

信用等级公告

联合〔2019〕2064号

淄博齐翔腾达化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对淄博齐翔腾达化工股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

淄博齐翔腾达化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

淄博齐翔腾达化工股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇一九年八月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

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信用评级报告

本次债券信用等级: AA
 公司主体信用等级: AA
 评级展望: 稳定
 发行规模: 不超过人民币 29.90 亿元
 债券期限: 6 年
 转股期限: 自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
 还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
 评级时间: 2019 年 8 月 21 日

主要财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	85.50	96.45	115.16	137.79
所有者权益 (亿元)	59.13	66.70	74.47	81.26
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	3.30
全部债务 (亿元)	13.36	17.22	23.88	37.86
营业收入 (亿元)	58.75	222.26	279.24	71.13
净利润 (亿元)	5.07	8.47	8.45	2.02
EBITDA (亿元)	10.09	15.53	16.09	--
经营性净现金流 (亿元)	6.37	2.92	9.04	0.78
营业利润率 (%)	17.43	7.56	6.34	6.61
净资产收益率 (%)	8.81	13.46	11.97	--
资产负债率 (%)	30.84	30.84	35.33	41.03
全部债务资本化比率 (%)	18.43	20.52	24.28	31.79
流动比率 (倍)	1.03	1.33	1.26	1.18
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.76	0.90	0.67	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.92	24.41	15.45	--
EBITDA/ 本次发债额度 (倍)	0.34	0.52	0.54	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。2. 其他应付款中的借款计入短期债务, 长期应付款计入长期债务。3. 2019 年 1-3 月财务报表未经审计, 指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对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”) 的评级反映了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, 在甲乙酮和顺酐产品领域具备较强竞争优势。2016—2018 年, 公司生产销售情况保持良好, 并逐步拓展供应链业务, 收入规模逐年增长, 盈利能力较强, 经营活动现金流持续净流入。同时, 联合评级也关注到化工企业安全环保压力加大、公司面临原材料和产品价格波动风险、在建项目资金需求较大、债务结构有待调整、应收账款增长较快、商誉存在减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司新建项目投产, 公司产业链将进一步完善, 竞争力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于促进投资者将持有的可转换公司债券转股, 公司资本实力有望进一步增强, 且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步提高综合实力。

综上, 基于对公司主体长期信用水平以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 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, 在甲乙酮和顺酐产品领域具备较强竞争优势。
2. 近年来, 公司主要产品产量和销量逐年增长, 产能利用率和产销率维持较好水平, 生产销售情况良好。
3. 公司资产规模和所有者权益逐年增长,

经营活动现金流持续净流入，财务杠杆维持合理水平。

关注

1. 原油价格的波动，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。2019年以来，公司主要产品销售均价显著回落，公司盈利能力承压。

2. 公司在建工程尚需较大规模投资，面临融资需求，但目前公司融资方式上仍以短期融资为主，融资结构有待调整。

3. 近年来，化工企业安全环保压力加大，随着环保政策趋严，公司运营成本或将提高。

4. 公司应收账款增长较快，存在资金占用并面临一定的发生坏账损失的风险；公司商誉规模较大，若未来被收购公司经营况恶化，公司面临商誉减值风险。

分析师

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

卢瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次（期）信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


卢瑞

联合信用评级有限公司

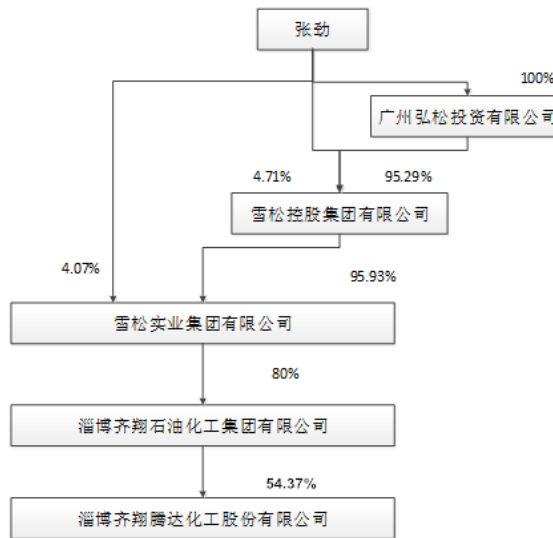
一、主体概况

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”）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）6,500万股，每股面值1元，发行后公司总股本变更为25,956万股。后历经多次转增股本、增发等，截至2015年底，公司总股本80,691万股。2016年11月11日，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，车成聚直接持有本公司股份不发生变化，通过齐翔集团间接持有公司股份下降至10.47%。雪松实业因持有齐翔集团80%股权，而间接持有齐翔腾达41.90%的股份。因雪松控股集团有限公司（以下简称“雪松控股”）持有雪松实业71.50%股权，且张劲直接和通过广州弘松投资有限公司间接合计持有雪松控股99.91%股权，同时张劲直接持有雪松实业28.50%股权，张劲成为齐翔腾达实际控制人。雪松实业于2016年11月30日公告了《淄博齐翔腾达化工股份有限公司要约收购报告书》，宣布自2016年12月1日起向本公司除齐翔集团、车成聚之外的全体股东发出全面要约收购（以下简称“本次要约收购”），本次要约收购期限自2016年12月1日至2016年12月30日，共30个自然日。2016年12月28日，车成聚等48名自然人股东与雪松实业按照股权转让协议要求顺利完成了股权交割，并办理了相关工商变更登记手续。

截至2019年3月底，公司总股本为177,520.93万股；齐翔集团持有公司965,129,882股股份，占总股本的54.37%，系公司控股股东；雪松实业因持有齐翔集团80%股权，而间接持有齐翔腾达43.49%的股份。因雪松控股持有雪松实业95.93%股权，且张劲直接和通过广州弘松投资有限公司间接合计持有雪松控股100%股权，同时张劲直接持有雪松实业4.07%股权，因此张劲为齐翔腾达实际控制人。

截至2019年3月底，齐翔集团所持公司股份中743,812,676股处于质押状态，占其持股比例的77.07%，股权质押比例高，如出现股价持续的、大幅的下跌的市场风险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。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：甲基叔丁基醚、2-丁醇、2-丁酮、异丁烯、甲醇、2-甲基-2-丙醇、液化石油气、氢、醚后碳四（含丁烷 $\geq 60\%$ ，丁烯 $\geq 37\%$ ）、丁烯、丁烷、混合丁烷、1,3-丁二烯（稳定的）、盐酸、回收碳四（含碳四 $\geq 95\%$ ，碳五及以上 $\leq 3\%$ ）、液化回收碳四燃料气（含碳四 $\geq 95\%$ ，碳五及以上 $\leq 4\%$ ）、回收重组分（含碳五，碳六）、松香重组分（含松香油）、氮（压缩的或液化的）、氧（压缩的或液化的）、异辛烷、马来酸酐、丙烯生产、销售；重质物、三（壬基代苯基）亚磷酸酯、苯乙烯化苯酚、二腈二胺甲醛缩合物、歧化松香、歧化松香酸钾皂、复合防老剂（p-36）、二甲基二硫代氨基甲酸钠（SDD-05）、聚环氧氯丙烷二甲胺（PED-50）、羧基丁苯胶乳、丁苯胶乳、地毯胶乳、合成橡胶生产、销售；收集、贮存、利用 HW11、HW13[精（蒸）馏残渣、有机树脂类废物]，销售脂肪酸钠皂、包装物、回收渣油；劳动服务；货物进出口业务（法律、行政法规禁止经营的项目除外，法律、行政法规限制经营的项目要取得许可经营后经营）；外供新鲜水（工业用）、蒸汽、工业风（仪表风、杂风）、工业污水处理；代收电费；购销钢材、建材、机电设备及配件、办公用品、劳保用品销售，机电仪器维修。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年底，公司内设审计处、信息中心、综合管理处、安全环保处、生产管理处、科技开发处、研发中心、质检计量中心、工程处、政策研究室、供应处、销售公司、财务处、保卫处、人力资源处、外贸部、证券部等多个职能部门（详见附件 1）。截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围包括公司及全部子公司共 18 家，拥有在职员工合计 2,132 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 115.16 亿元，负债合计 40.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益 72.90 亿元。2018 年，公司实现营业收入 279.24 亿元，净利润（含少数股东损益）8.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.43 亿元；经营活动现金流量净额 9.04 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.91 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 137.79 亿元，负债合计 56.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 74.81 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 71.13 亿元，净利润（含少数股东损益）2.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.90

亿元；经营活动现金流量净额 0.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.04 亿元。

公司注册地址：临淄区胶厂南路 1 号；法定代表人：车成聚。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行证券的种类为可转换为公司股票的可转换公司债券。该可转换公司债券及未来转换的股票将在深圳证券交易所上市。本次拟发行可转换公司债券募集资金总额为不超过人民币 299,000.00 万元，具体发行规模由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券按面值发行，每张面值为人民币 100 元。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换债券在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

（1）转股期限

本次发行的可转换公司债券转股期自可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

（2）初始转股价格

本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价之间较高者，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

（3）转股价格的调整方式及计算公式

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P1=P0/(1+n)$ ；

增发新股或配股： $P1=(P0+A \times k)/(1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P1=(P0+A \times k)/(1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P1=P0-D$ ；

上述三项同时进行： $P1=(P0-D+A \times k)/(1+n+k)$

其中： $P0$ 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， $P1$ 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会决议公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）；当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发

生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

（4）转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。

若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

如公司决定向下修正转股价格时，公司将在深圳证券交易所网站和中国证监会指定的信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股期间。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日），开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

（5）赎回条件

到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款：转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：

①在转股期内，如果公司股票在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格的 130%（含 130%）；

②当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t/365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；

i：指可转换公司债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（6）回售条款

有条件回售条款：在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。任一计息年度可转换公司债券持有人在回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，

可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若在上述交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

公司本次发行募集资金总额不超过 299,000 万元（含），扣除发行费用后用于以下募投项目：

表 1 公司募集资金用途情况

项目名称	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金（万元）
70 万吨丙烷脱氢制丙烯（PDH）项目	346,000.23	299,000.00
合计	346,000.23	299,000.00

数据来源：公司提供

在本次公开发行可转债募集资金到位前，公司可以根据募集资金投资项目进展的实际情况，以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后按照相关法律法规的程序予以置换。

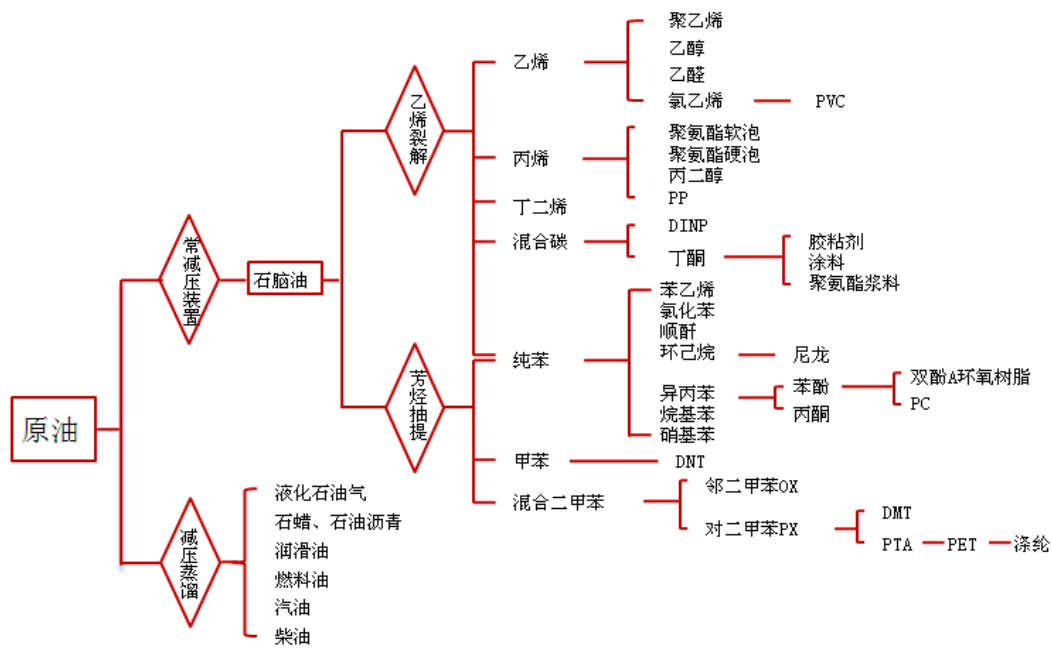
三、行业分析

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、顺丁橡胶、异辛烷、甲基叔丁基醚（简称“MTBE”）、丙烯等。其中甲乙酮和顺酐产品是公司最主要产品，产销量居于全球领先水平。公司属于石油化工行业。

1. 行业概况

石油化工是化学工业的重要组成部分，在国民经济的发展中有重要作用，是我国的支柱产业之一。石油化工指以石油和天然气为原料，生产石油产品和石油化工产品的加工工业。石油化工产品以炼油过程提供的原料油进一步化学加工获得，生产石油化工产品又细化为对原料油和气（如丙烷、汽油、柴油等）进行裂解，生成以乙烯、丙烯、丁二烯、苯、甲苯、二甲苯为代表的基本化工原料，下游再以基本化工原料生产多种有机化工原料及合成材料（塑料、合成纤维、合成橡胶）。石油化工产品广泛用于工业、农业、国防和军工等，并与人们的生活密切相关。

