

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1000 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，维持“13三友MTN1”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年六月二十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

唐山三友化工股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 三友 MTN1	10 亿元	2013/3/15-2016/3/15	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.94	19.22	29.45	28.16
资产总额(亿元)	132.32	162.86	187.93	195.13
所有者权益(亿元)	45.06	57.48	61.62	62.63
短期债务(亿元)	34.25	39.28	50.68	56.66
全部债务(亿元)	62.23	80.13	97.32	102.79
营业收入(亿元)	102.40	104.84	117.87	28.80
利润总额(亿元)	7.81	1.60	5.31	1.47
EBITDA(亿元)	14.34	10.09	15.49	--
经营性净现金流(亿元)	1.79	-10.70	-4.28	-1.86
营业利润率(%)	18.68	13.83	17.53	19.30
净资产收益率(%)	13.10	1.90	7.28	--
资产负债率(%)	65.94	64.70	67.21	67.90
全部债务资本化比率(%)	58.00	58.23	61.23	62.14
流动比率(%)	67.51	67.08	63.65	66.96
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	7.94	6.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.14	2.13	2.79	--
经营现金流流动负债比(%)	3.04	-17.30	-5.57	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

孙晨歌 侯煜明

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 受房地产调控政策持续深化、纺织服装行业景气度下行影响, 纯碱、粘胶短纤、PVC 等基础化工、化纤产品需求减弱, 行业竞争日趋激烈、价格持续震荡下行并在低位徘徊。2013 年, 唐山三友化工股份有限公司(以下简称“公司”)主要产品产销率保持较高水平, 公司盈利规模同比有所上升, 盈利能力有所回升。另一方面, 公司债务规模上升较快, 债务负担呈加重趋势。未来随着在建项目的陆续投产, 公司的化工(化纤)业务将进一步加强。

综合考虑, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)维持公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 三友 MTN1” AA 的信用等级。

优势

- 跟踪期内, 公司各项原材料采购价格有所下降, 公司产品成本有所降低, 公司整体盈利能力有所提升。
- 跟踪期内, 公司通过加大纯碱、粘胶短纤出口量, 有效缓解了国内需求不足的压力。剔除产能释放的时点影响, 公司主要产品产销率保持较高水平。
- 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对待偿还债券的覆盖程度较好。

关注

- 跟踪期内, 中国纯碱行业产量增速大幅放缓; 下游玻璃行业随房地产调控政策持续深化影响需求减弱, 导致纯碱价格持续震荡下行并长期在低位徘徊, 行业内企业面临较大的经营压力。
- 跟踪期内, 公司债务规模持续较快上升, 债务负担呈加重趋势, 存在短期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与唐山三友化工股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与唐山三友化工股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因唐山三友化工股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由唐山三友化工股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于唐山三友化工股份有限公司主体长期信用及存续期内“13 三友 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

唐山三友化工股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1999年12月28日，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。公司于2005年完成了股权分置改革。2011年2月，经中国证监会证监许可【2011】171号文核准，公司向唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团¹”）和碱业集团定向发行0.18亿股，购买三友集团持有的唐山三友集团兴达化纤有限公司（以下简称“兴达化纤”）53.97%股权、碱业集团持有的持有兴达化纤6.16%股权和唐山三友远达纤维有限公司（以下简称“远达纤维”）13.33%股权。发行完成后，公司持有兴达化纤100%股权（兴达化纤直接持有远达纤维96.36%股权，其余3.64%由公司直接持有），三友集团已将所属化纤业务全部注入公司。2012年，公司实施了非公开增发和资本公积转增股本方案，截至2013年底，公司注册资本18.50亿元，碱业集团直接持有公司39.67%的股权，为公司控股股东，三友集团作为碱业集团的股东，直接持有公司9.04%的股权，其他股东持股比例均不超过5%，故公司最终实际控制人为三友集团（公司股权结构图见附件1-1）。

公司主营业务为：纯碱、粘胶短纤维、烧

碱、聚氯乙烯树脂（PVC）、有机硅等化工、化纤产品的生产销售，其中主导产品为纯碱、粘胶短纤维、烧碱和PVC。截至2014年3月底，公司拥有纯碱330万吨/年，粘胶短纤48万吨/年、烧碱50万吨/年、PVC 40万吨/年的生产能力。

截至2013年底，公司合并资产总额为187.93亿元，所有者权益合计为61.62亿元（其中少数股东权益4.68亿元）。2013年，公司实现营业收入117.87亿元，利润总额5.31亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为195.13亿元，所有者权益合计为62.63亿元（其中少数股东权益4.69亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入28.80亿元，利润总额1.47亿元。

