

标普信评

S&P Global

China Ratings

主动评级报告：

唐山三友化工股份有限公司

主体信用等级*：BBB_{spc(u)}；展望：稳定

2022年2月18日

分析师：

王雷，Lei.wang@spgchinaratings.cn

张晓，Xiao.zhang@spgchinaratings.cn

黄臻，Zhen.huang@spgchinaratings.cn

陈伟，Wei.chen@spgchinaratings.cn

目录

报告摘要	2
声明	4
信用等级概况	5
宏观经济与行业环境	7
公司概况	8
业务状况	9
财务风险	10
同业比较	12
流动性状况	13
分项评估	14
附录	15

*本信用评级为主动主体信用评级。主体信用评级一般反映标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对受评主体可能发行在外的具体债项。

标普信评的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。我们所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

本主动评级（以“spc(u)”后缀标识）未经受评对象、投资人或评级委托人的委托。本主动评级仅基于公开渠道收集的资料，不涉及受评对象的参与和/或者受评对象的内部文件以及/或者与受评对象管理层的互动沟通。我们根据我们的政策和流程确定的标准使用了来源可靠的资料，但不保证所用资料的正确性、充分性和完整性。本主动评级在中国境内不得用于任何监管目的，亦不得用于任何融资活动，包括但不限于任何的债券发行或者资金筹集活动。本主动评级报告不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书、其他债券发行文件中或任何披露文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。本主动评级报告中所呈现的观点是我们根据公开信息得出的，我们未与受评对象进行任何形式的互动沟通。本主动评级授予的信用等级不可与标普信评受委托授予的信用等级视为同等，或者表述为标普信评受委托授予的信用等级。标普信评对授予、更新或撤销任何的主动评级的信用等级拥有绝对酌情决定权。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
唐山三友化工股份有限公司	主体信用等级	BBB _{spc(u)}	2022 年 2 月 18 日	稳定

行业划分：基础化工

主体概况：唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”或“公司”）成立于 1999 年 12 月，于 2003 年 6 月在上海证券交易所上市，股票代码 600409.SH。唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）直接和间接持有公司 44.3%的股权，三友集团无实际控制人。公司的业务涉及多个化工细分领域，是国内产能较大的纯碱和粘胶短纤生产企业，同时生产氯碱和有机硅产品。截至 2021 年 9 月末，三友化工的总资产规模 269 亿元，净资产 136 亿元，1-9 月的营业收入为 173 亿元，净利润 16 亿元。

公司收入构成

资料来源：Wind，标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

宏观经济与行业环境：我们预期 2022 年中国 GDP 有望增长 4.9%。中国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。考虑到这样的情况，我们也逐渐将关注重点从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。我们预计 2022 年纯碱和粘胶短纤的供给将保持相对稳定，但下游需求可能随经济增长的放缓而有所回落，产品价格可能小幅下降，成本端原材料价格也有望下滑，价差可能小幅收窄，但仍有望保持在良好水平，有利于生产企业信用质量的稳定。

信用要点：我们认为，公司在纯碱和粘胶短纤两个细分领域具有一定竞争力，产品种类较为丰富，但是公司的整体盈利能力和现金流明显受到化工周期波动的影响。而且公司所处的是细分行业，规模较小，竞争较为激烈，降低了公司的盈利能力。公司的财务风险低，目前无大规模投资计划，预计财务杠杆能够保持在较低水平。

重点信用指标：

	2020A	2021E	2022F
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.5	1.0-2.0	1.5-2.5
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.6	11.0-12.0	6.5-7.5
EBITDA 利润率（%）	12.8	15.0-20.0	10.0-15.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

分项评估：

主体信用等级：	BBB _{spc(u)} /稳定
业务状况：	4/尚可
行业风险：	4/较高
竞争地位：	4/尚可
财务风险：	2/低
评级基准：	bbb
调整项	
多元化：	中性（无影响）
资本结构：	中性（无影响）
财务政策：	中性（无影响）
流动性：	适中（无影响）
管理与治理：	中性（无影响）
补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况：	bbb _{spc(u)}
外部影响：	0

