跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1699 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将翔鹭石化股份有限公司的主体长期信用等级由AA^-调整为A^+，评级展望为负面，并将“12翔鹭MTN1”的信用等级由AA^-调整为A^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十五日

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

翔鹭石化股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A^+　　评级展望：负面

上次评级结果：AA^-　　评级展望：负面

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 翔鹭 MTN1	8 亿元	2012/4/27-2017/4/27	A^+	AA^-

跟踪评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	25.78	29.03	6.03	2.92
资产总额(亿元)	158.62	175.71	156.20	142.93
所有者权益(亿元)	43.51	32.36	31.90	29.65
短期债务(亿元)	41.37	80.39	72.23	63.36
全部债务(亿元)	103.73	127.83	116.97	109.85
营业收入(亿元)	149.84	137.94	53.81	1.77
利润总额(亿元)	-6.43	-15.07	-10.22	-2.25
EBITDA(亿元)	-0.61	-5.76	-1.94	--
经营性净现金流(亿元)	-5.16	18.54	-9.13	-3.47
营业利润率(%)	-2.21	-6.21	2.87	-10.77
净资产收益率(%)	-14.77	-46.56	-22.35	--
资产负债率(%)	72.57	81.58	79.58	79.25
全部债务资本化比率(%)	70.45	79.80	78.57	78.74
流动比率(%)	108.83	70.84	50.40	45.28
全部债务/EBITDA(倍)	-168.87	-22.21	-60.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.17	-1.04	-0.34	--
经营现金流动负债比(%)	-9.85	19.41	-11.53	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限货币资金。

分析师

潘云峰　　黄 露

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，翔鹭石化股份有限公司（以下简称“公司”）调整经营战略，厦门 PTA 工厂于 2015 年 1 月起采取“工厂间歇性开停工、装置技改”的方式进入停工检修，漳州工厂在 2015 年 4 月 6 日受腾龙芳烃事故影响，停工检修。

公司作为国内 PTA（精对苯二甲酸）的主要生产企业之一，在规模经济、技术装备、研发水平及品牌知名度等方面具有一定综合竞争优势。未来随着公司步入复产阶段，公司产能形成的规模效应有利于公司 PTA 产品综合成本的下降，有助于其盈利能力的提高，但经营状况的恢复仍依赖于行业整体景气度的回升，且目前市场行情低迷，公司复产尚存不确定性。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将公司主体长期信用等级由 AA^-调整为 A^+，评级展望为负面，并将“12 翔鹭 MTN1”的信用等级由 AA^-调整为 A^+。

优势

1. 公司是中国主要的PTA生产企业之一，具有较强的规模优势。
2. 公司生产装置技术先进，研发水平及品牌知名度较高。
3. 未来随着漳州二期PTA项目的复产，公司规模及成本优势将得到巩固和提升。

关注

1. 跟踪期内，由于 2015 年 4 月 6 日腾龙芳烃发生火灾事故，加上厦门 PTA 工厂由于技术原因停工检修，导致公司 PTA 项目一直处于停产检修状态，公司持续亏损。
2. 跟踪期内，公司盈利状况恶化，经营压力大。
3. 跟踪期内，PX 及 PTA 价格波动大，公司面临一定的存货跌价风险。
4. 跟踪期内，公司债务负担重，整体偿债能力持续弱化。

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）与翔鹭石化股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与翔鹭石化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，未因翔鹭石化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翔鹭石化股份有限公司提供，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“12 翔鹭 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翔鹭石化股份有限公司主体长期信用及“12 翔鹭 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

翔鹭石化股份有限公司（以下简称“翔鹭石化”或“公司”）成立于 1998 年 9 月 24 日，是一家注册于福建厦门的大型台商投资企业。前身是东联石化兴业（厦门有限公司），系东联（百慕达）有限公司独资设立，2007 年进行改制和第二次更名，成立翔鹭石化股份有限公司。公司经过多次增资和股权变更，截至 2013 年底，由五家公司持有股权，其中：厦门翔鹭化纤股份有限公司持股 45%，China Xianglu Petrochem（BVI）Limited 持股 41.65%，Kingland Overseas Development Inc.持股 1.35%，建银国际（中国）有限公司持股 10.10%，腾龙特种树脂（厦门）有限公司持股 1.90%。 公司的实际控制人为 Denn Hu，男，现拥有美国国籍，为 X-tra Cycle Limited（BVI）的唯一董事。Denn Hu 最近五年主要担任位于美国旧金山的 UNIVERSAL PAPAGON CORPORATION 董事长，该公司从事房地产开发及土地规划开发等业务（公司股权结构图见附件 1-1）。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本人民币 33.40 亿元。

公司经营范围包括精对苯二甲酸（PTA）、工业甲醇（ME）、醋酸甲酯（MA）的生产、加工和销售；精对苯二甲酸（PTA）、对二甲苯（PX）、醋酸（Acetic Acid）、醋酸异丁酯（IBA）的进出口、批发；从事仓储业务。

