

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1365 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“15华阳经贸CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十三日



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	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 华阳经贸 CP001	5 亿元	2015/3/19-2016/3/19	A-1	A-1

跟踪评级时间：2015 年 7 月 23 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.96	19.93	31.42	30.66
资产总额(亿元)	71.35	100.93	131.22	135.70
所有者权益(亿元)	40.17	52.49	54.77	56.48
短期债务(亿元)	12.60	30.72	36.78	38.64
全部债务(亿元)	13.40	33.72	58.29	60.16
营业收入(亿元)	100.39	158.76	184.87	55.25
利润总额(亿元)	6.01	11.75	8.22	2.27
EBITDA(亿元)	7.25	14.12	11.19	--
经营性净现金流(亿元)	2.45	0.87	1.10	1.73
营业利润率(%)	10.56	9.03	8.27	8.20
净资产收益率(%)	11.56	16.26	10.94	--
资产负债率(%)	43.71	47.99	58.26	58.38
全部债务资本化比率(%)	25.02	39.11	51.56	51.58
流动比率(%)	168.52	170.87	194.23	187.01
全部债务/EBITDA(倍)	1.85	2.39	5.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.78	9.42	5.33	--

经营现金流动负债比(%) 8.08 1.92 2.03 --
注：2015 年一季度财务数据未经审计；公司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已计入长期债务。

分析师

王毓 赵楠 胡鑫

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，随着贸易业务以及石化产品业务规模的扩大，公司收入规模继续上升。联合资信同时也关注到公司营业利润率下降、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大幅增强。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑，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，维持“15 华阳经贸 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，随着贸易和石化业务快速增长，公司收入规模持续上升。
2. 公司现金类资产、经营活动现金流入量对“15 华阳经贸 CP001”的保障能力强。

关注

1. 2014 年，受石化贸易类业务快速增长影响，公司石化产品板块整体毛利率明显下降。另外，公司主要自产石化产品产销量及销售额均有所下降。
2. 公司在建项目未来投资规模大，对外融资需求增加。
3. 跟踪期内，公司所有者权益中未分配利润占比很高，权益稳定性弱。
4. 跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，以短期债务为主，整体债务负担有所加重。

5. 跟踪期内，公司应收账款及其他应收款增长较快。

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存续期内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2015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,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2015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8家。

截至2014年底,公司(合并)资产总额131.22亿元,所有者权益(含少数股东权益12.23亿元)54.77亿元;2014年公司实现营业收入184.87亿元,利润总额8.22亿元。

截至2015年3月底,公司(合并)资产总额135.70亿元,所有者权益(含少数股东权益12.55亿元)56.48亿元;2015年1~3月公司实现营业收入55.25亿元,利润总额2.27亿元。

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

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈

进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义

货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，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，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。

（一）贸易行业

1. 行业现状

国际贸易

近年来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示，2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年增速提高 1.4 个百分点；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%，增速较 2013

年回落 1.85 个百分点；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%，增速较 2013 年回落明显；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落。2015 年 1~3 月，受进口额大幅下降影响，中国进出口总值达到 9041.66 亿元，扣除汇率因素同比下降 6.3%；其中出口 5319.33 亿美元，同比增长 4.7%；进口 3902.33 亿美元，同比下降 17.6%；贸易顺差 1236.99 亿美元。

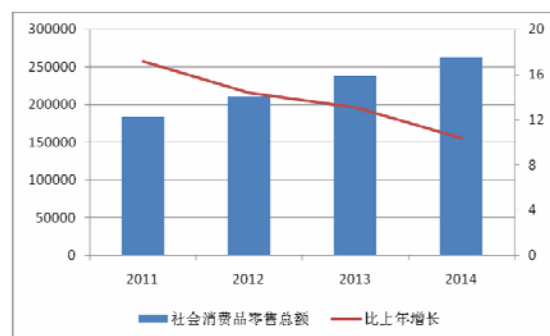
2011-2014 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的良好势态，刺激国内贸易稳步发展。根据国家统计局数据，2013 年国内生产总值 471564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额 181226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年 1~3 月，社会消费品零售总额 70715.3 亿元，同比增长 10.2%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

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. 行业政策

中国对于具有全局性影响的自由贸易区协定进行大力扶持。目前，中国已签署自贸协定 14 个，涉及 22 个国家和地区，分别是中国与东盟、新西兰、新加坡、巴基斯坦、智利、秘鲁、哥斯达黎加、冰岛、瑞士、韩国和澳大利亚的自贸协定。具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间，降低关税壁垒，推进外贸行业的发展。

国内贸易方面，2012 年 9 月，国务院办公厅发布了“关于印发国内贸易发展“十二五”规划的通知”（国发办（2012）47 号），该“十二五”规划指明未来五年主要目标是统筹国内贸易协调发展，建立和完善现代商品流通体系，促进内贸领域服务行业大发展，全面提高流通企业竞争力，大力推进流通现代化，保障国内市场稳定运行营造规范有序的市场环境，深化国内贸易的改革开放。此内贸规划出台后，将有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

2013年9月29日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立；2015年4月21日，中国（厦门）自由贸易实验区挂牌成立；这是在新形势下深入推进改革开放的重大举措。根据《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》（国发〔2013〕38号）要求，自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，把扩大开放与体制改革相结合、把培育功能与政策创新相结合，形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。经过两至三年的改革试验，加快转变政府职能，积极推进服务业扩大开放和外商投资管理制度改革，大力发展总部经济和新型贸易业态，加快探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放，探索建立货物状态分类监管模式，努力形成促进投资和创新的政策支持体系，着力培育国际化和法治化的营商环境，力争建设成为具有国际水准的投资贸易便利、货币兑换自由、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区，为中国扩大开放和深化改革探索新思路和新途径，更好地为全国服务。

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。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。

（二）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，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。根据国家统计局的统计数据，2014年中国生产原油2.11亿吨，同比增长0.94%；进口原油3.08亿吨，同比增长9.37%；原油表观消费量为5.18亿吨，同比增长6.02%。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，根据国务院发布的《能源发展“十二五”规划》，“十二五”期间石油对外依存度控制在61%以内。2014年，中国原油进口依存度达到59.55%，同比上升1.83个百分点，进口依存度进一步扩大。随着天然气等清洁能源在国内的广泛推广，也将对石油消耗形成部分替代，原油进口依存度增速有望维持较低水平。

表1 中国原油消费平衡情况（百万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2010	20301.40	23931.14	43868.33	53.86
2011	20364.60	25254.92	45367.32	55.11
2012	20747.80	27109.00	47606.80	56.42
2013	20946.87	28195.00	48845.87	57.72
2014	21142.90	30837.66	51787.64	59.55

