跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1614 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 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 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：

二〇二〇年六月十八日

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

唐山三友碱业（集团）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
16 碱业 02	6 亿元	7 年	AA	AA	2019 年 6 月 14 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 18 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)	259.58	275.96	267.92	276.68
所有者权益(亿元)	112.17	127.87	130.57	127.66
长期债务(亿元)	49.11	48.41	31.05	37.01
全部债务(亿元)	95.17	97.98	89.88	99.75
营业收入(亿元)	202.18	202.97	206.74	40.66
净利润(亿元)	18.25	16.81	6.04	-2.96
EBITDA(亿元)	38.00	35.47	23.70	--
经营性净现金流(亿元)	14.63	16.97	8.83	1.86
营业利润率(%)	26.23	25.61	19.40	14.86
净资产收益率(%)	18.69	14.01	4.67	--
资产负债率(%)	56.79	53.66	51.27	53.86
全部债务资本化比率(%)	45.90	43.38	40.77	43.86
流动比率(倍)	0.88	0.97	0.84	0.89
EBITDA 全部债务比(倍)	0.40	0.36	0.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.51	8.31	5.33	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.33	5.91	3.95	--

注：1．公司 2020 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；除特别说明外，均指人民币；3．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4．长期应付款中融资款已计入有息债务

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。2019 年，三友化工通过技改进一步扩大了粘胶短纤产能；同时 2018 年投产的 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目产能完全释放，三友化工主要产品的产能利用率和产销率仍保持较高水平，营业收入实现增长，其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 2019 年主要产品价格下滑幅度较大；粘胶短纤行业竞争加剧且短期内难以好转；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。

疫情给公司短期业绩带来不利影响，但未来，随着疫情稳定，宏观经济回暖，公司行业景气度有望回升，公司经营情况有望继续保持良好态势。

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 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．规模经济效益明显。2019 年，公司粘胶短纤产能通过技改进一步扩大，公司纯碱、粘胶短纤的产能规模仍位居国内领先地位。公司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。随着公司生产规模的进一步扩大，公司规模经济效益更加显著。

2．循环经济模式显著。2019 年，公司仍保持以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系，有效实

现了资源的循环利用和能量的梯级利用。

3. 粘胶短纤产销量提升带动公司营业收入实现增长。2019 年，公司产品产能利用率、产销率仍保持较高水平，粘胶短纤产销规模扩大，带动公司营业收入实现增长，整体经营现金流状况保持良好。

关注

1．对三友化工利润依赖度较高。公司经营业务主要集中于三友化工，跟踪期内，公司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．产品价格波动风险。公司主要产品为基础化工产品，盈利能力受宏观经济波动影响较大。2019 年，公司主要产品价格下滑导致公司盈利水平和经营净现金流入规模下降。

3．粘胶短纤行业竞争加剧，产能扩张风险加大。2018 年下半年以来，粘胶短纤行业新增产能较多，跟踪期内，公司粘胶短纤产能扩大，但由于下游纺织服装行业需求减弱，粘胶短纤价格下行幅度较大导致其毛利降幅明显，且市场行情短期内难以改善，易对公司盈利能力造成不利影响。

分析师

任贵永　登记编号（R0040215070002）
樊　思　登记编号（R0040218010005）

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。

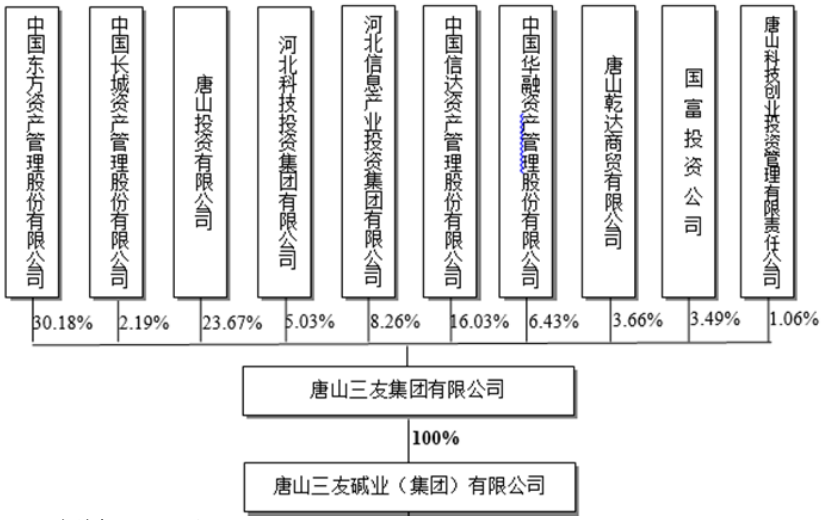
分析师：

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，三友集团的任一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；公司组织结构无变化。

截至2020年3月底，纳入合并报表范围的二级子公司有6家，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，持股比例较上年未发生变化，仍为36.20%，所持股票均未被质押。公司共有员工18,460人。

截至2019年末，公司合并资产总额267.92亿元，负债合计137.35亿元，所有者权益130.57亿元，其中归属于母公司所有者权益51.00亿元。2019年，公司实现营业收入206.74亿元，净利润6.04亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.12亿元；经营活动产生的现金流量净额8.83亿元，现金及现金等价物净增加额-1.40亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 276.68 亿元，负债合计 149.02 亿元，所有者权益 127.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.57 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 40.66 亿元，净利润-2.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.50 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。

“16 碱业 01”已于 2019 年 8 月到投资者回售期，投资者回售本金为 59,167.20 万元，公司于 2019 年 8 月 8 按期支付“16 碱业 01”的回售本金及“16 碱业 01”和“16 碱业 02”自 2018 年 8 月 8 日至 2019 年 8 月 7 日期间的利息。

公司于 2019 年 8 月 20 日完成了本金为 832.80 万元的“16 碱业 01”债券提前赎回工作，并按时支付了提前赎回的债券本金及自 2019 年 8 月 8 日至 8 月 19 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