截至 2016 年 3 月底，公司 PTA 产能达到 610 万吨，其中厦门厂区产能 160 万吨，漳州二期产能为 450 万吨。

截至 2016 年 3 月底，公司本部下设生产本部、业务本部、采购本部、财会本部以及环安品保部等 6 个一级职能部门（组织架构参见附件 1-2）。公司现有翔鹭石化（漳州）有限公司、漳州市翔鹭置业有限公司、厦门翔鹭物流有限公司、厦门翔鹭贸易有限公司以及翔鹭码头投资管理（漳州）有限公司等 5 家全资子公司。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 156.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.90 亿元。2015 年公司实现营业收入 53.81 亿元，利润总额-10.22 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 142.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.65 亿元。2016 年一季度公司实现合并营业收入 1.77 亿元，利润总额-2.25 亿元。

公司注册地址：厦门市海沧区南海路 1180 号；法定代表人：刘德伟。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增

长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“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

公司主要从事 PTA（精对苯二甲酸）的生产和销售。PTA 以 PX（配方占 65%－67%）为原料，以醋酸为溶剂，在催化剂的作用下经空气氧化(氧气占 35%－33%)，生成粗对苯二甲酸。然后对粗对苯二甲酸进行加氢精制，去除杂质，再经结晶、分离、干燥、制得精对苯二酸产品，即 PTA 成品。

1. 上游 PX 的市场概况

PX（对二甲苯），是一种重要的有机化工原料。PX 用途很广，也与人们的生活息息相关。

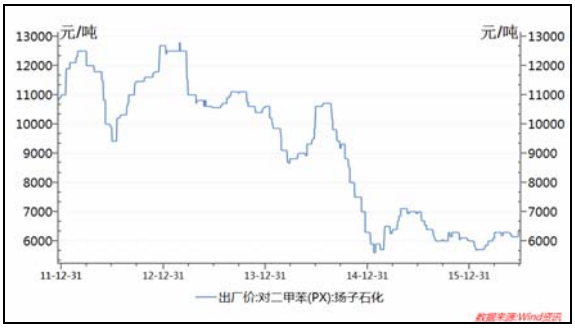
PX 下游主要用于生产精对苯二甲酸（PTA）及聚酯（PET），最终用于生产服装、饮料瓶、食用瓶等。工业应用中，PX 主要用作生产聚酯纤维和树脂、涂料、燃料及农药的原料。

2015 年，亚洲 PX 生产基地的产能扩张速度放缓，仅有哈萨克斯坦国家石油天然气公司新增 50 万吨，泰国 PTT 扩能至 70 万吨，宁波中金投产 160 万吨产能，日韩地区供应过剩的局面没有改变，仍是中国 PX 进口的主要来源地，其中 1-11 月进口韩国资源较去年统计大幅增长近 47%。紧随其后的是日本、台湾、阿曼、泰国和马来西亚等地。2016 年，亚洲 PX 产能扩张仍在持续，印度 Reliance Jamnagar 225 万吨、海南炼化 60 万吨扩能等一系列项目都有投产计划。

从中国情况看，近年来，国内 PX 生产项目的新建、扩建产能逐步释放，2015 年底中国 PX 总产能已约 1426 万吨。受 2015 年 4 月腾龙芳烃 160 万吨/年的 PX 装置发生爆炸，后持续停车等事件的影响，行业平均开工率多在 65%左右，较 2014 年下滑明显，国内供给缺口过大，导致 PX 进口量大幅增加。2015 年我国 PX 进口量 1164.89 万吨，较 2014 年的 997.27 万吨上升 16.81%，进口依存度上升至 57%。Wind 资讯的数据显示，截至 2014 年底，中国 PX 产能约 1220 万吨，产量 860 万吨，进口量达 997.27 万吨，全年 PX 表观消费量达 1847 万吨，同比增长 11.47%，进口依赖度 53%。2015 年，PX 产量为 910 万吨，表观消费量达 2062.88 万吨，PX 进口量 1164.89 万吨，同比增长 16.81%，进口依存度为 56.47%。

从 PX 价格走势看，PX 价格波动较大，与原油价格走势一致。2015 年一季度以来 PX 价格小幅反弹，2015 年 6 月 30 日价格升至 7000 元/吨，之后，PX 价格保持震荡下跌趋势，2015 年 12 月 31 日价格为 6000 元/吨，2016 年 6 月 30 日价格为 6380 元/吨。近年来 PX 与 PTA 产能基本同步增长，但在未来几年内 PX 产能的增长幅度将大大高于 PTA，其由于 PX 进口储存度高，而且进口产地相对集中，再加上 PX 主流定价参与者大部分仍为日韩及台湾地区，而主要 PTA 工厂集中在国内，因此近期 PX 相对 PTA 具有一定的优势地位。

图 1　2012 年以来 PX 价格走势



资料来源：Wind 资讯

(2)下游聚酯市场概况

PTA 的下游主要是聚酯行业，近年来中国聚酯产能增长较快。据不完全统计，截至 2015 年底，国内聚酯总产能约为 4750 万吨/年，同比增长 3.26%。Wind 资讯的数据显示，2015 年国内聚酯总产量为 1112.40 万吨，产能增速小于上游 PX 和 PTA 行业。

