跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1493 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

二零一五年七月二十八日

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：2015 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.18	26.92	26.49	26.25
资产总额(亿元)	162.86	187.93	200.26	202.37
所有者权益(亿元)	57.48	61.62	65.83	66.14
短期债务(亿元)	39.28	50.68	60.10	60.36
全部债务(亿元)	80.13	97.32	102.95	104.53
营业收入(亿元)	104.84	117.87	126.95	30.49
利润总额(亿元)	1.60	5.31	6.42	0.62
EBITDA(亿元)	10.09	15.49	18.58	--
经营性净现金流(亿元)	-10.70	-4.28	7.10	-0.07
营业利润率(%)	13.83	17.53	19.58	18.13
净资产收益率(%)	1.90	7.28	7.37	--
资产负债率(%)	64.70	67.21	67.13	67.32
全部债务资本化比率(%)	58.23	61.23	61.00	61.25
流动比率(%)	67.08	63.65	56.60	57.40
全部债务/EBITDA(倍)	7.94	6.28	5.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.79	3.16	--
经营现金流动负债比(%)	-17.30	-5.57	8.00	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限的货币资金。

分析师

王冰　唐岩
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，受下游房地产和纺织服装行业景气度下行影响，公司粘胶短纤、PVC等基础化工产品需求减弱，价格震荡下行。2014年，唐山三友化工股份有限公司（以下简称“公司”）110万吨/年纯碱项目建成投产，产品产销率保持较高水平，收入及利润规模同比有所增长；受益于纯碱价格回升和大宗原材料价格下跌，公司纯碱盈利能力亦有所提升。同时联合资信也关注到，纯碱、烧碱、PVC和粘胶短纤行业景气度低迷，业内企业仍面临较大的经营压力。

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

1. 跟踪期内，公司各项原材料采购价格下降，公司产品成本有所降低。
2. 跟踪期内，公司新建纯碱项目投产，同时通过扩能改造，其余产品产销量亦有所增长，产销率保持较高水平。
3. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的覆盖程度高。

关注

1. 跟踪期内，粘胶短纤、烧碱和PVC行业景气度下行，行业内企业面临较大的经营压力。
2. 公司票据结算量大，收入实现质量有待改善。

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至“13 三友 MTN1”到期日有效；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公积转增股本方案，截至2014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2015年3月底，公司拥有纯碱330万吨/年，粘胶短纤50万吨/年、烧碱50万吨/年、PVC 40万吨/年的生产能力。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 200.26 亿元，所有者权益合计为 65.83 亿元（其中少数股东权益 4.94 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 126.95 亿元，利润总额 6.42 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 202.37 亿元，所有者权益合计为 66.14 亿元（其中少数股东权益 4.89 亿元）。2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 30.49 亿元，利润总额 0.62 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394

[1]截至 2014 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。

亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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

跟踪期内，纯碱行业产量增长，新增产能增速放缓，受氯化铵行情走弱影响，联碱企业出现亏损，大部分氨碱企业扭亏为盈，但纯碱行业产能过剩、下游房地产、玻璃行业市场依旧低迷，纯碱价格低位震荡。2014 年中国纯碱产量 2514.7 万吨，同比增长 3.5%，增幅同比提高 2.9 个百分点；同期，中国纯碱表观消费量 2340.6 万吨，同比增长 2.59%。

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，到 2013 年第二季度已跌至 1252.15 元/吨。2014 年，一方面由于氯化铵产品价格下跌导致联碱法生产企业减产，另一方面下游玻璃行业的需求有所回升，2014 年纯碱价格有所回升，氨碱法生产企业有所受益。2015 年一季度，纯碱平均价格为 1469.20 元/吨，同比下跌 6.79%。

图 1　2012 年以来中国轻质纯碱价格走势

资料来源：Wind 资讯

总体看，跟踪期内，中国纯碱行业产量增速大幅放缓，受联碱企业减产影响，氨碱企业经营状况有所改善。

2. 粘胶短纤行业

2014 年，在产能扩张过度等因素影响下，粘胶短纤产品市场价格一直在底部区域运行，但在市场需求疲软以及棉花政策的影响下，产量增速下滑，2014 年全年产量 310 万吨，同比增长仅 2.62%，是 2001 年至今需求增速最低的一年。

