



信用等级通知书

信评委函字[2018]G399-2号

新疆中泰化学股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“新疆中泰化学股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年七月三十一日

新疆中泰化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	新疆中泰化学股份有限公司
发行规模	本次债券的发行总规模不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元），采用分期发行方式，本期债券发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期。
品种间回拨选择权	发行人和主承销商根据网下申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。
调整票面利率选择权	本期债券品种一附发行人调整票面利率选择权，即发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。发行人将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在深交所固定收益品种业务专区发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。
回售选择权	本期债券品种一设置了投资者回售选择权，即发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度的付息日将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人。
债券利率	本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集的资金在扣除发行费用后，用于偿还金融机构借款。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“新疆中泰化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体新疆中泰化学股份有限公司（以下简称“中泰化学”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了中泰化学偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了中泰化学经营得到政府有力支持，资源掌控程度和电力、原料自给比率高，产业链布局较完善，整体收入规模保持较快增长等对公司信用质量的支持。同时，中诚信证评也关注到产品价格波动对公司盈利的影响、总债务规模及未来资本支出压力较大等因素对公司信用质量产生的影响。

正 面

- ▶ 当地政府对公司支持力度较大。公司实际控制方为新疆维吾尔自治区国有资产监督管理委员会，同时作为自治区化工板块重要企业，在政策和资金等方面均能得到当地政府较大支持，有助于公司提升综合竞争实力。
- ▶ 公司生产所需自然资源储量丰富，原材料自给率高。公司拥有生产所需的石灰石矿、盐矿和煤炭等资源储备，同时还拥有自备电厂和电石生产能力。2017 年公司原材料电石、电力自给率分别为 90.17% 和 86.10%，处于较高水平。
- ▶ 公司产业链逐步完善，生产成本控制能力进一步提升。公司已逐步建成“盐、煤—电—氯碱产品—氯碱产品深加工”循环经济产业链，同时通过并购构建起“氯碱—粘胶纤维—纺织”产业链。近年来随着配套设施不断完善，公司原材料自给比率不断提高，生产成本控制能力得到提升。
- ▶ 收入保持较快增长。公司近年加大贸易业务发



概况数据

中泰化学	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	120.58	166.82	191.47	195.81
总资产(亿元)	375.72	466.68	556.27	592.35
总债务(亿元)	200.53	230.72	282.39	305.36
营业总收入(亿元)	164.71	233.62	410.59	102.75
营业毛利率(%)	21.87	26.36	17.85	15.26
EBITDA(亿元)	25.65	48.63	54.89	-
所有者权益收益率(%)	1.92	11.61	12.81	8.80
资产负债率(%)	67.91	64.25	65.58	66.94
总债务/EBITDA(X)	7.82	4.74	5.14	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.20	4.06	5.45	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、公司2018年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理；
3、2016年审计报告存在同一控制下企业合并追溯调整情况，故2015年数据均采用2016年审计报告期初数。

分析师

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

周飞 zhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年7月31日

展力度，贸易收入大幅增加，且近年 PVC、氯碱、粘胶纤维和纱线等主营产品价格上升，推动公司整体收入规模保持较快增长。

关注

- 关注盈利稳定性。化工行业周期性波动明显，公司主要产品在行业内存在产能过剩现象，且价格波动剧烈，中诚信证评持续关注相关产品的供需关系变化及价格波动对公司盈利造成的影响。
- 主要融资租赁客户及对外担保对象经营不佳。2017年末，公司应收新疆圣雄能源股份有限公司（以下简称“圣源能源”）融资租赁款余额为23.62亿元，占应收融资租赁款总额的63.29%；同期公司已向圣源能源提供担保金额为30.74亿元。圣雄能源近年经营情况欠佳、资产负债率高企，中诚信证评对公司租赁资产质量及面临的或有负债风险表示关注。
- 资本支出及债务规模较大。截至2018年3月末公司主要在建及拟建项目计划总投资167.15亿元，已投资45.01亿元，未来资本支出压力较大；同期，公司总债务规模已增至305.36亿元，随着在建及拟建项目的稳步推进，未来债务规模或将进一步上升，面临一定债务压力。
- 短期债务压力上升。近年来公司短期债务规模迅速增长，使得长短期债务比（短期债务/长期债务）不断增长，2015~2017年及2018年3月末分别为0.66倍、0.83倍、1.65倍和2.17倍，公司短期债务压力明显上升。
- 贸易业务的管理及资金压力较大。公司贸易品种较多，涉及纺织材料、油品、氯碱、乙二醇和农产品等近200多类商品，且公司贸易业务涉及的运营主体较多，公司在财务、内控等方面面临一定的管理压力。此外，需关注公司贸易业务快速扩张带来的资金压力。
- 面临一定的安全环保压力。化工行业存在较大的安全环保隐患，且随着国家对化工行业安全环保重视程度的持续提升，公司在安全环保方面将长期面临一定的支出及管理压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

概 况

发债主体概况

新疆中泰化学股份有限公司（以下简称“中泰化学”或“公司”）系由新疆化工（集团）有限责任公司（以下简称“新疆化工集团”）、乌鲁木齐环鹏有限公司（以下简称“环鹏公司”）、新疆维吾尔自治区技术改造投资公司、新疆准噶尔生态工程股份有限公司和新疆盐湖制盐有限责任公司等5家法人股东于2001年12月共同出资设立，设立时注册资本6,000万元；2003年6月，公司增资扩股，注册资本增至13,600万元；2006年11月，公司向社会公开发行人民币普通股10,000万股，注册资本增加至23,600万元；2006年12月8日，公司股票在深圳证券交易所中小板上市交易，股票代码为002092。2007年11月，公司向社会公开发行人民币普通股3,243万股，注册资本增至26,843万元；2008年3月，公司资本公积转增股本，注册资本增加到53,686万元。根据国务院国资委于2009年8月28日下发的《关于新疆化工（集团）有限责任公司等3户企业国有股无偿划转有关问题的批复》，中国化工橡胶总公司持有中泰化学15.20%的股权，总计8,160万股无偿划转给新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“新疆维吾尔自治区国资委”）。2010年3月，公司向新疆维吾尔自治区国资委、嘉实基金管理有限公司以及国泰基金管理有限公司等8名对象非公开发行23,270万股，注册资本增至76,956万元；2010年9月，公司名称变更为“新疆中泰化学（集团）股份有限公司”，注册资本增至115,434万元。2012年6月21日，公司名称变更为“新疆中泰化学股份有限公司”。2012年11月21日，公司原控股股东新疆投资发展（集团）有限责任公司将持有的公司193,011,621股（占公司总股本的16.72%）股份无偿划转给新疆中泰（集团）有限责任公司（以下简称“新疆中泰”），新疆中泰成为公司第一大股东。2013年9月，公司非公开发行235,899,078股，发行价格为6.78元/股，其中新疆中泰认购147,492,000股。截至2015年12月31日，新疆中泰持有公司24.49%的股份；2016年3月23日，新

疆维吾尔自治区国资委出具了新国资产权【2016】64号《关于乌鲁木齐环鹏有限公司国有股权无偿划转有关问题的批复》，同意自2016年1月1日起，将乌鲁木齐国资经营公司持有的环鹏公司100%国有股权无偿划转给新疆中泰；2016年5月10日，环鹏公司完成上述股权的过户手续及相关工商变更登记，将原持有中泰化学5.39%的股权无偿划转至新疆中泰，新疆中泰对公司的持股比例增加到29.88%。2016年4月，公司成功向浙江富丽达股份有限公司、新疆中泰和新疆泰昌实业有限责任公司等13名对象非公开发行379,161,340股购买资产。2016年8月，公司成功向财通基金管理有限公司等6名对象非公开发行377,049,180股募集配套资金。截至2018年3月末，新疆中泰直接持有公司19.35%的股份，并通过环鹏公司持有其3.49%的股份，为公司控股股东。新疆维吾尔自治区国资委持有新疆中泰100%股权，为公司实际控制人。

公司系氯碱行业及粘胶纤维行业的龙头企业，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维和粘胶纱等四大产品，配套热电、电石和电石渣制水泥等循环经济产业链，同时开展贸易、物流、供应链管理、融资租赁、商业保理和PVC套期保值等业务。截至2018年3月末，公司已经形成了153万吨/年PVC、110万吨/年烧碱、52万吨/年粘胶纤维和250万锭/年纱线的生产能力。

截至2017年12月31日，公司总资产为556.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为191.47亿元，资产负债率为65.58%；2017年公司实现营业收入410.59亿元，净利润24.53亿元，经营活动净现金流37.53亿元。

截至2018年3月31日，公司总资产为592.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为195.81亿元，资产负债率为66.94%；2018年1~3月公司实现营业收入102.75亿元，净利润4.31亿元，经营活动净现金流0.17亿元。

本期债券概况

表 1: 本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	新疆中泰化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本次债券的发行总规模不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元），采用分期发行方式，本期债券发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	品种一为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 5 年期。
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行。
品种间回拨选择权	发行人和主承销商根据网下申购情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。
调整票面利率选择权	本期债券品种一附发行人调整票面利率选择权，即发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率。发行人将于本期债券第 3 个计息年度付息日前的第 30 个交易日，在深交所固定收益品种业务专区发布关于是否上调本期债券票面利率以及上调幅度的公告。
回售选择权	本期债券品种一设置了投资者回售选择权，即发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度的付息日将持有的本期债券按面值全部或部分回售给发行人。
债券利率	本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集的资金在扣除发行费用后，用于偿还金融机构借款。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

聚氯乙烯（PVC）行业

聚氯乙烯（PVC）是由氯乙烯单体（VCM）聚合而成的一种常用热塑性塑料，有良好的机械性能和物理性能，在阻燃、耐腐蚀以及绝缘等方面具有显著的性能特点，是中国消费量第一、全球消费量第二的通用型合成树脂材料。

目前，PVC 通过电石法和乙烯法制备，差别主要在于 VCM 的制备方法。电石法是通过煤、石灰石和电生产电石，电解盐水生产氯化氢（氯气），

再利用电石和氯化氢（氯气）制备 VCM。乙烯法则以乙烯和氯气作为主要原材料制备 VCM，乙烯的初始原材料为石油。长期以来，高位运行的原油价格与中国“富煤、贫油、少气”的资源结构特点使电石法 PVC 成为中国 PVC 行业主流工艺，生产技术成熟且成本相对较低，目前电石法 PVC 产能已占到中国 PVC 总产能的 80%。

1) 供给端

随着国民经济增长，2007 年之前我国 PVC 产能及产量一直保持较快增长速度。自 2008 年起，受全球经济危机影响，国内 PVC 产能增速已明显减缓，但每年仍保持一定幅度的增长。自 2014 年起，行业拐点正式出现，产能退出 87 万吨，行业内首次出现负增长。截至 2016 年 12 月底，我国 PVC 在产产能共计 2,253 万吨，其中新增 132 万吨，退出 97 万吨，净增 35 万吨，产能小幅增长。我国 PVC 产能中电石法产能 1,770 万吨，占比 78.60%，乙烯法产能 365 万吨，占比 16.20%，糊树脂产能 118 万吨，占比 5.20%。截至 2017 年末，我国 PVC 在产产能共计 2,236.5 万吨。整体来看，我国 PVC 行业经历供给侧改革及行业产能调整后，产能增速放缓，行业逐步进入健康发展状态。

图 1: 近年国内 PVC 产能增长趋势图



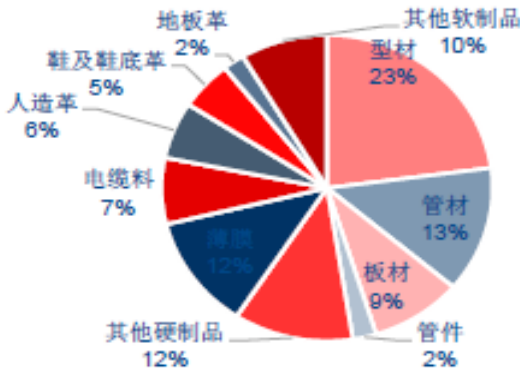
资料来源：氯碱工业协会，中诚信证评整理

此外，国内 PVC 行业集中度偏低，产业结构不合理，有数量众多的小规模企业，平均产能较小。生产 PVC 所需要的投资规模较大，固定成本比例较高，规模效益明显，只有大规模企业才能享受降低边际成本。小规模企业则生产粗放、生产集约化程度低、抗风险能力弱。在行业原料成本压力和环保压力下，小产能企业将会逐渐退出该行业。

