

鸿达兴业股份有限公司
公开发行可转换公司债券
信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019) 010051】

评级对象: 鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级 AA

评级时间: 2019年11月11日

计划发行: 不超过24.27亿元(含)

本期发行: 不超过24.27亿元(含)

发行目的: 项目投资及补充流动资金

存续期限: 6年

偿还方式: 对未转股按年付息,到期归还本金和最后一期利息

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.11	6.16	3.11	2.02
刚性债务	1.65	5.36	5.30	6.00
所有者权益	34.31	46.54	44.60	44.23
经营性现金净流量	-0.21	-0.30	-0.08	-0.05
合并口径数据及指标:				
总资产	127.38	143.38	141.42	138.22
总负债	88.70	84.94	79.98	74.26
刚性债务	59.34	61.87	59.32	54.42
所有者权益	38.68	58.44	61.44	63.96
营业收入	61.58	65.41	60.45	28.46
净利润	8.23	10.13	6.12	2.74
经营性现金净流量	6.33	8.71	14.30	5.65
EBITDA	16.63	19.23	14.93	—
资产负债率[%]	69.64	59.24	56.55	53.72
权益资本与刚性债务 比率[%]	65.17	94.46	103.57	117.52
流动比率[%]	57.51	79.22	73.38	71.07
现金比率[%]	19.66	35.48	22.71	17.64
利息保障倍数[倍]	3.88	4.63	2.92	—
净资产收益率[%]	21.29	20.86	10.21	—
经营性现金净流量 与流动负债比率[%]	9.26	12.96	21.47	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	4.15	5.32	12.15	—
EBITDA/利息支出 [倍]	4.91	5.79	3.96	—
EBITDA/刚性债务 [倍]	0.28	0.32	0.25	—

注:根据鸿达兴业经审计的2016~2018年及未经审计的2019年上半年度财务数据整理、计算。

分析师

刘佳 liujia@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **氯碱产品成本优势。**鸿达兴业氯碱化工生产成本控制能力较强,电石自给能力强,生产所需的电力成本较低,加之公司氯碱产能规模较大,具有一定的规模化运营优势,使得公司氯碱产品的综合成本优势明显。
- **产业链一体化优势。**鸿达兴业已基本建立了从电石-PVC/烧碱-塑料加工/土壤修复-贸易/电子交易与物流的较完整产业链布局,业务及产品多样化,能一定程度上增强公司的抗风险能力。
- **融资渠道较通畅,资本实力增强。**2015年和2017年,鸿达兴业完成了2次非公开发行股票,募集资金总额合计21.89亿元,加之经营积累扩大,公司权益资本实力增强。公司融资渠道较通畅,与当地银行合作关系稳固,有利于保持较好的财务弹性。

主要风险:

- **主业盈利下滑。**鸿达兴业主业经营受到化工行业周期变化影响较大,2018年以来主要受烧碱价格下跌、PVC生产成本涨幅较大的影响,加之化工新材料、贸易、电子交易物流业务收入的下降,盈利出现明显下滑。
- **即期偿债压力。**鸿达兴业债务结构偏短期且规模较大,资产流动性较弱,公司将面临一定的即期偿债压力。
- **电价优惠政策调整风险。**鸿达兴业化工业务的高毛利率部分得益于低成本的电力采购,与地方政府的相关产业政策相关性较强,电价优惠力度的减弱对公司业绩影响较大。
- **安环风险。**作为化工企业,鸿达兴业在生产过程中持续面临一定的安全和环保风险。

- **股权结构变化风险。**控股股东将鸿达兴业股票用于股权质押融资,若公司股价出现连续大幅下跌,或面临平仓风险和被动减持压力。
- **本次债券转股风险。**本次债券拟发行规模大,一旦转股期内股价持续低迷等因素导致转股情况不理想,则鸿达兴业需偿付本次债券本息,可能加大公司刚性债务负担。

➤ 未来展望

通过对鸿达兴业及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本次债券还本付息安全性很强,并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



鸿达兴业股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

鸿达兴业股份有限公司（简称“鸿达兴业”、“该公司”或“公司”，股票代码：002002.SZ）曾用名分别为“江苏琼花高科技股份有限公司”、“江苏金材科技股份有限公司”。2013年5月，鸿达兴业集团有限公司（简称“鸿达兴业集团”）完成了对该公司的重大资产重组，当年6月经2013年度第二次临时股东大会审议通过，公司更名为现名，股本增至6.07亿元，资本公积增至14.13亿元。2015年和2017年公司分别完成了两次非公开发行股票，合计募集资金总额达21.89亿元，2017年末公司股本大幅增至25.85亿元。2018年公司416.41万份股票期权行权，截至2019年6月末，公司股本为25.89亿元，鸿达兴业集团为公司的控股股东。

目前该公司的核心业务包括化工生产与塑料加工（含聚氯乙烯（PVC）等氯碱化工原料、塑料制品生产与销售和土壤调理剂等化工新材料产品）、化工贸易和电子交易及仓储物流等。公司的PVC、烧碱、土壤调理剂等产品的产能及综合经营能力居国内行业前列，其中PVC产能60万吨/年、烧碱51万吨/年、电石87万吨/年、土壤调理剂30万吨/年，碳酸稀土化工品3万吨/年。截至2019年6月末，公司纳入合并范围的二级子公司5家，孙公司32家，相关业务主体概况详见附录三。

2. 债项概况

（1）债券条款

本次债券的发行议案经该公司2018年12月3日召开的2018年第七次临时股东大会和2019年6月21日召开的第六届董事会第三十六次（临时）会议审议通过，本次债券的具体发行条款如图表1所示，总发行规模不超过24.27亿元（含），计划采取一次发行方式。根据公司公告，本次债券的发行申请已于2019年8月22日经证监会发行审核委员会审核通过。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 24.27 亿元人民币 (含)
本次发行规模:	不超过 24.27 亿元人民币 (含)
本次债券期限:	6 年期
债券利率:	票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 由公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策, 市场状况和公司具体情况与保荐人 (主承销商) 协商确定
还本付息方式:	对未转股按年付息, 到期归还本金和最后一年利息
转换标的:	公司 A 股股票 (002002.SZ)
转股期限:	自本次债券发行结束日满 6 个月后的第 1 个交易日起至本次债券到期日止
转股价格:	<p>本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司 A 股股票交易均价 (若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算) 和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价, 具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构 (主承销商) 协商确定。</p> <p>在本次发行之后, 若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况 (不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本) 使公司股份发生变化时, 将进行转股价格的调整。</p> <p>本次债券存续期间, 当该公司股票在任意 30 个连续交易日中至少 15 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 90% 时, 董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决, 该方案须经出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。</p>
赎回条款:	<p>① 到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转债期满后五个交易日内, 公司将以本次发行的可转债的票面面值上浮一定比率 (含最后一期年度利息) 的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。具体上浮比率由经公司股东大会授权的董事会 (或董事会授权人士) 根据市场情况确定。</p> <p>② 有条件赎回条款</p> <p>转股期内, 当下述两种情形的任意一种出现时, 公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债:</p> <p>a. 在转股期内, 如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含);</p> <p>b. 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款:	<p>① 有条件回售条款</p> <p>在本次发行的可转债最后两个计息年度, 如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次。</p> <p>② 附加回售条款</p> <p>若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化, 且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次回售的权利。</p>
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源: 鸿达兴业

截至 2019 年 9 月末, 该公司未发行债券或其他债务融资工具。

(2) 募集资金用途

本次债券拟发行的募集资金总额不超过 24.27 亿元 (含), 该公司拟将扣除发行费用后的所募集资金投资于年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目 (简称“中谷矿业二期项目”), 及补充公司流动资金 (参见图表 2)。

在本次债券的募集资金到位前, 该公司可根据项目进度的实际情况通过自

筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。公司董事会可根据实际情况，在不改变募集资金投资项目的前提下，对上述项目的募集资金拟投入金额进行调整。募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入募集资金总额，不足部分由公司自筹资金解决。

图表 2. 募投项目计划投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金
年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目	28.00	22.77
补充流动资金	1.50	1.50

资料来源：鸿达兴业

A. 项目投资：年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目

中谷矿业二期项目总投资为 28 亿元，其中建设投资 27.17 亿元，其余为铺底流动资金。项目分为建设期和生产运营期，共 17 年（含建设期 2 年）。据该公司提供的项目经济效益评价显示，项目达产第二年起销售收入为 22.68 亿元，利润总额 4.43 亿元，投资回收期 7.82 年（含建设期 2 年，税后），税后的财务内部收益率为 14.83%。

中谷矿业二期项目位于蒙西高新技术工业园区内，实施主体为该公司的孙公司内蒙古中谷矿业有限责任公司（简称“中谷矿业”）¹。2010 年 11 月，中谷矿业取得内蒙古自治区经济和信息化委员会《关于鄂尔多斯市内蒙古中谷矿业有限责任公司年产 60 万吨聚氯乙烯、60 万吨烧碱，配套 100 万吨电石及电石渣综合利用项目备案的批文》（内经信投规字[2010]439 号）。2011 年 1 月，中谷矿业取得环境影响报告书批复（内环审[2011]27 号）。

目前中谷矿业已建成年产 30 万吨 PVC、30 万吨烧碱，配套 50 万吨电石生产装置及配套公辅设施（通常称为“中谷矿业一期项目”），并由鄂尔多斯市环境保护局进行阶段性竣工环境保护验收，于 2016 年 3 月出具竣工环境验收意见的通知（鄂环监字[2016]40 号）。根据内蒙古自治区经济和信息化委员会出具相关文件，确认中谷矿业二期项目为续建项目。截至目前，募投项目尚未正式启动，一期项目建设时按照 60 万吨 PVC、60 万吨烧碱及电石配套项目的整体规划设计建设了公辅工程，其中 1.10 亿元为预留二期项目使用的公辅工程。

作为续建项目，该公司募投项目的投资风险及项目运营风险相对可控，但产品价格波动较大，项目的投入-产出存在一定的不确定性，项目经济效益能否达到预期存在一定的不确定性。

B. 补充流动资金

2016 年以来，公司业务快速发展，公司对运营资金的需求也随之增加，运营资金缺口需要填补。本次债券所募集资金中 1.50 亿元计划用于补充公司的流动资金，以满足未来业务增长的运营资金需求。

¹ 中谷矿业系该公司的孙公司，截至 2019 年 6 月末，公司持股比例 100%。

(3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增进措施。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。全球经济增长承压，多国央行的货币政策相继宽松。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内经济增长有望保持在目标区间内运行。为缓释输入性风险和提高经济增长质量，我国对外开放水平进一步提高、供给侧结构性改革不断深化，经济基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，多国制造业景气度降至荣枯线以下，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位回落，美联储降息以应对就业及物价的潜在压力，美国的关税加征行为对其自身经济及全球经济的负面影响已有所显现；欧盟经济增长放缓，欧洲央行降息并重启资产购买计划，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济低迷，货币政策持续保持宽松状态，消费税的上调将进一步加大经济增长压力。除中国外的金砖国家悉数降息以缓解经济增长压力，其中印度经济增速大幅回落，以刺激房地产和外贸为代表的保增长政策效果有待观察；俄罗斯经济持续低速增长，同时面临来自美国的贸易冲突和经济制裁的双重挑战；巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下；南非经济虽有所恢复，但市场信心依旧不佳。