公司注册地址：河北省唐山市南堡开发区；法定代表人：么志义。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；

¹截至2013年底，三友集团股东数10家，股权较为分散，且任何一家股东的持股比例均不超过50%，单一股东无法对其绝对控制，故三友集团无实际控制人。

三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增

加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

公司主导产品包括纯碱、粘胶短纤维、烧碱和 PVC，属于基础化工行业。

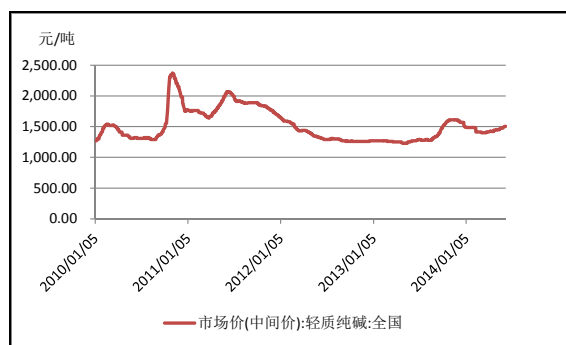
1. 纯碱行业

2013 年全年，中国纯碱产量 2429.36 万吨，同比增长 0.56%，增幅较上年同期 6.60% 的水平大幅下滑 6.04 个百分点；同期，中国纯碱表观消费量 2281.42 万吨，产量大于表观消费量部

分为净出口量。

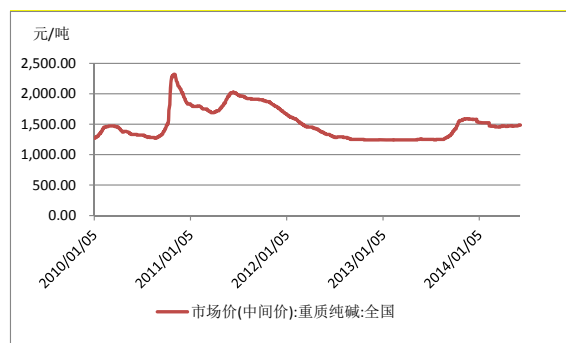
2011 年三季度起，受中国宏观经济增速放缓以及房地产调控政策影响效益持续深化的影响，下游对纯碱需求持续减弱，同时随着新增产能的逐步释放使得市场竞争程度进一步加剧，产品价格震荡下行。截至 2014 年 6 月 9 日，轻质纯碱价格仅为 1505 元/吨，较 2010 年 11 月 2370 元/吨的最高点累计跌幅达 36.42%。

图 1 2010 年以来中国轻质纯碱价格走势



资料来源：WIND 资讯

图 2 2010 年以来中国重质纯碱价格走势



资料来源：WIND 资讯

从长期看，纯碱作为基础化工原料仍具有稳定的市场空间。中国城市化进程持续推进，离不开房地产行业的平稳健康发展，政府主导的保障房建设的加快，将长期拉动纯碱消费；同时，随着中国经济的持续平稳增长，下游汽车用玻璃、合成洗涤剂、氧化铝等行业的复苏也将带动纯碱需求的提升。

总体看，跟踪期内，中国纯碱行业产量增速大幅放缓；下游玻璃行业随房地产调控政策持续深化影响需求减弱，导致纯碱价格持续震荡下行并长期在低位徘徊，相关企业利润空间

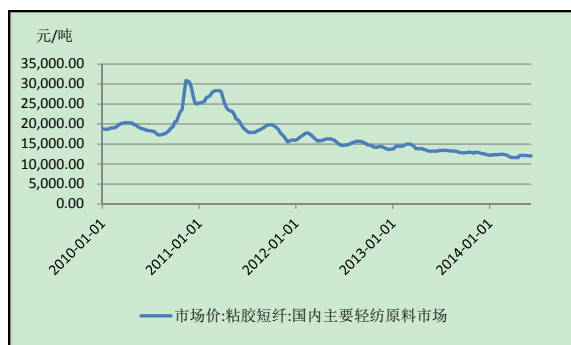
不断受到挤压，面临较大的经营压力。

2. 粘胶短纤行业

截至 2013 年 11 月底，中国粘胶短纤产量 267.10 万吨，同比增长达 35.72%，增幅较上年有所下降。

在世界经济及贸易增速放缓、低水平产能过剩、人民币升值、劳动力和能源成本上涨等因素的综合作用下，2011 年起，纺织行业景气指数延续下滑趋势；同时产能的集中释放加剧了粘胶短纤行业竞争，从而拖累粘胶短纤价格大幅回落。

