

信用评级公告

联合〔2023〕3152号

联合资信评估股份有限公司通过对唐山三友化工股份有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持唐山三友化工股份有限公司主体长期信用等级为AA⁺，并维持“18三友01”“18三友03”和“19三友01”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：

二〇二三年五月二十二日

唐山三友化工股份有限公司 2023 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
唐山三友化工股份有限公司	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 三友 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
18 三友 03	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定
19 三友 01	AA ⁺	稳定	AA ⁺	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 三友 01	6.00 亿元	5.90 亿元	2023/07/25
18 三友 03	6.00 亿元	5.90 亿元	2023/11/19
19 三友 01	6.00 亿元	6.00 亿元	2024/03/25

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

评级时间：2023 年 5 月 22 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	V4.0.202208
化工企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

本次评级模型打分表及结果：

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	2
		经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素				--
评级结果				AA ⁺

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

评级观点

跟踪期内，唐山三友化工股份有限公司（以下简称“公司”）在规模效益和循环经济产业链构建方面继续保持综合竞争优势。2022 年，公司经营良好，营业总收入保持稳定，经营活动现金净额同比有所增长，整体债务负担较轻。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到宏观经济波动和原材料及能源价格上涨等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度很高；经营活动现金流净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障程度较高。

公司建立了“两碱一化”循环经济模式，有效发挥了业务板块之间的协同效应，同时产品多元化布局有利于降低单一行业周期变化带来的业绩波动风险。

综合评估，联合资信确定维持唐山三友化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“18 三友 01”“18 三友 03”和“19 三友 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司保持规模效益和循环经济优势。

跟踪期内，公司纯碱、粘胶短纤的产能规模保持行业领先水平。同时，公司以“两碱一化”为主，精细化工、热力供应等为辅的循环经济体系优势显著，有效实现了资源的循环利用和能源的梯级利用。

2. 公司经营表现良好，营业总收入保持稳定，经营活动现金净流入同比大幅增长。2022 年，公司营业总收入为 236.80 亿元，同比增长 2.15%，保持稳定；经营活动现金净流量为 24.06 亿元，同比增长 52.29%。

3. 跟踪期内，公司保持合理债务结构，债务负担较轻。截至 2022 年底，公司全部债务为 81.45 亿元，长期债务占比为 59.49%；资产负债率和全部资本化比率分别为 47.20% 和 35.85%。

分析师：蔡伊静 刘莉婕

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

关注

- 宏观经济波动风险。**跟踪期内，受全球经营环境影响，经济虽有所恢复但基础仍不牢固，公司主要产品为基础化工产品，经营受宏观经济波动影响较大。
- 原材料价格波动风险。**公司生产成本中占比较大的为原材料和能源。跟踪期内，原材料及能源价格波动较大，公司部分业务板块出现成本倒挂。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产（亿元）	52.25	60.82	78.80	72.56
资产总额（亿元）	242.93	259.89	276.07	272.15
所有者权益（亿元）	124.46	137.70	145.76	145.83
短期债务（亿元）	43.59	31.73	33.00	40.35
长期债务（亿元）	28.39	41.77	48.45	39.86
全部债务（亿元）	71.97	73.51	81.45	80.22
营业总收入（亿元）	177.80	231.82	236.80	54.59
利润总额（亿元）	8.85	23.06	16.89	0.35
EBITDA（亿元）	23.70	38.18	31.66	--
经营性净现金流（亿元）	20.86	15.80	24.06	0.55
营业利润率（%）	17.08	20.67	17.99	13.97
净资产收益率（%）	6.05	13.43	9.09	--
资产负债率（%）	48.77	47.02	47.20	46.41
全部债务资本化比率（%）	36.64	34.80	35.85	35.49
流动比率（%）	84.43	117.36	136.38	122.87
经营现金流动负债比（%）	24.62	21.30	31.82	--
现金短期债务比（倍）	1.20	1.92	2.39	1.80
EBITDA 利息倍数（倍）	6.86	13.71	11.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.04	1.93	2.57	--
公司本部				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额（亿元）	124.98	135.06	149.69	145.94
所有者权益（亿元）	77.46	79.65	87.79	89.52
全部债务（亿元）	37.70	42.94	47.58	41.30
营业总收入（亿元）	48.09	62.98	77.34	19.95
利润总额（亿元）	3.87	7.94	15.58	2.26
资产负债率（%）	38.02	41.03	41.35	38.66
全部债务资本化比率（%）	32.74	35.03	35.15	31.57
流动比率（%）	75.53	110.60	125.54	105.82
经营现金流动负债比（%）	8.22	8.32	23.11	--
现金短期债务比（倍）	0.54	1.09	1.49	1.30

注：1.公司 2023 年一季度财务报表数据未经审计；2.本报告内数据尾数差异系四舍五入造成；除了特别说明外，均指人民币；3.“--”表示相关指标无意义
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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
18 三友 01 18 三友 03 19 三友 01	AA+	AA+	稳定	2022/05/13	毛文娟 石梦遥	化工企业信用评级方法 化工企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)	阅读全文
19 三友 01	AA+	AA+	稳定	2019/03/06	任贵永 樊思	化工行业企业信用评级方法 (2018/12/31)	阅读全文
18 三友 03	AA+	AA+	稳定	2018/11/02	任贵永 樊思	化工行业企业信用评级方法 (2018/12/31)	阅读全文
18 三友 01	AA+	AA+	稳定	2018/06/12	李晶 樊思	化工企业主体信用评级方法 (2018/1/3)	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编号

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唐山三友化工股份有限公司（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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、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

唐山三友化工股份有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

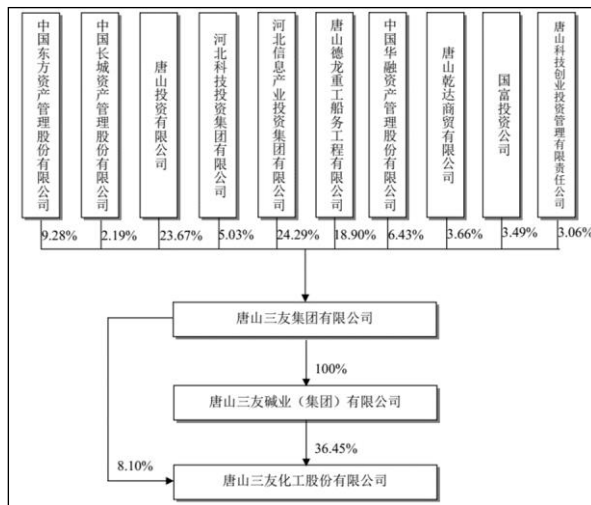
根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于唐山三友化工股份有限公司（以下简称“公司”或“三友化工”）及相关债项的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司是经河北省人民政府冀股办（1999）48号文批准，以唐山三友碱业（集团）有限公司（以下简称“碱业集团”）作为主发起人，于1999年12月28日在河北省工商行政管理局注册登记，成立时注册资本为2.50亿元。经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）（2003）48号文批准，公司公开发行的1.00亿股A股于2003年6月18日在上海证券交易所上市交易，股票简称“三友化工”，股票代码“600409.SH”。

经数次资本公积转增股本和增发，截至2022年底，公司股份总数为20.64亿股，碱业集团持有公司36.45%的股权，为公司控股股东。唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）持有碱业集团100%的股权，直接持有公司8.10%的股权。河北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河北省国资委”）对三友集团履行出资人职责。由于三友集团股东持股较为分散，任何一个股东均不具备认定为三友化工实际控制人的条件，即公司无实际控制人。

图1 截至2022年底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。公司设有安全生产中心、技术中心、财务中心、规划发展中心等16个职能部门；截至2022年底，公司纳入合并范围子公司共15家。

截至2022年底，公司合并资产总额276.07亿元，所有者权益145.76亿元（含少数股东权益12.96亿元）；2022年，公司实现营业总收入236.80亿元，利润总额16.89亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额272.15亿元，所有者权益145.83亿元（含少数股东权益13.99亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入54.59亿元，利润总额0.35亿元。

