类资产已经剔除受限资金。

评级观点

中国华阳经贸集团有限公司(以下简称“公司”)作为中国国际贸易促进委员会会管单位,在贸易资源及行业信息方面具有一定优势。跟踪期内,公司在大力发展贸易业务的同时,进一步推进石化项目和汽车零配件项目的建设,形成以能源石化、贸易业务和金融服务为主的业务布局。随着贸易规模进一步扩大,公司资产和权益规模增长较快;受益于股东中国汽车零部件工业公司行业渠道支持,公司汽车零配件贸易获得较快增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司营有息债务规模快速增长、应收账款和预付款项对资金占用较多、未来公司在建项目投资规模大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前,公司在建项目包括华峰石化三期项目和昆山贸易园,分别预计于 2017 年 9 月和 2018 年上半年完工,未来随着项目完工后,公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。

综合评估,联合资信确定维持公司 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. 公司为中国国际贸易促进委员会 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、对外经济技术合作资质及商务部核发的成品油批发经营资质,在贸易资源及行业信息方面仍具有一定竞争优势。
2. 跟踪期内,随着贸易业务快速增长,公司收入规模持续上升;汽车零配件贸易受益于股东支持,增长较快。

分析师

方 晓 郭察理 郭 昊

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

3. 公司工业清洗剂收入稳定, 毛利率较高。
4. 公司现金类资产对存续期债券保障能力强。

关注

1. 跟踪期内, 公司有息债务规模大幅增长, 石化项目和汽车零配件项目未来建设投资规模大, 建设周期长, 公司外部融资需求大。
2. 公司应收账款和预付款项占比较大, 对运营资金形成一定占用。
3. 公司在建项目规模较大, 对外融资需求大。
4. 公司所有者权益中未分配利润占比高, 权益稳定性弱。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国华阳经贸集团有限公司跟踪评级报告

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相关债券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 2017 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），中国华阳经贸集团有限公司工会持有公司 20% 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。其中，中国贸促会资产管理中心履行实际控制人出资人管理职责。

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 2017 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 9 家。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 234.39 亿元，所有者权益 95.24 亿元（含少数股东权益 18.52 亿元）；2016 年公司实现营业收入 258.80 亿元，利润总额 11.63 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 238.16 亿元，所有者权益 97.49 亿元（含少数股东权益 18.77 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 63.12 亿元，利润总额 3.11 亿元。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2017 年 3 月底，公司发行的“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”所募集资金已全部按募集资金用途使用完毕。

表 1 公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	余额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
*14 华阳经贸 MTN001	6.20	2014/6/16	2019/6/16	否	是

*15 华阳经贸 MTN001	8.00	2015/9/30	2020/9/30	否	是
-----------------	------	-----------	-----------	---	---

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

注：存续期债券中标注为*的债券为附设投资人回售选择权的中期票据，其中“14 华阳经贸 MTN001”的部分投资者已于 2017 年 6 月 16 日对金额为 1.80 亿元的债券行使回售选择权，待偿金额 6.20 亿元；“15 华阳经贸 MTN001”下一行权日为 2018 年 9 月 30 日。

四、宏观经济和政策环境

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

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

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值

占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

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

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

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百

分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

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

五、行业分析

1. 贸易行业

(1) 进出口贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016年全国货物进出口总值24.33万亿元人民币，比2015年下降0.9%。其中，出口13.84万亿元，下降2%；进口10.49万亿元，增长0.6%；贸易顺差3.35万亿元，收窄9.1%。总体看，2016年进

口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016年，社会消费品零售总额332316亿元，比上年增长10.4%，扣除价格因素实际增长9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额154286亿元，增长8.1%。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(3) 行业关注

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护

市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 1 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 12 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.9370 元/美元。

总体看，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。

(4) 行业政策

2015 年 5 月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》（以下简称“《意见》”）指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法治化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。《意

见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法制化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015年8月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发【2014】51号，以下简称“意见”）指出，推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

2016年5月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等5个方面推出14条政策措施。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。2016年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快推进，推进贸易投资自由化等。2017年5月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等30个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。

未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、

仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

（5）行业发展

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

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

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

2. 石化行业

石油产品是重要的战略资源，也是影响中国经济增长的重要因素之一。2016年，中国能源消费总量约43.6亿吨标准煤，其中石油占比达18.1%，是仅次于煤炭的第二大能源消费品，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行业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，且行业发展受国家多方位管控，进入壁垒较高。

联合国经济和社会事务部在纽约总部发布《2017 年世界经济形势与展望》报告，指出 2016 年世界经济增速达到 2009 年以来的最低水平，全球经济增长率为 2.2%，整体呈现出低经济增长、低国际贸易流量、低通货膨胀、低投资增长、低利率、高债务水平和高度依赖货币政策的特点，全球一次能源消费总量达 128.6 亿吨油当量，同比增长 0.8%，较上年增速提高 0.1 个百分点，仍处于较低增速水平。同时，受近年来全球环境保护协作加强和全球原油期货价格在 2016 年初触底后反弹影响，新能源、清洁能源得到了重点发展，能源消费结构不断优化。受以上因素影响，世界石油需求增速开始放缓。2016 年全年，世界石油需求约为 9570 万桶/日，同比增长 130 万桶/日，增量较 2015 年的 170 万桶/日增幅有所下降。世界石油供应量为 9630 万桶/日，同比增长 20 万桶/日，增量较 2015 年的 260 万桶/日大幅缩小。

中国作为近年来全球经济增长的主要贡献国，近年来一直保持了旺盛的能源需求，是世界主要原油生产国之一和消费国。2016 年，中国原油消费量达到 5.56 亿吨，同比增长 2.8%，增速较上年下降 1.5 个百分点。

石油生产和进口供应方面，中国是世界第六大石油生产国，2016 年受原油价格持续低迷影响，全国原油产量大幅下降 7.1%，约 1.98 亿吨，是 2010 年以来最低点，2016 年，石油和天然气开采业规模以上企业 293 家，行业增加值同比下降 3.6%；实现主营收入 7854.9 亿元，同比下降 17.3%；利润净亏损 543.6 亿元，上年为盈利 857.8 亿元；资产总计 2.26 万亿元，下降 3.8%；完成固定资产投资 2331.0 亿元，下降 31.9%。同时，原油进口量达 3.56 亿吨，同比增长 9.2%，使中国超越美国成为世界第一大原油进口国。中国原油供应进口比例达到 64.4% 的新高，同比上升 3.8 个百分点，显示出

