跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1168 号

唐山三友碱业（集团）有限公司：

联合信用评级有限公司通过对唐山三友碱业（集团）有限公司主体长期信用状况和公开发行的“16 碱业 01”、“16 碱业 02”进行跟踪评级，确定：

唐山三友碱业（集团）有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

唐山三友碱业（集团）有限公司公开发行的“16 碱业 01”、“16 碱业 02”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

唐山三友碱业（集团）有限公司
公司债券 2019 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
16 碱业 01	6 亿元	5 年	AA	AA	2018 年 6 月 12 日
16 碱业 02	6 亿元	7 年	AA	AA	2018 年 6 月 12 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额(亿元)	232.09	259.58	275.96	292.93
所有者权益(亿元)	83.10	112.17	127.87	130.06
长期债务(亿元)	39.02	49.11	48.41	53.75
全部债务(亿元)	105.88	95.17	97.98	109.76
营业收入(亿元)	157.89	202.18	202.97	52.23
净利润(亿元)	5.26	18.25	16.81	2.18
EBITDA(亿元)	23.20	38.00	35.47	--
经营性净现金流(亿元)	13.28	14.63	16.97	2.31
营业利润率(%)	24.20	26.23	25.61	18.81
净资产收益率(%)	6.50	18.69	14.01	--
资产负债率(%)	64.20	56.79	53.66	55.60
全部债务资本化比率(%)	56.03	45.90	43.38	45.77
流动比率(倍)	0.63	0.88	0.97	1.04
EBITDA 全部债务比(倍)	0.22	0.40	0.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.52	8.51	8.31	--
EBITDA\待偿本金合计（倍	1.93	3.17	2.96	--

注：1、公司 2019 年 1 季报财务数据未经审计、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；3、除特别说明外，均指人民币；4、融资租赁款已计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

唐山三友碱业（集团）有限公司（以下简称“公司”或“三友碱业”）作为大型国有控股企业，跟踪期内，其下属控股上市公司唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”）在生产规模、成本控制、市场占有率等方面仍保持较强的综合竞争优势。2018 年，三友化工 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目达产，随着生产规模的进一步扩大，三友化工规模经济效益明显。随着国内有机硅行业景气度回升，带动有机硅业务相关产品盈利水平提高。2018 年，三友化工继续保持良好的经营业绩，其较好的盈利情况成为公司重要的利润来源。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到三友化工产品价格和原材料价格存在波动风险；部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险；环保政策趋严导致的环保风险加大；除三友化工外其他板块经营不善等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着三友化工投产项目产能完全释放，有利于带动公司整体行业地位的提高和经营业绩的进一步向好发展。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 碱业 01”和“16 碱业 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2018 年，公司下属三友化工 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目达产，纯碱、粘胶短纤的产能规模仍位居国内领先地位。三友化工有机硅单体年产能为 20 万吨，是华北最大的有机硅生产基地。公司整体继续保持很高的行业地位。

2．2018 年，有机硅行业景气度较高，带动

三友化工有机硅业务相关产品盈利水平提高。同时产品产能利用率、产销率仍保持较高水平，整体经营业绩及经营现金流状况保持良好，对公司经营业绩形成有力支撑。

关注

1．公司经营业务主要集中于三友化工，对三友化工利润依赖度较高；其他板块资产较为低效，经营效率有待改善。

2．三友化工主要产品多为基础化工产品，盈利能力受宏观经济波动影响较大；部分产品所属行业新增产能较大，竞争激烈，产品价格波动较为明显。

3．公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物，随着环保政策趋严，公司环保风险加大；同时，公司部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险。

分析师

樊　思

电话：010-85172818

邮箱：fans@unitedratings.com.cn

龚　艺

电话：010-85172818

邮箱：gongy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

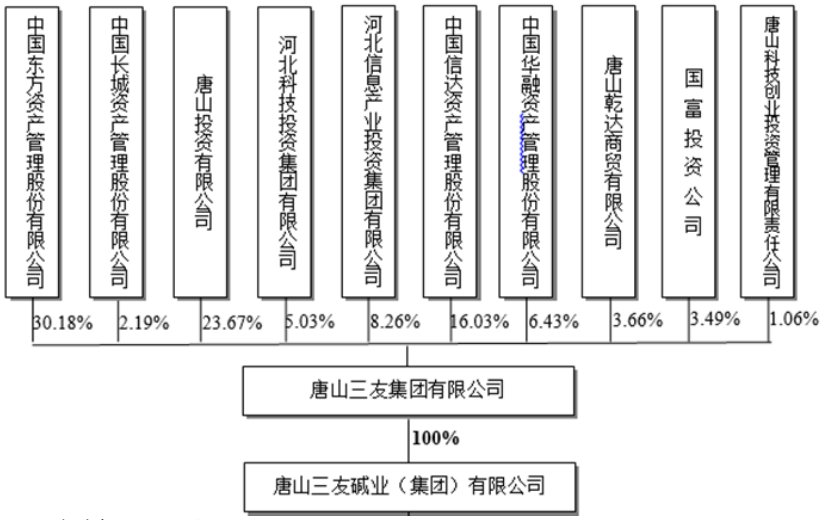
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

唐山三友碱业（集团）有限公司（以下简称“公司”或“三友碱业”）的前身河北唐山碱厂（以下简称“唐山碱厂”）是“七五”期间由化工部、河北省和唐山市共同建设的化工支柱企业。1995年7月经河北省人民政府、原国家经济贸易委员会批准，唐山碱厂更名为现名，注册资本81,731万元。后经过多次增资及股权转让，截至2019年3月底，公司注册资本为159,265万元，唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）持有公司100%股权，为公司控股股东。三友集团现有10家股东，股东持股比较分散，各股东均独立行使表决权，无一家提名董事超过董事总人数的1/3，无一家提名监事超过监事总人数的1/3，无任何一家股东对三友集团董事会或监事会形成控制，也不存在股东直接指定高级管理人员，从而控制三友集团的经营活动的情况。因此，三友集团的任何一个股东均不具备认定为三友碱业实际控制人的条件，即公司无实际控制人。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”）对三友集团履行出资人职责。

图1　截至2019年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，公司主营业务仍为纯碱、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。

跟踪期内，公司组织结构无变化；截至2019年3月底，纳入合并报表范围的二级子公司有6家，较上年无变化，其中重要控股子公司唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”）为上市公司，证券代码为“600409.SH”。公司直接持有三友化工74,735.23万股的股份，较2017年底持有的76,688.30万股减少了1,953.06万股；持股比例较2017年底的37.15%下降了0.95个百分点至36.20%，所持股票均未被质押。公司共有员工18,467人。