公司注册地址：河北省唐山市南堡开发区；法定代表人：王春生。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司经联合资信评级的存续债券如表1所示，债券募集资金均已全部按规定使用。跟踪期内，公司已按时付息。

表1 公司存续期债券概况（单位：亿元）

债项简称	余额	到期日期	募集资金用途
18三友01	5.90	2023/07/25	偿还公司债务和补充公司流动资金

18 三友 03	5.90	2023/11/19	偿还公司债务和补充公司流动资金
19 三友 01	6.00	2024/03/25	偿还公司债务和补充公司流动资金

资料来源: Wind, 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2023 年一季度, 宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主, 坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调, 聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力, 推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力, 生产生活秩序加快恢复, 国民经济企稳回升。经初步核算, 一季度国内生产总值 28.50 万亿元, 按不变价格计算, 同比增长 4.5%, 增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看, 前期受到较大制约的服务业强劲复苏, 改善幅度大于工业生产; 从需求端来看, 固定资产投资实现平稳增长, 消费大幅改善, 经济内生动力明显加强, 内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面, 社融规模超预期扩张, 信贷结构有所好转, 但居民融资需求仍偏弱, 同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面, 资金利率中枢显著抬升, 流动性总体偏紧; 债券市场融资成本有所上升。

展望未来, 宏观政策将进一步推动投资和消费增长, 同时积极扩大就业, 促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下, 外需放缓叠加基数抬升的影响, 中国出口增速或将回落, 但消费仍有进一步恢复的空间, 投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续, 内需将成

为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看, 当前积极因素增多, 经济增长有望延续回升态势, 全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报 (2023 年一季度) 》, 报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

五、行业分析

1. 盐化工

盐化工产业链上游为原油、原盐、焦炭、电石等大宗商品; 中游为以聚氯乙烯 (PVC)、烧碱、液氯、纯碱、氯化铵为核心的重要化工产品; 下游为管材、型材、氧化铝、玻璃、无机盐等领域。

受“双碳”和“能耗双控”等政策影响, 近年来中国 PVC、烧碱、纯碱新增产能有限。纯碱及烧碱作为基础原料产能利用率仍保持较高水平; 虽然中国 PVC 产能被压降, 但供需矛盾依然突出, 近年来产能利用率受下游房地产行业需求收缩的影响有所下降, 未来仍需持续关注需求恢复情况。

(1) 纯碱

纯碱下游消费结构主要是平板玻璃、日用玻璃、氧化铝、洗涤剂、化学品和其他等。2017 年以来, 中国纯碱产能小幅增长, 产量波动增长。2022 年, 中国纯碱产能较上年增长 1.14%, 产量同比增长 5.01%, 产能利用率同比上升 3.04 个百分点。2022 年, 中国纯碱表观消费量为 2651.77 万吨, 同比相对稳定。近年来, 由于新能源行业的发展, 光伏玻璃用量快速增长, 2022 年, 光伏玻璃表观消费量同比增长超过 40%。

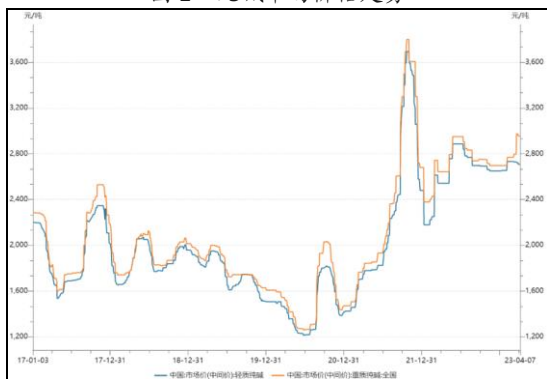
表 2 中国纯碱产能、产量等情况 (单位: 万吨)

年份	年产能	产量	表观消费量	产能利用率
2017	3119.00	2703.41	2565.59	86.68%
2018	3140.00	2545.40	2433.75	81.06%
2019	3290.00	2727.52	2602.69	82.90%
2020	3327.00	2555.00	2452.79	76.80%
2021	3416.00	2715.99	2663.88	79.51%
2022	3455.00	2852.10	2651.77	82.55%

资料来源: Wind、百川盈孚、联合资信整理

价格方面，2017 年以来，纯碱价格波动较大。2020 年 6 月底，纯碱价格降至近 5 年最低，后在上游供应量减少及下游需求增长的共同影响下，纯碱价格企稳回升。2021 年初，受环保、检修等影响，上游企业开工率下降，纯碱供应量有所下降。同时，下游浮法玻璃、光伏玻璃等对纯碱需求增加，带动纯碱价格快速上涨，并创出近年来新高。2021 年四季度，受下游需求疲软，叠加运输紧张，纯碱价格回落至正常水平。2022 年初，纯碱的价格延续下跌态势，但受国内纯碱库存降至 2021 年以来新低影响，自 2022 年 1 月中下旬，国内纯碱市场陆续回暖，纯碱产品价格震荡上行。2022 年下半年起，随着国内纯碱企业开工率提高，以及部分项目投产，国内纯碱供应量持续增长，2022 年下半年以来，国内纯碱价格小幅回落。截至 2022 年底，重质纯碱价格与上年底价格基本持平，轻质纯碱价格较上年底有所增长。

图 2 纯碱市场价格走势



资料来源：Wind

从全球范围看，中国仍是纯碱需求大国，纯碱产能利用率将保持在较高水平。虽然受房地产行业下行影响，浮法玻璃对纯碱需求量明显降低，但随着中国新能源产业发展，光伏玻璃和碳酸锂等产品将带动纯碱整体需求量不断提升，或对纯碱价格形成一定支撑。

(2) 氯碱

氯碱工业是将饱和氯化钠溶液电解以制取烧碱(NaOH)，同时将氯气进一步加工成聚氯乙烯等产品的工艺，中国氯碱工业以聚氯乙烯(PVC)和烧碱为主要产品。

聚氯乙烯(PVC)

聚氯乙烯是世界上产量最大的通用塑料，其生产工艺分为电石法和乙烯法。随着国内 PVC 行业规模的扩大和生产工艺的成熟，中国已成为 PVC 第一大生产国。近年来，中国 PVC 产能波动下降。2020 年，受国内产线集中检修影响，PVC 产能降幅较大；2022 年，国内 PVC 产能(乙烯法+电石法)较 2021 年变化不大。中国 PVC 产能主要集中在内蒙古、新疆、山东和陕西。2017—2022 年，中国 PVC 产量波动增长。其中，受出口量及需求增加影响，2020 年，PVC 产量同比有所增长；2022 年 PVC 产量同比略有下降；PVC 产能利用率波动提升。PVC 以其优异的性能被广泛应用，近年来，PVC 在中国的消费市场持续扩大，表观消费量波动增长。2022 年，中国 PVC 表观消费量同比有所下滑，主要由于 PVC 终端需求受到房地产行业影响而下降。

表 3 中国 PVC 产能、产量等情况(单位: 万吨)

年份	年产能	产量	表观消费量	产能利用率
2017	3051.00	1753.64	1816.28	57.48%
2018	3179.00	1980.11	1900.00	62.29%
2019	3116.00	1896.65	1961.60	60.86%
2020	2555.00	2008.10	2063.52	78.60%
2021	2615.00	2036.07	2081.56	77.86%
2022	2657.00	1990.77	2005.46	74.93%

