

信用等级公告

联合[2018] 1991 号

联合资信评估有限公司通过对广州万力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，确定维持广州万力集团有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。



广州万力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
15 万力 MTN001	8 亿元	2020/6/12	AA	AA
16 广州万力 MTN001	8 亿元	2021/8/18	AA	AA

评级时间: 2018 年 7 月 26 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	24.74	24.91	26.86	23.47
资产总额(亿元)	125.18	130.07	152.51	151.58
所有者权益(亿元)	45.16	42.92	51.91	50.83
短期债务(亿元)	17.12	18.97	28.94	26.89
长期债务(亿元)	22.46	35.63	33.98	34.92
全部债务(亿元)	39.58	54.59	62.92	61.81
营业收入(亿元)	53.96	57.06	66.47	19.04
利润总额(亿元)	8.83	1.40	1.18	-0.30
EBITDA(亿元)	13.28	7.36	8.21	--
经营性净现金流(亿元)	-3.11	-1.05	2.33	-1.04
营业利润率(%)	17.99	11.69	10.02	8.34
净资产收益率(%)	14.04	1.55	-1.20	--
资产负债率(%)	63.92	67.00	65.96	66.47
全部债务资本化比率(%)	46.71	55.98	54.79	54.87
流动比率(%)	98.26	113.12	101.10	104.35
经营现金流流动负债比(%)	-6.10	-2.34	4.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.98	7.42	7.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.24	3.55	2.86	--

注: 1. 2018 年 1~3 月财务数据未经审计;

2. 长期应付款中融资租赁款已计入长期债务。

分析师

刘哲 陈婷

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

广州万力集团有限公司(以下简称“公司”)作为广州市国有大型实业集团,形成了以橡胶轮胎、盐化工、精细化工为主,现代服务业为辅的“3+1”发展布局。跟踪期内,公司轮胎生产基地完成搬迁,生产能力得以提升,化工交易平台业务有所开拓,营业收入保持稳定,子公司广州化工集团有限公司(以下简称“广化集团”)6块生产用地已签订收地协议,并已收到部分预付款。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到轮胎行业竞争激烈、原材料价格上涨、厂区搬迁后短期内产能不及预期、化工贸易业务摊薄公司毛利率等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

未来汽车市场产销量和保有量的提升将带动轮胎市场容量扩张,轮胎行业发展前景向好;同时,随着公司化工交易平台业务规模的扩大,公司整体竞争力将有望提升。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA,“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为广州市国有大型实业集团,下属“万力”轮胎品牌在行业内知名度较高,是华南地区最大的子午线轮胎生产企业,在国内及海外市场建立了良好的经销渠道。
2. 根据广州市政府整体规划,公司下属子公司广化集团合计用地面积 76.03 万平方米的 6 块生产用地,已列入广州市政府经营性储备用地计划,预计将收到 93.20 亿元土地款(包括已收到的 9.58 亿元预付款),未来资产增值收益有望提升公司资本实力。

3. 2017年，公司化工交易平台业务得到大力推进，成为公司发展现代服务业的切入点，随着服务模式的多元化，未来有望成为公司新的利润增长点。
4. 跟踪期内，公司持有的可供出售金融资产中，广州农村商业银行股份有限公司于2017年6月完成港交所上市，股票价值大幅提升，资产流动性有所增强。

关注

1. 中国轮胎行业结构性产能过剩，行业竞争激烈；2017年轮胎主要原材料价格大幅上涨，对轮胎生产企业的利润空间形成较大冲击。
2. 合肥厂区搬迁于2017年8月完成，短期内轮胎产销情况受到一定影响，搬迁产生的员工辞退费、物流仓储费等增加，导致万力轮胎股份有限公司2017年亏损。
3. 受拆迁补偿、土壤修复进度影响，广化集团已收储的土地补偿款回收进度不确定。
4. 公司主业盈利能力弱，利润总额对营业外收入（以土地补偿款）和投资收益依赖性很高。
5. 2018年7月24日，中共广州市纪律检查委员会、广州市监察委员会对外发布案件通报称，公司党委书记、董事长付守杰涉嫌严重违纪违法，目前正在接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。

声 明

一、本报告引用的资料主要由广州万力集团有限公司（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、准确性和完整性不做任何保证。

二、除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。

广州万力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广州万力集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

广州万力集团有限公司(以下简称“公司”或“万力集团”)为国有独资企业,原名广州国际集团有限公司,成立于2001年12月6日,初始注册资本20亿元,由广州市人民政府(以下简称“广州市政府”)投资设立,由广州市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“广州市国资委”)履行出资人职责。2007年12月、2008年12月与2010年2月,公司共计收到广州市国资委从国有资本收益中安排的国家资本金投入1.70亿元,按广州市财政局要求计入实收资本。2014年6月11日,公司更名为现名。截至2018年3月底,公司注册资本为20.00亿元(后期投入的国家资本金1.70亿元尚未完成工商变更登记),实收资本21.70亿元。

公司经营范围主要为资产管理,具体包括:劳务派遣服务,对外劳务合作,轮胎制造,橡胶板、管、带制造,橡胶零件制造,再生橡胶制造,日用及医用橡胶制品制造,无机盐制造,无机碱制造,有机化学原料制造等。

截至2018年3月底,公司下设办公室、人力资源部、战略发展部、财务管理部、企业管理部等9个职能部门,党委会下设组织部、政工部和团委3个部门(见附件1);公司合并范围主要包括14家二级子公司,27家三级子公司和5家四级子公司。

截至2017年底,公司(合并)资产总额为152.51亿元,所有者权益合计为51.91亿元(其

中少数股东权益3.74亿元)。2017年,公司实现营业收入66.47亿元,利润总额1.18亿元。

截至2018年3月底,公司(合并)资产总额151.58亿元,所有者权益为50.83亿元(其中少数股东权益3.74亿元)。2018年1~3月,公司实现营业收入19.04亿元,利润总额-0.30亿元。

公司注册地址:广州市海珠区工业大道金沙路9号;法定代表人:付守杰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续期内债券共计16亿元,截至报告出具日,募集资金均已按计划使用完毕,且跟踪期内已于相关债券付息日足额付息。

表1 公司存续债券概况(单位:亿元)

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15万力MTN001	8.00	8.00	2015-6-12	2020-6-12
16广州万力MTN001	8.00	8.00	2016-8-18	2021-8-18

资料来源:中国货币网

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（PPIRM）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 年进出口额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、行业及区域经济环境

