

鸿达兴业股份有限公司
公开发行可转换公司债券
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)100468】

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

鸿达转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020年6月24日

首次评级: AA/稳定/AA/2019年11月11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	6.16	3.11	24.05	14.47
刚性债务	5.36	5.30	24.54	25.04
所有者权益	46.54	44.60	51.68	51.62
经营性现金净流入量	-0.30	-0.08	4.69	-9.03
合并口径数据及指标:				
总资产	143.38	141.42	168.08	172.27
总负债	84.94	79.98	94.83	97.26
刚性债务	61.87	59.32	73.71	75.46
所有者权益	58.44	61.44	73.25	75.01
营业收入	65.41	60.45	53.00	14.42
净利润	10.13	6.12	6.30	1.91
经营性现金净流入量	8.71	14.30	4.56	-7.76
EBITDA	19.23	14.93	14.51	—
资产负债率[%]	59.24	56.55	56.42	56.46
权益资本与刚性债务 比率[%]	94.46	103.57	99.37	99.41
流动比率[%]	79.22	73.38	108.24	109.42
现金比率[%]	35.48	22.71	45.80	36.50
利息保障倍数[倍]	4.63	2.92	3.30	—
净资产收益率[%]	20.86	10.21	9.36	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	12.96	21.47	6.65	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.32	12.15	-4.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.79	3.96	4.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.25	0.22	—

注:根据鸿达兴业经审计的2017~2019年及未经审计的2020年第一季度财务数据整理、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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对鸿达兴业股份有限公司(简称鸿达兴业、发行人、该公司或公司)及其发行的鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了2019年以来鸿达兴业在经营规模、产业链完善、融资渠道等方面继续保持优势,同时也反映了公司在债务偿付压力、盈利下滑、运营资金周转、项目投资风险、地方政策调整及安环等方面继续面临压力。

主要优势:

- **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。
- **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。
- **融资渠道较通畅。**鸿达兴业于2017年非公开发行股票,募集资金净额11.81亿元,于2019年发行24.27亿元可转换公司债券,公司融资渠道较通畅,与银行合作关系稳固。

主要风险:

- **盈利能力易受行业景气度波动影响。**鸿达兴业主业经营受到化工行业周期变化影响较大,2019年以来烧碱价格下跌明显,2020年初受石油价格暴跌叠加新冠肺炎疫情影响,氯碱价格震荡下滑,公司经营业绩承压。
- **即期偿债压力大。**鸿达兴业前期投资项目沉淀了大量资金,随着主业业绩下滑和在建项目持续投入,资金缺口持续增加,积累了较大规模

的刚性债务，且债务结构偏短期，资产流动性持续承压，公司面临较大的即期偿债压力。

- **运营资金周转压力加大。**跟踪期内，鸿达兴业对下游资金回笼能力持续减弱，2019年末应收账款持续增长。同时随着在建项目的推进，预付货款和设备款项大幅增加，公司资金周转压力加大。
- **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，现行电价优惠政策无明确期限，若后续优惠力度减弱将对公司业绩产生较大影响。
- **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。
- **股权质押风险。**控股股东将鸿达兴业股票用于股权质押融资，质押率高，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鸿达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，并维持鸿达转债AA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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“鸿达转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据鸿达兴业提供的经审计的 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，对鸿达兴业的财务状况、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。

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2019]2305 号）核准，该公司于 2019 年 12 月 16 日（起息日）采用优先配售和网下配售、网上发售的方式发行了 2,426.78 万张可转换公司债券，发行金额为 24.27 亿元，债券期限为 6 年，债券代码为 128085.SZ。本次债券的票面利率为第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.8%、第五年 3.0%、第六年 5.0%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。本次债券的转股期自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（2020 年 6 月 22 日至 2025 年 12 月 16 日），初始转股价格为 3.98 元/股。截至跟踪评级报告出具日，本次债券尚未有转股。如果公司股票价格走势持续低迷或本次债券持有人的投资偏好等原因导致本次债券到期未能实现转股，公司须对未转股部分偿还本息，将会相应增加公司的财务负担。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司存续期内债券概况

项目	起息日	期限	发行金额	待偿余额	票面利率	本息兑付情况
鸿达转债	2019-12-16	6 年	24.27	24.27	累进利率，目前 0.4%	尚未

资料来源：鸿达兴业

本次债券募集资金净额为 24.15 亿元（募集资金扣除承销和保荐费用、其他发行费用等），其中 22.77 亿元用于年产聚氯乙烯及配套项目建设，1.50 亿元用于补充流动资金。截至 2020 年 5 月末，该公司实际使用募集资金 9.84 亿元投入募投项目、1.50 亿元补充流动资金。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元）

项目名称	募集资金承诺投资总额	募集资金已使用额
年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目	22.77	9.84
补充流动资金	1.50	1.50
合计	24.27	11.34

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理（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

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。2019 年以来 PVC 价格小幅波动，整体价格较为稳定，但烧碱价格受下游行业开工率不足影响持续下滑。2020 年初爆发的新冠肺炎疫情，PVC 和烧碱价格均受到较大短期冲击，氯碱化工企业面临较大的资金压力和经营风险，需关注复工复产后产品价格的变化趋势。目前氯碱产能仍然过剩，或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本地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 年以来随着化工行业景气度回升，行业内陆续有新增产能投放，2017-2019 年 PVC 产能同比分别增长 3.44%、减少 0.08% 和增长 4.74%，总体来看行业产能低速增长。近年来，受益于行业景气

度回升，行业开工率持续上升，2017-2019 年分别为 74.40%、76.00% 和 80.00%。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。2017-2019 年 PVC 年平均价格分别为 6,372 元/吨、6,631.02 元/吨和 6,665.95 元/吨，价格主要受季节性因素影响波动较大，但整体价格较为平稳。2019 年 1-3 月，主要受春节因素影响，供需矛盾短期增加，PVC 价格在 6,300 元/吨低位徘徊；3-5 月由于化工事故频发行业安全检查严格和生产企业中检修导致供应偏紧，同时下游需求恢复，PVC 价格上涨，一度突破 7,000 元/吨，但之后随着供应恢复和中美贸易战升级，逐渐回落趋稳；年末在货源紧缺及期货上涨的双重推动下，价格又强势上涨，最高点达 7,078 元/吨。

2020 年第一季度，受新冠疫情爆发影响，上游企业运输受阻，下游企业推迟复工、需求下降，PVC 产品库存积压较多，价格持续大幅下滑，3 月末较年初大幅下降 24.64% 至 5,239 元/吨，4 月以来随着逐步复工复产，PVC 价格有所回升，截至 2020 年 6 月中旬回升至为 6,300 元/吨左右。在全球新冠疫情的持续影响下，预计短期内 PVC 价格仍将承压，行业内企业经营和资金周转将面临一定压力，需关注后续需求恢复情况对 PVC 价格产生的影响。

