

跟踪评级公告

联合〔2020〕1164号

桐昆集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

桐昆集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

桐昆集团股份有限公司发行的“桐昆转债”和“桐 20 转债”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月 八 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

桐昆集团股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

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
桐昆转债	34.75 亿元	6 年	AA+	AA+	2019.4.28
桐 20 转债	23.00 亿元	6 年	AA+	AA+	2019.4.12

转股期：自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转换公司债券到期日止

跟踪评级时间：2020 年 6 月 8 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	265.58	346.61	400.01	461.54
所有者权益 (亿元)	134.32	161.31	190.77	199.06
长期债务 (亿元)	11.76	47.57	38.35	56.50
全部债务 (亿元)	100.01	146.80	166.66	227.36
营业收入 (亿元)	328.14	416.01	505.82	76.94
净利润 (亿元)	17.69	21.31	28.96	4.30
EBITDA (亿元)	36.36	47.08	62.01	--
经营性净现金流 (亿元)	22.27	24.26	51.16	-41.64
营业利润率 (%)	10.11	11.48	11.57	7.72
净资产收益率 (%)	14.47	14.42	16.45	8.83
资产负债率 (%)	49.42	53.46	52.31	56.87
全部债务资本化比率 (%)	42.68	47.65	46.63	53.32
流动比率 (倍)	0.66	0.88	0.75	0.87
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.32	0.37	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.52	11.00	9.79	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.63	0.82	1.07	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 除特别说明外，均指人民币；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 本报告中费用收入比=(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%

评级观点

跟踪期内，桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）涤纶产品产能进一步扩张并且积极向产业链上游延伸，经营竞争力提升。2019年，公司营业收入和净利润均有大幅增长，盈利能力较强，经营活动现金流状况较佳。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到受原油价格波动、中美贸易摩擦以及新冠疫情等因素影响，公司经营压力加大，短期债务大幅上升，在建项目规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，若公司在建产能顺利达产，可进一步巩固和提升其市场竞争地位，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望扩大。同时，考虑到“桐昆转债”和“桐20转债”未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“桐昆转债”和“桐 20 转债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司经营优势明显，行业地位突出。2019年，公司继续保持涤纶长丝加工行业的龙头位置，涤纶产品产能进一步扩张并且积极向产业链上游延伸，产品产能利用率和产销率均仍处于较高水平。

2. 公司经营获现能力强。2019年，公司营业收入和净利润均有大幅增长，盈利能力较强；公司经营活动现金流状况较佳，经营活动现金净流入规模较大。

关注

1. 行业波动风险。跟踪期内，受原油价格

波动、中美贸易摩擦等因素，涤纶长丝行业景气度下行，对公司成本的整体控制能力要求较高。

2. 公司在建项目规模较大，存在一定的资本支出压力。截至 2020 年 3 月末，公司重点在建工程总投资额 244.30 亿元，尚需投入 206.31 亿元，存在一定的资本支出压力。

3. 公司短期债务占比进一步提升。跟踪期内，公司债务增长较快，且短期债务占比较高，债务结构仍有待完善。

分析师

任贵永 登记编号（R0040215070002）

毛文娟 登记编号（R0040220040008）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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：

 任世永 毛文娟

联合信用评级有限公司

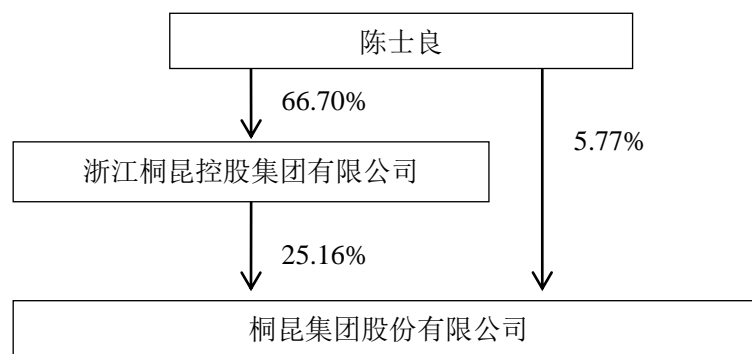
一、主体概况

桐昆集团股份有限公司（以下简称“公司”或“桐昆股份”）前身为桐乡县化学纤维厂，成立于1982年，并于1995年整体改组为浙江桐昆化纤集团有限公司，并在此基础上组建了浙江桐昆化纤集团有限责任公司；1999年桐乡市洲泉镇资产经营总公司、浙江桐昆化纤集团股份有限公司（筹）职工持股会、桐乡市桐纤职工劳动保障基金管理协会和陈士良、陈建荣、沈培兴共同发起设立浙江桐昆化纤集团股份有限公司，并于2004年变更为现名；其后经历了多次股东及股权变更。2011年5月18日，公司在上海证券交易所挂牌交易，股票简称为“桐昆股份”，股票代码为“601233.SH”。

经过历次增资，截至2019年末，公司总股本增至18.48亿股；其中，浙江桐昆控股集团有限公司（以下简称“桐昆控股”）持有公司4.65亿股（占比25.16%），为公司控股股东。陈士良先生持有桐昆控股66.70%股份，同时直接持有公司5.77%股份，为公司实际控制人。

截至2020年2月15日，公司控股股东桐昆控股及其一致行动人持有公司7.97亿股，累计质押1.60亿股，占其持有的公司股份总数的20.08%，占公司总股数的8.66%。

图1 截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司年报

2019年，公司主营业务范围未发生改变。

截至2019年末，公司下设总裁办公室、投资发展部、安全环保部、总工程师室、生产技术部、技术中心、采购供应部、销售管理部、税务管理部、财务管理部10个职能部门，拥有嘉兴石化有限公司（以下简称“嘉兴石化”）、桐昆集团浙江恒盛化纤有限公司、桐乡市中洲化纤有限责任公司等18家控股子公司，拥有在职员工18,368人。

截至2019年末，公司合并资产总额400.01亿元，负债合计209.24亿元，所有者权益190.77亿元，其中归属于母公司所有者权益190.06亿元。2019年，公司实现营业收入505.82亿元，净利润28.96亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润28.84亿元；经营活动产生的现金流量净额51.16亿元，现金及现金等价物净增加额20.12亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额461.54亿元，负债合计262.48亿元，所有者权益199.06亿元，其中归属于母公司所有者权益198.33亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入76.94亿元，净利润4.30亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.29亿元；经营活动产生的现金流量净额-41.64亿元，现金及现金等价物净增加额9.81亿元。

公司注册地址：浙江省桐乡市洲泉镇德胜路1号12幢；法定代表人：陈士良。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于 2018 年 11 月 19 日发行了“2018 年桐昆集团股份有限公司可转换公司债券”，债券发行规模为 38 亿元，于 2018 年 12 月 12 日在上交所挂牌交易（债券简称“桐昆转债”，债券代码“113020.SH”）。公司于 2020 年 3 月 2 日发行了“2020 年桐昆集团股份有限公司可转换公司债券”，债券发行规模为 23 亿元，于 2020 年 3 月 20 日在上交所挂牌交易（债券简称“桐 20 转债”，债券代码“113032.SH”）。

