

跟踪评级公告

联合[2017]1320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，评级展望稳定，并维持“15万力MTN001”及“16广州万力MTN001”AA的信用等级。

特此公告。



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
16 广州万力 MTN001	8 亿元	2016/8/18-2021/8/18	AA	AA

跟踪评级时间: 2017 年 7 月 3 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.36	24.74	24.91	24.62
资产总额(亿元)	100.94	125.18	130.07	132.71
所有者权益(亿元)	36.90	45.16	42.92	41.58
短期债务(亿元)	20.86	17.12	18.97	24.41
长期债务(亿元)	11.58	22.46	35.63	33.58
全部债务(亿元)	32.44	39.58	54.59	57.99
营业收入(亿元)	53.64	53.96	57.06	11.41
利润总额(亿元)	5.29	8.83	1.40	-1.33
EBITDA(亿元)	9.16	13.28	7.36	--
经营性净现金流(亿元)	2.38	-3.11	-1.05	-0.80
营业利润率(%)	16.56	17.99	11.69	11.91
净资产收益率(%)	10.38	14.04	1.55	--
资产负债率(%)	63.45	63.92	67.00	68.67
全部债务资本化比率(%)	46.79	46.71	55.98	58.24
流动比率(%)	101.99	98.26	113.12	105.44
经营现金流流动负债比(%)	5.99	-6.10	-2.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.54	2.98	7.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.31	8.24	3.55	--

注: 1. 2017 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

陈婷 刘哲

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“3+1”发展布局。跟踪期内,公司轮胎生产基地完成搬迁,生产规模得以扩张,营业收入保持稳定。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、受搬迁停产及环保整改等事件影响,公司主业盈利能力进一步减弱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。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,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“15 万力 MTN001”及“16 广州万力 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”)和广州化工集团有限公司(以下简称“广化集团”)经营历史较长,生产规模大,品牌知名度高,公司整体经营规模稳定。
2. 根据广州市政府整体规划,公司下属子公司广化集团的 6 块生产用地,合计用地面积 76.03 万平方米,已列入广州市政府经营性储备用地计划,未来资产增值收益有望提升公司资本实力。
3. 2016 年,公司轮胎生产基地搬迁完成,生产能力大幅提升。

关注

1. 中国轮胎行业结构性产能过剩，行业竞争激烈；且外依存度较高，不利于轮胎行业的稳定发展。
2. 华南轮胎搬迁、南方碱业环保整改及广化集团“退二进三”项目正在进行中，对公司正常生产和经营存在一定的影响；拆迁补偿进度受涨幅影响大，存在不确定性。
3. 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。

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”及“16广州万力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2017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。

公司经营范围为资产管理(不含许可审批项目)。

截至2017年3月底,公司下设人力资源部、财务部、战略发展部等职能部门(见附件1);公司合并范围主要包括13家二级子公司,25家三级子公司和5家四级子公司。

截至2016年底,公司(合并)资产总额为130.07亿元,所有者权益合计为42.92亿元(其中少数股东权益4.37亿元)。2016年,公司实现营业收入57.06亿元,利润总额1.40亿元。

截至2017年3月底,公司(合并)资产总额132.71亿元,所有者权益为41.58亿元(其中

少数股东权益4.14亿元)。2017年1~3月,公司实现营业收入11.41亿元,利润总额-1.33亿元。

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,募集资金已全部使用完毕,详细情况见下表:

表1 截至2017年3月底存续债券情况(单位:亿元)

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
15万力MTN001	8	2015-6-12	2020-6-12	否	是
16广州万力MTN001	8	2016-8-18	2021-8-18	否	--

资料来源:中国货币网

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年,

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

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

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

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，

居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

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

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

预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

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。

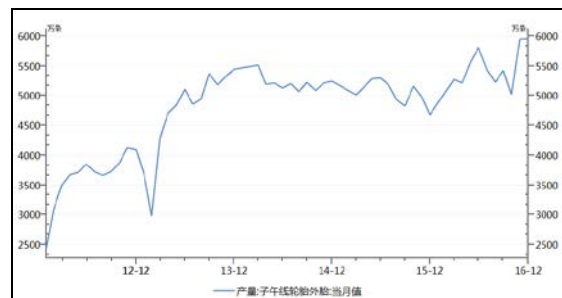
1. 橡胶轮胎行业

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，受美国等国际市场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，2016 年中国轮胎企业总产量 6.10 亿条，同比增长 7.9%，其中，子午胎 5.65 亿条，同比增长 9.7%，斜交胎 0.45 亿条，下降 10%，子午化率达 92.6%，子午胎产品中，全钢胎 1.21 亿条，增长 10%，半钢胎 4.44 亿条，增长 9.6%。