资料来源：Wind 资讯

在石油炼制板块，中国石油天然气集团公司（下称“中石油”）和中国石油化工集团公司（下称“中石化”）两大集团已经垄断国内90%以上的原油加工和成品油生产业务，形成非常完备的石油化工产业链条，两大集团体系内部的炼油企业由于拥有更加稳定的资源供应，具有较为明显的竞争优势。

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格

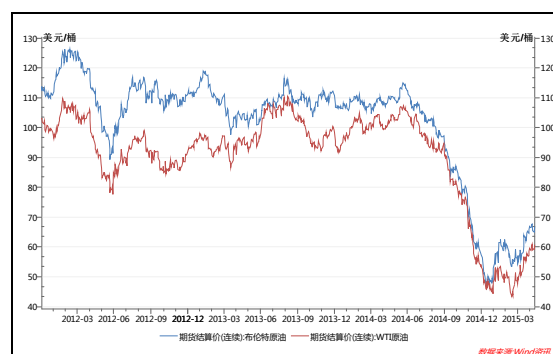
的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯、丙烯及其他衍生产品，中国乙烯生产仍然由中石化和中石油两大集团垄断，产量约占全国总产量的90%左右，其余产量主要来自于地方或民营炼油企业。

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。

2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为108.70美元/桶，比上年下降2.97美元/桶，WTI原油期货结算（连续）全年平均价格为98.05美元/桶，比上年增长3.91美元/桶。2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，并于45~55美元/桶的历史低位开始企稳。2015年1季度以来，由于美国页岩油减产导致其库存持续下降，国际原油价格出现缓慢回升迹象，截至2015年5月12日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别为66.86美元/桶和60.75美元/桶。同期，由于国内成品油价格是依据国际原油价格进行调节，其价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济逐步恢复，原油价格仍有回升的潜力。

图2 近年国际原油价格走势



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月底，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年以来，中国对国内汽油、柴油价格的调整主要以下调为主基调，其中2014年7月至2015年1月连续向下调整国内汽油、柴油价格13次，汽油标准品价格累计下降人民币2975元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币3155元/吨。2015年1月以来，随着国际原油价格的企稳回升，中国对国内汽油、柴油价格的调整呈上升趋势。

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。各股东按公司法、公司章程共同治理，中国贸促会资产管理中心履行最终实际控制人及出资人的管理职责。

2. 企业规模及竞争力

公司是国内较早从事技术贸易和高端产品进口业务的贸促会成员企业，拥有多名享受国务院专家津贴的高级技术人才及专业贸易团队。目前公司及下属企业在医疗器械及机电成套设备贸易领域具有较丰富的经验及稳定的客户资源。

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。

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。

在石化领域，公司以重油为原料生产出的轻质燃料油及沥青产能逐步释放；珠海市华峰石化有限公司于 2013 年年初取得了燃料油进出口经营资质。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、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，2012~2014年，公司营业收入年均复合增长35.71%；2014年，公司实现营业收入184.87亿元。从收入构成来看，随着2011年下半年华峰石化投资的一期工程投产后产能逐步释放，2012~2014年，化工板块收入规模快速增长，占营业收入的比重分别为37.85%、30.41%和33.26%，成为公司第二大收入板块；2012~2014年，贸易板块收入规模快速增长，占营业收入的比重分别为48.77%、60.18%和59.65%，目前为公司第一大收入板块。

从各板块毛利率来看，2012~2014年，公司贸易业务毛利率波动下降；2014年，公司贸易业务毛利率为8.95%，较2013年上升1.05个百分点，主要因为贸易板块中毛利率较高的其他业务的占比大幅增长。2012~2014年，化工业务毛利率逐年下降，2014年，受毛利率较低的石化产品的收入大幅增加影响，公司化工业务毛利率下滑明显，降至5.48%，较2013年下降1.77个百分点。2014年，受化工业务和其他业务毛利率下降影响，公司整体毛利率降至8.48%，同比下降0.72个百分点。

表2 公司营业收入构成情况

项目	营业收入（亿元）				收入占比（%）				毛利率（%）			
	2012年	2013年	2014年	15年1~3月	2012年	2013年	2014年	15年1~3月	2012年	2013年	2014年	15年1~3月
贸易	48.96	95.55	110.27	37.40	48.77	60.18	59.65	67.69	9.73	7.90	8.95	8.87
化工	38.00	48.28	61.49	12.92	37.85	30.41	33.26	23.38	7.77	7.25	5.48	5.73
其他	13.43	14.93	13.11	4.93	13.37	9.41	7.09	8.93	23.28	23.83	18.67	11.44
合计	100.39	158.76	184.87	55.25	100.00	100.00	100.00	100.00	10.80	9.20	8.48	8.36

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、药业的生产销售及物流运输等。

2015年1~3月，公司实现营业收入55.25亿元，占2014年全年的29.89%；贸易业务和化工业务占比分别为67.69%和23.38%，化工板块占比有所下降；公司贸易板块和化工板块毛利率分别为8.87%和5.73%，较2014年相比变化不大；其中，其他业务毛利率下降明显，降至11.44%，主要是因为春节期间运输成本大幅增加，物流运输业务的毛利率由2014年的12.67%降至2.87%，其他项目的毛利率变化不大，在正常范围内波动；公司整体毛利率小幅降至8.36%。

机械设备进出口贸易以及其他贸易（主要为煤炭、大宗油品以及汽车零部件等）。2012~2014年，公司贸易业务收入快速增长，2014年，公司实现贸易收入110.27亿元，同比增长15.41%，主要是因为其他贸易业务大幅增长所致；公司贸易业务中医疗器械贸易占12.15%，机械设备贸易占24.45%，煤炭贸易占19.33%，汽车零部件贸易占20.23%，其他贸易占23.83%。

2015年1~3月，公司贸易业务实现收入37.40亿元，占2014年全年的33.92%；毛利率为8.87%，与2014年基本持平。

1. 贸易业务

公司贸易业务包括医疗器械进口贸易、机

表3 公司贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012年		2013年		2014年		2015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	12.97	25.05	13.46	26.91	13.40	25.06	2.94	29.00
机械设备	23.83	2.64	27.27	1.73	26.96	1.40	1.90	8.42
煤炭	8.93	3.81	42.38	3.18	21.32	6.31	3.81	6.59
汽车零部件	2.93	17.56	11.16	18.13	22.31	17.10	6.18	16.98
其他	0.30	10.00	1.28	6.67	26.28	3.68	22.57	4.48
合计	48.96	9.73	95.55	7.90	110.27	8.95	37.40	8.87

