

跟踪评级公告

联合〔2019〕1094号

唐山三友化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对唐山三友化工股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的“15 三友 01”、“15 三友 02”、“18 三友 01”、“18 三友 03”和“19 三友 01”进行跟踪评级，确定：

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”

唐山三友化工股份有限公司公开发行的“15 三友 01”、“15 三友 02”、“18 三友 01”、“18 三友 03”和“19 三友 01”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

唐山三友化工股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：**AA+** 评级展望：**稳定**
跟踪评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**
上次评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**
债项信用等级：**AA+**

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 三友 01	0.15 亿元	5 年	AA+	AA+	2018.6.6
15 三友 02	5 亿元	7 年	AA+	AA+	2018.6.6
18 三友 01	6 亿元	5 年	AA+	AA+	2018.6.12
18 三友 03	6 亿元	5 年	AA+	AA+	2018.11.2
19 三友 01	6 亿元	5 年	AA+	AA+	2019.3.6

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	240.90	253.37	270.61
所有者权益 (亿元)	106.33	117.79	120.01
长期债务 (亿元)	37.04	42.36	47.64
全部债务 (亿元)	84.39	86.94	98.59
营业收入 (亿元)	201.96	201.74	51.81
净利润 (亿元)	20.14	17.02	2.22
EBITDA (亿元)	39.16	34.79	--
经营性净现金流 (亿元)	14.74	18.04	2.28
营业利润率 (%)	26.24	25.59	18.82
净资产收益率 (%)	22.27	15.18	1.87
资产负债率 (%)	55.86	53.51	55.65
全部债务资本化比率 (%)	44.25	42.46	45.10
流动比率 (倍)	0.76	0.87	0.96
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.46	0.40	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.59	9.01	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.69	1.50	--

注：1、公司 2019 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化；
2、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款中 3、5 年期融资款已计入长期债务。

评级观点

跟踪期内，唐山三友化工股份有限公司（以下简称“公司”或“三友化工”）在生产规模、成本控制、产品价格、市场占有率等方面仍保持了较强的综合竞争优势。2018 年，公司 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目达产，随着公司生产规模的进一步扩大，公司规模经济效益明显。随着国内有机硅行业景气度回升，带动公司有机硅业务相关产品盈利水平提高。2018 年，公司继续保持良好的经营业绩，经营现金流状况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司产品价格和原材料价格存在波动风险；部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险；环保政策趋严导致的环保风险加大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司投产项目产能完全释放，将进一步提升公司的行业地位，有利于公司整体经营业绩继续向好发展。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 三友 01”、“15 三友 02”、“18 三友 01”、“18 三友 03”和“19 三友 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2018 年，公司 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目达产，公司纯碱、粘胶短纤的产能规模仍位居国内领先地位。公司有机硅单体年产能 20 万吨，是华北最大的有机硅生产基地。随着公司生产规模的进一步扩大，公司规模经济效益明显。

2. 2018 年，公司仍保持以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系，有效实施资源的循环利用和能量的梯级利用。

3. 2018年,有机硅行业景气度较高,带动公司有机硅业务相关产品盈利水平提高。同时公司产品产能利用率、产销率仍保持较高水平,整体经营业绩及经营现金流状况保持良好。

关注

1. 公司生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等废弃物,随着环保政策趋严,公司环保风险加大;同时,公司部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险。

2. 公司主要产品大多为基础化工产品,盈利能力受宏观经济波动影响较大,部分产品所属行业新增产能较大,竞争激烈,产品价格波动较为明显。

3. 公司主要产品的生产成本构成中,原材料和能源合计占比较大,未来若其价格继续上扬或高位震荡,或将对公司的经营业绩产生不利影响。

分析师

王 越

电话: 010-85172818

邮箱: wangyue@unitedratings.com.cn

樊 思

电话: 010-85172818

邮箱: fans@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

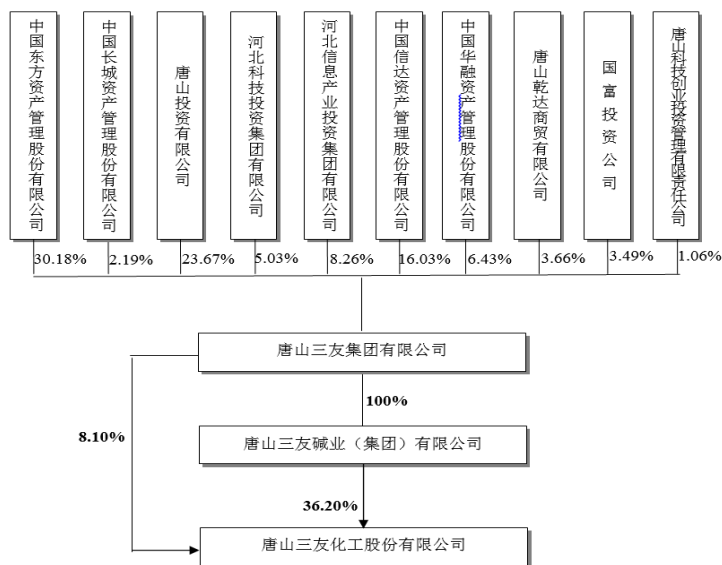


一、主体概况

公司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，并于1999年12月28日在河北省工商行政管理局注册登记，成立时注册资本为25,000万元。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）[2003]48号文批准，公司于2003年6月4日公开发行人民币普通股10,000万股，股票发行后公司总股本为35,000万股。经上海证券交易所（2003）59号文批准，公司公开发行的10,000万股A股于2003年6月18日在上海证券交易所上市交易，股票简称“三友化工”，股票代码“600409.SH”。

经数次资本公积转增股本和增发，截至2019年3月底，公司股份总数为206,435万股，碱业集团持有公司36.20%的股权，为公司控股股东。唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）持有碱业集团100%的股权，直接持有公司8.10%的股权。三友集团现有10家股东，股东持股比较分散，各股东均独立行使表决权，无一家提名董事超过董事总人数的1/3，无一家提名监事超过监事总人数的1/3，无任何一家股东对三友集团董事会或监事会形成控制，也不存在股东直接指定高级管理人员，从而控制三友集团的经营活动的情况。因此，三友集团的任何一个股东均不具备认定为三友化工实际控制人的条件，即公司无实际控制人。根据冀政办〔2003〕38号《河北省人民政府办公厅关于公布省政府国有资产监督管理委员会履行出资人职责企业名单的通知》文件，河北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河北省国资委”）对三友集团履行出资人职责。

图1 截至2019年3月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2019年5月新修订的公司章程中经营范围增加“工业液体氯化钙、工业二水氯化钙、无水氯化钙、融雪剂生产、销售”。经营范围变更为“纯碱、食用添加剂碳酸钠、轻质碳酸钙生产、销售；工业液体氯化钙、工业二水氯化钙、无水氯化钙、融雪剂生产、销售；经营本企业自产产品和技术的出口业务和本企业所需的原辅材料、机械设备、零配件及技术的进口业务，但国家限定公司经营和禁止进出口的商品及技术除外；化工机械设备制造、维修（许可项目除外）、销售及相关技术服务；普通货运；货物装卸；两碱工业盐销售；房屋租赁；火力发电；热力生产和供应；饮料生产和销售；

