

信用评级公告

联合〔2022〕3834号

联合资信评估股份有限公司通过对淄博齐翔腾达化工股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持淄博齐翔腾达化工股份有限公司主体长期信用等级为AA，并维持“齐翔转2”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十三日

淄博齐翔腾达化工股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
淄博齐翔腾达化工股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
齐翔转 2	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
齐翔转 2	29.90 亿元	6.80 亿元	2026/08/20

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额为截至 2022 年 5 月 17 日的数据

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

当前转股价格：5.69 元/股

评级时间：2022 年 6 月 23 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V3.1.202205
化工企业主体信用评级模型	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“公司”或“齐翔腾达”）作为国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，碳四深加工产业链完整，在甲乙酮和顺酐产品领域继续保持较强竞争优势。跟踪期内，公司丁腈胶乳和 MMA 以及丙烷脱氢项目等扩建或新建产能逐步释放，产能利用率维持较高水平，同期，主要产品均价多呈上升趋势，公司收入、利润以及经营活动现金净流入量均实现较大幅度增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司控股股东、间接控股股东及实控人被列入执行名单、控股股东筹划股权转让、公司及管理层多次收到监管关注及处罚、公司面临原材料和产品价格波动风险、后续面临一定资本支出压力以及供应链管理业务对公司的资金占用等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

跟踪期内，“齐翔转 2”大部分已完成转股，公司资本实力增强。公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 对“齐翔转 2”余额保障能力均很强。未来，随着剩余债券逐步转股，存续债券到期偿还压力有望减轻，存续债券到期不能偿还的风险很低。

未来，随着公司新建项目投产，产业链将进一步完善，公司竞争力有望提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“齐翔转 2”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 公司保持在碳四领域较强竞争优势的同时向碳三领域延伸。**跟踪期内，公司碳四产业持续扩张，在国内石油化工企业中碳四综合利用行业地位稳固，同时，随着 70 万吨/年丙烷脱氢项目初步投产，公司进入碳三产业链。
- 公司产能利用率维持较高水平，经营状况较佳。**跟踪期内，公司主要产品产能利用率和产销率维持较好水平，生产销售情况良好，经营状况较佳。
- 公司经营业绩提升，经营获现能力强。**2021 年，公司实现营业收入 348.92 亿元，同比增长 41.34%；利润总额 28.06 亿元，同比大幅增长 132.33%；经营性净现金流 20.40 亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
跟踪期内，公司控股股东、间接控股股东及实控人存在较多负面舆情。				-1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张 炯 任贵永

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

4. 公司“齐翔转2”已完成较大规模转股，资本实力增强，偿债压力减轻。截至2022年5月17日，公司发行的可转债“齐翔转2”未完成转股余额为6.80亿元，已完成转股余额超过20亿元，公司资本实力增强，存续债券余额大幅下降，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对“齐翔转2”保障能力均很强。

关注

1. 公司实际控制人及其关联企业负面舆情较多，公司存实控人变更风险。公司控股股东淄博齐翔石油化工有限公司、间接控股股东雪松实业集团有限公司以及公司实控人张劲自2021年起多次被列入被执行人名单。公司供应链业务在控股股东负面舆情影响下多次受到监管问询，需持续关注业务资金占用风险。公司多次公告控股股东筹划股权转让，若公告交易事项最终完成，将导致公司实际控制人发生变更。
2. 跟踪期内，公司及管理层多次收到监管关注及处罚，治理能力有待提升。2021年以来，公司及管理层因在内幕信息敏感期内交易、对外披露不完整等违规事项多次收到监管关注及处罚。
3. 公司盈利能力易受到宏观环境和化工行业周期性波动影响，面临安全生产风险和环保压力。经济恢复基础尚不牢固，原油价格的波动以及碳四深加工产业的上下游行业市场景气度变化均将对公司的生产经营产生较大的影响，并可能导致公司业绩出现波动。公司所处的化工行业高风险行业，且近年来化工企业安全环保压力加大，随着环保政策趋严，公司运营成本提高。
4. 跟踪期内，公司在建工程仍需一定规模自有资金投入，面临一定资本支出压力。截至2022年3月底，公司在建工程预计总投资86.10亿元，剩余投资63.52亿元，预计将于2023年底前投入。
5. 跟踪期内，公司供应链子公司非经营性占用公司往来资金规模较大。截至2021年底公司供应链子公司淄博齐翔腾达供应链有限公司（以下简称“腾达供应链”）非经营性占用公司往来资金余额为10.82亿元，联合资信将持续关注供应链管理业务对公司的资金占用风险情况。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产 (亿元)	21.43	49.08	27.62	39.95
资产总额 (亿元)	141.31	206.39	260.71	273.76
所有者权益 (亿元)	81.96	97.85	134.20	139.78
短期债务 (亿元)	33.95	53.59	50.85	57.23
长期债务 (亿元)	4.95	29.10	29.59	29.34
全部债务 (亿元)	38.90	82.69	80.44	86.57
营业收入 (亿元)	300.58	246.86	348.92	79.27
利润总额 (亿元)	7.08	12.08	28.06	6.71
EBITDA (亿元)	15.37	22.21	41.69	--
经营性净现金流 (亿元)	7.65	13.87	20.40	6.20
营业利润率 (%)	5.62	9.03	12.28	11.61
净资产收益率 (%)	7.71	10.51	18.23	--
资产负债率 (%)	42.00	52.59	48.52	48.94
全部债务资本化比率 (%)	32.19	45.80	37.48	38.25
流动比率 (%)	106.70	113.63	95.08	93.35
经营现金流动负债比 (%)	14.71	18.17	21.65	--
现金短期债务比 (倍)	0.63	0.92	0.54	0.70
全部债务/EBITDA (倍)	9.61	8.47	14.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.53	3.72	1.93	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	
资产总额 (亿元)	123.16	181.50	236.14	
所有者权益 (亿元)	68.60	84.12	119.94	
全部债务 (亿元)	33.61	82.15	76.79	
营业收入 (亿元)	80.70	68.65	129.58	
利润总额 (亿元)	5.42	12.48	24.28	
资产负债率 (%)	44.30	53.65	49.21	
全部债务资本化比率 (%)	32.88	49.41	39.03	
流动比率 (%)	68.59	88.92	72.39	
经营现金流动负债比 (%)	21.94	16.90	21.58	
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.74	0.74	

注: 1. 公司 2022 年一季度财务报表未经审计, 已将其他应付款中的有息部分纳入短期债务核算; 2. 集团类客户提供公司本部 (母公司) 财务信息, 公司本部未披露 2022 年一季度资料来源: 公司财务报告

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
齐翔转 2	AA	AA	稳定	2021/6/25	张炯 王宇飞	化工行业企业信用评级方法 V3.0.201907 / 化工行业企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
齐翔转 2	AA	AA	稳定	2019/8/21	任贵永 卢瑞	原联合信用评级有限公司化工行业信用评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

淄博齐翔腾达化工股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“公司”或“齐翔腾达”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

齐翔腾达前身为淄博齐翔腾达化工有限公司，于 2002 年 1 月 4 日经淄博市工商行政管理局批准，由山东翔发工贸股份有限公司、淄博齐翔工贸有限责任公司工会委员会代表淄博齐翔工贸有限责任公司职工持股会、临淄区南王镇国有资产经营公司、淄博齐翔工贸有限责任公司共同投资成立。2007 年 10 月，公司改组为股份有限公司。2010 年 5 月 18 日，经中国证券监督管理委员会证监许可(2010)506 号文件核准，公司采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购定价发行相结合方式向社会公众公开发行人民币普通股（A 股）6500 万股，每股面值 1 元，发行后公司总股本变更为 25956 万股；公司股票简称：齐翔腾达；股票代码：002408.SZ。后历经多次转增股本和增发等事项，截至 2015 年底，公司总股本 80691 万股。2016 年，雪松实业集团有限公司（以下简称“雪松实业”）与车成聚等 48 名自然人签订了《关于淄博齐翔石油化工集团有限公司之股权转让协议》（以下简称“协议”）。根据协议约定，雪松实业受让车成聚等 48 名自然人持有的淄博齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“齐翔集团”）80% 股权。本次交易完成后，雪松实业持有齐翔集团 80% 股权。

经过可转债转股等多次变更，截至 2021 年底，公司总股本为 284263.71 万股；齐翔集团持有公司 130521.49 万股股份，占总股本的 45.92%，系公司控股股东，自然人张劲先生为公司实际控制人（详见附件 1-1）。¹

公司主要从事石油化工深加工业务，已形成以甲乙酮和顺酐为主导，丁二烯（及顺丁橡胶）、MTBE、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯、甲基丙烯酸甲酯和丁腈胶乳等主要产品。

截至 2021 年底，公司内设审计部、行政管理部、信息中心、安全环保部、综合管理部、科学技术部、工程部、外贸部、机械动力部、供应部、销售公司、原料部、财务部、经济保卫部、人力资源部、证券部和党群工作部等多个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 260.71 亿元，所有者权益 134.20 亿元（含少数股东权益 6.31 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 348.92 亿元，利润总额 28.06 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 273.76 亿元，所有者权益 139.78 亿元（含少数股东权益 6.34 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 79.27 亿元，利润总额 6.71 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市临淄区杨坡路 206 号；法定代表人：车成聚。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

经联合资信评级的公司存续公开发行可转换公司债券为“齐翔转 2”，发行额度合计 29.90 亿元。公司发行的“齐翔转 2”自 2021 年 2 月 26 日起开始转股，转股期为 2021 年 2 月 26 日至 2026 年 8 月 19 日。“齐翔转 2”初始转股价格为人民币 8.22 元/股。

¹ 公司控股股东筹划股权转让，未来存在实控人变更可能

2021年6月3日，公司发布《关于不提前赎回齐翔转2的提示性公告》，自2021年5月10日起至2021年6月2日收盘时，公司股票收盘价已满足任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价8.22元/股的130%（含130%），即10.686元/股，已经触发《募集说明书》中约定的有条件赎回条款。公司考虑到“齐翔转2”自2021年2月26日起开始转股，转股时间较短，同时结合当前的市场情况，决定本次不行使“齐翔转2”的提前赎回权利，不提前赎回“齐翔转2”。

