

信用评级公告

联合〔2023〕4445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：

二〇二三年六月二十六日

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 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
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、且截至评级时尚处于存续期的债券；债券余额为截至 2023 年 3 月底的数据

转股期：2021 年 2 月 26 日起至 2026 年 8 月 19 日止

当前转股价格：5.69 元/股

评级时间：2023 年 6 月 26 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	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	2	
		偿债能力	1	
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：其他不利因素				-1
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

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”）是以石油化工碳四产品的生产加工为主业的上市企业，公司已形成完整的碳四深加工产业链，并逐步向碳三产业链延伸。跟踪期内，公司实际控制人及间接控股股东股权完成变更，主要产品线产能整体扩大，整体收入结构更加集中在化工制造主业。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司利润大幅下滑、控股股东股权质押和冻结比例很高、公司及管理层收到监管处罚、公司面临安全生产风险和环保压力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。

跟踪期内，山东能源集团新材料有限公司（以下简称“山能新材料”）获得公司控股股东淄博齐翔石油化工有限公司（以下简称“齐翔集团”）的控股权，公司的实际控制人及间接控股股东完成变更。未来公司或在经营、融资以及管理等方面有望得到间接控股股东山能新材料的直接支持。但也需关注到齐翔集团持有的公司股份被高比例质押及冻结的问题尚待解决。

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

1. 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，公司在碳四产业持续扩张，8万吨/年甲乙酮扩建项目和20万吨/年的顺酐扩建项目均建成投产；同时，公司在碳三产业链内不断延伸，70万吨/年丙烷脱氢项目已建成投产，30万吨/年环氧丙烷项目、8万吨/年丙烯酸及6万吨/年丙烯酸丁酯项目分别于2023年上半年已建成投产。
2. 公司实际控制人及间接控股股东股权完成变更。山能新材料通过对公司控股股东齐翔集团的重整投资获得齐翔集团的 80%的股权，公司实际控制人变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。未来，公司有望依托间接控股

分析师：张桐 王越

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

股东山能新材料的资源优势发展自身主营业务。

关注

1. **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。跟踪期内，公司盈利指标明显弱化，利润大幅下滑。**中国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。2022年，公司实现利润总额7.18亿元，同比下降74.41%。2022年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.37%、4.24%，同比分别下降9.08个百分点和13.99个百分点。2023年一季度公司利润为负。
2. **跟踪期内，公司控股股东齐翔集团持有的公司股份被质押及冻结的比例很高。**截至2022年底，公司控股股东齐翔集团持有的公司股份被质押及冻结的股份数分别占其所持公司股份总数的86.81%和194.71%，目前齐翔集团及山能新材料正在积极化解高比例质押及冻结风险。
3. **跟踪期内，公司控股股东齐翔集团、公司及管理层收到监管关注及处罚。**2022年，公司控股股东、公司及高级管理人员存在因不实披露等被监管处罚的情况，公司及相关人员已及时完成整改。
4. **公司面临安全生产风险和环保压力。**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。

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）	50.07	41.93	43.63	49.84
资产总额（亿元）	206.39	260.71	289.99	299.13
所有者权益（亿元）	97.85	134.20	140.86	139.93
短期债务（亿元）	53.59	50.85	72.33	85.93
长期债务（亿元）	29.10	29.59	37.92	39.02
全部债务（亿元）	82.69	80.44	110.26	124.95
营业收入（亿元）	246.86	348.92	298.10	61.42
利润总额（亿元）	12.08	28.06	7.18	-0.61
EBITDA（亿元）	22.21	41.69	24.01	--
经营性净现金流（亿元）	13.87	20.40	14.60	2.89
营业利润率（%）	9.03	12.28	8.57	4.01
净资产收益率（%）	10.51	18.23	4.24	--
资产负债率（%）	52.59	48.52	51.42	53.22
全部债务资本化比率（%）	45.80	37.48	43.91	47.17
流动比率（%）	113.63	95.08	83.57	84.80
经营现金流动负债比（%）	18.17	21.65	13.39	--
现金短期债务比（倍）	0.93	0.82	0.60	0.58
全部债务/EBITDA（倍）	3.72	1.93	4.80	--
EBITDA 利息倍数（倍）	8.47	14.14	15.96	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	
资产总额（亿元）	181.50	236.14	259.73	
所有者权益（亿元）	84.12	119.94	124.95	
全部债务（亿元）	82.15	76.79	95.78	
营业收入（亿元）	68.65	129.58	156.52	
利润总额（亿元）	12.48	24.28	5.46	
资产负债率（%）	53.65	49.21	51.89	
全部债务资本化比率（%）	49.41	39.03	43.39	
流动比率（%）	88.92	72.39	57.73	
经营现金流动负债比（%）	16.90	21.58	34.93	
现金短期债务比（倍）	0.74	0.74	0.46	

注：1. 公司 2023 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，已将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算；2. 集团类客户提供公司本部财务信息，公司本部未披露 2023 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	2022/6/23	张桐 任贵永	化工行业企业信用评级方法/化工行业企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	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、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

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 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，公司向社会公众公开发行人民币普通股（A 股），公司股票简称：齐翔腾达；股票代码：002408.SZ。

2022 年，公司实际控制人及间接控股股东股权发生变更。本次实际控制人变更后，公司控股股东仍为齐翔集团，公司间接控股股东变更为山东能源集团新材料有限公司（以下简称“山能新材料”），实际控制人变更为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）。截至 2022 年底，公司总股本为 284278.88 万股；齐翔集团持有公司股份占比为 45.91%，系公司控股股东，山东省国资委通过山能新材料控股齐翔集团（详见附件 1-1）。

公司仍主要从事化工制造板块和供应链管理板块业务，主要产品无重大变化。

截至 2022 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、人力资源部和证券部等多个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 289.99 亿元，所有者权益 140.86 亿元（含少数股东权益 5.98 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 298.10 亿元，利润总额 7.18 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 299.13 亿元，所有者权益 139.93 亿元（含少数股东权益 5.84 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.42 亿元，利润总额-0.61 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。后经多次转股价调整，截至 2023 年 5 月底，“齐翔转 2”转股价格为人民币 5.69 元/股。

截至 2023 年 3 月底，“齐翔转 2”债券余额为 6.80 亿元，募集资金已投入使用 24.50 亿元，暂时补充流动资金 5.50 亿元¹。

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

¹ 合计数超过募投金额系包含现金管理收益以及资金利息

四、宏观经济和政策环境分析

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

2021 年，国际原油价格在货币宽松、全球经济恢复等因素影响下，原油价格持续上涨，2022 年，受俄乌冲突影响，原油价格进一步大

幅上涨，之后从高位逐渐下行。乙二醇和顺酐国内市场价格受到原油及供需关系影响很大，2022 年均呈下行趋势。

公司主营的石油化工深加工业务上游为原油炼化行业。公司主要产品为碳四深加工产业链产品乙二醇（即丁酮）和顺酐。从需求端来看，中国乙二醇国内需求量总体有所增加，据公开资料，2020 年和 2021 年中国乙二醇的需求量分别为 24.07 万吨和 34.83 万吨²，同比分别增长 19.75% 和 44.70%。从供应端来看，2020 年和 2021 年中国乙二醇的产量分别为 43.02 万吨和 48.95 万吨，同比分别增长 17.73% 和 13.78%。2022 年，在国内物流不畅情况下产品运力不足，以及产能增加的同时行业下游需求持续低迷的影响下，乙二醇出现供需失衡的情况。