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。2016 年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，低开工率及高库存影响行业内企业相互压价，产品价格重心向下。

图 1 中国子午线轮胎产量

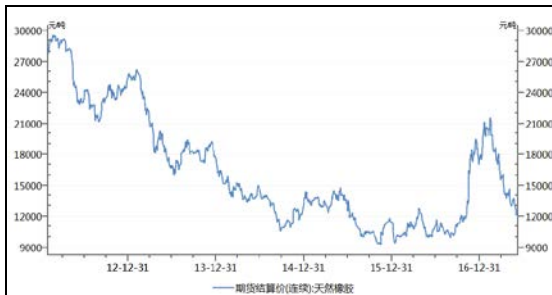


资料来源: Wind 资讯

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。2016 年全年，天然橡胶价格大幅上涨，年初价格为 9760 元/吨，年末为 16380 元/吨，全年涨幅 67.83%；尤其是在进入 9 月之后，价格不断刷出新高，行情持续上涨，主要原因包括：主要产地泰国、马来西亚等国受雨水气候影响，天然橡胶减产严重；另一方面，国内主要保税港区天然橡胶库存较低，国内轮胎企业开工率处于高位的供需情况进一步拉高了天然橡胶价格。2017 年初开始，天然橡胶价格再次下滑，截至 2017 年 3 月底，天然橡胶期货结算价为 15800 元/吨。

落脚到轮胎层面，短期轮胎成本将因天胶及合成胶价格上涨过快而遭受较大压力。但预计轮胎厂后期陆续将通过小幅涨价以及内部成本管控来缓解部分成本上涨压力。但因轮胎企业在产业链里的地位弱，所以原材料涨价因素只能通过轮胎涨价消化一部分，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，短期天胶合成胶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。2016年中国汽车产销2811.9万辆和2802.8万辆,同比增长14.5%和13.7%,产销量再创历史新高,为轮胎行业的发展提供了持续的动力。2016年,中国汽车保有量达1.94亿辆,为历史最高水平,但仍与欧美国家有很大差距。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。2016年初,美国商务部宣布对进口自中国的卡车和公共汽车轮胎发起“双反”调查;同年3月,美国国际贸易委员会投票作出该案“双反”产业损害肯定性初裁;当年8月,美国商务部发布初裁中国输美卡客车轮胎倾销,双反税率超过40%;经过长时间的发酵,2017年2月,美国国际贸易委员会宣布对中国卡客车轮胎的反倾销和反补贴税调查案做出否定裁决,意味着美国不会对中国进口的卡客车轮胎实施任何关税。“双反”案最终由中方取得胜利,但是美国对于中国轮胎出口的打压一直以来都存在,未来中国轮胎企业或将面对更严厉的双反压力。

新政方面,由中国橡胶工业协会发布的《轮胎分级标准》、《轮胎标签管理规定》将于2016年9月15日开始实施。中国轮胎行业一直以来企业多,产量高,没有统一的标签体系。

标签制度实施以后,消费者可以有效加强对轮胎企业的监督管理。《轮胎标签分级标准》的正式起步顺应了当前橡胶轮胎行业发展的大趋势,可以进一步整合国内资源、淘汰兼并落后产能,将品牌做大做强,大力发展绿色轮胎。

2. 化工行业

盐化工行业

公司盐化工业务以纯碱为主。

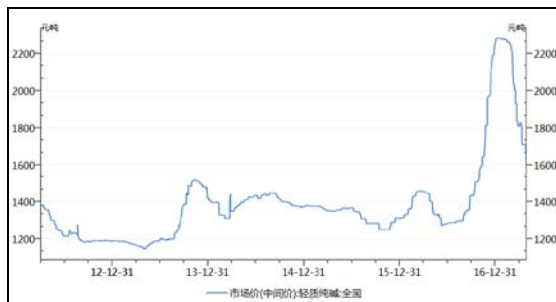
纯碱行业作为重要的工业原料制造业之一。从历年市场走势分析看,纯碱价格变动周期在3~4年左右;每个周期在达到纯碱企业成本线后,纯碱企业亏损,承受度减弱,逐步开始检修限产,整体供量缩减,价格开始反弹再次进入上行周期。经历2011~2015年市场下滑周期,自2016年纯碱进入上行周期。2016年一季度受山东海化集团有限公司停产影响,纯碱市场供应紧张,价格大幅上涨。4月份开始行业开工率快速提高,下游需求支撑不足,价格出现大幅下滑。三季度行业进入集中检修期,市场供需趋于平衡,尤其是玻璃线的复产对重灰需求有拉动,市场价格小幅上涨;四季度,环保趋严,行业开工率受限,纯碱供应紧张,价格持续大幅上涨。截至2016年底,国内共有43家纯碱企业,总体纯碱产能约2970万吨,同比减少约1.4%,实际产量约2588万吨,产能利用率为86%。