图 3 2010 年以来国内主要轻纺原料市场粘胶短纤价格（单位：元/吨）



资料来源：WIND 资讯

从长期看，由于短纤使用量仅占全部纺织品原料消耗量较小，未来随着功能性、差异化需求的提升以及收入水平的提高，粘胶短纤市场前景广阔。

总体看，跟踪期内，粘胶短纤产能阶段性过剩；纺织服装行业景气度回落使粘胶短纤价格持续震荡下行，行业目前正处于低谷期，相关生产型企业面临的经营压力大。

3. 区域经济环境

从河北省地区情况来看，近年来河北省国民经济持续快速增长，全市综合实力不断提高。全省生产总值实现 28301.4 亿元，比上年增长 8.2%。2013 年河北省全部财政收入 3641.5 亿元，比上年增长 4.7%，其中公共财政预算收入 2293.5 亿元，增长 10.0%。税收收入 1722.3 亿元，增长 10.4%。公共财政预算支出 4353.8 亿

元，增长 6.7%。

从河北省工业经济运行情况看，2013 年河北省全部工业增加值 13194.8 亿元，比上年增长 9.4%。规模以上工业增加值 11711.1 亿元，增长 10.0%。全省规模以上工业企业实现利润 2560.9 亿元，比上年增长 13.3%。其中，高端装备制造、电子信息和新能源三个领域增加值分别增长 16.3%、22.0%和 10.5%。

目前河北省已基本形成新能源、汽车、电气、煤炭、纺织、冶金、建材、化工、机械、电子、石油、轻工、医药等优势产业。

总体看，2013 年河北省经济继续保持平稳较快增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 企业规模

公司是国有大型综合性化工生产企业，主要产品包括纯碱、烧碱、PVC、粘胶短纤、有机硅等，涵盖基础化工、化纤以及化工新材料领域。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有纯碱 330 万吨/年，粘胶短纤 48 万吨/年（2 条 8 万吨/年差别化纤维生产线分别于 2012 年 11 月及 12 月投料试车，2013 年 4 月正式投产）、烧碱 50 万吨/年、PVC 40 万吨/年的生产能力。纯碱、粘胶短纤产能均位于国内第一位，具有较强的规模优势及成本优势。

2. 技术研发

2013 年，子公司兴达化纤获得了高新技术企业认证，有效期为三年。高新技术企业资质的获取是对公司粘胶短纤板块持续创新能力的肯定，并有利于进一步提升板块的行业竞争力。根据相关规定，兴达化纤在获得高新技术企业认证后三年内（含 2012 年）将享受所得税减按 15% 的税率执行，对公司粘胶短纤业务产生持续有利影响。

2013年，兴达化纤成功开发竹浆莫代尔生产工艺。目前该工艺生产的产品质量稳定。

新产品的成功研发，丰富了公司粘胶短纤产品种类，有利于提高产品附加值，提升公司粘胶短纤板块的竞争力。但新产品尚处于前期市场开拓阶段，下游认知仍需要较长的过程，短期内对公司收入、利润的增厚幅度有限。

六、管理分析

跟踪期内，根据公司发展需要，公司董事会增加4名董事，由9名调整到13名，公司监事会增加4名监事，由3名增加到7名，经理层8人未变。

2013年，因工作调整，李建渊先生辞去公司总经理职务、徐智海先生辞去公司副总经理职务、张建华女士辞去公司董事会秘书职务、辛兵先生辞去公司总工程师职务。公司聘任于得友先生为公司总经理、刘印江先生为公司董事会秘书、王兵先生为公司总经济师、马德春先生为公司总工程师。目前公司董事长仍由么志义先生担任。

于得有先生，男，1959年出生，大专学历，中共党员，经济师，历任唐山义龙纺织集团总经理助理，唐山化纤纺织集团公司副总经理，

三友集团副总经理，大清河盐化董事长，兴达化纤董事长、远达纤维董事长，唐山三友化工股份有限公司三友化工副董事长。2013年任公司总经理。

总体看，跟踪期内，公司高管层发生较大变动，但并未影响管理层和核心技术人员稳定性，相关董事及监事人数仍符合证监会的监管要求。

公司管理体制、制度无变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2013年，受益于粘胶短纤及聚氯乙烯（PVC）产销量的增长，公司实现营业收入117.87亿元，同比增长12.43%；跟踪期内，由于公司浆粕、电石、硅块和原煤采购均价下行，公司化工、电力及蒸汽板块毛利率有所上升，从而导致公司整体毛利率同比上升3.62%。