价格方面，乙二醇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。2021 年，随着原油价格上升而增幅较大，2022 年一季度涨至 2017 年以来高位后波动下滑，2022 年底丁酮市场价（平均价，华东地区）为 8050.00 元/吨，较 2022 年 3 月底价格下降 44.25%。2023 年一季度丁酮价格仍较低。

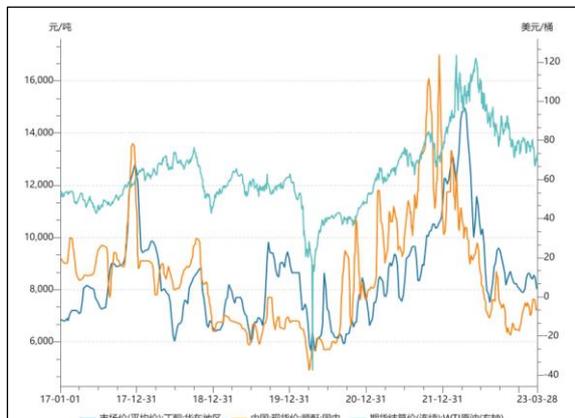
顺酐为碳四深加工产业链另一种重要产品。从需求端来看，中国顺酐国内需求量总体有所增加，据公开资料，在经历了 2021 年国内外需求超预期增长的情况后，2022 年中国顺酐的需求量为 101.72 万吨，同比下降 3.60%。从供应端来看，2022 年，由于顺酐产能持续扩张，中国顺酐的产量为 113.14 万吨，同比增长 10.11%。即使考虑出口量同比超过 20% 的增速，顺酐供大于求的状况于 2022 年表现最为明显。

2022 年，顺酐价格波动下滑，年底顺酐现货价为 6420.00 元/吨，较 2021 年底价格下降 38.86%；2022 年全年平均价格同比下降 18.11%。2023 年一季度，顺酐现货价较 2022 年一季度下降 37.46%，2023 年中国顺酐市场预计超过百万吨新增产能的投放进一步压降了顺酐价格。

² 因产品市场较小，2022 年以来最新公开数据未获得。

顺酐作为石油化工的下游产品，其价格运行受石油价格以及产品供需关系影响均很大。

图 1 国际原油价格与甲乙酮（丁酮）、顺酐价格走势



资料来源：Wind

完整版行业及区域环境分析分析详见《2023 年化工行业分析》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc3748>。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司控股股东对其持股比例较高，但所持公司股份被质押及冻结比例很高，需关注由此给公司控制权稳定性带来的风险。

截至 2022 年底，公司总股本为 284278.88 万股；齐翔集团持有公司股份占比为 45.91%，系公司控股股东，公司实际控制人为山东省国资委。截至 2022 年底，公司控股股东齐翔集团持有的公司股份中处于质押和司法标记状态的股份数为 113300.95 万股，占其所持公司股份总数的 86.81%，处于冻结状态的股份数为 254144.65 万股，为其所持公司股份总数的 194.71%，股权质押及冻结比例很高，目前齐翔集团及山能新材料正在积极化解高比例质押及冻结风险。

2. 企业规模和竞争力

公司碳四产业链完善，在甲乙酮和顺酐产品领域具备较强规模优势，产品进一步向碳三产业链等方向延伸。

公司已形成碳四丁烯、异丁烯、正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，并往碳三产业链延伸。公司已形成以甲乙酮、顺酐为主导，丁二烯、顺丁橡胶、MTBE、异辛烷、异丁烯、叔丁醇、丙烯、环氧丙烷、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。

2022 年，公司扩建的 20 万吨/年的顺酐装置投产，整体顺酐产能超过 40 万吨/年。2022 年，公司在原有甲乙酮装置的基础上继续投资扩建的 8 万吨/年甲乙酮项目建成投产，公司甲乙酮设计产能达 26 万吨/年。在碳三产业链方面，公司投资建设的 8 万吨/年丙烯酸及 6 万吨/年丙烯酸丁酯项目已于 2023 年 4 月底投产，该项目以丙烯为原料，生产丙烯酸；70 万吨/年丙烷脱氢项目已于 2022 年一季度投产，30 万吨/年环氧丙烷项目已于 2023 年 5 月底建成投产。

3. 过往债务履约情况

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码为 3703050000446076），截至 2023 年 5 月 11 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，联合资信未发现存在逾期或违约记录，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全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事及高管人员存在较多变更，在治理结构及管理体制方面无重大变化。

2022 年 4 月，公司董事会同意补选王刚和王贺军分别为公司第五届董事会董事和独立董事候选人，分别接替因个人原因辞职的韩刚和张元荣。

2023 年 3 月，公司副总经理焦卫因个人身体原因申请辞去公司副总经理职务。

2023年5月,公司2022年度股东大会决议通过李庆文、车成聚、祝振茂、赵明军、朱辉、王健被选举为公司第六届董事会非独立董事;王鸣、刘海波、王咏梅被选举为公司第六届董事会独立董事。叶盛芳、翟小兵被选举为公司第六届监事会非职工代表监事。公司董事会选举李庆文担任公司第六届董事会董事长,聘任车成聚担任公司总经理;聘任张军担任公司董事会秘书;聘任尹伟令、祝振茂、李勇、刘付亮担任公司副总经理;聘任王彦鑫担任公司财务总监;聘任车俊侠为公司证券事务代表。公司监事会选举叶盛芳为公司第六届监事会主席。

公司新任董事长李庆文为山能新材料党委书记、执行董事及总经理。

跟踪期内,公司相关管理制度及管理模式未发生重大变化。

八、重大事项

跟踪期内,公司控股股东股权被司法冻结后实施重整,重整后公司实际控制人及间接控股股东股权完成变更,未来公司或在经营、融资以及管理等方面有望得到山能新材料和实际控制人的支持。

2022年3月起,公司多次发布公告称,公司获悉公司控股股东齐翔集团股权被司法冻结,以及齐翔集团及其一致行动人雪松实业、广州君凯投资有限公司持有的公司股份被司法冻结和司法标记。

2022年10月起,公司多次发布公告称,公司获悉山东省淄博市中级人民法院(以下简称“淄博中院”)裁定受理申请人山东省国际信托股份有限公司(以下简称“山东信托”)对被申请人公司控股股东齐翔集团的重整申请,之后按照经债权人会议表决通过的重整计划,雪松实业持有的齐翔集团80%股权让渡予重整投资人山能新材料,并于2022年11月16日办理工商变更。山能新材料取得齐翔集团80%股权后进而间接控制齐翔集团所持有的公司45.91%股份,由此触发要约收购。截至2023年4月,本次要约收购期限届满。

2023年6月,公司公告法院裁定公司控股股东重整计划执行完毕,并终结齐翔集团重整程序。

本次实控人变更后,公司控股股东仍为齐翔集团,公司间接控股股东变更为山能新材料,实际控制人变更为山东省国资委。未来,公司将依托山能新材料和山能集团的资源优势,在原有产业链的基础上布局下游产品精细化、高端化、规模化,发展自身碳三及碳四产业链主营业务。

