

跟踪评级公告

联合[2016]499号

唐山三友化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“09 三友债”、“15 三友 01”和“15 三友 02”进行跟踪评级，确定：

唐山三友化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

唐山三友化工股份有限公司发行的“09 三友债”债券信用等级为 AA+，“15 三友 01”和“15 三友 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十七日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

唐山三友化工股份有限公司

公司债券 2016 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

跟踪评级时间：2016 年 5 月 27 日

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
09 三友债	9.6 亿元	8 年	AA+	AA+	2015 年 5 月 26 日
15 三友 01	5 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 10 月 21 日
15 三友 02	5 亿元	7 年	AA	AA	2015 年 10 月 21 日

财务数据：

发行人

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	200.26	203.47	200.72
所有者权益(亿元)	65.83	68.11	69.45
长期债务(亿元)	42.48	44.99	41.72
全部债务(亿元)	102.95	101.56	94.86
营业收入(亿元)	126.95	136.94	34.92
净利润(亿元)	4.85	3.84	1.36
EBITDA(亿元)	18.58	19.09	--
经营性净现金流(亿元)	7.10	9.83	1.84
营业利润率(%)	19.58	20.98	23.13
净资产收益率(%)	7.62	5.74	--
资产负债率(%)	67.13	66.52	65.40
全部债务资本化比率(%)	61.00	59.86	57.73
流动比率(倍)	0.57	0.57	0.55
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	3.46	--
EBITDA/债券本金合计(倍)	0.95	0.97	--

担保方

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	741.53	761.57	776.21
所有者权益(亿元)	219.28	208.50	206.57
营业收入(亿元)	1006.04	661.02	122.61
净利润(亿元)	-31.40	-26.87	-5.86
营业利润率(%)	2.04	2.69	4.73
资产负债率(%)	70.43	72.62	73.39
流动比率(倍)	0.91	0.72	0.73

注：1、公司 2016 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；
2、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对唐山三友化工股份有限公司（以下简称“公司”或“三友化工”）的评级反映了公司作为国内大型综合性化工、粘胶短纤生产企业，跟踪期内，在生产规模、成本控制、产品价格等方面仍保持了较强的综合竞争优势。跟踪期内，公司营业收入大幅增长、经营现金流状况继续保持较佳水平、债务负担有所减轻。同时，联合评级也关注到纯碱和氯碱行业景气度不佳、市场竞争激烈，公司负债水平虽有所下降，但仍处于较高水平等因素给公司信用水平带来的不利影响。

随着在建及规划项目的建成投产，公司循环经济产业链中产品结构更加丰富，公司整体竞争力有望进一步增强。

公司“09 三友债”担保方开滦（集团）有限责任公司（以下简称“开滦集团”）受宏观经济增速放缓影响，经营及财务状况明显下滑，经营呈亏损态势，负债水平有所增长。但考虑其较强的规模与竞争力，整体抵御经济周期及行业风险的能力仍很强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“09 三友债”的债项信用等级为“AA+”；维持“15 三友 01”和“15 三友 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司纯碱及粘胶短纤产能位列国内第一，仍具有较强的规模优势。

2. 随着公司重要在建项目的陆续投产，“两碱一化”循环经济产业链效果得到加强，对公司提高资源利用率、降低生产成本，起到了较为显著的积极作用。

3. 跟踪期内，公司主要产品原材料价格

下降，部分产品价格上升，产能、产销量增长，营业收入及营业利润率提高。

4. 跟踪期内，公司经营现金流状况较佳，债务负担有所减轻。

关注

1. 受宏观经济增速放缓影响，纯碱、烧碱和 PVC 行业景气度下行，公司面临较大的经营压力。

2. 随着公司产能快速扩大，公司面临较大的安全管理压力。

3. 随着近年来项目的建设以及经营规模的扩大，公司期间费用增长较快，对利润形成一定侵蚀。

4. “09 三友债”担保方开滦集团受宏观经济增速放缓及煤炭行业低迷影响，经营及财务状况明显下滑，盈利呈亏损态势。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

齐鸿岳

电话：010-85172818

邮箱：qihy@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

公司是经河北省人民政府冀股办（1999）48号文批准，以唐山三友碱业（集团）有限公司（以下简称“碱业集团”）作为主发起人，联合国投建化实业公司（现更名为“国投资产管理公司”）、河北省建设投资公司、河北省经济开发投资公司（现更名为“国富投资公司”）和唐山投资有限公司共同发起设立，并于1999年12月28日在河北省工商行政管理局注册登记，成立时注册资本为25,000万元。经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）[2003]48号文批准，公司于2003年6月4日公开发行人民币普通股10,000万股，股票发行后公司总股本为35,000万股。经上海证券交易所[2003]59号文批准，公司公开发行的10,000万股A股于2003年6月18日在上海证券交易所上市交易，股票简称“三友化工”，股票代码“600409”。

2005~2011年，公司历经三次资本公积转增股本，一次公开发行人民币普通股，一次定向增发股票。经证监会证监许可[2011]1418号文批复，2012年2月29日，公司完成非公开发行A股股票17,401万股，发行后总股本为123,359.03万股。2012年9月27日，公司以总股本1,233,59.03万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增5股，共计转增616,79.52万股，转增后公司总股本为185,038.55万股。

截至2015年底，公司股份总数为185,038万股，其中碱业集团持有73,986万股，占公司总股本的39.98%；唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）直接持有16,726万股，占公司总股本的9.04%。公司大股东为碱业集团，实际控制人为三友集团（持有碱业集团100%股权），三友集团股权结构较为分散，根据冀政办[2003]38号《河北省人民政府办公厅关于公布省政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责企业名单的通知》文件，河北省国资委对三友集团履行出资人职责。

图1 截至2016年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司主营业务为纯碱、烧碱、聚氯乙烯、粘胶短纤维、有机硅、氯化钙等产品的生产、销售。公司设有安全生产部、技术中心、财务中心等12个职能部门，拥有唐山三友氯碱有限责任公司（以下简称“三友氯碱”）等12个控股子公司。截至2016年3月底，公司共有员工16,064人。

截至2015年底，公司合并资产总计203.47亿元，负债合计135.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.11亿元，其中归属于母公司所有者权益合计63.50亿元。2015年，公司实现营业收入136.94亿元，净利润（含少数股东损益）3.84亿元，归属于母公司净利润4.13亿元；经营活动现金流量净额为9.83亿元，现金及现金等价物净增加额1.13亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总计200.72亿元，负债合计131.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.45亿元，其中归属于母公司所有者权益合计64.75亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入34.92亿元，净利润（含少数股东损益）1.36亿元，归属于母公司净利润1.28亿元；经营活动现金流量净额为1.84亿元，现金及现金等价物净增加额-4.29亿元。

公司注册地址：河北省唐山市南堡开发区；法定代表人：马连明。

二、债券概况

1. 09 三友债

2009年11月26日，公司发行“唐山三友化工股份有限公司2009年公司债券”，发行规模为9.6亿元，债券票面利率为6.32%，期限为8年，第5年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。本期债券的付息日为2010年至2017年每年的11月26日，到期日为2017年11月26日，兑付日期为2017年11月26日。本期公司债券已于2009年12月18日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“09三友债”，证券代码“122037”。

公司已于2015年11月26日按期付息。

2. 15 三友 01、15 三友 02

2015年12月17日，公司发行“唐山三友化工股份有限公司2015年发行公司债券”，并于2016年1月14日在上海证券交易所挂牌交易。本期债券已经中国证监会证监许可[2015]2733号文核准，发行规模为人民币10亿元，分为两个品种：品种一债券期限为5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，证券简称“15三友01”，证券代码“136105”；品种二债券期限为7年，附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，证券简称“15三友02”，证券代码“136106”。其中品种一的发行规模为人民币5亿元，品种二的发行规模为人民币5亿元。本期债券品种一票面利率为4.20%，品种二票面利率为5.30%，均采用单利按年计息，不计复利，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。本期债券的起息日为2015年12月17日。