(3)PTA 的市场概况

2015 年底，中国 PTA 产能达到 4693 万吨，较 2014 年新增两套装置，新增产能在 375 万吨左右，PTA 产能已超过其表观消费量 3092.47 万吨水平， PTA 行业仍处于产能过剩格局。2015 年，国内 PTA 产量为 3086 万吨，同比增长 16.23%。2015 年全年 PTA 进口量仅有 68.72 万吨，同比继续下滑 29.95%，而出口量达到 62.25 万吨，同比上涨 34.45%。

2016 年中国有两套累计 320 万吨 PTA 产能计划投产，由于行业保持低开工成为市场共识，且目前产能已经过剩，新增的 PTA 产能对市场的打压作用大不如前。

市场价格方面，2015 年 1~5 月，PTA 月平均市场价格逐步回升，期间腾龙芳烃爆炸事故引发 PTA 市场大幅上涨，从一月份的 4600 元/吨上调至 5 月份的 5100 元/吨。之后，PTA 价格震荡走低。12 月，国际原油及 PX 价格大幅下跌，PTA 月平均价格创出年内低点，为 4330

元/吨。2016 年 5 月，PTA 的月平均价格为 4620 元/吨。

2015 年国内 PTA 行业平均装置开工率在 66.4%左右，较 2014 年的 70%回落 3.6 个百分点。上游原油、PX 等原料价格大幅调整使得 PTA 生产成本下降，生产企业亏损幅度有所缩窄，四季度局部出现扭亏为盈。

整体看，跟踪期内，上游 PX 由于开工率下降，对外依赖程度有所增强，下游聚酯经营效益偏差，需求增速放缓，PTA 新增产能较大，行业开工率低，但受 PTA 成本下降影响，行业亏损面有所下降。

2. 区域经济环境

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据“厦门市2015年国民经济和社会发展统计公报”，2015年，厦门市全年地区生产总值（GDP）3466.01亿元，按可比价格计算，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值23.94亿元，下降0.5%；第二产业增加值1508.99亿元，增长7.9%；第三产业增加值1933.08亿元，增长6.5%。三次产业结构为0.7：43.5：55.8。

2015年，厦门市全社会固定资产投资1896.52亿元，比上年增长20.6%，其中固定资产投资（不含农户）1887.65亿元，增长20.8%。分产业看，第一产业投资下降27.1%，第二产业投资增长17.4%，第三产业投资增长21.8%，三次产业投资比例为0.1:18.9:81.0。

工业方面，2015年厦门市实现规模以上工业增加值1254.06亿元，增长7.9%，占全市地区生产总值的36.2%。电子、机械两大支柱行业共有规模以上工业企业790家，占全市规模以上工业企业数的48.0%，完成工业总产值3368.29亿元，占全市规模以上工业的67.0%。电子行业实现总产值1962.14亿元，增长3.9%；机械行业实现总产值1406.15亿元，增长4.1%。

房地产开发投资方面，2015年厦门市房地产开发投资774.07亿元，增长9.9%，占固定资产投资（不含农户）的41.0%。其中土地购置费297.22亿元，增长22.7%，占房地产投资的38.4%。全市商品房施工面积4333.83万平方米，增长2.7%；商品房新开工面积592.47万平方米，下降19.9%。

根据厦门市《2016 年 1-3 月全市主要经济指标快报》，2016 年 1～3 月，厦门市完成地区生产总值 801.02 亿元，比去年同期增长 9.6%，其中，第一产业增加值 4.63 亿元，增速与去年同期持平；第二产业增加值 348.70 亿元，增长 8.2%；第三产业增加值 447.69 亿元，增长 11.0%。三次产业结构比重为 0.6：43.5：55.9。厦门市 2016 年一季度实现工业增加值 308.65 亿元，增长 8.0%，比全国平均水平高出 2.5 个百分点。其中，规模以上工业完成工业总产值 1196.91 亿元，实现增加值 296.6 亿元，增长 8.0%。同期，厦门市完成固定资产投资（不含农户）437.37 亿元，比上年同期增长 22.1%。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

五、基础素质分析

公司是中国 PTA 主要生产企业之一，截至 2016 年 3 月底产能达到 610 万吨/年，规模优势明显；公司 PTA 装置生产稳定性及原材料单耗位居中国 PTA 行业前列。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、制度及股权结构无变化。

公司总经理变更为赵会玉。赵会玉，男，出生于 1970 年 08 月，本科学历，1994 年毕业于大连理工大学化学工程专业，中级工程师职称，工作经历：1994.07-2001.06 任辽宁石油化纤聚酯一厂任装置精制工段班长；2001.07 至今