2021年6月19日，公司公告因权益分派将转股价格调整为7.97元/股。

2021年8月20日，公司完成“齐翔转2”第一次付息。

2021年9月18日，公司公告因2021年半年度资本公积转增股本将转股价格调整为5.69元/股。

截至2022年5月17日，“齐翔转2”债券余额为6.80亿元，募集资金已投入使用21.99亿元。

表1 公司存续债券概况

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
齐翔转2	29.90亿元	6.80亿元	2020/08/20	2026/08/20

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此

背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速²（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，但3月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前2019年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022年一季度社会消费品零售总额10.87万亿元，同比增长3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是3月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49万亿元，同比增长9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年一季度	2021年二季度	2021年三季度	2021年四季度	2022年一季度
GDP总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02

²为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为

基期计算的几何平均增长率，下同

GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和Wind数据整理

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入

5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济

运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业分析

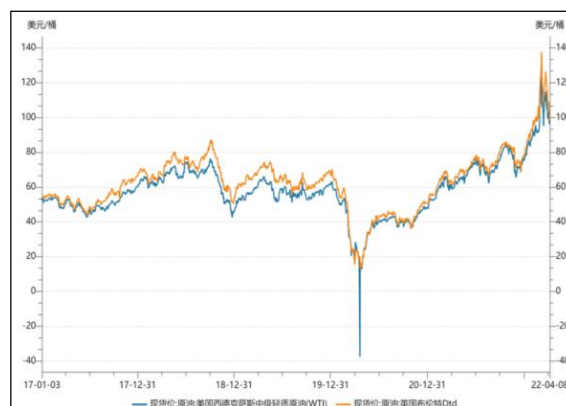
公司主要对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品，主要产品有甲乙酮、顺酐、丁二烯（及顺丁橡胶）、MTBE、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯、甲基丙烯酸甲酯和丁腈胶乳等。其中甲乙酮和顺酐产品是公司最主要产品。公司属于石油化工行业。

1. 行业概况

2021年，原油市场价格随着需求恢复并承压波动上涨趋势，并于2022年一季度进一步冲击历史高位。石化产品价格整体上涨趋势明显，甲乙酮价格持续走高，顺酐价格于2021年底冲击高位后回落。

由于石油化工产品涉及到各个领域，因此石油化工与宏观经济有较强的正相关性。2021年，全球经济持续复苏，下游需求明显回暖，国际原油价格触底反弹不断创出新高，全球石油化工行业复苏明显。2021年作为我国“十四五”规划的开局之年，经济形势整体持续稳中向好。不仅全行业经济运行业绩超预期，实现了“十四五”规划实施的良好开局，而且石化产业高质量发展也取得许多新的进步。

图1 近五年国际原油价格走势



数据来源：Wind

从原油价格走势看，2021年以来，随着全球疫情蔓延的趋缓以及货币市场流动性的扩张，终端市场需求恢复，大宗商品市场价格不断抬升，近期俄乌冲突引发的地缘政治风险，加剧了全球能源市场对原油供应的担忧，国际原油价格迅速突破100美元/桶，2022年4月初国际原油价格处于历史高位。

原油加工方面，据国家统计局数据，2021年，原油加工量突破7亿吨，达到7.03亿吨，同比增长4.3%，增速同比加快1.3个百分点；成品油产量（汽油、煤油、柴油合计，下同）3.57亿吨，同比增长7.9%，上年为下降8.1%。其中，柴油同比增长2.7%，汽油同比增长17.3%，煤油同比下降2.6%。化工生产加快。2021年，我国主要化学品生产总量同比增长约5.7%，增速较上年加快2.1个百分点；化工行业产能利用率为78.1%，同比上升3.6个百分点。主要品类看：基础化学品总量增长约6.7%，乙烯产量2825.7万吨，同比增长18.3%；合成材料总产量增长

6.9%；化肥产量基本持平，总产量（折纯，下同）5446万吨，同比增长0.8%，上年为下降0.9%。化工产品涨幅较大，2021年，在供需复苏错位、货币总量超发等因素推动下，全球能源和大宗商品价格大幅攀升，国内石油和化工产品价格上涨明显，一些主要大宗化学品价格创历史新高。

从行业效益看，2021年，全行业营收利润率为8.04%，为2010年以来最高水平，同比上升3.43个百分点，比全国规模工业高出1.23个百分点；亏损企业亏损额同比下降39.3%；全行业亏损面15.5%，同比缩小2.2个百分点；分板块看：炼油业累计实现营收和利润分别为4.4万亿元和1874.0亿元，同比分别增长30.1%和318.2%；化工行业累计实现营收和利润分别为8.7万亿元和7932.2亿元，创历史新高，同比分别增长31.1%和85.4%。

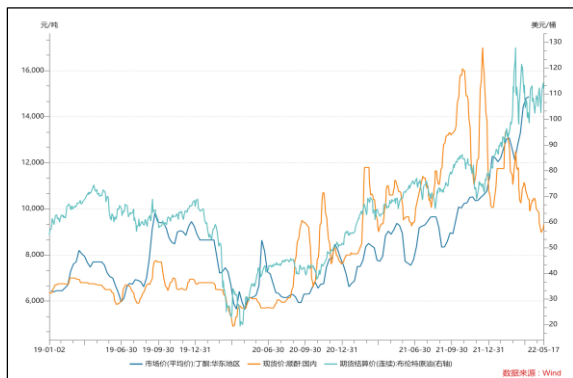
我国甲乙酮（即丁酮）产能规模较大的公司包括齐翔腾达、湖南中创化工股份有限公司和宁波金发新材料有限公司等，其中齐翔腾达产能和市场占有率领先。涉足该产品的企业都是技术较为先进，生产规模较大的大型精细化工企业，生产厂家数较少。较高的市场集中度使甲乙酮行业竞争相对理性，主要企业的议价能力和成本转嫁能力相对较强。甲乙酮作为一种性能优良、用途广泛的有机溶剂，具有优异的溶解性和干燥特性，主要用于聚氨酯树脂、PU革及人造革、粘合剂、涂料、润滑油脱蜡、油墨、磁记录材料等行业，同时还是一种重要的精细化工原料。目前，国外甲乙酮应用领域广泛，特别是用于涂料、粘合剂、润滑油脱蜡以及树脂等方面的比重较大；而我国甲乙酮主要用于涂料和粘合剂方面。近年来，我国甲乙酮国内表观消费量总体有所波动，据公开资料，截至2019年我国丁酮的表观需求量为20.1万吨³，同比下降23.3%。近年来出口有所增加，甲乙酮的净出口量从2014年的9.08万吨增长到2019年的16.79

万吨。价格方面，甲乙酮作为石油化工的下游产品，长期以来其价格走势受原油价格影响，与原油价格走势相关性很高。从近年来甲乙酮价格走势看，2019年以来甲乙酮价格走势整体波动上升，2021年内随着原油价格上升而增幅较大，2022年一季度延续了上涨趋势，2022年4月10日市场价（平均价）丁酮价格为14866元/吨，较2019年底（9240元/吨）、2020年底（7860元/吨）和2021年底（10760元/吨）分别上升60.89%、89.13%和38.16%。

顺酐作为碳四另一种重要深加工产品，又称顺丁烯二酸酐，马来酸酐等，是重要的基本有机化工原料，主要用于生产不饱和聚酯树脂、富马酸、润滑油添加剂、农用化学品、涂料、耐热苯乙烯树脂等有机中间体和专用化学品。顺酐的下游应用主要为不饱和聚酯树脂（UPR）。UPR主要用于制造人造大理石、玻璃钢等材料，广泛用于房地产行业、建材行业、新材料行业等，其他下游应用诸如化学助剂、有机酸、润滑油添加剂等。国内顺酐由于起步较晚，60%以上产能仍旧采用传统的苯氧化法工艺，生产成本、产品质量和环保压力均无法与正丁烷氧化法工艺相媲美。随着环保压力不断加大，正丁烷氧化法已形成逐步替代趋势。齐翔腾达已建成的20万吨/年产能的正丁烷氧化法制顺酐装置，成为全球产能领先的顺酐生产企业。顺酐作为石油化工的下游产品，其价格运行受石油价格影响很大，从近年来二者走势看，相关程度较高，2019年以来价格波动加大。2021年顺酐价格波动上升，并于年底道道近年来高位后，于2022年一季度快速下滑，目前仍处下行通道。2022年5月17日顺酐现货价为9320元/吨，较2019年底（6800元/吨）、2020年底（7650元/吨）和2021年底（10800元/吨）分别上升37.06%、上升21.83%和下降13.70%，2021年12月中旬价格曾经达到17000元/吨。

³ 因产品市场较小，最新公开数据未获得。

图 2 国际原油价格与 1,4-丁二醇（丁酮）、顺酐价格走势



资料来源：Wind

4. 未来发展

未来，安全环保的管控仍将是影响石油化工行业发展的重要因素之一，2022 年预计全球化工市场发展空间较大，1,4-丁二醇作为环保型溶剂应用前景广阔。

石油化工作为重要的基础化工领域，产品具有标准化和同质化特征，企业间的竞争力更多体现在生产成本的控制上，在工艺技术难以大幅突破的情况下，规模效应带来的成本优势将更为明显，企业将通过扩大规模来获得更强的竞争力。

据美国化学理事会的预测，2022 年全球化工行业将增长 3.8%，欧洲化工业委员会、德国化工协会等也都对 2022 年全球化工市场表示乐观。中央经济工作会明确：新增可再生能源和原料用能不计入能耗总量。可见，无论是国际市场还是国内需求、政策利好都为石化行业提供了更多新的发展空间。

应用领域，随国民经济的高速发展，人们对化工产品的需求将加大，而 1,4-丁二醇作为环保型溶剂，随着人们环保意识的增强和国家对环保要求的提高，或将逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂，应用前景广阔。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司总股本为 284263.71 万股；齐翔集团持有公司 130521.49 万股股份，

占总股本的 45.92%，系公司控股股东；自然人张劲先生通过雪松实业持有齐翔集团 80% 的股权，为公司实际控制人。截至 2022 年 6 月 21 日，公司控股股东齐翔集团及其一致行动人持有的公司股份中处于质押状态的股份数为 113300.95 万股，占其所持公司股份总数的 86.81%，股权质押比例高，若未来股价大幅下降或者相关质押借款无法按时偿还，公司存在实际控制人变更风险。