当前我国的粘胶短纤维产量约占据全球总产量的 65%以上，但国内大多粘胶短纤维生产技术较为落后，新产品特别是着色、特种粘胶短纤维等种类和品质仍落后于发达国家。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。2015 年一季度平均价格为 11377.69 元/吨，同比下跌 6.47%。

图 2　2012 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

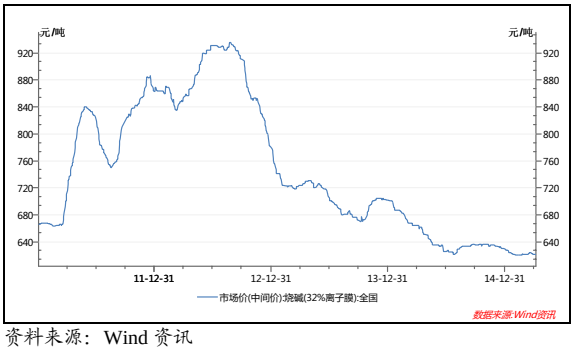
从长期看，由于短纤使用量仅占全部纺织品原料消耗量较小，未来随着功能性、差异化需求的提升以及收入水平的提高，粘胶短纤市场前景广阔。

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. 氯碱行业

2014 年，全国烧碱（折 100%）产量达 3180.20 万吨，较上年增长 7.89%；其中山东省和江苏省烧碱产量分别为 667.68 万吨和 525.69 万吨，较上年分别增长 16.10%和 4.65%。同期，全国 PVC 产量为 1629.61 万吨，较上年增长 6.52%；其中新疆和内蒙古 PVC 产量分别为 341.47 万吨和 314.17 万吨，较上年分别增长 13.30%和 36.66%。

图 3　烧碱价格走势图



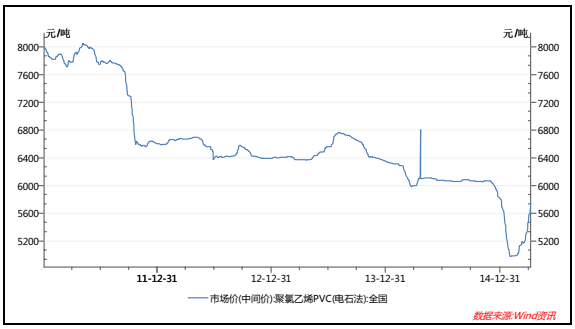
资料来源：Wind 资讯

烧碱价格方面，以 32%离子膜烧碱全国市场中间价为例，2012 年三季度以来，以氧化铝为代表的下游企业经营欠佳，对烧碱的采购积极性下降；同时，江苏、湖北等地区新增烧碱产能释放对市场形成了较大冲击，同时 2011 年以来氯碱行业产能扩张较快，产品供应充足，导致中国烧碱价格持续下跌，虽在 2013 年四季度出现小幅反弹，但此后仍延续了下跌趋势。受产量进一步提升以及下游需求无明显提振，2014 年国内烧碱价格继续探底。2014 年下半年至今，烧碱价格在 620 元/吨~640 元/吨的区间浮动，处于近三年烧碱价格的最低位。

PVC 价格方面，以电石法 PVC 全国市场中间价为例，2011 年 3 季度以来，在 PVC 项目集中投产以及宏观经济增速减缓的大背景下，PVC 市场供需矛盾不断显现，价格整体呈下行趋势，但下滑速度相对平缓。2014 年 3 季度以来，随着国际油价的快速下跌，以乙烯为原料

加工而成的聚氯乙烯失去成本支撑，加上下游需求不振，价格出现大幅下滑，截至 2015 年 1 季度末，PVC 价格为 5757 元/吨。

图 4　PVC 价格走势图



资料来源：Wind 资讯

4. 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。全经河北省统计局初步测算，全省生产总值实现 29421.2 亿元，比上年增长 6.5%。其中，第一产业增加值 3447.5 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 15020.2 亿元，增长 5.0%；第三产业增加值 10953.5 亿元，增长 9.7%。第一产业增加值占全省生产总值的比重为 11.7%，第二产业增加值比重为 51.1%，第三产业增加值比重为 37.2%。从河北省工业经济运行情况看，全部工业增加值 13330.7 亿元，比上年增长 5.0%。规模以上工业增加值 11758.3 亿元，增长 5.1%。

