

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行 公司债券(第一期)信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【212】号 01

分析师

姓名：
钟继鑫 邓艰

电话：
0755-82870859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 5 月 22 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 信用评级报告

本期债券信用等级：AAA	发行主体长期信用等级：AA-
发行规模：不超过 1 亿元（含）	评级展望：稳定
债券期限：不超过 3 年（含）	增信方式：保证担保
担保主体：广东省融资再担保有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付， 附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权	

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司（以下简称“恒基达鑫”或“公司”，股票代码：002492）本次拟面向合格投资者公开发行总额不超过 1 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司库区具有较好的区位优势及仓储能力，并积累了部分优质客户，业务稳定性相对较好，公司资产负债率水平较低，经营性现金流表现较好，由广东省融资再担保有限公司（以下简称“广东再担保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，行业景气度波动将对公司未来经营造成一定不利影响，公司供应链、保理、融资租赁业务对资金占用较多，风控能力面临一定挑战，公司购入的 Rolta Americas LLC 所发行债券面临违约及减值风险等风险因素。

正面：

- 公司库区具有较好的区位优势及仓储能力。公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖珠三角、长三角等沿海发达地区；截至 2018 年末，公司库区储罐容量合计 104.07 万立方米，其中珠海库区储罐容量达 61.30 万立方米，仓储能力在珠三角具有一定规模优势。

- 公司积累了部分优质客户，在手长期合同较为充足，稳定性相对较好。截至 2018 年末，公司在手长期合同较为充足；公司客户较为稳定，主要有江苏海德石化集团有限公司、珠海碧辟化工有限公司、中石化（香港）石油有限公司等大型知名企业。
- 公司资产负债率水平较低，经营性现金流表现较好。受益于负债规模下行，公司资产负债率水平持续下降，2018 年末为 19.48%，为近三年最低；公司收现情况及经营活动现金流表现较好，2016-2018 年公司经营活动现金净流入分别为 11,045.44 万元、15,283.13 万元、10,812.54 万元。
- 由广东再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。广东再担保背景优势明显，近年业务规模持续扩张，整体实力强，经中证鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 石油化工行业受宏观经济波动和周期性影响较大，行业景气度波动将对公司未来经营造成一定不利影响。受宏观经济波动和周期性的影响，石化行业发展存在一定的不确定性，公司客户主要为国内外大型石化产品生产者和贸易商，公司经营情况受该类企业的开工率，订单粘性的影响较大。虽然公司客户主要以长期租罐为主，但若石油石化行业景气度走低，将对公司经营造成一定不利影响。
- 公司供应链、保理、融资租赁业务对资金占用较多，风控能力面临一定挑战。公司供应链、保理及融资租赁业务尚在起步阶段，收入规模较小，对公司利润贡献不大。但相关业务对公司资金占用较大，其他应收款中前五大欠款方均为供应链业务相关款，合计 6,756.30 万元。中证鹏元将持续关注公司相关业务的风控能力及资金占用情况。
- 公司购入的 **Rolta Americas LLC** 所发行债券面临违约及减值风险。2015、2016 年公司先后购入总值为 390 万美元的 **Rolta Americas LLC** 债券，其价格在 2016 年度出现严重下跌，截止 2019 年 3 月末，该债券账目价值为人民币 745.32 万元，且该债券将于 2019 年到期，中证鹏元将持续关注该债券的违约风险，以及剩余价值减值对公司利润的影响。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	161,258.95	155,832.79	157,298.73	153,738.53
归属于母公司所有者权益	125,895.40	124,324.84	120,492.52	115,444.09
有息债务	24,419.15	19,297.63	23,684.26	30,436.50
资产负债率	21.29%	19.48%	22.35%	23.65%
流动比率	2.14	2.32	1.85	1.58
速动比率	2.13	2.31	1.84	1.57
营业收入	6,475.43	25,457.09	22,650.00	20,917.32
营业利润	1,901.58	6,734.69	6,552.70	4,552.03
净利润	1,423.44	5,253.27	6,003.50	4,262.08
综合毛利率	45.84%	45.21%	43.40%	45.68%
总资产回报率	-	4.86%	5.04%	3.90%
EBITDA（万元）	-	14,475.35	14,493.03	11,826.93
EBITDA 利息保障倍数	-	14.92	13.82	13.50
经营活动现金流净额	648.38	10,812.54	15,283.13	11,045.44

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数。

资料来源：公司2016、2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
期末直接担保在保责任余额	-	1,717,848	1,330,723
期末再担保在保责任余额	-	209,062	620,590
风险准备金覆盖率	-	3.12%	2.05%
净资产放大倍数	-	2.64	2.82
累计担保代偿率	-	0.08%	0.07%

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保2017-2018年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

经珠海临港工业区管理委员会经济发展局出具的《关于同意设立合资企业珠海恒基达鑫国际化工有限公司的批复》（珠临港经发[2000]20号）批准，恒基达鑫的前身珠海恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“恒基达鑫有限公司”）于2000年11月7日由珠海实友化工有限公司（以下简称“实友化工”）和Winmark International INC.共同出资成立。恒基达鑫有限公司成立时的注册资本为2,250.00万元，实友化工和Winmark International INC.出资比例分别为70.00%和30.00%。2007年12月，实友化工将其所持恒基达鑫有限公司2.85%、2.15%、3.00%的股权分别转让给珠海市新永鑫企业策划有限公司、珠海新恒鑫咨询服务有限公司³、珠海天拓实业有限公司。Winmark International INC.将其所持恒基达鑫有限公司18.00%、5.00%、2.00%的股权分别转让给Legend Power Limited、Actmax Investments Limited、Jolmo Partners Asia Limited。2008年1月18日，恒基达鑫有限公司董事会审议同意整体变更设立股份有限公司。根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告，截至2007年12月31日，恒基达鑫有限公司净资产为15,041.07万元，公司以经审计的净资产折成股本9,000.00万股，其余6,041.07万元计入资本公积。

2008年3月27日，商务部出具《关于同意珠海恒基达鑫国际化工仓储有限公司变更为外商投资股份有限公司的批复》（商务部商资批[2008]421号），批准同意恒基达鑫有限公司整体变更设立外商投资股份有限公司。公司由实友化工、Legend Power Limited、Actmax Investments Limited、Jolmo Partners Asia Limited、珠海天拓实业有限公司、珠海市新永鑫企业策划有限公司、珠海新恒鑫咨询服务有限公司于2008年1月共同发起设立，注册资本为9,000.00万元。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2010]732号”文核准，公司公开发行3,000万股人民币普通股，募集资金净额44,699.04万元，发行后公司股本总额为人民币12,000万元。2010年11月2日，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。2015年6月9日，公司非公开发行3,000万股人民币普通股上市，发行后公司股本总额为人民币27,000万元。2017年4月，公司以资本公积13,500万元转增股本，股本总额增至人民币40,500万元。

截至2019年3月底，公司股本总数为40,500万股，注册资本为40,500万元。其中，实友

³珠海市新永鑫企业策划有限公司，2012年9月更名为乌鲁木齐新永鑫股权投资合伙企业（有限合伙），珠海新恒鑫咨询服务有限公司，2012年9月更名为乌鲁木齐新恒鑫股权投资合伙企业（有限合伙）。

²Winmark International INC.中文名称是永盛国际贸易公司，在美国注册成立；Legend Power Limited 中文名称是奇力有限责任公司，在香港注册成立；Actmax Investments Limited 中文名称是毅美投资有限公司，在香港注册成立；Jolmo Partners Asia Limited 中文名称是金安亚洲投资有限公司，在香港注册成立；以上企业均在公司上市后陆续减持公司股份，现均已不再是公司股东。

化工持股42.60%，为公司控股股东，董事长王青运为实际控制人。公司前十大股东如表1所示。

表 1 截至 2019 年 3 月末公司前十大股东情况（单位：万股）

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	珠海实友化工有限公司	17,253.00	42.60%
2	珠海横琴新区恒荣润业股权投资合伙企业（有限合伙）	1,181.00	2.92%
3	张辛聿	915.00	2.26%
4	乔通	750.00	1.85%
5	深圳市华信创业投资有限公司	528.24	1.30%
6	珠海天拓实业有限公司	477.60	1.18%
7	珠海横琴新区荣通股权投资合伙企业（有限合伙）	288.00	0.71%
8	张敬兵	187.28	0.46%
9	孔莹	150.15	0.37%
10	隋巍	137.90	0.34%
合计		21,868.17	53.99%

资料来源：公司 2019 年一季报

公司主要从事化工品、油品等产品的装卸、仓储、驳运、中转及管道运输业务。截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 15 家，明细如表 2 所示。