我国就业情况总体稳定、物价水平受猪肉价格影响涨幅有所扩大，经济增长压力加大且增速放缓至目标区间底部附近。我国消费新业态增长仍较快，汽车零售持续低迷拖累整体消费增长，促进消费增长政策的成效有待释放；在地产融资收紧及土地购置负增长影响下房地产投资增长放缓，贸易争端前景不确定及需求不足导致制造业投资不振，地方政府专项债资金加速投放及可作为重大项目资本金使用的政策拉动基建投资增速回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响，但随外贸区域结构的不断调整而影响程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较

高的相关产业和产品保持较快增长；随着减税降费逐步落地，工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的背景下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化，住房租赁市场迎来发展机遇期，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

为缓释输入性风险、对冲国内经济增长压力，我国供给侧结构性改革持续深入推进，各类宏观政策逆周期调节力度不断加码，协同合力确保经济的稳定运行。积极的财政政策加力提效，减税降费力度大且在逐步落实，促进了经济的稳定增长和经济结构的调整；地方政府债券发行进一步提速且使用加快，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策松紧适度，央行降准力度加大，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，更多地通过完善 LPR 形成机制等改革措施来降低实体经济融资成本。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，适时适度调整监管节奏和力度，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线；影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，实体融资增长保持在合理水平，债券市场违约风险明显改善。人民币兑美元汇率“破 7”是中美贸易摩擦过程中市场预期及事件冲击的共同结果，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

同时，我国自由贸易试验区扩容，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。人民币跨境结算量仍保持较快增长，在越来越多的主要经济体国债进入“负利率”及合格境外投资者投资额度限制取消的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在逆周期调节力度加码的对冲下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革的进一步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

氯碱行业方面，电石法已成为我国 PVC 生产的主流，2016 年下半年以来随着原材料价格上涨、供需改善和环保政策趋严，氯碱产品价格快速上涨，氯碱行业经营情况有所改善。2018 年以来 PVC 价格趋于稳定，烧碱价格呈震荡回落。氯碱产能长期过剩严重，仍将继续承受行业周期波动带来的不利影响。

A. 行业概况

PVC 是五大通用树脂之一，具有优良的耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘等特性，目前已成为世界上仅次于聚乙烯的第二大塑料品种。我国是 PVC 第一大生产国，2004 年以来 PVC 产能一直保持高速增长，尤其是西北等资源和成本优势较为明显的地区继续扩产明显。2013-2016 年，由于供给端淘汰落后产能政策的实施，PVC 产能大幅缩减。2017 年以来随着行业新增产能及化工行业景气度回升，PVC 产能较上年增长 3.44%。2018 年，PVC 产能基本保持稳定。受益于行业景气度回升，行业开工率有所上升，2016-2018 年分别为 71.75%、74.40 和 76.00%。价格方面，2016 年以来下游房地产市场回暖，叠加上游电石价格的上涨，支撑 PVC 价格上涨。2017 年 PVC 价格呈波动上涨态势，年初 PVC 价格有所回落，下半年受环保趋严影响快速上涨后又迅速回落，2017 年全年平均价格为 6,372 元/吨，较年初增长 10.13%。2018 年，PVC 价格呈震荡态势，上半年行业景气度较高，PVC 价格一度突破 7,000 元/吨，但 9 月后受电石价格下行影响呈下降趋势，2018 年全年均价为 6,631.02 元/吨。2019 年以来，PVC 价格相对稳定，围绕在 6,600 元/吨左右小幅波动，但 5 月初受电石价格上涨影响，PVC 价格再次突破 7,000 元/吨，随后 6 月份开始逐渐回落趋稳，2019 年 1-9 月，PVC 均价为 6,625.49 元/吨。

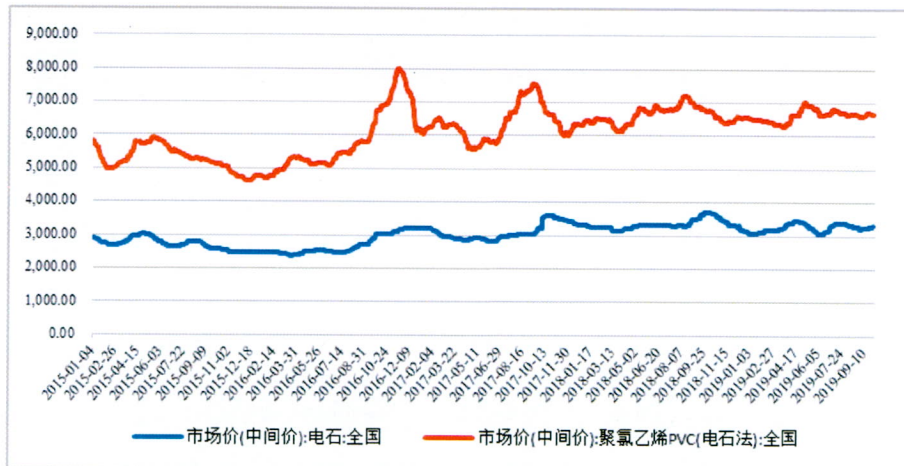
图表 3. 国内 PVC 和烧碱行业产能、产量和销量情况（单位：万吨）

项目	PVC			烧碱		
	行业产能	行业产量	行业销量	行业产能	行业产量	行业销量
2016 年	2,326	1,669	1,630	3,945	3,284	2,818
2017 年	2,406	1,790	1,771	4,102	3,365	3,042
2018 年	2,404	1,874	1,889	4,259	3,420	3,276

数据来源：Wind

电石法生产 PVC 的主要原材料为电石，成本占比 73%。电石主要原材料为电力、兰炭、石灰石，其中电力成本约占电石生产成本的 45%。随着能源成本上升，环保政策趋严，中小型的电石产能逐步退出，部分 PVC 产能难以获得电石而退出市场，复产难度较大。目前，大型的 PVC 生产企业逐步向西北集中，利用资源优势，自建电石产能，形成了从煤炭到电石再到 PVC 的一体化生产能力。

图表 4. 2015 年以来 PVC 与电石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：根据 Wind 资讯数据整理、绘制

近三年，全国陆续淘汰了部分落后电石产能，但因新上大型密闭炉亦较多，且技术逐渐成熟，开工愈加稳定，且对低价可承受能力强，电石整体供应能力较为稳定。2017 年受环保督察影响国内电石产量同比负增长，2018 年国内新增电石产能约 104 万吨，当年产量增长。2016-2018 年电石产量分别为 2,730 万吨、2,673 万吨和 2,800 万吨。受环保监督政策影响，2016 年 6 月以来国内电石价格一直大幅波动。2016 年由于环保督查的深入，以及上游煤炭价格回调，电石价格上升，到货均价从年初的 2,400 元/吨升至年底的 3,100 元/吨。2017 年初电石价格有所回落，下半年中央环保督查组进驻新疆等电石主要产地地区致产量减少，电石价格大幅波动，当年平均价格约为 3,110 元/吨，较 2016 年增长 15.51%。2018 年上半年电石价格较为平稳，下半年呈较大波动趋势主要系下游 PVC 厂商扩产及停产检修所致，当年电石均价约为 3,339 元/吨，较上年上涨 7.36%。2019 年以来电石价格波动明显，1-4 月呈上涨态势，主要受原材料价格上涨以及市场需求增加影响，5-6 月受下游 PVC 停工检修影响，电石价格一路下滑，但随着 PVC 检修陆续复产，下半年以来电石价格逐步回暖；2019 年 1-9 月电石均价为 3,257.28 元/吨。

烧碱广泛用于化学工业、造纸、纺织、冶金、轻工、医药和水处理等行业中，下游产品主要为聚氯乙烯（PVC）、氧化铝等。在生产工艺方面，目前国内隔膜法烧碱产能已基本淘汰，绝大部分为能耗更低的离子膜法烧碱产能。氧阴极离子膜电解技术是目前最先进的技术，在国家发改委最新修正的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中属于鼓励类技术。预计在新环保法的实施过程中，产能规模较小、环保设施建设不全、污染物排放不达标的氯碱企业将会退出市场。生产方面，近三年烧碱随行业景气度提升而产能扩大，且开工率在去产能的背景下有所提高，均在 80%左右。2018 年我国烧碱总产能达到 4,259 万吨，同比增长 3.83%；总产量 3,365 万吨，同比增长 1.63%。价格方面，烧碱市场从 2016 年 8 月起价格大涨，其中全国烧碱(32%离子膜)价格从 650 元附近涨至年底的 960 元左右。2017 年上半年，烧碱价格稳中有升，下半年主要受环保因素影响价格快速升至最高点 1,471 元，随后又迅速回落至年底的 1,300

元左右。2017年，烧碱全年平均价格为1,125元/吨,较上年大幅增长55.29%。2018年烧碱价格呈波动下滑态势，主要受下游氧化铝行业开工情况影响，当年烧碱均价约1,114元/吨，较2017年微降0.98%。2019年以来受宏观因素影响，烧碱价格持续大幅下滑，但9月初开始出现回暖迹象。2019年1-9月烧碱均价约为894.83元/吨。

图表 5. 我国烧碱（32%离子膜）市场价走势（单位：元/吨）



资料来源：根据 Wind 资讯数据整理、绘制

B. 政策环境

2016年由国务院办公厅颁布的《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》里明确指出，要严控PVC行业新建产能，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换，因此PVC行业新产能的计划和投产已经受到明确限制，预计未来国内PVC产能上新速度放缓。

环境保护是政府十分重视的问题。随着环保政策趋严，加大环保设施投入，成为基础化工企业长期发展的必然选择。环保督察机制在2015年7月1日中央全面深化改革领导小组第十四次会议审议通过《环境保护督察方案（试行）》后正式建立。2016年7月首批中央环保督查组开展督查以来，共启动了四批中央环保督查。2019年1月18日至19日，全国生态环境保护工作会议表示，我国将用4年时间完成第二轮中央生态环境保护督察及“回头看”。常态化、制度化的中央环保督查，使得地方政府面临更为严格的环保整治要求和环保问责压力，将进一步影响到高污染的化工行业运营，行业环保投入压力加大，且将面临较大的监管压力。

自《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》和《土壤污染防治行动计划》相继下发，2015年正式实施新环保法，我国环保法规体系日趋完善。同时，政府连续启动四批中央环保督查、“2+26”城市专项中央环保督查等。环保督查及法规细出台后，环保成本上升加速了化工行业落后产能的出清。2016年11月《控制污染物排放许可制实施方案》正式出台，配合2018年全面开征的“环保税”，税收手段促使企业减排，同时以强化环保成本的方式来确定企业竞争优势。

C. 竞争格局/态势

近年来氯碱行业集中度提高。烧碱企业产能规模 10 万吨/年以下（含）的比例有所下降，产能 40 万吨/年以上（含）企业数量明显增加，产能占比也有上升。聚氯乙烯企业产能规模在 10 万吨/年以下（含）的比例已降至 5% 以下，产能在 40 万吨/年以上（含）企业数量及产能占比略有增加。

氯碱行业布局逐步清晰。东部省份有着较长的氯碱发展历史，作为主要消费市场，外贸条件便利，销售优势明显；同时，开始探索与化工新材料、氟化工、精细化工和农药等行业结合的跨界发展新模式。西部地区氯碱产业发展快速，产业布局中的重要地位日益突出，依托资源优势建设大型化、一体化“煤电盐化”项目成为其发展的重要特点。以河南为代表的总部地区，在下游氧化铝等行业带动下，烧碱装置规模增长较显著。