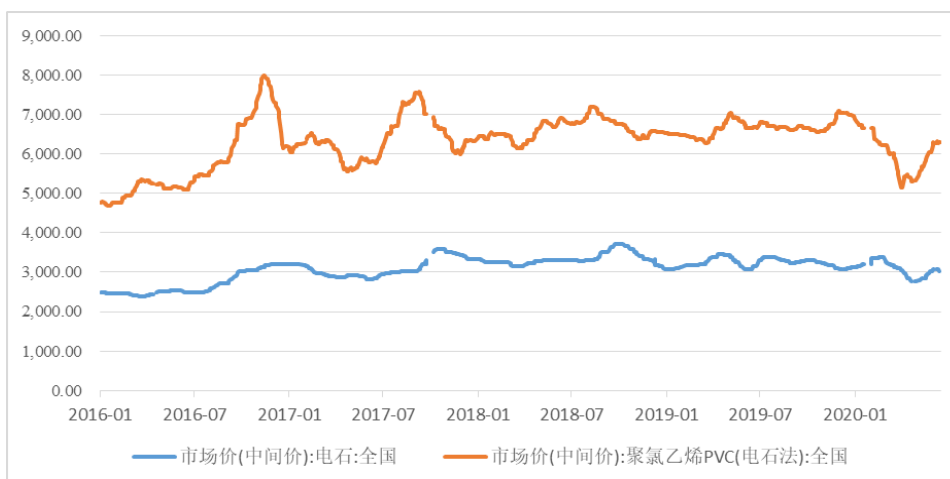
图表 3. 国内 PVC 和烧碱行业产能、产量和销量情况（单位：万吨）

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
2019 年	2,518	2,011	2,027	4,380	3,464	3,357

数据来源：中国氯碱网

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%。受我国“富煤贫油”的资源结构影响，加之电力成本的驱动和产业政策指引，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）



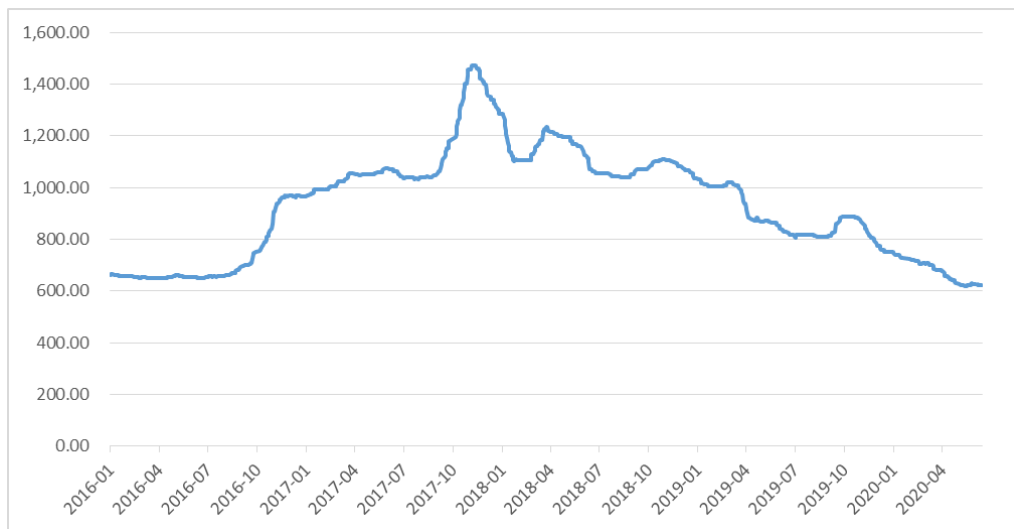
资料来源：根据 Wind 资讯数据整理、绘制

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。据中国电石工业协会统计，2019 年产量前十位的电石企业合计产量为 951 万吨，较 2018 年增加 34 万吨。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，电石价格波动上涨，当年平均价格约为 3,110 元/吨，较 2016 年上涨 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 月主要受电石厂商开工率不足供应紧张而下游开工率维持高位影响，价格呈上涨态势，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 年电石均价约为 3,238 元/吨，较上年下降 3.02%。2020 年初，电石价格先涨后跌，2 月底达到 3,374 元/吨高位后持续波动下滑，4 月末降至 2,766 元/吨。

烧碱广泛用于化学工业、造纸、纺织、冶金、轻工、医药和污水处理等行业中，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。氯碱工业用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，开工率维持在 80%左右的高位。2019 年我国烧碱总产能达到 4,380 万吨，同比增长 2.80%；总产量 3,464 万吨，同比增长 1.29%。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，当年烧碱平均价格为 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 年以来烧碱下游氧化铝行业开工率受到环保政策、矿石原料紧缺等多种因素制约不达预期，烧碱价格持续大幅下滑，9 月初出现小幅回暖迹象，但 10 月后仍继续下跌，2019 年烧碱均价同比下降 21.32% 至 876.38 元/吨。2020 年初，受新冠疫情爆发影响，烧碱价格一路下滑，截至 5 月末价格为 624.00 元/吨，已跌至 2015 年以来最低价。烧碱价格持续大幅下滑，行业企业经营承压，需关注后续价格变动对企业盈利的持续影响。

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

根据“十三五”规划，经过产业政策调控和市场引导，力争到 2020 年实现我国氯碱产业结构调整与升级，在“十三五”末使我国烧碱和聚氯乙烯开工率分别提升到 85% 和 80% 以上，其中电石法聚氯乙烯产能占比下降到 75% 左右。在西部地区，充分利用资源优势，进一步完善“煤电盐化”一体化循环经济发展模式，加强与煤制烯烃行业的融合发展，形成若干个具有竞争力的产业集群。力争到 2020 年，使企业数量有所减少、行业布局趋于合理、产业集中度和竞争力水平有较大提高。

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。

2019 年，国家发改委出台《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，将乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯和新建纯碱（井下循环制碱、天然碱除外）、烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）明确列为限制类。国家对新增产能标准趋严，有利于改善行业产能过剩的现状、促进行业健康发展。

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。以河南为代表的中部地区，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，但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。

图表 6. 行业内部分样本企业基本数据（2019 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	831.20	6.90	601.12	216.91	63.92	1.91	82.03
滨化股份	61.64	25.52	110.74	64.13	42.09	4.52	6.72
天原集团	231.03	6.07	137.73	50.70	63.19	0.23	6.17
氯碱化工	64.64	17.48	57.34	46.55	18.83	8.09	8.68
新疆天业	45.04	21.20	80.68	50.86	36.97	-0.08	11.23
英力特	20.87	13.46	30.98	26.72	13.77	0.51	-0.81
鸿达兴业	53.00	34.75	168.08	73.25	56.42	6.30	4.56

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部转移已经成为趋势。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，将导致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，业务/产品多样化有利于分散经营风险。跟踪期内，氯碱行业景气度有所下滑，尤其烧碱价

格降幅较大，其他化工新材料业务尚处于市场开拓期销量有所下降，化工板块收入和毛利率持续下滑；贸易和电子交易物流业务收入规模进一步收缩，导致公司营业收入持续下降。公司财务费用负担较重，近两年计提较多资产减值损失，对利润造成较大侵蚀。公司于 2019 年末成功发行可转债为中谷二期项目募集配套资金，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，以及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，加之广东塑料交易所股份有限公司（简称“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毛利率变化情况（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		65.41	60.45	53.00	14.42	14.05
其中：核心业务收入	金额	63.67	58.57	50.79	14.04	13.31
	占比	97.35%	96.90%	95.84%	97.36%	94.73%
其中：（1）化工生产及塑料加工	金额	54.63	53.89	48.37	13.37	12.75
	占比	85.80%	92.00%	95.24%	95.23%	95.81%
（2）化工贸易	金额	6.47	2.75	0.92	0.11	0.11
	占比	10.16%	4.69%	1.81%	0.78%	0.82%
（3）电子交易及物流	金额	2.58	1.94	1.50	0.56	0.45
	占比	4.05%	3.30%	2.95%	3.99%	3.37%
综合毛利率（%）		35.84	32.40	34.75	28.07	29.95
其中：化工生产与塑料加工（%）		38.60	33.60	34.17	22.45	28.65
化工贸易（%）		5.11	7.73	-2.18	0.82	3.57
电子交易与物流（%）		59.06	59.51	72.20	30.83	67.18