工业用水的生产和销售；粉煤灰、炉渣、脱硫石膏销售”。

跟踪期内，公司组织结构无变化，设有安全生产部、技术中心、财务中心等13个职能部门；合并范围未发生变化，纳入合并范围子公司仍为15家；截至2018年底，公司共有员工17,595人。

截至2018年底，公司合并资产总额253.37亿元，负债合计135.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）117.79亿元，其中归属于母公司所有者权益合计110.49亿元。2018年，公司实现营业收入201.74亿元，净利润（含少数股东损益）17.02亿元，归属于母公司净利润15.86亿元；经营活动现金流量净额为18.04亿元，现金及现金等价物净增加额4.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额270.61亿元，负债合计150.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）120.01亿元，其中归属于母公司所有者权益合计112.40亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入51.81亿元，净利润（含少数股东损益）2.22亿元，归属于母公司净利润1.92亿元；经营活动现金流量净额为2.28亿元，现金及现金等价物净增加额10.78亿元。

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。

二、债券概况

经中国证监会证监许可〔2015〕2733号文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过10亿元（含10亿元）的公司债券。2015年12月17日，公司债券采取分品种发行的方式，并于2016年1月14日在上海证券交易所挂牌交易。本次债券发行规模为人民币10亿元，分为两个品种：品种一债券发行规模为5亿元，票面利率为4.20%，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，债券简称“15三友01”，债券代码“136105.SH”；品种二债券发行规模为5亿元，票面利率为5.30%，期限为7年，附第5年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，债券简称“15三友02”，债券代码“136106.SH”。“15三友01”和“15三友02”募集资金用途为偿还银行借款和补充公司流动资金。截至2016年1月底，“15三友01”和“15三友02”募集资金已按募集说明书约定用途使用完毕。“15三友01”于2018年12月到投资者回售期，投资者回售本金为4.85亿元，公司于2018年12月17按期支付“15三友01”的回售本金及“15三友01”和“15三友02”2017年12月17日至2018年12月16日期间的利息。

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2017〕2297号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过人民币18亿元的公司债券。2018年7月25日，公司发行“唐山三友化工股份有限公司2018年公司债券（第一期）”（以下简称“18三友01”），并于2018年8月7日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码为143094.SH，发行规模为6亿元。2018年11月19日，公司发行“唐山三友化工股份有限公司2018年公司债券（第二期）”（以下简称“18三友03”），并于2018年11月30日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码为155030.SH，发行规模为6亿元。18三友01和18三友03的募集资金净额均为59,400万元，用途均为偿还银行借款和补充公司流动资金，截至2019年3月底，募集资金均已按募集说明书约定用途使用完毕。

2019年3月25日，公司发行“唐山三友化工股份有限公司2019年公司债券（第一期）”（以下简称“19三友01”），并于2019年4月4日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码为155275.SH，发行规模为6亿元。本期债券募集资金净额为59,400万元，用途为偿还银行借款和补充公司流动资金。截至2019年3月底，19三友01募集资金尚未使用。

表 1 公司债券发行情况

债券简称	证券代码	起息日	余额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)
15 三友 01	136105.SH	2015-12-17	0.15	5 (3+2)	2015.12.17~2018.12.16, 票面利率: 4.20%; 2018.12.17~2020.12.16, 票面利率: 4.2%
15 三友 02	136106.SH	2015-12-17	5.00	7 (5+2)	2015.12.17~2020.12.16, 票面利率: 5.30%; 2020.12.17~2022.12.16, 票面利率: 5.30%+上调基点
18 三友 01	143094.SH	2018-07-25	6.00	5 (3+2)	2018.07.25~2021.07.24, 票面利率: 5.38%; 2021.07.25~2023.07.24, 票面利率: 5.38%+上调基点
18 三友 03	155030.SH	2018-11-19	6.00	5 (3+2)	2018.11.19~2021.11.18, 票面利率: 4.75%; 2021.11.19~2023.11.18, 票面利率: 4.75%+上调基点
19 三友 01	155275.SH	2019-03-25	6.00	5 (3+2)	2019.03.25~2022.03.24, 票面利率: 4.43%; 2022.03.25~2024.03.24, 票面利率: 4.43%+上调基点

资料来源: Wind

三、行业分析

1. 纯碱行业

根据百川资讯数据 2018 年国内纯碱产能为 3,099 万吨, 产量为 2,582.53 万吨, 产能利用率为 83.33%, 产能利用率处于较高水平。2019 年基本没有新增产能, 产能增速放缓的原因包括: 第一, 联碱法副产氯化铵进入下行周期, 联碱法产能降负荷。第二, 按《纯碱行业准入条件》限制, 扩产门槛较高, 产能扩张受限。从短期供给看, 目前纯碱社会库存为 30 万吨, 处于低位水平。

纯碱下游消费结构主要是平板玻璃、日用玻璃、氧化铝、洗涤剂、化学品和其他等, 其中玻璃占总需求的 55%, 而玻璃下游主要是房地产和汽车。根据统计局数据, 2018 年房地产竣工面积增速下滑 7.80%, 竣工面积的大幅下滑主要源于 2014~2015 年开始的新开工面积大幅下降。随着 2016 年以来新开工面积持续提升, 预计 2019 年起竣工面积有望企稳回升。根据万得数据, 2018 年, 全国平板玻璃产量累计 7.90 亿重量箱, 同比增长 3.50%, 增速比上年略有下降, 但随着房地产终端需求复苏, 玻璃需求有望改善, 中长期将推动纯碱需求继续向好。纯碱还广泛应用于洗涤剂、泡花碱、布匹印染制造等领域。根据万得数据, 2018 年, 化工合成洗涤剂产量为 1,265.10 万吨, 同比增长 12.40%, 增速较快。其次, 泡花碱可用于洗衣粉、肥皂等洗涤剂的原料, 其总体需求近期有所回升。第三氧化铝产量增速较快, 2018 年, 我国氧化铝产量 6,901.70 万吨, 同比增长 7.90%。

价格方面, 2018 年, 纯碱整体均价仍保持高位, 但整体均价较上年略有下降, 其中, 轻质纯碱全国市场价(中间价)全年均价为 1,865.85 元/吨, 同比下降 4.51%, 重质纯碱全国市场价(中间价)全年均价为 2,044.63 元/吨, 同比下降 6.22%。

总体看, 2018 年纯碱行业整体保持较高的景气度, 供给端增幅有限; 需求端由于房地产竣工面积下滑而略有减少, 其他方面的需求仍保持增长; 纯碱价格同比略有下降, 但仍维持高位。未来行业供需有望趋于紧平衡, 纯碱行业盈利趋势较稳, 但环保核查、装置检修等事件可能会造成阶段性供需失衡。