2014年一季度，公司收入规模及整体毛利率水平继续稳步上升。从分产品毛利率水平看，由于纯碱售价上升较快同时电石采购价格的持续下降导致2014年一季度公司整体毛利率较2013年底有小幅提升。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2011年			2012年			2013年			2014年1-3月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
化工(化纤)	111.53	94.10	15.63	107.5	96.22	10.49	119.35	102.58	14.05	29.29	24.78	15.39
电及蒸汽	6.92	5.76	16.73	7.09	5.56	21.58	8.23	6.19	24.75	1.82	1.47	19.24
内部抵消	-18.74	-19.62		-15.59	-15.99		-15.88	-16.54		-4.23	-4.58	
其他	2.68	2.48	19.53	5.84	3.95	32.36	6.17	4.38	29.01	1.92	1.43	25.52
合计	102.40	82.73	19.21	104.84	89.73	14.41	117.87	96.62	18.03	28.8	23.1	19.79

资料来源：公司提供

注：由于公司化工(化纤)板块内部关联交易严格按照市场价进行，故抵消前的板块毛利率仍具有较强的可比性。

2. 原燃料采购情况

2013年，随着公司主要化工、化纤产品产销量的增长，公司各原材料采购量相应有所增加；2014年1-3月公司电石采购量同比有所上

升。

跟踪期内，公司各原材料采购均价均有所下降，有利于公司整体盈利能力的提升。

表2 2011年-2014年3月原材料采购情况表
(单位: 万吨、元/吨、万元)

原料	采购 状况	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
煤	采购 数量	120.49	152.46	159.91	41.52
	采购 均价	449.54	433.26	401.11	406.01
	采购 总价	54162.88	66055.55	64141.98	16857.37
原 盐	采 购 数量	380.22	390.21	431.89	95.95
	采 购 均价	280.05	281.96	290.10	304.58
	采 购 总价	106481.30	110025.18	125289.15	29224.13
浆 粕	采 购 数量	24.91	29.11	47.07	11.09
	采 购 均价	11157.00	6660.97	5565.58	5622.65
	采 购 总价	277929.31	193900.98	261972.00	62355.15
电 石	采 购 数量	40.73	48.25	52.24	14.08
	采 购 均价	3381.00	3105	2745	2587
	采 购 总价	137746.07	149828.14	143443.08	36427.16
硅 块	采购 数量	1.98	2.67	2.70	0.27
	采购 均价	13032.26	14915.42	13003.41	13840.04
	采购 总价	25859.52	39820.29	35062.78	3764.49

资料来源: 公司提供

总体看, 跟踪期内, 公司各项原材料采购价格有所下降, 公司产品成本有所降低, 公司整体盈利能力有所提升。

3. 化工(化纤)产品生产、销售情况

伴随产能的增长和逐步释放, 2013年公司

纯碱、粘胶短纤、烧碱及PVC产量相应增长。

跟踪期内, 面对纯碱、粘胶短纤国内景气度低迷的形式, 公司加大了两产品的出口量(纯碱、粘胶短纤出口量分别达到32.86万吨和6.84万吨, 同比分别增长16.48%和20.63%), 有效缓解了国内需求不足的压力。剔除产能释放的时点影响, 公司主要产品产销率保持较高水平。

从价格走势看, 跟踪期内纯碱、粘胶短纤、PVC售价持续回落, 产品面临较大的经营压力; 2013年一季度纯碱价格大幅增长, 产品盈利能力有所上升。

跟踪期内, 公司各产品主要销售客户变化小。

表3 公司近年纯碱产销情况
(单位: 万吨、元/吨、亿元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
产能	220	220	220	330
产量	213.38	217.07	218.76	57.67
销量	215.73	215.52	219.37	55.67
售价	1652.79	1250.08	1174.91	1330.15
销售额	35.65	26.94	25.77	7.4

数据来源: 公司提供

表4 公司近年粘胶短纤产销情况
(单位: 万吨、元/吨、亿元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
产能	28.00	28.00	44.00	48.00
产量	19.46	27.74	44.35	12.13
销量	18.96	27.97	43.47	10.62
售价	17373.09	13371.19	11643.90	10748.16
销售额	32.94	37.40	50.61	11.41

数据来源: 公司提供

表5 公司近年烧碱产销情况
(单位: 万吨、元/吨、亿元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
产能	30.00	30.00	40.00	50.00
产量	30.97	38.41	44.09	12.90

销量	30.97	38.42	44.09	12.90
售价	1932.45	2196.69	1750.34	1619.35
销售额	5.98	8.44	7.22	2.08

数据来源：公司提供

表 6 公司近年 PVC 产销情况
(单位: 万吨、元/吨、亿元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
产能	30.00	30.00	40.00	40.00
产量	27.98	32.92	36.71	9.69
销量	27.99	32.90	36.72	9.36
售价	6590.30	5656.16	5634.55	5429.84
销售额	18.45	18.60	20.76	5.08

