跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 862 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持广州万力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“15万力MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月十四日

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

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 万力 MTN001	8 亿元	2015/6/12-2020/6/12	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 14 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.50	21.36	24.74	24.26
资产总额(亿元)	89.54	100.94	125.18	129.92
所有者权益(亿元)	38.37	36.90	45.16	45.85
长期债务(亿元)	8.93	11.58	22.46	24.81
全部债务(亿元)	27.80	32.44	39.58	44.97
营业收入 (亿元)	57.81	53.64	53.96	12.59
利润总额 (亿元)	4.52	5.29	8.83	0.50
EBITDA(亿元)	8.30	9.16	13.28	--
经营性净现金流(亿元)	7.86	2.38	-3.11	0.78
营业利润率(%)	16.28	16.56	17.99	18.46
净资产收益率(%)	9.90	10.38	14.04	--
资产负债率(%)	57.14	63.45	63.92	64.71
全部债务资本化比率(%)	42.01	46.79	46.71	49.51
流动比率(%)	95.76	101.99	98.26	97.00
全部债务/EBITDA(倍)	3.35	3.54	2.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.77	6.19	7.51	--
经营现金流动负债比(%)	20.76	5.99	-6.10	--

注：1. 2016 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。

分析师

王叶笛　　刘 哲

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

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，目前已形成了以橡胶轮胎、盐化工、精细化工为主业的多板块经营格局，公司具有生产规模大、产品知名度较高、政府支持力度强等优势。跟踪期内，受益于从化基地产能扩张及销售网络的完善，公司橡胶轮胎业务收入同比增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主业盈利能力弱、生产基地搬迁等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

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。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，未来随着各板块业务规模的扩大，公司整体竞争力有望提升。

综合考虑，联合资信维持广州万力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 万力 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 公司作为广州市国有大型实业集团，下属的华南轮胎、南方碱业和广化集团的经营历史较长，生产规模大，知名度高，公司整体收入规模较高。
2. 根据广州市政府整体规划，公司下属子公司广州化工集团有限公司的 6 块生产用地已列入广州市政府经营性储备用地计划，公司未来收到规模较大的土地补偿款可能性大。
3. 跟踪期内，受汽车厂商对轮胎需求上升影响，公司轮胎收入同比实现较快增长。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流入量对待偿还债券保障程度较高。

关注

1. 中国轮胎行业结构性产能过剩，行业竞争激烈。
2. 中国轮胎企业对外依存度较高，不利于轮胎行业的稳定发展。
3. 华南轮胎番禺基地搬迁、广化集团“退二进三”项目正在进行中，对公司正常生产和经营产生的影响值得关注。
4. 公司主业盈利能力弱，利润总额对营业外收入和投资收益依赖性高。

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）与广州万力集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广州万力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，未因广州万力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广州万力集团有限公司提供，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广州万力集团有限公司主体长期信用及存续期内“15万力MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”）投入成立，由广州市人民政府国有资产监督委员会（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 2016 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。

公司经营范围为对授权范围内的国有资产的经营管理。

截至 2016 年 3 月底，公司下设人力资源部、财务管理部、战略发展部等职能部门（见附件 1）；公司合并范围主要包括 9 家二级子公司，22 家三级子公司和 13 家四级子公司。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为125.18亿元，所有者权益合计为45.16亿元（其中少数股东权益4.59亿元）。2015年，公司实现营业收入53.96亿元，利润总额8.83亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额129.92亿元，所有者权益为45.85亿元（其中少数股东权益4.71亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入12.59亿元，利润总额0.50亿元。

公司注册地址：广州市越秀区东风中路509号建银大厦25楼；法定代表人：付守杰。

三、宏观经济和政策环境

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

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

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

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规

模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

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

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

四、行业分析及区域经济环境

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

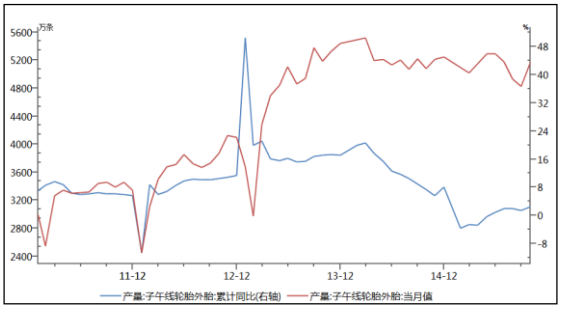
轮胎产业是汽车产业的主要配套产业之一，属于资本密集、技术密集和劳动密集型产业。由于中国路况与发达国家差异大，载重卡车超载等因素，国内轮胎企业在全钢载重子午轮胎方面具有相对优势，国外生产厂商未选择全钢载重子午轮胎作为市场发展方向，而是集中于轿车和轻型卡车的半钢子午轮胎市场。

子午线轮胎由于具有耐磨、高速、舒适等特点而受到广泛重视，是衡量一个国家轮胎工业技术现代化水平的标准，是轮胎工业发展的主流方向。中国轮胎子午化率不断提高，但仍低于国外发达国家水平。

根据国家统计局统计，2014 年，全国橡胶轮胎累计生产 11.14 亿条；2015 年，受宏观经济增速放缓、美国对华轮胎“双反”裁定影响，全国橡胶轮胎累计生产 9.25 亿条，同比下降 16.67%。美国是中国轮胎出口最大的目标国，该裁决对中国轮胎行业影响巨大。据中国海关统计，1～11 月，中国乘用胎出口 157.2 万吨，下降 9.3%；卡客车胎出口 284.0 万吨，下降 1.4%。其中，出口美国乘用胎 28.8 万吨，下降 44.6%；卡客车胎 54.3 万吨，下降 9.7%。

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，库存量普遍在 1.5 至 2 个月生产量。轮胎企业开工率不断走低，跌落至年内低点水平。中国轮胎集中度相对不高，低开工率及高库存容易使企业不让市场让价格，相互压价，导致产品价格重心向下。