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。其中,2011~2014年中国原盐产量一直保持在6000万吨/年以上,2015年中国原盐产量降至5975万吨,截至2016年底再次回升至6310万吨。从工业盐价格走势看,华南地区原盐市场价格从2014年400元/吨左右开始下降到2016年底的270元/

吨。原盐价格持续走低，降低了纯碱企业的原材料成本。

下游方面，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。2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%。2017年1~2月，全国房地产开发投资9854亿元，同比增长8.9%，增速较去年全年提高2个百分点。同期，房屋新开工面积17238万平方米；其中，住宅新开工面积12410万平方米，同比增长14.8%。总体看，随着房地产调控政策持续深化，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，纯碱价格表现出了较强的波动性和周期性。2013年以来，轻质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，最高达到2286元/吨；2017年开始，开工率大幅提高，需求支撑不足，价格再次大幅下滑，截至2017年3月底，轻质纯碱市场价为1811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2017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”。2016年，“万力”品牌获得广东省名牌产品荣誉称号、中国标准创新贡献二等奖。

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

跟踪期内，公司高层管理人员、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

华南轮胎工厂搬迁

2016年5月11日，子公司广州市华南橡胶轮胎有限公司（以下简称“华南轮胎”）与广州市土地开发中心签订《收回国有土地使用权补偿协议》（穗土合字[2016]0067号），根据协议，华南轮胎番禺地块158863.17平方米纳入政府储备用地，华南轮胎按土地最终拍卖成交价的60%计算收取土地补偿款。华南轮胎于2016年正式启动番禺工厂搬迁工作，2016年

2月华南轮胎总部搬迁至从化生产基地，2016年4月1日半钢轮胎开始减产，6月30日半钢轮胎全部停产并启动搬迁工作；2016年12月31日番禺工厂全面停产，预计在2017年12月1日之前土地移交。2016年华南轮胎收到广州市土地开发中心支付的补偿预付款2.84亿元，用于安置职工支出为1.52亿元，弥补停产设备折旧0.14亿元，余额1.18亿元转入营业外收入。

南方碱业土地收回国有并获得补偿

南方碱业2016年2月26日与广州市白云区人民政府征地办公室签订《广州铁路枢纽东北货车外绕线项目（白云区段）收回南方碱业股份公司国有土地使用权补偿协议书》，因广州铁路枢纽东北货车外绕线项目建设需要，须收回南方碱业位于白云区太和镇龙归硝盐矿国有用地。矿区面积为3.084平方公里，拆迁地上建（构）筑物5796.14平方米，相关的设备设施一批。本次收回国有土地及资产补偿总金额39869.97万元。2016年南方碱业已收到31895.98万元，扣除相关资产账面价值后净额结转至营业外收入。

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。2016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 73.78 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。2016 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。

2016 年，公司实现营业收入 57.06 亿元，同比增长 5.75%。分板块来看，橡胶轮胎板块是公司收入的主要来源，近年来占公司主营业务收入均在 60% 以上，并且占比不断提升，2016 年占 72.86%。2016 年，公司橡胶轮胎业务收入 41.57 亿元，同比增长 8.37%，主要由于从化生产基地产能逐步提升，半钢子午胎 2016 年销量及销售价格均有所提升。跟踪期内，盐化工业务收入同比下降 12.02% 至 7.39 亿元，主要由于南方碱业矿区关停，产量减少；

精细化工业务收入同比有所提升，2016 年为 5.97 亿元，主要由于涂料销量大幅提升。

从毛利率来看，受轮胎业务搬迁停产、原材料价格普遍上涨等因素影响，2016 年公司综合毛利率 12.51%，同比减少 5.97 个百分点。其中，橡胶轮胎板块毛利率下滑较为突出，当期实现毛利率 11.67%，较 2015 年减少 8.25 个百分点；盐化工和精细化工板块毛利率较上年均小幅提升，分别为 11.61% 和 17.32%；其他业务板块毛利率同比减少 14.02 个百分点至 18.63%。

2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 11.41 亿元，同比下降 9.38%；当期综合毛利率为 12.23%，较 2016 年变化不大。变动较大的板块主要是盐化工板块，当期营业收入为 0.50 亿元，毛利率 5.75%，主要由于 2016 年 12 月，南方碱业停产整改，至 2017 年 2 月 22 日申请复产，期间约两个月的停产影响了公司的正常生产经营。