表 7 公司重点在建及规划投资情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划总投资	资金来源		截至 14 年 3 月底已 投入	2014 年 3-12 月
		自有资金	银行借款		
糊树脂一期	3.93	1.18	2.75	2.42	1.51
PVC40 万吨、烧碱 50 万吨二期	1.82	0.68	1.14	0.98	0.84
合计	5.75	1.86	3.89	3.40	2.35

数据来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司重大在建项目稳步推进；未来随着在建项目的陆续投产，公司的化工（化纤）业务将进一步加强，未来投资压力将有所降低。

八、财务分析

公司提供的 2013 年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结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围变化看，2013 年公司合并范围未发生改变，合并范围变化对财务报表可比性无影响。

数据来源：公司提供

注：公司 10 万吨/年 PVC 生产线于 2012 年 11 月投产，对 2012 产量贡献小

总体看，跟踪期内，公司通过加大纯碱、粘胶短纤出口量，有效缓解了国内需求不足的压力。公司主要产品产销率保持较高水平；烧碱、粘胶短纤、PVC 价格回落，公司面临较大的经营压力。

4. 重大在建项目进展情况

截至 2014 年 3 月，公司主要在建项目包括糊树脂一期和 PVC40 万吨、烧碱 50 万吨二期，计划总投资 5.75 亿元，截至 2014 年 3 月底，已完成投资 3.40 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，公司主要化工、化纤产品销售价格下滑。受益于粘胶短纤、烧碱及聚氯乙烯（PVC）产销量的增长，公司实现营业收入 117.87 亿元，同比增长 12.43%；同期，销量增长带动直接材料及制造费用上升，公司营业成本同比增长 7.68%，营业利润率上升至 17.53%。

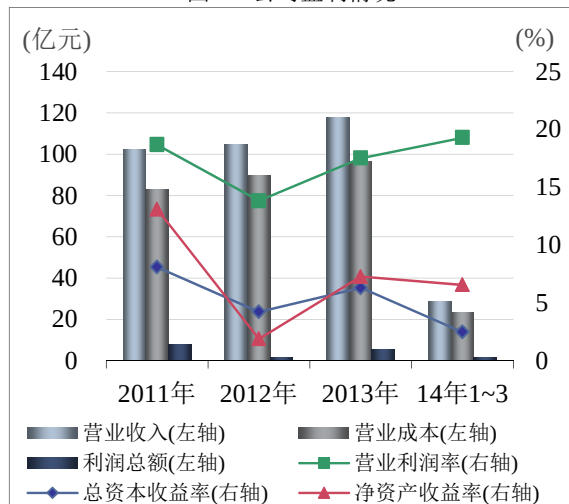
从期间费用看，跟踪期内公司期间费用有所上升，截至 2013 年底为 15.67 亿元，同比上升 17.29%。跟踪期内，公司期间费用率有所增长，由 2012 年的 12.74% 增长到 2013 年的 13.30%，主要系员工薪水上涨所致。

2013 年，公司投资收益 38.57 万元，主要是持有至到期投资取得的收益；营业外收入 0.38 亿元，以政府补助为主。2013 年，非经常

性损益对公司利润总额影响较小。

2013年,公司实现利润总额5.31亿元,同比增长232.58%。

图4 公司盈利情况



资料来源: 公司年报

从盈利指标看,跟踪期内,受益于盈利规模的上升,2013年,公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为17.53%、6.32%和7.28%,同比均有大幅上升。

2014年1~3月,公司实现营业收入28.80亿元,同比增长5.19%,实现利润总额1.47亿元,同比上升4.88%;同期公司各原料采购价格持续回落,由于公司粘胶短纤的毛利率有所上升,化工板块及公司整体毛利率得以回升,带动公司整体营业利润率上升,本期公司实现营业利润率为19.30%,盈利能力较2013年进一步上升。

总体看,2013年,受产品成本下降的因素影响,公司整体盈利能力有所提升,2014年一季度,公司盈利能力进一步上升。跟踪期内公司收入规模增长迅速,盈利能力上升较快,整体盈利能力有所加强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看,2013年,公司经营活动现金流入量为47.19亿元,现金收入比下降至38.66%,其主要原因为公司销售货款票据结算比例超过60%,该部分票据未计入现金流,从

而导致经营活动现金流入量规模小,现金收入比低。公司将票据背书用于原料的采购及本部分工程的结算导致现金支付金额下降,公司收入实现质量一般。跟踪期内,公司经营活动产生的现金流量净流出量有所下降,2013年为-4.28亿元。