中国原油对外依赖程度增加，原油进口主要来自沙特、俄罗斯、安哥拉、伊拉克等国。

炼油方面，2016 年中国原油加工量达到 5.41 亿吨，同比增长 2.8%，成为仅次于美国的第二大原油加工国。成品油产量（汽、煤、柴油合计，下同）3.48 亿吨，增长 2.5%，但同时全年成品油表观消费量为 3.13 亿吨，同比下降 1%。其中，受燃油消费结构变化影响，柴油需求下降，石油加工厂商生产方案普遍向更低柴汽比调整。2016 年全年，中国柴油产量 1.79 亿吨，下降 1.3%；汽油产量 1.29 亿吨，增长 6.4%。全年出口成品油 3820.2 万吨，增长 50.2%；出口总额 167.5 亿美元，增幅 11.6%。2016 年，炼油全行业盈利情况较好，石油加工业规模以上企业 1397 家，行业增加值同比增长 7.3%；实现主营收入 2.88 万亿元，下降 2.0%；利润总额达 1703.6 亿元，创历史纪录，增幅 120.4%；资产总计 1.79 万亿元，增长 8.9%；完成固定资产投资 2125.3 亿元，增长 7.3%；17 家 A 股上市石化类公司有 14 家实现盈利，其中 5 家公司出现了净利润超过 100% 的同比增长。

成品油销售方面，2016 年全年成品油表观消费量为 3.13 亿吨，较上年下降 1%，成品油消费首次出现萎缩。其中，汽油表观消费量为 1.19 亿吨，同比增长 3.1%，增速较上年放缓 7.9 个百分点；柴油表观消费量首次出现负增长，估计全年柴油表观消费量为 1.63 亿吨，同比下降 5.6%，增速较上年减少 5.7 个百分点；煤油表观消费量 3058 万吨，增长 10.4%。

石油石化行业当前受国家多方面的监管，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，行业总体发展规划、生产总量、进口规则、定价等由国家能源局、国家发改委等统筹规划，税收由国家财政部和国家税务总局共同管控，而作为高危高污染行业，石油化工在环保、安全等方面由国家环保和安全生产单位密切监控。

发展政策方面，2017 年 2 月 10 日国家能

源局发布《2017 年能源工作指导意见》，意见中主要发展目标包括非化石能源消费比重提高到 14.3%左右，天然气消费比重提高到 6.8%左右，原油产量 2.0 亿吨左右，天然气产量 1700 亿立方米左右。该政策表明 2017 年国内原油开采水平将与上年持平，原油对外依存度可能进一步加大，同时天然气及下游相关化工产业可能迎来利好。

税收政策方面，2009 年成品油税费改革后，国内成品油税种主要包含增值税、消费税、城建税、教育附加税，还包含一些地方性的教育费附加税。除消费税外，其他税种均按照油价比例征收，而成品油消费税长期处于稳定状态，直至 2014 年 11 月 28 日，财政部、国家税务总局联合发出通知，调高成品油等部分产品消费税，该税率调整对冲了 2014 年下半年国际原油价格下降后的成品油应降价格，使得成品油价格维持在稳定水平。此后成品油消费税成为国家宏观调控成品油价格和消费水平的重要手段之一，至 2017 年 2 月，成品油消费税为汽油 1.52 元/升，柴油 1.2 元/升，该税费纳入一般公共预算统筹安排，主要用于以下方面：一是增加治理环境污染、应对气候变化的财政资金，提高人民健康水平，改善人民生活环境。二是用于促进节约能源，鼓励新能源汽车发展。中央财政每年将安排专项资金，保障政府支持新能源汽车发展所需资金。

环保政策方面，2017 年 2 月 28 日，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开，印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，在包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染防治工作。文件要求继续推进国六燃油标准，并对国二及以下排放标准轻型汽油车、未达到国三排放标准重型柴油车提出更严格限行措施；京津冀地级及以上城市 2016 年底前完成所有石化、化工行业挥发性有机物综合整治任务。一方面，山东地区作为石油化工生产大省，将受到更严厉

的环保生产监督，另一方面，低标燃油车管控力度加大，将加速产业淘汰升级。

未来行业发展方面，国际原油价格自 2014 年下半年下行，并仍处于低位运行。尽管 OPEC 组织 2016 年 12 月终于完成减产谈判，并与非 OPEC 产油国达成了联合减产协议，但即使减产能够延续，随着美国页岩油产量持续增长，未来一段时间内页岩油生产国和 OPEC 之间的市场竞争将更加激烈，国际油价将在较长时间内维持中低油价水平。该因素可能对石油石化行业上下游企业经营状况产生较大影响。

2016 年，石油和化工行业经济增长显著分化。从增加值看，全行业增加值同比增长 7.0%，比上年回落 1.5 个百分点。其中，化学工业和炼油业分别实现增长 8.0%和 7.3%，而油气开采业则下降 3.6%。化学工业中，专用化学品、农药和合成材料制造等增加值增速较高，分别为 10.8%、10.8%和 10.0%。但是，化肥制造和化学矿采选等增加值增速只有 3.6%和 5.4%。未来随着供给侧改革的加深和原油价格低迷的持续，预期油气开采业和过剩的化肥等产业仍可能需要面对行业不景气环境，业已过剩的炼油行业可能出现行业整合和盈利水平下行，而精细化工等技术含量与利润附加值较高行业将成为化工行业的重要增长点，行业增长分化还将更加明显。

在国有体制改革呼声不断的大背景下，大型国有能源企业开始加速推进混合所有制改革。围绕主业发展积极稳妥混合所有制改革；2014 年中石油审议批准了扩大辽河油田、吉林油田经营自主权试点建议方案和部分管道资产整合方案，2015 年又选定新疆作为销售和勘探开发试点区域，签订深化油气资源合资合作的框架协议，拿出部分区块与地方国有资本及民营资本合作开发，2016 年 12 月 20 日，中石油审议并原则通过《集团公司市场化改革指导意见》《集团公司混合所有制改革指导意见》，将继续细化推进改革进程。随着改革持续深入，未来国有石油公司将引入更加完善的业务管理

体制，提升经营效率，并将对国内石油石化产业产生深远影响。

2015年4月，国务院提出进一步加速提高车用汽柴油质量，并明确在2017年1月1日全国采用车用五阶段柴油标准，较原定计划提前一年时间。2016年1月，环保部发布《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，规定全国自2017年1月1日起，所有制造、进口、销售和注册登记的轻型汽油车、重型柴油车(客车和公交、环卫、邮政用途)，须符合国五标准要求。随后国家发改委等11部门联合下发通知，2017年1月1日起，全国全面供应符合国五标准的车用汽油、柴油，同时停止国内销售低于国五标准车用汽、柴油。国五标准全面部署的同时，2016年12月23日，环境保护部、国家质检总局近日联合发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》，并计划2020年开始逐步推行国六标准。国五标准升级时间表提前和国六标准的加速制定体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国五标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，随着政策的全面执行，对部分炼油行业落后产能将产生较大的淘汰压力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017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），中国华阳经贸集团有限公司工会持有公司20%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（见附件