业务状况：我们认为公司的业务状况尚可。公司在纯碱和粘胶短纤两个细分领域均具有一定市场占有率和竞争力。公司还生产氯碱和有机硅产品，产品种类较为丰富，供应商和客户集中度较低，且产能利用率较高。然而公司的整体盈利能力和现金流仍容易受化工周期波动的影响。纯碱和粘胶短纤均是细分行业，市场规模较小，且粘胶短纤和氯碱行业存在一定产能过剩，竞争激烈，影响了公司的盈利能力。此外，公司的生产基地地理分散性较差，生产经营受单一地区行业政策收紧或意外灾害影响的潜在风险较高。

财务风险：我们认为公司的财务风险低。公司的杠杆水平较低，目前在建工程规模不大，且没有大规模新增投资计划，债务规模趋于稳定。2021 年化工行业景气度大幅上行，带动公司的盈利能力明显改善，预计 2022 年行业景气度或将从高位回落，公司的盈利水平也可能有所收窄，但仍将维持在较合理区间，利于其杠杆水平维持稳定。

三友化工主体信用质量在 1700 家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

注：红色代表近 1700 家企业潜在主体信用质量的中位数，也是三友化工所在位置。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同业比较：（2019-2020 两年平均值，百万元）

	三友化工	宝丰能源	中国心连心	鲁西化工
营业收入	19,148	14,748	9,686	17,900
EBITDA	2,356	6,375	1,734	3,629
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.7	0.9	5.4	3.8
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.3	21.7	3.8	5.5

注：以上数据为标普信评调整后数据。资料来源：Wind，标普信评。

高级管理人员

钟晓玲

北京

May.zhong@spgchinaratings.cn



项目组联系方式

王雷

北京

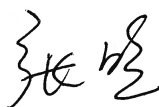
Lei.wang@spgchinaratings.cn



张晓

北京

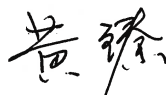
Xiao.zhang@spgchinaratings.cn



黄臻

北京

Zhen.huang@spgchinaratings.cn



陈伟

北京

Wei.chen@spgchinaratings.cn



声明

本信用评级为主动评级，未经评级对象、投资人或评级委托人委托。本主动评级仅基于公开渠道收集的资料，不涉及受评对象的参与和/或者受评对象的内部文件以及/或者与受评对象管理层的互动沟通。标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）根据其政策和流程确定的标准使用了来源可靠的资料，但不保证所用资料的正确性、充分性和完整性。标普信评及其分析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。

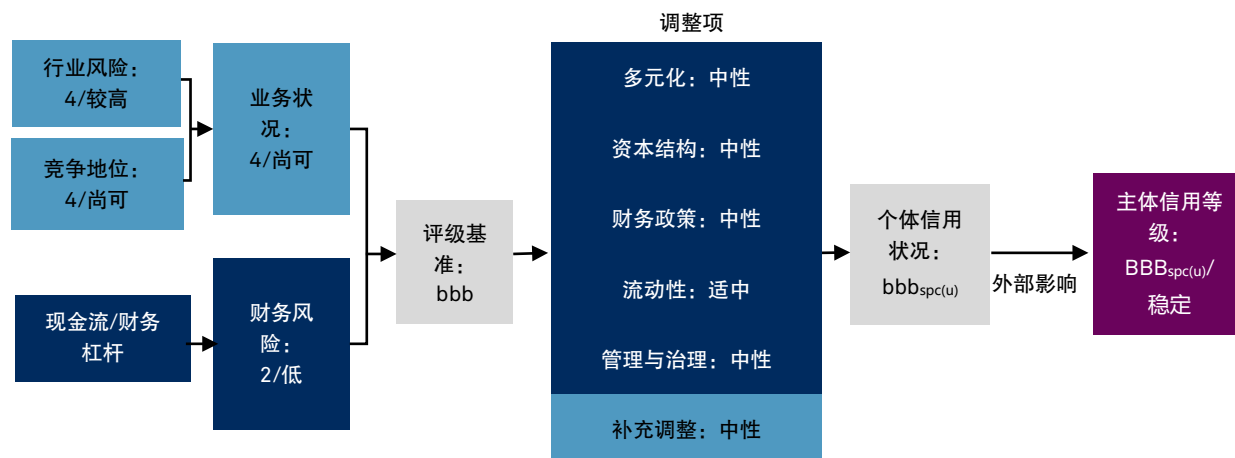
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本主动评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本主动评级报告的评级结论是标普信评依据公开资料及其评级方法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。