总体看，2014 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

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 2015 年 3 月底，公司拥有纯碱 330 万吨/年，粘胶短纤 50 万吨/年、烧碱 50 万吨/年、PVC 40 万吨/年的生产能力。公司纯碱生产规模跃居全国同行业第一位、市场占有率继续保持在 11%左右；粘胶短纤生产规模稳居国内同行业第二位，市场占有率继续保持在 16%左右。公司在产能规模、行业地位继续保持领先。

六、管理分析

公司高管人员、管理体制、制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司控股子公司青海五彩碱业有限公司（以下简称“青海五彩碱业”）110万吨/年纯碱项目于2014年7月份正式投产，公司纯碱的产销量大幅提升，其在主营业务收入中占比由上年的22.37%提升至28.90%，2014年公司实现营业收入126.95亿元，同比增长7.28%；毛利率方面，由于公司原材料浆粕、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2.23个百分点。

2015年一季度，公司实现营业收入30.49亿元，收入规模稳步上升。从分产品毛利率水平看，2015年一季度各主要产品价格均出现下跌，导致其综合毛利率下降至18.75%。

表 1　公司营业收入构成及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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
化工（化纤）	107.5	102.54	10.49	119.35	101.26	14.05	129.24	101.80	15.65	40.52	132.92	12.54
电及蒸汽	7.09	6.76	21.58	8.23	6.98	24.75	7.53	5.93	25.10	2.61	8.58	20.72
内部抵消	-15.59	-14.87	--	-15.88	-13.47	--	-16.26	-12.81	--	-13.31	-43.67	--

其他	5.84	5.57	32.36	6.17	5.23	29.01	6.45	5.08	36.90	0.66	2.17	53.95
合计	104.84	100.00	14.41	117.87	100.00	18.03	126.95	100.00	20.26	30.49	100.00	18.75

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

2014 年，公司产品产量稳定，各主要原材料采购量变化不大。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　2012年-2015年3月原材料采购情况表

（单位：万吨、元/吨、亿元）

原料	采购状况	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
煤	采购数量	152.46	159.91	159.12	40.41
	采购均价	433.26	401.11	388.73	347.03
	采购总价	6.61	6.41	6.19	1.40
原盐	采购数量	390.21	431.89	310.75	60.41
	采购均价	281.96	290.10	240.76	197.47
	采购总价	11.00	12.53	7.48	1.19
浆粕	采购数量	29.11	47.07	49.13	8.95
	采购均价	6660.97	5565.58	5394.88	5129.99
	采购总价	19.39	26.20	26.51	4.59
电石	采购数量	48.25	52.24	56.16	13.64
	采购均价	3105	2745	2547	2272
	采购总价	14.98	14.34	14.30	3.10
硅块	采购数量	2.67	2.70	2.39	0.58
	采购均价	14915.42	13003.41	12265.75	12155.98
	采购总价	3.98	3.51	2.94	0.70

资料来源：公司提供

注：原盐采购量中，2014 年未包含进口量 94 万吨，2015 年一季度未包含进口量 29 万吨。

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，2014年，公司主导产品产销量均有较大幅度的增长，公司共生产纯碱286.50万吨、粘胶短纤维48.89万吨、烧碱49.70万吨、PVC36.86万吨、有机硅环体4.69万吨。

跟踪期内，面对纯碱、粘胶短纤国内景气度低迷的形式，公司加大了两种产品的出口量（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。

公司青海五彩碱业110万吨/年纯碱项目于2014年7月份正式投产，产能扩大，公司2014年纯碱产量大幅上升；通过技术改造实现扩能，烧碱、PVC产能提高至40万吨/年；粘胶纤维由于2013年4月底16万吨/年差别化粘胶短纤维扩建项目顺利达产、产能扩大，产能在2014年全年释放，并于年底达到50万吨/年，2014年全年粘胶短纤维产量较2013年增长10.24%；2014年聚氯乙烯树脂产销量同比变化比较小，另外，2014年6月份进行系统大修停车时间较长，故2014年有机硅产量同比略有下降。

从售价看，跟踪期内纯碱价格受益于联碱法企业减产，价格有所反弹，其余产品包括粘胶短纤、PVC等售价持续回落，生产企业面临较大的经营压力；2015年一季度，公司各主要产品价格均出现下跌，公司盈利能力有所下滑。