截至2018年底，公司合并资产总额275.96亿元，负债合计148.08亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.87亿元，其中归属于母公司所有者权益合计50.14亿元。2018年，公司实现营业收入202.97亿元，净利润（含少数股东损益）16.81亿元，归属于母公司净利润5.55亿元；经营活动现金流量净额为16.97亿元，现金及现金等价物净增加额4.99亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 292.93 亿元，负债合计 162.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）130.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 50.80 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.23 亿元，净利润（含少数股东损益）2.18 亿元，归属于母公司净利润 0.66 亿元；经营活动现金流量净额为 2.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.33 亿元。

公司注册地址：河北省唐山市南堡开发区；法定代表人：于得友。

二、债券概况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]1703 号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币 12 亿元（含人民币 12 亿元）的公司债券，2016 年 8 月 9 日，公司完成发行“唐山三友碱业（集团）有限公司 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），并于 2016 年 9 月 30 日在上海证券交易所挂牌交易。本次债券发行规模为人民币 12 亿元，分为两个品种：品种一债券发行规模为 6 亿元，票面利率为 3.35%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，债券简称“16 碱业 01”，债券代码“136614.SH”；品种二债券发行规模为 6 亿元，票面利率为 3.80%，期限为 7 年，附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，债券简称“16 碱业 02”，债券代码“136615.SH”。本次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。本次债券的起息日为 2016 年 8 月 8 日。

公司已于 2018 年 8 月 8 日支付 2017 年 8 月 8 日至 2018 年 8 月 7 日期间的利息。

本次债券募集资金用途为偿还公司债务和补充流动资金；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

根据百川资讯数据 2018 年国内纯碱产能为 3,099 万吨，产量为 2,582.53 万吨，产能利用率为 83.33%，产能利用率处于较高水平。2019 年基本没有新增产能，产能增速放缓的原因包括：第一，联碱法副产氯化铵进入下行周期，联碱法产能降负荷。第二，按《纯碱行业准入条件》限制，扩产门槛较高，产能扩张受限。从短期供给看，目前纯碱社会库存为 30 万吨，处于低位水平。

纯碱下游消费结构主要是平板玻璃、日用玻璃、氧化铝、洗涤剂、化学品和其他等，其中玻璃占总需求的 55%，而玻璃下游主要是房地产和汽车。根据统计局数据，2018 年房地产竣工面积增速下滑 7.80%，竣工面积的大幅下滑主要源于 2014~2015 年开始的新开工面积大幅下降。随着 2016 年以来新开工面积持续提升，预计 2019 年起竣工面积有望企稳回升。根据万得数据，2018 年，全国平板玻璃产量累计 7.90 亿重量箱，同比增长 3.50%，增速比上年略有下降，但随着房地产终端需求复苏，玻璃需求有望改善，中长期将推动纯碱需求继续向好。纯碱还广泛应用于洗涤剂、泡花碱、布匹印染制造等领域。根据万得数据，2018 年，化工合成洗涤剂产量为 1,265.10 万吨，同比增长 12.40%，增速较快。其次，泡花碱可用于洗衣粉、肥皂等洗涤剂的原料，其总体需求近期有所回升。第三氧化铝产量增速较快，2018 年，我国氧化铝产量 6,901.70 万吨，同比增长 7.90%。

价格方面，2018 年，纯碱整体均价仍保持高位，但整体均价较上年略有下降，其中，轻质纯碱全国市场价（中间价）全年均价为 1,865.85 元/吨，同比下降 4.51%，重质纯碱全国市场价（中间价）

全年均价为 2,044.63 元/吨，同比下降 6.22%。

总体看，2018 年纯碱行业整体保持较高的景气度，供给端增幅有限；需求端由于房地产竣工面积下滑而略有减少，其他方面的需求仍保持增长；纯碱价格同比略有下降，但仍维持高位。未来行业供需有望趋于紧平衡，纯碱行业盈利趋势较稳，但环保核查、装置检修等事件可能会造成阶段性供需失衡。

2．粘胶短纤行业

粘胶短纤行业属于国民经济的传统产业，随着生产技术的发展和完善以及下游需求的带动，粘胶短纤产量逐年增加。从历年市场走势分析看，粘胶市场变化周期 4~5 年，经历 2014~2017 年上一周期后，2018 年新产能集中投放，截至 2018 年底，国内共有 16 家粘胶企业，总体产能约 485 万吨，其中 2018 年产能大约增加了 70 万吨；2018 年产量约 366 万吨，产能利用率 75%。

粘胶短纤下游应用为纺织服装行业，2018 年，我国纺织服装、服饰业完成固定资产投资同比下降 1.50%，整体温和增长。由于供需矛盾突出，粘胶短纤全年价格大幅波动且重心下移，全年市场价格在 13,600~15,300 元/吨区间内运行。其中 1~8 月、11~12 月粘胶短纤价格在 13,500~15,000 元/吨区间内波动；9~10 月两个月价格在 15,000~15,300 元/吨区间内波动；全年的低点出现在 12 月，其价格为 13,600 元/吨；全年高点出现在 10 月中旬，其价格为 15,300 元/吨。

总体看，2018 年我国粘胶短纤产能扩张较快导致供需失衡，行业盈利能力弱化，未来短期内行业供需仍可能处于供过于求的状态。

3．氯碱行业

氯碱行业是以盐和电为原料生产烧碱、氯气、氢气的基础化工原材料工业。中国氯碱工业协会统计显示，2018 年我国烧碱生产企业 161 家，总产能已达 4,259 万吨，占世界总产能的 44%；聚氯乙烯(PVC)生产企业 75 家，总产能达 2,402 万吨，占世界总产能的 41%。

产能产量方面，主导产品产量有所增长，开工率保持高位。2018 年，烧碱产量 3,420.20 万吨，同比增长 0.90%，PVC 产量 1,963.6 万吨。烧碱和 PVC 开工率均达 80%以上，开工率继续保持高位。

下游需求方面，整体需求较为平稳。2018 年，我国烧碱表观消费量 3,235 万吨，应用到轻工、纺织、冶金、石化等各重要领域；PVC 表观消费量已达 1,838 万吨，下游涉及型材、管材、薄膜、建筑模板、汽车等众多消费领域。目前我国氯碱企业可以生产 200 余种耗氯产品，除占比最大的 PVC 外，还形成了环氧化合物、甲烷氯化物、氯化聚合物、光气系列、氯代芳烃系列以及精细化学品等 10 余个大系列。其中 PVC、糊树脂、氯化石蜡、环氧氯丙烷、甲烷氯化物、环氧丙烷、MDI/TDI 等产能规模较大。

产品价格方面，烧碱市场有所下行，聚氯乙烯市场波动明显。2018 年初，国内烧碱市场延续去年末下滑趋势，随着 3 月受限产氧化铝装置解禁等利好因素支撑，价格出现短期上涨，在后期下游需求平淡抑制下，烧碱市场出现走低。32%离子膜烧碱 1 月初价格为 1,280 元/吨，年度价格为 1,036 元/吨，全年均价同比下降 0.94%。2018 年，国内 PVC 市场波动较为频繁，期货市场活跃，期现相互影响。1 月初电石法 PVC 价格为 6,400 元/吨，年底价格为 6,550 元/吨，全年均价同比上涨 4.22%。