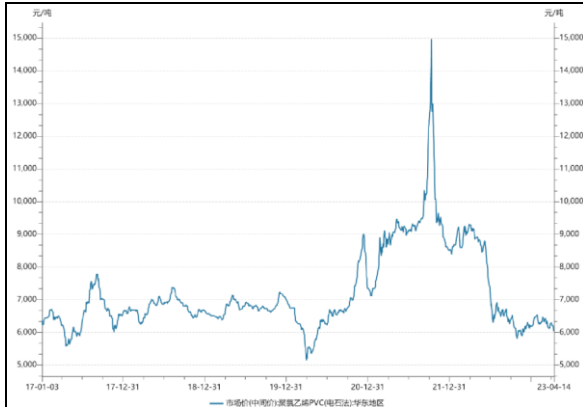
资料来源：百川盈孚、wind，联合资信整理

2017—2019 年，PVC 市场价格在 5500~8000 元/吨区间内波动。2020 年二季度以来，受商品库存量较低、原材料价格高位及下游需求增加

共同影响，PVC 价格快速上涨。2022 年以来，PVC 市场价格波动幅度较大，整体呈下行趋势。2022 年一季度，受出口量增加以及原材料价格

高位支撑，PVC 价格高位震荡。2022 年 4—10 月，中国 PVC 价格整体呈下行趋势，尤其在 6—7 月，PVC 价格直线回落，主要系下游需求疲软、库存过多所致。2022 年 11 月初至今，中国 PVC 价格在 6000 元/吨上下波动，主要系国家不断刺激消费及供应端开工负荷率处于低位，供需恢复相对平衡状态共同影响所致。

图 3 PVC 市场价格走势



资料来源：Wind

PVC 产品价格受原材料价格及国际政策等多重因素影响较大。2023 年，随着下游行业景气度回升，PVC 产品国内需求或将有所增加。但中国 PVC 产品整体仍处于供给过剩状态，PVC 价格或将有所回升，但回升空间有限。

烧碱

近年来，中国烧碱总产能波动增长，产量呈不断增长态势，产能利用率保持在较高水平。2022 年，中国烧碱产能变化不大，产量同比增长 2.30%。烧碱作为重要的基础化工品，随着中国经济社会发展，烧碱的消费量也在随之增加。2022 年，中国烧碱产品表观消费量同比变化不大。

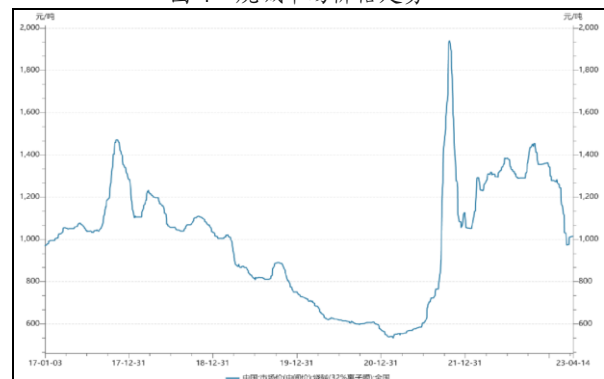
表 4 中国烧碱产能、产量等情况（单位：万吨）

年份	年产能	产量	表观消费量	产能利用率
2017	4102.00	3365.00	3214.14	82.03%
2018	4259.00	3420.20	3276.74	80.31%
2019	4215.00	3463.40	3357.07	82.17%
2020	4470.00	3643.20	3532.11	81.50%
2021	4563.00	3891.30	3698.90	85.28%
2022	4554.00	3980.50	3656.62	87.41%

资料来源：百川盈孚、Wind，联合资信整理

近年来，国内烧碱价格波动幅度较大。随着各行业有序复工复产，各行业对基础化工品的消费需求也在逐渐增加，2021 年 1—6 月，烧碱价格呈先降后升的走势。2021 年 9 月后，烧碱下游产业需求大幅增长，同时受政策影响，烧碱产品供应紧张，烧碱价格直线上涨。2021 年 11 月后，下游行业持续降温，烧碱价格回落。2022 年以来，受山东区域装置检修、下游需求增长影响，烧碱价格快速震荡上行。2022 年三季度末，受益于出口量增加，烧碱价格达到 1453.00 元/吨的年内高位，而后有所回落，整体仍处于相对高位。

图 4 烧碱市场价格走势



资料来源：Wind

2022 年以来，地缘政治冲突升级扰动了能源类产品和基础化工品市场；未来，烧碱产品价格将受到宏观经济走势、地缘冲突演变等多

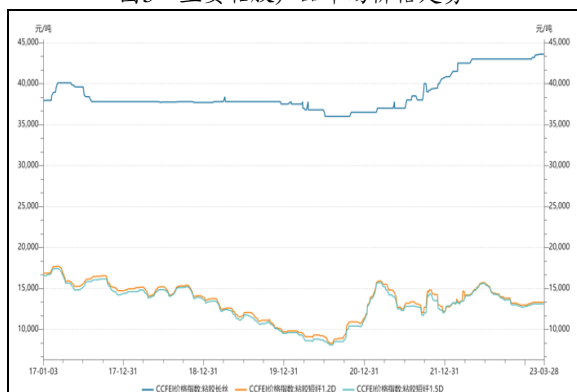
重因素影响。生产方面，在“双碳”和“能耗双控”政策下，低效产能淘汰，新增产能受限；需求方面，受益于下游行业产能的加速释放，烧碱需求有望增长。在供给相对受限的情况下，随着供需格局的逐步转变，烧碱行业景气周期有望延长。

2. 粘胶短纤

粘胶产品根据纤维长度分为粘胶长丝和粘胶短纤，主要原料均为棉浆粕或木浆粕。粘胶短纤俗称“人造棉、人棉或粘纤”，下游需求可分为纱线和无纺布两大类。其中，纱线包括人棉纱、混纺纱等，终端主要应用于服装、家纺等领域。

2021 年中国粘胶短纤产能在全球占比为 73%，是粘胶短纤第一生产大国，全年粘胶短纤产量达 387 万吨，同比增长 2.12%。粘胶短纤属于传统需求，系棉花的替代品，与棉花价格相关度高。由于粘胶短纤拥有较棉花手感更好、不易静电、防潮性好等特性，正常情况下价格高于棉花。2021 年，中国粘胶短纤价格保持在 1.2 万元/吨以上。2022 年上半年，粘胶短纤市场在成本的支撑下，价格与去年同期基本持平。2022 年下半年以来，工厂以去库存为主，纱厂需求整体偏淡，开工率和市场价格走低。

图5 主要粘胶产品市场价格走势



资料来源：Wind

化纤产业链主要下游服装行业及家纺行业为非周期性行业，但自身产能建设周期导致行业呈现出较强周期性。行业对成本端油价敏感性较高，敏感度从产业链上游到下游逐渐递减，

替代品棉花价格的变动也会影响化纤行业的产品价格。子行业的经营特征决定了不同子行业之间景气度的差别。从服装板块来看，服装行业从 2016 年的收入和利润均实现高速增长后，增速有所下滑。2020 年，家纺行业采取一系列积极有效的措施，逐步全面复产、严控质量成本，从而在一定程度上抵消了需求不足造成的负面影响。据中国纺织工业联合会数据测算，2020 年全国规模以上家纺企业实现营业收入 1857.30 亿元，同比下降 0.76%。2021 年，伴随产品价格的提升，全国规模以上家纺企业实现营业收入为 1958.91 亿元，同比增长 6.50%。2022 年，根据国家统计局数据，受市场需求不足等因素影响，全国家纺行业产销规模较上年同比有所收缩，规模以上家纺企业营业收入同比下降 4.11%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 年底，公司股本总额为 20.64 亿元，碱业集团直接持有公司 36.45% 的股权，为公司控股股东。

2. 企业规模和竞争优势

跟踪期内，公司产能规模无重大变化，仍保持了规模优势。公司产品多元化程度较高，能降低单一产品价格波动带来的风险，公司“两碱一化”循环经济模式，继续发挥了其在不同业务板块之间的协同效应。