2. 粘胶短纤行业

粘胶短纤行业属于国民经济的传统产业, 随着生产技术和完善以及下游需求的带动, 粘胶短纤产量逐年增加。从历年市场走势分析看, 粘胶市场变化周期 4~5 年, 经历 2014~2017 年上一周期后, 2018 年新产能集中投放, 截至 2018 年底, 国内共有 16 家粘胶企业, 总体产能约 485 万吨, 其中 2018 年产能大约增加了 70 万吨; 2018 年产量约 366 万吨, 产能利用率 75%。

粘胶短纤下游应用为纺织服装行业, 2018 年, 我国纺织服装、服饰业完成固定资产投资同比下降 1.50%, 整体温和增长。由于供需矛盾突出, 粘胶短纤全年价格大幅波动且重心下移, 全年市场

价格在 13,600~15,300 元/吨区间内运行。其中 1~8 月、11~12 月粘胶短纤价格在 13,500~15,000 元/吨区间内波动；9~10 月两个月价格在 15,000~15,300 元/吨区间内波动；全年的低点出现在 12 月，其价格为 13,600 元/吨；全年高点出现在 10 月中旬，其价格为 15,300 元/吨。

总体看，2018 年我国粘胶短纤产能扩张较快导致供需失衡，行业盈利能力弱化，未来短期内行业供需仍可能处于供过于求的状态。

3. 氯碱行业

氯碱行业是以盐和电为原料生产烧碱、氯气、氢气的基础化工原料工业。中国氯碱工业协会统计显示，2018 年我国烧碱生产企业 161 家，总产能已达 4,259 万吨，占世界总产能的 44%；聚氯乙烯(PVC)生产企业 75 家，总产能达 2,402 万吨，占世界总产能的 41%。

产能产量方面，主导产品产量有所增长，开工率保持高位。2018 年，烧碱产量 3,420.20 万吨，同比增长 0.90%，PVC 产量 1,963.6 万吨。烧碱和 PVC 开工率均达 80%以上，开工率继续保持高位。

下游需求方面，整体需求较为平稳。2018 年，我国烧碱表观消费量 3,235 万吨，应用到轻工、纺织、冶金、石化等各重要领域；PVC 表观消费量已达 1,838 万吨，下游涉及型材、管材、薄膜、建筑模板、汽车等众多消费领域。目前我国氯碱企业可以生产 200 余种耗氯产品，除占比最大的 PVC 外，还形成了环氧化合物、甲烷氯化物、氯化聚合物、光气系列、氯代芳烃系列以及精细化学品等 10 余个系列。其中 PVC、糊树脂、氯化石蜡、环氧氯丙烷、甲烷氯化物、环氧丙烷、MDI/TDI 等产能规模较大。

产品价格方面，烧碱市场有所下行，聚氯乙烯市场波动明显。2018 年初，国内烧碱市场延续去年末下滑趋势，随着 3 月受限产氧化铝装置解禁等利好因素支撑，价格出现短期上涨，在后期下游需求平淡抑制下，烧碱市场出现走低。32%离子膜烧碱 1 月初价格为 1,280 元/吨，年度价格为 1,036 元/吨，全年均价同比下降 0.94%。2018 年，国内 PVC 市场波动较为频繁，期货市场活跃，期现相互影响。1 月初电石法 PVC 价格为 6,400 元/吨，年底价格为 6,550 元/吨，全年均价同比上涨 4.22%。

总体看，2018 年氯碱企业主导产品产量有所增长，开工率保持高位，整体需求较为平稳，烧碱市场有所下行，聚氯乙烯市场波动明显。

4. 有机硅行业

有机硅的主要原料是工业硅，也称金属硅。工业硅由硅石和焦炭在电热炉内冶炼而成，属于高耗能、高污染的行业，主要成本为硅石（48%）和电力（41%）。国内工业硅产能主要集中在电力价格较低、硅石原料丰富的云南、四川和新疆，三地产量占全国产量的 75%。硅元素是地壳中储量最丰富的元素之一，硅石的全球储量达百万吨级以上，供应充足。2017 年 8 月中央环保督察组进驻新疆、四川，当地工业硅生产企业开工率下降，市场供不应求，工业硅价格上涨。

2018 年海外有机硅总产能在 247 万吨，有效产能约 239 万吨，海外产能集中度极高，全球市场主要由六家企业掌控。其中陶熙（原道康宁）产能 84 万吨、迈图 45 万吨、瓦克 44 万吨、信越 35 万吨、蓝星（法国）20 万吨以及 KCC11 万吨，装置分布在美国、德国、英国、法国、日本、韩国、泰国等地。

2013 年至今国内总产能几乎没有变化，行业集中度（仅指单体及中间体）却显著提升，截至 2018 年 6 月，在产企业家数已从 2012 年的 15 家减少到 11 家，前 5 家企业产量全国占比达到 60%以上，并且未来规划产能扩张都来自于龙头企业。目前，国内产能的平均开工率维持在 70%~80%之间，属于较高的水平。截至 2018 年底，国内有机硅单体总体产能约 300 万吨。有效产能约 247 万吨，产能

利用率 82%。

根据《2018~2024 年中国有机硅行业市场运营现状调查及未来发展前景预测报告》，2018 年我国硅橡胶、偶联剂、硅油和硅树脂四类产品用量分别占 68%、17%、12%以及 3%。其中，硅橡胶是消费量最大的产品，下游主要为建筑与汽车行业；硅烷偶联剂是目前增长较快的产品。鉴于有机硅产品在建筑、电子电器、纺织业、加工制造业等消费终端有广泛的应用，其终端需求与宏观经济景气度关联度极高，2018 年，下游对有机硅行业单体需求约 200~220 万吨，产能结构性过剩。

2018 年，1~8 月份市场延续上涨趋势，8 月份达到年内高点，但行业开工充足，下游亏损严重，停限产加剧，下游需求缩减明显，市场拐点出现，呈断崖式下滑，至年底，底部逐步确定，市场盘整运行。

总体看，我国有机硅行业上游原料供应充足，但受环保标准影响，供给收缩导致产品价格上涨，推动有机硅生产成本增加；有机硅行业整体集中度较高，当前产能利用率处于较高水平，2018 年上半年价格大幅增长，全年价格波动较大。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化，目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，公司管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司纯碱生产规模位居全国同行业第一位，市场占有率约为 12.60%左右。粘胶短纤装置为全国最大单线产能装置，生产差别化产品百余种，年出口量 13 万吨以上，占全国出口总量的 36%左右，公司 20 万吨/年功能性、差别化粘胶项目于 2018 年 10 月达产，粘胶短纤产能达到 70 万吨，产品市场占有率 16%。公司有机硅单体年产能 20 万吨，产品市场占有率约 12%，是华北最大的有机硅生产基地。氯碱业务作为公司循环经济中枢，有效帮助公司实现资源的循环利用和能量的梯级利用。2018 年，公司产能规模、行业地位继续保持领先。

