

信用等级公告

联合[2012] 1103 号

联合资信评估有限公司通过对翔鹭石化股份有限公司及其拟发行的 2012 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

翔鹭石化股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

翔鹭石化股份有限公司

2012 年度第二期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年十一月十三日

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

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

翔鹭石化股份有限公司

2012 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 负面

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据额度: 7 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

发行目的: 置换银行贷款, 补充营运资金

评级时间: 2012 年 12 月 13 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	62.24	79.22	114.04	132.62
所有者权益(亿元)	34.04	43.27	54.19	51.08
长期债务(亿元)	6.50	6.50	17.79	49.73
全部债务(亿元)	23.91	25.04	52.07	77.30
营业收入(亿元)	78.95	114.89	151.81	100.18
利润总额(亿元)	7.53	16.65	14.36	-1.46
EBITDA(亿元)	12.01	20.86	18.68	--
经营性净现金流(亿元)	5.67	9.37	9.42	2.74
营业利润率(%)	12.57	17.22	11.01	0.09
净资产收益率(%)	22.03	30.03	20.08	--
资产负债率(%)	45.31	45.38	52.48	61.49
全部债务资本化比率(%)	41.26	36.65	49.00	60.21
流动比率(%)	125.48	156.71	159.82	201.25
全部债务/EBITDA(倍)	1.99	1.20	2.79	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.04	21.09	9.94	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	1.72	2.98	2.67	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

祁志伟 王佳

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

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对翔鹭石化股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了其作为国内 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备的综合竞争优势。同时,联合资信也关注到 PTA 行业景气度下行、新增产能虽可降低产品进口依存度,但一定程度上将加剧行业竞争,公司盈利能力下滑、债务负担较重等不利因素可能给公司经营及信用基本面带来的负面影响。

公司 150 万吨 PTA 二期项目即将投产,规模优势将进一步增强;虽然关联企业 PX 配套项目可为公司二期 150 万吨 PTA 提供可靠的原料保障,但公司产品结构单一,PTA 行业景气度下行、市场竞争加剧,PTA 价格回升仍取决于内、外需求的实质性提振。联合资信对公司的评级展望为负面。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,本期中票到期不能偿付的风险较低。

优势

1. 公司是中国主要的 PTA 生产企业,具有年产 150 万吨 PTA 的生产能力,2011 年 PTA 产能、产量排名全行业第四位,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. 公司 EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 2011 年下半年以来,下游纺织服装业国内

外需求减弱，并逐步向上游传导，PTA 价格下挫，行业景气度下行。

2. 2012 年 PTA 新增产能（约 1000 万吨）的集中释放加剧了行业竞争格局，PTA 供给已趋于饱和；同时 PTA 对主要原料 PX 依赖度高，整个产业链的议价能力和盈利空间向上游转移。
3. 2012 年前三季度公司出现亏损，面临一定的经营压力。
4. 公司债务水平上升较快，债务负担较重，且短期内仍将面临较大的筹资压力。

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、翔鹭石化股份有限公司 2012 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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2012年9月底，由四家公司持有股权，其中：厦门翔鹭化纤股份有限公司持股45%，China Xianglu Petrochem(BVI)Limited持股23.65%，Kingland Overseas Development Inc.持股19.35%，建银国际（中国）有限公司持股12%。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2012年9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。公司现有年设计产能150万吨的PTA装置一套，年产150万吨的PTA二期项目预计2012年底完成工程建设并投入生产，完全达产后公司PTA总产能将达到300万吨/年。

截至2012年9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、漳州市宁泰化工贸易有限公司、漳州市翔鹭置业有限公司及漳州市古雷海腾码头投资管理有限公司四家全资子公司，在职员工585人。

截至2011年底，公司合并资产总额114.04

亿元，所有者权益54.19亿元；2011年公司实现营业收入151.81亿元，利润总额14.36亿元。

截至2012年9月底，公司合并资产总额132.62亿元，所有者权益51.08亿元；2012年1~9月，公司实现营业收入100.18亿元，利润总额-1.46亿元。

公司注册地址：厦门市海沧区南海路1180号；法定代表人：王江明。

二、本期中期票据概况

公司于2011年注册中期票据15亿元，分两期发行，其中已于2012年发行第一期金额8亿元中期票据，期限5年；公司本期拟发行2012年第二期7亿元中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据期限为3年。

公司发行本期中期票据所募集资金将用于以下方面：

（1）补充营运资金

本期中期票据发行所募集资金人民币3亿元将用于补充公司营运资金。

（2）置换银行贷款，改善融资结构

本期中期票据发行所募集资金人民币4亿元将用于偿还银行贷款，优化债务结构。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为

46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1-9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1-9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1-8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1-9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1-8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011年全年公共财政收入103740亿元，比上年增加20639亿元，增长24.8%；其中税收收入89720亿元，增加16510亿元，增长22.6%。2011年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元，同比增长19.8%；用在农业水利、公

共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面，2011年，央行货币政策较为频繁，年度内6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011年年末，中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元，同比增长13.6%，增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%，增速比上年低4.1个百分点，比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%，比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月，央行3次下调存款准备金率，并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末，广义货币供应量（M2）94.37万亿元，同比增14.8%，增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点；狭义货币供应量（M1）28.68万亿元，同比增长7.30%，增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看，9月份人民币贷款余额6232亿元，同比多增364亿元，其中新增中长期贷款2868亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》；2011年9月7日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材

料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济概况

1. 行业概况

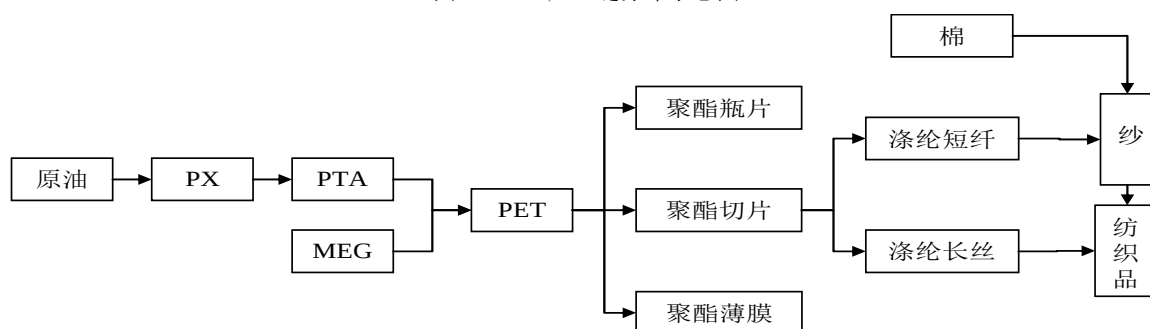
精对苯二甲酸（PTA）是从石油中提炼出对二甲苯（PX），PX 再经过氧化结晶分离干燥后所得。PTA 在常温下是白色粉状晶体，低毒可燃，若与空气混合在一定限度内遇火即燃

烧。

PTA 的主要用途是生产 PET（聚酯），全球 90%以上的 PTA 用于 PET 的生产，其他部分作为聚对苯二甲酸丙二醇酯（PTT）和聚对苯二甲酸丁二醇酯（PBT）及其他产品的原料。

PET 根据用途分类包括纤维级 PET 和非纤维级 PET。其中，纤维级 PET 用于制造涤纶短纤和涤纶长丝，是纺织服装及相关产品的原材料；非纤维级 PET 用于制造瓶类、薄膜等产品，并广泛应用于包装、电子电器、医疗卫生等领域。

图 1 PTA 产业链分布示意图



资料来源：中国化纤工业协会

综上所述，PTA 作为石油的末端产品以及化纤的前端产品，是石化与化纤产业链的分水岭，起到了承前启后的作用。

全球PTA市场供应情况

截至 2011 年底，世界 PTA 总产能约 5400 万吨/年，中国大陆 PTA 的总产能约为 2160 万吨/年，占全球总产能的 40%；除中国大陆外的亚洲地区中韩国、中国台湾、日本、印度等国的产能占比较高；其余产能主要来自于北美和欧洲。根据 WIND 的统计数据，2011 年，中国 PTA 实际产量约为 1648.00 万吨，中国已成为世界第一大的 PTA 生产国，同时也是最大的 PTA 消费国和进口国，2011 年中国 PTA 表观消费量 2183.04 万吨，进口 537.75 万吨。

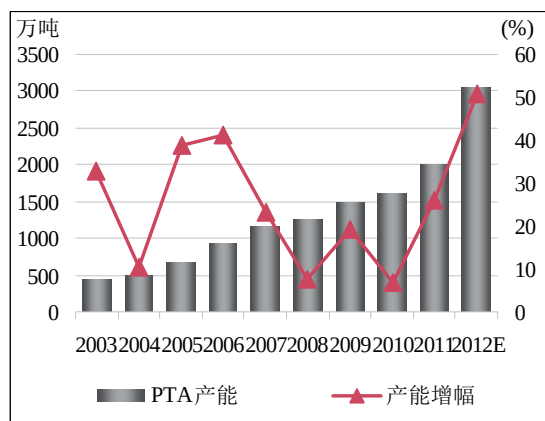
从区域分布来看，世界 PTA 的产能和消费市场主要集中在亚洲和北美洲，其中亚洲市场占世界产销市场份额的 75%以上。

国内PTA市场供需情况

中国 PTA 行业起步于 20 世纪 80 年代，1996~2007 年是中国 PTA 产业迅速崛起的 12 年。1996~2001 年的 6 年中，中国 PTA 行业得到初步发展；2002 年以后，PTA 行业步入快速成长期；2007 年后逐渐过渡到成熟发展期。

近年来，中国的 PTA 行业规模快速发展。2003 年，中国 PTA 产能仅为 438 万吨/年，而到了 2011 年已快速增长到 2160 万吨/年；由于 2010 年以来纺织服装行业景气度提升，PTA 行业利润大幅增厚，其产能随新增聚酯产能的增长而增长。PTA 一般项目建设期为 2 年，2012 年大量新增 PTA 装置产能投放，预计本年新增产能约 1000 万吨，因此到 2012 年底中国国内 PTA 产能将达到 3150 万吨左右，是 2003 年的 7.19 倍，年均增幅达 24.51%。

图2 2003~2012年中国PTA产能情况



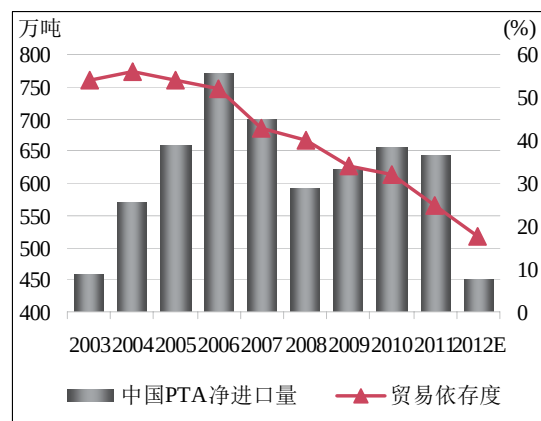
资料来源：中国化纤工业协会，WIND 资讯

PTA 的下游主要是聚酯行业，其中，75%的 PTA 用于生产聚酯纤维，20%用于生产瓶级聚酯，5%用于膜级聚酯。中国是聚酯涤纶纤维大国，产能占全球比重超过 50%。近年来，中国聚酯产能增长较快，从 2002 年的 1000 万吨/年增长到 2012 年的 4000 万吨/年，年均增长率为 14.87%。生产 1 吨聚酯需要 0.865 吨 PTA，将 4000 万吨聚酯产能按照 0.865 的 PTA 需求比例计 80%的开工率，2012 年 PTA 的表观消费量约为 2768 万吨，PTA 产能过剩约 382 万吨/年。受 2012 年 PTA 产能集中投放影响，PTA 的供求关系已出现由供不应求转为趋于饱和。