表 2 截至 2019 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
恒基达鑫(香港)国际有限公司	USD2,793.13	100.00%	码头、仓储设施建设与经营，供应链金融服务
珠海横琴新区恒投创业投资有限公司	7,000.00	100.00%	创业投资、创业咨询
珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及相关咨询
扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司	US5,267.00	100.00%	仓储经营，码头和其他港口设施经营、在港区内从事货物装卸
信威国际有限公司	US1,100.35	100.00%	投资
武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司	8,000.00	70.00%	普通仓储服务、货物运输代理
珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司	US4,000.00	100.00%	融资租赁业务
珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司	5,000.00	100.00%	以受让应收账款的方式提供贸易融资
珠海恒基达鑫石化仓储有限公司	100.00	100.00%	液体化工产品的码头、仓储的建设与经营
鑫创国际有限公司	2.5 万澳门币	100.00%	投资
扬州华鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100.00%	供应链管理及相关咨询
珠海横琴新区恒基星瑞股权投资管理有限公司	700.00	70.00%	投资、资产管理
珠海横琴新区誉皓伯企业管理咨询有限公司	650.00	100.00%	企业管理咨询
珠海横琴新区誉天华企业管理咨询有限公司	650.00	100.00%	企业管理咨询

武汉恒基达鑫化工供应链服务有限公司	2,000.00	70.00%	供应链服务
-------------------	----------	--------	-------

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：不超过1亿元（含）；

债券期限和利率：不超过3年（含），固定利率，附第2年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；

增信方式：广东再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

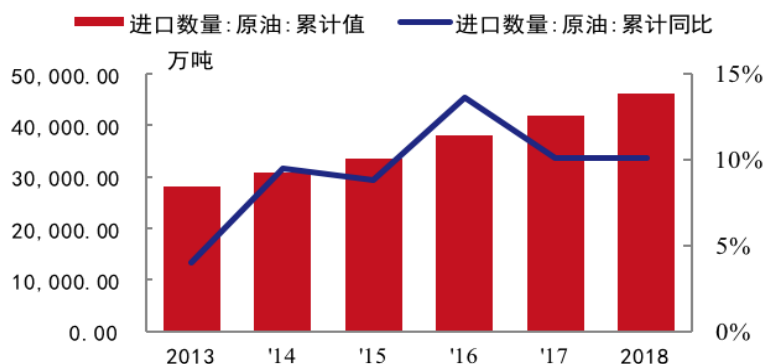
本期债券募集资金扣除发行费用后，公司拟将其中的不超过0.66亿元用于补充流动资金，其余资金用于偿还有息债务。

四、运营环境

石油化工行业受全球经济影响较大，我国通过“供给侧改革”调整石化产品供给，提升石化产品价格，改善石化行业盈利状况

石化仓储物流行业与石化行业发展密切相关，也与我国宏观经济形势具有高度的相关性。近年来我国宏观经济增速明显放缓，进入2012年后，我国GDP结束长期两位数的增长，增速逐年下滑，2018年我国全年GDP增速为6.6%，为近30年以来最低，但我国经济驶入高质量发展车道，工业生产平稳增长，新产业增长较快，进出口总额创历史新高，贸易结构不断优化，供给侧结构性改革深入推进，经济转型升级态势持续。随着我国经济发展带来的巨大需求，近年来我国石油化工产品进口规模不断增长，其中以原油进口规模最大、占比最高。

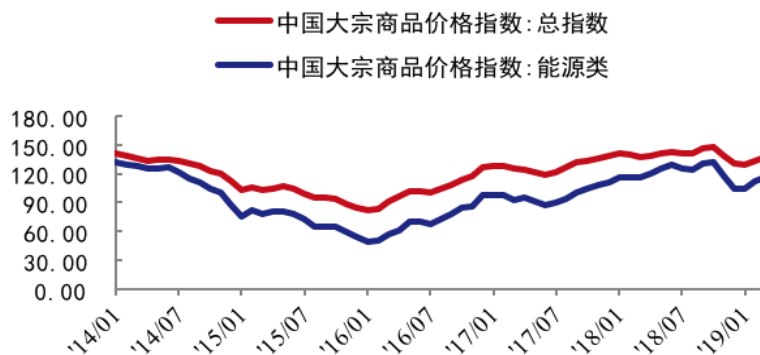
图1 近年全国原油进口量



资料来源：Wind，中证鹏元整理

全球大宗商品价格在2014-2015年经历了大幅下跌，能源类大宗商品价格指数跌幅超过50%，我国能源类大宗商品价格指数也跟随国际走势出现一轮大幅下跌。上游生产企业严重亏损甚至破产，主动通过去产能、减产等方式调节供给。2016年以来，受美元持续走弱、供需结构变动、金融投资加剧等因素推动，国际能源类大宗商品价格指数出现强劲反弹，并带动我国能源类大宗商品价格出现一波触底反弹走势。2018年第四季度，受美制裁伊朗事件影响，能源类大宗商品价格出现了一定下跌，但很快企稳回升。

图2 2014年以来我国大宗商品价格指数



资料来源：Wind，中证鹏元整理

能源类大宗商品中以原油价格走势最具代表性。2008年国际金融危机以来，全球经济始终未摆脱下行压力，全球经济下滑使得石油需求不足，但供给不降反增使得原油价格自2014年以来开启大幅下跌通道。2016年2月以来，受沙特阿拉伯、俄罗斯、卡塔尔等产油国减产影响，石油价格回升。2018年初以来，在产油国减产以及地缘政治局势持续紧张的影响下，国际油价上行加速，年内最高涨幅达到40%左右，同时由于北美页岩油产量持续攀升以及运输瓶颈限制，美原油相对于布伦特原油价格持续偏弱。四季度，由于

美国制裁伊朗效果不及预期，同时沙特、俄罗斯等主要产油国又在积极增产，全球供给过剩忧虑再现，油价一泻千里，回吐年内所有涨幅。我国成品油价格变动趋势基本与原油市场走势基本一致。我国经济在经历了多年的高速增长后，逐渐进入换挡期，国内经济增速持续放缓，市场对石化产品的需求增速放缓，全国成品油价格指数由2014年初出现大幅下滑，随着我国各项经济刺激政策的出台，“供给侧”改革效果逐渐显现，2016年以来我国经济出现回暖迹象，石化产品价格略有回升，成品油价格指数持续回升。

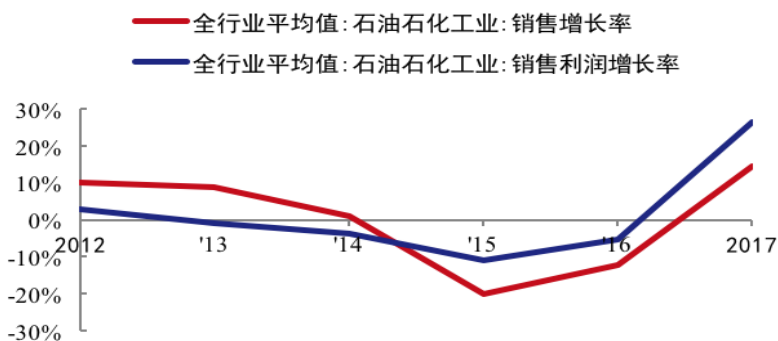
图3 国际原油及成品油价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

价格波动及需求增速下滑使得石化行业的盈利能力受到不利影响。其中，2012-2015年石化行业经营业绩及盈利能力持续下滑。2012年全行业销售增长率为10.2%，该指标在2015年为-20.00%；全行业销售利润增长率从2012年的3%下降为2015年的-11.10%。石化行业经营及盈利指标在2015年达到低点。2016年起，受益于能源类大宗商品价格触底反弹以及国内“供给侧改革”，石化行业盈利状况有所改善。

图4 2012-2017年石化工业全行业经营业绩



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来我国持续出台环保法律法规，对石化行业的环保要求不断提高；清洁能源的

开发利用程度逐步加强，对石化行业发展存在一定不利影响

近年来，国民环保意识逐步加强，我国政府对环境保护的要求进一步提高，陆续出台各类环保法律法规，对石化行业的环保要求和标准不断提高。面对当前趋严的环保政策，石化企业存在双重压力。一方面，石化企业需要不断加大各方面投入，持续改善生产工艺、技术，以使其排放的废弃物达标；另一方面，国家对清洁能源的开发利用程度的逐步加强，能源消费结构有所调整，原煤、原油消费比重整体处于下降趋势，而水电、核电、风电消费比重提升。2017年，国家能源局进一步提出了“2017年全国非化石能源消费比重提高至14.3%左右，天然气消费比重提高到6.8%左右，煤炭消费比重将下降为60%左右”的任务目标。未来我国化石能源的消费占全部能源消费的比重将进一步下降，清洁能源的应用将更加普遍，清洁能源将部分取代化石能源，对石化行业带来负面影响。

