

跟踪评级公告

联合[2018]1333 号

中国华阳经贸集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国华阳经贸集团有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券“16 华阳 01”、“17 华阳 01”和“17 华阳 02”进行跟踪评级，确定：

中国华阳经贸集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中国华阳经贸集团有限公司公开发行的公司债券“16 华阳 01”、“17 华阳 01”和“17 华阳 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年五月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国华阳经贸集团有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 华阳 01	14.98 亿元	3+2 年	AA	AA	2017.6.23
17 华阳 01	4.02 亿元	3+2 年	AA	AA	2017.6.23
17 华阳 02	9.00 亿元	3+2 年	AA	AA	2017.6.23

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018.3
资产总额（亿元）	234.39	359.40	390.70
所有者权益（亿元）	95.24	165.07	166.65
长期债务（亿元）	71.82	95.60	102.56
全部债务（亿元）	126.98	176.98	208.27
营业收入（亿元）	258.80	301.37	85.95
净利润（亿元）	9.28	12.48	2.10
EBITDA（亿元）	16.95	24.04	--
经营性净现金流（亿元）	2.75	4.17	0.29
营业利润率（%）	7.30	7.45	6.89
净资产收益率（%）	11.32	9.59	1.27
资产负债率（%）	59.37	54.07	57.35
全部债务资本化比率（%）	57.14	51.74	55.55
流动比率（倍）	2.34	2.06	1.95
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.42	3.08	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.61	0.86	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、其他应付款和其他流动负债中有息债务已调整至短期债务中；长期应付款和其他非流动负债中有息债务已调整至长期债务中；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国华阳经贸集团有限公司（以下简称“公司”或“华阳集团”）的跟踪评级反映了公司作为中国国际贸易促进委员会（以下简称“中国贸促会”）的直属企业，在贸易资源及行业信息方面仍具有较强的竞争优势；2017 年，公司贸易业务规模持续扩大，公司资产和所有者权益规模大幅增长，收入水平有所提升。同时，联合评级也关注到公司贸易品受购销价格影响、部分贸易业务对上下游企业较为依赖，石化一期项目因石化二期、三期项目建设并网铺设管廊造成短期停工，致使石化产品产量有所下降，有息债务规模增长较快、权益稳定性弱以及在建项目后续资金支出仍较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，中国贸促会将持续在贸易资源方面给公司提供支持，同时子公司广东华峰能源集团有限公司（以下简称“华峰能源”）的石化项目建成投产后，公司一次性原油加工产能将显著提升，公司贸易业务和石化业务收入规模有望大幅增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 华阳 01”、“17 华阳 01”和“17 华阳 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 作为中国国际贸易促进委员会直属单位，公司在贸易资源及行业信息方面仍具有较强的竞争优势。

2. 公司具有医疗器械贸易相关的经营资质，2017 年，公司医疗器械贸易经营情况稳定，毛利率维持在较高水平。此外，公司已与多家国有企业签订了煤炭长期供应协议，未来煤炭贸易收入规模有望持续扩大。

3. 公司在建的石化三期项目将于 2018 年

中期投产，项目正式投产后，公司一次性原油加工产能将显著提升，石化板块收入和盈利也将提升。

4. 2017 年，随着子公司吸收少数股东投资增加，公司总资产和净资产规模大幅增长；债务负担适中，货币资金充足，公司受限资产占比较小，整体资产质量较好。

关注

1. 公司贸易业务受贸易品购销价格变化影响，盈利易受市场波动影响。2017 年，公司部分贸易业务上游供应商和下游客户集中度仍较高，上下游企业经营情况变化对公司业绩有一定影响。

2. 2017 年，因石化二期、三期项目建设并网铺设管廊，2017 年 2 月至 8 月公司石化一期停产，公司石化产品产量大幅下降。目前公司石化二期和三期项目尚处于建设中，未来在建项目若不能按原计划顺利投产，对公司经营业绩产生不利影响。

3. 2017 年，公司在建项目投资及对外投资规模持续上升，公司面临一定的资金支出压力。

4. 2017 年，公司长短期借款增长较快，债务水平上升；未来三年公司到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

5. 公司所有者权益中少数股东权益占比较高，权益稳定性有待提升。公司营业外收入占利润总额比重较大。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

候珍珍

电话：010-85172818

邮箱：houzz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

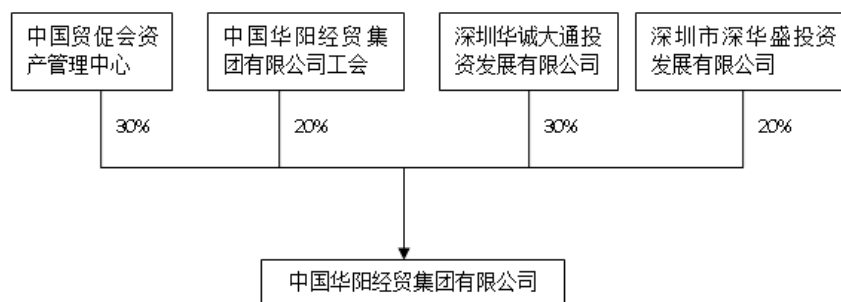
分析师：

联合信用评级有限公司

一、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。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“中国贸促会”），成为其会管单位，并于 1997 年 6 月 16 日更名为中国华阳技术贸易（集团）公司。2009 年，根据中国国际贸易促进委员会贸促资[2009]566 号《关于中国华阳技术贸易（集团）公司改制方案的批复》和中国华阳技术贸易（集团）公司股东和职工代表大会决议所示，公司由中国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 日更名为现名。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司注册资本和股权结构均未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为人民币 1.02 亿元。其中中国贸促会资产管理中心持有公司 30% 股权，中国华阳经贸集团有限公司工会持有公司 20% 的股权，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）；因此，中国贸促会资产管理中心、海南省文化交流促进会、中国汽车零部件工业公司合计持有公司 65% 股权，各股东按公司法、公司章程共同治理，其中，中国贸促会资产管理中心履行实际控制人及出资人的管理职责。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织机构未发生重大变化。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并财务报表范围内的一级子公司 8 家；截至 2018 年 3 月底，公司拥有在职员工 2,451 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 359.40 亿元，负债总额 194.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）165.07 亿元，其中归属母公司所有者权益 113.64 亿元。2017 年，公司实现营业收入 301.37 亿元，净利润（含少数股东损益）12.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 10.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.21 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 390.70 亿元，负债总额 224.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）166.65 亿元，其中归属母公司所有者权益 114.86 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 85.95 亿元，净利润（含少数股东损益）2.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.43 亿元。

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

二、债券发行情况及募集资金使用情况

2016年9月27日，经中国证监会证监许可[2016]2215号文核准，公司获准发行不超过28亿元人民币公司债券（以下简称“本次债券”），采用分期发行的形式。其中，中国华阳经贸集团有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）（债券简称“16华阳01”，债券代码“136794.SH”）实际发行规模为14.98亿元，起息日为2016年11月22日；中国华阳经贸集团有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）（债券简称“17华阳01”，债券代码“136889.SH”）实际发行规模4.02亿元，起息日为2017年3月21日；中国华阳经贸集团有限公司公开发行2017年公司债券（第二期）（债券简称“17华阳02”，债券代码“143097.SH”），实际规模为9.00亿元，起息日为2017年4月27日。

按照募集资金用途，截至2018年4月底，“16华阳01”和“17华阳01”为同一募集资金专户，募集资金已全部使用，“17华阳02”募集资金已使用9.00亿元，用于补充公司营运资金，“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”募集资金用途与募集说明书相关承诺一致；公司已于2017年11月22日支付“16华阳01”上一年度利息；公司已于2018年3月21日支付“17华阳01”上一年度利息；公司已于2018年4月27日支付“17华阳02”上一年度利息。