从 PTA 实际产量与消费量情况看，2011 年中国 PTA 产量 1648.00 万吨，表观消费量 2183.04 万吨，不足部分需要通过进口来补充。

中国每年都有部分的 PTA 需要从国外进口。2003~2006 年，由于国内供需缺口的存在，中国的 PTA 净进口量呈现逐年快速增长的态势，PTA 的进口依存度均维持在 50%以上的高位；自 2007 年以来，由于 PTA 产能增长速度明显快于聚酯的新增产能增速，中国的 PTA 净进口量有所波动，但贸易依存度呈逐年下降的趋势，其中 2011 年 PTA 进口量 537.75 万吨，贸易依存度以 24.63%的水平处于历史低位。2012 年新增 1000 万吨产能投放后，将对进口形成有效替代。据预计，2012 年 PTA 的进口依存度将大幅降至 17.65%。

图3 近年来中国 PTA 净进口量



资料来源：WIND 资讯

总体看，2012 年 PTA 产能集中投放导致行业供求关系发生变化，PTA 供给已趋于饱和；新增产能已对 PTA 进口实现部分替代，其中 2012 年 PTA 进口依存度将达到历史最低位。

价格走势

PTA 行业竞争较为充分，其产品为标准化产品，同质性较强，且市场价格公开、透明，很难被少数企业操纵。

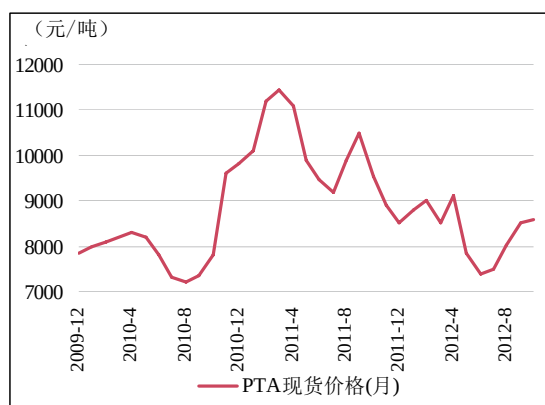
由于 PTA 的产业链较长，因此影响 PTA 价格的因素较多，既有宏观经济变化、产业政策、行业周期的影响，更受到原材料价格、上下游产品价格波动（PX、涤纶）、棉花价格等多种微观因素的制约。

PTA 的源头是石油，石油价格的波动直接带来 PX 价格的波动，从而对 PTA 价格走势产生影响。因此，PTA 与石油、PX 之间存在着较高的价格相关性。同时，由于 PTA 和 MEG 同为 PET 的生产原料，MEG 对 PTA 价格体现为普涨效应和挤出效应，因此 MEG 的价格是 PTA 价格的扰动因素。此外，PTA 的下游产品涤纶短纤与棉花存在着替代关系，因此 PTA 的价格与棉花价格之间也存在着一定的相关性。

虽然 PTA 价格的影响因素较多，但最终决定 PTA 价格长期走势的根本因素是来自 PET 以及下游涤纶产品的实际需求状况，其与作为整个产业链终端的纺织行业的发展状况密切相关。

近几年, PTA 现货价格呈现大幅波动: 随着中国经济的快速复苏, PTA 现货价格快速反弹回升, 2009 年下半年价格基本维持在 7000~8000 元/吨的区间震荡; 2010 年 8 月以来, 受“扩内需、促消费”政策以及纺织业景气度回升导致下游需求不断增长的影响, PTA 现货价格迎来了上涨行情; 2011 年下半年起, 受欧债危机及中国宏观经济增速放缓、产业结构调整影响, 下游对 PTA 需求持续减弱, 同时随着新增产能的逐步释放, 市场竞争程度进一步加剧, 产品价格震荡下行; 2012 年 6 月后, PTA 价格超跌反弹, 但反弹幅度有限。截至 2012 年 10 月, PTA 价格仅为 8600 元/吨, 较 2011 年 3 月 11450 元/吨的最高点累计跌幅达 24.89%。2012 年 1-10 月算术平均价 (8327 元/吨) 较 2011 年均值 (9980 元/吨) 累计跌幅 16.56%。

图 4 2009 年底以来中国 PTA 现货价格走势



资料来源: WIND 资讯

总体看, PTA 价格随经济周期而表现出了较强的波动性; 2011 年下半年以来, 下游纺织服装内、外需需求减弱效应逐步向上游传导, 新增产能的释放加剧了行业竞争格局, PTA 价格持续震荡下行, 导致企业利润空间受到挤压, PTA 生产企业面临较大的经营压力。

2. 行业关注

行业集中度较高

由于 PTA 为大宗交易商品, 价格市场化程

度较高, 企业对价格的影响能力有限, PTA 行业竞争较为充分。

截至 2012 年 9 月底, 中国主要 PTA 生产企业 20 余家, 行业内企业规模大, 数量少。其中产能在 150~300 万吨以上的企业有 6 家, 产能在 100~150 万吨之间的企业有 2 家, 前十大 PTA 生产企业合计产能达到 1750 万吨/年, 约占国内总产能的 76.75%, 行业集中度较高。中国前十大 PTA 生产企业产能、市场份额如表 1 所示。

表 1 截至 2012 年 9 月底中国前十大 PTA 企业产能、市场份额

(单位: 万吨/年、%)

序号	企业名称	产能	市场份额
1	浙江逸盛石化有限公司	335	14.69
2	绍兴远东石化有限公司	320	14.04
3	逸盛大化石化有限公司	220	9.65
4	翔鹭石化股份有限公司	150	6.58
5	珠海 BP 化工有限公司	150	6.58
6	嘉兴石化有限公司	150	6.58
7	扬子石油化工股份有限公司	135	5.92
8	江阴海伦石化有限公司	120	5.26
9	仪征化纤股份有限公司	99	4.34
10	蓬威石化有限责任公司	90	3.95
合计		1750	76.75

资料来源: 公司提供

注: 市场份额=企业 PTA 产能/全国 PTA 产能

从行业内企业性质看, 随着 PTA 行业对民营及外资企业的逐步放开, 目前民营、合资企业已占据行业主导地位。

从地区产能分布上看, 中国 PTA 的产能主要集中在浙江、江苏、辽宁、福建等省。

与上下游企业的相关性

由于 PTA 处于整个纺织业产业链的中游, 因此行业即受到上游的石油、PX 价格的影响又受到下游纺织行业景气性周期波动的影响, PTA 行业自身的周期性波动较大。

与上游企业的相关性方面: PTA 的主要原材料是 PX, 生产 1 吨的 PTA 约需 0.66 吨的 PX。在 PTA 产品成本构成中, PX 所占比例达

到 85%。目前 PX 的主要供应商为中石油、中石化、以及国外少数几个生产企业，PTA 行业对 PX 供应商具有较强的依赖性，供货渠道较为集中。

从世界范围看，2011 年全球 PX 产能 3880 万吨，按 90%的开工率计算理论上存在 230 万吨的过剩产能，但考虑到装置减停产，实际供需处于紧平衡状态。

但从中国情况看，近年来，国内 PX 生产项目的新建、扩建产能逐步释放，中国 PX 的总产能在 2011 年底已达 846 万吨。尽管 PX 的产能有所提高，但是由于近年来下游 PTA 行业迅速扩张以及 PX 新建项目面临越来越大的环保和审批压力，原料进口均保持较高的比例水平。2011 年，中国 PX 产量 702 万吨，表观消费量 975 万吨，进口量 355 万吨，PX 进口依存度达到 41.85%，较 2010 年上升 5.44 个百分点。

从 PX 价格走势看（以扬子石化 PX 周价为例），PX 于 2010 年 8 月底见底后持续快速攀升，于 2011 年 4 月到达 13500 元/吨的高位后震荡下行；PX 单价于 2012 年 6 月底降至最低点 9400 元/吨的低位后，PX 供应的紧张刺激了 PX 价格的快速反弹，截至 2012 年 10 月 12 日其价格升至 11450 元/吨。对 2011 年及 2012 年前三季度 PX 价格进行简单的算术平均数，2012 年前三季度 PX 均价（11218.57 元/吨）较 2011 年均值（11968.75 元/吨）仅小幅下跌 6.28%，PX 价格随波动较大，但价格相对 PTA 更加坚挺，呈现易涨难跌的状况。

图 5 2009 年底以来扬子石化 PX 周价格走势



资料来源：WIND 资讯

2012 年预计中国 PX 产量为 880 万吨，消费量将达到 1480 万吨，进口量增至 600 万吨，进口依存度仍高达 40.54%，PX 生产企业仍将维持高利润局面。

与下游企业的相关性方面，PTA 与下游纺织业景气度的波动呈现出较强的周期性波动。

2009 年以来，中国纺织业加快了结构调整的步伐，在宏观经济增速回升、政策调控效果显现、下游需求恢复等有利因素影响下，纺织服装行业出口形势逐渐好转，内需市场稳步回升，行业经济效益逐步恢复；但 2010 年 10 月份后，在世界经济及贸易增速放缓导致终端需求回落、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，纺织行业景气度持续快速回落；2012 年初起，受欧债危机以及国内经济增速放缓影响，纺织行业景气指数延续下滑趋势，截至 2012 年 10 月底柯桥纺织总景气指数仅为 1270.55 点，行业景气度处于低谷。

图 6 2009 年以来柯桥纺织总景气指数（总类）走势图



资料来源：WIND 资讯

从 2012 年以来纺织行业主要运行指标情况看：2012 年 1-9 月，规模以上纺织业企业实现主营业务收入 22947.20 亿元，同比增长 10.60%，但增幅同比大幅回落 17.48 个百分点；实现利润总额 1040.50 亿元，同比增长 7.90%，但增幅较上年同期减缓 22.03 个百分点。亏损企业占比由 2011 年 9 月底的 11.43%升至 2012

年9月底的15.35%。

总体看，PTA对原料PX依赖性强，受PX供需矛盾制约，在经济景气度下行时PX比PTA表现出更强的抗跌性；下游纺织服装行业受欧债危机以及国内经济增速放缓影响，景气度处于低谷，从而导致开工率不足、需求持续低迷。PTA产能大幅增长使得其对下游的议价能力逐步弱化；整个产业链议价能力及盈利空间向上游PX转移。目前，PTA行业正面临下游需求不振及上游原料价格坚挺的双重挤压，行业内企业面临较大的经营压力。

3. 行业政策

2009年4月，国务院通过了《纺织工业调整和振兴规划》，针对化纤行业提出了调整和振兴的主要任务：采用先进适用技术提升传统化纤工艺、装备及生产控制水平，实现聚酯、涤纶、粘胶、锦纶、腈纶等产品柔性化、多样化、高效生产，提高产品附加值。加快多功能、差别化纤维的研发和纺织产品一条龙的应用开发，化纤差别化率由目前的36%提高到50%左右。国家产业政策有利于行业内的优势企业加大技术创新的资金投入，发展高技术含量的聚酯纤维产品，优化产品结构，拓展产品应用领域，提高综合竞争力和持续发展能力，促进行业整体升级。