总体看，2018 年氯碱企业主导产品产量有所增长，开工率保持高位，整体需求较为平稳，烧碱市场有所下行，聚氯乙烯市场波动明显。

4．有机硅行业

有机硅的主要原料是工业硅，也称金属硅。工业硅由硅石和焦炭在电热炉内冶炼而成，属于高耗能、高污染的行业，主要成本为硅石（48%）和电力（41%）。国内工业硅产能主要集中在电力价格较低、硅石原料丰富的云南、四川和新疆，三地产量占全国产量的 75%。硅元素是地壳中储量最丰富的元素之一，硅石的全球储量达百万吨级以上，供应充足。2017 年 8 月中央环保督察组进驻新疆、四川，当地工业硅生产企业开工率下降，市场供不应求，工业硅价格上涨。

2018 年海外有机硅总产能在 247 万吨，有效产能约 239 万吨，海外产能集中度极高，全球市场主要由六家企业掌控。其中陶熙（原道康宁）产能 84 万吨、迈图 45 万吨、瓦克 44 万吨、信越 35 万吨、蓝星（法国）20 万吨以及 KCC11 万吨，装置分布在美国、德国、英国、法国、日本、韩国、泰国等地。

2013 年至今国内总产能几乎没有变化，行业集中度（仅指单体及中间体）却显著提升，截至 2018 年 6 月，在产企业家数已从 2012 年的 15 家减少到 11 家，前 5 家企业产量全国占比达到 60%以上，并且未来规划产能扩张都来自于龙头企业。目前，国内产能的平均开工率维持在 70%~80%之间，属于较高的水平。截至 2018 年底，国内有机硅单体总体产能约 300 万吨。有效产能约 247 万吨，产能利用率 82%。

根据《2018~2024 年中国有机硅行业市场运营现状调查及未来发展前景预测报告》，2018 年我国硅硅橡胶、偶联剂、硅油和硅树脂四类产品用量分别占 68%、17%、12%以及 3%。其中，硅橡胶是消费量最大的产品，下游主要为建筑与汽车行业；硅烷偶联剂是目前增长较快的产品。鉴于有机硅产品在建筑、电子电器、纺织业、加工制造业等消费终端有广泛的应用，其终端需求与宏观经济景气度关联度极高，2018 年，下游对有机硅行业单体需求约 200~220 万吨，产能结构性过剩。

2018 年，1~8 月份市场延续上涨趋势，8 月份达到年内高点，但行业开工充足，下游亏损严重，停限产加剧，下游需求缩减明显，市场拐点出现，呈断崖式下滑，至年底，底部逐步确定，市场盘整运行。

总体看，我国有机硅行业上游原料供应充足，但受环保标准影响，供给收缩导致产品价格上涨，推动有机硅生产成本增加；有机硅行业整体集中度较高，当前产能利用率处于较高水平，2018 年上半年价格大幅上升，全年价格波动较大。

四、管理分析

经公司于 2018 年 8 月 28 日召开的 2018 年第四次临时董事会审议通过，由于工作变动，公司原总会计师钱晓明先生不在担任公司总会计师，公司董事会聘任甘延山先生为公司总会计师，任期至本届董事会届满。

甘延山，男，1966 年出生，中专学历，会计师，曾任唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）财务中心销售核算部副部长（正科），审计部部长助理、副部长、部长，唐山三友集团东光浆粕有限责任公司副总经理兼总会计师、财务部部长，唐山三友氯碱有限责任公司副总经理兼总会计师等职务，现任唐山三友集团有限公司副总会计师兼公司总会计师。

除了上述人员变更外，跟踪期内无其他董事、监事和高级管理人员的变更。

总体看，跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员变化不大；主要管理制度健全，管理运作稳定。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务经营主体为控股子公司三友化工，营业收入大部分来自三友化工。截至 2018 年底公司持有三友化工 36.20%的股份，为三友化工控股股东。2018 年三友化工实现营业收入 201.74 亿元，较上年基本保持稳定；其中主营业务收入 198.90 亿元，实现营业利润 22.34 亿元，同比下降 14.27%；实现净利润 17.02 亿元，同比下降 15.52%。

2018 年公司实现营业收入 202.97 亿元，较上年基本保持稳定，其中主营业务收入 200.16 亿元，占营业收入的比例为 98.62%，公司主营业务突出；实现营业利润 21.62 亿元，同比下降 10.35%，主要系纯碱、粘胶短纤和 PVC 产品盈利水平下降所致；实现净利润 16.81 亿元，同比下降 7.88%，其中归属于母公司净利润 5.55 亿元，同比增长 2.57%。公司合并范围内部分全资子公司仍经营亏损，对公司净利润形成侵蚀。

从收入构成看，2018 年公司的主营业务收入仍主要来自于纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱和有机硅产品。具体来看，纯碱销售收入较上年基本保持稳定，粘胶短纤和烧碱销售价格下降以致两业务收入同比分别下降 2.48%和 2.37%。PVC 由于产销量同比减少，该业务收入同比下降 4.42%。有机硅产品市场向好，二甲基硅氧烷混合环体、室温胶同比量价齐增；高温胶产销量降低，但售价的同比上涨，带动该业务收入增加。公司各产品的收入占比较上年相比基本保持稳定。

从毛利率变化来看，2018 年，公司纯碱和烧碱产品的原材料价格上涨导致其毛利率同比分别下降 5.74 个百分点和 1.92 个百分点，粘胶短纤产品由于其价格下降幅度较大导致其毛利率同比下降 6.53 个百分点。2018 年，公司 PVC 业务呈成本倒挂状态，主要系原材料价格涨幅较大所致；有机硅产品销售价格大幅增长带动其毛利率大幅提高。综合以上因素，2018 年公司主营业务毛利率同比小幅下降 0.84 个百分点至 27.08%，但仍处于较高水平。

表 1　2016~2018 年公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纯碱	41.21	26.10	35.35	52.85	26.14	39.78	52.95	26.09	34.04
粘胶短纤维	65.11	41.24	19.21	75.16	37.17	15.76	73.30	36.11	9.23
聚氯乙烯树脂（PVC）	21.63	13.70	3.48	25.24	12.48	1.78	24.13	11.89	-4.26
烧碱	9.12	5.77	52.80	14.90	7.37	67.73	14.55	7.17	65.81
二甲基硅氧烷混合环体	8.06	5.10	16.01	11.94	5.91	36.23	16.37	8.07	47.58
室温胶	1.82	1.15	13.84	3.22	1.59	30.42	4.44	2.19	42.97
高温胶	1.34	0.85	11.53	3.25	1.61	32.59	3.68	1.81	40.95
石灰石	3.16	2.00	50.45	3.50	1.73	57.20	4.14	2.04	60.98
其他	3.83	2.44	--	9.15	4.53	--	6.60	3.25	--
主营业务收入小计	**155.28**	**98.35**	**25.35**	**199.21**	**98.53**	**27.92**	**200.16**	**98.62**	**27.08**
其他业务收入小计	**2.61**	**1.65**	**25.23**	**2.97**	**1.47**	**-2.36**	**2.81**	**1.38**	**6.91**
合计	**157.89**	**100.00**	**25.35**	**202.18**	**100.00**	**27.47**	**202.97**	**100.00**	**26.81**