资料来源：公司提供

① 医疗器械贸易

医疗器械贸易为公司传统业务，主要由华阳控股经营。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。

为引进国外先进技术，公司自1984年成立起逐步开展医疗器械进口贸易，医疗器械贸易的客户比较稳定，需求相对稳定，收入变动不大，2012~2014年，公司医疗器械业务收入波动增长，2014年实现收入13.40亿元，较2013年变化不大；2014年由于新增部分代理业务，医疗器械业务毛利率较2013年略有下降，为25.06%。2015年1~3月，医疗器械贸易实现

收入 2.94 亿元，占 2014 年全年的 21.94%；毛利率为 29.00%，较 2014 年上升 3.94 个百分点。

公司代理和销售的医疗器械产品主要为大型仪器设备、器械和高端植入性耗材等。包括核磁共振仪、螺旋 CT、彩超、X 光机、呼吸机、血透仪、分析仪、一体化手术室等，还包括部分骨外、脑外、心内科手术植入耗材等。

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。2014 年合作的供应商中，前 5 大供应商采购额合计占比为 51.22%，供应商集中度高。

表4 2014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	20012.58	16.32
深圳市友和医药有限公司	16025.43	13.07
蔡司光学仪器（上海）国际贸易有限公司	8506.22	6.93
H.K RUIJIA TRADING COMPANY LIMITED 香港睿嘉贸易有限公司	11657.57	9.50
Tai Wo International Trading Limited	6625.06	5.40
合计	62826.84	51.22

资料来源：公司提供

产品销售方面，2014 年，公司前 5 大销售客户合计销售金额为 5.32 亿元，合计占比 34.60%，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 2014年医疗器械前5大销售客户

（单位：万元、%）

客户	销售金额	占比
北京科瑞宏医疗器械有限公司	16025.24	10.43%
中国人民解放军第二炮兵军事医学研究所	8502.06	5.53%
济南非康商贸有限公司	10201.35	6.64%
北京凯隆世纪生物技术有限公司	11252.82	7.32%
深圳中联广深医药(集团)股份有限公司	7205.07	4.69%
合计	53186.54	34.60%

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、较强的外事沟通能力和上下延伸的产业链等，在医疗器械贸易方面不断做强做大，占领国内市场，公司作为中型医疗器械贸易企业，面临市场压力较大。公司医疗器械产品采购价格近年虽波动较小，但受国内大型医疗器械进口公司竞争加剧影响，销售价格及毛利率呈小幅下降趋势。公司对医疗器械的战略定位为防守型产业，主要维持其自然增长，未来盈利空间仍有较大下行压力。

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。2014年，机械设备出口额及国内贸易额分别占1.92%及98.08%，以国内贸易为主。

近几年出口增速放缓、市场竞争加剧，重庆五矿积极扩展销售渠道，加强销售管理，通

过较低的价格来获取更多的客户。2014年，公司实现机械设备贸易收入26.96亿元，同比略有下降；毛利率为1.40%，同比减少0.33个百分点。2015年1~3月，受季节性因素影响，公司实现机械设备贸易收入1.90亿元，仅占2014年全年的7.05%；由于机械设备中毛利率较高的成套设备的销售增加，毛利率增长至8.42%。

2014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。2014年，公司前5大销售客户合计销售额24.38亿元，合计占比91.76%，客户集中度极高。

表6 2014年机械设备前5大销售客户
(单位：万元、%)

客户	销售金额	占比
CHINA AVIATION OIL(SINGAPORE) CORPORATION LTD(中航油)	51562.00	19.40
SINOPEC CHEMICAL COMMERCIAL HOLDING (HK) COMPANY LIMITED(中石化香港)	66064.00	24.86
ITOCHU CORPORATION TOKQA SE CTION(伊藤忠)	107841.00	40.58
贵州亿祥矿业集团镇远润达有限公司	12374.00	4.66
OM MATERIALS PTE LTD (锰矿)	6001.00	2.26
合计	243842.00	91.76

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，2014年前5大供应商采购额合计25.62亿元，占采购总额的比重为94.68%，供应商集中度极高。

表7 2014年机械设备前五大供应商
(单位：万元、%)

供应商	采购金额	占比
上海中泽国际贸易有限公司	227049.00	83.90
成都枫润炉料有限公司	12490.00	4.62
广西钢资源贸易有限公司	5917.00	2.19
重庆达生科技发展有限公司	5941.00	2.20
重庆能融电子实业有限公司	4812.00	1.78
合计	256209.00	94.68

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；2014年，受煤炭市场疲软影响，公司实现煤炭贸易收入21.32亿元，同比下降49.69%；毛利率为6.31%，同比上升3.13个百分点。2015年1~3月，公司实现煤炭贸易收入3.81亿元，占2014年全年的17.87%，毛利率为6.59%，较2014年变化不大。

公司销售客户主要为其他煤炭贸易企业。2014年，公司前5大销售客户合计销售额8.44亿元，合计占比39.58%，客户集中度较高。

表8 2014年煤炭贸易前5大销售客户
(单位：万元、%)

客户	销售金额	占比
河南惠泽物资供销有限公司	32768.40	15.37
日照晟吉贸易有限公司	29299.87	13.74
冀东发展集团唐山分厂	11424.50	5.36
济南铁路煤炭运贸集团有限公司	6747.37	3.16
阜康市永鑫煤化有限公司	4160.71	1.95
合计	84400.85	39.58

资料来源：公司提供

2014年前5大供应商采购额合计9.36亿元，占采购总额的比重为45.84%，供应商集中度较高。

表9 2014年煤炭前五大供应商 (单位：万元、%)

供应商	采购金额	占比
济南铁路煤炭运贸集团有限公司	46718.37	22.87
冀东发展集团	23279.72	11.40
济南铁路煤炭运贸集团有限公司	10653.11	5.22
日照晟吉贸易有限公司	8530.07	4.18
山东凌德国际贸易有限公司	4448.26	2.18

合计	93629.53	45.84
----	----------	-------

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月公司新成立中汽创汽车零部件投资控股有限公司（以下简称“中汽创投”），中汽创投为目前公司发展重点之一，注册资本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。

2013年，公司汽车零部件业务发展迅速，实现营业收入11.16亿元，同比大幅增长；毛利率为18.13%，同比略有上升。2014年，汽车零

部件业务规模继续扩大，收入大幅增长，实现收入22.31亿元，同比增长99.91%；毛利率小幅降至17.10%。2015年1~3月，公司汽车零部件业务实现收入6.18亿元，占2014年全年的27.70%；毛利率为16.98%。