2009年5月6日，国务院在下发的《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区若干意见》中指出，要建设两岸经贸合作的紧密区域，以石化等产业为重点，提升台商投资区和国家经济技术开发区的载体作用，促进两岸产业深度对接，形成以厦门湾等区域为主的产业对接集中区。

根据国家石化产业调整和振兴规划，结合贯彻落实国务院《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，2009年11月25日，福建省制定出台了《福建省石化产业调整和振兴实施方案》，提出至2011年，全省石化产业实现工业总产值2300亿元，年均增长

34.5%，并确定了八个方面的具体措施：加强石化中下游产业链发展的规划指导；加强与台湾石化产业对接合作以及与央属企业“高位嫁接”；改善和优化投资环境；加大金融支持力度；加大企业技术进步和技术改造投入；鼓励民间资本进入石化中、上游产业；实行工业用地扶持政策；发挥行业协会作用。

2012年初，工信部发布了化纤行业“十二五”发展规划。根据规划，国家将加快年初百万吨及以上新型对苯二甲酸（PTA）等技术与装备的研发，并重点推广应用。

总体看，国家及地区产业政策对于PTA行业乃至整个纺织化纤行业的良性发展起到了重要的支持和导向作用。

4. 未来发展

从技术发展看，PTA的装置规模呈现大型化、国产化的趋势，且降低物耗和能耗的工艺流程正不断优化，以符合国家节能减排及环保的要求。实践证明，当PTA单系列能力扩大时，仅是大型容器的材料成本以及建设安装成本有所增加，而设计成本、管理费用等均无增长。因此，装置规模大型化既可以降低单位产品的投资成本，又可以降低运行成本。并且，随着国内对工艺技术及设备的研究以及制造能力的不断发展，越来越多的设备实现了国产化。

PTA技术发展至今已经非常成熟，但对工艺、流程的优化仍在不断的进行中。随着优化措施在工业装置中得到应用，并在实际生产过程中不断改善，生产环节中的物耗能耗将逐步减少。且随着国家对环保问题的日益关注，PTA技术在环保方面的改进也在不断进行。

在行业整体产能过剩、行业景气度大幅下滑的状况下，PTA企业间的竞争将主要表现为生产成本的竞争。从规模优势看，韩国以及泰国的PTA装置由于单体产能小（绝大部分产能在60万吨以下）、反倾销税等原因，成本高于国内PTA企业，将被国内产能所替代和淘汰；日本、台湾的部分小装置或落后的产能也将被

淘汰（截至 2012 年 9 月底，日本、台湾已有将近 200 万吨产能长期停车或关闭）；国内一些无规模优势的小企业也将在被市场淘汰或整合；这些小装置的关停将使得 PTA 产业链上下游的供需平衡走向好转。从上下游情况看，目前 PTA-聚酯-纺织服装产业链低迷，全产业链议价能力与盈利空间向 PX 转移。因此，如果没有向上游 PX 的产业链延伸，就很难保障低成本原料的持续、稳定供给，单纯的 PTA 加工企业很难生存和发展。

总体看，在国内产能集中释放的状况下，中国新增 PTA 产能将对进口逐步替代；具有规模优势及向上游 PX 延伸的 PTA 企业具有较强的竞争优势，并将在行业处于低谷时保持相对的优势地位。

综合考虑，2011 年下半年以来，下游纺织服装内、外需需求减弱效应逐步向上游传导，2012 年 PTA 产能集中投放导致行业供求关系发生变化并加剧了行业竞争格局；PTA 对原料 PX 依赖性强，受 PX 供需矛盾制约，在经济景气度下行时 PX 比 PTA 表现出更强的抗跌性；下游纺织服装行业受欧债危机以及国内经济增速放缓影响，景气度处于低谷，从而导致开工率不足、需求持续低迷。PTA 产能大幅增长使得其对下游的议价能力逐步弱化，整个产业链议价能力及盈利空间向上游 PX 转移；目前，PTA 行业正面临下游需求不振及上游原料价格坚挺的双重挤压，行业内企业面临较大的经营压力。预计 PTA 行业景气度低迷的状况短期内难以显著改善，PTA 价格回升仍取决于内、外需求的实质性提振。

5. 区域经济环境

公司主要生产基地及销售市场集中在福建省内及周边区域。

根据《福建省 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年福建省实现生产总值 17410.21 亿元，同比增长 12.20%，其中第二产业增加值 9167.54 亿元，同比增长 16.40%。

工业方面，2011 年福建省完成工业增加值 7775.12 亿元，同比增长 17.00%；其中规模以上工业企业完成工业增加值 7552.39 亿元，同比增长 17.50%，实现利润总额 1578.85 亿元，同比增长 24.60%。

固定资产投资方面，2011 年，福建省固定资产投资 10119.47 亿元，同比增长 27.10%。

总体看，2011 年福建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. 产权关系

截至 2012 年 9 月底，公司股东构成为：厦门翔鹭化纤股份有限公司持股 45%，China Xianglu Petrochem(BVI)Limited 持股 23.65%，Kingland Overseas Development Inc. 持股 19.35%，建银国际（中国）有限公司持股 12%。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）。

2. 企业规模

公司是国务院批准成立的外资大型石化企业，主厂区占地面积 52.49 公顷。公司 PTA 项目于 2000 年 10 月奠基，并于 2002 年 10 月完工投产，原设计产能 90 万吨/年。PTA 生产线可以通过技术改造等手段在一定的范围内提升原设计产能，截至 2012 年 9 月底公司 PTA 设计产能 150 万吨/年。从产量上看，2011 年公司 PTA 产量位列行业第四，约占国内市场总消费量的 7.00%，占国内总产量的 9.20%，在福建本地市场更是占据了 70%以上的份额。目前，公司已成为国内 PTA 行业的龙头企业之一。

此外，公司 PTA 二期项目已于 2010 年 3 月开工建设，设计产能 150 万吨/年，计划总投资 49.67 亿元，预计 2012 年底完成工程建设并开始投入生产，由全资子公司翔鹭石化（漳州）有限公司负责运营。截至 2012 年 9 月底，大部分设备已进场安装，其他相关的配套工程建设也在快速推进。

在生产经营及品牌建设方面，凭借良好的经营业绩，近年来公司曾先后获得众多荣誉及奖项：2010 年公司 PTA 产品荣获“福建省名牌产品”称号，同时“翔鹭”品牌入选福建省著名商标，并于 2012 年成为郑州商品交易所及渤海商品交易所 PTA 期货免检交割品牌。

总体看，公司 PTA 产品在国内具有较为明显的规模优势以及品牌知名度，行业地位较为突出。

3. 人员素质

截至 2012 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共计 16 人。

公司董事长王江明先生，53 岁，本科学历，曾先后供职于翔鹭石化企业（厦门）有限公司总经理兼董事、翔鹭腾龙集团总管理处总经理。2009 年 3 月起，任公司董事长，管理经验丰富。

公司总经理刘德伟先生，49 岁，硕士研究生学历，曾先后供职于中石化天津分公司、中国国际石油化工联合有限责任公司。2007 年 7 月，任翔鹭腾龙集团总管理处原料采购本部副总经理，2007 年 11 月兼任翔鹭石化企业（厦门）有限公司业务副总经理。2009 年 3 月起，担任公司总经理。

截至 2012 年 9 月底，公司在职员工共 585 人，其中 287 人作为翔鹭石化漳州二期 150 万吨/年 PTA 项目的人员储备。从岗位构成情况看，其中生产人员 301 人，占 51.45%，研发及工程技术人员 160 人，占 27.35%，管理及财务人员 64 人，占 10.94%，销售人员 12 人，占 2.05%；从文化素质方面看，员工中大专以上学历

188 人，占 32.14%，本科学历 182 人，占 31.11%，研究生学历 12 人，占 2.05%；从年龄构成看，30 岁以下员工 347 人，占 59.32%，30-50 岁之间占 39.32%。

总体看，公司管理层人员专业素质较高，行业经营管理经验丰富；公司员工结构符合劳动密集型企业的一般特点，研发及工程技术人员数量较多，整体文化素质较高。

4. 技术装备及研发水平

公司现有装置均采用万能——日立的 PTA 专有技术，技术处于国际先进水平，具有较强的竞争优势：该技术设计产能大，单位投资成本低，操作安全性高，多段蒸汽回收及物料能耗低；为国内 PTA 装置中首家采用 MOTT 过滤技术的系统，减少了物耗并减轻了污水处理的负荷；为国内 PTA 装置中首家采用废气燃烧系统，在已达标排放的基础上进一步减少了排放；采用了新型的旋转压力过滤机对 PTA 分离单元进行开发，有效降低了能耗及维修费用；在 PTA 制程中首次应用 MA 水解技术回收醋酸和甲醇，降低了醋酸的单耗；使用国内第一套针对 PTA 废水进行回用的中水回用系统，减少了原水、工艺水的制造成本以及废水的外排。

在装置的规模方面，经过多次技术改造，目前整套 PTA 生产装置年设计产能已达 150 万吨，生产稳定性及原材料单耗位居中国 PTA 行业前列。

同时，公司拥有自建专用码头（海沧港区 10 号泊位码头，设计停泊吨位达 5 万吨，占地面积 19.84 公顷）及 PX、醋酸输送管道，配套设施较为完善。此外，公司在建的漳州古雷港区石化码头预计将于 2012 年底投产。项目投产后部分 PX 原料将通过该码头运至漳州 PTA 生产基地。

在研发方面，公司现有 160 人的研发及工程技术团队，以解决生产瓶颈，降低原物料和能源消耗为目标，进行新技术、新工艺的开发。

同时，公司针对性地建立了卓越绩效管理模式，对制程改善和专案工程的规划、执行实施有效控制，使研发体系运作更加规范。

近年来，公司每年都有较大规模的科技研发投入，从 2009 年至 2012 年 9 月底，公司累计研发投入 1.56 亿元，多项技改成果获得了奖励并在生产工艺中得到了应用，并累计获得各级政府奖励资金 1684.55 万元。2011 年，公司实施“利用旧换热器回收 V-511 凝液热能”项目及“尾气干燥机控制阀改造”，取得了良好的经济效益；2012 年以来，公司又分别实施了“废水回用工程膜系统改造”和“干燥机 M621 更新”等项目，以上项目的应用有助于稳定生产、降低能耗，并有效提高 PTA 的产量。截至 2012 年 9 月底，公司拥有“醋酸甲酯水解的工艺改进方法及其设备”发明专利一项。

总体看，公司生产装备技术先进，具有投资省、多段蒸汽回收和能源单耗低等优点；公司研发及工程技术人员数量较多，研发水平较高，并能及时将成果转化到生产中，有效提升了 PTA 生产效率并降低了能源消耗。