资料来源：公司提供
注：其他产品主要是其他硅产品、液氯、盐酸、元明粉、棉浆粕等

2019年一季度，公司实现营业收入52.23亿元，同比增长10.03%，主要系产能扩大，产销量增加所致；实现营业利润2.74亿元，同比下降49.76%，实现净利润2.18亿元，同比下降49.67%，主要系产

品销售价格下跌所致。

总体看，公司营业收入及利润主要依赖于三友化工，2018 年，三友化工整体营业收入和利润较上年相比基本保持稳定，但各主要产品盈利水平表现差异较大，其中纯碱、PVC、烧碱和粘胶短纤业务盈利水平有所下降，但有机硅产品业务经营业绩进一步提升。2018 年公司合并范围内部分全资子公司仍经营亏损，对公司净利润形成侵蚀。

2．业务运营

2018 年，公司纯碱生产规模位居全国同行业第一位，市场占有率约为 12.60%左右。粘胶短纤装置为全国最大单线产能装置，生产差别化产品百余种，年出口量 13 万吨以上，占全国出口总量的 36%左右，公司 20 万吨/年功能性、差别化粘胶项目于 2018 年 10 月达产，粘胶短纤产能达到 70 万吨，产品市占率 16%。公司有机硅单体年产能 20 万吨，产品市场占有率约 12%，是华北最大的有机硅生产基地。氯碱业务作为公司循环经济中枢，有效帮助公司实现资源的循环利用和能量的梯级利用。2018 年，公司产能规模、行业地位继续保持领先。

（1）产销情况

产能方面，2018年10月公司20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维工程项目达产，粘胶短纤产能增至70万吨/年。公司仍保持纯碱340万吨/年、烧碱53万吨/年、PVC50.5万吨/年（含7万吨/年的专用树脂产能）和有机硅单体20万吨/年的产能。同时有机硅业务也具备环体下游加工能力，包括室温胶2万吨/年以上、高温胶2万吨/年以上、硅油及消泡剂等2,500吨/年以上的生产能力。

产量方面，2018年，纯碱、烧碱的产量基本保持稳定。PVC由于市场需求下降，产量同比下降7.06%。二甲基硅氧烷混合环体共生产10.19万吨，其中3.46万吨公司用于生产下游产品，6.73万吨形成商品对外销售。2018年10月化纤公司20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维工程项目达产转入固定资产，粘胶短纤维产量同比增加。聚氯乙烯产能利用率较上年下降6.3个百分点至82.87%，产能利用率有待提高，公司其他主要产品产能利用率仍保持在较高水平，主要生产线基本满负荷运转。

销量方面，2018年，公司主导产品销量与产量变化率趋同，各产品产销率变化幅度较小，仍保持在100%左右，产销率保持在较高水平。

表 2　2016~2018 年公司的产销量及目前产能情况（单位：万吨、%、万吨/年）

产品	项目	2016年	2017年	2018年	产销率			目前年生产能力	产能利用率
					2016年	2017年	2018年		
纯碱	产量	348.42	344.75	339.99	99.41	98.28	101.85	340	100.00
	销量	346.36	338.83	346.28					
粘胶短纤维	产量	52.62	53.85	59.96	99.96	101.22	96.56	70	114.30
	销量	52.60	54.50	57.90					
烧碱	产量	51.16	54.53	53.14	100.00	99.62	100.23	53	100.27
	销量	51.16	54.32	53.26					
聚氯乙烯（PVC）	产量	36.50	45.03	41.85	100.00	99.68	100.19	50.5	82.87
	销量	36.50	44.89	41.93					
二甲基硅氧烷混合环体	产量	6.99	6.30	6.73	99.16	101.48	99.55	20（有机硅单体）	100.00
	销量	6.93	6.40	6.70					

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。

2018 年，由于粘胶短纤行业新增产能较多，对市场价格形成冲击，公司粘胶短纤销售价格同比

下降 8.20%至 12,658.50 元/吨，纯碱、烧碱产品销售价格基本保持稳定，PVC 销售价格略有上升。有机硅行业市场向好，2018 年 1~8 月市场价格持续走高，带动公司二甲基硅氧烷混合环体全年销售均价同比大幅增长。

2019 年 1 季度，粘胶短纤、烧碱和二甲基硅氧烷混合环体销售均价同比分别下降了 9.40%、5.06%和 35.38%，其中二甲基硅氧烷混合环体降幅较大，主要系 2018 年国外产能收缩导致产品价格大幅增长后逐渐回调所致；PVC 价格较上年同期基本保持不变，纯碱销售价格同比上升 16.00%。

表 3　2016~2019 年 1 季度公司主要产品销售均价（单位：元/吨）

产品	2016年	2017年	2018年	2019年1季度
纯碱	1,189.55	1,559.64	1,529.20	1,620.46
粘胶短纤	12,379.41	13,789.63	12,658.50	11,534.83
烧碱	1,781.81	2,743.13	2,731.26	2,510.56
聚氯乙烯	5,927.36	5,622.96	5,753.78	5,659.34
二甲基硅氧烷混合环体	11,635.97	18,669.80	24,420.00	15,624.60

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2018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81.84亿元，占主营收入的40.89%；华北地区营业收入达46.75亿元，占主营业务收入的23.36%；华南地区增幅较大，营业收入同比增长12.87%，主要系有机硅业务相关产品和粘胶短纤营业收入增加所致，占主营业务收入的9.42%。国外地区主要为粘胶短纤的出口，营业收入达25.01亿元，占主营业务收入的12.50%。

总体看，2018 年公司主要产品产能利率和产销率仍保持较高水平，公司生产及销售状况良好。公司产品销售价格与市场走势趋同，其中 2018 年粘胶短纤由于国内产能集中投产导致价格大幅下降，短期内仍难以逆转。有机硅业务相关产品由于海外产能收缩导致 2018 年产品价格大幅提升，但价格已于 2019 年 1 季度有所回落。产品价格的波动易影响公司的盈利水平

（2）原材料情况

采购价格方面，2018年，公司主要原材料采购价格较上年均有不同程度的上涨，其中原盐采购均价同比大幅增长28.12%，主要系受天气影响导致原盐市场供给减少所致，其余原材料采购价格均小幅增长，主要系受环保因素影响。

采购数量方面，2018年浆粕采购数量同比增长28.71%至67.07万吨，增幅较大，主要系粘胶短纤产量增加带动原材料需求增大所致，其余主要原材料采购数量变动幅度不大。公司前五名供应商采购额合计25.45亿元，占年度采购总额13.91%，公司采购集中度较低。