2018 年公司实现营业收入 201.74 亿元，较上年基本保持稳定，其中主营业务收入 198.90 亿元，占营业收入的比例为 98.59%，公司主营业务突出；实现营业利润 22.34 亿元，同比下降 14.28%，主要系纯碱、粘胶短纤和 PVC 产品盈利水平下降所致；实现净利润 17.02 亿元，同比下降 15.52%，其中归属于母公司净利润 15.86 亿元，同比下降 16.04%。

从收入构成看，2018 年公司的主营业务收入仍主要来自于纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱和有机硅产品。具体来看，纯碱销售收入较上年基本保持稳定，粘胶短纤和烧碱销售价格下降以致两业务收入同比分别下降 2.48%和 2.37%。PVC 由于产销量同比减少，营业收入同比下降 4.42%。有机硅产品市场向好，二甲基硅氧烷混合环体、室温胶同比量价齐增，高温胶产销量降低，但售价同比上涨，营业收入增加。公司各产品的收入占比较上年相比基本保持稳定。

从毛利率变化来看，2018 年，公司纯碱和烧碱产品的原材料价格上涨导致其毛利率同比分别下降 5.74 个百分点和 1.92 个百分点，粘胶短纤产品由于其价格下降幅度较大导致其毛利率同比下降 6.53 个百分点。2018 年，公司 PVC 业务呈成本倒挂状态，主要系原材料价格增幅较大所致；有机硅产品销售价格大幅增长带动其毛利率大幅提高。综合以上因素，2018 年公司主营业务毛利率

同比略微下降了 0.67 个百分点至 26.94%，仍处于较高水平。

表 2 2017~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

产品	2017 年			2018 年			变动情况		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
纯碱	52.85	26.57	39.78	52.95	26.62	34.04	0.20	0.05	-5.74
粘胶短纤维	75.16	37.79	15.76	73.30	36.85	9.23	-2.48	-0.94	-6.53
聚氯乙烯树脂（PVC）	25.24	12.69	1.78	24.13	12.13	-4.26	-4.42	-0.56	-6.04
烧碱	14.90	7.49	67.73	14.55	7.31	65.81	-2.37	-0.18	-1.92
二甲基硅氧烷混合环体	11.94	6.00	36.23	16.37	8.23	47.58	37.08	2.23	11.35
室温胶	3.22	1.62	30.42	4.44	2.23	42.97	37.69	0.61	12.55
高温胶	3.25	1.63	32.59	3.68	1.85	40.95	13.25	0.22	8.36
其他	12.35	6.21	--	9.49	4.78	--	-23.18	-1.43	--
合计	198.91	100.00	27.61	198.90	100.00	26.94	-0.01	--	-0.67

资料来源：公司年报

2019 年一季度，公司实现营业收入 51.81 亿元，较上年同期增长 9.63%，主要系产能扩大，产销量增加所致；实现营业利润 2.78 亿元，较上年同期下降 50.29%，主要系粘胶短纤、烧碱和有机硅产品盈利水平下降所致。

总体看，2018 年，公司整体经营业绩较上年相比基本保持稳定，但各主要产品业绩表现差异较大，其中纯碱、PVC、烧碱和粘胶短纤业务盈利水平有所下降，但有机硅产品业务经营业绩进一步提升。

2. 业务运营

（1）产销情况

产能方面，2018年10月公司20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维工程项目达产，粘胶短纤产能增至70万吨/年。公司仍保持纯碱340万吨/年、烧碱53万吨/年、PVC50.5万吨/年（含7万吨/年的专用树脂产能）和有机硅单体20万吨/年的产能。同时有机硅业务也具备环体下游加工能力，包括室温胶2万吨/年以上、高温胶2万吨/年以上、硅油及消泡剂等2,500吨/年以上的生产能力。

产量方面，2018年纯碱、烧碱的产量基本保持稳定。PVC由于市场需求下降，产量同比下降7.06%。二甲基硅氧烷混合环体共生产10.19万吨，其中3.46万吨公司用于生产下游产品，6.73万吨形成商品对外销售。2018年10月化纤公司20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维工程项目达产转入固定资产，粘胶短纤维产量同比增加。聚氯乙烯产能利用率较上年下降6.3个百分点至82.87%，产能利用率有待提高，公司其他主导产品产能利用率仍保持在较高水平，主要生产线基本满负荷运转。

销量方面，2018年，公司主导产品销量与产量变化率趋同，各产品产销率变化幅度较小，仍保持在100%左右，产销率保持在较高水平。

表 3 2017~2018 年公司的产销量及目前产能情况（单位：万吨、%、万吨/年）

产品	项目	2017 年	2018 年	变化率	2019 年 1~3 月	产销率			2018 年底生 产能力	2018 年产 能利用率
						2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月		
纯碱	产量	344.75	339.99	-1.38	85.68	98.28	101.85	101.01	340	100.00
	销量	338.83	346.28	2.20	86.55					
粘胶短纤	产量	53.85	59.96	11.35	19.82	101.22	96.56	94.62	70	114.30

	销量	54.50	57.90	6.24	18.75					
烧碱	产量	54.53	53.14	-2.55	13.83	99.62	100.23	100.64	53	100.27
	销量	54.32	53.26	-1.95	13.92					
聚氯乙烯(PVC)	产量	45.03	41.85	-7.06	10.84	99.68	100.19	94.14	50.5	82.87
	销量	44.89	41.93	-6.59	10.20					
二甲基硅氧烷混合环体	产量	6.30	6.73	6.83	1.30	101.48	99.55	112.22	20 (有机硅单体)	100.00
	销量	6.40	6.70	4.69	1.46					

资料来源：公司提供

注：产能为当年年末生产能力估计值，产能利用率为全年生产线平均利用情况，因而产能利用率同产量/产能可能存在区别。

2018年，由于粘胶短纤行业新增产能较多，对市场价格形成冲击，公司粘胶短纤销售价格同比下降8.20%至12,658.50元/吨，纯碱、烧碱产品销售价格基本保持稳定，PVC销售价格略有增长。有机硅行业市场向好，2018年1~8月市场价格持续走高，带动公司二甲基硅氧烷混合环体全年销售均价同比大幅增长。

2019年1季度，粘胶短纤、烧碱和二甲基硅氧烷混合环体销售均价同比分别下降了9.40%、5.06%和35.38%，其中二甲基硅氧烷混合环体降幅较大，主要系2018年国外产能收缩导致产品价格大幅增长后逐渐回调所致；PVC价格较上年同期基本保持不变，纯碱销售价格同比上升16.00%。

表4 2017~2019年1季度公司主要产品销售均价（单位：元/吨、%）

产品	销售均价（不含税）			2018年较 2017年同比
	2017年	2018年	2019年1季 度	
纯碱	1,559.64	1,529.20	1,620.46	-1.95
粘胶短纤	13,789.63	12,658.50	11,534.83	-8.20
烧碱	2,743.13	2,731.26	2,510.56	-0.43
聚氯乙烯	5,622.96	5,753.78	5,659.34	2.33
二甲基硅氧烷混合环体	18,669.80	24,420.00	15,624.60	30.80