表 1 公司债券发行情况（单位：亿元、年）

债券简称	证券代码	发行规模	期限	利率	到期日期
113032.SH	桐 20 转债	23.00	6	第一年 0.3%、第二年为 0.5%、第三年为 1.0%、	2026-03-02
113020.SH	桐昆转债	38.00	6	第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%	2024-11-19

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司“桐昆转债”募集资金余额为 2.28 亿元，已使用部分与募集说明书中载明的用途一致，截至 2020 年 5 月末，“桐 20 转债”募集资金余额 10.48 亿元，已使用部分与募集说明书中载明的用途一致，“桐昆转债”利息按时支付，“桐 20 转债”，公司尚未到首个付息期。

三、行业分析

公司及下属子公司主要经营涤纶生产、销售业务，所处行业为化学纤维行业中的涤纶细分行业。

1. 行业概况

2019 年，涤纶长丝企业产能释放明显加之原油低位震荡运行，涤纶长丝价格下行明显，下游需求增速放缓，而上游 PX 产能大量投放，预计 2020 年 PX 进口依赖度将大幅下降，但仍存在部分缺口，PTA 全年整体呈现供需平衡状态，但未来三年将重回产能高速增长时期，行业产能过剩或将重现。2020 年以来，受疫情影响，全球化纤消费需求大幅减弱，原油市场剧烈震荡，涤纶长丝行业受到较大冲击。

涤纶行业受宏观经济影响具有一定的周期性。2016 年以来，随着行业供需格局的改善，涤纶长丝行业景气度有所回升，涤纶长丝价格呈现明显反弹。2018 年第四季度受原油价格下跌影响，涤纶长丝价格快速回落，2019 年，受国内多家涤纶长丝企业产能释放等因素影响，产品价格继续震荡下降，于 2020 年年初有所企稳，受新型冠状病毒疫情及原油价格暴跌影响，涤纶长丝 POY、DTY 和 FDY 价格均大幅下降至 2011 年以来最低点。

图2 我国涤纶长丝市场价(中间价)走势(单位:元/吨)

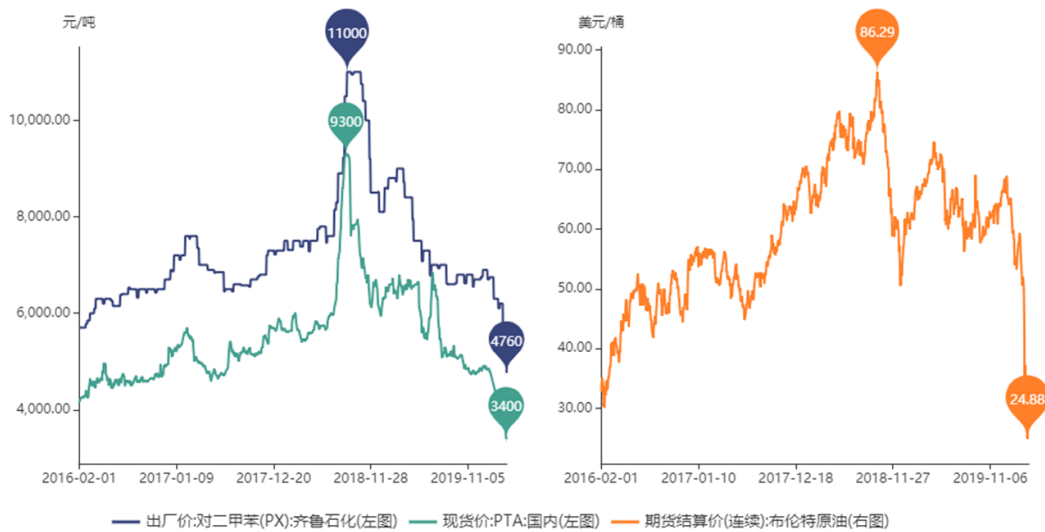


涤纶长丝行业的上游行业为石化行业,主要原材料 PTA 占涤纶长丝生产成本比重较大。2016 年以来,PTA 产能增速处于低位,加之落后产能关停,市场逐渐回归供需平衡的格局,截至 2019 年末,我国 PTA 产能约为 4,898 万吨/年(不含长期停车装置),表观消费量 4,502 万吨/年,产量 4,470 万吨/年,PTA 开工率整体保持在较高水平。2020 年,国内 PTA 将有 1,500 万吨以上产能计划投产,2021—2022 年,国内仍将有 1,000 万吨以上产能计划投产,未来三年 PTA 产能将重回高速增长时期,但是 PTA 下游需求增速有限,2020 年国内新增聚酯产能预计 570 万吨/年,能够消化得 PTA 产量有限,国内 PTA 供给过剩格局在所难免。

作为 PTA 的主要原材料 PX,长期以来在我国发展较为滞后,长期依赖进口,国内 PX 进口依赖度保持 55%以上,以日、韩为首的 PX 厂家议价能力较强,获得了产业链大部分利润,随着荣盛石化股份有限公司、恒力石化股份有限公司和恒逸石化股份有限公司等国内涤纶行业巨头相继投产其炼化一体化装置,PX 行业的格局迎来巨变,截至 2019 年末,国内 PX 产能达到 2,503 万吨/年,较上年新增 1,040 万吨/年,表观消费量 2,960 万吨/年,由于部分产能于下半年或年末投产,全年产量 1,450 万吨,增长有限,进口依赖度约为 51.01%。2020 年,国内 PX 预计仍将有 1,000 万吨以上产能投产,投产时间集中于下半年,预计 2020 年,国内 PX 仍将存在供应不足情况。

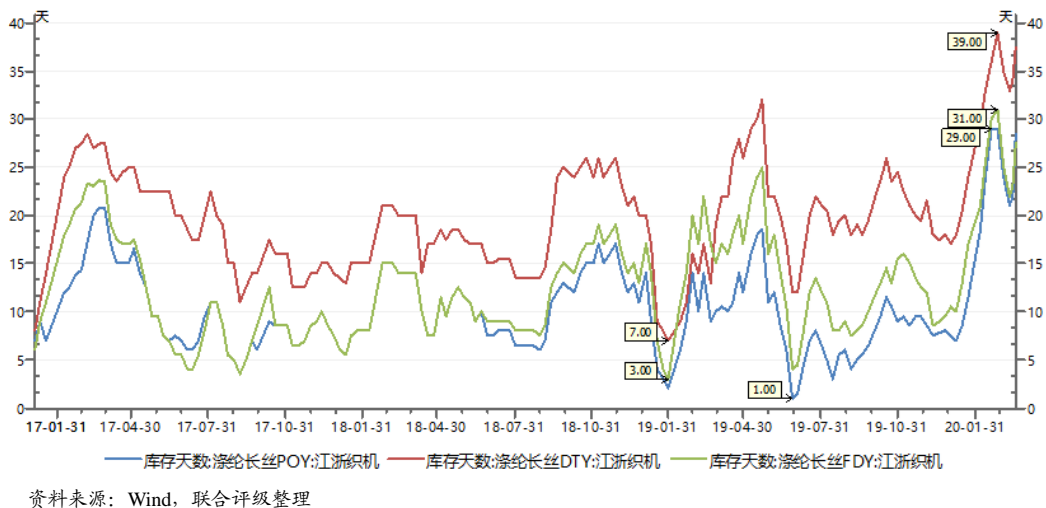
PTA 的主要原料 PX 多为石油化工路径生成,因而 PTA、PX 价格与国际原油价格走势相关度高,2016 年以来,PTA 价格震荡上行,到 2018 年 9 月价格最高涨至 9,300 元/吨,2018 年第四季度以来,受原油价格下跌和 PTA 新增产能释放等因素影响,PTA 价格由高位回落,截至 2019 年末为 4,900 元/吨,2020 年初开始,受新型新型冠状病毒冲击和 OPEC+减产协议谈崩等因素影响,原油价格暴跌,PX 和 PTA 价格也跌至近三年最低点。

