

2020年滨化集团股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100379】

评级对象: 2020年滨化集团股份有限公司可转换公司债券

滨化转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月22日

前次跟踪: 无

首次评级: AA/稳定/AA/2019年7月1日

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	1.84	5.23	5.30	3.67
刚性债务	13.80	18.07	21.47	28.42
所有者权益	53.40	58.28	60.35	59.08
经营性现金净流量	6.75	5.63	1.69	3.97
合并口径数据及指标:				
总资产	79.14	106.60	110.74	116.91
总负债	21.29	44.62	46.61	53.64
刚性债务	13.82	33.99	34.07	41.19
所有者权益	57.85	61.98	64.13	63.27
营业收入	64.65	67.51	61.64	14.34
净利润	8.34	7.14	4.52	0.36
经营性现金净流量	12.58	10.78	6.72	1.39
EBITDA	15.76	15.75	12.33	—
资产负债率[%]	26.91	41.86	42.09	45.88
权益资本与刚性债务 比率[%]	418.61	182.33	188.19	153.62
流动比率[%]	153.05	88.76	80.39	84.42
现金比率[%]	99.42	52.91	58.77	61.16
利息保障倍数[倍]	14.40	7.46	4.67	—
净资产收益率[%]	15.40	11.92	7.16	—
经营性现金净流量与 流动负债比率[%]	80.66	54.03	22.32	—
非筹资性现金净流量 与负债总额比率[%]	31.98	11.39	8.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	19.11	10.57	7.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.06	0.66	0.36	—

注:根据滨化股份经审计的2017~2019年经审计的财务数据及2020年第一季度未经审计的财务数据整理、计算。

分析师

汪秧 wangyang@shxsj.com

武嘉妮 wjn@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

跟踪评级观点

新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪评级”或“本评级机构”)对滨化集团股份有限公司(简称“滨化股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”)可转换公司债券的跟踪评级反映了2019年以来滨化股份在行业地位、技术实力和业务结构等方面保持的优势,同时也反映了公司在市场竞争、产品价格波动、资金支出和短期债务增加等方面面临的压力和风险。

主要优势:

- **循环经济优势。**滨化股份已形成了较为完善的循环经济生产经营模式,自产的电力、原盐等有效地降低了成本,提升了公司的盈利能力。
- **财务弹性较强。**滨化股份目前负债经营程度不高,融资渠道多元,财务弹性较强,可为债券偿还提供一定缓冲。

主要风险:

- **氯碱行业下行风险。**2019年以来氯碱行业下行,产成品价格下降及需求减少导致滨化股份主要产品的销售收入和净利润明显下滑。
- **募投项目风险。**本次募集资金投资项目规模较大。如果市场环境出现变化,滨化股份新增产能可能面临着市场开发及销售的风险,将导致募投项目效益不及预期。
- **在建项目减值风险。**滨化股份于2018年收购三角洲热力,其主要热电机组至今仍未投产,存在就相关资产计提减值准备的风险。
- **资金支出压力大。**短期内滨化股份仍有较大规模的投资项目,需求资金规模大。公司将面临较大的投资性支出压力,并承担较大的财务费用支出。
- **即期债务偿付压力大。**由于长期借款到期及短期借款增加,2020年3月末滨化股份短期刚性

债务规模增加，即期偿债压力大。

- **环保和安全生产压力大。**国家对化工企业安全、环保等标准的提高增加了滨化股份的环保成本。
- **金融投资风险。**除主业外，滨化股份还参股投资了山东当地的小贷公司、农商行等金融企业，存在一定的投资风险。
- **疫情短期影响。**2020年国内新冠肺炎疫情爆发及海外疫情延续对滨化股份的业务开展有一定短期影响，2020年第一季度收入及利润较上年同期均明显下降。

➤ 未来展望

通过对滨化股份及其发行的滨化转债主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年滨化集团股份有限公司

可转换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照滨化集团股份有限公司（简称“滨化股份”、“发行人”、“该公司”或“公司”）可转换公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据滨化股份提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对滨化股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

根据中国证券监督管理委员会证监许可[2019]2970 号文，该公司于 2020 年 4 月公开发行面值总额为 24.00 亿元人民币的可转换公司债券，期限为 6 年，该可转换债券自 2020 年 10 月 16 日起可转换为公司 A 股股份，初始转换价格为人民币 4.78 元/股，2020 年 6 月 3 日，公司因派发 2019 年现金红利，将转股价格调整为 4.68 元/股。

本期可转换公司债券的募集资金将全部用于碳三碳四综合利用项目（一期）（简称“该项目”）。该项目由全资子公司山东滨华新材料有限公司（简称“滨华新材料”）实施，总投资金额为 128.91 亿元，其中一期总投资 63.34 亿元，除募集资金投入外的剩余部分由公司自筹解决。2020 年 4 月 23 日，公司公告拟使用该可转换债券募集资金 23.72 亿元及自有资金 0.28 亿元对滨华新材料增资 24.00 亿元，增资后滨华新材料注册资本变更为 29.00 亿元。

该项目建设地点在山东省滨州市北海经济开发区滨州临港高端石化产业园。预计建设周期 2 年，主要建设 60 万吨/年丙烷脱氢、80 万吨/年丁烷异构化等装置。截至 2020 年 4 月末，该项目已完成项目前期各项手续、资金筹措、专业人才招聘等准备工作。

截至 2020 年 5 月末，该公司待偿还债券本金为 24.00 亿元，公司待偿还债券概况如图表 1 所示。

图表 1. 公司待偿还债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	当前利率 (%)	起息时间	到期时间
滨化转债	24.00	6 年	0.30	2020/4/10	2026/4/9

资料来源：滨化股份（截至 2020 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。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需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向

金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，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、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

该公司所处氯碱行业为产能过剩行业，行业竞争激烈。2018 年，行业景气度回升，行业收入和盈利显著提升与改善，总体经济效益较好。2019 年，受下游需求较弱影响，产品价格明显回落，行业盈利水平有所下降。

该行业对连续生产要求较高，2020 年第一季度，在新冠疫情影响下，氯碱行业下游大量停工，导致需求大幅下滑。再加上 2 月初受货物运输不畅影响原料供应紧张，多数生产企业被迫降低负荷，产品价格持续下降。2020 年第二季度，随着国内全面复工复产疫情影响有所减弱，化工行业下游需求有所恢复。但国内经济增长承压叠加海外疫情延续，产品价格回升幅度不大，短期内氯碱企业仍面临较大运营压力。

该公司循环经济产业链条以烧碱为源头，生产烧碱过程中释放的氯气用于生产环氧丙烷和三氯乙烯。公司属于氯碱化工产品行业，经营易受产品供需平衡、上下游行业发展以及相关环保政策等因素影响。

A. 行业概况

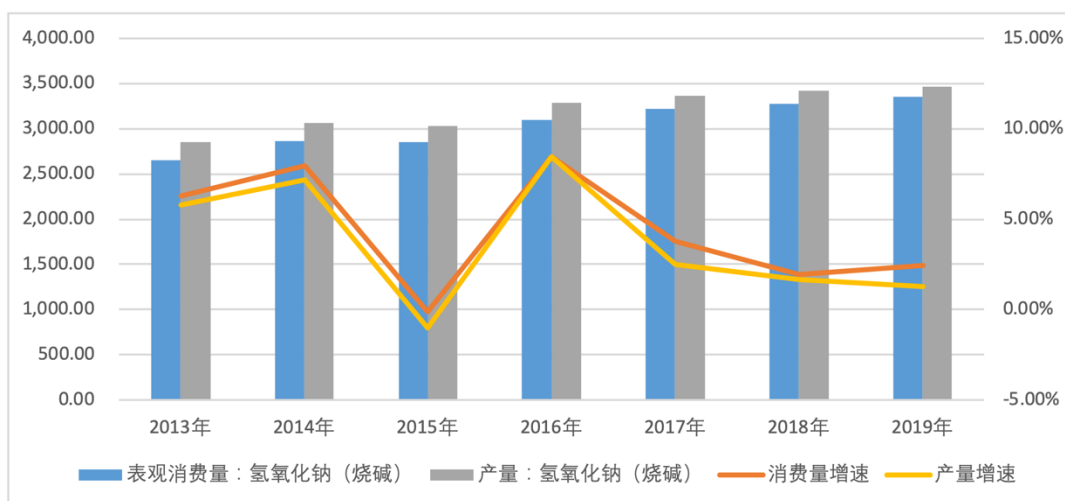
烧碱是一种重要的基础化工原料，在多个领域得到广泛应用，比如氧化铝、化工、造纸、印染、制药及食品等行业。我国烧碱生产企业主要分布在华东及西北地区，其中山东地区烧碱产能占全国的 26.6%。烧碱产品主要为液碱和固

碱两种形态，其中液碱受运输半径限制，东部及北部地区液碱产品竞争较为激烈。西北地区企业多将液碱加工成固碱进行远距离销售。

近年来，国内烧碱行业始终处于供大于求的态势。从供给面看，2013年以后烧碱总体产能增速缓慢，年产能由2013年的3,851.23万吨上升至2018年的4,259.00万吨。据中国氯碱网数据，2019年烧碱行业新增产能121万吨至4,380.00万吨。随着行业新增产能增速调减及落后产能逐步被淘汰，产能利用率逐步增加，由2013年的74.10%升至2017年的83.90%，2018年，烧碱产能利用率略有下降至80.30%。受经济形势、新增产能数量及氯碱平衡制约等因素的影响，近年来我国烧碱产量波动增长，由2013年的2,854.12万吨增长至2018年的3,420.20万吨。考虑到部分企业的产能受到装置改造升级影响退出生产，同时新建装置的立项、开工与投产进度受《氯碱行业准入条件》的进一步规范 and 制约，预计2020年实际产能净增长量有限。

从需求面看，氧化铝、化工和造纸三类行业每年消费的烧碱量约占总量的60%以上，其中氧化铝行业消费烧碱占总量的比重超过30%，是烧碱最大的下游需求行业。我国是世界最大的氧化铝生产国，2015-2019年氧化铝年产量分别为5,897.90万吨、6,090.70万吨、6,901.70万吨、7,253.10万吨和7,247.40万吨，总体呈增长态势。持续增长的氧化铝产量在一定程度上提振了烧碱需求，烧碱表观消费量持续增加，由2015年的2,855.61万吨增加至2019年的3,357.07万吨。根据新增产能计划，2020年预计将有600-700万吨新增氧化铝产能，对烧碱需求或较2019年有所好转。

图表 2. 2013年以来烧碱消费量与产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind

价格方面，2016年以前主要由于烧碱行业供大于求，市场保持弱势运行，价格处于较低水平。自2016年9月以后，受下游氧化铝、造纸及化纤等价格大幅上涨影响，加之环保监督、淘汰落后产能、停车修建等因素影响使得烧碱主产区供应不足，烧碱价格快速上升。2017年上半年，氧化铝价格下滑及其他下游产品因环保督查而减产，烧碱价格较为平稳。2017年第四季度，受环

