

# 信用等级公告

联合[2018] 1566号

联合资信评估有限公司通过对中国华阳经贸集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”的信用等级为AA，“18 华阳经贸 CP001”和“18 华阳经贸 CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告。



## 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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 华阳经贸 MTN001	6.2 亿元	2019/6/16	AA	AA
15 华阳经贸 MTN001	8 亿元	2020/9/30	AA	AA
18 华阳经贸 CP001	10 亿元	2019/1/12	A-1	A-1
18 华阳经贸 CP002	10 亿元	2019/5/7	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 7 月 9 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.46	40.20	42.60	69.67
资产总额(亿元)	170.49	234.39	359.40	390.70
所有者权益(亿元)	68.65	95.24	165.07	166.65
短期债务(亿元)	43.99	55.16	81.38	105.71
长期债务(亿元)	44.67	71.82	95.60	102.56
全部债务(亿元)	88.66	126.98	176.98	208.27
营业收入(亿元)	203.25	258.80	301.37	85.95
利润总额(亿元)	13.02	11.63	15.59	2.92
EBITDA(亿元)	16.76	16.95	24.04	--
经营性净现金流(亿元)	0.94	2.75	4.17	0.29
营业利润率(%)	8.02	7.30	7.45	6.89
净资产收益率(%)	14.57	9.74	7.56	--
资产负债率(%)	59.73	59.37	54.07	57.35
全部债务资本化比率(%)	56.36	57.14	51.74	55.55
流动比率(%)	245.89	233.82	206.12	194.58
经营现金流动负债比率(%)	1.65	4.23	4.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.29	7.49	7.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.91	3.42	3.08	--

注: 2018 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。

### 分析师

方晓 郭察理 刘然

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

### 评级观点

公司为中国国际贸易促进委员会(以下简称“贸促会”)直属企业,形成了以能源石化和贸易业务为主的业务布局。跟踪期内,受益于汽车零配件、医疗器械等传统品种贸易规模的扩大和新增粮油产品贸易业务规模不断拓展,公司营业收入持续增长;公司通过与中国国际经济合作投资公司合作,煤炭贸易业务签署年供应量不低于 100 万吨的长期协议;公司广东华峰能源三期项目和昆山产业园一期项目工程进度持续推进,主体建设均基本完成。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司贸易业务上下游集中度较高、有息债务快速增长且短期债务规模大、应收账款及预付款项占用营运资金、在建项目未来仍需较大投入等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来,贸促会及其他股东将持续在业务资源方面给公司提供支持;同时,随着在建广东华峰能源三期项目和昆山贸易园项目投入运营,公司在能源石化和汽车零部件行业的收入规模及竞争实力有望大幅提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA,“14 华阳经贸 MTN001”和“15 华阳经贸 MTN001”的信用等级为 AA,“18 华阳经贸 CP001”和“18 华阳经贸 CP002”的信用等级为 A-1,评级展望为稳定。

### 优势

1. 公司为贸促会直属企业,拥有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具有一定竞争优势。
2. 跟踪期内,受益于汽车零配件、医疗器械等传统品种贸易规模的扩大和新增粮油产品贸易业务,公司贸易收入快速增长;

公司医疗器械贸易行业和工业清洗剂经营情况稳定，毛利率维持在较高水平；通过与中国国机经济合作投资公司合作，煤炭贸易业务签署年供应量不低于 100 万吨的长期协议。

3. 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。
4. 公司在建石化项目与昆山贸易园具备一定资源优势和品牌优势，建成投产后有望成为公司新的利润增长点。

#### 关注

1. 近年来，全球经济复苏存在不确定性，贸易保护主义带来汇率波动，综合作用下可能为公司进出口业务带来不利影响。
2. 公司部分贸易业务上游供应商和下游客户集中度较高，对主要供货渠道和客户依赖程度较高。
3. 公司应收账款和预付款项金额较大，对运营资金形成一定占用。
4. 跟踪期内，公司有息债务大幅增长，短期债务规模大，剔除受限后的现金类资产对短期债务的保障能力较弱，存在一定短期偿付压力，间接融资渠道有待拓宽。
5. 公司在建的石化项目和汽车零配件项目规划建设周期较长，外部融资需求仍较大。
6. 公司所有者权益中未分配利润占比高，且 2017 年以来公司下属子公司多次吸收少数股东投资，所有者权益中少数股东权益占比提高，公司所有者权益稳定性弱。

## 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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、主体概况

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，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2018年3月底，公司注册资本为人民币1.02亿元，其中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（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（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；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，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2018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2017年底，公司（合并）资产总额359.40亿元，所有者权益165.07亿元（含少数股东权益51.43亿元）；2017年公司实现营业收入301.37亿元，利润总额15.59亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额390.70亿元，所有者权益166.65亿元（含少数股东权益51.79亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入85.95亿元，利润总额2.92亿元。

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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司分别于2014年6月和2015年9月发行两期中期票据“14华阳经贸MTN001”和“15华阳经贸MTN001”，于2018年1月和5月发行两期短期融资券“18华阳经贸CP001”和“18华阳经贸CP002”，所募集资金已全部按募集资金用途使用完毕，存续中期票据均正常付息。

表 1 截至 2018 年 5 月底公司存续期内债券情况  
(单位: 亿元)

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*14 华阳经贸 MTN001	8.00	6.20	2014/6/16	2019/6/16
*15 华阳经贸 MTN001	8.00	8.00	2015/9/30	2020/9/30
18 华阳经贸 CP001	10.00	10.00	2018/1/12	2019/1/12
18 华阳经贸 CP002	10.00	10.00	2018/5/7	2019/5/7

资料来源: Wind 资讯

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, 期末待偿金额 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

2017 年, 世界主要经济体仍维持复苏态势, 为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境, 加上供给侧结构性改革成效逐步显现, 2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年, 中国国内生产总值 (GDP) 82.8 万亿元, 同比实际增长 6.9%, 经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看, 西部地区经济增速引领全国, 山西、辽宁等地区有所好转; 产业结构持续改善; 固定资产投资增速有所放缓, 居民消费平稳较快增长, 进出口大幅改善; 全国居民消费价格指数 (CPI) 有所回落, 工业生产者出厂价格指数 (PPI) 和工业生产者购进价格指数 (PIRM) 涨幅较大; 制造业采购经理人指数 (制造业 PMI) 和非制造业商务活动指数 (非制造业 PMI) 均小幅上升; 就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年, 全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元, 支出同比增幅 (7.7%) 和收入同比增幅 (7.4%) 均较 2016 年有所上升, 财政赤字 (3.1 万亿元) 较 2016 年继续扩大, 财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜; 进行税制改革和定向降税, 减轻相关企业负担; 进一步规范地方政府融资行为, 防控地方政府性债务风险; 通过拓宽 PPP

模式应用范围等手段提振民间投资, 推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年, 央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”, 市场资金面呈紧平衡状态; 利率水平稳中有升; M1、M2 增速均有所放缓; 社会融资规模增幅下降, 其中人民币贷款仍是主要融资方式, 且占全部社会融资规模增量的比重 (71.2%) 也较上年有所提升; 人民币兑美元汇率有所上升, 外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长, 产业结构继续改善。2017 年, 中国农业生产形势较好; 在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下, 中国工业结构得到进一步优化, 工业生产保持较快增速, 工业企业利润快速增长; 服务业保持较快增长, 第三产业对 GDP 增长的贡献率 (58.8%) 较 2016 年小幅上升, 仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年, 全国固定资产投资 (不含农户) 63.2 万亿元, 同比增长 7.2% (实际增长 1.3%), 增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中, 民间投资 (38.2 万亿元) 同比增长 6.0%, 较 2016 年增幅显著, 主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施, 通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力, 推动了民间投资的增长。具体来看, 由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控, 房地产开发投资增速 (7.0%) 呈趋缓态势; 基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响, 基础设施建设投资增速 (14.9%) 小幅下降; 制造业投资增速 (4.8%) 小幅上升, 且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制

等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

## 五、行业分析

公司经营业务主要涉及贸易及化工行业，行业整体状况对公司具有较大影响。

### 1. 贸易行业

#### （1）国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓、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影响，2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，海关统计数据显示，2017年，中国货物贸易进出口总值27.79万亿元人民币，较2016年增长14.2%。2017年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更

趋强劲，延续了 2016 年下半年以来回稳向好走势。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

2017 年纺织品服装累计贸易额 2931.5 亿美元，增长 1.2%，其中出口 2686 亿美元，增长 0.8%，进口 245.5 亿美元，增长 5.3%，累计贸易顺差 2440.5 亿美元，增长 0.4%。

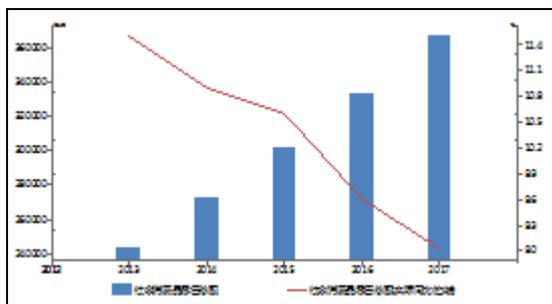
中国近年来采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