跟踪期内，本期债券未到付息兑付日期，无付息兑付情况发生。

公司2009年公司债券及2015年公司债券募集资金用途均为偿还银行借款和补充公司流动资金。截至2016年1月底，公司2015年公司债券募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。

三、行业分析

1. 纯碱行业

2015 年，国内纯碱市场整体呈现走弱态势，下游需求持续疲软，致使纯碱企业对下游议价能力有所减弱；但得益于原材料价格有所回落，纯碱企业年内盈利情况良好。2015 年国内纯碱全年产量为 2,591.80 万吨，同比增长 3.10%。截至 2015 年底，国内共有 44 家纯碱生产企业，总体产能在 2,990 万吨左右，同比减少 36 万吨。落后产能淘汰加速，将有助于缓解产能严重过剩问题，促进整个行业的良性发展。但目前房地产市场低迷，玻璃需求增速放缓，过剩产能消化仍需一段时间。未来，随着城镇化水平提高，基础设施建设加速，纯碱行业景气度或将有所改善。

整体看，目前国内纯碱市场仍然面临着产能过剩、下游需求不振的压力，但随着落后产能淘汰，原料价格降低，纯碱行业市场状况或将有所改善。

2. 粘胶短纤行业

当前我国的粘胶短纤维产量约占据全球总产量的 65% 以上，但国内大多粘胶短纤维生产技术较为落后，特别是着色工艺、特种粘胶短纤维等技术和产品品质仍落后于发达国家。截至 2015 年底，国内共有 19 家粘胶短纤生产企业，同比减少 1 家，总体产能约 369 万吨。未来随着大产能生产线的不断建成投产以及国家环保政策趋严，业内较多设备陈旧的小型粘胶短纤生产线将逐渐被淘汰，粘胶供给端将呈现比较清晰的好转趋势。我国粘胶短纤行业将逐渐向拥有规模、技术、设备、人才优势的大型企业集中，产业集中度将显著提高。由于粘胶纤维是棉花的最佳替代品，随着棉花种植面积的减少以及下游客户对功能性、差异化粘胶短纤需求的日益增长，高品质差别化粘胶短纤产品需求将面临快速增长机遇。

出口方面看，2015 年我国人造粘胶短纤出口量为 21.63 万吨，同比下降 16.13%；出口金额为 37,141.58 万美元，同比下降 15.82%。受美国、欧洲等西方国家及地区经济持续低迷的影响，全球纺织行业进入低谷时期。作为纺织材料之一的粘胶短纤继续遭受下游纺织行业的负面影响。未来，高品质粘胶短纤产品或将成为中国粘胶短纤行业出口发展的优势产品。

整体看，国内粘胶短纤落后产能继续淘汰，棉花种植面积的减少给了粘胶短纤产品价格提升的空间，但在全球经济持续低迷进而影响纺织业发展的背景下，我国粘胶短纤行业或将通过产品差异化以及高端细分市场谋求发展。

3. 氯碱行业

在宏观经济形势低迷，货源供给充裕、下游市场疲软、电石价格走低及原油行情弱势等一系列因素交织影响下，2015 年国内 PVC（聚氯乙烯，下同）市场整体依旧延续走弱态势。期间，得益于供给阶段性缩量以及低价碱冲击减弱，京津冀区域烧碱行情有所改善。截至 2015 年底，我国烧碱累计总产能达到 4,050 万吨，较上年新增 201 万吨，增幅达到 5.2%；全年烧碱产量为 3,028 万吨，同比下降 1.4%。氯碱行业景气度继续降低。

2015 年，我国 PVC 价格小幅上涨后继续走跌，企业艰难运行。据统计，2015 年国内 PVC 整体产能为 2,348 万吨，同比减少 1.7%；全年 PVC 总产量约 1,609 万吨，同比下降 1.7%。近年来我国人造革、包装材料、农膜等 PVC 软制品消费比例逐年下降，而随着乡村城镇化、城市房地产建设的推进，型材、管材、板材等硬制品的消费比例不断上升，但受限于房地产行业发展的大幅减速，加之 PVC 新增产能投放放缓，PVC 产业或将面临转型升级。

整体来看，氯碱行业平均产能利用率不高，需求增速有所下滑。

4. 有机硅行业

在宏观经济形势低迷的大背景下，有机硅行业结构性过剩问题持续凸显。2015 年国内有机硅市场呈现走弱态势。截至 2015 年底，国内有机硅单体¹总体产能已达 280 万吨。其中，20 万吨产能及以上企业增至 7 家，合计产能 197 万吨，约占总产能的 70.36%，企业规模化发展已然成型。

价格方面，2015 年国内有机硅基础品 DMC 市场处于产能过剩状态，市场价格总体呈现下跌趋势。年初国内有机硅 DMC 出厂均价为 17,060 元/吨，年底出厂均价为 14,328 元/吨，价格下跌 15.69%。2015 年全球有机硅年产能 398 万吨，实际年产量 238 万吨，有机硅市场产能过剩严重，价格缺乏上涨动力。

需求方面，2015 年我国有机硅需求量 161.8 万吨，占全球总产量的 67.98%。我国已成为全球有机硅市场需求最大的国家。随着全球经济的发展和科学技术的不断提高，有机硅材料迅速发展并形成工业规模，新型有机硅高聚物品种不断扩大，有机硅单体单套生产能力不断提高，有机硅行业已发展成为技术密集、在国民经济中占有重要地位的新型产业。目前有机硅单体市场阶段性供大于求的状况仍将持续，总体来看，未来几年有机硅单体企业将面临行业整合和洗牌，有机硅单体企业将朝着规模化、高性能、精细化、低成本和高附加值方向发展。

整体看，有机硅行业面临产能过剩问题，价格呈下降趋势。未来，产能过剩问题仍将持续存在，高端有机硅产品或将成为有机硅制造企业新的利润增长点。

四、管理分析

2015年，公司根据管理、工作需求，选举马连明先生、王兵先生为董事，其中马连明先生被选举为董事长；聘任王铁英先生为总经理，刘印江先生为副总经理兼董事会秘书，王习文女士为副总经理兼总会计师，另聘任副总经理4人；因工作变动需求，原董事长么志义先生、原总经理于得友先生离任。截至2016年3月底，公司董事会成员15人，其中董事长1人，副董事长2人，独立董事5人；监事会成员7人，其中监事会主席1人，职工监事3人。

公司新任董事长马连明先生，大学学历，高级工程师，中共党员，汉族。历任唐山三友集团兴达化纤有限公司（以下简称“兴达化纤”）生产部副部长、电仪车间主任、总经理助理、副总经理兼设备部部长、总经理，唐山三友热电有限责任公司（以下简称“热电公司”）董事长兼总经理。2015年11月13日起，任公司董事长兼热电公司董事长。

公司新任总经理王铁英先生，大学学历，统计师，中共党员，汉族。曾任兴达化纤公司总经理助理，三友氯碱副总经理兼销售部部长，兴达化纤副总经理，总经理。2015年9月16日起，任公司总经理。