公司核心业务主要为橡胶轮胎的生产制造，同时兼有以盐化工和精细化工为主的化工产业。

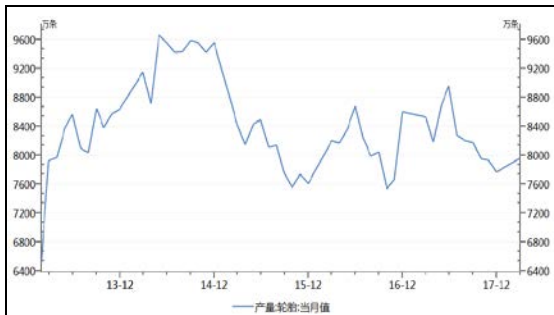
1. 橡胶轮胎行业

轮胎作为汽车、工程机械等相关行业的主要配套产品之一，与宏观经济波动呈高度的正相关性，因此轮胎行业周期与宏观经济周期保持较高的一致性。近年来国内经济正处于结构性调整新常态阶段，经济增速下滑、基础设施建设投资放缓、传统行业去库存，由此引发了轮胎市场需求低迷，国内轮胎企业普遍开工率不足。同时，受美国等国际针对中国轮胎的贸易壁垒影响，国内轮胎出口亦受到不同程度的影响。

中国是世界第一大轮胎生产国和出口国，轮胎产量约占世界轮胎总产量的三分之一。据中国橡胶协会统计，2017 年中国汽车轮胎总产量 6.53 亿条，同比增长 7.05%，其中，子午胎 6.13 亿条，同比增长 8.45%，斜交胎 0.40 亿条，下降 11.11%，子午化率达 93.8%，子午胎产品中，全钢胎 1.31 亿条，增长 8.19%，半钢胎 4.82 亿条，增长 8.52%。

经历 10 多年的高速发展尤其是近两年投资“井喷”后，中国轮胎无论轿车胎还是载重卡车胎都出现较为严重的结构性过剩，即中低档同质化轮胎过剩，而高端及绿色轮胎仍有缺口。2017 年，中国轮胎行业在兼并重组去落后产能、智能制造、绿色制造、国际化发展等方面加速转型，但受原材料价格大幅波动、轮胎产品结构性过剩、企业环保治理等问题影响，全行业利润空间有所下滑，轮胎制造企业成本控制压力加大，部分企业面临经营困难，企业间经营分化明显，行业集中度有所提升。

图1 近年来中国轮胎产量



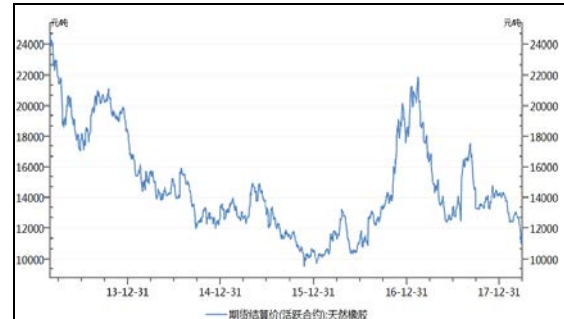
资料来源：Wind 资讯

天然橡胶在轮胎产品成本中占比达40%左右，其价格对公司生产成本影响较大。中国天然橡胶自给率严重不足，80%的天然橡胶需要从东南亚国家进口。2017年全年，天然橡胶价格受资本炒作影响大幅波动，从2016年第四季度开始持续上涨，到2017年2月初达到峰值21890元/吨后开始大幅下跌，至6月底，天然橡胶期货结算价跌至13000元/吨附近，较2月初峰值价格跌幅接近40%；三季度天然橡胶价格出现一波反弹，主要由于主产国泰国、印尼和马来西亚等控制天然橡胶产量及出口量、泰国政府实施橡胶收储政策等原因使得供给侧有所收紧，国内天然橡胶价格有所上涨；9月开始，受国内房地产调控趋紧、汽车市场需求不旺、轮胎企业开工率同比偏低等影响，橡胶市场需求较低迷，天然橡胶价格持续下跌，截至2018年3月底，天然橡胶期货结算价为11535元/吨。

此外，轮胎生产的另一主要原材料炭黑2017年下半年开始价格持续上涨，主要由于国内环保政策趋严，国内大部分炭黑生产企业处于低位开工，部分企业处于停产状态，同时受冬季取暖影响，多地发布采暖错峰生产通知，要求炭黑生产企业限产50%以上。落脚到轮胎层面，短期内原材料价格的大幅波动使得轮胎生产企业在成本控制方面遭受较大压力，尤其是面临下游主机厂在产业链上的强势地位，轮胎企业想要通过调整产品价格转移成本压力有一定难度；同时由于国内轮胎主要通过经销模式配套替换胎市场，供应链条较长，相比原

配胎直供整车厂，涨价较为滞后。因此，短期原材料涨价对国内轮胎企业盈利影响较大。

图2 天然橡胶期货结算价



资料来源：Wind 资讯

橡胶轮胎行业下游客户主要为汽车行业，汽车产量决定汽车轮胎配套市场容量，汽车保有量则决定汽车轮胎替换市场容量。2017年，国内汽车产销2901.54万辆和2887.89万辆，同比增长3.19%和3.04%。截至2017年底，国内机动车保有量达3.10亿辆，其中汽车2.17亿辆，全年增加2304万辆，同比增长11.85%；其中载客汽车保有量1.85亿辆（其中私家车达1.70亿辆），载货汽车保有量升至2341万辆，其中新注册载货汽车达310万辆，创下历史最高水平，为轮胎行业的发展提供了持续的动力。随着中国经济主动“调结构，促转型”，未来汽车保有量将不断增加，公路货运量、客运量以及公路货物周转量都会大大上升，这些因素都将拉动轮胎需求。

出口方面，一直以来，美国都是中国轮胎企业最大的出口国，2017年，中国轮胎出口量和出口额均有所提升，在面对美国对华轮胎“双反”的情况下，中国轮胎对北美洲轮胎出口量下滑较多，而对非洲、亚洲、大洋洲、欧洲等地区的出口量显著提升，根据海关总署的统计数据，2017年，中国橡胶轮胎出口量和出口额分别同比增长3.21%和9.85%至4.84亿条和141.63亿美元，出口价格较上年有较大增幅。同时中国也已连续多年成为全球遭遇反倾销和反补贴调查最多的国家，欧盟在2017年8月正式对华卡客车轮胎出口欧洲启动调查，轮胎出口仍面临较为复杂的挑战。

新政方面，为促进“一带一路”和自由贸易区建设，自2018年1月1日起，中国将对原产于26个国家或地区的部分进口商品实施协定税率，其中包括27项与橡胶工业有关的产品；涉及降低进口关税的商品有橡胶及橡胶制品、炭黑、橡胶助剂等，但天然橡胶并不在本次降税商品名单中。

《中华人民共和国环境保护税法》于2018年1月1日起执行，意味着中国执行了近40年的排污收费制度将被环保税取代；同时，自3月1日起，京津冀“2+26”城市全面实行大气污染特别排放限制，在规定时期不达标企业将面临停产整治，并处以罚款。轮胎及其上游原料生产企业作为污染较为严重的企业类型，需要在环保、减排等方面加以重视，倒逼轮胎企业产业升级，淘汰环保不达标的落后企业，进一步提升行业集中度。