表 4　2016~2018 年公司的原材料采购量及价格变动情况（单位：万吨、元/吨、万元）

原料	采购状况	2016 年	2017 年	2018 年
煤	采购数量	309.36	343.80	329.82
	采购均价	294.32	422.95	437.65
	采购总价	91,050.33	145,407.38	144,346.65
原盐	采购数量	563.11	649.52	588.38
	采购均价	115.35	129.21	165.55
	采购总价	64,953.60	83,922.46	97,408.57
浆粕	采购数量	53.50	52.11	67.07
	采购均价	5,585.68	6,066.51	6,089.15
	采购总价	298,849.15	316,139.49	408,425.98

电石	采购数量	61.16	64.17	58.94
	采购均价	2,206.23	2,576.11	2,776.80
	采购总价	134,936.85	165,313.87	163,659.21
硅块	采购数量	5.82	5.69	5.99
	采购均价	9,430.69	12,136.40	12,694.10
	采购总价	54,907.88	69,097.92	76,055.33
合计	**采购数量**	**992.95**	**1,115.29**	**1,050.20**
	采购均价	**649.24**	**699.26**	**847.35**
	采购总额	**644,697.81**	**779,881.12**	**889,895.73**

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司采购总额同比增幅明显，主要系原材料采购价格上涨所致，其中原盐受天气影响导致原盐市场供给减少，采购均价明显上升；受粘胶短纤产量增加影响，浆粕采购规模明显扩大，但同期公司各主要产品销售价格下降，以致加大了公司的成本控制压力。

（3）电力情况

2018年，公司根据“唐发〔2017〕7号”文件要求，将北厂2#机进行了改造，将抽凝机组改造为抽背机组，装机容量由6万千瓦降至2.5万千瓦。截至2018年底，公司热电分公司的电力设备装机总容量达到19万千瓦，电力自给率达到45%；年供汽能力1,402万吨/年，自给率100%，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。公司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%。另外公司采用SCR和SNCR技术进行脱硝，所有环保参数均能达到国家超低排放标准。

总体看，2018年，公司热电机组改造后，总体装机容量有所下降，但热电板块仍保持稳定的电力和蒸汽供应能力，有利于降低公司生产成本。

3．其他子公司情况

公司全资子公司唐山三友集团东光浆粕有限责任公司（以下简称“东光浆粕”）主要经营业务为制造销售棉浆粕。受产业升级影响，棉浆粕已被木浆粕、竹浆粕替代，市场需求逐步下降。东光浆粕近年来经营持续亏损，2018年营业收入为4,737.14万元，营业成本为4,456.83万元；营业利润亏损4,616.48万元，主要系其较高的期间费用和固定资产减值损失所致。东光浆粕具有较大的人员负担和债务负担，期间费用中的管理费用和财务费用金额较大，同时公司低效资产导致资产减值损失较重。截至2018年底，东光浆粕注册资本为17,000万元；资产总额7,888.95万元、负债总额45,700.43万元、净资产总额-37,811.48万元，已资不抵债。2016年东光浆粕实施改制，其国有股权拟全部退出，东光浆粕为此制定了“职工解除劳动合同安置补偿办法”及“职工解除劳动合同安置补偿办法（补充条款）”，与933名职工协商解除劳动合同。截至2018年底，公司已支付职工安置补偿金2,086.13万元，尚有215.31万元职工补偿金未支付，剩余待支付职工补偿金规模相对较小。目前，东光浆粕改制工作仍在进行。未来，东光浆粕可能面临破产清算风险。

公司全资子公司河北长芦大清河盐化集团有限公司（以下简称“大清河盐化”）的营业收入主要来源于下属子公司化工产品溴素、氯化钾、氯化镁等的销售。2018年，大清河盐化营业收入为9,495.50万元，营业成本为6,460.23万元，其中管理费用8,363.48万元，营业利润亏损6,472.97万元。截至2018年底，大清河盐化资产总额为30,967.18万元，负债总额为26,867.89万元，净资产为4,099.29万元。

公司全资子公司唐山三友榆山实业有限公司（以下简称“三友榆山”）已基本停产；2018年营业收入为37.00万元，营业总成本为148.37万元，主要由管理费用构成，资产减值损失25.31万元；营业利润亏损111.37万元；截至2018年底资产总额为3,014.12万元、负债总额3,278.41万元，净资产总额-264.29万元，已资不抵债。

总体看，除三友化工外，公司其他子公司资产质量不佳，且存在大额资产减值损失、期间费用规模大等因素，致使该部分子公司经营业绩呈大规模亏损状态，并对公司整体的经营业绩的提升形成明显掣制。

4．在建项目

截至2019年3月底，公司在建项目包括卤水综合利用吹溴改扩建项目和4万吨盐汽水项目，计划总投资金额为11,469万元，资金来源以自筹为主，已投资8,521万元，还需投资2,948万元，项目剩余待投入规模小。

表 5　截至 2019 年 3 月底公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目	项目情况	计划总投资	资金来源规划			2019 年 3 月底已完成投资	投资规划		
			专项资金	企业自筹	债务融资		2019 年（4 月~12 月）	2020 年	2021 年及以后
卤水综合利用吹溴改扩建项目	--	7,248	600	6,648	--	6,664	100	300	184
4 万吨盐汽水项目	建设一条年产 4 万吨盐汽水生产线	4,221	--	4,221	--	1,857	2,364	--	--
合计	**--**	**11,469**	**600**	**10,869**	**0**	**8,521**	**2,464**	**300**	**184**

资料来源：公司提供
注：此表中在建项目未统计三友化工在建项目

总体看，公司未来在建工程资金压力不大。

5．经营效率

2018 年公司应收账款周转次数由上年的 28.13 次上升为 29.90 次；存货周转次数由上年的 8.67 次下降为 7.69 次，主要由于公司主要原材料储备、自制设备增加所致；总资产周转次数由上年的 0.82 次下降为 0.76 次，基本保持稳定，与 Wind 同行业相比，相关指标仍处于行业一般水平。

表 6　2018 年公司与同行业盈利指标对比（单位：次）

指标名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
山东海化	71.41	10.60	1.18
中泰化学	31.12	22.35	1.23
三友碱业	**29.90**	**7.69**	**0.76**

资料来源：Wind；联合评级整理。
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，2018 年公司整体经营效率一般。

6．经营关注

（1）原材料及产品价格波动风险

公司主要产品纯碱、粘胶短纤维、PVC、烧碱等大多为基础化工产品，盈利能力受宏观经济波动影响较大；部分产品所属行业拟新增产能较大，竞争激烈，产品价格波动较为明显。同时主要产品的生产成本构成中，原材料和能源合计占总成本的比重较大，2018 年，原材料价格均同比增长，未来若价格继续上扬或高位震荡，将对公司的经营产生不利影响。