三、行业分析

公司经营业务主要为贸易行业和石油化工行业。

1. 贸易行业

（1）行业概况

2017年我国消费品市场规模稳步扩大，继续保持两位数增长，2017年全年，社会消费品零售总额366,262亿元，比上年增长10.2%，增速比上年回落0.2个百分点，增速连续两年小幅下滑。按消费区域分，2017年全年，城镇消费品零售额314,290亿元，比上年增长10.0%；乡村消费品零售额51,972亿元，增长11.8%。2017年，我国进出口总额277,921亿元，比上年增长14.2%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口153,318亿元，增长10.8%；进口124,603亿元，增长18.7%。进出口相抵后，实现贸易顺差28,716亿元，比上年减少4,734亿元，贸易顺差呈收窄态势。

总体看，我国国内贸易额稳步增长，但增速放缓；进出口贸易额开始增长，但贸易顺差呈收窄态势。

（2）行业竞争

虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求，矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出新的要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，劳动力、土地等要素成本价也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力短缺、工人工作效率较低、随意性强、人员流动性大等问题，增加了企业的管理成本。

总体看，国内经济存在下行压力，贸易行业受到冲击较大；随着人工成本的上升，我国贸易行业原有的成本优势被不断削弱。

（3）行业政策

“十三五”规划中提到，要加快实施自由贸易区战略，逐步构筑高标准自由贸易区网络。积极同“一带一路”沿线国家和地区共同建设自由贸易区，加快区域全面经济伙伴关系协定、中国—海合会、中日韩自贸区等谈判，推动与以色列、加拿大、欧亚经济联盟和欧盟等建立自贸关系以及亚太自贸区相关工作。全面落实中韩、中澳等自由贸易协定和中国—东盟自贸区升级议定书，继续推进中美、中欧投资协定谈判。

2017年9月，商务部表示将积极推动“一带一路”沿线国家自贸区建设。2017年，“十九大”报告中提出“要以‘一带一路’建设为重点，坚持引进来和走出去并重，形成陆海内外联动、东西双向互济的开放格局。”具体包括以下两项：“赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港”，即自贸区建设升级。目前中国已签署了15个自由贸易协定，涉及23个国家和地区，初步形成了立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的自贸区网络。

2018年3月，特朗普宣布对600亿美元中国商品征收关税，中美贸易战正式打响；中国也同时提出反制措施，宣布拟对自美进口部分产品加征关税，涉及美对华约30亿美元出口，中美贸易战升级。若此次美国加征关税真正实施，对美出口和自美进口规模较大的外贸企业将首当其冲受到影响。

总体看，我国大力发展自贸区网络，随着“一带一路”的深度和广度延伸，也为中国贸易企业提供新的契机。但2018年中美贸易战的升级会使进出口企业面临业务萎缩等风险。

（4）行业关注

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。近年来钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。自2015年8月以来，随着世界经济的动荡，人民币贬值幅度较大。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

中美贸易战升级给进出口贸易企业带来不利影响

中美贸易战会使对美出口企业面临业务量萎缩、弃货增加、报关报检时间延长、资金占压等多种风险。而原来主要从事自美进口贸易的企业进口业务量减少，可能转型发展内贸业务。此次贸易战将会通过商品价格波动影响内贸企业的盈利能力，对内贸企业具有双向影响。

（5）行业发展

内贸方面，国家主张积极完善生产资料现代流通体系，鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配

送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

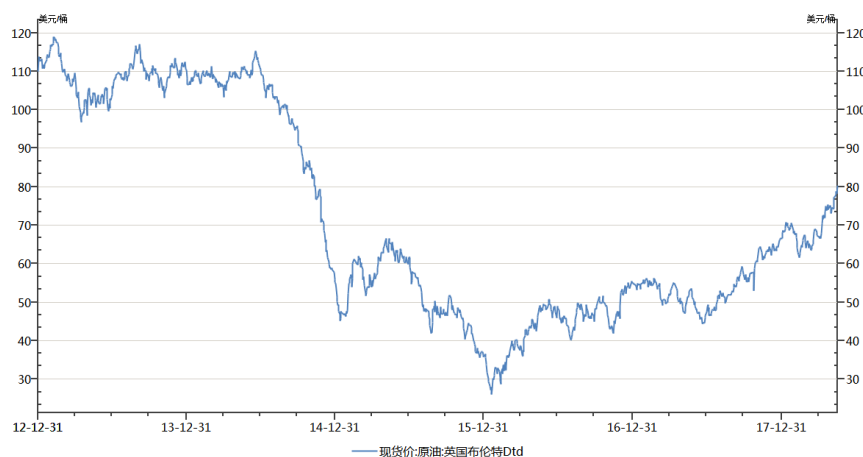
2. 石化行业

(1) 行业概况

我国炼油工业产能位居世界第二，为国民经济战略性支柱产业。2017 年，在经济企稳向好，获得进口原油使用权及原油进口的地方炼厂数量增加等因素影响下，国内炼油能力由停滞转进入增长轨道，拉动石油消费增长，全年原油表观消费量为 6.06 亿吨，同比增长 4.9%。

从原油价格来看，2017 年，国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，布伦特原油期货结算价一度下探至 45 美元/桶附近，下半年维持上涨态势至 2018 年 1 月出现小幅回调。

图 2 2013~2018 年 4 月英国布伦特 Dtd 原油现货价（单位：美元/桶）



资料来源：Wind。

此外，2018 年 3 月 26 日，我国原油期货在上海国际能源交易中心正式挂牌交易，采用人民币计价、净价交易、保税交割。原油期货上市，弥补了现有国际原油定价体系缺口，为我国石油市场的放开提供市场运作平台，将促进成品油价格机制改革进一步完善。随着美国页岩油产量增加，美国成为实质上的原油自给自足国，中国在全球原油需求端的地位愈发重要。原油期货的推出，弥补了现有国际原油定价体系的缺口，能更好地为亚太地区提供定价基准。

原油供给方面，在当前国际油价仍处于低迷的大环境下，上游生产企业兼顾能源安全与经济效益的考虑，均在产量方面采取保守策略，国内原油产量持续下降，上游生产企业继 2016 年首次大幅调减原油产量之后，2017 年产量持续下降，全年约为 1.9 亿吨，同比下降 4%，但降幅收窄 2.9 个百分点。

由于国内原油产量下降、需求增长等原因，2017 年我国原油进口量继续较快增长，全年进口量为 4.2 亿吨，同比增长 10.7%，原油对外依存度达到 68.4%，较上年提高 3 个百分点。我国原油进口实行国营贸易管理，同时允许一定数量的非国营贸易进口。2017 年，新增 10 家企业获得 2,036 万吨原油配额，总配额达到 10,563 万吨。

原油加工方面，由于 2017 年获得“两权”的地炼增加进口原油，自地炼突破加工原料瓶颈后，炼油量和产量大幅提高，全年加工量为 5.7 亿吨，同比增长 5%，增幅较上年扩大 1.4 个百分点。从开工率来看，2017 年以来国内炼厂总开工率基本保持平稳，但是地炼开工率由 54% 左右提高至接近 70%，开工率显著走高。全年成品油产量 3.6 亿吨，同比增加 2.9%，相较产量来看，成品油供给过剩，供需盈余依然较大。2017 年，国家收紧出口配额，全年出口成品油约 4,090 万吨，增速降至 7.1%，而过去五年成品油出口平均增速高达 50%