## （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，2017 年全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

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。

全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求等，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

## 2. 石化行业

石油产品是重要的战略资源，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。石油化工产业链条包括原油开采、炼制、成品油销售和石化产品再加工，以及天然气工业，在国民经济中占有举足轻重的地位。根据国家统计局数据显示，截至 2017 年底，石油和化工行业规模以上企业 29307 家，累计主营业务收入 13.8 万亿元，比上年增长 15.7%；利润总额 8462.0 亿元，同比增长 51.9%，分别占全国规模工业主营业务收入和利润总额的 11.8%和 11.3%，2017 年行业整体运行情况较好。

原油生产和进口供应受国际原油市场和石油生产开采条件变化等多种因素影响。2017 年全年原油产量 1.92 亿吨，下降 4.0%，产量创 2010 年以来新低。中国巨大的能源缺口主要依靠进口弥补，根据美国能源信息管理局的报告，中国已超越美国成为全球第一大原油进口国，原油进口主要来自沙特、俄罗斯、安哥拉、伊拉克等国。2017 年全年进口原油 4.20 亿吨，同比增长 10.2%，对外依存度达到 68.4%的新高；进口天然气 955.2 亿立方米，增

长 27.0%，对外依存度 38.4%。

石油加工业是石油化工行业中游，主要产品为成品油和化工原料等。截至 2017 年底，石油加工业规模以上企业 1366 家，累计主营收入 3.42 万亿元，同比增长 21.5%；利润总额 1911.5 亿元，增长 14.4%；完成固定资产投资 2228.2 亿元，增长 5.6%；资产总计 2.05 万亿元，增长 12.3%；资产负债率 57.35%。全年石油加工行业呈现了盈利继续向好、大型企业顶部优势显著和行业格局逐渐清晰的整体态势，已形成以中石油等为代表的国有综合性能源公司和地方炼油企业为主体的加剧竞争格局。

原油加工量方面，2017 年，原油加工量继续保持增长，加工量 5.68 亿吨，同比增长 5.0%；全国炼厂开工率同比上升 1.9 个百分点至 73.7%的近年来最高水平，同时呈现出地方炼油企业开工率提高、大型国有石油公司炼油开工率下降的分化，以往二者巨大的产能利用率差距得以收窄。2017 年全国成品油产量（汽、煤、柴油合计，下同）3.58 亿吨，增长 3.0%，其中，柴油产量 1.83 万吨，增长 2.4%；汽油产量 1.33 亿吨，增长 3.0%。汽煤柴油收率受部分馏分油转而生产化工用油影响，略微下降，炼厂生产柴汽比与上年基本持平。汽煤柴油净出口量经过两年的高速增长后大大放缓，同比仅增长 6.8%，吨油利润连续 3 年实现增长。

成品油、天然气和化工产品销售为石油化工行业下游，其中又以成品油和天然气销售为主。随着工业、交通、房地产等领域出现短期回暖，拉动成品油消费重归增长区间，2017 年全国成品油消费量约为 3.25 亿吨，同比增长 3.2%，回升 3.7 个百分点，其中汽油消费量在乘用车销量下滑、限行限售、新能源汽车与共享出行等因素冲击下，全年表观消费量 1.23 亿吨，增速仅为 3.0%；中国工业生产回升、煤炭运输回暖、快递物流高速增长，拉动柴油消费重归正增长。全年柴油消费量 1.68 亿吨，同比增长 2.0%，增速较上年回升 7.0 个百分点；

受航空、货运周转量持续高增长影响，煤油需求强劲，表观消费量为 0.33 亿吨，同比增长 10.5%，增速回升 1.3 个百分点，同时净出口有所减少，反映出航空业内需仍在扩张。

成品油定价方面，目前全国成品油价格仍然按照 2016 年国家发改委发布的《石油价格管理办法》进行定价，实行政府指导价和政府定价。价格调整方法上，汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每 10 个工作日调整一次。调价生效时间为调价发布日 24 时。当调价幅度低于每吨 50 元时，不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。2017 年共出现 25 轮调价周期，其中因调幅不足 50 元/吨而搁浅共有 8 次，调价窗口正常开启 17 次，其中 11 次上调、6 次下调。年内汽油累计上调 435 元/吨，柴油累计上调 420 元/吨。

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》，要求包括北京、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，并于 2017 年 9 月底前完成国六燃油全面置换，并禁止销售普通柴油。2017 年 12 月国家发改委、工业和信息化部联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，强调了降低能耗和集中减排，有利于推进石油化工行业绿色集群化发展。

近年来国内炼油行业呈现小型产能不断淘汰、中型产能整合发展、大型产能项目不断落地的发展态势。2016 年 9 月工业和信息化部印发《石化和化学工业发展规划（2016～2020）》，指出有序推进七大石化产业基地及重大项目建设，目前多个项目正在有序推进。2017 年山东炼化能源集团有限公司、浙江石油公司相继成立，重点对山东、浙江地区地方炼化企业进行销售整合，强化原料采购、下游销售等环节的资源整合，形成规模优势。未来随着行业集群化发展，规模较小产能或将逐渐淘

汰，炼油行业群雄逐鹿的格局将发生改变。

地方炼油企业在原油进口和使用权放开、企业装备水平大幅提升的背景下，2017年开始全国范围成品油价格战愈演愈烈。据中国石油集团经济技术研究院估测，2018年，地方民营炼油企业汽柴油产量的市场份额将由2017年的21.5%增至23.6%。随着中国炼油能力连增两年且增速扩大，2018年炼油能力将过剩近1亿吨。即使在开工率较低的情景下，国内成品油资源仍将过剩4500万吨以上，出口压力较大，国内市场竞争形势将更为严峻。2018年下半年，随着新建成炼厂的先后投产运行，国内成品油市场的竞争将更为激烈。

未来，随着产业链上下游逐渐放开和定价机制改革推进，预期原油及成品油市场价格与供需市场化将不断深入，行业格局或将在未来几年内发生大幅调整。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本为人民币1.02亿元，其中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；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。贸促会资产管理中心履行实际控制人出资人管理职责。

### 2. 企业规模及竞争力

公司目前为贸促会直属企业，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，完备的技术和有多名享受国务院专家津贴的高级技术人才的庞大的专业贸易团队，强大的供销网络是公司在行业中最突出的优势。其中，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。

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，计划用10~15年的时间，建成以3000万吨/年炼油、200万吨/年乙烯为标志，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。

公司在海南的投资平台海南华橡实业集团有限公司（以下简称“海南华橡”）成立于2017年11月，是公司与海南省农垦集团有限公司（以下简称“海南农垦”）的合作平台，海南华橡注册资本17.75亿元，其中公司下属全资子公司海南华阳投资集团有限公司（以下简称“海南华阳”）出资65%，海南农垦下属的海南天然橡胶产业集团股份有限公司（以下简称“海南橡胶”，海南农垦持股74.94%）出资35%。目前，海南华橡持有位于海南的39.70万平方米优质工业用地资源和位于西安的5.85亩商业办公公寓用地及其地面上的万豪酒店和公寓资源。未来公司与海南农垦的合作项目包括利用海南华橡的土地发展海南热带

农产品等，预计结合公司的优势贸易资源推广后将形成公司新的利润增长点。

### 3. 外部支持

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，贸促会还在 15 个国家和地区设有驻外代表处。在国内，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

跟踪期内公司业务仍以贸易和化工为主。2017年，公司实现营业收入301.37亿元，同比

增长16.45%，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，2017年实现收入241.95亿元，同比增长17.96%，主要为新增粮油产品贸易收入带动以及汽车零部件贸易规模进一步扩大所致。化工板块为公司第二大收入板块，2017年实现收入49.96亿元，同比增长6.21%。同期，公司其他板块收入大幅增长至9.46亿元，主要系当期新增物业与金融业务收入带动所致。

毛利率方面，2017年，公司综合毛利率为7.61%，同比增加0.18个百分点。分板块来看，公司贸易业务毛利率逐年下降，2017年为6.34%，同比减少0.54个百分点，主要系当期新增粮油产品贸易毛利率较低及医疗器械、汽车零部件和金属产品毛利率下降所致；公司化工业务毛利率逐年增长，2017年为7.25%，同比增加0.42个百分点，主要系毛利率较高的工业清洗剂收入占比提高所致；公司其他业务毛利率同比大幅增加，主要系当期新增物业及金融等业务毛利率较高所致。