保政策收紧影响，国内氯碱企业开工率持续下降，多家企业装置停车，烧碱价格增幅显著。2018年，在宏观经济增速放缓及环保督查趋严等因素影响下，当年烧碱价格呈现高位震荡趋势。2019年氧化铝行业环保检查力度加强，部分氧化铝企业减停产，导致下游对烧碱的需求萎缩，对烧碱价格产生一定负面影响。2020年初，受新冠疫情影响，依靠公路运输的大部分烧碱企业出货较困难，尤其是液碱产品，库存压力持续增加。下游氧化铝也同样面临运输困难和下游需求低迷的问题。截至2020年5月28日，PVC（电石法）和烧碱（32%离子膜）市场价格分别较年初下降12.18%和16.00%。产品价格持续下降，产品与原材料之间价差收窄，氯碱企业面临较大的运营压力。

图表 3. 2014 年以来烧碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind、新世纪评级整理。

图表 4. 近期氯碱产品及电石价格走势（单位：元/吨）

产品名称	5月28日最新价格	周涨幅	较1月20日涨幅	较年初涨幅
电石	3,021.00	3.42%	-5.45%	-3.05%
PVC（电石法全国）	6,052.00	1.95%	-8.97%	-12.18%
烧碱（32%离子膜全国）	630.00	0.96%	-13.58%	-16.00%
烧碱（99%片碱华东）	2,150.00	3.61%	-16.67%	-18.87%

资料来源：Wind、新世纪评级整理。

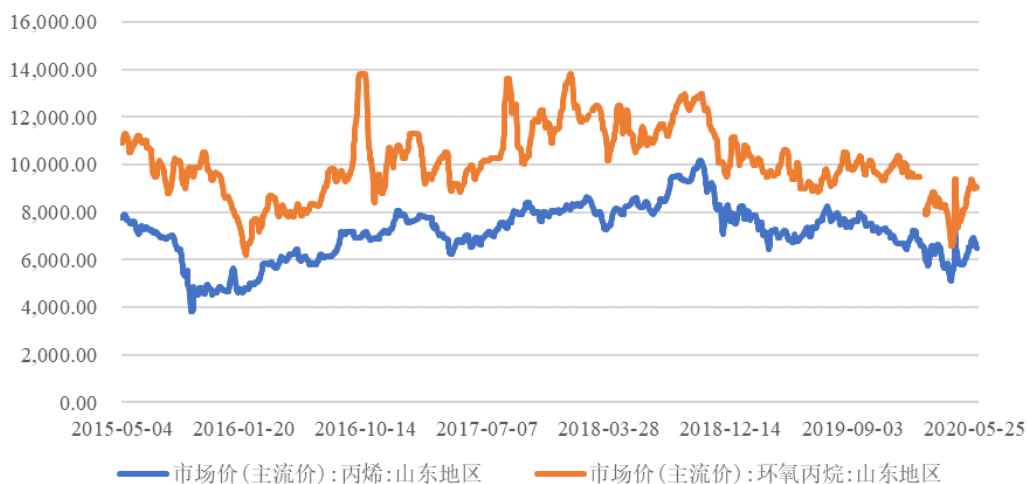
环氧丙烷是一种重要的有机化合物原料，主要用于生产聚醚、丙二醇和各类非离子表面活性剂等。其中聚醚约占80%左右。聚醚主要作为白料和MDI合成聚氨酯，广泛应用于汽车、建筑节能、冰箱冷柜、食品烟草、医药及化妆品等领域。

近年来国内环氧丙烷的供需格局处于紧平衡之中，2018年我国环氧丙烷市场进口依赖度在10.20%左右。从供应面来看，近年我国环氧丙烷产能持续增长，“十二五”期间国内环氧丙烷总体产能由160万吨增长至327万吨。随着新增装置的投运，国内环氧丙烷需求缺口逐渐缩小，“十三五”期间环氧丙烷扩充增速有所放缓，2016-2018年国内环氧丙烷总体产能由311万吨增至324.5万吨，年均产能增速为2.15%。2018年及2019年，国内环氧丙烷没有新增产

能，截至 2020 年 2 月末，原定 2018 年投产的两套装置红宝丽 12 万吨/年装置及中信国安 8 万吨/年装置均尚未正式投产。根据现有规划，未来国内仍有多家企业有扩产项目，总生产能力或将进一步增长，但考虑到新投产项目产能释放缓慢、直接氧化法装置具有不稳定性，同时受山东地区环保和安全生产环境趋严，生产企业面临减负荷生产，部分氯醇法装置亦将退出。此外，受一季度新型冠状病毒疫情影响，企业开工及扩产计划或有延迟，预计 2020 年实际新增产量有限，整体市场供求关系将保持紧平衡。从需求面来看，近年来国内环氧丙烷需求量保持增长，但受实体经济下滑的影响，增速有所放缓。2000-2017 年国内环氧丙烷表观消费量由 28.5 万吨增加至 280 万吨，年均增长率为 14.39%，2018 年表观消费量约为 306 万吨左右，较 2017 年增速约为 9.29%。

丙烯是环氧丙烷的主要原料，长期来看环氧丙烷价格受丙烯价格影响最大。其中由于原油是丙烯最重要的原料，原油走势直接影响丙烯市场，故环氧丙烷与原油走势有一定相关性。但由于国内环氧丙烷市场处于供应紧平衡之中，供给端产能的变化对短期价格造成重大影响。其中 2016 年 9 月，在丙烯价格相对平稳的背景下，由于山东多个环氧丙烷厂家集中检修，同时环保督查带来开工的不确定性，短期内环氧丙烷价格大幅上升。2019 年，受下游需求走弱及新增产能释放影响，环氧丙烷价格较 2018 年明显下降。2020 年初，受新冠疫情及原油不断下跌影响，环氧丙烷需求及原材料丙烯的价格均大幅下降，在 4 月底降至低点后有所回升。截至 2020 年 5 月 28 日，环氧丙烷和丙烯市场价格分别较年初下降 3.36% 和 4.74%。

图表 5. 2015 年以来丙烯和环氧丙烷价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，新世纪评级整理。

图表 6. 近期环氧丙烷及丙烯价格走势（单位：元/吨）

产品名称	5 月 28 日最新价格	周涨幅	较 1 月 20 日涨幅	较年初涨幅
环氧丙烷	8,800.00	-6.83%	-5.82%	-3.36%
丙烯	6,525.00	-1.09%	-4.74%	-4.74%

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

三氯乙烯是制造新型环保制冷剂 HFC-134a¹及衣物干洗剂的重要原料。按《蒙特利尔议定书》，我国在 2010 年 1 月 1 日全面禁用氟利昂类物质²，特别是新生产的家电产品中全面禁止使用氟利昂。同时，我国也陆续通过了新型环保制冷剂 HFC-134a 在汽车空调、冰箱和发泡剂中应用的行业标准。在此环保政策推动下，大量资本进入三氯乙烯市场，三氯乙烯的产能、产量出现大幅增加。虽然单体企业的产能极少超过 6 万吨/年，但企业数量较多，市场已处于供过于求的状态。受下游需求萎缩影响，三氯乙烯市场价格大幅下降，公司出厂均价由 2010 年的 9,745.75 元/吨大幅下跌至 2013 年的 4,980.73 元/吨，产品盈利空间大幅缩小，甚至出现倒挂现象。2014 年以来三氯乙烯市场价格继续在低位徘徊，2017-2019 年出厂均价分别为 4,480.23 元/吨、4,698.84 元/吨及 4,633.76 元/吨。预计短期内受供求关系和下游需求低迷影响，三氯乙烯市场仍将持续低迷。

B. 政策环境

近年来行业面临的节能和环保压力不断增加。烧碱方面，2016 年 8 月 30 日，环保部会同国家质检总局日前发布五项污染物排放新标准。《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》（GB15581—2016）是此次制定、修订的标准之一。2016 年 11 月《控制污染物排放许可制实施方案》正式出台。同时，环保部推出排污者付费、第三方治理与排污许可证制度，碳交易市场已经启动，新环境税法已于 2018 年 1 月 1 日起实施。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，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。同时，随着供给侧结构性改革的持续推进，若干化工品很可能面临落后产能出清、供给减少的局面。环氧丙烷方面，由于氯醇法生产流程对于环境污染过于严重，发改委 2019 年发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中明确指出：限制新建氯醇法环氧丙烷和皂化法环氧氯丙烷生产装置。2017 年 6 月，第四批中央环保督查组入驻山东开展环保督查，包括该公司在内的多家企业被要求减负荷运行，且有部分企业被迫停车限产，未来氯醇法装置环保成本或将增加。2018 年，山东、河北和浙江等地陆续发布化工园区治理整顿政策，涉及整合、撤销现有不成熟化工园区、禁止新增化工园区等内容，将进一步推动化工企业整合升级，淘汰落后中小企业。公司现有环氧丙烷装置采用氯醇法生产，短期内具有一定成本优势，但随着共氧化法和直接氧化法生产技术的不断成熟和规模效应的体现以及环保成本的上升，未来将面临新的政策及市场风险。

C. 竞争格局/态势

从烧碱竞争市场来看，国内行业集中度仍然偏低。由于我国历史形成的条块分割、地区保护，我国中小烧碱企业偏多，地区分布不均。烧碱行业是高能耗行业，耗电量巨大，加之氯碱运输成本上涨，具有区域优势及拥有煤、电、

¹ 新型环保制冷剂。

² 我国于 2007 年即开始全面禁止氟利昂的使用。

原盐等原料优势的企业可大幅提升生产效率，增强盈利能力。目前行业内产能过剩问题显著，产业整合加剧，大型化工企业的规模和成本优势将更加凸显。2016 年以来，随着国内氯碱行业景气度上升，行业内企业烧碱产品的收入和盈利普遍上升。2019 年，受烧碱、环氧丙烷等产品市场价格趋弱影响，行业内企业收入及盈利出现下滑。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（单位：2019 年/末，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	销售毛利率	应收账款周转率	应收账款周转天数	资产总计	资产负债率	净利润	经营活动产生之现金流量净额
航锦科技	37.74	23.06	9.46	70.86	44.50	38.09	3.12	2.20
中泰化学	831.20	6.90	24.26	25.57	601.12	63.92	1.91	82.03
红宝丽	23.83	20.81	7.73	96.72	38.18	58.78	0.90	2.56
天原集团	231.03	6.07	132.14	8.97	137.73	63.19	0.23	6.17
万华化学	680.51	28.00	19.51	44.06	968.65	54.65	105.93	259.33
氯碱化工	64.64	17.48	33.60	19.27	57.34	18.83	8.09	8.68
滨化股份	61.64	25.52	62.08	17.39	110.74	42.09	4.52	6.72