表 2 2014~2017 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	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
橡胶轮胎	33.39	62.25	19.14	38.36	71.09	19.92	41.57	72.86	11.67	8.97	78.62	10.67
盐化工	8.78	16.37	12.30	8.40	15.57	10.36	7.39	12.96	11.61	0.50	4.41	5.75
精细化工	9.28	17.30	10.24	5.24	9.71	15.65	5.97	10.46	17.32	1.30	11.41	19.65
其他	2.19	4.08	37.44	1.96	3.63	32.65	2.12	3.72	18.63	0.63	5.56	24.31
合计	53.64	100.00	17.23	53.96	100.00	18.48	57.06	100.00	12.51	11.41	100.00	12.23

资料来源：公司提供

跟踪期内，橡胶轮胎收入稳步增长，盐化工业务受整改停产影响较大，精细化工业务较为稳定；受轮胎主要原材料价格上涨影响，公司综合毛利率有所下滑。

2. 橡胶轮胎

跟踪期内，公司将华南轮胎及其下属企业广州万力轮胎商贸有限公司（以下简称“万力商贸”）、广州丰力橡胶轮胎有限公司（以下简称“丰力轮胎”）相关业务，整合至万力股份，目前，公司所有轮胎业务均由万力股份负责运营，已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。截至2016年底，万力股份资产总额55.72亿元，净资产9.83亿元，公司直接持有万力股份59.66%的股权，华南轮胎持有40.34%的股权；2016年，万力股份实现营业收入35.41亿元，利润总额-1.03亿元（2015年为-1.53亿元），万力股份2016年亏损主要由于原材料价格上涨的同时产品价格调整滞后等。

2016年，公司橡胶轮胎业务收入41.57亿元（包括万力股份及已停产的华南轮胎的轮胎销售收入及少量子公司广州双一乳胶制品有限公司的乳胶产品收入），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，2016年天然橡胶和合成橡胶在轮胎采购总成本中占49%左右，炭黑和钢丝帘线在总采购成本中占20%左右，其他原材料为帘布和化工助剂等。2016年，轮胎主要原材料价格上涨明显，尤其是钢丝帘线，涨幅接近一倍，使得整体轮胎成本大幅增长，利润空间受到挤压。

表3 2015~2016年轮胎原材料采购情况

(单位：吨、元/吨)

原材料	2015年		2016年	
	采购量	均价	采购量	均价
天然橡胶 ¹	79330	8920	47820	8680
合成橡胶	36311	9310	41607	9610
炭黑	49383	3950	58184	3380
钢丝帘线	27997	6990	38031	12935

资料来源：公司提供

2016年，公司轮胎总产量为1427.20万套，其中全钢子午胎123.20万套，半钢子午胎1304.00万套。2017年1~3月，公司轮胎总产量为312.85万套，同比下降12.14%。从产量分布来看，2016年受华南轮胎搬迁影响，番禺生产基地产量大幅下降，尤其是半钢子午胎产量同

¹ 2015年公司根据天然橡胶价格走势，策略性储备了大量天然橡胶，故2016年采购量同比大幅下降。

比下降44.74%至244.00万套，大部分业务转移至从化基地。从化基地半钢子午胎产能为1000万套。从产能利用率来看，2016年全钢子午胎、半钢子午胎产能利用率分别是112.00%和96.36%，产能利用率高。

表4 2014~2017年一季度轮胎产量情况

(单位：万套)

产量		2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
全钢子午胎	番禺	101.20	129.89	116.00	--
	合肥	--	--	7.2	18.50
半钢子午胎	番禺	420.95	441.57	244.00	--
	从化	581.22	666.96	1060.00	294.35
合计		1074.70	1103.37	1427.20	312.85

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，公司轮胎销量稳定增长，其中全钢子午胎销量同比小幅增长，2016年销量为124.00万套；半钢子午胎销量同比增长6.61%，2016年销量为1204.00万套。从销售价格上看，由于万力股份产品价格调整相对滞后，2016年全钢子午胎销售均价有所下降，半钢子午胎售价有所提升。2017年1~3月，公司全钢子午胎和半钢子午胎销量分别占2016年的21.33%和24.80%，分别为26.45万套和298.61万套，全钢子午胎同比稍有下降。销售价格方面，2017年1~3月公司全钢轮胎销售价格有所反弹，售价为873.48元/套；半钢子午胎售价为172.62元/套，较2016年售价小幅上涨。

表5 2015~2017年一季度度轮胎销售情况

销售量(万套)	2015年	2016年	2017年1-3月
全钢子午胎	121.19	124.00	26.45
半钢子午胎	1129.34	1204.00	298.61
销售价格(元/套)	2015年	2016年	2017年1-3月
全钢子午胎	850.36	760.25	873.48
半钢子午胎	167.75	170.09	172.62