2. 化工行业

盐化工行业

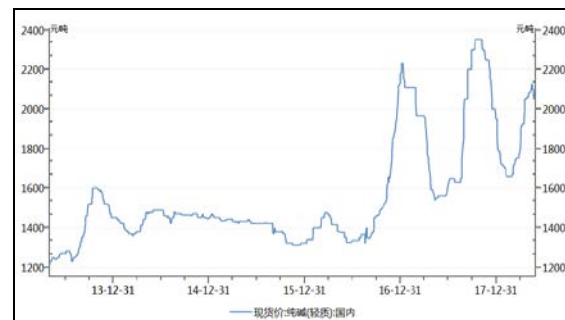
公司盐化工业务以纯碱为主。

纯碱行业作为重要的工业原料制造业之一。从历年市场走势分析看，纯碱价格变动周期在3~4年左右；每个周期在达到纯碱企业成本线后，纯碱企业亏损，承受度减弱，逐步开始检修限产，整体供量缩减，价格开始反弹再次进入上行周期。经历2011~2015年市场下滑周期，自2016年纯碱进入上行周期。2017年中国纯碱产能3000万吨左右，产量保持了较高的增速，全年产量达2716万吨，纯碱供需关系明显偏紧，近年来开工率维持高位，2017年平均开工率达90%左右。

上游方面，纯碱的主要原材料是原盐。氨碱法每生产1吨的纯碱约需消耗1.50吨的原盐，原盐占纯碱生产成本的比重约在50%左右，因此原盐市场价格及其运费是影响纯碱生产成本的重要因素。中国原盐资源量丰富，近年来，中国原盐产量维持在6200万吨/年左右波动，整体变化不大。下游方面，玻璃对纯碱

的需求最大，占纯碱总需求的50%左右，而80%以上的平板玻璃应用于建筑行业。2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段，纯碱下游需求具有较大不确定性。

图3 全国轻质纯碱市场平均价（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

价格方面，从近年来价格走势看，纯碱价格呈现震荡上行态势并表现出较强的周期性。2011-2015年纯碱行业经历下滑周期，纯碱市场价格一直在1300元/吨左右震荡，2016年，受山东海化集团有限公司碱渣场泄露事件影响，全国约10%纯碱产能停产，纯碱供需格局有所改善，价格上涨前明显，2017年纯碱市场受环保趋严、行业检修等诸多因素影响，市场价格波动较大。截至2018年3月底，轻质纯碱市场价为1780元/吨。

精细化工行业

精细化工是石化和化工工业的重要组成部分，是根据产品性能销售的化学品。精细化工分为传统和新领域两部分。传统精细化工主要包含：医药、染料、涂料和农药等；新领域精细化工包括：食品添加剂、饲料添加剂、电

子化学品、造纸化学品、水处理剂、塑料助剂、皮革化学品等，国外将新领域精细化工称为专用化学品。精细化工率的高低已成为衡量一个国家或地区化工发展水平的主要标志之一。

近年来，随着经济的不断发展和技术的进步，全球精细化工行业的发展速度已经明显快于整个化工行业的发展速度。中国精细化工产业亦保持高速增长，年增长率维持在 24%~45%，超过化学原料与制品行业 6~10 个百分点。目前，国内精细化率已达 40%，但与北美、欧盟以及日本等发达经济体 60%~70% 的精细化率相比仍有一定差距。

目前国外化工企业纷纷在国内投资精细化工行业，涉及精细化工原料和中间体、电子化学品等诸多领域，虽然会对国内相关的化工企业发展带来一定的冲击，但一些具有较高技术含量的精细化工新材料生产也将会随之转移到国内，有助于中国精细化工行业的进一步发展。

六、基础素质分析

截至 2018 年 3 月底，公司为广州市属一级国有独资企业，广州市人民政府授权广州市国资委履行出资人职责，出资比例占公司实收资本的 100%。

公司橡胶轮胎、盐化工及精细化工板块分别由万力轮胎股份有限公司（以下简称“万力股份”）、广东南方碱业股份有限公司（以下简称“南方碱业”）、广州化工集团有限公司（以下简称“广化集团”）等多家具有行业影响力的子公司运营。公司制定了以橡胶轮胎、盐化工、精细化工为主业，现代服务业为辅业的“3+1”发展战略，橡胶轮胎、盐化工、精细化工为目前发展重点，未来将适时开展现代服务业。

公司旗下“万力”品牌，在轮胎行业具有较高的知名度，曾获国家质检总局“中国名牌

产品”、国家商务部“重点培育和发展的品牌出口产品”等荣誉称号；“万力”品牌是国家工商总局“中国驰名商标”。

公司自成立以来，广州市政府通过划转资产、补贴等方式对公司进行了大力支持，先后将广州建材企业集团有限公司部分资产、广州橡胶企业集团有限公司、广州化工集团有限公司无偿划拨给公司。以上资产的划转，充实了公司资本，同时扩大了业务范围，为公司发展提供了良好的发展机遇。

公司重视技术开发，重点经营板块技术研发水平先进，为公司在橡胶轮胎领域和化工领域的发展提供了有力支持。公司拥有国家级企业技术中心和国家级检测中心，曾先后多次承担国家火炬计划和国家 863 科技攻关项目，共获授专利 112 项，先后填补 15 项国内轮胎技术空白，其中轮胎（S-1063）获得广东省外观专利金奖。

七、管理分析

2018 年 7 月 24 日，根据中共广州市纪律检查委员会、广州市监察委员会主办的“廉洁广州”网站公布的案件通报信息显示，公司党委书记、董事长付守杰涉嫌严重违纪违法，目前正在接受广州市纪委监委纪律审查和监察调查。联合资信将持续关注高层管理人员的变动情况。

除此之外，跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度等方面未发生重大变动。

八、重大事项

广化集团土地纳入政府储备用地

根据广州市政府整体规划，广化集团下属企业的 6 块生产用地已列入广州市政府经营性储备用地计划，如附件 2 所示，总用地面积 76.03 万平方米，目前 6 个地块均已签订收地协议，其中昊天公司地块收地协议按照“退二”

政策签订，即按企业土地、建构筑物、设备、搬迁、经济损失等评估价值，并增加一倍工业基准地价补贴和搬迁奖励补偿确定补偿金额；其余按广州市政府《关于加快推进“三旧”改造工作的意见》（穗府[2009]56号）和《关于加快推进三旧改造工作的补充意见》（穗府[2012]20号）规定，即“三旧”改造政策的旧厂房“公开出让，收益支持”方式交政府储备，计算交地补偿金。2017年内无最新进展。

根据已签订的收地协议，并参照待出让地块就近地块拍卖价格，预计以上6块土地将收到土地补偿款合计93.20亿元，目前广化集团已收预付款9.58亿元，除小部分作为安置费支付职工外，大部分计入“营业外收入”科目。2017年上述地块均在土地修复工作，未来将根据政府安排进行公开出让。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司业务仍以橡胶轮胎、盐化工和精细化工为主业。