受产业政策和成本压力影响，我国 PVC 新增产能主要集中于内蒙古、新疆、山西、陕西、宁夏等煤炭和原盐资源相对丰富的西部地区，新疆中泰化学股份有限公司、新疆天业股份有限公司、宜宾天原集团股份有限公司、青海宜化化工有限公司和中盐青海氯碱化工有限公司等上市公司和大中型国有化工企业均有新建的 PVC 配套烧碱项目陆续投产，对原本就过剩的西部市场形成更大压力，竞争加剧。同时，西部地区氯碱消费量增长缓慢，大量产品仍要运往东部发达地区，交通基础设施建设进度将在很大程度上影响西部氯碱企业的产品销售，尤其是新疆地区的产品外运难度偏高。

该公司具有产业链完整优势，产品组合丰富，氯碱产能规模较大。2018 年公司综合毛利率 32.40%，其中化工板块毛利率为 33.60%，盈利能力处于行业较高水平。

图 6. 行业内部分样本企业基本数据（2018 年（末），单位：亿元、%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	所有者权益	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中泰化学	702.23	11.10	586.28	197.48	66.32	25.61	63.93
滨化股份	67.51	27.98	106.60	61.98	41.86	7.11	10.78
天原集团	181.23	8.17	139.80	51.21	63.37	1.24	6.89
氯碱化工	71.71	17.84	50.61	39.11	22.72	10.53	8.90
新疆天业	48.28	27.09	86.57	51.85	40.11	4.63	4.77
英力特	19.87	14.95	31.36	26.45	15.66	0.27	1.91
鸿达兴业	60.45	32.40	141.42	61.44	56.55	6.12	14.30

资料来源：新世纪评级整理

基于我国特殊的能源结构，电石法聚氯乙烯向西转移已经成为趋势。但由于氯碱产业对资源和能源的依赖，加上环保标准的不断提高，电石法聚氯乙烯生产企业的经营风险可能进一步加大，部分企业可能面临较大的破产、兼并重组和结构调整压力。氯碱行业的市场格局也在发生变化。不断开拓海外市场、利用海外资源成为我国氯碱行业的发展趋势。烧碱出口规模每年在 200 万吨以

上，出口遍及美国、澳大利亚、南亚等。聚氯乙烯出口到印度、俄罗斯、东南亚等。同时，工业盐、乙烯基原料等资源进口也成为有益补充。

期货与现货电子交易促进了行业交易形式的多样化。聚氯乙烯期货和现货电子交易处于不断探索和发展之中，电子交易与现货贸易的结合，提高了市场资源配置效率，也为企业营销方式的转变打开了新的通道，为行业营销模式的创新提供了新的选择。

D. 风险关注

基础化工行业属于周期性波动行业，在国民经济高速增长时，下游需求旺盛，反之需求萎缩。因此，经济增长的周期性波动会直接影响到下游行业对本行业产品需求及价格，进而影响行业盈利状况。尽管当前我国基础化工行业的景气程度有所恢复，但仍将持续受到国际经济大环境和国内宏观经济环境、政策变动的影响，也继续承受着行业周期波动带来的不利影响。

氯碱行业主要化工品成本中核心原料如煤炭、原盐的成本占比很高，原材料与化工产品之间价格关联度也较高。2018年以来煤炭价格呈小幅增长态势，而主要化工品价格总体表现趋于稳定，企业成本压力加大。

化工行业持续面临节能减排和环境保护压力。“十三五”期间，我国经济发展正处于工业化中期向工业化后期转变的过渡时期，预计行业的产业结构调整将进一步加快，持续面临产业升级压力，同时节能减排和环境保护压力也将不断增加。常态化、制度化的环保督查，将会影响到高污染的化工企业运营环保投入压力继续加大。

2. 业务运营

该公司具备一定的氯碱化工产业链一体化及经营规模优势，产业链协同效应开始显现，业务/产品多样化有利于分散经营风险。2017年受益于氯碱产品价格大幅上涨，公司盈利情况好转；2018年以来主要受PVC生产成本上涨，烧碱价格下滑、其他化工新材料业务仍处于培育期收入利润贡献有限及贸易和电子交易物流业务收入规模缩减的影响，公司盈利出现下滑。另外中谷二期项目开建将造成公司的资本性支出压力增大，但建成投产后公司的规模效应将进一步体现。

该公司主营产品及服务包括PVC、改性PVC等PVC新材料，土壤调理剂等环保产品，稀土冶炼分离等稀土产品及塑料等大宗原料电子交易、现代物流及信息服务等。目前，公司拥有“环保、新材料和交易所”较完整的产业体系，形成相对完善的一体化循环经济产业链。公司在深化PVC一体化循环经济产业链的基础上，重点推动土壤改良、氢能源产业、新型PVC制品应用、交易所等业务的发展，一方面打造“土壤调理剂—土壤改良—综合开发利用”的一体化土壤修复产业链；另一方面，充分发挥上游生产、下游应用和稀土助剂的优势，发展节能的新型环保PVC制品；同时推动制氢、储氢、运氢及氢能源

应用产业发展；并且发挥电子交易平台及配套服务的优势。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
氯碱产品（自产）	基础化工	主要销售区域为全国/华东地区	成本/规模/政策等
塑料制品	塑料	华南市场为主，占比 60%左右，其余分布在华南及全国	资金/销售资源等
土壤调理剂等环保产品	环保	全国	政策/技术/规模等
电子交易与物流	物流	全国/华东	规模/成本等

资料来源：鸿达兴业

该公司在规模（产业链完整度）、成本（电石自给率高）、政策（电价）及渠道等方面具有一定的优势，也是核心业务发展的重要驱动因素。（1）成本及规模优势主要体现为，公司氯碱产能在行业的排名靠前，已形成了 PVC 一体化循环经济产业，产业链完整度较高。（2）公司电石自给率较高，周边石灰石及原盐资源丰富，区位及资源优势较明显，使得上游核心原料成本优势较明显。（3）政策优势主要体现在公司主要生产基地所在内蒙古地区享有优惠的电价政策，当地电力富余，蒸汽全部自给且部分电力自给，其余执行直供电机制，氯碱产品高耗能特征下，较优惠的电力给公司氯碱产品带来一定的成本优势。（4）公司渠道优势体现在公司及其控股股东在化工贸易领域经营经验丰富，已建立完整的销售渠道，加之塑交所形成的协同效应，公司拥有一定的供应链信息优势。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
营业收入合计		61.58	65.41	60.45	28.46
其中：核心业务收入	金额	59.95	63.67	58.57	27.28
	占比	97.36%	97.35%	96.90%	95.86%
其中：（1）化工生产及塑料加工	金额	44.58	54.63	53.89	25.19
	占比	74.36%	85.80%	92.00%	92.35%
（2）化工贸易	金额	11.27	6.47	2.75	1.54
	占比	18.80%	10.16%	4.69%	5.64%
（3）电子交易及物流	金额	4.10	2.58	1.94	0.55
	占比	6.84%	4.05%	3.30%	2.01%

资料来源：鸿达兴业

2016~2018 年，该公司营业收入分别为 61.58 亿元、65.41 亿元和 60.45 亿元，呈现一定波动。公司收入主要来自化工生产及塑料加工业务，近年来占营业收入比重持续上升。其中，随着 2016 年中谷矿业一期项目 30 万吨 PVC 一体化项目投产和烧碱价格上涨，2016 年和 2017 年化工生产及塑料加工业务收入增长明显；2018 年主要受烧碱市场价格回落和化工新材料业务收入的减少，该板块收入出现小幅下降。公司化工贸易业务和电子交易及物流业务收入规模

相对较小，尤其近两年主要受宏观经济、中小化工企业资金紧张和公司自身资金紧张等因素影响，收入持续下滑，2018年分别仅实现收入2.75亿元和1.94亿元。

2019年上半年度，该公司实现营业收入28.46亿元，较上年同期减少3.08%。其中化工生产及塑料加工业务收入25.19亿元，较上年同期减少1.65%，主要受烧碱价格下降影响；化工贸易收入1.54亿元；电子交易及物流业务收入0.55亿元。

A. 化工生产及塑料加工业务

图表9. 化工生产及塑料加工业务主要产品销售收入及毛利率情况(单位:亿元,%)

项目	2016年度		2017年度		2018年度		2019年上半年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
PVC	29.84	30.63	34.39	25.96	35.28	20.49	17.40	19.24
烧碱	7.19	42.49	13.28	63.76	12.67	63.29	4.99	57.64
PVC及PVDC制品	2.48	19.83	1.87	9.61	1.58	0.96	0.77	4.79
土壤改良剂	3.38	74.37	3.42	75.57	3.26	72.52	1.89	76.91
稀土化工产品	1.27	51.77	1.67	55.45	1.10	43.80	0.15	36.79
合计	44.58	35.83	54.63	38.60	53.89	33.60	25.19	31.00

资料来源：鸿达兴业

该公司的化工生产及塑料加工业务的核心产品为PVC和烧碱，2018年二者收入合计占该板块比重约89%。塑料制品、土壤改良剂和稀土化工品的收入规模相对较小。2016-2018年，该板块业务收入分别为44.58亿元、54.63亿元和53.89亿元。其中，2017年收入大幅增长22.54%，主要系2016年四季度以来烧碱价格形势较好，其销售均价增长带动烧碱产品收入大幅增长至13.28亿元。2018年，该业务收入同比小幅下降，主要与烧碱销售均价略有下滑、塑料制品销量下滑及稀土化学品售价大幅下跌等因素有关。2019年上半年度，该业务收入较上年同期下降1.65%至25.19亿元，主要系烧碱价格下滑所致。

毛利率方面，2016-2018年及2019年上半年度，该公司化工生产及塑料加工业务板块毛利率分别为35.83%、38.60%、33.60%和31.00%，呈波动下滑趋势。其中，PVC产品由于生产成本涨幅较大，毛利率持续下降，同期分别为30.63%、25.96%、20.49%和19.24%；烧碱毛利率受价格波动影响呈先升后降，同期分别为42.49%、63.76%、63.29%和57.64%；2016-2018年，PVC及PVDC制品毛利率持续下滑，目前仅微利运营，2019年上半年度毛利率略有上升，但仍在较低水平；土壤改良剂毛利率维持在70%以上的高水平；2018年及2019年上半年稀土化工产品由于产品结构调整，毛利率出现明显下降，但仍维持在较高水平。

a. 氯碱化工业务

截至2019年6月末，该公司已逐步形成了年产PVC60万吨、烧碱（液碱、片碱）51万吨、电石87万吨的生产能力。生产基地位于内蒙古乌海市、鄂尔

多斯市，核心业务主体包括子公司内蒙古乌海化工有限公司（简称“乌海化工”）和孙公司中谷矿业。公司属于国内规模较大的 PVC 生产企业，拥有一定的规模化优势。近三年公司 PVC 产品产能利用率均超过 100%，烧碱产品产能利用率自 2017 年以来有所下降，但仍保持在 90%左右的行业较好水平。公司电石产能基本可以满足自身 PVC 生产需要，核心原料保障能力较强，但 2017 年以来主要受电石炉老化、陆续进行检修的影响，产能利用率明显下降，2018 年仅为 75.27%；2019 年上半年，随着检修陆续完成，产能利用率有所回升。

图表 10. 氯碱产品的生产概况（亿元，万吨，元/吨）²

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
PVC	产能	60.00	60.00	60.00	30.00
	产量	63.11	64.86	62.65	31.56
	产能利用率	105.19%	108.10%	104.41%	105.19%
烧碱（液碱、片碱）	产能	43.00	51.00	51.00	25.50
	产量	47.29	46.00	46.57	22.31
	产能利用率	109.99%	90.20%	91.32%	87.49%
电石	产能	87.00	87.00	87.00	43.50
	产量	87.06	71.01	65.48	35.43
	产能利用率	100.07%	81.62%	75.27%	81.45%