2) 需求端

PVC 是五大通用树脂中产量最大的产品，广泛应用于包装材料、人造革、塑料制品等软制品和异型材、管材、板材等硬制品。聚氯乙烯树脂在生产和使用上比传统建筑材料更为节能。

图 2: PVC 产终端主要用途



资料来源: 百川咨询、中信证券研究部, 中诚信证评整理

从 PVC 消费结构看来, 房地产产业链是其重要的下游需求来源。目前 PVC 消费结构中有约 60% 和房地产产业链相关, 包括管材、型材、地板等。此外, 鞋底革、人造革和电线电缆也是其重要的下游消费领域。

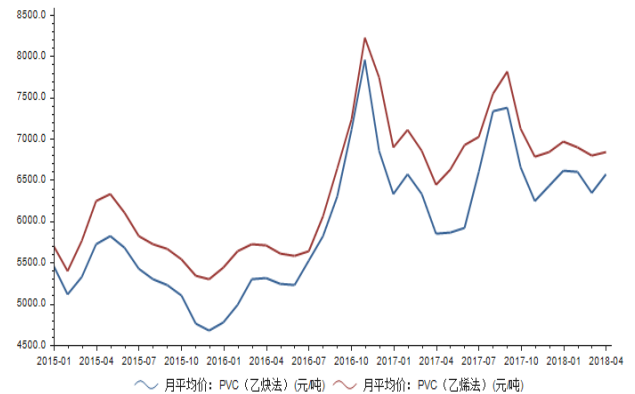
2016 年初, 我国相继出台多项房地产产业“去库存”相关政策, 政策推出后房地产市场销量呈现增长态势, 房地产行业新开工面和固定资产投资也有所回升, 2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元, 比上年名义增长 6.9%; 2017 年全国房地产开发投资 109,799 亿元, 同比名义增长 7.0%, 直接带动下游房地产产业链产品需求回升。不过自 2016 年 10 月以来楼市调控趋严, 各地政策持续加码, 未来我国房地产投资增速并不乐观, 并将影响下游 PVC 等产品的需求。整体看, 虽然 PVC 行业受我国房地产政策调控影响, 需求将出现一定波动, 但在环保大背景下, “以塑代木”将成为大势所趋, 在室内装饰材料、室外设施等领域, 新型木塑复合材料将凭借其成本低、耐受性好的优势而获得更广泛应用, 这将有利于行业需求稳步提升。

3) 产品价格

2016 年国内 PVC 市场行情总体以上涨为主, 从走势情况来看, 2016 年上半年, PVC 市场行情涨势相对较缓, 涨跌基本持平; 6 月以来, 随着期货价格连续大涨, PVC 现货价格跟涨, 同时在 G20 峰会、

环保政策及检修企业增多等多重利好因素推动下, 7~11 月 PVC 市场行情呈现单边大幅上行态势; 但从 11 月中旬起, 随着期货价格的大幅走跌, 市场疲态显现, 加上终端企业对高价货源抵触情绪升温, 成交量普遍下降, 市场价格回落。2017 年 PVC 生产企业因受到环保检查的影响而开工受限, 但春节以来 PVC 下游行业开工恢复缓慢, 下游市场对 PVC 库存消化不及预期, 导致 PVC 库存规模日渐高涨, PVC 市场价格呈震荡波动态势。

图 3: 2015 年以来我国 PVC 价格走势



资料来源: choice 数据, 中诚信证评整理

2017 年我国 PVC 价格呈现震荡波动态势, 全年最高点出现在 9 月初, 最低点在 4 月底。2017 年一季度我国 PVC 行情基本处于下行趋势, 进入二季度随着业内生产装置检修企业增加, PVC 产量有所减少, 产品价格逐步进入宽幅整理阶段, 2017 年 4 月底 PVC 价格跌至最低。2017 年三季度受中央第四批环保督查小组进驻山东、新疆、青海和四川等八省影响, PVC 及原材料电石开工受限, PVC 价格不断上涨, 2017 年 9 月初价格达到全年高点。但 2017 年 9 月中旬以来受期货市场价格回落及企业开工率缓慢回升等影响, 以及国家发展和改革委员会 2017 年 9 月 27 日对 18 家聚氯乙烯树脂实施价格垄断经营者依法查处¹, PVC 价格再次震荡下跌至 11 月底, 直至进入 12 月份, PVC 价格出现反弹, 相关企业开工率有所提升, 2017 年末 PVC 价

¹ 公告显示, 2016 年 3~12 月期间, 湖北宜化集团有限责任公司和中盐吉兰泰盐化集团有限公司等“西北氯碱联合体”共 18 家涉案企业在 2016 年销售 PVC 产品的过程中通过微信群多次达成了统一涨价的垄断协议, 导致 PVC 市场价格明显上涨。2017 年初, 国家发展和改革委员会经调查, 对上述涉案企业违反《反垄断法》的行为处以 2016 年度相关市场销售额 1%~2% 的罚款, 共计 4.57 亿元。

格小幅回升。2018 年一季度 PVC 市场行情以震荡行情为主，目前高库存水平仍将制约反弹空间，宏观面及期货面气氛略偏空，在缺乏实质利好提振下，预计二季度 PVC 市场仍有回调可能。

整体来看，PVC 行业受到宏观面及政策面的影响较多，价格走势也受到了非常大的影响。经过近几年的调整，行业落后产能已逐步淘汰，PVC 价格回升，盈利能力增强，可见去产能、补短板 and 绿色发展为重点的行业供给侧结构性改革取得成效。但我国 PVC 产能仍处于供过于求状态，未来 PVC 价格仍面临一定波动风险。

烧碱行业

烧碱是一种重要的基础化工原料，广泛应用于洗涤剂、肥皂、造纸、印染、纺织、医药、染料、金属制品、基本化工及有机化工等行业。目前我国烧碱生产工艺主要包括隔膜电解法和离子膜法，其中离子膜烧碱产量的比例接近 95%。我国烧碱行业一直处于供大于求的态势，每年需要通过一定数量的出口外销来解决供需矛盾，近年来，我国烧碱每年出口数量在 200 万吨左右，进口数量极少。

从供给来看，近年来我国烧碱产能增速缓慢。2014 年我国烧碱产能为 3,910 万吨/年，同比增长 1.56%，产量为 3,180 万吨，同比增长 7.90%；2015 年国内烧碱产能为 3,950 万吨/年，同比增长 1.02%，由于开工率不足，当年烧碱产量为 3,028.1 万吨，较 2014 年略有下降；2016 年我国烧碱产能为 3,983 万吨，同比增长 2.84%，产量为 3,284 万吨，同比增长 8.80%。2017 年我国烧碱产能为 4,043.5 万吨，同比增长 1.52%，产量为 3,365.2 万吨，同比增长 2.47%。烧碱产量与宏观经济变动密切相关，进入 2014 年以后，受全球经济持续低迷影响，国内外下游行业景气程度下降，致使烧碱产能供大于求的问题日益突出，产量增长率保持较低水平。

价格方面，2014 年国内烧碱供大于求局面尚未改变，烧碱市场延续弱势运行，价格持续下跌，受下游厂家采购热情不足以及国内外宏观经济并无明显好转影响，烧碱价格短期难以回暖。2014 年 12 月末，烧碱（99%）价格在 2,120 元/吨左右。2015 年，江浙、华中和两湖氯碱企业开工率受制液氯价

格下跌以及环保压力影响，烧碱产量在短期内难以大幅提升，企业借势拉涨市场价格，烧碱价格有所回升。具体看，2015 年一季度随着生产厂家春季集中检修和出口订单陆续开始执行发货，国内烧碱价格略有回升。此外，受“8·12”天津港爆炸事故和“阅兵蓝”事件影响，烧碱企业普遍维持低负荷生产或停产导致烧碱供应偏紧，对烧碱价格形成了一定支撑，2015 年 12 月末烧碱（99%）价格在 2,450 元/吨左右，同比增长约 330 元/吨。2016 年上半年，烧碱价格小幅回落，2016 年 9 月中旬以来，在下游需求回暖、环保督查和停车检修等因素共同推动下，12 月末价格回升至 3,900 元/吨左右。

2017 年烧碱价格整体呈现上涨走势，2017 年上半年，随着氧化铝价格的下滑及其他下游产品因环保督查而降负，烧碱价格较为平稳，9 月份以来因节能减排、大气污染防治等工作开展，加之原材料到货不足及十一长假，国内氯碱企业开工率持续受到影响，多家企业装置停车，烧碱价格再次上涨，2017 年 10 月末烧碱（99%）价格升至 5,300 元/吨左右。当年 11 月份后烧碱下游产品因环保核查减产或停产，烧碱装置开工增加，液氯产量上升，烧碱价格开始回落，12 月末价格为 4,000 元/吨左右。2018 年 1 月国内氧化铝厂家开工率严重收缩，华北、华中和华东等地氧化铝采购液碱积极性不高，且下游部分氧化铝装置因天然气紧缺出现减量对烧碱需求不佳，预计后期国内烧碱价格将处于盘整运行阶段。

图 4：2014 年以来我国烧碱价格走势



资料来源：choice 数据，中诚信证评整理

总体来看，我国烧碱行业目前处于产能过剩状态。2016 年下半年以来受下游需求回暖、环保督查及停车检修等影响，烧碱价格明显提升，但整体价

格波动剧烈。中诚信证评将持续关注未来烧碱价格走势以及行业整体供需结构变化。

粘胶行业

近年来，我国粘胶短纤产能增速放缓。受2011~2014年行业景气度低迷影响，粘胶近几年产能增速大幅放缓，加之环保趋严提升了行业准入门槛，2015~2016年粘胶产能增速放缓至2.3%、2.2%。2017年9月，工信部执行《粘胶纤维行业规范条件（2017版）》和《粘胶纤维行业规范条件公告管理暂行办法》，规定了我国粘胶短纤单个工厂年产不低于8万吨，以及产品差别化率高于30%。以上规定将进一步控制粘胶行业产能增速，提高行业集中度，改善行业供需格局。2017年我国粘胶短纤生产装置产能总量为405万吨，较上年小幅增加。

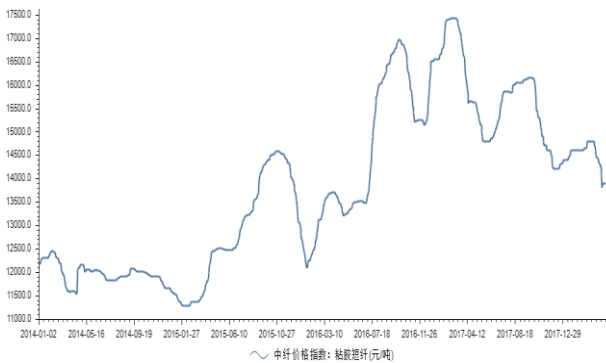
原材料供给方面，粘胶短纤以浆粕（木浆粕和棉浆粕等）为主要原材料，目前我国受林木资源限制，浆粕产量不能自给自足，国内消耗的溶解浆60%以上需要进口。2014年我国溶解浆进口量约为208万吨，较上年增长15.45%。2012年2月，中国商务部发起对原产于巴西、美国和加拿大进口溶解浆反倾销调查，该案终裁决定自2014年4月6日起，对原产于美国、加拿大和巴西的进口浆粕征收反倾销税，为期5年，税率在6.8%~33.5%之间，这在一定程度上延缓了浆粕价格的下降，对粘胶纤维产业的生产成本造成了一定不利影响。2016年以来，受棉花减产和棉价上涨影响，棉浆粕价格持续上涨。

从下游需求来看，粘胶短纤80%用作棉纱，与纺织业关系密切。2014年我国纱线行业产量为3,898.8万吨，较2013年的3,611万吨增长7.97%；2015年~2017年我国纱线产量分别为4,047.5万吨、4,039.5万吨和4,050万吨，行业增长放缓。中国纺织行业的内销比例较高，而纺织行业下游的服装行业出口约占总产量的50%，国外需求成为我国纺织业的主要拉动因素。目前我国纺织服装出口总额仍位居全球第一，但是出口增速已明显放缓，进入到中低速增长阶段。受出口对象国经济萎靡以及国内人工成本上涨影响，2015年我国纺织服装出口总额为2,868亿美元，为2009年以来首次出现下滑。2016