图3 近年来我国PX、PTA及原油价格走势（单位：元/吨、美元/桶）



从下游消费市场来看，2019年，纺织服装需求呈现逐季、逐月下降的趋势，服装类社零增速持续放缓，出口仍呈现季节性特征，但整体水平自2018年开始逐步下滑。受中美贸易摩擦以及全球经济增速放缓影响，我国服装出口金额持续下滑，2019年我国出口服装较2018年下降70亿美元，同比下降4.46%。2020年以来，受新型冠状病毒影响，全球经济下滑压力很大，对国内服装需求产生较大抑制作用，涤纶库存显著上升。

图4 近年来江浙织机涤纶库存情况（单位：天）



2. 行业关注

(1) 上游原材料价格波动影响

涤纶长丝产品的主要原材料为石化产品中的PTA、MEG、PET，与原油价格存在联动性；2020年以来，新型冠状病毒疫情对宏观经济造成严重冲击，加之OPEC+减产协议破裂，原油价格剧烈波动，给涤纶长丝行业的成本控制带来压力。

（2）服装出口下滑的风险

受中美贸易摩擦以及全球经济增速放缓影响以及服装加工行业向东南亚及印度的转移，我国服装出口金额持续下滑；2020年以来，受新型冠状病毒影响，全球经济下滑压力很大，对国内服装需求产生较大抑制作用。

3. 未来发展

为提高原料自给率，行业内企业已开始布局全产业链，未来产能规模化、产品差异化和功能化、应用广泛化将是涤纶长丝行业的主要发展方向。

（1）产能将进一步集中规模化

涤纶长丝产能目前已经出现向行业领先企业集中的趋势，但是由于涤纶民用长丝技术的逐渐成熟，产品利润空间较小并且投资规模较大，大规模并以较低成本生产已经成为行业发展的必然趋势。再加上涤纶行业盈利水平随上游原材料波动较大，中小型企业技术水平、资金实力等方面均处劣势，将会在市场周期波动过程中逐渐被淘汰，使得产能将进一步集中。

随着聚酯工业技术水平的提高，聚酯装置趋向大型化、自动化和节能化，生产效率不断提高，单位投资、能耗和加工成本不断降低。涤纶长丝生产企业只有具有一定的规模优势，才能在充分竞争的行业中取得竞争优势。

（2）产业链一体化项目更具竞争力

随着国内民营大炼化项目的建设投产，PX—PTA—聚酯产业链中，PTA产能将很快出现供给过剩，PX国内产能供给也将趋于宽松，新投产的一体化项目从成本、效率和规模上均具有较大优势，未来中小规模的落后产能将逐渐退出市场，并将对日韩相关产能产生一定影响。

（3）产品的差异化程度、高科技程度、附加值将显著提高

随着经济全球化进程的加快，世界化纤产业已经向中国转移。美国、日本、欧洲已经退出常规品种的生产，转向发展高科技和高附加值产品，强化高新技术纤维的研发与生产应用。产品差别化有望成为未来涤纶纤维的发展方向；超细纤维纺丝技术、各种截面纤维纺丝技术、微小粒子混合纺丝技术、聚合物改性技术、复合纤维技术、热处理技术和化学处理技术等新合纤开发的关键技术是未来技术的发展方向。目前，常规丝的竞争日趋激烈，而高附加值的差别化、功能性纤维市场发展空间较大，国内主要涤纶纤维企业已不断地在技术研发上增加投入，加大新产品开发力度，提高产品附加值。未来，我国涤纶长丝行业将致力于提高涤纶长丝产品的差别化、功能化率和附加值。

四、公司管理

跟踪期内，公司主要管理制度和高级管理人员未发生重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，受益于公司涤纶长丝和PTA新增产能释放，加之公司开展了部分MEG和PTA贸易，公司收入增长明显；公司毛利率水平总体较上年变化不大。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍从事各类涤纶长丝产品的生产和销售，产品主要可分为POY、DTY、FDY三类。

2019年，公司销售收入较上年增长21.59%，主要系公司涤纶长丝产品、PTA收入均大幅增长所致，同时，当年新增贸易收入35.77亿元；此外，受益于投资收益增加，公司实现净利润较上年大幅增长35.88%至28.96亿元。

从主营业务收入构成来看，2019年，公司主要收入依然来自POY、DTY和FDY三大板块，三大板块收入合计占比84.96%，以POY为主。受益于公司涤纶长丝新增产能释放，公司产品销量上升，POY、DTY和FDY收入均有所增长。2019年，公司PTA收入增长明显，主要系嘉兴石化PTA产能释放较为充足，公司对外销售了部分PTA所致；此外，公司开始通过下属贸易公司寻找市场机会进行MEG和PTA贸易。复合丝和平牵丝非公司主导产品，销售收入占比仍很低，对公司主营业务收入规模的影响不明显。

表2 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
POY	200.31	65.99	10.67	256.08	63.69	12.96	273.50	54.99	13.58	38.49	51.44	9.67
DTY	45.76	15.07	12.43	65.00	16.17	12.83	65.60	13.19	12.34	9.34	12.48	14.92
FDY	50.18	16.53	10.90	69.56	17.30	8.26	83.47	16.78	11.68	11.98	16.01	5.17
复合丝	4.32	1.42	15.32	4.68	1.17	13.00	5.01	1.01	24.68	0.70	0.94	4.81
平牵丝	0.13	0.04	15.28	0.06	0.02	20.53	0.02	0.00	33.52	0	0.00	28.15
PTA	0.06	0.02	5.22	0.78	0.19	7.48	28.41	5.71	10.02	2.61	3.49	3.50
切片等其他	2.81	0.93	9.77	5.88	1.46	7.75	5.57	1.12	5.41	0.92	1.23	2.65
贸易	--	--	--	--	--	--	35.77	7.19	-0.30	10.78	14.41	-0.20
合计	303.56	100.00	11.03	402.05	100.00	12.04	497.35	100.00	11.92	74.82	100.00	7.84

资料来源：公司提供

从毛利率情况看，2019年，公司POY和FDY均有所增长，DTY毛利率小幅下降，主要系同一收入分类下不同型号产品占比不同，而不同型号产品价差又有所差异所致；公司PTA毛利率较上年上升2.54个百分点，主要系国内PX产能扩张较PTA显著，PX与PTA之间利润相对扩大；公司贸易业务毛利率为-0.30%，对公司利润略有不利影响；综合上述因素，2019年，公司主营业务综合毛利率为11.92%，较上年小幅下降0.12个百分点，总体变化不大。

2020年1-3月，受新冠肺炎影响，下游用户开工不足影响，公司实现营业收入76.94亿元，同比下降34.12%，实现净利润4.30亿元，同比下降17.86%，公司毛利率同比下降1.08个百分点至7.84%。