资料来源：Wind

D. 风险关注

烧碱行业作为基础化工行业，周期性强，产品价格及原料价格波动频繁，导致企业成本控制压力大，盈利存在波动性。近年来我国烧碱产能增速放缓，落后产能不断淘汰，但行业整体产能过剩问题仍较为严重，行业竞争激烈。随着我国经济持续发展，对资源、环境的压力日益增加。为保持经济可持续增长，国家对氯碱行业环保要求不断提高。为此，行业内企业需要不断加大在环保方面人员和资金的投入，使企业运行成本相应提高。

受新冠疫情影响以及原油不断下跌打击，整体经济环境不佳，行业下游采购谨慎，终端开工迟缓，普遍降低负荷维持运行，需求显著下降。短期内国内物流运输情况可得到一定改善，但受国际新冠疫情扩散及原油价格下跌影响，供需矛盾加深，企业经营压力增加。

(3) 区域市场因素

山东省 2017 年 6 月启动了化工产业安全生产转型升级专项行动，并根据专项行动的总体要求制定了包括立即停产“差”评企业、暂停审批新上危化品项目、严格在建装置试车管理、立即取缔违法违规企业和项目、严格危化品运输车辆管理等在内的八条断然措施。2017 年下半年，全省关闭、转产化工生产企业数百家、停产整顿两千余家。2017 年 8 月 21 日，环保部、发改委、工信部等多部委及北京、天津、河北等省市共同印发《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》。方案提出的要求包括：2017 年 10 月至 2018 年 3 月，京津冀大气污染传输通道“2+26”城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15% 以上，重污染天数同比下降 15% 以上；化工、钢铁、建

材、有色等多个行业错峰生产；有色化工行业优化生产调控，采暖季电解铝厂限产 30% 以上，氧化铝企业限产 30%，等等。2017 年 10 月以来，滨州市重污染天气应急指挥部办公室共下发六次重污染天气应急响应通知。2018 年 10 月 29 日，山东省人民政府印发《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》的通知，要求立足山东省产业基础和优势，重点推动钢铁、地炼、电解铝、焦化、轮胎、化肥、氯碱等七大高耗能行业高质量发展。其中，氯碱行业转型升级目标为：到 2022 年，电解单元吨碱能耗强度由 360 千克标准煤下降到 325 千克标准煤，对能耗达不到标准的电解槽予以淘汰，行业能耗总量减少 10% 左右；液氯就地消化率由目前的 59% 提高到 85% 以上，液氯道路运输安全风险明显降低；烧碱电解装备技术达到世界先进水平，膜极距改造率达到 100%，综合竞争力继续保持国内领先地位。

新冠疫情期间，山东省内物流运输及企业开工受到极大影响。为防止新冠疫情进一步扩大，1 月 29 日，山东省人力资源和社会保障厅下发关于延迟省内企业复工的紧急通知，要求省内各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工。2020 年 2 月中旬以来，随着新冠疫情得到控制，山东省已加快开展复工复产行动。2020 年 2 月 29 日，山东省内企业复工复产取消审批。截至 3 月 17 日，山东省规模以上工业企业累计复工复产 26,088 家，复工率 99.7%，复工人数 484.71 万人，占职工总数 92.1%。根据 2020 年 3 月 21 日山东省发改委公布的监测数据，山东全省 3800 余家重点物流企业，复工率达 90%，其中 A 级企业、星级企业 409 家，复工率达 95% 以上，各类物流园区复工率达 100%。此外，山东省积极推出用电用气降价、加大税费支持力度、阶段性减免社会保险费等方面加大对企业的扶持。

2. 业务运营

2019 年，氯碱行业整体下行，该公司主要产品销售收入及毛利率均有不同程度的下降。受此影响，公司当年净利润明显减少，盈利水平下滑。2020 年第一季度，物流运输和上下游开工率均受新冠疫情影响，同时相关产品价格持续下降，当期公司营业收入及毛利率大幅下降。2020 年 3 月以来，虽然运输物流随着复工进展逐步恢复，但海外疫情仍然持续，短期内下游需求不振的情况仍将持续，公司运营压力大。此外，近两年公司对外收购较为频繁，2018 年收购三角洲热力，但部分发电机组至今未投产，存在一定资产减值风险；2019 年收购滨华新材料，其项目仍处在建设阶段，资金需求大。

自成立至今，该公司一直以氯碱产品的生产和销售为主营业务。经过多年经营，公司已形成了较为完善的循环经济生产模式。公司循环经济产业链条以氯碱产品为源头，所产氯气用于生产环氧丙烷和三氯乙烯，所产氢气用于生产高附加值产品双氧水，综合利用环氧丙烷生产中产生的废渣与热力公司的废渣（粉煤灰、炉渣）制造建筑标准砖，生产过程中产生的主要气态、液态、固态废弃物经过回收供给上下游工序进行循环利用。中短期内，公司业务除受规模、

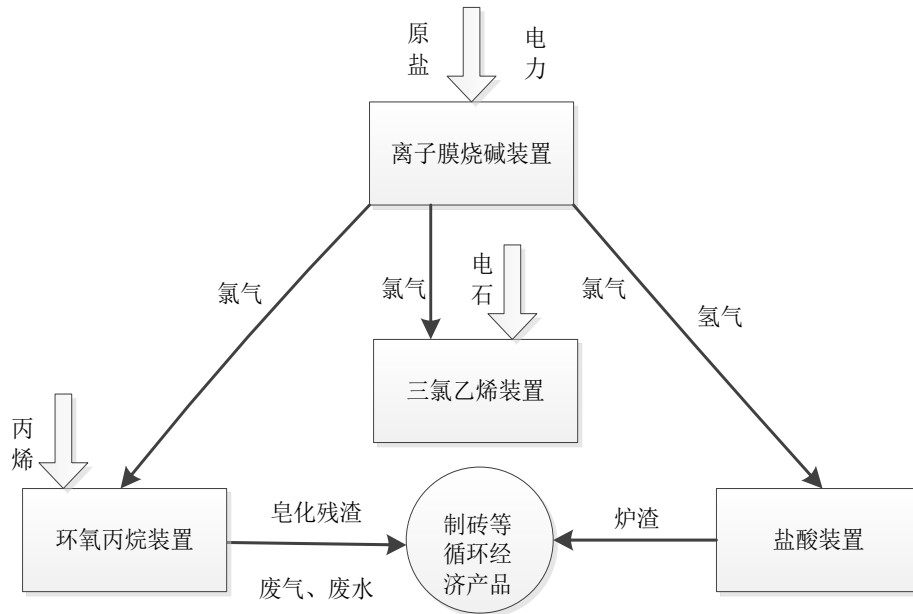
资源、成本等因素影响外，行业政策亦成为影响公司经营的重要因素。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
化工	国内/国外	规模/资源/成本/行业政策

资料来源：滨化股份

图表 9. 公司循环经济图



资料来源：新世纪整理

目前该公司生产主要集中于化工分公司（公司本部）、助剂分公司（公司本部）和山东滨化东瑞化工有限责任公司（简称“东瑞化工”）。公司生产所需的原盐和燃料动力分别由子公司山东滨化海源盐化有限公司（简称“海源盐化”）和山东滨化热力有限责任公司（简称“滨化热力”）、黄河三角洲（滨州）热力有限公司（简称“三角洲热力”）负责供应。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	64.65	67.51	61.64	14.34	15.73
其中：核心业务营业收入（亿元）	64.23	66.98	61.25	14.24	15.72
在营业收入中所占比重	99.34%	99.21%	99.36%	99.30%	99.92%
其中：（1）环氧丙烷	23.03	22.93	17.62	3.89	5.00
在核心业务收入中所占比重	35.86%	34.23%	28.77%	27.32%	31.81%
（2）烧碱	22.65	22.36	17.57	3.62	5.27
在核心业务收入中所占比重	35.26%	33.38%	28.69%	25.42%	33.52%
（3）三氯乙烯	3.04	3.10	2.84	0.83	0.84

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
在核心业务收入中所占比重	4.73%	4.63%	4.64%	5.83%	5.34%
(4) 环氧氯丙烷	-	-	2.98	1.33	-
在核心业务收入中所占比重	-	-	4.87%	9.33%	-
(5) 其他	15.51	18.59	20.24	4.57	4.61
在核心业务收入中所占比重	24.15%	27.75%	33.04%	32.10%	29.33%
综合毛利率 (%)	29.38	27.98	25.52	18.60	25.57
其中：环氧丙烷 (%)	15.68	14.01	5.94	-0.05	6.63
烧碱 (%)	57.94	55.17	44.23	32.45	50.24
三氯乙烯 (%)	5.84	1.73	0.71	16.36	26.72
环氧氯丙烷 (%)	-	-	45.30	30.18	-

资料来源：滨化股份

近年来该公司专注于氯碱产品生产销售，2017-2019 年公司分别实现营业收入 64.65 亿元、67.51 亿元和 61.64 亿元，同比分别增长 32.96%、4.43% 和 -8.69%。2017 年，公司营业收入大幅增长，主要系烧碱价格大幅增长且销售规模亦有所增加。2018 年，主要得益于环氧丙烷价格走高及烧碱销量增长，公司营业收入继续增长。2019 年由于环氧丙烷、烧碱等产品销售价格及产销量下降，公司营业收入较上年同期下降 8.69%；当年三氯乙烯收入规模较小，盈利贡献程度较低。2019 年下半年，公司 7.5 万吨/年环氧氯丙烷装置正式投产，全年实现环氧氯丙烷销售收入 2.98 亿元，该产品毛利相对较高，未来将成为公司盈利的有利补充。从收入结构看，公司主要产品仍为环氧丙烷和烧碱，但其在主营业务收入中占比逐年有所下降。核心业务中其他收入占比逐年增长，主要为二氯丙烷、四氯乙烯、氯丙烯及双氧水等化工产品产量及销售收入增加所致。

2017-2019 年，该公司综合毛利率分别为 29.38%、27.98% 和 25.52%。其波动主要受烧碱及环氧丙烷产品毛利率变化影响。2019 年，公司毛利率较上年同期下降 2.46 个百分点，主要系烧碱及环氧丙烷的原材料价格下降幅度不及产成品价格下降幅度所致。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 14.34 亿元，其中，环氧氯丙烷销售收入 1.33 亿元，在营业收入中占比 9.27%。公司综合毛利率为 18.60%，较上年同期下降 6.97 个百分点。2020 年第一季度，受新冠疫情导致下游需求减少及交通受阻影响，环氧丙烷价格降幅较大，与原材料丙烯之间的价差进一步缩小，环氧丙烷毛利率降低至-0.05%。

产品生产

目前该公司主导产品为环氧丙烷、烧碱、三氯乙烯和环氧氯丙烷。公司以烧碱生产为基础，在生产过程中所产的氯气可用于生产环氧丙烷和三氯乙烯等产品，同时部分烧碱作为用于生产环氧氯丙烷的原料，一方面降低了危险品液氯的贮运安全风险，另一方面由于大量使用生产中产生的副产品，公司的产业