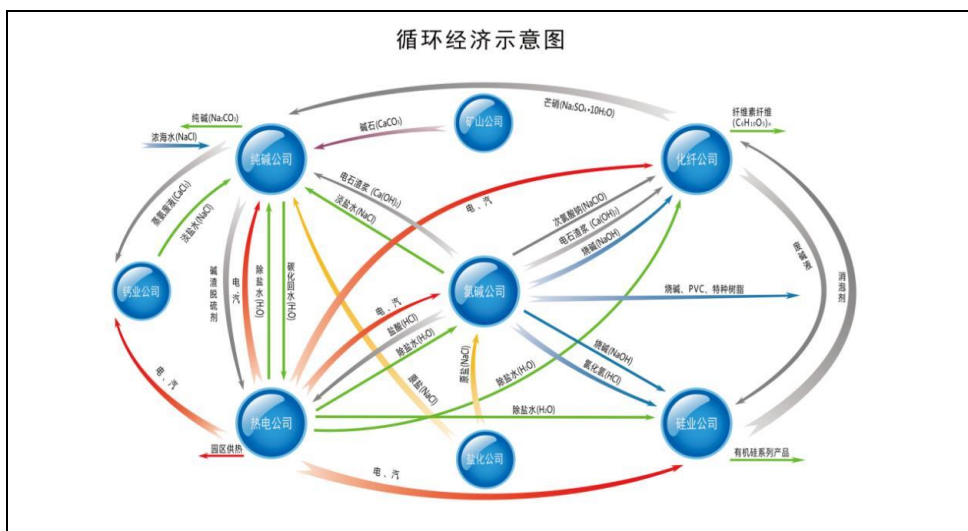
截至 2022 年底，公司拥有年产 340 万吨纯碱的生产能力，仍保持规模优势。公司粘胶短纤产能达到 78 万吨/年。公司产品包括莫代尔纤维、竹代尔纤维、高白纤维、着色纤维、无机阻燃纤维等附加值较高的差别化纤维。公司以氯碱化工板块作为循环经济中枢，拥有年产 53 万吨烧碱及 52.5 万吨 PVC 的生产能力。同时，公司有机硅单体年产能为 20 万吨。

公司在国内首创的以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的循环经济体系，跟踪期内，各版块间继续发挥较强的协同效应。

以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联，实施资源的循环利用和能量的梯级利用，达到了“两增、两降、三节”（增产、增效，降成本、降能耗，节水、节电、

节气）的良好效果。2022年，烧碱自用率约达到74%，蒸汽热力供应全部自给，电力供应自给率达到33.00%。

图6 公司循环经济产业链



资料来源：公司提供

3. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91130200721620963C），截至2023年5月15日，公司本部无已结清与未结清不良信贷记录。

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及信贷记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度和治理结构未发生重大变化；董事、监事和高级管理人员变动均为正常人事变更，对公司经营未产生重大影响。

跟踪期内，公司管理制度和治理结构未发生重大变化。王永钢于2022年9月担任公司董事；陈学江、刘宝东、刘印江、张宝祥和张体良于2023年2月担任公司副总经理职务；李云于2023年3月担任公司监事；张宝峰于2023

年2月担任公司职工监事；张作功于2023年3月担任公司副董事长及董事职务。上述董事、监事和高级管理人员变动均为正常人事变更，对公司经营未产生重大影响。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司主营业务收入同比变化不大，但价格波动对产品盈利能力影响显著，同时，受部分原材料价格上涨影响，公司整体盈利水平有所下降。

2022年，公司实现营业总收入236.80亿元，同比增长2.15%，其中主营业务收入231.28亿元，同比增长4.50%。从收入构成看，2022年公司的主营业务收入仍主要来自于纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱和有机硅产品。2022年，化工产品价格波动幅度较大，公司主要产品受市场影响，纯碱和烧碱量价齐增，公司纯碱和烧碱板块收入和毛利率同比均有所提升；PVC和有机硅产品价格下跌导致公司相应板块收入及毛利率同比均有所下降，其中PVC业务出现成本倒挂。2022年，粘胶短纤维价格上涨带动板

块收入同比有所增长，但受其原材料浆粕价格大幅上涨影响，该板块毛利率同比显著下降。

综上，2022年，公司主营业务毛利率同比下降3.28个百分点。

表5 公司主营业务收入和毛利率构成(单位:亿元)

产品	2020年			2021年			2022年			2023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(%)
纯碱	41.90	24.78	18.53	62.51	28.25	31.47	81.27	35.14	34.86	21.49	40.16	39.45
粘胶短纤维	68.44	40.47	5.58	82.84	37.43	11.97	85.56	37.00	0.30	19.04	35.58	-3.84
聚氯乙烯(PVC)	29.49	17.44	18.13	31.80	14.37	7.23	26.07	11.27	-14.69	5.44	10.17	-30.17
烧碱	7.20	4.26	34.70	9.00	4.07	46.51	16.37	7.08	62.83	3.34	6.23	57.95
二甲基硅氧烷混合环体	9.47	5.60	26.52	11.40	5.15	33.05	9.76	4.22	16.65	2.52	4.71	-10.19
室温胶	2.99	1.77	24.10	5.65	2.55	33.82	4.50	1.95	19.52	0.80	1.49	-10.07
高温胶	4.03	2.39	24.06	10.47	4.73	33.29	7.16	3.10	19.36	0.72	1.35	-12.95
其他	5.58	3.29	--	7.64	3.45	--	0.60	0.25	--	0.16	0.31	--
合计	169.11	100.00	18.61	221.31	100.00	22.56	231.28	100.00	19.28	53.52	100.00	15.67

注:1.各产品数据为未经抵消数据,由于公司内部交易均按照市场价执行,故抵消前的产品毛利率具有较强可比性;电、蒸汽和石灰石主要自用;2.其他产品主要是有机硅产品、设计服务、盐化收入、元明粉、石灰石产品等;3.因四舍五入原因,部分合计数据和各产品数据累加结果略有差异。

资料来源:公司提供

2023年一季度,公司实现营业总收入54.59亿元,较上年同期下降7.04%,主要系公司除纯碱以外,其他主产品销售价格均有所下降所致。毛利率方面,除纯碱产品销售价格上涨,带动毛利率上升外,其他主产品均受销售价格下降影响,毛利率出现不同程度下降。其中,PVC、粘胶短纤和有机硅产品亏损。综上,2023年一季度,公司综合毛利率较2022年全年进一步下降。

2. 业务运营

(1) 产销情况

2022年,公司生产经营较为稳定,产品产能未发生变化,整体产能利用率及产销量保持较高水平。公司产品市场化程度较高,产品价格受行业景气度影响较大。

产能方面,跟踪期内,公司产品产能均未发生变化。

产量方面,2022年,公司纯碱、粘胶短纤和高温胶产品产量分别同比下降3.53%、4.62%

和11.89%。其中,粘胶短纤产量下降主要系粘胶短纤维市场在通胀、棉价大幅震荡等众多不利因素影响之下,国内外终端需求持续下滑,粘胶行业整体开工率下降所致;高温胶产量下降主要系公司根据市场需求调整产品结构所致。同期,公司烧碱、PVC、二甲基硅氧烷混合环体和室温胶产量分别同比增长6.93%、6.34%、17.39%和2.27%。其中,烧碱和PVC产量增长主要系公司加大市场开发力度所致;二甲基硅氧烷混合环体和室温胶产量增长主要系公司根据市场需求调整产品结构所致。从产能利用率看,跟踪期内,公司产品整体产能利用率保持在较高水平。

跟踪期内,公司销售产品、下游客户、销售模式及结算方式未发生重大变化。

销售方面,2022年,公司主要产品产销率仍保持很高水平。公司前五大客户销售金额为20.81亿元(无关联销售),占年度销售额的8.79%,集中度低。

表 6 公司主要产品产销量及产能情况 (单位: 万吨、%、万吨/年)