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2016年轮胎销售额中国

内市场占63.60%，国外市场占36.40%。截至2016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，拥有“万力”品牌销售代理商88个，“SUNNY”品牌销售代理商45个。跟踪期内，海外市场销量保持增长，2016年实现738.35万套的海外销量，同比增长22.97%。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150余家经销商、约3442家分销商组成的销售网络。2016年，公司对前五名客户的销售金额占当期主营业务收入的22.83%，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2016年底，南方碱业资产总额9.64亿元，净资产6.82亿元，公司持有其80.57%的股权；南方碱业2016年实现营业收入7.54亿元，利润总额2.51亿元，同比增长912.92%，其中营业外收入2.65亿元。公司主要采用氨碱法生产纯碱。截至2017年3月底纯碱产能为45万吨/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。

2016年12月，广州市环保局对南方碱业公司进行现场检查，检查过程中发现南方碱业清废液取样管和在线监测水样存在异常，责令南方碱业进行整改，南方碱业于12月23日进行停产整治，经过近两个月的环保整改，于2017年2月22日向市环保局申请复产，目前生产经营正常，废水排放达标，生产负荷受废水总量限制控制在50~60%。

受上述因素影响，2016年，公司盐化工板块实现营业收入7.39亿元，同比下降12.02%；

2017年一季度收入为0.50亿元，同比大幅下滑。

公司纯碱生产所需原燃料包括块煤、石灰石、盐和液氨。2016年，公司采购块煤占采购总成本的37%左右；原料石灰石和盐在采购成本中的占比分别是27.21%、35.48%。

生产方面，南方碱业纯碱年生产能力达到45万吨（实际产能为60万吨，受环保废水限制及龙归盐矿关停影响有所降低），2016年纯碱产量56.52万吨，2017年一季度纯碱产量为3.49万吨，同比下降79.07%。受短期停产及环保因素影响，跟踪期内产能有所下降，产能利用率约为75%。

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。2016年公司销售纯碱56.49万吨。近年来纯碱销售价格有所波动，2016年整体纯碱价格呈上升态势，公司纯碱销售均价为1289.92元/吨，2017年一季度大幅上升至1616.17元/吨。

表6 2014~2017年一季度纯碱产销情况

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
产量(万吨)	60.17	62.97	56.52	3.49
销量(万吨)	61.71	64.47	56.49	3.09
均价(元/吨)	1352.21	1256.13	1289.92	1616.17

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70%以上。2016年前五大客户销售额占总销售收入的67.49%，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2016年底，广化集团作为公司的全资子公司，资产总额14.39亿元，净资产7.45亿元，2016年实现营业收入1.99亿元，利润总额-0.18亿元。精细化工其他运营主体板块梧州黄埔化工药业有限公司及珠海砺锋化学有限公等，主要生产涂料、樟脑冰片、丁苯乳胶等产品。

2016年公司精细化工板块实现销售收入5.97亿元，同比增长13.93%；2017年一季度实现销售收入1.30亿元，同比持平。

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，2016年以上主要原材料占公司原料采购成本总额比例为21.24%。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，2016年，公司涂料产能为6万吨，当年实际产量为4.05万吨，产生的销售收入为4.32亿元，是精细化工板块的主要收入来源。

销售方面，2016年公司涂料产品销量同比大幅增长30.20%至43242吨。公司客户分布较分散，2016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14.27%，集中度低。

5. 未来发展

截至2017年3月底，公司主要在建项目总投资额25.27亿元，已投资14.56亿元。其中从化基地丰力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2017年3月底，已投入资金14.48亿元，目前土建

部分已转固。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10.80亿元，其中5.40亿元为自有资金，预计2017年9月正式开工建设。

十、财务分析

公司提供的2016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。2017年1~3月财务数据未经审计。

财务数据合并范围变化方面，2016年公司无新纳入合并范围的子公司和不再纳入合并范围的子公司，合并范围内子公司共计43家。截至2017年3月底，公司合并范围较2016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。

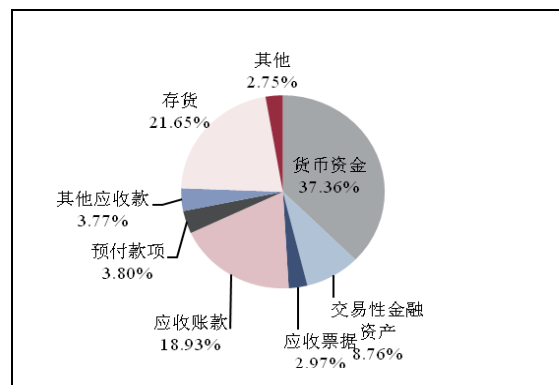
1. 资产质量

流动资产

截至2016年底，公司资产总额130.07亿元，其中流动资产占39.02%，非流动资产占60.98%。公司资产结构变化不大，以非流动资产为主。

截至2016年底，公司流动资产总额50.75亿元，同比变化不大，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