就职于翔鹭石化，历任生产值班主管、高工、公用主任、CTA 主任、生产高专、技术部经理、生产部经理、生产本部副厂长、环安本部厂长、总经理。

公司高管人员均具有丰富的行业高级管理经验，对企业生产经营状况熟悉，公司预计此次职务变动调整不会对公司正常经营、管理产生影响。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要从事 PTA 的生产销售。2015 年 1~4 月，下游聚酯需求增速放缓，虽然 PX 供应紧张的格局有所缓解，但 PTA 产能严重过剩；同期受供需失衡、产品价格大幅下跌的影响，PTA 企业的盈利能力空间持续处于收窄趋势，公司 PTA 产品销售收入持续下滑。2015 年 4 月后，受腾龙芳烃火灾事故影响，加上厦门 PTA 工厂由于技术原因停工检修，公司 PTA 产品基本处于停产检修状态。

收入构成方面，2015 年 PTA 产品销售收入为 22.01 亿元，同比下降 81.22%，大幅下降主要系公司 PTA 产品被迫进入停产检修阶段；占公司主营业务收入的 40.90%，占比大幅下降。PX 原料批发业务收入为 28.28 亿元，同比增长 59.14%，占公司主营业务收入的 52.56%。受 PTA 产品停产影响，PX 原料批发业务已成为公司营业收入的主要来源。2016 年一季度，公司 PTA 产品销售共完成收入 1.70 亿元，收入占比 96.05%，PTA 产品销售业务依然是公司的核心业务。

毛利率方面，受 PTA 成本有所下降影响，2015 年，公司主营业务毛利率为 2.92%，同比增长 9.21 个百分点，增长主要系公司其他业务毛利率大幅增长所致。公司 2015 年其他业务毛利率增至 80.11%，其主要为港口装卸堆存收入、租赁收入、服务费收入等码头的收入。公司其他业务 2015 年毛利率较高拉动公司 2015 年主营业务毛利率大幅增长。同期 PTA 产品销售毛利率为-7.54%，较 2014 年有所上升，主要系 PX 价格下降幅度超过 PTA 价格下降幅度所致。2016 年一季度，公司毛利率为-10.73%，毛利率大幅下降主要系公司其他业务中仓储服务费和管道运输收入尚未实现收入所致。同期公司 PTA 产品销售收入主要为公司 PTA 产品的贸易收入。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（亿元、%）

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
PTA 产品销售	132.58	89.50	-3.02	117.23	84.98	-8.09	22.01	40.90	-7.54	1.70	96.05	1.67
PX 原料批发	15.16	10.23	-0.68	17.77	12.88	-0.14	28.28	52.56	1.49	0.00	0.00	0.00
其他业务	0.40	0.27	--	2.94	2.14	--	3.52	6.54	80.11	0.07	3.95	-314.29
合计	**148.14**	**100.00**	**-2.50**	**137.94**	**100.00**	**-6.21**	**53.81**	**100.00**	**2.92**	**1.77**	**100.00**	**-10.73**

资料来源：公司提供。2015 年 1 月，公司厦门 PTA 工厂由于技术原因停工检修；2015 年 4 月公司漳州二期 PTA 项目停产阶段，且目前尚未复产。

总体看，跟踪期内，公司 PTA 主业受行业严重过剩影响，盈利能力显著弱化，同时由于 2015 年 4 月开始，受 PTA 产品停产检修影响，营业收入大幅萎缩。

2. 生产经营概况

产能产量方面，截至2016年3月底，公司具备610万吨的PTA年生产能力，其中厦门厂区产能160万吨，漳州二期产能为450万吨。2015年，公司生产PTA105.03万吨，同比下降57.44%，主要系公司2015年PTA产品逐步停产所致。

表 2　公司 2013~2016 年 1-3 月 PTA 产销情况

产品产量	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
产能（万吨/年）	160	610	610	610
产量（万吨）	160.31	246.76	105.03	0.00
销量（万吨）	195.32	259.57	194.38	4.50
销售均价（元/吨）	6808.14	4948.28	4840.00	4412.00

资料来源：公司提供

注：公司 PTA 销量大于产量的原因系公司通过现货或期货方式购买部分 PTA 出售以保障订单完成；公司 PTA 销售中包含有漳州二期试生产销量，此部分销售额不计入公司营业收入。

产品销售方面，2015 年 PTA 销量同比大幅下降，主要系公司产品产量大幅下降所致。售价方面，在行业价格大幅下挫的背景下，2015 年公司 PTA 销售均价同比下降至 4840 元/吨。

原材料采购方面，公司 PX 采购大幅下降，2015 年 PX 采购量为 96.44 万吨，同比下降 48.41%；采购均价为 5662.28 元/吨，同比下降 23.89%。

表 3　公司原材料 PX 采购情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
采购量(万吨)	118.41	186.95	96.44
采购均价（元/吨）	9386.90	7439.63	5662.28

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司原料 PX 价格及产品 PTA 的价格均大幅下跌，且原料价格下降速度快于产品 PTA 价格下降速度，但受公司 PTA 产品停产影响，公司生产销售均大幅下降，盈利能力大幅下滑。

3.　未来发展

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目为蒸汽透平机项目，该项目主要内容为增设透平发电机组设备设施，以回收外排的蒸汽用于发电，并且可以大量减少能源消耗以及废水、废气的排放，最终产生电力回送装置运行。上述项目总投资 0.79 亿元，其中 2016 年完成全部计划投资，预计 2016 年年底上述项目能完成施工并投入使用。同期公司无其他重大项目投资规划，未来项目建设资金需求较小。