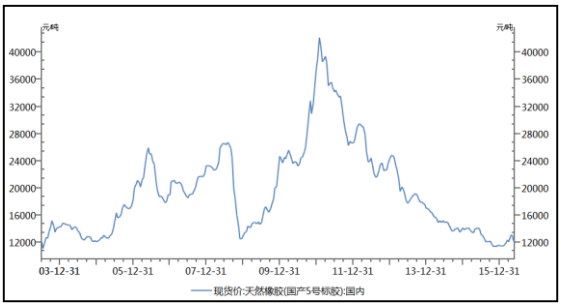
图 1　中国子午线轮胎产量及同比增速



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。天然橡胶价格从2011年5月近36000元/吨下降至现在的近13000元/吨，下降幅度高达63.9%左右。同期轮胎价格也呈现下降趋势，轿车胎价格指数下降25.5%，卡车胎价格指数下降30.98%。截至2015年10月，天然橡胶价格跌至10600元/吨。总体看，天然橡胶价格下跌幅度较轮胎价格跌幅大，有助于提升轮胎制造企业盈利水平，但是胶价长期处于下行通道且好转迹象不明显，可能将严重打击轮胎价格。

图 2 天然橡胶现货价（国产 5 号标胶）



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。根据中国汽车工业协会统计，2014年，国内汽车产销量分别为2372.29万辆和2349.19万辆，创全球历史新高，同比分别增长7.26%和6.86%，但增速不及预期。2015年，汽车产销分别完成2450.33万辆和2459.76万辆，比上年分别增长3.30%和4.70%，总体呈现平稳增长态势。

从配套市场来看，随着汽车产业的稳健发展，产销量不断提升，轮胎配套需求将会有所提升。从替换市场来看，2013年中国汽车保有量为1.37亿辆，较2012年末增长14.17%；2015年，中国汽车保有量达1.72亿辆，达历史最高水平。汽车工业是中国国民经济的支柱产业，国家将继续提升汽车工业的发展水平，培育以私人消费市场为主的汽车市场，将汽车消费由奢侈品向必需品转变，汽车工业的发展将为轮胎行业提供广阔的市场发展前景。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，这些因素都将拉动替换市场需求。

天然胶进口关税上调

2015年1月1日，国务院关税税则委员会下发的《2015年关税实施方案》正式实施。中国进口天然橡胶仍实行选择税，其中从量税上调为1500元/吨，提高300元/吨。

取消斜交胎和摩托车胎消费税

2015年1月25日，财政部、国家税务总局下发《关于调整消费税政策的通知》(财税【2014】93号)，取消汽车轮胎税目，自2014年12月1日起执行。中国橡胶工业协会呼吁了21年的“取消斜交胎和摩托车胎消费税”终于有了结果。无疑，也给身处美国轿车及轻卡胎双反、打击下的轮胎行业带来一定的利好。

《复合橡胶通用技术规范》正式实施

2015 年 7 月 1 日，复合橡胶新标准正式实施。该标准从酝酿到实施一直存在争议。新标准将复合橡胶中生胶含量从 95%以上大幅调低为 88%，实际上是将复合橡胶变成一种新的“复合材料”，已经不属于生胶范畴，这对下游企业的使用产生巨大影响。经过上下游企业一年多的试验验证，新标准在技术上和操作上都是难以实现的。实践证明新标准对缓解天然胶种植行业的困难作用不

大，更没有提振天然橡胶价格，但对轮胎行业的影响却是直接的，给轮胎企业的生产带来极大的困难，大大提高了企业生产成本。

国家出台的一系列相关政策对规范轮胎行业发展起到了有效作用，但轮胎行业为完全竞争行业，行业扶持性政策对企业发展影响将越来越小，市场主导作用对企业的发展至关重要。因此，企业需提高对市场需求的敏锐度，不能单纯依赖政策作用。

2.化工行业

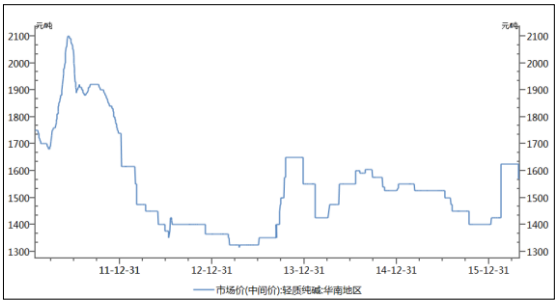
盐化工行业

公司盐化工业务以纯碱为主。

中国纯碱行业产能自 2005 年以来一直保持年均 10%以上的增速，2012 年末产能接近约 3000 万吨/年；纯碱产量从 2005 年的 1421 万吨增长到 2012 年的 2404 万吨，产量增速明显低于产能增速，纯碱行业的平均开工率大幅下降。整体来看，2005 年以来由于产能的迅速扩张，中国纯碱行业产能过剩现象严重，各纯碱制造商通过降低开工率等控制库存。根据中国纯碱协会统计，截至 2015 年底，中国纯碱装置总产能为 2907 万吨，比 2014 年减少 275 万吨，同比下降 8.6%，是近十多年来的首次同比下降。2015 年纯碱产量累计 2613 万吨，比 2014 年多生产 25 万吨，同比增长 0.9%，与“十二五”期间纯碱产量每年 5.4%的平均增长率相比，2015 年产量增幅明显下降。

需求方面，下游行业中玻璃对纯碱的需求最大，占纯碱总需求的 40%以上，而 80%以上的平板玻璃应用于建筑行业。2014 年，出于稳定经济增长的需要，中国房地产政策从过往的以“控房价、抑需求”为政策导向逐步转为“促改善、稳消费”的楼市调控目标，“限购”、“限贷”、“限价”等各项行政干预手段在持续退出，加之保障房建设及城市棚户区改造等政策影响，固定资产投资热情有所回升。受此影响，2014 年纯碱需求触底反弹，除少数企业亏损外，大部分纯碱生产企业都扭亏为盈。2015 年纯碱行业产能减少 275 万吨，出口 220 万吨，全行业实现盈利 3.7 亿元，4 年来首次扭亏为盈，去产能成效初显。