⑤其他贸易业务

2012~2013年，其他贸易业务包含聚酯切片、纺织品等贸易；2014年其他贸易业务中新增石化副产品、铝锭、铝材、铁精粉、电解铜等贸易产品，另外，燃料油产品增长幅度较大，导致其他贸易业务收入大幅增长，2014年其他贸易业务实现收入26.28亿元，毛利率为3.68%，其中收入占比较大的石化副产品、电解铜以及燃料油分别实现销售额为1.97亿元、4.24亿元和16.66亿元。

2. 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。2012~2014年，公司化工业务收入逐年增长，石化产品收入占比波动下降；2014年，公司化工业务实现收入61.49亿元，同比增长27.36%；化工业务中工业清洗剂收入占比降至3.46%，石化产品收入占比升至96.54%。2012~2014年，公司化工业务毛利率逐年下降，其中2014年受收入占比大的石化产品毛利率下降影响，公司化工板块毛利率降至5.48%，同比下降1.77个百分点。

2015年1~3月，公司化工业务实现收入12.92亿元，占2014年全年的21.01%；石化产品占化工业务收入的比重为96.52%，较2014年基本持平；公司化工业务毛利率为5.73%，较2014年变化不大。

表10 公司化工业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2012年		2013年		2014年		2015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	1.83	61.55	2.00	62.34	2.13	61.97	0.45	60.89

石化产品	36.17	5.05	46.28	4.86	59.35	3.45	12.47	3.73
合计	38.00	7.77	48.28	7.25	61.49	5.48	12.92	5.73

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产品，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11 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，2014年前5大销售产品产能6900吨，产量4359吨（2013年为3864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；2014年华阳-恩赛前五大销售产品总销量为4270吨（2013年为3770吨），销售额为0.78亿元。

表12 2014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	1559	1537	3052
PWC-401	1200	726	772	1305
PSA-002A	1500	1223	1108	1703
PSC-003	1500	397	397	784

PWC-001	1200	454	456	933
合计	6900	4359	4270	7777

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司工业清洗剂收入逐年增长，2014年，工业清洗剂收入为2.13亿元，同比略有增长；毛利率为61.97%，较2013年变化不大。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。

2015年1~3月，公司工业清洗剂收入0.45亿元，为2014年全年的21.13%；毛利率为60.89%。

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”）；2012年8月，华峰石化将珠海华城环保60%的股权转让给集团子公司华阳控股。2013年，公司获燃油进出口资质，新增了石化产品贸易业务。2013年，公司石化产品贸易业务实现业务收入8.45亿元；2014年，公司石化产品贸易业务实现业务收入29.23亿元，同比大幅增长。

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。2014年，受国际原油价格波动影响，除沥青的产能利用率略有上升外，华峰石化其他产品的

产能利用率、产销量均有所下降；2013年，沥青产能利用率较低，主要是因为沥青毛利率低，公司通过不断的设备改造升级，使轻质燃料油等副产品产率不断增加，沥青的产率不断降低，但2014年由于国际原油价格波动、公司调整产品结构的原因，沥青的产量小幅上升，但由于产品价格下降等原因，沥青销售额有所下降。随着产能的逐步释放，2013年，华峰石化主要产品产量82.97万吨，同比增长39.19%；完成销售额37.83亿元，同比增长26.31%；2014年，华峰石化主要产品轻质燃料油产品产量出现下降，华峰石化主要产品产量75.29万吨，同比下降9.26%；完成销售额30.12亿元，同比下降20.38%。2015年1~3月，华峰石化主要产品产量23.00万吨，同比增长6.51%。

表 13 2013 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	16.99	88.91	16.38	96.41	10.04	26.55
减二线非标油	8.47	6.80	80.27	6.55	96.42	3.56	9.42
减三线非标油	3.95	3.03	76.57	2.92	96.41	1.42	3.76
初顶非标油	6.24	4.78	76.54	4.61	96.41	2.87	7.6
初侧非标油	10.31	8.5	82.44	8.19	96.42	4.46	11.78
沥青	71.92	42.88	59.62	41.34	96.41	15.47	40.89
合计	120.00	82.97	69.14	79.99	96.41	37.83	100

资料来源：公司提供

表 14 2014 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	12.24	64.06	13.09	106.90	7.30	24.22
减二线非标油	8.47	5.58	65.91	4.73	84.78	2.35	7.80
减三线非标油	3.95	3.03	76.53	2.43	80.24	1.09	3.62
初顶非标油	6.24	3.77	60.43	3.58	94.80	1.96	6.51
初侧非标油	10.31	6.36	61.74	7.60	119.53	3.52	11.70
沥青	71.92	44.31	61.61	42.48	98.17	13.90	46.15
合计	120.00	75.29	62.74	73.91	98.17	30.12	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。2014年前五大供应商合计占比为72.15%，其中广西铁投冠信贸易有限公司占比16.94%，与2013年相比，采购集中度有所下降，但广西铁投冠信贸易有限公司仍为公司第一大供应商。2014年公司共采购重质油为76.32万吨，同比下降8.01%；平均采购价格为3450.00元/吨，同比下降34.29%。

公司石化产品以经销商销售为主，实行款到发货，2014年销售区域主要在华南地区，包括广东、广西、福建、云贵等地，2014年前五大销售客户合计占比为49.09%，与2013年相比，集中度更高，第一大客户为广西铁投冠信贸易有限公司，占比为26.19%。

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。2014年，石化产品业务实现营业收入59.35亿元，同比增长28.24%；毛利率为3.45%，较2013年减少1.41个百分点，主要是因为2014年下半年以来，国际原油价格单边下行，导致石化产品贸易业务板块利润有所下降，在贸易类业务销售额增加的同时，较低的毛利率降低了石化产品板块毛利率。2015年1~3月，公司石化产品业务收入12.47亿元，为2014年全年的21.01%；石化产品毛利率为3.73%，较2014年基本持平。

3. 其他业务

公司除了贸易业务和石油化工业务外，还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。2013年，公司处置了天津金策房地产开发有限公司和深圳市越融宏农业发展有限公司（以下简称“越融宏农业”），两家公司2013年收入合计3.76亿元，利润总额合计0.30亿元。

2014年其他业务实现收入13.11亿元，同比略有下降；毛利率降为18.67%，同比下降5.16个百分点，主要是因为其他业务中人才交流与展览的毛利率由2013年的34.45%降至2014年的25.94%，降低幅度较大，以及占比较大的农产品2013年的毛利率为18.75%，但2014年由于出售以农产品开发及销售业务为主业的子公司越融宏农业的全部股权，该公司收入未纳入2014年合并范围。