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2018年公司销售区域主要集中在华北、华东以及国外地区，其中华东地区营业收入达81.84亿元，占主营收入的41.15%；华北地区营业收入达46.75亿元，占主营业务收入的23.50%；华南地区增幅较大，营业收入同比增长12.87%。国外地区主要为粘胶短纤的出口，营业收入达25.01亿元，占主营业务收入的12.58%。

总体看，2018年公司主要产品产能利用率和产销率仍保持较高水平。公司产品销售价格与市场走势趋同，其中2018年粘胶短纤由于国内产能集中投产导致市场价格大幅下降，短期内仍难以逆转。有机硅业务相关产品由于海外产能收缩导致2018年产品价格大幅提升，但价格已于2019年1季度有所回调。

（2）原材料情况

采购价格方面，2018年，公司主要原材料采购价格较上年均有不同程度的上涨，其中原盐采购均价同比大幅增长28.13%，主要系受天气影响导致原盐市场供给减少所致，其余原材料采购价格均小幅增长，主要系受环保因素影响。

采购数量方面，2018年浆粕采购数量同比增长28.72%至67.07万吨，增幅较大，主要系粘胶短纤产量增加所致，其余主要原材料采购数量变动幅度不大。公司前五名供应商采购额合计25.45亿元，占年度采购总额13.97%，公司采购集中度较低。

表5 2017~2018年公司的原材料采购量及价格变动情况(单位:万吨、元/吨、万元、%)

原料	采购状况	2017年	2018年	变化情况
煤	采购数量	343.80	329.82	-4.07
	采购均价	422.95	437.65	3.48
	采购总价	145,407.38	144,346.65	-0.73
原盐	采购数量	649.52	588.38	-9.41
	采购均价	129.21	165.55	28.13
	采购总价	83,922.46	97,408.57	16.07
浆粕	采购数量	52.11	67.07	28.72
	采购均价	6,066.51	6,089.15	0.37
	采购总价	316,139.49	408,425.98	29.19
电石	采购数量	64.17	58.94	-8.15
	采购均价	2,576.11	2,776.80	7.79
	采购总价	165,313.87	163,659.21	-1.00
硅块	采购数量	5.69	5.99	5.30
	采购均价	12,136.40	12,694.10	4.60
	采购总价	69,097.92	76,055.33	10.07
合计	采购数量	1,115.29	1,050.20	-5.84
	采购均价	699.26	847.35	21.18
	采购总额	779,881.12	889,895.73	14.11

资料来源:公司提供

总体看,2018年,公司采购总额同比增幅明显,主要系原材料采购价格上涨所致,其中原盐受天气影响导致原盐市场供给减少,采购均价明显上升。受粘胶短纤产量增加影响,浆粕采购规模明显扩大,但同期公司各主要产品销售价格下降,以致加大了公司的成本控制压力。

(3) 电力情况

2018年,公司根据“唐发(2017)7号”文件要求,将北厂2#机进行了改造,将抽凝机组改造为抽背机组,装机容量由6万千瓦降至2.5万千瓦。截至2018年底,公司热电分公司的电力设备装机总容量达到19万千瓦,电力自给率达到45%;年供汽能力1,402万吨/年,自给率100%。公司热电板块旨在加强循环经济优势,提供生产电力需求,降低生产成本。公司通过纯碱废渣生产的燃煤脱硫剂用于热电公司锅炉脱硫;同时,公司采用库伦电除尘和湿式电除尘技术,在有效降低PM2.5颗粒排放的同时,节约电能约30%。另外公司采用SCR和SNCR技术进行脱硝,所有环保参数均能达到国家超低排放标准。

总体看,2018年,公司热电机组改造后,总体装机容量有所下降,但热电板块仍保持稳定的电力和蒸汽供应能力,有利于降低公司生产成本。

3. 在建项目

截至2019年3月底,公司在建项目包括20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维项目、新溶剂绿色纤维素纤维中试线项目、6万吨/年功能性粘胶短纤维技改项目和特种树脂技术改造项目,相关项目均已渡过主要投资期,项目剩余待投入规模小。

表6 截至2019年3月底公司在建项目情况(单位:亿元)

项目	项目情况	计划总投资	资金来源规划			2019年3月底已完成投资	投资规划		
			企业自筹	债务融资	政府补助		2019年(4月~12月)	2020年	2021年及以后
20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维项目	总投资26.98亿元,在唐山市南堡经济技术开发区西外环以西、沿海公路以南、6号路以北征地700亩,建设厂房及配套设施总建筑面积24万平方米,引进国外粘胶滤机、液压传动装置等先进设备153台套,购置纺丝机、精炼剂等国产设备2480台套,形成功能性、差别化粘胶短纤维20万吨的生产能力。	26.98	13.98	13	0	23.41	0.29	0	0
新溶剂绿色纤维素纤维中试线项目	总投资2.084亿元,拟建设一条5000吨/年莱赛尔(Lyocell)生产线,生产原纤化产品,项目预留非原纤化改造空间,产品规格为1.3dtex/38mm和1.7dtex/38mm两种。	2.08	1.77	0	0.31	1.85	0.20	0	0
6万吨/年功能性粘胶短纤维技改项目	投资3.02亿元,占地45亩,主要对原有生产线和辅助装置及配套工程进行技术改造,新增6万吨/年功能性粘胶短纤维的生产能力。	3.02	3.02	0	0	2.65	0.10	0.20	0
特种树脂技术改造	总投资0.85亿元,采用釜外回收、VC脱除等先进技术,对现有树脂生产装置进行装置升级,充分发挥装置产能。年增产特种球型聚氯乙烯树脂2万吨。	0.85	0.85	0	0	0.77	0.08	0	0
合计	--	32.93	19.62	13.00	0.31	28.68	0.67	0.20	0

资料来源:公司提供

总体看,公司在建项目后续待投入规模小,随着相关在建项目完工投运,将有利于提升公司相关产品的产能规模,并丰富产品种类,有利于公司市场竞争地位的保持和提高。

4. 经营效率

2018年公司应收账款周转次数由上年的31.33次上升为32.27次;存货周转次数由上年的8.78次下降为7.72次,主要由于公司主要原材料储备、自制设备增加所致;总资产周转次数由上年的0.90次下降为0.82次,基本保持稳定,与Wind同行业相比,相关指标仍处于行业较好水平。

表7 2018年公司与同行业盈利指标对比(单位:次)

指标名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
山东海化	71.41	10.60	1.18
中泰化学	31.12	22.35	1.23
三友化工	34.84	7.77	1.40

资料来源:Wind;联合评级整理。

注:为便于同业比较,本表数据引自Wind,与本报告附表口径有一定差异。

总体看,2018年公司整体经营效率较高。

5. 经营关注

(1) 原材料及产品价格波动风险

公司主要产品纯碱、粘胶短纤维、PVC、烧碱等大多为基础化工产品，盈利能力受宏观经济波动影响较大；部分产品所属行业新增产能较大，竞争激烈，产品价格波动较为明显。同时主要生产产品的生产成本构成中，原材料和能源合计占总成本的比重较大，且市场价格波动幅度较大，2018年，原材料价格均同比增长，未来若价格继续上扬或高位震荡，将对公司的经营产生不利影响。