图 3 轻质纯碱市场价（中间价）：华南地区



资料来源：Wind资讯

价格方面，2007 年开始，玻璃等纯碱主要下游行业持续快速增长，加大了对纯碱的需求，推动纯碱价格大幅攀升，于 2008 年 6 月达到 2250 元/吨。2008 年 9 月，随着金融危机向全球蔓延，国内房地产等行业遭受严重打击，纯碱需求大幅减少，市场出现严重供过于求的局面。直至 2010 年 9 月经济逐渐回暖，下游玻璃、氧化铝等行业开工率开始回升，加上原盐、煤炭等原料成本上升的带动，纯碱价格开始上升。之后受房地产调控政策及国家宏观经济增速放缓等因素影响，纯碱行业下游需求增速减缓，产能过剩局面进一步加剧，市场价格大幅回落。2013 年上半年纯碱价格持续低迷状态，进入 9 月份，受工厂开工率低、产品供应偏紧影响，纯碱价格有所回升，玻璃市场的好转对纯碱价格也产生一定支撑作用。2014 年上半年纯碱价格大致可分为两个阶段，从年初到 4 月中旬受玻璃市场进入淡季影响，纯碱市场需求缺乏支撑，纯碱价格跌至成本线附近，从 4 月中旬开始纯碱价格明显回暖。2015 年上半年，受玻璃生产厂家对纯碱的采购价格压缩影响，纯碱价格僵持下行；2015 年下半年，受一系列停产、限产等事件影响，全国纯碱产能过剩的局面得以改观，在供给侧改革的推动下，预计将进一步提升纯碱行业景气度。

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。

3.区域经济环境

广州是广东省省会，中国第三大城市、15 个副省级城市之一，地处广东省南部，珠江三角洲的北缘，濒临南中国海，珠江入海口，毗邻港澳，是珠三角重要交通枢纽。广州是中国最主要的对外开放城市之一，是中国经济、金融、贸易、文化、科技和教育中心，系珠三角都市圈核心城市、粤港澳经济圈的重要组成部分，中国进出口商品交易会（广交会）所在地，并于 2010 年成功举办了第 16 届亚洲运动会和首届亚洲残疾人运动会。

广州下辖 10 区两市，分别为越秀区、天河区、白云区、荔湾区、萝岗区、黄浦区、海珠区、番禺区、花都区、南沙区和增城、从化二市（县级市）。

2015 年，广州市实现地区生产总值（GDP）18100.41 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 8.4%。其中，第一产业增加值 228.09 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 5786.21 亿元，增长 6.8%；第三产业增加值 12086.11 亿元，增长 9.5%。第一、二、三次产业增加值的比例为 1.26∶31.97∶66.77。三次产业对经济增长的贡献率分别为 0.4%、29.0%和 70.6%。广州市经济结构以第三产业为主，其对经济增长贡献率高。

2015 年，广州市工业增加值 5246.07 亿元，比上年增长 6.9%。全年规模以上工业增加值 4840.42 亿元，比上年增长 7.2%；其中，国有及国有控股企业增长 4.6%，民营企业增长 8.3%，外商及港澳台投资企业增长 8.2%，股份制企业增长 7.1%，集体企业增长 8.5%，股份合作制企业下降 3.7%。分轻重工业看，轻工业增长 4.1%，重工业增长 9.6%。规模以上工业企业实现利税总额 1997.45 亿元，增长 5.9%；实现利润总额 1098.16 亿元，增长 2.9%。亏损企业亏损额下降 5.1%；企业亏损面 17.2%，上升 3.9 个百分点。

整体看，广州市经济持续保持快速增长，地区生产总值与固定资产投资增速保持在较高水平，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

公司为广州市属一级国有独资企业，业务涉及橡胶轮胎、盐化工、精细化工等领域，是广州市国有大型实业企业集团。旗下拥有广州市华南橡胶轮胎有限公司（以下简称“华南轮胎”）、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。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，填补了 26 项国内、外轮胎工业研发制造空白。2015 年，公司研发投入 1.31 亿元，占营业收入的 2.43%。

公司高级管理人员综合素质较高，管理经验较丰富；公司员工结构符合公司生产经营需要。

总体来看，公司技术工艺先进，能够获得银行的支持。公司经营管理经验丰富，具有良好的企业基础素质。

六、管理分析

跟踪期内，公司高层管理人员、法人治理结构及管理制度未发生重大变动。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是广州市国有大型实业企业集团，目前以橡胶轮胎、盐化工和精细化工为主业。2013～2015 年公司分别实现主营业务收入 57.81 亿元、53.64 亿元、53.96 亿元，年均波动下降 3.39%。2016 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 12.38 亿元，同比增长 19.96%，是 2015 年全年的 22.94%。

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 60%以上，其中 2015 年占 71.09%。2014 年，公司橡胶轮胎业务收入 33.39 亿元，较 2013 年下降 12.51%，主要因为轮胎售价因原材料价格下降而下降所致；2015 年，公司橡胶轮胎业务 38.36 亿元，较 2014 年增长 14.88%，主要原因为：一、从化生产基地产能提升，产量增加；二、公司收购广州珠江轮胎有限公司，于 2015 年 5 月将其纳入合并范围。近三年公司盐化工业务收入规模基本维持稳定，年均波动增长 2.73%，2015 年为 8.40 亿元。近三年公司精细化工业务收入逐年下降，年均复合下降 27.79%，其中 2015 年精细化工收入仅为 5.24 亿元，较 2014 年下降 43.53%，主要是受停止溶剂生产影响。

2016 年 1～3 月，公司橡胶轮胎业务收入为 8.65 亿元，同比增长 27.65%，一是因为公司于 2015 年 5 月合并范围增加广州珠江轮胎有限公司，二是因为公司 2016 年一季度轮胎销量同比增长约 16%；盐化工业务收入为 2.04 亿元，同比小幅下降 2.45%，为 2014 年全年的 24.29%；精细化工业务收入为 1.30 亿元，同比增长 8.12%，为 2015 年全年的 24.81%。