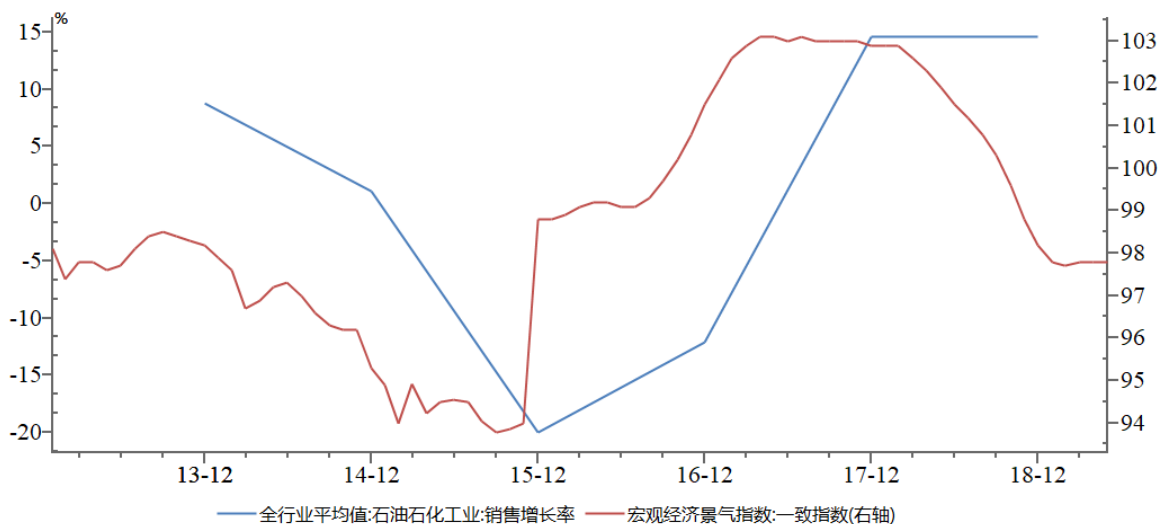
图 2 石油化工产业链概况



资料来源：互联网搜集整理

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。2016 年以来，我国石油化工行业向好发展，业内企业生产总体平稳，市场供需稳定。截至 2018 年底，石油和化工行业（含石油和天然气开采）规模以上企业 27,813 家。2018 年，石油和化工行业增加值同比增长 4.6%，较上年提高 0.6 个百分点；主营业务收入 12.4 万亿元（占全国规模工业主营业务收入的 12.1%），同比增长 13.6%；利润总额 8,393.8 亿元（占全国规模工业利润总额的 12.7%），同比增长 32.1%。

图 3 石油化工行业运行与宏观经济走势



资料来源：Wind

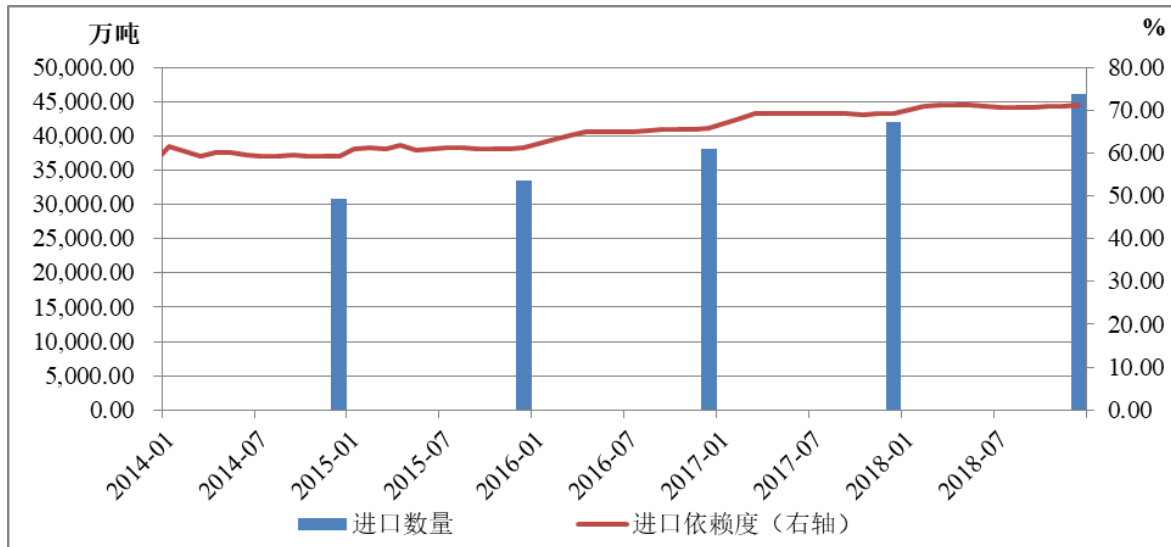
总体看，石油化工产品种类多、涉及领域广，与宏观经济有较强的正相关性。近年来，我国石油化工行业总体呈向好发展态势。

2. 行业上下游

(1) 原油

从原油供需来看，全球油气资源地区分布很不均衡。目前，中东地区原油探明储量超过 8,000 亿桶，占世界原油总探明储量近一半，而亚太地区的原油探明储量占世界原油总探明储量不足 3%。从国内情况来看，我国石油资源赋存条件差，勘探程度相对较低，不能满足国内需求，供需缺口较大。为满足我国不断增加的原油消费需求，2015 年国家进口原油使用权和原油进口权面向地炼企业开放。近年来，国内原油进口量逐年增长。2018 年我国原油进口 4.62 亿吨，同比增长 10.09%，原油对外依存度高达 70.83%。

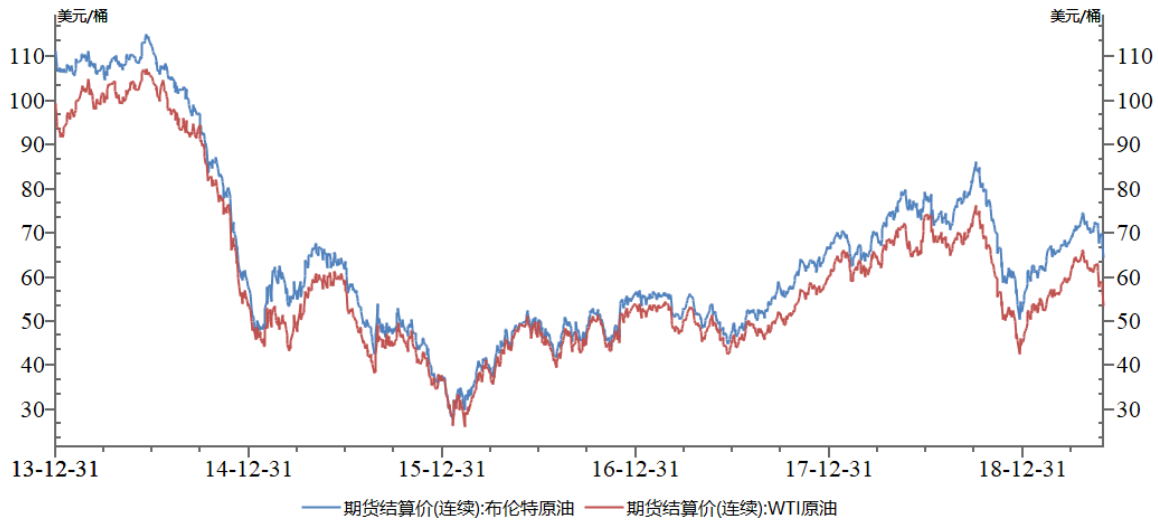
图 4 近年来我国原油进口情况



资料来源：Wind

从原油价格来看，近年来原油价格波动剧烈，自 2014 年下半年开始下跌，经历长达一年半的深度调整，2016 年年初开始反弹，2018 年 10 月布伦特油价高点曾突破 86 美元/桶。尽管 2018 年四季度受产油国产量大幅增加、经济下滑以及需求预期降低等多重因素影响，国际油价再次下跌，但随着新一轮减产协议的实施、中美贸易争端得到缓解、全球股市回暖等利好因素影响，2019 年初油价开始企稳反弹。

图 5 近年来我国原油价格走势情况



资料来源：Wind

整体看，我国原油消费需求逐年增长，对外依赖程度较高。价格方面，受多方因素影响，国际原油价格波动幅度较大，未来原油价格走势难以预料。

（2）原油加工——炼油

长期以来，我国原油进口渠道被中央政府管制，地方炼油企业可获取的原油少，因此，地炼企业以加工燃料油为主，一定程度限制了炼油行业发展。2015 年国家进口原油使用权和原油进口权面向地方炼油企业的开放，一定程度上解决了国内炼油企业原料瓶颈。从国内炼油能力来看，我国炼油能力逐年提升，同时加快“由大转强”的升级步伐。根据中国石油经济技术研究院最新发布的《2018 国内外油气行业发展报告》显示，2018 年，中国原油一次加工能力净增 2,225 万吨/年，超过全球净增能力的一半，截至 2018 年底，我国炼油能力达到 8.31 亿吨/年，原油加工量逐年提升，2018 年全年原油加工量突破 6 亿吨，同比增长 6.8%。但全国炼厂平均开工率仍仅有 72.9%，为全球最低，产能过剩问题较为突出。不断增加的原油加工量为下游化工品及石化深加工提供了较为充足的原料。

整体看，国内炼油能力不断提升，为下游化工品及石化深加工提供了较为充足的原料，但产能过剩问题较突出。

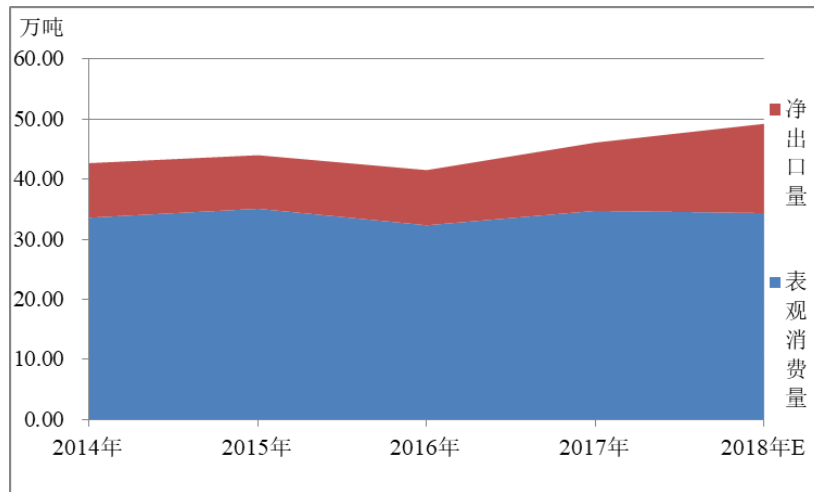
（3）原油深加工——碳四

甲乙酮

甲乙酮又名丁酮，是石油化工中碳四重要的深加工产品。全球甲乙酮生产能力约为 191.6 万吨，我国大陆地区甲乙酮产能 71.5 万吨，占世界总产能近四成，为甲乙酮的最主要生产地。国内而言，甲乙酮产能超过 10 万吨/年的有两家，分别为齐翔腾达和湖南中创化工股份有限公司，其中齐翔腾达以 18 万吨/年的产能占据领先地位。国内甲乙酮前五家企业产能占比约 66.43%，行业集中度高。

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保持稳定，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 2018 年的 14.86 万吨。

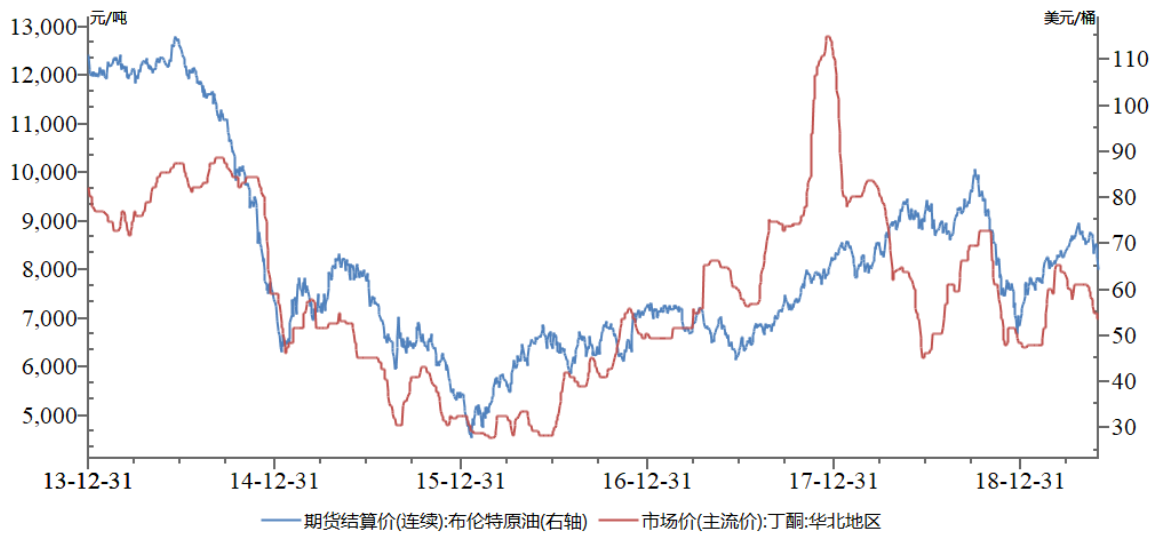
图 6 近年来我国甲乙酮（丁酮）表观消费及出口情况



资料来源: Wind

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，2015 年由于国际油价大幅回落和化工行业大环境低迷影响，甲乙酮价格持续走低，自 2016 年下半年开始，随着原油减产、国际油价回升及化工市场回暖，甲乙酮价格逐步回升。2017 年 7 月开始，因甲乙酮装置检修较多且欧洲大型炼厂失火关停，甲乙酮价格出现阶段性大幅上涨。随着市场供给平衡逐渐恢复，2018 年以来甲乙酮价格趋于平缓。