2018年1~3月，公司实现营业收入85.95亿元，同比增长36.17%，主要源于以新增粮油贸易为主的贸易板块收入大幅增长带动；综合毛利率为7.02%，同比减少1.64个百分点，其中各板块同比均有不同程度的下降，贸易、化工和其他板块毛利率分别为5.93%、6.03%和38.28%，同比分别减少2.00个、0.79个和1.05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	2015年			2016年			2017年			2018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	135.20	66.52	8.47	205.11	79.25	6.88	241.95	80.28	6.34	69.60	80.99	5.93
化工	48.59	23.91	6.76	47.04	18.18	6.83	49.96	16.58	7.25	13.49	15.70	6.03
其他	19.45	9.57	9.92	6.65	2.57	28.64	9.46	3.14	42.01	2.85	3.31	38.28
合计	203.25	100.00	8.20	258.80	100.00	7.43	301.37	100.00	7.61	85.95	100.00	7.02

资料来源：公司提供

注：其他版块包括房产、人才交流与展览、光电产品、农产品、药业、物业与金融等业务收入。

### 1. 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。2017年，公司贸易业务实现收入241.95亿元，同比增长

17.96%。2018年1~3月，公司贸易板块实现营业收入69.60亿元，同比增长42.48%，主要是医疗器械、汽车零部件及新增粮油产品贸易规模

增长带动；毛利率为5.93%，同比减少2.00个百分点，由于收入比重不断提升的粮油产品贸易毛利率处于较低水平所致。

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			2018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
机械产品	6.70	4.95	3.98	18.02	8.78	8.25	6.83	2.82	9.42	1.00	1.43	7.52
医疗器械	11.60	8.58	27.73	18.11	8.83	25.63	20.28	8.38	23.28	6.74	9.69	21.69
煤	18.89	13.97	3.58	11.19	5.46	1.78	18.75	7.75	4.12	1.56	2.25	5.59
汽车零部件	28.09	20.78	15.59	38.48	18.76	11.47	54.66	22.59	9.36	17.11	24.58	7.95
金属产品	19.79	14.64	5.01	25.70	12.53	4.50	14.83	6.13	4.13	2.22	3.19	3.42
化工产品	47.93	35.45	3.36	76.74	37.41	2.46	84.59	34.96	3.12	23.92	34.37	2.89
粮油产品	--	--	--	--	--	--	38.20	15.79	1.70	16.97	24.39	2.20
其他	2.21	1.63	14.07	16.87	8.23	1.94	3.82	1.58	4.62	0.08	0.11	5.17
合计	135.20	100.00	8.47	205.11	100.00	6.88	241.95	100.00	6.34	69.60	100.00	5.93

资料来源：公司提供

注：公司自2016年四季度开始从事粮油产品贸易，当期计入其他产品，2017年开始由于该品种规模较大单独列示。

### （1）机械设备贸易

公司机械设备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”）经营，采用自营模式和订单式销售，主要贸易产品包括输电设备、水轮机及车载多媒体等。2017年，机械产品贸易实现收入6.83亿元，同比大幅下降，系公司机械产品贸易主要服务于EPC外包建设工程的设备供应采购商，工程建设有时段性所致；毛利率为9.42%，同比增加1.17个百分点。2018年1~3月，公司实现机械设备贸易收入1.00亿元，较去年同期继续下降65.42%。

公司机械设备贸易中出口额及国内贸易额分别占4.75%及95.25%，以国内贸易为主，出口国家以亚洲地区为主。采购方面，公司国内业务采购模式为接受客户物资采购需求指令，并在收取一定比例的定金（一般为货款的30%）后，将采购的物资交予客户验收，即完成了单向交易；出口业务一般是根据国外客户要求确认对出口商品的需求后签订出口协议，收取一定比例预付款或使用信用证。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。跟踪期内结算方式未发生变化。

重庆五矿机械设备产品供应商主要为各地设备生产商和贸易商，2017年前五大供应商采购额合计5.56亿元，占采购总额的比重为98.82%，供应商集中度很高。重庆五矿下游客户主要为国内外水电站及其他机械设备应用企业。2017年，公司下游前五大客户合计销售额5.57亿元，占总销售额的81.50%，客户集中度很高，其中第一大客户重庆能融电力实业有限公司销售金额1.90亿元，占比27.77%。

### （2）医疗器械贸易

医疗器械贸易为公司传统优势业务，主要由中国华阳投资控股有限公司（以下简称“华阳控股”，公司持股97.37%）经营。华阳控股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，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。2017年，公司医疗器械贸易实现收入20.28亿元，同比增长11.98%，毛利率为23.28%；2018年1~3月，由于公司加大营销和优惠力度，医疗器械贸易实现收入

6.74 亿元，同比继续增长 23.22%；毛利率为 21.69%。

采购方面，医疗器械产品以定制式为主，公司按照客户要求对接国内外供应商，进口额合计占 24%，占比较上年有所提升。其中，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，公司与多数品牌的合作通过国内经销商开展。2017 年，公司前 5 大供应商包括宏远供应链管理有限公司、长沙恒年贸易有限公司、北京康诺达医疗器械有限公司、深圳市友和医药有限公司以及卡尔蔡司（上海）管理有限公司，采购额合计占比为 90.46%，供应商集中度很高，且较 2016 年进一步提升。销售方面，2017 年，公司下游前 5 大客户包括广州承兴营销管理有限公司、北京华夏新时代科技有限公司、康仪环球健康管理（北京）有限公司等，合计销售金额为 18.92 亿元，合计占 93.31%，公司客户集中度很高，主要为医药商业公司。

公司医疗器械经营模式包括直营业务与代理业务两种，分别占公司医疗器械贸易业务总量的 70%和 30%左右。跟踪期内，公司主要经营模式和结算方式未发生变化。

整体看，相较于其他贸易品种，医疗器械贸易具有较高的行业准入门槛，受益于公司不断加大的营销和优惠力度，跟踪期内盈利能力保持增长。

### （3）煤炭贸易

公司主要通过华阳能源发展有限公司（公司持股 90.00%）开展煤炭贸易。公司煤炭经营采用自营业务模式，主要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。销售量方面，2017 年实现煤炭销售 234.82 万吨，同比增长 23.03%，2018 年一季度实现煤炭销售 15.93 万吨，同比下降 59.94%。受益于煤炭贸易景气度回升，2017 年公司煤炭业务实现收入 18.75 亿元，同比增长 67.56%；毛利率为 4.12%，同比增加 2.34

个百分点。2018 年 1~3 月，煤炭市场景气度下降，公司实现煤炭贸易收入 1.56 亿元，同比下降 52.00%；毛利率为 5.59%，同比略有上升。

采购方面，2017 年，公司煤炭业务前 5 大供应商采购额合计 8.32 亿元，占采购总额的 44.38%，供应商集中度较高。公司下游客户主要为钢铁企业和其他煤炭贸易企业，2017 年下游前 5 大客户合计销售额 8.59 亿元，合计占销售总额的 48.61%，客户集中度较高。跟踪期内，公司主要结算方式未发生变化。

煤炭贸易业务未来将由贸促会牵头，指派公司同中国国际经济合作投资公司（贸促会直属企业）合作，合作的主要模式为由公司的子公司江苏国建电力燃料有限公司向上游供应商采购，然后销售给中国国际经济合作投资公司，再由中国国际经济合作投资公司销售给下游客户，如大唐、国电、华电等，截至 2018 年 4 月底，公司已与中国国际经济合作投资公司签署年供应量不低于 100 万吨的长期协议。此外，公司子公司华阳能源发展有限公司与宝钢、马鞍山钢铁、山西焦煤、首钢也分别签定了焦煤长期供应协议。目前，公司与中国国际经济合作投资公司的合作处于在试营阶段，未来长期协议约定供应金额有望持续增长。

### （4）汽车零部件贸易

公司汽车零部件业务主要包括汽车零部件连锁贸易业务及汽车零部件高端产业园运营等，经营主体为华阳控股子公司中汽创汽车零部件投资控股有限公司（以下简称“中汽创投”）。目前，华阳控股对中汽创投持股 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%。

2017 年，汽车零部件业务规模持续扩大，收入大幅增长，实现收入 54.66 亿元，同比增长 42.05%，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 9.36%，主要由于汽车零部件行业竞争激烈，行业利润率下降所致。2018 年 1~3 月，公司汽车配件贸易实

现收入 17.11 亿元，同比继续增长 61.87%，毛利率继续下降至 7.95%。

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，结算周期为 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。

#### (5) 金属产品贸易

公司金属产品业务主要通过华阳控股、华阳国际产业投资集团有限公司经营，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。2017 年，公司金属产品贸易实现收入 14.83 亿元，同比下降 42.30%，主要系公司转让原金属贸易子公司华阳友诚高新技术有限公司所致。2018 年 1~3 月，公司金属产品贸易实现收入 2.22 亿元，同比大幅下降 11.20%。跟踪期内，公司主要经营模式和结算方式未发生变化。

2017 年，金属产品前五大供应商采购额合计 12.63 亿元，占采购总额的比重为 85.61%；下游前五大销售客户合计销售额 13.17 亿元，占销售总额的 88.83%，公司上下游客户集中度高。