5. 安全与环保

翔鹭石化已建成投产的厦门 PTA 项目以及在建的漳州 PTA 项目均取得了国家环保部“符合国家产业政策和清洁生产要求”的批复。其中 2005 年 9 月 1 日，国家环境保护总局出具《负责验收的环境保护行政管理部门意见》，经现场检查，认定公司 PTA 项目工程竣工环保验收合格，准予工程投入运行；针对公司使用的海沧港区 10 号泊位码头，经厦门市监测站验收监测及现场查收，污染物排放符合标准要求，配套的环保设施已同时竣工，同意该项目投入使用；2009 年 1 月 20 日，环保部作出《关于翔鹭石化 150 万吨/年精对苯二甲酸二期项目环境影响报告书的批复》，同意翔鹭漳州项目建设。

近年来，公司积极发展循环经济，持续优化环境保护，同时在已达标排放的基础上大幅

改善空气质量，减少对环境的影响。截至 2012 年 9 月底，公司累计环保投入近 6 亿元。公司每年的环保年审均为合格，且从未出现过被投诉情况。2010 年，公司成为福建省内首家通过福建省危险化学品安全标准化二级企业标准考核的企业；2011 年，公司荣获“十一五全国石油和化学工业环境保护先进单位”称号。

总体看，公司生产项目均有相关部门批复文件，对安全环保工作高度重视、投入较大，安全环保工作效果较明显。

6. 外部环境

公司地处福建省厦门市海沧区，位于厦门市经济特区以及海西经济区的中心地带，紧邻厦门港及厦门机场，交通运输极为便利，区位优势明显。

从公司 PTA 销售区域分布看，近三年，公司在福建省的销售金额占总销售收入的比重均超过了 50%，省内消化了公司一半以上的 PTA 产量，对企业产品的销售提供了最重要的支撑。

公司生产所需的水、电等保障充足；其中，生产所需原水由厦门水务集团从九龙江引水供应，公司的电力供应由国家电网厦门电业局调度所负责调度。2010 年 5 月，国家电监委批准公司为直购电试点企业，对公司购电价格实行优惠。

在政策支持方面，2009 年 5 月，国务院审议通过了《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，支持福建省加快建设海峡西岸经济区，以发挥福建省比较优势，加快现代化基础设施建设，高起点发展特色产业，推动跨省区域合作，先行试验一些重大改革措施。2009 年 11 月 25 日，省政府也相应出台了《福建省石化产业调整和振兴实施方案》，从政策及资金上加大对行业及公司的扶持力度。此外，厦门市经发局、海关等部门对公司 2010 年干燥机技改项目进行了资金扶持，对干燥机进口实行免税优惠；厦门市经发局、财政局对

公司的环保节能项目进行了资金扶持。对于公司位于漳州的 PTA 二期项目,漳州市政府也给予了公司多项优惠政策。

总体看,公司获得外部支持力度较大,为其发展提供了良好的保证。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《公司章程》等有关法规的要求,逐步建立了现代企业制度,完善了法人治理结构。公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司最高权力机构,董事会由公司股东大会选举产生,是生产经营的决策机构。目前董事会由 9 名成员组成,设董事长 1 人。监事会是公司的监督机构,对公司的财务、董事及经营者的行为发挥监督作用。目前公司监事会有 3 名成员组成,设主席 1 人,且其中 1 人为职工代表监事。公司的管理层由总经理及协理组成,由董事会聘任或解聘,总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司现有一支经验丰富的高素质管理团队,并于 2003 年、2005 年和 2009 年分别成功导入了 ERP 系统、办公自动化系统和卓越绩效管理,管理效率较高。

质量管理方面,公司建立推行了包括《检验控制程序》、《关键控制参数一览表》、《产品和原辅料质量规范》等 20 余项质量管理制度。同时,公司积极开展质量及作业技能教育培训,全员参与质量管理并认真开展内审及运行监督。目前,公司产品质量控制标准已超过中国石油化工行业工业用 PTA 标准的要求。2005 年,公司于通过了 ISO9001 质量管理体系认证。

财务管理和资金管理方面,公司已建立了《内部审计监察制度》、《预算编制管理办法》、《现金作业管理》、《票据作业管理》、《贴现与议付作业管理》、《银行存款作业管理》、《资金

调拨作业管理》、《担保与融资管理》、《暂付款管理办法》等资金控制、财务作业及财务决策制度。

总体看,公司已建立了较为健全的法人治理结构,机构设置较为合理,同时建立了一整套管理制度和良好的管理机制,管理水平较高。

七、生产运营

1. 经营现状

公司营业收入包括 PTA 产品销售、PX 原料批发及其他业务收入。2009~2011 年,受益于 PTA 销量的量、价齐升,公司营业收入年均增长 38.67%。从收入构成看,2009 年至今,公司 PTA 销售收入额占营业收入总额的比重保持在 94%以上,公司主业突出。2012 年前三季度,公司 PTA 平均售价较 2011 年下降 16 个百分点,导致板块收入占 2011 年的比重降至 64.70%;2010 年起,公司开始经营 PX 原料批发业务,但业务规模较小,2012 年前三季度板块收入占比小幅上升;公司其他业务主要为 PTA 生产过程中的副产品收入以及租赁收入等。

2009~2010 年,随着国内经济的逐渐复苏和下游纺织、服装业景气度的提升,公司 PTA 产品销售势头良好,板块毛利率较 2009 年上升 5.46 个百分点,至 17.91%;2011 年下半年以来,中国宏观经济增速放缓导致下游对 PTA 需求持续减弱,同时随着逸盛宁波三期、逸盛大化扩产以及三房巷产能的逐步释放,PTA 产能大幅增长使得对下游的议价能力有所弱化,市场竞争程度进一步加剧致使公司 2011 年 PTA 板块毛利率降至 11.66%的水平。2012 年以来,受欧债危机导致出口受损以及国内经济增速放缓、产业结构调整因素的双重影响,下游纺织、服装需求持续下滑,库存上升、开工率不足,而 PTA 产能在 2012 年的集中释放带来 PX 供需矛盾加剧,PTA 行业呈现需求回落、供给增加与原料供应不足的三重压力。受此影

响, 2012 年 1~9 月, 公司 PTA 价格持续震荡下行, 而原料成本仍维持高位震荡, PTA 业务经营出现亏损, 毛利率仅为-0.44%。

公司 PX 原料批发业务主要是在满足生产需求的同时进行的辅助贸易业务。2010 起公司开展 PX 贸易业务, 板块毛利率有所波动。

表 2 2009-2012 年 1-9 月公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1-9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
PTA 产品销售	78.70	99.68	12.45	108.81	94.71	17.91	145.80	96.04	11.66	94.33	94.16	-0.44
PX 原料批发	--	--	--	5.68	4.95	-0.83	5.63	3.71	-3.72	5.38	5.37	3.11
其他业务	0.25	0.32	--	0.40	0.34	--	0.37	0.25	--	0.47	0.47	--
合计	78.95	100.00	12.60	114.89	100.00	17.26	151.81	100.00	11.31	100.18	100.00	0.22

资料来源: 公司提供

注: 公司未对其他业务进行单独成本核算, 故无法计算毛利率

2. PTA 产品销售业务-原料采购

公司日常生产使用原料包括 PX、醋酸等, 其中 PX 为主要原材料, 其成本约占生产总成本的 80%。从 PX 的采购渠道上看, 既有国内的采购又有国外进口。2008 年及之前, PX 的采购以进口为主, 但随着国内市场供应量的增加, 公司内采比重呈上升的趋势, 2011 年公司 PX 的内采率达到 50%左右。

表 3 公司 2009-2012 年 1-9 月原材料 PX 采购情况

项目	PX	
	采购量 (万吨)	采购价格 (元/吨)
2009	88.48	7939
2010	100.87	9600
2011	113.17	11809
2012.1-9 月	83.77	11254

资料来源: 公司提供

注: 采购价格为含税价格

PX 为大宗商品, 其生产企业较为集中(中石油、中石化及国外少数几个生产企业), 再加上 PTA 对 PX 较高的依赖性, 因此公司以及整个 PTA 行业内的企业对 PX 议价能力不足, 处于相对弱势地位。从近些年 PX 价格走势看, 其价格伴随着原油价格的波动而表现出较强的波动性。从公司 PX 采购价格看, 近三年其采购均价呈逐年上升的态势; 2012 年前三季度虽然采购均价有所下降, 但因 PX 供求矛盾加剧(2012 年前三季度 PTA 装置新增产能规模约 750 万吨/年, 而国内 PX 新增产能仅 77 万

吨/年), 降幅仅为 4.70%。PX 价格持续高位运行对公司 PTA 生产成本以及利润空间产生较大的影响。

鉴于 PX 对公司生产经营较大的影响, 公司采取与主要供货商签订长期合约(以年约为主)和少量国内现货购买(PX 贸易采购为现货购买)相结合的采购方式。公司采购以合约采购为主, 确保原材料供给的稳定; 其次, 公司的少部分 PX 在市场价格相对低位时以现货方式买入, 达到降低产品成本的目的。原料采购结算方式均采用预付款结算, 包括银行承兑汇票以及信用证。

表 4 2012 年 1-9 月公司主要原料供应商情况

(单位: 亿元, %)

PX		
供应商	金额	占比
福建联合石油化工有限公司	18.61	19.74
中国海洋石油总公司	9.18	9.74
中国石油化工股份有限公司	8.25	8.75
MTSUBISHI CO.	8.25	8.75
PETROCHEMICAL COMMERCIAL CO.	7.95	8.43
合计	52.24	55.41

资料来源: 公司提供

公司 PX 的主要供应商为福建联合石油化工有限公司、中国海洋石油总公司、中国石油化工股份有限公司、以及国外少数几个生产企业。2012 年前三季度, 公司向前 5 位 PX 供应商的采购额占比达到 55.41%, 对主要供应商具有较强的依赖性。

3. PTA 产品销售业务-生产及销售

公司采用万能——日立的专有技术进行 PTA 的生产。该技术具有装置物耗、能耗低等特点，处于国际先进水平，公司运用该技术生产的产品质量优于行业标准。此外，公司通过聘请国内外专家，从事技术指导、工艺改进以及产品研发方面的工作，对提升产品品质、降低能耗起到了积极作用。截至 2012 年 9 月底，公司 PTA 设计产能 150 万吨/年，主要原材料单耗位居中国 PTA 行业前列，低于其他工艺的单耗水平。

表 5 公司 2009-2012 年 1-9 月 PTA 产、销情况

产品产量	2009	2010	2011	2012.1-9 月
产量(万吨)	131.56	150.13	161.78	125.18
销量(万吨)	129.43	158.15	167.96	131.41
产量行业排名	2	2	4	4
销量行业排名	2	2	4	4

资料来源：中国化纤信息网（www.ccf.com.cn）

注：2010 年以来，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 的销售采取与主要下游厂商签订长期合约（以年约为主）和少量国内现货市场销售相结合的方式。此外 2012 年，公司积极拓展交易所渠道，将渤海商品交易所和郑州商品交易所作为合约销售渠道的有效补充。公司合约销售价格以月初暂定价收款，并按月末结算价最终结算。月初暂定价参考当时的现货价格（现货价格参考 CCF、CCFEI 等国内知名化纤信息网站）以及公司对后市价格走势的判断；月末结算价综合考虑当月的现货均价、月末的现货价格以及公司对后市的价格判断后给出。公司的关联方翔鹭化纤（公司股东）和腾龙特种树脂（厦门）有限公司从事 PTA 下游聚酯等产品的生产，公司也向其关联方销售 PTA 产品。2011 年，公司向两者的销售收入占比分别为 8.13% 和 8.16%，未对关联方销售产生重大依赖。同时，公司的定价方式对关联方客户同样适用，从而保证了交易的公平合理。据公司统计，厦门至江浙地区平均运费为 60~70 元/吨，平均包装成本约 55 元/吨，在对非关联方销售