从毛利率来看，得益于主业轮胎原材料橡胶采购价格持续下降和南方碱业创新营销方法，2013～2015 年公司整体毛利率呈逐年上升趋势，2015 年为 18.48%。2016 年一季度，公司整体毛利率为 18.42%，与 2015 年基本持平，其中盐化工业务和精细化工业务因原材料价格下降等原因毛利率较 2015 年分别上升 4.35 个百分点和 2.81 个百分点。

表1　2013~2016年一季度公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
分类	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	38.16	66.01	18.13	33.39	62.25	19.14	38.36	71.09	19.92	8.65	69.87	19.42
盐化工	7.96	13.77	10.55	8.78	16.37	12.30	8.40	15.57	10.36	2.04	16.48	14.71
精细化工	10.05	17.38	11.94	9.28	17.30	10.24	5.24	9.71	15.65	1.30	10.50	18.46
其他	1.64	2.84	45.73	2.19	4.08	37.44	1.96	3.63	32.65	0.39	3.15	15.38
合计	**57.81**	**100.00**	**16.80**	**53.64**	**100.00**	**17.23**	**53.96**	**100.00**	**18.48**	**12.38**	**100.00**	**18.42**

资料来源：公司提供

总体来看，跟踪期内，橡胶轮胎收入稳步增长，盐化工业务运营平稳，精细化工业务受溶剂类业务停产影响有所下降，由于原溶剂类业务毛利低，固对公司整体经营影响不大。

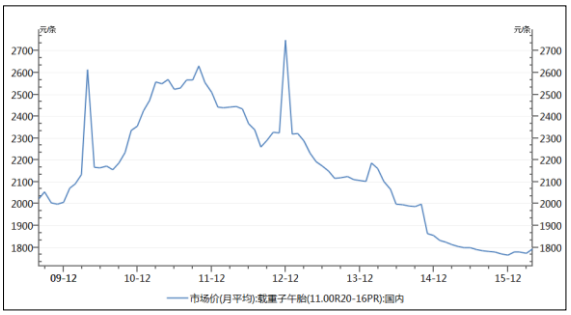
2. 橡胶轮胎

公司橡胶轮胎业务以华南轮胎及其下属企业万力轮胎、丰力轮胎为经营主体，形成了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。2015年，公司橡胶轮胎业务收入38.36亿元，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，摩托车轮胎占比很小。2016年1～3月，公司橡胶轮胎业务收入为8.65亿元，占2015年全年的22.55%。

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，2015年天然橡胶和合成橡胶在轮胎采购总成本中占58%左右，炭黑和钢丝帘线在总采购成本中占22%左右，其他原材料为帘布和化工助剂等。

2015年，公司轮胎总产量为1238.42万套，其中全钢子午胎129.89万套，半钢子午胎1108.53万套。2016年1～3月，公司轮胎总产量为356.06万套，同比增长11.50%，为2015年全年的28.75%。从产能利用率来看，2015年全钢子午胎、半钢子午胎产能利用率分别是118.08%和105.57%，产能利用率高。

图4市场上公司主要产品销售价格变化情况



资料来源：Wind资讯

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，公司近三年轮胎销量呈逐年增加趋势，其中全钢子午胎销量年均复合增长12.73%，2015年销量为121.19万套；半钢子午胎销量年均复合增长6.59%，2015年销量为1129.34万套。从销售价格上看，随着橡胶等主要原材料价格的持续下滑，轮胎售价持续下降。2013～2015年，公司全钢子午胎零售价格年均复合下降18.93%，半钢子午胎零售价格年均复合下降14.02%，2015年分别为850.36元/套和167.75元/套。2016年1～3月，公司全钢子午胎和半钢子午胎销量分别占2015年的26.10%和25.48%，分别为31.63万套和287.70万套。销售价格方面，2016年1～3月公司全钢轮胎销售价格延续了近年来持续走低的趋势，售价为771.52元/套，较2015年下降了9.28%；半钢子午

胎售价为172.37元/套，较2015年售价小幅上涨2.75%。

从销售区域来看，2015年轮胎销售额中国内市场占60.99%，国外市场占39.01%。截至2014年底，公司轮胎产品已经销售至美国、欧洲、中东、澳洲等110多个国家和地区。2015年，公司对前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的24.04%，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，采用氨碱法生产纯碱为主。截至2016年3月底纯碱产能为60万吨/年，是华南地区最大的纯碱企业。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。

近年来，公司盐化工板块营业收入较为稳定。2015年，盐化工板块实现营业收入8.40亿元，同比下降4.33%。

公司纯碱生产所需原燃料包括烟煤、无烟煤、块煤、石灰石、盐和液氨。为了响应珠三角地区环保政策要求，2013年7月开始公司逐步关停蒸汽锅炉，生产所需的蒸汽由附近的能源供应站供应，公司逐步减少对煤炭的采购。2015年，公司停止对烟煤和无烟煤的采购，采购块煤占采购总成本的36%左右。2015年，公司原料石灰石和盐在采购成本中的占比分别是34.31%、26.68%。

生产方面，南方碱业纯碱年生产能力达到60万吨，2013至2015年纯碱产量分别是60.73万吨、60.17万吨和62.97万吨，2016年一季度纯碱产量为14.81万吨，产能利用率高。由于环保的原因，纯碱新产能项目无法获批，近年来公司通过技改增加产能，使得目前纯碱实际产能高于60万吨。

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160至180万吨。2015年公司销售纯碱64.47万吨。近年来纯碱销售价格有所波动，年均复合增长0.58%。2016年1~3月纯碱销售价格有所上升，销售量是2015年全年的22.83%。

表 2　2013～2016 年一季度纯碱销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
销量（万吨）	60.65	61.71	64.47	14.72
均价（元/吨）	1241.72	1352.21	1256.13	1336.35

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40%以上。2015年前五大客户销售额占总销售收入的50.87%，客户较集中。公司销售结算以现金和银行承兑汇票为主，账龄在一个月左右。

4. 精细化工

公司精细化工板块业务收入主要来自于广化集团和珠江化工。2014年珠江化工被划转至万力集团，为公司精细化工板块的核心运营主体。其中，珠江化工为公司内部销售收入最大的企业，销售额占精细化工板块销售额的80%以上。