资料来源：鸿达兴业

2017~2019 年，该公司营业收入分别为 65.41 亿元、60.45 亿元和 53.00 亿元，呈下滑趋势。公司收入主要来自化工生产及塑料加工业务，同期上述业务收入分别为 54.63 亿元、53.89 亿元和 48.37 亿元，其中随着中谷矿业一期项目 30 万吨 PVC 一体化项目产能释放和烧碱价格上涨，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减少影响，收入小幅下降；2019 年降幅较大主要系氯碱销售价格下降和土壤改良剂销售收入减少所致。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，2019 年分别仅实现收入 0.92 亿元和 1.50 亿元，占营业收入的比重分别降至 1.81% 和 2.95%。公司其他收入还包括盐酸、液氯、脱硫剂的销售，2019 年实现收入 1.22 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业收入 14.42 亿元，较上年同期增长 2.62%。其中化工生产及塑料加工业务收入 13.37 亿元，较上年同期增长 4.86%。公司生产和销售受新冠肺炎疫情影响较小。

2017~2019 年，该公司综合毛利率分别为 35.84%、32.40% 和 34.75%，主要受烧碱价格及 PVC 生产成本变化影响呈小幅波动。

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	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年 第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
PVC	34.39	25.96	35.28	20.49	33.97	26.44	8.91	17.19

项目	2017 年度		2018 年度		2019 年度		2020 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
烧碱	13.28	63.76	12.67	63.29	9.09	55.19	1.93	43.66
PVC 及 PVDC 制品	1.87	9.61	1.58	0.96	1.52	4.33	0.29	-1.66
土壤改良剂	3.42	75.57	3.26	72.52	2.65	77.13	0.25	56.87
稀土化工产品	1.67	55.45	1.10	43.80	1.14	36.53	0.18	46.32
合计	54.63	38.60	53.89	33.60	48.37	34.19	11.56	22.46

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，二者收入合计占该板块比重约 89%。PVC 及 PVDC 制品、土壤改良剂和稀土化工品的收入规模相对较小。2019 年烧碱和土壤改良剂收入降幅较大，PVC 和 PVDC 制品收入也有小幅下降，致使当年化工生产及塑料加工业务收入同比减少 10.24%。

毛利率方面，2017-2019 年该公司化工生产及塑料加工业务板块毛利率分别为 38.60%、33.60% 和 34.17%，呈波动下滑趋势。其中，PVC 产品主要受生产成本变动影响，毛利率呈现波动，同期分别为 25.96%、20.49% 和 26.44%；烧碱产品盈利能力较强，但 2019 年受市场价格下滑影响，毛利率同比下降 8.10 个百分点至 55.19%；PVC 及 PVDC 制品毛利率处于较低水平，且波动较大，2019 年毛利率较上年上升 3.37 个百分点至 4.33%；土壤改良剂毛利率维持在 70% 以上的高水平；稀土化工产品由于产品结构调整，毛利率呈下滑趋势，2017-2019 年分别为 55.45%、43.80% 和 36.53%。总体来看，近两年公司化工板块盈利能力主要受氯碱行业景气度变化影响有所下降，但产品毛利率仍处于较高水平。

a. 氯碱化工业务

截至 2020 年 3 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（平均使用 5 年需要大修）陆续进行检修的影响，产能利用率下降，2018 年仅为 75.27%，2019 年回升至 79.69%。

图表 10. 氯碱产品的生产概况（亿元，万吨，元/吨）¹

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
PVC	产能	60.00	60.00	60.00	15.00

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年第一季度
	产量	64.86	62.65	62.60	14.96
	产能利用率	108.10%	104.41%	104.34%	99.73%
烧碱（液碱、片碱）	产能	51.00	51.00	51.00	13.25
	产量	46.00	46.57	45.91	13.66
	产能利用率	90.20%	91.32%	90.01%	103.13%
电石	产能	87.00	87.00	87.00	21.75
	产量	71.01	65.48	69.33	16.23
	产能利用率	81.62%	75.27%	79.69%	74.64%

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，公司 PVC 销售均价分别为 5,334.54 元/吨、5,585.02 元/吨和 5,404.89 元/吨，呈小幅波动。同期，烧碱销售均价分别为 2,948.69 元/吨、2,806.89 元/吨和 2,021.43 元/吨，烧碱价格在经历大幅上涨后于 2018 年开始震荡走低，2019 年销售均价大幅下跌 27.98%。2020 年第一季度，受石油价格暴跌叠加疫情影响，公司烧碱销售均价进一步跌至 1,454.57 元/吨，而因 PVC 销售有部分采取预售，部分 PVC 订单于年前签订（当时价格高位），锁定价格，销售均价 5,736.92 元/吨，高于一季度实际市场均价。

图表 11. 氯碱产品的销售概况（单位：亿元，万吨，元/吨）

产品	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
PVC ²	销售额	34.39	35.28	33.97	8.91
	均价	5,334.54	5,585.02	5,404.89	5,736.92
	销量	64.46	63.17	62.86	15.53
	产销率	99.38%	100.83%	100.41%	103.84%
烧碱（液碱、片碱） ³	销售额	13.28	12.67	9.09	1.93
	均价	2,948.69	2,806.89	2,021.43	1,454.57
	销量	45.05	45.13	44.96	13.29
	产销率	97.92%	96.89%	97.93%	97.30%

资料来源：鸿达兴业

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 个月延长到 3-6 个月。

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。公司现有的 87 万吨/年电石产能基本

² 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。

³ 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。

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高。2017-2019 年公司电石自给率分别为 84.00%、79.09%和 79.94%，其中 2018 年和 2019 年主要受部分电石炉检修开工率下降影响，电石自给率有所下滑。近三年，电石价格波动较大，其中 2018 年电石采购价格大幅上涨，

在电力和蒸汽动力供应方面，该公司自备三台 75 吨锅炉和 1.2 万千瓦装机容量热电厂，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。2017~2019 年，公司电力采购均价分别为 0.2898 元/度、0.2965 元/度和 0.2805 元/度。公司享有较优惠的电价政策，电力成本优势较为明显，2019 年电力成本较上年下降 0.016 元/度。除电石外，公司主要外采原材料包括兰炭和原盐。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呈小幅下降。

图表 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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	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	27.69	2,140.01	20.99	2,494.21	17.40	2,279.96	2.58	2,420.89
兰炭	51.85	765.94	55.86	771.56	55.88	893.16	12.29	925.71
原盐	72.71	281.24	72.07	271.17	60.79	245.06	18.19	280.31
电力	37.78	0.2898	39.05	0.2965	41.98	0.2805	9.69	0.2950

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 制品的研发、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。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
产能	7.05	7.05	7.05	1.76
产量	1.74	1.51	1.47	0.30
产能利用率	24.70%	21.41%	20.80%	17.02%
销售额	1.87	1.58	1.52	0.29
均价	10,626.17	11,429.13	11,090.63	11,556.76
销量	1.76	1.39	1.37	2,540.28
产销率	101.11%	91.75%	93.35%	84.69%

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，2019 年产能利用率降至 20.80%，2018 年和 2019 年销售收入分别同比下滑 15.38% 和 3.80%，主要系市场拓展难度较大，销售情况不理想。