从投资活动来看,2013年,公司投资活动现金流入量为0.75亿元,主要为收回投资收到的现金,其中收到其他与投资活动有关的现金805万元为政府补贴款,2013年公司投资活动现金流出量为9.31亿元,主要为构建固定资产、无形资产所支付的现金。跟踪期内,公司投资活动较2012年有所下降,2013年公司投资活动净流出8.56亿元。

经营活动获现能力下滑使得2013年公司面临的筹资压力有所增加。2013年公司筹资活动现金流入72.49亿元,筹资净流入15.07亿元,同比减少49.40%。

2014年1~3月,公司经营性现金流入15.98亿元,同比增长64.07%,现金收入比大幅上升至112.06%。经营现金净流出-1.86亿元,同比有较小增长;因项目资本性支出下降,公司投资净流出0.87亿元,同比下降69.47%;公司筹资活动现金净流入4.24亿元。

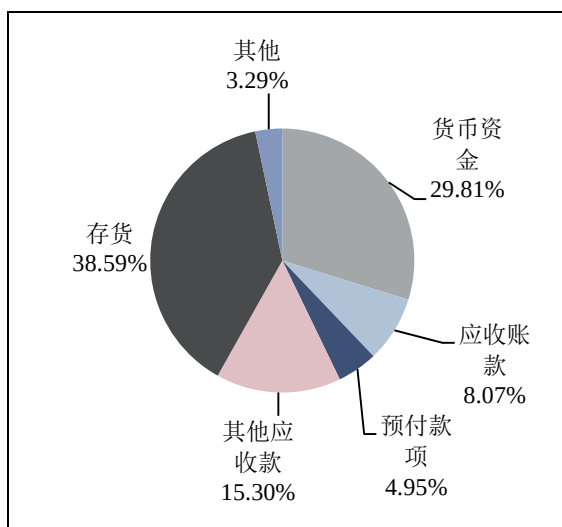
总体看,跟踪期内,公司经营性净现金流持续为负;2013年公司投资规模有所减小,公司的外部融资压力有所降低。根据公司未来的投资计划,公司未来外部融资规模将有所降低。

3. 资本及债务结构

截至2013年底,公司资产总额达到187.93亿元,同比增长15.39%;资产结构中流动资产占26.05%,同比上升0.59个百分点,资产构成以非流动资产为主。

截至2013年底,公司流动资产48.96亿元,流动资产规模有所增长,结构保持基本稳定。

图5 截至2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2013 年底，公司存货账面余额以原材料（占 69.98%）和库存商品（占 24.15%）为主。

截至 2013 年底，公司非流动资产达到 138.97 亿元，同比增长 14.47%。固定资产中在建工程转入固定资产原值为 29.00 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 195.13 亿元，较 2012 年底稳定增长 3.83%；资产构成较 2013 年底保持相对稳定。

所有者权益方面，截至 2013 年底，公司所有者权益合计 61.62 亿元，同比增长 7.20%，其增长主要来自未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益中归属母公司所有者权益为 56.95 亿元，主要为实收资本（占比 32.49%）、资本公积（占比 39.15%）和未分配利润（占比 23.85%）构成。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 62.63 亿元，较 2013 年底增长 1.63%，整体看，公司所有者权益稳定性尚可。

随着经营规模扩大及项目支出增长，截至 2013 年底，公司负债总额 126.31 亿元，同比增长 19.86%；债务结构中流动负债占比有所上升，为 60.90%。截至 2013 年底，公司流动负债 76.92 亿元，同比增长 24.44%；非流动负债增加 13.36%。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额进一步升至 132.50 亿元；从负债结构看，流动负债占比进一步升至 63.08%。

从负债指标看，截至 2013 年底，公司资产负债率 67.21%，同比有所上升；全部债务资本化比率较 2012 年有所上升，为 61.23%；长期债务资本化比率升至 43.08%；截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 67.90%、62.14% 和 42.42%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续较快上升，债务负担呈加重趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 63.65% 和 47.91%；截至 2014 年 3 月底，两项指标分别升至 66.96% 和 49.27%，但短期偿债指标仍偏弱。截至 2013 年底，公司经营现金流动负债比为 -5.57% 同比有所上升。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力仍偏弱，存在一定短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，因盈利规模有所增加，2013 年公司 EBITDA 15.49 亿元，同比上升 53.52%；EBITDA 利息倍数升至 2.79 倍，EBITDA 对利息保障能力有所上升；全部债务/EBITDA 倍数下降至 6.28 倍，EBITDA 对全部债务保护能力有所加强。总体看，跟踪期内，公司对全部债务保障能力有所加强，整体偿债能力适宜。