（2）汇率波动及贸易摩擦风险

人民币汇率的变化一方面可能影响到公司出口产品的销售价格和进口原材料的价格，从而对产品的销量、利润产生影响，另一方面可能会影响到公司的外汇收入结算，带来一定的汇兑损失。同时美国加征关税清单中，涉及全部种类的纺织纱线、织物、产业用制成品以及部分家用纺织品和纺织机械等，作为棉纺主要原料之一的粘胶短纤，贸易摩擦或将对其市场需求、产品价格等产生影响。

（3）安全环保风险

公司属于基础化工行业，安全生产方面，氯碱业务和有机硅业务属于危险化学品生产行业，烧碱、液氯等产品具有腐蚀性和毒性，部分生产工序在高温、高压的环境中进行，生产过程中可能发生中毒、火灾、爆炸等安全事故，从而影响公司生产经营的正常进行。环保方面，公司生产过程中会产生废水、废渣和废气等污染物，随着国家环保力度的加强以及京津冀环保标准一体化的实施，有关标准和要求将可能进一步提高，公司环保投入成本将进一步加大，公司如不能及时适应相应的变化，生产和发展将会受到限制。

（4）部分子公司持续亏损

公司合并范围内的营业收入及利润主要来自于三友化工；对三友化工营业收入和利润依赖度较高。除三友化工外，公司其他部分子公司资产质量不佳，经营业绩亏损；部分资不抵债的子公司未来可能存在破产清算的风险。

7．未来发展

公司主动适应经济发展新常态，以“科学发展，稳健发展”为宗旨，以“信息化、智能化、国际化、绿色化”为主线，大力实施“创新驱动、节能减排、转型升级”战略，做大盐化工、粘胶纤维优势产业，做优有机硅、氯碱下游精细化工特色产业，做好现代物流、贸易服务辅助产业。努力构建具有较强竞争力、资源节约、环境友好型企业。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2019 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。2018 年及 2019 年 1 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 2018 年底，公司合并资产总额 275.96 元，负债合计 148.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）127.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 50.14 亿元。2018 年，公司实现营业收入 202.97 亿元，净利润（含少数股东损益）16.81 亿元，归属于母公司净利润 5.55 亿元；经营活动现

金流量净额为 16.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.99 亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额292.93亿元，负债合计162.87亿元，所有者权益（含少数股东权益）130.06亿元，其中归属于母公司所有者权益合计50.80亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入52.23亿元，净利润（含少数股东损益）2.18亿元，归属于母公司净利润0.66亿元；经营活动现金流量净额为2.31亿元，现金及现金等价物净增加额11.33亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 275.96 亿元，较年初增长 6.31%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占 33.73%，非流动资产占 66.27%，资产结构较上年基本保持稳定，资产构成仍以非流动资产为主，符合行业所属特征。

截至 2018 年底，公司流动资产为 93.08 亿元，较年初增长 11.40%，主要系货币资金和其他流动资产增加所致，主要由货币资金（占 35.52%）、应收票据（占 20.75%）、应收账款（占 6.46%）、其他应收款（占比 10.87%）和存货（占 20.51%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 33.06 亿元，较年初增长 33.51%，主要系经营现金留存所致，公司货币资金主要由银行存款 25.34 亿元和其他货币资金 7.73 亿元构成，其他货币资金中 6.66 亿元使用受限，为公司承兑汇票、信用证、保函等保证金，货币资金受限比例为 20.15%，占比一般。

截至 2018 年底，公司应收票据为 19.31 亿元，较年初下降 7.98%，公司应收票据均为银行承兑汇票，其中因质押受限的应收票据占 2.13%。公司应收账款账面价值为 6.01 亿元，较年初基本保持稳定，共计提坏账准备 0.72 亿元，综合计提比例为 10.69%；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 3.34 亿元，1 年以内的占 88.44%，1~2 年占 6.81%，账龄较短。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 10.12 亿元，较年初基本保持稳定，主要为与控股股东唐山三友集团有限公司（为关联方）的往来款，累计计提坏账准备 0.76 亿元，计提比例为 6.96%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额为 1.01 亿元，1 年以内的占 74.59%，1~2 年占 1.67%，2~3 年占 0.53%，3 年以上占 23.21%，账龄较长。公司其他应收款金额较大，对资金形成一定程度占用。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 19.09 亿元，较年初基本保持稳定，公司存货由原材料（占 64.89%）和库存商品（占 29.95%）构成，其中因质押受限的存货占 1.18%。存货累计计提存货跌价准备 2,201.35 万元，计提比例为 1.15%，考虑到公司存货主要由原材料和库存商品构成，价格波动较为频繁，公司存货或存在跌价风险。

截至2018年底，公司非流动资产为182.88亿元，较年初增长3.89%，主要由固定资产（占85.10%）、在建工程（占 5.78%）和无形资产（占 5.81%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产较年初增长 12.98%至 155.64 亿元，主要为公司 20 万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维工程项目本期达产后，转入固定资产。固定资产累计计提折旧 71.92 亿元，整体成新率为 68.93%，成新率尚可。公司对固定资产累计计提减值准备 3.94 亿元。因抵押而受限的固定资产占 0.92%。

截至 2018 年底，公司在建工程较年初下降 42.45%至 10.57 亿元，在建工程主要由技改项目构成。无形资产较年初基本保持稳定，金额为 10.63 亿元。其中因抵押受限的无形资产占比 6.42%；无形资产主要由土地使用权（占 81.52%）及采矿权（占 16.11%）构成。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 9.41 亿元，受限比例为 3.41%，受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 292.93 亿元，较上年底增长 6.15%，其中流动资产 109.84 亿元，较上年底增长 18.01%，主要系公司控股子公司三友化工发行公司债券后货币资金大幅增加所

致；非流动资产 183.08 亿元，较上年底增长 0.11%。从资产构成来看，较上年底变化不大，仍以非流动资产为主。

截至 2018 年底，母公司资产总额为 28.47 亿元，较年初增长 7.06%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产为 17.12 亿元，较年初增长 25.42%，主要系应收票据及应收账款款和其他流动资产增加所致，流动资产主要由货币资金 1.42 亿元、应收票据及应收账款 2.19 亿元、其他应收款 9.63 亿元和其他流动资产 3.88 亿元。非流动资产为 11.35 亿元，较年初下降 12.30%，主要系长期股权投资减少所致，非流动资产主要由长期股权投资 6.27 亿元、投资性房地产 1.88 亿元、固定资产 0.60 亿元和递延所得税资产 1.99 亿元构成。

总体看，2018 年公司资产总额有所扩大，资产结构仍以非流动资产构成为主，符合行业整体特征，固定资产成新率尚可、资产受限比例低，资产质量整体较好。

3．负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计 148.08 亿元，较年初基本保持稳定。其中流动负债占比 64.79%，非流动负债占比 35.21%，负债构成仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债规模为 95.94 亿元，基本保持稳定。公司流动负债以短期借款（占 34.59%）、应付票据（占 6.18%）、应付账款（占 33.08%）和一年内到期的非流动负债（占 10.90%）为主。其中，短期借款较年初减少 11.91%至 33.19 亿元，主要系调整债务结构，减少短期借款所致；公司短期借款主要由保证借款（占 80.37%）和信用借款（占 19.63%）构成。