表 3 近年我国石化行业环保主要法规政策文件一览

时间	政策名称	主要内容
2018.05	《环境污染强制责任保险管理办法(草案)》	将事石油和天然气开采，基础化学原料制造、合成材料制造，化学药品原料药制造等纳入强制投保范围。
2017.12	《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》	优化产业布局，调整产业结构，加强科技创新，完善行业绿色标准，建立绿色发展长效机制，推动石化产业绿色可持续发展。
2017.08	《排污许可证申请与核发技术规范（石化工业）》	根据排放标准确定的污染源及污染物项目纳入许可范围，与改善环境质量密切结合；强化挥发性有机物无组织管控，既考虑核算实际排放量需要，又兼顾企业经济负担。
2016.12	《中华人民共和国水污染防治法修正案(草案)》	强化地方责任，突出饮用水安全保障，完善排污许可与总量控制、区域流域水污染联合防治等制度，加严水污染防治措施，加大对超标、超总量排放等的处罚力度。
2016.11	《“十三五”生态环境保护规划》	以改善环境质量为核心，以解决生态环境领域突出问题为重点，确保2020年实现生态环境质量总体改善的目标，为人民群众提供更多的优质生态产品。
2016.01	《中华人民共和国大气污染防治法》	对大气污染防治标准和限期达标规划、大气污染防治的监督管理、大气污染防治措施、燃煤和其他能源污染防治、扬尘污染防治、重点区域大气污染联合防治、重污染天气应对等内容作了规定。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

珠三角地区港口中以广州港规模最大，竞争优势最为明显；珠三角地区石化行业发达，专业化泊位密集，石化仓储企业竞争较为激烈

珠江三角洲地区港口群以广州港、深圳港、珠海港为主要港口，以惠州港、东莞港（原虎门港）、中山港、江门港为地区性重要港口，服务于华南、西南部分地区。由于珠三角各港口地理位置毗邻，经济腹地互相重叠，吞吐货物类型相似，港口之间竞争较为激烈。广州港是华南地区最大的综合性主枢纽港，直接经济腹地经济基础雄厚，在珠江三角洲地区港口群内整体竞争优势明显，在煤炭、石油等大宗物资、内贸业务方面处于绝对垄断地位。深圳港的直接经济腹地为深圳市、惠阳市、东莞市和珠江三角洲的部分地区，深圳港借助深圳市外向型经济发达的特点，是以外贸集装箱业务为主的港口。

珠海港由主体港区高栏港区及万山、香洲、九洲、斗门、洪湾、唐家等7大港区组成，其主体港区高栏港区的货物吞吐量约占珠海港的25%，港内的竞争环境较为激烈。

表 4 2018 年珠三角主要港口货物吞吐量情况（单位：万吨、万 TEU）

港口	货物吞吐量	集装箱吞吐量
广州港	58,700.00	2,187.00
深圳港	24,618.00	2,574.00
珠海港	13,857.06	231.00

资料来源：Wind、Alphaliner，中证鹏元整理

石油化工行业是广东地区的传统产业。依托广东的沿海区位优势和丰富的港口资源，经过多年的发展，广东省已形成了广州石化基地、惠州石化基地、茂名石化基地、湛江石化基地、汕潮揭石化基地等五大石油化工聚集区，其中广州、惠州石化基地均位于珠三角地区。根据《珠江三角洲地区改革发展规划纲要（2008-2020）》，珠江三角洲地区将石化业列为重点发展、加快发展的先进制造业之一。计划到2020年，珠三角地区将集约发展石化产业，集中力量在深水港口条件好、环境承载能力相对较大的沿海地区，依托条件较好的现有企业，力争形成世界先进水平的特大型石油化工产业基地。

由于运输成本的原因，石化产品港口物流运输半径受到一定限制。大宗产品由水路运至港口码头后，再由管道、小船、槽车等进行仓储和分拨，其辐射区域半径一般不超过200公里。石化产品港口物流主要为辐射区域内的石化工业服务，较少跨区服务，石化物流市场具有明显的区域性特征。根据Wind数据，截至2018年末，我国万吨级以上专业化原油泊位82个，珠三角地区主要大型石化仓储企业万吨以上码头泊位为14个。考虑到石化产品港口物流具有一定的辐射半径，珠三角地区大型专业化原油泊位较为密集，石化仓储企业之间竞争较为激烈。

表 5 珠三角地区主要大型石化仓储企业码头泊位情况

企业	位置	码头/泊位	罐容	港口类型
中化珠海石化储运有限公司	珠海高栏港	1个15万吨、1个8万吨、4个1万吨级码头泊位	67.20 万立方米	临海港
珠海恒基达鑫国际化工仓储股份有限公司	珠海高栏港	1个8万吨、1个5万吨、1个5千吨级码头泊位	61.30 万立方米	临海港
珠海市一德石化有限公司	珠海高栏港	1个3万吨，1个1万吨，1个5千吨级码头泊位	约34万立方米	临海港
东莞市百安石化仓储有限公司	东莞立沙岛	2个5万吨级码头泊位	48万立方米	内河港
广州发展碧辟油品有限公司	南沙	1个8万吨级，2个3千吨级，6个3千吨级以下码头泊位	36.3万立方米	内河港
粤海（番禺）石	南沙	1个3万吨级，1个5千吨级，1	33万立方米	内河港

油化工储运开发
有限公司

个 2 千吨级，1 个 1 千吨级，1
个 5 百吨级

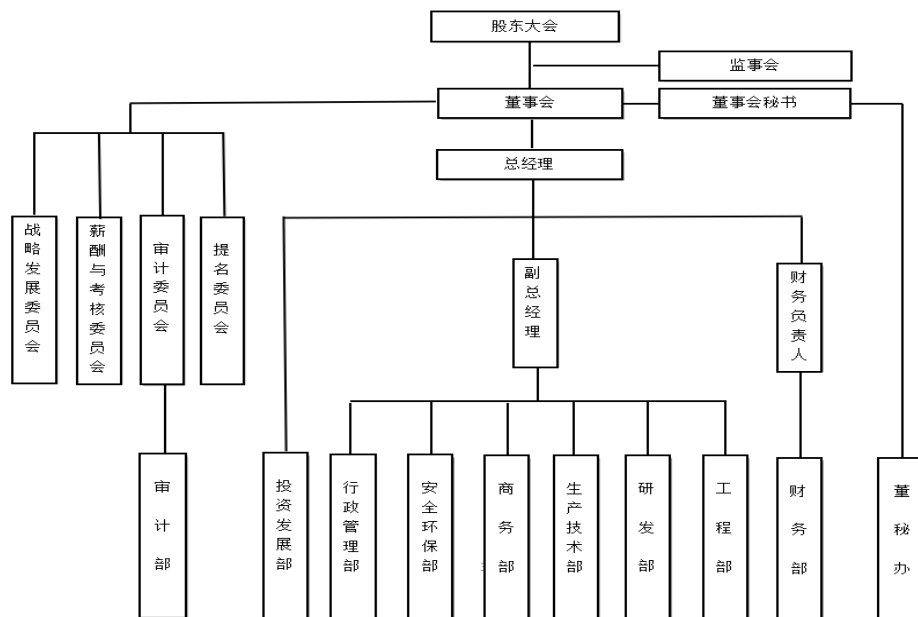
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司已按照《公司法》以及公司章程等法律法规的要求建立了股东大会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。《公司章程》明确了股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。公司董事会由股东大会选举产生，公司董事会由7名董事组成，设董事长1名。公司董事在《公司章程》规定的职权范围内行使权利，每届任期三年，任期届满，可以连选连任。公司监事会由3名监事组成，设监事会主席一人，监事的任期每届为三年，任期届满，可连选连任。监事会主要对公司董事、总经理及其他高级管理人员履行职务情况进行监督，对公司财务状况进行检查。

公司根据自身经营管理需要构建了董秘办、财务部、工程部、研发部、生产技术部、商务部、安全环保部、行政管理部、投资发展部、审计部等职能部门。截至2018年末，公司组织架构如图5所示。

图5 截至 2018 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

为加强对子公司的管控，公司制定了《控股子公司管理制度》；成立控股公司时必须按《中华人民共和国公司法》的规定，由股东共同制定公司章程。公司对全资、控股公司每年进行内部、外部审计，内部审计由公司审计部进行，外部审计工作由公司指定会计师事务所进行。

公司董事会成员及高级管理人员均拥有丰富从业经验与资格。截至2018年末，公司拥有员工共513人，具体情况如表6所示。

表 6 截至 2018 年末公司人员构成（单位：人）

专业结构	人数	占员工总数的比例
生产人员	325	63.35%
销售人员	29	5.65%
技术人员	73	14.23%
财务人员	16	3.12%
行政人员	70	13.65%
合计	513	100.00%
学历	人数	占员工总数的比例
硕士以上	6	1.17%
大学本科	75	14.62%
专科	204	39.77%
中专以下	228	44.44%
合计	513	100.00%