表 3　公司近年纯碱产销情况

（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
产能	220	220	330	330
产量	217.07	218.76	286.50	85.99
销量	215.52	219.37	291.39	84.77

售价	1250.08	1174.91	1228.58	1184.36
销售额	26.94	25.77	35.80	10.04

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1～3 月
产能	28	44	50	50
产量	27.74	44.35	48.89	12.50
销量	27.97	43.47	48.52	12.09
售价	13371.19	11643.90	10587.75	9804.46
销售额	37.40	50.61	51.37	11.86

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、万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1～3 月
产能	30	40	50	50
产量	38.41	44.09	49.70	11.95
销量	38.42	44.09	49.56	11.95
售价	2196.69	1750.34	1511.34	1427.83
销售额	8.44	7.72	7.49	1.71

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1～3 月
产能	30	40	40	40
产量	32.92	36.71	36.86	9.47
销量	32.90	36.72	36.82	8.74
售价	5656.16	5634.55	5324.94	4459.56
销售额	18.61	20.69	19.61	3.90

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，公司主要产品产能、产量实现增长，产品产销率保持较高水平，销量的增长抵消了产品价格下跌的影响，销售额同比小幅增长。

4. 重大在建项目进展情况

截至2015年3月底，公司主要在建项目包括热电联产项目和有机硅二期扩建项目，计划总投资13.77亿元，截至2015年3月底，已完成投资7.36亿元。有机硅二期项目于2015年3月进入试生产阶段，公司有机硅单体产能达到20万吨。

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	截至 15 年 3 月底已投入	2015 年 4-12 月	2016 年
热电联产项目	8.81	0.35	6.77	0.24
有机硅二期扩建项目	4.96	2.89	0.59	--
合计	13.77	3.05	7.36	0.24

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，未来投资额不大，公司资本支出压力较小。

八、财务分析

公司提供的 2014 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 2015 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，2014 年公司合并范围增加 2 家公司，合并范围变化对财务报表可比性影响小。

截至 2014 年底，公司合并资产总额为 200.26 亿元，所有者权益合计为 65.83 亿元（其中少数股东权益 4.94 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 126.95 亿元，利润总额 6.42 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为

202.37 亿元，所有者权益合计为 66.14 亿元（其中少数股东权益 4.89 亿元）。2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 30.49 亿元，利润总额 0.62 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，除纯碱外，公司主要化工、化纤产品销售价格下滑，但受益于新建项目的产能释放，公司实现营业收入 126.95 亿元，同比增长 7.28%；同期，销量增长带动直接材料及制造费用上升，但上游大宗商品价格普跌，公司营业成本同比增长 4.53%，营业利润率上升至 19.58%。

从期间费用看，跟踪期内，公司各项费用均有所上升，期间费用率有所增长，由 2013 年的 13.30%增长到 2014 年的 14.55%，期间费用对公司利润有一定侵蚀。

2014 年，非经常性损益对公司业绩影响很小。

2014 年，公司实现利润总额 6.42 亿元，同比增长 21.09%。

从盈利指标看，跟踪期内，受益于上游原材料的价格下降和纯碱价格回升，2014 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 19.58%、6.36%和 7.37%，同比小幅提升。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 30.49 亿元，同比增长 5.61%，实现利润总额 0.62 亿元，同比下降 58.43%；同期公司各原料采购价格持续回落，公司营业利润率上升，本期公司实现营业利润率为 18.13%，同比下降 1.17 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模稳定增长，受益于原材料价格下降和纯碱产品价格上升，公司整体盈利能力有所提升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年，公司经营活动现金流入量为 67.22 亿元，现金收入比上升至 51.70%，现金收入比偏低的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部分工程的结算导致现金支付金额也较低，2014 年付现比为 39.14%。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 7.10 亿元。

从投资活动来看，2014 年，公司投资活动现金流入量为 3.75 亿元，主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出量为 6.06 亿元，主要为构建固定资产、无形资产和投资支付的现金。跟踪期内，随公司在建项目的逐渐完工，公司投资现金支出较 2013 年有所下降，2014 年公司投资活动净流出 2.31 亿元。

2015 年 1～3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生现金流量净额分别为-0.07 亿元、-0.32 亿元和 0.12 亿元。