时，包装费和运费由公司承担，因此公司在销售定价时已将上述成本纳入结算价格；对于关联方销售，公司销往关联方的 PTA 为散装，且关联方翔鹭化纤和腾龙树脂厂址与公司紧邻，从而使公司节省了运费和包装成本，因此在制定销售价格时，节省部分按 110 元/吨从关联方结算价中扣除。

近三年，公司 PTA 销售均价逐年上升，其中 2011 年售价较 2010 年增幅为 19.49%，小于同期 PX 采购均价 23.02% 的增幅；而 2012 年前三季度随着 PTA 行业景气度的持续下滑，公司销售 PTA 均价较 2011 年均价下降 15.97%，降幅远大于 PX 采购降幅（4.70%）。

表 6 公司 2009-2012 年 1-9 月 PTA 平均销售价格

产品价格	2009	2010	2011	2012.1-9 月
价格(元/吨)	7096.20	8499.70	10156.12	8534.23

资料来源：公司提供

注：销售价格为含税价格

从 2009-2011 年销售前五名客户情况看，公司主要客户稳定性较好，福建省金纶高纤股份有限公司、福建百宏聚纤科技实业有限公司、江苏恒力化纤有限公司以及关联方等企业为公司主要的客户。2011 年，公司前五名客户销售收入占比达到 49.54%，客户集中度较高。

表 7 2011 年公司 PTA 销售前五名客户

(亿元、%)

客户名称	销量金额	占比
福建省金纶高纤股份有限公司	24.04	16.49
福建百宏聚纤科技实业有限公司	15.46	10.60
腾龙特种树脂（厦门）有限公司	11.90	8.16
厦门翔鹭化纤股份有限公司	11.85	8.13
江苏恒力化纤有限公司	8.99	6.16
合计	72.24	49.54

资料来源：公司提供

从销售区域分析，公司的客户主要集中在福建省内和江浙地区：2009-2011 年，公司在福建省的销售金额占总金额的比重均超过 50%，在江苏省的销售金额占总金额比重均超过了 40%。这与福建、江苏两省下游聚酯企业数量较多、集中度较高相一致。

4. PX 原料批发业务

2010 年起, 公司开始经营 PX 原料批发业务, 下游主要客户为国内 PTA 生产厂商及 PX 原料贸易商。公司 PX 销售主要采用年度合约、按月定价的方式, 结算方式主要采用银行承兑汇票和国内信用证。

公司 PX 原料批发业务收入占比较小, 虽然 2012 年前三季度板块收入占比小幅上升, 但从公司定位看, 该板块是为了满足生产需求的前提下增加效益, 降低综合的采购成本的一种辅助手段。公司 PX 贸易部分的成本结转是以月份购入的全部 PX 成本进行加权平均。2010~2011 年, 因 PX 价格呈震荡上升趋势, PX 合约采购价格拉高了 PX 成本均价, 故 PX 贸易板块毛利率体现出负值; 2012 年以来, PX 价格整体波动较大, PX 合约价对 PX 全部成本的加权平均价作用有所减弱, 故前三季度板块毛利率由负转正, 其值为 3.11%。

5. 经营效率

2009~2011 年, 公司资产总额年均复合增长 35.36%, 公司所有者权益增长较快, 三年平均增长率为 26.17%。

2009~2011 年, 公司销售债权周转次数、呈下降趋势, 2011 年为 5.25 次; 因 2010 年起公司开展 PX 原料批发业务, 且小部分 PTA 通过现货或期货方式购买出售, 公司存货周转次数有所上升, 2011 年为 19.09 次; 总资产周转次数波动上升, 三年平均值为 1.53 次, 2011 年为 1.57 次。

总体上, 公司经营效率正常。

6. 在建工程及未来发展

公司在建项目主要是漳州二期年产 150 万吨 PTA 项目以及漳州古雷港区石化码头项目。为进一步巩固和加强在 PTA 行业中的优势地位, 公司启动了翔鹭漳州 150 万吨/年 PTA 项目。该项目计划总投资 49.67 亿元, 其中公司自有资金 16.56 亿元, 其余 33.11 亿元由银行

提供项目贷款, 公司已与相关贷款银行签订了项目贷款协议。截至 2012 年 9 月底, 项目已到位资金 45.87 亿元 (其中预付设备款 20.03 亿元), 剩余 3.80 亿元将在 2012 年底前全部投入。项目总用地面积 43.36 公顷, 并于 2010 年 3 月正式启动。截至 2012 年 9 月底, 大部分设备已进行安装, 其它相关的配套工程建设也在快速推进, 预计 2012 年底完成工程建设并开始投入生产。项目建成后, 公司 PTA 年总产能将达到 300 万吨。

项目建成后, 每年需原材料 PX 约 99 万吨。作为项目主要原材料的配套项目, 公司的关联企业腾龙芳烃 (漳州) 有限公司 (公司全资子公司翔鹭漳州持有其 5.50% 的股权) 正紧邻该 PTA 项目建设年产 80 万吨 PX 工程项目。该 PX 项目拟投资 137.84 亿元, 占地面积 150.69 公顷。截至 2012 年 9 月底, 项目已接近尾声, 各项主要装置已陆续安装, 并开始设备检测吹扫工作, 预计 2012 年 12 月底可试生产。PX 项目建成后, 其 PX 将通过专用管道直接输送至翔鹭漳州 PTA 生产线, 以作为 PTA 的主要原料来源, 不足的部分由翔鹭漳州对外采购。关联方 PX 项目的建设将稳定该 PTA 项目的原材料来源, 减少原材料价格波动的影响, 保证原材料供应的及时性和充足性。

漳州古雷港区石化码头项目包括南 2 号液体化工码头、后方液体化工罐区以及南 9 号泊位工程。项目总投资 22.63 亿元, 其中自有资金 8.03 亿元, 于 2009 年 5 月开工建设, 截至 2012 年 9 月底已投资 14.46 亿元, 未到位 8.17 亿元资金将于 2012 年底前全部投入, 项目预计将于 2012 年底全部完工。项目收入为码头经营、罐区仓储及泊位出租收入。

整体看, 2012 年第四季度两个在建项目仍需融资 11.97 亿元, 面临一定的筹资压力; 2012 年底上述两个项目投产后, 2013 年公司尚无其他重大项目投资规划, 预计未来债务负担将有所下降。

总体看, 2011 年下半年以来, 欧债危机、

国内经济增速放缓对纺织服装业产生较大冲击,同时 PTA 新增产能的集中释放使原材料供需矛盾加剧;在 PTA 行业景气度大幅波动的情况下,公司整体产销率仍维持较好水平,但 2012 年前三季度,公司 PTA 业务出现亏损,面临一定的经营压力;未来随着二期年产 150 万吨 PTA 项目的建成投产,公司规模优势将得到巩固提升,同时关联方 PX 项目的投产将使公司拥有可靠的原料保障及运输成本优势,以应对不断加剧的 PTA 市场竞争;2012 年第四季度,公司在建项目仍需 11.97 亿元融资,公司面临一定的筹资压力。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2009~2011 年财务报表已经天健正信会计师事务所审计,并均出具了标准无保留意见的审计结论,公司 2012 年三季度财务数据未经审计。其中 2009 年的财务数据为追溯调整后的财务数据;2011 年,公司新增合并范围子公司 3 家,但合并范围变化对财务数据影响较小,三年财务数据的可比性仍较强。

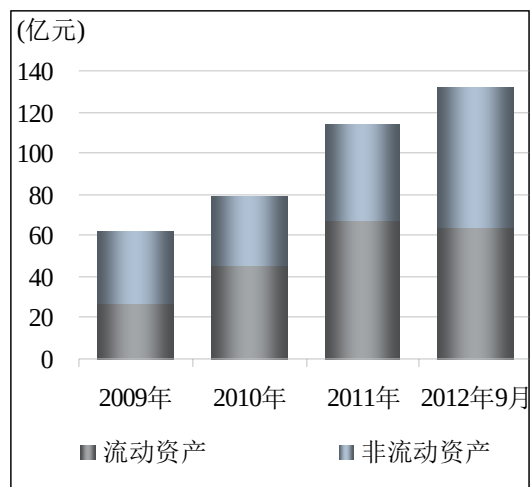
截至 2011 年底,公司合并资产总额 114.04 亿元,所有者权益 54.19 亿元;2011 年公司实现营业收入 151.81 亿元,利润总额 14.36 亿元。

截至 2012 年 9 月底,公司合并资产总额 132.62 亿元,所有者权益 51.08 亿元;2012 年 1~9 月,公司实现营业收入 100.18 亿元,利润总额-1.46 亿元。

2. 资产质量

2009~2011 年,随着经营规模的扩张以及项目投资的增长,公司资产总额实现较快增长,年均增速 35.36%。截至 2011 年底,公司合并资产总额 114.04 亿元,其中流动资产占 58.93%,公司资产以流动资产为主。

图7 2009~2012年9月底公司资产结构情况

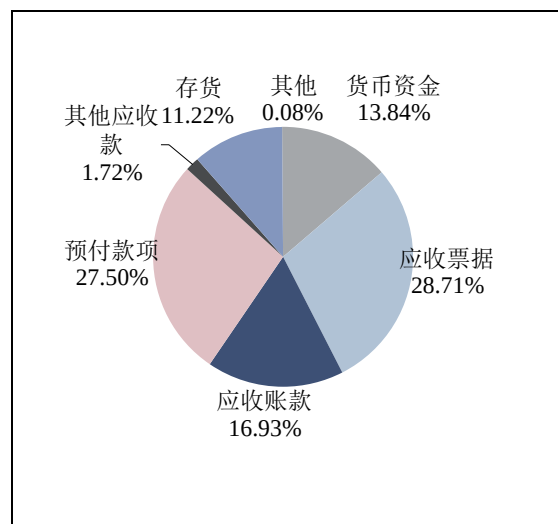


资料来源: 根据公司财务报表整理

流动资产分析

近三年,因经营规模扩大导致应收类资产及预付款项规模逐年快速增长,公司流动资产年均复合增长率 57.11%,截至 2011 年底为 67.20 亿元,以应收票据、预付款项、应收账款、货币资金和存货为主。

图8 2011年底公司流动资产构成情况



资料来源: 根据公司财务报表整理

截至 2011 年底,公司货币资金 9.30 亿元,其中银行存款占 93.55%,其余为其他货币资金,占 6.45%;公司其他货币资金为银行承兑汇票保证金及期货交易保证金。

截至 2011 年底,公司应收票据 19.29 亿元,

其中国内信用证占 68.27%，其余为银行承兑汇票，占 31.73%。截至 2011 年底，公司应收账款账面余额 11.41 亿元，从需计提坏账准备的应收账款账龄来看，全部为 6 个月以内，应收账款账龄短，公司按 0.50% 的比例对该部分计提了相应的坏账准备；2011 年，公司应收账款净额 11.38 亿元，其中 5.35 亿元为收到的非关联方的未承兑国内信用证，该部分应收账款回收有保障。从集中度来看，公司应收账款前五名单位合计金额占 76.98%，集中度高，且关联方应收账款占 55.51%。但由于这些单位为公司的关联方或资质较好且与公司保持长期的合作关系的公司，故发生坏账的可能性较小。

