跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕976 号

东华能源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

东华能源股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

东华能源股份有限公司公开发行的“15 东华 01”和“15 东华 02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

东华能源股份有限公司
公司债券 2020 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	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 东华 01	0.08 亿元	5（3+2）年	AA+	AA+	2019.6.14
15 东华 02	0.15 亿元	5（3+2）年	AA+	AA+	2019.6.14

跟踪评级时间：2020 年 6 月 16 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	223.94	267.87	280.81	272.13
所有者权益（亿元）	76.56	84.22	93.40	96.20
长期债务（亿元）	57.14	42.32	24.71	25.10
全部债务（亿元）	128.55	163.92	174.23	159.52
营业收入（亿元）	326.78	489.43	461.88	93.37
净利润（亿元）	10.83	10.80	11.07	2.67
EBITDA（亿元）	24.29	26.73	27.42	--
经营性净现金流（亿元）	21.40	24.03	11.78	-8.29
营业利润率（%）	6.42	4.82	5.14	5.88
净资产收益率（%）	15.16	13.43	12.46	11.28
资产负债率（%）	65.81	68.56	66.74	64.65
全部债务资本化比率（%）	62.67	66.06	65.10	62.38
流动比率（倍）	1.46	1.21	1.04	1.06
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.16	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.35	3.97	3.92	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	105.59	116.21	119.22	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 公司其他流动负债和长期应付款为计息债务，已分别纳入短期债务和长期债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%

评级观点

跟踪期内，东华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“东华能源”）业务总体保持稳定，在国内液化石油气购销及深加工领域仍保持较强的竞争优势，2019 年，公司主业盈利能力稳定，经营获现能力强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司筹资活动产生的现金净流出、短期债务占比进一步上升、资本支出压力较大、贸易资产剥离及业务转型的风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司后续丙烷深加工项目的建成投产、洞库等配套项目完工以及公司化工产品经营规模有望进一步扩大。

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

优势

1. 公司经营优势明显，行业地位突出。公司作为国内大型液化石油气进口商、储运商和终端分销商，跟踪期内仍保持较强的竞争优势，2019 年，公司进口 LPG 量全国第一。

2. 公司仍保持较好的产业链协同优势。跟踪期内，公司依托 LPG 贸易业务的资源与优势，积极拓展公司化工品深加工业务，发挥“丙烷-丙烯-聚丙烯”产业链优势，公司主要装置稳定高负荷运转。

3. EBITDA 和现金流对剩余债券额度保障能力很强。“15 东华 01”和“15 东华 02”经过回售，本金剩余规模较小，EBITDA 和现金流对其保障能力很强。

关注

1. 公司短期债务占比进一步提升。跟踪期

内，受中美贸易摩擦加大影响，转口贸易加大，进而使公司短期资金占用额增加，短期债务增长明显，公司债务结构有待改善。目前公司 0.66 亿美元液化丙烷的豁免申请已核准通过，但未来中美贸易摩擦的不确定性仍可能对公司与美国供应商既签订合约部分产生影响。

2．在建及拟建项目规模较大。公司为实现业务转型，完善公司“丙烷-丙烯-聚丙烯”产业链，目前在建及拟建工程规模较大，但跟踪期内，公司筹资活动产生现金净流出，未来融资压力大。

3．贸易资产的剥离易对经营业绩产生波动的风险。目前液化石油气销售收入占公司营业收入的比重很大，相关贸易业务的剥离易对公司整体经营业绩产生波动影响。

分析师

任贵永　登记编号（R0040215070002）
毛文娟　登记编号（R0040220040008）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：任雪彩 毛文娟

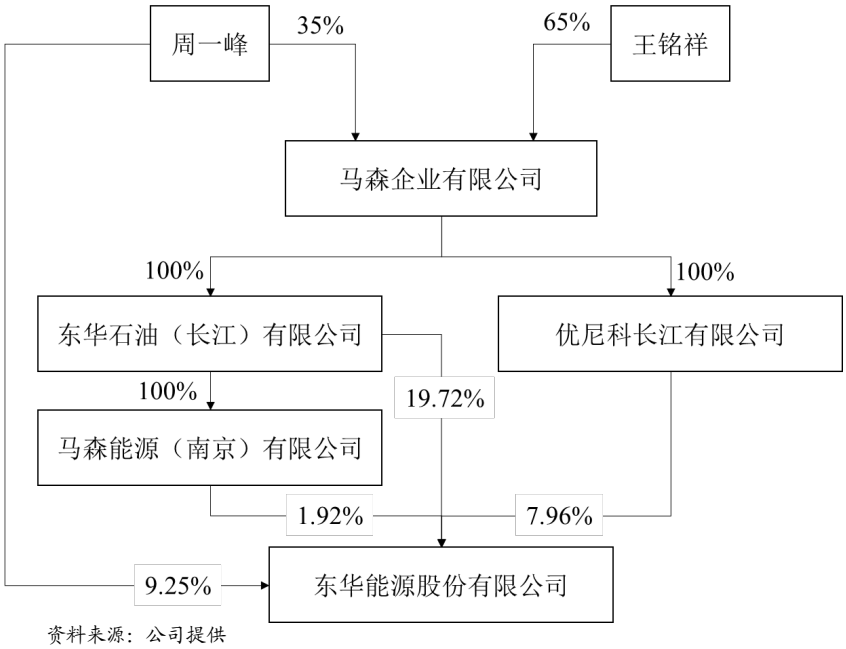
联合信用评级有限公司

一、主体概况

东华能源股份有限公司（以下简称“公司”或“东华能源”）前身为张家港东华优尼科能源有限公司（以下简称“东华优尼科”）。1996 年 3 月，经江苏省张家港保税区管委会《关于中外合资“张家港东华优尼科能源有限公司”〈合同〉〈章程〉的批复》（张保经（96）第 24 号）批准，由张家港保税区经济发展公司（以下简称“经济发展公司”）、中国国际信托投资（香港集团）有限公司、美国联合油国际有限公司共同投资设立。东华优尼科总投资为 2,500 万美元，注册资本为 1,500 万美元。2007 年 3 月，经商务部批准，东华优尼科整体变更为股份有限公司，并更名为张家港东华能源有限公司。2008 年 1 月，公司经中国证监会审批同意（证监许可〔2008〕188 号文），向社会公众公开发行 5,600 万股人民币普通股。2008 年 3 月，公司公开发行的股票在深圳证券交易所上市，股票代码为“002221.SZ”，股票简称为“东华能源”。2009 年 11 月，公司名称正式变更为现名。

后经过多次增资扩股，截至 2020 年 3 月底，公司股本合计 164,978.28 万股，控股股东为东华石油（长江）有限公司（以下简称“东华石油”），直接持有公司 19.72%股份，公司实际控制人为周一峰女士及配偶王铭祥先生（两人为一致行动人）。公司控股股东及其一致行动人所持股份合计占公司股份 38.85%。根据公司董事会 2019 年 12 月 17 日的公告，公司控股股东及其一致行动人已将其所持公司股份的 41.57%质押。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主营业务较年初未发生变化。

截至 2020 年 3 月底，公司本部下设 LPG 国际事业部、LPG 国内事业部、终端事业部、安全生产管理中心、投资发展中心、财务管理中心、研发中心、人事行政部等职能部门（详见附件 1）；拥有全资及控股子公司 52 家；拥有在职员工 1,780 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 280.81 亿元，负债合计 187.41 亿元，所有者权益 93.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 93.27 亿元。2019 年，公司实现营业收入 461.88 亿元，净利润 11.07 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 11.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.78 亿元，

现金及现金等价物净增加额 6.10 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 272.13 亿元，负债合计 175.93 亿元，所有者权益 96.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.04 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 93.37 亿元，净利润 2.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-24.88 亿元。

公司注册地址：张家港保税区出口加工区东华路 668 号；法定代表人：周一峰。

二、债券发行情况及募集资金使用

2015 年 7 月 15 日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2015〕1603 号文批复，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 12 亿元的公司债券。2015 年 8 月，公司完成了东华能源股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）（以下简称“15 东华 01”）的发行，发行规模 6.00 亿元。2015 年 9 月，公司完成了东华能源股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）（以下简称“15 东华 02”）的发行，发行规模 5.50 亿元。