图 7 国际原油价格与甲乙酮（丁酮）价格走势



资料来源: Wind

整体看，甲乙酮产能主要分部在我国，行业集中度较高，国内消费需求总体保持平稳，但出口近年来有所增加，价格与原油价格走势相关性很高。

顺酐

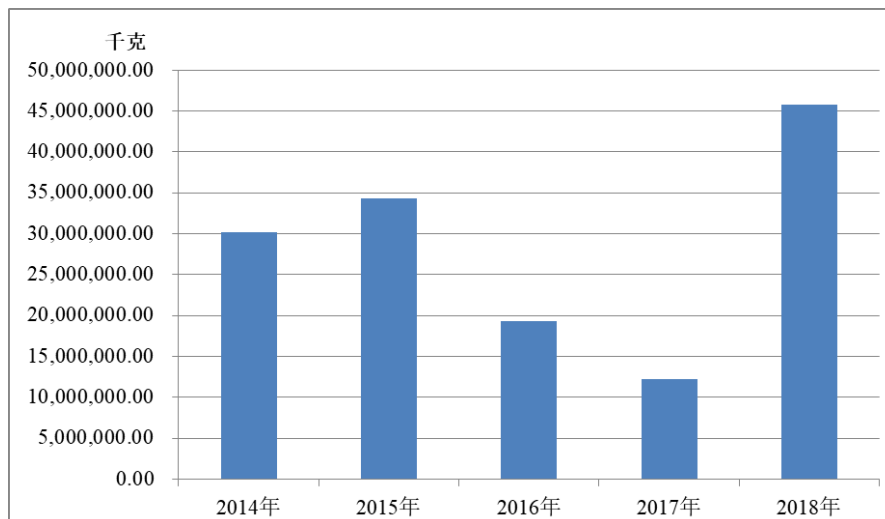
顺酐作为碳四另一种重要深加工产品，又称顺丁烯二酸酐，马来酸酐等，是重要的基本有机化工原料，主要用于生产不饱和和聚酯树脂、富马酸、润滑油添加剂、农用化学品、涂料、耐热苯乙烯树脂等有机中间体和专用化学品。据不完全统计，截至 2018 年底，国内有超过 150 万吨/年的顺酐产能，产能在 10 万吨/年以上的企业有 5 家，产能合计占国内产能约四成，行业集中度较高。

我国顺酐主要有两种生产方法：苯氧化法和正丁烷氧化法。与苯氧化法相比，正丁烷氧化法有 毒性小、生产过程更为环保的优势，随着我国的环保政策日益严格，正丁烷氧化法对苯氧化法顺酐 形成替代。但正丁烷的原料为碳四，一般需要靠近大型石化企业，以获取充足的碳四资源。近年来 我国顺酐企业开工率两极化，正丁烷法顺酐开工率常年苯氧化法顺酐，苯氧化法总体开工多数时间 不足 5 成，而正丁烷法多数时间处于 8~9 成负荷。

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，最终用于房地产行业、建材行业、高新材料行业等，其他下游应用诸如化学助剂、有机酸、润 滑油添加剂等。从产量和消费情况来看，虽然顺酐的应用不断拓展，但 2018 年国内顺酐的年消费量 和年产量仍不足 90 万吨。目前，国内顺酐产能严重过剩，大量苯法顺酐装置处于闲置状态。

出口方面，由于 2015—2016 年顺酐价格持续上涨，下游出于成本考虑，采购意愿不足。2018 年顺酐价格回落推动了出口的增长。2019 年由于江苏响水爆炸事件影响，安全检查影响力度大，树 脂开工降低，国内顺酐表观消费量难有明显增长，出口仍将作为缓解国内内销压力的重要方式。

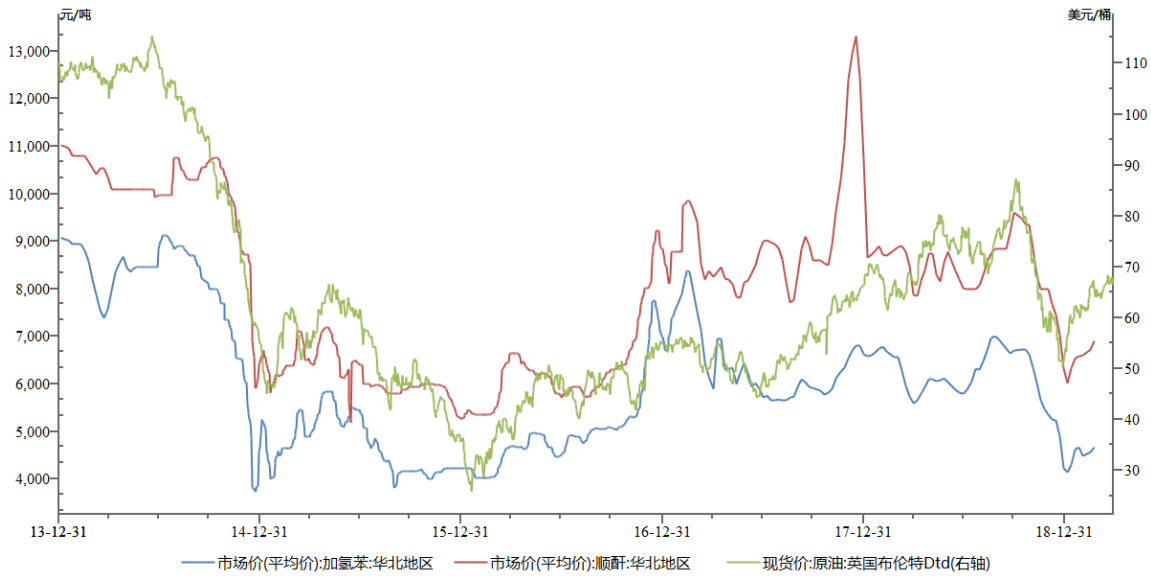
图 8 近年来顺酐出口情况



资料来源：Wind

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，基本 呈正相关。由于苯氧化法企业成本压力较高，成为调节行业供需边际的重要力量，顺酐价格的调涨 通常都由苯氧化法顺酐厂家引领。当苯法企业面临成本压力时，可能采取控制出货、停产、减产等 措施，将导致市场上的顺酐供应量快速缩减，从而价格出现攀升。因此，苯氧化法的原材料加氢苯 与顺酐价格在各阶段的走势基本相同。

图9 近年来顺酐价格与原材料成本运行情况



资料来源: Wind

整体看, 顺酐行业集中度较高, 目前产能过剩较为严重, 顺酐价格运行受石油价格影响很大。主流工艺中正丁烷法工艺具有相对优势, 苯氧化法为调节行业供需边际的重要力量。

3. 行业政策

近年来, 国家对化工行业的政策主要体现在环保方面。随着环保重视程度加强, 从立法的层面, 近年来全国人大先后修订实施了《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国环境保护税法》《中华人民共和国大气污染防治法》以及《中华人民共和国环境影响评价法》等法律, 对化工等生产经营及仓储运输中易产生污染物的行业严格约束。

此外, 为更好的改善环境, 明确环境治理任务, 2018年7月, 国务院制定了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 着重强化以细颗粒物(PM2.5)为重点的大气污染防治工作, 减少主要大气污染物排放总量, 协同减少温室气体排放。

为落实《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 2018年9月, 环境保护部发布《京津冀及周边地区2018—2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 方案要求自2018年10月1日起, 严格执行火电、钢铁、石化、化工、有色(不含氧化铝)、水泥行业以及工业锅炉大气污染物特别排放限值, 推进重点行业污染治理设施升级改造, 深入推进化工行业VOCs专项整治。各地禁止新增化工园区, 加大各类开发区整合提升和集中整治力度, 减少工业聚集区污染。

汽车尾气一直是大气污染的重要原因, 为此, 2017年9月, 国家发展改革委、国家能源局、财政部等十五部委下发了《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》。方案提出, 到2020年, 在全国范围内推广使用车用乙醇汽油。乙醇汽油的推广将对目前生产和调和汽油的重要组分MTBE产生冲击。

整体看, 近年来国家对环保重视程度加强, 化工行业作为对环保影响较大的行业, 受政策关注度高。

4. 行业关注

(1) 价格波动影响

甲乙酮和顺酐主要原料为石油生产过程中产生的副产品碳四，其价格受到石油价格变动的的影响，同时，下游需求受到经济周期波动的影响，近年来价格波动范围较大。上下游价格的大幅波动性为企业带来了较大的成本控制难度，影响了企业的开工率及盈利稳定性。

(2) 国际贸易争端影响

国内大量石油化工产品产能过剩较为突出，长期以来出口作为化解过剩产能的重要方式，化工产品出口对行业影响较大，但近年来主要国家贸易保护倾向明显，反倾销、特保等贸易救济措施加上技术壁垒、知识产权、碳排放等新的贸易保护形式的运用，将使我国石油化工产品的出口受到一定影响。

(3) 环保影响

近两年，但随着社会对环境保护意识的不断增强，未来国家及地方政府提高环保标准，使业内企业环保投入增加，并在一定程度上对行业自身及上下游产业的开工和产量形成影响，进而行业供需对企业的盈利水平产生影响。

(4) 竞争风险

我国化工行业的竞争较为激烈，现有行业产能已可满足行业供应，但近两年化工行业景气度较高，若有新的竞争者进入该行业或业内企业为提升自身规模实力和市场占有率而大幅扩产，将加剧市场竞争，导致盈利水平下降。

5. 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，安全环保监管仍将保持高压态势，以安全环保为发力点的供给侧改革将有望助力石油化工行业集中度的持续提升。

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。

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，而甲乙酮作为环保型溶剂，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。

近年来，国家煤炭供给侧改革的推行导致煤价大涨，苯氧化法顺酐成本大幅上涨。正丁烷氧化法企业因原料成本较低、盈利较高，取代苯氧化法工艺的趋势强劲。自 2010 年以来，新上马的项目全部属于正丁烷氧化法，未来，正丁烷氧化工艺有望取代苯氧化法供应成为顺酐市场的供应主力，国家对环境治理和项目审查的严控以及原料正丁烷的供应问题将成为影响行业开工运行的重要因素。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，目前公司已形成碳四丁烯、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。目前，公司已形成以甲乙酮、

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。

公司是甲乙酮、顺酐的全球龙头企业，甲乙酮在国内产销份额均占比 50% 左右；已建成 20 万吨/年产能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，2018 年，公司的顺酐产品在国内市场占有率约 23%。2018 年，公司生产各类化工产品 162 万吨左右，其中甲乙酮生产 26.77 万吨；顺酐生产 21.66 万吨；丙烯生产 12.76 万吨；异辛烷生产 28.64 万吨。上述产品产量均超过设计产能，公司具有一定规模效益。

总体看，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，在甲乙酮和顺酐产品领域具备较强竞争优势。

2. 安全与环保

公司分别取得了由山东省安全生产监督管理局颁发的安全生产许可证以及青岛中化阳光管理体系认证中心颁发的 HSE（安全、环境与健康）管理体系认证证书、GB/T28001（职业健康安全）管理体系认证证书，以及山东省安全生产监督管理局颁发的安全生产许可证。近三年，公司无重大安全生产事故发生。

环保方面，公司生产过程中主要污染物包括二氧化硫、氮氧化物、烟尘、非甲烷总烃等。近三年，公司环保投入分别为 3,148.28 万元、3,401.90 万元和 11,635.14 万元，逐年增长。公司不断完善生产风险控制和环境保护，日常生产过程中主要污染物均实现达标排放。废气治理方面，公司各生产装置排放的废气，均经过气柜回收系统，90% 以上碳四回收成液化气，少量尾气进锅炉焚烧后达标排放。废水处理方面，公司齐翔腾达厂区各生产装置产生的污水经地上管线输送至公司污水处理场，污水经深度处理后输送至齐鲁石化排海管线，管线安装了废水在线检测装置，确保全程稳定达标排放；青岛思远厂区生产过程中产生的污水经溶剂回收系统和工艺水处理设施处理后输送至中国石化青岛炼化污水处理场。固废处理方面，针对公司在生产过程中产生的危险废物，公司按照《危险废物贮存污染物控制标准》（GB18597-2001）要求设置暂存场地，危险废物转移执行《危险废物转移联单管理办法》的有关规定。