(2) 汇率波动及贸易摩擦风险

人民币汇率的变化一方面可能影响到公司出口产品的销售价格和进口原材料的价格，从而对产品的销量、利润产生影响，另一方面可能会影响到公司的外汇收入结算，带来一定的汇兑损失。同时美国加征关税清单中，涉及全部种类的纺织纱线、织物、产业用制成品以及部分家用纺织品和纺织机械等，作为棉纺主要原料之一的粘胶短纤，贸易摩擦或将对其市场需求、产品价格等产生影响。

(3) 安全环保风险

公司属于基础化工行业，安全生产方面，氯碱业务和有机硅业务属于危险化学品生产行业，烧碱、液氯等产品具有腐蚀性和毒性，部分生产工序在高温、高压的环境中进行，生产过程中可能发生中毒、火灾、爆炸等安全事故，从而影响公司生产经营的正常进行。环保方面，公司生产过程中会产生废水、废渣和废气等污染物，随着国家环保力度的加强以及京津冀环保标准一体化的实施，有关标准和要求的提高，公司环保投入成本将进一步加大，公司如不能及时适应相应的变化，生产和发展将会受到限制。

6. 未来发展

公司未来将继续坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，按照“横向发展，扩大规模经济；纵向发展，实施产业链整合；跨行业发展，实现多元化经营”的思路，深化“两碱一化”循环经济体系，“壮大化纤、巩固纯碱、完善氯碱、延伸有机硅、提升高端产品”，不断提升资源掌控能力、提高创新研发能力和企业运行质量，保持在化工、化纤行业的领军地位。

2019年公司主要经营计划目标：纯碱337.80万吨、粘胶短纤维80.00万吨、烧碱（折百）53.50万吨、PVC43.80万吨、有机硅环体11.44万吨、原盐46.35万吨。实现营业收入218.91亿元。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。随着公司生产规模的扩大，未来规模效益将继续提高，有利于公司整体竞争力的增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018年度合并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报告，2019年一季度财务报表未经审计。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。2018年及2019年1季度，公司合并范围未发生变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额253.37亿元，负债合计135.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）117.79亿元，其中归属于母公司所有者权益合计110.49亿元。2018年，公司实现营业收入201.74亿元，净利润（含少数股东损益）17.02亿元，归属于母公司净利润15.86亿元；经营活动现金流量净额为18.04亿元，现金及现金等价物净增加额4.59亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额270.61亿元，负债合计150.60亿元，所有者权益（含少数股东权益）120.01亿元，其中归属于母公司所有者权益合计112.40亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入51.81亿元，净利润（含少数股东损益）2.22亿元，归属于母公司净利润1.92亿元；经营活动现金流量净额为2.28亿元，现金及现金等价物净增加额10.78亿元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额为253.37亿元，较年初增长5.18%，主要系非流动资产增长所致。其中流动资产占30.73%，非流动资产占69.27%，资产结构较上年基本保持稳定，资产构成仍以非流动资产为主，符合行业所属特征。

截至2018年底，公司流动资产为77.85亿元，较年初增长7.93%，主要系货币资金增加所致，主要由货币资金（占40.10%）、应收票据（占24.04%）、应收账款（占7.44%）和存货（占24.34%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为31.22亿元，较年初增长33.63%，主要系经营现金留存所致，公司货币资金主要由银行存款24.59亿元和其他货币资金6.63亿元构成，其他货币资金为公司承兑汇票保证金、信用证保证金和其他保证金，货币资金受限比例为21.22%，占比一般。公司应收票据为18.72亿元，较年初下降9.79%，公司应收票据均为银行承兑汇票，其中因质押受限的应收票据占2.20%。公司应收账款账面价值为5.80亿元，较年初基本保持稳定，共计提坏账准备0.41亿元，综合计提比例为6.68%；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额中1年以内的占92.42%，1~2年占5.19%，账龄较短。公司存货账面价值为18.95亿元，较年初基本保持稳定，公司存货由原材料（占64.51%）和库存商品（占30.49%）构成，其中因质押受限的存货占1.18%；存货累计计提存货跌价准备1,851.75万元，计提比例为0.97%，考虑到公司存货主要由原材料和库存商品构成，目前价格处于高位，未来价格波动，公司存货或存在跌价风险。

截至2018年底，公司非流动资产为175.52亿元，较年初增长4.00%，主要由固定资产152.72亿元（占87.01%）、在建工程10.55亿元（占6.01%）和无形资产8.56亿元（占4.88%）构成。

截至2018年底，公司固定资产较年初增长12.87%至152.72亿元，主要为公司20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维工程项目达产，转入固定资产。固定资产累计计提折旧67.89亿元，整体成新率为69.35%，成新率尚可。公司对固定资产累计计提减值准备0.91亿元。因抵押而受限的固定资产占0.94%。

截至2018年底，公司在建工程较年初下降47.56%至10.55亿元，在建工程主要由技改项目构成。无形资产较年初基本保持稳定，金额为8.56亿元，其中因抵押受限的无形资产占比7.97%；无形资产主要由土地使用权（占77.08%）及采矿权（占19.98%）构成。

截至2018年底，公司受限资产合计9.37亿元，受限比例为3.70%，受限比例低。

截至2019年3月底，公司资产总额为270.61亿元，较年初增长6.80%，其中流动资产95.04亿元，较年初增长22.08%，主要系公司发行公司债券后货币资金大幅增加所致；非流动资产175.57亿元，较年初增长0.03%。从资产构成来看，较年初变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，2018年，公司资产规模进一步扩大，资产结构仍以非流动资产构成为主，符合行业整体特征，固定资产成新率较高、资产受限比例低，资产质量整体较好。

3. 负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债合计135.58亿元，较年初基本保持稳定。其中流动负债占比65.93%，

非流动负债占比 34.07%，流动负债占比较年初下降 4.27 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债规模为 89.38 亿元，较年初下降 5.37%，主要系公司调整债务结构后短期借款减少所致。公司流动负债以短期借款（占 38.36%）和应付账款（占 36.73%）为主。其中，短期借款较年初减少 10.88% 至 34.29 亿元，主要系调整债务结构，减少短期借款所致；公司短期借款主要由保证借款（占 77.79%）和信用借款（占 22.21%）构成。应付账款为 32.83 亿元，较年初基本保持稳定，主要为按合同约定未结算的材料款、工程款项。

截至 2018 年底，公司非流动负债 46.20 亿元，较年初增长 15.18%，主要系应付债券增加所致。非流动负债主要由长期借款（占 30.31%）和应付债券（占 58.91%）构成。其中，长期借款 14.00 亿元，较年初下降 5.43%，公司长期借款由保证借款（占 85.72%）和信用借款（占 14.28%）构成，期限分布情况如下表所示，公司 2020 年或面临集中偿付压力。公司应付债券 27.21 亿元，较年初增长 36.51%，主要系新发公司债券所致，公司 2023 年到期债券规模较大，可能存在集中偿付风险。