表 8 公司 2011 年应收账款前五名主要债务人明细
(单位 亿元、%)

单位名称	金额	所占比例
厦门翔鹭化纤股份有限公司	5.62	49.22
福建省金纶高纤股份有限公司	1.04	9.08
江苏恒力化纤有限公司	0.84	7.35
腾龙特种树脂(厦门)有限公司	0.72	6.29
福建百宏聚纤科技实业有限公司	0.57	5.04
合计	8.78	76.98

资料来源：公司财务报表附注

2011 年因 PTA 市场需求好转、销量增加，公司应收票据、应收账款同比分别增长 14.19% 和 9.29%，均远小于同期营业收入 32.13% 的增幅。

公司预付款项主要是预付的工程设备款及部分原材料采购款。截至 2011 年底，公司预付款项 18.48 亿元，较 2010 年底增长 156.38%，主要是预付土地出让金、预付特许权使用费及货款、设备款的增长；从账龄看，1 年以内占 88.35%、1-2 年占 11.65%，整体账龄较短。

截至 2011 年底，公司存货账面余额 7.54 亿元，其中原材料占 53.71%，产成品占 33.16%。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2011 年底，公司其他应收款 1.16 亿元，主要是与关联方腾龙芳烃（漳州）有限公

司的往来款以及押金、保证金。

非流动资产分析

近三年，主要受固定资产波动增长，截止 2011 年底，公司非流动资产合计 46.84 亿元，主要由固定资产和在建工程构成，两者占比分别为 59.18% 和 38.06%。

2009~2011 年，由于公司进入相对稳定的生产运营阶段，固定资产增加额较小，在公司计提折旧和减值准备后固定资产金额呈下降的态势。截至 2011 年底，公司固定资产原价合计 52.80 亿元，主要由机器设备（占 94.91%）和房屋及建筑物（占 4.34%）组成；公司固定资产累计折旧 24.70 亿元、减值准备 0.38 亿元，固定资产成新率 52.50%。

截至 2011 年底，公司在建工程 17.83 亿元，为对漳州二期 PTA 项目及漳州古雷港区石化码头项目的投资。

截至 2011 年底，公司无形资产账面原价 1.25 亿元，由土地使用权和软件构成；因正常摊销，公司无形资产账面价值 0.98 亿元，较 2010 年底略有所减少。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 132.62 亿元，较 2011 年底增长 16.30%，主要是在建项目投资增长所致；资产结构中非流动资产占比相应升至 51.72%。截至 2012 年 9 月底，预付工程、设备款及原料采购款增加导致公司预付款项较 2011 年底增长 32.87%；2012 年，因公司 PX 贸易量增加以及 PTA 销量超过产品产量 6.23 万吨中部分反映为去库存效益，公司存货较 2011 年底大幅下降 61.09 个百分点，其中原材料较 2011 年底减少 2.78 亿元、产成品减少 1.79 亿元；公司长期股权投资 3.06 亿元，主要是 2012 年新增对腾龙芳烃（漳州）有限公司的投资。

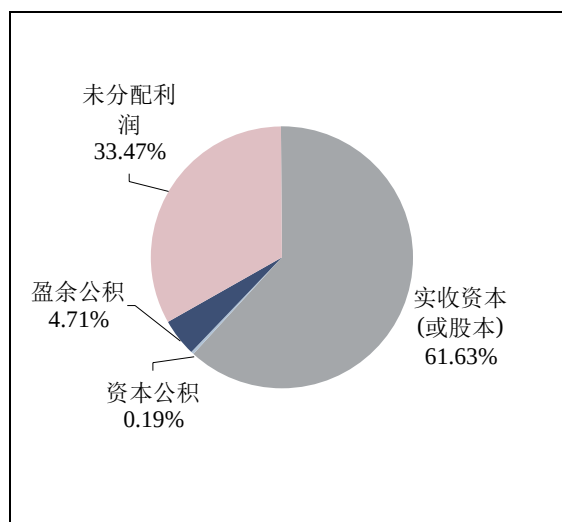
总体看，公司资产构成符合一般生产型企业的特点；流动资产以应收类资产、预付款项和货币资金为主；公司存货以原材料和产成品为主，由于公司存货周转较快，原料和产成品均在当月末结算，存货价格基本反映最新市场

价格，故公司未对存货计提跌价准备。综合考虑，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

图9 2011年底公司所有者权益构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2009~2011年，由于盈利能力的增强，公司所有者权益实现较快增长；所有者权益构成有所变化，未分配利润占比逐年增加。截至2011年底，公司所有者权益合计54.19亿元，其中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占61.63%、0.19%、4.71%和33.47%，所有者权益稳定性偏弱。

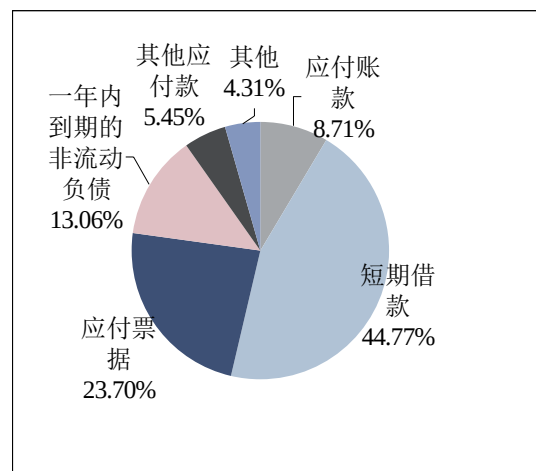
截至2012年9月底，因公司出现亏损，未分配利润规模下降导致公司所有者权益合计较2011年底下降5.75个百分点；所有者权益构成中，未分配利润占比降至29%。

负债

近三年，经营规模扩大及在建项目投资增长导致公司负债总额快速增长。截至2011年底，公司负债合计59.85亿元，其中流动负债占70.26%，公司负债以流动负债为主。

2009~2011年，公司流动负债年均增长39.12%，截至2011年底为42.05亿元，主要由短期借款（占44.77%）、应付票据（占23.70%）和一年内到期的非流动负债（占13.06%）构成。

图10 2011年底公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

截至2011年底，公司应付票据9.97亿元，其中信用证占62.79%，剩余为银行承兑汇票；公司应付账款3.66亿元，无账龄超过一年的大额应付账款。应付款中应付关联方款项0.52亿元，占比14.21%。

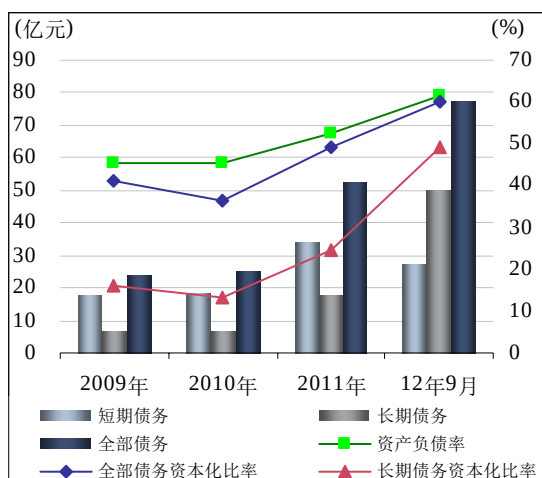
截至2011年底，公司一年内到期的非流动负债5.49亿元，为即将到期的长期借款的转入；公司其他应付款2.29亿元，其中1.10亿元为应付关联方腾龙芳烃（漳州）有限公司的工程代垫款。

截至2011年底，公司非流动负债17.80亿元，其中长期借款17.79亿元，非流动负债以长期借款为主。

随着负债规模的快速增长，公司全部债务年均增长47.57%，截至2011年底为52.07亿元。其中短期债务占65.84%。

2009~2010年，公司资产负债率保持稳定，2011年其值升至52.48%；近三年，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率呈波动上行的态势，三年平均值分别为19.48%和43.75%，2011年底分别为24.71%和49.00%，负债水平尚在合理范围。

图 11 2009~2012 年 9 月公司债务负担情况



资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 81.55 亿元，较 2011 年底大幅增长 36.26%，主要是长期项目借款及本年度发行了金额 8 亿元的中期票据所致；非流动负债占比大幅升值 60.99%，公司债务结构有所优化；债务负担方面，因 2012 年大幅度举债，公司资产负债率、长期债务资本化比率及全部债务资本化比率较 2011 年底均有不同程度的上升，截至 2012 年 9 月底分别为 61.49%、49.33%和 60.21%。从变动较大的科目情况看，公司短期、长期借款较 2010 年底分别增长 59.78%和 135.00%，主要是 150 万吨 PTA 二期项目投资资金需求增长所致；公司应付账款较 2010 年增长 121.51%，主要是应付 PTA 二期项目工程款增长所致；公司其他应付款较 2010 年底增长 201.82%，主要是关联企业腾龙芳烃代垫 PTA 二期码头建设工程款增长所致。

总体看，2012 年随着公司在建项目融资金额增长，公司债务水平上升快，债务负担较重。

4. 盈利能力

2009~2011 年，主要受益于公司 PTA 销售量、价齐升，公司营业收入年均复合增长 38.67%；同期，公司营业成本年均增速（39.69%）略快于收入增速。受此影响，近三年公司营业利润率波动下降，2011 年为

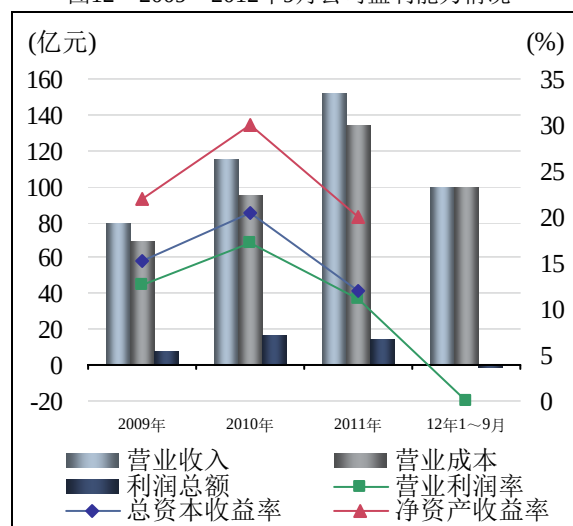
11.01%。

近三年，公司三项期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）整体规模较小，且呈逐年下降的趋势。2011 年，三项费用合计 2.05 亿元，占营业收入的比重仅为 1.35%，其中销售费用占 49.19%、管理费用占 52.81%。2011 年，公司财务费用为负，主要是进口 PX 原料过程中人民币对美元汇率上升产生的汇兑收益规模较大所致。总体看，公司对期间费用控制好。

公司通过期货卖空套保（套保规模约 5 万吨左右，与 PTA 存货规模相匹配）以对现货头寸进行风险平衡。2009~2011 年，现货、期货价格均呈上涨态势，故期货卖空套保出现亏损，公司投资收益均为负值；2012 年前三季度，PTA 价格震荡下行，公司卖空套保实现正的投资收益。2012 年前三季度，投资收益对公司营业利润有一定程度的影响。