总体看，公司严格执行国家安全与环保方面的法律法规，环保投入较为充足。

3. 人员素质

截至 2018 年底，公司董事、监事、高级管理人员合计 17 人。

公司董事长、总经理车成聚先生，1950 年生，中国国籍，无境外居留权，中共党员，本科学历。1971 年 12 月参加工作，历任齐鲁石化橡胶厂劳资科长、副厂长；1998 年 7 月始任齐翔工贸执行董事兼总经理、党委书记；2001 年 7 月担任齐翔工贸执行董事兼总经理；2004 年 5 月始任齐翔工贸董事长兼总经理、党委书记；2005 年 6 月担任齐翔集团董事长兼总经理、党委书记；2002 年 1 月至 2007 年 10 月至今担任公司董事长；现任公司第四届董事会董事长、青岛思远化工有限公司执行董事、青岛联华志远实业有限公司执行董事。

公司财务总监黄磊女士，1967 年生，大学学历，高级会计师。1989 年 7 月参加工作，历任中国石化齐鲁石化分公司第二化肥厂财务处会计、副处长、处长、副总会计师等职务；2009 年 9 月至 2013 年 12 月担任中国石化齐鲁石化分公司财务部副部长；2014 年 1 月加入公司，历任公司第三届董事会董事，财务总监，现任公司财务总监。

截至 2018 年底，公司在职工合计 2,132 人。按岗位构成划分，生产人员 1,514 人，销售人员

67 人，技术人员 287 人，财务人员 42 人，行政人员 222 人。按照教育程度划分，大专及以上学历 1,553 人，中专及高中 467 人，高中以下 112 人。

总体看，公司高级管理人员行业管理经验丰富，公司员工构成较合理，能够满足目前公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司在日常经营过程中，严格遵照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《深圳证券交易所股票上市规则》和其他相关法律、法规的要求，完善《公司章程》及其他规章制度，完善公司内部法人治理结构，健全内部管理制度，规范公司行为。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会，对股东大会负责，董事会负责执行股东大会的决议、决定公司的经营计划和投资方案等。董事会由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，设董事长 1 人。公司董事由由股东大会选举或更换，并可在任期届满前由股东大会解除其职务。董事任期 3 年，任期届满可连选连任。

公司设监事会。监事会负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务等。监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。总经理每届任期 3 年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作等。

总体看，公司履行了有关法律法规的规定，治理结构较为完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

截至 2018 年底，公司内设审计处、信息中心、综合管理处、安全环保处、生产管理处、科技开发处、研发中心、质检计量中心、工程处、政策研究室、供应处、销售公司、财务处、保卫处、人力资源处、外贸部、证券部等多个职能部门。公司对各职能部门分别制定了相应的部门职责，各部门之间权责划分明晰。公司重视内部管理水平的提升，在生产调度管理、质量管理、子公司管理、重大投资管理等方面建立了内部控制制度，管理制度较为完备。

生产调度管理方面，公司制定了《生产调度管理规定》，明确分工与职责。公司领导通过调度中心对日常生产活动进行指挥协调，确保公司生产经营目标完成。公司生产实行两级管理、一级调度。调度中心对全公司生产实行统一调度、综合协调，日常装置生产和系统运行安排直接指挥到操作班组。

安全生产管理方面，公司在日常生产经营过程中，制定了“安全第一、预防为主”的安全生产方针，形成了包括《安全环保管理制度》《安全生产禁令》《岗位安全职责》等与安全生产相关的管理制度。公司定期聘任专业机构对各生产装置进行风险评估，引进先进的 HSE 安全管理体系。公司特组织相关部门和机构编制了《淄博齐翔腾达化工股份有限公司突发环境事件应急预案》，用于指导公司针对突发环境事件的应急救援行动。公司作为化工生产企业，注重劳动安全，已建立、健全劳动安全卫生制度，严格执行国家劳动安全卫生规程和标准，员工入职前都要进行三级安全教育，每年定期进行岗位安全教育及考试。同时，公司重视员工安全工作，推行清洁生产，为特殊工种的

员工提供劳动保护工具，有效保障职工的健康和安全。

环境保护方面，公司按照《危险废物贮存污染物控制标准》（GB18597-2001）要求设置暂存场地，危险废物转移执行《危险废物转移联单管理办法》的有关规定。公司严格按照国家和地方政府的环保要求，坚持“清洁生产、可持续发展”的原则，高度重视环境保护工作，积极开展节能减排和污染源调查监测等工作，及时掌握污染物产生与排放的情况，为实施综合治理提供可靠的依据。

仓库管理方面，为了加强公司备品备件管理、降低库存、减少积压资金、理顺相关工作流程，公司制定了仓库管理规定。供应处作为仓库主管部门，负责公司仓库管理工作；机动处作为专业管理部门，负责备品备件储备品种和定额的核定；财务处负责公司级盘库工作；各生产单位负责分管库房（含辅料库）的出入库管理工作；企业资源处、综合管理处和审计处按照职责分工做好监督管理和考核工作。

对控股子公司管理方面，公司建立对控股子公司的控制制度，明确向控股子公司委派的董事、监事及重要高级管理人员的选任方式和职责权限等；依据公司的经营策略和风险管理政策，督导控股子公司建立起相应的经营计划、风险管理程序。公司控股子公司应根据公司内部重大事项报告制度和审议程序，及时向公司总部分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项以及其他可能对公司股票及其衍生品种交易价格产生重大影响的信息，并严格按照授权规定将重大事项报公司董事会审议或股东大会审议。

关联交易管理方面，公司按照有关法律、行政法规、部门规章以及《上市规则》等有关规定建立健全《公司章程》，制订《关联交易管理制度》，明确划分公司股东大会、董事会对关联交易事项的审批权限，规定关联交易事项的审议程序和回避表决要求。

重大投资管理方面，公司重大投资的内部控制应遵循合法、审慎、安全、有效的原则，控制投资风险、注重投资效益。公司在《公司章程》中明确股东大会、董事会对重大投资的审批权限，制定相应的审议程序。公司委托理财事项应由公司董事会或股东大会审议批准，不得将委托理财审批权授予公司董事个人或经营管理层行使。

总体看，公司各类管理制度相对完善，能够满足公司的日常经营，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

2016—2018年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长118.01%，主要系2017年起公司新增供应链管理业务所致。2016—2018年，公司分别实现净利润5.07亿元、8.47亿元和8.45亿元，波动增长，年均复合增长29.08%。

2016—2018年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为97.75%、99.21%和99.11%，主营业务突出。从主营业务收入构成看，2016—2018年，公司分别实现化工制造收入57.43亿元、93.48亿元和103.91亿元，随着公司产品销量和价格增长而逐年增长，年均复合增长34.51%。2017年，公司新设供应链业务板块，拓展化工等供应链管理业务，当年实现供应链管理收入127.03亿元；2018年，公司供应链管理收入172.85亿元，同比增长36.07%，主要系收购Granite Capital S.A.公司、扩大供应链业务规模所致。

从毛利率水平来看，2016—2018年，公司主营业务毛利率分别为18.04%、7.96%和6.58%，逐年下降。其中2017年同比下降10.08个百分点，主要系当年新增毛利率较低的供应链管理业务所致；2018年同比下降1.38个百分点，主要系化工制造业务毛利率下降所致。2016—2018年，公司化工

制造业务毛利率分别为 18.04%、18.35%和 16.29%，波动下降，其中 2018 年同比下降 2.06 个百分点，主要系产品结构中毛利率较低的顺酐类产品占比上升所致。公司供应链管理业务毛利率很低，2017—2018 年分别为 0.32%和 0.74%。

表 2 2016—2018 年公司主营业务收入情况

主营业务	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
化工制造	57.43	97.46	18.04	93.48	42.39	18.35	103.91	37.55	16.29
供应链管理	--	--	--	127.03	57.61	0.32	172.85	62.45	0.74
合计	57.43	100.00	18.04	220.51	100.00	7.96	276.76	100.00	6.58

资料来源：公司年报

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 71.13 亿元，同比增长 126.95%，主要系合并范围新增菏泽华立新材料有限公司（以下简称“菏泽华立”）和 Granite Capital S.A.所致；实现净利润 2.02 亿元，同比减少 19.18%，主要系部分产品价格较去年同期下降所致。

总体看，2016—2018 年，受化工制造业务经营规模扩大和新增供应链管理业务影响，公司收入规模逐年快速增长；受收入结构变动影响，公司主营业务毛利率逐年下降。

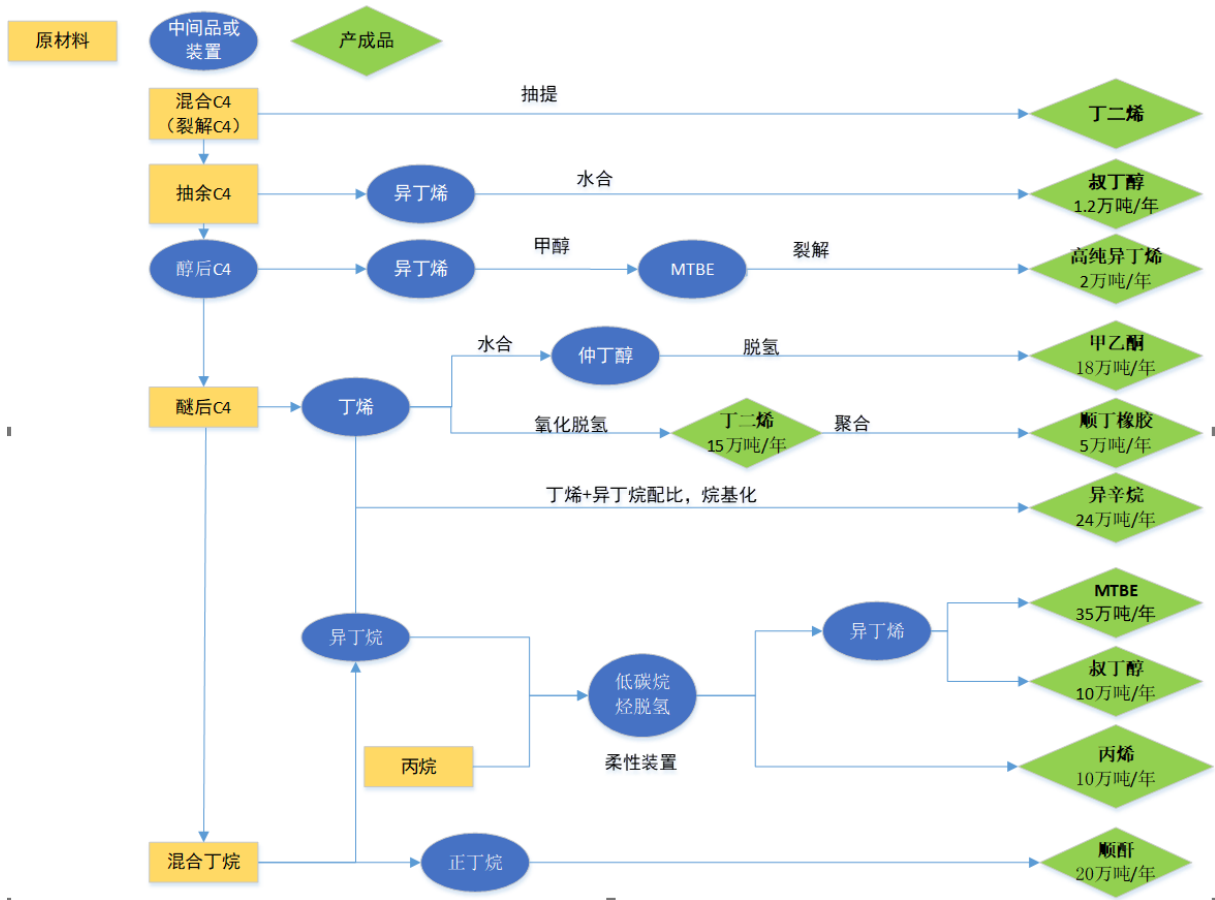
2. 产品生产

从生产组织方面看，公司自主组织生产，主要产品甲乙酮、顺酐、丁二烯、MTBE、叔丁醇、异丁烯等生产采用连续性、自动化生产模式。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。公司对生产线进行了柔性化改造，可根据客户的不同需求调整工艺，批量生产符合相关标准及用户需求的产品；对有特殊需求的用户，采取特殊生产工艺技术来给予满足。

从公司主要产品线来看，公司自成立以来一直专注于对原料碳四进行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，并向碳三产业链延伸，目前主要产品有甲乙酮、丁二烯、顺丁橡胶、顺酐、异辛烷、甲基叔丁基醚（MTBE）、丙烯等，实现了碳四各组分的充分利用。

从产品线划分，公司产品线可分为正丁烷线、异丁烷线和丁烯线三类。其中正丁烷线主要产品为顺酐，异丁烷线主要产品为 MTBE、异丁烯、叔丁醇，丁烯线主要产品为甲乙酮、丁二烯、异辛烷和以丁二烯为原料的顺丁橡胶。具体情况如下图所示。