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，金材科技通过了食品包装 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。疫情期间，公司调整产品结构，生产 PVC 药用包装材料、药用高阻隔 PVC 材料、PVC 抗菌材料、防护口罩系列产品，其中公司自产 PVC 树脂粉末，而口罩用熔喷布需要对外采购。截至 2020 年 5 月末，实现销售收入 6,572 万元，毛利润 1,105 万元。公司生产的一次性防护口罩产品已通过美国 FDA 和欧盟 CE 的认证。

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，截至 2020 年 3 月末土壤调理剂产能 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。由于市场还处于拓展期，产能利用率并不高，2017~2019 年分别为 77.44%、34.08% 和 50.49%。2017~2019 年及 2020 年第一季度，土壤调理剂销售量分别 12.60 万吨、12.19 万吨、10.29 万吨和 1.65 万吨，销量持续下降主要受市场竞争激烈影响所致；销售均价呈下降趋势，同期分别取得销售收入 3.42 亿元、3.26 亿元、2.65 亿元和 0.25 亿元。由于是对废料再利用，业务毛利率较高，近三年维持在 75% 左右。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
产能	30.00	30.00	30.00	8.75
产量	23.23	10.23	15.15	3.16
产能利用率	77.44%	34.08%	50.49%	36.13%
销售额	3.42	3.26	2.65	0.25
均价	2,715.00	2,674.70	2,580.15	1,517.79
销量	12.60	12.19	10.29	1.65
产销率	54.24%	119.24%	67.94%	52.24%

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、土壤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，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，项目进展较为缓慢。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
产能	2.00	2.00	2.00	0.50
产量	1.10	1.27	1.18	0.44
产能利用率	54.92%	63.69%	59.20%	88.66%
销售额	1.67	1.10	1.14	0.18
均价	14,001.79	9,525.36	8,832.97	6,001.62
销量	1.19	1.15	1.29	0.29
产销率	108.32%	90.66%	108.85%	66.38%

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，公司的稀土化学品产能均为 2 万吨/年，稀土化学品的产能利用率不高，在 60% 左右。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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，稀土化工产品收入分别为 1.67 亿元、1.10 亿元、1.14 亿元和 0.18 亿元，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有所下降。

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，已形成少量销售；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，其中两座已建设完成，其余 6 座配合乌海市政府车辆使用情况继续建设。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，2019 年公司已经试建成我国第一座民用液氢工厂，产能规模 200 吨/年。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-钇-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。

2020 年 6 月，该公司发布 2020 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿），本次非公开发行股份数量不超过 776,614,136 股（含本数），募集资金总额不超过 550,000 万元（含本数）。募集资金中 49.85 亿元计划用于年产五万吨氢能项目，具体包括 3 万吨液氢和 2 万吨高压气氢；5.00 亿元用于补充流动资金；5.00 亿元用于偿还银行借款。液氢主要应用于航天航空、高端电子冶金工业等新兴产业，该项目的实施将有助于带动电子、冶金、半导体行业等大规模需求超纯氢的产业发展，解决原本气态氢提纯技术限制，打破国外技术垄断。公司“年产 5 万吨氢能项目”选取的技术方案为离子膜电解盐水制氢，采用离子膜电解槽电解精制盐水生产高纯氢，该技术方案与公司现有氯碱化工产品应用的技术工艺较为接近，无需重复研发，技术方案较为成熟。同时，公司与北京航天试验技术研究所开展氢能技术研发、装备研制推广等方面合作。此次非公开发行的相关事项已经公司第七届董事会第七次（临时）会议审议通过，尚需经公司股东大会审议通过、中国证监会核准后方可实施。

整体看，该公司化工板块仍以氯碱化工产品生产、销售为主，近三年产能没有变化，产销量较为稳定，产品价格随行就市，盈利能力受氯碱行业景气度波动影响较大，其中 2019 年烧碱价格降幅较大，毛利率下滑明显。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，使得毛利率仍维持在较高水平。乌海化工 PVC30 万吨扩 40 万吨项目计划于 2020 年底投产，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（预计 2022 年）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，销售情况不太理想，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，2017~2019 年及 2020 年第一季度公司贸易收入分别为 6.47 亿元、2.75 亿元、

0.92 亿元和 0.11 亿元，逐年大幅下降，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。2017~2019 年及 2020 年第一季度化工产品贸易业务毛利率分别为 5.11%、7.73%、-2.18% 和 0.82%，盈利能力受化工材料价格波动影响，其中 2019 年出现亏损，主要由于化工材料采购时点的价格较高所致。

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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，该业务收入分别为 2.58 亿元、1.94 亿元、1.50 亿元和 0.56 亿元，毛利率分别为 59.06%、59.51%、72.20% 和 30.83%。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，收入规模持续下降。

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管理服务。目前塑交所的主要交易产品包括五大通用塑料原料（PVC、PP、PE、PS、ABS）、PVC 糊树脂、烧碱、纯碱等产品。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。2017~2019 年及 2020 年第一季度，塑交所的交易量分别为 565.20 万吨、470.22 万吨、362.94 万吨和 50.95 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、22.00 亿元和 1.90 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。

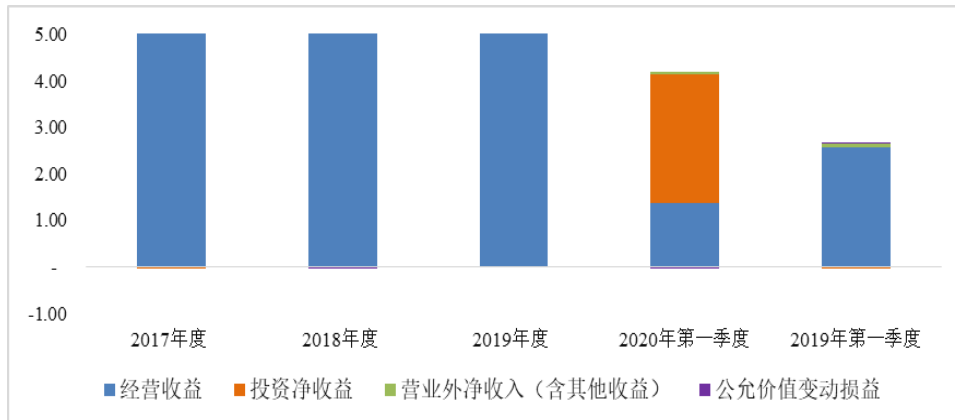
在仓储管理服务方面，截至 2020 年 3 月末，该公司在全国有 3 个大型自有仓库、2 个租赁仓库、17 个协议仓库，塑料仓储库容达 100 万吨。在物流配送服务方面，公司已购置大型物流配送车辆 80 辆，加盟车辆 120 辆，与中铁集装箱、秦皇岛港、中海等大型物流企业建立了业务合作关系，为塑料企业提

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，2017~2019 年及 2020 年第一季度实际代垫货款规模为 2.86 亿元、2.50 亿元、1.65 亿元和 0.78 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。公司自 2018 年 12 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。2017~2019 年公司分别实现营业收入 65.41 亿元、60.45 亿元和 53.00 亿元；实现营业毛利 23.44 亿元、19.58 亿元和 18.41 亿元，三大业务板毛利均呈下降趋势。

图表 17. 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）	65.41	60.45	53.00	14.42
毛利（亿元）	23.44	19.58	18.41	4.05
其中：化工生产与塑料加工（亿元）	21.08	18.11	16.53	2.60
化工贸易（亿元）	0.33	0.21	-0.02	0.001
电子交易与物流（亿元）	1.52	1.15	1.08	0.17
期间费用率（%）	15.17	16.92	17.23	12.24
其中：财务费用率（%）	5.02	5.89	6.20	4.82
全年利息支出总额（亿元）	3.32	3.77	3.24	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.20	0.30	-	-