近几年公司主要的投资项目为漳州二期 PTA 项目，上述项目已完成施工，但目前该项目已处于停产阶段。

根据企业资料显示，漳州二期 PTA 项目与关联方 PX 厂区紧邻，PX 原料直接通过管道运输，销售价格为市场价，但相比公司海运外购的原料可节约运输成本；同时因项目生产所需电力、蒸汽将全部由关联企业自行生产，用水部分以海水冷却代替原水冷却，可节约公用工程费用 226.42 元/吨；因规模效应可降低设备折旧、营运管理、销售等费用合计 110.10 元/吨；上述优势使漳州 PTA 二期产品完全成本相比厦门公司降低 353.52 元/吨左右。

未来随着公司进入复产阶段，公司的成本优势和规模效应将有效凸显，将有效提升公司盈利能力。

八、重大事项

2015 年 4 月 6 日，公司关联企业腾龙芳烃(漳州)有限公司（以下简称“腾龙芳烃”）的 PX 项目在检修结束调整生产的过程中，发生三台储罐燃烧，经消防部门全力施救，火焰被全部扑灭，目前相关善后工作目前已经完成。

受腾龙芳烃事故影响，公司 PTA 产品于 2015 年 4 月 6 日停产，目前尚未复工。

根据公司 2016 年 4 月 29 日公告显示，公司已经在福建省委省政府、漳州市委市政府领导、以及各级政府部门的大力协助下，企业正逐步推进公司复工流程。

公告显示 2016 年 1 月底，合肥通用机械研究院已出具受爆炸冲击波影响结论报告：没有发现受爆炸冲击波影响而产生的缺陷，正在编制《压力管道安装质量检测评价报告》。

2016 年 3 月 23 日，公司与中石化签订《PTA 检测评估与整改修复咨询服务合同》，由中石化负责漳州工厂 PTA 装置的检测修复的咨询服务工作；2016 年 4 月 5 日，公司与中石化签订《PTA、甲醇制氢设计质量评估技术咨询服务

合同》，新建甲醇制氢项目，由中石化提供技术咨询服务；2016 年 4 月 22 日完成检测队伍的招标工作，开始实施检测、检测评估、设计质量评估等工作。

公告显示，结合公司目前进展情况，预计 2016 年 10 月份前，翔鹭石化漳州子公司 PTA 项目将重新获得蒸汽供应，公司配套码头也将重新投入运行，公司也将争取尽快回复正常运营。

由于上述事件对公司生产经营影响较大，联合资信将持续关注上述事件的进展情况，并动态分析上述事件对翔鹭石化及其存续债券信用水平可能带来的影响。

九、财务分析

公司 2013 年~2015 年审计报告均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

会计政策方面，公司 2014 年执行财政部发布的变更后的会计准则，主要涉及其他综合收益、递延收益、长期股权投资和可供出售金融资产科目，变化较大的科目为将 3.04 亿元长期股权投资项目调整至可供出售金融资产科目核算。该变更对财务数据可比性影响较小。

合并范围方面，2015 年公司新设子公司厦门翔鹭贸易有限公司；同期两家子公司被注销，分别是漳州市宁泰化工贸易有限公司和翔鹭太仓贸易有限公司。合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 156.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.90 亿元。2015 年公司实现营业收入 53.81 亿元，利润总额-10.22 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 142.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.65 亿元。2016 年一季度公司实现合并营业收入 1.77 亿元，利润总额-2.25 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，受公司 PTA 项目逐步停产影响，公司盈利能力大幅下滑，公司共实现营业收入 53.81 亿元，同比下降 60.99%[1]；实现利润总额 -10.22 亿元。

从期间费用情况来看，跟踪期内，公司三项期间费用大幅增长，主要原因是财务费用大幅增长 38.89%，达到 5.64 亿元，公司三费收入占比由 2014 年的 4.84%上升至 2015 年的 20.59%。

从盈利指标看，受 PX 价格下降影响，公司 PTA 成本有所下降，2015 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所上升，分别为 2.87%、-2.14%和-22.35%，同比增长 9.08、3.91 和 24.21 个百分点。

2016 年一季度，受公司仍处于 PTA 业务继续停产检修阶段，公司实现营业收入仅为 1.77 亿元，同比下降幅度较大；同期公司实现利润总额-2.25 亿元，同比增亏 1.29 亿元。

总体看，跟踪期内，受公司 PTA 项目停产影响，公司收入规模大幅下降，盈利能力弱。

2. 现金流及保障

跟踪期内，公司经营活动现金流与经营活动净现金流同比大幅下降。2015年公司现金收入比保持在153.35%的较好水平。2015年，受收入规模下降、财务费用上升等因素影响综合影响，公司经营活动现金流量净额下降至-9.13亿元。