图 10 公司主要产品及生产路径



资料来源：公司提供

从产能情况看，2016—2018 年，公司丁烯线产能维持稳定，正丁烷线和异丁烷线产能呈逐年增长态势。从产能利用率情况看，2016—2018 年，公司各产品线基本处于满产状态，产能利用率维持较高水平。

表 3 公司各产品生产情况明细

名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
正丁烷线	产能（万吨/年）	12.50	17.50	20.00	5.00
	产量（万吨）	14.77	18.44	21.66	5.19
	产能利用率（%）	118.16	105.37	108.30	103.80
异丁烷线	产能（万吨/年）	19.97	50.00	52.50	13.75
	产量（万吨）	18.63	50.50	55.26	13.70
	产能利用率（%）	93.28	101.00	105.25	99.66
丁烯线	产能（万吨/年）	58.00	58.00	58.00	14.50
	产量（万吨）	61.58	68.41	70.51	17.55
	产能利用率（%）	106.00	117.95	121.57	121.03

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司按照生产计划自主组织生产，同时根据市场需求调整生产计划，充分满足客户需要；2016—2018 年，公司丁烯线产能维持稳定，正丁烷线和异丁烷线产能呈逐年增长态势；从产能利用率情况看，2016—2018 年，公司各产品线基本处于满产状态，产能利用率维持较高水平。

3. 原材料采购

公司原材料采购以碳四和丙烷为主。2016—2018年，公司原材料采购数量随经营规模扩大而逐年增长。其中2017年丙烷采购量同比增长206.04%，主要系2016年下半年“45万吨低碳烷烃脱氢装置”投产所致。原材料定价方面，公司根据产品品质与性价比，根据市场行情进行协商定价。公司原材料采购价格受国际原油价格走势影响较大，2016—2018年，原材料采购均价逐年提高，2019年一季度有所下降（详见下表）。采购结算上，公司与采购商之间的结算方式通常以月结、周结为主，少量采取款到发货的形式。

表4 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
碳四	采购单价（元/吨）	3,311.01	4,037.95	4,467.13	3,970.81
	采购数量（万吨）	95.47	124.77	127.44	34.74
	采购金额（亿元）	31.61	50.38	56.93	13.80
丙烷	采购单价（元/吨）	2,940.44	3,852.52	4,294.97	3,641.38
	采购数量（万吨）	3.81	11.66	13.15	2.61
	采购金额（亿元）	1.12	4.49	5.65	0.95
采购量合计（万吨）		99.28	136.43	140.59	37.35
采购金额合计（亿元）		32.73	54.87	62.58	14.75

资料来源：公司提供，联合评级整理

供应商选择方面，公司主要选择央企、上市公司或大型民营企业，按公司实力、产品质量、供货能力、价格等因素，与之签署长期战略合作协议。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化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化等上游企业，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。公司与中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化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，公司周边其他大型地方炼厂资源丰富，具备较强地理位置优势。

随着公司经营规模的扩大，公司逐渐向东营、青岛、济南、天津、连云港等地采购碳四原料。公司作为碳四需求的大客户，与该等供应商签订长期购销协议，建立并不断完善碳四原材料的供应体系，为碳四原材料充足供应提供良好保障。公司其他原料如碳三原料（丙烷）等一般直接面向市场独立公开采购，即通过供应部向国内生产商及贸易商采购，其报价主要为在市场公开报价基础上，综合考虑贸易商的相关成本（运输费、储存费等）综合确定。

从供应商集中度看，2016年、2017年、2018年和2019年1—3月，公司前五大供应商采购额占年度总采购额比例分别为42.78%、28.71%、25.99%和37.67%，有所波动，公司原材料采购集中度整体较高。

表5 公司向前五大供应商采购情况

年度	供应商名称	采购金额（万元）	金额占比（%）
2016年	供应商一	124,273.94	31.55
	供应商二	17,293.15	3.77
	供应商三	14,951.47	3.26
	供应商四	9,731.05	2.12
	供应商五	9,619.50	2.09
	合计	175,869.11	42.78

2017年	供应商一	180,247.34	8.77
	供应商二	177,910.60	8.65
	供应商三	106,977.26	5.2
	供应商四	63,988.96	3.11
	供应商五	61,100.85	2.97
	合计	590,225.02	28.71
2018年	供应商一	298,523.93	12.02
	供应商二	103,024.22	4.15
	供应商三	102,760.00	4.14
	供应商四	86,506.12	3.48
	供应商五	54,822.98	2.21
	合计	645,637.25	25.99
2019年 1-3月	供应商一	86,158.32	12.44
	供应商二	78,134.48	11.28
	供应商三	40,225.02	5.81
	供应商四	29,771.55	4.30
	供应商五	26,577.92	3.84
	合计	260,867.29	37.67

注：上表包含供应链管理业务采购
资料来源：公司提供

总体看，公司原材料采购以碳四和丙烷为主，采购渠道较为广泛，原料供应较为充足，近三年公司原材料采购量逐年增长；受市场行情影响，近年来公司原材料采购均价有所提高。

4. 产品销售

产品销售方式上，公司大多产品以直销为主，少部分产品根据其特点采取直销和分销相结合的方式。其中 MTBE、异辛烷、丙烯、异丁烯、叔丁醇等以直销下游工厂为主，甲乙酮、顺酐等产品下游工厂分布区域广且数量较多，因此客户多而分散，公司根据产品特点采用直销为主与分销相结合的销售方式。

近年来公司主要产品销售情况如下表所示，公司主要产品销量均呈逐年增长或波动增长态势，除丁二烯因存在自用情形产销率较低外，主要产品产销率基本维持满销水平。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。2016—2018年，公司主要产品售价整体呈现上升态势，但2019年1—3月，公司主要产品销售均价均显著回落，一方面系季节性因素适逢春节放假需求不足所致，另一方面系受贸易战影响化工产品价格持续走低所致。

表6 公司主要产品生产、销售情况明细

名称	项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
顺酐	产量(万吨)	14.77	18.44	21.66	5.19
	销量(万吨)	14.82	18.15	21.77	5.12
	销售均价(元/吨)	5,295.97	7,496.44	7,360.18	5,856.05
	产销率(%)	98.65	100.51	98.43	100.34
MTBE	产量(万吨)	14.96	36.21	34.72	7.41
	销量(万吨)	13.79	35.76	33.43	7.00
	销售均价(元/吨)	4,508.80	4,500.03	5,195.76	4,789.00

	产销率 (%)	92.18	98.77	96.30	94.37
叔丁醇	产量 (万吨)	0.30	3.35	7.78	3.04
	销量 (万吨)	0.27	3.25	7.67	0.85
	销售均价 (元/吨)	4,451.32	4,644.19	4,542.62	4,078.10
	产销率 (%)	90.00	97.01	98.59	27.96
丙烯	产量 (万吨)	3.37	10.94	12.76	3.25
	销量 (万吨)	3.33	10.91	12.76	3.30
	销售均价 (元/吨)	6,142.12	6,470.33	7,330.25	6,518.98
	产销率 (%)	98.81	99.73	100.00	101.54
甲乙酮	产量 (万吨)	23.34	24.49	26.77	6.43
	销量 (万吨)	23.60	24.55	26.46	6.13
	销售均价 (元/吨)	4,771.53	6,897.37	7,378.45	5,934.90
	产销率 (%)	101.11	100.24	98.84	95.34
丁二烯	产量 (万吨)	5.54	9.36	9.32	2.65
	销量 (万吨)	1.19	2.15	3.43	0.68
	销售均价 (元/吨)	9,314.05	12,342.87	10,134.93	8,594.49
	产销率 (%)	21.48	22.97	36.80	25.66
顺丁橡胶	产量 (万吨)	4.69	7.08	5.78	1.95
	销量 (万吨)	5.03	6.90	5.96	1.86
	销售均价 (元/吨)	10,130.08	11,580.95	10,491.89	9,992.41
	产销率 (%)	107.25	97.46	103.11	95.38
异辛烷	产量 (万吨)	27.91	27.48	28.64	6.52
	销量 (万吨)	27.97	27.56	28.94	6.37
	销售均价 (元/吨)	3,954.57	4,530.98	5,091.10	4,522.54
	产销率 (%)	100.21	100.29	101.05	97.70
产量合计 (万吨)		94.88	137.35	147.43	36.44
销量合计 (万吨)		90.00	129.23	140.42	31.31

注：销售价格为不含税价格

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司主要客户包括直接工厂和贸易商等，客户稳定性非常好；从客户集中度来看，2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，公司前五大销售客户占公司销售收入比重分别为15.42%、12.44%、13.44%和25.60%，有所波动。公司产品种类较多，碳四产业链覆盖完整，下游应用领域及区域分布较为广泛，整体销售集中度较为一般。

表7 公司产品客户集中度情况

年份	序号	前五大客户	销售金额 (万元)	销售占比 (%)
2016年	1	客户一	30,301.69	5.16
	2	客户二	18,053.22	3.07
	3	客户三	17,016.62	2.90
	4	客户四	13,928.40	2.37
	5	客户五	11,275.03	1.92
			合计	90,574.96
2017年	1	客户一	67,545.35	3.06
	2	客户二	56,402.92	2.56
	3	客户三	50,807.40	2.30
	4	客户四	50,472.66	2.29

	5	客户五	48,987.76	2.22
	合计		274,216.09	12.44
2018年	1	客户一	90,708.70	3.25
	2	客户二	83,380.03	2.99
	3	客户三	68,435.97	2.45
	4	客户四	67,103.67	2.40
	5	客户五	65,550.69	2.35
	合计		375,179.06	13.44
2019年 1-3月	1	客户一	58,761.45	8.26
	2	客户二	36,402.05	5.12
	3	客户三	32,737.63	4.60
	4	客户四	30,053.90	4.23
	5	客户五	24,156.55	3.40
	合计		182,111.57	25.60

注：上表包含供应链管理业务销售
资料来源：公司提供

总体看，公司采取直销和分销相结合的销售方式，近年来主要产品销量呈现增长态势，产销率维持较高水平；公司产品定价市场化程度高，2019年以来公司产品售价有所回落。

5. 供应链业务

公司供应链管理业务辐射范围主要包括华东长三角和华南珠三角区域，合作伙伴绝大部分均为行业内知名公司或企业。公司供应链管理业务主要是链接上游大宗商品生产方与下游终端用户，在大宗商品贸易的基础上，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的大宗商品供应链管理增值服务，形成综合服务平台，节约终端客户的经济成本和时间成本，最终以供应链管理增值服务提升供应链业务板块的整体盈利能力。供应链业务有望使公司业务进一步向上游原材料领域延伸，与公司现有化工生产业务形成协同与互补，扩大公司的业务规模。2017—2018年，公司分别实现供应链管理收入127.03亿元和172.85亿元，业务涉及品种包括有色金属、化工、能源等，业务开展之初以金属制品等为主。2018年，公司为增强与公司主营业务协同性及优化业务结构，公司供应链业务转为以化工类产品为主。

表8 2017—2018年公司供应链业务产品结构

产品类别	2017年		2018年	
	贸易额(亿元)	占比(%)	贸易额(亿元)	占比(%)
化工品类	36.45	28.69	145.61	84.24
能源类	1.27	1.00	9.37	5.42
金属制品及其他类	89.31	70.31	17.87	10.34
合计	127.03	100.00	172.85	100.00

资料来源：公司提供

采购模式方面，公司主要采取类似“以销定采”的采购模式。一般而言，对货物的采购首先基于下游客户的具体订单，或者对于部分大宗化工商品的持续、稳定、可预测需求。对于具有持续采购需求的货物，公司一般与供应商签订相应的月度或年度框架协议。购买后，由供应商将货物运送至与公司签订服务协议的中转站或货运站。由于公司的货物采购一般基于具体订单或稳定的下游需求进行，货物的售出速度一般较快，存货规模较小。

销售模式方面，公司基于对下游市场的了解、调研，对具体产品需求的评判，挖掘合适的意向

客户，并与客户签订相应的框架协议或具体订单。之后，公司基于类似“以销定采”的模式，根据客户的需求，及时、逐批、足量向其提供相应的产品，产品一般由客户在与公司签订了服务协议的客运站/货运站自提，或由公司组织第三方物流进行配送。销售定价模式方面，公司产品价格设定主要围绕市场行情上下浮动，其中长单业务的产品定价通常为双方根据产品在期货市场或现货市场的公开公示价格为基础进行协商加减一定比例来定价，零单客户还会以上下游锁定的固定价格来进行交易。

结算方式方面，公司采购一般采取先款后货的结算方式。销售结算方式包括现款现货和下游赊销等，根据客户需求来定。结算账期较为多样，但一般不超过 6 个月。公司多维度评估上下游客户信用状况以决定其账期，评估内容包括但不限于企业性质、行业地位、成立年限、业务规模、业务模式、产业链的构成等。

总体看，公司 2017 年新增供应链管理业务，业务范围主要倾向于化工类产品；公司开展供应链业务，有望使公司业务进一步向上游原材料领域延伸，与公司现有化工生产业务形成协同与互补，扩大公司的业务规模。