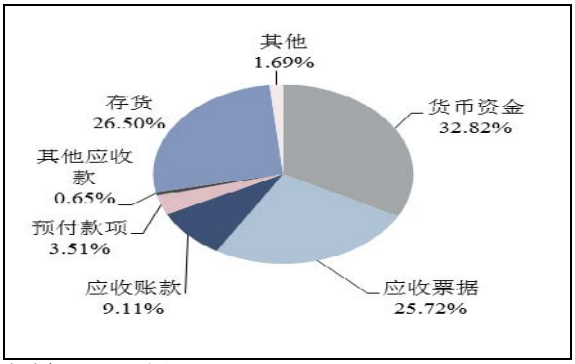
总体看，跟踪期内，主要受应收项目回款增加影响，公司经营性净现金流显著改善，2014 年公司投资规模有所减小，公司的外部融资压力有所降低。

3. 资本及债务结构

截至2014年底，公司资产总额达到200.26亿元，同比增长6.56%；资产结构中流动资产占25.07%，资产构成仍以非流动资产为主。

截至2014年底，公司流动资产50.20亿元，流动资产规模有所增长，结构保持基本稳定。

图5　截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司货币资金 16.47 亿元，其中受限制的货币资金 2.89 亿元；截至 2014 年底公司应收票据余额为 12.91 亿元，其中 0.95 亿元已质押。截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 5.14 亿元，其中 1 年以内的占 75.53%，计提坏账准备 0.60 亿元，账面净额 4.57 亿元；截至 2014 年底，公司存货账面余额 13.31 亿元，以原材料（占 68.63%）和库存商品（占 26.06%）为主，计提存货跌价准备 72.28 万元。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 150.06 亿元，同比增长 7.98%，其中固定资产占 82.48%，在建工程占 9.41%。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 202.37 亿元，较 2014 年底稳定小幅增长，资产构成较 2014 年底变化不大。

所有者权益方面，截至2014年底，公司所有者权益合计65.83亿元，同比增长6.83%，其增长主要来自未分配利润的增长。截至2014年底，公司所有者权益中归属母公司所有者权益为60.89亿元，主要为主要由实收资本（占比30.39%）、资本公积（占比38.85%）和未分配利润（占比26.31%）构成。截至2014年底，公司资本公积为23.65亿元，同比增长6.09%，主要原因是根据2011年重大资产重组时公司与唐山三友集团有限公司、唐山三友碱业（集团）有限公司签署的《盈利预测补偿协议》收到补偿款1.40亿元。截至2015年3月底，公司所有者权益合计66.14亿元，较2014年底增长0.47%，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2014年底，公司负债总额134.43亿元，同比增长6.43%；债务结构中流动负债占比有所上升，为65.97%。截至2014年底，公司流动负债88.68亿元，同比增长15.29%，其中应付票据余额2.44亿元，同比增长145.13%，主要原因是硅业二期工程付款增加，主要使用票据结算。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额进一步升至 136.23 亿元，流动负债占比 65.50%，较 2014 年底变化不大。

从负债指标看，截至 2014 年底，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均小幅下降，分别为 67.13%、61.00%和 39.42%；截至 2015 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 67.32%、61.25%和 40.04%，较 2014 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司债务规模有所上升，债务负担变化不大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 56.60%和 41.60%；截至 2015 年 3 月底，两项指标分别升至 57.40%和 43.92%，短期偿债指标偏弱。截至 2014 年底，公司经营现金流动负债比为 8.00%同比明显改善。考虑到公司现金类资产充足，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，跟踪期内，因盈利规模有所增加，2014 年公司 EBITDA 为 18.58 亿元，同比增长 19.94%；EBITDA 利息倍数升至 3.16 倍，EBITDA 对利息保障能力有所上升；全部债务/EBITDA 倍数下降至 5.54 倍。总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力强。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

公司与国内多家银行建立了较稳固的合作关系，截至 2015 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度共计人民币 170.86 亿元，已使用额度 82.06 亿元，尚有 88.80 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》（报告编号：B201507230089247729），截至 2015 年 7 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录。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”，将于一年内到期。