资料来源：鸿达兴业

该公司销售渠道畅通，近年来氯碱产品产销率维持在较高水平。销售区域方面，PVC 主要销往华南、华东地区，烧碱销往内蒙古、陕西和宁夏等西北地区。作为大宗化工产品，PVC、烧碱等产品销售价格市场化程度较高，公司的氯碱产品采用随行就市的定价机制，PVC、烧碱等产品基本与产品市场价格波动保持一致。近三年一期，公司 PVC 销售均价分别为 4,774.24 元/吨、5,334.54 元/吨、5,585.02 元/吨和 5,451.92 元/吨，2016 年以来受益于国家淘汰落后产能和环保严查，行业供需关系得到改善，PVC 价格波动上涨，2018 年之后趋于平稳。同期，烧碱销售均价分别为 1,573.55 元/吨、2,948.69 元/吨、2,806.89 元/吨和 2,226.17 元/吨，价格波动较大，在 2016 年第四季度和 2017 年呈大幅上涨趋势，2018 年开始转向震荡走低。

该公司采用“先款后货”和“先货后款”两种销售结算政策。由于宏观经济景气度及行业周期性波动，下游客户资金面普遍紧张，公司为维持良好的合作关系、提高市占率，调整了信用政策，即在充分评估客户信用状况后适度增加了“先货后款”结算比例，部分优质客户信用期由 1-3 个月提高到 3-6 个月。

图表 11. 氯碱产品的销售概况（单位：亿元，万吨，元/吨）³

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
PVC ⁴	销售额	29.84	34.39	35.28	17.40
	均价	4,774.24	5,334.54	5,585.02	5,451.92

² 2017-2018 年公司不再生产纯碱，故表格统计数据均不包括纯碱。

³ 电石自 2017 年以后完全自给，因此无销售数据。

⁴ PVC 销售均价与前文行业分析的市场均价存在不一致主要因统计范围产品种类差异引起。

产品	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-6月
	销量	62.50	64.46	63.17	31.91
	产销率	99.03%	99.38%	100.83%	101.11%
烧碱（液碱、片碱） ⁵	销售额	7.19	13.28	12.67	4.99
	均价	1,573.55	2,948.69	2,806.89	2,226.17
	销量	45.69	45.05	45.13	22.40
	产销率	96.60%	97.92%	96.89%	84.76%

资料来源：鸿达兴业

在原料、电力等采购方面，该公司在资源自给及综合利用基础上，形成了较强的资源保障能力和成本优势。乌海化工在乌海市拥有储量 5,000 吨的高品位石灰石矿山，年可开采量为 200 万吨。公司现有 87 万吨/年的电石产能基本能够保证其氯碱产品正常生产，其他外购原料规模及占比较小，因此公司氯碱产品的原料稳定性相对较好。2018 年电石自给率由上年的 84.00% 降至 79.09%，电石采购量增加，主要受部分电石炉检修，开工率下降影响。在电力和蒸汽动力供应方面，公司自备三台 75 吨锅炉和 1.2 万千瓦装机热电厂，年均发电 1.2 亿度，生产所需要的蒸汽可全部自给，电力能部分自给。乌海市装机容量超过 300 万千瓦，是全国少有的电力富余地区，政府鼓励企业、电厂和电网的多边交易和直供电交易。2008 年公司与内蒙古电力（集团）有限责任公司签署了《内蒙古电力多边交易框架协议》，2009 年开始乌海化工、北方电力海勃湾发电厂、内蒙古电力（集团）公司联合执行电力直接供应运行机制。2016~2018 年及 2019 年上半年，公司电力采购均价分别为 0.2803 元/度、0.2898 元/度、0.2965 元/度和 0.3226 元/度。公司享有较优惠的电价政策，电力成本优势较为明显，但 2019 年以来内蒙古自治区工业企业电力价格优惠幅度有所收窄，上半年电力成本同比上涨约 0.08 元/度，涨幅为 28.41%。除电石外，公司主要外采原材料包括兰炭和原盐。其中，近两年兰炭采购量有所增长，且采购均价持续上涨，一定程度上加剧了公司成本压力；工业盐外购量和采购均价相对较平稳。

图 12. 公司主要原材料及能源采购情况（单位：万吨，亿度，元/吨，元/度）

产品	2016年		2017年		2018年		2019年上半年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
电石	2.34	2,136.75	27.69	2,140.01	20.99	2,494.21	13.57	2,366.85
兰炭	63.77	404.48	51.85	765.94	55.86	771.56	29.46	870.81
原盐	71.17	246.71	72.71	281.24	72.07	271.17	26.75	259.37
电力	42.83	0.2803	37.78	0.2898	39.05	0.2965	20.12	0.3226

资料来源：鸿达兴业

b. PVC 新材料业务

该公司的 PVC 新材料指的是 PVC 及 PVDC 产品的研发、生产及销售，是公司向下游延伸的重要领域之一。目前核心业务主体为江苏金材科技有限公司（简称“金材科技”），主要产品包括 PVC 挤出片板材、PVC 压延片、PVC 建筑模板及 PVC/PVDC 等，以上产品主要以 PVC 树脂粉为主要原料。

⁵ 烧碱销售均价统计方式为脱水价，故与前文行业分析的市场均价存在不一致。

图表 13. PVC 新材料业务的经营数据概览（单位：亿元，万吨/年，%，元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
产能	7.05	7.05	7.05	3.52
产量	2.82	1.74	1.51	0.80
产能利用率	40.04%	24.70%	21.41%	22.65%
销售额	2.48	1.87	1.58	0.77
均价	10,487.89	10,626.17	11,429.13	10,970.45
销量	2.36	1.76	1.39	0.70
产销率	83.64%	101.11%	91.75%	88.07%

资料来源：鸿达兴业

近年来，该公司 PVC 新材料业务产销量持续下滑，2018 年产能利用率降至 21.41%，当年度实现收入 1.58 亿元，较 2017 年减少 15.38%，主要系市场拓展难度较大。2019 年上半年，公司 PVC 新材料业务收入为 0.77 亿元。

该公司的 PVC 新材料业务的产品方向主要围绕 PVC 生态屋发展，对现有材料有一定的替代性，但市场推广时受产品价格相对较高的约束大。公司拟定了“一种用于拼装活动板房的墙板”、“一种可释放负氧离子的装饰材料”等 4 项专利技术文件。此外，金材科技通过食品包装 FSSC22000 体系认证，并将 PET 产品列入体系，为 PET 产品出口扫除了障碍；完成了《食品包装用 PET 硬片》及《轻质隔断装饰一体板》（即三合一墙体）两种产品的企业标准编制和备案工作。

c. 土壤调理剂与稀土化学品

在产业链延伸方面，该公司 2014 年开始进入土壤改良产业，2015 年开始形成贡献收入。目前土壤改良剂是由子公司西部环保有限公司（简称“西部环保”）负责运营，目前土壤调理剂产能 30 万吨/年。公司以土壤调理剂为主的环保产品主要用于治理酸性、碱性和盐碱化土壤，提升耕地质量。依靠自有技术，公司利用 PVC 生产过程中的电石渣生产土壤调理剂和电厂脱硝剂，可用于我国北方盐碱地和南方酸性土壤的修复调理。2016~2018 年，土壤调理剂销售量合计 13.22 万吨、12.60 万吨和 12.19 万吨，销量持续下降主要与电石产量减少（主要利用电石渣生产）以及自主土壤改良规模增加所致；取得销售收入 3.38 亿元、3.42 亿元和 3.26 亿元。由于是对废料再利用，业务毛利率较高，同期分别为 74.37%、75.57%和 72.52%。2016 年，土壤调理剂的产能通过技改达到 30 万吨/年，由于市场处于拓展期，产能利用率并不高，2017 年和 2018 年分别为 77.44%和 34.08%。2019 年上半年，土壤调理剂销量合计 7.25 万吨，取得销售收入 1.89 亿元，毛利率为 76.91%；产量为 7.55 万吨，产能利用率提升至 50.35%。

图表 14. 土壤调理剂的生产销售概况（单位：亿元，万吨/年，%，元/吨）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
产能	30.00	30.00	30.00	30.00
产量	16.10	23.23	10.23	7.55
产能利用率	53.67%	77.44%	34.08%	50.35%

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
销售额	3.38	3.42	3.26	1.89
均价	2,558.95	2,715.00	2,674.70	2,607.51
销量	13.22	12.60	12.19	7.25
产销率	82.11%	54.24%	119.24%	96.01%

资料来源：鸿达兴业

该公司土壤调理剂除直接销售产品外，也开拓了其他的销售模式。公司主要通过建设土壤修复改良示范基地、在全国主要农业地区建设营销网点等方式推动土壤调理剂的销售。公司也计划采取 PPP 模式承接土壤修复工程。产品研发能力方面，因进入土壤改良产业较早，公司在土壤调理剂方面具有一定技术研发能力。公司设立了广东地球土壤研究院，并拟在美国设立土壤改良研发、工程和销售中心，以增强公司在土壤修改领域的研发能力。

2017年该公司在内蒙古自治区内签署了多个土地流转意向协议，拟通过土地修复后以出租、自营等方式获取长期回报。在南方地区，公司以土地流转、土地调理剂销售方式推进土壤修复等环保业务。

2017年2月，该公司与通辽市政府及广州华南土壤改良基金管理有限公司（简称“华南土壤”，与公司无关联关系）签订了《通辽市100万亩盐碱地土壤改良PPP项目合作协议》，拟对科尔沁左翼中旗的100万亩盐碱退化土地进行土壤改良和综合开发。项目估算总投入25亿元，其中土地流转费用、耕地改良、高标准农田建设费用由华南土壤负责。项目收入来源主要是修复后的耕地流转、土地指标置换、高标准农田建设的财政补贴等，流转期限自2017年至2036年，所获利润由公司和华南土壤协商分配。公司就该项目成立了专门工作组，积极开展土地权属情况核查、土地丈量、土壤检测分析等前期工作，正在落实有关土地流转工作，并且进行土壤修复方案的规划和设计。目前前期勘测阶段已完成，正在对其中3,000亩土地进行试点。

图表 15. 稀土化学品的生产销售概况（单位：亿元，万吨/年，%，元/吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
产能	2.00	2.00	2.00	2.00
产量	1.10	1.10	1.27	0.35
产能利用率	55.14%	54.92%	63.69%	35.31%
销售额	1.27	1.67	1.10	0.15
均价	12,026.50	14,001.79	9,525.36	3747.06
销量	1.05	1.19	1.15	0.39
产销率	95.48%	108.32%	90.66%	112.26%

资料来源：鸿达兴业

此外，该公司主要以塑料加工稀土热稳定剂为基础，进入了以稀土助剂和稀土分离为主的稀土新材料产业，业务主体为孙公司包头市联丰稀土研究院有限公司联丰研究院和2015年收购的包头市新达茂稀土有限公司。近三年，公司的稀土化学品均为产能2万吨/年，稀土化学品的产能利用率不高，但2018年较上年有所上升，产能利用率达63.69%。稀土化工品的产销受国家行业政策影响较大，产品销量及销售价格均有较大的波动。2016~2018年及2019年上半年度，稀土化工产品收入分别为1.27亿元、1.67亿元、1.10亿元和0.15