2018 年 8 月，“15 东华 01”进行了回售，回售金额为 6.27 亿元（含税前利息），剩余本金 782.60 万元，利率由原来的 5.88%上调至 7.00%；2018 年 9 月，“15 东华 02”进行了回售，回售金额 5.66 亿元（含税前利息），剩余本金 1,473.64 万元，利率未上调，仍为 5.78%。

“15 东华 01”和“15 东华 02”公司债券具体情况见下表。

表 1　公司债券发行情况（单位：亿元、年、%）

证券代码	证券名称	起息日	到期日期	发行规模	发行期限	票面利率（当期）
112268.SZ	15 东华 01	2015-08-12	2020-08-12	6.00	5	7.00
112280.SZ	15 东华 02	2015-09-16	2020-09-16	5.50	5	5.78

资料来源：公司年报及相关公告

截至 2020 年 3 月末，“15 东华 01”和“15 东华 02”募集资金扣除发行费用后合计金额 11.39 亿元，已全部用于偿还贷款本金及利息、信用证和银行票据以及补充流动资金，且按照债项条款按时足额支付了相关债券利息。

三、行业分析

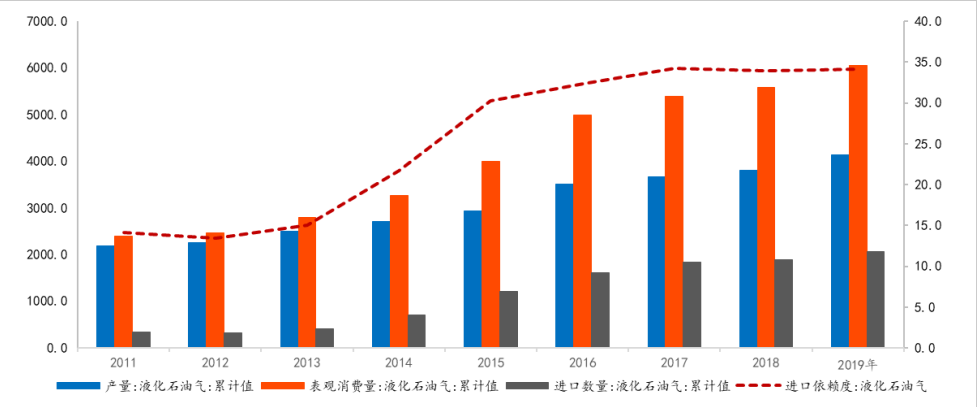
公司所处行业为液化石油气（以下简称“LPG”）贸易和深加工行业。

1．LPG 行业概况

2019 年，国内 LPG 产量仍保持增长，但受 LPG 深加工产业的发展，国内 LPG 需求量增长较快，LPG 仍保持较高的对外依存度；2019 年，LPG 价格整体处于低位区间震荡，2020 年以来，受世界多国新型冠状病毒肺炎疫情影响石油需求大幅下降，加之 OPEC+减产协议破裂，原油价格暴跌，CP 价和 LPG 价格亦大幅下降。

LPG 供给方面，2019 年，我国 LPG 国内产量为 4,135.70 万吨，同比增长 8.82%，较上年同比增速加快；随着丙烷脱氢装置的集中投产，C4 深加工逐步发展，2019 年，我国 LPG 进口量为 2,068.49 万吨，同比增长 8.90%，进口依赖度仍维持在 34%左右的水平。中国 LPG 进口来自液化丙烷，目前主要来源国是中东几大主产国。

图 2　我国 LPG 供需结构（单位：万吨、%）

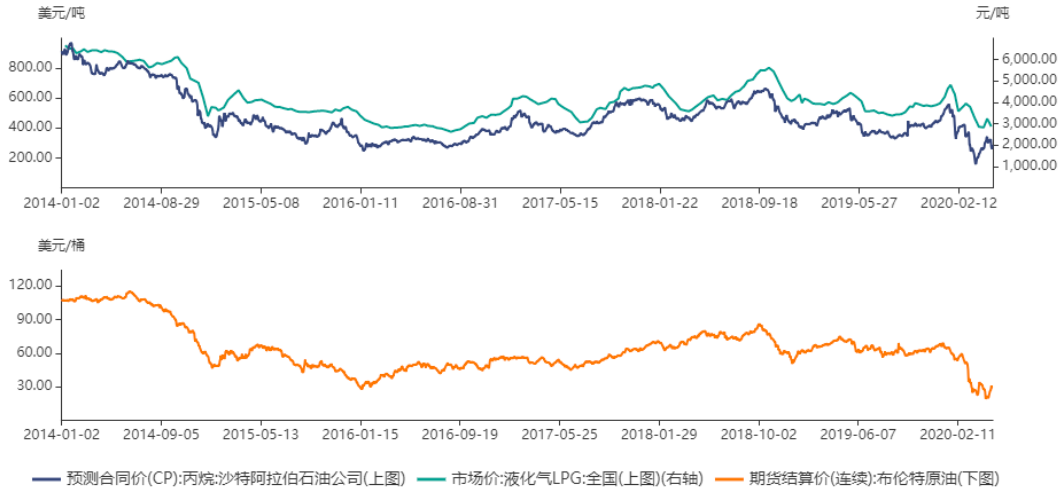


资料来源：Wind

LPG 需求方面，随着我国国内丙烷脱氢和烷基化等项目的建设投产，驱动化工用 LPG 消费量增长，促进了我国 LPG 消费需求的增长。2019 年，我国 LPG 表观消费量为 6,063.37 万吨，同比增长 8.54%，LPG 消费结构中深加工用途占比上升，民用（含商业）需求占比有所下降，其他方面用途变化不大。

从价格走势看，LPG 价格波动频繁，其变动趋势基本与原油价格保持一致，由于目前中国进口资源一大半来自中东地区，因此 CP 价也较为重要。2019 年，受中美贸易摩擦、OPEC 减产和地缘政治风险综合影响，国际油价震荡下行，CP 价格趋势与之一致，整体处于较低水平。2020 年以来，受世界多国新型冠状病毒肺炎疫情影响石油需求大幅下降，加之 OPEC+减产协议破裂，原油价格暴跌，CP 价和 LPG 价格亦大幅下降。

图 3　近年来 LPG 价格走势



资料来源：Wind

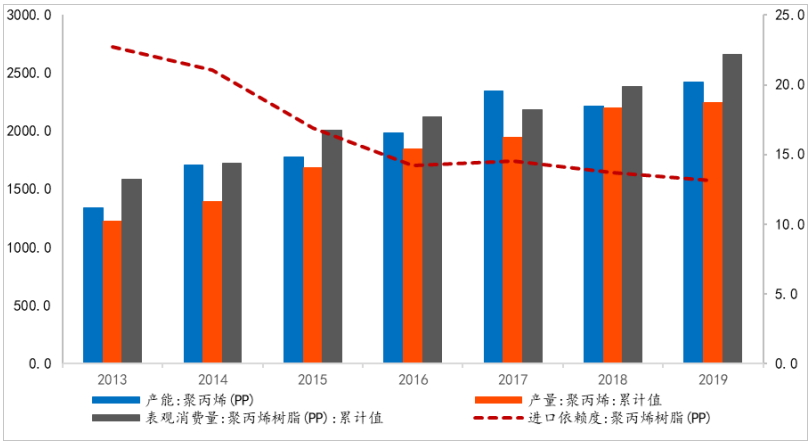
2. 丙烷深加工行业概况

2019 年，聚丙烯产能增长，聚丙烯对外依存度小幅下降，未来，国内聚丙烯投产产能较多，一方面，国内 LPG 需求量将增长，另一方面，国内聚丙烯行业竞争将加剧。跟踪期内，聚丙烯价格大幅波动。

LPG 下游深加工化学品主要为丙烯，再由丙烯聚合为聚丙烯。2019 年，我国聚丙烯（PP）产量

2,249 万吨，同比增长 9.05%，聚丙烯树脂（PP）表观消费量为 2,663 万吨，同比增长 5.96%，产量增速仍高于表观消费量增速，对外依存度继续下降至 13.11%。根据盛达期货研究所相关数据，2019 年，聚丙烯共投产了 220 万吨新装置，主要为恒力石化股份有限公司大型炼化一体化项目的投产和新增丙烷脱氢装置，国内聚丙烯产能在 2,323 万吨/年；从聚丙烯计划投产产能来看，不考虑投产计划的变化，2020 年预计国内新增产能 390 万吨左右的产能。国内聚丙烯总体产能有所扩大，有利于带动其原材料 LPG 在国内市场需求量的增长。