2. 企业规模和竞争力

公司作为国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，碳四产业链完善，在 1,4-丁二醇和顺酐产品领域具备较强竞争优势，产品进一步向碳三产业链等方向延伸。

公司是国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，已形成碳四丁烯、异丁烯、丁烷和异丁烷组分综合利用四条产品线，碳四深加工产业链完整。公司不断完善和延伸石油化工深加工业务，已形成完善的碳四深加工产业链，并往碳三产业链延伸。公司已形成以 1,4-丁二醇、顺酐为主导，丁二烯、顺丁橡胶、MTBE、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯、甲基丙烯酸甲酯、丁腈胶乳等为主要产品组合的产品结构，具备较强的整体抗风险能力。

公司是 1,4-丁二醇、顺酐的全球龙头企业，1,4-丁二醇在国内市场占有率保持 50% 左右，顺酐在国内市场占有率为 20% 左右。截至 2021 年底，公司已建成 20 万吨/年的正丁烷氧化法制顺酐装置，为全世界最大的顺酐生产企业。公司已提出在原有 1,4-丁二醇装置的基础上继续投资扩建 8 万吨/年 1,4-丁二醇项目，该项目扩建完成后，公司 1,4-丁二醇装置的设计产能将达 26 万吨/年；同时提出在原有 20 万吨/年产能的基础上继续投资扩建 20 万吨/年顺酐生产装置，建成投产后公司顺酐产能将达 40 万吨/年。

跟踪期内，公司产业链不断延伸。在碳三产业链方面，公司 70 万吨/年丙烷脱氢项目已于 2022 年一季度投产，30 万吨/年环氧丙烷项目处于在建过程中。此外，公司在丁腈胶乳和

MMA 产品的产能大幅扩张,新建的 20 万吨/年丁腈胶乳装置和 20 万吨/年 MMA 装置建成投产,成为公司 2021 年度利润增长的重要贡献点。

3. 过往债务履约情况

公司过往履约情况良好,但控股股东、间接控股股东及实控人被列入执行名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(报告编号为 2022060714195226964192),截至 2022 年 6 月 7 日,公司无不良及关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

截至报告出具日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

公司控股股东齐翔集团于 2022 年 5 月 10 日被淄博市中级人民法院列入被执行人名单;公司间接控股股东雪松实业及实控人张劲先生多次被各级法院列入被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内,公司个别董事变更,在治理结构及管理体制方面无重大变化。

公司董事会于 2021 年 12 月 24 日收到公司董事韩刚先生的书面辞职报告。韩刚先生因个人原因申请辞去公司第五届董事会董事职务。辞职后,韩刚先生将不在公司担任任何职务。2021 年及 2022 年一季度,公司未存在其他董监高人员变动,也未存在相关管理制度重大变动。

八、重大事项

跟踪期内,公司及管理层多次收到监管关注及处罚,治理能力有待提升。

2021 年 11 月 19 日,公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东收到中国证监会立案告知书的公告》称,公司接到控股股东齐翔集团通知,齐翔集团于 2021 年 11 月 17 日收到中国证券监督管理委员会(以下简称“中

国证监会”)《立案告知书》。因齐翔集团涉嫌内幕交易等违法违规行为,根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规的规定,中国证监会决定对齐翔集团进行立案调查。

2022 年 3 月 11 日,齐翔腾达发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东及相关当事人收到中国证监会<行政处罚事先告知书>的公告》称,公司接到控股股东齐翔集团通知,齐翔集团、公司董事长车成聚及相关当事人周洪秀收到中国证券监督管理委员会山东证监局(以下简称“山东证监局”)下发的《行政处罚事先告知书》(2022)2 号和《行政处罚事先告知书》(2022)3 号(以下简称“《告知书》(2022)2 号”和“《告知书》(2022)3 号”)。《告知书》(2022)2 号显示,2013 至 2015 年期间,齐翔集团借用账户买卖公司股票及转债等有价证券的行为涉嫌违反了 2005 年《中华人民共和国证券法》相关条款的规定。《告知书》(2022)3 号显示,齐翔集团、车成聚及周洪秀作为公司发行股份及支付现金购买山东齐鲁科力化工研究院有限公司股权事项的内幕信息知情人,在内幕信息敏感期内通过齐翔集团控制的账户交易公司股票的行为涉嫌违反了 2005 年《中华人民共和国证券法》相关条款。因此,山东监管局拟决定对齐翔集团给予警告,并处以 50 万元罚款;没收齐翔集团违法所得 2571368.47 元,并处以 7714105.41 元罚款;二、对车成聚给予警告,并处以 20 万元罚款;三、对周洪秀给予警告,并处以 15 万元罚款。

2022 年 4 月 23 日,齐翔腾达发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于收到行政监管措施决定书公告》称,公司近期收到山东证监局行政监管措施决定书(2022)21 号和(2022)22 号(以下简称“决定书”),《决定书》内容显示,公司存在以下违规问题:(一)对募集资金实际使用情况的披露不符合真实、准确、完整的要求。(二)对外担保未及时披露,亦未在 2020 年年度报告中披露。因此,山东证监局分别对公司采取责令改正措施的决定和对公司

董事长车成聚先生等 8 名责任人采取出具警示函措施的决定。

跟踪期内，公司及管理层因在内幕信息敏感期内交易、对外披露不完整等违规多次收到监管关注及处罚，治理能力有待提升。

跟踪期内，公司控股股东筹划股权转让，存在实控人变更风险。

因公司间接控股股东雪松控股涉及负面舆情，2022 年 2 月 11 日及 2 月 16 日，公司先后两次收到深圳证券交易所关注函，对公司公开发行可转换公司债券募集资金管理及使用、实际控制人及其旗下公司为公司提供担保、供应链管理业务等相关事项进行问询。2022 年 2 月 15 日及 2 月 24 日，公司分别就上述监管关注问题进行回复并公告。

2022 年 3 月 7 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东筹划控制权变更暨重大事项停牌的公告》称，公司接到控股股东齐翔集团及其一致行动人雪松实业通知，齐翔集团与雪松实业正在筹划公司控制权变更相关的重大事项。因上述事项尚在筹划期，交易方案仍需进一步论证和沟通协商及上报主管部门审批，经公司向深圳证券交易所申请，公司股票及可转换公司债券于 2022 年 3 月 7 日开市起停牌。

2022 年 3 月 14 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东筹划控制权变更事项的进展暨复牌公告》称，停牌期间，齐翔集团和雪松实业就公司控制权变更方案同收购方进行积极商谈。因公司于近日收到控股股东齐翔集团通知，获悉齐翔集团收到山东监管局下发的《行政处罚事先告知书》，根据相关规定，将导致齐翔集团六个月不能直接转让上市公司股权。同时，公司股票及转债自 2022 年 3 月 14 日开市起复牌。

2022 年 3 月 17 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东、实际控制人签署交易框架协议的提示性公告》称，公司于近日接到公司控股股东齐翔集团及其一致行动人雪松实业通知：齐翔集团、张劲先生、雪松实

业与 PAGAC PEARLET HOLDING PTE.LTD.

（以下简称“PAGAC”）于近日签署了《关于淄博齐翔石油化工有限公司的股权购买和融资交易框架协议》（以下简称“《框架协议》”）。根据《框架协议》的约定，PAGAC 将向雪松实业提供融资及流动性支持，并且可以要求承接雪松实业持有的齐翔集团股权（以下简称“潜在购股交易”），但《框架协议》仅就上述融资及潜在购股交易相关事宜作出了原则性安排，尤其是潜在购股交易安排并未实际发生，且在协议有效期内，是否发生该等潜在购股交易安排尚存在较大的不确定性。

2022 年 3 月 17 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于雪松实业集团有限公司所持公司控股股东股权冻结事项的公告》称，公司收到间接控股股东雪松实业通知，获悉因雪松实业等与平潭汇垠一号股权投资合伙企业其他合同纠纷一案，雪松实业持有的公司控股股东齐翔集团 3638.356 万元的股权被司法冻结，被司法冻结的股权占齐翔集团注册资本的 80%，冻结期限为三年。

2022 年 3 月 19 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东及其一致行动人股份被司法冻结和司法标记公告》称，公司控股股东齐翔集团及其一致行动人雪松实业持有的公司股份被司法冻结和司法标记的股份合计占其所持公司股份数量比例为 100%，实际需要被司法冻结和司法标记的股份合计占其所持公司股份数量比例为 86.87%。

2022 年 4 月 30 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于控股股东筹划控制权变更事项的进展公告》称，截至公告披露日，公司已配合 PAGAC 聘请的第三方中介机构完成对公司的全面尽职调查工作，并将持续配合中介机构就股份转让相关的事项做进一步资料补充。同时经公司向齐翔集团及雪松实业确认，尽管齐翔集团和公司股权存在被司法冻结、司法标记事项，交易各方一致同意根据框架协议约定共同推进潜在购股交易，交易各方尚未签署正式的股份转让协议。

如前述交易事项最终完成，将导致公司实际控制人发生变更。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入规模实现较大幅度增长，化工制造业务收入占比和毛利率均有所提高，带动公司主营业务毛利率上升。

2022年一季度，公司主营业务收入规模同比小幅下降，毛利率较上年亦有所下降。

2021年，公司实现主营业务收入345.07亿元，同比增长41.02%，主要系化工制造业务收入增加所致。化工制造和供应链管理仍是公司主营业务收入主要来源。2021年，公司实现化工制造收入152.76亿元，同比增长76.83%，主要系原油价格上涨推动甲乙酮、顺酐等主要产

品全年均价同比大幅上升，以及丁腈胶乳、MMA等产能扩大导致产销量增加所致；化工制造收入占主营业务收入的比重为44.27%，同比上升8.97个百分点。2021年，公司实现供应链管理收入192.31亿元，同比增长21.48%，主要系公司经营的大宗化工产品均价上升所致；毛利率较低的供应链管理业务在主营业务收入占比同比下降8.97个百分点。

从毛利率水平来看，2021年，公司化工制造业务毛利率为25.85%，同比提高3.79个百分点，主要系海外订单增加影响下公司产品与原料价差扩大，以及丁腈胶乳、MMA等毛利较高的产品产销量增加所致。2021年，公司供应链管理业务毛利率同比基本持平。综上，2021年，公司主营业务毛利率为12.54%，同比提高3.46个百分点，主要系化工制造业务毛利率提升及占比提高所致。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