跟踪期内,公司控股股东、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。

2022年3月,齐翔腾达发布公告称,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》(以下简称“《告知书》”)。《告知书》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证券的行为涉嫌违反了《中华人民共和国证券法》相关条款的规定。同时,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(以下简称“齐鲁科力”)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《中华人民共和国证券法》相关条款。因此,山东证监局拟决定对齐翔集团以及相关人员给予警告及罚款等处罚。

2022年4月,齐翔腾达发布公告称,公司近期收到山东证监局行政监管措施决定书(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。

2022年6月,齐翔集团、齐翔集团时任董事长兼总经理车成聚(现任公司董事长兼总经

理) 以及时任董事周洪秀收到山东监管局下发的《行政处罚决定书》，涉嫌违反了 2005 年《证券法》相关规定，在内幕消息敏感期内交易齐翔腾达股票并获利，因此，山东监管局决定没收齐翔集团违法所得 2571368.47 元，并处以 7714105.41 元罚款；对车成聚给予警告，并处以 20 万元罚款；对周洪秀给予警告，并处以 15 万元罚款。

2022 年 8 月，公司、公司董事长兼总经理车成聚，董事祝振茂、陈晖、范佳昱、李婵娟，时任董事韩刚，财务总监黄磊，董事会秘书张军因未如实披露募集资金违规用于质押的情况被深圳证券交易所给予通报批评的处分。

跟踪期内，公司控股股东及公司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，公司终止国内供应链业务并向控股股东齐翔集团转让债权，终止完成后将有利于降低公司经营管理成本，集中优势资源聚焦主业。

2023 年 4 月 1 日，公司发布《淄博齐翔腾达化工股份有限公司关于拟终止国内供应链业务并转让债权暨关联交易的公告》称，公司于 2023 年 3 月 31 日召开第五届董事会第三十一次临时会议，审议通过了《关于拟终止国内供应链业务并转让债权暨关联交易的议案》，同意公司终止国内供应链业务，并将国内供应链业务对应的债权转让给公司控股股东齐翔集团。

对于本次终止国内供应链业务的原因，公司称为支持公司进一步集中优势资源重点发展主营业务，降低公司经营管理成本，提高资金使用效率，保证上市公司利益，山能新材料作为公司间接控股股东通过向齐翔集团提供流动性帮助，支持齐翔集团承接公司国内供应链业务对应的债权。

本次关联交易的标的为公司全资子公司淄博齐翔腾达供应链有限公司和广州齐翔腾达供应链有限公司的全部债权，债权总额和转让价款均为 14.66 亿元(包含应收账款和预付账款)。

2023 年 4 月，公司公告本次关联交易事项已经公司股东大会审议通过。

2023 年 6 月，公司公告已终止国内供应链业务，并向控股股东齐翔集团转让淄博齐翔腾达供应链有限公司(以下简称“淄博供应链”)及广州齐翔腾达供应链有限公司(以下简称“广州供应链”)的全部债权，齐翔集团收购上述债权对应的收购价款已经全部支付完毕，金额共计 14.66 亿元。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务收入规模有所下降，整体收入结构更加集中于化工制造主业。其中，化工制造业务收入占比提升，但毛利率持续下滑，以致公司主营业务毛利率下滑。公司供应链管理业务收入在规模压缩的同时毛利率有所上升。

2022 年，化工制造和供应链管理仍是公司主营业务收入主要来源。其中，公司主营业务收入同比下降 14.70%，主要系供应链管理业务收入减少所致。

2022 年，公司化工制造板块收入实现同比增长 17.03%，主要系顺酐及甲乙酮等新增产能投产后产销量扩大，以及甲乙酮、MTBE 等部分产品全年均价同比上升所致；化工制造收入占主营业务收入的比重为 60.74%，同比上升 16.47 个百分点。2022 年，公司供应链管理收入同比下滑 39.90%，主要系公司逐步压缩利润率很低的境内供应链管理业务所致，供应链管理业务在主营业务收入中的占比明显下降。

从毛利率水平来看，2022 年，公司化工制造业务毛利率为 12.46%，同比大幅下滑 13.39 个百分点，主要系下半年特别是第四季度市场产品需求不足，产品与原料价差缩小，同时能耗成本增加所致。2022 年，随着利润率很低的境内供应链管理业务量压缩，公司供应链管理业务毛利率同比小幅上升。综上，2022 年，公司主营业务毛利率为 8.61%，同比下降 3.93 个百分点。

表 2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

主营业务	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
化工制造	152.76	44.27%	25.85%	178.77	60.74%	12.46%	41.05	67.93%	5.00%
供应链管理	192.31	55.73%	1.96%	115.57	39.26%	2.65%	19.38	32.07%	2.20%
合计	345.07	100.00%	12.54%	294.34	100.00%	8.61%	60.43	100.00%	4.10%

资料来源：公司财务报告及公司提供

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.42 亿元，同比下降 22.52%，主要系供应链管理板块收入减少。公司为集中优势资源聚焦主业，逐步终止国内供应链业务；国外供应链业务由于欧洲市场需求减少导致收入减少。公司主营业务毛利率为 4.10%，较上年进一步下降 4.51 个百分点，主要系产品价格回落同时原油价格仍处高位，以及市场需求偏弱，价差缩减所致。

2. 化工制造

跟踪期内，随着顺酐、甲乙酮装置扩产，以及丙烷脱氢装置投产，公司主要产品线产能整体扩大，但在需求不足的环境下，产线产能利用率不及 2021 年；公司产品定价市场化程度高，部分主要产品价格下滑。

公司化工制造业务主要为对原料碳四及丙烷（即碳三）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。

公司碳四产业链分为正丁烷线、异丁烷线和丁烯线三个产品线。跟踪期内，8 万吨/年甲乙酮扩建项目和 20 万吨/年的顺酐扩建项目均建成投产。截至 2022 年底，公司正丁烷线、异丁烷线和丁烯线产能分别为 40.00 万吨/年、95.00 万吨/年和 90.00 万吨/年。

公司在碳四产业链的基础上推进向碳三产业链的布局，投资建设了 70 万吨/年丙烷脱氢及

下游 30 万吨/年环氧丙烷项目，并进一步投资建设 8 万吨/年丙烯酸及 6 万吨/年丙烯酸丁酯项目。其中，跟踪期内，70 万吨/年丙烷脱氢项目已建成投产；30 万吨/年环氧丙烷项目和 8 万吨/年丙烯酸及 6 万吨/年丙烯酸丁酯项目分别于 2023 年上半年建成投产。截至 2022 年底，公司碳三线产能为 70.00 万吨/年。

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，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。

从公司主要产品线产能及生产情况看，2022 年，公司正丁烷线产能扩张系顺酐装置扩产所致，异丁烷线产能压降系 70 万吨/年丙烷脱氢项目投产后原有的 10 万吨/年丙烯产能改造停产所致，丁烯线产能小幅增长系甲乙酮装置扩产所致。2022 年，随着 70 万吨/年丙烷脱氢项目投产，公司进入碳三产业链。从产能利用率情况看，由于 2022 年下半年以来下游需求较弱，2022 年，公司正丁烷线、异丁烷线和丁烯线产能利用率同比均明显下降，由于碳三线投产后逐渐达产，且公司根据市场情况调整生产负荷，所以产能利用率较低。2023 年一季度，公司主要产线产能无变化，异丁烷线和碳三线产能利用率随着 MTBE 等产品市场需求的增加而回升。