亿元，其中 2019 年上半年业务收入很小，主要受国家指标影响，稀土产品价格下降明显，盈利空间有限，公司只进行代加工业务，暂停部分自有产品生产导致收入减小明显。

d. 氢能源建设

为提高氯碱装置副产氢气的利用效率，进一步提高资源能源利用率，优化产业结构，2018 年以来该公司大力发展氢能源综合利用相关业务，推动“制氢、储氢、运氢及氢能应用产业链”的建设。2018 年末乌海化工开始投资建设一座加氢站，投资规模为 0.26 亿元，目前即将建成；同时乌海化工已完成在乌海市建设 8 座加氢站的相关备案工作。目前公司正在按计划推进氢液化工厂及其他加氢站项目工作。为加快氢气的存储及应用研究，2019 年 6 月 10 日，公司与有研工程技术研究院有限公司（简称“有研工研院”）签署《稀土储氢材料开发合作协议》。2019 年 7 月 22 日，为进一步深入推进合作事宜，加快稀土储氢相关技术的研发进度，公司与有研工研院签署稀土储氢材料《技术开发合同》，公司委托有研工研院在第一代稀土系镧-镍基储氢材料的基础上研究开发第二代稀土系镧-镁-镍基储氢材料以及第三代稀土系镧-钪-镍基储氢材料，提高稀土储氢材料的储氢性能和储氢容量，降低储氢材料的生产成本。

整体看，该公司氯碱化工业务产品生产、销售相对稳定，主要产品价格随行就市，但相对较低的电价成本及较完善的产业链布局给予公司化工业务一定的成本优势。本次债券募集资金投入年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目建成投产后，公司氯碱产品的规模优势将进一步提升。此外，公司在原有业务基础上积极开拓了土壤改良业务、PVC 新材料、氢能源等业务，增强了业务/产品多样化。但需关注上述业务仍处于市场培育期，销售存在不确定性，土壤修复业务计划通过 PPP 形式合作改良并流转土地，但采用该模式可能延长资金回报期。

B. 化工贸易业务

该公司化工产品贸易主要通过子公司广东金材实业有限公司开展，2016~2018 年公司贸易收入分别为 11.27 亿元、6.47 亿元和 2.75 亿元，呈大幅下滑，主要受贸易产品市场风险加剧及公司资金面较为紧张等因素的影响，公司压缩了相关贸易业务的规模。2016 年以来，公司贸易品种主要为通用塑料产品，也开展原料及其他产品贸易；2017 年公司化工产品贸易业务重心由 PVC 转为片碱，PVC 产品贸易额大幅下降，同时片碱贸易业务正处于起步阶段，为化工贸易业务收入金额减少的原因之一。

该公司贸易板块采购以预付款方式为主，部分在流通市场环节采购主要采取货到全汇全款方式。销售结算方面，公司对实力较强、规模较大和信誉好的部分客户实行铺货，给予一定账期的结算模式，但账期不超过 1 个月，对新开发客户，采取货到结清货款方式结算，其他客户采取货到付 30%货款，余款 15 天结清等，存在一定垫资压力。

C. 电子交易及物流业务

该公司电子交易与物流板块的运营主体为广东塑料交易所股份有限公司（简称“塑交所”）等。2016~2018 年及 2019 年上半年，该业务收入分别为 4.10 亿元、2.58 亿元、1.94 亿元和 0.55 亿元，毛利率分别为 41.60%、59.06%、59.51% 和 54.82%。2016 年下半年起，受“营改增”影响，塑交所改变收入确认方式，引起收入规模下降，但毛利率大幅上升；2018 年以来公司缩减部分风险较高的供应链服务业务和盈利欠佳的物流业务，收入规模进一步下降。

塑交所的业务模式为会员客户（塑料化工行业企业）在电子交易平台中达成购销订单，现货交收后提供仓储物流配送服务，并为客户提供供应链货管理服务。塑交所提供的交易品种以 PVC 为主，还包括 PP、PE、ABS、PS、烧碱和纯碱等。目前，塑交所的电子交易规模已位居国内塑料化工行业第一位，现货电子交易的注册客户超过 30 万家，签约客户需求和销量规模占行业总规模的 80% 以上。公司在全国首家推出了“广塑指数”，并运用网站、期刊和信息库等多种方式，确立了塑料行业的“广州价格”；网站流量和会员资讯期发量在全国化工行业位居前列，成为行业企业和各类机构重要的价格信息平台。2016~2018 年及 2019 年上半年，塑交所的交易量分别为 643.83 万吨、565.20 万吨、470.22 万吨和 202.02 万吨，主要受宏观经济、中小化工企业资金紧张影响，部分企业暂停期货、套期保值等交易导致交易流转量下降；同期，交易额分别为 49.76 亿元、56.03 亿元、49.90 亿元和 13.00 亿元。

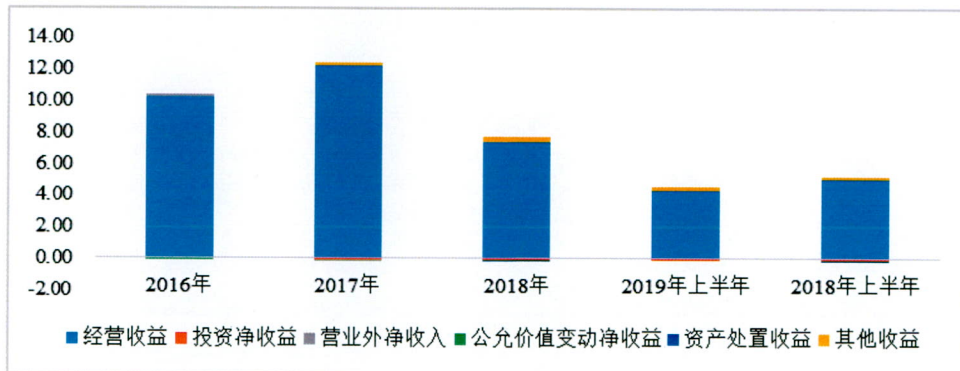
该公司的物流服务主要包括仓储管理服务和物流配送服务。塑交所采用多元化的物流运输方式满足客户物流需求。上游 PVC 客户主要采用全国港口和铁路站点为中心，以铁海联运、汽海联运、铁路直达和长途汽运等延伸物流为主，下游 PVC 客户主要以港口和铁路站点为配送中心。公司提供物流服务，并收取物流运输、仓储及装卸等服务费用。

在仓储管理服务方面，截至 2019 年 6 月末，塑交所在全国有 3 个大型自有仓库、2 个租赁仓库、15 个协议仓库塑料仓储库容达 100 万吨。在物流配送服务方面，公司已购置大型物流配送车辆 80 辆，加盟车辆 120 辆，与中铁集装箱、秦皇岛港、中海等大型物流企业建立了业务合作关系，为塑料企业提供长途汽运、铁运和海运服务；短途的区域配送服务涵盖华南地区。

塑交所开展了供应链综合服务，2016~2018 年及 2019 年上半年度实际代垫货款规模为 1.94 亿元、2.86 亿元、2.50 亿元和 2.06 亿元。2016 年以来，供应链综合服务未发生代垫款回收逾期的问题。据公司相关人员介绍，受本次可转债发行影响，公司自 2018 年 3 月起，已停止新增供应链金融等类金融服务业务。

(2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据鸿达兴业所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源多为经营收益, 营业外净收入、公允价值变动净损益及投资净收益规模均较小, 盈利波动与主业经营相关性很高。2016~2018 年公司经营收益分别为 10.18 亿元、12.24 亿元和 7.41 亿元, 其中 2016 年下半年以来中谷矿业一期项目投产加之氯碱价格上涨, 带动营业毛利增加, 2018 年同比大幅减少 4.83 亿元主要系化工生产与塑料加工业务受烧碱价格下滑、PVC 生产成本上升等因素影响毛利收入减少, 以及贸易和电子交易物流业务收入规模缩减所致。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度
营业收入合计 (亿元)	61.58	65.41	60.45	28.46
毛利率 (%)	30.75	35.84	32.40	29.98
其中: 化工生产与塑料加工 (%)	35.83	38.60	33.60	31.00
化工贸易 (%)	6.61	5.11	7.73	9.57
电子交易与物流 (%)	41.60	59.06	59.51	54.82
毛利 (亿元)	18.94	23.44	19.58	8.53
其中: 基础化工生产与塑料加工 (亿元)	15.97	21.08	18.11	7.81
化工贸易 (亿元)	0.74	0.33	0.21	0.15
电子交易与物流 (亿元)	1.71	1.52	1.15	0.30
期间费用率 (%)	12.79	15.17	16.92	15.67
其中: 财务费用率 (%)	4.60	5.02	5.89	6.40
全年利息支出总额 (亿元)	3.39	3.32	3.77	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.62	0.20	0.30	-

资料来源: 根据鸿达兴业所提供数据整理

主要受销售费用增加、土壤调理剂产品、氢能源等方面的研发投入增加和财务费用增加等影响, 该公司的期间费用率呈上升趋势, 2016-2018 年及 2019 年上半年分别为 12.79%、15.17%、16.92%和 15.67%。从期间费用构成来看,

2018 年期间费用合计 10.23 亿元，较上年增长 3.07%，其中销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为 32.53%、21.76%、34.82%和 10.90%。公司利息负担持续加重，2018 年公司财务费用较上年增长 8.49%至 3.56 亿元，财务费用率升至 5.89%。此外，2016-2018 年，公司分别计提资产减值损失 0.39 亿元、0.55 亿和 1.10 亿元，其中 2018 年较上年大幅增长主要系应收账款规模增长，且公司对信用良好的客户适当延长了付款周期，根据账龄按比例计提的减值准备相应有所增加所致。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
投资净收益	-0.05	-0.11	-0.11	-0.02
营业外净收入	0.22	-0.05	-0.01	0.02
资产减值损失	0.39	0.55	1.10	0.04
其他收益及资产处置收益	-	0.18	0.27	0.20

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

该公司的其他盈利来源规模很小。其中，2018 年公司投资净收益、其他收益和营业外净收入分别为-0.11 亿元、0.27 亿元和-0.01 亿元，其中投资净亏损系联营企业内蒙古蒙华海勃湾发电有限责任公司（简称“蒙华海电”）亏损所致。2016-2018 年公司分别实现净利润 8.23 亿元、10.13 亿元和 6.12 亿元。

2019 年上半年度，该公司营业收入同比减少 7.58%至 28.46 亿元，综合毛利率同比下降 4.80 个百分点至 29.98%，主要系主营的烧碱产品价格下跌和电力成本上涨因素影响。同期，公司净利润为 3.91 亿元，同比减少 6.29%。

（3）运营规划/经营战略

该公司坚持循环型经济的发展理念，在做大做强氯碱业务的基础上，推动土壤改良、PVC 生态屋及环保材料、塑交所电子交易综合服务等业务的发展，已形成“环保、新材料、交易所”三大业务协同发展的一体化循环经济产业链。未来公司将继续发挥资源优势、产业协同优势，以进一步完善产业链配套为目标，以资产并购、股权投资、资本运作等为手段，加快产业优化和资源整合，打造更为持续稳定的核心竞争力。

截至 2019 年 6 月末，该公司在建工程账面净值为 6.94 亿元，重大拟建/在建项目为中谷矿业二期项目和乌海化工 PVC 扩产项目。其中，二期项目尚未正式启动，其资金来源将通过本次债券等方式募集，截至 2019 年 6 月末二期项目累计投入公用工程建设 1.12 亿元。乌海化工 PVC 扩建项目目前正常建设中，总投资 3.15 亿元，主体工程基本完工，聚合釜、干燥塔等设备已到场，预计 2019 年底投产。公司除上述项目外，暂无其他可预见的重大资本性支出计划。