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

主要受营业收入下降影响，该公司的期间费用率呈上升趋势，2017-2019 年及 2020 年第一季度分别为 15.17%、16.92%、17.23%和 12.24%。从期间费

用构成来看，2019 年公司期间费用合计 9.13 亿元，较上年减少 10.76%，其中销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为 30.59%、21.96%、36.02% 和 11.43%。公司利息负担较重，2019 年公司财务费用较上年减少 7.67% 至 3.29 亿元，其中利息支出 3.24 亿元，财务费用率升至 6.20%。公司期间费用率较高，对盈利造成较大侵蚀。此外，2017-2019 年公司分别计提资产减值损失 0.55 亿、1.10 亿元和 1.31 亿元，其中 2018 年和 2019 年计提金额大幅增加主要系应收账款规模持续增长，且账龄延长，根据账龄按比例计提的减值准备相应增加所致。近三年公司经营收益分别为 12.24 亿元、7.41 亿元和 7.31 亿元。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
投资净收益	-1,102.52	-1,132.75	-416.90	-109.23
营业外净收入	-487.35	-126.02	-49.20	74.60
其他收益及资产处置收益	1,820.93	2,502.42	1,771.76	580.68

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

该公司的投资收益和公允价值变动收益规模很小，每年可获得一定其他收益作为盈利的补充。2019 年公司投资净收益、其他收益和营业外净收入分别为 -416.90 万元、1,771.76 万元和 -49.20 万元，其中投资收益持续为负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。2017-2019 年公司利润总额分别为 12.26 亿元、7.54 亿元和 7.44 亿元；净利润分别为 10.13 亿元、6.12 亿元和 6.30 亿元；净资产收益率分别为 20.86%、10.21% 和 9.43%。总体来看，公司近两年盈利较 2017 年明显下滑。

2020 年第一季度，该公司营业收入同比增长 2.62% 至 14.42 亿元，营业毛利同比减少 3.79% 至 4.05 亿元。同期，公司实现净利润 1.91 亿元，同比略有增加。

（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 2020 年 3 月末，该公司在建工程账面净值为 8.73 亿元，重大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，二期项目募集资金已到位，但由于 2020 年初疫情影响尚未正式开工，预计于 6 月中旬启动二期工程设计工作。二期预计总投资 28.00 亿元，主要资金来源为本次可转债募集资金 22.77 亿元，截至 2020 年 3 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，截至 2020

年 3 月末实际已投资 3.48 亿元，主要因建设进度延长和疫情影响超出预算，目前设备正在做最后的检测，准备联合试车，预计 2020 年底正式投产。

该公司除上述项目外，暂无其他确定的重大资本性支出计划。公司计划建设年产 5 万吨氢能项目（包括 3 万吨液氢和 2 万吨高压气氢），预算投资 49.85 亿元，计划全部通过非公开发行 A 股股票筹集。2020 年 3 月，公司发布非公开发行 A 股股票预案，但尚未通过股东大会审议通过，能否发行存在较大不确定性，公司暂无使用自有资金投入计划。

图表 19. 公司重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	概算总投资	截至 2020 年 5 月末	项目进度
中谷项目二期	PVC30 万吨、烧碱 30 万吨/年	28.00	9.84	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	3.15	3.53 ⁴	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

管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内控股股东和实际控制人均未发生变化，但持股比例有所下降。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，控股股东股权质押比率偏高，质押融资仍面临一定平仓风险，对公司股权结构稳定性形成不利影响。

2017 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，但其持股比例有所下降。截至 2020 年 3 月末，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 32.11%（处于质押状态占其所持股份的 63.24%）、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），其中鸿达兴业集团和成禧公司为一致行动人，合计持股比例为 38.89%。

鸿达兴业集团于 2019 年 7 月 24 日面向合格投资者非公开发行了可交换公司债券（“19 鸿达 E1”），标的股票为公司 A 股股票，发行规模为 9 亿元，期限为 3 年。截至 2020 年 5 月 7 日，“19 鸿达 E1”持有人已累计完成换股 146,370,856 股，占公司总股本比例为 5.65%，鸿达兴业集团持有公司股份比例降至 30.84%。

该公司的控股股东鸿达兴业集团曾于 2018 年因股价持续低迷，发生过所质押公司股份被强制平仓事件。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

⁴ 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。

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，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。

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。

根据该公司 2020 年 4 月 28 日公告，监事周明月女士因工作变动原因申请辞去公司监事职务，也不担任公司其他职务。公司新聘任郑伯典先生为公司监事。

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 2019 年末，鸿达兴业集团资产总计 387.62 亿元，所有者权益 130.52 亿元，资产负债率 66.33%；2019 年，鸿达兴业集团实现营业收入 101.15 亿元，净利润 6.75 亿元，EBITDA 21.50 亿元；同期，经营性现金流净额为 5.44 亿元。截至 2020 年 3 月末，鸿达兴业集团刚性债务余额 239.09 亿元，其中短期刚性债务占比 61.87%，目前流动性压力很大。

2017 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内蒙古蒙华海勃湾发电有限责任公司（简称“蒙华海电”）采购蒸汽和向内蒙古盐湖镁钾有限公司（简称“盐湖镁钾”）采购工业盐，2019 年关联采购额分别为 0.42 亿元和 0.22 亿元。关联销售方面，主要系向蒙华海电和盐湖镁钾销售商品、提供运输服务及建筑安装等服务，2019 年分别为 0.15 亿元和 0.17 亿元。此外，公司与广东兴业国际实业有限公司（简称“兴业国际”）——存在关联租赁，2019 年租赁费用为 498.58 万元。根据公司 2019 年 12 月公告，公司拟向兴业国际购买广州市荔湾区广州圆路 1 号广州圆大厦（鸿达兴业集团办公地点）7 楼、8 楼、28 楼房产，作为公司经营管理中心及公司控股子

公司塑胶所的主要办公场所。根据第三方评估报告⁵，以 2019 年 11 月 30 日为基准，对其评估价值为 2.99 亿元。截至目前，公司已支付购买产权款 1.49 亿元（计入其他应收账款科目）。截至 2019 年末，公司应收关联方款项合计 0.47 亿元，应付关联方款项合计 0.26 亿元。

关联担保方面，截至 2020 年 3 月末，该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 45.39 亿元，子公司对子公司担保余额合计 22.50 亿元。

根据该公司提供的于 2020 年 4 月 13 日查询的《企业信用报告》显示，跟踪期内公司无不良信贷记录。

根据 2019 年审计报告所载，该公司作为被起诉人，共有 5 笔非重大诉讼事项，其中 2 笔已结案并履行完毕，涉案金额 169.79 万元；1 笔调解结案，涉案金额 238.96 万元；一笔一审已判决，涉案金额 98.86 万元；一笔审理中，涉案金额 313 万元。作为诉讼人，共有 6 笔非重大诉讼事项，其中，4 笔已结案，涉案金额合计 1,803.23 万元；2 笔审理中，涉案金额 583.29 万元。

财务

该公司的财务杠杆水平尚处于合理水平，但刚性债务规模很大，且债务期限结构偏短期，面临一定的即期偿债压力。公司主业现金回笼能力偏弱，受氯碱化工下游客户资金压力大等原因，应收账款规模持续扩大，经营环节现金净流入金额大幅缩减。