2019 年，国内纯碱行业产能增长有限，但产量增长较快，而同期市场需求相对疲软，行业整体景气度持续下降，纯碱价格同比下降。2020 年以来，受新冠疫情影响，国内纯碱消费锐减，价格进一步下滑，随着下游行业企业复工复产的有序进行，需求逐步复苏，行业运行回归稳定。

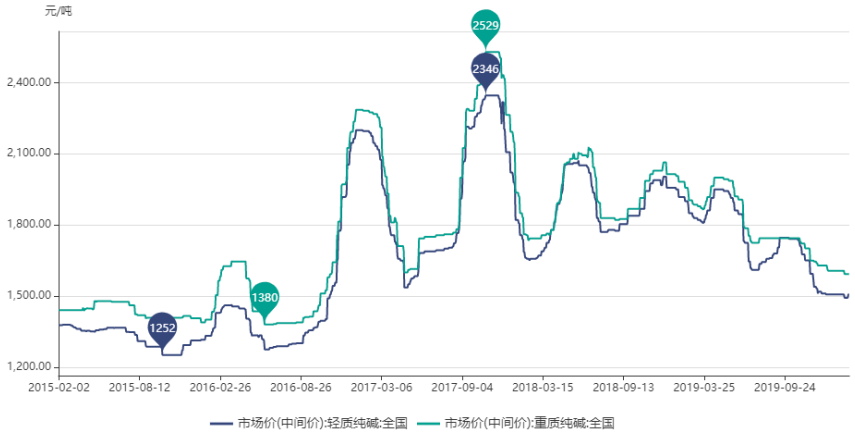
截至 2019 年底，国内共有 41 家纯碱企业，2019 年基本无新增产能，年末纯碱总产能约 3,130 万吨，实际产量约 2,804 万吨，同比增加约 8.6%，产能利用率 89.6%。

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%左右，而玻璃下游主要是房地产和汽车。根据 Wind 数据统计，2019 年，全国平板玻璃产量累计 9.27 亿重量箱，同比增长 6.60%，增速比上年的 2.10%有所提高。2020 年 1－4 月，全国平板玻璃产量累计 3.04 亿重量箱，增速由上年同期的增长 6.40%下滑至-0.30%，降幅较大，主要系受疫情影响，下游房地产开工不足所致。纯碱还广泛应用于洗涤剂、泡花碱、布匹印染制造等领域，2019 年，化工合成洗涤剂产量为 1,000.90 万吨，同比增长 1.50%，增速较去年同期有所放缓。2020 年 1－4 月，化工合成洗涤剂产量为 310.40 万吨，同比增长 1.10%。

价格方面，2019 年以来，纯碱价格波动下降，其中，轻质纯碱全国市场价（中间价）全年均价

为 1,765.94 元/吨，同比下降 5.35%，重质纯碱全国市场价（中间价）全年均价为 1,826.72 元/吨，同比下降 4.74%。2020 年以来，由于新冠疫情导致下游需求减弱，纯碱价格持续下跌，截至 2020 年 5 月 22 日，纯碱全国市场价（中间价）为 1,257 元/吨，重质纯碱全国市场价（中间价）为 1,286 元/吨。

图2　2015年以来纯碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

2．粘胶短纤行业

2018 年我国粘胶短纤产能扩张较快，新增产能在 2019 年逐步释放，但下游服装市场需求相对不足，导致粘胶短纤供需失衡，产品价格持续下降，行业盈利能力弱化。未来短期内受疫情及贸易战影响，粘胶短纤行业仍可能处于供过于求的状态。

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 年新增产能集中投放，2018 年大约增加了 70 万吨；2019 年产量集中释放，2019 年产量约 374 万吨，产能利用率 75%。2019 年供给增加明显，但下游需求不足，粘胶供大于求矛盾持续，行业普遍亏损。截至 2019 年底，国内共有 16 家粘胶企业，总体产能约 496 万吨。

粘胶短纤的下游主要用于服装（约占 95%）及生活用品（约占 5%），服装需求增长是带动粘胶短纤用量上涨的主要动力。服装零售与经济增速同向变动，根据 Wind 数据显示，2019 年限额以上服装鞋帽、针、纺织品零售额为 13,516.60 亿元，同比增长 2.90%，增速较上年同期放缓 5.11 个百分点；服装类商品零售额为 9,788.10 亿元，同比增长 2.60%，增速较上年同期下滑 5.95 个百分点。2020 年以来，由于国内外疫情影响，服装零售额整体下滑约 30%。2020 年，受中美贸易战对下游纺织行业持续影响叠加国内疫情制约消费、国际疫情或拖累出口的影响，市场难有明显改观，整体或依旧维持弱势震荡整理格局。

价格方面，2019 年以来，粘胶短纤价格一路下跌；截至 2019 年末，粘胶短纤价格为 9,500 元/吨；2020 年以来，粘胶短纤价格进一步下跌，截至 2020 年 5 月 22 日，粘胶短纤价格为 8,800 元/吨。

图3　2015年以来粘胶短纤价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind

3．氯碱行业

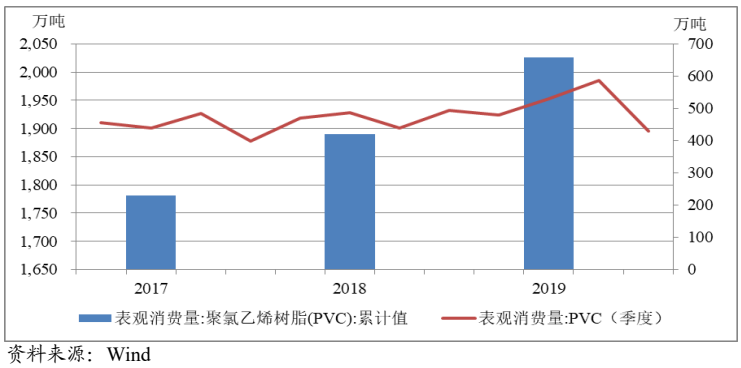
2019 年以来氯碱行业产能保持增长态势，行业整体产能过剩，企业间竞争压力加大，产品价格持续下滑，行业利润下降。