表 8 截至 2018 年底公司主要长期借款期限分布情况（单位：亿元，%）

年限	金额	占比
1~2 年（含 2 年）	8.09	57.78
2~3 年（含 3 年）	1.81	12.93
3~4 年（含 4 年）	1.33	9.52
4~5 年（含 5 年）	0.97	6.94
5 年以上	1.79	12.82
合计	14.00	100.00

资料来源：公司提供

表 9 截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：年，亿元，%）

债券代码	起息日	到期日	期限	债券余额	票面利率
18 三友 03	2018-11-19	2023-11-19	5(3+2)	6.00	4.75
18 三友 01	2018-07-25	2023-07-25	5(3+2)	6.00	5.38
17 三友化工 MTN001	2017-11-21	2020-11-21	3	10.00	5.87
15 三友 01	2015-12-17	2020-12-17	5(3+2)	0.15	4.20
15 三友 02	2015-12-17	2022-12-17	7(5+2)	5.00	5.30
合计				27.15	--

资料来源：公司提供

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 86.94 亿元，较年初基本保持稳定，其中短期债务占比 51.27%，较年初下降了 4.84 个百分点，长期债务占比 48.73%，长短期债务占比较为均衡。公司短期债务为 44.57 亿元，较年初下降 5.87%；长期债务为 42.36 亿元，较年初增长 14.83%；2018 年，公司的资产负债率由年初的 55.86% 降至 53.51%；全部债务资本化比率由年初的 44.25% 降至 42.46%；长期债务资本化比率由年初的 25.83% 升至 26.45%。公司债务指标较年初大幅改善，负债水平一般，债务负担较轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 150.60 亿元，较年初增长 11.07%，其中流动负债 99.07 亿元，较年初增长 10.83%；非流动负债为 51.53 亿元，较年初增长 11.54%，主要系公司新发公司债券所致。截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 98.59 亿元，较年初增长 13.41%，其中短期债务为 50.95 亿元（占 51.68%），长期债务为 47.64 亿元（占 48.32%）。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 55.65%、45.10% 和 28.42%，较年初分别提高了 2.14 个百分点、2.64

个百分点和 1.97 个百分点，整体债务负担仍较轻。

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 117.79 亿元，较年初增长 10.78%，主要系利润留存所致；其中股本和资本公积较年初未变，分别为 20.64 亿元和 35.45 亿元；由于公司经营业绩良好，未分配利润较年初增长 23.52% 至 50.14 亿元。公司归属于母公司所有者权益合计 110.49 亿元，其中股本、资本公积和未分配利润占比分别为 18.68%、32.08% 和 45.38%，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 120.01 亿元，较年初增长 1.88%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益 112.40 亿元，公司权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，公司负债和债务规模基本保持稳定。公司负债水平一般，债务负担较轻。由于未分配利润增加带动，公司所有者权益随之增长，权益构成仍属稳定。

4. 盈利能力

2018 年公司实现营业收入 201.74 亿元，较上年基本保持稳定；营业成本为 147.90 亿元，同比增长 0.78%，主要系原材料价格上涨所致；实现营业利润 22.34 亿元，同比下降 14.28%，主要系粘胶短纤和 PVC 盈利水平下降所致；实现净利润 17.02 亿元，同比下降 15.52%，其中归属于母公司净利润 15.86 亿元，同比下降 16.04%。

从期间费用来看，随着公司营业收入的增长，期间费用总额同比增长 6.78%。其中，销售费用基本保持稳定，为 8.34 亿元；管理费用同比增长 9.98% 至 15.82 亿元，主要系职工薪酬水平提高所致；研发费用同比下降 30.69% 至 0.48 亿元，主要为本期符合费用化条件的研发支出同比减少；财务费用同比增长 19.78% 至 4.17 亿元，主要系受汇率影响，汇兑损失同比增加所致。2018 年费用收入比同比上升 0.92 个百分点至 14.28%。

从盈利指标来看，受公司粘胶短纤、PVC、纯碱和烧碱盈利能力下降影响，2018 年公司营业利润率、总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 25.59%、10.46%、10.02% 和 15.18%，分别同比下降 0.65 个百分点、2.91 个百分点、3.04 个百分点和 7.09 个百分点，公司盈利能力略有弱化。与国内同行业上市公司相比，公司主要盈利指标均处于行业较好水平。

表 10 2018 年公司与同行业盈利指标对比（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
山东海化	18.68	18.90	13.87
中泰化学	11.10	13.02	7.00
三友化工	26.69	15.06	9.92

资料来源：Wind；联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告附表口径有一定差异。

2019 年一季度，公司实现营业收入 51.81 亿元，较上年同期增长 9.63%，主要系产能扩大，产销量增加所致；当期实现营业利润 2.78 亿元，较上年同期下降 50.29%，主要系粘胶短纤、烧碱和有机硅产品价格同比下降导致毛利率下降所致。

总体看，2018 年，公司净利润规模有所下降，但整体盈利能力仍处较强水平。2019 年一季度，由于公司主要产品价格降幅大，公司净利润同比大幅减少。

5. 现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 132.96 亿元，同比增长 18.24%，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金同比增加所致；经营活动现金流出 114.91 亿元，同比增长 17.65%；经营活动现金流量

净额为18.04亿元，同比增长22.15%；2018年公司现金收入比为64.24%，同比提高了9.51个百分点，主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金同比增加所致，现金收入比较低主要系公司销售回款主要以票据方式结算所致。

2018年，公司投资活动现金流入0.05亿元，同比减少3.52亿元，主要系收回购买理财产品的资金减少所致；投资活动现金流出3.80亿元，同比下降64.54%，主要系为2017年公司投资建设20万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维项目支付的现金规模较大所致；投资活动产生的现金流量净额为-3.75亿元，净流出规模较上年下降47.49%。

2018年，公司筹资活动现金流入69.84亿元，同比下降26.29%；筹资活动现金流出79.65亿元，同比下降19.50%；筹资活动产生的现金流量净额为-9.81亿元，净流出规模同比增长134.21%。

2019年一季度，经营活动产生的现金流量净额为2.28亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.23亿元，筹资活动产生的现金流量净额为8.76亿元，现金及现金等价物净增加额为10.78亿元。

总体看，2018年，公司经营活动现金流仍保持良好态势；大型在建项目已逐步完工，投资支出逐步减少，公司整体现金流状况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018年，公司流动比率由上年的0.76倍提升至0.87倍，速动比率由上年的0.56倍提升至0.66倍；公司现金短期债务比由0.93倍提高至1.12倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司EBITDA由上年的39.16亿元小幅下降至34.79亿元，主要系利润总额略有下降所致。公司EBITDA主要由折旧（占28.18%）、计入财务费用的利息支出（占10.56%）和利润总额（占60.62%）构成。同期，公司EBITDA全部债务比由上年的0.46倍降至0.40倍，EBITDA利息倍数由上年9.59倍降至9.01倍，EBITDA对全部债务的保障程度和对利息的保障程度较强，公司长期偿债能力较强。