2. 原材料采购

2019年，受涤纶长丝新建产能投产影响，公司PTA、MEG和PX采购量均同比大幅增长，采购价格受原油价格波动和相关产品产能投放因素综合影响呈现不同程度的下降，采购集中度仍然较高。

2019年，公司原材料采购模式未发生重大变化。

从采购数量来看，2019年，公司主要原材料PTA、MEG和PX的采购数量均大幅增长，主要系公司产能扩张所致。

从采购价格来看，公司主要原材料PTA、MEG和PX价格与原油价格高度相关，2019年，油价宽幅震荡，公司PTA、MEG和PX采购价格均呈现不同程度的下降，PX和MEG受新产能投放的影响采购价格下降明显；PTA产能装置投产增速放缓，PTA供需整体偏紧，采购价格降幅相对较小。

表3 近年来公司主要原材料采购情况（不含税价格）

原材料名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
PX	总采购量（万吨）	128	229	267	72
	采购均价（元/吨）	5,802	7,278	6,335	5,022
PTA	总采购量（万吨）	150	97	139	34
	采购均价（元/吨）	4,450	5,588	4,925	3,874
MEG	总采购量（万吨）	130	165	187	57
	采购均价（元/吨）	6,111	6,255	4,198	3,958

注：PTA 为外购价量，向嘉兴石化采购部分已抵消
资料来源：公司提供

2018—2019年，公司前五大供应商采购额占当期采购总额比例分别为41.74%和63.67%，主要采购原材料为PX和MEG，公司供应商集中度较高且供应渠道较稳定，主要系上游原材料市场垄断程度较高所致。

3. 产品生产

跟踪期内，公司为巩固自身在民用涤纶丝领域的主导地位，继续加大了POY、FDY和DTY的产能扩张力度，公司产能基本处于满产状态，整体生产运行情况稳定。

2019年，公司生产模式未发生重大变化。

截至2019年末，公司拥有熔体直纺POY生产线202条、FDY生产线48条；切片纺POY螺杆40条、FDY螺杆21条，加弹机361台，平牵机48台。产能方面，近年来涤纶长丝行业处于上行周期，公司为巩固自身在民用涤纶长丝领域的主导地位，加大了主要产品的产能扩张力度，跟踪期内，公司年产30万吨绿色智能化纤维项目（恒邦四期项目）、恒优化纤年产30万吨差别化POY项目、恒优化纤年产30万吨差别化POY技改项目、恒腾公司年产30万吨绿色纤维项目（恒腾四期项目）陆续投产。截至2020年3月末，POY、FDY、DTY的产能分别达440万吨、108万吨和70万吨（合并抵消后）。得益于涤纶长丝产品能较好地满足市场需求，公司产能利用率保持在较高水平。

表4 近年来公司化纤板块主要产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
POY	产能	270.00	320.00	375.00	440.00
	产量	274.93	320.39	378.71	110.90
	产能利用率	101.83	100.12	100.99	100.82
FDY	产能	60.00	80.00	108.00	108.00
	产量	62.01	80.96	109.97	26.96
	产能利用率	103.35	101.20	101.82	99.85
DTY	产能	50.00	65.00	70.00	70.00
	产量	51.97	65.91	74.58	17.53
	产能利用率	103.94	101.40	106.54	100.17

资料来源：公司提供

在环保方面，2018—2019年，公司环保投入资金分别为7,755.78万元和7,254.3万元。

4. 产品销售

公司化纤产品市场集中于国内，受原油、中美贸易战等多重因素影响，公司产品销售价格同比大幅下降，但受益于公司产能释放，产品销量上升明显，产销率高；公司销售以内销为主，客户集

中度仍保持很低水平。

2019年，公司销售模式未发生重大变化。

受公司产能扩张影响，2019年，公司产销量较上年均有明显增长，主要产品POY、FDY和DTY产销率均处于较高水平，但2020年一季度受新冠肺炎影响，物流补偿加之下游用户开工不足影响，公司主要涤纶长丝产品销售不畅，产销率大幅下降。销售价格方面，2019年，受原油、中美贸易战等多重因素影响，公司产品销售价格同比大幅下降。

表5 化纤板块主要产品销售情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
POY	产量	274.93	320.39	378.71	110.90
	销量	273.69	303.21	387.32	65.39
	产销率	99.55	94.64	102.27	58.96
	价格	7,319	8,446	7,061	5,885
FDY	产量	62.01	80.96	109.97	26.96
	销量	62.15	78.54	111.14	19.21
	产销率	100.23	97.01	101.06	71.25
	价格	8,073	8,858	7,510	6,235
DTY	产量	51.97	65.91	74.58	17.53
	销量	51.23	64.56	75.58	12.13
	产销率	98.58	97.95	101.34	69.20
	价格	8,931	10,069	8,679	7,704

资料来源：公司提供

销售客户方面，公司产品以“内销为主，出口为辅”，国内客户主要分布在浙江、江苏等周边地区，海外客户主要为中东、南美等地区的发展中国家。2019年，公司国内销售占比94.95%。

表6 近年来公司产品主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	284.25	93.64	377.37	93.86	472.23	94.95
国外	19.30	6.36	24.68	6.14	25.12	5.05
合计	303.56	100.00	402.05	100.00	497.35	100.00

资料来源：公司提供

2018—2019年，公司前五大客户销售收占营业收入比例分别为4.06%和7.24%，客户集中度很低。

5. 在建项目

公司目前主要在建项目主要为进一步完善产业链以巩固在涤纶长丝行业中的领先地位，提升公司竞争优势，但尚需投资额度较大，存在一定的资本支出压力。

截至2020年3月末，公司重点在建工程总投资额244.30亿元，已投入38.81亿元，尚需投入206.31亿元，存在一定的资本支出压力。公司目前在建项目主要为巩固在涤纶长丝行业中的领先地位，同时向产业链上游延伸，进一步开拓“PTA—聚酯—纺丝—加弹一体化”的产业链格局。目前投资额较大得投资项目为嘉通能源年产500万吨PTA、240万吨新型功能性纤维及10,000吨苯甲酸、5,600吨乙醛石化聚酯一体化（以下简称“嘉通能源项目”），嘉通能源项目公司计划分阶段利用自有

资金投资，一期项目为年产 500 万吨 PTA、120 万吨新型功能性纤维（含 4 万吨切片）项目及 10,000 吨苯甲酸、1,000 吨粗对苯二甲酸、2,800 吨乙醛，建设期 3 年；二期年产 120 万吨新型功能性纤维项目（含 4 万吨切片）及 2800 吨乙醛，建设期 2 年；嘉通能源项目有利于完善产业链，进一步提升产品收入及利润规模，保持公司在涤纶长丝行业内规模方面的竞争优势。