资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司为客户提供液体化工品码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务。自2015年行业低点出现后，近三年景气度明显改善，公司营业收入逐年上升，2018年公司营业收入为25,457.09万元，三年复合增长率为10.32%。从毛利率看，近三年公司仓储、装卸业务毛利率较为稳定，波动较小。武汉恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“武汉恒基达鑫”）2016年10月投入运营，其收入以仓储收入为主，因此2017年起公司仓储收入有所增长。公司其他业务收入主要系融资租赁业务、保理业务、供应链业务收入，2018年公司其他业务共实现收入1,968.36万元，三年复合增长率高达63.44%，但对整体收入的贡献度仍有限。

表 7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
仓储	2,648.41	23.50%	12,145.00	25.38%	11,306.86	24.27%	9,658.77	26.93%
装卸	3,111.84	58.47%	11,136.88	60.09%	10,037.58	58.52%	10,521.66	60.82%
管理服务	170.38	30.95%	206.85	-0.09%	-	-	-	-
其他业务收入	544.8	86.93%	1,968.36	89.29%	1,305.55	92.95%	736.89	75.26%
合计	6,475.43	45.84%	25,457.09	45.21%	22,650.00	43.40%	20,917.32	45.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仓储能力不断扩大，有较好的区位优势；行业景气度回暖，贸易商仓储需求提升，短期租罐收入逐年提高

公司为客户提供液体化工品码头装卸和仓储收入服务，包括提供码头卸货、储罐保存、运输等一系列服务，主要由公司本部及扬州恒基达鑫国际化工仓储有限公司（以下简称“扬州恒基达鑫”）、武汉恒基达鑫经营。公司业务具体的经营模式为：公司根据客户需要储存的液体化工品品种、规模和储存时间等条件，参考市场上同类化工品仓储价格，确定收费水平及结算周期。公司与客户签订合同后，客户货物到港，公司进行码头装卸和货物入库工作。客户按照合同约定的付款周期及方式付款。当客户需要提取货物时，公司对客户所需支付的仓储费用进行结算，在客户完成仓储费用支付后公司进行货物出库工作，否则公司将不予进行货物出库。确认收入时，公司按照实际发生仓储、装卸收入分别入账。

公司的库区均位于水道附近，依托珠海、扬州等地石化企业聚集效应，业务覆盖长三角、珠三角等沿海发达地区，武汉恒基达鑫投产后，公司业务逐步向中部内陆地区推进。公司仓储在珠三角地区位居前列，具有一定规模优势。

公司库区由码头装卸船系统、库区及泵站、装车站、控制系统和安防系统组成。截至2018年末，公司拥有165个储罐，罐容总量为104.07万立方米。所有的储罐配备有制氮装置，用以对每个罐进行氮封，针对某些物料储存的特殊要求，部门储罐配备有专门的冷却系统、加热系统。

珠海库区位于珠海高栏港防波堤内侧根部，由于防波堤的掩护作用，港内水域泊稳条件良好，操作天数长（年平均可操作天数350天），保障了大吨位级船舶的安全靠泊。扬州库区位于长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，上游距南京约45公里。珠海、扬州库区以储存液体化工品为主，储罐可存储醇类、苯类、烷烯炔类等液体化工品以及各类轻质油、燃油。武汉恒基达鑫的建设分为两期，一期占地11万平方米，主要为甲乙

丙类化工库，液体罐区及分装系统，一期项目已于2016年10月建成并投入运营。武汉恒基达鑫仓储产品除常用液体化工品外，还涵盖农药、油漆、化学玻璃试剂、汽车电池、油墨等，包括液体及固体包装货物、散水液体。

表 8 截至 2018 年末公司库区情况

库区	位置	规划吞吐量	储能
珠海	珠海高栏港防波堤内侧根部，拥有珠海码头岸线长 668 米，占地约 22 万平方米	1,000 万吨	储罐 60 个，储罐容量 1,500 立方米至 50,000 立方米，总罐容为 61.30 万立方米
扬州	长江南京河段仪征水道左岸胥浦河口上游，距离南京约 45 公里，占地约 20.18 万平方米	345 万吨	储罐 71 个，总罐容 41.75 万立方米
武汉（一期）	武汉地区唯一的化学品物流中心化工港口物流区内	49 万吨	总货位数约 4 万个，货位年吞吐量可达 49 万吨，液体储罐 34 个，储罐库容约 1.02 万立方米

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年，公司业务稳步拓展，珠海、扬州码头靠泊船舶艘次持续增加，合计分别为2,245艘次、2,396艘次、2,861艘次；同期货物吞吐量分别为643.39万吨、691.09万吨、622.30万吨。2018年，公司码头靠泊船舶数量为近三年来最高，码头吞吐量则为近三年最低，主要系扬州泊位码头吞吐量有明显下降，2018年扬州泊位长租包罐客户较多，客户因自身业务原因运输频率有所降低，但不影响扬州泊位的仓储收入。

表 9 2016-2018 年公司船舶靠泊和货物吞吐量情况（单位：艘次、万吨）

项目	码头靠泊船舶数量			码头吞吐量		
	2018 年	2017 年	2016 年	2018 年	2017 年	2016 年
珠海泊位	795	843	838	375.96	363.69	359.30
扬州泊位	2,066	1,553	1,407	246.34	327.40	284.08
合计	2,861	2,396	2,245	622.30	691.09	643.39

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

库容方面，2016-2018 年，珠海库区罐容未发生变化，均为 61.30 万立方米；扬州库区于 2017 年新增罐容 6.65 万立方米，新增后罐容达到 41.75 万立方米。武汉恒基达鑫于 2016 年 10 月投入运营，拥有液体储罐 34 个，储罐库容约 1.02 万立方米。截至 2018 年末，公司共拥有储罐 165 个，合计库容为 104.07 万立方米。

表 10 2016-2018 年珠海、扬州、武汉库区罐容情况（单位：万立方米）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
珠海罐容	61.30	61.30	61.30
扬州罐容	41.75	41.75	35.10

武汉罐容	1.02	1.02	1.02
总罐容	104.07	104.07	97.42

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在珠海库区和扬州库区仓储产品区别较大，但近年来各库区仓储产品结构较为稳定。珠海库区主要仓储产品为对二甲苯、航空煤油、乙二醇、苯乙烯、冰醋酸，扬州库区主要仓储产品为汽油、石脑油、MTBE、丙烯、混合芳烃。

表 11 2016-2018 年公司码头接卸主要化工品吞吐量情况（单位：万吨）

珠海库区	2018 年		2017 年		2016 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
对二甲苯	151.32	40.25%	151.01	41.52%	141.37	39.30%
航空煤油	33.08	8.80%	63.24	17.38%	37.61	10.50%
乙二醇	31.81	8.46%	35.97	9.89%	46.11	13.00%
苯乙烯	9.91	2.64%	17.15	4.71%	18.69	5.20%
冰醋酸	10.22	2.72%	11.43	3.14%	11.48	3.20%
合计	236.34	62.87%	278.80	76.64%	255.26	71.20%

扬州库区	2018 年		2017 年		2016 年	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
汽油	27.93	11.34%	176.71	53.97%	134.23	47.25%
石脑油	122.98	49.92%	39.23	11.98%	68.47	24.10%
MTBE	14.07	5.71%	23.99	7.33%	21.73	7.65%
丙烯	3.64	1.48%	7.74	2.36%	9.69	3.41%
混合芳烃	15.35	6.23%	31.61	9.65%	4.12	1.45%
合计	183.97	74.68%	279.28	85.29%	238.24	83.86%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司租罐周期按年区分，租期在一年以上为长期，一年以下则视为短期。公司客户中，化工企业一般有较为稳定的仓储需求，大多选择长期租罐，而贸易商则多选择短期租罐。长期租罐有利于提升公司罐容利用率，获得稳定收入。按长、短期租罐收入来看，公司以长期租罐收入为主，2016-2018 年，公司长期租罐收入占比为 81.73%、66.72%、64.52%，长期租罐收入占比持续下滑，主要缘于石化行业景气度改善，贸易商的仓储需求增加使得短期租罐收入占比提升。

表 12 2016-2018 年长、短期租罐收入情况（单位：万元）

项目		短期租罐	长期租罐	合计
2018 年	收入	4,308.45	7,836.55	12,145.00
	占比	35.48%	64.52%	100.00%
2017 年	收入	3,762.81	7,544.05	11,306.86
	占比	33.28%	66.72%	100.00%

2016年	收入	1,764.92	7,893.85	9,658.77
	占比	18.27%	81.73%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2018年，公司液体化工品储罐利用率维持较高水平且逐年升高，分别为82.58%、88.65%、95.04%。

表 13 2016-2018年仓储罐容利用率情况

项目	2018年	2017年	2016年
利用率	95.04%	88.65%	82.58%

注：月储罐利用率=月初库存量/月初投用储罐总量（库容*密度），年储罐利用率即取12个月的平均值。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司按规定每年提取安全生产费计入专项储备，用来保障公司日常运营的安全生产需求，2016-2018年分别提取347.64万元、661.66万元和482.75万元。