2017年，公司实现营业收入66.47亿元，同比增长16.49%。分板块来看，橡胶轮胎板块是公司收入的主要来源，占公司主营业务收入的55.04%。2017年，公司橡胶轮胎业务收入36.59亿元，同比下降11.98%，主要由于合

肥轮胎生产线达产不足半年，影响当期生产及销售规模；同时公司原有少量橡胶材料销售业务规模有所缩减（同比减少约4亿元收入）。跟踪期内，盐化工业务收入同比保持稳定，实现销售收入7.44亿元；精细化工业务收入同比下降11.73%至5.27亿元，主要由于产品结构调整，原有部分毛利率较薄的树脂对外销售业务取消；其他业务主要系通过广州化工交易平台进行的化工产品贸易业务，合计15.03亿元，系2017年新增业务。

从毛利率来看，由于2017年公司新增大规模化工贸易业务毛利率水平较低，使得公司综合毛利率同比减少1.70个百分点至10.81%。其中，轮胎板块由于原材料价格上涨及搬迁产量未达预期，毛利率水平延续2016年的较低水平，为11.65%；盐化工及精细化工板块毛利率均有小幅提升，分别为14.79%和22.39%；其他业务中，化工贸易毛利率薄，拉低整体毛利率水平。

2018年1~3月，公司实现主营业务收入19.04亿元，同比提升66.87%，主要源于贸易业务对收入的拉升，另外，盐化工板块收入同比大幅增长至2.25亿元，主要由于2017年一季度南方碱业停产整改，本年度经营正常。当期综合毛利率为8.87%，较上年同期减少3.36个百分点，主要系当期贸易业务占比较高。

表2 2015~2018年一季度公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块 分类	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
橡胶轮胎	38.36	71.09	19.92	41.57	72.86	11.67	36.59	55.04	11.65	8.76	46.03	11.61
盐化工	8.40	15.57	10.36	7.39	12.96	11.61	7.44	11.20	14.79	2.25	11.84	10.07
精细化工	5.24	9.71	15.65	5.97	10.46	17.32	5.27	7.93	22.39	1.54	8.09	21.40
其他	1.96	3.63	32.65	2.12	3.72	18.63	17.17	25.83	3.74	6.48	34.04	1.77
合计	53.96	100.00	18.48	57.06	100.00	12.51	66.47	100.00	10.81	19.04	100.00	8.87

资料来源：公司提供

整体看，跟踪期内，橡胶轮胎业务受搬迁

后新生产线达产不足半年等影响，收入规模有

所下滑；盐化工及精细化工业务较为稳定；2017年新增的化工贸易业务占比提升，摊薄公司整体毛利率水平。

2. 橡胶轮胎

跟踪期内，公司轮胎业务由万力股份负责运营，目前已形成橡胶轮胎板块主要原材料与辅料统筹安排、采购、生产、销售为一体的经营模式，是华南地区最大的子午线轮胎生产企业，公司直接持有万力股份80.90%的股权，华南轮胎持有19.10%的股权。截至2017年底，万力股份资产总额62.63亿元，净资产20.87亿元；2017年，万力股份实现营业收入33.38亿元，利润总额-3.42亿元（2016年为-1.03亿元），万力股份2017年亏损原因包括：①轮胎行业竞争激烈，行业整体景气度较低，且2017年原材料价格大幅上升；②搬迁后新生产线产能未完全释放；③新生产线相关的配套设施尚未搭建，仓储及运输费大幅增长等。

2017年，公司橡胶轮胎业务收入36.59亿元，是公司主要收入来源。公司轮胎产品主要是全钢子午线轮胎和半钢子午线轮胎。

公司生产轮胎所需的原材料主要包括：天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等，2017年天然橡胶和合成橡胶在轮胎采购总成本中占53%左右，炭黑和钢丝帘线在总采购成本中占24%左右，其他原材料为帘布和化工助剂等。2017年，由于合肥厂区未能达产，当期采购量有所下降；轮胎主要原材料价格年内上涨明显，尤其是天然橡胶及炭黑产品，涨幅超过40%，使得整体轮胎成本大幅增长，利润空间受到挤压，尤其是天然橡胶的全年大幅震荡，增加了公司的成本控制压力。2017年万力股份主要通过广州化工交易中心有限公司¹、中化国际（新加坡）有限公司等采购原材料，前五大供应商采购金额为10.23亿元，占总采购额的35.42%，集中度尚可。

¹ 2017年，万力股份通过广州化工交易中心有限公司进行原材料采购的规模为4.26亿元，合并层面已抵消。

表3 2016~2017年轮胎原材料采购情况

（单位：吨、元/吨）

原材料	2016年		2017年	
	采购量	均价	采购量	均价
天然橡胶	47820	8680	31655	11801
合成橡胶	41607	9610	34628	12139
炭黑	58184	3380	43402	4820
钢丝帘线	38031	12935	22529	7384

资料来源：公司提供

2017年，公司轮胎总产量为1306.85万套，其中全钢子午胎122.16万套，半钢子午胎1184.69万套。2018年1~3月，公司轮胎总产量为318.99万套，同比略有增长。从产量分布来看，2017年8月，番禺生产基地已搬迁完毕，全钢子午胎全部由合肥基地生产，半钢子午胎全部在从化基地进行制造。目前，合肥和从化基地产能分别为200万套和1500万套，2017年产能利用率分别为61.08%和78.98%，由于合肥基地搬迁后2017年8月实现达产，且轮胎行业整体景气度较低，综合使得公司产能利用率较低。

表4 2016~2018年一季度轮胎产量情况

（单位：万套）

产量		2016年	2017年	2018年1-3月
全钢子午胎	番禺	116.00	--	--
	合肥	7.20	122.16	33.29
半钢子午胎	番禺	244.00	--	--
	从化	1060.00	1184.69	285.70
合计		1427.20	1306.85	318.99

资料来源：公司提供

从销量上看，因汽车保有量逐年增加，轮胎存量市场规模较大，跟踪期内，受搬迁及新生产线前期达产不足影响，全钢子午胎销量同比小幅下滑，2017年销量为118.22万套；半钢子午胎销量同比增长0.42%，2017年销量为1209.07万套。从销售价格上看，2017年轮胎原材料价格上涨拉升市场价格，尤其是全钢子午胎价格上调明显，销售价格同比增长26.15%至

959.06元/套。2018年1~3月，公司全钢子午胎和半钢子午胎销量分别占2017年的31.68%和23.01%，分别为37.45万套和278.17万套，半钢子午胎同比稍有下降。销售价格方面，2018年1~3月公司全钢轮胎销售价格继续上涨，售价为977.27元/套；半钢子午胎售价则有所回落至163.61元/套。

表 5 2016~2018 年一季度轮胎销售情况

销售量(万套)	2016年	2017年	2018年1-3月
全钢子午胎	124.00	118.22	37.45
半钢子午胎	1204.00	1209.07	278.17
销售价格(元/套)	2016年	2017年	2018年1-3月
全钢子午胎	760.25	959.06	977.27
半钢子午胎	170.09	174.46	163.61