成品油市场方面，消费整体趋缓趋稳。2011 年以来中国经济结束 30 余年均 10% 左右的高速增长周期，进入减速换挡区间。2017 年成品油市场需求侧有所改善，终端需求动能转换，市场呈现“汽油趋冷，煤油稳增，柴油回暖”态势，成品油表观消费 3.26 亿吨，同比增长 3.9%；汽油消费受到乘用车销量低迷、公车改革政策、共享单车扩张等因素影响，终端需求增速放缓；此轮工业生产回暖带动商用车销量大涨，支撑柴油终端消费增速由负转正；航空运输周转率保持高速增长带动煤油消费依然强劲。

竞争方面，多元化供应格局形成。2015 年起进口原油使用权放开，地方炼厂资源不足的困局基本解决，产能得到快速释放。2017 年国内炼油产能超过 8 亿吨/年，增量主要来自云南炼厂 1,300 万吨/年及惠州炼厂二期 1,000 万吨/年。2017 年，从供应主体来看，中石油、中石化、中海油三大集团占比由 2015 年的 69% 下降到 2017 年的 65%；其他国企(中国化工、中国兵器、延长集团、中国中化)占比 9%，变化不大；民营炼厂由小幅上升 26%，市场多元竞争格局业已形成。

近几年，民营炼厂也开始注重结构调整。截至 2017 年底，已有 29 家炼厂获批合计 9,525 万吨/年的进口原油使用配额，覆盖一次加工能力 1.3 亿吨/年，占全国的 16%；民营炼厂开工率由 2015 年的 42% 增至 2017 年的 57%，原料结构得到优化，装置结构与主营炼厂差距不断缩小，特别是加氢及重整装置占比进一步提高；输油管道建设进一步完善，继 2016 年烟台—淄博原油运输管道投产之后，2017 年董家口—潍坊一期原油管道正式输油，与汽车运输相比，管输费用降幅在 30% 以上；2017 年山东 16 家民营炼厂参股成立山东炼化能源有限公司，推动民营炼厂向一体化、大型化、高端化、园区化方向发展。

总体看，2017 年国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，我国原油期货正式挂牌交易，将有助于为亚太地区提供定价基准。由于国内原油产量持续下降，我国原油市场的对外依赖程度依然较高。2017 年以来国内炼厂总开工率基本保持平稳，但是地炼开工率显著走高，成品油消费趋缓趋稳，原油加工能力整体过剩。民营地炼的装置结构与主营炼厂差距不断缩小，促进多元化供应格局逐步形成。

(2) 行业关注

原油对外依存度高

虽然我国油气资源较为丰富，但资源赋存条件差，勘探程度相对较低，尚不能满足国内需求，油气资源供需缺口较大。2017 年我国原油进口量继续较快增长，全年进口量为 4.2 亿吨，同比增长 10.7%，原油对外依存度达到 68.4%，较上年提高 3 个百分点。

产能过剩问题依然突出

近年来，我国炼油工业快速发展，结构性过剩问题凸显。2017 年炼油能力达到 8.3 亿吨/年，相对 5.6 亿吨的原油加工量，产能出现明显过剩，加工负荷不足 70%，显著低于世界 83% 的平均水平。此外，炼油工业结构性问题突出体现在：一是先进产能不足，全国单厂规模超千万吨级的企业 25 家，能力占全国的 40%；二是落后产能大量存在，规模低于 200 万吨/年的企业 129 家，能

力占全国的 11%；三是一体化水平有待提高，仅有 17 家炼化一体化企业，石化产品对外依存度较高。炼油产能过剩造成成品油大量出口。过去国内成品油以满足国内需求为主，但近几年大量出口，其中 2016 年出口量达到 3820 万吨，同比大涨 52%；2017 年政府出于“去产能、调结构”的目的，严控成品油出口配额，全年出口量与上年大体持平，但仍保持高位，成品油出口呈现常态化、规模化的特点。

市场分化加剧

近年来，随着环保要求持续升级，国内油品质量升级步伐不断加快。2017 年 10 月起，京津冀及周边“2+26”城市已经全部供应符合国六标准的车用汽柴油，禁止销售普通柴油。从质量指标看，国六标准主要指标与欧洲标准相当，部分指标甚至严于欧洲标准。另一方面，部分地区市场上国 VI、国 V、国 IV、国 III、车柴和普柴、非标油等多品种共存，价差进一步扩大，导致市场分化加剧。但随着成品油消费税监管进一步趋严，地炼的价格优势明显缩水，成品油市场竞争将愈发激烈，地炼企业将不得不整合，部分可能将关闭甚至破产。

国内下游需求放缓

随着经济增长放缓，三大产业结构性调整仍在继续，第二产业逐渐被第三产业取代，我国汽油、柴油需求动力不足，消费增速放缓。此外，2017 年，多个替代能源政策出台推动替代能源发展加快，逐渐形成了煤制油、甲醇和生物燃料等多种替代能源共同发展的格局。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高管人员稳定，主要管理制度连续，管理运作良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司营业项目未发生变化，受益于贸易业务规模进一步扩大，公司实现营业收入 301.37 亿元，较上年增长 16.45%；公司实现净利润 12.48 亿元，较上年增长 34.56%，主要系经营规模扩大以及营业外收入增加所致。

从收入构成来看，公司主营业务以贸易板块和化工板块（石油化工生产和石化贸易）为主。2017 年，公司贸易板块收入规模较上年增长 17.96%，主要系公司增加粮油产品贸易业务所致，贸易板块在营业收入中的占比较上年变化不大；化工板块收入规模保持平稳，实现收入 49.96 亿元，较上年增长 6.21%，主要系石化贸易业务增长所致；其他业务收入 9.46 亿元，较上年增长 42.47%，主要系公司增加了山葵种植及初加工产品销售收入、物业租金和管理收入，同时金融业务收入也有所增长所致。

从毛利率来看，2017 年，贸易业务毛利率 6.34%，较上年下降 0.54 个百分点，主要系新增的粮油产品贸易毛利率较低所致；化工业务毛利率 7.25%，较上年上升 0.42 个百分点，变化幅度较小；其他业务毛利率 52.92%，较上年上升 24.53 个百分点，主要系新增的农业、物业、金融等业务毛利较高所致。受上述因素共同影响，公司综合毛利率 7.61%，较上年上升 0.19 个百分点。

表 1 2016~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			收入同比增长	毛利率变化情况
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率		
贸易	205.11	79.26	6.88	241.95	80.28	6.34	17.96	-0.54
化工	47.04	18.18	6.83	49.96	16.58	7.25	6.21	0.42
其他	6.64	2.56	28.39	9.46	3.14	52.92	42.47	24.53
合计	258.80	100.00	7.42	301.37	100.00	7.61	16.45	0.19

资料来源：公司提供

2018 年 1~3 月，公司实现收入 85.95 亿元，同比增长 36.17%，主要系粮油产品贸易收入增加较多所致；毛利率为 7.02%，同比有所下降，主要系粮油产品贸易的毛利率较低，降低了整体毛利率所致。净利润 2.10 亿元，同比下降 9.43%，主要系 2018 年 3 月 2017 年第一期超短融到期一次性兑付本息使得财务费用增加所致。

总体看，2017 年，公司仍以贸易业务为主，收入规模增长，毛利率较上年略有上升，经营情况基本稳定。2018 年一季度，公司粮油产品贸易收入增加，综合毛利率有所下降。