#### (6) 化工产品贸易

公司化工产品业务主要通过华阳控股、重庆五矿、华阳中远（天津）实业集团有限公司以及深圳市华荣丰实业（集团）有限公司等公司经营。化工产品业务经营模式以自营为主，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)等工业原料。公司采用套期保值方式控制价格波动风险。2017 年，公司化工产品贸易实现收入 84.59 亿元，同比增长 10.23%；毛利率 3.12%，同比增加 0.66 个百分点。2018 年 1~3 月，化工产品贸易业务实现业务收入 23.92 亿元，同比增长 21.42%；毛利率 2.89%，较 2017 年全年变

化不大。跟踪期内，公司主要经营模式和结算方式未发生变化。2017 年，公司化工产品前 5 大供应商采购额合计 28.38 亿元，占采购总额的比重为 33.94%；化工产品下游前 5 大客户合计销售额 26.77 亿元，合计占 31.65%，客户集中度一般。公司化工产品上下游客户集中度一般。

#### (7) 粮油产品贸易

跟踪期，内公司新增粮油产品贸易业务，经营主体为天津淡水河实业有限公司，主要经营产品种类包括散装食用油、豆粕、玉米等。主要经营模式为代理。

业务模式上，公司主要依靠山东齐商贸易有限公司（以下简称“山东齐商”）在山东地区拥有的采购资源优势，以为下游客户垫付订货保证金（合同金额的 10~20%）的方式将资金汇至山东齐商（2017 年垫付保证金规模 0.23 亿元），由其向油厂支付订货保证金，一般向下游客户收取合同金额的 1~2% 作为保证金；同时，公司借助华贸里奥实业（天津）集团有限公司（以下简称“华贸里奥”）作为“粮达网”运营服务中心的独特地位，整合中小型客户资源，将中小型客户的订货量通过华贸里奥公司统一归拢，扩充整体粮油订货量。公司与山东齐商及华贸里奥保持着紧密的合作关系，集中度方面，2017 年公司前五大供应商采购占比为 81.50%，其中山东齐商采购额 9.84 亿元（占 26.21%）；下游前五大客户实现销售额占比为 79.82%，其中华贸里奥销售额 9.82 亿元（占 25.70%），上下游集中度高。结算方式方面，公司和上下游的结算方式多以电汇为主，结算周期一般为 60~90 天。

2017 年，公司粮油产品贸易实现收入 38.20 亿元，毛利率 1.70%；2018 年 1~3 月，粮油产品贸易业务实现业务收入 16.97 亿元，毛利率 2.20%，较 2017 年略有增长。

总体来看，跟踪期内公司贸易板块新增粮油产品贸易对收入增长贡献大，但粮油产品贸易毛利率处于较低水平，公司贸易板块综合毛

利率有所下降。未来随着煤炭长期供应协议的落地，公司贸易收入有望持续增长。

## 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。公司石化产品实行款到发货，销售区域集中在泛珠三角地区。2017年，公司化工业务实现收入

49.96亿元，同比增长6.21%，仍以石化产品收入为主；同期，公司化工业务综合毛利率7.25%，同比略有增长；其中，工业清洗剂毛利率维持在较高水平。

2018年1~3月，公司化工业务实现收入13.49亿元，同比增长9.23%，收入构成变化不大；毛利率较2017年同期略有下降。

表4 公司化工业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018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
工业清洗剂	2.12	4.36	62.96	2.25	4.79	63.19	2.61	5.23	62.50	0.59	4.37	58.89
石化产品	46.47	95.64	4.20	44.79	95.21	3.99	47.35	94.77	4.20	12.90	95.63	3.61
合计	48.59	100.00	6.76	47.04	100.00	6.83	49.96	100.00	7.25	13.49	100.00	6.03

资料来源：公司提供

### （1）石化产品

公司石化产品板块主要经营主体为华阳控股下属子公司广东华峰能源集团有限公司（以下简称“华峰能源”）及其全资子公司珠海市华峰石化有限公司（以下简称“华峰石化”），主要集中在广东地区，目前以沥青和非标油为主营产品。公司石化产品业务分为石化贸易业务和石化产品生产销售业务，2017年石化贸易收入38.69亿元，同比增长69.84%，毛利率为3.89%（2016年毛利率为2.26%），公司开展石化贸易业务主要是为了拓展整体石化业务客户资源；2017年，石化产品生产销售收入8.62亿元，同比下降60.84%，毛利率为6.12%（2016年毛利率为5.81%），收入下降主要系石化二期、三期项目建设并网铺设管廊，公司2017年2月至8月暂停了石化一期的加工生产所致。

表5 华峰能源及华峰石化主要财务数据（非合并口径）（单位：亿元）

		总资产	所有者权益	营业收入	利润总额
华峰能源	2017年	27.96	22.59	21.78	0.36
	2018年1-3月	28.03	22.66	5.67	0.07
华峰石化	2017年	17.11	8.79	26.13	0.72

化	2018年1-3月	17.28	8.92	7.20	0.18
---	-----------	-------	------	------	------

资料来源：公司提供

采购方面，公司目前石化业务原材料为重质油。2017年，公司共采购重质油38.10万吨，均价2450元/吨。2017年，公司向前5大供应商采购额合计为27.29亿元，占总采购额的57.45%，公司采购集中度高，但呈逐年下降趋势。公司原材料采购以现货交易为主，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，主要结算方式为先付10%~20%左右的定金，款到后分批提货，定金抵最后一期货款。

表6 2017年石油化工业务前五大供应商情况（单位：亿元、%）

公司名称	采购金额	占比
广西铁投冠信贸易有限公司	13.44	28.30
厦门象屿物流集团有限责任公司	6.03	12.70
东莞市泛海船舶燃料有限公司	3.07	6.46
中石油燃料油有限责任公司宁波大榭仓储分公司	2.66	5.61
泉州象屿石化有限公司	2.08	4.37
合计	27.29	57.45

资料来源：公司提供

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、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。

销售方面，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。2017 年，公司石化主要产品实际产能 50.00 万吨，同比下降 58.33%，主要石化产品产量 35.20 万吨，同比下降 53.55%，

主要系石化二期、三期项目建设并网铺设管廊使得石化一期加工生产暂停所致。停工检修期间公司更换部分老旧设备，使得一期复产后运行效率有所提高，2017 年石化业务主要产品的综合产能利用率为 70.39%。2017 年，公司化工产品业务从前五大客户处合计实现销售收入 8.44 亿元，占销售收入的 16.89%，集中度较低。

环保方面，公司制定了环评制度及环境事故风险防范和应急预案，公司正常生产的情况下，所有排放物均符合环保排放标准。

表 7 2017 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
减一线非标油	7.96	5.64	70.87	4.90	86.83	2.01
减二线非标油	3.52	2.51	71.21	2.08	82.87	0.62
减三线非标油	1.65	1.15	70.04	0.98	84.66	0.29
初顶非标油	2.60	1.83	70.50	1.53	83.63	0.60
初侧非标油（煤油）	4.29	3.11	72.37	2.71	87.10	1.30
沥青	29.97	20.94	69.90	17.09	81.62	3.80
<b>合计</b>	<b>50.00</b>	<b>35.20</b>	--	<b>29.29</b>	<b>83.23</b>	<b>8.62</b>

资料来源：公司提供

## （2）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，为公司三级子公司，持股比例 37%。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。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，2017 年工业清洗剂主要产品产能 6900 吨，较 2016 年无变化；产量 3927.95 吨（2016 年为 3891 吨），销量 3915.60 吨（2016 年为 3844 吨），实现销售额 6985.28 万元（2016 年为 6887 万元），2017 年公司工业清洗剂主要产品产量和销量均有所提升。

表 8 2017 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	1500.00	1303.81	1039.88	2040.39
PWC-401	1200.00	820.10	802.13	1358.95
PSA-002A	1500.00	1078.10	1343.00	2094.88
PSC-003	1500.00	179.00	201.34	414.56
PWC-001	1200.00	546.94	529.25	1076.50
<b>合计</b>	<b>6900.00</b>	<b>3927.95</b>	<b>3915.60</b>	<b>6985.28</b>

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内公司化工业务收入及毛利率水平均实现增长，其中石化产品收入增长主要受益于石化贸易规模的增长，石化产品的生产销售受华峰能源所在园区进行输油管道建设影响大；工业清洗剂板块收入稳中有升，毛利率维持在较高水平。

### 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、光电产品及药业的生产销售等。2017年，公司其他业务收入9.46亿元，同比大幅增长42.26%，主要为新增物业及金融业务收入增长带动；2018年1~3月，其他业务收入为2.85亿元，同比增长49.21%。

公司人才交流与展览业务主要由公司总部负责，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。2017年，人才交流与展览业务实现收入2.19亿元，同比增长40.84%。