精细化工生产所需的原料主要有200#汽油溶剂、甲醇、冰醋酸、正丁醇、乙醇等，2015年以上主要原材料占公司原料采购成本总额比例为41.47%。随着生产规模的扩大，公司生产所需的主要原材料采购量整体呈上升趋势。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。

广化集团和珠江化工主要产品为涂料、和溶剂（油墨、甲醛、醋酸乙酯、醋酸丁酯）等化学产品，近年来产能维持稳定，2014年涂料的年产能为5万吨，溶剂的年产能为20万吨。2015年，公司涂料产能为7万吨，依据穗土合字【2014】【0206号】国有土地使用权收储协议，公司下属子公司广州珠江化工集团有限公司下属广州溶剂厂所在地块全部被收储，2014年9月起公司停止溶剂的生产，因此公司2015年溶剂产量为零。2015年，公司涂料产量2.42万吨，产生的销售收入为2.82亿元，除溶剂外其余精细化工产品收入为2.42亿元。因此，公司停止溶剂销售对精细化工业务收入产生较大影响，但对精细化工业务盈利水平影响较小。

销售方面，近两年公司涂料产品销量同比下降38.41%，2015年，公司销售涂料38668吨。公司客户分布较分散，2015年前五大客户合计销售收入占2015年全年精细化工产品销售收入的26.63%，集中度低。

5. 未来发展

截至2016年3月底，公司主要在建项目总投资额29.04亿元，已投资12.89亿元。其中合肥年产200万条绿色载重子午线轮胎生产项目主要为公司出于考虑拓展国内西部轮胎市场而建，项目预计总投资19.88亿元，后续投资主要集中于2016年和2017年。总体看，公司主要在建工程预计投资规模较大，但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。

公司拟建项目主要有总部大楼项目，该项目计划总投资额9.46亿元。

6. 重大事项

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，目前已签订收地协议 6 个地块，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。

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 73.78 亿元，目前公司已收预付款 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。其中 2013～2015 年分别收到 3.08 亿元、5.40 亿元、10.62 亿元，分别计入万力集团合并报表“营业外收入”和“处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额”科目中。

根据广化集团交储的各地块位置及规划用途（多为为二类居住用地），预计政府在 2016 年全部完成公开出让，最终补偿款可在 2017 年全部收到，未来土地补偿款将用于拆迁安置和新厂房的建设。

八、募集资金使用情况

公司于 2015 年 6 月发行的“15 万力 MTN001”募集资金 8 亿元，所募集资金全部按计划用途使用。

九、财务分析

公司提供的2015年度财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2016年1~3月财务数据未经审计。

财务数据合并范围变化方面，2015 年公司合并范围内新增 5 家子公司，共计 44 家子公司。总体看，近三年公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 125.18 亿元，所有者权益合计为 45.16 亿元（其中少数股东权益 4.59 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 53.96 亿元，利润总额 8.83 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 129.92 亿元，所有者权益为 45.85 亿元（其中少数股东权益 4.71 亿元）。2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 12.59 亿元，利润总额 0.50 亿元。

1. 盈利能力

2013～2015年，公司营业收入年复合下降3.39%，2015年实现营业收入53.96亿元，同比增长0.59%，主要系轮胎销售收入下滑所致；同期营业成本为43.99亿元，同比下降0.93%。

期间费用方面，2013～2015年，公司期间费用呈波动增长态势，分别为9.50亿元、8.96亿元和11.50亿元。2015年，公司期间费用营业收入比为21.31%，期间费用管理能力较弱。

2013～2015年，公司资产减值损失波动增长，年复合增长17.55%，2015年为0.83亿元，主要为坏账损失和长期股权投资减值损失。

2013～2015年，公司投资收益快速增长，2015年公司实现投资收益2.14亿元，主要由广州农商行分红0.98亿元和出让子公司广州市东风化工实业有限公司部分股权0.71亿元组成。

2013～2015年，公司营业外收入快速增长，年复合增长57.21%，2015年公司实现营业外收入11.17亿元，主要为公司收到的土地补偿款。2015年公司非经营性损益（投资收益+营业外收入－营业外支出）占利润总额的126.61%，为公司利润的主要来源，公司对非经营性损益依赖度高。

2013～2015年，公司利润总额快速增长，年复合增长39.74%。2015年公司实现利润总额8.83亿元，同比增长67.02%。

从盈利能力指标看，2013～2015年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈现上升趋势，三年平均值分别为8.34 %和12.11%，2015年分别为9.29%和14.04%。

2016年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为12.59亿元、0.50亿元，其中投资收益和营业外收入分别为0.93亿元和0.12亿元，为利润总额主要来源；当期公司营业利润率为18.46%，较2015年有所上升。

总体看，公司主业盈利能力弱，营业外收入及投资收益占利润总额比例高，利润总额对非经营性损益依赖度高，稳定性较差。华南轮胎番禺生产基地搬迁、从化基地扩建、广化集团“退二进三”项目正在运作中，均对公司未来盈利产生一定影响。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2013～2015年，公司经营活动现金流入量波动幅度较大，2015年为69.96亿元；其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动中有所下降，年复合下降3.80%，2015年为59.71亿元。2015年公司收到的其他与经营活动有关的现金9.56亿元，主要为公司下属企业之间的往来款；公司支付的其他与经营活动有关的现金14.29亿元，主要为公司下属企业之间的往来款；公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务收到的现金构成，2015年该部分现金支出46.87亿元。2013～2015年，公司经营活动现金流量净额分别为7.86亿元、2.38亿元和-3.11亿元。从现金收入实现质量来看，2013～2015年，公司现金收入比波动上升，三年平均值为106.99%，2015年为110.67%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2013～2015年，公司投资活动现金流入量波动增长，年复合增长15.20%，2015年为8.70亿元，主要由处置固定资产和其他长期资产收回的现金构成，三年分别为4.29亿元、12.54亿元和5.06亿元，主要系公司收回的土地出让款。近三年公司投资活动现金流出规模波动增长，年复合增长55.13%，2015年为13.62亿元，主要由购建固定资产、无形资