总体来看，公司各库区拥有良好的区位优势，库容规模较大，近年来公司收入规模持续上升，但易受石化产业景气度影响，收入及毛利率或存在一定波动。

公司石化业务销售渠道稳定，客户集中度不高，资金回笼速度较快；在手长期合同较为充足，未来业务持续性较好

公司客户较为稳定，主要系国内大型石化企业，如江苏海德石化集团有限公司、珠海碧辟化工有限公司、中石化（香港）航空燃油有限公司等。公司主营业务客户集中度一般，2016-2018年前五大客户收入占主营业务收入之比分别为35.33%、36.01%、28.58%，集中度有所下降，主要原因是扬州恒基达鑫主要客户之一回款周期较长，不符合公司要求，公司主动限制了业务量，以此降低坏账风险。公司下游客户销售主要采取现金、汇款、银行承兑汇票方式结算。结算方式较为灵活，主要以每月结算、季度结算为主，结算周期一般在30-90天，其中，30天以内结算业务占比约50%左右，账期较短，资金回笼速度较快。

截至2018年末，公司在手长期合同较为充足，与国内外知名石化企业维持长期稳定的合作关系，公司未来收入持续性较好。

表 14 截至 2018 年末公司主要在手长期合同

客户名称	合同期限
客户一	2019-1.1-2020.12.31
客户二	2018.1.1-2020.12.31
客户三	2017.7.18-2020.3.31
客户四	2018.11.1-2021.12.31
客户五	2018.7.1-2019.6.30

客户六	2018.1.1-2020.12.31
客户七	2018.7.10-2020.8.9
客户八	2018.7.1-2019.6.30

注：长期合同均为一年以上。

资料来源：公司提供

公司日常采购内容主要为生产所需零星物资，采购规模不大，以现金、银行承兑汇票结算，结算期限在45天以内。2016-2018年公司前五大采购商采购额占比分别为34.30%、37.47%、29.49%，占比存在一定波动性，其中主要原因是随着在建工程的逐渐完工，采购额中大额工程款减少，日常零星物资采购占比提高。

公司进行股权、债券及银行理财产品投资，投资收益逐年下降，且所购债券面临一定减值风险

公司投资收益主要来自股权投资收益、银行理财产品及债券投资收益。截至2018年末，公司权益投资账面净值为4,081.68万元，银行保本理财产品余额为7,900.00万元，债券账面净值为1,063.86万元。

近年，公司逐步布局创投领域，相关股权投资规模持续扩张。截止2018年末，公司主要持有对深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）、广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司、珠海多士科技有限公司、磐石保险经纪人股份有限公司的股权投资。

表15 截至2018年末公司主要股权投资情况（单位：万元）

被投资单位	账面余额	持股比例
深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）	2,171.62	22.00%
广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司	1,000.00	10.00%
磐石保险经纪人股份有限公司	609.97	5.20%
珠海多士科技有限公司	300.00	4.00%
SPD SILICON VALLEY BANK CO LTD	0.09	0.65%
合计	4,081.68	-

注：深圳市华信睿诚创业投资中心（有限合伙）及广东粤科拓思智能装备创业投资有限公司均为公司参股的投资基金，收益分配原则是按项目核算投资退出收益。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

为提高资金使用效率，公司将闲置资金进行投资，包括债券、银行保本理财产品、国债逆回购等。2016-2018年，公司分别取得投资收益861.56万元、699.39万元、179.88万元。我们也关注到，公司于2015年购入的Rolta Americas LLC³所发行的有担保债券价格在2016年度出现严重下跌，此后继续下跌，近三年公司共计提了相关减值准备2,346.82万元，该债券第一期已经违约，公司购买的第二期债券也将于2019年到期，后续将继续关

³公司先后数次购入该债券，平均价格为70.91美元/张，购入成本为390万美元，2018年末该债券价格为12.08美元/张。Rolta Americas LLC为一印度科技企业。

注该债券的违约风险。截至2018年末，公司持有债券余额为1,063.86万元，2019年3月末持有债券规模进一步增加至2,425.82万元，主要系增加对其它中国公司在海外发行的美元债券的投资。后续需关注公司持有债券未来是否存在违约风险。

公司供应链、融资租赁业务及保理业务处于起步阶段，当前收入规模较小，对利润贡献不大，中证鹏元将持续关注该等业务的经营状况及风险控制水平

公司供应链业务主要由下属子公司恒基达鑫（香港）国际有限公司及珠海横琴新区恒基永盛供应链管理有限公司开展，主营进出口贸易供应链管理及融资等综合服务，即在提供供应链管理服务的同时，根据上下游客户的资信情况，为其提供进出口贸易货值金额范围内的融资服务。

公司利用自身资源优势，促成国内外客户与国内外供应商达成交易，并提供交易过程的供应链管理服务和融资服务，根据交易双方的资信情况，为交易的一方提供进出口贸易货值金额范围内的融资服务。为保障公司的业务风险控制，目前公司通过要求融资方向中国出口信用保险公司投保或监控其货物的物权等方式来规避回款风险。公司收取一定的供应链管理及融资服务费，并按收取的服务费金额确认收入。截至目前，公司的供应链业务规模不大，2016-2018年分别实现营业收入分别为273.50万元、324.61万元和588.95万元。

公司融资租赁业务主要由子公司珠海横琴新区恒基润业融资租赁有限公司（以下简称“恒基润业”）运营。恒基润业于2014年设立，依托公司的仓储物流客户资源，通过动产租赁、售后回租、转租赁等方式，着重在化工仓储、节能设备等领域进行租赁事业。恒基润业设立由内部专业人士组成的风控评审会、以及由外部专业人士参与的投资决策会，共同把控融资租赁业务风险。恒基润业当前融资租赁业务处于起步阶段，收入规模不大。2016-2018年恒基润业分别取得营业收入211.80万元、475.33万元、214.40万元，净利润分别为125.62万元、379.84万元、90.14万元。

公司保理业务主要由子公司珠海横琴新区恒旭达商业保理有限公司（以下简称“恒旭达保理”）运营。恒旭达保理于2015年设立，保理业务的客户主要来自公司贸易类客户。保理业务主要有两种业务模式，一类是针对卖方客户，该类客户将货品购入后存放至公司库区内，待找到合适买家后，将货品从库区出售至买方处，对于这种贸易模式，假若该类卖方客户的买方存在大型优质企业，且存在数月的账期，则恒旭达保理可以切入到该环节中，为卖方客户提供保理融资。另一类是针对买方客户，将其购买的货品存放在库区内，针对于该类客户，恒旭达保理可利用公司与买方客户多年合作的关系，切入其上游环节，针对其供应商开展核心客户反向保理业务，若该类客户将其供应商推荐

至恒旭达保理，并在业务流程中确权，则恒旭达保理可为该类客户返点。当前公司保理业务仍处于起步阶段，收入规模较小。2016-2018年恒旭达保理分别取得营业收入14.94万元、100.85万元、532.43万元，净利润为8.02万元、68.24万元、355.06万元。

总体来看，公司供应链业务、保理业务及融资租赁业务尚在起步阶段，收入规模较小，对公司利润贡献不大。但该等业务具有一定风险，对公司人才专业性及风险控制水平的可靠性有较高要求，中证鹏元将持续关注公司供应链业务、保理业务及融资租赁业务的经营状况和风控水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告、大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，其中2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2016-2018年，公司纳入合并报表范围的子公司变化情况如表16所示。

表16 近年公司纳入合并报表范围的子公司变化情况（单位：万元、%）

新增纳入合并报表范围子（孙）公司						
序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	新增方式	纳入合并报表范围时间
1	珠海恒基达鑫石化仓储有限公司	100.00	100.00	码头、仓储设施建设与经营；石化产品贸易	新设	2016
2	珠海横琴新区恒基星瑞股权投资管理有限公司	700.00	70.00	投资、资产管理	新设	2017
3	扬州华鑫供应链管理有限公司	1,000.00	100.00	供应链管理及咨询	新设	2017
4	鑫创国际有限公司	2.5万澳门币	100.00	投资	非同一控制下合并	2017
5	珠海横琴新区誉皓伯企业管理咨询有限公司	650.00	100.00	企业管理咨询	新设	2018
6	珠海横琴新区誉天华企业管理咨询有限公司	650.00	100.00	企业管理咨询	新设	2018
7	武汉恒基达鑫化工供应链服务有限公司	2,000.00	70.00	供应链管理	新设	2018

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模小幅波动，资产以固定资产为主，且部分资产受限，整体资产流动性不高，并且需要关注可供出售金融资产中债券投资的减值风险

自2015年公司在深圳证券交易所非公开发行股票募集资金后，公司融资活动逐渐减少，公司资产规模小幅波动。截至2018年末，公司资产规模为155,832.79万元。近年公司资产主要由非流动资产构成，截至2018年末非流动资产为107,697.84万元，占公司总资产的69.11%，2019年3月末进一步下降至66.76%。