2. 贸易业务

2017 年，公司增加粮油产品贸易，收入占比较大的为医疗器械、汽车零部件、粮油产品、化工和煤炭产品等。从毛利率看，2017 年，医疗器械的毛利率小幅下降，主要系产品市场价格波动所致；汽车零部件的毛利率有所下降，主要系公司为扩大销售规模，产品结构调整，毛利率较低的产品销售增加所致；煤炭贸易的毛利率有所增长，主要系 2017 年煤炭行情向好，市场价格上涨所致；2017 年新增了粮油产品贸易，该产品的毛利率较低，且贸易量较大，拉低了整个贸易板块的综合毛利率。

表 2 2016~2017 年公司贸易业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
医疗器械	18.11	25.63	20.28	23.28
汽车零部件	38.48	11.47	54.66	9.36
粮油产品	--	--	38.20	1.70
机械设备	18.02	8.25	6.83	9.42
煤炭	11.19	1.78	18.75	4.12
金属产品	25.70	4.50	14.83	4.13
化工产品	76.74	2.46	84.59	3.12
其他	16.87	1.94	3.81	4.62
合计	205.11	6.88	241.95	6.34

资料来源：公司提供

公司贸易产品销售区域主要在国内，出口占比较低。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司出口占比分别为 2.10%和 2.29%。公司出口产品主要为成套机械设备，主要销售国家和地区为亚洲的印尼、越南、泰国、韩国、孟加拉国和巴林王国。中美贸易战对公司出口业务影响较小。

公司商品采购主要来源于国内，进口占比较小，进口商品主要为医疗器械产品和混合芳烃等石化产品。从进口国家看，公司医疗器械产品主要来源于欧洲的荷兰、德国、法国和西班牙，以及亚洲的日本、韩国、新加坡和香港。主要合作的供应商为西门子和蔡司。公司石化贸易产品中的混合芳烃主要进口于新加坡、马来西亚，合作的供应商主要为维多公司，化工产品贸易中乙二醇主要进口于沙特阿拉伯、印尼、阿联酋、科威特等国家和地区，聚乙烯主要来源于卡塔尔、马

来西亚、新加坡、科威特、沙特阿拉伯、泰国和香港等国家和地区，二甘醇主要来源于台湾、沙特阿拉伯、加拿大、韩国、科威特、马来西亚、日本等国家和地区，高碳锰铁粉主要来源于香港和马来西亚。中美贸易战对公司采购影响较小。

（1）医疗器械贸易

医疗器械贸易为公司传统业务，主要由中国华阳投资控股有限公司（以下简称“华阳控股”）经营，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。公司代理和销售的医疗器械产品主要为大型仪器设备、器械和高端植入性耗材等。2017 年公司销售渠道未发生变化，仍保持与医院及经销商密切合作，进销差价保持在 15~30% 之间。

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，2017 年，公司进口额占比 24%，进口较上年增加 10 个百分点，进口国在上年欧洲地区的基础上，新增日韩、港澳、东南亚地区。同供应商结算上，公司一般采用开立信用证的模式，结算币种以美元、欧元、日元等为主，结算方式上除采用信用证之外，2017 年采用 TT 方式也有所增加。公司与上游供应商结算周期一般是 3~12 月，由于主要是定制产品，需要预付部分款项。2017 年公司前五大供应商为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，前五大采购金额占比 90.46%，采购集中度较上年大幅提升，对前五大供应商较为依赖。

销售方面，公司与下游的合作分进口代理、招标采购及直营三种形式。2017 年，公司直营及参与招标采购中标的业务收入占比升高，超过 70%；公司进口代理业务收入较上年有所下降。2017 年公司与下游客户结算周期一般为 3~5 个月，前五大客户为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、北京进汇贸易有限公司以及河南康目健商贸有限公司，前五大客户销售占比 93.31%，销售集中度较上年大幅上升，对前五大销售商较为依赖。

总体看，医疗器械贸易行业具有较高的进入门槛，公司具有医疗器械贸易相关的经营资质，医疗器械贸易收入规模增加，毛利率水平较高。由于医疗器械主要为定制产品，上下游占用资金情况较为突出，2017 年，公司采购集中度和销售集中度均大幅增加，对上下游渠道的依赖性增强。

（2）汽车零部件贸易

2017 年，公司加大市场开发力度，汽车零部件贸易收入大幅增长。汽车零部件连锁贸易业务主要是代理采购。公司与供应商及客户的结算方式为汇款和银行承兑汇票，2017 年，结算周期较上年无变化，结算周期在 30 天以内。

采购方面，公司主要供应商为辽宁忠旺集团有限公司、广西沃洋能源有限公司等企业，2017 年公司从汽车零部件前五大供应商处采购占比 54.67%，较上年变化不大，集中度仍较高。

销售方面，公司下游客户主要为大连晨茂源商贸有限公司、深圳景天勤业商贸有限公司等渠道商，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。2017 年，公司前五大客户合计实现销售收入占比 53.30%，较上年变化不大，集中度仍较高。

公司目前正在建的昆山贸易园项目，具体情况见下文在建项目分析，昆山贸易园计划建成集贸易、制造、研发、检测、生活服务为一体的宜商宜居的汽车与零部件高端产业园，同时为进驻园区的中小企业提供优惠政策及综合配套服务，昆山贸易园建成后有望增加公司汽车零部件贸易上下游渠道，提升公司汽车零部件贸易业务规模。

总体看，公司汽车零部件业务发展迅速，未来随着汽车零部件高端产业园的投产运营，公司的汽车零部件板块的收入和利润有望进一步增长。

（3）粮油贸易情况

2017 年，公司新增粮油贸易业务，粮油贸易采取以销定采模式。公司主要供应商山东齐商贸易有限公司在山东地区拥有的采购资源优势，公司代下游客户向其垫付 10~20% 的保证金，然后由其向油厂订货；同时公司收取下游客户 1~2% 的保证金。公司主要销售客户华贸里奥实业（天津）集团有限公司拥有很多中小型客户，其能充分整合中小型客户资源，提高公司整体订货量。公司除与山东齐商贸易有限公司及华贸里奥实业（天津）集团有限公司两大合作伙伴合作外，也自主开发了一些上下游资源。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，公司主要供应商为山东齐商贸易有限公司、济南鼎拓科贸有限公司、日照市凌云海糖业集团有限公司、中储粮油脂日照有限公司、龙口香驰粮油有限公司，前五大供应商采购占比为 81.50%。

2017 年，公司主要下游客户为华贸里奥实业（天津）集团有限公司、莘县华元商贸有限公司、山东润福油脂贸易有限公司、莘县四通实业有限公司，前五大客户合计实现销售收入占比为 79.82%。

整体看，2017 年公司新增的粮油贸易业务主要上下游客户实力较强，能有效保证公司的业务规模。但公司粮油贸易业务对上下游供应商仍较为依赖。

（4）其他贸易业务

公司其他商品贸易包括机械、煤炭、金属、化工产品贸易等。

其中，煤炭贸易业务未来将由中国贸促会牵头，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、神华等，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为不低于 100 万吨的长期协议。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。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。

总体看，2017 年，公司贸易业务规模大幅增长，仍是公司营业收入的主要来源。公司作为中国贸促会直属企业，在资源和渠道上具有一定的竞争优势，未来随着煤炭长期供应协议的落地，公司煤炭贸易收入有望持续增长。公司主要贸易品种对上游供应商和下游客户集中度较高，对上下游客户较为依赖；同时考虑到贸易产品价格变化较大，易受市场影响，公司贸易业务毛利率存在一定的波动。

3. 化工业务

2017 年，公司化工业务收入规模稳定，化工业务包括工业清洁剂和石化业务（石化贸易和石化产品生产）。

表 3 2016~2017 年公司化工业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工业清洗剂	2.25	63.19	2.61	62.50%
石化板块	44.79	3.99	47.35	4.20%
合计	47.04	6.83	49.96	7.25%