从盈利指标看，随着 PTA 行业景气度的波动，公司总资产收益率和净资产收益率均呈震荡下行的趋势，两者三年均值分别为 15.19%和 23.46%，2011 年分别为 12.01%和 20.08%。公司整体盈利能力有所下滑。

图 12 2009~2012 年 9 月公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2012 年前三季度，下游纺织服装业需求低迷使得公司产品价格较 2011 年有较大幅度的

下滑，而 PX 价格仍处于高位震荡。在面临上下游的双重挤压以及财务费用同比大幅上升的形式下，2012 年 1~9 月公司营业利润-1.83 亿元，利润总额-1.46 亿元，公司经营出现亏损，面临较大的压力；公司营业利润率降至 0.09%，较 2011 年大幅减少 10.92 个百分点。

总体看，2011 年以来，公司盈利能力快速下滑；2012 年前三季度，上下游的双重挤压以及财务费用同比大幅上升使得公司呈现亏损态势，公司面临较大的经营压力。

5. 现金流

经营活动方面，近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增速快于收入增幅，现金收入比波动增长，三年均值为 110.87%，2011 年为 115.33%，公司现金收入实现质量良好；2010 年，因经营性应付项目增加，公司经营净现金流同比增长 65.30%，升至 9.37 亿元；2011 年，该值保持相对稳定。

投资活动方面，公司投资活动现金流入较少，且主要来自收回的套期保值期货交易保证金；支付的保证金对应科目相应计入投资支付的现金科目。近三年，公司漳州二期 PTA 及漳州古雷港区石化码头项目投资逐年规模增长，致使投资活动产生的现金流量均为负值，2011 年为-27.16 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入和流出主要来自增加银行借款和偿还债务。2011 年因项目投资金额较大，公司筹资活动净流入 22.09 亿元。

2012 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 106.62 亿元和 2.74 亿元，现金收入比降至 105.59%。公司整体经营活动获现能力有所减弱；同期，公司投资规模持续增长，投资活动净现金流出达 29.16 亿元；2012 年 1~9 月，公司吸收投资收到现金 7.88 亿元，为 2012 年发行的第一期 8 亿元中期票据，筹资活动净流入 21.49 亿元。

总体看，近三年，公司经营活动净现金流

逐年增长，经营活动获现能力较强；随着在建项目的大规模投资，公司对外筹资压力显著上升；但项目投产后公司无重大项目规划，筹资需求将明显下降。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2009~2011 年，公司流动比率和速动比率逐年增长，2011 年底两项指标分别为 159.82%和 141.89%，截至 2012 年 9 月底，两者分别攀升至 201.25%和 192.03%，公司短期偿债指标较好；同期，公司经营现金流动负债比有所波动，三年均值为 25.98%，2011 年为 22.40%，但仍处于较好水平。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年，公司 EBITDA 波动增长，2011 年 EBITDA 为 18.68 亿元；近三年，公司全部债务/EBITDA 波动中小幅上升，三年均值为 2.15 倍，2011 年为 2.79 倍；EBITDA 利息倍数波动较大，三年均值为 13.11 倍，2011 年为 9.94 倍。总体看，公司 EBITDA 对全部债务及利息的保障能力较强。但考虑到 2012 年以来，公司债务负担增长快，同时受行业景气度下行影响，利润总额为负，企业出现亏损，公司长期偿债能力或将有所下降。

截至 2012 年 9 月底，公司未对外提供担保。

截至 2011 年 9 月底，公司已获得授信总额约为 146.01 亿元，已使用信用额度 75.92 亿元，尚未使用信用额度 70.09 亿元，其间接融资渠道畅通。

7. 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 B-201211508314），截至 2012 年 11 月 27 日，公司存在一笔金额为 879.91 万元的已结清不良信贷信息¹；近三年无到期的债务融

¹ 根据公司和中国农业银行股份有限公司厦门直属支行出具的相关说明，该笔不良贷款形成原因为农业银

资工具。

8. 抗风险能力

公司是中国主要 PTA 生产企业,在规模经济、技术装备水平、研发水平、品牌知名度等方面具备较强综合竞争优势;公司机构设置较为合理,同时建立了一整套管理制度和良好的管理机制,管理水平较高;近三年,随着公司生产、销售规模的扩大,公司营业收入逐年较快增长,利润规模波动上升。

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、本期中期票据偿还能力分析

公司本期中期票据发行额度 7 亿元,占 2012 年 9 月底长期债务、全部债务的比重分别为 14.08%和 9.06%,本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小。

截至 2012 年 9 月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 61.49%和 60.21%。以 2012 年 9 月底财务数据为基础,本期中期票据发行后,公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 63.42%和 62.27%,公司债务负担加重;考虑到公司本期中期票据募集资金中的部分用于置换银行借款,公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

2009~2011 年,公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 12.61 倍、17.10 倍和 25.07 倍;公司经营活动获取的现金流量净额逐年增长,分别为本期中期票据发行额度的 0.81 倍、1.34 倍和 1.35 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

2009~2011 年,公司 EBITDA 分别是本期中期票据的 1.72 倍、2.98 倍和 2.67 倍,对

本期中期票据覆盖程度较高。

总体看,本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小;EBITDA 及经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较高。

十、结论

2011 年下半年以来,下游纺织服装业国内、国外需求减弱效应逐步向上游传导,PTA 价格持续下挫,行业景气度下行;2012 年 PTA 新增产能(约 1000 万吨)的集中释放加剧了行业竞争格局。

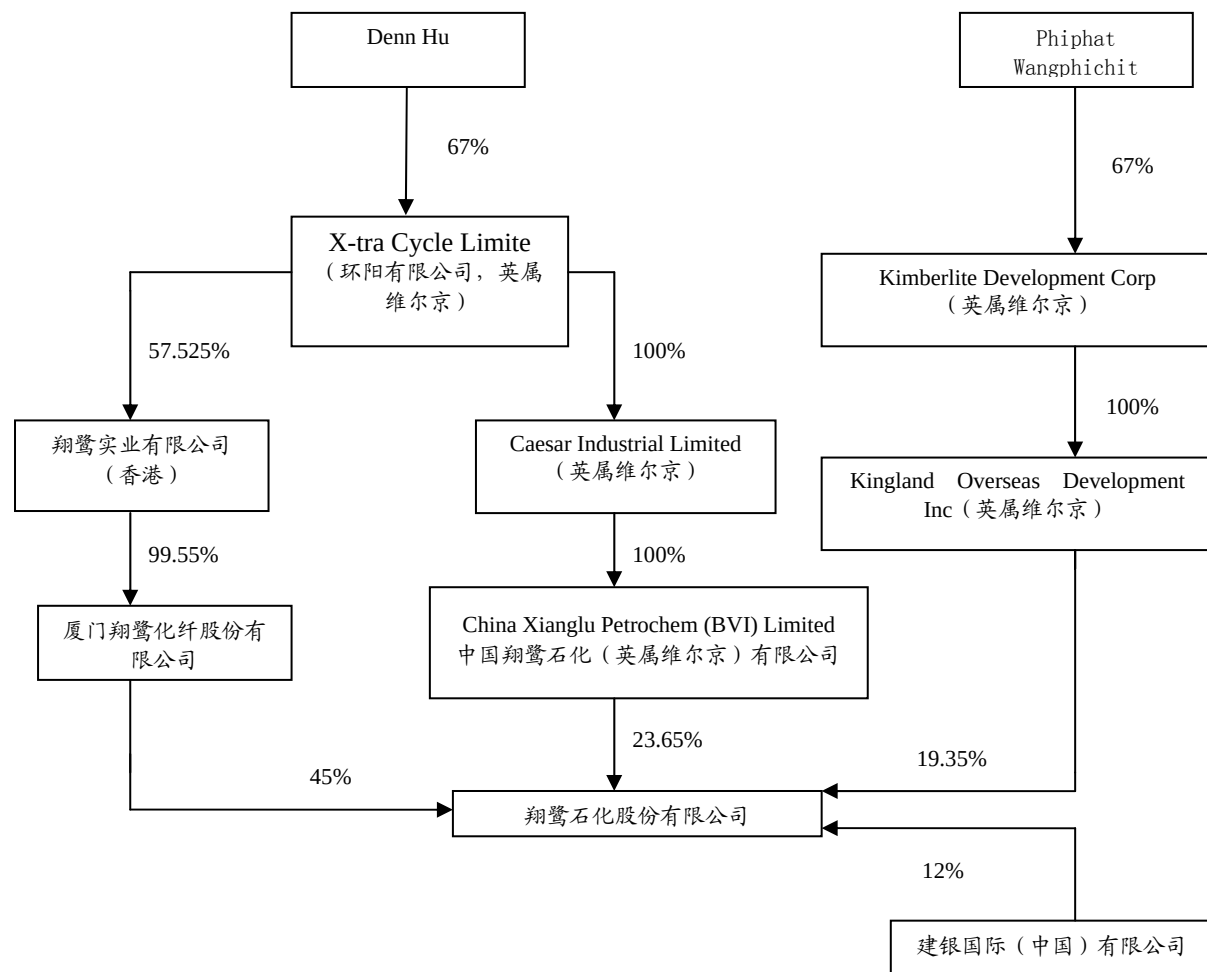
公司作为中国主要的 PTA 生产企业,在规模经济、技术装备水平、研发水平、品牌知名度等方面具备较强的竞争优势。近年来,随着公司生产、销售规模的扩大,公司营业收入逐年较快增长,2011 年以来在 PTA 景气度波动的状况下,公司整体产销率仍维持较高水平,但原材料 PX 成本高位波动、PTA 价格下滑使营业利润率呈持续下降态势,2012 年前三季度公司出现亏损,公司面临一定的经营压力。公司 150 万吨 PTA 二期项目即将投产,规模优势将进一步增强;虽然关联企业 PX 配套项目可为公司二期 150 万吨 PTA 提供可靠的原料保障,但公司产品结构单一,PTA 行业景气度持续低迷、市场竞争加剧。

目前,公司债务水平上升较快,债务负担趋重;短期偿债能力较强;公司经营性现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较高。