截至 2014 年 3 月底，公司对外提供担保 0.44 亿元，主要系下属子公司青海五彩碱业有限公司以机器设备为青海柴达木融资担保有限责任公司提供抵押反担保。

总体看，公司或有负债风险低。

公司与国内多家银行建立了较稳固的合作关系，截至 2014 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 134.31 亿元，已使用额度 86.43 亿元，尚有 47.88 亿元额度未使用，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，拥有直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》(G1013020100005800J),截至2014年3月底,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录;近三年债务融资工具均已按时付息。总体看,公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是国内大型综合性化工企业,产品涵盖基础化工、化纤及化工新材料领域,其中纯碱、粘胶短纤产能均位于国内第一位,具有较强的规模优势;依托先进的工艺以及完整的“两碱一化”循环经济产业链,公司拥有较为明显的成本优势;公司粘胶短纤技术研发能力突出,国内市场竞争力强。

基于对行业及区域经济环境,公司基础素质,经营情况和财务风险的综合判断,公司整体抗风险能力较强。

九、待偿还债券偿债能力

公司于2013年3月15日发行三年期10亿元中期票据“13三友MTN1”,公司存续期内待偿还债券额度共计10亿元。

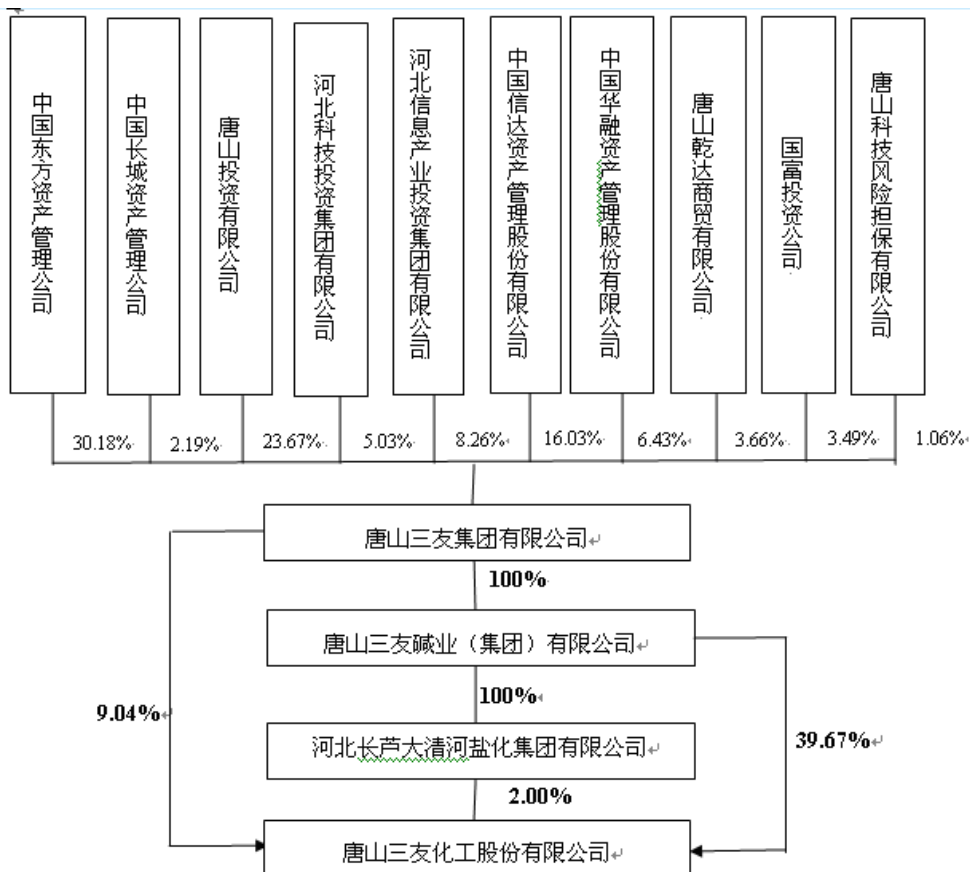
2012~2013年,公司EBITDA对存续期内待偿还债券的保护倍数分别为1.01倍和1.55倍;经营活动现金流入量对存续期内待偿还债券的保护倍数分别为4.36倍和4.72倍;经营性净现金流对存续期内待偿还债券的保护倍数分别为-1.07倍和-0.43倍。