截至2019年3月底，公司获得银行本币授信额度为198.49亿元（人民币），外币授信额度为5.20亿美元，尚未使用的本币授信额度和外币授信额度分别为127.45亿元和2.64亿美元，公司间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至2019年3月底，公司不存在其他对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼、仲裁事项及行政处罚案件。公司无对外担保。

根据公司提供的企业信用情况报告显示，截至2019年5月8日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，受公司经营现金留存以及债务结构调整影响，公司短期偿债指标较上年均有所增强，长期偿债指标维持较高水平，同时公司直接融资和间接融资渠道畅通，整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为49.94亿元，为“15三友01”、“15三友02”、“18三友01”、“18三友03”和“19三友01”债券余额合计（23.15亿元）的2.16倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为117.79亿元，为债券余额23.15亿元的5.09倍，公司现金类资产和净资产能够对上述债券余额按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 34.79 亿元，为债券余额（23.15 亿元）的 1.50 倍，公司 EBITDA 对上述债券余额的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入量为 132.96 亿元，为债券余额（23.15 亿元）的 5.74 倍，经营活动产生的现金净流量为 18.04 亿元，为债券余额（23.15 亿元）的 0.78 倍，公司经营活动现金流入量和净流量对上述债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型综合性化工企业，在生产规模、产品结构及研发水平等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15三友01”、“15三友02”、“18三友01”、“18三友03”和“19三友01”的偿还能力很强。

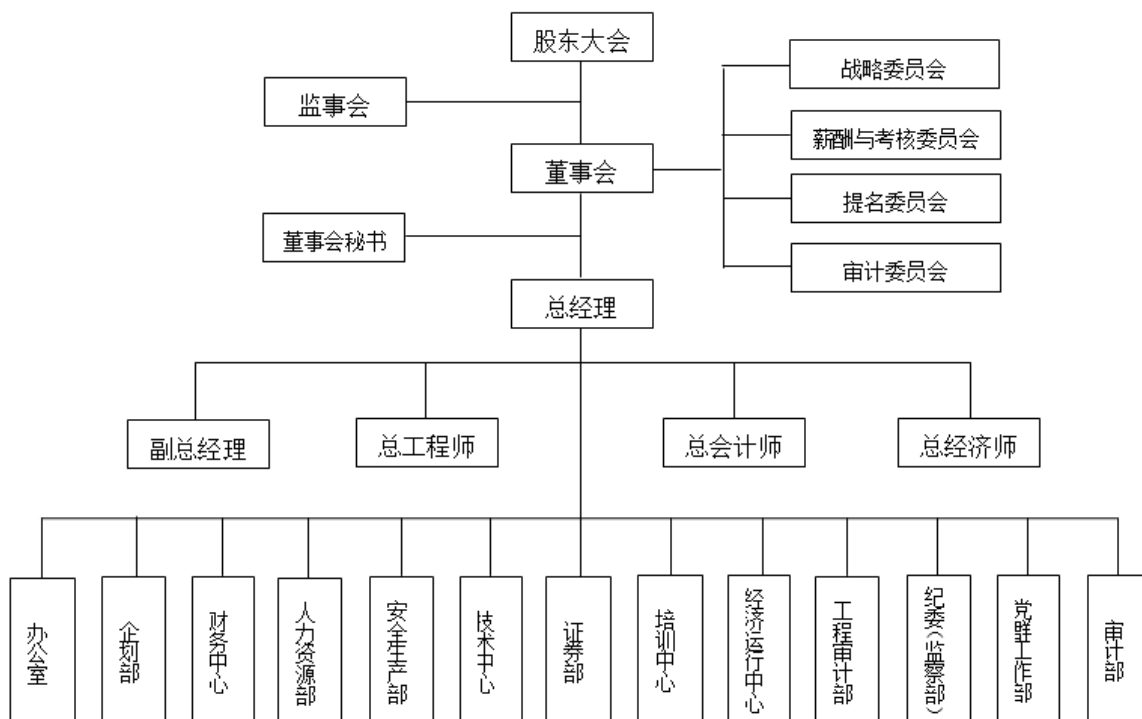
八、综合评价

跟踪期内，三友化工在生产规模、成本控制、产品价格、市场占有率等方面仍保持了较强的综合竞争优势。2018 年，公司 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目达产，随着公司生产规模的进一步扩大，公司规模经济效益明显。随着国内有机硅行业景气度回升，带动公司有机硅业务相关产品盈利水平提高。2018 年，公司继续保持良好的经营业绩，经营现金流状况良好。同时，联合评级也关注到公司产品价格和原材料价格存在波动风险；部分产品在生产、运输、销售过程中存在一定安全风险；环保政策趋严导致的环保风险加大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司投产项目产能完全释放，将进一步提升公司的行业地位，有利于公司整体经营业绩继续向好发展。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 三友 01”、“15 三友 02”、“18 三友 01”、“18 三友 03”和“19 三友 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 唐山三友化工股份有限公司 组织结构图



附件 2 唐山三友化工股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	240.90	253.37	270.61
所有者权益 (亿元)	106.33	117.79	120.01
短期债务 (亿元)	47.35	44.57	50.95
长期债务 (亿元)	37.04	42.36	47.64
全部债务 (亿元)	84.39	86.94	98.59
营业收入 (亿元)	201.96	201.74	51.81
净利润 (亿元)	20.14	17.02	2.22
EBITDA (亿元)	39.16	34.79	--
经营性净现金流 (亿元)	14.74	18.04	2.28
应收账款周转次数 (次)	31.33	32.27	--
存货周转次数 (次)	8.78	7.72	--
总资产周转次数 (次)	0.90	0.82	--
现金收入比率 (%)	54.73	64.24	65.21
总资本收益率 (%)	13.37	10.46	--
总资产报酬率 (%)	13.06	10.02	--
净资产收益率 (%)	22.27	15.18	--
营业利润率 (%)	26.24	25.59	18.82
费用收入比 (%)	13.36	14.28	12.87
资产负债率 (%)	55.86	53.51	55.65
全部债务资本化比率 (%)	44.25	42.46	45.10
长期债务资本化比率 (%)	25.83	26.45	28.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.59	9.01	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.46	0.40	--
流动比率 (倍)	0.76	0.87	0.96
速动比率 (倍)	0.56	0.66	0.77
现金短期债务比 (倍)	0.93	1.12	1.29
经营现金流动负债比率 (%)	15.60	20.19	2.30
EBITDA\待偿本金合计 (倍)	1.69	1.50	--

注：1、公司 2019 年 1 季报财务数据未经审计、相关指标未年化；2、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA\待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款中 3、5 年期融资款已计入长期债务。

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	自由负债/自有资产×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+

一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。