1-1），各股东按公司法、公司章程共同治理。其中，中国贸促会资产管理中心履行实际控制人出资人管理职责。

2. 公司规模及竞争力

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、对外经济技术合作资质及商务部核发的成品油批发经营资质。

公司自上个世纪八十年代就开始从事外经贸业务，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方面有着专营许可证，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。

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3000万吨/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。

3. 外部支持

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，并建立了17个行业分会，全国会员企业近7万家。作为贸促会主管单位，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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理架构、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍

以贸易和化工为主。

2016年，公司实现营业收入258.80亿元，同比增长27.33%，增长主要来自于贸易板块业务。从收入构成来看，贸易板块为公司第一业务收入来源，2016年公司贸易板块实现收入205.11亿元，同比增长51.71%，主要系机械产品、汽车零配件和化工产品大幅增长所致。2016年，公司化工板块实现收入47.04亿元，同比下降3.19%。2016年公司其他业务板块实现收入6.65亿元，同比大幅下降，主要系公司不再经营运输业务和矿资源业务所致。

毛利率方面，2016年公司综合毛利7.43%，同比减少0.77个百分点，主要系占比最大的贸易业务毛利率大幅下降所致。分板块来看，公司贸易业务2016年毛利率为6.88%，同比减少1.59个百分点；跟踪期内，公司化工业务毛利率变化较小；公司其他业务毛利同比大幅增加，主要系公司2016年不再经营毛利率较低的运输业务和矿资源业务所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入63.12亿元，同比增长1.23%；综合毛利率为8.66%，同比增加1.54个百分点。分板块来看，2017年1~3月，公司贸易板块实现营业收入48.85亿元，同比略有增长，毛利率为7.93%，同比增加1.07个百分点；化工板块收入同比增长1.40%，毛利同比增加2.18个百分点；其他业务板块收入同比增长17.18%，毛利率增加6.07个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014年			2015年			2016年			2017年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
贸易	110.27	59.65	8.95	135.20	66.52	8.47	205.11	79.25	6.88	48.85	77.4	7.93
化工	61.49	33.26	5.48	48.59	23.91	6.76	47.04	18.18	6.83	12.35	19.57	6.82
其他	13.11	7.09	18.67	19.45	9.57	9.92	6.65	2.57	28.64	1.91	3.02	39.33
合计	184.87	100.00	8.48	203.25	100.00	8.20	258.80	100.00	7.43	63.12	100.00	8.66

资料来源：公司提供。

注：其他业务主要包括人才交流与展览、光电产品、农机产品及药业的生产销售等。

2. 贸易业务

公司主要贸易产品包括医疗器械、机械产品、煤、化工产品和汽车零部件等。2016年，公司贸易业务实现收入205.11亿元，同比增长51.71%。2016年，公司贸易业务构成按比重排序分别为：化工产品贸易占37.41%，汽车零配

件贸易占18.76%，金属产品贸易占12.53%，医疗器械贸易占8.83%，机械产品贸易占8.78%，煤炭贸易占5.46%，其他贸易占比8.23%。

2017年1~3月，公司贸易业务实现营业收入48.85亿元，毛利率为7.93%，同比变动较小。

表3 公司贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

品种	2015年			2016年			2017年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
机械产品	6.70	4.95	3.98	18.02	8.78	8.25	2.88	5.89	15.89
医疗器械	11.60	8.58	27.73	18.11	8.83	25.63	5.47	11.20	25.71
煤	18.89	13.97	3.58	11.19	5.46	1.78	3.25	6.66	3.70
汽车零配件	28.09	20.78	15.59	38.48	18.76	11.47	10.57	21.63	10.69
金属产品	19.79	14.64	5.01	25.70	12.53	4.50	2.50	5.11	4.58
化工产品	47.93	35.45	3.36	76.74	37.41	2.46	19.70	40.33	2.79
其他	2.21	1.63	14.07	16.87	8.23	1.94	4.49	9.18	2.12
合计	135.20	100.00	8.47	205.11	100.00	6.88	48.85	100.00	7.93

资料来源：公司提供

医疗器械贸易

医疗器械贸易为公司传统业务，主要由中国华阳投资控股有限公司（以下简称“华阳控股”）经营。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。

2016年，公司医疗器械贸易实现收入18.11亿元，同比大幅增长，主要系公司加大营销和优惠力度所致。

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。2016年合作的供应商中，前5大供应商采购额合计占比为69.39%，供应商集中度高。

表4 2016年医疗器械前5大供应商（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占比
宏远供应链管理有限公司	42420.09	31.65
长沙恒年贸易有限公司	28201.86	21.04
卡尔蔡司(上海)管理有限公司	10063.60	7.51
深圳市友和医药有限公司	6170.40	4.60
河南博济医疗器械有限公司	6150.51	4.59
合计	93006.45	69.39

资料来源：公司提供

产品销售方面，2016年，公司前5大销售客户合计销售金额为10.20亿元，合计占比56.14%，公司客户集中度较高。

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。跟踪期内，公司结算方式未发生变化。

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。跟踪期内，公司加大营销和优惠力度，导致医疗器械贸易快速增长，但毛利率水平略有下降。

机械产品贸易

公司机械产品贸易由子公司重庆五矿机械进出口有限公司（以下简称“重庆五矿公司”）经营。重庆五矿公司成立于1983年，主要业务包括自营和代理各类商品与技术进出口、国际工程承包及国内贸易等。公司机械产品贸易主要为出口及国内贸易，出口国家以亚洲地区为主。2016年，机械产品贸易实现收入18.02亿元，同比大幅增长，主要来自于国内贸易。2016年公司机械产品国内贸易及国外贸易额分别为16.62亿元和1.40亿元。

公司机械设备产品供应商主要为各地设备生产商和贸易商，2016年前五大供应商采购额合计13.07亿元，占采购总额的比重为79.68%，供应商集中度很高。

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。2016年，公司前五大销售客户合计销售额16.89亿元，合计占比93.76%，客户集中度极高。

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，主要采用美元结算。跟踪期内结算方式未发生变化。

煤炭贸易

公司煤炭贸易业务主要通过华阳国际能源开发集团有限公司开展。2016年，公司煤炭业务实现收入11.19亿元，同比下降40.74%，主要系煤炭贸易利润空间较小，公司主动进行了业务收缩所致。

公司销售客户主要为钢铁企业和其他煤炭贸易企业。2016年，公司煤炭业务前5大销售客户合计销售额4.50亿元，合计占比40.20%，

客户集中度较高。前5大供应商采购额合计4.96亿元，占采购总额的比重为47.42%，供应商集中度较高。

汽车零部件贸易

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。

2016年，汽车零部件业务规模持续扩大，收入大幅增长，实现收入38.48亿元，同比增长36.97%，主要系通过中汽零部件渠道开拓市场客户所致；毛利率降至11.47%，主要由于汽车零部件行业竞争激烈，行业利润率下降。2017年1~3月，公司汽车零配件贸易实现收入10.57亿元，同比增长20.25%，毛利率降至10.69%。