图4 2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2016 年底,公司货币资金 18.96 亿元,同比下降 9.08%,主要为银行存款(占 93.04%)。其中使用受限的货币资金为 0.85 亿元,受限规模小。

截至 2016 年底,公司应收账款 9.61 亿元,同比增长 14.65%,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 83.96%,整体账龄短。公司共计提坏账准备 1.63 亿元,计提比例 14.50%,坏账风险准备较充足。

截至 2016 年底,公司存货账面原值 11.22 亿元,同比变化不大,主要由原材料(占 28.16%)、库存商品(占 46.88%)构成。公司共计提存货跌价准备 0.26 亿元,存货账面净值 10.99 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底,公司非流动资产合计 79.32 亿元,主要由固定资产(占 61.78%)和可供出售金融资产(占 13.18%)构成。

截至 2016 年底,公司可供出售金融资产 10.45 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。

截至 2016 年底,公司固定资产原值为 77.19 亿元,同比增长 26.54%,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 24.52%)、机器设备(占 66.24%);2016 年公司累计计提折旧 28.02 亿元,计提减值准备 0.17 亿元,固定资产账面价值为 49.00 亿元,其中,固定资产受限部分价值 2.88 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司资产总额合计 132.71 亿元,较 2016 年底变化不大;其中流动资产与非流动资产占比分别为 39.63%、60.37%,整体资产结构较 2016 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,设备占比较高;流动资产中货币资金、应收账款和存货占比较高,资产流动

性一般,整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底,公司负债总额 87.15 亿元,同比增长 8.91%,其中流动负债占 51.48%、非流动负债占 48.52%,公司负债结构有所调整,但仍以流动负债为主。

流动负债方面,截至 2016 年底,公司流动负债合计 44.87 亿元,同比下降 11.89%,主要由短期借款(占 31.49%)、应付账款(占 19.27%)和其他应付款(占 31.25%)构成。

截至 2016 年底,公司短期借款 14.13 亿元,同比增长 84.27%,主要由质押借款(占 6.94%)、抵押借款(占 24.49%)、保证借款(占 65.46%)、信用借款(占 3.11%)构成。截至 2016 年底,公司逾期尚未偿还的短期借款 0.90 亿元²。

截至 2016 年底,公司应付账款 8.65 亿元,为应付原材料采购款,账龄以 1 年以内占 48.67%、1 年至 2 年占 45.90%。

公司其他应付款以预提费用和一般往来款为主。截至 2016 年底,公司其他应付款 14.02 亿元,其中,账龄超过一年的重要其他应付款 4.52 亿元,主要系历史遗留挂账。

非流动负债方面,截至 2016 年底,公司非流动负债 42.28 亿元,同比增长 45.30%,主要系应付债券增长,构成主要以长期借款(占 44.25%)和应付债券(占 37.59%)为主。

截至 2016 年底,公司长期借款 18.71 亿元,主要由抵押借款(占 17.90%)、保证借款(占 56.49%)、信用借款(占 25.60%)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主,截至 2016 年底,公司已逾期未偿还的长期借款 0.27 亿元,主要为公司下属子公司因无力支付债权人产生。

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 2016 年底该借款本金尚未归还。

截至 2016 年底,公司应付债券 15.89 亿元,主要系“15 万力 MTN001”8 亿元和“16 广州万力 MTN001”8 亿元。

从有息债务来看,截至 2016 年底,公司全部债务 54.59 亿元,其中短期债务占 34.75%,长期债务占 65.25%,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 67.00%、55.98% 和 45.36%。公司债务负担有所加重。

截至 2017 年 3 月底,公司负债合计 91.13 亿元,较 2016 年底有所增长,主要来自短期借款的增长。有息债务合计 57.99 亿元,其中短期债务占 42.10%、长期债务占 57.90%,短期债务占比有所提升。截至 2017 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 68.67%、58.24%、44.68%,三项指标均有所上升。

跟踪期内,公司整体债务规模有所增长,债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2016 年底,公司所有者权益为 42.92 亿元,较上年底下降 4.96%。其中实收资本占 50.56%、资本公积占 114.68%、未分配利润占 -76.54%;其中归属于母公司所有者权益占 89.81%,少数股东权益占 10.19%。截至 2017 年 3 月底,公司所有者权益合计 41.58 亿元,较 2016 年底小幅下降,权益结构较 2016 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。