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。2017年，光电产业实现营业收入1.90亿元。

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）。2017年药业实现营业收入1.83亿元。

2017年，公司开展物业及金融板块业务，其中物业业务为2016年底收购并纳入合并范围的全资子公司北京华创瑞业商业管理有限公司通过整体租赁后分租经营的四个物业的租金物业收入；金融业务主要是深圳华阳金控投资管理有限公司下的公司的金通汇丰融资租赁（天津）有限公司的融资租赁、深圳前海中经华阳基金管理有限公司的基金管理收入、华阳卓创商业保理（深圳）有限公司的保理收入等，2017年以上两项业务收入分别为1.06亿元和1.24亿元。截至2017年底，公司融资租赁和保理合同余额分别为14.40亿元和5.30亿元，截至2018年3月底无合同逾期事项；负责管理基金的规模为31.20亿元。

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2018年3月底，子公司深圳华阳金控投资管理有限公司（以下简称“华阳金控”）投资12.50亿元参股鞍山银行股份有限公司（以下简称“鞍山银行”），持有其5亿股股份，占鞍山银行总股本的16.42%，为其第二大股东；华阳金控持有厦门国际银行8000万股股权（2017年现金分红1094.21万元），持有日照银行6600万股股权。其中，截至2018年3月底，鞍山银行总资产951.34亿元，所有者权益80.27亿元；2017年鞍山银行实现营业总收入13.29亿元，利润总额4.88亿元。

总体来看，跟踪期内，公司新增物业业务，并重点布局金融领域投资，其他业务收入实现增长，毛利率水平明显提升。

### 4. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数均呈波动增长趋势和总资产周转次数均呈下降趋势，分别为8.62次、9.07次和1.02次。总体看，公司整体经营效率尚可。

### 5. 在建工程

目前，公司在建项目包括石化二期、三期项目和昆山贸易园项目。截至2018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；2018年4月~2020年尚需投资金额合计23.70亿元，公司面临着一定的资金支出压力。石化二期和三期项目建成投产后，华峰能源产能将提升为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，开业运营后商业租金及酒店收入预计为1.10亿元/年。

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。石化二期项目已于 2014 年 7 月份暂停施工，计划待 2018 年 7 月石化三期深加工项目完工后再行建设。

石化三期为深加工项目，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，主要装置由 150 万吨/年芳烃加氢装置、20000Nm<sup>3</sup>/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。石化三期项目于 2015 年 8 月开工建设，项目主要装置的安装、土建工程、配套储罐建设公用工程设施建设及加氢精制装置安装已完成，目前正在进行园区路面平整、园区内地下管廊建设，预计将于 2018 年 7 月完工，并于 2018 年 7 月分步骤调试，试运行投产。

昆山贸易园全称为“中汽联合汽车零部件昆山贸易园”，项目实施主体为中汽创投，拟建成集贸易、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。昆山贸易园规划总建设用地面积约 29 万平方米，分为两块，其中第一块土地面积约

11.7 万平方米，土地性质为商业综合用地，地上总建筑面积约 29 万平方米，共用于开发两期项目，一期地块土地费用 1.40 亿元已支付；第二块土地面积 17 万平方米。其中，项目第一块地的一期工程为建筑面积 5.69 万平方米的四栋街区型商业地产和 3.50 万平方米的酒店公寓，开业运营后商业租金及酒店收入预计为 1.10 亿元/年。项目第一块地的二期工程项目主体目前规划有所调整，拟变更为可分割销售的酒店公寓，正在申请办理相关变更手续。项目第二块土地目前计划与政府合作依托昆山贸易园及周边项目的基础，合作设立总规模 50 亿元的智能电动车产业基金并打造汽车新能源基地（其中公司认缴 30%，昆山创业控股集团有限公司认缴 30%，其余进行公开社会募集，首期总投资规模不低于 5 亿元），目前土地拆迁工作正在推进。昆山贸易园结合了中汽零部件的品牌影响力和综合资源优势，并与地方政府合作，符合国家产业政策，预计项目全部建成后，将形成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。昆山贸易园项目于 2014 年 6 月动工，第一块地第一期工程目前正在进行装修与配套建设，预计于 2018 年 12 月完工，并于 2019 年 5 月全部开业。

整体看，跟踪期内，公司在建项目及拟投产业基金投资金额较大，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 9 截至 2018 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 2018 年 3 月底已投入	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年
石化二期	20.00	7.00	13.00	3.33	2.97	8.00	5.70
石化三期	12.00	4.20	7.80	17.40	0.29	0.00	0.00
昆山贸易园	12.00	3.60	8.40	5.26	4.94	1.80	0.00
合计	44.00	14.80	29.20	25.99	8.20	9.80	5.70

资料来源：公司提供

注：石化三期项目已投入资金合计数大于项目投资总额，系部分已投入资金用于同期进行的石化一期、二期环保设备和管廊建设所致；昆山贸易园 2018~2019 年安排资金主要用于贸易园二期项目的建设，目前贸易园二期项目建设尚在规划中。

## 6. 未来发展

未来，公司将形成以能源石化、实体产业及产业园区、贸易及金融服务等三大业务板块为主的产业格局，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，完善能源石化产业链，建设贸易和生产相结合的产业园区，做强金融服务公司实业，稳健发展企业传统业务的同时，积极开拓新的和现有业务相关联的产业模块，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

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供 2017 年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2017 年，合并范围内的二级子公司减少 1 家北京中经华阳投资有限公司，系公司内部结构调整重新划分为三级子公司所致，三级子公司增加赣州昂斯投资管理合伙企业（有限合伙）、西安翔宇不动产有限公司等 5 家。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内二级子公司共 8 家，较 2017 年底无变化。总体来看，合并报表范围变化对公司财务数据有一定影响，详见下文分析。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 359.40 亿元，所有者权益 165.07 亿元（含少数股东权益 51.43 亿元）；2017 年公司实现营业收入 301.37 亿元，利润总额 15.59 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 390.70 亿元，所有者权益 166.65 亿元（含少数股东权益 51.79 亿元）；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 85.95 亿元，利润总额 2.92 亿元。

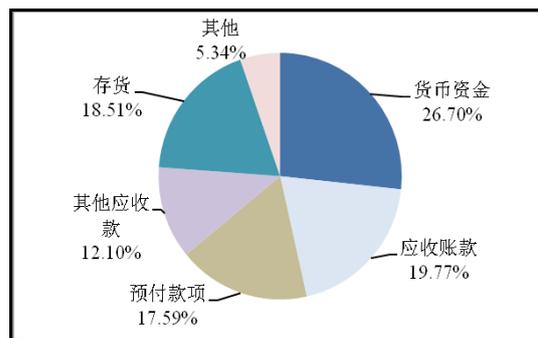
### 2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 359.40 亿元，同比增长 53.34%，其中流动资产占 55.39%，非流动资产占 44.61%，流动资产占比同比减少 9.49 个百分点。近三年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，但流动资产占比逐年下降。

#### 流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 199.06 亿元，同比增长 30.91%，其中货币资金、应收账款、其他应收款和存货规模同比均增长；流动资产以货币资金、应收账款、预付款项和存货为主。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产主要构成



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金 53.15 亿元，同比增长 22.17%，主要为银行存款（占 77.66%）及其他货币资金（占 22.55%）；受限货币资金 11.83 亿元，全部为银行承兑汇票保证金。

截至 2017 年底，公司应收账款净额为 39.36 亿元，同比增长 34.03%，主要系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 10.49%；公司应收账款中按组合计提坏账准备的占 97.67%，从账龄结构看，1 年以内的占 99.77%，整体账龄短。截至 2017 年底，公司共计提应收账款坏账准备 2253.17 万元，计提比例为 0.57%。

截至 2017 年底，公司预付款项 35.01 亿元，

同比增长 21.90%，构成上主要为预付货款；从账龄来看，一年以内占 99.07%；预付款项金额前五位合计占余额比例为 29.26%，集中度尚可。

截至 2017 年底，公司其他应收款净额为 24.08 亿元，同比增长 216.12%，主要系预付对外投资款、往来款、保理业务等增加所致；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 95.66%，1~2 年的占 3.92%，其余为 2 年以上，整体账龄短。截至 2017 年底，公司对其他应收款共计提坏账准备 740.01 万元，计提比例为 0.24%，根据公司其他应收款坏账计提政策公司对一年以内到期的其他应收款不计提坏账准备，计提比例偏低。

表10 2017年底其他应收款前五名单位情况

(单位: 亿元、%)

公司名称	金额	占比	款项性质
深圳市拓龙科技有限公司	5.00	16.18	预付投资款
北京奥雪资产管理有限公司	1.06	3.41	往来款
北京科瑞宏医疗器械有限公司	0.80	2.59	保证金
中融恒信投资有限公司	0.65	2.10	借款
中华人民共和国高栏海关	0.45	1.47	保证金
合计	7.96	25.75	--