链得到进一步延伸，同时也降低了环氧丙烷、三氯乙烯和环氧氯丙烷等产品的成本。

环氧丙烷方面，该公司主要采用氯醇法生产环氧丙烷。受制于环保压力，目前行业内氯醇法环氧丙烷装置扩能受限³，2015 年以来公司环氧丙烷产能始终稳定在 28.00 万吨/年。近年来公司环氧丙烷产能利用率逐年下降，主要系受到重污染天气应急响应政策、错峰生产等政策以及下游需求走弱影响，环氧丙烷产量有所下降。烧碱方面，公司主要采用离子膜法生产烧碱，拥有 32%液碱、48%液碱、粒碱（99%）和片碱（98.50%）等产品结构。目前公司烧碱产能稳定在 61.00 万吨，其中粒碱产能为 20.00 万吨，是国内最大的粒碱生产商；片碱产能为 20.00 万吨，在山东省内处于龙头地位。近三年公司烧碱产量整体维持稳定，产能利用率均在 100.00%以上。三氯乙烯方面，公司年产能为 8.00 万吨，是全球三氯乙烯产能最大的公司。由于三氯乙烯市场整体产能过剩，近年来公司三氯乙烯业务均未达产。环氧氯丙烷主要原材料为甘油和烧碱，公司同步建立甘油精制装置，外购粗甘油精制后为环氧氯丙烷提供原料，烧碱耗用氯碱车间产品，公司环氧氯丙烷年产能为 7.50 万吨。

图表 11. 公司核心产品的产能与生产情况（单位：万吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年第一季度 ⁴		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
环氧丙烷	28.00	28.78	102.77	28.00	26.81	95.75	28.00	25.11	89.68	28.00	6.16	88.00
烧碱	61.00	67.76	111.08	61.00	68.41	112.15	61.00	67.78	111.11	61.00	18.02	118.16
三氯乙烯	8.00	6.68	83.46	8.00	6.57	82.13	8.00	6.07	75.88	8.00	1.95	97.50
环氧氯丙烷	-	-	-	-	-	-	7.50	2.50	33.33	7.50	1.44	76.80

资料来源：滨化股份

原材料采购及成本控制

该公司产品成本包含原材料成本、直接人工成本、折旧成本及能源成本。其中原材料成本及能源成本占比较大，2019 年占比分别为 59.52% 和 22.35%。2017 年受山东省内限煤政策影响，自供电占比下降，能源成本占比增加。2018 年及 2019 年，由于上游原材料价格回落，成本中原材料占比逐年下降。公司于 2013 年进行综合技术改造，引进了伍德公司第六代零极距离子膜电解槽以及 4 万吨/年氧阴极离子膜烧碱装置，故当前烧碱产品成本中设备折旧占有一定比重。

图表 12. 公司主要产品成本分析（单位：万元）

产品	项目	2017 年		2018 年		2019 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
环氧丙烷	原材料	194,944.35	88.46%	168,729.97	87.52%	141,804.64	84.98%

³ 2011 年政府颁布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》明确指出，限制新建氯醇法环氧丙烷生产装置。目前在建的氯醇法项目都是前期已经获批的，今后不再批准新建的氯醇法项目。新增产能将以大型的共氧化法和直接氧化法装置为主。

⁴ 季度产能为年化后的数据。

产品	项目	2017年		2018年		2019年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
	直接人工	1,391.79	0.63%	1197.04	0.62%	1,205.73	0.72%
	折旧	4,119.89	1.87%	3,488.22	1.81%	2,951.39	1.77%
	能源	15,805.10	7.17%	14,384.86	7.46%	14,400.50	8.63%
烧碱	原材料	15,855.60	16.51%	16,863.89	16.60%	16,826.27	17.03%
	直接人工	3,462.77	3.60%	4,529.94	4.46%	4,612.23	4.67%
	折旧	10,533.65	10.97%	10,350.86	10.19%	9,429.65	9.55%
	能源	56,069.29	58.37%	55,614.04	54.74%	58,160.90	58.87%
三氯乙烯	原材料	22,378.79	78.46%	23,664.69	77.68%	20,820.48	73.71%
	直接人工	913.6	3.20%	1,174.38	3.86%	1,448.38	5.13%
	折旧	1,331.24	4.67%	1,374.31	4.51%	1,144.53	4.05%
	能源	2,508.25	8.79%	2,900.61	9.52%	3,056.03	10.82%

资料来源：滨化股份

在原材料供应方面，该公司所需原材料主要包括丙烯、原盐和电石。其中，丙烯为生产环氧丙烷的主要原材料，其价格波动为环氧丙烷生产成本的主要影响因素。目前公司丙烯原料 2/3 购自地方炼厂，根据网上的公开报价进行采购，采取全额预付结算方式；1/6 由子公司山东滨化滨阳燃化有限公司市场化供应；1/6 由经销商提供。由于山东地方炼厂众多，丙烯资源丰富，公司与核心供应商保持着长期稳定的合作关系。同时为降低公司对地方炼厂的依存度，公司增加了省外战略合作伙伴和进口。丙烯价格在 2018 年上涨后从高点回落，2017-2019 年公司年均采购价格分别为 6,504.74 元/吨、7,415.73 元/吨和 6547.18 元/吨。原盐为生产烧碱所需的主要原材料，原盐由控股子公司海源盐化市场化供应，不足部分由公司直接向山东省内其他制盐企业购买。电石为生产三氯乙烯的主要原材料，均从外部采购。2017-2019 年，电石采购均价分别为 2,653.39 元/吨、2,917.24 元/吨及 2,810.31 元/吨。2020 年第一季度，丙烯及原盐价格继续走弱，采购均价分别为 5,785.89 元/吨和 202.69 元/吨。

在燃料动力供应方面，该公司主要由子公司滨化热力与三角洲热力负责供应，不足部分由公司统一按上网电价采购，2019 年电力外采比例大约为 58.02%。2018 年度山东地区上网电价一般为 0.56 元每度，三角洲热力供应电价可达到 0.43 元每度，显著降低生产成本。2018 年，公司收购三角洲热力⁵，但由于（1）350MW 热电联产工程项目处于与电网系统接入方案的论证审批阶段（2）受环保政策影响（3）2019 年环氧氯丙烷、六氟磷酸锂等相继投产，总用电量进一步加大等原因，2019 年公司自供电占比暂未提升。公司向山东滨化燃料有限公司招标采购电力生产所需的煤炭，结算方式主要为现汇，2019 年原煤采购量较上年增长 10.69% 至 64.53 万吨。公司煤炭采购价格为市场价，2017-2019 年及 2020 年第一季度煤炭采购均价分别为 625.46 元/吨、615.92 元/吨、585.73 元/吨和 554.13 元/吨。

⁵ 该公司 2018 年 3 月 22 日以现金 41,000 万元收购三角洲热力 77.9221% 的股权。国开发展基金有限公司持有的三角洲热力 22.0779% 的股权享受本金收回和获得固定收益（年化投资收益率为 1.2%），不参与利润分配，根据企业会计准则确认为负债。报告期末公司将该项出资重分类至长期借款，因此公司对三角洲热力实际持股比例为 100%。三角洲热力实际为公司的全资子公司，自购买日起将其纳入合并财务报表范围。

图表 13. 公司主要原材料价格及采购情况（单位：元/吨、万吨）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	价格	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格	采购量
丙烯	6,504.74	27.19	7,415.73	26.01	6,547.18	25.11	5,785.89	6.09
原盐	178.02	105.98	216.48	105.81	210.51	104.99	202.69	27.00
原煤	625.46	61.83	615.92	68.09	585.73	64.53	554.13	16.60

资料来源：滨化股份

从供应商来看，该公司供应商集中度一般，对单一供应商依赖程度不高。2017-2019 年，公司前五大供应商占年度采购总额的比重分别为 23.06%、21.13%和 26.55%，前五大供应商采购额中关联方采购额占年度总额的比重分别为 6.65%、4.88%和 6.95%。

图表 14. 公司 2019 年前五大供应商（单位：亿元）

销售单位	金额
天津渤海石化有限公司	3.31
山东滨化滨阳燃化有限公司	3.19
神华销售集团华北能源贸易有限公司	2.65
山东京博石油化工有限公司	1.97
中国石化化工销售有限公司齐鲁经营部	1.07
合计	12.19

资料来源：滨化股份

图表 15. 公司 2020 年第一季度前五大供应商（单位：亿元）

销售单位	金额
山东京博石油化工有限公司	0.90
山东成达新能源科技有限公司	0.43
山东滨化滨阳燃化有限公司	0.39
中国石化化工销售有限公司齐鲁经营部	0.33
中国石油化工股份有限公司胜利油田分公司石油化工总厂	0.31
合计	2.36

资料来源：滨化股份

产品销售

产品销售方面，该公司以国内销售为主，海外销售为辅。其中环氧丙烷产品的销售区域主要集中在山东、华北及江浙一带。由于运输成本的限制，公司液碱产品的销售区域主要集中在山东及周边地区，易于运输贮存的片碱和粒碱产品主要出口东南亚、美洲、南非等国际市场，2017-2019 年分别出口烧碱 10.85 万吨、9.08 万吨和 10.05 万吨，分别实现海外销售收入 3.83 亿元、3.42 亿元和 3.13 亿元。公司三氯乙烯产品在国内外均有销售。2017-2019 年分别出口三氯乙烯 2.08 万吨、1.81 万吨和 2.14 万吨，分别实现海外销售收入 1.09 亿元、0.94 亿元和 1.03 亿元。2020 年第一季度以来，受海外新冠疫情各国封港及工厂停工影响，公司海外收入受到一定影响，烧碱及三氯乙烯新增订单较上年同期有所下降。

图表 16. 公司主要产品地区销售情况（单位：亿元）

地区	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	59.18	92.14%	62.37	93.12%	56.91	92.92%
国外	5.05	7.86%	4.61	6.88%	4.33	7.08%
合计	64.23	100.00%	66.98	100.00%	61.25	100.00%

资料来源：滨化股份

2017-2019 年，受市场因素影响，该公司环氧丙烷销量及产销率均呈现下降态势。同期由于原材料丙烯价格波动，环氧丙烷产品均价随之波动。2019 年，公司环氧丙烷的销量较上年同比下降 9.64%，产品均价较上年同比下降 14.89%，当年实现收入 17.62 亿元，较上年下降 23.16%。2017-2019 年，烧碱产品销量波动不大，2019 年由于下游市场需求走弱，烧碱销量有所回落，同期烧碱产销率及销售价格均呈现下降态势。2019 年烧碱价格为 0.27 万元/吨，全年实现烧碱产品收入 17.57 亿元，较上年减少 21.41%。2017-2019 年，公司三氯乙烯产品价格波动不大，销量略有下滑，导致 2019 年该产品收入下降。总体看，受宏观经济增幅放缓及下游需求承压等因素影响，2019 年公司主要产品环氧丙烷、烧碱和三氯乙烯的价格及销量均出现不同程度下降。2020 年第一季度，公司主要产品烧碱及环氧丙烷均价均较上年同期进一步下降，导致营业收入相应减少。