年我国纺织服装主要出口市场经济复苏缓慢，需求不足致使当年出口增速持续下滑，当年出口总额降至2,672.5亿美元。但在国家政策推动下，“一带一路”周边国家正逐步成为外贸新热点，2016年我国对“一带一路”周边国家累计出口891.5亿美元，占总出口的比重达33.4%。2017年全球经济保持复苏态势，我国纺织服装行业受益于外需回暖，当年出口总额增至2,686亿美元，但增速仍较为缓慢。

粘胶短纤价格方面，2013年以来，受下游纺织服装外需不振、内需趋缓和国内棉花价格下降等因素影响，粘胶短纤需求受到不利冲击，价格呈下降趋势。2014年粘胶短纤（1.5D*38mm）价格仍维持低位，约为11,580元/吨左右。2015年以来环保压力叠加和产能扩张放缓推升粘胶短纤行业景气度明显回升，2015年前三季度粘胶短纤（1.5D*38mm）价格累计上涨约2,800元/吨，2015年9月价格达到14,350元/吨左右。2015年11月以来，受周期性影响，粘胶纤维价格不断走低，2016年1月粘胶短纤（1.5D*38mm）价格降至12,100元/吨左右。随着部分生产企业进入检修期，同时受环保压力影响，部分产能退出市场，加之棉花减产、棉价上升，原料价格上涨，粘胶短纤国内外需求回升，粘胶短纤价格不断上调，2016年底价格上涨至15,000元/吨左右。2017年上半年粘胶短纤市场价格整体先涨后跌，至年中价格止跌转涨。2017年1月受成本上涨与前期超签订单支撑，粘胶短纤市场价格于月初出现一波上涨；3月纱厂坚持前期高价普遍出货不畅，市场流通受阻，行业库存陡增，局部纱厂甚至有限停产现象，高库存压力下，粘胶短纤市场报价普遍下调；6月下游纱厂前期原料库存基本消化完毕，月内集中刚需补货，市场采购气氛表现强烈，粘胶价格止跌转涨。2017年下半年以来粘胶短纤价格有所波动，当年末价格在15,000元/吨左右。2018年以来粘胶短纤价格呈现震荡下行态势。

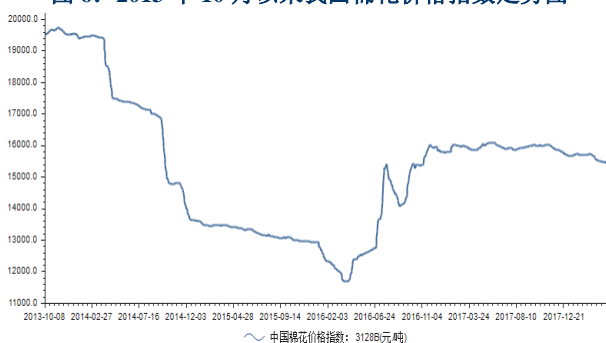
图 5：2014 年以来粘胶短纤价格走势



资料来源：choice 数据，中诚信证评整理

近年来，国内棉花价格长期高于国际棉花价格，国内纺织服装行业竞争力受损，纺织企业纷纷寻求价格相对较低的替代品。粘胶短纤等替代品近年来的价格相对较低，替代趋势明显。2014 年棉纺企业棉花用量为 710 万吨，同比减少 12.35 个百分点，而非棉纤维用量为 1,250 万吨，同比提高 1.6 个百分点，占比为 63.78%，比 2013 年提高 3.78 个百分点。2014 年 9 月国家发展和改革委员会与财政部下发《新疆棉花目标价格改革试点工作实施方案》，棉花临时收储政策改为直补政策，价格支持改为收入支持，棉价逐步市场化，国内外棉花价差开始收窄，棉花成交价不断下降，一定程度上降低了粘胶纤维的市场需求。2015 年国储棉余量超 1,000 万吨，棉花价格持续走低，当期粘胶短纤的替代优势减弱。2016 年以来，由于主要出口国之一印度受到厄尔尼诺现象影响棉花大面积减产，导致棉花供应趋紧，同时国内受自然灾害影响，棉花产量下降，双重压力下棉花价格持续上涨。2016 年我国棉花价格指数（CC Index3128B）均价 15,379 元/吨，同比小幅上涨。截至 2017 年 12 月末，我国棉花价格指数（CC Index3128B）为 15,699 元/吨，与上年基本持平。

图 6：2013 年 10 月以来我国棉花价格指数走势图



资料来源：choice 数据，中诚信证评整理

总体来看，近年来我国粘胶短纤产能增长放缓。受环保压力、棉花减产及成本上升等多重因素影响，2015 年下半年以来粘胶短纤价格震荡上行；但我国纺织行业发展速度仍较为缓慢，对粘胶短纤纤维行业发展带来一定挑战。

竞争实力

当地政府对公司支持力度较大

公司系新疆中泰核心子公司。新疆中泰作为国有独资公司，由新疆维吾尔自治区国资委 100% 持股，被新疆维吾尔自治区政府定位为“以新疆地区优势资源为基础，以化学工业规划、设计、项目建设以及化学产品研发、生产、销售和融资为主的综合性化学工业集团公司”。

公司作为新疆维吾尔自治区化工产业重点企业，在资金等方面能得到新疆维吾尔自治区政府有力支持。资金方面，公司近年来持续获取政府资金支持，2015~2017 年分别获取政府补助 2.92 亿元、3.27 亿元和 1.02 亿元，计入营业外收入和其他收益（2017 年公司获得所获得的运费补贴及流贷贴息直接冲抵相关费用，使得营业外收入大幅减少）。公司不仅在资金方面得到当地政府支持，在资源获取方面也得到了政府大力支持。得益于政府支持，公司综合竞争实力提升。

公司生产所需自然资源储量丰富，原材料自给率较高

公司采用电石法生产 PVC，就现有生产工艺来看，需要的初级原材料是煤炭、原盐和石灰石。新疆地区矿产资源丰富，且得益于政府支持，公司在获取资源上具有极大的优势。煤矿方面，公司已取得准东煤田奇台县南黄草湖一至九个煤矿区的探矿权，煤炭资源储量约 147 亿吨，产能规划为 5,000 万吨/年。盐矿方面，控股子公司托克逊县中泰化学盐化有限责任公司（以下简称“托克逊盐化”）拥有 44.44 平方公里的盐矿开采权，已探明储量 6,973 万吨。石灰石矿方面，控股子公司新疆中鲁矿业有限公司拥有开采权的石灰石矿已探明储量 4,971 万吨；控股子公司奇台县中泰化学矿产开发有限责任公司拥有开采权的石灰石矿已探明储量 1,814 万

吨，全资子公司新疆中泰矿冶有限公司（以下简称“中泰矿冶”）拥有阜康市双峰山石灰岩勘查区 6.24 平方公里的探矿权。

依托现有资源，公司不断提高各种原材料的自给比例，同时大力加强配套自备电厂的建设，为公司 PVC 电石原料供应提供了保障。2017 年公司电力及电石自给率分别达到 86.10% 和 90.17%，处于较高水平。相对于非资源掌控型的 PVC 生产企业，公司具备较强的市场竞争力和抗风险能力。

表 2：公司电石、电力、盐矿自给比例

种类	2015	2016	2017	2018.Q1
电石	75.62	86.73	90.17	94.97
电力	91.58	90.00	86.10	87.95
原盐	58.54	25.82	19.38	8.51

注：因新疆中泰托管沈宏集团，2016 年以来公司大部分原盐从其采购，导致自给率下降。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司产业链逐步完善，生产成本控制能力进一步提升

公司按照循环经济生产模式，逐步建成“盐—煤—电—氯碱产品—氯碱产品深加工”的循环经济产业链，构成上下游产业链紧密结合的效益型结构，不仅有效节约资源，还降低了废水、废渣、废气的排放。此外，公司根据循环经济的理念建设电石渣制水泥熟料项目。目前，公司通过参股新疆米东天山水泥有限责任公司（公司持股比例为 16.07%）实现了电石残渣有效利用。

产业链上游方面，公司获得了丰富矿产资源，并在新建产能的同时配套电石产能和自备电厂，不断提高直接原材料自给比例。截至 2018 年 3 月末，公司形成了 188 万吨/年电石生产能力和 187.6 万千瓦自备电厂装机容量，主要原材料及能源自给比例较高，有效地控制了生产成本。

产业链下游方面，公司分别于 2014 年和 2016 年收购新疆富丽达纤维有限公司（以下简称“新疆富丽达”）和巴州金富特种纱业有限公司（以下简称“金富纱业”），使得公司产业链得到延伸，逐渐形成“氯碱—粘胶纤维—纺织”的产业链。在 PVC 行业产能向西部转移的大背景下，公司的资源优势明显，产业链逐步完整，有助于进一步提高生产成

本控制能力。

总体来看，随着产业链的日益完善，公司的生产成本将得到有效控制，抗风险能力逐步增强。同时，作为新疆维吾尔自治区化工产业的重要企业，公司将有望在资金和政策方面得到自治区政府的支持，公司具有较强的竞争及抗风险能力。

业务运营

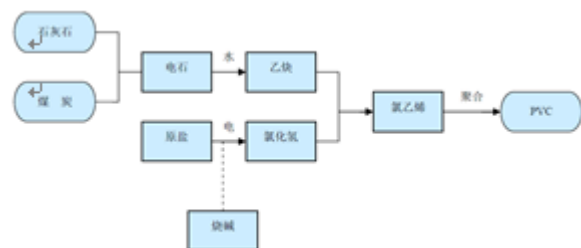
近年来公司业务规模持续增长，2015~2017 年分别实现营业总收入 164.71 亿元、233.62 亿元和 410.59 亿元，年均复合增长率为 57.89%。2017 年在 PVC、烧碱及粘胶纤维等主营产品价格上升以及贸易业务扩张推动下，当年公司营业总收入同比大幅增长 75.75%，同期 PVC、氯碱类产品、粘胶纤维、纱线及贸易业务占营业收入比重分别为 23.28%、8.08%、5.78%、9.34% 和 50.64%。2018 年 1~3 月公司实现营业总收入 102.75 亿元，同比增长 52.74%。

聚氯乙烯（PVC）业务

公司采用电石法生产 PVC，并联合产烧碱等其他产品。该方法以石灰石、煤和原盐作为初级原材料，以水、电作为辅料和能源。目前，电石法 PVC 在技术实现上难度相对较低，产业壁垒不高，国内产能严重过剩。

公司通过电解盐水得到氯气和氢气，并将其用于生产氯化氢，同时产生烧碱，氯碱存在共生关系，氯碱企业多采用氯碱联产的生产方式。因 PVC 产值和收入占比远高于配套的烧碱及副产品，氯碱企业在投资和开工运行方面主要参考 PVC 产品的价格和销售情况。

图 7：公司电石法 PVC 工艺流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

近年来，公司不断投资新建产能，截至 2018

年3月末公司已形成153万吨/年PVC的产能(2016年11月25日,下属子公司新疆中泰化学阜康能源有限公司3万吨/年混合法糊树脂建成并投产),规模居国内首位。公司PVC产品采用电石乙炔法,主要采用悬浮聚合技术,主要装置采用108m³聚合釜和新型筛板式汽提塔,全套DCS控制技术,自动化控制程度较高,生产技术已达到国内先进水平。公司实行以订单为主导的生产计划安排制度,由于产品质量可靠、定价合理,订单较为充足,近年PVC生产线均超额生产。

表 3: 公司 PVC 生产情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
PVC 产能 (万吨/年)	150.00	153.00	153.00	153.00
PVC 产量 (万吨)	161.47	170.05	174.80	45.29
PVC 产能利用率 (%)	107.65	111.14	114.25	29.60