表 3 公司各产品生产情况明细

名称	项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
正丁烷线	产能（万吨/年）	20.00	40.00	10.00
	产量（万吨）	24.16	34.63	10.61
	产能利用率（%）	120.80	108.22	106.10
异丁烷线	产能（万吨/年）	105.00	95.00	23.75
	产量（万吨）	83.89	62.23	20.70
	产能利用率（%）	79.90	65.51	87.16

丁烯线	产能（万吨/年）	82.00	90.00	22.50
	产量（万吨）	93.28	92.22	24.16
	产能利用率（%）	113.76	102.47	107.38
碳三线	产能（万吨/年）	0.00	70.00	17.50
	产量（万吨）	0.00	29.63	13.16
	产能利用率（%）	--	56.44	75.20

注：1.公司产能利用率按新增产能投产时间折算；2.公司2023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及丙烷，系石油加工过程中产生的副产品。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，因此公司原料碳四主要通过管道运送，部分从山东省内炼厂通过汽运

采购。公司丙烷采购主要从中东等地进口。2022年，公司碳四和丙烷采购单价分别同比大幅上升24.20%和29.08%，主要系原油价格持续上涨所致。2023年一季度公司主要原料价格小幅回落。同时，由于公司甲乙酮、顺酐、丙烷脱氢等生产装置陆续投产，2022年公司碳四及丙烷原料采购数量增加。跟踪期内，公司原材料采购结算方式无重大变化。

表4 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2021年	2022年	2023年1—3月
碳四	采购单价（元/吨）	4364.00	5420.00	5378.00
	采购数量（万吨）	151.14	166.55	53.22
	采购金额（亿元）	65.97	90.27	28.62
丙烷	采购单价（元/吨）	4467.00	5766.00	5321.00
	采购数量（万吨）	9.19	27.26	13.17
	采购金额（亿元）	4.11	15.71	7.01
采购量合计（万吨）		160.33	193.91	66.39
采购金额合计（亿元）		70.08	105.98	35.63

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，公司MTBE等产品外贸订单增加，营业收入中境外收入占比由2021年的32.03%升至2022年45.26%。跟踪期内，公司销售结算方式无重大变化。

2022年，公司主要产品中，顺酐、甲乙酮和丙烯产销量增幅大，主要系新增装置投产所致，且产销率均保持很高水平所致。MTBE产销量大幅上升主要系欧美市场能源短缺，以致增加辛烷值的产品需求量大所致。叔丁醇产销率低主要系下游MMA装置减产所致。丁腈胶乳产品产量大幅下降主要系防护衣、手套等防护用品需求下降导致产量下降所致；MMA产量

大幅下降主要系全球MMA市场价格低迷且国内新增产能投产导致供大于求，公司减少MMA生产所致。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。2022年，公司主要产品中顺酐由于市场新增产能多，供大于求导致价格下滑较为明显；MTBE、甲乙酮、异辛烷等销售均价与原油价格关联度较高，因而均有一定涨幅。由于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，因此

2022年丁腈胶乳产品售价同比下滑39.60%。 仍未恢复，公司主要产品价格较2022年仍呈下行趋势。

2023年一季度，公司下游房地产以及相关的涂料、建材等行业景气度仍低，国内消费需求

表5 公司主要产品生产和销售情况明细

名称	项目	2021年	2022年	2023年1—3月
顺酐	产量(万吨)	24.18	34.63	10.61
	销量(万吨)	24.09	34.45	10.71
	销售均价(元/吨)	9443.80	7700.00	6950.00
	产销率(%)	99.63	99.48	100.94
MTBE	产量(万吨)	13.46	40.07	15.65
	销量(万吨)	3.64	33.59	15.32
	销售均价(元/吨)	5332.65	6770.00	6030.00
	产销率(%)	27.04	83.83	97.89
叔丁醇	产量(万吨)	36.91	19.15	5.05
	销量(万吨)	6.67	6.30	2.41
	销售均价(元/吨)	5452.40	5750.00	5500.00
	产销率(%)	18.07	32.90	47.72
丙烯	产量(万吨)	14.58	29.63	13.16
	销量(万吨)	14.59	27.64	12.60
	销售均价(元/吨)	6986.72	7015.00	6500.00
	产销率(%)	100.07	93.29	95.74
甲乙酮	产量(万吨)	26.04	35.22	8.20
	销量(万吨)	25.88	35.80	7.55
	销售均价(元/吨)	7690.00	10500.00	7800.00
	产销率(%)	99.39	101.63	92.07
丁二烯	产量(万吨)	9.89	9.48	2.72
	销量(万吨)	0.13	0.21	0.05
	销售均价(元/吨)	9230.00	7400.00	7900.00
	产销率(%)	1.31	2.21	1.81
顺丁橡胶	产量(万吨)	8.58	10.72	3.19
	销量(万吨)	8.85	10.61	3.32
	销售均价(元/吨)	11248.00	11150.00	9600.00
	产销率(%)	103.15	99.02	104.08
异辛烷	产量(万吨)	26.62	25.13	7.11
	销量(万吨)	26.86	25.09	6.90
	销售均价(元/吨)	4950.00	6630.00	6800.00
	产销率(%)	100.90	99.84	97.05
丁腈胶乳	产量(万吨)	22.15	11.67	2.94
	销量(万吨)	21.77	12.13	3.17
	销售均价(元/吨)	9478.33	5725.00	5300.00
	产销率(%)	98.28	103.94	107.82
MMA	产量(万吨)	15.10	3.01	0.00
	销量(万吨)	14.92	3.07	0.00
	销售均价(元/吨)	11403.00	11250.00	--
	产销率(%)	98.81	101.99	--

产量合计（万吨）	197.49	218.71	68.63
销量合计（万吨）	147.40	188.90	62.03

注：1.销售价格为不含税价格；2.MMA 产品 2023 年一季度因市场景气度差而停产；3.尾差系四舍五入所致
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下降。由于公司已终止国内供应链业务并转让债权，国内供应链业务非经营性占用资金在业务转让完成后已收回。

公司全资子公司淄博齐翔腾达供应链有限公司（以下简称“淄博供应链”）及其下属子公司为公司国内供应链业务的经营主体，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。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。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主要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。

2022 年，公司实现供应链管理收入 115.57 亿元，同比下降 39.90%，主要系公司逐步压缩利润率很低的境内供应链管理业务所致。2023 年 1—3 月，公司实现供应链管理收入 19.38 亿元。2023 年 6 月 17 日，公司公告已终止国内供应链业务，并向齐翔集团转让淄博供应链及广州供应链的全部债权，预计未来公司供应链管理业务收入将进一步减少。

根据公司年度非经营性资金占用及其他关联资金往来情况的专项说明，截至 2022 年底，腾达供应链非经营性占用公司往来资金余额为 11.42 亿元。公司已公告终止国内供应链业务并