主营业务	2019年			2020年			2021年			2022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
化工制造	94.35	31.62	15.70	86.39	35.30	22.06	152.76	44.27	25.85	42.50	53.61	19.64
供应链管理	204.02	68.38	1.11	158.31	64.70	1.99	192.31	55.73	1.96	36.78	46.39	2.45
合计	298.37	100.00	5.72	244.69	100.00	9.08	345.07	100.00	12.54	79.27	100.00	11.54

注：公司2022年一季度数据披露口径为营业收入
资料来源：公司财务报告

2022年1—3月，公司实现营业收入79.27亿元，同比下降8.89%，主要系丁腈胶乳、MMA等产品价格回落所致；主营业务毛利率为11.54%，较上年下降1.00个百分点，主要系国内部分产品价格回落同时原油价格仍处高位，价差缩减所致。

2. 化工制造

跟踪期内，随着丁腈胶乳、MMA装置扩产，以及2022年一季度丙烷脱氢装置投产，公司主要产品线产能整体扩大，产能利用率及主要产品产销率维持较高水平；公司产品定价市场化程度高，2021年以来主要产品价格持续上升。

公司化工制造业务主要为对原料碳四及碳三的深度加工，转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。从生产组织方面看，公司按

照生产计划组织生产，同时根据市场需求调整生产计划，充分满足客户需要并实现利润最大化。公司的生产装置具有柔性设计，可根据市场情况调节公司的产品结构。公司主要产品有甲乙酮、顺酐、丁二烯、顺丁橡胶、异辛烷、甲基叔丁基醚（MTBE）、丙烯、丁腈胶乳、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等，实现了碳四各组分的充分利用。

从公司主要产品线产能及生产情况看，2021年，公司正丁烷线产能稳定，异丁烷线与丁烯线产能大幅增长，主要系丁腈胶乳装置及MMA装置建成投产所致。2022年一季度，随着70万吨/年丙烷脱氢项目初步投产，公司进入碳三产业链。从产能利用率情况看，由于整体下游需求旺盛，2021年和2022年1—3月，公司正丁烷线和丁烯线均处于满产状态，异丁烷线产能利用率维持较高水平；2022年一季度由于碳三线投产

不久，未实现满产但亦处于高水平。

表 4 公司各产品生产情况明细

名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
正丁烷线	产能（万吨/年）	20.00	20.00	20.00	5.00
	产量（万吨）	22.89	23.30	24.16	5.99
	产能利用率（%）	114.45	116.50	120.80	119.80
异丁烷线	产能（万吨/年）	52.50	55.00	105.00	26.25
	产量（万吨）	49.28	41.50	83.89	18.36
	产能利用率（%）	93.87	75.45	79.90	69.94
丁烯线	产能（万吨/年）	58.00	58.00	82.00	20.50
	产量（万吨）	69.58	69.98	93.28	23.27
	产能利用率（%）	119.97	120.66	113.76	113.51
碳三线	产能（万吨/年）	0.00	0.00	0.00	4.00
	产量（万吨）	0.00	0.00	0.00	3.70
	产能利用率（%）	--	--	--	92.50

注：公司 2022 年一季度产能未作年化处理
资料来源：公司提供

从原材料采购情况看，跟踪期内，公司生产所需的原材料主要为碳四，系石油加工过程中产生的副产品。国内炼油企业一般对副产品碳四不作进一步深加工，而作为独立产品液化石油气直接对外进行销售。公司本部及全资子公司青岛思远化工有限公司分别紧邻中国石油化工集团有限公司齐鲁分公司（以下简称“中石化齐鲁分公司”）、中国石化青岛炼化化工有限责任公司等上游企业，有利于公司从周边的石化及炼化企业采购相应的碳四材料。公司与中石化齐鲁分公司等签订了长期战略合作协议，原

料碳四直接通过管道运送，供应稳定可靠且节省运输成本，此外，公司从山东省内炼厂通过汽运采购。2021 年，公司碳四采购单价同比大幅上升 49.22%，主要系随着疫情影响的逐渐减退，原油价格持续上涨推动相关下游化工品价格上升所致。随着俄乌战争爆发等因素进一步推高油价，2022 年一季度公司主要原料价格仍呈持续上升态势。同时，由于公司丁腈胶乳、MMA 等生产装置持续投产，2021 年公司碳四原料采购数量增加。跟踪期内，公司原材料采购结算方式无重大变化。

表 5 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
碳四	采购单价（元/吨）	3984.32	2924.55	4364.00	5774.00
	采购数量（万吨）	138.33	127.78	151.14	40.09
	采购金额（亿元）	55.11	37.36	65.97	23.15
丙烷	采购单价（元/吨）	3667.50	3214.43	4467.00	5678.00
	采购数量（万吨）	11.29	11.36	9.19	7.55
	采购金额（亿元）	4.14	3.65	4.11	4.29
采购量合计（万吨）		149.62	139.14	160.33	47.64
采购金额合计（亿元）		59.25	41.01	70.08	27.44

资料来源：公司提供

从产品销售方式看，公司产品根据其特点采取直销和分销相结合的方式，客户较为分散。跟踪期内，在疫情影响下境外行业内企业停工

较多，外贸订单增加，公司产品出口比例有一定增长。跟踪期内，公司销售结算方式无重大变化。2021 年，公司主要产品中，叔丁醇产量大

幅上升,但销量明显下降,产销率低主要系叔丁醇下游产品 MMA 扩产后,需求增加同时内供量增加所致;MMA 产品的扩产亦减少附加值较低的 MTBE 产品销量。公司其他主要产品产销量同比变化小。产品销售价格方面,公司产品价格以市场化定价为主,产品价格受市场供求关系、产品品质等因素影响较大,在产品定价策略上公司主要采取“一单一谈,紧跟市场,随行就市”的方式。2021 年以来,公司主要产品顺酐、甲乙酮、顺丁橡胶等销售均价随着原油等大宗商品的价格的上行而大幅走高。2021 年,公司投资建设的丁腈胶乳装置建成投产后与蓝帆医疗股份有限公司、金发科技股份有限公司、英科

医疗科技股份有限公司等下游客户形成长期合作关系,受新冠疫情的影响,医用丁腈手套的需求仍维持高位,但由于 2020 年疫情初期丁腈胶乳价格非理性炒作价格过高,2021 年市场价格回归,因此售价大幅下滑 48.94%。

2022 年一季度,随着原油等大宗商品价格持续处于高位,以及国内环保压力加大,“限塑令”的逐步实施,公司主要产品顺酐、甲乙酮等价格保持增长,但同期丁腈胶乳产品售价较上年进一步大幅下降 42.17%,主要系海外市场出口需求增速放缓,下游手套工厂开工率低导致产能阶段性过剩以及价格回归理性所致。

表 6 公司主要产品生产和销售情况明细

名称	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
顺酐	产量(万吨)	22.91	23.30	24.18	5.99
	销量(万吨)	23.14	23.26	24.09	6.06
	销售均价(元/吨)	5741.97	5730.04	9443.80	10452.56
	产销率(%)	101.00	99.83	99.63	101.17
MTBE	产量(万吨)	21.91	11.46	13.46	5.45
	销量(万吨)	22.14	7.78	3.64	2.52
	销售均价(元/吨)	4941.59	3609.30	5332.65	6648.13
	产销率(%)	101.05	67.89	27.04	46.23
叔丁醇	产量(万吨)	16.05	21.43	36.91	6.33
	销量(万吨)	12.99	11.00	6.67	1.77
	销售均价(元/吨)	4196.82	3543.79	5452.40	5488.79
	产销率(%)	80.93	51.33	18.07	27.96
丙烯	产量(万吨)	13.84	16.62	14.58	7.42
	销量(万吨)	13.21	16.67	14.59	6.76
	销售均价(元/吨)	6498.15	6012.25	6986.72	7242.15
	产销率(%)	95.45	100.30	100.07	91.10
甲乙酮	产量(万吨)	25.07	28.30	26.04	7.92
	销量(万吨)	24.69	27.61	25.88	8.13
	销售均价(元/吨)	6556.72	6070.00	7690.00	10431.00
	产销率(%)	98.48	97.56	99.39	102.65
丁二烯	产量(万吨)	9.95	9.25	9.89	2.08
	销量(万吨)	3.08	0.22	0.13	0.08
	销售均价(元/吨)	8995.02	7889.32	9230.00	6289.00
	产销率(%)	30.95	2.38	1.31	3.85
顺丁橡胶	产量(万吨)	6.76	8.33	8.58	2.04
	销量(万吨)	6.68	8.15	8.85	2.02
	销售均价(元/吨)	9744.41	7662.00	11248.00	11873.00
	产销率(%)	98.81	97.84	103.15	99.02
异辛烷	产量(万吨)	27.80	24.10	26.62	7.46

	销量(万吨)	27.30	23.67	26.86	7.29
	销售均价(元/吨)	4572.81	3416.15	4950.00	6704.00
	产销率(%)	98.20	98.22	100.90	97.72
丁腈胶乳	产量(万吨)	0.00	1.39	22.15	3.77
	销量(万吨)	0.00	1.06	21.77	4.27
	销售均价(元/吨)	/	18564.69	9478.33	5481.35
	产销率(%)	/	76.26	98.28	113.26
MMA	产量(万吨)	0.00	2.88	15.10	1.93
	销量(万吨)	0.00	2.85	14.92	1.78
	销售均价(元/吨)	/	10271.00	11403.00	10738.00
	产销率(%)	/	99.22	98.81	92.23
产量合计(万吨)		144.29	147.06	197.49	50.39
销量合计(万吨)		133.23	122.27	147.40	40.68

注: 1.销售价格为不含税价格; 2.丁腈胶乳和 MMA 为公司 2020 年新增产品
资料来源: 公司提供, 联合资信整理

公司属于精细化工产品制造企业, 公司生产所需部分原料、产品为危险化学品, 生产工艺流程复杂, 在生产、运输过程中存在一定的安全风险。同时, 国家环境保护力度不断加强, 环保政策日益完善, 环境污染治理标准将会日趋严格, 政府对化工生产企业提出了更高的环保要求, 行业内环保治理成本也随之增加。跟踪期内, 公司未出现重大安全环保事故和环保处罚。