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2017年轮胎销售额中国国内市场占62%，国外市场占38%。截至2017年底，公司轮胎产品已经销售至美国、欧洲、中东、澳洲等70多个国家和地区，拥有“万力”品牌销售代理商107个，“SUNNY”品牌销售代理商67个。跟踪期内，海外市场销量保持增长，2017年实现659.25万套的海外销量。国内市场方面，主要分为维修和配套两个市场渠道，主要采用区域代理模式。目前销售遍布全国各省，已建立起由370余家经销商组成的销售网络。目前，公司为广汽车用车、一汽轿车、东风乘用车、比亚迪、江淮汽车等多家整车厂提供配套。目前，公司与整车厂结算主要采取先货后款的方式，结算周期一般为3~6个月；与经销商的销售结算主要采取先款后货方式。2017年，公司对前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的20.53%，客户集中度不高。

3. 盐化工

公司盐化工业务主要运营主体是南方碱业。截至2017年底，南方碱业资产总额10.10亿元，净资产6.92亿元，公司持有其80.57%的股权；南方碱业2017年实现营业收入7.55亿元，

利润总额0.20亿元，同比大幅下降91.90%（上年度南方碱业收到龙归盐矿补偿收入2.60亿元，对利润总额影响较大）。公司主要采用氨碱法生产纯碱。截至2018年3月底纯碱产能为61万吨/年，是华南地区最大的纯碱企业，约占华南地区1/3的市场份额。南方碱业资源优势明显，拥有东莞市中堂镇东腾盐矿开发公司25%股权，该公司的盐矿资源丰富，对纯碱生产原料卤水供应量起到了保障作用。南方碱业还与新星石油公司签订了战略合作协议，为后期产能提升提供了卤水供应保障。

2017年，公司盐化工板块实现营业收入7.44亿元，同比略有增长；2018年一季度收入为2.25亿元，同比大幅增长（上年度同期受到环保整改暂停生产）。

公司纯碱生产所需原燃料包括块煤、石灰石、盐和液氨。2017年，公司采购块煤占采购总成本的13.31%左右；原料石灰石和盐在采购成本中的占比分别是10.60%、12.71%。

生产方面，南方碱业纯碱年生产能力达到61万吨，2017年纯碱产量45.10万吨，同比下降20.21%，主要受一季度停产影响；2018年一季度纯碱产量为14.02万吨，恢复正常水平。

南方碱业处于珠江三角洲地区，由于广东省尤其是珠江三角洲地区用碱量较大的玻璃制造企业、洗涤业、玛赛克等生产厂商较集中，年纯碱需求总量约为180万吨。2017年公司销售纯碱44.79万吨。近年来纯碱销售价格有所波动，2017年整体纯碱价格呈上升态势，公司纯碱销售均价为1662.06元/吨，同比大幅增长28.85%；2018年一季度销售均价有所回落，为1507.16元/吨。

表 6 2016~2018 年一季度纯碱产销情况

项目	2016年	2017年	2018年1-3月
产量(万吨)	56.52	45.10	14.02
销量(万吨)	56.49	44.79	14.81
均价(元/吨)	1289.92	1662.06	1507.16

资料来源：公司提供

南方碱业的全部产品由公司本部统一在国内销售，采用直供模式，直接供货给玻璃厂等终端用户，纯碱产品销售行业客户群包括玻璃、漂染、洗涤用品、味精食品等行业，其中玻璃行业销售占比在65%以上。2017年前五大客户销售额占总销售收入的64.59%，客户较集中。公司销售结算以现金和银行承兑汇票为主，账龄在1~2个月左右。

4. 精细化工

广化集团于1996年改制成立，主要从事涂料、溶剂、粘胶剂等精细化工的生产和销售。2012年底广化集团划转至万力集团，为公司精细化工板块的核心运营主体。截至2017年底，广化集团作为公司的全资子公司，资产总额16.46亿元，净资产6.90亿元，2017年实现营业收入20.04亿元，利润总额-0.60亿元；受近年来广州市“退二进三”政策的影响，广化集团下属主要涂料、溶剂、胶粘剂等生产线已陆续停产，2017年主要销售收入来自广州化工交易平台的自营贸易业务（计入其他业务板块进行核算）。

2017年公司精细化工板块实现销售收入5.27亿元，同比下降11.73%；其中，涂料产品当年产量2.79万吨，产生收入3.58亿元，是精细化工板块的主要收入来源。2018年一季度实现销售收入1.54亿元，同比增长18.46%。

精细化工生产所需的原料主要有200#汽油溶剂、精制豆油酸、二甲苯、季戊四醇、苯酐等，2017年以上主要原材料占公司原料采购成本总额比例为29.44%。由于精细化工生产所需的原材料种类较多，供应商较分散，采购结算方式多样。

销售方面，2017年公司涂料产品销量同比大幅下滑55.40%至2.78万吨。公司客户分布较分散，2017年前五大客户合计销售收入占全年精细化工产品销售收入的23.24%，集中度低。

5. 其他业务板块

2017年，其他业务板块实现收入17.17亿元，主要是广化集团下属全资子公司广州化工交易中心有限公司（以下简称“广化交易”）通过公司自建平台广州化工交易中心实现的撮合及自营业务收入。该平台拥有经营化工产品大宗商品交易牌照，是广州市规划建设的大宗商品交易平台之一，目前，广化交易数据库信息涵盖8大类，近300种化工产品行情走势分析数据及相关产品价格动态信息，数据库信息量超过50万条。

广化交易通过交易平台进行的交易分为自营及撮合模式：自营模式下，公司作为中间贸易商，利用上下游资源赚取中间差价，采取以销定采的方式规避价格波动风险，2017年自营业务交易额约16亿元。撮合模式下，公司作为经纪商，撮合平台上下游供需订单，目前暂未收取服务费，2017年撮合业务交易规模达3亿元。平台用户包括生产商、贸易商等多种参与者，通过平台发布的实时供需信息，形成交易意向，撮合业务结算方式分为现款现货和预付平台保证金（约为交易额的10~20%），预付方式进行的结算周期一般不超过30天。

6. 经营效率

从经营效率指标看，2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所上升，分别为5.29次、5.22次和0.47次。整体看，公司经营效率一般。

7. 未来发展

发展规划

广州化工交易平台2017年以来发展迅速，与广州市政府大力发展第三产业的战略方针良好契合。广化交易已被公司列入重点发展项目计划中，并计划以交易中心平台项目为核心，建设广州化工交易物流仓储基地项目，发展现代服务业。未来广化交易将充分发挥实体经济优势，着力发展“互联网+”新业态，拟重点建设电子交易平台及配套仓储物流服务，