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，预计2018年2月完工，并于2018年5月营业。

金属产品贸易

公司金属产品主要有电解镍、电解铜、铝

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

2016 年，公司金属产品贸易实现收入 25.70 亿元，同比增长 29.86%。2017 年 1~3 月，公司金属产品贸易实现收入 2.50 亿元，较 2016 年 1~3 月收入 12.27 亿元大幅下降，主要系公司剥离金属贸易子公司华阳友诚高新技术有限公司（以下简称“华阳友诚”）所致。公司于 2016 年 12 月将持有的 65.00% 华阳友诚股权作价 2.13 亿元出售并确认投资收益 0.40 亿元；截至 2016 年底华阳友诚总资产 5.89 亿元，所有者权益 3.28 亿元，2016 年实现营业收入 2.84 亿元，利润总额 0.93 亿元。

2016 年金属产品前五大供应商采购额合计 15.22 亿元，占采购总额的比重为 62.61%，供应商集中度高。2016 年，公司金属产品前五大销售客户合计销售额 16.30 亿元，合计占比 63.43%，客户集中度较高。

化工产品贸易

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。

2016 年，公司化工产品贸易实现收入 76.74 亿元，同比大幅增长 60.13%，主要系公司增加化工产品贸易量和新并入天津华阳中元圣实业有限公司所致。毛利率较 2015 年 3.36% 下降至 2.46%。

2016 年化工产品前 5 大供应商采购额合计 24.25 亿元，占采购总额的比重为 31.98%，供应商集中度较高。2016 年，公司化工产品前 5 大销售客户合计销售额 25.26 亿元，合计占比 32.92%，客户集中度高。

跟踪期内，公司化工产品、机械产品和医疗器械增长较快，但贸易板块综合毛利率有所下降。

3. 化工业务

公司化工产品主要包括工业清洗剂及以沥青和轻质燃料油为主的石化产品。公司石化产品实行款到发货，销售区域集中在珠三角、福建厦门及云桂地区。2016 年，公司化工业务实现收入 47.04 亿元，同比下降 3.19%。其中，工业清洗剂收入占比 4.79%，石化产品收入占比 95.21%。2016 年，公司化工业务综合毛利率 6.83%，较 2015 年略有增长；其中，工业清洗剂毛利率 63.19%，石化产品毛利率 3.99%。

2017 年 1~3 月，公司化工业务实现收入 12.35 亿元，同比（12.18 亿元）略有增长；毛利率较 2016 年同期增加 1.44 个百分点。

表5 公司化工业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工业清洗剂	2.12	4.36	62.96	2.25	4.79	63.19	0.55	4.43	61.44
石化产品	46.47	95.64	4.20	44.79	95.21	3.99	11.80	95.57	4.29
合计	48.59	100.00	6.76	47.04	100.00	6.83	12.35	100.00	6.82

资料来源：公司提供

石化产品生产销售

公司石化产品板块主要由华峰石化以及广东华峰能源有限公司（以下简称“华峰能源”），主要集中在广东地区，以沥青为主营产品。2016 年，石化产品业务实现营业收入 44.79 亿元，同比下降 3.62%。截至 2016 年底，华峰石化总资产 18.57 亿元，所有者权益 8.25 亿元，2016 年实现营业收入 37.76 亿元，利润总额 0.94 亿元；华峰能源总资产 27.59 亿元，所有者权益 10.38 亿元，2016 年实现营业收入 44.79 亿元，净利润 0.78 亿元。

公司石油化工业务原材料为重质油，公司的原材料主要向广西铁投冠信实业有限公司采购，2016 年占总采购额的 25.96%。2016 年，公司共采购重质油 71.59 万吨，均价 2190 元/吨。公司原材料采购采用即期市场模式，与原材料供应商签订合同确定每年采购数量，采购价格紧盯新加坡原油期货价格。石化业务采购

主要结算方式为现金、汇款、信用证和银行承兑汇票。

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。2016 年，公司石化业务主要产品的综合产能利用率较 2015 年减少 11.98 个百分点，主要系受华峰石化所在产业园区进行管道建设停产所致。

公司石化产品以经销商销售为主，与经销商签订合同，价格随行就市。石化业务销售主要结算方式为现金、汇款、信用证和银行承兑汇票。2016 年，公司石化产品产量 69.66 万吨，同比下降 17.11%；完成销售额 22.01 亿元，同比下降 11.75%。

表 6 2016 年石化业务主要产品产能、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	13.62	71.29	14.56	106.87	5.86	13.08
减二线非标油	8.47	5.70	67.30	6.19	108.62	2.07	4.63
减三线非标油	3.95	2.60	65.83	3.35	128.81	1.00	2.24
初顶非标油	6.24	3.75	60.11	3.86	102.83	1.19	2.66
初侧非标油	10.31	6.92	67.14	7.20	103.99	2.60	5.80
沥青	71.92	37.07	51.54	40.63	109.62	9.29	20.73
合计	120.00	69.66	58.05	75.79	108.79	22.01	49.14

资料来源：公司提供

石化贸易

公司石化贸易产品主要以芳烃为主。2016 年公司石化贸易实现收入 22.78 亿元。2016 年，公司石化贸易采购额为 23.39 亿元，前五大供应商合计采购 12.68 亿元，占比 54.22%，其中，第一大供应商广西铁投冠信贸易有限公司占 16.20%。前五大客户销售额 6.41 亿元，石化贸易销售额的 28.14%。

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，主要通过对各类化工原料的加工，生产出零件工序化学品、设备维护化学品及相关产品来满足市场需求，通过销售这些产品获得利润，研发各专业性产品、提高产品质量和降低生产经营成本扩大盈利水平。公司拥有航空化学产品生产资质及各航空公司供应商认可证书(中国民用航空总局《航空化学产品设计/生产批准

函件》编号 AAD-HH0015)。

华阳恩赛产品种类较多，2016 年工业清洗剂主要产品产能 6900 吨，产量 3891 吨（2015 年为 4145 吨），销量 3844 吨（2015 年为 4684 吨），实现销售额 6887 万元（2015 年为 8659 万元）。2016 年公司工业清洗剂主要产品产量下降，主要系公司增加了工业清洗剂产品种类，在销售总规模未发生较大的变化的情况下，主要工业清洗剂销售额有所下降。

表7 2016年工业清洗剂主要产品产销量情况
(单位: 吨、万元)

产品种类	产能	产量	销量	销售额
MCF-2010	1500	1101	1072	2100
PWC-401	1200	788	768	1305
PSA-002A	1500	1203	1204	1880
PSC-003	1500	332	335	652
PWC-001	1200	467	465	950
合计	6900	3891	3844	6887

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司石化业务收入略有下降，华峰石化受园区管道建设影响，2016 年产量有所下降；工业清洗剂业务保持稳定收入利润贡献。