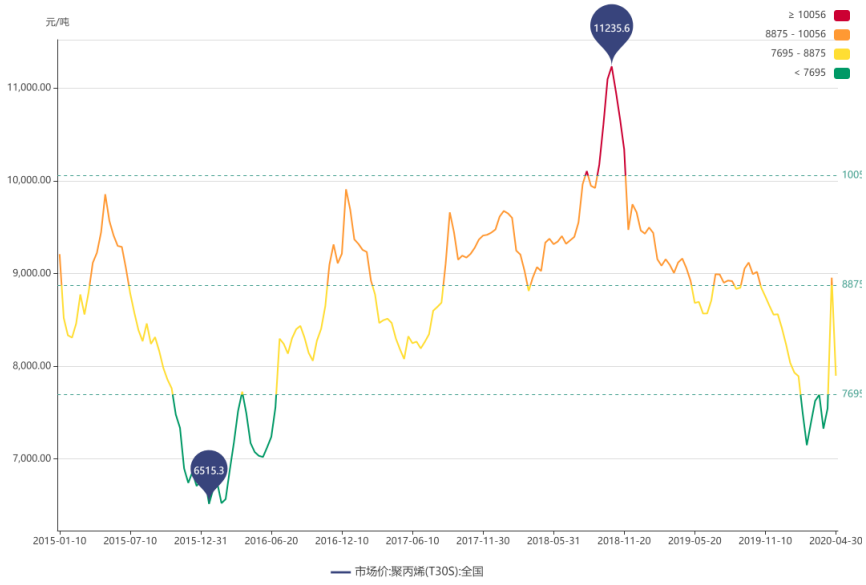
图 4　近年来我国聚丙烯供需结构（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

价格方面，2018 年四季度以来，受国际原油价格震荡下行和国内新装置平稳投入运行带来的供应端压力，聚丙烯价格大幅下降，跌破 8,000 元/吨。2020 年以来，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，聚丙烯作为疫情防护口罩中熔喷布的重要原料，价格大幅上升至 8,956 元/吨。

图 5　聚丙烯价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3．行业政策

受中美贸易战影响，国内液化石油气进口贸易曾一度陷入停滞，2020 年以来，随着中美关系的暂时缓和，中国财政部同意豁免部分进口商关税。

2020 年 1 月 15 日，中美签署了《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，暂缓贸易争端。根据协议，中国承诺在 2017 年贸易额的基础上，在 2020 年和 2021 年再购买价值 524 亿美元的美国能源产品，含 LNG、原油、石化产品及煤炭等。2 月份，中国表示，中美双方达成阶段性贸易协议之后对 696 种美国商品加征的报复性关税将可以豁免。2020 年 3 月 11 日，中国三大石油生产商：中国石油天然气集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司和中国石油化工集团有限公司申请豁免美国液化天然气关税。4 月 7 日，中国财政部同意豁免部分进口商关税，至此中美液化天然气贸易得以重启。

4. 行业发展

（1）下游需求的增长有利于持续提升进口 LPG 的需求

丙烯作为石油化工行业基础上游产品，其需求量也随着我国经济总量的扩大而大幅增长，并且目前仍处于供不应求的状况。鉴于石脑油制丙烯通常受制于主产品乙烯和成品油的生产，煤制烯烃投资规模较大，利用进口 LPG 生产丙烯的经济性、环保型比较明显，随着下游需求端的逐年增长以及近些年烯烃产能的投资建设，将推动用于生产烯烃和其他化工产品的高纯度进口 LPG 需求的迅速发展。

（2）节能环保标准的严格、清洁能源的强制使用也会支撑进口 LPG 的需求

随着我国经济社会可持续发展战略的提出，国家对环境保护日益重视。进口 LPG 相对于国产 LPG 在燃烧过程中污染物少，以进口 LPG 替代其他产生较高污染的能源可以有效减轻城市大气污染，保护生态环境。在经济发展与“节能减排”并举的大背景下，进口 LPG 等清洁能源的需求量有望保持。

（3）丙烷脱氢项目市场竞争将加剧

由于近年来丙烯市场前景较好，投资者对 PDH 项目投资热情较高，PDH 项目从建设到投产通常有 2－3 年的周期，未来几年内，可能会因为 PDH 项目的产能的集中释放，加大丙烯市场的供应量，加之国内大型炼化一体项目的投产，市场竞争将更加激烈，甚至存在一定阶段性产能过剩的风险。

四、管理分析

2019年内，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，整体管理运作状态良好；公司管理团队有所变动，但不影响公司正常生产经营。

截至2019年末，公司董事、监事和高级管理人员共19人，公司董事、监事、高级管理人员变动情况如下表。

表2　2019年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
高建新	宁波新材料有限公司执行董事	任免	2019 年 06 月 28 日	因工作原因，不再担任公司董事、副总经理，第五届董事会第一次会议聘任为东华能源（宁波）新材料有限公司执行董事。
任家国	董事	离任	2019 年 01 月 08 日	个人原因。
鲁毅	独立董事	离任	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。

李翔	独立董事	离任	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。
沈先金	独立董事	离任	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。
陈圆圆	审计负责人	任免	2019 年 02 月 13 日	因工作原因，不再担任董事会秘书，第五届董事会第一次会议聘任为审计负责人。
严家生	副总经理	解聘	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。
王建新	副总经理	解聘	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。
汪波	工程部总经理	解聘	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。
茅剑浩	公司资金管理部总经理	解聘	2019 年 06 月 28 日	第四届董事会换届选举。
沈斌	公司 LPG 国际采购部总经理	解聘	2019 年 12 月 05 日	个人原因。

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司相关管理架构、管理制度延续以往模式。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司收入仍以进口 LPG 销售为主，受公司化工品销售中贸易类下降影响，公司收入有所下降，但也因此化工类销售毛利率上升，带动公司整体综合毛利率小幅上升。

2019 年，公司主营业务收入同比下降 6.36%，主要系公司主动降低化工品销售中的贸易部分规模，化工品销售收入减少所致；但受益于化工品销售毛利率上升明显，公司净利润同比增长 4.91%至 11.33 亿元。

表3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液化石油气销售	236.54	73.35	5.30	365.67	75.50	2.84	359.52	79.28	2.08	73.56	79.10	2.78
化工品销售	85.90	26.63	11.43	118.37	24.44	12.33	93.14	20.54	17.50	19.32	20.77	18.28
化工仓储服务	0.03	0.01	-676.12	0.25	0.05	-55.48	0.75	0.17	18.42	0.11	0.12	29.54
汽车燃气设备改装	0.03	0.01	35.73	0.03	0.01	30.14	0.04	0.01	39.36	0.01	0.01	36.11
物流服务	--	--	--	--	--	--	0.05	0.01	100.00	--	--	--
合计	**322.50**	**100.00**	**6.88**	**484.32**	**100.00**	**5.13**	**453.50**	**100.00**	**5.29**	**92.99**	**100.00**	**6.04**

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2019 年，公司主营业务收入仍然主要由液化石油气（LPG）销售和化工品销售构成。2019 年，公司液化石油气（LPG）销售收入总体保持稳定，占主营业务收入的比重达 79.28%；受公司主动降低化工品贸易规模，化工品销售收入减少影响，公司化工品销售收入下降 21.31%。化工仓储服务和汽车燃气设备改装等业务规模很小，对公司整体盈利能力影响不显著。

从毛利率来看，2019 年，公司 LPG 销售业务毛利率为 2.08%，同比下降 0.76 个百分点，主要系受中美贸易战影响，美国液化气销往中国需加上大额关税，公司只能进行大量毛利率较低的转口贸易所致。2019 年，受贸易类化工品销售下降影响，化工品销售总体毛利率上升明显。综上影响，公司主营业务毛利率为 5.29%，同比上升 0.16 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 93.37 亿元，同比下降 32.70%，主要受新冠肺炎影响，下游用户开工不足导致公司销售量下降所致，实现净利润 2.67 亿元，同比下降 23.91%；受益于液化石油气销售和化工品销售毛利率上升，公司毛利率小幅上升至 6.04%。