总体看，2015年公司高管层虽有所变动，但未影响管理层整体架构和核心技术人员稳定性，公司管理制度连续，管理运作正常，相关董事及监事人数符合证监会的监管要求。

¹ 有机硅单体是制备硅油、硅橡胶、硅树脂以及硅烷偶联剂的原料。

五、经营分析

1. 经营概况

截至 2015 年底，公司具有纯碱 340 万吨/年、粘胶短纤 50 万吨/年、烧碱 50 万吨/年、聚氯乙烯（PVC）40 万吨/年、有机硅单体 20 万吨/年的生产能力。2015 年，公司纯碱生产规模位居全国同行业第一位，市场占有率提升至 13% 左右；粘胶短纤产品差别化率位居国内同行业第一位，市场占有率提升至 17% 左右，其中高白纤维占国内市场份额约 70%，无机阻燃纤维占国际市场份额约 70%。公司在产能规模、行业地位继续保持领先。公司 2015 年粘胶短纤出口量 10.33 万吨，占全国出口总量的 49%。

受益于主导产品纯碱、粘胶短纤、烧碱的产销量大幅提升，2015 年公司实现营业收入 136.94 亿元，较上年增长 7.87%；同期主导产品粘胶短纤维及烧碱毛利率均有所增长，但因 PVC 市场不景气以及公司期间费用增长，公司 2015 年实现净利润 3.84 亿元，较上年下降 20.81%，其中归属于母公司净利润 4.13 亿元，较上年下降 13.53%，公司盈利水平略有下降。

从毛利率变化来看，公司 2015 年主营业务毛利率较上年提升 1.38 个百分点，主要源于以下原因：公司控股子公司青海五彩碱业有限公司（以下简称“青海五彩碱业”）110 万吨/年纯碱项目于 2014 年 7 月份正式投产，2015 年青海五彩碱业整体运营逐渐成熟，公司纯碱的产销量大幅提升，纯碱在各类产品收入中的占比由上年的 28.90% 提升至 29.44%，毛利率小幅增至 21.52%；公司烧碱产销量均有所上升，且烧碱价格回暖，公司烧碱板块毛利率大幅提升至 43.51%；公司 PVC 产销量均有所上涨，但受 PVC 价格下降影响，毛利率下降至 -1.66%；粘胶短纤价格较上年有所上涨，公司产销量同比增加，毛利率提高至 15.52%；2015 年 7 月有机硅二期扩建项目正式投产，单体产能由 10 万吨/年增加至 20 万吨/年，使二甲基硅氧烷混合环体总产量大幅增加，毛利率大幅提高 11.96%；室温胶、高温胶，价格、产销量较上年下降，营业收入减少，收入占比较低。

表 1 2014~2015 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元，%）

产品	2014 年			2015 年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
纯碱	358,017.58	25.53	28.90	394,713.93	27.52	29.44
粘胶短纤维	513,749.20	11.99	41.47	568,753.39	15.52	42.42
烧碱	74,909.01	38.35	6.05	76,640.17	43.51	5.72
聚氯乙烯树脂（PVC）	200,603.18	4.29	16.19	199,621.20	-1.66	14.89
二甲基硅氧烷混合环体	29,984.86	6.68	2.42	53,181.76	11.96	3.97
室温胶	13,473.22	8.38	1.09	12,200.17	4.16	0.91
高温胶	12,697.29	4.68	1.02	9,620.93	5.48	0.72
其他	35,457.23	--	2.86	25,910.06	--	1.93
合计	1,238,891.57	20.26	100.00	1,340,641.61	21.64	100.00

资料来源：公司年报

从盈利情况来看，2015 年公司的营业利润依旧主要来自于纯碱、粘胶短纤和氯碱产业。公司主导产品纯碱、PVC、粘胶短纤销售收入合计占公司主营业务收入比重由 2014 年的 86.56% 上升至 86.75%。虽然 PVC 产品因产能过剩带来的价格问题导致毛利率下滑，出现亏损，但得益于纯碱产品的产销量扩张以及粘胶短纤维的技术优势，公司综合毛利率增长明显。公司期间费用的较快增长使得 2015 年公司实现营业利润 5.32 亿元，实现净利润 3.84 亿元，分别较上年降低了 15.85%

和 20.81%。

2016年一季度，公司实现营业收入34.92亿元，较上年同期增长了14.55%；营业成本26.56亿元，较上年同期增长了7.23%。公司规模效益进一步增强，纯碱及粘胶短纤价格有所回升，当期实现营业利润1.78亿元，利润总额1.89亿元，净利润1.36亿元，较上年同期大幅增长。

总体看，受益于公司主导产品纯碱、粘胶短纤产销量的大幅提升，公司收入规模得以大幅增长；同时受益于粘胶短纤销售价格提高以及公司纯碱生产成本的降低，规模效益凸显，公司毛利率较上年呈现增长，盈利规模保持在较高水平。

2. 业务运营

(1) 产销情况

2015年，公司主导产品产销量均较上年有较大幅度的增长。公司全年共生产纯碱347.81万吨、粘胶短纤51.55万吨、烧碱49.87万吨、PVC37.53万吨、有机硅环体4.56万吨，销售纯碱348.51万吨、粘胶短纤51.85万吨、烧碱49.87万吨、PVC37.57万吨、有机硅环体4.38万吨，各产品产销率基本维持在100%左右。公司部分产品产能有所扩增，产能利用率保持在较高水平，主要生产线基本满负荷运转。

表 2 2014~2015 年公司的产销量及目前产能情况

产品	项目	2014 年	2015 年	变化率 (%)	产销率 (%)		目前年生产能力	产能利用率 (%)
					2014 年	2015 年		
纯碱	产量 (万吨)	286.50	347.81	21.40	101.71	100.20	340 万吨	105.40
	销量 (万吨)	291.39	348.51	19.60				
粘胶短纤	产量 (万吨)	48.89	51.55	5.45	99.24	100.57	50 万吨	103.10
	销量 (万吨)	48.52	51.85	6.86				
烧碱	产量 (万吨)	49.58	49.87	0.34	99.95	100.00	50 万吨	99.74
	销量 (万吨)	49.56	49.87	0.63				
聚氯乙烯(PVC)	产量 (万吨)	36.86	37.53	1.82	99.89	100.11	40 万吨	93.39
	销量 (万吨)	36.82	37.57	2.04				
二甲基硅氧烷混合环体 ²	产量 (万吨)	2.22	4.56	105.41	100.45	96.05	20 万吨 (有机硅单体)	101.70
	销量 (万吨)	2.23	4.38	96.41				

资料来源：公司提供

注：产能为当年年末生产能力估计值，产能利用率为全年生产线平均利用情况，因而产能利用率同产量/产能可能存在区别。

纯碱方面，由于青海五彩碱业 110 万吨/年纯碱项目于 2014 年 7 月份正式投产，产能在 2015 年得以体现，使得 2015 年纯碱产量大幅上升；有机硅方面，由于 2015 年 7 月公司有机硅二期扩建项目正式投产，单体产能由 10 万吨/年增加到 20 万吨/年，使得 2015 年环体总产量较上年同期大幅增加。

表 3 2014~2015 年公司主要产品销售均价 (单位：元/吨，%)

产 品	销售均价 (不含税)		变动率
	2014年	2015年	
纯碱	1,228.58	1,131.17	-7.93
粘胶短纤	10,587.75	10,930.45	3.24

² 除此之外，还有 1.67 万吨的产品公司进行硅橡胶等下游产品深加工。

烧碱	1,511.34	1,536.72	1.68
聚氯乙烯	5,324.94	4,581.38	-13.96
二甲基硅氧烷混合环体	13,799.70	12,228.52	-11.39

资料来源：公司提供

从表 3 产品价格变化趋势来看，受宏观经济增速持续放缓，行业景气度下行影响，除粘胶短纤与烧碱产品价格略有增长外，公司其余主导产品价格均呈现不同程度的下滑，尤其聚氯乙烯下降幅度最大为 13.96%，其次为二甲基硅氧烷混合环体，下降幅度为 11.39%。