图表 17. 公司主要产品销售情况

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
环氧丙烷	销量（万吨）	25.36	22.32	20.17	4.94
	均价（万元/吨）	0.91	1.03	0.87	0.79
	产销率	88.13%	83.25%	80.33%	80.29%
	营业收入（亿元）	23.03	22.93	17.62	3.89
烧碱	销量（万吨）	66.97	67.43	65.42	16.67
	均价（万元/吨）	0.34	0.33	0.27	0.22
	产销率	98.84%	98.57%	96.52%	92.55%
	营业收入（亿元）	22.65	22.36	17.57	3.62
三氯乙烯	销量（万吨）	6.79	6.60	6.14	1.80
	均价（万元/吨）	0.45	0.47	0.46	0.46
	产销率	101.64%	100.35%	101.15%	92.03%
	营业收入（亿元）	3.04	3.10	2.84	0.83
环氧氯丙烷	销量（万吨）	-	-	2.46	1.39
	均价（万元/吨）	-	-	1.21	0.95
	产销率	-	-	98.40%	96.99%
	营业收入（亿元）	-	-	2.98	1.33

资料来源：滨化股份

该公司各类主要产品以直销为主，通过不断优化客户结构以保证生产稳定及利润合理。以大客户为依托，与其达成战略合作共识，稳定销售量；以中小客户为辅助，筛选信誉高、有潜力的用户建立稳定关系，保证合理的销售利润。在信用政策方面，主要采用先款（票）后货的结算方式。针对部分合作关系良好或信用状况较好的企业，公司接受信用证结算或给予一定账期的合作模式；采用信用证结算的客户，信用证期限一般为 3-6 个月；采用先货后款模式的客

户，账期一般不超过 45 天。每季度公司财务部会对当前应收款进行账龄分析，对逾期账款进行催还。公司客户集中度一般，2017-2019 年前五名客户销售额分别为 9.91 亿元、9.68 亿元和 8.59 亿元，占年度销售总额比重为 15.32%、14.35% 和 13.93%。客户集中度呈下降趋势。

图表 18. 公司 2019 年前五大销售客户情况（单位：亿元）

销售单位	金额
佳化化学（滨州）有限公司	1.98
东营市海科新源化工有限责任公司	1.84
山东雅美科技有限公司	1.69
山东蓝星东大化工有限责任公司	1.69
铜陵金泰化工股份有限公司	1.39
合计	8.59

资料来源：滨化股份

图表 19. 公司 2020 年第一季度前五大销售客户情况（单位：亿元）

销售单位	金额
佳化化学（滨州）有限公司	0.47
济宁石大胜华新材料有限公司	0.45
山东雅美科技有限公司	0.39
南通星辰合成材料有限公司	0.38
山东隆华新材料股份有限公司	0.35
合计	2.05

资料来源：滨化股份

技术与研发

截至 2020 年 3 月末，该公司共拥有有效专利 57 项，其中，发明专利 21 项，实用新型专利 36 项。在氯碱生产工艺中，滨化股份拥有《离子膜烧碱电槽工艺数据采集处理装置》等 4 项发明专利、6 项实用新型专利。公司在国内同行业率先成功应用一次精制盐水膜过滤技术，研发并成功运行膜法脱硝装置，大幅降低生产成本，得到中国氯碱工业协会和国家工信部的大力推广。在三氯乙烯生产工艺中，滨化股份拥有《三氯乙烯工业化生产装置》1 项发明专利、5 项实用新型专利和多项专有技术。在利用皂化残渣制建筑砖工艺中，拥有 1 项发明专利、4 项实用新型专利。公司还积极参与国家标准起草，是 GB19106《次氯酸钠》和 GB/T14491《工业用环氧丙烷》两个国家标准的起草单位，是 HG/T2542《工业用三氯乙烯》标准的起草单位。

该公司拥有人才培养教育基地——清华大学和石油大学远程教育滨州站及青岛科技大学工程硕士函授站。公司拥有以工程设计咨询为主业的综合型化工设计研究院，现拥有化工石化医药行业（化工工程）专业甲级工程设计资质，化工石化医药行业乙级工程设计资质，化工石化建筑专业工程咨询资质，GB2、GC、GD 类压力管道设计资质和 D1、D2 类压力容器设计资质。公司拥有省级企业技术中心，油田助剂研发中心、山东省水处理化学品工程

技术研究中心等一系列研发平台。截至 2020 年 3 月末，公司专业技术人员队伍拥有高级职称 80 人，中级职称 253 人，初级职称 1,020 人，具有硕士、博士研究生学历 102 人。

图表 20. 公司 2017-2019 年研发投入情况

科目	2017 年	2018 年	2019 年
研发投入（亿元）	0.19	0.26	0.21
其中：资本化研发投入（亿元）	-	-	-
研发投入总额占营业收入比例（%）	0.30	0.38	0.34
研发人员数量（人）	485	489	518
研发人员占公司总人数的比例（%）	14.65	14.50	15.28

资料来源：滨化股份

环境保护

该公司所处行业受环保政策影响较大。近年来国家对化工企业安全、环保等标准持续提高，公司面临的节能和环保压力增加，环保资金投入力度加大。2017-2019 年，公司分别投入环保资金 1.36 亿元、1.90 亿元和 2.82 亿元。公司主要环保治理设施包括污水处理装置、锅炉烟气治理设施等，目前全部稳定运行达标排放。2018 年公司由于并购三角洲热力，配套环保装置及工业水运营中心改造投入导致环保装置运行费用较上年大幅增加。2019 年公司建设了 14 个污染治理及环境风险防控项目，累计投入 1.27 亿元。随着公司环保装置规模增加和持续的改造升级，环保装置运行费用随之上升。

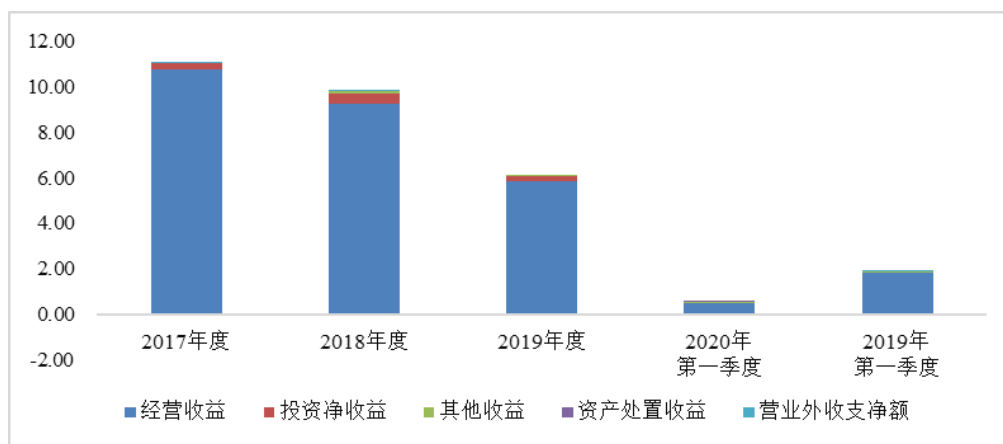
图表 21. 公司 2017-2019 年环保投入情况

科目	2017 年	2018 年	2019 年
环保投入资金（亿元）	1.36	1.90	2.82
其中：项目建设费用（亿元）	0.70	0.74	1.27
环保装置运行费用（亿元）	0.64	1.12	1.51
环保管理费用（亿元）	0.02	0.04	0.04
环保投入资金占营业收入比例（%）	2.11	2.82	4.58

资料来源：滨化股份

(2) 盈利能力

图表 22. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据滨化股份所提供数据绘制。

主业毛利是该公司主要盈利来源。2019年环氧丙烷、烧碱及三氯乙烯业务毛利占比分别为6.65%、49.39%和0.13%，烧碱业务毛利贡献最大，占营业毛利比重近半。2017-2019年，受产品终端价格变动、产品与原材料价差收窄及主要产品整体销售量下降的影响，公司毛利逐年下降。继2017年烧碱及环氧丙烷均价大幅上升使得公司毛利大幅增长后，2018年烧碱均价仍处于高位，但环氧丙烷与主要成本丙烯之间的价差震荡收窄，公司毛利较上年末变化不大。2019年，由于环氧丙烷、烧碱及三氯乙烯价格及销量均较上年下降，公司毛利较上年减少16.71%至15.73亿元。

图表 23. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度
营业收入合计（亿元）	64.65	67.51	61.64	14.34
毛利（亿元）	19.00	18.89	15.73	2.67
销售费用（亿元）	2.60	3.04	3.11	0.73
管理费用（亿元）	2.48	3.19	3.09	0.76
财务费用（亿元）	0.86	1.23	1.67	0.49
研发费用（亿元）	0.19	0.26	0.21	0.04
期间费用率（%）	9.49	11.42	13.10	14.07
其中：财务费用率（%）	1.33	1.82	2.70	3.40
全年利息支出总额（亿元）	0.82	1.49	1.65	-
其中：资本化利息数额（亿元）	-	0.21	-	-

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

该公司2017-2019年期间费用分别为6.14亿元、7.71亿元和8.07亿元，以销售费用和管理费用为主。其中公司销售费用逐年增长，主要系近年公司联产品盐酸的市场严重饱和，盐酸滞销引起运输成本增加所致。同期公司财务费用分别为0.86亿元、1.23亿元和1.67亿元，2018年财务费用较上年增长33.72%，主要系当年三角洲热力纳入合并范围导致利息支出增加所致。2019年公司有

息债务规模进一步增长，当年财务费用较上年增加 35.81%。同期，由于期间费用增加以及营业收入规模下降，公司期间费用率较上年增加 1.68 个百分点至 13.10%。

除期间费用外，资产减值损失对该公司经营收益影响较大。2017-2019 年，公司分别计提资产减值损失 1.29 亿元、0.94 亿元和 1.06 亿元⁶。其中 2017 年主要为公司对在建工程中五氟乙烷装置⁷进行减值准备所致。2018 年及 2019 年公司对于在建工程中五氟乙烷装置、固定资产中的聚氯乙烯项目和氯乙烯项目均计提了减值准备。

受环保投入增加及产成品价格下降影响，2017-2019 年该公司毛利逐年减少，导致经营收益有所下降。除经营收益外，公司非经营性收益规模较小，2017-2019 年公司获得投资收益分别为 0.26 亿元、0.45 亿元和 0.22 亿元，主要包括按权益法核算的长期股权投资收益和可供出售金融资产取得的投资收益。其中 2019 年，公司投资收益主要来自理财投资收益 0.12 亿元、其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入 0.06 亿元以及收购权益法核算公司成本调整 0.05 亿元。2017-2019 年，公司分别实现净利润 8.34 亿元、7.14 亿元和 4.52 亿元。