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

生产成本方面,电石是影响PVC成本的重要因素,公司每生产1吨PVC约消耗1.46吨电石,2017年公司电石、电、氯化氢、直接人工及制造费用占PVC生产成本的比重分别约为72.61%、1.67%、9.97%、2.75%和6.14%。电石及电力生产成本中占有较高比例,相关原材料及能源价格的变动将对公司经营业绩产生一定影响。

环保方面,公司在生产过程中存在一定的环保压力,2015年6月下属企业新疆华泰重工有限责任公司和新疆中泰化学阜康能源有限公司被环保部列入脱硫脱硝设施存在问题企业。此外,电石生产过程中存在易燃、易爆特点,易发生安全事故。为满足安全生产及环保要求,公司对相关设备升级改造。随着国家对化工行业安全环保重视程度的持续提升,公司在安全环保方面将长期面临一定的支出及管理压力。

原料及能源供给

公司PVC生产用电石来源于自给和外购。电石自给方面,公司不断新建电石产能以提高自给比例,降低PVC生产成本。截至2018年3月末,中泰矿冶电石生产能力为128万吨/年,新疆中泰化学托克逊能化有限公司(以下简称“托克逊能化”)电石生产能力为60万吨/年,合计电石产能为188万吨/

年。2017年公司电石自给率提升至90.17%,电石自供比例的提高进一步提升公司PVC产品的成本优势。公司电石主要从关联公司环鹏公司、新疆新冶能源化工股份有限公司和新疆圣雄能源股份有限公司(以下简称“圣源能源”)等处采购,随着自给率上升,公司外购电石量逐年下降,2015~2018.Q1分别为56.07万吨、30.54万吨、25.15万吨和3.30万吨;采购价格有所波动,同期分别为2,139.60元/吨、1,869.20元/吨、2,170.81元/吨和2,393.88元/吨。

公司生产电石所需原材料为煤炭和石灰石,主要能源为电力。目前公司煤炭全部新疆本地企业采购,近年来采购量逐年增长,2015~2018.Q1采购量分别为506.00万吨、574.49万吨、657.89万吨和209.68万吨;同期采购价格分别为178.50元/吨、133.89元/吨、174.30元/吨、182.85元/吨。公司石灰石主要由关联公司吐鲁番盛泰矿业开发有限公司、圣雄能源及其他新疆本地企业供应,2015~2018.Q1年石灰石采购量分别为360.15万吨、417.46万吨、390.91万吨和109.46万吨;同期采购价格分别为80.17元/吨、77.85元/吨、90.89元/吨和85.54元/吨。

电力方面,近年公司大力加强配套自备电厂的建设,电力自给率保持较高水平,2015~2018.Q1电力自给率分别为91.58%、90.00%、86.10%和87.95%。

表 4: 近年来公司 PVC 业务原材料采购情况

		单位: 万吨、元/吨			
产品		2015	2016	2017	2018.Q1
电石	采购量	56.07	30.54	25.15	3.30
	采购价格	2,139.60	1,869.20	2,170.81	2,393.88
煤炭	采购量	506.00	574.49	657.89	209.68
	采购价格	178.50	133.89	174.30	182.85
石灰石	采购量	360.15	417.46	390.91	109.46
	采购价格	80.17	77.85	90.89	85.54

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体而言,公司产业链协同效应明显,原材料及能源自给比例较高,具有一定的生产成本优势。但主要原材料及能源在公司生产成本中所占比重较高,因此原材料及能源物资价格变动对公司经营业绩产生一定影响。

销售

公司PVC销售采用直销与分销相结合的营销模式，2017年分别占比73.66%和26.34%。直销客户以型材、管材、薄膜和扣板等大型生产企业为主，实行款到发货，直销客户均具备较强资金实力及较大PVC耗用量（月均不低于1,000吨），较大程度上保证公司产品销量的稳定。此外，公司根据全国各大区、省份PVC需求量确定大区及省级总经销商，总经销商一般根据自身PVC贸易量以现金和银行承兑汇票预付1~2个月货款。

销售区域方面，华东、华南、华中和疆内地区是PVC主要需求地，2017年公司在以上区域分别实现销售收入41.04亿元、23.08亿元、10.71亿元和6.23亿元，分别占PVC总销售额的42.94%、24.15%、11.20%和6.52%。公司出口产品主要销往距新疆较近的俄罗斯和中亚五国，主要受益于PVC产品价格的大幅上涨，2017年出口销售金额为6.04亿元，同比增长26.09%。

表 5：公司 PVC 销售情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
销售量(万吨)	161.45	170.20	174.29	42.45
产销率(%)	99.99	100.09	99.71	92.70
销售价格(元/吨)	4,607	4,955	5,484	5,591

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年公司PVC销量逐年增长，2015~2018.Q1分别为161.45万吨、170.20万吨、174.29万吨和42.45万吨，近年产销率几近100%，产销率高。销售价格方面，2016年以来，在需求回暖及环保督查等因素推动下，PVC市场价格大幅回升，2015~2018.Q1分别为4,607元/吨、4,955元/吨、5,484元/吨和5,591元/吨，呈逐年上涨态势，带动PVC收入规模增长。但是，中诚信证评关注到公司于2017年9月29日收到国家发展和改革委员会的行政处罚，“中泰化学在2016年销售聚氯乙烯树脂（以下简称“PVC”）过程中，存在达成并实施价格垄断协议的违法事实。对中泰化学处以二〇一六年度相关市场销售额七十一亿一千一百四十五万元百分之一的罚款，计七千一百一十一万四千五百元”。中诚信证评将就此事对于公司PVC业务未来的盈利表现以及市场声誉造成的影响予以持续关注。

烧碱业务

生产

电石法PVC的工艺特点决定烧碱和PVC具有共生性，公司的烧碱产能随着PVC产能增加也不断增加。截至2018年3月末，公司拥有110万吨/年烧碱的产能，同时烧碱的产能利用率与PVC保持高度的一致性，近年来均维持在较高水平。

表 6：公司烧碱生产情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
烧碱产能(万吨/年)	110.00	110.00	110.00	110.00
烧碱产量(万吨)	113.66	119.64	122.00	31.61
烧碱产能利用率(%)	103.33	108.76	110.91	28.74

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原料及能源供给

烧碱的主要原料是原盐，耗能以电力为主，原盐部分来自于托克逊盐化，该公司具有原盐储量6,973万吨，产能110万吨/年，其余部分从和布克赛尔蒙古自治县宏达盐业有限责任公司、新疆沈宏集团股份有限公司（以下简称“沈宏集团”）等新疆本地其他盐业公司采购。新疆地区原盐保有储量约为40亿吨，分布在南北疆大部分地区，纯度较高，开采成本低，能满足公司对原盐的需求。为支持区域内化工企业沈宏集团的稳定运营，2016年新疆中泰全面托管沈宏集团，并于年末与其签订重组协议。在此情况下，2016年以来公司大部分原盐向沈宏集团采购，原盐自给率有所下降。2015~2018.Q1公司外购原盐量分别为67.35万吨、133.83万吨、196.01万吨和35.63万吨；同期采购价格分别为184.60元/吨、179.93元/吨、127.71元/吨和208.78元/吨。电力方面，公司拥有较大装机容量的自备电厂，电力自给率较高。

表 7：近年来公司 PVC 业务原材料采购情况

单位：万吨、元/吨

产品	2015	2016	2017	2018.Q1
原盐 采购量	67.35	133.83	196.01	35.63
原盐 采购价格	184.60	179.93	127.71	208.78

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，公司烧碱产能规模较大，产能利用率高，同时公司原盐采购成本较低，并拥有自备电

厂，成本控制能力较强。

销售

公司烧碱销售同样采用直销与分销相结合的营销模式，2017年分别占比43.43%和56.57%。公司直销客户以氧化铝、氧化锆大型生产企业为主，其余烧碱产品则通过全国大区及省级总经销商实现销售；公司基本实行款到发货，与客户的结算方式主要为银行承兑汇票和电汇。公司的烧碱产品分为固碱和液碱，2017年占比分别为64.09%和35.91%。液碱是危险化学品，运输成本较高，主要在疆内销售。固碱则通过铁路等主要销往华中、华东、华南地区和国外市场，2017年上述区域销售占比分别为20.01%、27.64%、8.21%和2.47%。目前，公司烧碱销售市场已扩展至24个省，烧碱产品在市场空间较大的华东、华南和华中地区也保持较高市场销量比例。

表 8：公司烧碱销售情况

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
对外销售量 (万吨)	88.87	93.24	98.16	18.42
产销率 (%)	78.19	77.93	80.46	84.60
销售价格 (元/吨)	1,727	2,044	3,131	3,310

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年公司烧碱销量保持增长，2015~2018.Q1公司烧碱销量分别为88.87万吨、93.24万吨、98.16万吨和18.42万吨，由于部分产品自用于粘胶纤维生产，故烧碱产销率相对偏低。销售价格方面，受宏观经济下行和行业产能过剩等影响，2015年PVC和烧碱价格处于低位，2016年以来由于环保督查影响产品市场供给、需求回暖及原材料价格不断走高，国内PVC和烧碱市场价格逐年上涨，2015~2018.Q1公司烧碱销售均价分别为1,727元/吨、2,044元/吨、3,131元/吨和3,310元/吨。

电力业务

公司生产过程电力耗用量较大，为了有效控制成本，公司实施“煤炭—电力—电石—聚氯乙烯”一体化战略，近年积极推进自备电厂建设。截至2018年3月末，公司已有187.6万千瓦自备电厂装机容量投入使用。2015~2017年发电量分别为98.42亿千瓦时、113.05亿千瓦时和126.24亿千瓦时，同期自给

率分别为91.58%、90.00%和86.10%；2018年一季度自给率增至87.95%。

表 9：2018年3月末公司自备电厂情况

电厂	建设规模	目前状态
华泰重工	30万千瓦热电联产	已投入使用
阜康能源	30万千瓦热电联产	已投入使用
中泰矿冶	60万千瓦热电联产	已投入使用
托克逊能化	60万千瓦热电联产	已投入使用
新疆富丽达	7.6万千瓦热电联产	已投入使用

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

按照政策要求，自2014年1月1日起，公司自备电厂装机不再按照上网及下网电量结算，自用电量部分改按电压等级缴纳系统备用费（系企业自备电厂因电量上网而占用变电站主变容量而缴纳的费用，俗称过网费），具体标准为110KV等级0.0336元/千瓦时，220KV等级0.0304元/千瓦时。2016年2月1日以来，新疆维吾尔自治区发改委下文鼓励企业应对经济下行压力，自备电厂过网费在基本备用费基础上平均下降1分钱/度。根据公司不同工业园电压器容量以及地区差异，新疆电力公司目前对公司各电厂收取不同过网费。公司富余上网电量按销售量结算，2015~2017年，公司发电收入分别为0.17亿元、0.28亿元和0.96亿元。

总体来看，公司自备电厂装机容量能满足自身能源需求，自给率较高，但收入贡献较小。

粘胶纤维及纱线业务

2014年5月至2016年4月，公司完成对新疆富丽达100%股权的收购，其中2014年12月末完成收购新疆富丽达46%股权，并将其纳入合并报表范围；2016年4月完成剩余54%股权收购。新疆富丽达主要从事粘胶短纤维、差别化粘胶短纤维、功能化粘胶短纤维的生产、销售和技术开发。此外，2014年8月和2016年4月，新疆富丽达和公司分别收购金富纱业51%和49%股权；2014年11月，新疆富丽达与苏州震纶棉纺有限公司共同出资设立新疆富丽震纶棉纺有限公司（以下简称“富丽震纶公司”，新疆富丽达持股51.00%），公司进入纺纱行业。2017年2月，新疆富丽达对阿拉尔市富丽达纤维有限公司（以下简称“阿拉尔富丽达”）进行增资2.4亿元（截至2017年末实际出资1亿元），增资后持有阿拉尔富

丽达40%股权，能够对阿拉尔富丽达实施控制，将其纳入合并范围，促使公司粘胶纤维业务板块进一步扩张。

生产

公司现已形成“氯碱—粘胶纤维—纺织”的产业链。粘胶纤维方面，公司主要生产粘胶短纤，用于高白度无纺布制造。粘胶纤维属于人造纤维，是以天然纤维素（如棉浆粕、木浆粕）为原料，经碱化、老化和黄化等工序制成可溶性纤维素黄酸酯溶液，再溶于稀碱液制成粘胶，经湿法纺丝而制成。