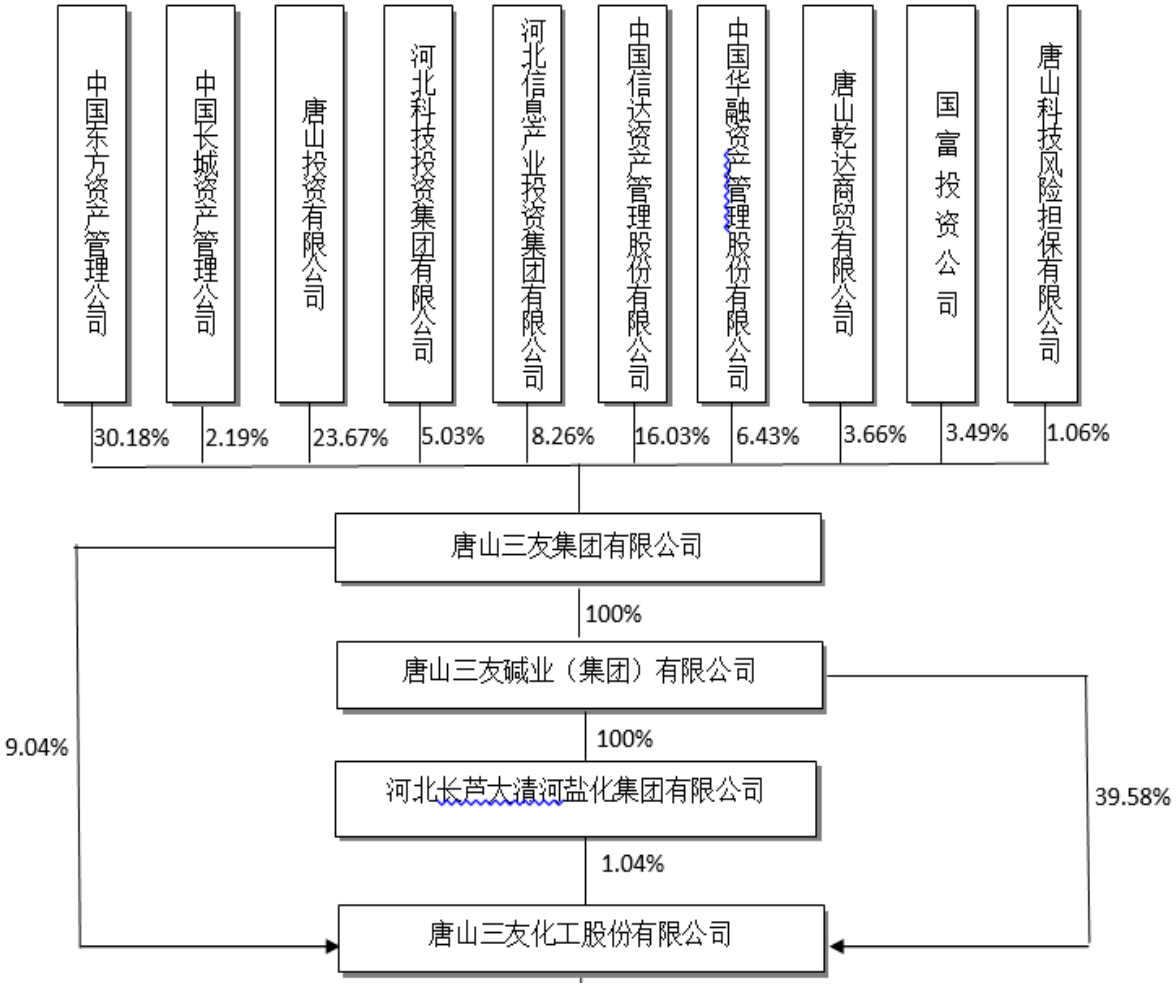
2014年经营活动现金流入量对存续期内待偿还债券的保护倍数为6.72倍；经营性净现金流对存续期内待偿还债券的保护倍数为0.71倍。截至2014年底，公司现金类资产为26.49亿元，为待偿还债券的2.65倍，截至2015年3月底，公司现金类资产为26.25亿元，为待偿还债券的2.63倍。