产品	项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1-3月	产销率				2022年底 生产能力	2022年 产能利用率
						2020年	2021年	2022年	2023年 1-3月		
纯碱	产量	337.83	338.25	326.31	84.47	99.60	97.74	102.52	100.71	340	95.97
	销量	336.49	330.62	334.54	85.07						
粘胶短纤	产量	74.96	68.17	65.02	16.31	101.52	98.05	102.06	95.34	78	83.36
	销量	76.10	66.84	66.36	15.55						
烧碱	产量	51.37	47.21	50.48	11.70	99.63	99.62	99.92	100.43	53	95.25
	销量	51.18	47.03	50.44	11.75						
聚氯乙烯 (PVC)	产量	42.37	36.10	38.39	9.83	99.65	99.97	100.36	97.86	52.50	73.12
	销量	42.22	36.09	38.53	9.62						
二甲基硅 氧烷混合 环体	产量	6.09	4.60	5.40	1.74	101.97	100.00	92.96	98.28	20 (有机 硅单体)	100.00
	销量	6.21	4.60	5.02	1.71						
室温胶	产量	1.89	2.20	2.25	0.47	101.06	100.45	95.11	112.77		
	销量	1.91	2.21	2.14	0.53						
高温胶	产量	2.43	3.70	3.26	0.36	101.65	98.38	96.93	130.56		
	销量	2.47	3.64	3.16	0.47						

注 1: 产能为当年年底生产能力估计值, 产能利用率为全年生产线平均利用情况, 因而产能利用率同产量/产能可能存在区别; 二甲基硅氧烷混合环体的产能实际为有机硅单体的产能和产能利用率; 2: 公司 PVC 产品包含多种型号, 产能按照生产反应时间最短的型号计算, 实际生产过程中多数产品生产反应时间长于产能计算型号; 另外生产系统严格执行安全指标控制要求, 确保安全稳定生产, 亦导致 PVC 实际产量低于计算产能。3: 烧碱销量包括内部销售

资料来源: 公司提供

公司产品市场化程度较高。2022 年, 受产品价格波动影响, 公司除聚氯乙烯和有机硅产品价格下降外, 其他产品价格均有不同程度的上涨。2023 年一季度, 除纯碱价格保持上涨外, 其他主产品价格均不同程度下降。

表 7 公司主要产品销售均价 (单位: 元/吨)

项目	2020年	2021年	2022年	2023年 1-3月
纯碱	1245.14	1890.86	2429.16	2526.54
粘胶短纤	8993.43	12393.41	12894.64	12243.39
烧碱	1406.46	1914.45	3245.35	2839.14
聚氯乙烯 (PVC)	6985.63	8812.73	6765.76	5661.03
二甲基硅 氧烷混合 环体	15255.49	24779.11	19455.99	14753.93

资料来源: 公司提供

(2) 原材料情况

2022 年, 公司原材料采购整体较为稳定。受市场价格波动影响, 公司部分原材料价格同比有所增长, 对公司经营造成一定的成本压力。

公司采购的主要原材料仍为煤炭、原盐、浆粕、电石、硅块。2022年, 公司原材料价格受市场价格影响有所波动。

采购数量方面, 2022年, 公司电石采购量同比增长7.04%, 主要系PVC和烧碱产量增加所致; 浆粕采购数量同比下降22.78%, 主要系公司2021年增加储存量所致。公司前五名供应商采购额合计30.63亿元, 占年度采购总额(含内部采购)15.37%, 公司采购集中度较低。

表 8 公司主要原材料采购量及价格情况 (单位: 万吨、元/吨)

原料	采购状况	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
煤	采购数量	308.61	277.55	273.91	76.59
	采购均价	391.22	661.08	800.81	831.07
原盐	采购数量	532.42	575.75	536.66	201.36
	采购均价	140.86	179.86	264.69	198.46
浆粕	采购数量	78.58	76.69	59.22	21.84
	采购均价	4345.55	5566.60	6228.27	6588.10
电石	采购数量	59.61	50.86	54.44	13.44

	采购均价	2750.83	4267.90	3899.78	3555.41
硅块	采购数量	5.83	4.95	6.30	1.51
	采购均价	11027.4	22545.67	19026.57	17171.66

注：表中数据统计口径为到票口径
资料来源：公司提供

3. 在建项目及未来发展

公司在建项目投资压力小。公司未来发展规划主要围绕现有主业展开，规划较清晰。

截至2023年3月底，公司年产20万吨/年有机硅扩建等主要在建项目计划总投资为11.39亿元，资源来源均为自筹，投资规模小，资金压力小。

未来，公司将按照“向海洋转身、向绿色转型、向高质量转变”发展思路，发展特色海洋经济，扩大循环经济规模，构建“三链一群”产业布局（即“两碱一化”循环经济产业链、有机硅新材料产业链、精细化工产业链、新能源新材料“双新”战略产业集群）。

表9 截至2023年3月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	项目情况	计划总投资	2023年3月底已完成投资	投资规划	
				2023年4-12月	2024年
年产20万吨有机硅扩建工程	项目投资9.75亿元，在原厂区内新建一套20万吨/年有机硅单体生产装置。主要新建氯甲烷合成、氯甲烷压缩、单体合成、水解物裂解及环体精馏、单体精馏、盐酸脱吸、深脱吸等装置，新建循环水站、配电站等装置，新增设备约690台	9.75	1.24	8.51	--
安全环保设施提升-2#成品库工程	兴达南侧已征建设用地范围内建设的2#成品库工程，总建筑面积约8000平方米，网架结构，配套东门警卫室及围墙等工程。	0.29	0.01	0.27	0.01
安全装置自动化	罐区自动化改造增加自控仪表系统，实现罐区设备自动化控制；三、四、五线风机房改造消除现有结构安全隐患，实现事故排风自动快速自动切换；新建初期雨水及消防废水泵房实现事故状态下收集泄漏物料、污染消防水和污染雨水的需要；新增一二线吸附新增压碳水罐可以消减溢流水中所含二硫化碳量，降低排放安全风险。	0.35	0.32	--	--
13.9kt/a 硅油系列产品	项目计划新建硅油系列产品厂房，主要新建甲基硅油、端乙烯基硅油、端环氧硅油、六甲基二硅氧烷、有机硅消泡剂、脱模剂等硅油系列产品生产装置各1套及配套公用工程和辅助设施。	0.66	0.45	0.21	--
烧碱二车间零极距单元槽极网优化	项目计划投资2200万元，目前，烧碱四期电解槽3R-230A/C/B投用9年，局部单元槽电压上升至3.4V，平均电压3.15V，对该三台电解槽升级改造，对单台槽联锁程序进行修改，取消极化整流器，单元槽出液管加长200mm，改造后电压降至3V以下，节省电费814万元。	0.22	0.21	--	--
单体、乙炔DCS分离	项目计划投资1150万元，按国家安监总局安监总管三【2014】116号文、40号令等相关文件要求，氯碱公司生产系统须新增大量仪表满足系统紧急切断、泄漏物紧急处置和安全仪表系统独立等要求。主要是重新建设单体部分的DCS控制站机柜，将单体车间替换下来的系统容量划给乙炔车间，满足生产安全需要。	0.12	0.12	--	--
合计	--	11.39	2.35	8.99	0.01

资料来源：公司提供

4. 经营效率

跟踪期内，公司经营效率指标有所下降，仍处于一般水平。

2022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均同比略有下降，分别为6.84次、10.08次和0.88次。

与同行业相比，公司经营效率指标仍处于一般水平。

表10 2022年公司与同行业盈利指标对比

指标名称	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
山东海化	162.65	14.01	1.56
中泰化学	18.92	15.67	0.73
三友化工	55.98	10.08	0.88

注：1.为便于同业比较，本表数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异；2.“中泰化学”为新疆中泰化学股份有限公司；“山东海化”为山东海化股份有限公司，下同

九、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供了 2022 年度财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司 2023 年一季度财务数据未做审计。2022 年，公司合并范围较 2021 年新增 1 家子公司。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围子公司共 15 家。公司主营业务未发生变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 276.07 亿元，所有者权益 145.76 亿元（含少数股东权益 12.96 亿元）；2022 年，公司实现营业收入 236.80 亿元，利润总额 16.89 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 272.15 亿元，所有者权益 145.83 亿元（含少数