4. 其他业务

公司除了贸易业务和石油化工业务外，还有包括人才交流与展览、光电产品及药业的生产和销售、以及物流运输业务等。2016 年其他业务实现收入 6.65 亿元，同比大幅下降主要系公司不再经营运输业务和矿资源业务所致。

公司人才交流与展览业务主要由公司总部负责。人才交流与展览业务包括从事技术培训、技术服务、技术咨询、信息咨询业务和主办承办经济技术展览会和会议、会议服务工作。2016 年人才交流与展览业务实现收入 15554.56 万元。

公司光电产业由子公司深圳市华荣丰实业（集团）有限公司负责。光电业务为制造光电

元件，及以光电元件为关键性零部件的设备、器具及系统的生产、销售。2016 年光电产业实现营业收入 26046.37 万元。

药业由子公司华阳（恩施）药业有限公司负责。药业主要为中药材种植、销售，生产颗粒剂、片剂、合剂、丸剂（蜜丸、水蜜丸、水丸、浓缩丸）、中药饮片（净制、切制、炒制、蒸制、煮制）。2016 年药业实现营业收入 17075.91 万元。

为了加强集团的核心竞争力以及更加适应市场变化趋势，公司积极拓展股权投资领域，重点布局金融领域。截至 2017 年 3 月底，子公司中国华阳投资控股有限公司投资 12.50 亿元参股鞍山银行，持有其 5 亿股股份，占鞍山银行总股本的 16.67%，为第二大股东；子公司深圳市华荣丰实业（集团）有限公司持有厦门国际银行 8000 万股股权；子公司华阳能源发展有限公司持有日照银行 6600 万股股权。此外，公司还投资设立金通汇丰（天津）融资租赁有限公司，并控股广东华阳久泰基金管理有限公司、深圳前海中经华阳基金管理有限公司、参股华商基金管理有限公司等多家基金公司。其中，截至 2017 年 3 月底鞍山银行总资产 1015.06 亿元，所有者权益 75.26 亿元，2016 年鞍山银行实现营业总收入 13.65 亿元，利润总额 4.70 亿元。

跟踪期内，公司将其他业务中利润水平较低的运输和矿业资源业务进行了主动收缩，并积极拓展金融领域投资。

5. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均有所提升，2016 年分别为 9.57 次和 9.77 次；总资产周转次数略有下降，2016 年为 1.28 次。总体看，公司整体经营效率尚可。

6. 在建项目

公司在建项目包括石化二期、三期项目和昆山贸易园项目。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 500 万吨，总销售收入预计每年可达 250 亿元，净利润预计可达 7~8 亿元；昆山贸易园项目总投资 12.00 亿元，预计商铺销售收入和未来三年租金收入合计 20.00 亿元。

截至 2017 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 2017 年 3 月底已投资 17.97 亿元，未来尚需投资 26.03 亿元，公司面临着一定的资金支出压力。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

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 2017 年 3 月底已投入	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年
石化二期	20.00	7.00	13.00	2.21	5.00	5.00	5.00
石化三期	12.00	4.20	7.80	11.05	0.50	0.00	0.00
昆山贸易园	12.00	3.60	8.40	4.71	2.29	3.00	2.00
合计	44.00	14.80	29.20	17.97	7.79	8.00	7.00

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目资金需求加大，但项目完工后，公司在石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力将大幅增强。

7. 未来发展

未来，公司将形成能源石化、金融服务、国内外贸易、投资控股及国际产业等业务板块和产业格局，实现多元化经营。公司坚持实体经营和价值投资相互结合和促进，不断提升公司的行业地位和市场核心竞争力；做大石化产业链，做强金融服务业，做好健康产业，努力培育环保新能源、产业基金、现代农业、文化传媒、互联网金融等新兴战略产业；稳健发展传统国内外贸易、商业地产、汽车零配件、医药和会展业以及对外经济技术合作，逐步将公司建成主业突出、业内领先、多元发展的现代企业集团。

九、财务分析

公司提供的 2016 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，审计机构出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2016 年，公司新纳入合并范围的二级子公司 1 家，因同一或非同一控制下股权转让不再纳入合并范围的二级子公司 6 家，三级子公司 3 家，截至 2016 年底，公司合并报表范围内二级子公司共 9 家。2017 年 3 月底，公司合并范围较 2016 年底无变化。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 234.39 亿元，所有者权益 95.24 亿元（含少数股东权益 18.52 亿元）；2016 年公司实现营业收入 258.80 亿元，利润总额 11.63 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 238.16 亿元，所有者权益 97.49 亿元（含少数股东权益 18.77 亿元）；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 63.12 亿元，利润总额 3.11 亿元。

1. 资产质量

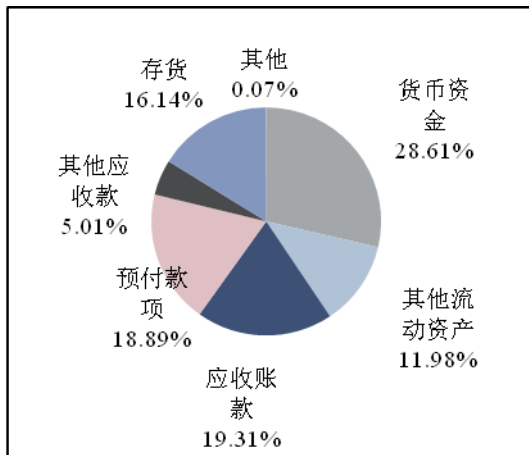
截至 2016 年底，公司资产总额 234.39 亿元，同比增长 37.47%，其中流动资产占 64.87%，非流动资产占 35.13%。跟踪期内公司非流动资产规模大幅增长，资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 152.05

亿元，同比增长 8.17%，主要来自货币资金和应收账款的增长；流动资产构成以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主。

图 2 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金 43.50 亿元，主要为银行存款（占 92.09%）及其他货币资金；受限货币资金 3.40 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2016 年底，公司应收账款净额为 29.37 亿元，同比增长 24.93%，主要随着公司业务规模扩大，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 5.76%；公司应收账款中按组合计提坏账准备的占 97.68%，从账龄结构看，1 年以内的占 95.25%，1~2 年的占 2.88%，2 年以上的占 1.87%，账龄短。截至 2016 年底，公司共计提应收账款坏账准备 1300.96 万元，计提比例为 0.44%。

截至 2016 年底，公司预付款项 28.72 亿元，同比增长 11.79%，构成上主要为预付货款；从账龄来看，一年以内占 99.31%；预付款项金额前五位合计占余额比例为 17.18%，集中度一般。

截至 2016 年底，公司其他应收款净额为 7.62 亿元，同比下降 2.12%，主要是应收往来款和保证金等；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 81.62%，1~2 年的占 12.20%，2