表 7 截至 2020 年 3 月末公司重点投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	截至 2020 年 3 月末累计投资额	剩余投资	开工时间	完工时间	未来计划投资额			
						2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年	2023 年及以后
嘉通能源年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10,000 吨苯甲酸、5,600 吨乙醛石化聚酯一体化项目	170.00	0.15	169.85	2020	2025	15.00	40.00	40.00	74.85
恒超化纤年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目	17.98	5.59	12.39	2019.7	2020.9	9.00	2.80	0.59	--
恒翔年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂项目	12.80	0.21	12.59	2020.4	2021	3.20	1.80	1.00	6.59
公司集中供热项目	10.17	4.46	5.71	2018.6	2020	3.50	1.50	0.71	--
恒腾差别化年产 30 万吨绿色纤维项目	9.55	8.83	0.72	2018.8	2019.9	0.66	0.06	--	--
恒优化纤年产 30 万吨差别化 POY 项目	9.48	10.30	--	2017.12	2019.9	--	--	--	--
桐昆股份公司办公楼	7.20	2.57	4.63	2018.9	2021.9	3.00	1.50	0.13	-
恒优化纤年产 30 万吨差别化 POY 技改项目	7.12	6.70	0.42	2018.6	2019.9	0.42	-	-	-
合计	244.30	38.81	206.31	--	--	34.78	47.66	42.43	81.44

资料来源：公司提供

7. 经营效率

跟踪期内，公司整体经营效率提高且处于同行较好水平。

2018—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 113.68 次和 174.95 次，增长明显，主要系销售收入增长所致；存货周转次数分别为 10.33 次和 12.46 次，有所增长，主要收到年末存货规模下降所致；总资产周转次数未发生变化。与同行业其他企业相比，公司经营效率较高。

表 8 2019 年主要同行业企业经营效率指标（单位：次）

公司	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
恒力石化股份有限公司	4.21	173.89	0.67
新凤鸣集团股份有限公司	21.61	95.79	1.70
江苏东方盛虹股份有限公司	7.36	112.19	0.87
荣盛石化股份有限公司	4.65	41.63	0.54
恒逸石化股份有限公司	12.42	21.91	1.10
桐昆集团股份有限公司	13.00	184.16	1.36
Wind 一级行业（化纤）	7.73	25.41	0.76

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind

8. 经营关注

（1）产业链延伸和产能扩张的风险

公司已形成 PTA、聚酯、纺丝、加弹上下游一体化的涤纶长丝全产业链，并不断通过扩建项目优化产品结构。产业链的延伸和拓展对公司的管理、营销、技术等方面提出了更高要求。目前，公司在建项目规模较大，后续的资金投入压力较大，相关项目的产能释放程度以及项目能否实现预期

收益存在一定不确定性。

(2) 原材料和产品价格波动的风险

涤纶行业是石化产业链的中端行业，经营业绩受国际原油价格波动影响明显。影响国际油价的因素较多，虽然公司已将部分原材料价格波动的风险转移给下游客户，但原材料和产品价格宽幅波动仍将增大公司存货管理的难度，以致面临存货跌价损失的风险，进一步影响公司盈利稳定性。

(3) 安全及环保风险

涤纶在生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本；此外，公司可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成环境污染而受到政府主管部门的行政处罚。PTA 工艺流程复杂，在生产、运输、销售过程中存在一定的安全风险。

9. 未来发展

公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

公司作为涤纶长丝行业中的龙头企业，公司通过多年在行业中的发展，在技术研发、经营管理、生产能力等方面积累了一定的领先优势。进入 2020 年，我国涤纶长丝市场供应量将继续扩大，全年还有不少新产能将要投放，而且主要集中于产能规模前列的大厂，新增的产品仍以 POY 为主，行业龙头企业间的竞争将进一步加剧，小企业的生存空间将进一步压缩。从近几年涤纶长丝乃至整个聚酯行业发展形势来看，整个行业已逐渐形成向上延伸产业链的发展局面，抢占炼化先机并配套扩大下游聚酯成为目前涤纶长丝行业投产的主要趋势之一。公司将在巩固涤纶长丝行业地位的同时，加快向上游进军的步伐，提升经营管理水平、智能制造和信息化水平。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度审计报告已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司财务报表编制遵循财政部颁布的最新企业会计准则。2019 年，公司合并范围内新增 4 家新设立公司，注销 2 家子公司，新增公司均与公司目前主营业务相关，财务数据可比性较强。

表9 2019年公司合并范围变化

合并范围增加				
公司名称	股权取得方式	出资额（亿元）	出资比例（%）	业务性质
浙江恒翔新材料有限公司	设立	1.90	100	零售业
江苏嘉通能源有限公司	设立	4.12	100	批发业
南通佳兴热电有限公司	设立	--	100	电力、热力生产和供应业
广西恒鹏国际贸易有限公司	设立	--	100	批发业
合并范围减少				
公司名称	股权处置方式	处置日净资产（万元）	期初至处置日净利润（万元）	
桐乡桐昆互联网金融服务有限公司	注销	100.46	-93.55	
浙江恒德化纤有限公司	注销	--	--	

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司合并资产总额 400.01 亿元，负债合计 209.24 亿元，所有者权益 190.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 190.06 亿元。2019 年，公司实现营业收入 505.82 亿元，净利润 28.96 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 28.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 51.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.12 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 461.54 亿元，负债合计 262.48 亿元，所有者权益 199.06 亿元，其中归属于母公司所有者权益 198.33 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 76.94 亿元，净利润 4.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.29 亿元；经营活动产生的现金流量净额-41.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.81 亿元。

2. 资产质量

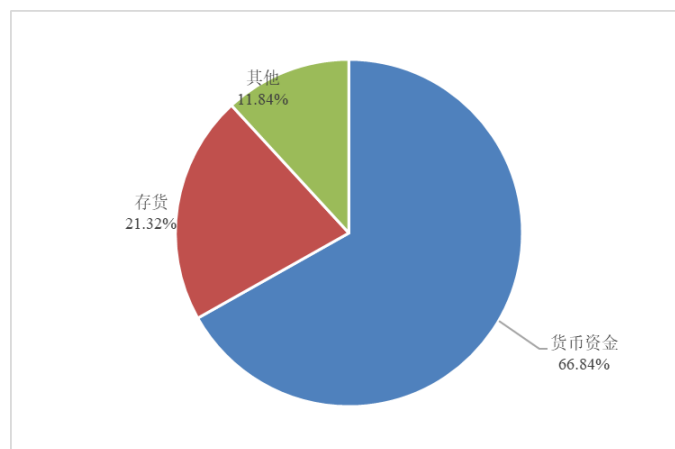
2019 年，随着公司新建涤纶长丝项目和增加了对浙江石化的股权投资，公司资产增长明显；资产构成仍以非流动资产为主，符合行业特征；公司受限资产比例较低，整体资产质量较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 400.01 亿元，较年初增长 15.41%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 31.86%，非流动资产占 68.14%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

(1) 流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 127.45 亿元，较年初增长 6.42%，主要系货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 66.84%）和存货（占 21.32%）构成。

图 5 截至 2019 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2019 年末，公司货币资金 85.19 亿元，较年初增长 50.88%，主要系公司经营获现流入增加所致；公司货币资金主要为银行存款（占 99.47%）；货币资金中有 13.70 亿元受限资金，受限比例为 16.08%，主要为银行存款中质押定期存款 9 亿元，质押结构性存款 4.5 亿元，其他货币资金中银行承兑汇票保证金 682.50 万元，期货保证金 1,280.92 万元。