图表 19. 公司重大在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设规模	概算总投资	截至 2018 年末已投资	项目进度
中谷项目	PVC60 万吨、烧碱 60 万吨/年	599,286	461,995	一期已完工，二期项目由鸿达兴业发行 A 股可转换公司债券募集资金。
乌海化工 PVC30 万吨扩 40 万吨项目	30 万吨扩 40 万	31,500	31,488 ⁶	目前处于建设状态，预计年底完工转固投产。

资料来源：鸿达兴业

该公司于 2017 年定向增发募集资金总额 12.15 亿元，资金用途主要包括土壤修复项目及 PVC 生态屋及环保材料项目及偿还银行借款，其中 6.18 亿元和 2.38 亿元⁷分别投入以上两项目，目前上述项目均未大面积开工，但公司仍面临一定的资金支出压力。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，治理结构较为完整。受定向增发、被动减持等影响，公司产权结构有所变化，但 2016 年以来控股股东和实际控制人均未发生变化。2019 年 5 月，公司因业绩预告的净利润数据与实际相差较大收到深圳证券交易所的监管函，公司信息披露质量仍需进一步提升。另外，控股股东股权质押融资面临平仓风险，对公司股权结构稳定性形成不利影响。

(1) 产权关系

2016 年以来，该公司的控股股东和实际控制人未发生变化，分别为鸿达兴业集团和周奕丰先生。根据公司公告显示，截至 2019 年 9 月 10 日，公司前三大股东鸿达兴业集团、广州市成禧经济发展有限公司（简称“成禧公司”）及乌海市皇冠实业有限公司（简称“皇冠实业”）对公司的持股比例分别为 36.50%（处于质押状态占其所持股份的 89.73%）、6.78%（处于质押状态占其所持股份的 99.77%）和 6.46%（全部处于质押状态）。2018 年 8 月 27 日至 9 月 12 日期间，鸿达兴业集团因股票质押被申万宏源证券有限公司、广发证券资产管理（广东）有限公司、华泰证券（上海）资产管理有限公司、海通证券股份有限公司和广州证券股份有限公司强制平仓，累计被动减持公司股份 28,824,997 股，占公司总股本的 1.11%，涉及金额 8,659.41 万元。2018 年 11 月 27 日至 12 月 13 日期间，鸿达兴业集团因股票质押被光大证券股份有限公司强制平仓，

⁶ 该项目实际投入成本超出预算总投资，主要因随着该项目建设进度的延长，所计提的利息费用资本化成本增加，另外系工程材料价格、项目设备以及人工成本等费用的增加。

⁷ 根据 2019 年 4 月 22 日大信会计师事务所出具的鸿达兴业 2017 年非公开发行股票募集资金存放与实际使用情况报告，2018 年度，除经批准使用 41,000.00 万元暂时性补充流动资金、6,210.34 万元用于土壤修复项目建设、3,104.26 万元用于 PVC 生态屋及环保材料项目建设、支付部分发行费用、取得银行存款利息、向银行支付对公账户维护费和银行询证费用外，此次募集资金不存在其他变动情况。截至 2018 年 12 月 31 日，此次募集资金的使用符合规定。

累计被动减持公司股份 18,923,100 股，占公司总股本的 0.73%，涉及金额 5,883.48 万元。截至目前，鸿达兴业集团等前三大股东所持公司股票的质押比率仍很高。据公司声明，通过与相关股票质押的质权人协商，已将有较大平仓可能性的股权融资进行债务置换，但仍有部分股票质押存在平仓风险。新世纪评级将持续关注，控股股东鸿达兴业集团的股权质押融资问题解决进展及评估上述事项对公司股权结构和实际控制人稳定性的影响。

根据该公司于 2019 年 3 月 27 日发布的《关于对鸿达兴业集团有限公司给予通报批评处分的决定》，公司未能在上述两次股份减持首次卖出的 15 个交易日前预先披露减持计划，且首次减持 3 个月内通过集中竞价交易减持的股份总数超过鸿达兴业股份总数的 1%。根据规则条款，深圳证券交易所决定对公司给予通报批评的处分，将记入上市公司诚信档案，并向社会公开。

根据该公司 2019 年 5 月 28 日公告，公司收到来自深圳证券交易所中小板公司管理部的监管函，指出公司在 2018 年业绩预告中披露的净利润 9 亿元至 10.2 亿元不准确，与实际净利润 6.11 亿元差异较大，公司未能及时、准确地履行相关信息披露义务，要求公司实际控制人、财务总监、董事会充分重视上述问题，吸取教训，及时整改。新世纪评级将持续关注公司内控制度、财务管理制度、信息披露制度等方面的改进情况，以及对公司经营、管理状况的影响，及时披露相关信息。

(2) 主要关联方及关联交易

2016 年以来，该公司购销环节关联交易规模不大。其中，关联采购交易主要系向蒙华海电采购蒸汽、向乌海新能源采购原煤和盐湖镁钾采购工业盐，2018 年关联采购额分别为 0.41 亿元、0.05 亿元和 0.06 亿元。关联销售方面，主要系向蒙华海电和盐湖镁钾提供运输服务及建筑安装等服务，2018 年分别为 0.13 亿元和 0.02 亿元。关联担保方面，截至 2019 年 6 月末，公司对合并范围之外的关联方蒙华海电提供担保余额 6.00 亿元，公司对子公司担保余额合计 49.09 亿元，子公司对子公司担保余额合计 22.50 亿元。此外，公司还涉及较小规模的关联租赁交易，主要系承租办公楼和仓储设施等，2018 年关联租赁费为 0.05 亿元。整体而言，公司的关联交易风险较小。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》、《证券法》和有关监管部门的要求及《公司章程》的规定，设立了股东大会、董事会、监事会和经理层，明确了“三会一层”的法人治理结构，制定了议事细则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，保障了规范运作。同时，董事会下设战略委员会、审计委员会等专门委员会。公司修订和完善了内部控制制度，基本能符合证监会的相关要求。

该公司具有独立完整的业务和自主经营能力。公司所有重大经营及事项均按照有关规定通过经理层、董事会和股东大会讨论决定。公司高管层相对稳定，保证了公司日常经营稳定及战略可持续性。公司高级管理人员普遍具有多年相

关行业的从业经历，经营管理经验丰富，能满足公司日常管理需求。

该公司控股股东为鸿达兴业集团有限公司（简称“鸿达兴业集团”），截至2018年末，鸿达兴业集团资产总计359.57亿元，所有者权益119.88亿元，资产负债率66.66%；2018年，鸿达兴业集团实现营业收入109.42亿元，净利润7.18亿元，EBITDA23.14亿元；同期，经营性现金流净额为6.09亿元。2019年6月末，鸿达兴业集团资产总计364.27亿元，所有者权益124.43亿元，资产负债率65.84%；2019年上半年，实现营业收入57.06亿元，净利润3.77亿元，经营性现金流净额为4.14亿元。截至2018年末，鸿达兴业集团刚性债务余额221.36亿元，且债务期限结构偏向短期，目前流动性存在一定压力。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司根据职责划分及公司实际情况，设立了营销中心、财务中心、采购中心及行政中心等职能部门并制定了相应的岗位职责。各个职能部门分工明确，相互协作、制约、监督，形成完整健全的组织体系，并建立了独立的内部审计机构，直接对董事会负责。公司组织架构详见附录二。

该公司本部负责股权投资，核心业务主体为旗下子公司如乌海化工、金材科技、塑交所等，主要通过委派财务负责人等高管对子公司运行实现有效管控，另外本部设立的营销、采购、财务和行政中心对子公司营销、采购、财务等主要活动进行集中管控，一定程度上保障了子公司运营、财务风险处于公司本部的可控范围内。公司管理扁平化程度较高，经营决策及时性和各类运营信息的通畅性有利于缓解和防范异地经营、子公司区域分散化带来的管理风险。

（2）经营决策机制与风险控制

该公司主要通过派驻董事、监事及重要高级管理人员对子公司实施管理。对各子公司的机构设置、资金调配、物资采购、人员编制等实行统一管理。并定期取得各控股子公司的月度、季度、半年度及年度财务报告。

在安全生产方面，该公司制定了安全生产管理制度，安全生产责任制度等，内容涵盖安全生产管理、预防、培训和考核等。在生产经营过程中，公司实现一把手负责制，将安全管理落实到生产各环节，安全生产责任落实到个人岗位职责中。公司近年来不断完善生产管理体系建设，制定安全生产应急预案及事故防范机制等。2016年以来，公司未发生重大的安全生产事故和重大人员伤亡事件。

在采购方面，该公司制定了物资采购管理制度，建立并完善物流采购流程及决策体系，全面实行采购公开招标制度，以控制采购风险。大宗原燃料方面，公司本部采购中心负责原煤、电石等大宗原燃料和主要原辅料、工程

设备及配件等采购，并对子公司的物资储备、消耗定额实行监督，子公司负责人对材料验收和信息反馈，对采购部门进行监督，形成采购与消耗的双向监督机制。

在子公司管理方面，该公司制定了子公司管理制度，规范母子公司的权利与义务，实行母子公司管理模式。公司明确母子公司在战略管理中的职责定位，实行统一的战略管理，对生产、财务及采购等方面进行必要的统一调配。公司重视子公司的预算管理和经营目标管理，发挥子公司的经营自主性和生产积极性。

（3）投融资及日常资金管理

该公司本部的财务中心主要负责管理公司范围内的投融资活动、日常资金的管控。公司实行全面预算管理体系，公司范围内执行统一的财务管理制度。公司实行集中资金管理，所有融资需报公司本部审批，由财务中心统一安排融资渠道，同时财务中心负责指导子公司编制预算，审核子公司上报的预算，监控预算的执行。

投融资方面，该公司制定了投融资管理制度，规范公司及子公司的投融资行为。公司投资项目实行项目负责人制，项目负责人应按已批准的项目投资实施方案，制定投资计划并严格执行。

对外担保方面，该公司制定了对外担保制度，覆盖全资子公司和控股子公司等，公司对外担保实行统一管理，未经董事会和股东大会批准，无权对外签署担保合同等类似法律文书。截至 2019 年 6 月末，公司合并口径的对外担保余额为 6.00 亿元，系对重要参股公司蒙华海电的关联担保。

（4）不良行为记录

根据该公司提供的于 2019 年 11 月 8 日查询的《企业信用报告》显示，2016 年以来公司无不良信贷记录。

根据 2019 年半年度报告所载，该公司作为被起诉人，共有 3 笔非重大诉讼事项，其中 1 笔已履行完毕，1 笔一审已判决，1 笔正在审理中；作为诉讼人，共有 5 笔非重大诉讼事项，合计涉案金额 0.24 亿元，其中，1 笔已履行完毕、2 笔判决执行中、1 笔审理中和 1 笔终止。

财务

该公司的财务杠杆水平适中，刚性债务规模很大，且债务期限结构偏短期，面临一定的即期偿债压力。公司经营环节保持持续现金净流入，但因氯碱化工下游客户资金压力大等原因，公司主业资金回笼能力一般。2017 年公司非公开发行股票所募集资金规模较大，权益资本实力增强，公司目前整体上保持较