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 2017 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；2019 年公司更换审计机构为永拓会计师事务所（特殊普通合伙），公司称更换原因为受新冠肺炎疫情疫情影响，原审计机构审计现场工作及部分审计程序未能按原定计划时间执行，无法按原计划完成公司 2019 年度财务报告审计工作，而非其他原因。永拓会计师事务所是母公司鸿达兴业集团长期服务单位，2019 年对公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。

该公司执行企业会计准则—基本准则及其补充规定。2019 年 1 月 1 日，公司执行财政部修订后的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号——套期保值》以及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》并对此项会计政策变更采用追溯调整。公司自 2019 年 6 月 10 日起执行经修订的《企业会计

⁵ 广东广信粤诚土地房地产与资产评估有限公司出具第三方评估报告（粤诚估字[2019]第 BYC1209 号）。

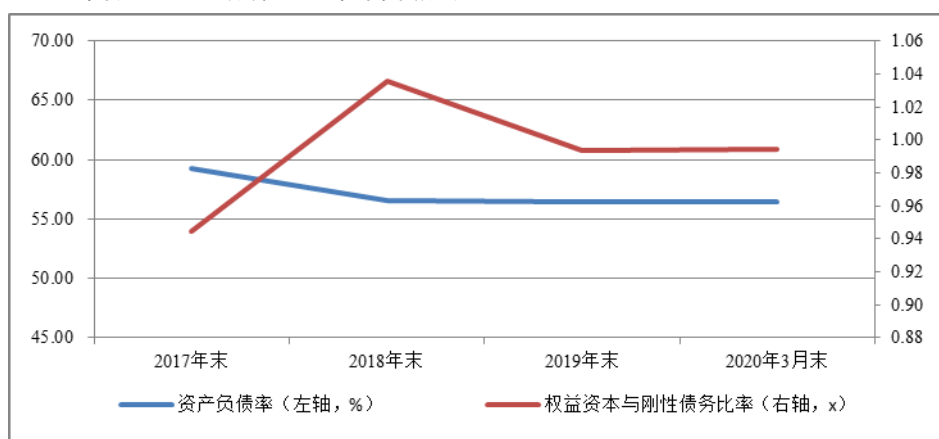
准则第7号——非货币性资产交换》，自2019年6月17日起执行经修订的《企业会计准则第12号——债务重组》。公司根据财政部《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6号）、《关于修订印发合并财务报表格式（2019版）的通知》（财会[2019]16号）和企业会计准则的要求编制2019年度财务报表。

合并范围变化方面，2019年该公司注销子公司广州万商贷互联网金融信息服务有限公司。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共计36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

近年来，该公司所有者权益保持增长，2017~2019年末及2020年3月末分别为58.44亿元、61.44亿元、73.25亿元和75.01亿元，其中2017年因完成非定向增发，股本增长6.77%至25.85亿元，资本公积大幅增至10.63亿元；2019年因发行可转债确认其他权益工具5.74亿元，因收到塑胶所业绩补偿款资本公积较上年末增加1.92亿元至12.63亿元，因股份回购库存股较上年末增加0.60亿元至1.00亿元，未分配利润较上年末增长20.46%至27.05亿元。2019年末公司实收资本、资本公积和未分配利润分别占归母所有者权益的35.61%、17.37%和37.20%，所有者权益稳定性尚可。近三年，公司每年均有现金分红，2019年公司计划向全体股东每10股派发现金红利0.6元（含税），共计分配现金红利15,402.01万元。

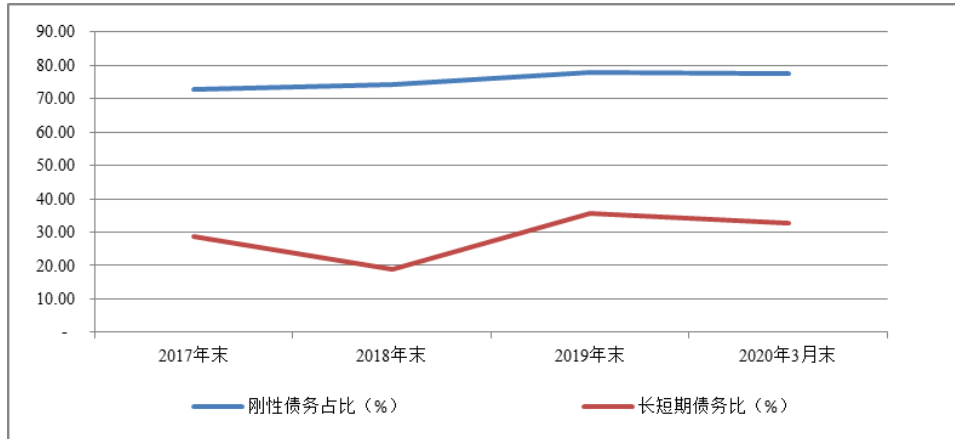
2019年末，该公司负债总额较上年末增长18.57%至94.83亿元，主要系为满足中谷二期项目建设资金需求，发行可转债所致。公司财务杠杆水平适中，近两年变化不大，截至2020年3月末资产负债率为56.46%，权益资本对刚性债务的比例为0.99。

该公司目前主要项目为中谷二期，拟投资金额在28.00亿元左右，其中22.77亿元使用可转债募集资金，未来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、技改投入等。

(2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	61.87	59.32	73.71	75.46
应付账款 (亿元)	7.90	9.39	11.81	11.23
预收款项/合同负债 (亿元)	2.01	1.47	2.23	1.84
其他应付款 (亿元)	9.00	5.39	1.11	2.14
应交税费 (亿元)	2.25	2.51	4.04	3.85
刚性债务占比 (%)	72.84	74.17	77.73	77.58
应付账款占比 (%)	9.30	11.74	12.45	11.54
预收款项占比 (%)	2.37	1.83	2.35	1.89
其他应付款占比 (%)	10.60	6.74	1.17	2.20
应交税费占比 (%)	2.65	3.14	4.26	3.96

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据绘制

注：其他应付款不包含应付利息

该公司前期投资项目沉淀了大量资金，随着主业业绩下滑以及项目持续投入，资金缺口持续加大，刚性债务压力不断加大，且以短期债务为主，流动性持续承压。2017~2019 年末和 2020 年 3 月末公司长短期债务比分别为 28.57%、19.06%、35.82%和 32.57%。2019 年末随着可转债的发行债务期限结构得到一定改善。

从负债构成看，该公司的刚性债务规模及占比很高，2019 年末余额为 73.71 亿元，较上年末增长 14.39%，占负债总额的 77.73%。此外，公司负债还主要由应付账款、预收款项/合同负债、其他应付款和应交税金构成，2019 年末分别为 11.81 亿元、2.23 亿元、1.11 亿元和 4.04 亿元。其中，应付账款主要为原材料采购款和应付工程款，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，2019 年末较上年末增长 25.74%；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 年末减至 1.11 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	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	44.15	47.72	49.89	53.41
其中：短期借款	26.89	25.39	23.24	23.65
一年内到期的长期借款	5.49	7.25	12.81	12.26
应付票据	8.06	11.18	12.70	15.99
其他短期刚性债务	3.70	0.10	1.14	1.56
中长期刚性债务合计	17.72	11.61	23.82	22.04
其中：长期借款	13.35	7.98	1.68	1.05
应付债券	-	-	18.44	18.44
其他中长期刚性债务	4.37	3.62	3.70	2.55