图表 24. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	0.26	0.45	0.22
其中：理财产品（亿元）	0.10	0.12	0.12
可供出售金融资产等取得的投资收益（亿元）	0.09	0.17	-
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.07	0.12	-0.01
其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入	-	-	0.06
收购权益法核算公司成本调整	-	-	0.05
营业外收入（亿元）	0.06	0.09	0.05

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

2020 年第一季度，新冠疫情导致下游开工及交通运输受限，该公司主要产品价格继续下降，当期公司实现营业收入 14.34 亿元，较上年同期减少 8.84%；同期原材料价格降幅相对较少，当期毛利率为 18.60%，较上年同期下降 6.97 个百分点。公司期间费用为 2.02 亿元，期间费用率为 14.07%，较上年同期增加 1.34 个百分点。受毛利减少影响，公司当期实现净利润 0.36 亿元，较上年同期下降 75.01%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司未来预计依托现有资源条件，继续发展循环产业链经济。目前公司

⁶ 2019 年资产减值损失为资产减值损失和信用减值损失合计数。

⁷ 该公司五氟乙烷装置由于自身工艺的原因，至 2017 年底经过多次运行发现不具备生产五氟乙烷合格产品的能力，公司决定寻找新的工艺。

碳三碳四综合利用项目正在建设中，2020 年计划投资额为 18.80 亿元。除碳三碳四综合利用项目，公司目前在建产能还包括子公司三角洲热力的 350MW 热电联产工程项目。该项目于 2016 年开始建设，截至 2020 年 3 月末，该项目已投资 11.99 亿元，其中 4.45 亿元已转入固定资产，剩余 7.54 亿元仍计入在建工程。截至 2020 年 5 月末，该项目并网手续正在办理中。

管理

该公司为民营上市公司，控股股东为十二个自然人组成的一致行动人。跟踪期内，公司更换了董事长及总经理，并增补副董事长一人。

截至 2020 年 3 月末，张忠正及其一致行动人为公司控股股东及实际控制人。合计持有公司股份数量为 372,258,951 股，占公司总股本的 24.1038%。跟踪期内，原董事长张忠正及原总经理王树华分别因为个人原因及工作需要辞去职务。辞去职务后，张忠正将继续担任公司董事及除董事发展战略委员会召集人以外的其他专门委员会委员职务；王树华将继续担任公司副董事长及相关专门委员会委员职务。公司选举新任董事长及总经理，并增补副董事长一位。现董事长朱德权于 2017 年进入公司，历任董事及副董事长，同时自 2019 年至今任北京清华工业开发研究院副院长。现总经理姜森 2011 年至 2018 年 1 月历任盘锦和运新材料有限公司副总裁、总裁；2018 年 4 月至 2018 年 9 月任浙江信汇新材料股份有限公司总经理；2018 年 9 月至今任滨华新材料总经理。公司产权状况详见附录一。

2020 年 2 月 5 日，该公司审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购股份的预案》，拟以自有资金通过上海证券交易所系统集中竞价交易方式回购公司股份，回购股份的资金总金额在 1-2 亿元之间，回购价格不超过 7.50 元/股，回购股份将用于转换公司发行的可转换公司债券。2020 年 5 月 6 日，公司公告完成本次回购，累计回购股份 39,399,953 股，占公司总股本的 2.5511%，使用资金总额为 19,530.01 万元（不含交易费用）。

在关联交易方面，该公司生产所需能源及部分原材料由下属子公司供应，且公司本部作为投融资和管理主体实施控股型集团组织架构，因此母公司与分子公司之间存在一定的关联交易和资金往来。公司与合并范围外的关联方因销售、采购商品等业务存在关联交易。此类关联交易占公司同类业务的比例较小。公司关联交易价格均参照市场价格制定。2019 年公司向关联方⁸销售商品和提供劳务的金额为 3.37 亿元，主要销售丙烯等原料及检测维修等费用；向关联方采购商品和接受劳务的金额为 1.44 亿元，采购标的以蒸汽、氢气、用电等工业原料为主。

跟踪期内，根据该公司提供的《企业基本信用信息报告》（截至 2020 年 5 月 13 日），公司本部无信贷违约情况发生，无重大安全事故及诉讼案件发生。

⁸ 包含三角洲热力的关联交易。

图表 25. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.5.13	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.6.2	无	无	不涉及
诉讼	公开信息	2020.6.2	无重大	无重大	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2020.6.2	无	无	不涉及
安全	公开信息	2020.6.2	无	有	不涉及

资料来源：根据滨化股份所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

跟踪期内，随着业务扩大，该公司资产负债率较去年末略有增加。随着本期可转换公司债券的发行，公司杠杆经营水平将迅速上升。2019 年公司因主营业务收入减少，经营性现金净流入规模有所下降。2020 年 3 月末，公司短期刚性债务规模上升，即期偿付压力增加。

1. 数据与调整

和信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2014 版）、企业会计制度及其补充规定。

2017-2019 年，该公司合并报表范围有一定变化，其中 2017 年合并范围增加北京水木滨华科技有限公司、山东滨华氢能源有限公司；2018 年合并范围内增加三角洲热力；2019 年收购滨华新材料，新设山东滨华综合服务有限公司和滨州原科化工有限公司。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司为 18 家。

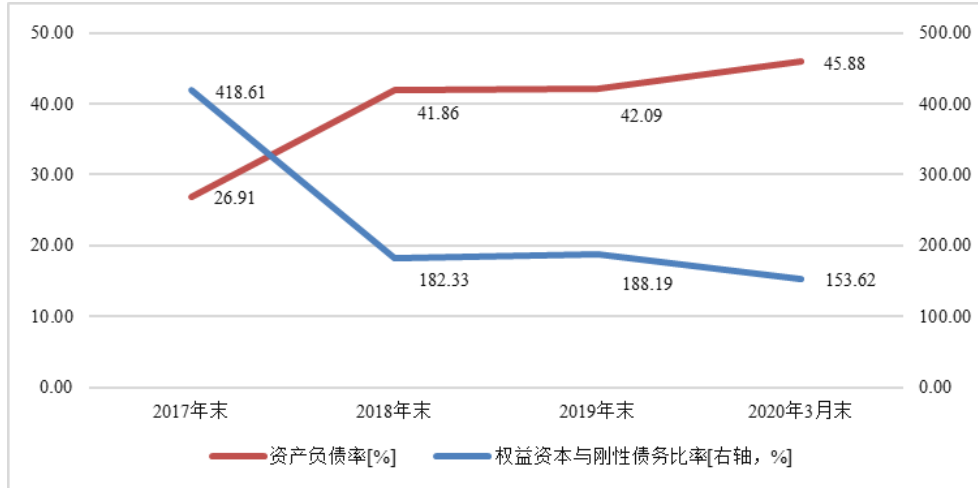
截至 2019 年末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 110.74 亿元，所有者权益为 64.13 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 63.42 亿元）；当年实现营业收入 61.64 亿元，净利润 4.52 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 4.39 亿元）。

截至 2020 年 3 月末，该公司经审计的合并报表口径资产总额为 116.91 亿元，所有者权益为 63.27 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 62.58 亿元）；当年实现营业收入 14.34 亿元，净利润 0.36 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.37 亿元）。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据滨化股份所提供数据绘制。

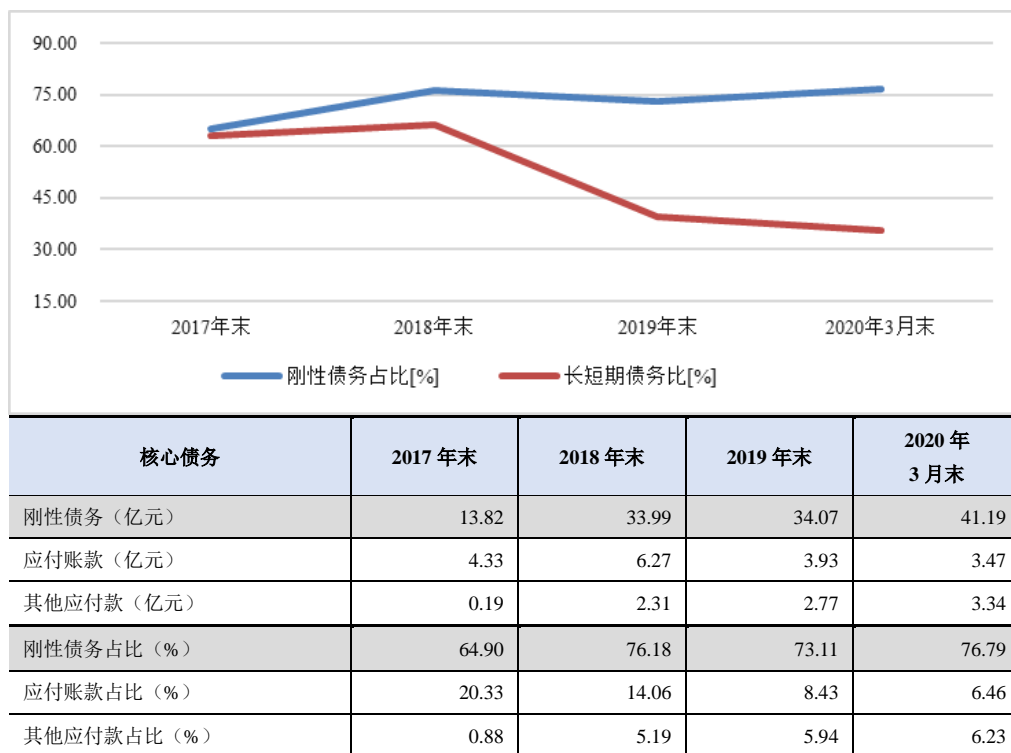
2017-2019 年末，该公司资产负债率逐年增长，但财务杠杆仍维持在合理水平。同期末，公司权益资本与刚性债务比率有所下降。2018 年，公司收购三角洲热力并将其纳入合并范围，刚性债务大幅增加，导致当年末资产负债率上升至 41.86%，权益资本与刚性债务比率明显下降至 182.33%。2019 年末，公司资产负债率略增至 42.09%，由于公司所有者权益增速快于刚性债务增速，权益资本与刚性债务比例升至 188.19%。

2020 年 3 月末，该公司资产负债率较上年末增长 3.79 个百分点至 45.88%。同期末，权益资本对刚性债务覆盖程度下降至 153.62%。若将公司于 2020 年 4 月发行的 24.00 亿元可转换公司债券计入⁹，资产负债率及刚性债务规模大幅增长。

⁹ 如将 24.00 亿元对应计入公司债务及资产，以 2020 年 3 月末的财务数据计算，该公司资产负债率为 55.09%，权益资本对刚性债务比率为 97.05%，刚性债务为 65.19 亿元。

(2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据滨化股份所提供数据绘制。

近三年来该公司债务期限结构以短期为主。2017 年公司增加长期借款，长短期债务结构有所优化，长短期债务比较上年末上升 45.56 个百分点至 63.23%。2019 年末，由于公司增加短期借款以及部分长期借款转为一年内到期，长短期债务比较上年末下降 26.39 个百分点至 39.70%。