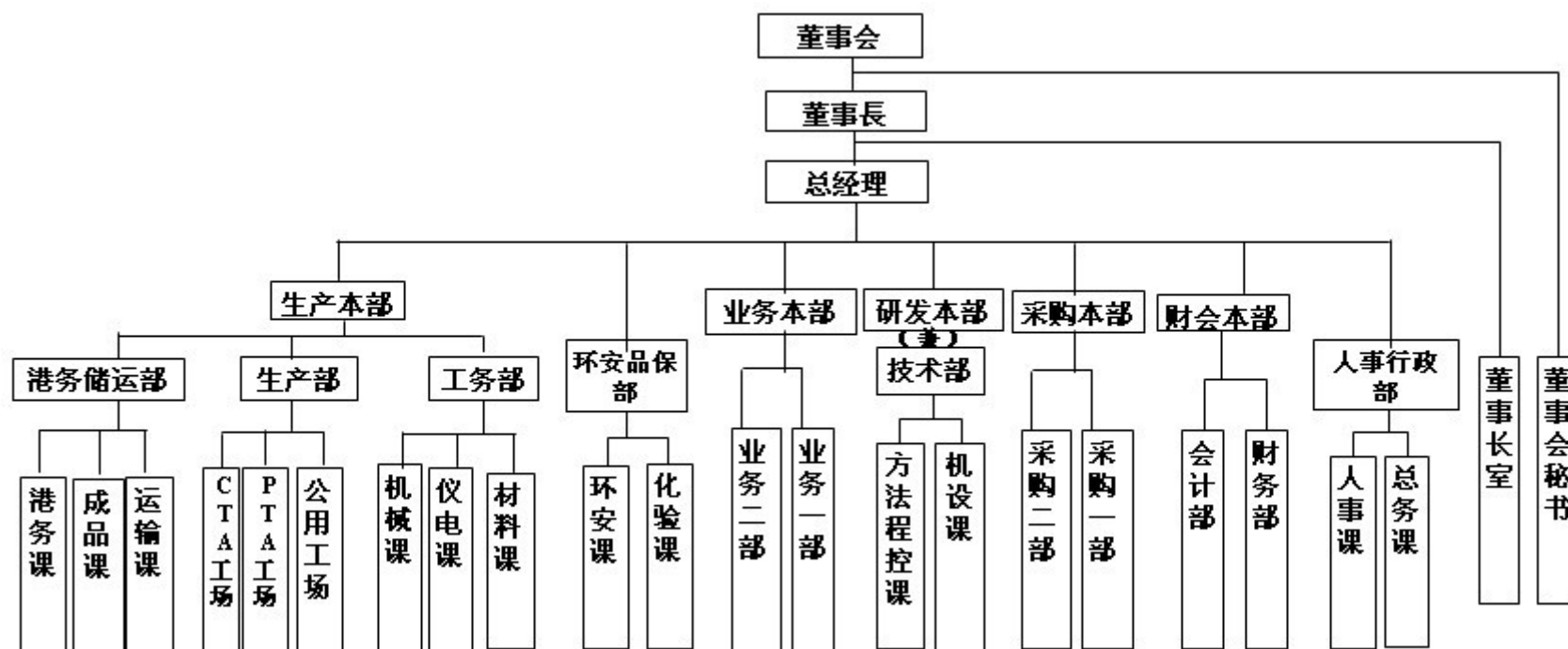
总体看,本期中期票据到期不能偿付的风险低。

行系统无法体现异地票据延迟导致的逾期,非公司主观恶意逾期。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	38089.12	49540.96	92982.62	56.24	41288.57
交易性金融资产	0.00	173.00	507.01		3792.32
应收票据	66219.83	168949.02	192927.52	70.69	170687.25
应收账款	56164.11	104114.28	113787.39	42.34	132397.73
预付款项	58255.38	72095.90	184836.37	78.13	245592.17
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	1305.79	895.67	11557.48	197.51	17149.27
存货	52222.40	65656.39	75414.54	20.17	29344.54
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	272256.62	461425.21	672012.92	57.11	640251.85
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	0.00	100.00	430.00		30580.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	333979.67	308554.10	277187.05	-8.90	253750.19
在建工程	4745.91	10908.34	178253.52	512.86	388246.14
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		3.46
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	10487.59	10100.24	9768.31	-3.49	10657.62
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	926.61	1124.48	2745.20	72.12	2745.20
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	350139.78	330787.17	468384.08	15.66	685982.61
资产总计	622396.40	792212.38	1140397.00	35.36	1326234.46

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	120358.57	95948.22	188261.70	25.07	173560.52
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	53737.80	89427.36	99670.80	36.19	102151.89
应付账款	32883.41	34796.25	36613.12	5.52	44894.22
预收款项	2044.67	2711.04	2765.33	16.30	2715.39
应付职工薪酬	1395.06	5844.56	5198.08	93.03	96.64
应交税费	2551.43	26749.64	8472.60	82.23	-25950.79
应付利息	328.14	274.40	1677.77	126.12	2003.35
应付股利	0.00	20777.80	0.00		0.00
其他应付款	3666.59	17908.43	22913.67	149.99	18663.72
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	54900.00		0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
流动负债合计	216965.68	294437.69	420473.08	39.21	318134.93
非流动负债：					
长期借款	65000.00	65000.00	177868.89	65.42	418418.21
应付债券	0.00	0.00	0.00		78900.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	20.00	20.00	0.00	-100.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	41.52	126.75		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	65020.00	65061.52	177995.64	65.46	497318.21
负债合计	281985.68	359499.21	598468.72	45.68	815453.14
所有者权益：					
实收资本(或股本)	334000.00	334000.00	334000.00	0.00	334000.00
资本公积	660.26	791.74	1040.52	25.54	660.26
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
专项储备	0.00	0.00	0.00		0.00
盈余公积	529.65	14101.90	25505.89	593.95	25505.89
未分配利润	5220.81	83819.54	181381.87	489.42	150615.17
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	340410.72	432713.17	541928.28	26.17	510781.32
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	340410.72	432713.17	541928.28	26.17	510781.32
负债和所有者权益总计	622396.40	792212.38	1140397.00	35.36	1326234.46

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	789511.47	1148931.31	1518104.26	38.67	1001814.43
减: 营业成本	690057.62	949935.02	1346437.98	39.69	999635.81
营业税金及附加	219.07	1146.68	4541.62	355.31	1291.76
销售费用	7642.88	8978.39	10069.60	14.78	8054.37
管理费用	3291.90	5944.83	10811.72	81.23	5129.49
财务费用	14344.75	7099.04	-410.28		15219.42
资产减值损失	0.00	167.40	198.62		0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		45.80
投资收益	-633.08	-5378.76	-3399.31	131.72	9208.77
其中: 对合营企业投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	73322.15	170281.18	143055.69	39.68	-18261.84
加: 营业外收入	3709.20	1350.30	680.32	-57.17	3692.86
减: 营业外支出	1760.41	5118.75	110.84	-74.91	28.11
其中: 非流动资产处置损失	2.59	4946.42	10.92	105.30	0.00
三、利润总额	75270.94	166512.74	143625.17	38.13	-14597.09
减: 所得税费用	267.29	36563.97	34814.24	1041.28	169.62
四、净利润	75003.66	129948.77	108810.93	20.45	-14766.70
其中: 归属于母公司的净利润	75003.66	129948.77	108810.93	20.45	-14766.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00		0.00

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	869563.91	1194066.51	1750880.71	41.90	1057860.46
收到的税费返还	1909.50	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	10898.20	3143.72	4208.12	-37.86	8361.41
经营活动现金流入小计	882371.61	1197210.24	1755088.82	41.03	1066221.88
购买商品、接受劳务支付的现金	790453.54	1032693.00	1540349.00	39.60	949595.09
支付给职工以及为职工支付的现金	4112.59	3739.64	9246.56	49.95	5976.69
支付的各项税费	19772.75	54599.74	88003.64	110.97	33689.08
支付其他与经营活动有关的现金	11336.28	12457.32	23291.51	43.34	49522.44
经营活动现金流出小计	825675.15	1103489.70	1660890.71	41.83	1038783.31
经营活动产生的现金流量净额	56696.46	93720.54	94198.11	28.90	27438.57
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	4576.07	16057.32	21403.87	116.27	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	11.18	0.16	21.06	37.27	16.35
处置子公司及其他单位收到的现金净额	521.08	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流入小计	5108.33	16057.48	21424.93	104.80	16.35
购建固定资产、无形资产等支付的现金	5581.02	37730.35	245902.01	563.78	257664.82
投资支付的现金	5223.38	26547.18	30710.37	142.47	33921.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	16405.90		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	10804.40	64277.53	293018.27	420.77	291585.82
投资活动产生的现金流量净额	-5696.07	-48220.05	-271593.34	590.51	-291569.47
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00		78800.00
取得借款收到的现金	643148.49	263753.14	858510.37	15.54	795026.60
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	900.00		0.00
筹资活动现金流入小计	643148.49	263753.14	859410.37	15.60	873826.60
偿还债务支付的现金	693043.83	288163.49	596829.79	-7.20	624305.50
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14343.64	9730.28	33414.20	52.63	33011.33
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	8300.00		1564.93
筹资活动现金流出小计	707387.47	297893.76	638543.98	-4.99	658881.76
筹资活动产生的现金流量净额	-64238.98	-34140.63	220866.39		214944.84
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-664.75	91.98	-29.49	-78.94	-2508.00
五、现金及现金等价物净增加额	-13903.35	11451.84	43441.66		-51694.05
加: 期初现金及现金等价物余额	51992.47	38089.12	49540.96	-2.39	92982.62
六、期末现金及现金等价物余额	38089.12	49540.96	92982.62	56.24	41288.57

附件 4-2 公司合并现金流量表补充表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	75003.66	129948.77	108810.93	20.45
加: 资产减值准备	0.00	167.40	198.62	
固定资产折旧及其他	31338.67	32075.69	31915.78	0.92
无形资产摊销	346.46	368.79	369.15	3.22
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	2.59	4946.25	6.30	56.01
固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	
财务费用	13929.01	6482.54	-430.40	
投资损失	633.08	5378.76	3399.31	131.72
递延所得税资产减少	-37.39	-197.87	-426.90	237.90
递延所得税负债增加	0.00	0.00	85.23	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-25604.45	-13433.98	-9758.15	-38.27
经营性应收项目的减少	-58848.02	-142646.38	-27649.18	-31.46
经营性应付项目的增加	19618.45	70630.56	-12322.59	
其他	314.40	0.00	0.00	-100.00
经营活动产生的现金流量净额	56696.46	93720.54	94198.11	28.90
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	38089.12	49640.96	92982.62	56.24
减: 现金的期初余额	51992.47	38089.12	49540.96	-2.39
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	-13903.35	11551.84	43441.66	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	6.45	5.81	5.24	5.65	--
存货周转次数(次)	13.21	16.12	19.09	17.02	--
总资产周转次数(次)	1.27	1.62	1.57	1.53	--
现金收入比(%)	110.14	103.93	115.33	110.87	105.59
盈利能力					
营业利润率(%)	12.57	17.22	11.01	13.18	0.09
总资本收益率(%)	15.23	20.47	12.01	15.19	--
净资产收益率(%)	22.03	30.03	20.08	23.46	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	16.03	13.06	24.71	19.48	49.33
全部债务资本化比率(%)	41.26	36.65	49.00	43.75	60.21
资产负债率(%)	45.31	45.38	52.48	48.91	61.49
偿债能力					
流动比率(%)	125.48	156.71	159.82	152.02	201.25
速动比率(%)	101.41	134.42	141.89	131.55	192.03
经营现金流动负债比(%)	26.13	31.83	22.40	25.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.04	21.09	9.94	13.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.99	1.20	2.79	2.15	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.21	0.18	-0.34	-0.07	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.89	4.70	-16.27	-5.95	--
本期中期票据偿债能力					
EBITDA/本期中期票据发行额度(倍)	1.72	2.98	2.67	2.57	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.61	17.10	25.07	20.19	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.81	1.34	1.35	1.24	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	0.73	0.65	-2.53	-0.93	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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	
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%
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/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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+应付票据+一年内到期的长期(非流动) 负债

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 7 中长期债券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，中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 翔鹭石化股份有限公司 2012 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

翔鹭石化股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。翔鹭石化股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，翔鹭石化股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注翔鹭石化股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现翔鹭石化股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如翔鹭石化股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送翔鹭石化股份有限公司、主管部门、交易机构等。