产等支付的现金组成。2013～2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为0.90亿元、-0.70亿元和-4.92亿元，波动幅度较大。

从筹资活动来看，2013～2015年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年复合增长30.50%，2015年为42.26亿元，其中取得借款收到的现金23.18亿元。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务。近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-6.57亿元、2.22亿元和10.47亿元。

2016年1～3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金10.33亿元；公司一季度现金收入比下降至82.03%；公司经营活动产生的现金流量净额为0.78亿元；投资活动产生的现金流量净额为-4.26亿元；筹资活动产生的现金流量净额为3.18亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，收入实现质量尚可；近年来，公司投资活动现金流出规模波动增长，公司经营活动产生的现金流量净额无法覆盖公司投资性资本支出，公司未来存在一定的筹资压力。

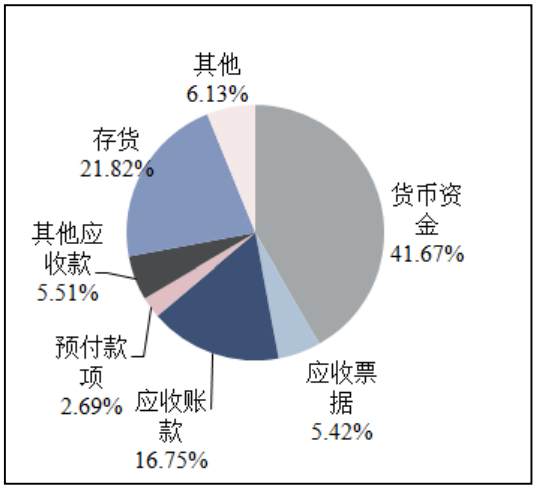
3. 资本及债务结构

资产质量

2013～2015年，随着公司经营规模持续扩张及合并范围变化影响，公司资产规模快速增长，年均复合增长18.24%。截至2015年底，公司资产总额125.18亿元，其中流动资产占39.97%，非流动资产占60.03%。近三年公司资产结构变化不大，以非流动资产为主。

2013～2015年，公司流动资产有所增长，年均复合增长17.49%。截至2015年底，公司流动资产总额50.04亿元，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

图5　2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013～2015年，公司货币资金快速增长，年复合增长28.90%。截至2015年底，公司货币资金20.85亿元，同比增长14.74%，主要为银行存款（占85.08%）。其中使用受限的货币资金为2.00亿元，主要由只能用于职工住房的住房基金账户存款和保证金构成。

2013～2015年，公司应收账款波动增长，年复合增长20.05%。截至2015年底，公司应收账款8.38亿元，同比下降7.86%，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80.10%，1-2年的占6.12%，2-3年的占1.29%，3年以上的占12.50%，整体账龄短。公司共计提坏账准备1.50亿元，计提比例16.18%，坏账风险准备较充足。

2013～2015年，公司其他应收款波动较大。截至2015年底，公司其他应收款账面原值25.42亿元，从账龄分布看，其中账龄在1年以内的占9.71%，1-2年的占2.01%、2-3年的占0.48%，3年以上的占87.80%，共计提坏账准备22.66亿元，账面净值2.76亿元。其中单项计提坏账准备的大额其他应收款债务人为广州国投，如前文“资产划转”部分所述，2010年因公司持有广州国投的债权无法收回，全额计提了坏账。

2013～2015年，公司存货规模波动增长，年复合增长11.13%。截至2015年底，公司存货账面原值11.02亿元，主要由原材料（占21.69%）、库存商品（占66.24%）构成。公司共计提存货跌价准备0.10亿元，存货账面净值10.92亿元。

2013～2015年，公司非流动资产快速增长，年复合增长18.75%。截至2015年底，公司非流动资产合计75.15亿元，主要由固定资产（占60.78%）、在建工程（占5.23%）和可供出售金融资产（占13.66%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产10.27亿元，全部为以成本计量的可供出售权益工具，其中金额较大的包括对广州农村商业银行股份有限公司的投资为3.50亿元，对广州国资产业发展股权投资基金合伙企业的投资1.00亿元，对广州银行的投资5.77亿元。

2013～2015年，公司长期股权投资波动中有所下降，年复合下降9.47%。截至2015年底，公司长期股权投资2.16亿元，同比下降23.29%，主要系公司对联营企业投资减少所致。

2013～2015年，公司投资性房地产不断下降，年复合下降10.76%。截至2015年底，公司投资性房地产1.94亿元，较2014年底下降8.01%。其中房屋建筑物占93.30%，土地使用权占6.70%。

2013～2015年，公司固定资产快速增长，年复合增长22.49%。截至2015年底，公司固定资产原值为73.85亿元，构成主要包括房屋建筑物（占23.89%）、机器设备（占69.76%）；2015年公司累计计提折旧27.94亿元，固定资产净值为45.68亿元，同比增长46.73%，主要是从化1000万条半钢子午线轮胎项目投资转入固定资产所致。

2013～2015年，公司在建工程规模波动下降，年复合下降20.44%。截至2015年底，公司在建工程3.93亿元，其中金额较大的在建工程主要有丰力公司载重轮胎工程项目2.82亿元。

截至2015年底，公司工程物资0.47亿元，主要由湖南昊天搬迁设备和专用设备构成；无形资产4.93亿元，主要为土地使用权。

截至2016年3月底，公司资产总额合计129.92亿元，较2015年底增长3.79%；其中流动资产与非流动资产占比分别为39.80%、60.20%，整体资产结构较2015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，资产流动性有所改善，整体资产质量一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为45.16亿元，较上年底增长22.40%。其中实收资本占53.48%、资本公积占121.16%、未分配利润占-76.06%；其中归属于母公司所有者权益占89.84%，少数股东权益占10.16%。截至2016年3月底，公司所有者权益合计45.85亿元，较2015年底增长1.53%，权益结构较2015年底变化不大。总体看，公司所有者权益稳步增长，稳定性较好。