总体看,公司所有者权益不断下降,存在大额累计未弥补亏损,质量较差,稳定性一般。

3. 盈利能力

2016 年,公司营业收入 57.06 亿元,同比增长 5.75%,主要系橡胶轮胎收入增长所致;

同期营业成本为 49.92 亿元,同比增长 13.49% 公司营业利润率 11.69%,同比减少 6.30 个百分点,主要由于受轮胎原材料价格上涨影响,轮胎板块毛利率大幅下降。

2016 年,公司期间费用 11.85 亿元,期间费用收入比为 20.77%,期间费用管理能力较弱,对利润侵蚀影响大。

2016 年公司实现投资收益 1.13 亿元,同比下降 47.11%,2015 年投资收益 2.14 亿元,主要由于当期出让子公司部分股权 0.71 亿元;2016 年投资收益主要系广州农商行分红 0.70 亿元及广州银行分红 0.24 亿元,分红近年来较为稳定。近年来,公司营业外收入受土地出让进度影响波动较大。2016 年公司实现营业外收入 5.42 亿元,主要为公司确认的土地补偿款预付款(其中:南方碱业 2.50 亿元,华南轮胎 1.18 亿元)。2016 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。

受主要板块毛利率下降、非经营性损益大幅下滑等因素影响,2016 年公司实现利润总额 1.40 亿元,同比大幅下降 84.14%。

从盈利能力指标看,2016 年,公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.75% 和 1.55%,公司盈利能力很弱。

2017 年 1~3 月,公司实现营业收入和利润总额分别为 11.41 亿元、-1.33 亿元,其中投资收益和营业外收入分别为 0.93 亿元和 0.10 亿元,为利润总额主要来源;当期公司营业利润率为 11.91%,较 2016 年变化不大。

总体看,公司主业盈利能力弱且持续下滑,营业外收入(以土地补偿款为主)及投资收益占利润总额比例极高,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;拆迁补偿进度受涨幅影响大,存在不确定性。

4. 现金流及保障

从经营活动来看, 2016年, 公司经营活动现金流入 70.61 亿元, 主要系销售商品、提供劳务收到的现金 63.20 亿元; 公司收到的其他与经营活动有关的现金 6.16 亿元, 主要为公司下属企业之间的往来款。2016年, 公司经营活动现金流出 71.66 亿元, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金 49.82 亿元; 公司支付的其他与经营活动有关的现金 9.67 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-1.05 亿元。2016年, 公司现金收入比为 110.76%, 收入实现质量尚可。

从投资活动来看, 2016年, 公司投资活动现金流入量有所下降, 为 6.22 亿元, 主要系处置固定资产和其他长期资产收回的现金 4.93 亿元, 主要系公司收回的土地出让款; 公司投资活动现金流出为 14.04 亿元, 主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金组成。2016年, 公司投资活动产生的现金流量净额为-7.81 亿元。

从筹资活动来看, 2016年, 公司筹资活动现金流入量 41.84 亿元, 主要系取得借款收到的现金 33.05 亿元; 公司收到与其他筹资活动有关的现金 8.73 亿元, 主要系 2016年发行的第一期中期票据; 筹资活动现金流出 33.83 亿元, 主要系偿还债务支付的现金 29.83 亿元。2016年, 公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.02 亿元。

2017年 1~3月, 公司销售商品、提供劳务收到的现金 11.81 亿元; 公司一季度现金收入比为 103.55%; 公司经营活动产生的现金流量净额为-0.80 亿元; 投资活动产生的现金流量净额为-1.63 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 2.69 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; 跟踪期内, 公司投资活动现金流出规模有所增长, 公司经营活动产生的现金流量净额持续为负, 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, 2016年, 公司的流动比率和速动比率均有所提升, 分别为 113.12%和 88.62%。截至 2017年 3月底, 上述指标分别为 105.44%和 81.41%。2016年公司经营活动现金流量净额为负, 不具备对短期债务的保障能力。整体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看, 由于 2016年公司利润总额大幅下滑, 公司 EBITDA 同比大幅下降 44.58%至 7.36 亿元; 同期, 公司全部债务/EBITDA 上升至 7.42 倍; EBITDA 利息倍数下降至 3.55 倍。总体看, 长期偿债能力有所减弱。

截至 2017年 3月底, 公司无对外担保。

截至 2017年 3月底, 公司共获得各银行授信额度 91 亿元。其中, 尚未使用授信额度为 55 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 2017年 5月 9日, 公司本部无未结清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。