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，2019 年末为 49.89 亿元，较上年末增加 2.17 亿元，主要由短期借款 23.24 亿元、一年内到期的长期借款 12.81 亿元和应付票据 12.70 亿元构成。2019 年由于可转债的发行，年末公司中长期刚性债务较上年末增加 12.22 亿元至 23.82 亿元，由长期借款 1.68 亿元、融资租赁款 3.70 亿元（计入长期应付款）和应付债券 18.44 亿元构成。从银行借款类型来看，2019 年末公司短期银行借款类型主要为保证借款（占比 80.21%）、抵押借款（占比 12.91%）和信用证借款（占比 6.88%），其中保证借款除公司本部和下属子公司互相担保之外主要由实际控制人、鸿达兴业集团及其一致行动人提供担保，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。长期借款类型全部为保证借款。

2020 年 3 月末，该公司刚性债务合计 75.46 亿元，较上年末增加 1.75 亿元，主要系应付票据较上年末增加 3.29 亿元。整体而言，公司存在较大的即期偿债压力，债务期限结构有待改善，融资渠道也有待多样化。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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
营业周期（天）	123.45	152.02	190.87	-
营业收入现金率（%）	55.63	69.08	54.64	76.19
业务现金收支净额（亿元）	8.67	14.73	5.26	-4.89
其他因素现金收支净额（亿元）	0.03	-0.43	-0.70	-2.88
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	8.71	14.30	4.56	-7.76
EBITDA（亿元）	19.23	14.93	14.51	-

主要数据及指标	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
EBITDA/刚性债务（倍）	0.32	0.25	0.22	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.79	3.96	4.49	-

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

2017~2019年，该公司营业周期分别为123.45天、152.02天和190.87天，经营效率持续下降，一方面系公司放宽销售信用政策，应收账款周转速度明显放缓所致，另一方面收入和成本规模下降对营业周期变化也形成一定影响。

该公司主业现金回笼能力偏弱，2017~2019年及2020年第一季度营业收入现金率分别为55.63%、69.08%、54.64%和76.19%。同期，经营活动现金流净额分别为8.71亿元、14.30亿元、4.56亿元和-7.76亿元。2019年公司下游化工企业资金压力加大，公司调整销售政策致账期延长，导致业务现金收支净额同比大幅减少，经营活动现金流净额同比大幅下降。2020一季度，一方面由于大量原材料采购款集中支付，另一方面由于公司应疫情下市场需求，新增消毒液、口罩等防疫用品的生产，物资采购资金流出量较大。

2017~2019年，该公司EBITDA分别为19.23亿元、14.93亿元和14.51亿元，与利润总额下降趋势一致。公司EBITDA构成以利润总额为主，2019年利润总额、固定资产折旧和计入财务费用的利息支出占比分别为51.25%、23.62%和22.29%。近两年EBITDA对刚性债务的覆盖程度持续减弱，2019年EBITDA对刚性债务和全部利息支出的覆盖倍数分别为0.22倍和4.49倍，公司面临一定的债务偿付压力。

（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	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
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	-1.81	-0.67	-2.26	-4.90
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.35	-3.61	-5.79	-
投资环节产生的现金流量净额	-4.09	-4.28	-8.05	-4.90

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，2017~2019年及2020年第一季度公司投资环节产生的现金流量净额分别为-4.09亿元、-4.28亿元、-8.05和-4.90亿元，其中取得子公司及其他营业单位支付的现金分别为2.37亿元、3.65亿元、5.79亿元和0.00亿元；购置固定资产等长期资产支付的现金分别为1.81亿元、0.71亿元、2.28亿元和4.90亿元。2019年因公司经营环节产生的现金净流入规模大幅减少，同时投资规模支出现金增加，因此非筹资环节产生资金缺口3.50亿元。随着中谷二期项目建设的推进，预计未来两年公司投资性现金净流出规模将进一步增加。

(3) 筹资环节

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司筹资性净现金流分别为 0.66 亿元、-17.68 亿元、20.44 亿元和-2.39 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；2019 年大额净流入主要系公司发行鸿达转债。

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	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%）	52.33	49.29	75.58	80.27
	36.50	34.85	44.96	46.60
其中：货币资金（亿元）	19.44	14.52	31.58	25.69
应收票据（亿元）	3.99	1.02	0.41	1.09
应收账款（亿元）	13.85	17.53	19.49	20.23
预付款项（亿元）	3.81	4.87	10.05	17.64
其他应收款（亿元）	4.08	4.73	7.89	8.54
存货（亿元）	6.70	6.13	5.88	6.84
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	91.04	92.13	92.50	92.00
	63.50	65.15	55.04	53.40
其中：固定资产（亿元）	75.15	76.34	73.53	72.88
在建工程（亿元）	5.86	6.14	8.41	8.73
无形资产（亿元）	3.57	4.28	4.12	4.07
长期股权投资（亿元）	2.90	2.79	3.79	3.79
期末全部受限资产账面金额（亿元）	6.28	18.00	16.83	18.15
受限资产账面余额/总资产（%）	4.38	12.73	10.01	10.53

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，近三年变化不大，2019 年末非流动资产为 92.50 亿元，占总资产的 55.04%。2019 年末，固定资产账面价值为 73.53 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，其中公司机器设备的账面价值为 29.08 亿元，占固定资产的 39.55%，多数为专用设备，固定资产的整体变现能力较弱；在建工程为 8.41 亿元，主要为中谷矿业二期项目（预留）1.09 亿元、乌海化工 PVC 扩产项目 3.48 亿元；无形资产为 4.12 亿元，主要系土地使用权；长期股权投资较上年末增加 1.01 亿元至 3.79 亿元，主要系本年度公司参股鄂尔多斯泰盛恒矿业有限公司新增投资 1.05 亿元。

由于非公开定增、发行可转换公司债券，近三年该公司流动资产规模变动较大。公司流动资产以货币资金、应收账款和存货等为主。2019 年末，公

司流动资产为 75.58 亿元，较上年末增长 53.33%，主要系发行可转债募集资金尚未使用，同期末公司货币资金大幅增长 117.45%至 31.58 亿元，其中受限金额 7.84 亿元。公司应收账款较上年末增长 11.17%至 19.49 亿元，累计计提坏账准备 3.44 亿元，从构成看，前五大客户合计欠款余额为 4.13 亿元，占应收账款总额的 18.03%；从账龄看，一年以内账龄占比 41.11%，1 至 2 年账龄占比 26.88%。公司存货规模较上年末减少 4.12%至 5.88 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 0.13 亿元，因基础化工品及通用塑料价格波动频繁，存货面临一定跌价风险，但存货规模不大，对资产质量影响较为有限。预付款项较上年末大幅增长 106.24%至 10.05 亿元，主要系预付设备款项增加和新增防疫材料原材料采购款，其中预付前五大供应商金额占比 36.43%。其他应收款较上年末增长 66.89%至 7.89 亿元，主要系新增应收兴业国际 1.49 亿元购买产权款，其他主要包括代垫供应链货款 1.49 亿元和未结算合同款项；坏账准备余额为 0.44 亿元，前五大欠款方应收款合计为 2.33 亿元，占期末其他应收款的 28.03%。

截至 2020 年 3 月末，该公司总资产较年初增长 2.50%至 172.27 亿元。其中，货币资金减少 18.65%至 25.69 亿元；应收票据增长 165.44%至 1.09 亿元；预付款项增长 75.50%至 17.64 亿元，主要系预付中谷二期项目设备款项大幅增加；存货增长 16.35%至 6.84 亿元。其他科目变化不大。