总体看,公司经营活动现金流入量和EBITDA对待偿还债券的覆盖程度较高。

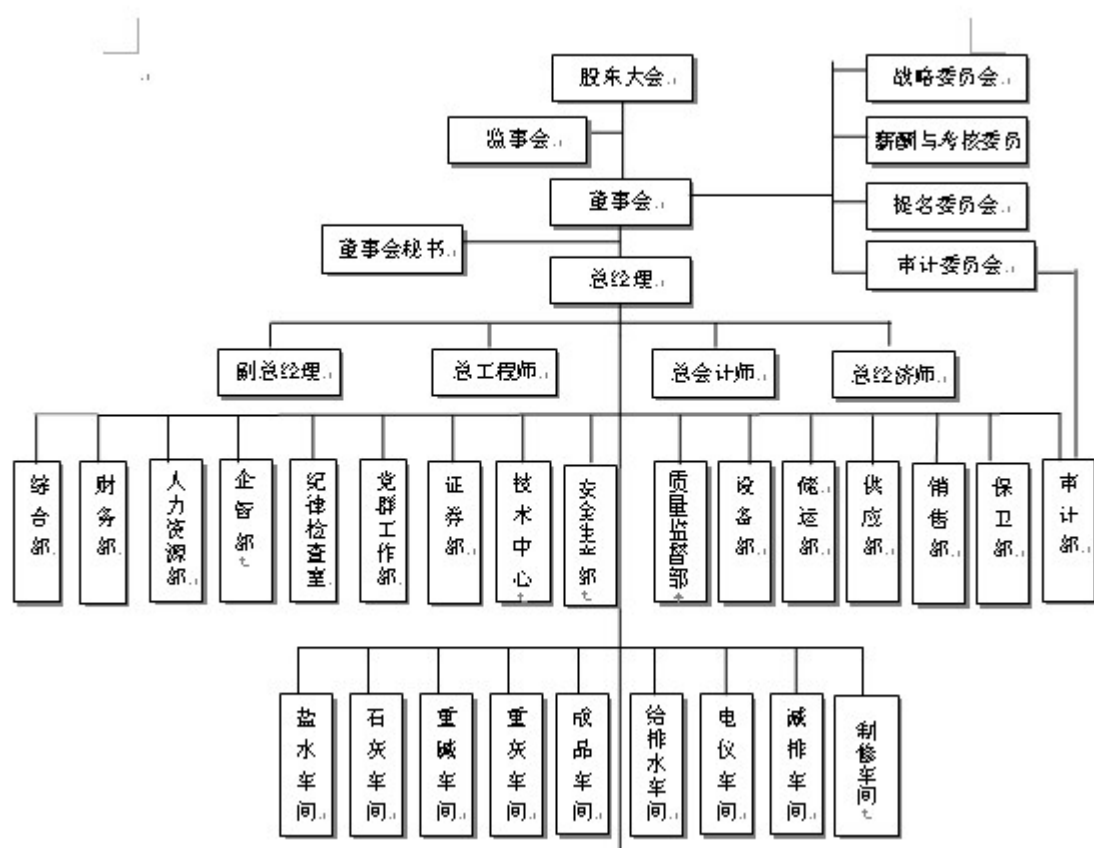
十、结论

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“13三友MTN1”AA的信用等级。

附件 1-1 截至 2013 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2013 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.94	19.22	29.45	28.16
资产总额(亿元)	132.32	162.86	187.93	195.13
所有者权益(亿元)	45.06	57.48	61.62	62.63
短期债务(亿元)	34.25	39.28	50.68	56.66
长期债务(亿元)	27.97	40.84	46.64	46.13
全部债务(亿元)	62.23	80.13	97.32	102.79
营业收入(亿元)	102.40	104.84	117.87	28.80
利润总额(亿元)	7.81	1.60	5.31	1.47
EBITDA(亿元)	14.34	10.09	15.49	--
经营性净现金流(亿元)	1.79	-10.70	-4.28	-1.86
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.54	10.05	6.22	--
存货周转次数(次)	8.78	9.72	7.98	--
总资产周转次数(次)	0.77	0.64	0.63	--
现金收入比(%)	48.22	41.12	38.66	52.22
营业利润率(%)	18.68	13.83	17.53	19.30
总资本收益率(%)	8.10	4.24	6.32	--
净资产收益率(%)	13.10	1.90	7.28	--
长期债务资本化比率(%)	38.30	41.54	43.08	42.42
全部债务资本化比率(%)	58.00	58.23	61.23	62.14
资产负债率(%)	65.94	64.70	67.21	67.90
流动比率(%)	67.51	67.08	63.65	66.96
速动比率(%)	51.47	52.14	47.91	49.27
经营现金流动负债比(%)	3.04	-17.30	-5.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.14	2.13	2.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.34	7.94	6.28	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期债券偿债能力	
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/本期债券到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等