从债务构成来看，该公司负债主要分布于刚性债务、应付账款和其他应付款，2019 年末分别占负债总额的 73.11%、8.43% 和 5.94%。近年来公司刚性债务规模持续增加，其中 2018 年主要由于将三角洲热力纳入合并范围，刚性债务较上年末增长 145.97% 至 33.99 亿元。2019 年末，刚性债务规模较上年略增至 34.07 亿元。公司应付账款主要为应付工程款、设备款和材料款等。其中，2019 年末应付账款账面余额较上年末下降 37.35% 至 3.93 亿元，主要系公司本部和三角洲热力当期支付材料款和工程款所致。其他应付款主要由单位往来款项、保证金和押金等构成。2017-2019 年其他应付款分别为 0.19 亿元、2.31 亿元和 2.77 亿元，规模逐年有所增长，主要是由于单位往来款增加所致。

(3) 刚性债务

图表 28. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	5.75	16.67	21.36	27.66

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其中：短期借款	5.70	6.00	8.79	15.64
应付票据	-	0.10	-	-
一年内到期长期借款	0.03	10.52	12.51	11.96
其他短期刚性债务	0.02	0.05	0.06	0.05
中长期刚性债务合计	8.07	17.32	12.71	13.53
其中：长期借款	8.07	15.98	12.59	13.40
其他中长期刚性债务	-	1.34	0.13	0.13

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理

该公司刚性债务主要为银行借款。从刚性债务期限看，2017-2019 年末短期刚性债务在刚性债务总额中占比分别为 41.61%、49.05%和 62.69%，短期刚性债务占比逐年增加。公司银行借款主要为信用借款和保证借款，公司本部银行借款利率均为基准利率，子公司三角洲热力融资成本较公司本部略高。从融资途径看，公司主要通过银行借款和发行债券进行融资，公司发行过 12 滨化股 MTN1 和 14 滨化股 MTN001 两期债券，分别于 2017 年 9 月及 2016 年 8 月到期。2017 年末，公司刚性债务较上年末明显下降，主要由于当年应付债券兑付完毕所致。2018 年末，公司刚性债务较上年末大幅增长，主要系三角洲热力纳入合并报表所致。2019 年末，由于公司业务进一步扩展，公司刚性债务规模继续增加。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较上年末增长 15.07%至 53.64 亿元，其中刚性债务 41.19 亿元，较上年末增长 20.87%，主要为公司短期借款较上年末增加 6.85 亿元所致。当期短期刚性债务增加，即期债务偿付压力有所上升。

图表 29. 公司有息债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3% 以内	1.00	-	-	-	-
3%~4%（不含 4%）	-	4.80	-	-	-
4%~5%（不含 5%）	8.34	8.40	4.50	-	1.04
5%~6%（不含 6%）	-	-	2.53	3.70	0.98
合计	9.34	13.20	7.03	3.70	2.02

资料来源：根据滨化股份所提供数据绘制，表内数据不包括应付利息。（截至 2020 年 3 月末）

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 30. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	25.06	24.97	28.42	-

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
营业收入现金率（%）	87.89	91.89	86.04	80.16
业务现金收支净额（亿元）	14.86	13.05	9.17	1.78
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.28	-2.27	-2.45	-0.38
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	12.58	10.78	6.72	1.39
EBITDA（亿元）	15.76	15.75	12.33	-
EBITDA/刚性债务（倍）	1.06	0.66	0.36	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	19.11	10.57	7.45	-

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

该公司化工产品销售一般会给予客户 1 个月左右的账期，经营环节现金回笼能力较好，营业周期较短。2017-2019 年，公司营业收入现金率分别为 87.89%、91.89% 和 86.04%。2017-2019 年公司销售商品、提供劳务所产生的现金流入分别为 56.82 亿元、62.04 亿元及 53.04 亿元，其中 2019 年现金流入下降主要系当年营业收入下降且销售回款减少所致。其他因素现金收支净流出主要系公司各项期间费用、暂借款等现金支付规模相对较大所致。公司经营环节产生的现金流量净额分别为 12.58 亿元、10.78 亿元和 6.72 亿元。公司经营环节现金流持续净流入，能够为债务偿还提供一定支持。2020 年第一季度，公司营业收入现金率为 80.16%，较上年同期有所下降。当期经营活动产生的现金流量净流入 1.39 亿元，同比下降 48.30%，主要系当期收入下降致使销售回款减少。

（2）投资环节

图表 31. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-1.32	-1.92	0.00	-6.15
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	-4.44	-5.11	-3.11	-0.86
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	0.03	-
投资环节产生的现金流量净额	-5.76	-7.03	-3.07	-7.01

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

近三年该公司投资活动现金流均呈净流出状态。公司投资活动以产能扩张为主，每年均因购建机器设备、房屋建筑等固定资产及其他长期资产而产生投资活动现金净流出。2018 年公司收购三角洲热力支付的现金净额为 2.55 亿元，使得当年投资环节产生现金净流出较上年明显增加。2019 年公司收购滨华新材料股权支付 1.07 亿元。持续的大额投资将逐步扩大公司产能，增加新的产品品种，长期来看有助于增强公司经营能力，但同时也加大了公司资本支出压力。2020 年第一季度，投资环节产生的现金净流出为 7.01 亿元，主要系公司利用闲置资金购买结构性存款及理财产品。

(3) 筹资环节

图表 32. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
吸引投资收到的现金	0.03	-	-	-
取得借款收到的现金	10.80	11.97	18.04	6.24
收到其他与筹资活动有关的现金	-	0.37	2.23	4.00
偿还债务支付的现金	12.80	9.81	18.03	3.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2.18	4.16	4.03	0.48
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	1.94	1.26
筹资环节产生的现金流量净额	-4.15	-1.63	-3.73	4.68

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

该公司投资的支出一方面来自于经营环节净现金流入，另一方面主要来自银行借款融资以及债券融资。近年来随着在建项目的推进，公司筹资性资金需求加大。由于偿还前期银行借款导致债务类融资额净流出，2017-2019 年公司筹资性现金分别净流出 4.15 亿元、1.63 亿元和 3.73 亿元。2020 年第一季度，公司增加短期借款，债务类融资净额较上年同期大幅增加。此外，当期票据贴现 4.00 亿元，计入收到其他与筹资活动有关的现金，公司当期筹资活动现金净流入 4.68 亿元。

4. 资产质量

图表 33. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	19.97	23.85	26.82	33.41
	25.23%	22.37%	24.22%	28.58%
其中：现金类资产（亿元）	12.98	14.23	19.61	24.20
应收款项（亿元）	1.09	1.20	0.78	1.58
存货（亿元）	2.41	2.59	3.08	2.83
其他流动资产（亿元）	3.22	5.62	3.02	3.56
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	59.18	82.75	83.92	83.50
	74.77%	77.63%	75.78%	71.42%
其中：固定资产（亿元）	34.61	46.52	52.32	51.14
在建工程（亿元）	8.62	17.76	10.30	10.74
无形资产（亿元）	3.86	5.24	7.61	7.86
长期股权投资（亿元）	4.51	5.26	5.42	5.53
其他权益工具投资（亿元）	4.70	4.54	4.57	4.41
商誉（亿元）	0.00	0.62	0.69	0.69

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 79.14 亿元、106.60 亿元和 110.74

亿元。从资产构成来看，2017-2019 年末公司资产中流动资产占比分别为 25.23%、22.37%和 24.22%，重资产经营特征显著。

2019 年末，该公司流动资产为 26.82 亿元，主要为现金类资产、应收款项、存货和其他流动资产，分别占总资产的 17.71%、0.71%、2.78%和 2.73%。其中现金类资产中包括货币现金 10.76 亿元、应收款项融资 7.85 亿元以及交易性金融资产 1.00 亿元，货币资金中使用受到限制的资金为 1.65 亿元。由于 2019 年执行新金融工具准则，公司将当年末已背书未到期银行承兑汇票中信用等级相对不高的银行承兑汇票不终止确认，并将其从应收票据科目调整至应收款项融资科目。同期末公司应收款项账面价值较上年末有所减少，其中前五大客户应收账款余额合计 0.52 亿元，占应收账款余额的 61.24%，集中度较高。公司一般在年末加大应收账款回笼力度，部分账款因跨期存在一定的波动。公司存货规模逐年增加，2019 年末存货账面余额 3.15 亿元，主要包括原材料 1.43 亿元、在产品 0.32 亿元及库存商品 1.39 亿元。公司当年计提库存商品减值准备 0.06 亿元，需关注存货的实际变现情况。同期末其他流动资产 3.02 亿元，主要包括待抵扣进项税 2.68 亿元及银行理财产品 0.56 亿元。其他流动资产较上年末减少主要系银行理财产品到期投资额减少。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、长期股权投资和可供出售金融资产构成，2019 年末上述资产分别占总资产的 47.25%、9.30%、6.87%、4.89%和 4.13%。其中固定资产较上年末增长 12.46%至 52.32 亿元，在建工程较上年末下降 41.99%至 10.30 亿元，主要系甘油法环氧氯丙烷及配套项目、氟磷酸锂项目等在建工程转入固定资产所致。由于五氟乙烯项目设备由于技术改造原因无法达到预期使用价值，公司当期计提在建工程减值准备 0.30 亿元。在建工程中金额较大的项目还包括三角洲热力的 350MW 热电联产工程项目，账面余额为 7.54 亿元。2019 年末，公司无形资产账面价值 7.61 亿元，较年初增长 45.24%，主要系购置土地及合并滨华新材料增加土地使用权共计 2.54 亿元。同期末，公司长期股权投资主要包括对滨州市滨城区天成小额贷款股份有限公司、中海油滨州新能源有限公司、黄河三角洲科技创业发展有限公司和张家口海珀尔新能源科技有限公司的投资，期末余额分别为 0.63 亿元、0.09 亿元、3.89 亿元和 0.81 亿元。2019 年末，公司其他权益工具投资余额为 4.57 亿元，主要为对滨州农村商业银行股份有限公司、中海沥青股份有限公司等公司的股权投资¹⁰。此外，由于公司收购滨华新材料，当年末新增商誉 0.07 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 116.91 亿元，较上年末增长 5.57%。公司资产结构变化不大，仍以非流动资产为主。现金类资产较年初增长 23.41%至 24.20 亿元，包括货币资金 9.82 亿元、应收款项融资 7.05 亿元以及交易性金融资产 7.33 亿元，其中交易性金融资产主要由结构性存款及银行理财构成。当期末公司现金类资产中包括受限货币资金 0.50 亿元、质押承兑汇