向齐翔集团转让淄博供应链及广州供应链的全部债权，齐翔集团收购上述债权对应的收购价款已经全部支付完毕，金额共计 14.66 亿元。

4. 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，2022 年，公司前五名供应商合计采购金额 78.73 亿元，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为 23.19%，较上年下降 4.14 个百分点，均为非关联方，采购集中度一般。

从销售集中度看，2022 年，公司前五名客户合计销售金额 48.86 亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 16.39%，较上年提升 4.27 个百分点，前四名客户均为非关联方，整体销售集中度低。

5. 经营效率

公司经营效率指标表现一般。

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分别为 6.95 次、20.36 次和 1.08 次，分别同比下降 3.52 次，10.87 次和 0.45 次，在顺酐、丁腈胶乳等产品市场需求不足的情况下经营效率明显下降。公司存货周转次数和总资产周转次数在同业中处于较高水平，但供应链管理业务占款导致应收账款周转率低。

表 6 2022 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	57.69	8.63	0.71
北方华锦化学工业股份有限公司	365.82	8.56	1.52
公司	11.37	19.92	1.08

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

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；在市场景气度不高的环境下，公司部分在建工程延期投产，随着公司实控人变更事项的落实、相关项目建设的后续投资及产能释放等，有望获得山能新材料的支持，一定程度上或降低公司未来资本支出压力。

截至 2023 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 2023 年 3

月底，公司在建工程预计总投资 74.91 亿元，剩余投资 36.97 亿元。

跟踪期内，公司出于对产品市场价格不及预期的考虑，延期对 30 万吨/年环氧丙烷项目、20 万吨/年丁二烯抽提项目等项目开车投产。根据公司 2023 年 5 月底最新公告，公司投资规模最大的 30 万吨/年环氧丙烷项目生产线已建设完工，装置流程已全线贯通并产出合格产品。考虑到公司实控人变更后预计将逐步获得山能新材料在经营以及融资等方面的一定支持，公司资本支出压力不大。

表 7 截至 2023 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 2023 年 4-12 月 投资额 (亿元)	预计 2024 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	26.01	9.29	1.50	贷款
2	20 万吨/年异壬醇项目及配套设施	2023 年内	17.99	6.01	0.50	7.00	自有资金
3	6 万吨/年危废处置项目	2022 年内	2.09	1.86	0.23	0.00	自有资金
4	10 万吨/年 PMMA 项目	2023 年内	10.80	1.18	0.50	5.00	自有资金
5	20 万吨/年丁二烯抽提项目	2022 年 12 月	3.73	1.58	1.35	0.50	自有资金
6	环保治理技术改造项目	2022 年 12 月	0.44	0.51	0.00	0.00	自有资金
7	氢能源改造提升项目	2023 年内	1.21	0.54	0.30	0.37	自有资金
8	360 吨/年顺酐催化剂项目三四期	2022 年 3 月	1.10	0.25	0.31	0.54	自有资金
合计	--	--	74.91	37.94	12.48	14.91	--

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。随着实控人变更为山能新材料，新实控人或将对公司的工作重点、业绩目标等进行战略管理，公司的市场竞争力将得以增强。

公司第四个六年发展规划基本完成，开始布局第五个六年新规划，将在结合现有产业链的基础上，围绕国际宏观经济形势、行业相关政策及市场未来发展预期等方面，重点关注新能源、新材料等前沿新兴化工领域，加强与国内外顶尖企业的研发合作，进一步延伸与拓展产业链的广度与深度，利用供应链业务的优质资源渠道，加大海外业务的拓展力度，降低国内市场压力。公司将充分依托控股股东山能新材料以及山东能源集团有限公司的资源优势，不断深化各方在产业板块上的战略协同，提升上市公

司市场竞争力和行业影响力，目标成为世界一流化工企业。

具体措施包括：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，已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 2022 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

无保留意见的审计结论。公司提供的 2023 年一季度财务数据未经审计。

截至 2022 年底，公司纳入合并范围的子公司共 20 家，较上年底减少 3 家。2023 年 1—3 月，公司合并范围无变化。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 2022 年底，公司合并资产总额 289.99 亿元，所有者权益 140.86 亿元（含少数股东权益 5.98 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 298.10 亿元，利润总额 7.18 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 299.13 亿元，所有者权益 139.93 亿元（含少数股东权益 5.84 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.42 亿元，利润总额-0.61 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额保持增长。公司货币资金受限比例高，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，其中固定资产成新率较高。整体看，公司资产质量好。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 289.99 亿元，较上年底增长 11.23%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 31.42%，非流动资产占 68.58%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

截至 2022 年底，流动资产 91.13 亿元，较上年底变化不大。公司流动资产构成如表 8 所示。

表 8 2021—2022 年及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	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 (%)
流动资产	89.60	34.37	91.13	31.42	100.20	33.50
货币资金	26.03	29.05	26.09	28.63	34.98	34.91
应收票据	14.62	16.32	15.26	16.74	13.77	13.74
应收账款	26.30	29.36	26.14	28.69	14.67	14.64
存货	11.95	13.33	14.77	16.20	15.47	15.44
非流动资产	171.11	65.63	198.86	68.58	198.93	66.50
固定资产	71.64	41.87	117.68	59.18	102.68	51.61
在建工程	43.63	25.50	37.86	19.04	52.29	26.29
无形资产	14.81	8.66	15.10	7.59	14.97	7.53
长期待摊费用	2.77	1.62	10.51	5.28	10.35	5.20
资产总额	260.71	100.00	289.99	100.00	299.13	100.00

数据来源：公司财务报告、联合资信整理

截至 2022 年底，公司货币资金 26.09 亿元，较上年底增长 0.22%。货币资金中有 17.58 亿元受限资金，受限比例为 67.38%，主要为银行承兑汇票及信用证保证金及利息，受限比例高。

截至 2022 年底，公司应收账款账面价值 26.14 亿元，较上年底下降 0.61%。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 1.36 亿元，计提比例为 4.94%；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.63 亿元，占比为 31.38%，集中度一般。

截至 2022 年底，公司存货 14.77 亿元，较上年底增长 23.60%，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。2022 年底公司共计提存货跌价准备 0.66 亿元，计提比例为 4.28%。存货以库存商品（7.71 亿元）和原材料（6.63 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。

非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产 198.86 亿元，较上年底增长 16.22%，公司非流动资产构成如表 8 所示。

截至 2022 年底，公司固定资产 117.68 亿元，较上年底增长 64.27%，主要系 20 万吨/年顺酐扩建项目、70 万吨/年丙烷脱氢项目及配套设施等完工转固所致。固定资产主要由通用设备、专用设备和房屋及建筑物构成；固定资产成新率 67.49%，成新率较高。在建工程（合计）37.86 亿元，较上年底下降 13.23%。无形资产主要为土地使用权及专利权。商誉主要来自公司投资收购齐鲁科力、齐翔华利新材料有限公司等子公司股权事项形成。