6. 在建工程

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 2019 年 3 月底，公司主要在建工程情况如下表所示。尚需投资规模较大的在建工程主要为 20 万吨/年甲基丙烯酸甲酯（MMA）项目、10 万吨/年甲基丙烯酸甲酯树脂（PMMA）项目和 70 万吨/年丙烷脱氢项目等。

公司新建 20 万吨/年 MMA 项目建设，实现了碳四原料中异丁烯组分的高效利用，将公司 MTBE 产能转化为 MMA，附加值进一步提高。同时随着国家不断推进油品升级，对油品中氧含量提出更高标准，MMA 项目有效应对了未来 MTBE 不能作为成品油调和组分的风险。MMA 主要应用在聚合和共聚领域，可以通过本体聚合制得有机玻璃，用于生产有机玻璃、高档油漆、高端显示屏及其他家用电器、装饰材料等。该项目将同时配套建设 10 万吨/年 PMMA、40 万吨/年叔丁醇和 5 万吨/年异丁烯装置。PMMA 被广泛应用于各种照明器材、光学玻璃、仪器仪表、光导纤维、飞机座舱玻璃、防弹玻璃等领域，特别是随着液晶显示器市场的迅速增长，光学级 PMMA 模塑料需求量大幅度增长，发展潜力巨大，应用前景广阔。项目预计总投资为 37.80 亿元，其中固定资产投资 33.2-亿元，铺底流动资金 0.75 亿元。项目预计建设期为 20 个月（不含项目申报）。公司预计项目建成投产满负荷状态下有望新增销售收入 38 亿元，利润 8 亿元。

表 9 截至 2019 年 3 月底公司主要在建工程情况

序号	在建工程	预计投建时间	预计总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	预计 2019 年 4—12 月 投资额 (亿元)	预计 2020 年 投资额 (亿元)	资金 来源
1	清洁燃气项目	2015.05-2019.06	6.26	5.97	0.29	0.00	自筹
2	菏泽华立 MAO 项目	2018.01-2019.06	1.04	1.01	0.03	0.00	自筹
3	20 万吨/年 MMA 项目	2019.03-2020.12	37.80	0.54	17.00	20.00	自筹
4	10 万吨/年 PMMA 项目	2019.03-2020.12		0.26			自筹
5	乳液化工二期改造	2013.07-2019.06	0.54	0.52	0.01	0.00	自筹
6	70 万吨/年丙烷脱氢项目	2019.05-2020.12	34.60	0.15	15.00	19.45	自筹
合计	--	--	80.24	8.45	32.34	39.45	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建工程预计总投资 80.24 亿元，已完成投资 8.45 亿元，尚需投资 71.79 亿元。其中 2019 年 4—12 月预计投资 32.34 亿元，2020 年预计投资 39.45 亿元。公司面临较大的在建项目资本支出压力。

总体看，公司积极依托现有产业基础，进一步延伸碳四产业链的长度，并向碳三领域横向拓展，扩张产业版图；但在建工程仍需较大规模投入，公司面临较大资本支出压力。

7. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转率分别为 15.76 次、50.15 次和 24.13 次，波动提高，其中 2017 年大幅提高主要系当年新增供应链管理收入所致，2018 年回落主要系公司供应链业务对部分客户存在一定期限的信用期且 2018 年末的应收账款余额较大所致；存货周转率分别为 6.90 次、28.65 次和 35.90 次，逐年提高；总资产周转率分别为 0.71 次、2.44 次和 2.64 次，逐年提高。

整体看，受新增供应链业务影响，2016—2018 年，公司经营效率有所提高；但 2018 年应收账款周转率显著回落。

8. 重大事项

(1) 2018 年 4 月 16 日，公司全资孙公司齐翔腾达供应链香港有限公司（以下简称“供应链香港”）与 Integra Holdings Pte. Ltd. 签署了《Sale and Purchase Agreement》，根据该协议，双方同意供应链香港收购 Integra Holdings Pte. Ltd. 持有的 Granite Capital S.A. 公司 51.00% 股权，交易对价为 3,600.00 万美元。截至 2018 年底，公司全资孙公司供应链香港已完成交易对价的支付及 Granite Capital S.A. 公司 51.00% 股权的交割工作。标的公司系成立于 1989 年的石化类大宗商品贸易商，本次收购使公司进入国际化工供应链领域，业务进一步向上游原材料领域、海外市场延伸，有助于拓宽原材料采购渠道。未来，借助标的公司在全球石化贸易的经验，公司有望拓宽海外原材料采购渠道及公司产品销售渠道。

(2) 2018 年 9 月 25 日，公司与菏泽华立新材料有限公司（以下简称“菏泽华立”）签订了《增资协议》。根据该协议，公司以货币方式向菏泽华立增资 30,000.00 万元，本次增资完成后，公司将持有菏泽华立 16.67% 股权。截至 2018 年底，公司已向菏泽华立支付 30,000.00 万元增资款。2018 年 12 月 10 日，公司召开第四届董事会第十八次会议审议通过了《关于终止发行股份购买菏泽华立 34.33% 股权暨继续推进现金收购事项的议案》，公司决定终止发行股份购买资产，并使用 61,800.00 万元自有资金收购菏泽华立 34.33% 股权。本次收购完成后，公司将持有菏泽华立 51.00% 股权。截至 2019 年 3 月 31 日，公司已完成收购菏泽华立 34.33% 股权的工商变更登记程序。菏泽华立主要从事甲基丙烯酸甲酯（MMA）的研发及生产，并且具备成熟的叔丁醇氧化法（C4 法）制备 MMA 的清洁工艺生产技术和工业化装置。本次收购使公司取得菏泽华立的技术支持，快速布局该领域。

(3) 2019 年 7 月 26 日，公司公告于近期与中国化学集团工程有限公司及其孙公司中国天辰工程有限公司就共同投资建设生产高新材料尼龙 66 达成一致，发起设立天辰齐翔新材料有限公司。天辰齐翔注册资本 270,000 万元，公司认缴注册资本 27,000 万元，持股比例 10%。天辰齐翔规划建设年产 100 万吨尼龙 66 新材料产业基地，项目分为两期建设，一期主要包含 30 万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5 万吨/年氰化钠装置、9 万吨/年氢氰酸装置、20 万吨/年己二腈装置、20 万吨/年加氢装置和 20 万吨/年尼龙 66 成盐及切片装置。该项目主要以丙烯、甲醇、液氨、丁二烯、己二酸、氢气、天然气等为原料。

(4) 为应对公司产品产能不断扩大以及匹配未来新项目对原料的需求，切实解决公司后续原料

供应瓶颈，顺利打通国际原料采购业务，降低原料采购成本，公司拟使用自有资金 2 亿元在山东省烟台市莱州港码头投资设立全资子公司，投资 8 亿元新建低温储罐库区，打造沿海原料仓储基地。目前该子公司处于工商注册准备阶段。

总体看，近年来公司在现有产业基础上积极完善产业链布局；但也面临一定对外投资及商誉减值风险。

9. 经营关注

(1) 碳四深加工产业的上下游行业市场景气度变化、原油价格和下游精细化工的需求变化和产品价格波动情况，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。

(2) 化工行业是一个易燃、易爆、易污染环境以及容易遭受自然灾害威胁的高风险行业，突发事件有可能会对社会造成重大影响、给公司带来重大经济损失、对人身安全造成重大伤害；随着经营规模的逐步扩大，公司面临的安全风险也相应增加。

(3) 近年来，公司在现有产业基础上积极完善产业链布局；但也面临一定对外投资及商誉减值风险。

(4) 公司在建工程仍需较大规模投入，公司面临较大资本支出压力。

(5) 公司供应链管理业务毛利率水平低，且对客户存在一定信用期占用公司资金，若客户延迟支付货款，将可能导致公司出现生产经营活动资金紧张和发生坏账损失的风险。

10. 未来发展

未来，公司将秉持“重构产业价值、坚守未来主义”的经营战略，在碳四产业链稳步发展的基础上，加速推进 MMA、丙烷脱氢、环氧丙烷等新项目建设，瞄准高附加值的精细化工品及化工新材料领域，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。立足产业，借力资本，力争用四年时间，再造一个新“齐翔”，全方位打造世界级的化工企业。

总体看，公司未来发展战略明确，有利于公司未来保持健康发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2017—2018 年财务报告经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。此外，公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。合并范围变动方面，2017 年，公司合并范围新增子公司 6 家，其中新设子公司 5 家，收购子公司 1 家；2018 年，公司合并范围新增子公司 7 家，其中新设子公司 1 家，收购子公司 6 家；2019 年 1—3 月，公司合并范围新增子公司 2 家，来自收购子公司。公司合并范围有一定变化，但主营业务突出，财务数据仍有一定可比性。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 115.16 亿元，负债合计 40.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益 72.90 亿元。2018 年，公司实现营业收入 279.24 亿元，净利润（含少数股东损益）8.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.43 亿元；经营活

动现金流量净额 9.04 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.91 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 137.79 亿元，负债合计 56.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 74.81 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 71.13 亿元，净利润（含少数股东损益）2.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.90 亿元；经营活动现金流量净额 0.78 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.04 亿元。

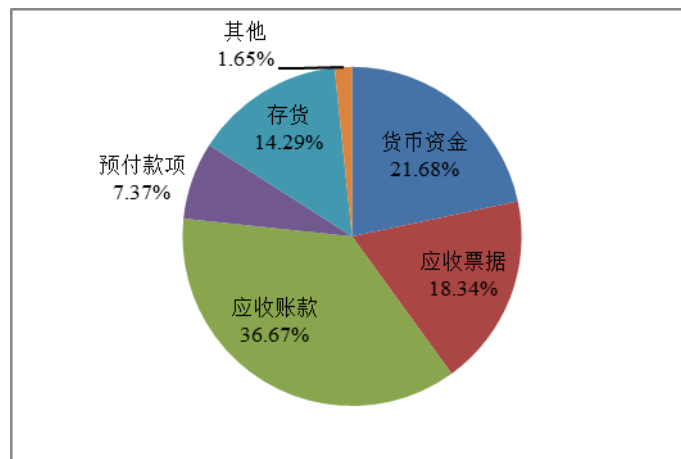
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增加，年均复合增长 16.05%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产总额 115.16 亿元，较年初增长 19.39%。其中流动资产占比 42.64%，非流动资产占比 57.36%，非流动资产占比较高。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增加，年均复合增长 39.88%。截至 2017 年底，公司流动资产 37.15 亿元，较年初增长 48.00%，主要系货币资金和应收票据增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产 49.11 亿元，较年初增长 32.20%，主要系应收账款增长所致，流动资产的构成图下图所示。

图 11 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，随着经营规模扩大，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 23.09%。截至 2018 年底，公司货币资金 10.64 亿元，较年初增长 3.00%。公司货币资金主要由银行存款（占比 76.94%）和其他货币资金（占比 23.06%）构成。受限货币资金 2.46 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、短期借款保证金等，占比 23.09%，公司货币资金受限程度较高。

2016—2018 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 32.96%。截至 2017 年底，公司应收票据 11.00 亿元，较年初增长 115.91%，主要系经营规模扩大所致。截至 2018 年底，公司应收票据 9.00 亿元，较年初减少 18.12%，主要系承兑汇票贴现所致。

2016—2018 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 116.97%。截至 2018 年底，公司应收账款 18.01 亿元，较年初增长 334.13%，主要系公司供应链管理业务规模扩大及收购的 Granite Capital S.A.公司应收账款余额较大所致。其中信用保证项下的应收账款组合余额 11.32 亿元，考虑到主要系国内国际信用证或信用保险等信用保证方式项下的应收账款，公司未对其计提坏账准备。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额 7.19 亿元，账龄在 1 年以内占比 86.94%，整体账龄较短。公司累计计提坏账准备 0.55 亿元，计提比例 2.99%，计提比例一般。按欠款方归集的期末余额前五名应

收账款汇总金额 9.43 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例 50.81%，集中度很高。公司应收账款增长较快，存在资金占用，且面临发生坏账损失的风险。

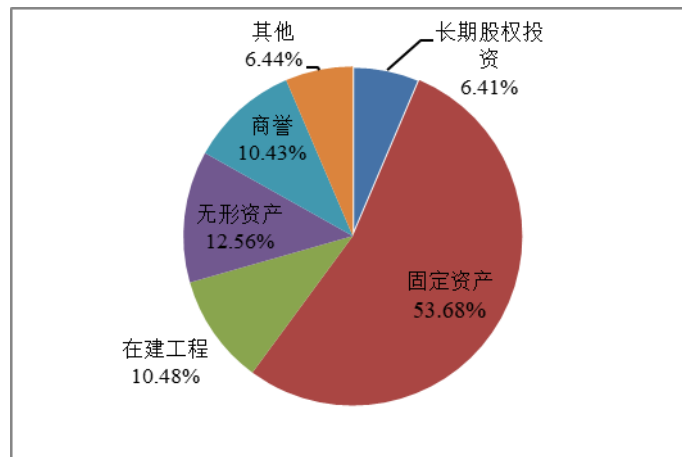
2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 37.61%。截至 2017 年底，公司预付款项 3.62 亿元，较年初增长 89.04%，主要系预付货款增长所致。截至 2018 年底，公司预付款项 3.62 亿元，较年初增长 0.18%，变动不大。按预付对象归集的期末余额前五名预付款项汇总金额 2.09 亿元，占预付款项期末余额合计数的比例 57.65%，主要系预付货款。