2. LPG 贸易业务

2019 年，受中美贸易战影响，公司继续“被动”将与美国供应商签订的 LPG 进行转口贸易，公司 LPG 采购规模保持增长。公司 LPG 购销价格整体有所下降。

2019 年，公司 LPG 贸易业务仍然由进口采购、海运物流、仓储、生产加工、销售等流程组成。2019 年，公司 LPG 贸易业务运营及结算模式未发生重大变化。

2019 年，公司 LPG 采购量合计 1,077.48 万吨，同比增长 13.70%，主要系中美贸易摩擦加大导致美国产地货源直接进口需征收 25%的关税，公司继续通过转口贸易形式转卖，公司需额外从除美国外其他地区采购丙烷。采购价格为 3,254.42 元/吨，同比下降 15.47%，主要系国际 LPG 价格随着原油价格同步下降所致。2020 年 1－3 月，公司 LPG 采购均价与同期原油价格趋势存在一定差异，主要系公司采购价格一般滞后一个月，原油价格暴跌还未显现在一季度采购均价内。

表 4　公司 LPG 采购情况（单位：万吨、元/吨）

液化石油气	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
采购量	699.01	947.62	1,077.48	198.28
采购均价	3,108.85	3,849.92	3,254.42	3,575.95

注：表中采购量不包含公司自用数量
资料来源：公司提供

上游 LPG 厂商为资源密集型企业，国际市场上 LPG 厂商、经销商均为大型公司，行业整体采购集中度较高。公司已与主要供应商签订了长期的业务合作合同，以保持原材料价格整体的稳定性，降低产品价格由于短期行情波动对公司所产生的不利影响。2019 年，公司 LPG 采购长协占比约为 50%。2019 年，公司 LPG 业务前 5 大供应商合计采购金额占比为 38.53%，集中度较上年下降明显，主要受中美贸易战影响，公司额外从除美国外其他地区采购丙烷，供应商增多所致。

销售方面，2019 年，受中美贸易战影响，公司继续被动将采购的美国 LPG 进行转口贸易，LPG 国际贸易业务销售额上升明显，公司全年液化石油气销售量 1,080 万吨，同比增长 16.13%。售价方面，2019 年，公司 LPG 销售均价为 3,330 元/吨，同比下降 15.33%，主要系国际 LPG 价格下降所致。

表 5　公司液化石油气销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
销售量	712	930	1080	200
平均单价	3,321	3,933	3,330	3,671

资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019 年，公司前 5 大销售客户合计销售金额占 LPG 销售收入的比例为 18.59%，销售集中度小幅下降，主要系国际市场货源多样性影响所致。

3. 化工品深加工业务

2019 年，公司丙烯和聚丙烯装置高负荷运行，产销情况良好，保持较高的产销率，销售均价受 LPG 价格传导而有所下降。

2019 年，公司化工品深加工业务采购生产模式未发生变化。

从生产情况看，2019 年，公司丙烯和聚丙烯产能未发生变化。产量方面，2019 年，丙烯和聚丙烯产量保持增长，产能利用率保持在较高水平。

表 6　公司化工品业务产能产量情况（单位：万吨/年，万吨、%）

产品		丙烯	聚丙烯
2017 年	产能	126	80
	产量	110.08	79.10
	产能利用率（年化）	99.85	113.00
2018 年	产能	126	80
	产量	105.65	81.80
	产能利用率（年化）	95.61	116.86
2019 年	产能	126	80
	产量	113.44	93.21
	产能利用率（年化）	98.22	127.11
2020 年 1－3 月	产能	126	80
	产量	25.81	19.70
	产能利用率（年化）	98.32	118.18

注：生产装置的产能利用率按照装置的有效运营时间进行了年化处理，张家港新材料项目于 2016 年 2 月转固，并中途停车检修；宁波新材料项目于 2017 年 4 月转固，并进行了中途停车检修；2018 年，公司张家港和宁波新材料项目同时检修；张家港新材料项目于 2019 年 3 月份、2020 年 3 月份常规停车检修，宁波新材料项目于 2019 年 10 月份常规停车检修。公司检修时间在 1 个月左右，都属于常规检修，对全年的产量影响不明显
资料来源：公司提供

公司化工产品销售目前主要采取电商模式。2017 年 4 月 1 日，公司运营的“聚烯堂”一站式电商平台上线，公司利用“实体企业+互联网”模式整合下游产业链，打造行业电商平台，拓展聚丙烯和 LPG 市场，为上、下游企业供应链提供综合性电商服务，实现商流、信息流、资金流和物流的闭环。公司在“聚烯堂”上销售自产化工品，占比约 50%，同时为做大做强“聚烯堂”电商平台，公司会进行部分化工品贸易业务，2019 年以来，随着公司“聚烯堂”电商平台规模得扩大，公司开始大幅减少聚丙烯贸易的规模量。

从销售量看，2019 年，公司丙烯对外销售量为 19.83 万吨，产销率为 98.02%；自产聚丙烯销售量为 92.67 万吨，产销率为 99.42%，公司化工品产销率高。从销售均价来看，受原材料 LPG 价格下降影响，2019 年，公司丙烯销售均价为 6,316 元/吨，较上年下降 11.59%；聚丙烯销售均价为 7,568 元/吨，较上年下降 6.94%。

表 7　公司自产化工品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1－3 月		
	销量	产销率	销售均价	销量	产销率	销售均价	销售量	产销率	销售均价	销售量	产销率	销售均价
丙烯	29.99	97.57	6,222	22.86	95.85	7,144	19.83	98.02	6,316	5.97	97.71	5,508
聚丙烯	77.41	97.86	7,163	82.48	100.83	8,132	92.67	99.42	7,568	19.88	100.91	6,399

注：公司丙烯基本为自用，用于生产聚丙烯，表格中为自产聚丙烯对外销售量
资料来源：公司提供

销售集中度方面，2019 年，公司聚丙烯前 5 大销售客户合计销售金额占化工品销售收入的比例为 19.71%，销售集中度下降 9.99 个百分点，主要系公司当年减少聚丙烯贸易的规模量。

4. 在建及拟投资项目

公司目前在建及拟投资项目专注于向下游丙烷脱氢制丙烯-聚丙烯发展，项目主要涉及原材料丙烷的储存以及丙烯和聚丙烯化工产品的制造，有利于提升公司整体竞争力，但涉及金额较大，存在一定的融资压力。此外，考虑到近几年国内计划建设 PDH 产能规模较大，未来公司经营压力或加

大。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目预算总金额为 72.59 亿元，已投资 22.79 亿元，尚需投资 49.80 亿元。其中，丙烷资源综合利用项目（二期）和东华能源（宁波）新材料有限公司烷烃资源综合利用三期（Ⅰ）是宁波新材料项目的二期部分，二期将增加一套 66 万吨/年丙烷脱氢制丙烯装置、两套 40 万吨/年聚丙烯装置和一套 17.6 万吨异丙醇联产乙醇装置的建设。200 万方地下洞库项目位于宁波港口，拟投资建设两个丙烷地下洞库，一个约 120 万立方米，一个约 80 万立方米。宁波百地年地下洞库的建设一方面鉴于公司宁波新材料项目二期丙烷脱氢项目，需要增加原料库存。另一方面，还可以根据市场情况，向长三角或沿海地区外运，提升公司抵御未来市场原材料供给、原材料价格、产品价格变动的能力。

表 8　截至 2020 年 3 月底公司主要在建拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	截至 2020 年 3 月已投资	完工时间	未来计划投资额			
				2020 年 4－12 月	2021 年	2022 年	2023 年及以后
在建项目							
宁波丙烷资源综合利用项目（二期）	26.22	12.27	2020 年下半年	11.61	1.30	1.04	--
宁波百地年 200 万方地下洞库	20.11	2.61	2022 年底	6.00	6.00	5.50	--
东华能源（宁波）新材料有限公司烷烃资源综合利用三期（Ⅰ）	26.26	7.91	2020 年下半年	15.52	1.30	1.53	--
合计	**72.59**	**22.79**	**--**				**--**
拟建项目							
东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目（一期）	166.00	0.00	2023 年	20.00	50.00	50.00	46.00
合计	**166.00**	**--**	**--**	**20.00**	**50.00**	**50.00**	**46.00**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司拟建项目主要为东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目（一期），预算总金额 166.00 亿元，建设内容包括 2 套 100 万吨/年 PDH 装置和 4 套 50 万吨/年聚丙烯装置，并配套建设公用工程和辅助设施，其中公辅设施包含库区和码头，项目位于茂名市滨海新区，具备良好的码头和岸线资源，采用 UOP 最新的 NGPDH 工艺技术。