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，主要产品为 PVC（聚氯乙烯）和烧碱。

PVC 方面，从产能来看，2019 年产能延续增长趋势，10 月 16 日，安徽华塑股份有限公司 100 万吨/年聚氯乙烯及配套项目一期工程举行投料试车庆典仪式，11 月 12 日，新疆中泰化学托克逊能化有限公司年产 30 万吨高性能树脂项目在托克逊县开车投产。截至 2019 年底，国内 PVC 年总产能或超过 2,600 万吨。

从消费端来看，近三年 PVC 表现消费量虽然呈逐年增长态势，但按 2019 年国内 PVC 消费水平测算，约相当于国内 PVC 总产能的 80%左右，国内 PVC 产能依然过剩。随着近两年 PVC 行业景气周期进入尾声，企业间竞争压力加大，同时环保趋严，行业利润下降。

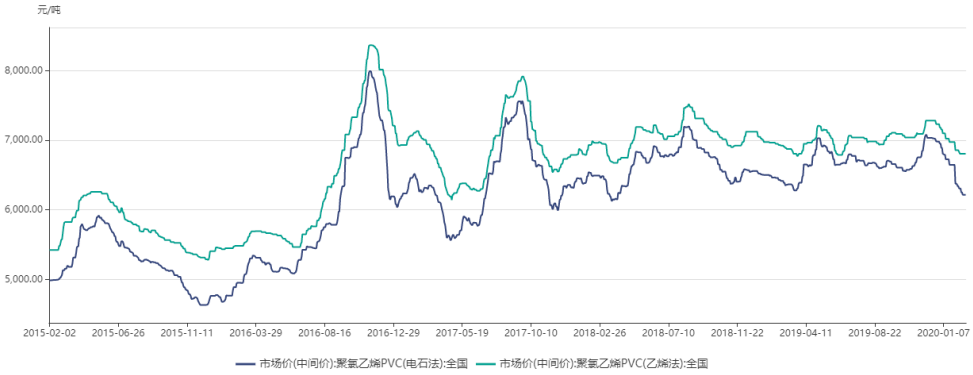
图4　国内PVC消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind

2019年国内PVC整体维持高位震荡；以PVC电石法为例，2019年PVC全国均价为6,665.95元/吨，较2018年全国均价6,631.02元/吨，变化不大。2020年年初新冠肺炎疫情爆发，对下游厂商开工造成不利影响，原油价格下跌，使得乙烯法PVC成本更具优势，而占比国内产能约八成的电石法PVC形势将更加严峻。

图5　国内PVC产品价格走势（元/吨）



资料来源：Wind

烧碱方面，2019 年国内总产能预计达到 4,310 万吨，总产量预计在 3,470 万吨，平均开工率约 80%，表现消费需求近 3,378 万吨，烧碱供大于求局面延续，生产企业之间的竞争激烈。2019 年，国内烧碱市场价格呈缓慢下行态势，中间虽偶有价格上行也多维持相对较短时间，随着国内氧化铝技术提升，进口矿石适用范围逐步扩大，耗碱量在未来一段时间还将逐渐减少，对于烧碱支撑力度随之减弱。在库存高企、外贸摩擦加剧及企业扩产的层层压力之下，2019 年烧碱价格整体表现略显疲软。2020 年一季度，逢新冠肺炎疫情影响，烧碱价格延续了下跌态势，截至 2020 年 3 月末，国内 32%离子膜烧碱中间价报 681 元/吨，较 2019 年年初下跌 34.27%。

图6　2017年以来国内烧碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

从行业发展来看，未来，前期部分延迟项目将陆续投产，部分搬迁入园企业也逐步恢复开工，氯碱产能还将延续增长的态势，市场供应有望稳中略增，行业竞争形势仍较为严峻。但在竞争过程中，氯碱产品原料和技术路线向绿色、低能耗、低成本方向发展，市场对专用树脂和特种树脂产品需求也在增加。一部分技术领先、资本实力雄厚，具备规模优势和成本控制力的龙头企业竞争力有望凸显。此外，氯碱产业作为产能过剩行业，国家政策严格控制新增产能，产业发展向西部地区倾斜。

4．有机硅行业

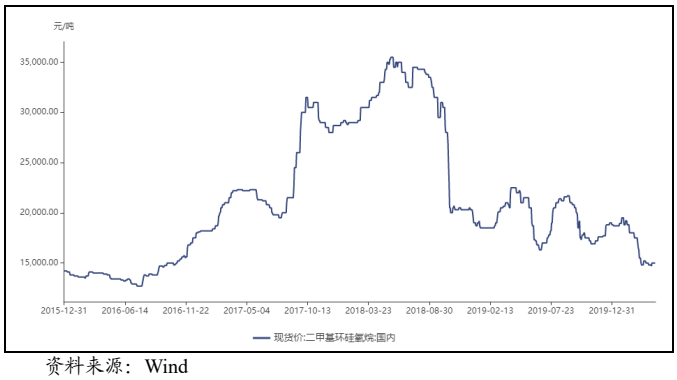
受中美贸易摩擦影响，整体经济环境走弱，2018 年下半年至 2019 年有机硅价格波动下降。

中国有机硅产业经历发展初始阶段的供给短缺到产能快速扩张导致的供给过剩再到最后的供需

紧平衡，具体来看，2018 年下半年至 2019 年市场逐步回归理性，截至 2019 年底，国内有机硅单体总体产能约 320 万吨，有机硅单体产量约 260 万吨，产能利用率 82%。2020 年行业计划新增产能达 60 万吨，加剧产能结构性过剩局面。