2016—2018 年，公司存货波动增长，年均复合增长 1.31%。截至 2017 年底，公司存货 7.42 亿元，较年初增长 8.48%，主要系因新设供应链公司而库存商品增多所致。截至 2018 年底，公司存货 7.02 亿元，较年初减少 5.38%，主要系甲乙酮、顺酐、橡胶等产品库存减少所致。存货主要由原材料（占比 54.38%）、库存商品（占比 29.95%）和在途物资（占比 10.08%）构成，累计计提跌价准备 473.23 万元，计提比例 0.67%。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。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 4.57%。截至 2017 年底，公司非流动资产 59.31 亿元，较年初减少 1.82%。截至 2018 年底，公司非流动资产 66.05 亿元，较年初增长 11.37%，主要系长期股权投资增长所致，非流动资产构成如下图所示。

图 12 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2017 年，公司无长期股权投资。2018 年底，公司新增长期股权投资 4.24 亿元，系对菏泽华立的股权投资。截至 2019 年 3 月底，菏泽华立已纳入公司合并报表范围，不再体现在合并报表的长期股权投资。

2016—2018 年，公司固定资产逐年减少，年均复合减少 2.25%，主要系计提折旧所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 35.46 亿元，较年初减少 2.97%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 23.08%）、通用设备（占比 23.67%）、专用设备（占比 52.82%）构成，累计计提折旧 25.12 亿元，固定资产成新率 58.53%，成新率较低。

2016—2018 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 21.13%，主要系项目持续投入所致。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 6.92 亿元，较年初增长 19.34%。在建工程主要由清洁能源项目（占比 85.90%）和乳液化工二期改造（占比 7.29%）构成。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 3.57%。截至 2017 年底，公司无形资产

7.45 亿元，较年初减少 3.69%，主要系计提摊销所致。截至 2018 年底，公司无形资产 8.30 亿元，较年初增长 11.37%，主要系因收购境外 Granite Capital S.A.及其下属的 5 家子公司的 51%的股权增加客户关系 1.07 亿元所致。无形资产主要由土地使用权（占比 77.51%）、客户关系（占比 12.64%）和专利权工业产权（占比 7.72%）构成。

2016—2018 年，公司商誉分别为 6.02 亿元、6.02 亿元和 6.89 亿元。其中 2018 年增长主要系收购 Granite Capital S.A.所致。公司商誉主要系收购山东齐鲁科力化工研究院有限公司（以下简称“齐鲁科力”）、菏泽华立和 Granite Capital S.A.公司形成，累计计提减值准备 0.13 亿元，主要系淄博腾辉油脂化工有限公司（以下简称“腾辉公司”）2018 年度经营业绩不及预期所致，公司 2018 年底根据商誉减值测试结果对收购腾辉公司产生的商誉全额计提了商誉减值损失。公司商誉规模较大，若未来被收购公司未来经营状况恶化，则相关商誉将存在减值风险。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产 6.15 亿元，其中货币资金 2.46 亿元，应收票据 3.69 亿元。受限资产占总资产的 5.34%，公司资产受限程度一般。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 137.79 亿元，较年初增长 19.66%，主要系货币资金、预付款项、无形资产和商誉增多所致。其中流动资产占比 43.29%，非流动资产占比 56.71%，资产结构较年初变动不大。

总体看，公司资产结构中非流动资产占比较高，其中以固定资产为主，固定资产成新率较低；公司流动资产中货币资金较为充裕，但开展供应链业务使得应收账款规模较大且集中度偏高，此外，较大规模的存货面临一定价格波动风险；公司商誉规模较大，面临商誉减值风险。整体看，公司资产质量一般。

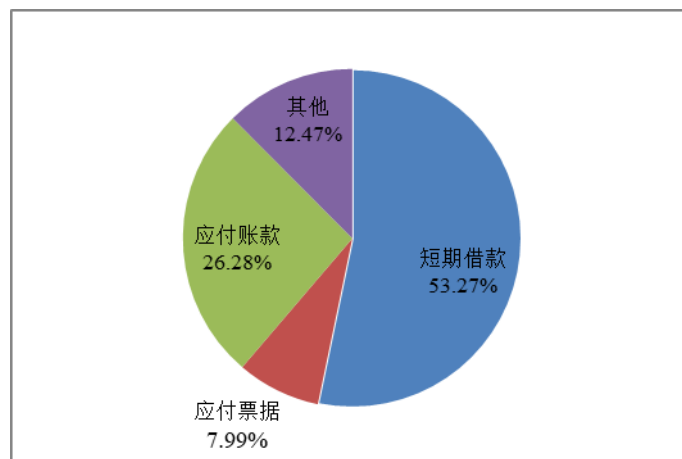
3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 24.20%，主要系流动负债增长所致。截至 2018 年底，公司负债合计 40.68 亿元，较年初增长 36.76%。其中流动负债占比 95.84%，非流动负债占比 4.16%，公司负债结构以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 26.68%。截至 2018 年底，公司流动负债 38.99 亿元，较年初增长 39.47%，主要系短期借款、应付票据和应付账款增长所致，流动负债的构成图下图所示。

图 13 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长31.73%，主要系随着公司经营规模不断扩大，对营运资金的需求相应增加所致。截至2018年底，公司短期借款20.77亿元，较年初增长26.07%。其中信用借款占比84.83%，质押借款占比13.72%，保证借款占比1.44%。

2016—2018年，公司应付票据波动增长，年均复合增长53.80%。截至2017年底，公司应付票据0.60亿元，较年初减少54.72%，主要系当年部分原料供应商不再接受票据支付、办理应付票据减少所致。截至2018年底，公司应付票据3.11亿元，较年初增长422.35%，主要系为减少融资成本办理应付票据用于支付或者贴现所致。

2016—2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长29.40%。截至2017年底，公司应付账款4.47亿元，较年初减少26.99%，主要系应付工程、设备款减少所致。截至2018年底，公司应付账款10.25亿元，较年初增长129.34%，主要系公司业务规模增长以及2018年收购的Granite Capital S.A.公司采购规模较大导致期末应付账款余额较大所致。

2016—2018年，公司非流动负债逐年减少，年均复合减少9.72%，主要系递延收益减少所致。截至2018年底，公司非流动负债1.69亿元，较年初减少5.58%。公司非流动负债规模和占比很小，由递延收益（占比88.84%）和递延所得税负债（占比11.16%）构成。

2016—2018年，公司递延收益分别为2.01亿元、1.73亿元和1.50亿元，年均复合减少13.51%。公司的递延收益均来源于政府补助。

2016—2018年，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长68.14%，主要系非同一控制企业合并资产评估增值造成的应纳税暂时性差异波动增长所致。截至2018年底，公司递延所得税负债0.19亿元，较年初增长227.08%。

从债务规模情况来看，2016—2018年，公司全部债务逐年增多，年均复合增长33.72%，主要系短期借款增加所致。截至2018年底，公司全部债务23.88亿元，较年初增长38.72%。公司债务全部为短期债务。2016—2018年，公司资产负债率分别为30.84%、30.84%和35.33%，呈上升态势；全部债务资本化比率分别为18.43%、20.52%和24.28%，逐年上升；长期债务资本化比率为0。整体看，公司债务负担一般，但全部为短期债务。

截至2019年3月底，公司负债合计56.54亿元，较年初增长38.97%，主要系应付票据和长期借款增多所致。其中流动负债占比89.25%，非流动负债占比10.75%，因新增3.30亿元长期借款，非流动负债占比有所提升。截至2019年3月底，公司全部债务37.86亿元，较年初增长58.53%。其中短期债务占比91.28%，长期债务占比8.72%，债务结构仍以短期债务为主。截至2019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41.03%、31.79%和3.91%，较年初分别提高5.70个百分点、7.50个百分点和3.91个百分点，公司债务负担有所加重，但仍属于合理水平。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主，债务负担一般；公司对外投资规模较大且在建工程尚需较大规模投资，面临融资需求，但目前公司融资方式上仍以短期融资为主，融资结构有待调整。

（2）所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长12.23%，主要系未分配利润增长所致。截至2018年底，公司所有者权益合计74.47亿元，较年初增长11.65%。其中归属于母公司所有者权益合计72.90亿元，占比97.89%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比24.35%，资本公积占比29.97%，盈余公积占比5.73%，未分配利润占比39.91%，所有者权益中未分配利润占比偏高，权益稳定性较为一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 81.26 亿元，较年初增长 9.10%，主要系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 92.07%，少数股东权益占比 7.93%，少数股东权益占比较年初有所提升。截至 2019 年 3 月底，公司少数股东权益 6.44 亿元，较年初增长 309.23%，主要系菏泽华立纳入合并范围所致。

总体看，2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长；所有者权益中未分配利润占比偏高，权益稳定性较为一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，受经营规模扩大和合并范围增加影响，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 118.01%，分别为 58.75 亿元、222.26 亿元和 279.24 亿元。2016—2018 年，公司分别实现净利润 5.07 亿元、8.47 亿元和 8.45 亿元，波动增长，年均复合增长 29.08%。其中 2017 年同比增长 67.00%，主要系收入规模扩大所致；2018 年同比减少 0.23%，主要系综合毛利率下降所致。2016—2018 年，公司分别实现归属于母公司所有者的净利润 5.02 亿元、8.50 亿元和 8.43 亿元。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 35.66%。2018 年，公司费用总额 8.55 亿元，其中销售费用占比 19.12%，管理费用占比 36.55%，研发费用占比 35.95%，财务费用占比 8.38%。2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 21.45%。其中 2017 年同比增长 41.87%，主要系运输费增多所致；2018 年同比增长 3.96%，变动不大。2016—2018 年，公司管理费用波动减少，年均复合减少 2.93%。其中 2017 年同比减少 34.02%，主要系将研发费用分拆出所致；2018 年同比增长 42.80% 主要系职工薪酬等增长所致。2017—2018 年，公司研发费用分别为 2.82 亿元和 3.07 亿元。2016—2018 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 80.11%，主要系利息支出增多所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 7.90%、3.23% 和 3.06%，其中 2017 年下降较多主要系新增供应链管理收入所致。

从利润构成来看，2016—2018 年，公司利润主要来自主营业务，非经常性损益对利润影响不大。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 17.43%、7.56% 和 6.34%，逐年下降。2016—2018 年，公司总资产收益率分别为 7.56%、11.36% 和 10.17%，总资产报酬率分别为 7.43%、11.35% 和 10.01%，净资产收益率分别为 8.81%、13.46% 和 11.97%，均呈波动提高态势，公司整体盈利能力有所增强。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 71.13 亿元，同比增长 126.95%，主要系合并范围新增菏泽华立和 Granite Capital S.A. 所致；实现净利润 2.02 亿元，同比减少 19.18%，主要系部分产品价格较去年同期下降所致。

总体看，2016—2018 年，公司收入规模逐年增长，期间费用率逐年下降；公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈波动提高态势，但受收入结构变化和产品价格波动影响，营业利润率逐年下降。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 129.29%，随公司收入规模扩大而逐年增长。2018 年，公司经营活动现金流入 274.73 亿元，同比增长 12.16%。2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 140.64%，主要系采购量逐年增多所致。2018 年，公司经营活动现金流出 265.69 亿元，同比增长 9.78%。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 6.37 亿元、2.92 亿元和 9.04 亿元，持续净流入。2016—2018 年，公

司现金收入比分别为 88.00%、108.11%和 95.78%，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 1.45 亿元、1.41 亿元和 1.76 亿元，规模很小。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 43.15%。其中 2017 年同比减少 29.51%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；2018 年同比增长 190.70%，主要系资本性支出增长、增资入股菏泽华立 16.67%股权、收购 Granite Capital S.A. 的 51%股权及支付齐鲁科力第三次股权兑付款所致。2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.92 亿元、-2.37 亿元和-9.24 亿元，持续净流出。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 72.73%，主要系借款增多所致。2018 年，公司筹资活动现金流入 46.16 亿元，同比增长 42.45%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 57.36%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。2018 年，公司筹资活动现金流出 48.26 亿元，同比增长 65.02%。2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-4.02 亿元、3.16 亿元和-2.10 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 0.78 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -1.76 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 4.11 亿元。

总体看，2016—2018 年，随着公司经营规模扩大，经营活动现金流入和流出规模均逐年增长，公司经营活动现金流持续净流入；投资活动现金流持续净流出；筹资活动现金流规模增加，但筹资活动产生的现金净流量有所波动。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.03 倍、1.33 倍和 1.26 倍，波动提高；速动比率分别为 0.75 倍、1.06 倍和 1.08 倍，逐年提高。公司流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度较高。2016—2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.91 倍、1.24 倍和 0.82 倍，波动下降，但仍属较好。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 26.26%。其中 2017 年同比增长 53.80%，主要系利润总额增长所致；2018 年同比增长 3.66%，主要系计入财务费用的利息支出增长所致。从构成上看，2018 年，公司 EBITDA 中利润总额占比 60.69%，计入财务费用的利息支出占比 5.10%，折旧占比 32.40%，摊销占比 1.81%。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.76 倍、0.90 倍和 0.67 倍，波动下降；EBITDA 利息倍数分别为 17.92 倍、24.41 倍和 15.45 倍，波动下降。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年 7 月底，公司未对合并范围外单位提供担保。