¹⁰ 截至 2019 年末，该公司共持有滨州农村商业银行股份有限公司 9.93%的股份、持有中海沥青股份有限公司 10.00%的股份。

票 0.79 亿元，以及交易性金融资产中受限结构性存款 4.00 亿元。当期末，应收款项较上年末增长 100.95% 至 1.58 亿元，主要系应收的烧碱、环氧丙烷、环氧氯丙烷等产品货款增加。公司预付款项较上年末增加 299.01% 至 1.21 亿元，主要为子公司滨华新材料预付催化剂铂金所致。

5. 流动性/短期因素

图表 34. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	153.05	88.76	80.39	84.42
速动比率 (%)	132.68	78.47	70.25	74.22
现金比率 (%)	99.42	52.91	58.67	61.16
存货周转速度[次]	19.36	19.45	16.19	-
应收账款周转速度[次]	58.77	58.81	62.08	-

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司流动比率和速动比率逐年有所下降。其中 2017 年末公司资产流动性明显改善，主要系当年公司新增长期借款获得货币资金增多所致。2018 年末，由于三角洲热力纳入合并报表，公司流动比率与速动比大幅下降，资产流动性弱化。同期末公司现金比率为 52.91%，较上年末明显减少。2019 年末公司资产流动性较上年末进一步弱化，但由于货币资金较为充裕，现金比率较上年末提升。2020 年 3 月末，公司流动比率、速动比率及现金比率均较上年末有所增长，整体资产流动性较上年末转好。

6. 母公司/集团本部财务质量

该公司通过本部生产基地和控股子公司组织生产，包括生产管理部、助剂分公司、化工分公司、设计研究院、滨化热力、海源盐化和东瑞化工。2019 年末，公司本部资产总额为 94.42 亿元，其中货币资金为 5.30 亿元；负债总额为 34.07 亿元，其中刚性债务为 21.47 亿元。2019 年实现营业收入 40.96 亿元，净利润 4.36 亿元，经营活动产生的现金流净额为 1.69 亿元。2020 年 3 月末，公司本部资产总额为 102.13 亿元，其中货币资金 3.67 亿元；负债总额 43.05 亿元，其中刚性债务 28.42 亿元。2020 年第一季度实现营业收入 9.84 亿元，净利润 0.10 亿元，经营活动产生的现金流净额为 3.97 亿元。

外部支持因素

国有大型金融机构支持

该公司在国内银行的贷款通道顺畅，还本付息方面无违约记录，与各家商业银行保持着长期、良好的合作关系。截至 2020 年 3 月末，各家银行共给予公司的信用授信额度为 55.72 亿元，其中流动资金贷款额度 46.92 亿元。流

动资金贷款额度中，已使用授信额度为 35.29 亿元，后续仍具备融资空间，能够保障公司营运资金正常运转。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已用额度	可用额度
全部（亿元）	55.72	46.92	35.29	20.43
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	17.75	17.75	14.95	2.80
其中：大型国有金融机构占比	31.86%	37.83%	42.36%	13.71%

资料来源：根据滨化股份所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

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，股性较强。本次可转换公司债券自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止可转换为该公司 A 股股票。本次可转换公司债券设置到期赎回条款和有条件赎回条款。到期赎回条款约定，在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，该公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。有条件赎回条款约定，在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会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换公司债券：（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股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）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

本次可转换公司债券设置有条件回售条款和附加回售条款。有条件回售条款约定，本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，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，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券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，若在首次满足回售条件而可

转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。附加回售条款约定，若本次发行的可转换公司债券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，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，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

跟踪评级结论

2019年，氯碱行业整体下行，该公司主要产品销售收入及毛利率均有不同程度的下降。受此影响，公司当年净利润明显减少，盈利水平下滑。2020年第一季度，物流运输和上下游开工率均受新冠疫情影响，同时相关产品价格持续下降，当期公司营业收入及毛利率大幅下降。2020年3月以来，虽然运输物流随着复工进展逐步恢复，但海外疫情仍然持续，短期内下游需求不振的情况仍将持续，公司运营压力大。此外，近两年公司对外收购较为频繁，2018年收购三角洲热力，但部分发电机组至今未投产，存在一定资产减值风险；2019年收购滨华新材料，其项目仍处在建设阶段，资金需求大。

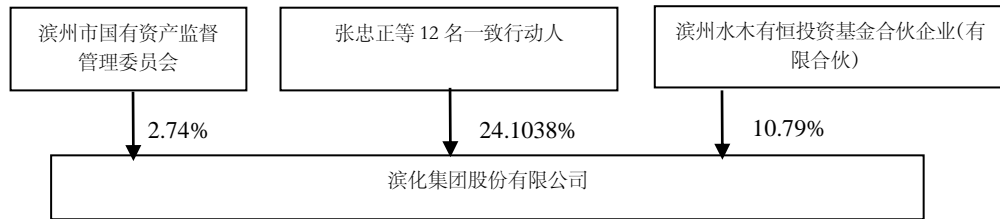
该公司为民营上市公司，控股股东为十二个自然人组成的一致行动人。跟踪期内，公司更换了董事长及总经理，并增补副董事长一人。

跟踪期内，随着业务扩大，该公司资产负债率较去年末略有增加。随着本期可转换公司债券的发行，公司杠杆经营水平将迅速上升。2019年公司因主营业务收入减少，经营性现金净流入规模有所下降。2020年3月末，公司短期刚性债务规模上升，即期偿付压力增加。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济景气度和上下游供需情况对公司经营的影响；（2）公司原材料及产品价格波动情况；（3）公司安全及环保管控情况；（4）公司碳三碳四项目建设情况及三角洲热力机组投产情况；（5）公司融资及债务规模变化情况；（5）公司金融投资及理财产品安全性；（6）海外新冠疫情发展对公司经营的影响。

附录一：

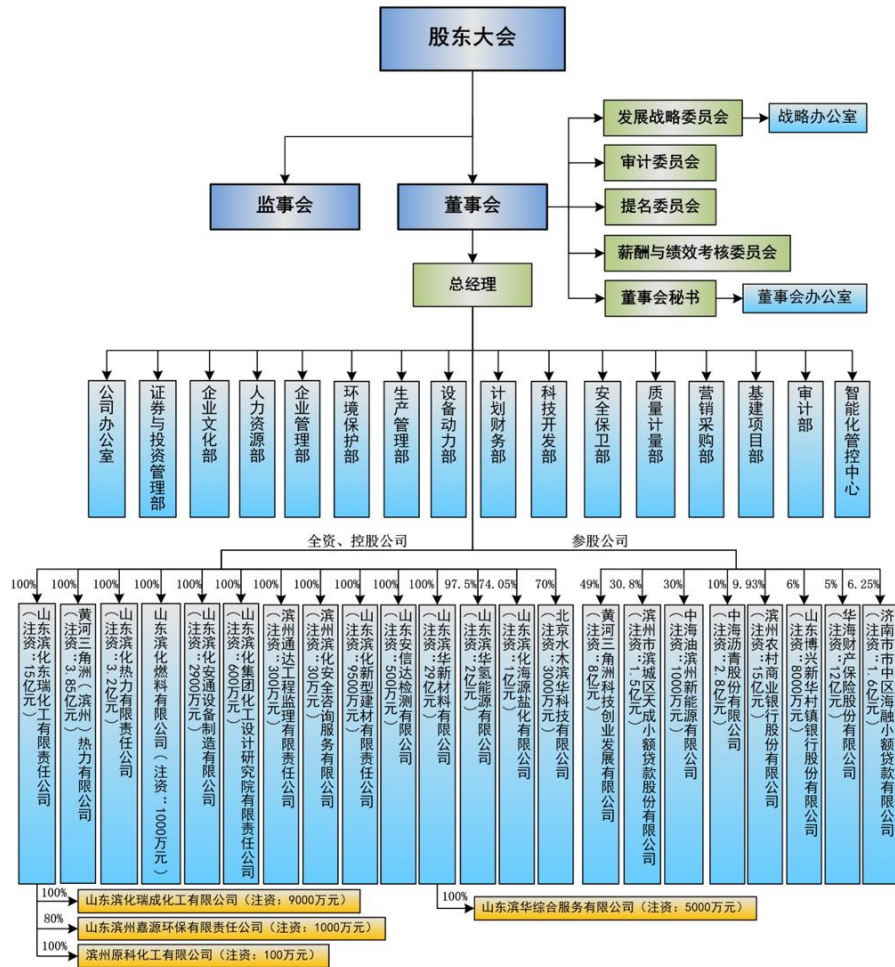
公司与实际控制人关系图



注：根据滨化股份提供的资料绘制（截至 2020 年 5 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据滨化股份提供的资料绘制（截至2020年5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	2019年(末)主要财务数据(亿元)					
					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)	经营环节现金净流量 (亿元)	总资产 (亿元)
滨化集团股份有限公司	滨化股份	本级	—	化工	21.47	60.35	40.96	4.36	1.69	94.42
山东滨化东瑞化工有限责任公司	东瑞化工	核心子公司	100.00	化工	-	20.29	21.07	1.82	0.87	23.37
山东滨化海源盐化有限公司	海源盐化	核心子公司	74.05	制盐	-	2.54	1.28	0.38	0.29	3.01
山东滨化瑞成化工有限公司	瑞成化工	核心孙公司	100.00	化工	-	1.15	2.90	-0.00	0.24	1.42
黄河三角洲(滨州)热力有限公司	三角洲热力	核心子公司	100.00	热电	11.71	4.62	4.66	0.56	4.32	24.79

注：根据滨化股份 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	79.14	106.60	110.74	116.91
货币资金 [亿元]	8.20	10.34	10.76	9.82
刚性债务[亿元]	13.82	33.99	34.07	41.19
所有者权益 [亿元]	57.85	61.98	64.13	63.27
营业收入[亿元]	64.65	67.51	61.64	14.34
净利润 [亿元]	8.34	7.14	4.52	0.36
EBITDA[亿元]	15.76	15.75	12.33	—
经营性现金净流入量[亿元]	12.58	10.78	6.72	1.39
投资性现金净流入量[亿元]	-5.76	-7.03	-3.07	-7.01
资产负债率[%]	26.91	41.86	42.09	45.88
权益资本与刚性债务比率[%]	418.61	182.33	188.19	153.62
流动比率[%]	153.05	88.76	80.39	84.42
现金比率[%]	99.42	52.91	58.77	61.16
利息保障倍数[倍]	14.40	7.46	4.67	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	25.06	24.97	28.42	—
毛利率[%]	29.38	27.98	25.52	18.60
营业利润率[%]	17.06	14.50	9.95	3.37
总资产报酬率[%]	15.73	11.97	7.12	—
净资产收益率[%]	15.40	11.92	7.16	—
净资产收益率*[%]	15.45	11.89	7.03	—
营业收入现金率[%]	87.89	91.89	86.04	80.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	80.66	54.03	22.32	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	31.98	11.39	8.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	19.11	10.57	7.45	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.06	0.66	0.36	—

注：表中数据依据滨化股份经审计的 2017~2019 年度财务数据及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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 06 月）
- 《基础化工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 04 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。