年以上的占 6.18%，账龄短。截至 2016 年底，公司共计提其他应收账款坏账准备 970.17 万元，计提比例为 1.26%。

截至 2016 年底，公司存货账面余额 24.54 亿元，主要由原材料（占 6.66%）、开发成本（占 15.77%）以及库存商品（占 76.24%）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 38.05 万元，全部是对原材料计提的跌价准备。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 18.21 亿元，同比下降 24.35%，主要系公司收购鞍山银行的预付投资款（包含鞍山市财政局非税收入收缴专户 2.50 亿元和北京金融资产交易所有限公司 2.00 亿元）在投资形成后转入长期股权投资，且本期收回 4.50 亿元理财产品所致。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 82.33 亿元，同比大幅增长 175.11%，增长主要来自长期股权投资的大幅增长。非流动资产构成主要由长期股权投资（占 30.31%）和在建工程（占 16.19%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 7.66 亿元，同比下降 38.61%，主要系公司发生了会计政策的调整，将持有的 34%华商基金管理有限公司股权转让入长期股权投资科目所致，期末投资账面余额主要包括日照银行股份有限公司（2.25 亿元）、厦门国际银行股份有限公司（2.61 亿元）和岳阳恒立冷气设备股份有限公司（1.43 亿元）。

表9 2016年底公司可供出售金融资产情况

（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
日照银行股份有限公司	2.40	22500.00	成本法
厦门国际银行股份有限公司	1.25	26100.00	成本法

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司新增长期应收款 5.00 亿元，主要为子公司金通汇丰融资租赁（天津）有限公司的融资租赁业务应收款。

截至 2016 年底，公司长期股权投资 24.95 亿元，主要为收购的鞍山银行股份有限公司（12.50 亿元，持股比例 16.67%）、因会计政策调整转入的华商基金管理有限公司股权（按权益法核算账面价值为 8.43 亿元）和深圳市骏业嘉合投资企业（有限合伙）（4.00 亿元，持股比例 100%）。

截至 2016 年底，公司固定资产原值 13.44 亿元，同比增长 33.86%，主要系合并范围增加所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占 32.66%）、运输专用设备（占 14.80%）和机器设备（占 46.35%）构成；公司累计计提折旧合计 5.39 亿元，未计提固定资产减值准备。截至 2016 年底，固定资产账面价值 8.05 亿元，固定资产平均成新率为 59.90%。

截至 2016 年底，公司在建工程为 13.33 亿元，同比增长 75.57%，主要为 150 万吨/年芳烃加氢项目新增投资（本年增加 5.67 亿元至 10.43 亿元）。

截至 2016 年底，公司无形资产账面价值 9.33 亿元，同比大幅增长 358.45%，主要系新增以收购的南非公司的锰矿采矿权为主的知识产权；公司无形资产由土地使用权（占 52.70%）、知识产权（占 47.26%）和应用软件（占 0.04%）构成。截至 2016 年底，公司商誉为 7.15 亿元，主要为当期子公司四川蓝公府农业科技有限公司接受其少数股东四川蓝公府生物科技有限公司以持有成都市蓝公府瑞泰农业科技有限公司的股权为资本增资入股，对该部分股权重新评估形成商誉（7.09 亿元）。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产新增 5.36 亿元，主要为新收购子公司华创瑞业商业管理有限公司（以下简称“华创瑞业”）预先支付的整体租赁费用（5.16 亿元），华创瑞业整体租赁后再通过招标分租的方式将几个物业的经营权进行整合；其余为华阳农业开发有限公司承包林地租金。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 238.16 亿元，较 2016 年底增长 1.61%；流动资产和非流动资产占比分别为 65.22%和 34.78%，资产结构与 2016 年底相比变化不大。

总体看，公司资产规模快速增长，资产构成仍以流动资产为主，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、长期股权投资和在建工程占比高。公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 139.15 亿元，其中流动负债占 46.73%，非流动负债占 53.27%，公司流动负债占比延续下降趋势，负债结构转变以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债 65.03 亿元，同比增长 13.75%，主要包括短期借款（占 31.71%）、其他应付款（占 13.86%）和其他流动负债（占 30.76%）等。

截至 2016 年底，公司短期借款为 20.62 亿元，同比下降 21.94%，以保证借款（19.73 亿元）为主。

截至 2016 年底，公司应付票据为 5.73 亿元，同比下降 54.40%，由应付银行承兑汇票（3.73 亿元）和商业承兑汇票（2.00 亿元）构成。

截至 2016 年底，公司其他应付款大幅增长至 9.02 亿元，主要为向厦门国际银行的借款（4.74 亿元）和及中汽创投鑫沅资产金梅花 13 号专项资产管理计划（4.07 亿元）。

2016 年，公司发行一期短期融资券“16 华阳经贸 CP001”（4 亿元）和一期超短期融资券“16 华阳经贸 SCP001”（20 亿元），并计入其他流动负债科目；当年到期兑付的短期融资券包括“16 华阳经贸 CP001”（4 亿元）和“15 华阳经贸 CP001”（5 亿元）和。截至 2016 年底，公司其他流动负债 20.00 亿元。

截至 2016 年底，公司非流动负债 74.12 亿

元，同比增长 65.91%，主要由长期借款（占 22.11%）、应付债券（占 46.50%）和其他非流动负债（占 22.05%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 16.39 亿元，同比增长 155.78%，主要用于珠海、昆山项目建设和补充经营活动流动资金。

截至 2016 年底，公司应付债券 34.47 亿元，同比增长 77.57%，主要系当期公司发行 14.98 亿元公司债“16 华阳 01”所致。

截至 2016 年底，公司长期应付款 4.96 亿元，同比大幅增长，主要按季度付款的珠海华峰石化及华峰能源的融资租赁款。截至 2016 年底，公司其他非流动负债 16.35 亿元，主要为公司 2014、2015 年发行的两期中期票据，同比变化不大。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 140.67 亿元，其中流动负债占 43.64%，非流动负债占 56.36%，流动负债占比继续下降，负债结构较 2016 年底变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司流动负债中其他应付款较 2016 年底下降 43.68%至 5.08 亿元，主要系中汽创投鑫沅资产金梅花 13 号专项资产管理计划到期兑付所致；公司于 2017 年 3 月发行的 4.02 亿元公司债“17 华阳 01”计入应付债券，应付债券增长至 38.55 亿元，其他科目变动不大。

跟踪期内，公司债务规模快速增长，截至 2016 年底，公司全部有息债务总额 126.98 亿元，同比增长 43.21%，其中短期债务占 43.44%，长期债务占 56.56%，长期债务占比逐年上升。截至 2016 年底，公司短期债务 55.16 亿元，同比增长 25.40%，主要来自于其他应付款和其他流动负债的增长；截至 2016 年底，公司长期债务 71.82 亿元，同比增长 60.75%，主要来自长期借款和应付债券的增长。从债务指标看，截至 2016 年底，公司资产负债率为 59.37%，较 2015 年底小幅下降 0.36 个百分点，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.14%和 42.99%，较 2015 年底分别增加了 0.78 个百分点和 3.57 个百分点。综合来看，2016 年