资料来源: 公司提供

注: 以上前五大单位与公司均无关联关系。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 36.84 亿元，同比增长 50.13%，主要是库存商品增加所致；构成上为原材料（占 6.58%）、开发成本（占 14.12%）以及库存商品（占 78.20%），其中开发成本主要为昆山贸易园项目（5.20 亿元）；公司计提存货跌价准备 47.78 万元，全部是对原材料计提的跌价准备，计提不够充分。

截至 2017 年底，公司其他流动资产规模为 9.35 亿元，同比下降 48.67%，主要为减少对西安新鸿业投资发展有限公司（5.00 亿元）和中鑫创投财富管理（北京）有限公司（3.00 亿元）的投资款，系经考察后认为项目

不适合投资，回收投资款所致。

### 非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 160.34 亿元，同比增长 94.75%，其中可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产等主要科目均大幅增长；构成上主要包括可供出售金融资产（占 18.56%）、长期应收款（占 8.98%）、长期股权投资（占 26.86%）和在建工程（占 13.29%）等。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 29.75 亿元，同比大幅增长 288.46%，主要系当期新增对北京京翰英才教育科技有限公司（15.01 亿元，持股比例 99.99%）和湖南正茂森林资源投资有限公司（5.44 亿元）的投资，此外，公司可供出售金融资产中还包括厦门国际银行股份有限公司（2.61 亿元）、江西中汽瑞华新能源科技有限公司（2.50 亿元）、日照银行股份有限公司（2.25 亿元）和岳阳恒立冷气设备股份有限公司（1.43 亿元）等，截至 2017 年底未计提跌价准备。公司可供出售金融资产采用成本法进行后续计量。其中公司与湖南正茂森林资源投资有限公司无直接股权关系，但对其实际享有股东权益，目前正在进行工商变更。

截至 2017 年底，公司长期应收款 14.40 亿元，同比增长 188.06%，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，主要包括对青岛世园（集团）有限公司（9.26 亿元）和深圳华嘉通电子有限公司（5.00 亿元）的应收款。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 43.07 亿元，同比增长 72.62%，主要为新增对许昌花溪休闲农业旅游开发有限公司（13.85 亿元）、厦门农商金融控股有限公司（2.47 亿元）和对湖南省兴工置业有限公司（1.34 亿元）的投资所致。根据公司提供的资料，公司与许昌花溪休闲农业旅游开发有限公司并无直接股权关系，但子公司深圳前海中经华阳基金管理有限公司通过股权代持协议的安排对许昌花溪休

闲农业旅游开发有限公司 90%股份享有实际的股东权利、有权获得相应的投资收益并有权在任何时候将相关股权过户到自己或第三人名下，故将其纳入长期股权投资核算。公司与华商基金管理有限公司无直接股权关系，但通过股权代持协议的安排实际持有深圳市五洲协和投资有限公司（以下简称“五洲协和”，五洲协和目前股权结构为深圳华诚大通持有 65%、自然人崔凯持有 35%）100%的股权，五洲协和经北京第一中级人民法院裁定享有中国华电集团财务有限公司持有的华商基金管理有限公司 34%股权，目前相关股权变更已经中国证监会受理，正在办理过程中，故将其纳入长期股权投资核算。

表11 2017年底长期股权投资主要构成  
(单位: 亿元、%)

公司名称	金额	持股比例
许昌花溪休闲农业旅游开发有限公司	13.85	90.00
鞍山银行股份有限公司	12.50	16.67
华商基金管理有限公司	8.43	34.00
深圳市骏业嘉合投资企业(有限合伙)	4.00	99.00
厦门农商金融控股集团集团有限公司	2.47	14.61
合计	41.25	--

资料来源: 公司提供

注: 目前许昌花溪休闲农业旅游开发有限公司及华商基金管理有限公司无直接股权关系, 系通过代持协议的安排享有对应股东权益。目前公司对许昌花溪休闲农业旅游开发有限公司和深圳市骏业嘉合投资企业(有限合伙)尚未实现实际控制, 故未将以上两家公司纳入合并范围。

截至 2017 年底, 公司投资性房地产账面价值 10.81 亿元, 同比增长 682.89%, 主要为新纳入合并范围的西安翔宇不动产有限公司持有的万豪行政公寓酒店等投资性房地产。

截至 2017 年底, 公司固定资产原值 18.32 亿元, 同比增长 36.31%, 其中在建工程完工转入 0.62 亿元, 其余新增 4.76 亿元为合并范围增加海南经纬乳胶丝有限责任公司下属位于海南老城开发区的土地和厂区; 公司固定资产主要由房屋建筑物(占 34.25%)、运输专用设备(占 15.05%)和机器设备(占 45.62%)构成; 公司累计计提折旧合计 7.15 亿元, 未计提

固定资产减值准备。截至 2017 年底, 固定资产账面价值 11.17 亿元, 固定资产平均成新率为 60.97%。

截至 2017 年底, 公司在建工程为 21.31 亿元, 同比增长 59.86%, 主要为华峰能源 150 万吨/年芳烃加氢项目新增投资(本年增加 6.95 亿元至 17.39 亿元)及 100 万吨/年烯烃、芳烃项目(本年增加 1.10 亿元至 2.37 亿元)。

截至 2017 年底, 公司无形资产账面价值 11.83 亿元, 同比增长 26.68%, 为新增位于海口市的三宗工业用地使用权(2.62 亿元); 公司无形资产由土地使用权(占 62.50%)和知识产权(占 37.26%)和应用软件(占 0.24%)构成。

截至 2017 年底, 公司商誉为 7.15 亿元, 主要为 2016 年公司下属三级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股权为资本增资入股, 对该部分股权重新评估形成的商誉(7.09 亿元); 公司经减值测试未对其计提减值。截至 2017 年底, 三级子公司四川蓝公府农业科技有限公司 8.54 亿元, 所有者权益 6.75 亿元; 2017 年实现营业收入 2014.25 万元, 净利润 1494.96 万元。

截至 2017 年底, 公司其他非流动资产 10.58 亿元, 同比增长 97.26%, 主要为新增麦广瑞资产包(3.93 亿元)和虹联盟资产包(1.55 亿元), 以上资产包债权项下主要为坐落于深圳市坪山区土地和房产, 其余为预支付的 20 年房屋租赁费(4.90 亿元)。

截至 2017 年底, 公司因用于融资租赁、融资抵押和保证金而使用权受限的资产账面价值合计 19.86 亿元, 占总资产的 5.53%, 受限比例较低。

截至 2018 年 3 月底, 公司资产总额 390.70 亿元, 较 2017 年底增长 8.71%, 构成上流动资产占 59.45%, 非流动资产占 40.55%, 资产结构较 2017 年底变化不大; 其中, 货币资金较

2017 年底增长 52.80%至 81.21 亿元,主要为尚未投入使用的超短期融资券募集资金款等,其余科目变动不大。

总体看,跟踪期内,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,应收账款、预付款项和存货规模快速增长,对资金形成一定占用;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。公司整体资产质量尚可。

### 3. 所有者权益与负债

#### 所有者权益

截至 2017 年底,公司所有者权益合计 165.07 亿元(其中少数股东权益 51.43 亿元),同比增长 73.32%,构成上归属于母公司所有者权益中实收资本占 0.90%,资本公积占 34.96%,盈余公积占 0.55%,未分配利润占 63.59%。截至 2017 年底,公司资本公积同比增加 26.50 亿元至 39.73 亿元,少数股东权益同比增加 32.91 亿元至 51.43 亿元,主要系 2017 年以来下属子公司多次吸收少数股东投资以及新设海南华橡实业有限公司增加少数股东权益所致,主要包括华峰能源吸收西宁华阳青银项目管理中心(有限合伙)(11.25 亿元)和珠海汇能投资有限公司(1.50 亿元)投资,深圳前海中经华阳基金管理有限公司吸收北京永玖财富资产管理有限公司投资(24.77 亿元),赣州昂斯投资管理合伙企业(有限合伙)吸收西藏信托有限公司(5.00 亿元)和长江证券(上海)资产管理有限公司投资(5.00 亿元),天津华恒新瑞资产管理有限公司吸收深圳中鑫创投控股有限公司投资(3.47 亿元),上饶市中汽零新能源汽车产业投资中心(有限合伙)吸收江西振兴发展云济一号投资中心(有限合伙)和江西云济投资有限公司投资(1.80 亿元);截至 2017 年底,公司未分配利润同比增长 16.85%至 72.26 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司所有者权益 166.65 亿元(其中归属于母公司所有者权益

114.86 亿元),较 2017 年底增长 0.96%,所有者权益构成变化不大。

总体看,跟踪期内,公司下属子公司多次吸收少数股东资本性投资,所有者权益大幅增长,但少数股东权益占比提高,且未分配利润占比高,公司权益稳定性弱。

#### 负债

截至 2017 年底,公司负债合计 194.33 亿元,同比增长 39.66%,其中流动负债占 49.69%,非流动负债占 50.31%,公司流动负债同比增加 2.96 个百分点,负债结构变化不大。