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

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2014年3月开工建设,预计2016年4月左右完工。

中汽联合汽车零部件昆山贸易园规划总用地约11.7万平方米,地上总建筑面积约29万平方米,包括大体量零部件街区商业、公寓式酒店配套以及中汽连锁旗舰店总部、汽车用品中心和汽车商务办公配套;计划建成一个集汽车整车展示销售,汽车配件及用品贸易,汽车改装和深度装饰,汽车零部件检测、研发以及汽车设计、会议、培训五大功能于一体,提供展示交易、会展、电子商务、信息交流、仓储、配送、货运、检测、金融结算、人才交流,及商务、生活等配套服务于一体的汽车后市场全

产业链大型综合商贸平台。项目已于2014年6月动工,预计2017年1月完工。

截至2015年3月底,公司在建项目总投资44.00亿元,其中自有资金18.60亿元;截至2015年3月底已投资6.40亿元,2015年计划投资12.60亿元。

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大幅增强。

表 15 截至 2015 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 2015 年 3 月底已投入	2015 年	2016 年
华峰石化	华峰二期(目前已停产)	20.00	7.00	13.00	1.50	0	2.00
珠海华城环保	华峰三期	12.00	8.00	4.00	2.40	7.60	2.00
中汽联合汽车零部件	昆山贸易园	12.00	3.60	8.40	2.50	5.0	4.50
合计		44.00	18.60	25.40	6.40	12.60	8.50

资料来源: 公司提供

七、募集资金使用情况

公司于 2015 年 3 月发行了 2015 年第一期短期融资券“15 华阳经贸 CP001”(以下简称“本期短期融资券”),发行额度 5 亿元,期限 366 天。本期短期融资券所募集的资金中 2.2 亿元拟用于归还公司银行贷款,2.8 亿元拟用于补充公司经营资金。

公司于 2015 年 3 月 19 日变更募集资金使用用途,原拟其中 2.2 亿元用于偿还银行借款,原拟用 1.3 亿元偿还中汽联合汽车零部件有限公司银行借款,0.9 亿元偿还珠海市华峰石化有限公司银行借款。变更后如下:偿还子公司珠海市华峰石化有限公司银行借款 2.2 亿元;2.8 亿元补充公司的流动资金用途未改变。

截至目前,募集资金已全部按募集资金使用用途使用完毕。

八、财务分析

公司提供的 2012 年财务报表已经深圳永信瑞和会计师事务所审计,出具了标准无保留意见的审计结论;公司提供的 2013~2014 年财务报表已经亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年一季度财务报表未经审计。

2013 年公司纳入合并范围的二级子公司较 2012 年新增 2 家,分别为新设立的鞍山市华阳发展有限公司和华阳国际产业投资有限公司。

2014 年公司纳入合并范围的二级子公司 7 家，较 2013 年无变化。2015 年一季度，公司合并范围二级子公司 8 家，较 2014 年新增子公司 1 家，为华阳友诚高新科技有限公司。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 131.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益 12.23 亿元）54.77 亿元；2014 年公司实现营业收入 184.87 亿元，利润总额 8.22 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 135.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益 12.55 亿元）56.48 亿元；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 55.25 亿元，利润总额 2.27 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，受益于贸易和石化业务快速增长，公司营业收入年均复合增长 35.71%，2014 年实现营业收入 184.87 亿元；同期，公司营业成本年均复合增长 37.46%，高于营业收入涨幅。近三年，公司营业利润率呈下降趋势，分别为 10.56%、9.03% 和 8.27%。

从期间费用来看，近年来公司期间费用逐年增长，但占营业收入比重波动下降。2014 年，公司期间费用合计 8.74 亿元，占营业收入比重由上年的 4.32% 上升至 4.73%。近三年随着公司业务扩展，公司经营、管理费用相应增加，销售费用和管理费用年均复合增长分别为 12.62% 和 36.60%；另外，随着公司经营业务扩大，资金需求不断增加，有息债务持续增长，公司财务费用年均复合增长 77.94%。

2012~2014 年，公司获得投资收益分别为 0.30 亿元、4.16 亿元和 1.64 亿元。2013 年，公司投资收益较 2012 年大幅上升，主要是由于公司获得 3.85 亿元处置子公司股权收益导致，处置的股权包括：转让鞍山市华阳发展有限公司 40% 的股权、转让深圳市华阳经融信融资担保有限公司的全部股权、转让深圳华粤房地产有限公司的全部股份。2014 年，公司获得投资收益 1.64 亿元，主要为处置子公司天津金策房地

产开发有限责任公司的全部股权获得收益 1.31 亿元。

2012~2014 年，公司营业外收入和支出规模小。2014 年，公司营业外收入合计 0.10 亿元，主要由政府补助构成。

2012~2014 年，公司实现利润总额分别为 6.01 亿元、11.75 亿元和 8.22 亿元。从盈利指标上看，公司总资本收益率呈波动下降趋势，三年分别为 9.81%、11.64% 和 7.15%；净资产收益率呈波动下降趋势，三年分别为 11.56%、16.26% 和 10.94%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 55.25 亿元，同比增长 89.21%；同期，公司营业成本同比增长 93.69%；相应期间费用有所增长；公司实现利润总额 2.27 亿元，同比下降 15.30%，主要是因为 2014 年同期获得投资收益 1.31 亿元所致；营业利润率为 8.20%，较 2014 年略有下降。

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

2. 现金流及保障

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动现金流入量呈增长趋势，年均复合增长 41.27%，2014 年为 214.65 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；公司经营活动现金流出年均复合增长 42.54%，2014 年为 213.54 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金 5.89 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；支付的其他与经营有关的现金为 8.25 亿元，主要是往来款及其他费用等。2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动下降，三年分别为 2.45 亿元、0.87 亿元和 1.10 亿元。

从收入实现质量看，2012~2014 年公司现金收入比分别为 93.86%、112.67% 和 112.90%，

公司收入实现质量逐年提高并处于较好水平。

投资活动方面, 2012~2014年, 公司投资活动现金流入呈波动下降趋势, 年均下降13.23%, 2013年规模较大, 为7.97亿元, 主要是处置子公司收到的现金7.82亿元, 包括: 转让鞍山市华阳发展有限公司40%的股权、转让深圳市华阳经融信融资担保有限公司的全部股权、转让深圳华粤房地产有限公司的全部股份; 2014年处置子公司收到的现金为3.72亿元, 主要为处置天津金策房地产开发有限责任公司的全部股权收到2.85亿元, 转让深圳市越融宏农业发展有限公司的股权收到0.69亿元。2012~2014年, 公司投资活动现金流出呈逐年上升趋势, 2014年为12.20亿元, 主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金2.53亿元和投资支付的现金9.36亿元, 其中投资支付的现金主要为投资鞍山银行预付款为2.5亿元, 投资西安新鸿业投资发展有限公司股权5亿元, 投资厦门国际银行股份有限公司股权款 1.86亿元。2012~2014年, 公司投资活动净现金流分别为1.30亿元、0.83亿元和-8.46亿元。