3. 供应链管理业务

跟踪期内, 公司供应链管理板块收入同比上升, 在控股股东负面舆情影响下公司多次受到监管问询, 联合资信将持续关注公司业务资金占用风险。

供应链管理板块作为公司新兴业务, 已成为公司化工制造外的重要业务板块。公司全资子公司淄博齐翔腾达供应链有限公司(以下简称“腾达供应链”)及其下属子公司通过提供全产业链的供应链服务, 为客户提供包括信息流、物流、资金流等多项综合服务在内的供应链服务方案。2021 年, 公司实现供应链管理收入 192.31 亿元, 同比增长 21.48%, 主要系公司经营的大宗化工产品均价上升所致。2022 年 1-3 月, 公司实现供应链管理收入 36.78 亿元。

公司供应链管理的主要商品为甲醇、乙二醇、苯乙烯、PTA 等大宗化工品。2021 年, 公司供应链子公司腾达供应链收购 Granite Capital

SA(以下简称“境外供应链公司”)剩余 49% 股权后, 利用境外供应链公司在行业细分产品市场中的贸易规模和市场占有率方面具有的较高地位开展业务, 海外供应链管理业务利润贡献占比高。结算方面, 公司与境内外供应商、客户结算方式为款到发货或货到付款。公司境外供应链公司大部分是采用国际银行签发的信用证实现收付和结算, 少量业务通过支票结算、银行转账等方式完成。如果买方符合公司的信用政策, 在综合考虑收益回报的基础上, 也可能会获得一定的账期。

因公司控股股东雪松控股信托产品出现兑付负面舆情, 2021 年 2 月及 2022 年 5 月, 深圳证券交易所关注函中多次关注公司供应链管理业务的定价政策、结算模式、信用政策、实物流转、资金流转等具体情况, 公司回复确认公司控制了整个交易过程, 掌握了对货物的控制权, 交易具有商业实质, 业务交易货款已按采购/销售合同约定账期实现回款, 不存在为客户垫资的情况。此外, 公司核查确认腾达供应链及其子公司同雪松控股信托产品涉及的融资方上海融益金属材料有限公司(以下简称“上海融益”)发生过交易, 交易具有商业实质, 交易涉及的款项均已按合同约定结清, 未发生逾期情形, 并确认供应链管理业务主要为化工类产品的贸易, 不涉及应收账款质押、保理等业务, 不存在作为信托或理财产品底层资产的情形。

根据公司年度关联方资金占用专项审计报告，截至 2021 年底公司供应链子公司腾达供应链非经营性占用公司往来资金余额为 10.82 亿元，联合资信将持续关注供应链管理业务对公司的资金占用风险情况。

4. 经营效率

公司经营效率一般。

2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 10.46 次、31.23 次和 1.49 次，分别同比下降 0.23 次，提高 3.87 次和提高 0.07 次，主要系公司收入规模扩大所致。公司存货周转次数和总资产周转次数在同行业中处于较高水平，但供应链业务占款导致应收账款周转率低。

表 8 2021 年公司与同行业经营效率对比（单位：次）

主体名称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
卫星化学股份有限公司	56.21	8.61	0.70
北方华锦化学工业股份有限公司	216.93	8.35	1.28
公司	14.80	31.23	1.49

注：为便于同行业对比，表中数据均来自 Wind，数据或与本报告有差异
资料来源：Wind

5. 原材料供应商及客户集中度情况

跟踪期内，公司采购集中度一般，销售集中度低。

从供应商集中度看，2021 年，公司前五名供应商合计采购金额 88.57 亿元，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为 27.33%；采购集中度一般。

从销售集中度看，2021 年，公司前五名客户合计销售金额 42.30 亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 12.12%，整体销售集中度低。

6. 在建工程

跟踪期内，公司依托现有产业基础，进一步完善和延伸碳三及碳四产业链，扩充主要产品产能；在建工程仍需一定规模自有资金投入，公司面临一定资本支出压力。

公司在继续发挥现有甲乙酮、顺酐、MTBE 产品竞争优势的基础上，重点关注高附加值的精细化工产品与化工新材料，依托现有产业基础，进一步延伸碳四产业链的长度。截至 2022 年 3 月底，公司在建工程主要由 30 万吨/年环氧丙烷、20 万吨/年异壬醇项目、10 万吨/年 PMMA 项目等构成。截至 2022 年 3 月底，公司在建工程预计总投资 86.10 亿元，剩余投资 63.52 亿元，预计将于 2023 年底前投入。跟踪期内，虽然公司丙烷脱氢项目、丁腈胶乳产能扩建等重大项目已投产，少量项目公司预计将申请贷款以支持项目建设，但公司将用自有资金建设多数项目，仍面临一定资本支出压力。具体情况如下表所示。

表 7 截至 2022 年 3 月底公司主要在建工程情况

序号	在建工程	预计投产时间	预计总投资（亿元）	已投资（亿元）	预计 2022 年 4—12 月投资额（亿元）	预计 2023 年投资额（亿元）	资金来源
1	30 万吨/年环氧丙烷项目	2022 年 8 月	37.55	12.43	19.49	5.63	贷款
2	20 万吨/年顺酐扩建项目	2022 年 6 月	11.41	3.25	6.45	1.71	自有资金及贷款
3	甲乙酮装置改扩建项目二期（300# 四线）	2022 年 4 月	0.88	0.18	0.62	0.09	自有资金
4	20 万吨/年异壬醇项目及配套设施	2023 年内	17.99	3.55	1.20	13.23	自有资金
5	6 万吨/年危废处置项目	2022 年内	2.09	1.11	0.77	0.21	自有资金
6	10 万吨/年 PMMA 项目	2023 年内	10.80	1.13	0.10	9.57	自有资金
7	20 万吨/年丁二烯抽提项目	2022 年 12 月	3.73	0.15	2.08	1.49	自有资金
8	环保治理技术改造项目	2022 年 12 月	0.44	0.40	0.04	0.00	自有资金
9	氢能源改造提升项目	2022 年 12 月	1.21	0.38	0.22	0.61	自有资金
合计	--	--	86.10	22.58	30.97	32.55	--

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司未来发展战略明确，跟踪期内未发生重大变化。

公司将坚持稳健的经营战略，在碳四产业链稳步发展的基础上，加速推进第四个六年发展规划的完成，开始布局第五个六年新规划，在高附加值的精细化工品及化工新材料领域专业化经营，实施高壁垒，一体化、多元化的发展战略，努力构建“结构优化、技术高端、链条完整、绿色低碳”的现代化化工生产体系。

公司计划构建原料来源多元化体系，争取逐步打通国际原料的采购与贸易环节；完善中游工厂生产一体化，完备与加强碳四产业链的产业布局，加强巩固公司在甲乙酮，顺酐等龙头产品上的市场地位，投资建设丙烷脱氢及环氧丙烷项目，实现了业务从碳四领域向碳三领域的横向拓展，产业版图进一步扩张；布局下游异壬醇等高端化和精细化产品。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2021 年财务报告经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计结论。公司提供的 2022 年一季度财务数据未经审计。

截至 2021 年底，公司纳入合并范围的子公司共 22 家，较上年底增加 1 家，减少 1 家。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 20 家，较上年底减少 2 家。整体看，公司

合并范围变化对公司财务数据影响不大，可比性强。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 260.71 亿元，所有者权益 134.20 亿元（含少数股东权益 6.31 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 348.92 亿元，利润总额 28.06 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 273.76 亿元，所有者权益 139.78 亿元（含少数股东权益 6.34 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 79.27 亿元，利润总额 6.71 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额保持增长，流动资产中货币资金和应收账款占比高，货币资金受限比例高；存货规模增幅大且具有一定跌价风险。非流动资产中固定资产和在建工程占比高，与生产企业特性相符。整体看，公司资产质量好。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 260.71 亿元，较上年底增长 26.32%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 34.37%，非流动资产占 65.63%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比较上年底上升较快。

流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产总额为 89.60 亿元，较上年底增长 3.26%。公司流动资产主要由货币资金（占 29.05%）、应收票据（占 16.32%）、应收账款（占 29.36%）、存货（占 13.33%）和其他流动资产（占 5.28%）构成。

表 9 2020 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	86.77	42.04	89.60	34.37	94.09	34.37
货币资金	35.24	40.62	26.03	29.05	25.71	27.32
应收票据	2.69	3.10	14.62	16.32	14.21	15.10
应收账款	20.84	24.02	26.30	29.36	27.39	29.11
存货	7.60	8.76	11.95	13.33	13.82	14.69
其他流动资产	0.27	0.31	4.73	5.28	2.20	2.34
非流动资产	119.62	57.96	171.11	65.63	179.66	65.63
固定资产（合计）	55.78	46.63	71.64	41.87	97.96	54.52
在建工程（合计）	21.29	17.80	43.63	25.50	27.03	15.05
无形资产	16.20	13.54	14.81	8.66	15.16	8.44

商誉	10.35	8.65	10.04	5.87	10.04	5.59
其他非流动资产	11.79	9.86	23.93	13.98	19.52	10.86
资产总额	206.39	100.00	260.71	100.00	273.76	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2021 年底，公司货币资金 26.03 亿元，较上年底下降 26.15%，主要系 2020 年发行可转债基数较高以及在建项目较多占用资金所致。货币资金中有 13.05 亿元受限资金，受限比例为 50.16%，主要为信用证、银行承兑汇票保证金，受限比例高。

截至 2021 年底，公司应收票据 14.62 亿元，较上年底大幅增长 443.60%，主要系期末公司已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期的部分应收票据恢复至应收票据所致。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 26.30 亿元，较上年底增长 26.21%，主要系新产能释放销售规模增大；公司供应链管理业务调整部分贸易产品品类，进一步严格下游客户筛选标准，重点选择与国企合作，适当延长账期所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 1.09 亿元，计提比例为 3.97%；应收账款前五大欠款方合计金额为 5.77 亿元，占比为 21.05%，集中度较低。

截至 2021 年底，公司存货 11.95 亿元，较上年底增长 57.23%，主要系原材料、产品价格上涨以及产能扩张导致原材料、产品等库存增加所致。2021 年底公司共计提存货跌价准备 0.11 亿元，计提比例为 0.89%。存货以库存商品（5.31 亿元）和原材料（5.25 亿元）为主。公司存货主要为化工业务板块生产所需的原材料及库存商品，受原油价格波动影响大，面临一定存货跌价风险。