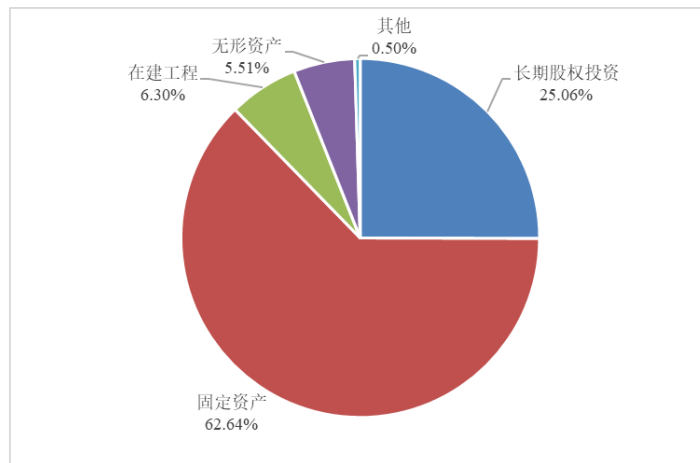
截至 2019 年末，公司存货账面价值 27.17 亿元，较年初下降 34.48%，主要系 2018 年四季度涤纶产品价格大幅下降，下游客户较多持观望心态，需求相对减少导致 2018 年年底库存增加所致。存货主要由原材料（占 38.42%）和库存商品（占 46.01%）构成，公司按照标准测算，未计提跌价准备。

(2) 非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 272.56 亿元，较年初增长 20.15%，主要系长期股权投资、固

定资产和在建工程增加所致。公司非流动资产构成如下。

图 6 截至 2019 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报，联合评级整理

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 170.73 亿元，较年初增长 14.63%，主要系投资建设涤纶长丝项目投产转固所致；固定资产主要由机器设备（占 81.67%）和房屋及建筑物（占 17.57%）构成，累计计提折旧 94.76 亿元；固定资产成新率 64.84%，成新率尚可。

截至 2019 年末，长期股权投资 68.30 亿元，较年初增长 30.17%，主要系公司增加了对浙江石化的股权投资所致。截至 2019 年末，公司对浙江石化股权投资的期末余额为 67.13 亿元。

截至 2019 年末，在建工程 17.17 亿元，较年初增长 28.96%，主要系恒超化纤年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目、恒腾差别化锅炉超低排放节能改造项目和恒腾差别化年产 30 万吨绿色纤维项目新建所致；在建工程主要为扩大公司涤纶长丝产能规模相关项目，未计提减值损失。

截至 2019 年末，无形资产 15.02 亿元，较年初增长 40.69%，主要系新增土地使用权所致。无形资产主要由土地使用权（12.93 亿元）和 PTA 专利技术（1.74 亿元）构成，累计摊销 2.54 亿元，未计提跌价准备。

截至 2019 年末，公司受限资产 14.53 亿元。其中，受限货币资金 13.79 亿元，其余为少部分受限固定资产和无形资产银行融资抵押；受限资产占总资产比重为 3.63%，受限比例较低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 461.54 亿元，较年初增长 15.38%，主要系存货和货币资金增加所致。其中，流动资产占 38.64%，非流动资产占 61.36%。公司资产以非流动资产为主，流动资产占比较年初有所上升。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模有所增长，短期债务占比较高，债务结构有待完善，但受益于公司所有者权益大幅增长，公司债务杠杆小幅下降；公司所有者权益稳定性一般。

(1) 负债

截至 2019 年末，公司负债总额 209.24 亿元，较年初增长 12.92%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 81.10%，非流动负债占 18.90%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 169.70 亿元，较年初增长 24.22%，主要系应付票据、短期借款

和其他流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款（占 48.60%）、应付票据（占 18.58%）、应付账款（占 18.29%）和一年内到期的非流动负债（占 6.61%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 82.47 亿元，较年初增长 8.78%，主要系在建工程投资需求增长所致；公司短期借款主要为保证借款（46.25 亿元）、信用借款（22.58 亿元）和质押借款（10.00 亿元）。公司应付票据 31.53 亿元，较年初增长 34.72%，主要系当年票据结算成本更低，公司增加票据支付所致。公司应付账款 31.04 亿元，较年初增长 5.98%，主要为货款和设备工程款。一年内到期的非流动负债 11.23 亿元，主要为一年内到期的长期借款。

非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 39.54 亿元，较年初下降 18.77%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 22.54%）和应付债券（占 74.46%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 8.91 亿元，较年初下降 48.04%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期借款主要保证借款（占 84.29%），贷款利率为 4.2%~4.8% 左右。应付债券 29.44 亿元，较年初下降 3.23%，变化不大。

随着公司经营规模扩大以及投资在建项目的增加，公司融资需求增加，全部债务有所增长。截至 2019 年末，公司全部债务 166.66 亿元，较年初增长 13.53%，主要系短期借款增长所致。其中，短期债务占 76.99%，长期债务占 23.01%，以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.31%、46.63% 和 16.74%，较年初分别下降 1.15 个百分点、下降 1.02 个百分点和下降 6.04 个百分点。公司债务负担尚可，但债务结构有待改善。

表 10 截至 2019 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

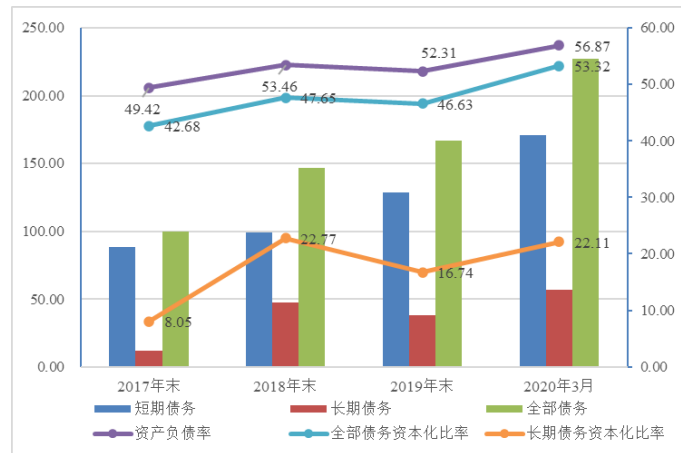
项目	到期债务					合计
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年及以后	
短期借款	82.47	--	--	--	--	82.47
应付票据	31.53	--	--	--	--	31.53
一年内到期的非流动负债	11.23	--	--	--	--	11.23
其他流动负债	3.08	--	--	--	--	3.08
长期借款	0.03 ¹	1.00	3.90	2.68	1.30	8.91
应付债券	--	--	--	--	29.44	29.44
合计	128.34	1.00	3.90	2.68	30.74	166.66
占比	77.01	0.60	2.34	1.61	18.44	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 227.36 亿元，较年初增长 36.42%，长短期债务均有所增长。其中，短期债务 170.85 亿元（占 75.15%），较年初增长 33.16%，主要系短期借款增加所致。长期债务 56.50 亿元（占 24.85%），较年初增长 47.32%，主要系应付债券增加所致。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.87%、53.32% 和 22.11%，较年初分别上升 4.56 个百分点、上升 6.69 个百分点和上升 5.37 个百分点，债务负担有所加重。

¹计提的利息

图7 公司负债指标情况(单位: %)



资料来源: 公司提供, 联合评级整理

(2) 所有者权益

截至2019年末, 公司所有者权益为190.77亿元, 较年初增长18.26%, 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占比为99.63%, 少数股东权益占比为0.37%。归属于母公司所有者权益190.06亿元, 实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占9.72%、32.76%、-0.02%和49.48%, 未分配利润占比较高, 权益稳定性一般。