从销售区域来看，2015 年公司销售区域主要集中在华北、华东以及国外地区，其中华东地区营业收入达 60.48 亿元，占主营收入的 45.12%；国外地区主要为粘胶短纤的出口，营业收入达 19.87 亿元，占主营收入的 14.82%。华中、西南、西北地区增幅较大，营业收入分别同比增长 103.91%、141.18% 和 53.37%，主要是青海五彩碱业 110 万吨/年纯碱项目于 2014 年 7 月份正式投产，在以上地区销售收入增加所致。

总体看，2015 年，公司主导产品除粘胶短纤与烧碱售价提升外，其余产品价格均有不同程度的下滑。受益于公司主导产品产销量的大幅度增长，公司收入规模保持增长态势。

（2）原材料情况

2015 年，受上游原材料市场下行影响，公司主导产品原材料包括煤、原盐、木浆、电石和硅块等采购价格均有不同程度的下滑，公司主导产品成本得以降低。

表 4 2014~2015 年公司的原材料采购量及价格变动情况

原料	采购状况	2014 年	2015 年	同比变化
煤	采购数量（万吨）	223.69	247.97	10.85%
	采购均价（元/吨）	323.19	270.99	-16.15%
	采购总价（万元）	72,293.74	67,195.95	-7.05%
原盐	采购数量（万吨）	310.75	588.68	89.44%
	采购均价（元/吨）	240.76	142.03	-41.01%
	采购总价（万元）	74,817.33	83,610.41	11.75%
浆粕	采购数量（万吨）	49.13	52.31	6.47%
	采购均价（元/吨）	5,394.88	5,221.52	-3.21%
	采购总价（万元）	265,072.10	273,159.76	3.05%
电石	采购数量（万吨）	56.16	59.73	6.36%
	采购均价（元/吨）	2,547.00	2,234.9	-12.25%
	采购总价（万元）	143,059.97	133,487.83	-6.69%
硅块	采购数量（万吨）	2.39	4.56	90.79%
	采购均价（元/吨）	12,270.53	10,875.88	-11.37%
	采购总价（万元）	12,270.53	49,607.88	304.28%

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司主导产品采购价格均有不同程度的下滑，主导产品成本得以降低，这也是公司毛利率得以提升的主要原因之一。

（3）电力情况

目前，公司子公司唐山三友热电有限责任公司（以下简称“热电公司”）电力设备装机总容量 18 万千瓦，所产电力全部自给。公司电力自给率约 66.66%。热电联产项目正式投产后，电设备装机总容量将达到 23 万千瓦，进一步提升公司电力自给率。

公司热电板块旨在加强循环经济优势，提供生产电力需求，降低生产成本。其中，通过纯碱废渣生产的燃煤脱硫剂用于热电公司锅炉脱硫；同时，公司采用库伦电除尘和湿式电除尘技术，在有效降低PM2.5颗粒排放的同时，节约电能约30%。

总体看，公司自备电厂，电力自给率较高，同时兼顾周边企业、居民的用电用热需求，注重环境效益。未来，随着热电联产项目的正式投产运行，公司电力自给率有望进一步提升，生产成本有望进一步降低。

3. 在建项目

2015 年度，公司分别完成在建项目糊树脂一期、糊树脂二期和有机硅二期扩建项目，分别累计投资 2.85 亿元、1.03 亿元和 4.41 亿元，上述项目均已于年内竣工并转入固定资产；公司尚在建设热电联产项目，预计投资 8.81 亿元，累计完成投资 4.62 亿元，尚需投入 4.19 亿元，截至 2015 年末工程进度为 95%。考虑到公司 2015 年经营现金流情况良好，能够为公司新建项目补充一定资金流支持。

总体看，公司重要的大型项目已基本建成投产，运营期间，已为公司带来了良好的经济效益，未来公司整体经营状况将保持良好。

4. 经营关注

安全管理

2015 年 6 月 18 日，唐山三友硅业有限责任公司（公司子公司，持股比例合计为 99.77%）废料区废料发生自燃。截至当日 17 时 30 分，现场火势基本扑灭，无人员伤亡，事故产生烟尘不存在有毒有害物质，消防废水未对地下水产生污染，事故未造成重大经济损失。公司对于生产安全管理需加强。

期间费用控制

公司营业收入规模增长明显，毛利率有所增长，但新增产能带来的销售及管理费用增长过快，使得公司营业利润出现负增长。未来，新增产能的持续获利、规模效应的进一步体现以及公司对于期间费用的控制将成为提升盈利水平的关键因素。

5. 未来发展

2016 年公司主要经营指标为：粘胶短纤 52.5 万吨、纯碱 346.5 万吨、PVC39.4 万吨、烧碱 51.5 万吨、有机硅环体 9.74 万吨（含自用）、氯化钙 15 万吨、原盐 53 万吨。

2016 年公司将重点建设热电联产项目，进一步提升循环经济效应，降低生产成本，提升产品价格竞争优势；公司将继续大力发展粘胶短纤业务，提升自身研究水平，加大技术研发力度，建设技术领先的世界级纤维素纤维生产研发基地，提升高端产品竞争优势；公司将着力研发有机硅技术，力求在同质化较为严重的国内有机硅市场占据技术优势，提升产品竞争力，攻占细分高端市场。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。随着公司各项目的投产运营，规模效益继续增强，公司整体竞争力有望进一步增强。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了

标准无保留意见的审计报告，2016 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定进行编制。2015 年及 2016 年一季度，公司合并范围未发生变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 203.47 亿元，负债合计 135.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.11 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 63.50 亿元。2015 年，公司实现营业收入 136.94 亿元，净利润（含少数股东损益）3.84 亿元，归属于母公司净利润 4.13 亿元；经营活动现金流量净额为 9.83 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.13 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总计 200.72 亿元，负债合计 131.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 64.75 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.92 亿元，净利润（含少数股东损益）1.36 亿元，归属于母公司净利润 1.28 亿元；经营活动现金流量净额为 1.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 -4.29 亿元。

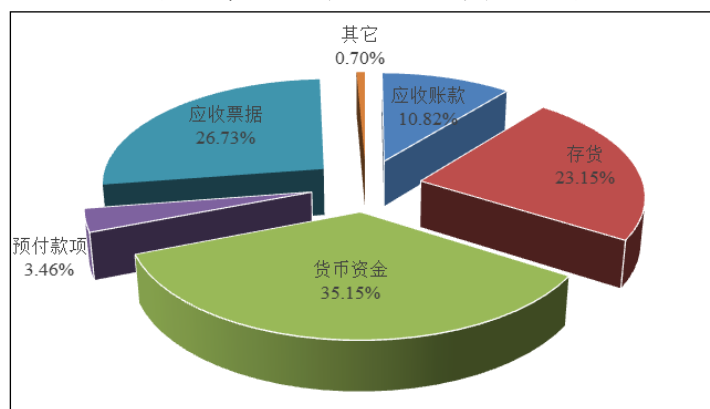
1. 资产与负债

（1）资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 203.47 亿元，较年初增长了 1.60%，主要是占比较大的非流动资产增长所致。其中流动资产占 24.61%，非流动资产占 75.39%，资产结构较上年变化不大。

截至 2015 年底，公司流动资产为 50.07 亿元，较年初小幅减少 0.25%，主要由货币资金（占 35.15%）、应收票据（占 26.73%）、存货（占 23.15%）、应收账款（占 10.82%）和预付款项（占 3.46%）等组成。