十一、存续期内债券偿还能力分析

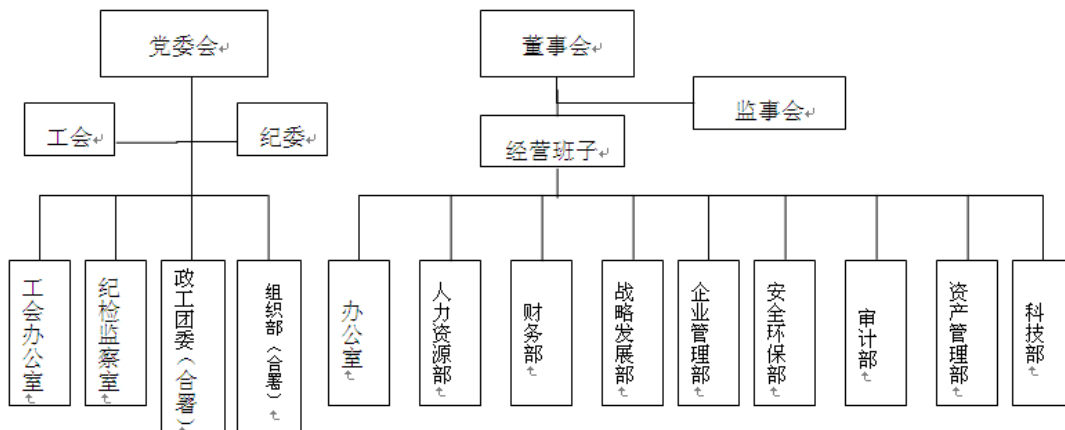
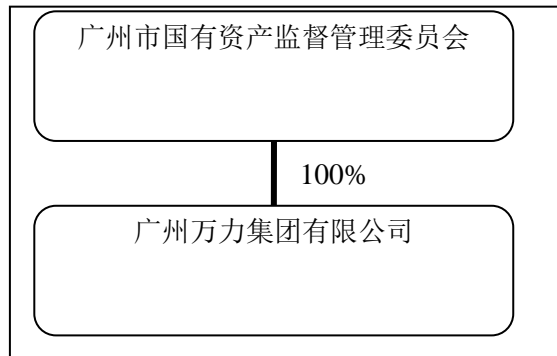
“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”发行金额共计 16 亿元, 到期时间较分散。截至 2016 年底, 公司现金类资产(剔

除受限货币资金后) 20.07 亿元, 考虑到公司可供出售金融资产 (10.45 亿元) 中不存在抵押情况, 可变现能力较强, 与现金类资产合计 30.52 亿元, 为存续期内债券本金的 1.91 倍; 2016 年, 公司 EBITDA 为存续期内债券本金的 0.46 倍。总体看, 公司现金类资产 (含可供出售金融资产) 对存续期债券保障能力较强。

十二、结论

综合考虑, 联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“15 万力 MTN001”和“16 广州万力 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2017 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/m ²)	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	按预计总补偿额计应收未收的金额	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	21.25	15000.00	0.6	19.13	17.53	1.16	土地尚未拍卖
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
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
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 m ² 收储价为 6000.00 元/m ²)	0.6	22.12	14.38	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	7.82	10000.00	0.65	5.08	4.78	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	2.2	13.40	10000.00	0.65	8.71	4.09	0.55	土地尚未拍卖
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	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.36	24.74	24.91	24.62
资产总额(亿元)	100.94	125.18	130.07	132.71
所有者权益(亿元)	36.90	45.16	42.92	41.58
短期债务(亿元)	20.86	17.12	18.97	24.41
长期债务(亿元)	11.58	22.46	35.63	33.58
全部债务(亿元)	32.44	39.58	54.59	57.99
营业收入(亿元)	53.64	53.96	57.06	11.41
利润总额(亿元)	5.29	8.83	1.40	-1.33
EBITDA(亿元)	9.16	13.28	7.36	--
经营性净现金流(亿元)	2.38	-3.11	-1.05	-0.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.98	4.80	5.14	--
存货周转次数(次)	5.72	5.00	4.56	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.48	0.45	--
现金收入比(%)	97.79	110.67	110.76	103.55
营业利润率(%)	16.56	17.99	11.69	11.91
总资本收益率(%)	7.28	9.29	2.75	--
净资产收益率(%)	10.38	14.04	1.55	--
长期债务资本化比率(%)	23.89	33.22	45.36	44.68
全部债务资本化比率(%)	46.79	46.71	55.98	58.24
资产负债率(%)	63.45	63.92	67.00	68.67
流动比率(%)	101.99	98.26	113.12	105.44
速动比率(%)	85.19	76.82	88.62	81.41
经营现金流动负债比(%)	5.99	-6.10	-2.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.31	8.24	3.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.54	2.98	7.42	--

注：1.2017 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。