由于下游需求走弱及行业库存增加，2018 年下半年价格大幅下降，2019 年全年二甲基环硅氧烷国内现货价格整体处于低位震荡状态。

图7　二甲基环硅氧烷价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

四、管理分析

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

五、经营分析

1．经营概况

公司营业收入及利润主要依赖于三友化工，2019 年，三友化工整体营业收入较上年相比基本保持稳定，但营业利润由于产品价格下降影响大幅下滑。2019 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。

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 2019 年底公司持有三友化工 36.20%的股份，为三友化工控股股东。2019 年三友化工实现营业收入 205.15 亿元，较上年增长 1.69%，较上年变化不大。其中主营业务收入 201.63 亿元，占营业收入的比重较高；2019 年，三友化工营业利润 9.15 亿元，较上年下降 59.03%，主要系其粘胶、有机硅产品价格均下降所致；其中归属于母公司净利润 6.83 亿元，同比下降 56.94%。

2019 年公司实现营业收入 206.74 亿元，较上年基本保持稳定；实现营业利润 7.80 亿元，同比下降 63.90%，主要系公司主要产品盈利水平下降所致；实现净利润 6.04 亿元，同比下降 64.08%，其中归属于母公司净利润 1.12 亿元，同比下降 79.74%。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，2019 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，纯碱和 PVC 销售收入较上年基本保持稳定；粘胶短纤销售收入同比增长 18.12%至 86.58 亿元，主要系粘胶短纤产销量扩大所致；烧碱销售收入同比下降 16.07%至 12.21 亿元，主要系烧碱销售价格下降所致；有机硅产品销售价格下降导致其销售收入同比下降，其中二甲基硅氧烷混合环体销售收入同比下降 40.74%至 9.70 亿元。由于粘胶短纤销售收入增幅较大，其占比较上年

提高了 5.77 个百分点至 41.88%；其余产品占比均变化不大。

从毛利率变化来看，2019 年，公司纯碱毛利率基本保持稳定；PVC 毛利率同比提高了 7.77 个百分点至 3.51%，主要系 2019 年上半年 PVC 行情较好，公司销售均价上涨所致；粘胶短纤、烧碱、有机硅产品由于销售价格下滑，毛利率均有不同程度下降。综合以上因素，2019 年公司营业毛利率同比下降了 6.42 个百分点至 20.39%。

表 1　2017－2020 年 1 季度公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	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
纯碱	52.85	26.14	39.78	52.95	26.09	34.04	52.60	25.45	34.65	10.38	25.54	21.11
粘胶短纤维	75.16	37.17	15.76	73.30	36.11	9.23	86.58	41.88	3.99	15.23	37.45	6.22
聚氯乙烯树脂（PVC）	25.24	12.48	1.78	24.13	11.89	-4.26	25.74	12.45	3.51	6.38	15.69	1.05
烧碱	14.90	7.37	67.73	14.55	7.17	65.81	12.21	5.91	58.46	2.02	4.97	37.75
二甲基硅氧烷混合环体	11.94	5.91	36.23	16.37	8.07	47.58	9.70	4.69	26.44	2.30	5.65	26.87
室温胶	3.22	1.59	30.42	4.44	2.19	42.97	2.93	1.42	21.94	0.75	1.85	20.77
高温胶	3.25	1.61	32.59	3.68	1.81	40.95	3.96	1.91	21.91	0.84	2.07	21.75
石灰石	3.50	1.73	57.20	4.14	2.04	60.98	3.30	1.60	58.16	0.85	2.09	54.60
其他	9.15	4.53	--	6.60	3.25	--	6.20	2.99	--	0.91	2.24	--
主营业务收入小计	**199.21**	**98.53**	**27.92**	**200.16**	**98.62**	**27.08**	**203.22**	**98.30**	**20.39**	**39.66**	**97.55**	**15.95**
其他业务收入小计	**2.97**	**1.47**	**-2.36**	**2.81**	**1.38**	**6.91**	**3.52**	**1.70**	**20.32**	**1.00**	**2.45**	**19.02**
合计	**202.18**	**100.00**	**27.47**	**202.97**	**100.00**	**26.81**	**206.74**	**100.00**	**20.39**	**40.66**	**100.00**	**16.03**

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

2020 年 1 季度，公司实现营业收入 40.66 亿元，营业利润亏损 3.62 亿元，主要系受新冠疫情影响，公司主要产品价格大幅下降所致。

2．业务运营

（1）产销情况

2019 年，公司粘胶短纤产能通过技改进一步扩大，加之 2018 年底 20 万吨/年粘胶短纤项目达产，粘胶短纤产量大幅提高；公司其他主要产品产能及产量基本保持稳定；产能利用率和产销率均处于较高水平。公司产品销售价格与市场走势趋同，2019 年公司粘胶短纤、有机硅、烧碱销售价格下降；2020 年以来由于新冠疫情影响，公司主要产品销售价格均继续下滑。

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，2019年公司依靠技术改造使粘胶短纤维年产能提升至78万吨。2019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，2019年纯碱、烧碱、PVC的产量基本保持稳定。粘胶短纤由于产能扩大，产量同比增长36.91%至82.09万吨。二甲基硅氧烷混合环体产量同比下降9.51%，主要系公司调整硅产品结构所致。PVC产能利用率较上年提高2.22个百分点至85.09%，产能利用率有待提高，公司其他主导产

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，2019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　2017－2020 年 3 月公司的产销量及目前产能情况（单位：万吨、%、万吨/年）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月	产销率			2019 年底生产能力	2019 年产能利用率
						2017 年	2018 年	2019 年		
纯碱	产量	344.75	339.99	341.57	86.27	98.28	101.85	100.65	340	100.46
	销量	338.83	346.28	343.80	81.65					
粘胶短纤	产量	53.85	59.96	82.09	17.73	101.22	96.56	99.38	78	105.24
	销量	54.50	57.90	81.58	16.71					
烧碱	产量	54.53	53.14	52.61	12.25	99.62	100.23	100.11	53	99.27
	销量	54.32	53.26	52.67	12.24					
聚氯乙烯(PVC)	产量	45.03	41.85	42.97	11.00	99.68	100.19	99.14	50.5	85.09
	销量	44.89	41.93	42.60	10.72					
二甲基硅氧烷混合环体	产量	6.30	6.73	6.09	1.59	101.48	99.55	100.82	20	100
	销量	6.40	6.70	6.14	1.46					