截至 2018 年底，公司应付票据为 5.93 亿元，较年初增长 94.43%，主要系原材料采购额增加所致；应付账款为 31.73 亿元，较年初基本保持稳定，主要为按合同约定未结算的材料款、工程款项。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 10.46 亿元，较年初增长 95.84%，主要系为本期公司将于 2019 年到期的公司债券重分类至本科目列示。其中一年内到期的长期借款为 4.40 亿元，一年内到期的应付债券为 6.07 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债 52.15 亿元，较年初基本保持稳定。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.85%）、应付债券（占 63.78%）构成。其中，长期借款 14.00 亿元，较年初下降 5.43%，公司长期借款由保证借款（占 85.72%）和信用借款（占 14.28%）构成，期限分布情况如下表所示，公司 2020 年或面临集中偿付压力。公司应付债券 33.26 亿元，较年初基本保持稳定，具体构成如下表所示，公司 2023 年到期债券规模较大，可能存在集中偿付风险。

表 7　截至 2018 年底公司主要长期借款期限分布情况（单位：亿元，%）

年限	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	8.09	57.78
2~3 年（含 3 年）	1.81	12.93
3~4 年（含 4 年）	1.33	9.52
4~5 年（含 5 年）	0.97	6.94
5 年以上	1.80	12.82
合计	**14.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

表 8　截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：年，亿元，%）

债券代码	起息日	到期日	期限	债券余额	票面利率
18 三友 03	2018-11-19	2023-11-19	5（3+2）	6.00	4.75
18 三友 01	2018-07-25	2023-07-25	5（3+2）	6.00	5.38
17 三友化工 MTN001	2017-11-21	2020-11-21	3	10.00	5.87
15 三友 01	2015-12-17	2020-12-17	5（3+2）	0.15	4.20
15 三友 02	2015-12-17	2022-12-17	7（5+2）	5.00	5.30
16 碱业 01	2016-08-08	2021-08-08	5（3+2）	6.00	3.35
16 碱业 02	2016-08-08	2023-08-08	7（5+2）	6.00	3.8

资料来源：公司提供

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 97.98 亿元，较年初基本保持稳定，其中短期债务占比 50.60%，较年初提高了 2.20 个百分点，长期债务占比 49.40%，长短期债务占比较为均衡。公司短期债务为 49.58 亿元，较年初增长 7.63%；长期债务为 48.41 亿元，较年初下降了 1.42%；2018 年，公司的资产负债率由年初的 56.79%降至 53.66%；全部债务资本化比率由年初的 45.90%降至 43.38%；长期债务资本化比率由年初的 30.45%降至 27.46%。公司债务指标较年初有所改善，负债水平一般，债务负担适中。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 162.87 亿元，较上年底增长 9.98%。其中，流动负债 105.36 亿元，较上年底增长 9.82%；非流动负债为 57.51 亿元，较上年底增长 10.28%，主要系发行公司债券所致。公司全部债务为 109.76 亿元，较上年底增长 12.02%，其中短期债务 56.01 亿元，长期债务为 53.75 亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 55.60%、45.77%和 29.24%，较上年底分别提高了 1.94、2.39 和 1.78 分百分点，整体债务负担适中。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 127.87 亿元，较年初增长 14.00%，主要系利润留存所致；其中股本为 15.93 亿元，较年初未发生变化。资本公积较年初增长 11.91%至 14.23 亿元，主要系减持三友化工股份所致；未分配利润较年初增长 38.47%至 19.78 亿元。公司归属于母公司所有者权益合计 50.14 亿元，其中股本、资本公积和未分配利润占比分别为 31.76%、28.39%和 39.46%，公司归属于母公司权益占比低，少数股东权益规模大，稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 130.06 亿元，较上年底增长 1.71%，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 50.80 亿元，公司权益结构较上年底变化不大。

截至 2018 年底，母公司负债合计 12.79 亿元，较年初下降 1.75%，主要系非流动负债减少所致；流动负债 6.75 亿元，较年初增长 609.33%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；非流动负债 6.04 亿元，较年初减少 49.92%，主要系应付债券减少所致。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 15.67 亿元，较年初下降 15.53%，全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本占 101.62%，未分配利润占-2.44%，未分配利润对所有者权益有所侵蚀。

总体看，2018 年，公司负债和债务规模基本保持稳定，公司负债水平一般，债务负担适中。由于未分配利润增加带动，公司所有者权益随之增长。公司所有者权益稳定性一般。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入202.97亿元，较上年基本保持稳定；营业成本为148.56亿元，同比增长1.31%；实现营业利润21.62亿元，同比下降10.35%，主要系纯碱、粘胶短纤和PVC产品盈利水平同比下降所致；实现净利润16.81亿元，同比下降7.88%，其中归属于母公司净利润5.55亿元，同比增

长2.57%，归属于母公司净利润主要来自于三友化工；公司部分全资子公司出现亏损会侵蚀部分归属于母公司净利润。

从期间费用来看，期间费用总额同比增长5.84%。其中，销售费用基本保持稳定，为8.43亿元；管理费用同比增长8.14%至16.28亿元，主要系职工薪酬水平提高所致；研发费用同比下降30.72%至0.48亿元，主要为本期符合费用化条件的研发支出同比减少；财务费用同比增长18.31%至4.57亿元，主要系受汇率影响，汇兑损失同比增加所致。2018年费用收入比同比上升0.75个百分点至14.66%，费用控制能力有待提高。

从资产损失来看，2017~2018年，公司资产减值损失分别为1.08亿元和1.04亿元，变动幅度不大，主要由坏账损失、存货跌价损失和固定资产减值损失构成。

从盈利指标来看，受公司粘胶短纤、PVC、纯碱和烧碱盈利能力下降影响，2018年公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为25.61%、9.65%、9.45%和14.01%，同比分别下降了0.62、1.77、1.97和4.68个百分点。公司盈利能力略有弱化。与国内同行业上市公司相比，公司主要盈利指标均处于行业较好水平。

表 9　2018 年公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
山东海化	18.68	18.90	13.87
中泰化学	11.10	13.02	7.00
三友碱业	**26.81**	**11.91**	**9.35**

资料来源：Wind；联合评级整理。
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异。

2019年一季度，公司实现营业收入52.23亿元，同比增长10.03%，主要系产能扩大，产销量增加所致；实现营业利润2.74亿元，同比下降49.76%，实现净利润2.18亿元，同比下降49.67%，主要系产品销售价格下跌所致。