2017年2月新疆富丽达合并范围的增加使得粘胶纤维产能有所增长，纺纱产能随着金富纱业150万吨/年项目的陆续建成投产而逐步增加。截至2018年3月末，公司粘胶纤维产能为52万吨/年；纺纱产能为250万锭/年，其中金富纱业为150万锭/年，富丽震纶为100万锭/年。公司主要根据预测市场需求量安排生产，2015~2018.Q1公司粘胶纤维产量分别为32.86万吨、36.90万吨、43.35万吨和12.89万吨，产能利用率保持在较高水平；同期纱线产量分别为6.37万吨、17.66万吨、25.67万吨和7.58万吨。

表 10：公司粘胶纤维及纱线生产情况

项目		2015	2016	2017	2018.Q1
粘胶纤维	产能（万吨/年）	36	36	52	52
	产量（万吨）	32.86	36.90	43.35	12.89
纱线	产能（万锭/年）	115	201	250	250
	产量（万吨）	6.37	17.66	25.67	7.58

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售

公司粘胶纤维和纱线以直销为主，粘胶纤维销售对象主要为纱线、面料等生产纺织类产品的企业，销售区域主要集中在疆内和下游纺织企业较多的华东地区；纱线销售以浙江、江苏、福建和山东为主。结算方面，公司下游客户主要通过电汇即时付款和开立银行承兑汇票方式结算，其中银行承兑汇票结算周期为180天。

随着内部使用量的增加，公司粘胶纤维外销量逐年下降，2015~2017年分别为26.04万吨、21.45万吨和18.88万吨。受环保停产、棉价上涨及下游回

暖等影响，近年来公司粘胶纤维销售均价逐年上涨，同期分别为10,464元/吨、11,710元/吨和12,579元/吨。公司纱线销量逐年大幅增加，2015~2017年分别为5.92万吨、16.56万吨和24.94万吨。由于行业景气度提高，销售价格亦逐年上涨，同期分别为13,617元/吨、14,600元/吨和15,385元/吨。2018年一季度为销售淡季，粘胶纤维和纱线销售均价分别降至11,941元/吨和15,158元/吨，当期销量分别为3.43万吨和5.30万吨。

表 11：公司粘胶纤维及纱线销量情况

项目		2015	2016	2017	2018.Q1
粘胶纤维	销量（万吨）	26.04	21.45	18.88	3.43
	均价（元/吨）	10,464	11,710	12,579	11,941
纱线	销量（万吨）	5.92	16.56	24.94	5.30
	均价（元/吨）	13,617	14,600	15,385	15,158

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购

公司生产粘胶纤维的主要原料为浆粕、碱、硫酸、二硫化碳和原煤，主要能源为煤、电。原料方面，浆粕和碱在公司成本中占比较高，而生产过程中必须保证供应的及时性和连续性，故公司倾向于在延伸自身产业链实现物料流耗用。具体来看，新疆富丽达生产粘胶短纤的烧碱实现100%自给；同时，金富纱业和富丽震纶公司作为新疆富丽达直接下游纱线生产厂商，优先获得公司粘胶短纤的供应，整个产业链的物流运输成本有所降低。能源方面，公司通过直接采购原煤进行发电来保障其自身的能源供应，目前公司发电能力可完全覆盖粘胶纤维生产电力需求。

公司采取集中采购原则，设有专门采购和监管部门，对供应商进行实力、信誉、质量、价格评估分类并逐步建立档案，与优质供应商建立战略合作伙伴关系，稳定供应资源，降低采购风险。此外，公司不断完善组织架构，按区域分配采购人员，实行分组采购，形成竞价采购机制。同时，公司定期组织采购人员进行原料现场考察，及时了解市场行情，合理制定采购计划，保证公司原料的稳定供应。

为降低生产成本，在同一区域内公司一般选择一至三家主要供应商，通常采用直接支付货款方式，账期为180天左右。此外，公司通过关联企业

内部购买原材料，降低对同一企业的依赖性，保证碱、浆粕供应的稳定性的同时降低原材料价格波动

对公司生产成本的影响。

表 12：2015~2017 年公司原材料采购情况

单位：万吨、元/吨、亿元

原材料	2015			2016			2017		
	采购量	均价	采购金额	采购量	均价	采购金额	采购量	均价	采购金额
浆粕	37.42	5,196.60	19.45	43.30	5,395.87	23.36	48.95	6,298.26	30.83
其中：棉浆粕	13.56	5,418.67	7.35	5.47	6,071.09	3.32	-	-	-
木浆粕	23.86	5,070.30	12.10	37.83	5,298.24	20.04	48.95	6,298.26	30.83
烧碱	23.18	1,611.70	3.74	26.92	1,666.66	4.49	31.54	2,256.68	7.12
硫酸	16.20	237.23	0.38	11.89	275.66	0.33	16.20	419.73	0.68
二硫化碳	4.34	2,810.10	1.22	4.60	2,534.86	1.16	3.64	2,802.20	1.02
原煤	64.64	163.63	1.06	65.11	148.29	0.97	70.59	256.41	1.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

中央第二次新疆工作座谈会的召开和各项政策的发布，为新疆企业提供了巨大的发展机会，不仅在市场、消费需求等方面为企业提供了广阔空间，在税收、投资、信贷、用地、资源等众多方面为企业提供优惠和支持。目前公司下属子公司新疆富丽达享受的部分优惠政策如下表所示：

表 13：新疆富丽达享受的部分优惠政策

文件	主要内容
新财建（2014）433 号	用本地棉（包括粘胶纤维），采购价高于进口棉花价 1,500 元/吨，给予用棉企业补贴 800 元/吨
新财建（2014）434 号	出疆棉纱（包括粘胶纱）运费补贴 900~1,000 元/吨
新财建（2014）587 号	纺织服装行业电费按照 0.38 元/度结算，财政给予补贴 0.03 元/度，每季度一次清算低价电价补贴
新财预（2015）114 号	企业增值税先征后返，返还的税收通过企业向当地政府以项目实施的方式申请专项补贴给纺织企业
新财预（2016）346 号	用本地棉（包括粘胶纤维）生产出疆棉纱（包括粘胶纱）运费补贴、用电费用补贴、贷款贴息、疆籍员工的岗前培训费补贴等
新财预（2016）444 号	用本地棉（包括粘胶纤维）生产出疆棉纱（包括粘胶纱）运费补贴

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，收购新疆富丽达等公司使公司产业链得以延伸。同时，受益于较为优惠的区域产业政策，公司粘胶纤维及纺纱业务具备较大的发展潜力。

融资租赁业务

公司融资租赁业务主要由新疆中泰融资租赁有限公司负责运营（该企业成立于 2015 年 8 月 31

日，注册资本 10 亿元），经营范围包括国内外各种先进或适用的生产设备、通信设备、医疗设备、科研设备、检验检测设备、工程机械、交通运输工具等机械及其附带技术的直接租赁、融资租赁、回租赁、杠杆租赁、委托租赁、联合租赁等不同形式的本外币融资性租赁业务；根据承租人的选择，从国内外购买租赁业务所需的货物及附带技术；租赁物品残值变卖及处理业务。

业务模式

公司租赁业务模式包括直接融资租赁（以下简称“直租”）和售后回租（以下简称“回租”），并以回租为主。直租是指出租人根据承租人对出卖人和租赁物的选择，向出卖人购买租赁物，提供给承租人使用，承租人支付租金的融资租赁形式。回租是指承租人将自有物件出卖给出租人，同时与出租人签订融资租赁合同，再将该物件从出租人处租回的融资租赁形式。2016 及 2017 年公司回租模式下的租赁资产金额分别为 36.60 亿元和 29.95 亿元，分别占融资租赁总额的 92.38% 和 80.27%。

表 14：2016~2017 年公司租赁资产按租赁模式分类情况

单位：亿元、%

	2016		2017	
	金额	占比	金额	占比
直租	3.02	7.62	7.36	19.73
回租	36.60	92.38	29.95	80.27
合计	39.62	100.00	37.31	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司融资租赁业务收入主要包括利息收入和手续费收入。结算方面，利息收入结算主要是指公司与客户融资租赁款结算，结算方式包括电汇和银行承兑汇票，付款频率系按照季度末付款；利率制定方式主要参考同期银行贷款利率加相应成本，手续费收入一般于租赁项目期初一次性收取并确认收入。2016年，公司取得融资租赁业务收入1.18亿元，其中利息和手续费收入分别为0.55亿元和0.63亿元。2017年，公司该板块取得收入2.70亿元，包括2.10亿元利息和0.60亿元手续费。

资产投向

公司主要从事国内融资租赁业务，目前资金来源主要包括实收资本10亿元、财务资助（系中泰化学给予的借款）34.14亿元、长城融资租赁有限责任公司等租赁公司的转租赁款15亿元以及银行流动资金贷款8.08亿元等。2015~2017年，公司分别签订租赁合同1个、34个和48个，合同本金分别为0.50亿元、39.62亿元和27.16亿元；实际投放租赁合同分别为1个、34个和48个，实际投放金额分别达到0.50亿元、36.60亿元和28.39亿元。

表 15：2016~2017 年公司合同签订与投放情况

单位：个、亿元

	2015	2016	2017
签订合同数量	1	34	48
签订合同本金	0.50	39.62	27.16
实际投放数量	1	34	48
实际投放金额	0.50	36.60	28.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司租赁资产主要投向化工和纺织行业，以化工行业为主。公司目前客户集中于疆内，其中化工行业客户主要为关联单位圣雄能源；纺织行业客户主要为关联单位巴州泰昌浆粕有限公司和富丽震纶公司等。2017年末，公司化工行业形成的融资租赁款余额占总额的71.78%，行业集中度高。总体来看，公司融资租赁业务过于集中，经营业绩易受到单一行业的影响。

表 16：2016~2017 年末公司应收融资租赁款行业分布情况

单位：亿元

客户所属行业	2016	2017
纺织行业	2.54	9.34
农业	0.52	1.14
化工行业	27.13	26.79
水产行业	0.07	0.05
合计	30.26	37.31

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

客户集中度方面，2017年末，公司前五大客户应收融资租赁款合计余额为36.02亿元，占应收融资租赁款总额的96.55%，其中单一最大客户（圣雄能源）应收融资租赁款余额为23.62亿元，占应收融资租赁款总额的比例为63.29%。

表 17：2016~2017 年公司融资租赁款客户集中度情况

单位：亿元、%

	2016		2017	
	余额	占比	余额	占比
单一最大客户	27.13	89.65	23.62	63.29
前五大客户	30.20	99.80	36.02	96.55

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从期限结构来看，公司按照到期日划分的应收融资租赁款组合中，长期债权的比例相对较高。截至2016年末，公司按照合同约定期限在4年及以上应收融资租赁款为27.59亿元，占全部应收融资租赁款的91.18%。截至2017年末，公司按照合同约定期限在1年以内的应收融资租赁款为37.31亿元，占全部应收融资租赁款的100.00%。总体而言，公司应收融资租赁款期限结构明显改善。

截至2017年末，公司应收融资租赁款均归属正常类资产。需注意的是，公司客户集中度高，且主要客户圣雄能源负债水平高企（2017年末资产负债率83.00%），近年盈利表现欠佳（2016年度亏损4.64亿元，2017年实现净利润0.06亿元），尽管圣雄能源2017年实现扭亏，但近年持续亏损，净资产受到侵蚀，负债水平高企，中诚信证评对公司租赁资产质量及预期收益的可实现性表示关注。

贸易业务

近年来，在大力发展传统的氯碱和纺织业务的同时，依托上述产业不断完善的产业链，公司整合多家上下游企业的业务需求，通过多元化经营贸易

开展全产业链经营,围绕全产业链从事 PVC、烧碱、电石、粘胶纤维、煤炭、油品、钢材、电解铜、乙二醇和农产品等与上下游业务相关的商品贸易。2015 年以来贸易业务成为公司收入的重要组成部分。