截至 2022 年底，公司长期待摊费用 10.51 亿元，较上年底大幅增长 279.23%，主要系新建项目中使用期超过一年的催化剂大幅增加所致。

截至 2022 年底，公司受限资产 59.39 亿元，占总资产比重为 20.48%，受限资产占比一般。

表 9 截至 2022 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	17.58	主要为银行承兑汇票及信用证保证金及利息等
应收票据	14.22	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
固定资产	14.73	融资租赁设备抵押、MMA 贷款设备抵押等
无形资产	8.46	MMA 项目贷款、环氧丙烷项目贷款、部分银行贷款等提供抵押
应收款项融资	0.08	票据质押融资
在建工程	3.88	环氧丙烷欧元贷款担保
投资性房地产	0.44	齐商银行贷款抵押
合计	59.39	--

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 299.13 亿元，较上年底增长 3.15%，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年底，公司所有者权益 140.86 亿元，较上年底增长 4.96%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.75%，少数股东权益占比为 4.25%。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

20.18%、23.74%、0.22%和 44.77%。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 139.93 亿元，较上年底下降 0.67%。

负债

跟踪期内，由于项目投资较多，公司有息债务增幅较大，整体债务负担仍一般，公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

截至 2022 年底，公司总负债 149.12 亿元，较上年底增长 17.88%。其中，流动负债占 73.12%，非流动负债占 26.88%。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 2022 年底，公司流动负债 109.04 亿元，较上年底增长 15.71%，主要系短期借款和应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 45.04%）、应付票据（占 14.58%）、应付账款（占 19.30%）、一年内到期的非流动负债（占 6.69%）和其他流动负债（占 8.47%）构成。

截至 2022 年底，公司短期借款 49.12 亿元，较上年底增长 28.29%，主要系公司产能规模扩大，增加部分短期银行贷款以满足运营及投资所致。公司短期借款中质押借款和信用借款金额大，分别为 35.60 亿元和 13.99 亿元。

截至 2022 年底，公司应付票据 15.90 亿元，较上年底大幅增长 103.34%，主要系办理支付项目设备款等的票据增加所致。

截至 2022 年底，公司应付账款 21.05 亿元，较上年底增长 3.89%。应付账款账龄以 1 年以内为主。公司应付账款主要为采购货款（9.04 亿元）和工程设备款（11.45 亿元）。其中，账龄超过 1 年的重要应付账款为 0.33 亿元，占比很低，综合账龄短。

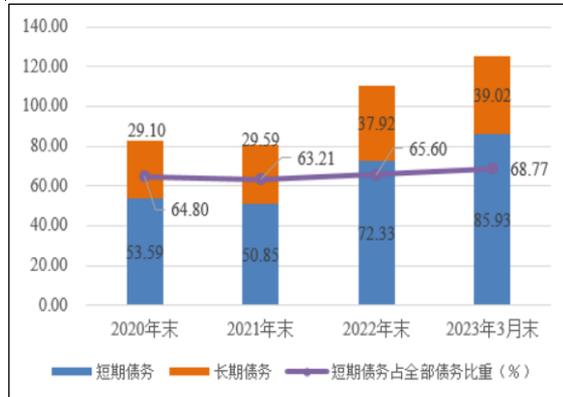
截至 2022 年底，公司非流动负债 40.08 亿元，较上年底增长 24.21%，主要系长期借款和长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 68.34%）、应付债券（占 15.26%）和长期应付款（占 10.62%）构成。

截至 2022 年底，公司长期借款 27.39 亿元，较上年底增长 15.97%，主要系环氧丙烷项目长

期借款增加所致。公司长期借款主要由抵押借款（27.93亿元）³构成。

截至 2022 年底，公司长期应付款 4.26 亿元，较上年底增加 4.21 亿元，主要系应付融资租赁款增加所致。

图 2 近年来公司债务结构（单位：亿元）



注：图中长短期债务之和与债务合计数有尾差
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 3 近年来公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年底，公司全部债务 110.26 亿元，较上年底增长 37.07%，长短期债务均有所增加。债务结构方面，短期债务占 65.60%，长期债务占 34.40%，以短期债务为主，其中，短期债务 72.33 亿元，较上年底增长 42.25%；长期债务 37.92 亿元，较上年底增长 28.16%。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分别为 51.42%、43.91%和 21.21%，较上年底分别提高 2.90 个百分点、6.43 个百分点和 3.15 个百分点。公司债务负担一般。

截至 2022 年底，公司全部债务中还款期在 1 年以内的债务金额较大，以银行借款和短期应付票据为主。

表 10 2022 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	94.79
1~2 年	7.69
2~3 年	6.73
3 年以上	24.88
合计	134.09

注：公司年报口径债务按未折现的合同现金流量所作的到期期限分析，因此与本报告中科目余额和口径均不同
资料来源：公司年报

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 159.21 亿元，较上年底增长 6.76%。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 124.95 亿元，较上年底增长 13.33%，仍以短期债务为主。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分别为 53.22%、47.17%和 21.80%，较上年底分别提高 1.80 个百分点、3.27 个百分点和 0.59 个百分点。

4. 盈利能力

2022 年，公司收入有所下滑，管理费用及研发费用占比较高。随着公司加工价差的缩小以及资产减值损失的增加，2022 年公司各盈利指标在化工行业普遍效益不佳的情况下明显弱化，利润大幅下滑。2023 年一季度公司出现业绩亏损。

2022 年，公司实现营业总收入 298.10 亿元，同比下降 14.56%，主要系供应链管理业务收入减少所致；营业利润率为 8.57%，同比下降 3.71 个百分点，主要系产品与原料价差缩小且能耗成本增加所致。

2022 年，公司费用总额为 16.14 亿元，同比增长 16.60%，管理费用及研发费用增长较快。

³ 含一年内到期的部分

从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 6.93%、32.50%、43.72% 和 16.85%，以管理费用和研发费用为主。其中，管理费用为 5.25 亿元，同比增长 19.43%，主要系停工费用增加所致；研发费用为 7.06 亿元，同比增长 21.96%，主要系研发材料费增加所致；财务费用为 2.72 亿元，同比增长 13.00%，主要系债务规模扩大所致。2022 年，公司期间费用率为 5.41%，同比提高 1.45 个百分点，考虑到公司供应链管理业务收入占比高，公司实际费用控制能力一般。

非经常性损益方面，2022 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。但 2022 年公司资产减值损失共计 1.83 亿元，较 2021 年的 0.94 亿元大幅增加，主要系存货跌价损失及合同履约成本减值损失，以及商誉减值损失增加所致。

受上述因素影响，2022 年，公司利润总额 7.18 亿元，同比下降 74.41%。

2022 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.37%、4.24%，同比分别下降 9.08 个百分点、13.99 个百分点。

表 11 公司盈利能力变化情况

项目	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	348.92	298.10
利润总额（亿元）	28.06	7.18
营业利润率（%）	12.28	8.57
总资产收益率（%）	12.46	3.37
净资产收益率（%）	18.23	4.24

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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。从同业看，公司整体盈利水平较高。

表 12 2022 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	28.70	8.14	15.13
北方华锦化学工业股份有限公司	16.53	3.31	3.68
公司	8.79	3.40	4.82

注：为便于比较，数据均为 Wind 口径

资料来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 61.42 亿元，同比下降 22.52%；公司实现利润总额-0.61 亿元，较上年同期的 6.71 亿元大幅下降，主要系公司产品价格回落同时原油价格仍处高位，价差缩减以及公司管理费用及财务费用同比增加所致。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营现金净流入量有所下滑，投资活动强度减弱。考虑到公司目前经营效益未明显好转，仍存一定规模的项目建设投入，公司筹资需求仍然较大。