图 2 截至 2015 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司货币资金较年初增长 6.84%，主要为银行存款、银行承兑汇票保证金的增长所致。截至 2015 年底，因未决诉讼事项，辽宁省沈阳市中级人民法院冻结公司银行账户款项 1,150 万元；公司其他货币资金为承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金和存出保证金。截至 2015 年底，因保证金及涉诉冻结情况，公司货币资金受限于额度为 3.27 亿元，受限比例为 18.58%。

截至 2015 年底，公司应收票据较年初增加 3.64%，主要是公司销售规模扩大带动以票据结算的金额上升，亦致使公司应收账款较年初增加 18.40%。公司对应收账款已计提坏账准备 0.60 亿元，其中对 1 年以内计提比例为 5%，1 至 2 年计提比例为 10%，2 至 3 年计提比例为 15%，3 年以上计提比例为 50%，计提金额较为充足。从账龄结构看，公司 1 年以内应收账款占比为 86.23%，1~2

年应收账款占比为 13.58%，账龄结构较好；由于公司销售规模扩大，去库存效果明显，存货较年初减少了 12.86%，存货计提跌价准备 72.28 万元，计提比例一般；预付款项较年初减少了 1.82%，主要是工程完工，预付设备、土建款项结算减少所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 153.40 亿元，较年初小幅增长 2.22%，主要由固定资产 130.16 亿元（占 84.85%），在建工程 10.62 亿元（占 6.92%）和无形资产 8.36 亿元（占 5.45%）组成。

由于糊树脂一期、糊树脂二期和有机硅二期扩建项目于 2015 年完工并转入固定资产，公司固定资产较年初增长了 5.15%，在建工程较年初减少了 24.82%；固定资产累计计提折旧 46.52 亿元，整体成新率为 74.52%，成新率较高；无形资产较年初基本持平，主要为土地使用权及采矿权。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 200.72 亿元，较年初减少了 1.35%，其中流动资产 46.26 亿元，较年初减少了 7.62%；非流动资产 154.47 亿元，较年初增长了 0.69%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，2015 年公司资产规模稳定增长，以非流动资产构成为主，整体资产质量较高。

（2）负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 135.36 亿元，较年初增长了 0.69%，主要是非流动负债增长所致。其中流动负债规模为 87.18 亿元（占 64.41%），较年初减少了 1.69%，非流动负债为 48.18 亿元（占 35.59%），较年初增加了 5.31%，公司负债结构仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债主要以短期借款（占 42.55%）、应付账款（占 26.81%）和一年内到期的非流动负债（占 20.27%）为主。其中，短期借款较年初减少了 25.23%至 37.10 亿元，主要是公司降低短期借款规模所致；短期借款中保证借款占比为 82.41%。期末应付账款规模小幅增长了 6.73%至 23.38 亿元，主要为按合同约定未结算的材料款、工程款项；期末一年内到期的非流动负债较年初增长了 119.51%，主要是新增了 1 年内到期的应付债券（13 三友 MTN1）10.40 亿元所致。除此以外，公司流动负债中的其他科目较年初变动不大。

截至 2015 年底，公司非流动负债较年初增长了 5.31%至 48.18 亿元，主要是长期借款及长期应付款的增长所致。非流动负债主要由长期借款（占 49.33%）、应付债券（占 40.45%）和长期应付款（占 4.57%）组成。其中，长期借款较年初小幅增长了 3.78%至 23.76 亿元，保证借款占比为 89.90%，期限分布情况如下表所示，结合公司 1 年内到期的非流动负债情况，未来 2 年内公司或面临一定的集中偿债压力；应付债券较年初小幅减少了 2.29%至 19.49 亿元；长期应付款较年初大幅增长了 377.61%至 2.20 亿元，主要是青海五彩碱业于 2015 年取得中建投租赁有限责任公司和中航国际租赁有限公司的五年期融资款所致。

表 5 截至 2015 年底公司主要长期借款期限分布情况（单位：万元，%）

年限	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	114,236.00	51.93
2~3 年（含 3 年）	39,313.00	17.87
3~4 年（含 4 年）	35,119.00	15.97
4~5 年（含 5 年）	17,705.00	8.05
5 年以上	13,587.00	6.18
合计	219,960.00	100.00

资料来源：公司提供

有息债务方面，截至 2015 年底，短期债务为 56.57 亿元，较年初减少了 5.89%；长期债务为 44.99 亿元，较年初增加了 5.01%；公司全部债务为 101.56 亿元，较年初小幅减少了 1.35%。2015 年，公司的资产负债率由年初的 67.13% 下降到年底的 66.52%；全部债务资本化比率由年初的 61.00% 下降到年底的 59.86%；长期债务资本化比率由年初的 39.42% 提升到年底的 39.78%。公司整体负债水平变化不大，债务结构仍以短期为主。虽然负债中有息债务占比仍然很高，但整体债务负担略有减轻。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计较年初减少了 3.02%，为 131.28 亿元。从负债结构来看，流动负债占比微增至 64.57%，非流动负债占比微降至 35.43%，负债结构仍以流动负债为主。从公司的负债水平来看，资产负债率由年初的 66.52% 微降至 65.40%，全部债务资本化比率由年初的 59.86% 微降至 57.73%，长期债务资本化比率由年初 39.78% 微降至 37.53%，公司有息债务水平虽有所上升，总体处于可控范围内。所有者权益较年初微增 1.96%，为 69.45 亿元，权益构成较年初变化不大。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 68.11 亿元，较年初小幅增长了 3.47%，其中归属于母公司所有者权益合计 63.50 亿元。所有者权益的增长主要是公司当期盈利使得未分配利润较年初增长了 15.23% 至 18.46 亿元所致。从权益构成来看，股本、资本公积和未分配利润占比分别为 29.14%、37.25% 和 29.07%，权益结构较为稳定。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 200.72 亿元，较年初减少了 1.35%，其中流动资产 46.26 亿元，较年初减少了 7.62%；非流动资产 154.47 亿元，较年初增长了 0.69%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，2015 年，公司整体负债水平略有下降，总体处于可控范围内；权益构成仍属稳定。

2. 盈利能力

2015 年，公司主营产品除粘胶短纤与烧碱外，其余产品销售价格均有不同程度的下降，但同期新建项目的产能不断释放使得主营产品产销量较上年均有一定幅度增长。2015 年公司实现营业收入 136.94 亿元，同比增长 7.87%，营业成本 107.21 亿元，同比增长 5.74%，营业收入增长率大于营业成本增长率，公司利润空间有所扩大；但受制于期间费用增长快速，同期公司营业利润、利润总额和净利润分别为 5.32 亿元、5.28 亿元和 3.84 亿元，较上年分别减少 15.85%、17.80% 和 20.81%，盈利规模出现下降。

从期间费用来看，随着公司营业收入的增长，三项费用总额较 2014 年有较大程度增长，其中销售费用、管理费用和财务费用分别增长了 42.57%、23.44% 和 16.61%，费用收入比由上年的 14.55% 增至 17.03%，公司费用控制能力有待提高。销售费用的增长主要是公司销售规模扩大，一票制运费相应增加所致；管理费用的增长主要是公司加大科技开发力度，技术开发费用增加所致；财务费用的增加主要是人民币贬值带来的汇兑损失增加所致；除上述原因外，公司于 2014 年 7 月份正式投产的青海五彩碱业 110 万吨/年纯碱项目也给公司的期间费用带来一定增长。

从盈利指标来看，得益于原材料成本下降，而公司凭借技术及质量优势，主要产品价格并未明显下降，2015 年公司营业利润率为 20.98%，较上年的 19.58% 小幅提升；公司总资产收益率和净资产收益率分别由上年的 5.99% 和 7.62% 降至 5.35% 和 5.74%，公司整体盈利能力有所降低。