截至2020年3月末, 公司所有者权益合计199.06亿元, 较年初增长4.35%, 主要系未分配利润增加和可转债转股金额所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为99.64%, 少数股东权益占比为0.36%。公司所有者权益结构变动不大, 结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2019年, 受益于公司涤纶长丝新增产能释放, 公司收入和利润规模增长明显, 公司费用能力控制能力较强, 盈利能力较强。

2019年, 公司销售收入较上年增长21.59%, 主要系公司涤纶长丝产品、PTA收入均增长明显, 同时, 当年新增贸易收入35.77亿元; 此外, 受益于投资收益增加, 公司实现净利润较上年大幅增长35.88%至28.96亿元。

从期间费用看, 2019年, 公司期间费用总额为23.56亿元, 较上年增长32.97%, 主要系研发费用增加所致。从构成看, 公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为6.93%、27.99%、47.46%和17.62%, 以研发费用为主。其中, 销售费用为1.63亿元, 较上年增长29.82%, 主要系嘉兴石化外销PTA运费增加所致; 管理费用为6.60亿元, 较上年增长12.77%, 主要系折旧费增加所致; 研发费用为11.18亿元, 较上年增长129.15%, 主要系公司加大研发力度所致; 财务费用为4.15亿元, 较上年下降27.59%, 主要系公司当年购买结构性存款利息收入增加所致。2019年, 公司费用收入比为4.66%, 公司费用控制能力仍较强。

表11 2017-2019年公司期间费用情况(单位: 亿元、%)

指标	2017年	2018年	2019年
销售费用	1.03	1.26	1.63
管理费用	4.73	5.85	6.60
研发费用	3.27	4.88	11.18

财务费用	2.20	5.73	4.15
期间费用合计	11.23	17.72	23.56
期间费用合计占营业收入的比重	3.42	4.26	4.66

资料来源：公司年报，联合评级整理

非经常性损益方面，2019年，公司投资收益1.72亿元，较上年增长7.62倍，主要系当年新增权益法下对浙江石油化工有限公司投资收益1.35亿元；公司其他收益0.91亿元，较上年增长187.21%，主要系用于补偿公司已发生的相关成本费用或损失的政府补助增加所致；公司营业外收支净额对公司利润影响小。

从盈利指标来看，2019年，公司营业利润率为11.57%，较上年变化不大；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为10.61%、11.78%和16.45%，较上年分别上升1.17个百分点、上升1.27个百分点和上升2.03个百分点，受益于公司利润总额和净利润上升，公司各盈利指标小幅上升。与同行业上市公司2019年相关盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业较高水平。

表12 主要同行业上市公司2019年盈利能力比较（单位：%）

公司名称	毛利率	总资产报酬率	净资产收益率（加权）
恒力石化股份有限公司	20.75	10.93	31.77
新凤鸣集团股份有限公司	8.52	9.36	15.05
江苏东方盛虹股份有限公司	12.13	8.22	11.32
荣盛石化股份有限公司	6.83	2.51	10.18
恒逸石化股份有限公司	7.07	7.80	14.73
桐昆集团股份有限公司	11.81	11.07	16.50

注：Wind与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表指标统一采用Wind数据
资料来源：Wind

2020年1—3月，受新冠肺炎影响，下游用户开工不足影响，公司实现营业收入76.94亿元，同比下降34.12%，实现净利润4.30亿元，同比下降17.86%，公司毛利率同比下降1.08个百分点至7.84%。

5. 现金流

2019年，受益于公司业务扩张，经营活动现金净流入规模增长明显，收入实现质量较高；受购买和赎回结构性存款影响，公司投资活动现金净流出有所波动，但公司正常与经营活动相关的投资支出保持稳定，经营活动现金净流入可以满足这部分投资需求，公司筹资活动前现金流为正。考虑到公司目前仍有较大规模的在建工程，未来仍存在较大融资需求。

从经营活动来看，2019年，受公司业务规模扩大影响，公司经营活动现金流入量和流出量分别较上年增长11.51%和6.40%，公司经营活动现金净额增长明显，较上年增长110.88%。2019年，公司现金收入比为107.35%，收入实现质量较上年小幅下降，但仍保持较高水平。

表13 2017—2019年公司现金流情况（单位：亿元、%）

现金流	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入小计	335.78	495.29	552.32
现金收入比例	100.23	116.78	107.35
经营活动现金流出小计	313.51	471.03	501.16
经营活动产生的现金流量净额	22.27	24.26	51.16
投资活动现金流入小计	53.13	87.01	169.42

投资活动现金流出小计	98.33	164.16	206.06
投资活动产生的现金流量净额	-45.19	-77.15	-36.64
筹资活动现金流入小计	135.01	180.98	155.13
筹资活动现金流出小计	95.12	132.74	149.44
筹资活动产生的现金流量净额	39.90	48.23	5.69
现金及现金等价物净增加额	16.86	-4.86	20.12

资料来源：公司年报，联合评级整理

从投资活动来看，2019年，受购买和赎回结构性存款影响，公司投资活动现金流入和流出分别较上年大幅增长，其中，构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年变化不大，保持稳定，主要为公司完善产业链和扩张产能所增加的投资支出。2019年，公司投资活动现金净流出36.64亿元，较上年下降52.51%，主要受年末购买结构性理财数波动所致。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入155.13亿元，较上年下降14.28%，主要系公司上年新发行成功公司债券30.42亿元所致；筹资活动现金流出149.44亿元，较上年增长12.58%，主要系到期长期借款减少所致。2019年，公司筹资活动现金净流入5.69亿元，公司筹资活动前现金流为正，当年经营活动产生的现金流量净额尚能满足公司投资活动需求，但考虑到公司在建项目较多且规模大，未来仍存在融资需求。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流出41.64亿元，投资活动现金净流出13.38亿元，筹资活动现金净流入64.82亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现较强，长期偿债能力强；跟踪期内，公司融资渠道畅通，履约记录良好，考虑到公司经营规模不断扩大、产业链日趋完善、行业地位进一步巩固以及未来行业前景等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司流动比率由年初的0.88倍下降至0.75倍，速动比率由年初的0.57倍上升至0.59倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至2019年末，公司现金短期债务比由年初的0.60倍上升至0.66倍，现金类资产对短期债务的保障程度提高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为62.01亿元，较上年增长31.73%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧(占28.16%)、计入财务费用的利息支出(占10.22%)、利润总额(占60.67%)构成。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的11.00倍下降至9.79倍，EBITDA全部债务比由上年的0.32倍上升至0.37倍。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至2019年末，公司无对外担保。

截至2019年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年3月末，公司共获银行授信额度380.58亿元，尚未使用额度为207.41亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(机构信用代码：G10330483000038802)，截至2020年6月3日，公司无未结清和已结清的不良类信贷。