总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对待偿还债券的覆盖程度高。

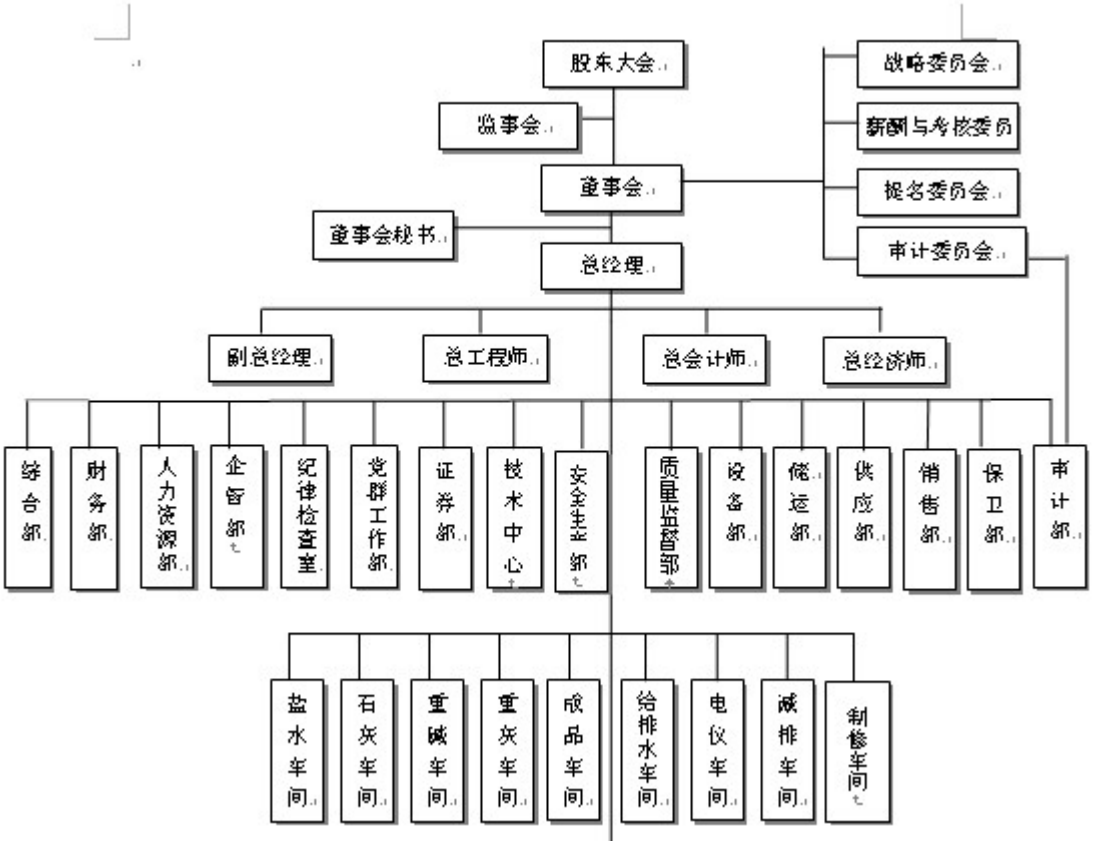
十、结论

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 2015 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2015 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.18	26.92	26.49	26.25
资产总额(亿元)	162.86	187.93	200.26	202.37
所有者权益(亿元)	57.48	61.62	65.83	66.14
短期债务(亿元)	39.28	50.68	60.10	60.36
长期债务(亿元)	40.84	46.64	42.84	44.16
全部债务(亿元)	80.13	97.32	102.95	104.53
营业收入(亿元)	104.84	117.87	126.95	30.49
利润总额(亿元)	1.60	5.31	6.42	0.62
EBITDA(亿元)	10.09	15.49	18.58	--
经营性净现金流(亿元)	-10.70	-4.28	7.10	-0.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.05	6.22	7.26	--
存货周转次数(次)	9.72	7.98	7.62	--
总资产周转次数(次)	0.64	0.63	0.63	--
现金收入比(%)	41.12	38.66	51.70	46.92
营业利润率(%)	13.83	17.53	19.58	18.13
总资本收益率(%)	4.24	6.32	6.36	--
净资产收益率(%)	1.90	7.28	7.37	--
长期债务资本化比率(%)	41.54	43.08	39.42	40.04
全部债务资本化比率(%)	58.23	61.23	61.00	61.25
资产负债率(%)	64.70	67.21	67.13	67.32
流动比率(%)	67.08	63.65	56.60	57.40
速动比率(%)	52.14	47.91	41.60	43.92
经营现金流动负债比(%)	-17.30	-5.57	8.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.13	2.79	3.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.94	6.28	5.54	--

注：公司 2015 年 1 季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限的货币资金。

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	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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/营业收入×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

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