强的债务偿付能力。

1. 数据与调整

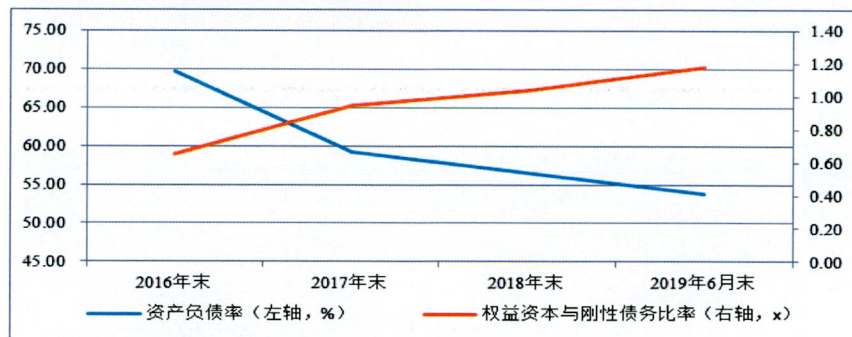
大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 至 2018 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计报告。公司执行企业会计准则及其补充规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号》（2015 修订版）的披露规定编制财务报表。公司根据 2018 年 6 月 15 日财政部发布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）编制财务报表。

合并范围变化方面，2016 年，该公司因同一控制下企业合并新增 1 家子公司塑交所，合并日为当年 1 月 15 日，交易对价为 12.47 亿元；新设了广东塑交所商业保理有限公司等 4 家子公司。2017 年，公司新设 2 家子公司，对合并报表的影响很小。2018 年，公司合并范围无变化。截至 2019 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司 37 家。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据鸿达兴业所提供数据绘制

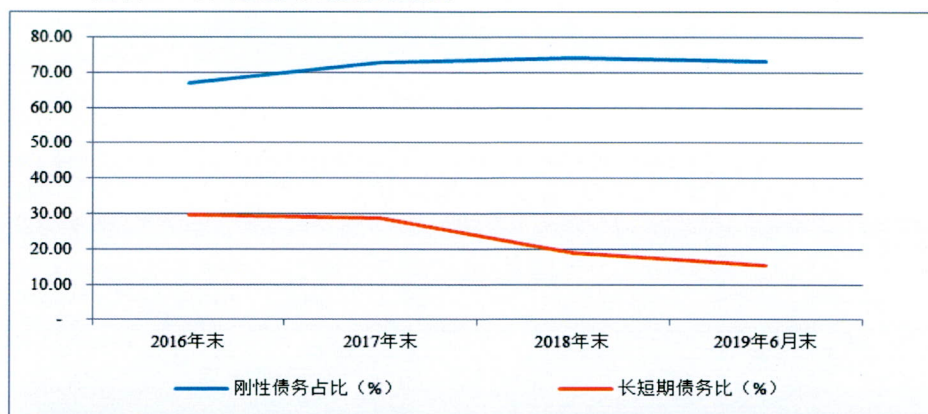
2016 年以来，该公司财务杠杆水平适中，资产负债率持续下降，截至 2019 年 6 月末为 53.73%。2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司所有者权益分别为 38.68 亿元、58.44 亿元、61.44 亿元和 63.96 亿元，其中 2017 年因完成非定向增发，资本实力得到大幅提升。所有者权益构成上，近年来变化较大，2016 年因资本公积转增股本 9.72 亿元和支付同一控制下企业合并对价 12.47 亿元，导致年末资本公积较上年末减少 98.21%至 0.38 亿元；2017 年，非定向增发完成，年末资本公积大幅增长至 10.63 亿元，股本增长 6.77%至 25.85 亿元，未分配利润增长 61.74%至 19.30 亿元；2018 年，因首次授予股权激励计划对象行权，年末公司股本和资本公积小幅增长，当年回购股份，库存股增加 0.40 亿元，未分配利润增长 16.31%至 22.45 亿元，占归母所有者权益的 36.54%；2019 年 6 月末，因收到塑胶所业绩补偿款，公司资本公积较上年末增长 17.98%至 12.64 亿元，未分配利润小幅增长 5.37%至 23.66 亿元，库存股

增至 1.00 亿元，此外，公司每年进行现金分配，2016~2018 年每年分别向全体股东按每 10 股配发现金红利 1.00 元（含税）、1.10 元（含税）和 0.60 元（含税）。

资金需求方面，该公司中谷一期投产后，资本性支出的资金需求有所下降，但仍有数个潜在的资金需求，包括经营环节资金占款、在建工程投入等。中谷二期项目已获得全部批文，拟投资金额在 28.00 亿元左右，其中 22.77 亿元计划通过鸿达兴业发行可转换公司债券来筹集。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
刚性债务 (亿元)	59.34	61.87	59.32	54.42
应付账款 (亿元)	8.91	7.90	9.39	12.44
预收款项 (亿元)	2.78	2.01	1.47	2.02
其他应付款 (亿元)	11.61	9.00	5.39	0.95
应交税费 (亿元)	3.78	2.25	2.51	2.89
刚性债务占比 (%)	66.90	72.84	74.17	73.32
应付账款占比 (%)	10.04	9.30	11.74	16.76
预收款项占比 (%)	3.13	2.37	1.83	2.73
其他应付款占比 (%)	13.09	10.60	6.74	1.28
应交税费占比 (%)	4.26	2.65	3.14	3.49

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据绘制

该公司负债总额呈小幅下降趋势，2016~2018 年末分别为 88.74 亿元、84.94 亿元和 79.98 亿元。公司负债结构以流动负债为主，2016~2018 年末公司长短期债务比分别为 29.82%、28.57%和 19.06%，短期化趋势加重。

从负债构成看，该公司的刚性债务规模及占比最高，2018 年末余额为 59.32 亿元，占负债总额的 74.17%。此外，公司负债还主要由应付账款、预收款项、其他应付款和应交税金规模构成，2018 年末分别为 9.39 亿元、1.47 亿元、5.39 亿元和 2.51 亿元。其中，应付账款主要为原材料采购款，主要受采购规模变化和工程款支付进度的影响而呈现波动；其他应付款主要由应付股权收购款构成，随着收购款陆续支付，金额大幅减少，2019 年 6 月末减至 0.95 亿元。

(3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期刚性债务合计	40.34	44.15	47.72	45.68
其中: 短期借款	24.56	26.89	25.39	19.53
一年内到期的长期借款	4.50	5.49	11.05	12.23
应付票据	9.35	8.06	11.18	13.85
其他短期刚性债务	1.93	3.70	0.10	0.08
中长期刚性债务合计	19.00	17.72	11.61	8.74
其中: 长期借款	15.90	13.35	7.98	6.05
其他中长期刚性债务	3.10	4.37	3.62	2.69

资料来源: 根据鸿达兴业所提供数据整理

该公司刚性债务规模及占比较大, 且构成上以短期刚债为主。近三年公司短期刚性债务规模持续扩大, 2018 年末余额为 47.72 亿元, 主要由短期借款 25.39 亿元、一年内到期的长期借款 11.05 亿元和应付票据 11.18 亿元构成。而公司中长期刚性债务规模持续下降, 2018 年末为 11.61 亿元, 由长期借款 7.98 亿元和融资租赁款 3.62 亿元 (计入长期应付款) 构成。公司尚无存续债券。从银行借款类型来看, 2018 年末公司短期银行借款类型主要为抵押借款 (占比 83.32%) 以及抵押+保证借款 (占比 15.19%), 其中抵押借款的抵押物主要为公司拥有的土地使用权和机器设备。长期借款类型主要为保证借款 (占比 26.10%) 以及抵押+保证借款 (占比 73.90%), 其中抵押+保证借款的抵押物为孙公司中谷矿业的土地使用权。

2019 年 6 月末, 该公司刚性债务合计 54.42 亿元, 较上年末减少 4.90 亿元。整体而言, 公司存在一定的即期偿债压力, 债务期限结构有待改善, 融资渠道也有待多样化。如果本次债券能成功发行将能拓宽在资本市场举借债务的融资渠道, 但同时关注到本次债券为可转换债券, 一旦转股不达预期, 将加大公司本息偿付压力。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年度
营业周期 (天)	98.74	123.45	152.02	-
营业收入现金率 (%)	72.11	55.63	69.08	55.17
业务现金收支净额 (亿元)	8.39	8.67	14.73	5.48
其他因素现金收支净额 (亿元)	-2.06	0.03	-0.43	0.18
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	6.33	8.71	14.30	5.65
EBITDA (亿元)	16.63	19.23	14.93	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.28	0.32	0.25	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	4.91	5.79	3.96	-

资料来源: 根据鸿达兴业所提供数据整理

2016~2018年，该公司营业周期分别为98.74天、123.45天和152.02天，一方面因公司放宽销售信用政策，应收账款周转速度放缓，另一方面化工贸易业务规模对营业周期变化也形成一定影响，2016年以来公司贸易规模持续下降，其周转效率低，营业周期逐年递增。

该公司营业收入现金率偏低，化工下游资金压力大，公司调整销售政策导致账期延长，贸易板块占款及票据结算方式也有一定影响。公司经营环节现金状况尚可，近三年一期呈持续净流入，可为债务本息偿付提供基础支撑。

该公司EBITDA构成以利润总额、固定资产折旧和计入财务费用的利息支出为主，变化趋势受利润总额影响较大。2018年，受利润总额下降影响，公司EBITDA较上年减少4.30亿元至14.93亿元，EBITDA对刚性债务覆盖程度下降至0.25倍，对利息支出的保障倍数降至3.96倍，考虑到债务结构短期化，公司面临一定的即期债务偿付压力。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
收回投资与投资支付净流入额	-	0.07	-0.01	-0.01
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.06	-1.81	-0.67	-0.36
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.59	-2.35	-3.61	-5.78
投资环节产生的现金流量净额	-2.65	-4.09	-4.28	-6.15

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

该公司投资性现金净流出主要与收购子公司塑交所支付收购款和购置长期资产支出相关，2016~2018年及2019年上半年度公司投资环节产生的现金流量净额分别为-2.65亿元、-4.09亿元、-4.28亿元和-6.15亿元，其中取得子公司及其他营业单位支付的现金分别为1.81亿元、2.37亿元、3.65亿元和5.79亿元。但公司经营环节产生较好现金流，因此非筹资环节每年仍有一定的资金结余，2018年资金结余为11.02亿元。

未来，该公司拟以本次债券部分募集资金投入中谷项目二期工程，存在潜在的资金支出需求。

(3) 筹资环节

2016~2018年及2019年上半年度，该公司筹资性净现金流分别为-5.90亿元、0.66亿元、-17.68亿元和-3.17亿元，其中2018年呈大额净流出主要系当期借款规模缩减，偿还债务支付的现金较多。

该公司作为上市公司，可通过公开市场募集股权资金，但债务融资渠道有待多样化。未来，公司将推动本次债券的发行，因品种为可转换公司债券，一旦发行及后续转股等均会对筹资环节现金流产生较大的影响。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	39.30	52.33	49.29	45.80
	30.85	36.50	34.85	33.13
其中：货币资金（亿元）	11.88	19.44	14.52	11.02
应收票据（亿元）	1.55	3.99	1.02	0.63
应收账款（亿元）	11.77	13.85	17.53	19.94
预付款项（亿元）	5.13	3.81	4.87	3.91
其他应收款（亿元）	3.20	4.08	4.73	4.45
存货（亿元）	5.25	6.70	6.13	5.41
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	88.08	91.04	92.13	92.42
	69.15	63.50	65.15	66.87
其中：固定资产（亿元）	73.74	75.15	76.34	74.72
在建工程（亿元）	5.94	5.86	6.14	6.94
无形资产（亿元）	2.73	3.57	4.28	4.21
长期股权投资（亿元）	3.01	2.90	2.79	3.81
期末全部受限资产账面金额（亿元）	1.16	6.28	18.00	20.37
受限资产账面余额/总资产（%）	0.91	4.38	12.73	14.74