7. 母公司偿债能力

公司母公司承担部分经营业务和部分融资职能，营业收入规模和盈利能力尚可，债务负担一般，母公司债务偿付能力尚可。

截至 2019 年末，母公司资产总额 265.18 亿元，较年初增长 8.73%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产 22.54 亿元（占比 8.50%），非流动资产 242.64 亿元（占比 91.50%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 51.50%）、存货（占 30.11%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 74.54%）、固定资产（占 21.27%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 11.61 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 151.65 亿元，较年初增长 6.17%，主要系未分配利润和资本公积金增加所致，所有者权益稳定性尚可。其中，实收资本为 18.48 亿元（占 12.19%）、资本公积合计 61.97 亿元（占 40.86%）、未分配利润合计 55.88 亿元（占 36.85%）、盈余公积合计 8.42 亿元（占 5.55%）。

截至 2019 年末，母公司负债总额 113.53 亿元，较年初增长 12.36%。其中，流动负债 82.40 亿元（占比 72.57%），非流动负债 31.14 亿元（占比 27.43%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 29.77%）、应付票据及应付账款（占 51.97%）、一年内到期的非流动负债（占 12.14%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 94.55%）构成。母公司 2019 年资产负债率为 42.81%，较 2018 年上升 1.38 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 213.72 亿元，投资收益 5.47 亿元，净利润为 8.31 亿元。

2019 年，公司母公司经营活动现金流量净额 27.04 亿元，投资活动现金流量净流出 14.51 亿元，筹资活动现金净流出 5.84 亿元，现金及现金等价物净增加额为 6.67 亿元。

七、本次债券偿债能力分析

公司现金类资产、EBITDA 及经营活动现金流对“桐昆转债”和“桐 20 转债”覆盖良好，考虑到公司经营规模、产业配套、行业地位、发展前景等因素以及转股可能，联合评级认为，公司对“桐昆转债”和“桐 20 转债”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 85.19 亿元，为“桐昆转债”和“桐 20 转债”剩余额度（57.75 亿元）的 1.48 倍，公司现金类资产对“桐昆转债”和“桐 20 转债”的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 190.77 亿元，为“桐昆转债”和“桐 20 转债”剩余额度（57.75 亿元）的 3.30 倍，公司净资产对“桐昆转债”和“桐 20 转债”按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 62.01 亿元，为“桐昆转债”和“桐 20 转债”剩余额度（57.75 亿元）的 1.07 倍，公司 EBITDA 对“桐昆转债”和“桐 20 转债”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 552.32 亿元，为“桐昆转债”和“桐 20 转债”剩余额度（57.75 亿元）的 9.56 倍，公司经营活动产生的现金流入对“桐昆转债”和“桐 20 转债”的覆盖程度很高。

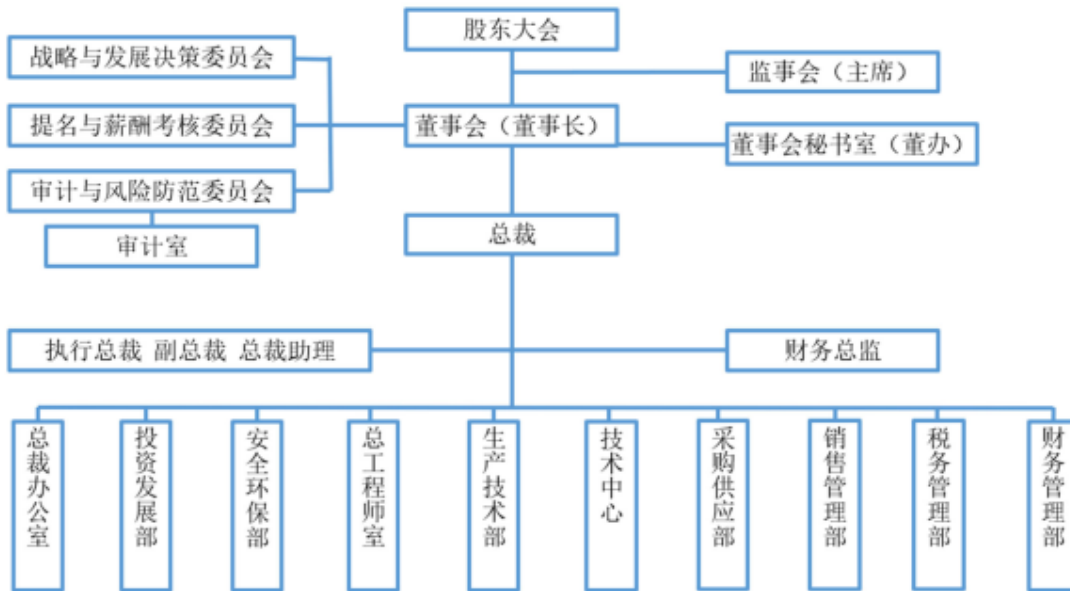
八、综合评价

跟踪期内，公司涤纶产品产能进一步扩张并且积极向产业链上游延伸，经营竞争力提升。2019 年，公司营业收入和净利润均有大幅增长，盈利能力较强，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到受原油价格波动、中美贸易摩擦以及新冠疫情等因素影响，公司经营压力加大，短期债务大幅上升，在建项目规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，若公司在建产能顺利达产，可进一步巩固和提升其市场竞争地位，在行业景气度良好的情况下，公司收入及利润规模有望扩大。同时，考虑到“桐昆转债”和“桐 20 转债”未来转股因素，预计公司的资本结构有进一步优化的可能，偿债压力将得以减轻。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时维持“桐昆转债”和“桐 20 转债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 截至 2019 年末桐昆集团股份有限公司 组织机构图



附件 2 桐昆集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	265.58	346.61	400.01	461.54
所有者权益(亿元)	134.32	161.31	190.77	199.06
短期债务(亿元)	88.25	99.23	128.31	170.85
长期债务(亿元)	11.76	47.57	38.35	56.50
全部债务(亿元)	100.01	146.80	166.66	227.36
营业收入(亿元)	328.14	416.01	505.82	76.94
净利润(亿元)	17.69	21.31	28.96	4.30
EBITDA(亿元)	36.36	47.08	62.01	--
经营性净现金流(亿元)	22.27	24.26	51.16	-41.64
应收账款周转次数(次)	60.38	113.68	174.95	--
存货周转次数(次)	12.37	10.33	12.46	--
总资产周转次数(次)	1.44	1.36	1.35	--
现金收入比率(%)	100.23	116.78	107.35	80.49
总资本收益率(%)	10.02	9.43	10.61	--
总资产报酬率(%)	11.00	10.50	11.78	--
净资产收益率(%)	14.47	14.42	16.45	8.83
营业利润率(%)	10.11	11.48	11.57	7.72
费用收入比(%)	3.42	4.26	4.66	6.15
资产负债率(%)	49.42	53.46	52.31	56.87
全部债务资本化比率(%)	42.68	47.65	46.63	53.32
长期债务资本化比率(%)	8.05	22.77	16.74	22.11
EBITDA利息倍数(倍)	14.52	11.00	9.79	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.36	0.32	0.37	--
流动比率(倍)	0.66	0.88	0.75	0.87
速动比率(倍)	0.44	0.57	0.59	0.57
现金短期债务比(倍)	0.41	0.60	0.66	0.57
经营现金流流动负债比率(%)	18.75	17.76	30.15	-20.35
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.63	0.82	1.07	--

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径; 3. 除特别说明外, 均指人民币; 4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 5. 本报告中费用收入比=(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%

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]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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+销售费用+财务费用) / 营业收入×100
财务构成指标	
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/ (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	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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+应付短期债券+一年内的非流动负债

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 企业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。