5. 经营效率

2018－2019 年，公司应收账款周转次数分别为 45.80 次和 33.22 次，下降明显，主要系公司国际业务规模增长，公司应收账款有所增长所致；存货周转次数分别为 26.40 次和 20.74 次，有所下降；总资产周转次数分别为 1.99 次和 1.68 次，小幅下降，主要系公司当年减少化工品贸易类业务规模所致。公司整体经营效率较高。

6. 重大事项

公司为了由全球最大的烷烃资源综合商社向绿色化工生产商+优质氢能源供应商转型，提高公司盈利能力，减少公司在国际和国内贸易上的资金占用情况，正在逐步剥离 LPG 国际及国内贸易业务。短期内，相关贸易业务的剥离易对公司整体经营业绩产生波动影响。LPG 贸易业务剥离后，马森能源（新加坡）有限公司仍将为公司原料的国际采购承担一定程度的保供义务，但同时公司关联交易将大幅增加，需关注关联交易风险。

为集中资源建设茂名、宁波烷烃资源综合应用产业基地，公司拟退出 LPG 国际及国内贸易业务，

并将相应的贸易资产从公司剥离，剥离期间约 2~3 年，贸易类资产剥离交易对手为马森能源（新加坡）有限公司（以下简称“马森能源”），马森能源与公司受同一实际控制人实际控制。

公司剥离贸易资产主要涉及：一是贸易类资产剥离。将公司及其控股子公司的贸易类业务及对应的资产，包括：广西天盛港务有限公司 100%股权、宁波优嘉清洁能源供应链有限公司 100%股权以及钦州东华能源有限公司 100%股权转让给公司关联方马森能源（新加坡）有限公司及其全资或控股子公司。二是与马森能源及其境内子公司进行关联交易。公司将：（1）退出 LPG 国际贸易业务和国内批发业务，转售部分尚未到期的北美长约项下的货物、出售富余丙烷和进口丁烷；（2）向其提供仓储转运等服务，同意其租用公司现有的部分码头和仓储资源；（3）委托经营船务。公司拟将在手的 8 条租期 10 年的 VLGC 和 4 条租期 1 年的 VLGC 委托马森能源经营，委托经营协议另行签署，马森能源承担船队运营的盈亏。

公司与马森能源关于液化石油气销售和仓储运转分别签订了《液化石油气销售框架协议》《液化石油气仓储转运协议》，约定公司签订退出后，原则上，为减少关联交易，公司生产装置所需的 LPG 原料由公司自主在国际市场上采购与销售，每年从马森能源采购的丙烷量不超过其全年实际需求的 30%，但不排除特殊情况下马森能源将根据公司的需求，为公司原料的国际采购承担保供义务，同时，除剥离出去的钦州库区外，公司张家港库区、太仓库区和宁波库区均为马森能源到港/到库的内外贸液化石油气提供装卸船、仓储保管、装车发运等服务，收取租金和相应的服务费用。

公司贸易资产剥离预案产生的净现金流，主要用于东华能源（茂名）烷烃资源综合利用项目建设，有利于集中资源建设茂名、宁波烷烃资源综合应用产业基地；此外，贸易业务的剥离也有助于公司由全球最大的烷烃资源综合商社向绿色化工生产商+优质氢能源供应商转型，提高公司盈利能力，减少公司在国际和国内贸易上的资金占用情况，但考虑到目前液化石油气销售收入占公司营业收入比重大，虽然公司计划剥离期间约 2－3 年，以保证公司新材料板块产能的释放，但短期内，相关贸易业务的剥离易对公司整体经营业绩产生波动影响。

截至 2020 年 3 月 1 日，钦州东华能源有限公司的资产已完成剥离；同时，广西天盛港务有限公司和宁波优嘉清洁能源供应链有限公司的资产剥离正在稳步进行中。

7. 经营关注

（1）原材料供应及采购价格波动的风险

公司采购的原材料（LPG）以国外进口为主，时间周期比较长，原材料从确定采购到货物到港，一般有 30 天左右的运输时间，如果是远期采购，则周期更长。由于采购下单和实际到货之间存在时间差，通常产生较大的价差和需求差别。在此期间如果国际国内市场行情发生重大变化，会对公司的销售业绩产生较大影响。

另外，近年来，由于中国出口产品竞争力较强、国际市场份额提高以及一些国家出于政治和经济利益考虑，中国遭受的贸易摩擦不断增多，公司主要原材料 LPG 的全球主要供应地区是中东和美国，虽然今年澳大利亚和加拿大亦有相关资源发现，但仍然需要考虑到国际贸易摩擦和贸易形势的突变可能对公司经营造成的风险。

（2）安全生产风险

LPG 是一种易燃物质，空气中含量达到一定浓度范围时，遇明火即爆炸。1 立方米液化石油气完全燃烧需要 30 立方米的空气助燃，属易燃易爆品。虽然公司已具备较为严格的安全生产体系，但一旦发生安全生产事故，将会对公司造成很大的运营风险，对公司影响重大。

（3）未来战略转型不确定性的风险

公司以烷烃资源为基础，通过投资建设丙烷脱氢、聚丙烯以及下游配套项目，逐渐形成新材料制造业务板块，且公司目前在建及拟建项目均为扩充新材料板块产能规模，投资金额较大，但近年来国内 PDH 计划投产规模较大，未来如果公司所处行业的同业竞争、技术更新以及宏观环境发生较大变化，可能会给公司未来战略转型带来一定不确定性的风险。

（4）汇率变动风险

公司以国际贸易为主的经营模式涉及大量外币结算，汇率波动对公司盈利存在一定影响。

8. 未来发展

公司处于产业链拓展及业务转型阶段，对新材料业务制定了项目推进计划。

公司未来将围绕清洁环保能源产业，以“丙烷-丙烯-聚丙烯”产业链为核心，以研发和投资为两翼，加大氢能综合利用发展速度。

公司计划以张家港和宁波项目为基础，积极在茂名、连云港等沿海沿江城市规划布局建设轻烃综合利用装置，目标成为国内最大的丙烷全产业链供应商和全球最大的聚烯烃新材料生产商。

公司将积极探索适合东华加氢站的发展模式，加快推进氢气冲装站、加氢加气站的建设，在上海、宁波、苏州、南京等目标地区寻找建站机会，完成加气加氢站建设 2~3 座，实现氢气综合利用效益的最大化。

六、财务分析

1．财务概况

江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见，2020 年一季度财务报表未经审计。2019 年，公司合并范围新纳入合并范围的子公司 4 家。公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，公司合并范围内新增子公司大多与公司业务转型相关。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 280.81 亿元，负债合计 187.41 亿元，所有者权益 93.40 亿元，其中归属于母公司所有者权益 93.27 亿元。2019 年，公司实现营业收入 461.88 亿元，净利润 11.07 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 11.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.10 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 272.13 亿元，负债合计 175.93 亿元，所有者权益 96.20 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.04 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 93.37 亿元，净利润 2.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-24.88 亿元。