负债

2013～2015年，公司负债总额快速增长，年复合增长25.06%。截至2015年底，公司负债总额80.02亿元，其中流动负债占63.64%、非流动负债占36.36%，公司以流动负债为主。

流动负债方面，2013～2015年，公司流动负债快速增长，年复合增长15.98%。截至2015年底，公司流动负债合计50.92亿元，主要由短期借款（占15.06%）、应付票据（占11.93%）、应付账款（占21.94%）和其他应付款（占39.72%）构成。

2013～2015年，公司短期借款快速下降，年复合下降16.61%。截至2015年底，公司短期借款7.67亿元，主要由质押借款（占11.34%）、抵押借款（占22.16%）、保证借款（占53.85%）、信用借款（占12.65%）构成。

2013～2015年，公司应付票据波动中有所下降，年复合下降5.24%。截至2015年底，公司应付票据6.07亿元，同比增长2.53%，主要为商业银行承兑汇票。

2013～2015年，公司应付账款波动增长，年复合增长22.38%。截至2015年底，公司应付账款11.17亿元，为应付原材料采购款，账龄以1年以内为主（占94.18%）。

公司其他应付款主要为财政借款、代收代付运费、关联公司往来款、预提费用、拆迁补偿应付安置款等。2013～2015年，公司其他应付款快速增长，年复合增长53.42%。截至2015年底，公司其他应付款20.23亿元，同比增长114.82%，主要是广州工业发展集团有限公司对华轮公司注资7.42亿元，由于工商登记无法完成，退股7.42亿元，计入其他应付款科目所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债3.37亿元，同比下降19.92%，全部为一年内到期的长期借款。

非流动负债方面，2013～2015年，公司非流动负债快速增长，年复合增长47.87%。截至2015年底，公司非流动负债29.10亿元，同比增长19.69%，主要系公司于2015年6月发行8亿元中期票据所致。

2013～2015年，公司长期借款快速增长，年复合增长44.39%。截至2015年底，公司长期借款12.56亿元，主要由抵押借款（占28.50%）、保证借款（占57.25%）、信用借款（占14.25%）构成。公司抵押借款主要是以房产建筑物及土地或在建工程为抵押物从银行取得的借款，其中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2015年底该借款本息尚未归还。除此外，公司到期未偿还的长期借款合计0.27亿元，主要为公司下属子公司因无力支付债权人产生。

2013～2015年，公司长期应付款波动下降，年复合下降15.99%。截至2015年底，公司长期应付款2.37亿元，同比增长39.87%，主要系应付融资租赁款增加所致。

2013～2015年，公司专项应付款波动幅度较大，三年分别为3.45亿元、10.88亿元和2.65亿元，主要为公司子公司广化集团下属企业因广州市政府“退二进三”政策，将原厂区土地纳入政府三旧改造收到的土地补偿款及职工安置款。

从有息债务来看，2013～2015年，公司全部债务快速增长，年复合增长19.32%。截至2015年底，公司全部债务39.58亿元，其中短期债务占43.25%，长期债务占56.75%，债务结构以长期债务为主。

从债务指标来看，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈增长趋势，三年平均值分别为62.42%、45.79%和27.55%，截至2015年底，分别为63.92%、46.71%和33.22%。公司债务负担有所加重，财务弹性一般。

截至2016年3月底，公司负债合计84.07亿元，较2015年底增长5.06%，主要来自短期借款和长期借款的增长。有息债务合计44.97亿元，其中短期债务占44.83%、长期债务占55.17%。结构较2015年底变化不大。截至2016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64.71%、49.51%、35.11%，三项指标均有所上升。

跟踪期内，公司整体债务规模快速增长，债务负担有所加重。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013～2015年，公司的流动比率和速动比率波动增长，三年平均值分别为98.88%和78.45%，2015年分别为98.26%和76.82%。截至2016年3月底，上述指标分别为97.00%和76.48%。从现金流对短期债务保护程度来看，2013～2015年，公司经营现金流动负债比均值为2.90%，2015年为-6.10%。整体看，近年来公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2013～2015年，随着公司盈利能力增加，公司EBITDA快速增长，三年分别为8.30亿元、9.16亿元和13.28亿元；同期，公司全部债务/EBITDA波动下降，分别为3.35倍、3.54倍和2.98倍；EBITDA利息倍数逐年上升，分别为5.77倍、6.19倍和7.51倍。总体看，长期偿债能力较好。

目前公司待偿还债券为“15万力MTN001”，额度为8亿元，将于2020年6月到期；2015年公司经营活动产生的现金流入量69.96亿元，是待偿还债券“15万力MTN001”的8.75倍，覆盖程度高；经营活动产生的现金流量净额为-3.11亿元，不具备保障能力；截至2015年底，公司EBITDA是待偿还债券“15万力MTN001”的1.66倍，对公司所发债券保障程度一般。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强。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司共获得各银行授信额度64.70亿元。其中，尚未使用授信额度为29.97亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 重大诉讼

公司子公司珠化集团制漆厂一分厂位于芳村区招村大街11号，2008年1月16日珠化集团与广州市恒利房地产开发有限公司（以下简称”恒利公司”）签订了《广州制漆一分厂拆迁补偿合同》，约定珠化集团将一分厂的土地及地面建筑物交给恒利公司，并由其拆迁，恒利公司采用货币方式补偿珠化集团7200万元；另因广州市大冲口涌综合整治工程需要，需拆迁制漆厂一分厂位于大冲口涌招村大街11号的部分物业，珠化集团与广州市荔湾区建设和园林绿化局（以下简称“园林绿化局”）签订了《大冲口涌综合整治工程拆除房屋及附属设施补偿协议》，约定园林绿化局给珠化集团各种补偿共1815.59万元，珠化集团已收到其中的1452.47万元（暂挂账于“其他应付款”）。