2016 年一季度公司主导产品除纯碱和烧碱价格有所增长外，粘胶短纤、PVC、有机硅价格均有小幅下降。2016 年一季度，公司实现营业收入 34.92 亿元，较上年同期增长了 14.53%，营业成本 26.56 亿元，较上年同期增长了 7.23%，增速小于营业收入；随着新增产能的不断释放以及主要产

品产销率的进一步提升，公司规模效益进一步增强，当期实现营业利润1.78亿元，利润总额1.89亿元，净利润1.36亿元，较上年同期均有明显增长。

总体看，随着公司新增产能的释放，规模效益继续增强，原材料价格下降明显，但公司凭借产品质量优势，主要产品价格并未明显下降，公司收入规模得以稳定提升；但公司期间费用增长较快，大幅压缩了公司营业利润，致使净利润有所降低，公司期间费用控制能力有待提升。

3. 现金流

2015年，公司经营活动现金流量净额为9.83亿元，比上年大幅增加，主要是销量增加、收到回款增加所致；2015年公司现金收入比为56.05%，较上年同期的51.70%有所提升，现金收入比较低系公司销售回款主要以票据方式结算所致。

2015年，投资活动产生的现金流量净额为-1.41亿元，净流出规模比去年大幅减少，主要是糊树脂一期、糊树脂二期和有机硅二期扩建项目已于2015年完工，投入资金减少所致。

2015年，筹资活动产生的现金流量净额为-7.30亿元，主要是偿还债务支出的现金同比大幅增加所致；现金及现金等价物净增加额为1.13亿元。

2016年一季度，经营活动产生的现金流量净额为1.84亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.46亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-5.66亿元，现金及现金等价物净增加额为-4.29亿元。

总体看，随着新项目或进入试生产阶段，或正式投产运营，投资净流出规模相应减少，公司无较大投资支出项目，但由于信用结算规模仍较大，占用营运资金，仍需外部融资以缓解流动资金压力。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015年，公司流动比率维持在0.57倍，速动比率由年初的0.42倍提升至0.44倍，在流动资产和流动负债均小幅减少的情况下，公司去库存效果使得短期偿债能力略有提升；公司现金短期债务比由年初的0.49提升至0.55，现金类资产对于短期债务的保护程度略有提高。总体来看，公司短期偿债能力略有提高，但仍存在短期偿债压力。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司EBITDA虽由上年的18.58亿元增至19.09亿元，但其中利润总额贡献不大，公司EBITDA主要由折旧（占43.93%）、计入财务费用的利息支出（占27.32%）和利润总额（占27.66%）构成，其中折旧及财务费用分别较上年增长19.97%和5.07%，利润总额较上年下降17.80%。同期，公司EBITDA全部债务比由上年的0.18倍升至0.19倍，EBITDA利息倍数由上年3.16升至3.46，EBITDA对全部债务的保障程度和对利息的保障程度均略有增强。

截至2015年底，公司获得各银行授信合计1,832,995.00万元，未使用授信1,049,925.00万元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据代码为G1013020100005800J的人民银行征信报告，截至2016年4月1日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，随着公司各重大项目的投产运营，整体产能得以释放，收入规模的大幅提升带动公司偿债指标有所增强，但期间费用增长过快带来的公司利润下降，给公司整体偿债能力指标带来一定影响。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 24.36 亿元，为“09 三友债”、“15 三友 01”和“15 三友 02”总和的 1.24 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 69.45 亿元，为债券本金 19.6 亿元的 3.54 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“09 三友债”、“15 三友 01”和“15 三友 02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 19.09 亿元，为债券本金 19.6 亿元的 0.97 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入量为 78.31 亿元，为债券本金 19.6 亿元的 4.00 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型综合性化工企业，在生产规模、产品结构及研发水平等方面具有优势，联合评级认为，公司对“09 三友债”、“15 三友 01”和“15 三友 02”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司于 2009 年 11 月 26 日成功发行的 8 年期 9.6 亿元“09 三友债”由开滦（集团）有限责任公司（以下简称“开滦集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 主体概况

开滦集团属于国有特大型煤炭企业。开滦集团在以煤炭生产为主业的同时，充分利用其在区位、资源等方面的优势，大力发展煤化工、煤热电、物流贸易、装备制造等多元化产业，形成了以“煤、焦、化、电、热、运”为一体的较为完善的产业链。

截至 2015 年 9 月底，开滦集团控制煤炭资源储量总计 41.30 亿吨。开滦集团炼焦煤储量丰富，尤其是肥煤可采储量约占全国肥煤可开发剩余储量的十分之一左右，为我国炼焦肥煤的主要生产基地。除此之外，开滦集团所持煤炭资源还包括主焦煤、1/3 焦煤、气煤等煤种，种类较为齐全。截至 2015 年 9 月底，开滦集团拥有在产矿井 21 座，二级子公司 44 家。

截至 2015 年底，开滦集团的注册资本为 124.79 亿元，其中河北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河北省国资委”）持有开滦集团 100% 的股权，为开滦集团的实际控制人。

截至 2015 年底，开滦集团合并资产总计 761.57 亿元，负债合计 553.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）208.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 122.77 亿元。2015 年，开滦集团实现营业收入 661.02 亿元，净利润（含少数股东损益）-26.87 亿元，归属于母公司净利润 -21.25 亿元；经营活动现金流量净额为 4.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 -5.54 亿元。

公司注册地址：河北省唐山市新华东道 70 号；法定代表人：张文学。

2. 行业分析

2015 年以来，在煤炭需求放缓、过剩产能难以消化、控制煤炭总量难度增加、国际能源价格下降等多重因素的影响下，煤炭经济运行形势急转直下，产销量下降，库存居高不下，市场价格再次出现持续下跌，企业利润大幅减少，亏损面进一步扩大，经营困难加剧。

煤炭产量方面，2015 年全国规模以上煤炭企业原煤产量 36.85 亿吨，同比减少 1.34 亿吨，降

幅为 3.5%。煤炭进出口方面，我国 2015 年全年共进口煤炭 2.04 亿吨，同比减少 29.9%；出口 533 万吨，同比减少 7.1%；净进口 1.99 亿吨，同比减少 30.4%。煤炭运输方面，全国铁路发运煤炭 20 亿吨，同比减少 12.6%；主要港口发运煤炭 6.44 亿吨，同比减少 5.5%。煤炭库存方面，截至 2015 年末，全国存煤已持续 48 个月超过 3 亿吨，煤炭企业存煤 1.01 亿吨，较年初增加 1,443 万吨，增长 16.7%；重点发电企业存煤 7,358 万吨，较年初减少 2,100 万吨，下降 22.2%。煤炭价格方面，截至 2015 年末，中国煤炭价格指数为 125.1 点，较年初下降 12.7 点，降幅为 9.2%。秦皇岛港 5500 大卡市场动力煤平仓均价为 370 元/吨，较年初降低 155 元/吨，下降 29.5%，已跌至 2004 年平均水平。炼焦煤价格较年初下降约 220 元/吨。煤炭投资方面，2015 年煤炭采选业固定资产投资 4,008 亿元，同比下降 14.4%，其中民间投资 2,281 亿元，同比下降 12.2%。行业效益方面，2015 年前 11 个月，全国规模以上煤炭企业主营业务收入 2.28 万亿元，同比下降 14.6%，降幅扩大 8 个百分点；企业利润总额为 425.5 亿元，同比下降 61.2%，降幅扩大 16.8 个百分点。