截至 2021 年底，公司其他流动资产 4.73 亿元，较上年底的 0.27 亿元大幅增加，主要系公司进行的掉期业务所支付的美元资产增加所致。

非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 171.11 亿元，较上年底增长 43.05%，主要系固定资产及在建工程增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（合计）（占 41.87%）、在建工程（合计）（占 25.50%）、无形资产（占 8.66%）、

商誉（占 5.87%）和其他非流动资产（占 13.98%）构成。

截至 2021 年底，公司固定资产（合计）71.64 亿元，较上年底增长 28.44%，主要系 20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）项目二期、20 万吨/年丁腈胶乳项目二期等完工转固所致。固定资产主要由通用设备、专用设备和房屋及建筑物构成，累计计提折旧 45.33 亿元；固定资产成新率 61.15%，成新率一般。

截至 2021 年底，公司在建工程（合计）43.63 亿元，较上年底大幅增长 104.93%，主要系 70 万吨/年丙烷脱氢及下游 30 万吨/年环氧丙烷等项目推进所致。

截至 2021 年底，公司无形资产 14.81 亿元，较上年底下降 8.54%。

截至 2021 年底，公司商誉 10.04 亿元，较上年底下降 3.03%。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产 23.93 亿元，较上年底增长 102.98%，主要系预付新项目工程设备及催化剂款、到货未用催化剂增加所致。

截至 2021 年底，公司受限资产 42.34 亿元，占总资产比重为 16.24%，受限资产占比一般。

表 10 截至 2021 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	13.05	主要为信用证、银行承兑汇票保证金
应收票据	13.71	质押开立银行承兑汇票、已贴现或背书未终止确认的承兑票据
存货	0.18	贸易融资抵押
固定资产	2.94	MMA 项目借款提供抵押
无形资产	2.11	MMA 项目和华利借款提供质押
应收款项融资	0.53	质押开立银行承兑汇票
长期股权投资	8.31	齐翔华利 51% 股权用于长期借款提供质押
在建工程	1.51	环氧丙烷欧元贷款担保
合计	42.34	--

注：齐翔华利新材料有限公司简称齐翔华利
资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 273.76 亿元，较上年底增长 5.01%。其中，流动资产占 34.37%，非流动资产占 65.63%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，公司存货 13.82 亿元，较上年底增长 15.71%，主要系新建项目原料及产品增加所致；截至 2022 年 3 月底，公司其他流动资产 2.20 亿元，较上年底下降 53.54%，主要系部分掉期业务到期，保证金减少所致。截至 2022 年 3 月底，公司固定资产（合计）97.96 亿元，较上年底增长 36.73%；截至 2022 年 3 月底，公司在建工程（合计）27.03 亿元，较上年底下降 38.04%，主要系 70 万吨/年丙烷脱氢项目等转固所致。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益合计 134.20 亿元，较上年底增长 37.15%，主要系可转债转股导致股本和资本公积增长及利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.30%，少数股东权益占比为 4.70%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 21.18%、24.72%、-0.05% 和 42.63%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 139.78 亿元，较上年底增长 4.16%，结构变化不大。

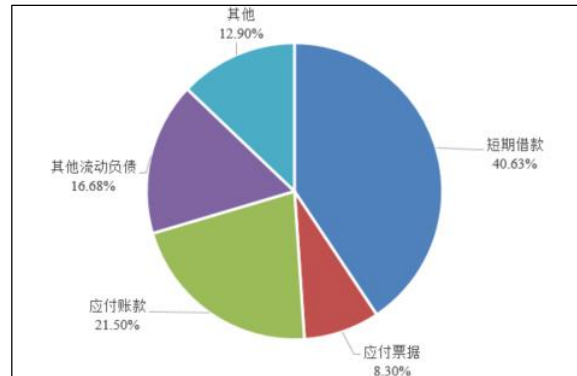
负债

跟踪期内，公司有息债务小幅下降，整体债务负担一般，公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

截至 2021 年底，公司负债总额 126.50 亿元，较上年底增长 16.55%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 74.49%，非流动负债占 25.51%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 94.24 亿元，较上年底增长 23.40%，主要系其他流动负债增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图3 截至2021年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2021 年底，公司短期借款 38.29 亿元，较上年底下降 11.99%，主要系经营收益增加、短期融资减少所致。

截至 2021 年底，公司应付票据 7.82 亿元，较上年底增长 7.97%，均为银行承兑汇票。

截至 2021 年底，公司应付账款 20.26 亿元，较上年底增长 25.71%，主要系新建项目应付款增加所致。应付账款账龄以 1 年以内为主。公司应付账款主要为原材料采购货款（7.99 亿元）和工程设备款（6.97 亿元）。其中，账龄超过 1 年的重要应付账款为 0.48 亿元，占比很低，综合账龄短。

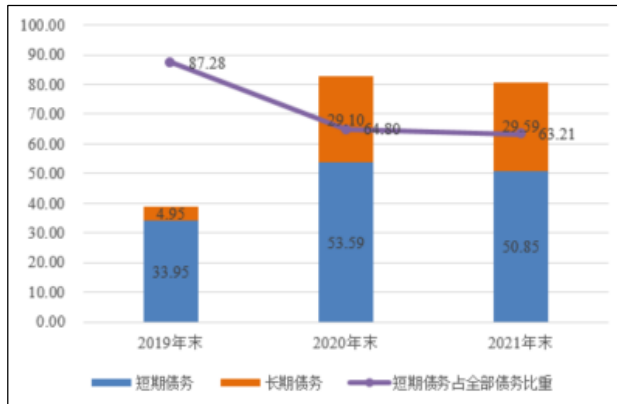
截至 2021 年底，公司其他流动负债 15.72 亿元，较上年底大幅增加 15.47 亿元，主要系已背书未终止确认的应收票据转回 11.98 亿元和掉期业务增加 3.50 亿元所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债 32.27 亿元，较上年底基本持平。公司非流动负债主要由长期借款（占 73.20%）、应付债券（占 18.26%）和递延收益（占 5.36%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 23.62 亿元，较上年底大幅增长 448.72%，主要系增加 MMA 产能扩建项目银团借款及外资借款所致。公司长期借款主要由抵押借款（22.15 亿元）和质押借款（3.38 亿元）构成。

截至 2021 年底,公司应付债券 5.89 亿元,较上年底下降 76.24%,主要系可转债转股所致。

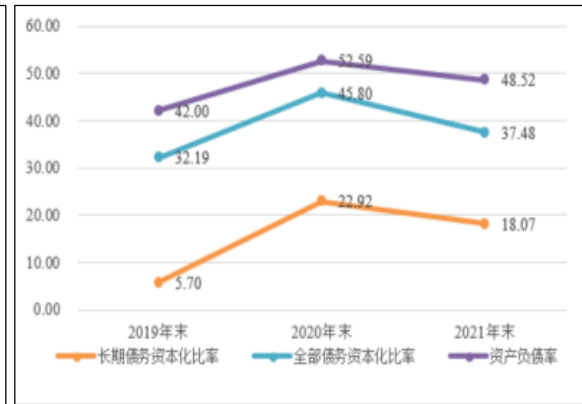
图 4 2019 - 2021 年末公司债务结构 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2021 年底, 公司递延收益 1.73 亿元, 较上年底下降 5.93%, 主要为政府补助。

图 5 2019 - 2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

有息债务方面, 截至 2021 年底, 公司全部债务 80.44 亿元, 较上年底下降 2.72%。债务结构方面, 短期债务占 63.21%, 长期债务占 36.79%, 以短期债务为主, 其中, 短期债务 50.85 亿元, 较上年底下降 5.11%; 长期债务 29.59 亿元, 较上年底增长 1.67%。从债务指标来看, 截至 2021 年底, 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 48.52%、37.48% 和 18.07%, 较上年底分别下降 4.07 个百分点、下降 8.32 个百分点和下降 4.85 个百分点。公司债务负担一般。

截至 2021 年底, 公司全部债务中还款期在 1 年以内的债务金额较大, 以银行借款、短期应付票据和应付债券为主。

表 11 2021 年底公司未来债务还款期限统计

(单位: 亿元)

还款期限	债务金额
1 年以内	56.74
1~2 年	7.87
2~5 年	11.67
5 年以上	4.16
合计	80.44

注: 假设可转债全部在 1 年以内回售。

资料来源: 公司提供

截至 2022 年 3 月底, 公司负债总额 133.97 亿元, 较上年底增长 5.91%, 其中流动负债占 75.24%, 较上年底变化小。截至 2022 年 3 月底,

公司应付票据 10.58 亿元, 较上年底增长 35.28%, 主要系票据支付新项目设备及工程款增加所致。截至 2022 年 3 月底, 公司全部债务 86.57 亿元, 较上年底增长 7.62%。债务结构方面, 短期债务占 66.11%, 长期债务占 33.89%, 以短期债务为主, 其中, 短期债务 57.23 亿元, 较上年底增长 12.55%, 主要系应付票据等增加所致; 长期债务 29.34 亿元, 较上年底基本持平。从债务指标来看, 截至 2022 年 3 月底, 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 48.94%、38.25% 和 17.35%, 较上年底变化很小。

4. 盈利能力

2021 年, 公司收入及利润实现较大幅度的增长, 管理费用及研发费用占比较高, 费用控制能力强。随着公司加工价差的走阔, 以及新增毛利高的产品产能, 2021 年公司盈利指标同比提升。2022 年一季度公司收入和利润同比均有所回落。

2021 年, 公司实现营业收入 348.92 亿元, 同比增长 41.34%; 营业成本 305.18 亿元, 同比增长 36.27%; 2021 年, 营业利润率为 12.28%, 同比提高 3.26 个百分点, 主要系新产能的释放, 产品价格持续走高, 产品与原料价差扩大, 同时存在上年同期受疫情影响效益较差的因素。