业务模式方面,公司的油品贸易业务的主要客户为子公司蓝天物流的运输供应商,因此油品贸易主要采用应付运费抵以上应收油品款的模式,进行应收应付的抵减;煤炭贸易业务的主要客户为疆内客户,一般采用先供货、后付款的结算模式;氯碱贸易业务为采购圣雄能源的氯碱产品,利用公司成熟的销售渠道销售给客户,结算方式与公司自身氯碱销售模式相同,主要为款到发货。公司贸易业务采购付款周期一般为滚动付款或发票挂账一个月付款;销售结算方式一般为承兑、电汇等。

近年公司贸易业务规模持续快速扩大,2015~2018.Q1 贸易收入分别为 24.55 亿元、73.26 亿元、207.93 亿元和 56.44 亿元。2016 年公司主要贸易产品纺织材料、油品、氯碱、设备及配件、聚乙烯、水泥、氧化铬和钢铁贸易收入占比分别为 20.82%、13.03%、4.99%、4.72%、3.03%、2.74%、1.98%和 1.75%。2017 年,公司加大贸易业务拓展力度,新增乙二醇、农产品、锌锭、精对苯二甲酸和电解铜等商品贸易,并采取以价换量的经营策略,促使贸易收入同比增长 183.82%,当年主要贸易产品纺织材料、乙二醇、氯碱、油品、农产品和锌锭贸易收入占比分别为 10.35%、8.89%、5.83%、5.60%、4.52%和 3.69%。但值得关注的是,2017 年以来公司贸易业务以价换量的经营策略,使得当年贸易业务毛利率下滑至 3.72%,加之低毛利业务占比的增加,均负面影响整体盈利能力。此外,公司贸易品种较多,涉及纺织材料、油品、氯碱、乙二醇和农产品等近 200 多类商品,且公司贸易业务涉及的运营主体较多,公司在财务、内控等方面面临一定的管理压力。此外,需关注公司贸易业务快速扩张带来的资金压力。

发展规划

公司已形成“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”的全产业链经营模式,未来将继续发

挥新疆资源优势,以配套完善产业链为目标,以资本运作、股权投资、资产划转为手段,加快产业优化和资源整合,延伸产业链、提升价值链,形成长远竞争力,推动产业快速发展。氯碱化工板块,依托新疆地区丰富的煤炭、石灰石、原盐资源,通过并购重组等方式建立稳定的上游原料基地,并以现有项目挖潜改造和投资并购新项目为手段,扩张 PVC 现有产能,提升市场占有率,提高公司在氯碱化工行业的话语权,同时加快高性能树脂、特种树脂等新材料研发及技术升级进度,推动公司 PVC 产品升级改造,加快 MTO 项目前期工作,发展现代煤化工产业;纺织工业板块,抓住中央、自治区发展纺织服装产业的战略机遇,完成公司纱线产能扩张,推进阿拉尔富丽达 20 万吨粘胶纤维项目建设,完成公司在疆内 90 万吨粘胶纤维的布局;金融贸易板块,利用国家“一带一路”战略布局,积极融入“核心区”共建行动,重点关注国内利率与国际汇率变化,发挥产品流通属性+金融属性,不断完善“产业+贸易+金融”的经营模式,发挥资本市场的配置优势和融资渠道,实现资本效率最大化、金融功能多样化。

在建项目方面,截至 2018 年 3 月末,公司主要在建项目包括金富纱业 150 万锭纺纱项目(含 20 万锭技改项目)、富丽震纶公司 200 万锭纺纱项目、托克逊能化高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目、阿拉尔富丽达 20 万吨/年粘胶纤维项目、新疆富丽达扩建年产 8 万吨粘胶短纤维项目、阜康能源工业园区 15 万吨/年离子膜烧碱项目以及阜康能源技措项目等,主要在建项目计划投资额 128.45 亿元,已投入 43.64 亿元。根据公司产品方案,托克逊能化高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目产品设计产能为本体法专用树脂(MPVC) 17.57 万吨/年、特种糊状树脂 10 万吨/年、氯化聚氯乙烯树脂 3 万吨/年、复合功能树脂 1 万吨/年以及氢氧化钠 2.12 万吨/年。2017 年 3 月,公司披露了《新疆中泰化学股份有限公司 2017 年度非公开发行股票预案(修订稿)》,拟向包括中泰集团在内的不超过十名特定对象募集不超过 39.22 亿元用于上述高性能树脂产业园及配套基础设施建设项目

目和托克逊电石二期项目。截至 2018 年 6 月末，此次非公开发行事项仍处于证监会审核阶段，若此次增发成功，将有助于缓解公司资本支出压力，中诚信证评将对该事项进展保持持续关注。

表 18：截至 2018 年 3 月末公司重大在建项目情况

单位：亿元

项目名称	计划投资总额	截至2018年3月末已投入
富丽达200万纱锭项目	40.00	17.26
托克逊能化高性能树脂产业园及配套基础设施建设	37.67	7.18
阿拉尔富丽达20万吨/年粘胶纤维项目	19.75	5.14
富丽达130万纱锭二期即65万锭纺纱项目	10.83	7.82
新疆富丽达扩建年产8万吨粘胶短纤维项目	6.00	1.90
阜康能源工业园区15万吨/年离子膜烧碱项目	4.94	0.66
富丽达20万锭纺纱项目	4.67	2.99
阜康能源技改项目	4.59	0.13
合计	128.45	43.64

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

拟建项目方面，公司将加强对现有的煤炭、盐业和石灰石资源的开发利用。公司拟开展奇台准东煤田南黄草湖一期 1,500 万吨/年一号矿井开发工作，未来还将建设 3,500 万吨/年的二号矿井，最终达到 5,000 万吨/年的煤炭生产能力，一期项目计划投资额为 38.70 亿元，公司将根据市场行情安排投资进度。

表 19：截至 2018 年 3 月末重大拟建项目情况

单位：亿元

项目名称	计划投资总额	截至2018年3月末已投入
奇台准东煤田南黄草湖一期1,500万吨/年煤矿项目	38.70	1.37
合计	38.70	1.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，未来粘胶纤维项目和纺纱项目的建成投产将有利于完善纺织原料产业链，高性能树脂项目建设有助于提高产品多样性；同时对煤炭等资源的开发利用将降低生产成本，从而提高市场竞争力。但中诚信证评亦将关注大规模投资计划的实施，对公司资本支出压力及财务结构造成的影响。

公司管理

公司治理

公司严格按照《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》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》及深圳证券交易所和中国证监会有关法律法规等要求，进一步完善公司法人治理结构，积极履行信息披露义务，做好投资者关系管理，促进公司规范运作水平的不断提升。

公司严格按照《公司章程》规定的选聘程序选举董事。公司现有董事 13 名，其中独立董事 5 名，董事会人数和人员构成符合法律法规要求。公司全体董事能够依据《董事会议事规则》等相关工作规程开展工作和履行职责，认真出席董事会和股东大会，参加相关培训。公司独立董事严格遵守《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》及公司《独立董事工作制度》等规定，积极参与公司决策，对重大事项发表了独立意见，充分发挥了独立董事特有的职能。

公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核四个专门委员会。专门委员会成员全部由董事组成，其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事占多数，审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人员。其中战略委员会负责对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议；审计委员会主要负责提议聘请或更换外部审计机构，监督公司的内部审计制度及其实施和审查公司的内部控制制度等；提名委员会主要负责研究董事、经理人员的选择标准和程序并提出建议，广泛搜寻合格的董事和经理人员的人选及对董事候选人和经理人选进行审查并提出建议等；薪酬与考核委员会主要负责研究董事与经理人的考核标准，研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策与方案等。董事会下设各专门委员会各尽其责，有力加强了公司董事会工作的规范运作。

此外，公司设置了企管人事部、财务资产部、安全环保部和生产管理部等职能部门，其中企管人事部主要负责公司岗位定员、人员招聘、人员调配、内部退养、编制岗位说明书和员工薪资等工作；财

务资产部主要负责公司全面预算及成本管理、公司会计核算工作及税务申报缴纳等工作；安全环保部主要负责公司安全、环保、消防、减排、职业卫生、治安保卫等的监督管理及对外协调等工作；生产管理部主要负责搭建生产运营体制，制定年度、月度产量计划、原料消耗计划，审批各子公司机、电、仪等专业关键设备年度、月度大修项目计划等。总体看，公司各职能部门设置较为完善，能有效保证各项事务的顺利开展。

内部管理

资产管理方面，为保证资产的安全完整，公司制定了《固定资产（实物）管理办法》、《存货盘点管理规定》、《工程项目建设管理制度》、《技措项目管理办法》、《技措、大修项目工程结算管理办法》等相关管理制度，并在《财务管理办法》中专项规定了货币资金、存货、固定资产、在建工程的相关管理制度。鉴于公司近几年不断扩大生产规模，管理层不断加大力度对项目的预算、工期、工程进度、工程质量，工程物资的到位情况、实际发生的支出、实际发生支出与预算的差异、工程款及材料设备款的结算情况，完工及完工验收情况等全程实时跟踪。

安全生产方面，公司根据国家有关安全生产的规定并结合生产经营实际情况，建立了安全生产管理体系和操作规范，严格落实安全生产责任制。公司成立了专门指挥机构，同时由安全环保部对预警的启动和执行情况进行监督检查。

总体来看，公司治理结构较为完善，董事会、监事会和管理层日常运作规范；内部控制体系可较好的保障各项业务的顺利开展，日常管理规范有序。

财务分析

以下分析基于公司经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年度审计报告以及未经审计的2018年一季度财务报表。公司财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据。2016年审计报告存在同一控制下企业合并追溯调整情况，故2015年数据均

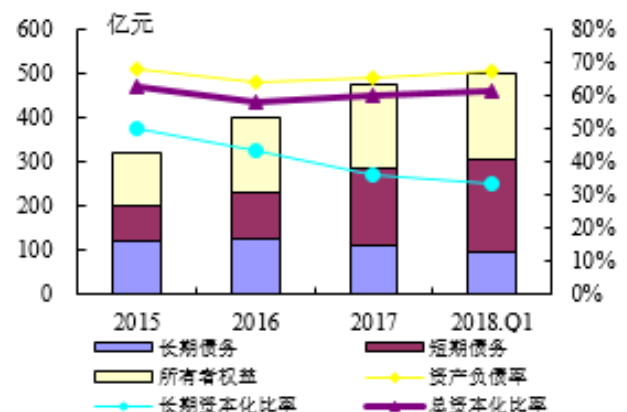
采用2016年审计报告期初数。

资本结构

近年来，随着项目建设推进和业务范围扩大，公司资产规模和负债规模持续增长。2015~2017年公司总资产分别为375.72亿元、466.68亿元和556.27亿元；同期总负债分别为255.14亿元、299.86亿元和364.80亿元。近年来公司所有者权益逐年增加，2015~2017年分别为120.58亿元、166.82亿元和191.47亿元，其中2016年非公开发行股票加之利润积累，年末所有者权益同比大幅增长39.42%；2017年盈利能力提高加之利润积累使得年末所有者权益同比增长14.78%。截至2018年3月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为592.35亿元、396.55亿元和195.81亿元。

财务杠杆方面，随着项目投资扩大，公司总债务规模逐年增长，负债水平较高。2015~2017年及2018年3月末，公司资产负债率分别为67.91%、64.25%、65.58%和66.94%，总资本化比率分别为62.45%、58.04%、59.59%和60.93%。考虑到公司所有者权益中包含15亿元永续中票，若将其划分至债务，公司资产负债率和总资本化比率将有所上升。同时，随着在建及拟建项目陆续推进，公司债务规模将继续增长，财务杠杆水平在相当一段时间内或仍将维持较高水平。

图 8：2015~2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

公司资产以非流动资产为主，2015~2017年及2018年3月末公司非流动资产占总资产的比重分别为75.50%、69.95%、64.84%和61.74%，主要由固定资产、在建工程和长期应收款构成。随着项目建设的推进及并购，公司固定资产规模不断增长，

2015~2017年及2018年3月末分别为234.46亿元、249.84亿元、267.54亿元和265.37亿元；其中2017年公司购买阿拉尔新农资产包及托克逊三川建材有限公司水泥资产包、加之纺纱项目及3万吨/年的糊树脂装置等逐步转固，年末固定资产同比增长7.08%。同期末，公司在建工程分别27.89亿元、22.15亿元、26.67亿元和30.83亿元。2016年以来公司开展融资租赁业务，长期应收款逐年增加，2015~2017年及2018年3月末长期应收款分别为1.82亿元、31.60亿元、39.78亿元和43.71亿元，中诚信证评对公司应收融资租赁款的回收情况保持持续关注。