跟踪期内，随着公司对漳州 PTA 二期的投入接近尾声，2015 年投资活动现金流净流出额为 3.52 亿元，同比下降 67.70%。同期，受公司取得借款收到的现金大幅增加影响，2015 年公司筹资活动现金流量净额为 8.01 亿元。

2016 年一季度，公司经营活动产生的现金流净额、投资活动产生的现金流净额、筹资活

[1] 根据公司 2015 年审计报告显示，由于漳州二期项目转入试生产阶段，故将会计处理调整为试产期会计处理方式，追溯调整公司 2014 年营业收入为 79.86 亿元。

动产生的现金流净额分别为-3.47 亿元、-0.24 亿元和 2.55 亿元，同比分别变化-1.77 亿元、2.14 亿元和-0.58 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入实现质量良好，但受公司收入规模大幅下降及财务费用大幅上升影响，公司经营活动现金流量净额大幅下降；同时，随着在建项目的逐步收尾，公司筹资活动有所降低，外部筹资需求暂时有所下降。

3. 资本及债务结构

资产方面，截至 2015 年底，公司资产总额 156.20 亿元，同比下降 11.10%，其中非流动资产占 74.45%，是资产的主要构成部分。截至 2015 年底，公司流动资产合计 39.91 亿元，同比下降 41.02%，主要源自货币资金和应收票据和预付款项的增长下降。受公司 PTA 产品停工影响，公司营业收入大幅下降，导致公司货币资金、应收票据、预付账款和应收账款均大幅下降。

截至 2015 年底，公司货币资金为 5.01 亿元，同比下降 46.03%，其中受限资金为 1.15 亿元，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2015 年底，公司应收票据为 2.17 亿元，同比下降 89.05%。公司应收票据主要为银行承兑汇票（占比 78.34%）、国外信用证（占比 16.59%）和国内信用证（占比 5.07%）。

截至 2015 年底，公司应收账款为 5.19 亿元，同比下降 25.72%。根据账龄分析法分析，公司账龄为一年内的应收账款占比 99.48%，公司应收账款账期较短，同期公司共计提坏账准备 0.04 亿元，计提比例为 7.66%，由于公司应收账款账期较短，计提比例较为合理。

截至 2015 年底，公司预付款项共计 0.88 亿元，同比下降 91.67%。

截至 2015 年底，公司其他应收款大幅增长至 7.34 亿元，同比增长 320.82%，大幅增长的原因主要系公司 2015 年 1~4 月向腾龙芳烃预付的 PX 采购款，由于腾龙芳烃处于停工状态，导致公司该笔预付款项无法收回，故将上述款项转入其他应收款所致。根据账龄分析法分析，公司其他应收款中，账龄为一年以内的占比 98.30%，占比较高，同期公司共计提坏账准备 0.07 亿元，9.45%，鉴于公司其他应收款总体账龄较短，计提比例较为合理。

截至 2015 年底，公司存货合计为 9.72 亿元，主要由原材料 8.22 亿元（占比 78.81%）、在产品（占比 9.11%）、备品备件（占比 11.31%）和产成品（占比 0.77%）构成。同期公司共计提存货跌价准备为 0.71 亿元，考虑到 PX 价格波动大，公司面临一定的存货跌价风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 9.60 亿元，同比增长 3.61%，主要为预付工程或设备相关的款项。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 116.29 亿元，同比增长 7.64%，其中主要变动原因为固定资产和在建工程的变动，变动主要系漳州二期 PTA 项目根据福建省安监局文件要求停产，公司试生产停止，因尚未进入正常生产阶段，故将原转入固定资产的 PTA 项目转回到在建工程。

所有者权益方面，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 31.90 亿元，同比下降 1.42%[2]，归属于母公司所有者权益合计 29.11 亿元，其中股本占 114.74%，资本公积占 6.63%，盈余公积占 8.76%，未分配利润占-30.54%，所有者权益中股本占比较大，但受近几年持续亏损影响，所有者权益快速下降，权益结构稳定性一般。

负债方面，截至 2015 年底，公司负债合计 124.30 亿元，同比下降 13.29%，其中流动负债占 63.71%，非流动负债占 36.29%。截至 2015 年底，公司流动负债为 79.19 亿元，同比下降 17.10%，主要为应付票据下降所致。截至 2015 年底，公司非流动负债为 45.11 亿元，同比下降 5.67%，主要系长期借款和应付债券下降所致。

[2] 根据公司 2015 年审计报告显示，由于漳州二期项目转入试生产阶段，故将会计处理调整为试产期会计处理方式，追溯调整公司 2014 年所有者权益为 38.96 亿元。

有息债务方面，随着负债规模的萎缩，公司各项负债指标有所波动。截至 2015 年底，公司全部债务为 116.97 亿元，同比下降 8.50%。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 109.85 亿元，较 2015 年底有所下降，主要源自应付票据的减少；截至 2015 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分别为 79.58%、78.57%和 58.37%，分别较 2014 年下降 2.00 个、1.23 个和 1.08 个百分点。公司债务规模有所下降，公司整体债务水平高。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 142.93 亿元，负债合计 113.28 亿元，所有者权益合计 29.65 亿元，公司资产结构较 2015 年底变化不大，债务规模有所下降。