资料来源：公司提供

(1) 工业清洗剂

公司的工业清洁剂由华阳-恩赛有限公司（以下简称“华阳-恩赛”）经营，华阳-恩赛是公司与美国 NCH 公司于 1986 年合资成立的大连第一家中美合资企业。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，主要产品包括：飞机表面清洗剂、飞机脱漆剂、飞机舱内饰物清洗剂及一系列的环保型工业设备生产维护保养用品。

华阳-恩赛产品种类较多，2017 年，五大主要产品产能合计 6,900 吨，较上年未发生变化，产量 3,927.95 吨，产能利用率为 56.75%，较上年增长 0.54 个百分点，变化不大。五大主要产品总销量为 3,915.60 吨，产销率 99.69%，较上年上升 0.89 个百分点，销售量和产销率变化很小。销售额为 0.69 亿元，较上年增长 1.43%，销售单价基本未发生变化。

表 4 2017 年公司工业清洗剂主要产品产能、产量及销量情况（单位：吨、万元）

产品种类	产能	产量	销量	销售额
MCF-2010	1,500.00	1,303.81	1,039.88	2,040.39
PWC-401	1,200.00	820.10	802.13	1,358.95
PSA-002A	1,500.00	1,078.10	1,343.00	2,094.88
PSC-003	1,500.00	179.00	201.34	414.56
PWC-001	1,200.00	546.94	529.25	1,076.50
合计	6,900.00	3,927.95	3,915.60	6,985.28

资料来源：公司提供

总体看，工业清洗剂产量、销量稳中有升，经营情况稳定。

(2) 石化板块

公司的石化业务主要由广东华峰能源集团有限公司运营，分为石化贸易业务和石化产品业务。其中 2017 年石化贸易收入 38.69 亿元，较上年增长 69.84%，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，石化产品收入 8.62 亿元，较上年下降 60.84%，主要系石化二期、三期项目建设并网铺设管廊，公司 2017 年 02 月至 08 月暂停了石化一期的加工生产所致。

采购方面，公司上游供应商主要是广西铁投冠信贸易有限公司、厦门象屿物流集团有限责任公司等，结算方式为先付 20%左右的定金，货到后分批提货，定金抵最后一期货款。公司向前五大供应商采购额占总采购额占比为 58.11%，采购集中度较高。

生产方面，公司主要石化产品为：减一线非标油、减二线非标油、减三线非标油、初顶非标油、初侧非标油、减底渣油和沥青。2017 年石化主要产品实际产能 50.00 万吨，较上年下降 58.33%，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。

表 5 2016~2017 年公司石化主要产品销售情况（单位：万吨、%）

产品名称	2016 年		2017 年	
	销量	产销率	销量	产销率
初顶油	3.86	102.83	1.53	83.63
初侧油（煤油）	7.20	103.99	2.71	87.10
减一线	14.56	106.87	4.90	86.83
减二线	6.19	108.62	2.08	82.87
减三线	3.35	128.81	0.98	84.66
沥青	40.63	109.62	17.09	81.62
合计	75.78	108.79	29.29	83.23

资料来源：公司提供

公司于 2017 年 02 月至 08 月暂停了石化一期的加工生产，2016 年公司配合清库提前销货，当年产销率高于平均水平，因此 2017 年石化产品销量、产销率均较上年大幅下降；公司销售一般现款现货，预收 20% 左右保证金。销售结算周期较上年基本无变化。2017 年，公司下游客户主要为广西铁投冠信贸易有限公司、深圳市前海中联通石油化工有限公司等企业，公司从前五大客户处合计实现销售收占比 17.82%，较上年 30.53% 有所下降，销售集中度降低。

公司正在建设石化二期、三期项目，具体介绍详见下文在建项目，石化二期预计 2020 年初投产，石化三期预计 2018 年中投产。石化二期和三期项目建设完成后，公司一次性原油加工产能将显著提升，石化板块收入和盈利能力也将持续提升。

总体看，受石化项目建设影响，2017 年，石化一期停产，石化产品销量和产销量均大幅下降，未来石化二期和三期建成后，公司石化板块产能和产量有望得到大幅增长，但若在建项目未来若不能按原计划顺利投产，将对公司经营业绩产生不利影响。

4. 其他业务

2017 年，公司其他业务实现收入 9.46 亿元，包含人才交流与展览、光电产品、药业、物业租赁、金融、橡胶产品以及农产品收入等。其中人才交流与展览业务由公司本部经营，2017 年实现营业收入 2.19 亿元，光电产品的生产和销售主要由深圳市华荣丰实业（集团）有限公司经营，2017 年实现营业收入 1.90 亿元。

（1）药业

公司药业业务主要由华阳（恩施）药业有限公司经营，华阳（恩施）药业有限公司位于华中药库恩施市，拥有近 200 亩的生产园区，主要以中药材种植、饮片及成药加工、销售为主营业务，公司拥有 42 个中成药生产批号，产品分为多种剂型，2017 年公司实现药业收入 1.83 亿元。

（2）金融

公司金融业务经营主体为深圳华阳金控投资管理有限公司，其子公司华阳卓创商业保理（深圳）有限公司，为公司内部企业及外部合作主体提供商业保理服务，子公司金通汇丰融资租赁（天津）有限公司，主营融资租赁业务，目前在租资产总额达 14.4 亿元，拥有稳定的收益来源。

公司近年来积极拓展股权投资领域，尤其是金融领域。公司投资 12.50 亿元参股鞍山银行股份有限公司，持有其 5 亿股股份，占鞍山银行股本的 16.67%，为其第二大股东；另外，公司还持股厦门国际银行 8,000 万股股权和日照银行 6,600 万股股权。公司还通过下属子公司参股多家基金公司。由于厦门国际银行即将启动 IPO 上市工作，股权价值将得到提升。2017 年公司金融业务实现收入 1.25 亿元。

（3）物业租赁

公司物业租赁业务主要以华阳国际产业投资集团有限公司的子公司北京华创瑞业商业管理有限公司为经营主体，对公司旗下各物业开展协同管理，聚焦物业管理、房地产信息咨询、房地产租赁等专业领域，2017 年公司物业租赁业务实现收入 1.15 亿元。

（4）橡胶产品

公司橡胶产品业务经营主体为海南华橡实业集团有限公司，海南华橡实业集团有限公司为公司 2017 年在海南省设立的新公司，是与海南省农垦集团有限公司的合资公司，海南华橡公司在海南省澄迈县拥有 635 亩橡胶深加工产业园区，主要产品为乳胶丝、轮胎等，2017 年公司橡胶产品实现营业收入 0.61 亿元。

(5) 农业

公司农业业务的经营主体为以华阳农业开发有限公司，华阳农业围绕山葵、构树等扶贫产业打造全产业链经营模式，建立现代农业产业体系，促进一二三产高度融合，从单纯的项目帮扶转向产业链的帮扶，从单纯的投资帮扶转向投资与品牌、人才、信息相结合，挖掘和扶持优质项目。子公司四川华阳蓝公府农业开发有限公司主要经营山葵产业，子公司湖南华阳农业开发有限公司作为公司在湖南地区的农业发展平台，依托政府，结合地方特色，在天津华阳龙达生态科技农业有限公司提供的组培技术及种苗供应能力的保证下，开发近万亩构树种植示范基地，2017 年公司农业实现收入 0.26 亿元。

总体看，公司其他业务对公司主营业务形成了良好补充。

5. 在建项目

公司在建项目包括石化二期、三期项目和昆山贸易园 3 个项目，总计划投资为 44.00 亿元。截至 2017 年底，公司已投资 25.89 亿元，2018~2020 年分别计划投资 8.3 亿元、9.8 亿元和 5.7 亿元。