股东权益 13.99 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 54.59 亿元，利润总额 0.35 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所扩大，流动资产占比有所上升，但作为传统重资产行业，公司固定资产规模大，固定资产成新率一般。公司流动资产中大量货币资金和应收款项融资具备良好的流动性，考虑到其资产受限比例极低，可为其偿债提供较强的支持；资产结构仍以非流动资产为主，符合行业整体特征。整体看公司资产质量高。

截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底增长 6.22%，主要系流动资产增长所致。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 11 2020 - 2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	71.53	29.44	87.06	33.50	103.13	37.36	98.01	36.01
货币资金	28.02	39.18	30.39	34.90	48.40	46.93	42.59	43.45
应收款项融资	24.22	33.86	30.43	34.95	25.83	25.05	26.19	26.72
存货	13.92	19.46	21.32	24.49	16.59	16.09	16.69	17.03
非流动资产	171.40	70.56	172.83	66.50	172.93	62.64	174.13	63.99
固定资产	154.33	90.04	149.32	86.40	142.58	82.45	140.71	80.80
无形资产	8.62	5.03	8.43	4.88	10.29	5.95	10.94	6.28
资产总额	242.93	100.00	259.89	100.00	276.07	100.00	272.15	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，流动资产较上年底增长 18.46%，主要系货币资金增长所致。

截至 2022 年底，公司货币资金较上年底增长 59.28%，主要系公司发行 9.00 亿元公司债券以及 2022 年纯碱、烧碱售价增长，销售回现比提升共同影响所致。截至 2022 年底，公司受限货币资金为 5.04 亿元，主要为承兑汇票保证金、矿山环境治理基金等，受限比例为 10.41%，受限比例较低。

截至 2022 年底，公司应收款项融资较上年底下降 15.11%，主要系公司银行承兑汇票减少所致。公司应收款项融资全部为银行承兑汇票。

截至 2022 年底，公司存货较上年底下降

22.19%，主要系原材料和库存商品减少所致。公司存货主要由原材料（占 55.53%）和库存商品（占 38.74%）构成，期末存货跌价准备余额 0.81 亿元，计提比例为 4.63%。

截至 2022 年底，公司非流动资产规模及构成较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司固定资产较上年底下降 4.51%，主要系固定资产折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 53.30%）和机器设备（占 34.41%）构成，累计计提折旧 107.32 亿元；固定资产成新率 57.19%，成新率一般。

截至 2022 年底，公司无形资产较上年底增长 22.05%，主要系土地使用权增加所致。公司

无形资产主要由土地使用权（占 81.47%）和采矿权（占 15.98%）构成，累计摊销 2.75 亿元，计提减值准备 1.13 亿元。

截至 2022 年底，公司受限资产全部为货币资金受限（5.04 亿元），占总资产的比例为 1.83%，受限比例极低。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产规模及结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

跟踪期内，受益于归母净利润积累和少数股东权益增加带动，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性尚可。

截至 2022 年底，公司所有者权益 145.76 亿元，较上年底增长 5.85%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中，归属于母

公司所有者权益占比为 91.11%，少数股东权益占比为 8.89%。公司所有者权益中股本（占 14.16%）、资本公积（占 24.32%）和未分配利润（占 47.35%）占比较高。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益规模及结构较上年底变化不大。

(2) 负债

跟踪期内，公司融资渠道保持畅通。截至 2022 年底，公司新增融资以长期为主，整体负债和债务规模均有所上升，但公司债务结构依然较为合理，债务负担较轻。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 6.64%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 58.03%，非流动负债占 41.97%。公司负债结构相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

表 12 2020-2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	84.73	71.51	74.18	60.71	75.62	58.03	79.77	63.15
短期借款	24.53	28.96	17.13	23.09	6.01	7.95	6.07	7.61
应付票据	5.01	5.91	3.38	4.56	6.07	8.03	9.41	11.79
应付账款	24.56	28.98	25.10	33.84	24.58	32.51	24.07	30.17
其他应付款	5.21	6.15	5.43	7.32	4.13	5.46	2.60	3.26
一年内到期的非流动负债	14.05	16.58	11.22	15.13	20.91	27.65	24.88	31.19
合同负债	5.64	6.65	3.78	5.10	4.34	5.74	3.02	3.79
非流动负债	33.75	28.49	48.01	39.29	54.69	41.97	46.55	36.85
长期借款	12.81	37.97	16.97	35.35	26.90	49.20	24.36	52.34
应付债券	15.57	46.12	18.13	37.77	15.22	27.83	9.10	19.55
租赁负债	0.01	0.02	6.67	13.90	6.33	11.57	6.40	13.75
负债总额	118.47	100.00	122.19	100.00	130.31	100.00	126.31	100.00

注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，公司流动负债较上年底增长 1.94%，较上年底变化不大。

截至 2022 年底，公司短期借款较上年底下降 64.89%，主要系公司偿还部分短期借款所致。

截至 2022 年底，公司应付票据较上年底增长 79.43%，主要系公司办理承兑付款增加所致。

截至 2022 年底，公司应付账款较上年底变化不大。公司应付账款账龄以 1 年以内（占 89.38%）为主。

截至 2022 年底，公司其他应付款较上年底下降 23.95%，主要系应付往来款减少所致；其

他应付款以往来款（占 45.13%）和其他（占 26.63%）为主。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 86.34%，主要系“18 三友 01”“18 三友 03”“20 三友 01”三只公司债券重分类到一年内到期的非流动负债所致。

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 13.91%，主要系长期借款增加所致。

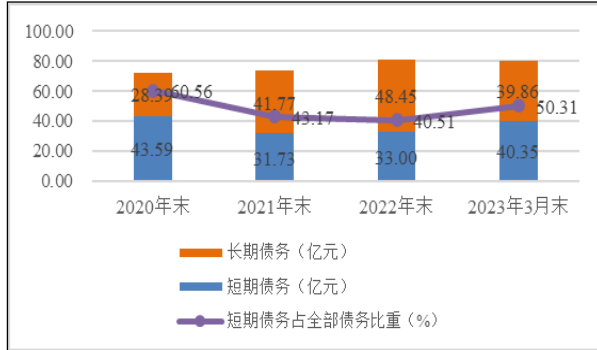
截至 2022 年底，公司长期借款较上年底增长 58.56%，主要系因经营需要，公司新增部分长期借款所致。公司长期借款以保证借款为主

(占 78.61%)。

截至 2022 年底,公司应付债券较上年底下

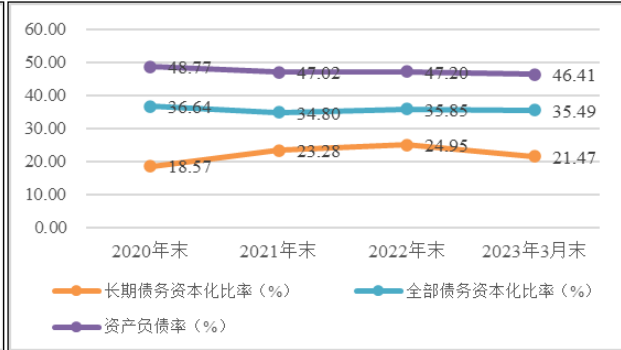
降 16.08%, 主要系部分公司债券重新分类至一年内到期的非流动资产科目所致。

图 7 公司债务结构



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

图 8 公司债务杠杆水平



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年底,公司全部债务 81.45 亿元,较上年底增长 10.80%。债务结构方面,短期债务为 33.00 亿元(占 40.51%),长期债务为 48.45 亿元(占 59.49%),长期债务占比较上年底有所提升,但结构仍相对均衡。从债务指标来看,截至 2022 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较上年底分别提高 0.18 个百分点、1.05 个百分点和 1.67 个百分点。公司债务负担较轻。

截至 2023 年 3 月底,公司负债总额较上年底下降 3.07%, 主要系长期借款和应付债券减少所致。其中,流动负债占 63.15%, 占比上升较快。截至 2023 年 3 月底,公司全部债务较上年底变化不大, 债务结构仍较为均衡。从债务指标来看,截至 2023 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较上年底分别下降 0.79 个百分点、0.36 个百分点和 3.48 个百分点。