总体看，2015 年我国煤炭市场面临的外部环境更加严峻，煤炭消费继续下降，市场继续呈现供大于求的态势，价格下行的压力依然较大。

3. 业务运营情况

2015 年，开滦集团实现营业收入合计 661.02 亿元，同比下降 34.29%；营业成本为 640.18 亿元，同比下降 34.99%。其中，煤炭收入为 72.28 亿元，同比下降 24.82%，占比为 10.93%；焦化产品收入为 87.48 亿元，同比下降 27.95%，占比为 13.23%；物流贸易收入为 458.52 亿元，同比下降 38.44%，占比为 69.37%。开滦集团煤炭业务、焦化产品和物流贸易的毛利率分别为 12.73%、2.11% 和 1.55%。

（1）煤炭业务

煤炭生产方面，截至 2015 年 9 月底，开滦集团纳入合并范围内的在产矿井产能合计为 4,030 万吨/年。2015 年 1~9 月，开滦集团共生产原煤 2,724 万吨，同比下降为 2.68%。

洗煤方面，开滦集团下设赵各庄、林西、钱家营等 7 座洗煤厂，洗煤能力为 2,310 万吨/年，公司炼焦煤基本实现了全部入洗。2015 年 1~9 月，煤炭入洗量同比下降，主要是自产原煤量减少和外购煤量减少所致。

煤炭销售与运输方面，受煤炭市场下游需求承压和进口煤冲击影响，开滦集团煤炭销售受阻，2015 年 1~9 月开滦集团商品煤销售量为 1,981 万吨，同比下降 2.08%。另一方面，开滦集团煤炭平均销售价格也不断下跌，2015 年 1~9 月开滦集团煤炭平均销售价格为 279.94 元/吨，同比下降 20.97%。

总体看，近年来，煤炭行业景气度持续下滑，加之进口煤冲击，煤价持续大幅下跌，对开滦集团盈利水平产生了不利影响。预计未来一段时间内开滦集团盈利水平难以明显回升。

（2）物流产业

物流产业方面，开滦集团物流产业以开滦集团国际物流有限责任公司（以下简称“开滦物流”）为经营实体，开滦物流为开滦集团全资子公司。2015 年 1~9 月，开滦集团物流产业实现主营业务收入 357.44 亿元，占比为 70.33%，收入及占比继续下滑；毛利率为 1.34%，虽有所上升，但仍低于行业平均水平。

煤炭物流与贸易方面，2015 年 1~9 月，开滦集团共计外购煤 3,358 万吨，同比下降 24.62%；实现物流收入 131.53 亿元，占同期物流总收入的 36.80%，同比下降 46.31%。开滦集团物流产业在一定程度上支撑了其煤化工、煤电热产业的发展。

总体看，开滦集团物流产业以煤炭生产为依托，借助区位与存量优势，实现了快速发展，但受市场需求不足的影响，收入有所下降。考虑到物流业务毛利率偏低，且极易受到相关行业波动

的影响，物流业务有可能继续侵蚀公司盈利空间。

（3）煤炭资源

开滦集团是河北省两家指定煤炭资源整合主体之一。截至2015年9月底，开滦集团负责范围内共有唐山、蔚州、承德、内蒙、山西区域在产矿井21座，其中唐山9座、蔚州7座、承德3座、内蒙1座、山西1座。截至2015年9月底，开滦集团纳入合并范围内的煤炭地质储量总计为41.30亿吨，煤炭可采储量总计为21.16亿吨，其中唐山地区的煤炭资源储量和可采储量在总量中占比分别为74.52%和82.10%，开滦集团纳入合并范围内的资源储量集中在河北唐山地区。

从煤炭品种来看。全国煤炭资源储量中肥煤只占约4%，但肥煤用量却在煤焦配比中占到23%。开滦集团肥煤可采储量约占全国肥煤经济可开发剩余储量的10%左右，且内在质量好。另外开滦集团还有主焦煤、1/3焦煤、气煤等煤种。

总体看，开滦集团目前拥有的煤炭储量和稳步实施的扩大煤炭资源的战略措施，既保障了开滦集团的煤炭资源供应，又有利于其煤炭产业持续稳定的发展。值得关注的是受宏观经济增速放缓、进口煤冲击以及前期建设产能快速释放等影响，2015年以来煤炭价格持续下行，2016年煤炭市场仍将处于供大于求的状态，开滦集团或将面临一定经营压力。

4. 项目投资概况

表6 截至2015年9月底开滦集团重大投资项目概况（单位：亿元）

序号	项 目	计划投资总额	截至2015年9月底已投资额	投资计划			预计完成时间
				2015年10~12月	2016	合计	
1	内蒙古开滦宏丰煤炭有限公司红树梁煤矿 500 万吨/年矿井建设项目	20.19	13.10	0.65	6.20	6.85	2016年
2	中浩公司 15 万吨/年乙酸项目、中浩公司 4 万吨/年聚甲酸项目	50.06	41.43	1.63	3.60	5.23	2016年
3	曹妃甸国家级数字化煤炭储配基地项目	16.61	6.31	1.50	8.80	10.3	2016年
4	曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程	6.85	6.53	0.32	0.18	0.5	2016年
5	北阳庄矿井项目	19.97	26.78	--	--	--	2015年
合计		113.68	94.15				

资料来源：联合评级搜集整理

如上表所示，截至2015年9月底，开滦集团重大投资项目计划投资总额为113.68亿元，已累计投入94.15亿元。除上述重大投资项目外，截至2015年9月底，开滦集团拥有重大拟建项目6个，其中加拿大盖森煤田开发建设项目已获得探矿权，预计资源储量为20亿吨；准东煤田大井矿区东露天煤矿项目预计资源储量为47亿吨；库车阿艾煤矿预计资源储量为5.05亿吨。

总体看，开滦集团将逐步建设成为以煤炭产业为基础，以煤焦化、煤电热、现代物流产业为多元经营产业的发展格局。从投资规模来看，开滦集团未来仍保持了较大的资本支出，且煤炭市场下行，化工项目具有一定的市场和技术风险，开滦集团未来资金压力和经营风险或将逐渐显现。

5. 财务状况

开滦集团2015年财务报表已经亚太（集团）会计师事务所审计，并出具了标准无保留审计意见。2015年，开滦集团合并范围内新增子公司4家，分别是唐山开滦德诚洁净能源有限公司、开滦

国际融资租赁有限责任公司、唐山开滦中兴物业有限公司和河北中瑞金融服务有限责任公司，财务数据可比性较强。

截至2015年底，开滦集团合并资产总额为761.57亿元，负债合计553.07亿元，所有者权益（含少数股东权益）208.50亿元，其中归属于母公司所有者权益合计122.77亿元。2015年，开滦集团实现营业收入661.02亿元，其中主营业务收入655.20亿元，实现净利润-26.87亿元。经营活动产生的现金流量净额4.04亿元，现金及现金等价物净增加额-5.54亿元。

从资产质量来看，截至2015年底，开滦集团不存在大额受限资产，借款类型主要以保证借款和信用借款为主，抵押借款和质押借款占比极低；开滦集团不存在重大未决诉讼，无预计负债。

现金流方面，2015年开滦集团经营活动净现金流为4.04亿元，获现能力有所好转，但仍处于较低水平；投资活动净现金流为-67.85亿元，筹资活动净现金流为58.44亿元。

盈利能力方面，从盈利指标来看，2015年，开滦集团主营业务毛利率为3.49%，现金收入比为89.25%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均为负值。2016年一季度，开滦集团主营业务毛利率降至2.76%，现金收入比升至95.67%，盈利状态维持亏损。开滦集团盈利能力不断弱化，销售实现能力有所提升。