为未来建设化工企业总部基地和化工仓储物流基地奠定基础。利用交易中心已建成的化工电子交易平台和互联网技术，集聚数万家化工经营企业，提供化工交易、资讯信息、金融服务、仓储物流等一体化整合服务，实现信息、交易及综合服务的有机结合，在化工行业内建立一个更先进、更简便、更有效、更广泛的货物购销流通渠道。逐步形成化工产品的“广州价格”，打造华南地区最大化工电子商务中心、化工原料采购中心、信息中心和区域定价中心。

在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目总投资额 37.80 亿元，已投资 21.63 亿元。其中总投资规模较大的包括从化基地丰力 1000 万半钢项目和总部大楼建设项目。

从化基地丰力 1000 万半钢项目主要为在 500 万条半钢产能基础上，扩建年产 1000 万条绿色高性能子午线轮胎，该项目建成后，从化基地工艺技术有望达到国内轮胎行业领先水平，生产高端市场的半钢绿色高性能子午线轮胎，在配套及出口方面都将具有更强的竞争力；该项目预计总投资 20.06 亿元，截至 2018 年 3 月底，已投入资金 15.50 亿元，目前土建部分已转固。

公司总部大楼建设项目，计划总投资额为 10.80 亿元，其中 5.40 亿元为自有资金，已于 2017 年 9 月正式开工，截至 2018 年 3 月底，已完成投资 4.48 亿元。总部大楼投资进度将配合公司土地补偿款回收进度来进行，目前建设进度相对较慢。

另外，公司在建项目还包括水性涂料项目（总投 0.98 亿元）、提质增效降耗技改项目（总投 1.17 亿元）、橡胶轮胎研究院建设（总投 3.76 亿元）等项目，金额较为分散。

结合目前项目完成进度、公司收入情况与在建项目未来几年投资安排，公司筹资压力可控。

十、财务分析

公司提供的 2017 年度财务报告已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

合并范围变化方面，2017 年公司合并范围新增广州万力投资控股有限公司、广州万力环保科技有限公司等 5 家子公司，注销广州广化工贸公司，2017 年底合并范围内子公司共计 47 家。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 年底无变化。总体看，近年公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 152.51 亿元，所有者权益合计为 51.91 亿元（其中少数股东权益 3.74 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 66.47 亿元，利润总额 1.18 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 151.58 亿元，所有者权益为 50.83 亿元（其中少数股东权益 3.74 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 19.04 亿元，利润总额 -0.30 亿元。

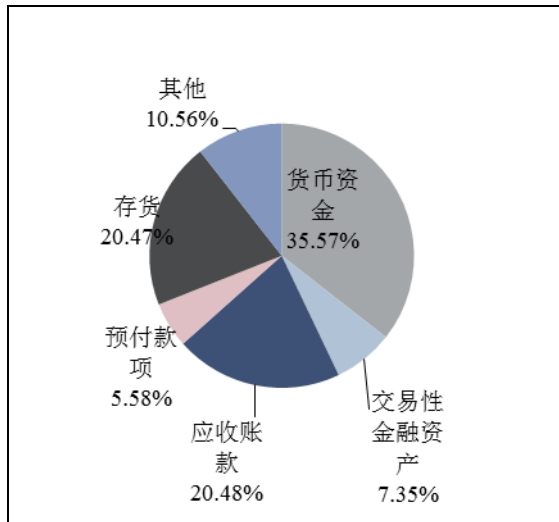
1. 资产质量

流动资产

截至 2017 年底，公司资产总额 152.51 亿元，同比增长 17.25%；其中流动资产占 37.60%，非流动资产占 62.40%。公司资产结构变化不大，以非流动资产为主。

截至 2017 年底，公司流动资产总额 57.34 亿元，同比增长 12.98%，主要由于业务规模的扩大带动的上下游未结采销款增长所致；流动资产中，货币资金、应收账款和存货占比高。

图4 2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至2017年底，公司货币资金20.40亿元，同比增长7.59%，主要为银行存款（占95.13%）。其中使用受限的货币资金为0.56亿元，受限规模小。

截至2017年底，公司应收账款11.74亿元，同比增长22.19%，全部为应收货款。从账龄分布看，应收账款账龄在1年以内的占84.15%，整体账龄短，公司超过3年的应收账款共计1.43亿元，分布较分散，已全额计提坏账准备；公司应收账款坏账准备综合计提比例为13.87%；按欠款方归集的应收账款前五名合计欠款1.89亿元，占应收账款总额的13.88%，集中度较低。

截至2017年底，公司存货账面原值12.18亿元，同比稍有增长，主要由原材料（占25.80%）、库存商品（占51.13%）构成。公司共计提存货跌价准备0.45亿元，存货账面净值11.74亿元。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计95.17亿元，主要由固定资产（占52.15%）和可供出售金融资产（占24.51%）构成。

截至2017年底，公司可供出售金融资产23.32亿元，同比增长明显，全部为可供出售权益工具，其中以公允价值计量的可供出售权

益工具16.36亿元，主要为对广州农村商业银行股份有限公司的股权投资，广州农村商业银行股份有限公司2017年6月在港交所上市，公司持有其31988.0672万股股票，上市后核算方式由成本法计量调整为公允价值计量，账面价值由上年底的3.50亿元增长至16.36亿元，价格波动对公司所有者权益影响较大；此外，以成本法计量的可供出售金融资产主要为对广州银行等股权的投资。

截至2017年底，公司固定资产原值为81.03亿元，同比稍有增长，主要系新增的房屋、建筑物及机器设备。从构成看，主要包括房屋建筑物（占23.41%）、机器设备（占63.24%）；2017年公司累计计提折旧31.33亿元，计提减值准备0.07亿元，固定资产账面价值为49.63亿元，其中，固定资产受限部分价值1.52亿元，主要用于借款抵押。

截至2018年3月底，公司资产总额合计151.58亿元，较2017年底变化不大；其中流动资产与非流动资产占比分别为37.94%、62.06%，整体资产结构较2017年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，以非流动资产为主；流动资产中货币资金、应收账款和存货占比较高，所持可供出售金融资产中广州农村商业银行股份有限公司完成港交所上市，资产流动性得到提升，整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2017年底，公司负债总额100.60亿元，同比增长15.43%，其中流动负债占54.70%、非流动负债占45.30%，流动负债占比稍高。

流动负债方面，截至2017年底，公司流动负债合计56.72亿元，同比增长26.41%，主要由短期借款（占45.32%）、应付账款（占17.76%）和其他应付款（占19.09%）构成。

截至2017年底，公司短期借款25.70亿元，

同比大幅增长 81.91%，主要用于补充轮胎业务营运资金；短期借款主要由抵押借款（占 4.64%）、保证借款（占 66.97%）、信用借款（占 28.39%）构成。截至 2017 年底，公司逾期尚未偿还的短期借款 0.54 亿元²。