4. 盈利能力

2022 年, 公司营业总收入同比变化不大, 但受产品原材料价格上涨影响, 公司盈利能力有所减弱。与国内同行业上市公司相比, 公司主要盈利指标仍处于行业较好水平。

2022 年, 化工产品价格波动较大, 受纯碱、烧碱量价齐增, PVC 和有机硅产品价格下跌共同影响, 公司实现营业总收入 236.80 亿元, 较为稳定; 营业成本 191.06 亿元, 同比增长 5.83%,

主要系原盐、原煤、浆粕等原材料价格上涨所致; 营业利润率为 17.99%, 同比下降 2.68 个百分点。

2022 年, 公司费用总额同比增长 4.17%, 主要系财务费用和研发费用增加所致。从构成看, 公司费用主要为管理费用(占 64.64%)、研发费用(13.10%)和财务费用(占 13.90%)。其中, 管理费用同比下降 5.46%, 主要系公司职工薪酬等费用下降所致; 研发费用同比增长 49.18%, 主要系公司加大研发投入所致; 财务费用同比增长 30.12%, 主要系受汇率变动影响, 汇兑损失同比增加所致。2022 年, 公司期间费用率同比变化不大, 费用控制力保持稳定。

表 13 公司盈利指标情况(单位: 亿元、%)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	177.80	231.82	236.80	54.59
营业成本	145.29	180.54	191.06	46.13
费用总额	21.05	24.21	25.22	7.37
其中: 销售费用	1.80	2.06	2.11	0.62
管理费用	14.51	17.24	16.30	4.96
研发费用	1.93	2.21	3.30	1.27
财务费用	2.81	2.69	3.50	0.52
投资收益	0.17	0.05	0.09	-0.01
利润总额	8.85	23.06	16.89	0.35
营业利润率	17.08	20.67	17.99	13.97
总资本收益率	5.59	10.08	6.99	--
净资产收益率	6.05	13.43	9.09	--

资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

2022 年, 公司非经常性损益规模较小, 对利润影响较小。

从盈利指标来看，2022年，公司总资本收益率和净资产收益率分别同比分别下降3.09个百分点和4.34个百分点。公司各盈利指标表现有所减弱。与国内同行业上市公司相比，公司主要盈利指标均处于行业较好水平。

表 14 2022 年公司与同行业盈利指标对比

指标名称	销售毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	总资产报酬率 (%)
山东海化	19.97	25.76	22.95
中泰化学	12.28	2.80	3.17
三友化工	19.31	7.63	7.14

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind；联合资信整理

2023年1—3月，公司实现营业总收入同比下降7.04%，主要系烧碱、PVC和有机硅产品价格下降所致；营业利润率同比下降1.71个百分点。

5. 现金流

2022年，公司经营活动仍保持较大规模净现金流入。受公司购买土地使用权及支付土地竞买保证金影响，公司投资活动现金净流出规模显著增长。但经营活动净现金流仍可完全覆盖投资需求，公司整体融资需求不大。

表 15 公司现金流变化情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
经营活动现金流入小计	124.33	156.34	170.94	36.80
经营活动现金流出小计	103.47	140.54	146.88	36.25
经营活动现金流量净额	20.86	15.80	24.06	0.55
投资活动现金流入小计	0.12	0.05	0.21	0.00
投资活动现金流出小计	1.32	0.67	4.20	0.42
投资活动现金流量净额	-1.20	-0.62	-3.99	-0.42
筹资活动前现金流量净额	19.66	15.18	20.07	0.13
筹资活动现金流入小计	62.84	54.65	54.41	9.94
筹资活动现金流出小计	81.92	67.03	58.96	16.99
筹资活动现金流量净额	-19.08	-12.39	-4.55	-7.04
现金收入比	68.18	66.27	71.12	66.15

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入量同比增长9.34%，主要系纯碱、烧碱价格上涨，销售收入增加以及公司以现金结算的比例增长共同影响所致；经营活动现金流出量同比增长4.51%，主要系原材料价格上涨所致。综上，2022年，公司经营活动现金净流入量比增长52.29%。2022年，公司现金收入比同比提高4.85个百分点。因公司销售回款采用票据结算方式，现金收入比仍处于较低水平。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入量同比显著增加0.16亿元，但规模仍较小；投资活动现金流出量同比增加3.53亿元，主要系公司购买土地使用权及支付土地竞买保证金影响。综上，2022年，公司投资活动现金净流出量显著增加3.37亿元。

2022年，公司筹资活动前现金流仍保持较大规模净流入，筹资压力不大。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入量同比变化不大；筹资活动现金流出量同比下降12.05%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。综上，2022年，公司筹资活动现金净流出量同比下降63.29%。

2023年1—3月，受主导产品售价同比下跌、银行承兑汇票到期托收减少、进口木浆付款同比增加、应付票据集中解付等影响，公司经营活动现金流净额同比显著下降。2023年1—3月，公司实现投资活动现金净流出0.42亿元，实现筹资活动现金净流出7.04亿元。

6. 偿债能力指标

跟踪期内，公司经营情况稳定，现金类资产和经营活动净现金流对短期债务保障程度均有所提升。2022年，公司EBITDA同比有所下降，但对全部债务和利息的覆盖程度仍处于良好水平。

表 16 公司偿债能力指标情况

项目	项目	2020年	2021年	2022年
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	84.43	117.36	136.38
	速动比率 (%)	68.00	88.62	114.44
	经营现金/流动负债 (%)	24.62	21.30	31.82

	经营现金/短期债务(倍)	0.48	0.50	0.73
	现金短期债务比(倍)	1.20	1.92	2.39
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	23.70	38.18	31.66
	全部债务/EBITDA(倍)	3.04	1.93	2.57
	经营现金/全部债务(倍)	0.29	0.21	0.30
	EBITDA利息倍数(倍)	6.86	13.71	11.98
	经营现金/利息支出(倍)	6.04	5.67	9.11

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债能力指标看，跟踪期内，公司现金类资产和经营活动净现金流量规模均有所增长，各短期偿债指标表现均有所提升。公司短期偿债能力指标表现良好。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA同比有所减少，对全部债务和利息的覆盖程度有所下降，但仍处于良好水平。经营活动净现金流对利息的保障程度进一步提升。公司长期偿债能力指标表现良好。

截至2022年底，公司获得人民币银行授信额度合计196.91亿元，美元银行授信额度合计5.23亿美元，未使用人民币银行授信160.89亿元，未使用美元银行授信3.05亿美元，间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，拥有直接融资渠道。

截至2022年底，公司无重大未决诉讼；无对外担保。

7. 公司本部财务分析

公司本部主营业务为纯碱、食用添加剂碳酸钠、轻质碳酸钙的生产、销售，为公司传统优势业务。跟踪期内，公司本部债务负担较轻，经营和现金流情况良好。

公司本部主营业务为纯碱、食用添加剂碳酸钠、轻质碳酸钙的生产、销售，为公司传统优势业务。

截至2022年底，公司本部资产总额149.69亿元，较上年底增长10.83%，主要系货币资金增加所致。其中，流动资产41.05亿元（占27.42%），非流动资产108.64亿元（占72.58%）。截至2022年底，公司本部货币资金为16.34亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额61.90亿元，较上年底增长11.72%。其中，流动负债32.70亿元（占52.83%），非流动负债29.20亿元（占47.17%）。公司本部全部债务47.58亿元。其中，短期债务为19.17亿元（占40.29%）、长期债务为28.41亿元（占59.71%）。公司本部债务结构较为合理。截至2022年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为41.35%和35.15%，债务负担较轻。

截至2022年底，公司本部所有者权益为87.79亿元，较上年底增长10.22%，主要系利润积累，未分配利润增加所致。

2022年，公司本部营业总收入为77.34亿元，利润总额为15.58亿元。截至2022年底，公司持有长期股权投资55.27亿元，全年公司本部投资收益为6.17亿元，对利润总额有一定补充。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为7.56亿元，可满足全年公司本部5.30亿元的投资活动现金流净支出需求，整体融资需求不大，筹资活动现金流净额-2.05亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障程度很高；经营活动现金流净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值保障程度较高。