2012~2014年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为3.74亿元、1.70亿元和-7.36亿元, 2014年公司经营活动产生的现金流无法满足当期的投资需求。

筹资活动方面, 2012~2014 年, 公司筹资活动现金流入呈逐年增长趋势, 年均复合增长134.93%。其中, 2014 年为 55.11 亿元, 主要为借款 42.79 亿元; 公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金; 2012~2014 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.05 亿元、9.20 亿元和 18.44 亿元。

2015 年 1~3 月, 公司销售商品提供劳务收到的现金为 62.79 亿元; 公司购买商品、接受劳务支付的现金 61.11 亿元; 公司经营活动现金流入量和净额分别为 68.80 亿元和 1.73 亿元; 现金收入比为 113.66%, 较 2014 年略有上升; 公司投资支付的现金 6.47 亿元, 主要为新增投资厦门国际银行股份有限公司股权款 0.75

亿元, 收购华阳友诚高新科技有限公司股权 4.22 亿元, 华阳友诚高新科技有限公司股权收购上海中资国际贸易有限公司的股权款为 1.5 亿元; 公司投资活动现金流净额为-6.51 亿元。同期, 筹资活动现金流量净额为 4.09 亿元。

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

3. 资本及债务结构

2012~2014 年, 公司业务规模持续扩大, 资产规模逐年增长, 年均复合增长 35.61%。截至 2014 年底, 公司资产总额 131.22 亿元, 其中流动资产占 80.14%, 非流动资产占 19.86%。公司资产构成以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年, 公司流动资产逐年增长, 年均复合增长 43.57%。截至 2014 年底, 公司流动资产合计 105.16 亿元, 主要来自货币资金、应收账款和其他流动资产等的增长; 流动资产构成以存货、货币资金、应收账款和预付账款为主。

2012~2014 年, 公司货币资金年均复合增长 85.27%。截至 2014 年底, 公司货币资金 40.30 亿元, 主要为银行存款 (占 76.67%) 及其他货币资金; 受限货币资金为 9.32 亿元, 主要为票据保证金。

2012~2014年, 公司预付款项逐年增长, 年均复合增长32.06%。截至2014年底, 公司预付款项14.01亿元, 主要为预付货款; 从账龄来看, 一年以内占96.56%; 预付款项金额前五位合计占余额比例为39.43%, 集中度一般。

2012~2014 年, 公司应收账款净额逐年增长, 年均复合增长 27.97%。截至 2014 年底, 公司应收账款净额为 19.12 亿元, 同比增长 51.48%, 主要是因为公司业务规模扩大应收货款增长所致; 公司应收账款前五名合计占比为

23.45%；公司应收账款中按组合计提坏账的应收账款占 96.99%，从账龄结构看，1 年以内的占 97.44%，1~2 年的占 4.69%，账龄短。截至 2014 年底，公司共计提应收账款坏账准备 0.12 亿元，计提比例为 0.64%。

2012~2014 年，公司其他应收账款净额逐年增长，年均复合增长 26.46%。截至 2014 年底，公司其他应收账款净额为 5.37 亿元，同比增长 35.55%，主要是因为应收往来款及保证金增加所致，其中前五名占比为 47.13%，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 84.22%，1~2 年的占 15.56%，账龄短。截至 2014 年底，公司共计提其他应收账款坏账准备 452.43 万元，计提比例为 0.84%。

2012~2014 年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长 7.41%。截至 2014 年底，公司存货账面余额 18.43 亿元，主要由原材料(7.65%)、开发成本(10.58%)以及库存商品(81.44%)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 32.69 万元，全部是对原材料计提的跌价准备。

2014 年公司其他流动资产大幅增长，截至 2014 年底为 7.50 亿元，主要为公司收购西安新鸿业投资发展有限公司及预计收购鞍山银行的款项。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 13.21%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 26.06 亿元，增长主要来自可供出售金融资产和在建工程的增长。非流动资产构成主要由固定资产(占 25.76%)、在建工程(占 14.10%)、无形资产(占 9.44%)和可供出售的金融资产构成(占 43.19%)。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 11.25 亿元¹，主要因根据最新企业会计准则将

原长期股权投资科目重新分类至可供出售金融资产会计科目所致，主要为对厦门国际银行股份有限公司、华商基金管理有限公司等的股权投资。

表16 2014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	73875.44	权益法
厦门国际银行股份有限公司	1.31	18600.00	成本法

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，固定资产规模略有下降，年均复合下降 2.18%。截至 2014 年底，公司固定资产原值 10.67 亿元，较 2013 年底略有增长，其中房屋建筑物(占 23.52%)和机器设备(占 56.89%)；公司计提累计折旧合计 3.96 亿元，未计提固定资产减值准备。截至 2014 年底，固定资产账面价值 6.71 亿元，固定资产平均成新率为 62.89%。

2012~2014 年，公司在建工程规模快速增长，年均复合增长 66.97%。截至 2014 年底，公司在建工程为 3.67 亿元，主要包括 60 万吨/年高硫重质油加工节能项目 0.65 亿元、150 万吨/年芳烃加氢项目 1.20 亿元和中国汽车零部件(乌兰察布)总部基地项目 0.27 亿元。

2012~2014 年，公司无形资产年均复合下降 3.75%。截至 2014 年底，公司无形资产账面价值 2.46 亿元；公司无形资产主要是由土地使用权(占 45.53%)和知识产权(占 54.07%)构成。

2012~2014 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 9.43%。截至 2014 年底，公司投资性房地产为 1.78 亿元，主要为厦门亿通恒投资有限公司位于下厦门市湖里工业区哈曼尼广场相关房屋及土地使用权、华荣丰深圳市福田区彩田南路中深花园的四套公寓及停车场、重庆五矿机械进出口有限公司位于重庆沙坪坝的一栋房屋。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 135.70

¹ 根据《企业会计准则第 2 号——长期股权投资(2014 年修订)》，公司将对被投资单位不具有共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的股权投资作为可供出售金融资产核算。

亿元，较 2014 年底增长 3.41%，主要是因为预付款项、应收账款、存货以及固定资产规模的增长；流动资产和非流动资产占比分别为 78.48% 和 21.52%，资产结构与 2014 年底相比变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司预付款项 15.30 亿元，较 2014 年底增长 9.21%，主要源自预付采购款的增长；公司存货 19.82 亿元，较 2014 年底增长 7.54%。

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和固定资产占比高。公司整体资产质量较好。

所有者权益

2012~2014 年，所有者权益逐年增长，年均增长 16.77%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 54.77 亿元（归属于母公司所有者权益合计 42.54 亿元，少数股东权益 12.23 亿元），归属于母公司所有者权益中实收资本占 2.41%，资本公积占 0.83%，盈余公积占 1.46%，未分配利润占 95.30%。