截至 2017 年底，公司应付账款 10.08 亿元，同比增长 16.50%，主要为应付原材料采购款，账龄以 1 年以内占 89.11%。公司其他应付款以一般往来款及预提费用为主，截至 2017 年底，公司其他应付款 10.83 亿元，同比下降 22.77%，主要系一般往来款大幅下降所致；其中，账龄超过一年的重要其他应付款 4.34 亿元，主要系历史遗留挂账。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债 43.88 亿元，同比变动不大，构成主要以长期借款（占 38.85%）和应付债券（占 36.28%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 17.05 亿元，同比下降 8.89%，主要以保证借款为主；应付债券 15.92 亿元，包括“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”。

从有息债务来看，截至 2017 年底，公司全部债务 62.92 亿元，同比增长 15.25%；其中短期债务占 46.00%，长期债务占 54.00%，债务结构以长期债务为主；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 65.96%、54.79%和 39.56%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 100.75 亿元，较 2017 年底变动不大。有息债务合计 61.81 亿元，其中短期债务占 43.50%、长期债务占 56.50%，短期债务占比有所下降。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比例、长期债务资本化比率分别为 66.47%、54.87%、40.73%，三项指标均有所上升。

²公司子公司广州农药厂以位于广州市海珠区工业大道南 821 号土地为抵押担保向中国工商银行借款，期限为 1999 年至 2005 年，因到期未能清偿被中国东方资产管理公司起诉并于 2008 年由广州市中级人民法院判决偿还本息共计 0.90 亿元（其中本金 0.53 亿元，利息 0.37 亿元），截至 2017 年底该借款本金尚未归还。

跟踪期内，公司整体债务规模有所增长，其中短期债务增幅较大，整体债务规模可控。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 51.91 亿元，较上年底增长 20.94%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 45.05%、资本公积占 102.19%、未分配利润占-68.08%；截至 2017 年底，公司其他综合收益 9.86 亿元，同比大幅增长，主要系广州农商行当年完成港股上市所致。截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 50.83 亿元，较 2017 年底小幅下降，权益结构较 2017 年底变化不大。公司未分配利润持续为负，主要系公司出于对广州国际信托投资公司尚未收回的 40.37 亿元债权收回可能性极低考虑，为做实资产，于 2010 年 12 月对该笔债权全额计提减值准备，并冲减未分配利润，体现在公司 2011 年报告年初数中。

跟踪期内，公司所有者权益由于所持可供出售金融资产完成港股上市得到一定提升，但持续存在大额累计未弥补亏损，权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 66.47 亿元，同比增长 16.49%，主要系贸易业务增长所致；同期营业成本为 59.28 亿元，同比增长 18.75%；公司营业利润率 10.02%，同比减少 1.67 个百分点，主要由于毛利率低的贸易业务占比大幅提升所致。

2017 年，公司期间费用 14.93 亿元，同比增长 25.99%；销售费用中仓储物流费同比大幅增长 44.35%至 3.10 亿元，主要由于合肥基地配套仓储物流尚未完善，产生的相关费用有所增长；财务费用由于利息费用及汇兑损失（2017 年为 0.10 亿元）的增加有所增长；期间费用收入比为 22.47%，期间费用管理能力较弱，对利润侵蚀影响大。

2017 年公司实现投资收益 10.59 亿元，同比大幅增长，主要系公司通过出售土地信托产

品实现的投资收益³。近年来，公司营业外收入受土地出让进度影响波动较大。2017年公司营业外收入0.89亿元，较以前年度变动较大，当期未收到土地补偿款；营业外支出1.69亿元，主要包括厂区搬迁涉及到的员工辞退性支出0.98亿元。2017年公司非经营性损益（投资收益+营业外收入-营业外支出）占利润总额比重很高，为公司利润的主要来源，公司对非经营性损益依赖度很高。

2017年公司实现利润总额1.18亿元，同比下降16.08%，公司主业亏损进一步增大；由于当期土地补偿款的出让，所得税费用增至1.80亿元，导致当期净利润-0.06亿元。2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.94%和-1.20%，公司盈利能力弱。

随着合肥基地达产、广化交易规模扩张等，2018年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为19.04亿元、-0.30亿元，同比均有所增长。当期投资收益为0.85亿元，主要系公司根据广州农村商业银行股份有限公司分红预案确定的现金股利0.64亿元（款项尚未到账），为利润总额主要来源；当期公司营业利润率为8.34%，较2017年有所下滑。

跟踪期内，公司轮胎厂区搬迁，短期内对主业盈利能力影响较大；营业外收入及投资收益（以土地补偿款为主）占利润总额比例极高，但稳定性较差。土地补偿款回收进度受拆迁补偿、土壤修复进度影响大，出让时间存在较大不确定性。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入91.22亿元，主要系销售商品、提供

劳务收到的现金74.83亿元；公司收到的其他与经营活动有关的现金15.92亿元，主要为公司收到的土地信托产品出让款。2017年，公司经营活动现金流出88.89亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金71.16亿元；公司支付的其他与经营活动有关的现金6.82亿元，主要为公司下属企业之间的往来款及费用支出；公司经营活动现金流量净额为2.33亿元。2017年，公司现金收入比为112.59%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入量有所下降，为2.54亿元，主要由处置固定资产和其他长期资产收回的现金1.40亿元构成；公司投资活动现金流出为9.26亿元，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金组成。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-6.72亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入量39.22亿元，主要系取得借款收到的现金38.45亿元；筹资活动现金流出33.34亿元，主要系偿还债务支付的现金27.13亿元。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为5.87亿元。

2018年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金16.56亿元；公司一季度现金收入比为86.97%；公司经营活动产生的现金流量净额为-1.04亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.28亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-0.87亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，但经营活动现金净流量无法覆盖公司投资性资本支出，公司存在一定的筹资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2017年，公司的流动比率和速动比率均有所下滑，分别为101.10%和80.40%。截至2018年3月底，上述指标分别为104.35%和82.72%。2017年公司经营活动现金流量净额为2.33亿元，经营现

³ 公司广州制漆厂地块已收储但尚未挂牌出让，公司于2017年12月与五矿国际信托有限公司签订信托合同，以公司与广州市土地开发中心签署的编号为穗土合字20130406号的《收回国有土地使用权补偿协议》、编号为穗土合字20160270号的《收回国有土地使用权补偿协议之补充协议》作为基础合同，将该地块对应的应收广州市土地开发中心的全部土地款债权（扣除已收到的土地预付款1.6亿元）40%的部分作为标的债权，委托五矿国际信托有限公司进行管理，通过《五矿信托-粤盈1号财产权信托》进行认购的优先级信托受益权份额为9.3亿份，劣后级份额为0.7亿份。信托合同为1年期，优先级预期收益率为7.5%/年。

金流动负债比为 4.11%。考虑到公司货币资金较为充裕，可供出售资产流动性较强，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 8.21 亿元，同比有所提升；同期，公司全部债务/EBITDA 上升至 7.67 倍；EBITDA 利息倍数下降至 2.86 倍。总体看，长期偿债能力有所减弱。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度 81.30 亿元。其中，尚未使用授信额度为 35.40 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《信用情况说明》，截至 2018 年 7 月 23 日，公司本部无未结清不良和关注类信贷记录，公司下属企业存在违约记录，系广州农药厂贷款逾期形成，系该企业被划入万力集团之前形成，公司无需对该笔债务承担相关责任。