截至 2017 年底,公司流动负债 96.57 亿元,同比增长 48.51%,主要源于应付票据的大幅增长;构成上以短期借款(占 30.56%)、应付票据(占 33.00%)和其他流动负债(占 20.71%)为主。

截至 2017 年底,公司短期借款为 29.51 亿元,同比增长 43.12%,以保证借款(26.67 亿元)为主。

截至 2017 年底,公司应付票据为 31.87 亿元,同比增长 455.90%,由应付银行承兑汇票(30.36 亿元)和商业承兑汇票(1.50 亿元)构成,一方面系公司销售规模增大,采用票据结算的金额增加,另一方面系公司与银行合作支持银行存款,增加票据结算业务所致。截至 2017 年底,公司应付账款 5.80 亿元,同比增长 5.46%,主要为应付购货款。

截至 2017 年底,公司其他应付款 1.35 亿元,同比下降 85.07%,主要系部分借款到期兑付所致。

公司其他流动负债主要为发行的短期、超短期融资券,截至 2017 年底为 20.00 亿元,规模同比无变化,包括“17 华阳经贸 SCP001”(10.00 亿元,期限 270 天)和“17 华阳经贸 SCP002”(10.00 亿元,期限 270 天)。

截至 2017 年底,公司非流动负债 97.76 亿元,同比增长 31.90%,主要由长期借款(占 40.51%)、应付债券(占 37.82%)和其他非

流动负债（占 16.88%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 39.60 亿元，同比增长 141.62%，主要用于项目建设和补充经营活动流动资金。

截至 2017 年底，公司应付债券 36.97 亿元，同比增长 7.26%，主要构成见下表。

表12 2017年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行日期	期限
15 华阳经贸 PPN001	6.00	2015/5/28	3 年
16 华阳 01	14.98	2016/11/22	3+2 年
17 华阳 01	4.02	2017/3/21	3+2 年
17 华阳 02	9.00	2017/4/27	3+2 年
17 华阳 04	2.13	2017/11/2	5 年
<b>合计</b>	<b>36.13</b>	--	--

资料来源：Wind 资讯

注：应付债券账面价值中包含应计利息，故与发行金额不完全一致。

截至 2017 年底，公司长期应付款为 2.83 亿元，同比下降 42.89%，主要为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 2017 年底，公司其他非流动负债 16.51 亿元，同比增长 0.98%，主要为“14 华阳经贸 MTN001”（2017 年 6 月投资人回售 1.80 亿元，余额 6.20 亿元）和“15 华阳经贸 MTN001”（8.00 亿元），以及河北银行提供的理财直融（2.00 亿元）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 224.05 亿元，较 2017 年底增长 15.29%，主要源于其他流动负债的增长，公司其他流动负债增加 20.00 亿元至 40.00 亿元，为新增两期超短期融资券“18 华阳经贸 SCP001”（发行额度 10.00 亿元，期限 270 天）和“18 华阳经贸 SCP002”（发行额度 10.00 亿元，期限 270 天），其他科目变动不大。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部有息债务总额 176.98 亿元，同比增长 39.38%，其中短期债务占 45.98%，长期债务占 54.02%，债务结构同比变化不大。截至 2017 年底，公司短期债务 81.38 亿元，同比增长 47.53%，主要来自于短期借款和应付票据的增

长；截至 2017 年底，公司长期债务 95.60 亿元，同比增长 33.12%，主要来自长期借款的增长。

从债务指标看，截至 2017 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 54.07%、51.74%和 36.68%，较 2016 年底分别减少 5.30 个、5.40 个和 6.31 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司有息债务总额 208.27 亿元，较 2017 年底增长 17.68%；其中短期债务占 50.76%，长期债务占 49.24%，短期债务占比较 2017 年底有所增长。债务指标方面，截至 2018 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 2017 年底均有所增长，分别为 57.35%、55.55%和 38.10%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续增长，整体债务负担较重，存在一定短期偿付压力。考虑到公司在建项目未来仍需进一步投入，外部融资需求仍较大。

#### 4. 盈利能力

受益于贸易板块业务快速增长，2017 年，公司实现营业收入 301.37 亿元，同比增长 16.45%；同期，公司营业成本 278.44 亿元，同比增长 16.22%，与营业收入涨幅持平。2017 年，公司营业利润率同比增加 0.15 个百分点，为 7.45%。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用合计 12.53 亿元，占营业收入比重由上年的 4.41% 下降至 4.16%。随着有息债务规模扩大，公司财务费用相应快速增长，2017 年同比增长 10.51% 至 5.85 亿元；公司销售费用和管理费用也随着营业收入规模的扩大呈增长趋势，2017 年分别为 2.72 亿元和 3.96 亿元。

2017 年，公司实现投资收益 1.19 亿元，同比有所下降，主要包括处置子公司西安新鸿业投资发展有限公司 48% 的股权实现的收益 5057.71 万元和理财收益 1281.80 万元等；同期，公司实现营业外收入 4.61 亿元，主要为对

西安翔宇不动产有限公司的投资成本（1.81 亿元）小于取得的可辨认净资产公允价值（6.26 亿元）产生的收益（4.45 亿元）。2017 年，公司利润总额 15.59 亿元，同比增长 34.07%。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，公司总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2017 年分别为 5.93% 和 7.56%，同比分别减少 0.47 个和 2.18 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 85.95 亿元，同比增长 36.17%；同期，公司营业成本为 79.91 亿元，同比增长 38.61%；营业利润率为 6.89%，同比减少 1.62 个百分点。2018 年 1~3 月，公司期间费用合计 3.07 亿元，同比增长 32.47%，主要源自财务费用的增长，期间费用占营业收入比重为 3.56%；公司实现利润总额 2.92 亿元，同比下降 6.11%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模快速增长，非经营性损益影响对利润总额影响较大；整体盈利能力尚可。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入为 350.25 亿元，同比增长 16.37%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；2017 年，公司经营活动现金流出量也呈持续增长趋势，2017 年为 346.07 亿元，同比增长 16.04%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金。2017 年公司收到其他与经营活动有关的现金 6.57 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 18.90 亿元，主要是保证金、往来款及其他经营管理费用等。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.17 亿元，同比增长 51.69%。从收入实现质量看，2017 年，公司现金收入比波动下降，2017 年为 113.91%，较 2016 年增加 0.31 个百分点，公司收入实现质量处于较好水平。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入为 16.87 亿元，同比下降 12.00%。其中，2017 年公司收回投资收到的现金 15.35 亿元，主要为理财产品到期收回产生的现金流入。2017 年，公司投资活动现金流出为 44.93 亿元，同比增长 8.63%。2017 年，公司投资活动现金流出主要包括购建固定资产、无形资产支付的现金（11.18 亿元，主要为子公司华峰能源支付项目厂房和设备）和投资支付的现金（25.04 亿元，主要包括对赣州昂斯投资管理合伙企业（有限合伙）投资京翰教育基金的投资 15.01 亿元、理财产品 8.00 亿元及投资江西中汽瑞华新能源科技有限公司 2.00 亿元等）、取得子公司支付的现金净额（8.71 亿元，包括收购厦门农商金融控股集团有限公司 2.47 亿元、上海中资国际贸易有限公司 2.38 亿元、湖南省兴工置业有限公司 1.34 亿元和西安翔宇不动产有限公司 1.81 亿元等）。2017 年，公司投资活动净现金流-28.06 亿元，较 2016 年净流出规模继续放大。总体来看，公司对外投资规模较大，投资活动现金净流出规模逐年扩张，对外部融资存在一定依赖。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 134.77 亿元，同比增长 46.64%，其中吸收投资收到的现金 24.69 亿元，主要包括赣州昂斯投资管理合伙企业（有限合伙）吸收少数股东投资 10.00 亿元、广东能源吸收少数股东珠海汇能投资有限公司投资 1.50 亿和西宁华阳有限合伙企业投资 11.25 亿元、中汽创少数股东投资 1.80 亿元，其余主要为取得借款收到的现金 73.82 亿元和发行债券收到的现金 35.15 亿元。2017 年公司筹资活动现金流出 109.63 亿元，同比增长 80.66%，主要为偿还债务支付的现金 84.19 亿元和支付其他与筹资活动有关的现金 17.51 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）；2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 25.14 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量

0.29亿元，其中经营活动现金流入为102.52亿元，同比增长36.86%；现金收入比为116.86%，较2017年全年增加2.96个百分点。2018年1~3月，公司投资活动现金净流量-0.08亿元；同期，公司筹资活动现金净流量27.22亿元，公司当期筹资活动现金流入规模较大，主要为取得借款收到的现金（23.02亿元）和发行债券收到的现金（30.00亿元）。