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；上表中 20 万吨统计的为有机硅单体产能
资料来源：公司提供

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，2019 年粘胶短纤价格延续下降趋势，2019 年公司粘胶短纤销售价格同比下降 16.16%至 10,613.20 元/吨，纯碱销售价格较上年基本保持稳定，与行业走势相背离的主要原因是①公司有部分前期合同仍在发货，仍执行前期价格；②公司子公司青海公司地处西北，其纯碱销售价格降幅较小所致；烧碱和二甲基硅氧烷混合环体销售价格分别同比下降 15.12%和 35.28%，主要系市场价格走弱所致。公司产品价格较为透明，与市场走势趋同。

2020 年 1 季度，由于新冠疫情影响，房地产等终端下游需求减弱，公司主要产品价格呈不同幅度的下跌。

表 3　2017－2020 年 1 季度公司主要产品销售均价（单位：元/吨）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1季度
纯碱	1,559.64	1,529.20	1,530.08	1,271.84
粘胶短纤	13,789.63	12,658.50	10,613.20	9,109.12
烧碱	2,743.13	2,731.26	2,318.18	1,653.32
聚氯乙烯	5,622.96	5,753.78	6,042.55	5,951.48
二甲基硅氧烷混合环体	18,669.80	24,420.00	15,803.68	15,716.67

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2019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91.08亿元，占主营收入的44.82%；华北地区营业收入达42.65亿元，占主营业务收入的20.99%；华南地区降幅较大，营业收入同比下降18.95%，主要系华南地区销售的主要是有机硅产品，2019年有机硅售价较上年同期大幅下滑所致。国外地区主要为粘胶短纤的出口，营业收入达26.95亿元，占主营业务收入的13.26%。

（2）原材料情况

2019年，受粘胶短纤产量增加影响，浆粕采购规模明显扩大，其余原材料采购量变动不大；2019年公司原材料采购价格有所下降，但公司产品售价下跌幅度大于原材料采购价格下降幅度，导致公司主要产品毛利率下滑。

采购价格方面，2019年，公司主要原材料采购价格较上年均有不同程度的下降，其中煤炭、原盐、浆粕、电石采购价格分别同比下降6.22%、5.76%、5.23%和2.03%；硅块采购价格同比下降12.30%，降幅较大，主要系受环保政策及有机硅厂盈利空间缩减、压价采购影响所致。公司原材料采购价格虽有所下降，但公司产品售价下跌幅度大于原材料采购价格下降幅度，导致公司主要产品毛利率下滑。

采购数量方面，2019年浆粕采购量同比增长19.13%至79.90万吨，增幅较大，主要系粘胶短纤产量增加所致，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27.47亿元，占年度采购总额14.82%，公司采购集中度较低。

表 4　2017－2020 年 1 季度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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1 季度
煤	采购数量	343.80	329.82	330.08	79.81
	采购均价	422.95	437.65	410.41	412.49
	采购总价	145,407.38	144,346.65	135,466.26	32,919.98
原盐	采购数量	649.52	588.38	536.07	124.12
	采购均价	129.21	165.55	156.01	162.83
	采购总价	83,922.46	97,408.57	83,630.37	20,210.07
浆粕	采购数量	52.11	67.07	79.90	17.03
	采购均价	6,066.51	6,089.15	5,770.96	4,689.76
	采购总价	316,139.49	408,425.98	461,111.97	79,857.07
电石	采购数量	64.17	58.94	59.12	15.15
	采购均价	2,576.11	2,776.80	2,720.35	2,742.49
	采购总价	165,313.87	163,659.21	160,813.98	41,555.45
硅块	采购数量	5.69	5.99	5.96	1.12
	采购均价	12,136.40	12,694.10	11,132.42	11,531.31
	采购总价	69,097.92	76,055.33	66,339.99	12,925.56
合计	**采购数量**	**1,115.29**	**1,050.20**	**1,011.12**	**237.23**
	采购均价	**699.26**	**847.35**	**897.38**	**790.24**
	采购总额	**779,881.12**	**889,895.73**	**907,362.56**	**187,468.12**

资料来源：公司提供

（3）电力情况

2019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。

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2019年底，公司热电分公司的电力设备装机总容量由19万千瓦降至18万千瓦，主要系发电机组背压改造所致，电力自给率41%；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。

3．其他子公司情况

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、期间费用规模较大等因素，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。

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6,072.59万元，营业成本为5,123.53万元；营业利润亏损1,016.99万元，主要系其较高的财务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2019年底，东光浆粕注册资本为17,000万元；资产总额8,338.03万元、负债总额47,055.69万元、净资产总额-38,717.66万元，已资不抵债。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。2019年，大清河盐化营业收入为13,867.18万元，营业成本为9,163.53万元，其中管理费用11,316.30万元，营业利润亏损64,94.41万元。截至2019年底，大清河盐化资产总额为30,283.44万元，负债总额为32,752.92万元，净资产为-2,469.48万元，已资不抵债。

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；2019年营业收入为37.00万元，营业总成本为151.89万元，主要由管理费用构成，信用减值损失7.82万元；营业利润亏损122.71万元；截至2019年底资产总额为2,522.70万元、负债总额3,112.71万元，净资产总额-590.01元，已资不抵债。

4．在建项目

公司未来在建工程资金压力不大。

截至2020年3月底，公司在建项目包括三友盐业大楼维修改造工程和新建地下卤水井及配套工程项目，计划总投资金额为1,680万元，资金来源以自筹为主，已投资38.55万元，还需投资1,641.45万元，项目剩余待投入规模小。