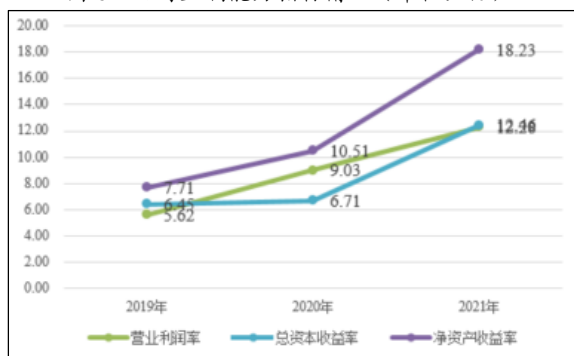
2021年，公司费用总额为13.84亿元，同比增长47.75%，主要系研发费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为9.08%、31.73%、41.80%和17.39%，以管理费用和研发费用为主。其中，销售费用为1.26亿元，同比增长35.57%，主要系销售人员薪酬和股权激励增加所致；管理费用为4.39亿元，同比增长9.49%；研发费用为5.79亿元，同比大幅增长113.33%，主要系研发投入增加所致；财务费用为2.41亿元，同比增长40.12%，主要系利息支出增加所致。2021年，公司期间费用率为3.97%，同比提高0.17个百分点，公司费用控制能力强。

非经常性损益方面，2021年，公司实现投资收益、其他收益和资产处置收益和营业外收支规模小，对利润影响小。

受上述因素影响，2021年，公司利润总额28.06亿元，同比大幅增长132.33%，主要系产品均价提高以及产能扩大所致，同时存在上年同期受疫情影响效益较差的因素。

2021年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为12.46%和18.23%，同比分别提高4.76个百分点、提高7.72个百分点。

图6 公司盈利能力指标情况(单位: %)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与所选公司比较，公司销售毛利率较低，总资产报酬率和净资产收益率均处于中等偏上水平。从行业看，公司整体盈利水平较高。

表12 2021年同行业公司盈利情况对比(单位: %)

主体名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
卫星化学股份有限公司	31.72	18.45	36.41

北方华锦化学工业股份有限公司	20.91	4.73	6.43
公司	12.54	12.85	21.98

注：为便于比较，数据均为Wind口径

资料来源：Wind

2022年1—3月，公司实现营业收入79.27亿元，同比下降8.89%，主要系丁腈胶乳、MMA等产品价格回落所致；2022年1—3月，实现利润总额6.71亿元，同比下降18.61%，主要系国内部分产品价格回落同时原油价格仍处高位，价差缩减所致。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流入量增幅较大，投资活动现金净流出规模亦增幅较大。考虑到未来在建工程的持续投入，公司仍存较大的筹资需求。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入354.46亿元，同比增长41.94%；经营活动现金流出334.05亿元，同比增长41.64%。2021年，公司经营活动现金净流入20.40亿元，同比增长47.07%，主要系新产能的释放及产品价格上涨导致销售商品收到的现金增幅大于购买原材料等支付的现金增幅所致。2021年，公司现金收入比为100.42%，同比提高0.38个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入26.26亿元，同比大幅增长185.92%；投资活动现金流出77.48亿元，同比增长86.77%。2021年，公司投资活动现金净流出51.23亿元，同比增长58.58%，主要系对外投资及新项目建设导致投资活动现金流出增加所致。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-30.82亿元，净流出额同比增长67.25%，筹资需求大幅增加。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入108.34亿元，同比下降14.96%；筹资活动现金流出79.06亿元，同比下降24.51%。2021年，公司筹资活动现金净流入29.28亿元，同比增长29.23%，主要系本期收到到期保证金金额大于支付的保证金金额以及偿还债务支付的现金同比减少所致。

表 13 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入量	354.46/62.88	354.46	82.46
经营活动现金流量净额	13.87	20.40	6.20
投资活动现金流量净额	-32.30	-51.23	-10.29
筹资活动现金流量净额	22.65	29.28	1.68
筹资活动前现金流	-18.43	-30.82	-4.09

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 2022 年 1—3 月, 公司经营实现经营活动现金净流入 6.20 亿元, 同比下降 11.14%, 主要系利润较 2021 年同期下降所致。2022 年 1—3 月, 公司实现投资活动现金净流出 10.29 亿元, 同比增长 35.98%, 主要系新项目投资增加所致。2022 年 1—3 月公司实现筹资活动现金净流入 1.68 亿元, 同比下降 79.63%, 主要系较去年同期融资减少, 2021 年同期银团借款到账所致。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现良好; 同时考虑到公司的行业地位和综合实力, 以及跟踪期内经营状况, 公司整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	113.63	95.08
	速动比率 (%)	103.68	82.40
	经营现金流动负债比 (%)	18.17	21.65

表 15 截至 2022 年 3 月底公司重大诉讼仲裁事项

诉讼 (仲裁) 基本情况	涉案金额 (万元)	诉讼 (仲裁) 进展
公司于 2017 年 9 月接到天津市滨海新区人民法院传票, 原告夏军伟以公司在与夏军伟等人股权转让过程中权益受到侵害为由向天津市滨海新区人民法院提起诉讼。诉讼请求: 判决被告承担违约责任, 赔偿原告因其不履行《股权转让协议》约定的义务给原告造成的 1629.14 万元损失。一审过程中, 原告于 2019 年 6 月 17 日提出撤诉申请, 申请撤回起诉。并于 2022 年 1 月重新以公司在与夏军伟等人股权转让过程中的股权转让纠纷为案由向天津自由贸易实验区人民法院提起诉讼。诉讼请求: 1、要求被告赔偿股权损失 840 万元 (以评估价值为准); 2、承担本案诉讼费用。	840.00 (以评估价值为准)	公司就此案提出管辖权异议, 2022 年 1 月 18 日, 天津自由贸易实验区人民法院已驳回本公司的管辖权异议上诉, 截止公司 2022 年一季报披露日, 案件尚未判决。
公司于 2018 年 10 月 31 日接到上海知识产权法院传票, 原告上海华谊丙烯酸有限公司 (以下简称“上海华谊”) 以侵害技术秘密向上海知识产权法院提起诉讼。诉讼请求: 要求汪青海、齐翔华利、齐翔腾达停止侵权、共同赔偿经济损失及案件支出合理费用 5000 万元。2020 年 4 月 8 日, 原告上海华谊撤回前述起诉, 并基于同一案由重新分案提起两起诉讼, 诉讼请求为要求汪青海、	5000.00	前述相关方分别于 2021 年 9 月 10 日、2022 年 3 月 11 日在法院的调解下进行和解。截止公司 2022 年一季报披露日, 案件仍处于和解阶段。

	现金短期债务比 (倍)	0.92	0.54
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	22.21	41.69
	全部债务/EBITDA (倍)	3.72	1.93
	EBITDA 利息倍数 (倍)	8.47	14.14
	经营现金/利息支出 (倍)	5.29	6.92

注: 经营现金指经营活动现金流量净额, 下同

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看, 截至 2021 年底, 公司流动比率与速动比率分别由上年底的 113.63% 和 103.68% 下降至 95.08% 和下降至 82.40%, 主要系流动资产中货币资金减少所致。截至 2021 年底, 公司经营现金流动负债比率为 21.65%, 同比提高 3.48 个百分点。截至 2022 年 3 月底, 公司现金短期债务比为 0.70 倍, 总体上看, 公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看, 2021 年, 公司 EBITDA 利息倍数由上年的 8.47 倍提高至 14.14 倍; 公司全部债务/EBITDA 由上年的 3.72 倍下降至 1.93 倍。整体看, 公司长期债务偿债能力很强。

截至 2021 年底, 公司在银行授信总额度为 94.39 亿元, 尚未使用额度为 27.73 亿元, 公司间接融资渠道尚可; 另外公司为上市公司, 具备直接融资渠道。综合看, 公司融资渠道较畅通。

截至 2021 年底, 公司无重大对外担保。

截至 2022 年 3 月底, 公司重大未决诉讼如下表, 公司涉诉金额规模小, 或有负债风险低。

齐翔华利、山东易达利、齐翔腾达、中国化学赛鼎宁波工程有限公司停止侵权，共同赔偿案件支出合理费用每案 36.57 万元。2021 年 6 月 24 日，公司收到（2021）沪知民初 805 号案的立案（与此前已立案的两起案件为同一案由）以及该案第一次庭前会议通知，定于 2021 年 9 月 10 日召开第一次庭前会议。

资料来源：公司财务报告

7. 母公司财务分析

母公司资产以非流动资产为主，负债以流动负债为主，债务负担较轻，利润和经营性净现金流规模较大。

截至2021年底，母公司资产总额236.14亿元，较上年底增长30.11%，主要系丁腈胶乳、MMA、丙烷脱氢、环氧丙烷等新建项目投资增加，固定资产、在建工程等增加所致。其中，流动资产占比26.20%，非流动资产占比73.80%。截至2021年底，母公司所有者权益为119.94亿元，较上年底增长42.59%，主要系可转债转股导致股本和资本公积增长及利润累积所致。截至2021年底，母公司负债总额116.20亿元，较上年底增长19.33%，主要系其他应付款、其他流动负债和长期借款增加所致。其中，流动负债占比73.56%；母公司2021年资产负债率为49.21%，较2020年下降4.44个百分点。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率39.03%。

2021年，母公司营业收入为129.58亿元，利润总额为24.28亿元。同期，母公司投资收益为-0.03亿元。2021年，公司母公司经营活动现金流净额为18.45亿元，投资活动现金流净额-48.74亿元，筹资活动现金流净额30.91亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA均对存续债券保障能力很强，考虑到公司存续债券为可转债且已进入转股期，未转股余额规模不大，未来随着债券转为公司股票，存续债券到期偿还压力将逐步减轻，存续债券到期不能偿还的风险很低。

截至2022年5月15日，公司存续债券为本次跟踪的“齐翔转2”，2026年8月20日到期，余额6.80亿元（以下简称“未来待偿债券本金峰值”）。

截至2022年3月底，公司现金类资产39.95亿元，为未来待偿债券本金峰值的5.87倍，对存续债券保障能力很强。2021年EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为未来待偿债券本金峰值的6.13倍、52.09倍和3.00倍，均对存续债券保障能力很强。