公司新增外部融资规模大，债务压力加重。

截至 2017 年 3 月底，公司债务总额 130.59 亿元，较 2016 年底增长 2.85%；其中短期债务占比 41.03%，长期债务占比 58.97%，债务构成较 2016 年底变化不大。从债务指标看，截至 2017 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 2016 年底变化不大，分别为 59.06%、57.26%和 44.13%。

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。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 95.24 亿元（其中少数股东权益 18.52 亿元），归属于母公司所有者权益中实收资本占 1.33%，资本公积占 17.24%，盈余公积占 0.81%，未分配利润占 80.61%。截至 2016 年底，公司资本公积 13.23 亿元，同比增加 8.11 亿元，主要是北京华创瑞业商业管理有限公司和四川蓝公府农业科技有限公司接受其他股东的资本性投入形成的资本公积，分别为 4.30 亿和 3.60 亿元；未分配利润同比增长 26.05%至 61.84 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 97.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益 78.72 亿元，较 2016 年底略有增长，主要是由于未分配利润的累积；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。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 258.80 亿元，同比增长 27.34%；同期，公司营业成本 239.57 亿元，同比增长 28.40%，高于营业收入涨幅。2016 年，公司营业利润率 7.30%，较 2015 年略有下降。

从期间费用来看，2016 年，公司期间费用合计 11.42 亿元，占营业收入比重由上年的

4.56%下降至 4.41%。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，2016 年财务费用同比增长 80.36%至 5.29 亿元。

2016 年，公司获得投资收益 1.58 亿元，同比下降 69.94%，主要系当年处置子公司产生的投资收益较少所致，包括处置子公司华阳致远实业有限公司、华阳友诚高新科技有限公司股权收益 4042.00 万元和理财收益 3481.00 万元。同期，公司营业外收入 2.82 亿元，同比大幅增长，主要为收购南非锰矿公司的投资成本小于取得的可辨认净资产公允价值产生的收益（2.25 亿元）。2016 年，公司实现利润总额 11.63 亿元，同比下降 10.69%。总体看，公司非经营性损益（投资收益和营业外收入）对利润总额形成重要补充。

从盈利指标上看，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.40%和 9.74%，较 2015 年分别下降 1.82 个百分点和 4.83 个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 63.12 亿元，同比增长 1.23%；同期，公司营业成本为 57.65 亿元，同比下降 0.45%；期间费用同比有所增长；综合作用下公司实现利润总额 3.11 亿元，同比增长 42.62%；营业利润率为 8.51%，较 2016 年有所增长。

跟踪期内，公司营业收入增长较快，但营业利润率有所下降，非经营性损益对利润总额形成补充，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。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入量稳定增长，为 300.98 亿元，同比增长 23.80%，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 298.23 亿元，同比增长 23.15%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2016 年公司收到其他与经

营活动有关的现金 6.91 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 7.99 亿元，主要是往来款及其他经营管理费用等。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额 2.75 亿元。

从收入实现质量看，2016 年公司现金收入比为 113.60%，较 2015 年减少 2.30 个百分点，公司收入实现质量有所波动但仍处于较好水平。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入量为 19.16 亿元，同比大幅增长。其中，收回投资收到的现金 11.57 亿元，主要为理财产品到期收回产生的现金流入；处置子公司收到的现金 5.92 亿元，主要为处置江口县鑫发矾业、贵州华阳恒利及华阳恒通等公司收到的款项。2016 年，公司投资活动现金流出 41.36 亿元，同比增长 123.36%，主要包括构建固定资产、无形资产支付的现金（17.97 亿元，主要为子公司华峰能源支付项目厂房和设备 7.09 亿元及子公司金通汇丰支付融资租赁业务设备 5.00 亿元）和投资支付的现金（21.77 亿元，主要包括鞍山银行投资所支付 12.50 亿元，华商基金管理有限公司 0.70 亿元，深圳市骏业嘉合投资企业（有限合伙）4.00 亿元等）。2016 年，公司投资活动现金流量净额为-22.19 亿，公司对外投资规模较大，经营活动产生的现金流量净额不能满足投资需求。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入 91.90 亿元，同比增长 47.24%，主要为取得借款收到的现金 72.77 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 14.98 亿元（主要是发行债券收到的现金）；同期，公司筹资活动现金流出 60.68 亿元，同比增长 21.56%，主要为偿还债务支付的现金 45.27 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 10.33 亿元（主要是购买的理财产品、定期存单及支付的票据保证金等）；2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 31.22 亿元，同比大幅增长。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量 0.44 亿元，投资活动现金净流量-0.77 亿元，同比均大幅下降；筹资活动现金净流量 3.34 亿元，同比增长 109.76%。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模快速增长，收入实现质量处于较好水平；公司对外投资增长较快，对外融资需求大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，跟踪期内公司流动比率和速动比率均有所下降，截至 2016 年底，公司流动比率、速动比率分别为 233.82% 和 196.09%，同比分别下降 12.07 和 6.94 个百分点；2016 年，受益于经营性净现金流的大幅增长，公司经营现金流动负债比为 4.23%，同比增长 2.58 个百分点；截至 2017 年 3 月底，公司负债规模有所下降，带动公司流动比率及速动比率分别回升至 253.02% 和 209.11%。考虑到公司货币资金较充裕，总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 为 16.95 亿元，同比增长 1.12%。2016 年公司 EBITDA 利息倍数为 3.42 倍，较 2015 年有所下降，主要系当期财务费用大幅增长所致；全部债务/EBITDA 倍数为 7.49 倍。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 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 2017 年 3 月底，公司合并范围共获得人民币 45.64 亿元，尚有未使用授信额度 17.39 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 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 2017 年 6 月 21 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。

7. 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。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2017 年 3 月底，公司存续期内债券包括“14 华阳经贸 MTN001”（8 亿元，2019 年 6 月到期）和“15 华阳经贸 MTN001”（8 亿元，2020 年 9 月到期），扣除“14 华阳经贸 MTN001”已回售部分后待偿余额合计 14.20 亿元。