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入 344.47 亿元，同比下降 2.82%。2022 年，公司经营活动现金净流入 14.60 亿元，同比下降 28.45%，主要系产品盈利水平下降所致。2022 年，公司现金收入比为 113.11%，同比提高 12.70 个百分点，收入实现质量好。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金净流出 48.84 亿元，同比下降 4.66%，公司投资活动强度减弱。2022 年，公司筹资活动前现金流量净额为-34.24 亿元，同比增长 11.09%。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金净流入 29.58 亿元，同比增长 1.03%。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入量	354.46	344.47	73.58
经营活动现金流量净额	20.40	14.60	2.89
投资活动现金流量净额	-51.23	-48.84	-4.95
筹资活动前现金流	-30.82	-34.24	-2.07
筹资活动现金流量净额	29.28	29.58	5.41
现金收入比（%）	100.42	113.11	118.71

资料来源：公司财务报告

2023 年 1—3 月，公司实现经营活动现金净流入 2.89 亿元，同比下降 53.42%，主要系公司盈利持续下滑所致。2023 年 1—3 月，公司实现投资活动现金净流出 4.95 亿元，同比下降 51.87%，主要系公司主要在建项目投资接近完成所致。2023 年 1—3 月公司实现筹资活动现金

净流入 5.41 亿元，同比大幅增长 221.81%，主要系项目建设及生产规模的扩大增加了借款所致。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司整体偿债指标随着盈利的下滑以及债务规模的扩大而减弱，但公司偿债能力指标表现仍很强。公司债务负担尚属可控，融资渠道较畅通，整体偿债压力不大，但需关注公司存在一定或有负债风险。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	95.08	83.57
	速动比率 (%)	82.40	70.03
	经营现金流动负债比 (%)	21.65	13.39
	现金短期债务比 (倍)	0.82	0.60
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	41.69	22.96
	全部债务/EBITDA (倍)	1.93	4.80
	EBITDA 利息倍数 (倍)	14.14	15.96
	经营现金/利息支出 (倍)	6.92	5.86

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

从短期偿债指标看，截至 2022 年底，公司流动比率、速动比率、经营现金流动负债比率和现金短期债务比均有所减弱，处于较高水平。

从长期偿债指标看，2021 年，公司全部债务/EBITDA 明显下滑，EBITDA 利息倍数仍高，长期偿债指标亦处于高水平。

截至 2022 年底，公司在银行及其他金融机构授信总额度为 104.99 亿元，尚未使用额度为 21.93 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 2022 年底，公司无重大对外担保。

截至 2022 年底，公司重大未决诉讼如下：公司于 2018 年收购淄博齐翔华利新材料有限公司（以下简称“齐翔华利”）51% 股权后，于 2020 年 9 月 8 日与陈新建等齐翔华利 49% 少数股东签订了《MMA 产业重组协议》及《备忘录》。陈新建等于 2022 年 10 月份提起股权转让诉讼，

要求公司收购齐翔华利剩余的 49% 股权并支付利息，并申请法院冻结本公司存款 3.5 亿元（截止 2022 年底实际冻结货币资金 3.194 亿元）。经测算，若收购齐翔华利少数股东全部剩余股权及支付利息，可能需要支付股权转让款 8.82 亿元及截止 2022 年底利息约 1.22 亿元，合计金额为 10.04 亿元。截至公司 2022 年年报出具日，公司正在应诉和与上诉方沟通，结果具有不确定性，尚无法确定相关财务影响。

公司涉诉金额规模较大，存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务分析

公司本部与公司合并范围财务分析整体情况基本一致。

公司除供应链业务等少量业务外主要业务均在本部开展，公司本部与公司合并范围财务分析整体情况基本一致。截至 2022 年底，公司本部资产总额 259.73 亿元，占合并口径的 89.57%；公司本部实现利润总额 5.46 亿元，占合并口径的 76.11%。

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 2023 年 5 月 29 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”）。

2022 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 3.38 倍、50.69 倍和 2.15 倍，均对存续债券保障能力很强。截至 2022 年底，公司现金类资产为未来待偿债券本金峰值的 6.42 倍，对存续债券保障能力很强。

表 15 公司存续债券偿还能力指标

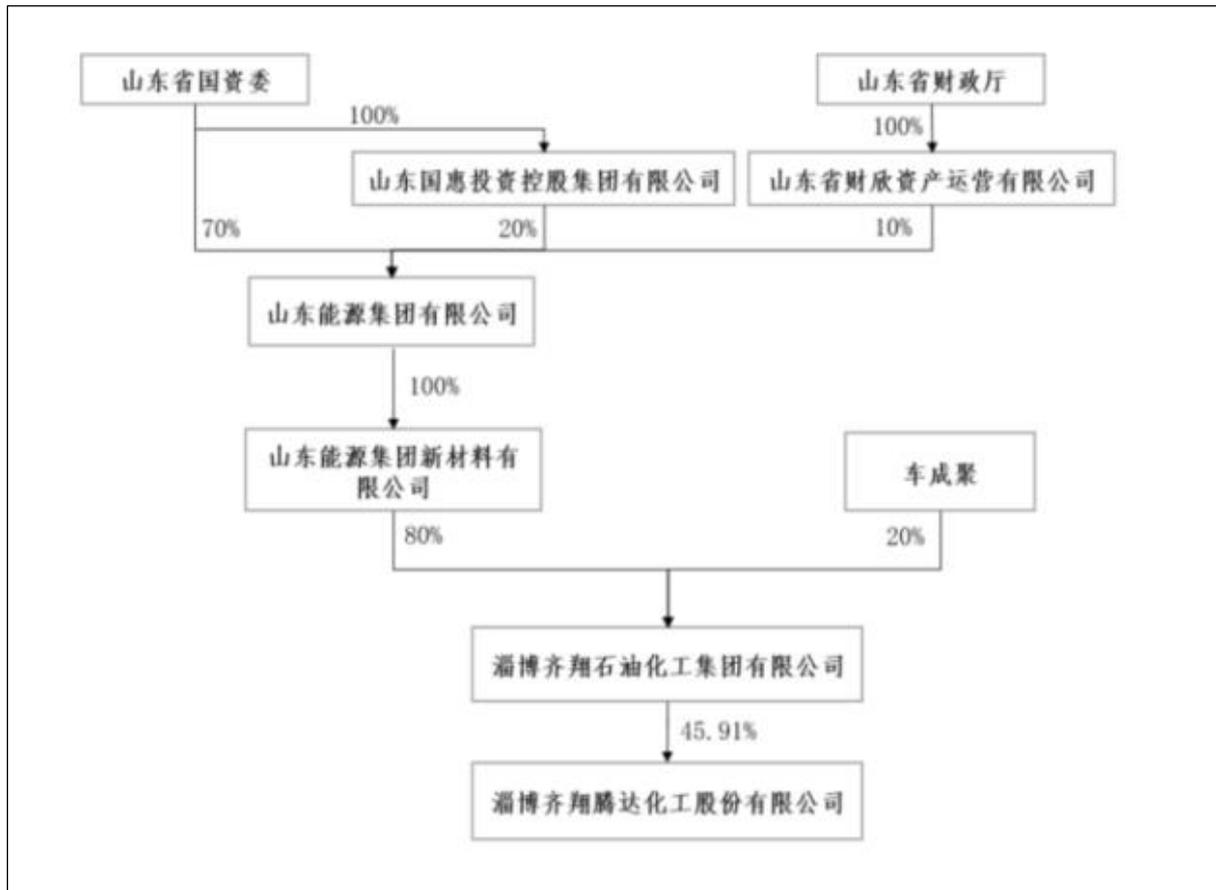
项目	2021 年	2022 年
EBITDA 偿债倍数 (倍)	6.14	3.38
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	52.16	50.69
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	3.00	2.15
现金类资产偿债倍数 (倍)	6.17	6.42