公司正在建设石化二期、三期项目，总投资额预计达 32 亿元，2018~2020 年预计需投资 17 亿元。石化二期主要包括 100 万吨/年烯烃、芳烃项目，主要产品为 BTX 原料、精丙烯、MTBE 及副产品民用液化气和液体硫磺，另包括 60 万吨/年高硫重质油加工项目，主要产品为干气、液化气、转化轻芳烃、转化中芳烃、转化蜡油和氢气。石化三期主要为生产非标汽油、柴油、液化气及其他化工用品，设计产能 150 万吨/年。石化二期预计 2020 年初投产，石化三期预计 2018 年中投产。石化二期和三期项目建设完成后，公司原油加工产能将显著提升，石化板块收入和盈利也将持续提升。

公司目前正与地方政府合作建设昆山贸易园，昆山贸易园计划建成集贸易、制造、研发、检测、生活服务为一体的宜商宜居的汽车与零部件高端产业园，同时为进驻园区的中小企业提供优惠政策及综合配套服务。该项目规划总用地约 11.7 万平方米，地上总建筑面积约 29 万平方米，包括大体量零部件街区商业、公寓式酒店配套以及中汽连锁旗舰总部、汽车用品中心和汽车商务办公配套，昆山贸易园项目建成后将实现对外出租或出售。昆山贸易园项目一期主体工程已于 2016 年 12 月完工，目前正在进行幕墙工程，预计将于 2018 年 12 月完工、2019 年 3 月开始营业，截至 2017 年底，该产业园尚需投资规模 6.8 亿元。

表 6 截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目单位	项目名称	投资金额	预计投产时间	资金来源		资金安排			
				自有资金	外部筹资	截至 2017 年底已投入	2018 年	2019 年	2020 年
华峰能源	石化二期	20.00	2020 年初	7.00	13.00	3.30	3	8	5.7
华峰能源	石化三期	12.00	2018 年中	4.20	7.80	17.39	0.30	0	0
中汽联合汽车零部件(昆山)国际贸易有限公司	昆山贸易园	12.00	--	3.60	8.40	5.2	5	1.8	0
合计	--	44.00	--	14.80	29.20	25.89	8.3	9.8	5.7

资料来源：公司提供

总体看，公司石化二期和石化三期完成后，公司在石化行业的整体竞争力将得到增长；昆山

贸易园建成后，公司将增加物业出租和销售收入，同时将会促进公司汽车零部件贸易业务的发展。公司目前在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金压力；同时在建项目投产或投入使用尚需一定时间，项目未来收益存在一定的不确定性。

6. 经营关注

(1) 贸易业务行业竞争激烈，利润波动性较大。公司主营的贸易业务属于充分竞争行业，进入门槛较低，竞争度较高。受贸易业务本身经营模式影响，贸易品购销价格变化较为频繁，贸易业务利润波动性较大，整体盈利水平较低。

(2) 公司贸易业务和化工业务上游供应商和下游客户集中度较高，公司对上游供应商和下游客户依赖度较高，上下游企业经营情况变化将对公司业绩造成较大影响。

(3) 2017 年，因石化二期、三期项目建设并网铺设管廊，石化一期停产，公司石化业务产量和销量均有大幅下降。目前公司石化二期和三期项目尚处于建设中，未来在建项目若不能按原计划顺利投产，将对公司经营业绩产生不利影响。

(4) 公司在建项目仍需较大规模投资，公司面临一定的资金压力。

7. 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。

总体看，公司将继续保持主业发展规模，同时积极开展多元化经营。公司未来发展战略较为明确，但多元化投资将会给公司带来一定的资金压力和投资风险。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年一季度财务数据未经审计。公司遵守财政部颁布的最新企业会计准则。2017 年，公司合并范围内子公司较 2016 年减少 1 家，2018 年 1~3 月，合并范围无变化。截至 2018 年 3 月底，公司纳入合并报表范围内一级子公司共 8 家。公司主营业务未发生变化，合并报表财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 359.40 亿元，负债总额 194.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）165.07 亿元，其中归属母公司所有者权益 113.64 亿元。2017 年，公司实现营业收入 301.37 亿元，净利润（含少数股东损益）12.48 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 10.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.21 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 390.70 亿元，负债总额 224.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）166.65 亿元，其中归属母公司所有者权益 114.86 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 85.95 亿元，净利润（含少数股东损益）2.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.29 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.44 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 359.40 亿元，较年初增长 53.34%，主要系流动资产和非流动资产共同增加所致，公司资产中流动资产占比 55.39%，非流动资产占比 44.61%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产总额 199.06 亿元，较年初增长 30.91%，主要系货币资金、其他应收款、应收账款、存货等大幅增加所致，流动资产主要由货币资金（占比 26.70%）、应收账款（占比 19.77%）、预付款项（占比 17.59%）、其他应收款（占比 12.10%）、存货（占比 18.51%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 53.15 亿元，较年初增长 22.17%，主要系应付票据保证金增加所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 77.66%）和其他货币资金（占比 22.25%）构成，其他货币资金为应付票据保证金，全部为受限资金，货币资金受限程度一般。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 39.36 亿元，较年初增长 34.03%，主要系应收下游客户贸易款增加所致。从欠款方看，公司应收账款前五名应收账款期末余额合计数的 10.49%，集中度较低。公司按账龄分析法归类的应收账款账面余额合计 38.66 亿元，1 年以内占比 99.77%，账龄以 1 年以内为主，公司对应收账款累计计提坏账准备 67 万元，计提比例很低。

截至 2017 年底，公司预付款项 35.01 亿元，较年初增长 21.90%，主要系贸易业务规模扩大，预付上游供应商货款增加所致。预付款项在 1 年以内的占 99.07%。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 24.08 亿元，较年初增长 216.12%，主要系预付对外投资款、往来款、保理业务等增加所致，公司对其他应收账款累计计提坏账准备 740 万元，计提比例 0.31%。从欠款方看，公司其他应收账款前五名期末余额占总额的 32.95%，集中度尚可。从账龄看，按账龄分析法归类的应收账款账面余额合计 24.15 亿元，1 年以内占比 94.44%，账龄以 1 年以内为主。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 36.84 亿元，较年初增长 50.13%，主要系库存商品增加所致。公司存货主要由开发成本（5.20 亿元）、库存商品（28.81 亿元）和原材料（2.43 亿元），其中开发成本主要为昆山贸易园在建工程，库存商品主要包括医疗器械、化工产品、煤炭、金属产品等贸易品。公司对存货中原材料共计提跌价准备 47.78 万元，计提规模较小。公司考虑到公司贸易产品受价格波动影响较大，存在一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额 160.34 亿元，较年初增长 94.75%，主要系长期应收款、长期股权投资、在建工程、无形资产、商誉和其他非流动资产增加所致，非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 18.56%）、长期应收款（占比 8.98%）、长期股权投资（占比 26.86%）、固定资产（占比 6.97%）、投资性房地产（占比 6.74%）在建工程（占比 13.29%）、无形资产（占比 7.37%）、其他非流动资产（占比 6.60%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 29.75 亿元，较年初增长 288.46%，主要系增加对江西中汽瑞华新能源科技有限公司的投资 2 亿元和新增对北京京翰英才教育科技有限公司投资 15.01 亿元所致。公司可供出售金融资产采用成本法进行后续计量。

截至 2017 年底，公司新增长期应收款 14.40 亿元，同比增长 188.06%，主要系新增对青岛世园（集团）有限公司的应收融资租赁款 9.26 亿元所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 43.07 亿元，较年初增长 72.62%，主要系对许昌花溪休闲