表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21,473.59	13.32%	20,820.71	13.36%	16,750.12	10.65%	13,116.84	8.53%
交易性金融资产	11,688.00	7.25%	-	-	-	-	-	-
应收票据	5,288.27	3.28%	5,392.03	3.46%	571.71	0.36%	142.13	0.09%
应收账款	4,559.62	2.83%	4,856.93	3.12%	7,254.63	4.61%	3,198.99	2.08%
其他应收款	9,224.43	5.72%	7,342.58	4.71%	4,521.48	2.87%	5,882.03	3.83%
其他流动资产	526.71	0.33%	8,994.72	5.77%	13,653.30	8.68%	18,305.17	11.91%
流动资产合计	53,610.52	33.24%	48,134.95	30.89%	44,974.74	28.59%	44,167.20	28.73%
可供出售金融资产 ⁶	6,707.72	6.23%	5,145.54	3.30%	8,594.26	5.46%	14,726.13	9.58%
其他债权投资	2,458.16	1.52%	-	-	-	-	-	-
其他权益工具投资	9,265.57	5.75%	-	-	-	-	-	-
固定资产	76,859.93	47.66%	78,268.13	50.23%	78,768.21	50.08%	79,934.43	51.99%
无形资产	15,565.42	9.65%	15,657.81	10.05%	16,014.83	10.18%	7,741.15	5.04%
非流动资产合计	107,648.43	66.76%	107,697.84	69.11%	112,323.99	71.41%	109,571.33	71.27%
资产总计	161,258.95	100.00%	155,832.79	100.00%	157,298.73	100.00%	153,738.53	100.00%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收账款、应收票据、其他应收款和其他流动资产构成。截至2018年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金为2,055.00万元，全部为保函保证金。2018年末，公司货币资金规模为20,820.71万元，三年复合增长率为25.99%，主要系理财资金赎回及业务收现资金增加所致。截至2018年末，公司交易性金融资产规模为11,680.00万元，其中8,460.00万元为2019年公司首次执行新金融工具准则，公司其他流动资产中理财产品国债逆回购重分类为交易性金融资产，新增补部分均为恒旭达保理购买国债逆回购增加所致。公司应收账款主要系应收客户款，截至2018年末公司应收账款余额为4,856.93万元，账龄均在1年内，其中第一大应收账款方为扬州恒基达鑫主要客户，占比23.54%，比例较高，公司已因回款时间较长的原因限制了其业务量。

⁶其他债权投资和其他权益工具中剔除原其他非流动资产-对合伙企业投资部分之和。

后续将继续关注公司应收账款回款情况。2016-2018年应收账款规模上下波动的主要是恒旭达保理业务应收款增加及到期所致。2016-2017年公司应收票据占比均不超过总资产0.36%，占比极低，2018年年末，公司应收票据余额较2017年末同比大幅增长843.14%，主要是恒旭达保理业务收到应收票据增加所致，主要以商业承兑票据为主。

截至2018年末，公司其他应收款为7,342.58万元，主要系应收供应链融资本金6,756.40万元，截止2019年3月末，其他应收款为9,224.43万元，较去年末增长25.63%，主要系恒基达鑫(香港)国际有限公司(以下简称“香港恒基达鑫”)应收供应链业务款增加所致。截至2018年末，公司其他流动资产规模为8,994.72万元，主要为银行理财产品7,900.00万元。截止2019年3月末，其他流动资产规模为526.71万元，较2018年末大幅减少94.14%，主要是由于2019年公司首次执行新金融工具准则，8,460.00万元理财产品国债逆回购重分类为交易性金融资产。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、其他债权投资、其他权益工具投资、固定资产、无形资产构成。截至2018年末，公司可供出售金融资产规模5,145.54万元，主要包括对外股权投资4,081.68万元及债券账面余额1,063.86万元，随着信威国际有限公司(以下简称“信威国际”)债券投资规模的减少及珠海横琴新区恒投创业投资有限公司收回投资，近三年规模逐年下降。截至2019年3月末，可供出售金融资产在报表中分别对应其他债权投资2,425.82万元和其他权益工具投资中的4,281.90万元，债权投资规模增长主要系信威国际加大了对其他海外市场债券的投资，投资标的主要为中国公司发行的海外美元债，后续需关注其他债权投资的减值风险。其他权益工具投资中剩余4,997.14万元主要为2018年末资产中的其他非流动资产-对合伙企业投资划入。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备、港务及库区设施等。截至2018年末，公司固定资产规模为78,268.13万元，近三年规模变动较小，主要系近年来在建工程转固规模与累计折旧规模接近，2018年末公司固定资产成新率为58.06%。公司无形资产主要包括土地使用权。截至2018年末，公司无形资产规模为15,657.81万元，其中珠海、扬州等地土地使用权合计6笔，面积42.02万平方米，以工业用地为主，账面价值15,378.90万元、珠海、扬州两地码头岸线使用权263.81万元。2017年无形资产规模较2016年同比明显增加，主要系武汉恒基达鑫化工区新购入土地所致。

截止2018年末，公司受限资产规模主要包括保函及汇票保证金为2,055.00万元、受限固定资产账面价值11,501.72万元、受限无形资产账面价值7,046.32万元，受限投资性房地产224.26万元。合计资产受限规模达到20,827.30万元，占当期总资产比重为13.37%。

综上，近年公司资产规模总体呈现稳定状态，但以固定资产为主，受限资产占总资产

的13.37%，整体资产流动性不高。

资产运营效率

公司营运资产周转效率较高，但整体资产周转效率相对较低

公司主营业务为液体化工产品的装卸和仓储。公司下游客户以化工企业和贸易商为主，数量众多且主要合作对象经营实力较强，销售以现金、票据结算为主，结算周期主要在30-90天。公司日常采购内容主要为生产所需零星物资，采购规模不大，以现金、银行承兑汇票结算，结算期限在45天以内。另外，公司2014年收购武汉恒基达鑫后，持续进行大规模建设，工程采购结算周期较长，期限在365天以内，使得近三年公司应付账款周转天数明显高于应收账款周转天数。从变动趋势上看，由于2017年恒旭达保理业务的开展导致应收账款大增，因此导致应收账款周转天数较长；同时，2016年起公司持续对武汉恒基达鑫进行工程建设，工程项目付款周期较长，此外，2017年武汉恒基达鑫增加部分应付土地款，使得2017-2018年应付账款周转天数明显增加，综合以上因素，2018年公司净营业周期缩短。

从整体资产运营效率来看，固定资产周转效率方面，由于石化仓储行业属于重资产行业，固定资产规模占比较大，公司固定资产周转效率较低。2016年公司固定资产周转天数为近三年最高，主要系当年公司在建工程大规模转固使固定资产增加所致。受以上因素影响，2016-2018年公司总资产周转天数分别为2,627.17天、2,471.82天和2,214.07天，近三年总资产周转效率总体呈现提升的趋势。

表 18 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	85.64	83.08	65.27
存货周转天数	6.42	5.66	5.13
应付账款周转天数	153.50	121.72	105.18
净营业周期	-61.44	-32.98	-34.78
流动资产周转天数	658.35	708.41	782.45
固定资产周转天数	1,110.36	1,261.21	1,282.72
总资产周转天数	2,214.07	2,471.82	2,627.17

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近三年石化行业景气度稳定，公司营收规模及盈利能力稳步提升

2016-2018年，公司营业收入持续增加，三年复合增长率为10.32%，主要系2016年以后石化行业整体景气度呈复苏趋势。此外，公司近三年综合毛利率分别为45.68%、43.40%和45.21%，总体呈现小幅波动走势，但总体毛利率水平保持稳定。

公司期间费用主要包括管理费用及财务费用。总体来看，公司期间费用率出现较大波动；2017年，由于武汉恒基达鑫2016年利息均资本化，而2017年全部费用化，公司2017年财务费用较高，期间费用率较2016年明显提升，而2018年仍延续此会计方法，财务费用变化不大，仅管理费用中的职工薪酬规模小幅上升，整体期间费用率小幅增长。2016-2018年，公司营业利润规模分别为4,552.03万元、6,552.70万元和6,734.69万元，营业利润率分别为21.76%、28.93%、26.46%，盈利能力有所波动，但总体水平有所提升。

投资收益主要来自债券投资和银行理财产品收益，2016-2018年，公司分别取得投资收益861.56万元、699.39万元和179.88万元。我们也关注到，公司购入的债券价格在2016年度出现严重下跌，公司确认了相关减值损失2,298.30万元，对公司利润影响较大，此后公司大幅减少了对债券的投资，投资收益以银行理财产品收益为主，投资收益也逐年下滑。