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

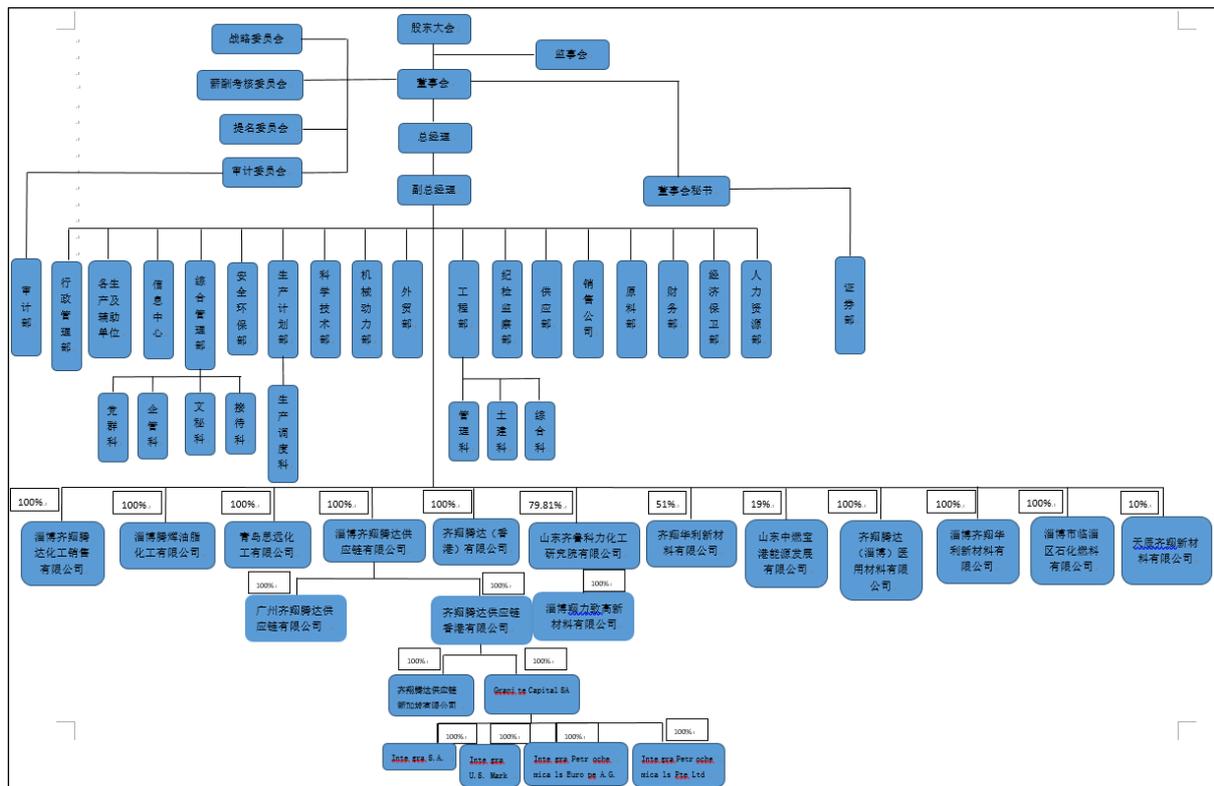
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 并维持“齐翔转 2”的信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权架构图



注：经公司控股股东山能新材料于 2023 年 3 月发起的要约收购后，山能新材料新增对公司直接持股 7.27%。
 资料来源：公司年报

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织结构图



资料来源: 公司提供

附件 1-3 截至 2022 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	50.07	41.93	43.63	49.84
资产总额 (亿元)	206.39	260.71	289.99	299.13
所有者权益 (亿元)	97.85	134.20	140.86	139.93
短期债务 (亿元)	53.59	50.85	72.33	85.93
长期债务 (亿元)	29.10	29.59	37.92	39.02
全部债务 (亿元)	82.69	80.44	110.26	124.95
营业收入 (亿元)	246.86	348.92	298.10	61.42
利润总额 (亿元)	12.08	28.06	7.18	-0.61
EBITDA (亿元)	22.21	41.69	24.01	--
经营性净现金流 (亿元)	13.87	20.40	14.60	2.89
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	10.69	10.46	6.95	--
存货周转次数 (次)	27.36	31.23	20.36	--
总资产周转次数 (次)	1.42	1.49	1.08	--
现金收入比 (%)	100.04	100.42	113.11	118.71
营业利润率 (%)	9.03	12.28	8.57	4.01
总资本收益率 (%)	6.71	12.46	3.37	--
净资产收益率 (%)	10.51	18.23	4.24	--
长期债务资本化比率 (%)	22.92	18.07	21.21	21.80
全部债务资本化比率 (%)	45.80	37.48	43.91	47.17
资产负债率 (%)	52.59	48.52	51.42	53.22
流动比率 (%)	113.63	95.08	83.57	84.80
速动比率 (%)	103.68	82.40	70.03	71.70
经营现金流动负债比 (%)	18.17	21.65	13.39	--
现金短期债务比 (倍)	0.93	0.82	0.60	0.58
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.47	14.14	15.96	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.72	1.93	4.80	--

注：2023 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，已将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算
 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 (公司本部口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	39.10	34.93	27.13
资产总额 (亿元)	181.50	236.14	259.73
所有者权益 (亿元)	84.12	119.94	124.95
短期债务 (亿元)	53.04	47.48	58.76
长期债务 (亿元)	29.10	29.31	37.02
全部债务 (亿元)	82.15	76.79	95.78
营业收入 (亿元)	68.65	129.58	156.52
利润总额 (亿元)	12.48	24.28	5.46
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	11.25	18.45	33.80
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	13.19	11.87	8.85
存货周转次数 (次)	12.59	19.72	19.65
总资产周转次数 (次)	0.45	0.62	0.63
现金收入比 (%)	95.20	100.73	108.68
营业利润率 (%)	20.43	24.59	9.96
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	13.69	17.71	3.92
长期债务资本化比率 (%)	25.70	19.64	22.86
全部债务资本化比率 (%)	49.41	39.03	43.39
资产负债率 (%)	53.65	49.21	51.89
流动比率 (%)	88.92	72.39	57.73
速动比率 (%)	82.46	65.90	48.68
经营现金流动负债比 (%)	16.90	21.58	34.93
现金短期债务比 (倍)	0.74	0.74	0.46
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：公司本部 2023 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	
总资产收益率	(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