截至 2019 年 7 月底，公司面临重大未决诉讼 3 起，涉案金额合计逾 2 亿元，主要为委托合同纠纷、技术秘密纠纷、商业秘密纠纷，具体情况如下：

(1) 公司于 2018 年 1 月 23 日收到天津市第二中级人民法院传票，原告天津有山化工有限公司（以下简称“有山化工”）以与公司委托合同纠纷一案向天津市第二中级人民法院提起诉讼。诉讼请求：判令公司赔偿有山化工经济损失 6,816.69 万元；判令公司承担本案全部诉讼费用。公司就此案向天津市第二中级人民法院提出管辖权异议，2018 年 3 月 5 日天津市第二中级人民法院作出(2018)津 02 民初 85 号民事裁定，同意将本案移送山东省淄博市中级人民法院处理。上诉人有山化工不服天津市第二中级人民法院(2018)津 02 民初 85 号民事裁定，向天津市高级人民法院提出上诉。2018 年 5 月 14 日，天津市高级人民法院作出(2018)津民辖终 56 号民事裁定，驳回上诉，维持原裁定。该案已于 2018 年 9 月 13 日开庭审理，2019 年 1 月，山东省淄博市中级人民法院经审理认定有山化

工与公司之间不存在委托经营合同关系，一审裁定驳回有山公司的起诉。2019年2月，有山化工提起了上诉，本案目前仍在二审审理阶段，尚未正式开庭。

(2) 公司控股子公司菏泽华立收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”或“华谊公司”）与汪青海、山东易达利化工有限公司（以下简称“易达利”）、菏泽华立、中国化学赛鼎宁波工程有限公司（以下简称“赛鼎公司”）侵害技术秘密纠纷一案（案号：（2018）沪73民初668号）向上海知识产权法院提起诉讼，请求：①汪青海、易达利、菏泽华立立即停止侵害上海华谊商业秘密的行为；②汪青海、易达利、菏泽华立、赛鼎公司连带赔偿上海华谊经济损失人民币9,940万元；③汪青海、易达利、菏泽华立、赛鼎公司连带赔偿华谊公司为维权支出的鉴定费、公证费、律师费等合理费用人民币50万元。2018年8月2日，上海知识产权法院做出（2018）沪73民初668号《上海知识产权法院民事裁定书》，裁定保全菏泽华立向赛鼎公司提供的MMA/MAO/PMMA项目的全套技术文件；保全赛鼎公司向菏泽华立提供的MMA/MAO/PMMA项目的全套技术文件；保全易达利、菏泽华立生产甲基丙烯酸（MAA）和甲基丙烯酸甲酯（MMA）产品的全套技术文件及相关设备蓝图。上海华谊于2018年11月8日向上海知识产权法院申请财产保全，根据上海知识产权法院出具的《财产保全清单》，易达利编号为“荷国用（2001）第14985号”的土地、菏泽华立编号为“荷国用（2015）第15534号”和“荷国用（2015）第15535号”的土地被查封，保全期限自2018年11月20日至2021年11月19日；冻结汪青海持有易达利3.51%的股权，保全期限自2018年11月20日至2021年11月19日；冻结汪青海持有的宁波梅山保税港区鲁荷股权投资合伙企业（有限合伙）的17.36%的合伙份额，保全期限自2018年12月3日至2021年12月2日。目前，该案件尚未开庭审理。

(3) 公司及菏泽华立收到上海知识产权法院传票，原告上海华谊与汪青海、菏泽华立、齐翔腾达的侵害商业秘密纠纷（案号：（2018）沪73民初1036号）向上海知识产权法院提起诉讼，请求：①判令汪青海、菏泽华立、齐翔腾达立即停止侵害华谊公司商业秘密的行为；②判令汪青海、菏泽华立、齐翔腾达连带赔偿华谊公司经济损失及为本案支出的合理费用共计人民币5,000万元。2018年12月19日，上海知识产权法院做出（2018）沪73民初1036号《上海知识产权法院民事裁定书》，裁定保全齐翔腾达接受菏泽华立交付的生产MMA（甲基丙烯酸甲酯）清洁工艺专有技术的全套技术资料；保全齐翔腾达与菏泽华立签署的MMA（甲基丙烯酸甲酯）技术许可协议，目前，该案件尚未开庭审理。

截至2019年7月底，公司获得金融机构授信总额34.65亿元，已使用授信额度33.10亿元，未使用授信额度1.55亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1037030500068660J），截至2019年7月4日，公司无不良或关注类未结清信贷信息。

总体看，公司偿债能力指标较好，同时，考虑到公司的行业地位和综合实力，公司整体偿债能力很强。

八、本次可转换公司债券偿还能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至2019年3月底，公司全部债务37.86亿元。本次发行募集资金总额不超过29.90亿元（含），占公司全部债务的78.97%，对公司现有债务负担影响很大。

以2019年3月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为29.90亿元，本次可转换公司债券发

行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 51.54%、45.47% 和 29.01%，分别上升了 10.51 百分点、13.69 个百分点和 25.10 个百分点，债务负担增加幅度较大，但整体仍属适中，同时有助于改善公司债务结构。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本次可转换公司债券发行额度（29.90 亿元）的 0.54 倍和 9.19 倍。总体看，EBITDA 和经营现金流入量对本次可转换公司债券的覆盖程度较高。

本次可转换公司债券募集资金拟用于 70 万吨丙烷脱氢制丙烯（PDH）项目。从项目背景及可行性看，政策背景方面，本次募投的丙烷脱氢项目列入国家发展改革委、财政部、商务部发布的《鼓励进口技术和产品目录（2016 年版）》，具体条目为“A158 年产 45 万吨以上丙烷脱氢制丙烯及配套压缩机技术”；市场背景方面，丙烯是仅次于乙烯的重要石化基础原料，下游市场应用广阔，近年来我国丙烯需求增长较快，而供应端仍存在一定缺口，存在较大的提升空间；技术背景方面，由于传统工艺技术的丙烯产量受到原料轻质化趋势影响供应受到影响，为弥补缺口，以 PDH 工艺为代表的专产丙烯产能有望快速增长。从募投项目必要性来看，本次募投项目有助于公司扩充现有丙烯产能，提升市场地位；本次募投项目系公司现有丙烯产能的扩充，有助于提升公司在丙烯行业中的地位，增强话语权；通过规模化采购及运输，并规模化组织生产与销售工作，有助于提升公司丙烯产品的竞争力。本次公司的丙烯产能将得到扩充后，也为公司未来进一步拓展丙烯深加工业务提供原材料保障，借助丙烷脱氢及环氧丙烷项目，公司将实现从碳四领域向碳三领域布局的横向拓展，有助于公司深挖石油化工深加工领域，提升抵御市场风险的能力。

从本次可转换公司债券的发行条款看，公司设置了转股价格向下修正条款（在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时设置了有条件赎回条款（在转股期内，如果公司股票在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格的 130%（含 130%），或当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券）。上述条款有利于鼓励投资者将持有的可转换公司债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，且募投项目的实施有望进一步提高公司的市场竞争力，公司偿债的能力或将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位、综合实力以及本次债券未来转股因素，未来随着募投项目投入使用，公司市场地位和抗风险能力有望进一步增强。整体看，公司对本次可转换公司债券的偿还能力很强。

九、综合评价

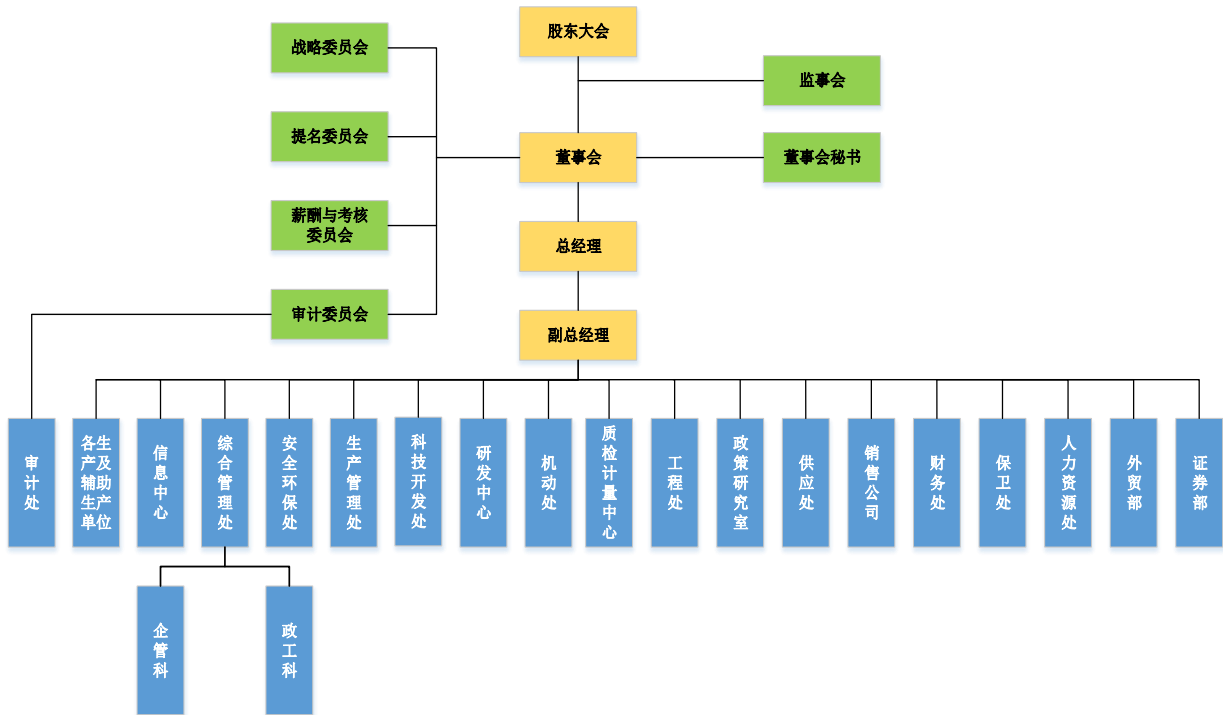
公司作为国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，碳四产业链完善，在甲乙酮和顺酐产品领域具备较强竞争优势。2016—2018 年，公司生产销售情况保持良好，并逐步拓展供应链业务，收入规模逐年增长，盈利能力较强，经营活动现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到化工企业安全环保压力加大、公司面临原材料和产品价格波动风险、在建项目资金需求较大、债务结构有待调整、应收账款增长较快、商誉存在减值风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新建项目投产，公司产业链将进一步完善，竞争力有望提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券条款的设置有利于促进投资者将持有的可转换公司债券转股，公司资本实力有望进一步增强，且本次可转换公司债券募投项目的实施有利于公司进一步提高综合实力。

综上，基于对公司主体长期信用水平以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2018 年底淄博齐翔腾达化工股份有限公司 内部组织架构图



附件 2 淄博齐翔腾达化工股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	85.50	96.45	115.16	137.79
所有者权益 (亿元)	59.13	66.70	74.47	81.26
短期债务 (亿元)	13.36	17.22	23.88	34.56
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	3.30
全部债务 (亿元)	13.36	17.22	23.88	37.86
营业收入 (亿元)	58.75	222.26	279.24	71.13
净利润 (亿元)	5.07	8.47	8.45	2.02
EBITDA (亿元)	10.09	15.53	16.09	--
经营性净现金流 (亿元)	6.37	2.92	9.04	0.78
应收账款周转次数 (次)	15.76	50.15	24.13	--
存货周转次数 (次)	6.90	28.65	35.90	--
总资产周转次数 (次)	0.71	2.44	2.64	--
现金收入比率 (%)	88.00	108.11	95.78	102.99
总资本收益率 (%)	7.56	11.36	10.17	--
总资产报酬率 (%)	7.43	11.35	10.01	--
净资产收益率 (%)	8.81	13.46	11.97	--
营业利润率 (%)	17.43	7.56	6.34	6.61
费用收入比 (%)	4.84	3.23	3.06	2.29
资产负债率 (%)	30.84	30.84	35.33	41.03
全部债务资本化比率 (%)	18.43	20.52	24.28	31.79
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	3.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	17.92	24.41	15.45	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.76	0.90	0.67	--
流动比率 (倍)	1.03	1.33	1.26	1.18
速动比率 (倍)	0.75	1.06	1.08	1.02
现金短期债务比 (倍)	0.91	1.24	0.82	0.68
经营现金流动负债比率 (%)	26.23	10.46	23.19	1.54
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.34	0.52	0.54	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。2. 其他应付款中的借款计入短期债务, 长期应付款计入长期债务。3. 2019 年 1-3 月财务报表未经审计, 指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中除 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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 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的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年淄博齐翔腾达化工股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

淄博齐翔腾达化工股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。淄博齐翔腾达化工股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注淄博齐翔腾达化工股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现淄博齐翔腾达化工股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如淄博齐翔腾达化工股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至淄博齐翔腾达化工股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送淄博齐翔腾达化工股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇一九年八月二十一日