表 5　截至 2020 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			2020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		2020年（4月－12月）	2021年	2022年及以后
三友盐业大楼维修改造工程	拟对主楼进行维修简装，恢复运营功能。	1,330	--	1,330	--	--	1,330	--	--
新建地下卤水井及配套工程项目	新建地下卤水井23眼，，配套购置安装31眼井潜水泵，31台水泵控制箱等。	350	--	350	--	38.55	311.45	--	--
合计	--	**1,680**	**0**	**1,680**	**0**	**38.55**	**1,641.45**	**0**	**0**

注：此表中在建项目未统计三友化工在建项目
资料来源：公司提供

5．经营效率

2019 年公司整体经营效率有所提高，与同行业相比，公司经营效率指标仍处于行业一般水平。

2019 年公司应收账款周转次数由上年的 29.90 次上升为 33.03 次；存货周转次数由上年的 7.69

次上升为 8.71 次；总资产周转次数为 0.76 次，保持稳定，与 Wind 同行业相比，公司经营效率指标仍处于行业一般水平。

表 6　2019 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	168.44	10.16	1.02
中泰化学	24.26	26.13	1.40
三友碱业	**37.33**	**8.89**	**0.76**

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
资料来源：Wind，联合评级整理

6．经营关注

（1）产品价格下滑风险

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；2018 年下半年以来，粘胶短纤行业新增产能较多，同时，下游纺织服装行业需求减弱，粘胶短纤价格下行幅度较大导致其毛利降幅明显，且市场行情短期内难以改善，易对公司盈利能力造成不利影响。2020 年以来，由于新冠疫情影响，纯碱、烧碱等行业产品价格亦大幅下降，导致公司 2020 年 1 季度亏损。

（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

跟踪期内，公司合并范围内的营业收入及利润仍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，经营业绩多为亏损；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

公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

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。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 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，2020 年 1 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。2019 年及 2020 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2019年末，公司合并资产总额267.92亿元，负债合计137.35亿元，所有者权益130.57亿元，其中归属于母公司所有者权益51.00亿元。2019年，公司实现营业收入206.74亿元，净利润6.04亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润1.12亿元；经营活动产生的现金流量净额8.83亿元，现金及现金等价物净增加额-1.40亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 276.68 亿元，负债合计 149.02 亿元，所有者权益 127.66 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.57 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 40.66 亿元，净利润-2.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.50 亿元。

2．资产质量

2019 年，公司资产规模基本保持稳定，资产结构仍以非流动资产为主，符合行业整体特征，固定资产成新率较高、资产受限比例低，资产质量整体较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 267.92 亿元，较上年末下降 2.91%，较上年末变化不大。其中，流动资产占 31.96%，非流动资产占 68.04%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产 85.62 亿元，较上年末下降 8.01%，主要系经营业绩下滑导致货币资金留存减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 36.05%）、应收款项融资（占 21.57%）、应收账款（占 5.91%）、其他应收款（占 11.79%）和存货（占 20.96%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 30.87 亿元，较上年末下降 6.65%，公司货币资金主要由银行存款 24.98 亿元和其他货币资金 5.88 亿元构成，其他货币资金为公司承兑汇票保证金、信用证保证金和其他保证金，货币资金受限比例为 19.06%，占比一般。按照新金融工具准则的相关规定，公司将其应收票据分类为应收款项融资，截至 2019 年末，公司应收款项融资为 18.47 亿元，公司应收款项融资均为银行承兑汇票。公司应收账款账面价值为 5.06 亿元，较上年末下降 15.75%，主要系销售市场下行，公司通过严格控制信用期降低应收款余额所致，共计提坏账准备 0.73 亿元；期末余额前五名应收账款汇总金额占应收账款期末余额合计数的比例 23.85%，集中度较低。公司存货账面价值为 17.94 亿元，较上年末下降 6.01%，主要系公司根据市场情况减少原材料储备，降低资金占用以及主要原材料采购价格下降所致；公司存货由原材料（占 62.29%）和库存商品（占 32.72%）构成；存货累计计提存货跌价准备 0.55 亿元，考虑到公司存货主要由原材料和库存商品构成，价格波动频繁，公司存货或存在跌价风险。截至 2019 年末，公司其他应收款为 10.10 亿元，较上年末变动变动不大，其他应收款主要由应收三友集团的往来款（占 84.96%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动资产 182.30 亿元，较上年末下降 0.33%，公司非流动资产主要由固定资产（占 86.97%）和无形资产（占 5.69%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 158.55 亿元，较上年末增长 1.87%，较上年末变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物（占比 50.36%）、机器设备（占比 37.88%）构成，累计计提折旧 81.84 亿元；

固定资产成新率 78.55%，成新率较高。

截至 2019 年末，公司无形资产 10.38 亿元，较上年末下降 2.31%，变动幅度较小，公司无形资产主要由土地使用权（占 81.99%）和采矿权（占 15.04%）构成。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 5.96 亿元，受限比例为 2.23%，受限比例低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 276.68 亿元，较上年末增长 3.27%，其中，流动资产占 34.41%，非流动资产占 65.59%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3．负债及所有者权益

2019 年，公司负债和债务规模基本保持稳定，负债水平一般。但公司部分长期债务即将到期，短期债务占比上升。受未分配利润增加带动，公司所有者权益增长，权益构成仍属稳定。