7. 抗风险能力

公司是广州市国有大型实业企业集团，目前以橡胶轮胎、盐化工、精细化工为主业，资产和收入规模较大，债务负担可控，政府支持力度大。公司整体抗风险能力较强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至 2018 年 3 月底，公司“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”发行金额共计 16 亿元，将分别于 2020 年和 2021 年到期。

2017 年，公司经营活动现金流入量及经营活动现金流净额分别为存续期内债券本金的 5.70 倍和 0.15 倍；公司 EBITDA 为 8.21 亿元，是应付债券余额的 0.51 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

表7 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

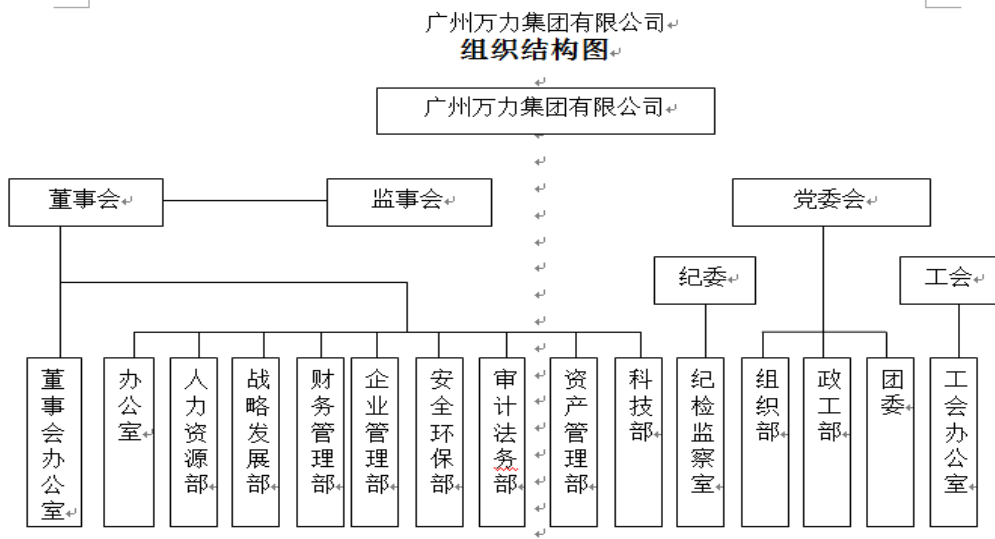
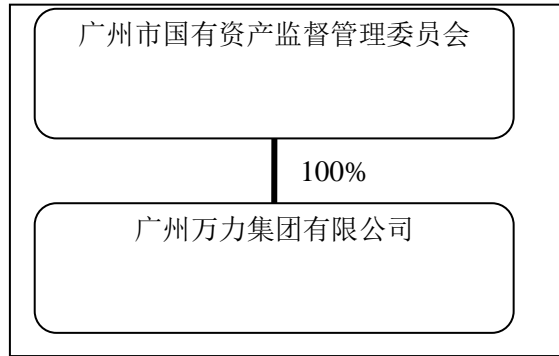
项目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	5.70
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.15
EBITDA/应付债券余额	0.51

资料来源：公司年报，联合资信整理。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底广化集团土地交储补偿情况

(单位: 亿元)

土地	收地协议	预付款情况			总补偿款预测								
		预付款额	已收预付款	未收预付款	用地面积 (万平方米)	容积率	可出让 经营性 建筑面积	预计土地 拍卖价(元 /m ²)	补偿比 例	预计 总补 偿款	按预计 总补 偿款 应 收未 收的 金额	拆迁 支出	土地款 收回情 况
广州制漆厂地块	按“公开出让, 收益支持”方式, 企业按出让收入的 60% 分成	2.00	1.60	0.40	7.83	3	20.77	20000.00	0.6	24.93	23.33	1.16	土地尚未拍卖
溶剂厂地块	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	2.57	2.31	0.26	17.27	1.1	18.87	11000.00	0.6	12.45	10.15	1.51	土地尚未拍卖
华萨公司地块	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	1.28	0.77	0.51	10.29	1.5	16.12	11000.00	0.6	10.64	9.87	0.93	土地尚未拍卖
华立地块	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	4.34	3.90	0.44	30.80	1.5	48.09	9000.00 (其中 28.41 万 m ² 起拍价 11000, 18.98 万 m ² 起拍价为 6000.00 元/m ²)	0.6	25.84	21.93	1.15	土地尚未拍卖
东风地块为居住用地的部分	已签订, 按“公开出让, 收益支持”方式一	0.30	0.30	0.00	2.84	3	8.43	13000.00	0.65	7.12	6.82	0.72	土地尚未拍卖
黄埔地块为居住用地的部分	按“公开出让, 收益支持”方式, 企业按出让收入的 65% 分成	0.70	0.70	0.00	7.00	2.1	14.45	13000.00	0.65	12.21	11.51	0.55	土地尚未拍卖
合计	--	11.19	9.58	1.61	76.03	--	126.73	--	--	93.20	83.61	6.02	--

资料来源: 公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.74	24.91	26.86	23.47
资产总额(亿元)	125.18	130.07	152.51	151.58
所有者权益(亿元)	45.16	42.92	51.91	50.83
短期债务(亿元)	17.12	18.97	28.94	26.89
长期债务(亿元)	22.46	35.63	33.98	34.92
全部债务(亿元)	39.58	54.59	62.92	61.81
营业收入(亿元)	53.96	57.06	66.47	19.04
利润总额(亿元)	8.83	1.40	1.18	-0.30
EBITDA(亿元)	13.28	7.36	8.21	--
经营性净现金流(亿元)	-3.11	-1.05	2.33	-1.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.80	5.14	5.29	--
存货周转次数(次)	5.00	4.56	5.22	--
总资产周转次数(次)	0.48	0.45	0.47	--
现金收入比(%)	110.67	110.76	112.59	86.97
营业利润率(%)	17.99	11.69	10.02	8.34
总资本收益率(%)	9.29	2.75	1.94	--
净资产收益率(%)	14.04	1.55	-1.20	--
长期债务资本化比率(%)	33.22	45.36	39.56	40.73
全部债务资本化比率(%)	46.71	55.98	54.79	54.87
资产负债率(%)	63.92	67.00	65.96	66.47
流动比率(%)	98.26	113.12	101.10	104.35
速动比率(%)	76.82	88.62	80.40	82.72
经营现金流动负债比(%)	-6.10	-2.34	4.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.24	3.55	2.86	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.98	7.42	7.67	--

注：1.2018 年一季度财务报表未经审计；

2.长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 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：

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

附件 5-2 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 5-3 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。