农业旅游开发有限公司投资 13.85 亿元、对厦门农商金融控股集团有限公司投资 2.47 亿元所致。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 11.17 亿元，较年初增长 38.69%，主要系新纳入合并范围内的子公司所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 34.25%）、机械设备（占比 45.62%）和运输专用设备（占比 15.05%）构成，公司对固定资产累计计提折旧 7.15 亿元，未计提减值准备，固定资产成新率 60.97%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司在建工程 21.31 亿元，较年初增长 59.86%，主要系 150 万吨/年芳烃加氢项目投资增加所致；公司在建工程主要包括 150 万吨/年芳烃加氢项目和 100 万吨/年烯烃、芳烃项目。

截至 2017 年底，公司无形资产账面价值 11.83 亿元，较年初大幅增长 26.68%，主要系新增海口市老城开发区南二环路南侧的三宗工业用地土地使用权所致。公司无形资产主要由土地使用权（5.17 亿元）和知识产权（4.46 亿元）构成，无形资产累计计提摊销 0.48 亿元，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 10.58 亿元，较年初增加 97.26%，主要系控股子公司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公司投资，新增北麦广瑞资产包 3.93 亿元和虹联盟资产包 1.55 亿元所致。麦广瑞资产包 3.93 亿元和虹联盟资产包 1.55 亿元所对应的为债权项下坐落于深圳市坪山区土地和房产。根据深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司于 2017 年 12 月出具的评估报告，该土地市场价值为 50.08 亿元。土地价值远超过债务总额，债务偿还有保证。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司受限资产合计 19.99 亿元，主要包括在建工程 7.24 亿元、货币资金 11.83 亿元，受限资产占资产总额的 5.56%，受限程度较低。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 390.70 亿元，较年初增长 8.71%，主要系流动资产增长所致，其中流动资产占比 59.45%，以流动资产为主。流动资产 232.26 亿元，较上年末增长 16.68%，主要系货币资金增长所致。公司货币资金 81.21 亿元，较年初增长 52.80%，主要系公司发行 18 华阳经贸 SCP001（超短融）、18 华阳经贸 SCP002（超短融）募集到的资金尚未完全投入生产经营业务中所致。非流动资产 158.45 亿元，较上年末下降 1.18%，变化不大。

总体看，公司资产规模大幅增长，资产结构仍以流动资产为主，应收账款、预付款项和其他应收款占比较高，对公司资金形成一定占用。非流动资产中，公司可供出售金融资产以成本法计量，有一定的增值空间。考虑到公司受限资产规模较小，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2017 年底，公司负债总额 194.33 亿元，较年初增长 39.66%，主要系非流动负债增加所致，公司负债中流动负债占比 49.69%，非流动负债占比 50.31%。

截至 2017 年底，公司流动负债总额 96.57 亿元，较年初增长 48.51%，主要系短期借款、应付票据增加所致，流动负债主要由短期借款（占比 30.56%）、应付票据（占比 33.00%）、应付账款（占比 6.01%）、预收账款（占比 6.17%）和其他流动负债（占比 20.71%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款 29.51 亿元，较年初增长 43.12%。截至 2017 年底，公司应付票据 31.87 亿元，较年初增长 455.90%，主要系销售规模扩大，采购规模加大，因此采用银行承兑汇票付款的金额也随之增加。

截至 2017 年底，公司应付账款 5.80 亿元，较年初增长 5.46%，主要系贸易规模扩大，应付购货款增加所致。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 20.00 亿元，较年初无变化，其他流动负债为公司 2017 年发行的超短期融资券 17 华阳经贸 SCP001（10 亿元，期限为 2017.6.13-2018.3.12）和 17 华阳经贸 SCP002（10 亿元，期限为 2017.8.30-2018.5.26），已计入公司短期债务。

截至 2017 年底，公司非流动负债总额 97.76 亿元，较年初增长 31.90%，主要系长期借款和应付债券增加所致，非流动负债主要由长期借款（占比 40.51%）、应付债券（占比 37.82%）和其他非流动负债（占比 16.88%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 39.60 亿元，较年初增长 141.62%，主要系公司业务规模扩张，资金需求增加所致。期限分布方面，2019 年到期借款 6.38 亿元，2020 年到期借款 25.52 亿元，2021 年以后到期的 7.70 亿元。公司长期借款集中在 2020 年到期，存在一定的集中偿还压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 36.97 亿元，较年初增长 7.26%，主要系公司 2017 年新发行公司债券所致。公司应付债券集中在 2019~2020 年回售，公司存在一定的集中兑付压力。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 16.51 亿元，较年初增长 0.98%，变化幅度较小。公司其他非流动负债主要为公司存续的中期票据和银行理财直接融资工具，其中 2014 年中期票据(3+2)于 2014 年 6 月 12 日发行，该中期票据于 2017 年 6 月 16 日行使投资者回售选择权，未回售金额为 6.2 亿元。2015 年中期票据(3+2)于 2015 年 9 月 30 日发行 8 亿元。公司与河北银行股份有限公司签订了理财直接融资工具理财直接融资合同，理财规模为 2 亿元，到期日为 2019 年 1 月 22 日。公司其他流动负债到期回售时间集中在 2018~2019 年。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 176.98 亿元，较年初增长 39.38%，其中短期债务 81.38 亿元，长期债务 95.60 亿元，长期债务占比较高。截至 2017 年底，公司资产负债率 54.07%、全部债务资本化比率 51.74%、长期债务资本化比率 36.68%，较年初分别下降 5.30 个百分点、下降 5.40 个百分点和下降 6.31 个百分点。整体看，公司债务水平尚可。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 224.05 亿元，较上年底增长 15.29%，主要系流动负债和非流动负债共同增长所致。其中流动负债占比 53.27%，非流动负债占比 46.73%。全部债务合计 208.83 亿元，较上年底增加 17.68%，其中短期债务 105.71 亿元，长期债务 102.56 亿元，公司短期债务增长较快。公司资产负债率 57.35%、全部债务资本化比率 55.55%、长期债务资本化比率 38.10%，较年初分别增长 3.27 个百分点、增长 3.81 个百分点和增长 1.42 个百分点。

总体看，2017 年，随着公司资产规模扩大，公司长短期借款融资规模增加，债务水平上升较快；未来三年公司到期债务规模较大，存在一定的集中偿付压力。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 165.07 亿元，较年初增长 73.32%，其中归属于母公司所有者权益 113.64 亿元，较年初增长 48.12%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。归属于母公司所有者权益中，实收资本 1.02 亿元，较年初未发生变化；资本公积 39.73 亿元，较年初增长 200.29%，主要系少数股东对子公司增资高于应享有份额而产生的溢价所致；未分配利润 72.26 亿元，较年初增长 16.85%，主要系利润结转所致。归属于母公司所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，占比分别为 34.96%和 63.59%。2017 年底，少数股东权益为 51.43 亿元，较年初增长 177.69%，主要系子公司吸收少数股东投资所致，少数股东权益占所有者权益的 31.16%。

总体看，公司所有者权益大幅增长，但少数股东权益、未分配利润占比很高，公司所有者权益稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 301.37 亿元，较上年增长 16.45%，主要系贸易业务规模扩大所致；公司实现净利润 12.48 亿元，较上年增长 34.56%，主要系经营规模扩大以及营业外收入增加所致。