截至 2019 年末，公司负债总额 137.35 亿元，较上年末下降 7.25%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占 74.35%，非流动负债占 25.65%。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 102.12 亿元，较上年末增长 6.44%，主要系长期债务及应付债券将于一年内到期所致。公司流动负债主要由短期借款（占 30.91%）、应付账款（占 26.27%）、一年内到期的非流动负债（占 22.36%）构成。其中，短期借款较上年末减少 4.89%至 31.57 亿元；公司短期借款主要由保证借款（占 71.53%）和信用借款（占 28.47%）构成。应付账款为 26.82 亿元，较上年末下降 15.48%，主要系原材料采购价格下降所致；预收款项较上年末增长 69.81%至 5.14 亿元，主要系粘胶产品、有机硅产品预收合同货款增加所致；一年内到期的非流动负债 22.83 亿元，较上年末增加了 12.37 亿元，主要系一年内到期的应付债券和长期借款规模较大所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 35.23 亿元，较上年末下降 32.44%，主要系长期借款及应付债券减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 19.05%）、应付债券（占 69.07%）、递延收益（占 5.10%）构成。其中，长期借款 6.71 亿元，较上年末下降 52.07%，长期借款全部由保证借款构成。公司应付债券 24.33 亿元，较上年末下降 26.83%。递延收益 1.80 亿元，较上年增长 0.71%，递延收益主要由政府补助构成。

截至 2019 年末，公司全部债务 89.88 亿元，较上年末下降 8.27%，主要系非流动负债下降所致。其中，短期债务占 65.46%，长期债务占 34.54%，以短期债务为主。短期债务 58.84 亿元，较上年末增长 18.68%，长期债务 31.05 亿元，较上年末下降 35.87%。截至 2019 年末，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 51.27%、40.77%和 19.21%，较上年末分别下降 2.39 个百分点、下降 2.61 个百分点和下降 8.25 个百分点。公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 99.75 亿元，较上年末增长 10.98%，主要系三友化工发行公司债券所致。其中，短期债务 62.74 亿元（占 62.90%），较上年末增长 6.64%；长期债务 37.01 亿元（占 37.10%），较上年末增长 19.21%，主要系三友化工发行公司债券所致。从公司债务期限结构来看，2020 年可能存在集中偿付压力。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 53.86%、43.86%和 22.47%，较上年末分别提高 2.59 个百分点、提高 3.09 个百分点和提高 3.26 个百分点。

表 7　截至 2020 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

项目	不考虑债券回售			考虑债券回售		
	2020 年到期	2021 年到期	2022 年以后	2020 年到期	2021 年到期	2022 年以后
短期借款	281,389.43	78,000.00	--	281,389.43	78,000.00	--
一年内到期的非流动负债	168,629.57	1,125.00	50,000.00	218,629.57	1,125.00	--

其他流动负债	--	--	--	--	--	--
长期借款	--	15,734.00	51,002.00	--	15,734.00	51,002.00
应付债券	--	--	300,000.00	--	180,000.00	120,000.00
其他非流动负债	--	--	--	--	--	--
合计	**450,019.00**	**94,859.00**	**401,002.00**	**500,019.00**	**274,859.00**	**171,002.00**
占有息债务余额比例	**47.58**	**10.03**	**42.39**	**52.86**	**29.06**	**18.08**

注：该表中未统计应付票据数据
资料来源：公司提供

4．盈利能力

2019年，公司净利润规模大幅下降，归属于母公司净利润规模较小；费用控制能力有待提高，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一般水平。2020年1季度，受疫情影响，公司营业利润亏损。

2019年，公司实现营业收入206.74亿元，较上年增长1.85%，较上年变化不大。营业成本为164.58亿元，较上年增长10.78%，主要系采购量增加所致。营业收入增幅大于营业成本增幅。实现营业利润7.80亿元，较上年下降63.90%，主要系主要产品销售价格大幅下降所致；净利润6.04亿元，较上年下降64.08%，其中归属于母公司的净利润为1.12亿元。营业利润率为19.40%，较上年下降6.21个百分点。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为31.26亿元，较上年增长5.04%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为29.61%、53.91%、1.87%和14.61%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为9.25亿元，较上年增长9.84%，主要系粘胶短纤维20万吨项目转固以来，产销量增加，且本期公司一票制结算模式销量增加，运输费用同比增加所致；管理费用为16.85亿元，较上年增长3.56%；研发费用为0.59亿元，金额较小；财务费用为4.57亿元，较上年下降0.14%，较上年变化不大。2019年，公司费用收入比为15.12%，较上年提高0.46个百分点，公司费用控制能力有待提高。

2019 年，公司实现投资收益 0.07 亿元，投资收益占营业利润比重为 0.88%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 0.59 亿元，较上年增长 65.18%，主要系政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为 7.51%，对营业利润影响不大。

2019 年，公司资产减值损失为 1.79 亿元，较上年增长 72.77%，主要系存货跌价损失增加所致。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为19.40%，较上年下降6.21个百分点，主要系产品价格下降所致；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4.70%、4.59%和4.67%，较上年分别下降4.95个百分点、下降4.86个百分点和下降9.34个百分点。公司各盈利指标有所弱化。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中上水平。

表 8　2019 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	13.21	4.84	4.60
中泰化学	6.90	1.81	2.83
三友碱业	**20.39**	**2.22**	**4.43**

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
资料来源：Wind，联合评级整理

2020 年 1 季度，公司实现营业收入 40.66 亿元，营业利润亏损 3.62 亿元，主要系受新冠疫情影响，公司主要产品价格大幅下降所致。

5．现金流

2019年，公司经营活动现金净流入规模大幅下滑，大型在建项目已逐步完工，投资支出逐步减少，经营活动现金净流入对投资支持力强，此外，公司通过富余资金偿还部分债务，全年公司筹资活动现金净流出，公司整体现金流状况良好。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入139.56亿元，较上年增长3.90%；经营活动现金流出130.74亿元，较上年增长11.40%，主要系生产经营规模扩大导致采购数量增加所致。2019年，公司经营活动现金净流入8.83亿元，较上年下降48.00%，主要系经营业绩下滑所致。2019年，公司现金收入比为65.03%，较上年上升0.83个百分点，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。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入7.43亿元，较上年增长1.78%，较上年变化不大；投资活动现金流出6.22亿元，较上年下降45.66%，主要系在建工程逐渐完工所致。2019年，公司投资活动现金净流入1.21亿元，较上年净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入70.37亿元，较上年增长1.92%，较上年变化不大；筹资活动现金流出81.84亿元，较上年增长6.32%。2019年，公司筹资活动现金净流出11.47亿元，较上年增长44.59%。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流入为1.86亿元；投资活动产生的现金净流入0.19亿元；筹资活动现金净流入为8.82亿元。