截至 2019 年末，该公司受限资产账面价值为 16.83 亿元，占总资产的 10.01%，主要系用于票据及信用证保证金的货币资金 7.84 亿元，用于借款抵押的固定资产 8.99 亿元。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 18.15 亿元，包括 9.16 亿元货币资金和 8.99 亿元固定资产。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 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	79.22%	73.38%	108.24%	109.42%
现金比率	35.48%	22.71%	45.80%	36.50%

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。得益于发行可转债募集大额资金，2019 年末公司流动比率和现金比率分别升至 108.24%和 45.80%。

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，本部盈利主要为股权投资收益，2019 年净利润为 1.61 亿元，当年经营性净现金流为 4.69 亿元。2019 年末，公司本部总资产为 83.92 亿元，主要由货币资金 24.05 亿元、其他应收款 41.33 亿元和长期股权投资 18.49 亿元构成。同期

末，公司本部负债总额为 32.23 亿元，其中刚性债务为 24.54 亿元，主要由 18.44 亿元可转债、1.50 亿元长期借款、1.60 亿元短期借款（包括一年内到期的长期借款）和 3.00 亿元应付票据构成。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

截至 2020 年 3 月末，该公司共获得主要合作银行的综合授信额度 82.94 亿元，其中贷款授信 72.20 亿元，已使用的额度为 53.57 亿元，剩余可用额度 18.63 亿元，来自工农中建交五大银行的授信占比较高。

图表 27. 2020 年 3 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 /余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部	82.84	72.20	53.57	4.18%-7.50%	信用+担保
其中：国家政策性金融机构	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行	47.22	42.24	30.44	4.18%-5.22%	信用+担保
其中：大型国有金融机构占比(%)	57.00	58.50	56.82		信用+担保

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的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，该公司将以本次发行的可转债的票面面值的 118%（含最后一期年度利息）的价格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。

跟踪评级结论

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，业务/产品多样化有利于分散经营风险。跟踪期内，氯碱行业景气度有所下滑，尤其烧碱价格降幅较大，其他化工新材料业务尚处于市场开拓期销量有所下降，化工板块收入和毛利率持续下滑。贸易和电子交易物流业务收入规模进一步收缩。公司财务费用负担较重，近两年计提较多资产减值损失，对利润造成较大侵蚀。公司于 2019 年末成功发行可转债为中谷二期项目募集配套资金，建成投产后公司的规模效应将进一步体现。

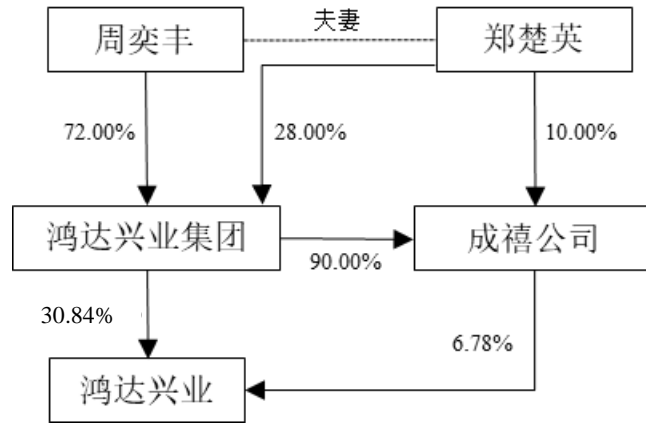
该公司为民营上市公司，跟踪期内控股股东和实际控制人均未发生变化，但持股比例有所下降。2019 年 5 月，公司因业绩预告的净利润数据与实际相差较大收到深圳证券交易所的监管函，公司信息披露质量仍需进一步提升。另外，控股股东股权质押融资仍面临一定平仓风险，对公司股权结构稳定性形成不利影响。

该公司的财务杠杆水平适中，但刚性债务规模很大，且债务期限结构偏短期，面临一定的即期偿债压力。公司主业现金回笼能力偏弱，受氯碱化工下游客户资金压力大等原因，应收账款规模持续扩大，经营环节现金净流入金额大幅缩减。

本评级机构将持续关注：（1）该公司即期偿付能力；（2）主营业务业绩下滑风险；（3）在建工程建设进度和产能释放情况；（4）控股股东股权质押风险；（5）经营效率变动；（6）存货跌价风险及应收账款跌价风险；（7）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；（8）非公开发行股票事项进展。

附录一：

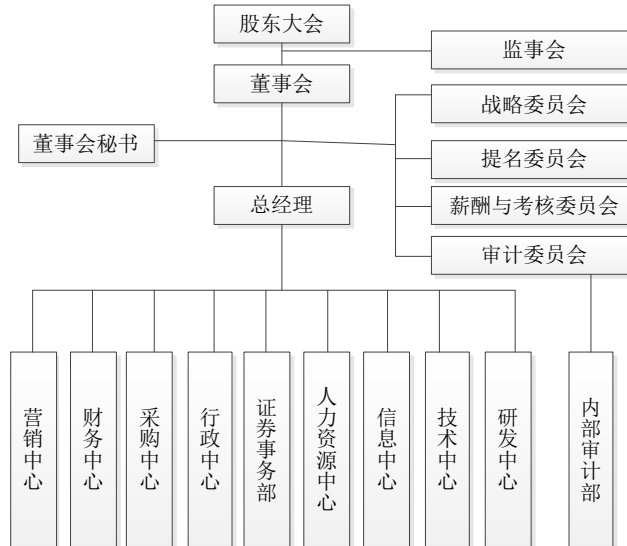
公司与实际控制人关系图



注：根据鸿达兴业提供的资料绘制（截至 2020 年 5 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 2020 年 3 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)					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	237.01	130.52	101.15	6.75	5.44	
鸿达兴业股份有限公司	鸿达兴业	本级	—		24.54	51.68	0.07	1.61	4.69	
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	42.77	31.83	52.39	5.80	8.76	
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	0.89	1.66	-0.27	-0.07	
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	6.91	5.24	0.39	-0.35	

注：根据鸿达兴业 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]	143.38	141.42	168.08	172.27
货币资金 [亿元]	19.44	14.52	31.58	25.69
刚性债务[亿元]	61.87	59.32	73.71	75.46
所有者权益 [亿元]	58.44	61.44	73.25	75.01
营业收入[亿元]	65.41	60.45	53.00	14.42
净利润 [亿元]	10.13	6.12	6.30	1.91
EBITDA[亿元]	19.23	14.93	14.51	—
经营性现金净流入量[亿元]	8.71	14.30	4.56	-7.76
投资性现金净流入量[亿元]	-4.09	-4.28	-8.05	-4.90
资产负债率[%]	59.24	56.55	56.42	56.46
权益资本与刚性债务比率[%]	94.46	103.57	99.37	99.41
流动比率[%]	79.22	73.38	108.24	109.42
现金比率[%]	35.48	22.71	45.80	36.50
利息保障倍数[倍]	4.63	2.92	3.30	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	123.45	152.02	190.87	—
毛利率[%]	35.84	32.40	34.75	28.07
营业利润率[%]	18.82	12.49	14.04	15.10
总资产报酬率[%]	11.36	7.73	6.90	—
净资产收益率[%]	20.86	10.21	9.36	—
净资产收益率*[%]	20.91	10.28	9.43	—
营业收入现金率[%]	55.63	69.08	54.64	76.19
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	12.96	21.47	6.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.32	12.15	-4.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.79	3.96	4.49	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.25	0.22	—

注：表中数据依据鸿达兴业经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 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，并非是某种决策的结论、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 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。