2．资产质量

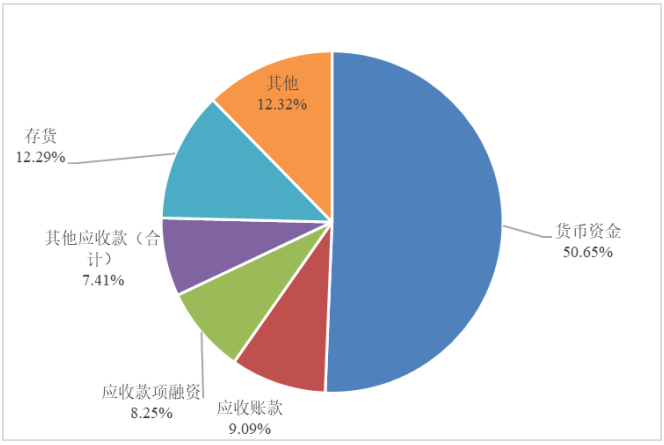
2019 年，随着业务规模扩大以及新建项目的投产，公司资产规模有所增长，资产结构较年初变化不大，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 280.81 亿元，较年初增长 4.83%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 59.95%，非流动资产占 40.05%。公司资产结构相对均衡，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 168.34 亿元，较年初增长 1.23%，较年初变化不大。公司流动资产构成如下。

图 6　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司货币资金 85.26 亿元，较年初增长 0.34%，变化不大。公司货币资金主要为银行存款 69.18 亿元和其他货币资金 16.07 亿元，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金及期货保证金，使用受限。

截至 2019 年末，公司应收账款 15.30 亿元，较年初增长 27.41%。应收账款账龄以 1 年以内（占 99.81%）为主，累计计提坏账 0.24 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 9.48 亿元，占比为 61.03%，集中度较高，主要系公司仅对长期稳定的合作方给予一段时间的信用账期，一般为 1 个月，单笔应收账款金额较大所致。

截至 2019 年末，公司应收款项融资较年初新增 13.89 亿元，主要为根据新金融准则列报的银行承兑汇票及信用证。

截至 2019 年末，公司其他应收款（合计）12.48 亿元，较年初增长 26.57%，主要系政府补助和往来款增加所致。应收账款前五大欠款方合计金额为 12.76 亿元，占比为 97.09%，集中度较高；公司其他应收款已计提坏账准备 0.67 亿元。

表 9　截至 2019 年底公司其他应收款前五大情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比	坏账准备期末余额
优尼科长江有限公司	保证金	9.10	其中 1 年以内 0.46 亿元，1-2 年 0.81 亿元，3-4 年 7.84 亿元	69.28	0.46
上海鑫驰石油化工有限公司	往来款	1.81	1 年以内	13.75	0.14
宁波大榭开发区财政局	政府补助、保证金	1.22	1 年以内	9.28	0.00
江苏悦恒企业服务有限公司	政府补助	0.40	1 年以内	3.03	0.00
国网江苏省电力有限公司张家港市供电分公司	补偿款	0.23	1 年以内	1.75	0.01
合计	--	**12.76**	--	**97.09**	**0.61**

资料来源：公司年报

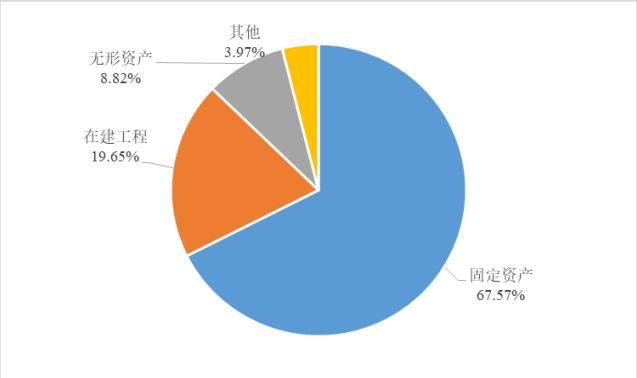
截至 2019 年末，公司存货 20.69 亿元，较年初下降 0.77%，较年初变化不大。公司存货余额主要由原材料 14.58 亿元、库存商品 3.58 亿元和产成品 1.80 亿元等构成，未计提跌价准备 0.64 亿元，

由于 LPG 及聚丙烯等化工品价格波动加大，未来公司存货可能存在一定的减值风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 112.48 亿元，较年初增长 10.73%，主要系在建工程增加所致。公司非流动资产构成如下。

图 7　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司固定资产 76.00 亿元，较年初下降 6.17%，主要系机器设备和专用设备折旧增加所致。固定资产主要由专用设备（51.49%）、机器设备（占 23.59%）和房屋及建筑物（占 14.89%）等组成，累计计提折旧 26.47 亿元；固定资产成新率 76.84%，成新率较高。

截至 2019 年末，公司在建工程 22.10 亿元，较年初增长 256.05%，主要系宁波新材料二、三期投入增加所致。公司在建工程主要包括宁波新材料二、三期 18.42 亿元和地下洞库项目 2.61 亿元。

截至 2019 年末，公司无形资产 9.92 亿元，较年初增长 20.78%，主要系土地使用权增加所致。公司无形资产主要由土地使用权（占 81.39%）和专利权（占 17.34%）构成，已累计摊销 2.28 亿元，，未计提减值准备。

截至 2019 年末，公司受限资产 61.88 亿元，受限资产占总资产比重为 22.04%，受限比例一般。

表 10　截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占比	受限原因
货币资金	16.07	25.96	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金及期货保证金
应收款项融资	2.58	4.17	质押给银行作为开具应付票据的保证金
固定资产	28.84	46.60	借款抵押
无形资产	3.67	5.92	借款抵押
在建工程	10.73	17.34	借款抵押
合计	**61.88**	**100.00**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 272.13 亿元，较上年底小幅下降 3.09%，其中，流动资产占 58.34%，非流动资产占 41.66%，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

2019 年，公司负债率水平小幅下降，但受公司当年国际业务量增多导致日常资金占用增加影响，公司短期负债增长明显，债务结构欠佳。得益于公司较强的盈利能力，公司所有者权益增长明显，

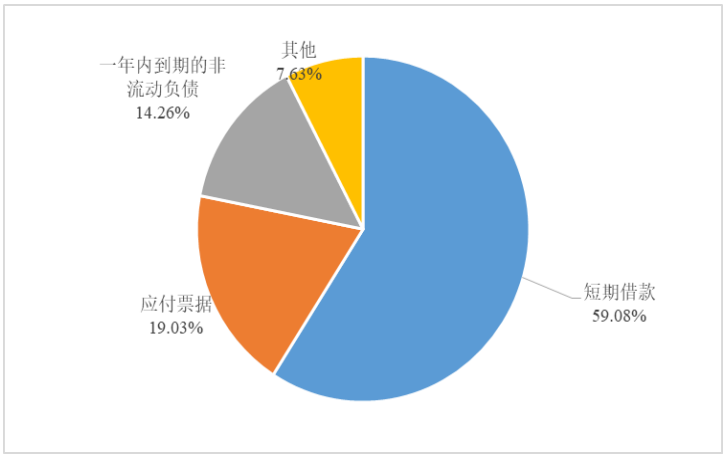
结构稳定性尚可。

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债总额 187.41 亿元，较年初增长 2.05%，较年初变化不大。其中，流动负债占 86.37%，非流动负债占 13.63%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债 161.87 亿元，较年初增长 17.71%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债构成如下。

图 8　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2019 年末，公司短期借款 95.64 亿元，较年初增长 20.76%，主要系公司当年国际业务量增多导致日常资金占用增加所致，其中，保证借款占 36.93%、信用借款占 12.59%、融资性票据贴现占 31.86%、贸易融资占 16.51%。

截至 2019 年末，公司应付票据 30.80 亿元，较年初增长 52.97%，主要系工程上结算需要的应付票据增加所致，公司应付票据主要是应付信用证款项。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 23.09 亿元，较年初增长 124.67%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 25.54 亿元，较年初下降 44.64%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 67.94%）、应付债券（占 24.58%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 17.35 亿元，较年初下降 21.45%，主要系借款即将到期重分类至一年内到期的非流动负债中所致。公司长期借款主要由抵押借款 15.20 亿元和保证借款 2.10 亿元。

截至 2019 年末，公司应付债券 6.28 亿元，较年初下降 63.48%，主要系“15 东华 01”、“15 东华 02”和“16 东华 02”一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债中所致。