期间费用方面，2017 年公司期间费用总额 12.53 亿元，较上年增长 9.66%，主要系财务费用支出增长所致。2017 年，公司期间费用中销售费用占比 22.29%，管理费用占比 31.37%，财务费用占比 46.34%。2017 年，公司销售费用 2.72 亿元，管理费用 3.96 亿元，较上年分别增长 22.29%、31.37%，主要系业务规模扩大所致；财务费用 5.85 亿元，较上年增长 46.34%，主要系公司债务规模扩大，利息支出增加所致。2017 年，公司费用收入比 4.16%，较上年下降 0.26 个百分点，考虑到公司整体毛利率较低，公司费用控制能力仍有待提升。

2017 年，公司实现营业利润 10.98 亿元，较上年上升 22.40%，主要系经营规模扩大所致；投资收益 1.19 亿元，较上年下降 24.64%，主要系来源于联营企业的投资收益下降所致；营业外收入 4.61 亿元，较上年大幅增长 63.68%，主要系公司投资西安翔宇不动产有限公司的初始投资成本小于被投资单位所有者权益份额的差额所致，营业外收入占利润总额的 24.21%，对公司利润总额影响较大。

盈利指标方面，2017 年，公司营业利润率 7.45%，较上年增加了 0.15 个百分点，变化不大；总资产收益率 7.19%、总资产报酬率 7.68%、净资产收益率 9.59%，较上年分别下降 0.77 个百分点、0.31 个百分点和 1.73 个百分点。公司盈利指标整体呈下降趋势，整体盈利水平有所下降。

2018 年 1~3 月，公司实现收入 85.95 亿元，同比增长 36.17%，主要系粮油产品贸易收入增加较多所致。净利润 2.10 亿元，同比变化下降 9.43%。

总体看，受益于贸易业务经营扩大，公司收入规模增长。由于公司贸易业务毛利率低，费用控制能力有待提升，同时考虑到公司营业外收入占利润总额比重较大，公司盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，2017 年，公司经营活动现金流净额为 4.17 亿元，较上年增长 51.69%，主要系业务规模扩大、销售回款增加所致。公司经营活动现金流入为 350.25 亿元，同比增长 16.37%，主要系贸易业务规模扩大回款增加所致，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。经营活动现金流出为 346.07 亿元，同比增长 16.04%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。从收入实现质量来看，2016~2017 年，公司现金收入比分别为 113.60% 和 113.91%，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2017 年，公司投资活动现金流净额为-28.06 亿元，净流出较上年增长 26.44%，主要系公司对外投资和收购子公司支付的现金增加所致。公司投资活动现金流出规模为 44.93 亿元，较上年增加 8.63%。公司投资活动现金流入为 16.87 亿元，同比下降 12.00%，系 2016 年公司处置子公司现金流入较多，由于处置子公司为公司经营战略选择所致，故投资活动现金流入各期不具有可比性。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流净额为 25.14 亿元，较上年下降 19.48%，主要系公司偿还债务增加所致。公司筹资活动现金流入为 134.77 亿元，同比增加 46.64%。筹资活动现金流出为 109.63 亿元，较上年增加 80.66%，主要系偿还债务支付增加所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为 0.29 亿元，投资活动现金流净额为-0.08 亿元，筹资活动现金流净额为 27.22 亿元。现金及现金等价物净增加额为 27.43 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流入规模有所增长，但净流入规模仍较小。公司对外投

资加大，经营活动产生现金不能满足公司的投资需求。考虑到目前公司石化项目仍需较大规模的资金投入以及未来三年公司面临的债务偿还压力，公司仍有较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2017年，公司流动比率分别为2.34倍和2.06倍，速动比率分别为1.96倍和1.68倍，2017年有所下降，主要系短期借款融资和供应商结算使用票据增加所致；现金短期债务比分别为0.94倍和0.67倍，公司短期债务增长较快，现金类资产对短期债务的保障能力下降。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为24.04亿元，较上年增长41.82%；2017年，公司EBITDA主要由利润总额构成，占比64.79%。2016~2017年，EBITDA利息保障倍数分别为3.42倍和3.08倍，EBITDA对利息的保障能力较强；EBITDA全部债务比分别为0.15倍和0.14倍，EBITDA全部债务的保护能力一般，公司长期偿债能力一般。

截至2017年底，公司不存在重大未决诉讼事项。

截至2017年底，公司无对外担保事项。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10110101037912602），截至2018年4月8日，公司未结清和已结清信贷信息中不存在关注类和不良/违约类信息，过往债务履约情况良好。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2018年3月底，公司在金融机构的授信额度总额为108.25亿元，已使用授信额度89.51亿元，尚未使用授信额度18.74亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般。考虑到公司现金类资产较为充足，经营规模较大，未来随着公司贸易规模的扩大以及石化项目投产，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）合计54.43亿元，约为“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”本金合计（28.00亿元）的1.94倍，公司现金类资产对“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”的覆盖程度尚可；净资产165.07元，约为“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”本金合计（28.00亿元）的5.90倍，公司现金类资产和净资产对“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”的按期偿付的保障作用强。

从盈利情况看，2017年，公司EBITDA为24.04亿元，约为“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”本金合计（28.00亿元）的0.86倍，公司EBITDA对“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入350.25亿元，约为“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”本金合计（28.00亿元）的12.51倍，公司经营活动现金流入量对“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力和经营规模等方面所具有的优势，联合评级认为，公司对“16华阳01”、“17华阳01”和“17华阳02”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为中国国际贸易促进委员会的直属企业，依托贸促会和中国国际商会为公司贸易业务提供的有力支持，公司在贸易资源及行业信息方面仍具有明显的竞争优势；2017年，公司贸易业务规模持续扩大，公司资产和所有者权益规模大幅增长，整体经营状况较稳定。同时，联合评级也关注到公司贸易品受购销价格影响、对上下游企业较为依赖，因石化一期项目2017年2月至8月停工配合二、三期项目建设，从而石化产品产量有所下降，有息债务规模增长较快以及在建项目后续资金支出压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，中国贸促会将持续在贸易资源方面给公司提供支持，同时子公司广东华峰能源有限公司的石化项目建成投产后，公司一次性原油加工产能将显著提升，公司贸易业务和石化业务收入规模及盈利能力有望增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 华阳 01”、“17 华阳 01”和“17 华阳 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 中国华阳经贸集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	234.39	359.40	390.70
所有者权益 (亿元)	95.24	165.07	166.65
短期债务 (亿元)	55.16	81.38	105.71
长期债务 (亿元)	71.82	95.60	102.56
全部债务 (亿元)	126.98	176.98	208.27
营业收入 (亿元)	258.80	301.37	85.95
净利润 (亿元)	9.28	12.48	2.10
EBITDA (亿元)	16.95	24.04	--
经营性净现金流 (亿元)	2.75	4.17	0.29
应收账款周转次数(次)	9.77	8.72	--
存货周转次数 (次)	9.77	9.07	--
总资产周转次数 (次)	1.28	1.02	--
现金收入比率 (%)	113.60	113.91	116.86
总资本收益率 (%)	7.67	6.98	--
总资产报酬率 (%)	7.99	7.68	--
净资产收益率 (%)	11.32	9.59	--
营业利润率 (%)	7.30	7.45	6.89
费用收入比 (%)	4.41	4.16	3.57
资产负债率 (%)	59.37	54.07	57.35
全部债务资本化比率 (%)	57.14	51.74	55.55
长期债务资本化比率 (%)	42.99	36.68	38.10
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.42	3.08	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.14	--
流动比率 (倍)	2.34	2.06	1.95
速动比率 (倍)	1.96	1.68	1.63
现金短期债务比 (倍)	0.79	0.67	0.78
经营现金流动负债比率 (%)	4.23	4.32	0.25
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.61	0.86	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、其他应付款和其他流动负债中有息债务已调整至短期债务中；长期应付款和其他非流动负债中有息债务已调整至长期债务中；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。