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

尽管该公司开展化工贸易、电子交易与物流等轻资产业务，但化工生产及塑料业务具有重资产运行特征，使得公司资产结构上非流动资产规模和占比超过了流动资产。

该公司非流动资产主要以固定资产为主，近三年稳步增长，2018 年末非流动资产为 92.13 亿元，占总资产的 65.15%，其中固定资产账面价值为 76.34 亿元，主要系乌海化工和中谷矿业的化工基础设施，多为房屋及建筑物、机器设备。当年末，公司机器设备的账面价值为 30.50 亿元，占固定资产的 39.96%，多数为专用设备，使得固定资产的整体变现能力较弱。2018 年末，公司在建工程为 6.14 亿元，目前在建工程主要为中谷矿业二期项目（预留）1.09 亿元、乌海化工扩能项目 2.92 亿元。另外，公司无形资产、长期股权投资规模不大，2018 年末分别为 4.28 亿元和 2.79 亿元。

得益于非公开定增事项，2017 年末该公司流动资产较上年末大幅增长 33.16%至 52.33 亿元，又于 2018 年末小幅回落至 49.29 亿元，占总资产的 34.85%。公司流动资产以货币资金、应收账款和存货等为主。其中，2018 年末公司货币资金存量为 14.52 亿元，减少 25.31%，主要系偿还债务使用货币资金增加所致；应收票据大幅减少 74.49%至 1.02 亿元，主要系应收银行承兑汇票减少；公司应收账款增加至 17.53 亿元，从构成看，前五大客户合计欠款余额为 3.44 亿元，占应收账款总额的 17.35%。公司存货规模不高，2018 年末为 6.13 亿元，主要以原材料及产成品库存为主，存货跌价准备余额为 0.15 亿元，因基础化工品及通用塑料价格波动频繁，存货面临一定跌价可能，但总体规模不大，对资产质量影响较为有限。公司预付款项、其他应账款规模

不大，2018 年末分别为 4.87 亿元和 4.73 亿元；其中，其他应收款主要为供应链服务业务代垫货款 3.16 亿元，且前五大欠款方全部为供应链服务业务客户，合计为 2.87 亿元，占其他应收款期末余额的 57.73%。

截至 2019 年 6 月末，该公司总资产较年初减少 2.26%至 138.22 亿元。其中，货币资金大幅减少 24.10%至 11.02 亿元，主要系支付子公司剩余股权收购款金额较大所致；应收票据下降 37.99%至 0.63 亿元，主要由于销售时以承兑汇票结算的业务量减少。

截至 2019 年 6 月末，该公司受限资产账面价值为 20.37 亿元，占总资产的 14.73%，主要系用于票据及信用证保证金的货币资金 7.89 亿元，用于融资租赁的长期股权投资 9.33 亿元。

图表 26. 2019 年 6 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	7.89	票据及信用证保证金
固定资产	9.33	用于融资租赁
长期股权投资	2.72	为联营企业提供担保
合计	20.37	-

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率	57.51%	79.22%	73.38%	71.07%
现金比率	19.66%	35.48%	22.71%	17.64%

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

主要受短期刚债规模及占比较高影响，该公司流动负债规模较大，资产流动性指标表现较弱，2018 年末流动比率为 73.38%。2017 年末公司现金比率受非公开发行股票影响，上升至 35.48%，2018 年受应对原料价格上涨预期，公司采购原料款增加，以及现金分红及偿还债务等影响，货币资金余额大幅减少导致现金比率回落至 22.71%。

截至 2019 年 6 月末，该公司流动比率和现金比率分别为 71.07%和 17.64%，公司资产流动性进一步减弱。

6. 集团本部财务质量

该公司本部主要承担股权投资、集团管控职能，本部营业收入规模很小，2018 年以来为无营业收入，本部盈利主要为股权投资收益，2018 年净利润为 1.17 亿元，当年经营性净现金流为-0.08 亿元。本部刚性债务规模亦不大，2018 年末为 5.30 亿元。同时，考虑到本部股权融资能力较强，且对下属子公司拥有一定的资金调配权，对公司本部的债务偿付形成较好的保障。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

该公司与当地多家国有银行建立了紧密的合作关系，尚未使用的授信额度充裕。截至 2019 年 6 月末，公司共获得主要合作银行的综合授信额度 64.61 亿元，已使用的额度为 47.79 亿元，工农中建交五大银行授信占比较高。

图表 28. 2019 年 6 月末公司合并口径的银行授信情况

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模	附加条件/增信措施
全部（亿元）	64.61	51.05	47.79	信用、担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	
工农中建交五大商业银行（亿元）	47.61	41.53	30.92	信用、担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	73.69	81.35	64.70	

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次发可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，

同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

2. 其他偿付保障措施

(1) 盈利保障分析

2016~2018年，该公司利润总额分别为10.36亿元、12.26亿元和7.54亿元，EBITDA/利息支出分别为4.91倍、5.79倍和3.96倍，EBITDA对利息支出覆盖程度较高。

(2) 偿债资金来源保障分析

2016~2018年，该公司经营性净现金流分别为6.33亿元、8.71亿元和14.30亿元，以及公开市场融资渠道等作用下财务弹性较高，因此本次债券的偿债资金来源较有保障。

评级结论

氯碱行业的电石法已成为我国PVC生产的主流，由于环保政策趋严，成本压力上升，加之国家积极推动化解产能过剩，2015年以来氯碱行业供需格局有所改善，2016年以来随着下游需求的增长和环保督察的深入，氯碱产品价格上涨，氯碱行业经营情况业绩有显著改善。但氯碱产能仍过剩严重，仍将继续承受着行业周期波动带来的不利影响。2018年以来，氯碱产品价格高位盘整，行业不稳定性加强，行业盈利下滑压力加大。该公司氯碱生产具有较明显的资源和区位优势。

该公司有一定的氯碱化工产业链一体化及经营规模优势，业务/产品多样化有利于分散经营风险。公司在化工贸易领域经营积累丰富历史较长，具有较强的渠道优势，尤其在华南市场有一定的市场影响力，加之与塑交所形成协同效应，2017年公司盈利情况有所好转，2018年受化工行业周期性波动及土壤调理剂仍处于培育期等影响，公司盈利小幅下降。2019年上半年度，受宏观经济影响，化工贸易和电子物流板块收入进一步减少，公司盈利或将面临一定下滑压力。另外二期项目开建使得将造成公司的资本性支出压力增大。

该公司为民营上市公司，治理结构较为完整。受定向增发、被动减持等影响，公司产权结构有所变化，但2016年以来控股股东和实际控制人均未发生变化。公司信息披露质量仍需进一步提升。另外，控股股东股权质押融资面临平仓风险，对公司股权结构形成不利影响。

该公司的财务杠杆水平适中，刚性债务规模很大，且债务期限结构偏短期，面临一定的即期偿债压力。公司经营环节保持持续现金净流入，但因氯碱化工下游客户资金压力大等原因，公司主业资金回笼能力一般，2017年公司非公开发行股票所募集资金规模较大，权益资本实力增强，货币资金也较

为充裕，公司目前整体上保持较强的债务偿付能力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

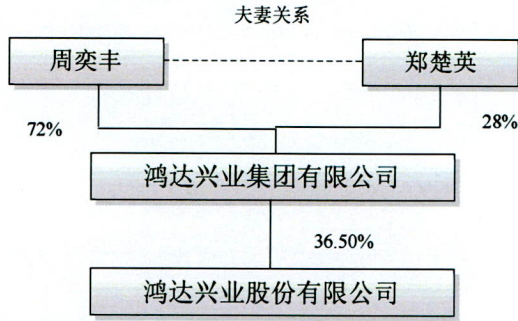
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

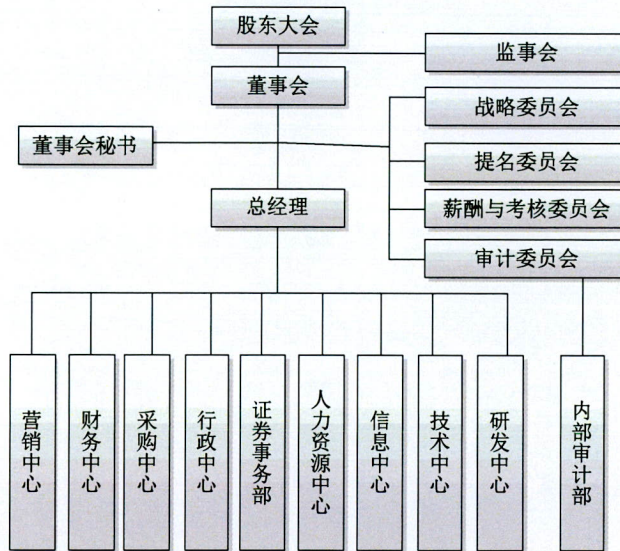
公司与实际控制人关系图



注：根据鸿达兴业提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据鸿达兴业提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)				备注	
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)		经营环节现金净流入量(亿元)
鸿达兴业集团有限公司	鸿达兴业集团	公司控股股东	—	化工、贸易	221.36	119.88	109.42	7.18	6.09	
鸿达兴业股份有限公司	鸿达兴业	本级	—		5.30	44.60	-	1.17	-0.08	
内蒙古乌海化工有限公司	乌海化工	子公司	100.00	基础化工材料	19.17	16.74	10.94	1.00	未提供	
江苏金材科技有限公司	金材科技	子公司	100.00	PVC 包装和建筑新材料	0.20	1.52	0.78	-0.09	未提供	
广东塑料交易所股份有限公司	塑交所	子公司	100.00	电子交易及物流	1.86	6.76	2.90	0.26	未提供	

注：根据鸿达兴业 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
资产总额 [亿元]	127.38	143.38	141.42	138.22
货币资金 [亿元]	11.88	19.44	14.52	11.02
刚性债务[亿元]	59.34	61.87	59.32	54.42
所有者权益 [亿元]	38.68	58.44	61.44	63.96
营业收入[亿元]	61.58	65.41	60.45	28.46
净利润 [亿元]	8.23	10.13	6.12	2.74
EBITDA[亿元]	16.63	19.23	14.93	—
经营性现金净流入量[亿元]	6.33	8.71	14.30	5.65
投资性现金净流入量[亿元]	-2.65	-4.09	-4.28	-6.15
资产负债率[%]	69.64	59.24	56.55	53.73
权益资本与刚性债务比率[%]	65.17	94.46	103.57	117.52
流动比率[%]	57.51	79.22	73.38	71.07
现金比率[%]	19.66	35.48	22.71	17.64
利息保障倍数[倍]	3.88	4.63	2.92	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	98.74	123.45	152.02	—
毛利率[%]	30.75	35.84	32.40	29.98
营业利润率[%]	16.46	18.82	12.49	11.63
总资产报酬率[%]	10.30	11.36	7.73	—
净资产收益率[%]	21.29	20.86	10.21	—
净资产收益率*[%]	21.39	20.91	10.28	—
营业收入现金率[%]	72.11	55.63	69.08	55.17
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.26	12.96	21.47	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	4.15	5.32	12.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.91	5.79	3.96	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.28	0.32	0.25	—

注：表中数据依据鸿达兴业经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除AAA、CCC及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《基础化工行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。