此外，2016-2018年公司实现营业外收入736.32万元、347.45万元和23.39万元，主要系公司取得的企业发展扶持资金补助、港务费返还、港口设施保安费返还等收入，2017年该部分收入调整到其他收益中，2017-2018年，公司分别实现其他收益807.31万元和721.61万元，2018年该部分收入占利润总额的比重为10.87%，规模不大。根据《关于珠海市货物港务费征收使用管理的通知》（珠港字【2000】011号），港务费返还、港口设施保安费等与港口经营相关的费用每年固定返还企业。公司补贴性质收入具有一定可持续性。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	6,475.43	25,457.09	22,650.00	20,917.32
营业利润	1,901.58	6,734.69	6,552.70	4,552.03
营业外收入	0.19	23.39	347.45	736.32
其他收益	136.41	721.61	807.31	-
利润总额	1,901.74	6,641.08	6,793.98	5,278.69
净利润	1,423.44	5,253.27	6,003.50	4,262.08
综合毛利率	45.84%	45.21%	43.40%	45.68%
期间费用率	17.98%	20.92%	19.17%	15.29%
营业利润率	29.37%	26.46%	28.93%	21.76%
总资产回报率	-	4.86%	5.04%	3.90%
净资产收益率	-	4.24%	5.01%	3.69%

营业收入增长率	-	12.39%	8.28%	36.75%
净利润增长率	-	-12.50%	40.86%	33.08%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司收现情况及经营活动现金流表现较好，公司近两年债务偿还压力较大，筹资活动保持净流出

由于公司下游主要系石化加工及贸易企业，结算方式以现金、汇款、银行承兑汇票为主，结算周期通常不超过90天，故公司收现情况较好，2016-2018年收现比分别为1.23、1.21和1.44。剔除非经营性损益影响后，公司近年营运现金流规模总体表现较好。2016-2018年公司经营活动产生的现金流净额分别为11,045.44万元、15,283.13万元和10,812.54万元。

公司投资活动现金流出主要是公司购买银行保本理财产品、债券、对武汉恒基达鑫并购现金支出、以及武汉、扬州两地在建项目的投入，近年随着对外投资的收回和项目建设的完工，公司投资活动现金流由负转正，2016-2018年，公司投资活动现金流净额分别为-22,389.42万元、-2,927.19万元和1,073.93万元。

公司2016年以来大力发展的融资租赁、商业保理和供应链业务对资金有较大需求，主要依赖筹资活动满足。2016年，公司以所持有的债券作为质押，向境外银行循环贷款，用于公司供应链业务，因此当年公司取得借款收到的现金、偿还债务支付的现金规模均很大。随着业务的逐步成型，公司融资需求大幅下降，银行借款也逐步到期。2016-2018年，公司筹资活动现金流净额由正转负，分别为12,210.83万元、-7,149.06万元和-9,060.57万元。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.44	1.21	1.23
净利润	5,253.27	6,003.50	4,262.08
非付现费用	6,869.10	6,781.60	8,343.35
非经营性损益	2,089.86	202.75	-3.30
FFO	14,212.23	12,987.85	12,602.13
营运资本变化	-3,399.69	-474.65	-1,745.81
其中：存货减少（减：增加）	-39.34	-54.95	-24.38
经营性应收项目的减少（减：增加）	-3,933.77	3,066.26	-2,270.69
经营性应付项目的增加（减：减少）	573.42	-3,485.96	549.26
其他	-	203.94	189.12
经营活动产生的现金流量净额	10,812.54	15,283.13	11,045.44
投资活动产生的现金流量净额	1,073.93	-2,927.19	-22,389.42

筹资活动产生的现金流量净额	-9,060.57	-7,149.06	12,210.83
现金及现金等价物净增加额	3,180.80	5,118.09	849.25

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率水平较低，整体偿债压力不大

近年来公司负债规模逐年下降，2018年末，公司负债总额为30,355.80万元，较2016年规模下降16.53%，截止2019年3月末，公司负债总额快速增长至34,331.94万元；随着利润盈余的持续积累，公司所有者权益规模持续增长，截至2018年末，公司所有者权益为125,476.99万元，近三年复合增长率为3.40%。受上述因素影响，近年公司产权比率持续下降，权益对负债的保障水平提升。

表 21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
负债总额	34,331.94	30,355.80	35,149.99	36,366.79
所有者权益	126,927.00	125,476.99	122,148.74	117,371.73
产权比率	27.05%	24.19%	28.78%	30.98%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

由于近年有息债务规模持续下滑，公司债务结构出现一定波动，流动负债占比有所下降，但仍以流动负债为主。2016-2018年，公司流动负债占总负债之比由76.81%下降到68.39%，2019年3月则反弹至72.95%。

公司流动负债主要包括短期借款、应付账款和一年内到期的流动负债。截至2018年末，公司短期借款余额为9,331.53万元，全部为抵押借款。较2016年末规模下降58.59%。截止2019年3月末，短期借款规模增至14,726.06万元，主要系香港恒基达鑫和武汉恒基达鑫贷款增加所致。截至2018年末，公司应付账款余额为5,516.01万元，主要为应付工程款和土地款；截至2018年末公司一年内到期的非流动负债为3,353.77万元，主要为一年内到期的长期借款2,585.85万元和一年内到期的长期应付款767.92万元。

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款和递延收益。截至2018年末，公司长期借款规模为4,951.22万元，主要为保证借款。截至2018年，公司长期应付款规模为1,661.11万元，主要系公司应付融资租赁款项。公司递延收益主要系各类政府补助形成。2017年公司递延收益余额较2016年末大幅增加的原因主要为2017年新增固定资产专项补助及企业发展扶持资金。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	14,726.06	42.89%	9,331.53	30.74%	15,984.26	45.47%	22,536.50	61.97%
应付账款 ⁷	5,011.70	14.60%	5,516.01	18.17%	6,378.80	18.15%	2,290.08	6.30%
一年内到期的非流动负债	3,367.21	9.81%	3,353.77	11.05%	-	-	-	-
流动负债合计	25,043.84	72.95%	20,761.36	68.39%	24,327.42	69.21%	27,933.74	76.81%
长期借款	4,929.76	14.36%	4,951.22	16.31%	7,700.00	21.91%	7,900.00	21.72%
长期应付款	1,396.12	4.07%	1,661.11	5.47%	-	-	-	-
递延收益	2,946.61	8.58%	2,966.49	9.77%	3,106.07	8.84%	515.66	1.42%
非流动负债合计	9,288.11	27.05%	9,594.44	31.61%	10,822.57	30.79%	8,433.05	23.19%
负债合计	34,331.94	100.00%	30,355.80	100.00%	35,149.99	100.00%	36,366.79	100.00%
其中：有息债务	24,419.15	71.13%	19,297.63	63.57%	23,684.26	67.38%	30,436.50	83.69%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

受短期借款逐年下降的影响，近三年公司有息债务规模总体呈现下降趋势。截至 2018 年末有息债务占公司负债规模的 63.57%，规模为 19,297.63 万元，较 2016 年末下降 36.60%，主要系公司近年偿还短期借款力度加大所致。但截至 2019 年 3 月末，有息债务规模有所增长，主要系香港恒基达鑫和武汉恒基达鑫贷款有所增加。

公司有息债务偿还压力主要集中在短期，其中 2019 年需偿还的有息债务为 12,685.30 万元，占有息债务总额的 65.74%，长期债务期限主要集中在 2-3 年。

表 23 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
本息和	12,685.30	5,373.94	658.87	579.52

资料来源：公司提供

近年，受公司利润盈余的持续积累的影响，资产负债率水平持续下降，流动比率及速动比率均持续增加。2017 年公司利润规模大幅增长，EBITDA 规模明显增加，2018 年基本不变。2016-2018 年 EBITDA 利息保障倍数呈逐年增长趋势。截至 2018 年末，EBITDA 利息保障倍数为 14.92，息税前折旧摊销前利润对利息费用的覆盖程度较好。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年	2016年
资产负债率	21.29%	19.48%	22.35%	23.65%
流动比率	2.14	2.32	1.85	1.58

⁷ 2019 年一季报该数据为应付票据及应付账款总和。

速动比率	2.13	2.31	1.84	1.57
EBITDA（万元）	-	14,475.35	14,493.03	11,826.93
EBITDA 利息保障倍数	-	14.92	13.82	13.50
有息债务/EBITDA	-	1.33	1.63	2.57
债务总额/EBITDA	-	2.10	2.43	3.07
经营性净现金流/流动负债	-	52.08%	62.82%	39.54%
经营性净现金流/负债总额	-	35.62%	43.48%	30.37%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度报，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息偿付资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。2016-2018年，公司分别实现营业收入20,917.32万元、22,650.00万元和25,457.09万元，净利润4,262.08万元、6,003.50万元和5,253.27万元，经营活动产生的现金流量净额11,045.44万元、15,283.13万元和10,812.54万元，公司过往的盈利能力和经营活动产生现金的能力较好。不过我们也注意到，公司购入的债券价格在2016年度出现严重下跌，虽然目前公司已经大幅减少了债券投资，但未来公司投资收益对利润的补充将大幅下滑；公司融资租赁业务、保理业务、供应链业务均处于起步阶段，当前收入规模较小，对利润贡献不大，中证鹏元将持续关注该等业务的经营状况及风险控制水平。