整体来看，公司资产规模较大，资产质量一般，受公司近几年持续亏损影响，公司所有者权益有所下降，稳定性一般。跟踪期内，公司负债水平较高，债务负担重。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司资产负债率呈波动上升趋势。从短期偿债能力看，截至 2015 年底，流动比率和速动比率分别为 50.40%和 38.13%，较 2014 年底显著下降。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 45.28%和 31.57%，较 2014 年底有所下降。2015 年公司经营现金流动负债比为-11.53%，同比显著下降。考虑到公司收入规模大幅萎缩，虽收入实现质量良好，但公司短期偿债能力压力较大。

长期偿债能力方面，截至 2015 年底，公司资产负债率为 79.58%，资产负债水平较高。2015 年公司全部债务/EBITDA 为-60.17 倍，EBITDA 利息倍数为-0.34，长期偿债指标较 2014 年进一步弱化。整体看，公司长期偿债能力弱。

截至 2016 年 3 月底，公司未对外提供担保。

截至 2016 年 3 月底，公司已获得授信总额约为 125.50 亿元，已使用信用额度 96.87 亿元（不包括债务融资工具的信用额度），尚未使用信用额度 28.63 亿元，其间接融资渠道有待拓展。

公司于 2012 年 4 月发行了额度为 8 亿元、期限为 5 年的“12 翔鹭 MTN1”（以下简称“存续期债券”）。2015 年公司 EBITDA、经营活动现金流入量和净流量分别为-1.94 亿元、84.20 亿元和-9.13 亿元，EBITDA 和现金活动净流量对存续债券不具备保障能力，经营活动现金流入量对存续期债券的覆盖倍数为 10.53 倍。

综合分析，公司经营活动现金流入量对公司存续期债券的保障程度较好。

5. 过往债务履约情况

根据《中国人民银行企业基本信用信息报告》（编号 NO. B201507280090048870），截至 2016 年 5 月 25 日，公司无未结清的不良类和关注类信贷信息，已结清的不良类信贷信息包括：11 笔贷款信息、39 笔贸易融资、26 笔票据贴现、11 笔银行承兑汇票、46 笔信用证和 3 笔保函业务。根据农业银行、中国银行、工商银行、光大银行和建设银行出具的说明，公司未出现实际逾期。总体看，公司过往债务履约状况良好。

6. 抗风险能力

公司规模优势较为显著、装置生产稳定性及原材料单耗位居中国 PTA 行业前列、区域竞争力较强。但由于公司 2015 年 PTA 项目逐步停产，营业收入规模大幅下降，盈利大幅下滑，公司整体抗风险能力较弱。