表 11　截至 2019 年底公司有息债务期限结构 （单位：亿元、%）

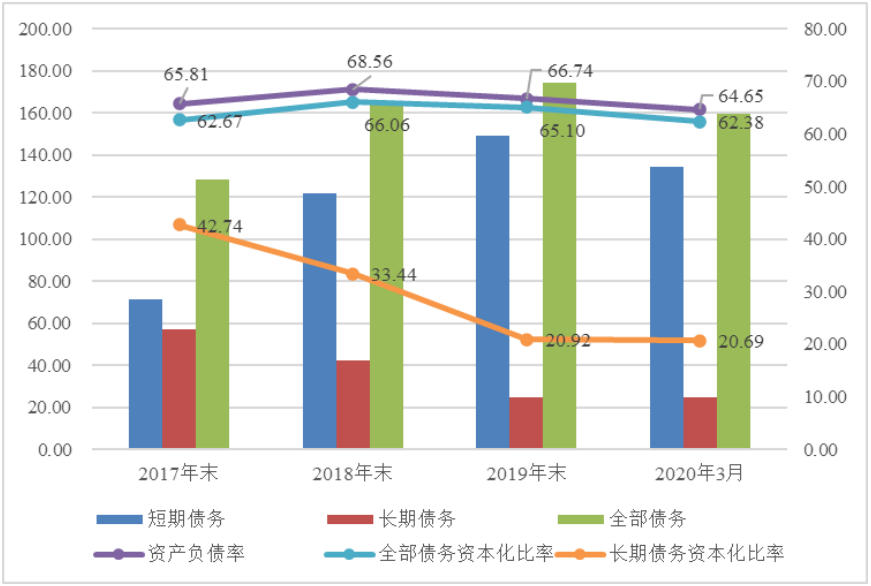
项目	到期债务					合计
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后	
短期借款	95.64	--	--	--	--	95.64
应付票据	30.80	--	--	--	--	30.80
一年内到期的非流动负债	23.09	--	--	--	--	23.09
其他流动负债	0.00	--	--	--	--	0.00

长期借款	--	3.17	4.08	3.12	6.98	17.35
应付债券	--	6.28	--	--	--	6.28
长期应付款	--	1.07	--	--	--	1.07
其他非流动负债	--	--	--	--	--	0.00
合计	**149.53**	**10.52**	**4.08**	**3.12**	**6.98**	**174.23**
占比	**85.82**	**6.04**	**2.34**	**1.79**	**4.01**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司全部债务 174.23 亿元，较年初增长 6.28%，其中，短期债务占 85.82%，长期债务占 14.18%，占比较年初进一步上升，债务结构有待改善，目前公司正在进行业务转型，剥离贸易业务，此外，根据公司 2020 年 3 月 3 日公告，公司子公司张家港材料 0.66 亿美元液化丙烷的豁免加征关税申请已核准通过，公司剥离贸易业务及转口贸易量的减少有利于公司短期债务部分的减少。2019 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率小幅下降，受公司长期债务下降影响，公司长期债务资本化比率下降明显，公司总体债务负担较重。

图 9　公司存量债务结构（单位：亿元、%）



数据来源：公司年报，联合评级整理

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 175.93 亿元，较上年底下降 6.13%，主要系流动负债减少所致，负债结构较年初变化不大。公司全部债务 159.52 亿元，较上年底下降 8.44%，主要系短期债务下降所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.65%、62.38%和 20.69%，较上年底分别下降 2.09 个百分点、下降 2.72 个百分点和下降 0.23 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 93.40 亿元，较年初增长 10.91%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.86%，少数股东权益占比为 0.14%。归属于母公司所有者权益 93.27 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 17.69%、42.80%、0.63%和 43.46%。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 96.20 亿元，较上年底增长 2.99%，变化不大。公司

所有者权益结构变动不大。

4．盈利能力

2019 年，受公司化工品销售中贸易类下降影响，公司营业收入有所下降，但受公司毛利率小幅增长影响，公司净利润小幅增长。公司非经营性损益对利润总额影响较小；公司整体盈利能力尚可。2020 年一季度，受新冠肺炎影响下游用户开工不足影响，公司营业收入和净利润均下降明显。

2019 年，公司营业收入下降 5.63%，主要系化工品销售收入中贸易类收入减少所致；但受益于化工品销售毛利率上升明显，公司净利润同比增长 4.91%至 11.33 亿元。

2019 年，公司期间费用较上年保持稳定，但期间费用结构发生了变化，其中，公司销售费用下降明显，主要系公司当年单独成立聚烯堂供应链运输公司，从事化工品运输业务，原计入销售费用的化工品销售运费计入运输公司销售成本，同时受行情影响国内 LPG 销售量有所下降所致。财务费用较上年大幅上升，主要系公司债务规模增长。2019 年，公司管理费用较上年下降 8.02%，主要系当年发生的设备维修费减少所致，公司设备维修周期一般为 1－1.5 年。公司费用收入比仍保持较低水平。

表 12　公司期间费用情况（单位：亿元、%）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
销售费用	2.56	2.60	1.95	0.44
管理费用	1.50	3.24	2.98	0.41
研发费用	0.00	0.13	0.04	0.01
财务费用	4.95	5.53	6.80	1.34
期间费用合计	**9.01**	**11.50**	**11.76**	**2.20**
期间费用合计占营业收入的比重	**2.76**	**2.35**	**2.55**	**2.35**

资料来源：公司年报，联合评级整理

2019 年，投资收益 0.60 亿元，主要为投资理财产品的投资收益等；公司所取得的营业外收入和其他收益分别为 0.64 亿元和 1.23 亿元，营业外收入和其他收益主要为政府补助。公司非经营性损益对利润总额影响较小。

2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.87%、7.67%和 12.46%，较上年分别下降 0.85 个百分点、下降 0.67 个百分点和下降 0.97 个百分点，公司各盈利指标小幅下降，整体盈利能力尚可。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 93.37 亿元，同比下降 32.70%，主要受新冠肺炎影响，下游用户开工不足导致公司销售量下降所致，实现净利润 2.67 亿元，同比下降 23.91%。

5．现金流

2019 年，受银行承兑汇票及信用证结算增加，公司经营活动现金流入量和流出量均下降，导致当期公司经营活动产生的现金流量净额下降明显，公司收入实现质量高。筹资活动流入有所减少且筹资活动产生的现金净流出考虑到公司债务负担较重且短期债务占比高以及后期在建及拟建工程金额较大，公司未来筹资压力大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量和流出量分别下降 8.52%和 6.45%，主要是因为公司收入规模有所下降，加之当年销售商品、提供劳务收到的银行承兑汇票及信用证增加所致。受上述因素影响，公司经营活动产生的现金流量净额下降明显。公司收入实现质量保持在较高

水平。

表 13　公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	348.27	517.94	473.84	90.92
现金收入比例	**105.86**	**105.38**	**102.23**	**96.12**
经营活动现金流出小计	326.87	493.92	462.06	99.21
经营活动产生的现金流量净额	**21.40**	**24.03**	**11.78**	**-8.29**
投资活动现金流入小计	188.73	140.83	142.22	21.64
投资活动现金流出小计	207.85	136.69	138.79	30.54
投资活动产生的现金流量净额	**-19.12**	**4.15**	**3.44**	**-8.90**
筹资活动现金流入小计	137.86	263.96	83.26	21.82
筹资活动现金流出小计	126.41	260.80	91.98	29.60
筹资活动产生的现金流量净额	**11.44**	**3.16**	**-8.72**	**-7.78**
现金及现金等价物净增加额	**13.10**	**32.91**	**6.10**	**-24.88**

资料来源：公司年报，联合评级整理

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入和公司投资活动现金流出小幅增长，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要为投资支付的现金，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 16.10 亿元，主要为宁波新材料二、三期投入。2019 年，公司投资活动现金流量净额为 3.44 亿元，处于净流入状态，但公司目前在建及拟建工程计划投资额较大，未来资本支出压力较大。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入和流出分别同比减少 68.46%和 64.73%，主要是因为当年贸易融资现金流量采用净额法列示所致。2019 年，公司筹资活动现金流量净额由净流入变为净流出，主要是因为公司当年偿还项目贷款、超短融、债券所致。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额-8.29 亿元，主要系受疫情影响，公司营业收入大幅下降且销售回款较缓所致；投资活动现金流量净额-8.90 亿元，筹资活动现金流量净额-7.78 亿元，主要为公司当期偿还借款增加所致。