截至 2014 年底，公司资本公积 0.35 亿元，同比下降 25.53%，主要是因为纳入合并范围子公司资本公积变化导致。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 56.48 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.93 亿元，较 2014 年底略有增长，主要是由于未分配利润增加所致；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很大，权益稳定性弱。

负债

2012~2014 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 56.57%。截至 2014 年底，公司负债合计 76.45 亿元，其中流动负债占 70.82%，非流动负债占 29.18%，公司负债结构以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债年均复合增长 33.73%。截至 2014 年底，公司流动负债 54.14

亿元，主要包括短期借款、应付票据、应付账款及预收款项等。

2012~2014 年，公司短期借款规模快速增长。截至 2014 年底为 18.88 亿元，其中以保证借款（占 62.44%）、质押借款（占 36.97%）为主。

2012~2014 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 48.47%。截至 2014 年底，公司应付票据为 11.90 亿元，全部由应付银行承兑汇票构成。

2012~2014 年，公司应付账款呈下降趋势，年均复合下降 9.07%。截至 2014 年底，公司应付账款 6.84 亿元，主要为应付货款；其中 1 年以内的应付账款占比 87.04%，账龄较短；应付账款前五名客户的应付账款占比 30.41%，全部为应付非关联方的货款。2012~2014 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 14.82%。截至 2014 年底，公司预收款项 4.90 亿元，主要为预收货款。

2012~2014 年，公司其他应付款年均复合下降 3.84%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 4.80 亿元，主要为往来款，其中，应付宏信证券东莞 7 号定向资产管理计划 3.44 亿元；应付重庆西永微电子产业园区开发有限公司的代付款为 1.04 亿元。

截至 2013 年底，公司其他流动负债 6.00 亿元，由公司 2013 年发行的两期短期融资券构成，发行额度合计 6 亿元。截至 2014 年底，公司其他流动负债 6.00 亿元，由公司 2014 年发行的两期短期融资券构成，发行额度 6 合计亿元。

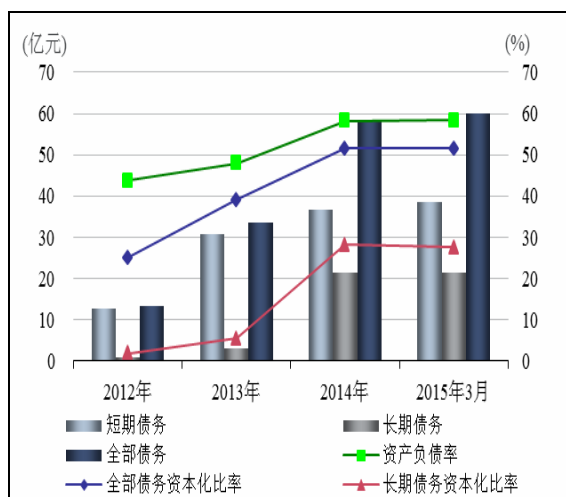
2012~2014 年，公司非流动负债快速增长，截至 2014 年底，公司非流动负债 22.31 亿元，主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。截至 2014 年底，公司长期借款 3.13 亿元，主要为公司从厦门国际银行北京分行获得长期借款；公司应付债券 10.13 亿元，为公司 2014 年 10 月发行的非公开定向债务融资工具，发行额度 10 亿元，期限 3 年，票面利率 7.10%；

公司其他非流动负债为 8.25 亿元，为公司 2014 年发行的第一期中期票据，发行额度 8 亿元。

2012~2014 年，公司全部有息债务快速增长，年均增长 108.56%。截至 2014 年底，公司全部有息债务总额 58.29 亿元，其中短期债务占 63.10%，长期债务占 36.90%，公司债务结构以短期债务为主。从债务指标看，2012~2014 年，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率呈逐年上升趋势，三年加权平均值分别为 52.27%、16.11% 和 42.52%，2014 年此三项指标分别为 58.26%、28.20% 和 51.56%。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 79.21 亿元，较 2014 年底增长 3.61%，其中流动负债占比 71.89%，非流动负债占比 28.11%，负债构成较 2014 年底变化不大；公司全部有息债务 60.16 亿元，较 2014 年底增长 3.21%，主要因其他流动负债增加所致（2015 年公司新发行短期融资券 5 亿元），其中短期债务占比 64.25%，长期债务占比 35.75%，长期债务占比较 2014 年底有所上升。从债务指标看，截至 2015 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 58.38%、51.58% 和 27.58%。

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；有息债务构成以短期债务为主，符合行业特点。近年随着生产经营规模扩大，公司债务规模快

速上升，整体债务负担加重但仍处于合理水平。

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 2014 年底，公司流动比率、速动比率分别为 194.23% 和 160.20%，均高于三年均值的 182.08% 和 140.96%；2012~2014 年，公司经营现金流动负债比分别为 8.08%、1.92% 和 2.03%；截至 2015 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 187.01% 和 152.21%。考虑到货币资金和公司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，2012~2014 年，公司 EBITDA 波动上升，近三年 EBITDA 分别为 7.25 亿元、14.12 亿元和 11.19 亿元。2012 年~2014 年公司 EBITDA 利息倍数逐年下降，分别为 11.78 倍、9.42 倍和 5.33 倍；全部债务/EBITDA 倍数逐年上升，分别为 1.85 倍、2.39 倍和 5.21 倍。整体看，公司长期偿债能力呈弱化趋势，但目前仍保持较强水平。

截至 2015 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 2015 年 3 月底，公司合并范围共获得人民币 38.62 亿元和 0.22 亿美元的银行授信额度，尚有未使用授信额度 14.00 亿元和 0.21 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 2015 年 6 月 29 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。