表 16 公司存续债券偿还能力指标

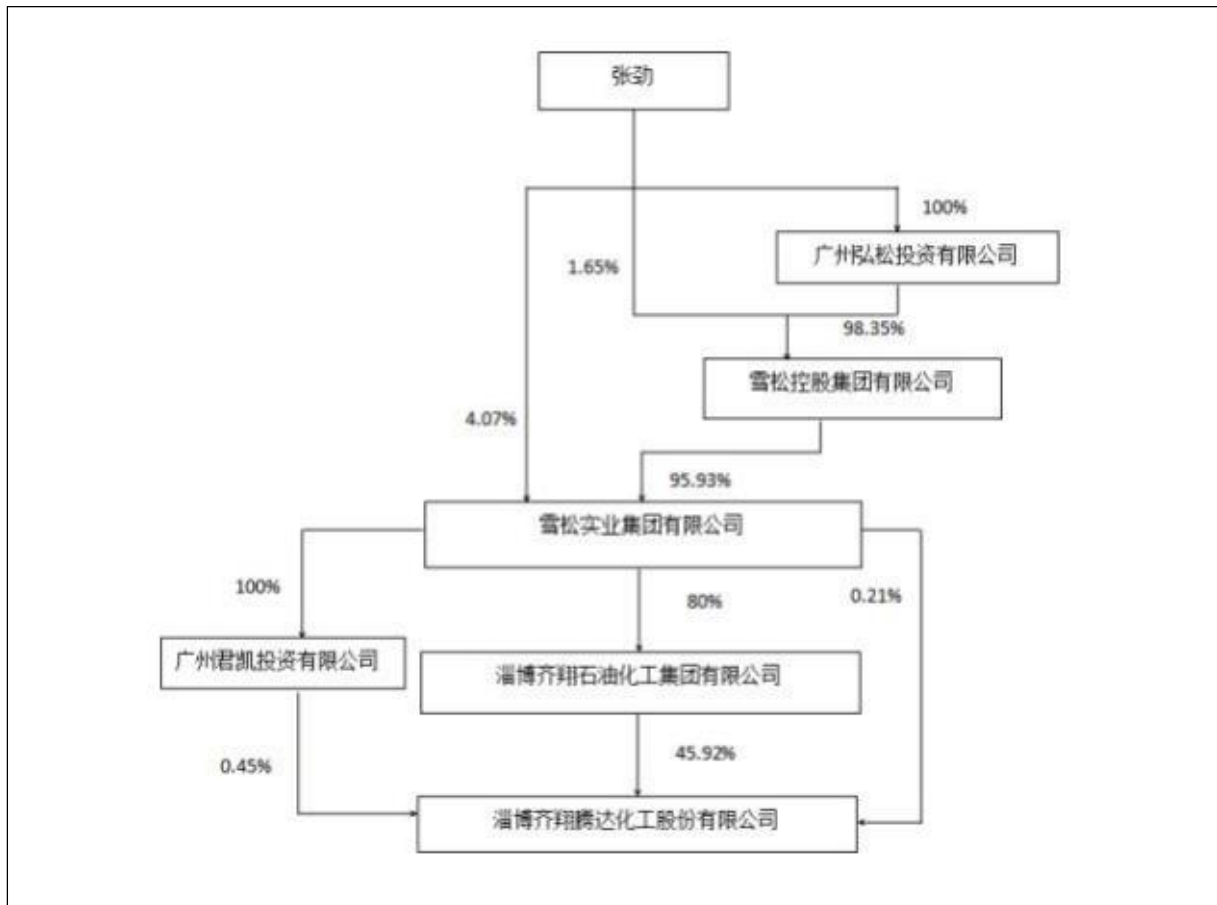
项目	2020年	2021年	2022年3月
EBITDA 偿债倍数（倍）	3.26	6.13	--
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	36.70	52.09	--
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	2.04	3.00	--
现金类资产偿债倍数（倍）	7.21	4.06	5.87

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

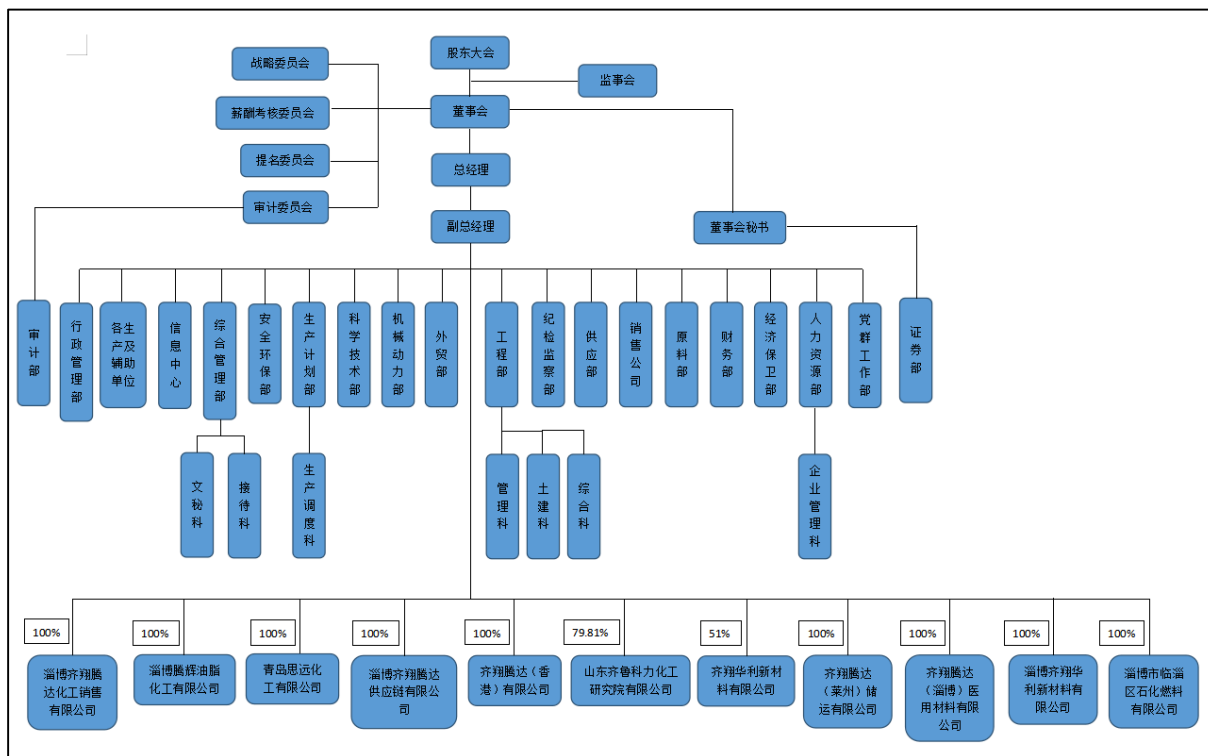
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，确定维持公司主体长期信用等级为 AA，并维持“齐翔转 2”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司主要子公司情况

序号	公司名称	注册地	业务性质	直接持股比例 (%)
1	青岛思远化工有限公司	青岛市	化工制造	100.00
2	淄博腾辉油脂化工有限公司	山东	化工制造	100.00
3	山东齐鲁科力化工研究院股份有限公司	山东	化工制造	79.81
4	齐翔腾达（香港）有限公司	香港	国际贸易	100.00
5	齐翔华利新材料有限公司	山东	化工制造	51.00
6	淄博市临淄区石化燃料有限公司	山东	批发业	100.00
7	淄博齐翔腾达化工销售有限公司	山东	批发业	100.00
8	齐翔腾达（淄博）医用材料有限公司	山东	化工制造	100.00
9	淄博齐翔华利新材料有限公司	山东	化工制造	100.00
10	淄博齐翔腾达供应链有限公司	山东	供应链管理	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.43	49.08	27.62	39.95
资产总额（亿元）	141.31	206.39	260.71	273.76
所有者权益（亿元）	81.96	97.85	134.20	139.78
短期债务（亿元）	33.95	53.59	50.85	57.23
长期债务（亿元）	4.95	29.10	29.59	29.34
全部债务（亿元）	38.90	82.69	80.44	86.57
营业收入（亿元）	300.58	246.86	348.92	79.27
利润总额（亿元）	7.08	12.08	28.06	6.71
EBITDA（亿元）	15.37	22.21	41.69	--
经营性净现金流（亿元）	7.65	13.87	20.40	6.20
财务指标				
销售债权周转次数（次）	12.35	10.69	10.46	--
存货周转次数（次）	35.82	27.36	31.23	--
总资产周转次数（次）	2.34	1.42	1.49	--
现金收入比（%）	103.82	100.04	100.42	103.03
营业利润率（%）	5.62	9.03	12.28	11.61
总资本收益率（%）	6.45	6.71	12.46	--
净资产收益率（%）	7.71	10.51	18.23	--
长期债务资本化比率（%）	5.70	22.92	18.07	17.35
全部债务资本化比率（%）	32.19	45.80	37.48	38.25
资产负债率（%）	42.00	52.59	48.52	48.94
流动比率（%）	106.70	113.63	95.08	93.35
速动比率（%）	89.83	103.68	82.40	79.64
经营现金流流动负债比（%）	14.71	18.17	21.65	--
现金短期债务比（倍）	0.63	0.92	0.54	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	9.61	8.47	14.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.53	3.72	1.93	--

注：2022 年一季度财务数据未经审计；已将其他应付款中的有息部分纳入短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.37	39.10	34.93
资产总额（亿元）	123.16	181.50	236.14
所有者权益（亿元）	68.60	84.12	119.94
短期债务（亿元）	30.32	53.04	47.48
长期债务（亿元）	3.30	29.10	29.31
全部债务（亿元）	33.61	82.15	76.79
营业收入（亿元）	80.70	68.65	129.58
利润总额（亿元）	5.42	12.48	24.28
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	10.97	11.25	18.45
财务指标			
销售债权周转次数（次）	10.59	13.19	11.87
存货周转次数（次）	15.80	12.59	19.72
总资产周转次数（次）	0.71	0.45	0.62
现金收入比（%）	111.96	95.20	100.73
营业利润率（%）	12.91	20.43	24.59
总资本收益率（%）	4.82	6.93	10.80
净资产收益率（%）	/	/	/
长期债务资本化比率（%）	4.58	25.70	19.64
全部债务资本化比率（%）	32.88	49.41	39.03
资产负债率（%）	44.30	53.65	49.21
流动比率（%）	68.59	88.92	72.39
速动比率（%）	59.95	82.46	65.90
经营现金流动负债比（%）	21.94	16.90	21.58
现金短期债务比（倍）	0.51	0.74	0.74
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：公司本部 2022 年一季度财务数据公司未披露
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持