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

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为206.12%和167.98%，同比分别减少27.70个和28.11个百分点；截至2017年底，公司经营现金流动负债比为4.32%，同比变化不大。截至2018年3月底，公司流动比率及速动比率较2017年底继续下降，分别为194.58%和163.15%。公司的短期偿债指标较好，但考虑到短期债务规模较大且持续增长，公司仍存在一定短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2017年，受益于利润总额的提升，公司EBITDA增长至24.04亿元。2017年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA倍分别为3.08倍和7.36倍，同比变化不大。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司无对外担保。

截至2018年3月底，公司合并范围共获得108.25亿元的银行授信额度，已使用授信额度89.51亿元，尚有未使用授信额度18.74亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

#### 7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（银行版机构信用代码：G10110101037912602），截至2018年7月10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。

#### 8. 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强。

### 十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券余额合计 94.33 亿元，其中一年内到期债券余额合计 56.20 亿元，包括“14 华阳经贸 MTN001”（6.20 亿元）、“18 华阳经贸 CP002”（10.00 亿元）、“18 华阳经贸 SCP003”（10.00 亿元）、“18 华阳经贸 CP001”（10.00 亿元）、“18 华阳经贸 SCP002”（10.00 亿元）和“18 华阳经贸 SCP001”（10.00 亿元）。

以2017年底财务数据为基础，公司现金类资产42.60亿元，为公司一年内到期债券余额的0.76倍。2017年经营活动现金流入350.25亿元，为公司应付债券余额的3.71倍；经营活动现金流量净额4.17亿元，是存续期债券余额的0.04倍；公司EBITDA为24.04亿元，是存续期债券余额的0.25倍。总体看，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对存续期债券余额的保障能力弱，经营活动现金流入量对一年内到期债券保障能力较好。

表13 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

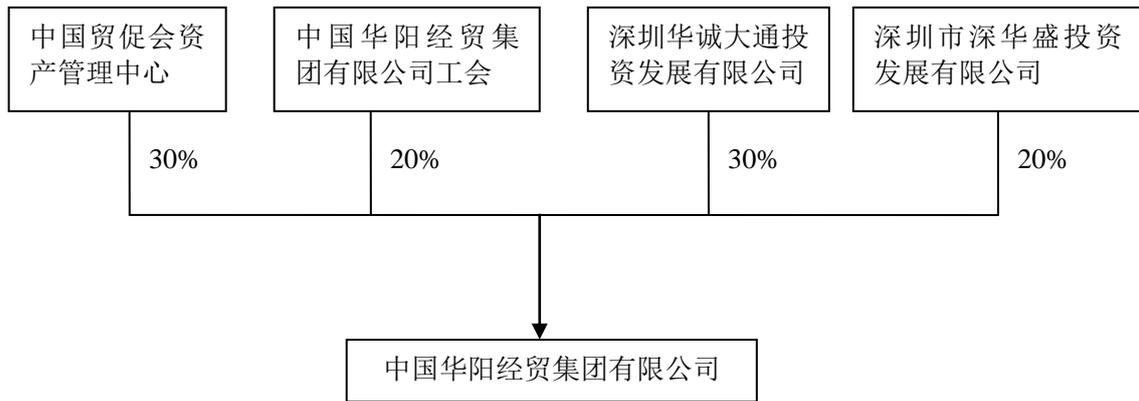
项目	2017年
一年内到期债券余额	56.20
现金类资产/一年内到期债券余额	0.76
经营活动现金流入量/应付债券余额	3.71
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.04
EBITDA/应付债券余额	0.25

资料来源：根据企业提供的年报和资料整理

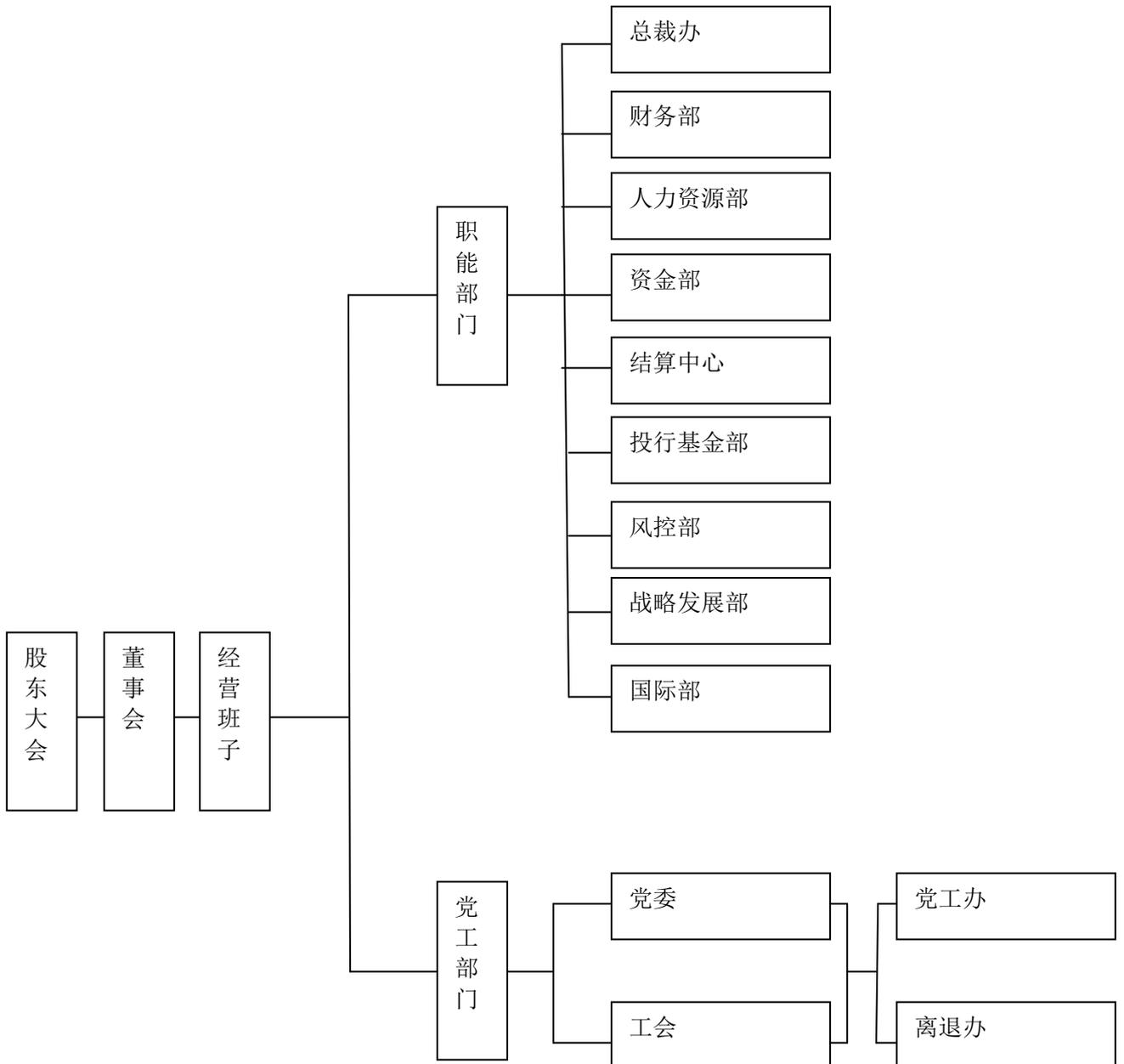
### 十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“14华阳经贸MTN001”和“15华阳经贸MTN001”的信用等级为AA，“18华阳经贸CP001”和“18华阳经贸CP002”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权架构图



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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	29.46	40.20	42.60	69.67
资产总额(亿元)	170.49	234.39	359.40	390.70
所有者权益(亿元)	68.65	95.24	165.07	166.65
短期债务(亿元)	43.99	55.16	81.38	105.71
长期债务(亿元)	44.67	71.82	95.60	102.56
全部债务(亿元)	88.66	126.98	176.98	208.27
营业收入(亿元)	203.25	258.80	301.37	85.95
利润总额(亿元)	13.02	11.63	15.59	2.92
EBITDA(亿元)	16.76	16.95	24.04	--
经营性净现金流(亿元)	0.94	2.75	4.17	0.29
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	9.20	9.57	8.62	--
存货周转次数(次)	8.69	9.77	9.07	--
总资产周转次数(次)	1.35	1.28	1.02	--
现金收入比(%)	115.90	113.60	113.91	116.86
营业利润率(%)	8.02	7.30	7.45	6.89
总资本收益率(%)	8.16	6.40	5.93	--
净资产收益率(%)	14.57	9.74	7.56	--
长期债务资本化比率(%)	39.42	42.99	36.68	38.10
全部债务资本化比率(%)	56.36	57.14	51.74	55.55
资产负债率(%)	59.73	59.37	54.07	57.35
流动比率(%)	245.89	233.82	206.12	194.58
速动比率(%)	203.03	196.09	167.98	163.15
经营现金流动负债比(%)	1.65	4.23	4.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.91	3.42	3.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.29	7.49	7.36	--

注：公司 2018 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（新准则）

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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。

## 附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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