偿债能力方面，由于目前投资项目较多，开滦集团债务规模不断攀升，截至2015年底，开滦集团资产负债率为72.62%，流动比率和速动比率分别为0.72倍和0.60倍，EBITDA全部债务比为0.01倍，EBITDA利息倍数为0.40倍。截至2016年3月底，开滦集团资产负债率升至73.39%，流动比率和速动比率分别为0.73倍和0.60倍，考虑未来煤炭和焦炭行业难以明显回暖，开滦集团盈利能力和获现能力难以得到明显改善，加之公司未来投资规模较大，未来偿债能力或将继续下降。

总体看，跟踪期内，开滦集团受宏观经济增速放缓影响经营及财务状况明显下滑，盈利呈亏损态势。但考虑其较强的规模与竞争力，整体抵御经济周期及行业风险的能力仍较强。

6. 担保效果评价

以2016年3月末财务数据测算，“09三友债”发行规模（9.6亿元）占担保方开滦集团资产总额的1.24%、所有者权益总额的4.65%，整体占比较低，开滦集团对债券的保护程度较好。

综合来看，开滦集团经营状况下行，但整体资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，该担保对“09三友债”信用状况仍具有积极的保护作用。

九、综合评价

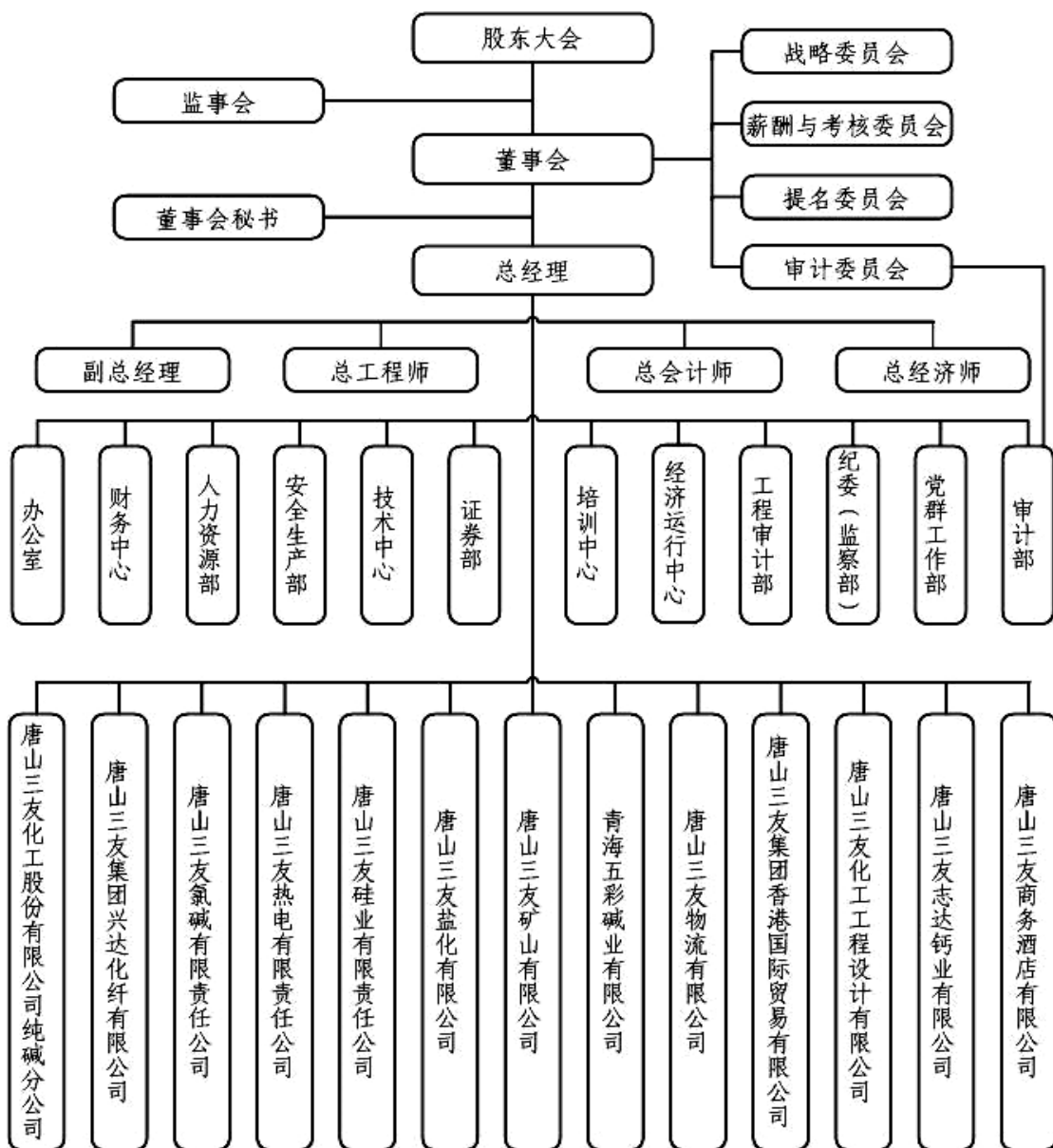
2015年，受宏观经济增速放缓影响，公司主要产品原材料价格下降明显，但公司凭借技术及质量优势，主要产品价格并未出现明显下滑；随着公司各重大项目的建成投产与运营，公司主导产品产销量大幅增长，规模优势进一步增强；但受期间费用增长过快影响，公司盈利水平小幅下降。

跟踪期内，公司已具备纯碱340万吨/年、粘胶短纤50万吨/年、烧碱50万吨/年、聚氯乙烯（PVC）40万吨/年、有机硅单体20万吨/年的生产能力，纯碱、粘胶短纤生产规模位居全国同行业第一位。公司在产销规模、行业地位方面依然具有领先优势。

“09三友债”由开滦集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。跟踪期内，煤炭价格持续下行，开滦集团面临一定经营压力。考虑到开滦集团资产规模依然较大，整体竞争力和抵御经济周期及行业风险的能力依然较强，其担保对“09三友债”信用状况具有积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；维持本期“09三友债”债项信用等级为“AA+”；维持本期“15三友01”和“15三友02”债项信用等级为“AA”。

附件 1 唐山三友化工股份有限公司 组织结构图



附件 2 唐山三友化工股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	200.26	203.47	200.72
所有者权益（亿元）	65.83	68.11	69.45
短期债务（亿元）	60.10	56.57	53.14
长期债务（亿元）	42.84	44.99	41.72
全部债务（亿元）	102.95	101.56	94.86
营业收入（亿元）	126.95	136.94	34.92
净利润（亿元）	4.85	3.84	1.36
EBITDA（亿元）	18.58	19.09	--
经营性净现金流（亿元）	7.10	9.83	1.84
应收账款周转次数(次)	29.02	24.52	--
存货周转次数（次）	7.97	8.61	--
总资产周转次数（次）	0.65	0.68	--
现金收入比率（%）	51.70	56.05	55.04
总资本收益率（%）	5.99	5.35	--
总资产报酬率（%）	5.82	5.20	--
净资产收益率（%）	7.62	5.74	--
营业利润率（%）	19.58	20.98	23.13
费用收入比（%）	14.55	17.03	17.83
资产负债率（%）	67.13	66.52	65.40
全部债务资本化比率（%）	61.00	59.86	57.73
长期债务资本化比率（%）	39.42	39.78	37.53
EBITDA 利息倍数（倍）	3.16	3.46	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.19	--
流动比率（倍）	0.57	0.57	0.55
速动比率（倍）	0.42	0.44	0.40
现金短期债务比（倍）	0.49	0.55	0.46
经营现金流动负债比率（%）	8.00	11.27	2.17

注：2016 年一季度年报表未经审计，指标未年化。

附件 3 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]
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	自由负债 / 自有资产 × 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	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期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金融资产 + 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金融负债 + 应付票据 +

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 4 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。