公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货为主。2015~2017年及2018年3月末货币资金分别为16.36亿元、26.16亿元、45.07亿元和46.96亿元；其中2017年经营获现能力提升加之债务融资规模增大带动年末货币资金大幅增长72.32%。2017年末货币资金中其他货币资金为16.26亿元，主要为各类保证金，受限比例较高。随着新疆富丽达销售规模扩大加之利用票据质押融资等，公司应收票据逐年增加，2015~2017年末分别为26.13亿元、52.62亿元和62.82亿元，2018年3月末应收票据降至53.21亿元。公司应收账款主要为氯碱业务销售款，2015~2017年及2018年3月末分别为6.42亿元、10.57亿元、11.40亿元和18.58亿元，其中2017年末应收账款同比增长7.85%，主要由于业务规模扩大及对重点客户授信额度增加，其中大部分账款账龄在一年以内，且以重点客户为主，回收风险相对较低，当年计提坏账准备金额25.17万元，截至2017年累计计提坏账准备金额0.52亿元。随着业务规模及合并范围扩大，公司预付款项规模逐年增加，2015~2017年及2018年3月末分别为11.60亿元、21.50亿元、30.39亿元和55.82亿元；其中2016年以来公司贸易规模扩大、金富纱业和富丽震纶公司采购设备及为锁定原材料价格预付供应商款项增加等使得预付款项持续大幅增加。公司存货主要为原材料和库存产品，同期末存货分别为13.01亿元、16.70亿元、27.75亿元和32.27亿元；其中PVC和纺织板块产品及原

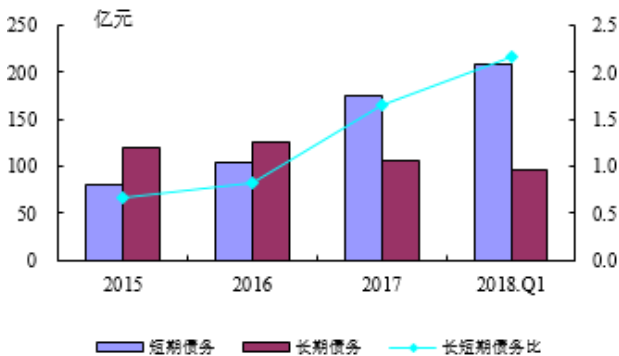
材料库存增加及合并范围扩大使得2017年末存货同比增长66.23%，截至2017年末公司存货累计计提跌价准备0.1亿元。

从负债结构来看，2015~2017年及2018年3月末公司流动负债分别为131.32亿元、169.49亿元、254.01亿元和296.09亿元，主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债。近年公司短期借款逐年增长，同期分别为36.25亿元、74.92亿元、100.61亿元和108.06亿元，其中2017年末公司短期借款同比增长34.29%，主要包括信用借款28.94亿元、保证借款38.26亿元和质押借款33.40亿元。公司应付票据主要系应付银行承兑汇票，随着业务的扩张，近年应付票据逐年增加，同期分别为6.06亿元、8.28亿元、18.36亿元和24.84亿元。公司应付账款主要是工程款、材料和设备款及运费等，随着原材料采购规模的扩大和项目建设的推进，应付账款逐年增加，同期分别为40.55亿元、41.86亿元、47.50亿元和53.75亿元。随着业务规模的扩大，公司预收款项规模相应增长，同期分别为5.17亿元、13.84亿元、13.52亿元和18.12亿元；同期一年内到期的非流动负债分别为32.80亿元、21.19亿元、37.85亿元和51.16亿元，其中2017年包括1年内到期的长期借款1.81亿元、1年内到期的应付债券27.97亿元和1年内到期的长期应付款8.07亿元。

2015~2017年及2018年3月末公司非流动负债分别为123.83亿元、130.38亿元、110.80亿元和100.45亿元，主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。近年公司长期借款整体保持增长，同期分别为41.43亿元、53.66亿元、59.78亿元和57.95亿元，基本为抵押借款。同期应付债券余额分别为50.79亿元、50.88亿元、27.97亿元和15.00亿元，主要包括中期票据、理财直接融资工具和非公开定向债务融资工具等，其中2017年应付债券同比减少45.01%，主要系公司债券“11中泰01”及定向融资工具即将于2018年到期，转入一年内到期的非流动负债核算。同期长期应付款余额分别为28.14亿元、21.79亿元、18.82亿元和23.35亿元，基本为融资租赁款。

债务期限结构方面，近年来公司在建和并购项目资金投入较大，债务规模持续上升，2015~2017年及2018年3月末总债务分别为199.44亿元、230.72亿元、282.39亿元和305.36亿元。近年来公司短期债务规模迅速增长，使得长短期债务比（短期债务/长期债务）不断增长，2015~2017年及2018年3月末分别为0.66倍、0.83倍、1.65倍和2.17倍，短期债务压力明显上升。

图9：2015~2018.Q1公司长短期债务情况



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司债务规模持续增长，资产负债率较高，且短期债务压力加大，财务结构稳健性不足。未来公司仍有一定规模资本支出，债务规模将继续上升。中诚信证评将关注较高债务压力和资本支出压力对公司业务开展及稳定经营产生的影响。

盈利能力

近年受益于主要产品价格上涨以及贸易业务扩张的推动，公司营业总收入逐年增长，2015~2017年分别为152.63亿元、233.62亿元和410.59亿元。2018年1~3月，受贸易规模进一步扩大及部分产品销售价格同比上涨等因素影响，公司实现营业总收入102.75亿元，同比增长52.74%。其中，聚氯乙烯业务收入同比增长19.13%至23.73亿元，氯碱类产品业务收入同比减少10.26%至6.30亿元，粘胶纤维业务收入同比增长2.76%至4.09亿元，纱线业务收入同比增长73.28%至8.04亿元，贸易业务收入同比增长129.06%至56.44亿元。

表20：2015~2018.Q1公司主要产品收入情况

单位：亿元

业务	2015	2016	2017	2018.Q1
聚氯乙烯	74.38	84.33	95.58	23.73
氯碱类产品	16.36	20.15	33.15	6.30
粘胶纤维	27.25	25.12	23.74	4.09
纱线	8.06	24.18	38.40	8.04
贸易	24.55	73.26	207.93	56.44

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，2015~2017年及2018年1~3月公司营业毛利率分别为21.87%、26.36%、17.85%和15.26%。2016年公司主要产品价格上涨，同时原材料和能源自给率提高，整体营业毛利率有所上升。2017年公司贸易业务采取以价换量经营策略，使得贸易业务毛利率下滑至3.72%，加之毛利率较低的贸易业务收入占比上升使得当期综合毛利率降至17.85%。2018年1~3月，由于采购成本同比上涨，多数产品毛利率下降，同时毛利率较低的贸易业务收入占比上升等因素共同影响，导致当期营业毛利率进一步下降至15.26%。此外，由于公司主要产品在行业内存在产能过剩现象，且价格波动剧烈，中诚信证评将持续关注相关产品供需变化及产品价格波动对公司初始获利能力的影响。

表21：2015~2018.Q1公司主要产品毛利率情况

单位：%

业务	2015	2016	2017	2018.Q1
聚氯乙烯	22.91	34.94	27.67	25.89
氯碱类产品	47.00	54.15	63.76	66.72
粘胶纤维	21.33	29.18	29.91	27.85
纱线	18.99	25.52	16.51	13.22
贸易	8.62	6.41	3.72	3.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

三费方面，近年来公司期间费用逐年增加，2015~2017年分别为34.10亿元、37.63亿元和41.95亿元。公司销售费用以运输费用为主，由于地处新疆，产品销售运输费用较高，随着业务规模扩大，公司运输费用亦逐年增加，2015~2017年运输费分别为17.58亿元、18.28亿元和21.00亿元；管理费用亦随业务规模的扩大而增加，同期分别为4.79亿元、6.26亿元和9.05亿元，其中2017年由于合并范围增加及职工薪酬增加，管理费用同比增长44.51%。同期财务费用分别为9.85亿元、10.92亿

元和 9.05 亿元，其中 2017 年由于将收到的贷款贴息冲减利息支出，财务费用同比下降 17.13%。2018 年 1~3 月公司三费合计为 9.55 亿元。由于贸易业务收入等大幅上升，公司三费收入占比逐年下降，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月分别为 22.34%、16.11%、10.22%和 9.30%。总体来看，公司三费占比呈下滑趋势，但期间费用规模仍较大，费用控制能力有待进一步加强。

表 22：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

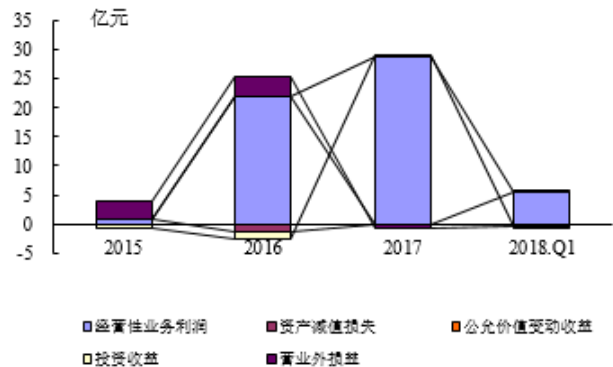
项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	19.50	20.45	23.86	5.44
管理费用	4.99	6.26	9.05	1.56
财务费用	9.85	10.92	9.05	2.55
三费合计	34.34	37.63	41.95	9.55
营业收入	164.71	233.62	410.59	102.75
三费收入占比	20.85%	16.11%	10.22%	9.30%

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司分别实现利润总额 3.03 亿元、22.59 亿元、29.30 亿元和 5.04 亿元。同期，公司经营性业务利润分别为 0.76 亿元、21.87 亿元、28.78 亿元和 5.35 亿元；投资收益分别为-0.81 亿元、-1.38 亿元、0.23 亿元和-0.17 亿元；营业外损益（主要为政府补助）分别为 3.03 亿元、3.36 亿元、-0.64 亿元和-0.04 亿元，其中 2017 年公司会计准则对政府补助核算有所调整，当期核算补助中运费补贴冲减销售费用，流动资金贷款贴息冲减财务费用，与日常经营有关的计入其他收益，受此影响当期公司营业外收入减少。受益于收入规模快速增长及主要产品价格回升，2016 年以来公司经营性业务利润快速增长，整体盈利能力大幅提升。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司分别实现净利润 2.32 亿元、19.36 亿元、24.53 亿元和 4.31 亿元，同期所有者权益收益率分别为 1.92%、11.61%、12.81%和 8.80%。

作为自治区国资委直属大型国有企业，公司获得政策支持力度较大，且 2014 年以来自治区政府在纺织服装产业方面制定了涉及运费、电费和税收等方面的多项优惠政策，未来公司仍能获得一定规模的政府补助，将对公司盈利形成一定补充。

图 10：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



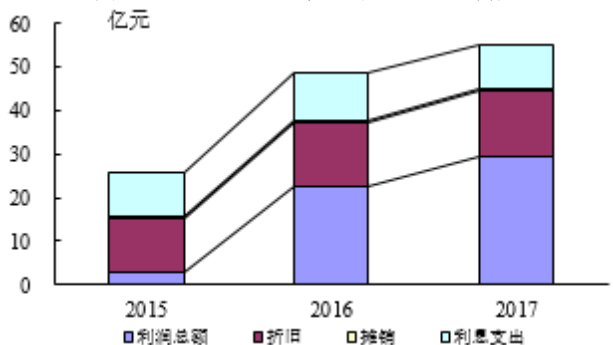
资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

总体来看，2016 年以来受益于产品价格回升、收入规模扩大以及成本控制能力较强，公司盈利能力大幅改善。但氯碱等行业产能过剩，市场竞争较为激烈，中诚信证评关注市场供需变化及产品价格波动对公司盈利造成的影响。