6．偿债能力

2019年，公司短期偿债指标较上年均有所减弱，长期偿债指标维持较高水平，同时公司未使用授信额度较大，直接融资和间接融资渠道畅通，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。

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0.97倍和0.77倍分别下降至0.84倍和下降至0.66倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的1.06倍下降至0.85倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司 EBITDA 为23.70亿元，较上年下降33.18%，主要系利润总额下降所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占46.06%）、计入财务费用的利息支出（占18.78%）、利润总额（占33.93%）构成。2019年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的8.31倍下降至5.33倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.36倍下降至0.26倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2020年3月底，公司获得银行授信额度为231.88亿元（人民币），其中，外币授信额度为5.39亿美元；尚未使用的授信额度为164.81亿元，其中，尚未使用外币授信额度3.11亿美元，公司间接融资渠道畅通。

截至2020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2020年6月5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。

7．母公司财务分析

2019年，公司负债大幅下降。公司负债水平一般，债务负担较轻，以长期债务为主。由于未分配利润增加带动，公司所有者权益随之增长，权益构成仍属稳定。

截至2019年末，母公司资产总额23.34亿元，较年初下降17.91%，主要系流动资产下降所致。其中，流动资产12.26亿元（占52.51%），非流动资产11.08亿元(占47.49%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占85.38%）、其他流动资产（占5.01%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占56.50%）、投资性房地产（占15.20%）构成。截至2019年末，母公司货币资金为0.61亿元。

截至2019年末，母公司所有者权益为16.42亿元，较年初增长4.98%，主要系未分配利润增加所致，所有者权益稳定性较好。其中，实收资本为15.93亿元（占97.02%）、资本公积合计0.11亿元（占0.65%）、未分配利润合计0.31亿元（占1.90%）、盈余公积合计0.07亿元（占0.43%）。

截至2019年末，母公司负债总额6.92亿元，较年初下降45.89%。其中，流动负债0.83亿元（占12.04%），非流动负债6.09亿元（占87.96%）。从构成看，流动负债主要由应付票据及应付账款（占9.44%）、其他应付款（占84.92%）构成，非流动负债主要由应付债券（占99.56%）构成。母公司2019年资产负债率为29.66%，较2018年下降15.28个百分点。

2019年，母公司营业收入为0.74亿元，投资收益1.87亿元，净利润为0.91亿元。

2019年，母公司经营活动现金净流出由上年的0.59亿元转为0.64亿元；投资活动现金净流入由上年的1.23亿元扩大至6.27亿元，筹资活动现金净流出由上年的0.43亿元转为6.43亿元。

七、公司债券偿债能力分析

公司现金类资产、净资产、EBITDA、经营性现金流等财务数据对“16碱业02”的本金覆盖程度较高，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02”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 56.70 亿元，为“16 碱业 02”待偿本金合计（6 亿元）的 9.45 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产为 127.66 亿元，为债券本金 6 亿元的 21.28 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“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，2019 年公司 EBITDA 为 23.70 亿元，为债券本金 6 亿元的 3.95 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 2019 年经营活动产生的现金流入量为 139.56 亿元，为债券本金 6.00 亿元的 23.26 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 2019 年经营活动产生的现金净流入量为 8.83 亿元，为债券本金 6 亿元的 1.47 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

八、综合评价

公司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。2019 年，三友化工通过技改进一步扩大了粘胶短纤产能；同时 2018 年投产的 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目产能完全释放，三友化工主要产品的产能利用率和产销率仍保持较高水平，营业收入实现增长，其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 2019 年主要产品价格下滑幅度较大；粘胶短纤行业竞争加剧且短期内难以好转；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。

疫情给公司短期业绩带来不利影响，但未来，随着疫情稳定，宏观经济回暖，公司行业景气度有望回升，公司经营情况有望继续保持良好态势。

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 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	259.58	275.96	267.92	276.68
所有者权益（亿元）	112.17	127.87	130.57	127.66
短期债务（亿元）	46.06	49.58	58.84	62.74
长期债务（亿元）	49.11	48.41	31.05	37.01
全部债务（亿元）	95.17	97.98	89.88	99.75
营业收入（亿元）	202.18	202.97	206.74	40.66
净利润（亿元）	18.25	16.81	6.04	-2.96
EBITDA（亿元）	38.00	35.47	23.70	--
经营性净现金流（亿元）	14.63	16.97	8.83	1.86
应收账款周转次数（次）	28.13	29.90	33.03	--
存货周转次数（次）	8.67	7.69	8.71	--
总资产周转次数（次）	0.82	0.76	0.76	0.15
现金收入比率（%）	55.00	64.20	65.03	66.34
总资本收益率（%）	11.42	9.65	4.70	--
总资产报酬率（%）	11.42	9.45	4.59	--
净资产收益率（%）	18.69	14.01	4.67	--
营业利润率（%）	26.23	25.61	19.40	14.86
费用收入比（%）	13.91	14.66	15.12	21.42
资产负债率（%）	56.79	53.66	51.27	53.86
全部债务资本化比率（%）	45.90	43.38	40.77	43.86
长期债务资本化比率（%）	30.45	27.46	19.21	22.47
EBITDA 利息倍数（倍）	8.51	8.31	5.33	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.40	0.36	0.26	--
流动比率（倍）	0.88	0.97	0.84	0.89
速动比率（倍）	0.67	0.77	0.66	0.72
现金短期债务比（倍）	0.99	1.06	0.85	0.90
经营现金流动负债比率（%）	15.34	17.69	8.64	1.73
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.33	5.91	3.95	--

注：1．公司 2020 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；除特别说明外，均指人民币；3．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4．长期应付款中融资款已计入有息债务

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+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自有负债/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+应收款项融资

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。