截至2023年5月12日，公司债券余额合计26.80亿元，其中，在2023年兑付金额最高，为11.80亿元（以下简称“未来待偿债券本金峰值”）。

表17 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

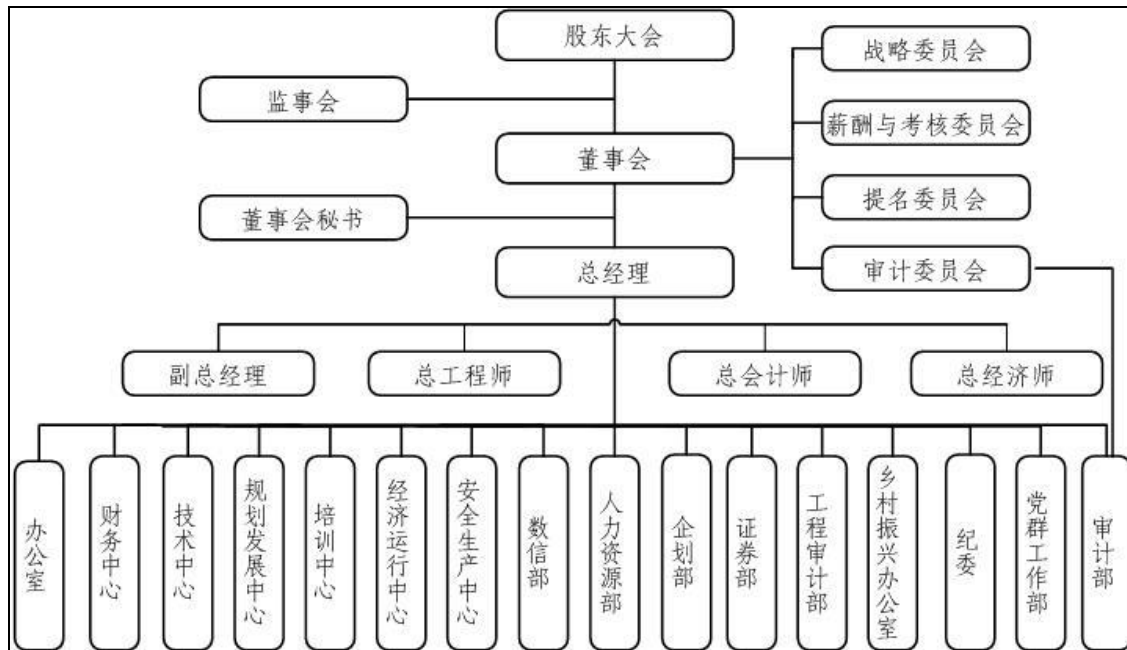
项目	2022年
未来待偿债券本金峰值	11.80
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	14.49
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.04
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.68

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

综合评估，联合资信确定维持唐山三友化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，并维持“18 三友 01”“18 三友 03”“19 三友 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司纳入合并范围子公司

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
唐山三友氯碱有限责任公司	唐山	唐山	制造业	95.07	0.00	投资设立取得
唐山三友盐化有限公司	唐山	唐山	制造业	95.00	0.00	投资设立取得
唐山三友硅业有限责任公司	唐山	唐山	制造业	95.29	4.48	投资设立取得
唐山三友化工工程设计有限公司	唐山	唐山	制造业	100.00	0.00	投资设立取得
唐山三友物流有限公司	唐山	唐山	服务业	100.00	0.00	投资设立取得
唐山三友商务酒店有限公司	唐山	唐山	服务业	100.00	0.00	投资设立取得
唐山三友集团香港国际贸易有限公司	香港	香港	服务业	66.67	33.33	投资设立取得
青海五彩碱业有限公司	青海	青海	制造业	51.00	0.00	非同一控制下企业合并取得
唐山三友集团兴达化纤有限公司	唐山	唐山	制造业	100.00	0.00	同一控制下企业合并取得
唐山三友志达钙业有限公司	唐山	唐山	制造业	84.43	0.00	同一控制下企业合并取得
唐山三友矿山有限公司	唐山	唐山	采矿业	100.00	0.00	同一控制下企业合并取得
唐山三友远达纤维有限公司	唐山	唐山	制造业	0.00	100.00	同一控制下企业合并取得
大柴旦饮马峡工业区五彩水务有限公司	青海	青海	制造业	0.00	31.32	非同一控制下企业合并取得
港裕(上海)国际贸易有限公司	上海	上海	服务业	0.00	100.00	投资设立取得
唐山三友精细化工有限公司	唐山	唐山	制造业	100.00	0.00	投资设立取得

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	52.25	60.82	78.80	72.56
资产总额（亿元）	242.93	259.89	276.07	272.15
所有者权益（亿元）	124.46	137.70	145.76	145.83
短期债务（亿元）	43.59	31.73	33.00	40.35
长期债务（亿元）	28.39	41.77	48.45	39.86
全部债务（亿元）	71.97	73.51	81.45	80.22
营业总收入（亿元）	177.80	231.82	236.80	54.59
利润总额（亿元）	8.85	23.06	16.89	0.35
EBITDA（亿元）	23.70	38.18	31.66	--
经营性净现金流（亿元）	20.86	15.80	24.06	0.55
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.89	7.39	6.84	--
存货周转次数（次）	9.15	10.25	10.08	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.92	0.88	--
现金收入比（%）	68.18	66.27	71.12	66.15
营业利润率（%）	17.08	20.67	17.99	13.97
总资本收益率（%）	5.59	10.08	6.99	--
净资产收益率（%）	6.05	13.43	9.09	--
长期债务资本化比率（%）	18.57	23.28	24.95	21.47
全部债务资本化比率（%）	36.64	34.80	35.85	35.49
资产负债率（%）	48.77	47.02	47.20	46.41
流动比率（%）	84.43	117.36	136.38	122.87
速动比率（%）	68.00	88.62	114.44	101.95
经营现金流动负债比（%）	24.62	21.30	31.82	--
现金短期债务比（倍）	1.20	1.92	2.39	1.80
EBITDA 利息倍数（倍）	6.86	13.71	11.98	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.04	1.93	2.57	--

注：1.公司 2023 年一季度财务报表数据未经审计；2.本报告内数据尾数差异系四舍五入造成；除了特别说明外，均指人民币；3.“--”表示相关指标无意义

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 公司主要财务指标（公司本部）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.50	13.92	28.54	25.81
资产总额（亿元）	124.98	135.06	149.69	145.94
所有者权益（亿元）	77.46	79.65	87.79	89.52
短期债务（亿元）	19.51	12.74	19.17	19.86
长期债务（亿元）	18.19	30.20	28.41	21.43
全部债务（亿元）	37.70	42.94	47.58	41.30
营业总收入（亿元）	48.09	62.98	77.34	19.95
利润总额（亿元）	3.87	7.94	15.58	2.26
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	2.34	2.01	7.56	3.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.30	6.85	5.90	--
存货周转次数（次）	14.67	15.48	16.48	--
总资产周转次数（次）	0.38	0.48	0.54	--
现金收入比（%）	53.12	45.47	51.81	51.61
营业利润率（%）	16.72	18.66	23.63	24.82
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	5.08	9.09	15.03	--
长期债务资本化比率（%）	19.02	27.49	24.45	19.32
全部债务资本化比率（%）	32.74	35.03	35.15	31.57
资产负债率（%）	38.02	41.03	41.35	38.66
流动比率（%）	75.53	110.60	125.54	105.82
速动比率（%）	66.60	94.06	116.11	96.73
经营现金流流动负债比（%）	8.22	8.32	23.11	--
现金短期债务比（倍）	0.54	1.09	1.49	1.30
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2023 年一季度财务报表未经审计；2. “/” 表示数据未获取
 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其含义

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其含义

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 评级展望设置及其含义

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、发展中等四种。

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