偿债能力

公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。公司折旧和利息支出规模较大，2015~2017 年折旧分别为 12.12 亿元、14.54 亿元和 15.32 亿元；利息支出分别为 10.07 亿元、11.03 亿元和 9.69 亿元。2016 年以来公司利润总额大幅增长促使 EBITDA 规模大幅增长，2015~2017 年公司利润总额分别为 3.03 亿元、22.59 亿元和 29.30 亿元，同期 EBITDA 分别为 25.08 亿元、48.63 亿元和 54.89 亿元。整体来看，公司 EBITDA 获现能力较强。从主要偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.20 倍、4.06 倍和 5.45 倍，同期总债务/EBITDA 分别为 7.82 倍、4.74 倍和 5.14 倍。总体来看，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力良好。

图 11：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

现金流方面，近年来公司经营活动净现金流逐

年增加，2015~2017 年分别为 8.38 亿元、19.23 亿元和 37.53 亿元，其中 2017 年主营产品价格同比上涨带动经营活动净现金流同比大幅增长 95.19%。2015~2017 年公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.04 倍、0.08 倍和 0.13 倍，经营活动净现金流/利息支出分别 0.72 倍、1.61 倍和 3.73 倍。整体来看，近年来公司经营活动净现金流持续增长，相关偿债指标亦逐年提升。受经营环节资金占用增加的影响，2018 年一季度公司经营活动净现金流仅为 0.17 亿元，但较上年同期仍增长 101.95%。

表 23：2015~2018.Q1 公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	200.53	230.72	282.39	305.36
EBITDA（亿元）	25.65	48.63	54.89	5.04
资产负债率（%）	67.91	64.25	65.58	66.94
总资本化比率（%）	62.45	58.04	59.59	60.93
经营活动净现金流（亿元）	8.38	19.23	37.53	0.17
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.20	4.06	5.45	-
总债务/EBITDA（X）	7.82	4.74	5.14	-
经营净现金流/总债务（X）	0.04	0.08	0.13	0.002
经营活动净现金/利息支出（X）	0.72	1.61	3.73	-

资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司获得多家金融机构合计 298.51 亿元的银行授信额度，其中未使用授信额度为 143.31 亿元，备用流动性较充足。另外，公司还通过发行中期票据、短期融资券和非公开定向债务融资工具等多种渠道筹集资金。

或有事项方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 31.24 亿元，其中为新疆博湖苇业股份有限公司（以下简称“博湖苇业”）担保 0.1 亿元，为新疆中泰担保 0.4 亿元，为圣雄能源担保 30.74 亿元。需注意的是，公司对圣雄能源担保规模较大，尽管圣雄能源 2017 年实现扭亏，但近年持续亏损，净资产受到侵蚀，负债水平高企，公司或面临一定的或有风险。另外，博湖苇业 2,000 万元保理业务已于 2014 年 8 月 20 日陆续逾期，该笔保理业务是由公司与新疆七星建工集团有限责任公司（以下简称“七星集团”）共同承担担保责任，上海浦东发展银行股份有限公司乌鲁木齐分行将博湖苇业、七星

集团及公司就合同纠纷一案起诉至乌鲁木齐市中级人民法院，乌鲁木齐中院一审判决博湖苇业偿还前述款项和相关利息，并要求公司和七星集团承担连带责任保证责任。公司不服一审判决，向新疆维吾尔自治区高级人民法院（以下简称“自治区高院”）提出上诉，自治区高院二审判决基本维持原判，判决博湖苇业偿还保理融资本息 2,360 余万元，公司与七星集团承担连带责任保证责任，在承担担保责任后，有权向主债务人博湖苇业追偿。在此情况下，公司将采取申请再审及其他相关司法救济措施积极维护权益，并予以后续披露。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产账面价值 123.56 亿元，占总资产的 22.21%，主要是因银行借款等而抵押或质押的应收票据、固定资产和在建工程以及保证金等，整体受限资产规模较大，一定程度上降低了资产流动性。

综合而言，公司已逐步建成“盐—煤—电—氯碱产品—氯碱产品深加工”的循环经济产业链，具备成本优势。同时，近年通过收购资产使得业务种类不断丰富，在分散风险的同时，公司经营规模和盈利能力有望得到提升，能对其偿债能力形成支持。

结 论

综上，中诚信证评评定新疆中泰化学股份有限公司主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“新疆中泰化学股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

关于新疆中泰化学股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

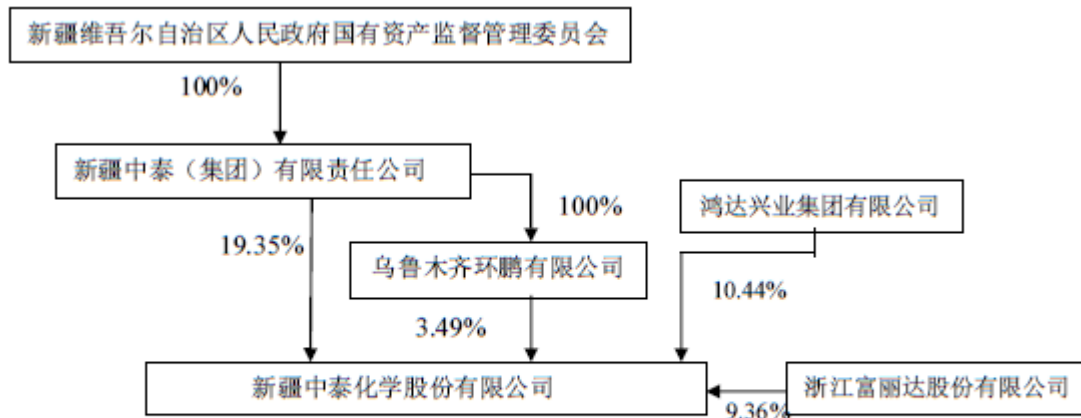
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：新疆中泰化学股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



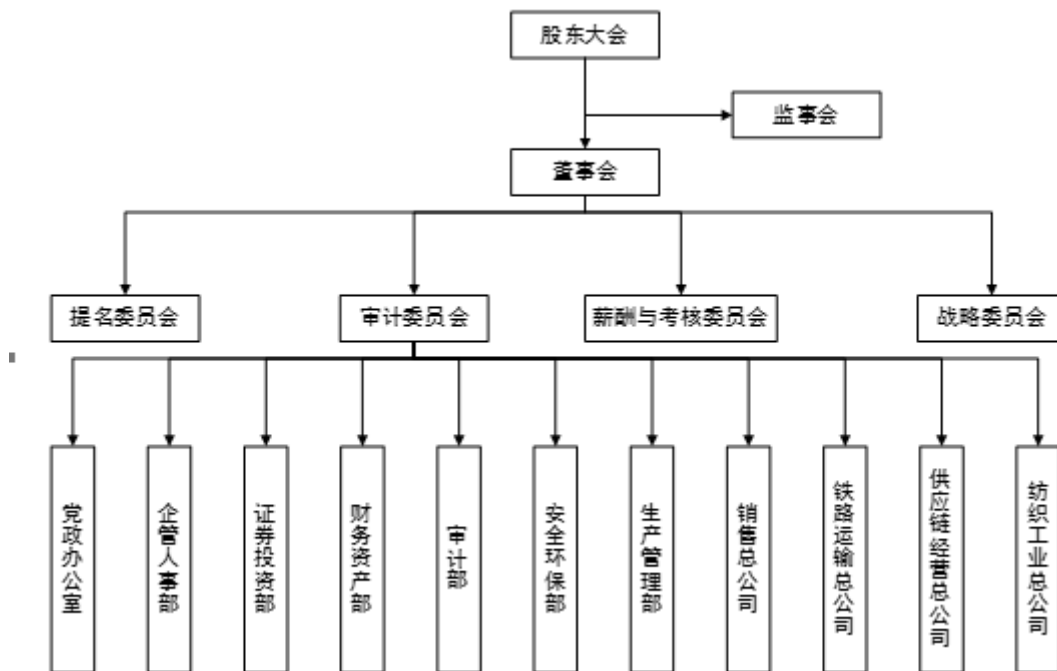
注：2017 年 5 月 31 日，浙江富丽达将其持有的占中泰化学总股本 5.42% 的股份对应的全部股东表决权、董事提名权等股东权利委托给中泰集团代为行使。2018 年 5 月 23 日，双方协议解除该委托。

中泰化学子公司列表

子公司名称	持股比例	子公司名称	持股比例
新疆中泰矿冶有限公司	100.00%	新疆中泰新材料有限公司	100.00%
新疆中泰进出口贸易有限公司	100.00%	新疆中泰融资租赁有限公司	51.00%
中泰国际发展（香港）有限公司	100.00%	上海欣浦商业保理有限公司	51.00%
新疆蓝天石油化学物流有限责任公司	100.00%	新疆华泰重化工有限责任公司	97.71%
北京中泰齐力国际科贸有限公司	100.00%	新疆中泰化学托克逊能化有限公司	89.29%
上海森辉房地产开发有限公司	100.00%	新疆中泰化学阜康能源有限公司	45.54%
上海中泰多经贸易有限责任公司	100.00%	托克逊县中泰化学盐化有限责任公司	96.59%
新疆中泰电力有限公司	100.00%	阜康市博达焦化有限责任公司	66.67%
新疆中泰现代物流开发有限公司	100.00%	新疆富丽达纤维有限公司	91.59%
新疆中鲁矿业有限公司	100.00%	新疆中泰国信节能环保有限公司	51.00%
新疆中泰化学准东热电有限公司	100.00%	新疆中泰信息技术工程有限公司	40.00%
新疆中泰化学准东煤业有限公司	100.00%	奇台县中泰化学矿产开发有限责任公司	87.50%
新疆中泰新材料股份有限公司	60.00%		

资料来源：公司提供

附二：新疆中泰化学股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：新疆中泰化学股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	163,589.93	261,557.57	450,713.93	469,592.36
应收账款净额	64,208.08	105,688.03	113,988.87	185,770.94
存货净额	130,069.09	166,959.97	277,543.87	322,744.40
流动资产	920,632.23	1,402,221.02	1,955,715.60	2,266,192.57
长期投资	98,196.65	103,285.24	107,309.08	105,597.07
固定资产	2,628,893.48	2,727,272.72	2,960,969.90	2,980,247.25
总资产	3,757,243.44	4,666,825.59	5,562,740.99	5,923,530.04
短期债务	801,906.48	1,043,901.73	1,758,247.82	2,090,645.24
长期债务	1,203,394.48	1,263,267.67	1,065,626.94	962,964.54
总债务	2,005,300.95	2,307,169.40	2,823,874.76	3,053,609.78
总负债	2,551,416.80	2,998,632.45	3,648,010.93	3,965,450.54
所有者权益（含少数股东权益）	1,205,826.65	1,668,193.14	1,914,730.05	1,958,079.49
营业总收入	1,647,055.48	2,336,232.41	4,105,902.70	1,027,488.71
三费前利润	351,096.70	594,958.33	707,313.04	149,024.33
投资收益	-8,112.98	-13,791.14	2,275.46	-1,715.61
净利润	23,209.04	193,621.11	245,301.81	43,059.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	256,512.86	486,328.24	548,927.34	-
经营活动产生现金净流量	83,843.54	192,288.44	375,335.98	1,748.02
投资活动产生现金净流量	-516,766.66	-647,693.23	-562,925.38	-89,407.14
筹资活动产生现金净流量	386,737.83	531,389.12	290,758.25	130,159.66
现金及现金等价物净增加额	-44,763.35	76,016.53	99,813.19	40,656.04
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	21.87	26.36	17.85	15.26
所有者权益收益率（%）	1.92	11.61	12.81	8.80*
EBITDA/营业总收入（%）	15.57	20.82	13.37	-
速动比率（X）	0.60	0.73	0.66	0.66
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.08	0.13	0.002*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.10	0.18	0.21	0.003*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.72	1.61	3.73	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.20	4.06	5.45	-
总债务/EBITDA（X）	7.82	4.74	5.14	-
资产负债率（%）	67.91	64.25	65.58	66.94
总资本化比率（%）	62.45	58.04	59.59	60.93
长期资本化比率（%）	49.95	43.09	35.76	32.97

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、带“*”财务指标已经年化处理；3、中诚信证评在分析时将公司计入“其他流动负债”中的非公开定向发行债务融资工具、短期融资券和超短期融资券调整至短期债务，将计入“长期应付款”中的应付融资租赁款和国开发展基金借款调整至长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。