随着公司未来 PTA 项目的恢复生产，公司 PTA 规模及成本优势将逐步显现，有助于公司整体抗风险能力的提升。

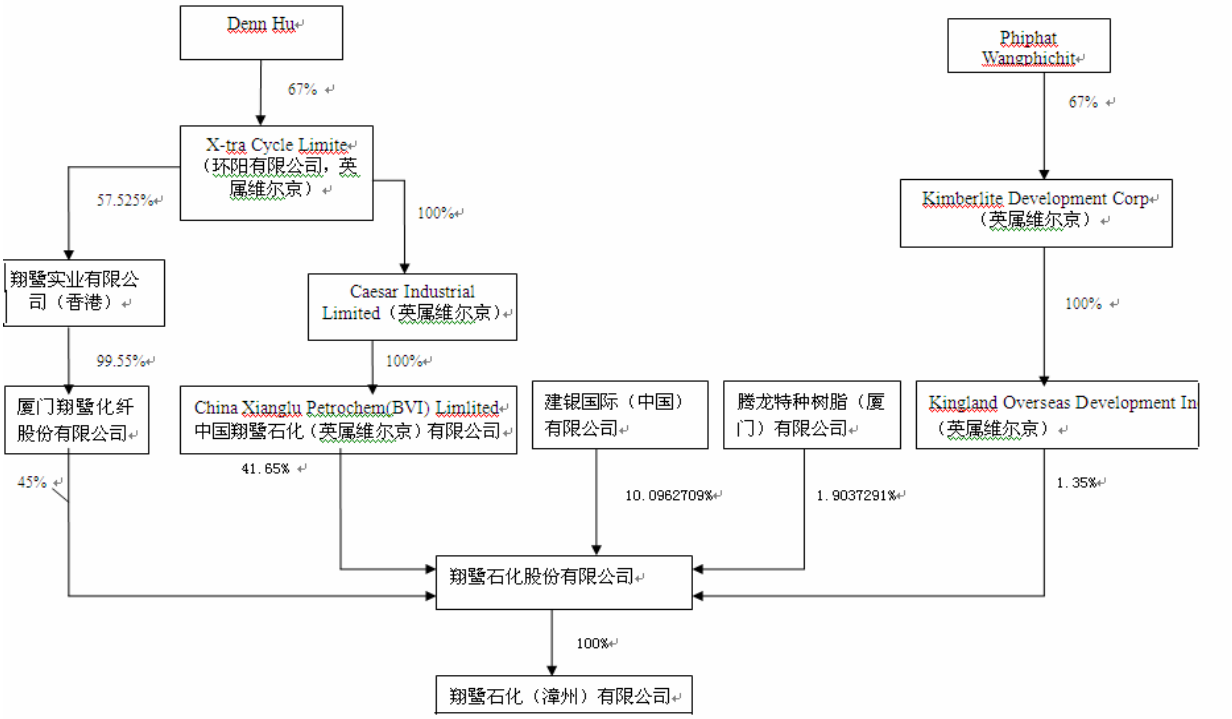
十、结论

PTA 下游需求低迷以及产能严重过剩的综合影响下出现了持续亏损，虽然 PX 产能扩张较快，但产业链供需格局的改变仍有待观察，短期内行业的利润空间依然狭窄。跟踪期内，

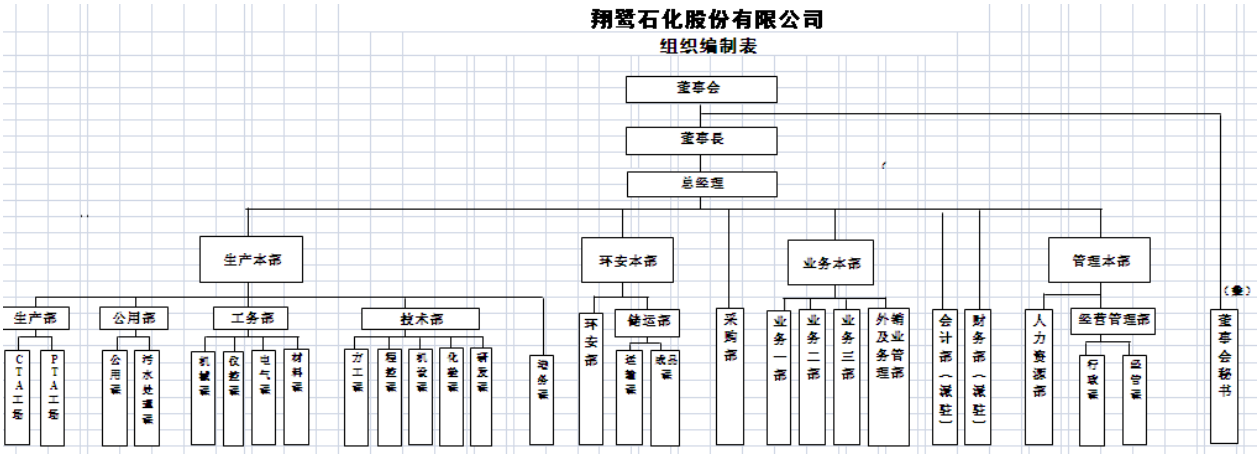
受公司 PTA 项目逐步停产，其盈利能力出现大幅下滑，偿债能力指标明显弱化，抗风险能力有所下降。未来随着公司 PTA 项目的复产，公司 PTA 产品的加工成本将有所下降，有助于其盈利能力的改善，但整体盈利能力的大幅提升仍依赖于行业整体景气度的回升，且目前市场行情低迷，公司复产尚存不确定性。

综合考虑，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将公司主体长期信用等级由 AA^-调整为 A^+，评级展望为负面，并将“12 翔鹭 MTN1”的信用等级由 AA^-调整为 A^+。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	25.78	29.03	6.03	2.92
资产总额(亿元)	158.62	175.71	156.20	142.93
所有者权益(亿元)	43.51	32.36	31.90	29.65
短期债务(亿元)	41.37	80.39	72.23	63.36
长期债务(亿元)	62.36	47.44	44.74	46.49
全部债务(亿元)	103.73	127.83	116.97	109.85
营业收入(亿元)	149.84	137.94	53.81	1.77
利润总额(亿元)	-6.43	-15.07	-10.22	-2.25
EBITDA(亿元)	-0.61	-5.76	-1.94	--
经营性净现金流(亿元)	-5.16	18.54	-9.13	-3.47
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.53	4.90	3.15	--
存货周转次数(次)	22.46	18.74	5.30	--
总资产周转次数(次)	0.98	0.83	0.32	--
现金收入比(%)	111.50	119.51	153.35	120.21
营业利润率(%)	-2.21	-6.21	2.87	-10.77
总资本收益率(%)	-2.89	-7.09	-2.14	--
净资产收益率(%)	-14.77	-46.56	-22.35	--
长期债务资本化比率(%)	58.90	59.45	58.37	61.06
全部债务资本化比率(%)	70.45	79.80	78.57	78.74
资产负债率(%)	72.57	81.58	79.58	79.25
流动比率(%)	108.83	70.84	50.40	45.28
速动比率(%)	98.10	60.37	38.13	31.57
经营现金流动负债比(%)	-9.85	19.41	-11.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.17	-1.04	-0.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	-168.87	-22.21	-60.19	--

注：公司 2016 年 1 季度财务数据未经审计；现金流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%

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+一年内到期的非流动负债+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级。