由于珠化集团和恒利公司对《广州制漆一分厂拆迁补偿合同》存在纠纷，珠化集团尚未收到恒利公司的任何补偿款。珠化集团已对此事项向广州市中级人民法院提起诉讼，经广州市中级人民法院和广东省高级人民法院两次审判，均判珠化集团胜诉。但恒利公司2011年已向最高人民法院提出再审申请，并获受理。2011年11月，最高人民法院已将案件发回广东省高级人民法院重审。2015年12月4日，广东省高级人民法院做出终审判决，判恒利公司向珠花集团支付拆迁补偿款及违约金共计1.07亿元，截至2015年底，恒利公司尚未履行法院判决。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（机构信用代码：G1044010401493120J），截至2016年5月6日，公司本部无未结清信不良和关注类信贷记录，但如长期借款部分所述，公司下属子公司存在违约记录，公司整体履约能力一般。

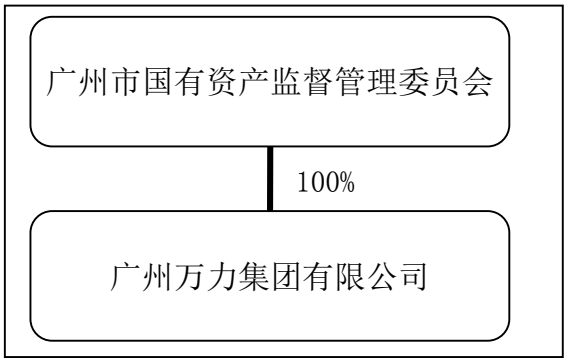
7. 抗风险能力

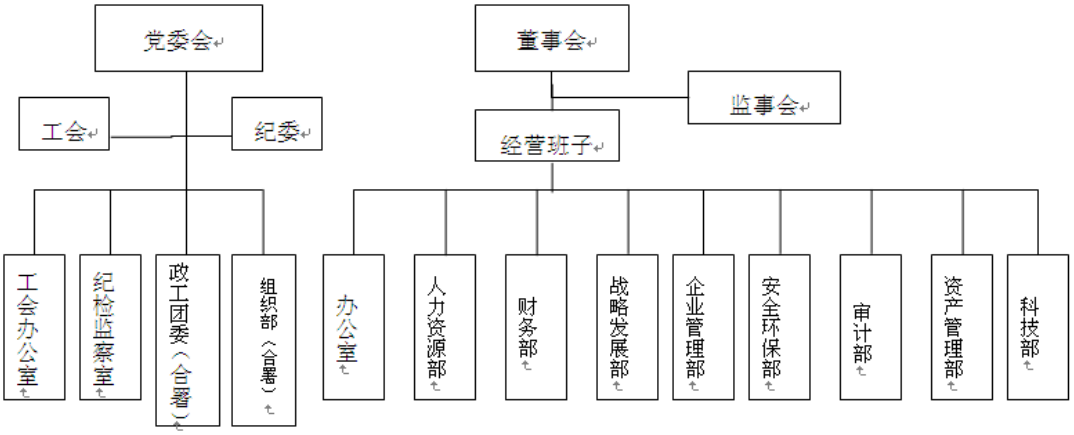
公司是广州市国有大型实业企业集团，目前以橡胶轮胎、盐化工、精细化工为主业，资产和收入规模较大，债务负担尚可，政府支持力度大。公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“15万力MTN001”的信用等级为AA。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　截至 2016 年 3 月底公司土地交储补偿情况

（单位：亿元）

土地	收地协议	预付款情况			总补偿款预测							备注		
		预付款额	已收预付款	未收预付款	用地面积（万㎡）	容积率	可出让经营性建筑面积	预计土地拍卖价（元/㎡）	补偿比例	预计总补偿款	按预计总补偿额计应收未收的金额	拆迁支出	土地款收回情况	土地拍卖情况
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	21.25	15000.00	0.6	19.13	17.53	1.16	土地尚未拍卖	政府计划2016年正式挂牌出让
南岗地块	已签订，按“公开出让，收益支持”方式一	2.57	2.31	0.26	18.67	2	18.67	9000.00	0.6	10.08	7.77	1.51	土地尚未拍卖	政府计划2016年正式挂牌出让
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	16.04	9000.00	0.6	8.66	4.74	0.93	土地尚未拍卖	政府计划2016年正式挂牌出让
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	47.29	9000.00（其中18.98万㎡收储价为6000.00元/㎡）	0.6	22.12	14.38	1.15	土地尚未拍卖	政府计划2016年正式挂牌出让
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	7.82	10000.00	0.65	5.08	4.78	0.72	土地尚未拍卖	政府计划2016年挂牌拍卖
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	2.2	13.40	10000.00	0.65	8.71	4.09	0.55	土地尚未拍卖	政府计划2016年挂牌拍卖
合计	--	**11.19**	**9.58**	**1.61**	**76.03**	--	**124.47**	--	--	**73.78**	**53.29**	**6.02**	--	--

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.50	21.36	24.74	24.26
资产总额(亿元)	89.54	100.94	125.18	129.92
所有者权益(亿元)	38.37	36.90	45.16	45.85
短期债务(亿元)	18.87	20.86	17.12	20.16
长期债务(亿元)	8.93	11.58	22.46	24.81
全部债务(亿元)	27.80	32.44	39.58	44.97
营业收入(亿元)	57.81	53.64	53.96	12.59
利润总额(亿元)	4.52	5.29	8.83	0.50
EBITDA(亿元)	8.30	9.16	13.28	--
经营性净现金流(亿元)	7.86	2.38	-3.11	0.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.42	4.98	4.80	--
存货周转次数(次)	5.05	5.72	5.00	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.56	0.48	--
现金收入比(%)	111.61	97.79	110.67	82.03
营业利润率(%)	16.28	16.56	17.99	18.46
总资本收益率(%)	7.55	7.28	8.92	--
净资产收益率(%)	9.90	10.38	14.04	--
长期债务资本化比率(%)	18.87	23.89	33.22	32.92
全部债务资本化比率(%)	42.01	46.79	46.71	49.51
资产负债率(%)	57.14	63.45	63.92	64.71
流动比率(%)	95.76	101.99	98.26	97.00
速动比率(%)	72.40	85.19	76.82	76.48
经营现金流动负债比(%)	20.76	5.99	-6.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.77	6.19	7.51	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.35	3.54	2.98	--

注：1. 2016 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 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	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 5 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。