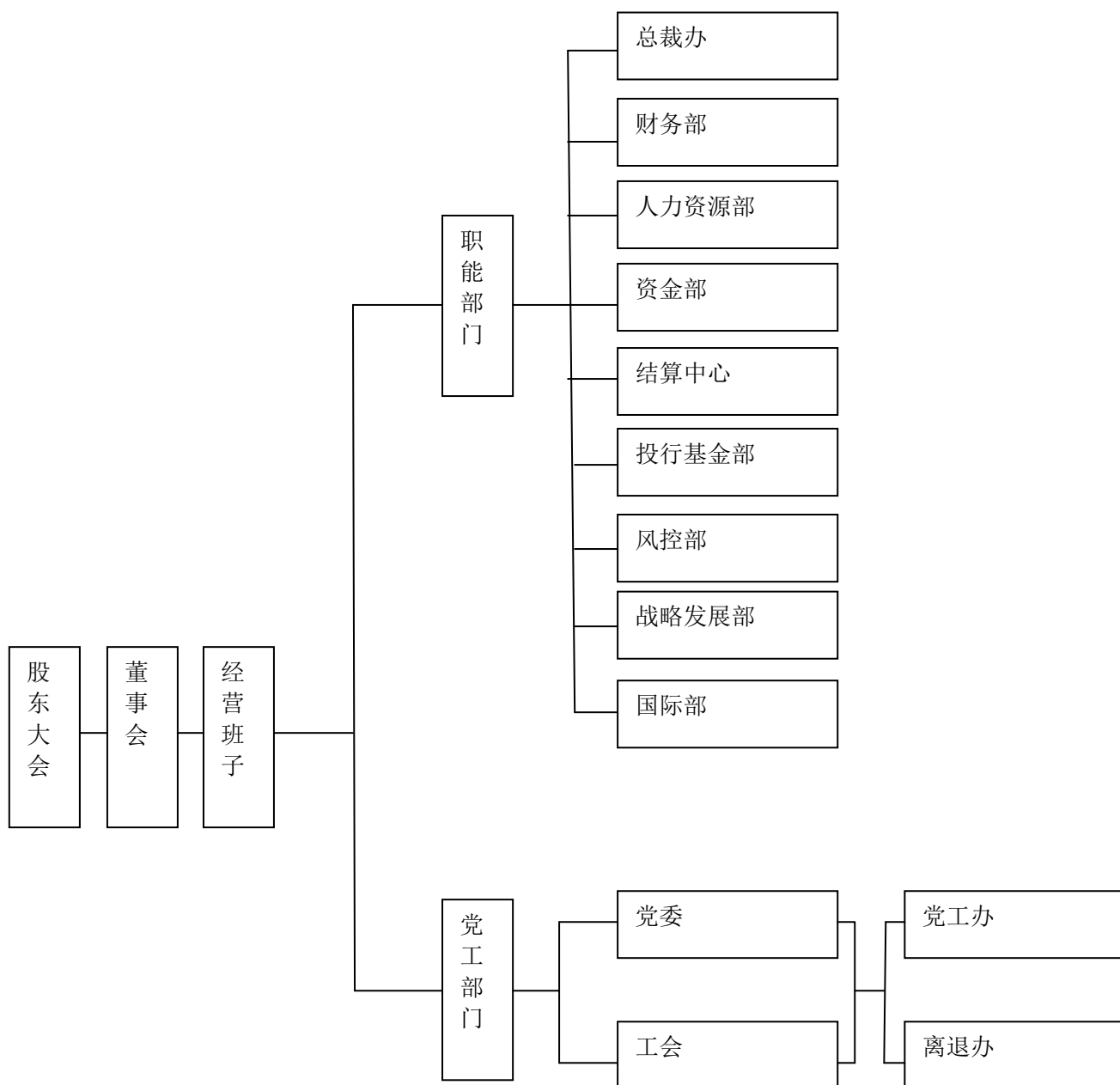
九、债券偿债能力

“15 华阳经贸 CP001”发行额度 5 亿元，截至 2014 年底和 2015 年 3 月底，公司现金类资产(剔除受限制的货币资金)分别为“15 华阳经贸 CP001”本金的 6.28 倍和 6.13 倍；2014 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为“15 华阳经贸 CP001”本金的 42.93 倍和 0.22 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对“15 华阳经贸 CP001”保障能力强。

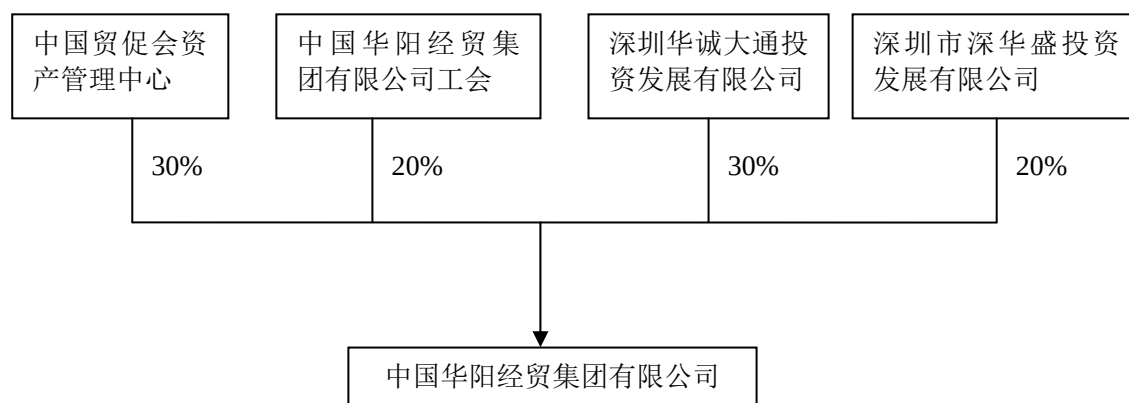
十、结论

综合考虑，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，维持“15 华阳经贸 CP001” A-1 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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.96	19.93	31.42	30.66
资产总额(亿元)	71.35	100.93	131.22	135.70
所有者权益(亿元)	40.17	52.49	54.77	56.48
短期债务(亿元)	12.60	30.72	36.78	38.46
长期债务(亿元)	0.80	3.00	21.51	21.51
全部债务(亿元)	13.40	33.72	58.29	60.16
营业收入(亿元)	100.39	158.76	184.87	55.25
利润总额(亿元)	6.01	11.75	8.22	2.27
EBITDA(亿元)	7.25	14.12	11.19	--
经营性净现金流(亿元)	2.45	0.87	1.10	1.73
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.30	12.99	11.47	--
存货周转次数(次)	6.92	7.90	8.69	--
总资产周转次数(次)	1.55	1.84	1.59	--
现金收入比(%)	93.86	112.67	112.90	113.66
营业利润率(%)	10.56	9.03	8.27	8.20
总资本收益率(%)	9.81	11.64	7.15	--
净资产收益率(%)	11.56	16.26	10.94	--
长期债务资本化比率(%)	1.95	5.41	28.20	27.58
全部债务资本化比率(%)	25.02	39.11	51.56	51.58
资产负债率(%)	43.71	47.99	58.26	58.38
流动比率(%)	168.52	170.87	194.23	187.01
速动比率(%)	115.77	125.71	160.20	152.21
经营现金流动负债比(%)	8.08	1.92	2.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.78	9.42	5.33	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；公司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已计入长期债务。

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+一年内到期的长期负债+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。

附件 5 短期债券信用等级的定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息