此外，公司可通过在资本市场发行债券、信托借款或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注其固定资产及无形资产部分已用于借款抵押，变现存在限制，以及因公司经营状况变化等原因而未达到发行债券、银行授信条件的风险。

（二）第三方担保

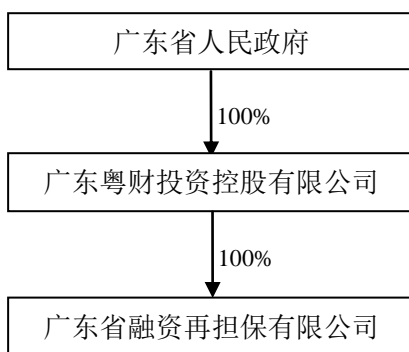
广东再担保综合实力强，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可有效提升本期债券的信用水平

本期债券由广东再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本级及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及到期之日起两年。

广东再担保成立于2009年2月17日，原名广东省中小企业信用再担保有限公司，由广东粤财投资控股有限公司（以下简称“粤财控股”）投资设立，初始注册资本20亿元。2011年3月更名为现名。经过历年增资，截至2018年末，公司注册资本60.60亿元，由粤财控股全资控股，粤财控股成立于1984年，是广东省人民政府授权经营单位，截至2018年末粤财

控股注册资本238.09亿元，2018年6月末粤财控股净资产374.84亿元，资本实力雄厚。公司最终控制人为广东省人民政府。

图6 截至2018年末广东再担保股权结构图



资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

作为广东省唯一的政策性再担保机构，广东再担保主要从事再担保业务和直接担保业务，收入主要来源于担保业务收入和以自有资金运作形成的投资收益和利息收入。2016-2018年广东再担保分别实现业务收入49,438.22万元、46,883.85万元和40,369.05万元，其中担保费收入分别为18,710.79万元、22,203.44万元和15,632.08万元，占营业收入比重分别为37.85%、47.36%和38.72%。

表25 2016-2018年广东再担保收入构成（分业务）（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	15,632.08	38.72%	22,203.44	47.36%	18,710.79	37.85%
其中：直保业务收入	15,548.91	38.52%	21,937.94	46.79%	18,262.54	36.94%
再担保业务收入	83.17	0.21%	265.50	0.57%	448.25	0.91%
利息净收入	7,563.04	18.73%	7,117.87	15.18%	6,412.18	12.97%
投资收益	16,467.90	40.79%	16,800.63	35.83%	24,005.99	48.56%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-467.51	-1.16%	361.12	0.77%	7,634.36	15.44%
其他业务收入	504.49	1.25%	761.90	1.63%	309.26	0.63%
其他收益	198.66	0.49%	-	-	-	-
资产处置收益	2.88	0.01%	-	-	-	-
合计	40,369.05	100.00%	46,883.85	100.00%	49,438.22	100.00%

注：其他业务收入主要含手续费收入、追偿收入等。

资料来源：广东再担保2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，广东再担保资产总额为842,468.55万元，所有者权益为716,478.44万元，资产负债率为14.95%；2018年度，广东再担保实现营业收入40,369.05万元，利润总额21,618.42万元，经营活动现金流净额-43,961.29万元。近年来公司资本市

场项目的担保业务发展迅速，2015-2017年资本市场项目担保余额分别为67.87亿元、75.35亿元和107.11亿元，复合增长率达到25.63%。广东再担保直保客户主要为国有企业、政府平台、上市公司和优质民营企业。广东再担保业务经营稳健，获得银行授信额度充足，整体盈利能力不断提高。近年获得股东持续增资，资本实力持续增强，截至2017年末，现金类资产（剔除受限使用资金）合计占当期末总资产的76.65%，资产流动性高。但我们也关注到，2015-2017年末，广东再担保累计代偿回收率分别为1.31%、36.06%和32.87%，累计代偿回收情况一般。2017年末直保业务前十大客户在保责任余额合计占比为46.49%，直接融资担保客户集中度较高。2015-2017年广东再担保担保赔偿准备金余额分别为48,834.62万元、40,000.64万元、60,192.27万元，风险准备金覆盖率分别为2.33%、2.05%和3.12%，担保风险准备金和风险准备金覆盖率有所波动。截至2017年末，广东再担保投资信托产品34.21亿元，规模较大，需关注其流动性及信用风险。

表 26 2016-2018 年广东再担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	842,468.55	845,692.79	800,181.36
所有者权益合计	716,478.44	731,007.77	692,080.32
资产负债率	14.95%	13.56%	13.51%
营业收入	40,369.05	46,883.85	49,438.22
利润总额	21,618.42	51,583.12	33,178.80
综合毛利率	53.55%	109.43%	66.07%
净资产收益率	2.19%	5.42%	4.39%
经营净现金流	-43,961.29	5,984.85	-6,127.34
当期直接担保发生额	-	826,491	683,620
当期再担保发生额	-	3,323,322	2,784,497
期末直接担保在保责任余额	-	1,717,848	1,330,723
期末再担保在保责任余额	-	209,062	620,590
担保风险准备金	-	60,192.27	40,000.64
净资产放大倍数	-	2.64	2.82
当期担保代偿率	-	0.11%	0.00%
累计担保代偿率	-	0.08%	0.07%
现金代偿保障比率	-	1.69	6.15

注：2016年财务数据采用2017年审计报告期初数。

资料来源：广东再担保2017-2018年审计报告、广东再担保提供，中证鹏元整理

综合来看，广东再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定广东再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截止2019年4月29日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。截止2019年3月5日，公司实际控制人不存在未结清不良类信贷记录，无到期未还款或逾期情况。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	21,473.59	20,820.71	16,750.12	13,116.84
其他流动资产	526.71	8,994.72	13,653.30	18,305.17
流动资产合计	53,610.52	48,134.95	44,974.74	44,167.20
可供出售金融资产	-	5,145.54	8,594.26	14,726.13
固定资产	76,859.93	78,268.13	78,768.21	79,934.43
无形资产	15,565.42	15,657.81	16,014.83	7,741.15
非流动资产合计	107,648.43	107,697.84	112,323.99	109,571.33
总资产	161,258.95	155,832.79	157,298.73	153,738.53
短期借款	14,726.06	9,331.53	15,984.26	22,536.50
一年内到期的非流动负债	3,367.21	3,353.77	-	-
流动负债合计	25,043.84	20,761.36	24,327.42	27,933.74
长期借款	4,929.76	4,951.22	7,700.00	7,900.00
长期应付款	1,396.12	1,661.11	-	-
递延收益-非流动负债	2,946.61	2,966.49	3,106.07	515.66
非流动负债合计	9,288.11	9,594.44	10,822.57	8,433.05
总负债	34,331.94	30,355.80	35,149.99	36,366.79
有息债务	24,419.15	19,297.63	23,684.26	30,436.50
所有者权益	126,927.00	125,476.99	122,148.74	117,371.73
营业收入	6,475.43	25,457.09	22,650.00	20,917.32
营业利润	1,901.58	6,734.69	6,552.70	4,552.03
营业外收入	0.19	23.39	347.45	736.32
其他收益	136.41	721.61	807.31	-
净利润	1,423.44	5,253.27	6,003.50	4,262.08
经营活动产生的现金流量净额	648.38	10,812.54	15,283.13	11,045.44
投资活动产生的现金流量净额	4,910.23	1,073.93	-2,927.19	-22,389.42
筹资活动产生的现金流量净额	5,068.72	-9,060.57	-7,149.06	12,210.83
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	85.64	83.08	65.27
存货周转天数	-	6.42	5.66	5.13
应付账款周转天数	-	153.50	121.72	105.18
净营业周期	-	-61.44	-32.98	-34.78
流动资产周转天数	-	658.35	708.41	782.45
固定资产周转天数	-	1,110.36	1,261.21	1,282.72
总资产周转天数	-	2,214.07	2,471.82	2,627.17

综合毛利率	45.84%	45.21%	43.40%	45.68%
期间费用率	17.98%	20.92%	19.17%	15.29%
营业利润率	29.37%	26.46%	28.93%	21.76%
总资产回报率	-	4.86%	5.04%	3.90%
净资产收益率	-	4.24%	5.01%	3.69%
营业收入增长率	-	12.39%	8.28%	36.75%
净利润增长率	-	-12.50%	40.86%	33.08%
资产负债率	21.29%	19.48%	22.35%	23.65%
流动比率	2.14	2.32	1.85	1.58
速动比率	2.13	2.31	1.84	1.57
EBITDA（万元）	-	14,475.35	14,493.03	11,826.93
EBITDA 利息保障倍数	-	14.92	13.82	13.50
有息债务/EBITDA	-	1.33	1.63	2.57
债务总额/EBITDA	-	2.10	2.43	3.07
经营性净现金流/流动负债	-	52.08%	62.82%	39.54%
经营性净现金流/负债总额	-	35.62%	43.48%	30.37%

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。