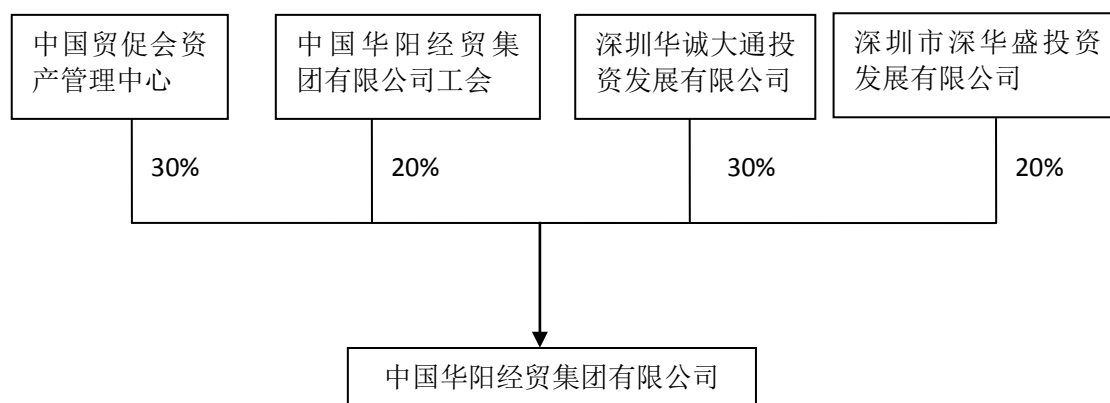
2016 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净额分别为 16.95 亿元、300.98 亿元和 2.75 亿元，分别是存续期内债券待偿余额的 1.19 倍、21.20 倍和 0.19 倍。公司 EBITDA 对存续期内债券余额保障能力强。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入对存续期内债券的保障能力较强。

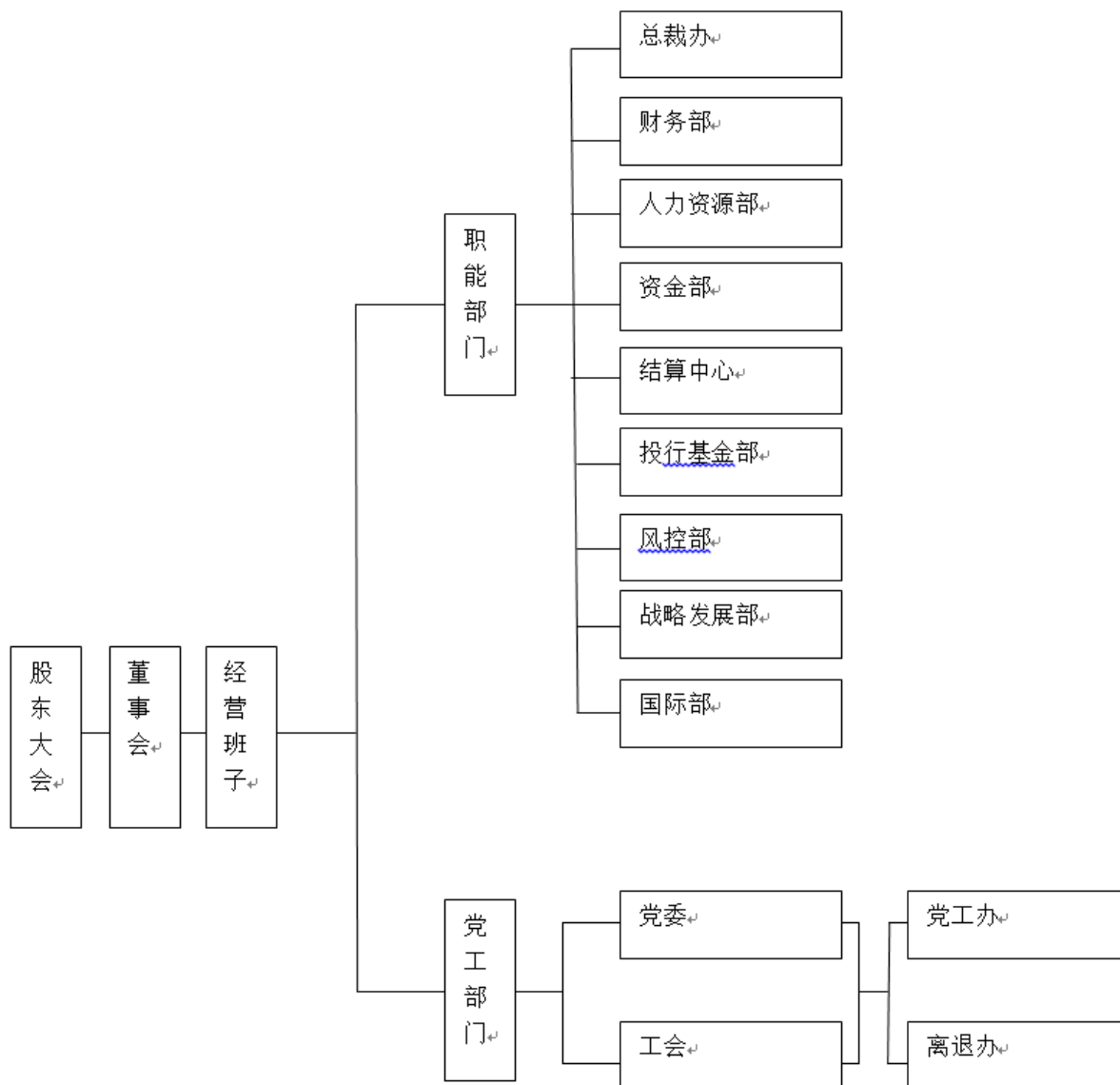
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司 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 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.37	29.46	40.20	43.23
资产总额(亿元)	131.22	170.49	234.39	238.16
所有者权益(亿元)	54.77	68.65	95.24	97.49
短期债务(亿元)	36.78	43.99	55.16	53.59
长期债务(亿元)	21.51	44.67	71.82	77.01
全部债务(亿元)	58.29	88.66	126.98	130.59
营业收入(亿元)	184.87	203.25	258.80	63.12
利润总额(亿元)	8.22	13.02	11.63	3.11
EBITDA(亿元)	11.19	16.76	16.95	--
经营性净现金流(亿元)	1.10	0.94	2.75	0.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.65	9.20	9.57	--
存货周转次数(次)	17.84	8.69	9.77	--
总资产周转次数(次)	2.34	1.35	1.28	--
现金收入比(%)	112.90	115.90	113.60	114.04
营业利润率(%)	8.27	8.02	7.30	8.51
总资本收益率(%)	7.15	8.16	6.40	--
净资产收益率(%)	10.94	14.57	9.74	--
长期债务资本化比率(%)	28.20	39.42	42.99	44.13
全部债务资本化比率(%)	51.56	56.36	57.14	57.26
资产负债率(%)	58.26	59.73	59.37	59.06
流动比率(%)	194.23	245.89	233.82	253.02
速动比率(%)	160.20	203.03	196.09	209.11
经营现金流动负债比(%)	2.03	1.65	4.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.33	5.91	3.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.21	5.29	7.49	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的短期融资券和其他应付款中的有息债务已计入短期债务和全部债务；长期应付款中的有息债务和其他非流动负债中的中期票据已计入长期债务和全部债务；现金类资产已经剔除受限资金。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。