6．偿债能力

2019 年，公司长短期偿债指标表现不及上年，但考虑到公司行业地位较高，产业结构较为完善，向好的经营态势以及较为畅通的融资渠道等因素，跟踪期内，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.21 倍和 1.06 倍分别下降至 1.04 倍和下降至 0.91 倍，流动资产对流动负债的保障程度下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.75 倍下降至 0.64 倍，现金类资产对短期债务的保障程度下降。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 27.42 亿元，较上年增长 2.59%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 21.24%）、计入财务费用的利息支出（占 24.24%）、利润总额（占 52.52%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.97 倍下降至 3.92 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比仍为 0.16 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期债务偿债能力较低。

截至 2020 年 3 月底，公司合计获得各银行授信 283.38 亿元，未使用额度为 132.94 亿元，公司

间接融资渠道较畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行征信报告（机构信用代码：G1032058200152380D），截至 2020 年 4 月 17 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7．母公司财务概况

公司本部承担部分融资职能，财务杠杆尚可，自身盈利能力弱，但现金类资产对短期债务的覆盖程度较高，公司对各子公司的资金实行集中管理。

公司本部主要负责人事管理、产业布局、战略规划、外部融资、财务核算等，对各子公司的资金实行集中管理。

截至 2019 年末，母公司资产总额 104.78 亿元，较年初下降 2.27%，较年初变化不大。其中，流动资产 41.29 亿元（占 39.41%），非流动资产 63.49 亿元（占 60.59%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 32.19%）、应收账款（占 8.73%）、预付款项（占 19.91%）、其他应收款（占 36.53%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 95.05%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 13.29 亿元，现金短期债务比为 0.47。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 52.43 亿元，较年初增长 5.34%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益稳定性较高。其中，实收资本为 16.50 亿元（占 31.46%）、资本公积合计 36.43 亿元（占 69.48%）、未分配利润合计 4.31 亿元（占 8.22%）、盈余公积合计 0.83 亿元（占 1.59%）。

截至 2019 年末，母公司负债总额 52.44 亿元，较年初下降 8.69%。其中，流动负债 43.82 亿元（占比 83.56%），非流动负债 8.62 亿元（占比 16.44%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 26.44%）、应付票据（占 25.45%）、其他应付款（占 21.78%）、一年内到期的非流动负债（占 15.10%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 24.40%）、应付债券（占 72.80%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 50.00%，较 2018 年下降 3.57 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 33.07 亿元，受子公司张家港新材料分红大幅增加 3.50 亿元，母公司当年投资收益 3.67 亿元，净利润为 3.78 亿元。

2019 年，公司母公司经营活动现金流量净额 10.19 亿元，投资活动现金流量净流出 3.56 亿元，筹资活动现金净流出 9.50 亿元，现金及现金等价物净增加额为-3.24 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

“15 东华 01”和“15 东华 02”余额较少，公司现金类资产、EBITDA 及经营活动现金流对“上述债项覆盖程度很高，考虑到公司作为全国最大的液化石油气进口商、储运商和终端分销商，在行业地位、经营规模、装备水平和仓储能力等方面具有竞争优势，联合评级认为，公司对“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 76.29 亿元，为“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度（0.23 亿元）的 331.70 倍，公司现金类资产对“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度的覆盖程度很高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 96.20 亿元，为“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度（0.23 亿元）的 418.25 倍，公司净资产对“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度的按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 27.42 亿元，为“15 东华 01”和“15 东华 02” 剩余债券额度（0.23 亿元）的 119.22 倍，公司 EBITDA 对“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 473.84 亿元，为“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度（0.23 亿元）的 2,060.16 倍，公司经营活动产生的现金流入对“15 东华 01”和“15 东华 02”剩余债券额度的覆盖程度很高。

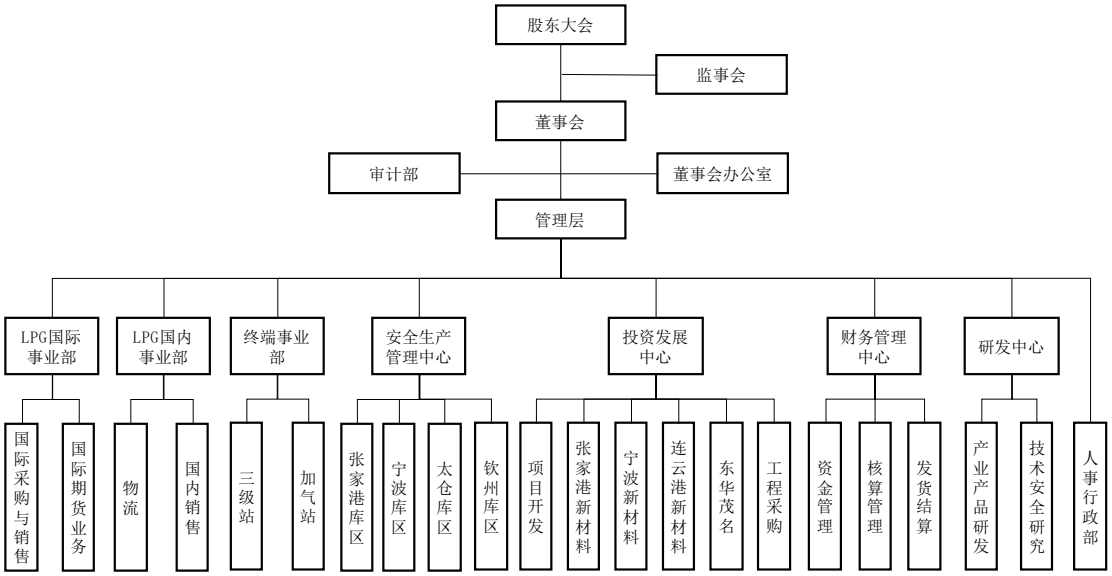
八、综合评价

跟踪期内，公司业务总体保持稳定，在国内液化石油气购销及深加工领域仍保持较强的竞争优势，2019 年，公司主业盈利能力稳定，经营获现能力强。同时，联合评级也关注到公司筹资活动产生的现金净流出、短期债务占比进一步上升、资本支出压力较大、贸易资产剥离及业务转型的风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司后续丙烷深加工项目的建成投产、洞库等配套项目完工以及公司化工产品经营规模有望进一步扩大。

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

附件 1　截至 2020 年 3 月底东华能源股份有限公司组织结构图



附件 2　东华能源股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	223.94	267.87	280.81	272.13
所有者权益（亿元）	76.56	84.22	93.40	96.20
短期债务（亿元）	71.41	121.60	149.52	134.43
长期债务（亿元）	57.14	42.32	24.71	25.10
全部债务（亿元）	128.55	163.92	174.23	159.52
营业收入（亿元）	326.78	489.43	461.88	93.37
净利润（亿元）	10.83	10.80	11.07	2.67
EBITDA（亿元）	24.29	26.73	27.42	--
经营性净现金流（亿元）	21.40	24.03	11.78	-8.29
应收账款周转次数(次)	42.69	45.80	33.22	--
存货周转次数（次）	22.89	26.40	20.74	--
总资产周转次数（次）	1.53	1.99	1.68	--
现金收入比率（%）	105.86	105.38	102.23	96.12
总资本收益率（%）	8.20	7.72	6.87	--
总资产报酬率（%）	8.94	8.34	7.67	--
净资产收益率（%）	15.16	13.43	12.46	11.28
营业利润率（%）	6.42	4.82	5.14	5.88
费用收入比（%）	2.76	2.32	2.55	2.35
资产负债率（%）	65.81	68.56	66.74	64.65
全部债务资本化比率（%）	62.67	66.06	65.10	62.38
长期债务资本化比率（%）	42.74	33.44	20.92	20.69
EBITDA 利息倍数（倍）	4.35	3.97	3.92	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.16	0.16	--
流动比率（倍）	1.46	1.21	1.04	1.06
速动比率（倍）	1.30	1.06	0.91	0.94
现金短期债务比（倍）	0.62	0.75	0.64	0.57
经营现金流动负债比率（%）	24.65	17.47	7.28	-5.53
EBITDA/待偿本金额度（倍）	105.59	116.21	119.22	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. 公司其他流动负债和长期应付款为计息债务，已分别纳入短期债务和长期债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 本报告中费用收入比=（管理费用+销售费用+研发费用+财务费用）/营业收入×100%

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]
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+销售费用+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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+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 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。