2018年，母公司实现营业收入0.75亿元，较上年减少40.44%；营业利润由上年的亏损1.83亿元扭转为盈利2.24亿元，主要系投资收益增加所致；实现净利润2.16亿元。其中母公司2018年实现投资净收益2.90亿元，较上年增长152.03%；财务费用0.46亿元，较上年下降1.72%，管理费用为0.14亿元，较上年下降9.93%，资产减值损失为0.52亿元，较上年下降84.14%。母公司收益主要来自于对下属子公司的投资净收益，而期间费用和资产减值损失对利润形成较大侵蚀。

总体看，2018年，公司整体盈利能力仍处较强水平，但费用控制能力仍有待提高。同时，公司合并范围内部分子公司资产减值损失金额较大，加之经营业绩较差等因素，对归属于母公司净利润形成侵蚀。2019年一季度，由于公司主要产品价格降幅大，公司净利润同比大幅减少。

5．现金流

2018年，公司经营活动现金流入134.33亿元，同比增长17.35%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金同比增加所致，其增幅大于营业收入增幅的原因主要系有机硅业务增幅较大，收现能力较强所致；经营活动现金流出117.36亿元，同比增长17.54%；经营活动现金流量净额为16.97亿元，同比增长15.99%；2018年公司现金收入比为64.20%，同比提高了9.20个百分点，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金同比增加所致，现金收入比较低主要系公司销售回款主要以票据方式结算所致。

2018年，公司投资活动现金流入7.30亿元，同比增加3.37亿元，主要系减持三友化工股份所致；

投资活动现金流出11.45亿元，同比增长2.21%，其中投资支付的现金较大；投资活动产生的现金流量净额为-4.15亿元，净流出规模较上年下降42.92%。

2018年，公司筹资活动现金流入69.04亿元，同比下降25.08%；筹资活动现金流出76.97亿元，同比下降20.39%，主要系偿还到期债务支付现金较少所致；筹资活动产生的现金流量净额为-7.93亿元，净流出规模同比增长74.71%。

2019年一季度，经营活动产生的现金流量净额为2.31亿元，投资活动产生的现金流量净额为0.28亿元，筹资活动产生的现金流量净额为8.77亿元，现金及现金等价物净增加额为11.33亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流仍保持良好态势；大型在建项目已逐步完工，投资支出逐步减少，公司整体现金流状况良好。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018年，公司流动比率由上年的0.88倍提升至0.97倍，速动比率由上年的0.67倍提升至0.77倍；公司现金短期债务比由0.99倍提高至1.06倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA由上年的38.00亿元下降至35.47亿元，主要系利润总额略有下降所致。公司EBITDA主要由折旧（占27.92%）、计入财务费用的利息支出（占11.51%）和利润总额（占59.79%）构成。同期，公司EBITDA全部债务比由上年的0.40倍降至0.36倍，EBITDA利息倍数由上年8.51倍降至8.31倍，公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司获得银行本币授信额度为198.49亿元（人民币），外币授信额度为5.20亿美元，尚未使用的本币授信额度和外币授信额度分别为127.45亿元和2.64亿美元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司不存在重大未决诉讼。公司无对外担保。

根据公司提供的企业信用情况报告显示，截至2019年5月6日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清贷款信息记录中有28笔不良关注类贷款和10笔不良关注类保理记录，主要系前期行业景气度下行，银行主动调整贷款风险分类所致；公司无本金和利息逾期现象。

总体看，公司长、短期偿债能力指标均处较强水平，考虑公司控股子公司三友化工在生产规模、成本控制、产品价格、市场占有率等方面仍保持了较强的综合竞争优势；公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 68.49 亿元，为“16 碱业 01”和“16 碱业 02”待偿本金合计（12 亿元）的 5.71 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 130.06 亿元，为债券本金 12 亿元的 10.84 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 碱业 01”和“16 碱业 02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 35.47 亿元，为债券本金 12 亿元的 2.96 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入量为 134.33 亿元，为债券本金 12 亿元的 11.19 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很高；公司 2018 年经营活动产生的现金净流入量为 16.97 亿元，为债券本金 12 亿元的 1.41 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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三友化工的控股股东，在生产规模、产品结构及研发水平等方面仍具有较强优势，联合评级认为，公司对“16碱业01”和“16碱业02”的偿还能力很强。

八、综合评价

三友碱业作为大型国有控股企业，跟踪期内，其下属控股上市公司三友化工在生产规模、成本控制、市场占有率等方面仍保持较强的综合竞争优势。2018 年，三友化工 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目达产，随着生产规模的进一步扩大，三友化工规模经济效益明显。随着国内有机硅行业景气度回升，带动有机硅业务相关产品盈利水平提高。2018 年，三友化工继续保持良好的经营业绩，其较好的盈利情况成为公司重要的利润来源。同时，联合评级也关注到三友化工产品价格和原材料价格存在波动风险；部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险；环保政策趋严导致的环保风险加大；除三友化工外其他板块经营不善等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着三友化工投产项目产能完全释放，有利于带动公司整体行业地位的提高和经营业绩的进一步向好发展。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16碱业 01”和“16 碱业 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　唐山三友碱业（集团）有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	232.09	259.58	275.96	292.93
所有者权益（亿元）	83.10	112.17	127.87	130.06
短期债务（亿元）	66.87	46.06	49.58	56.01
长期债务（亿元）	39.02	49.11	48.41	53.75
全部债务（亿元）	105.88	95.17	97.98	109.76
营业收入（亿元）	157.89	202.18	202.97	52.23
净利润（亿元）	5.26	18.25	16.81	2.18
EBITDA（亿元）	23.20	38.00	35.47	--
经营性净现金流（亿元）	13.28	14.63	16.97	2.31
应收账款周转次数(次)	21.08	28.13	29.90	--
存货周转次数（次）	8.83	8.67	7.69	--
总资产周转次数（次）	0.68	0.82	0.76	0.18
现金收入比率（%）	60.81	55.00	64.20	65.30
总资本收益率（%）	5.45	11.42	9.65	--
总资产报酬率（%）	5.83	11.42	9.45	--
净资产收益率（%）	6.50	18.69	14.01	--
营业利润率（%）	24.20	26.23	25.61	18.81
费用收入比（%）	17.45	13.91	14.66	13.12
资产负债率（%）	64.20	56.79	53.66	55.60
全部债务资本化比率（%）	56.03	45.90	43.38	45.77
长期债务资本化比率（%）	31.95	30.45	27.46	29.24
EBITDA 利息倍数（倍）	4.52	8.51	8.31	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.40	0.36	--
流动比率（倍）	0.63	0.88	0.97	1.04
速动比率（倍）	0.49	0.67	0.77	0.86
现金短期债务比（倍）	0.52	0.99	1.06	1.22
经营现金流动负债比率（%）	12.43	15.3015.34	17.69	2.19
EBITDA\待偿本金合计（倍）	1.93	3.17	2.96	--

注：1、公司 2019 年一季报财务数据未经审计、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；3、除特别说明外，均指人民币；4、融资租赁款已计入长期债务；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
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-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 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。