本主动评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。本主动评级在中国境内不得用于任何监管目的，亦不得用于任何融资活动，包括但不限于任何的债券发行或者资金筹集活动。本主动评级报告不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书、其他债券发行文件中或任何披露文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。本主动评级报告所评定的主动评级自评级报告出具之日起有效，直至被标普评级撤销为止。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
唐山三友化工股份有限公司	主体信用等级	BBB _{spc(u)}	2022 年 2 月 18 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司产品种类较为丰富，在纯碱和粘胶短纤两个细分领域均具有一定竞争力。	公司所属的细分行业规模较小，竞争较为激烈，降低了公司的盈利能力。
公司的财务风险低，现金流对债务和利息的覆盖能力强。	公司的盈利能力和现金流受化工周期影响波动明显。

评级展望

三友化工的评级展望为稳定。我们认为，稳定的评级展望反映了公司未来 24 个月内仍可在纯碱和粘胶短纤领域保持一定的市场地位，同时在无大规模资本开支的情形下，公司债务规模可控，杠杆水平将随行业景气度的回落而小幅上升，但仍处于较低水平。

上调情形：从长远来说，在不显著提升财务风险的情况下，如果公司大幅提升生产规模，或明显改善产品多样性，标普信评有可能考虑上调其主体信用等级。

下调情形：出现如下情形时，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：1、公司的资本开支和债务规模大幅增长，或公司的盈利能力明显恶化，使得公司杠杆水平明显上升并持续较长时间。2、公司的开工率和运营效率大幅下降，这或表现为公司的主要生产基地所在地区收紧化工行业管控政策，长期影响公司的正常生产作业等情况。

假设与预测

假设

- 预计 2022 年中国 GDP 增速为 4.9%。
- 预计 2021 年公司的收入同比增长 20.0%-30.0%，2022 年收入同比下降 10.0%-20.0%。

- 预计 2021 年公司的 EBITDA 利润率上升至 15.0%-20.0%，2022 年开始维持在 10.0%-15.0% 的水平。
- 2021-2022 年，预计公司的资本开支为每年 10-15 亿元。

预测

重点信用指标预测

	2020A	2021E	2022F
经调整总债务/EBITDA (倍)	2.5	1.0-2.0	1.5-2.5
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	6.6	11.0-12.0	6.5-7.5
EBITDA 利润率 (%)	12.8	15.0-20.0	10.0-15.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

调整后财务数据及指标

调整后财务数据及指标 (单位：百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021.1-9A
营业收入	20,174	20,515	17,780	17,265
EBITDA	3,685	2,445	2,268	--
营运现金流	2,857	1,844	1,792	--
经调整总债务	7,014	7,098	5,738	--
EBITDA 利润率 (%)	18.3	11.9	12.8	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	9.5	6.1	6.6	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	1.9	2.9	2.5	--
营运现金流/经调整总债务 (%)	40.7	26.0	31.2	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、A 表示实际值；3、“--”代表数据不可得。

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级 (中国) - 工商企业评级方法论，2020 年 7 月 28 日。
- 标普信用评级 (中国) 补充评级方法论-材料行业，2019 年 5 月 21 日。
- 标普信用评级 (中国) - 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：

- 评论：解读标普信用评级 (中国) 工商企业评级方法论，2020 年 7 月 28 日。
- 评论：解读标普信用评级 (中国) 评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020 年 6 月 29 日。
- 评论：解读标普信用评级 (中国) 在评级过程中运用的支持框架，2019 年 5 月 8 日。

宏观经济与行业环境

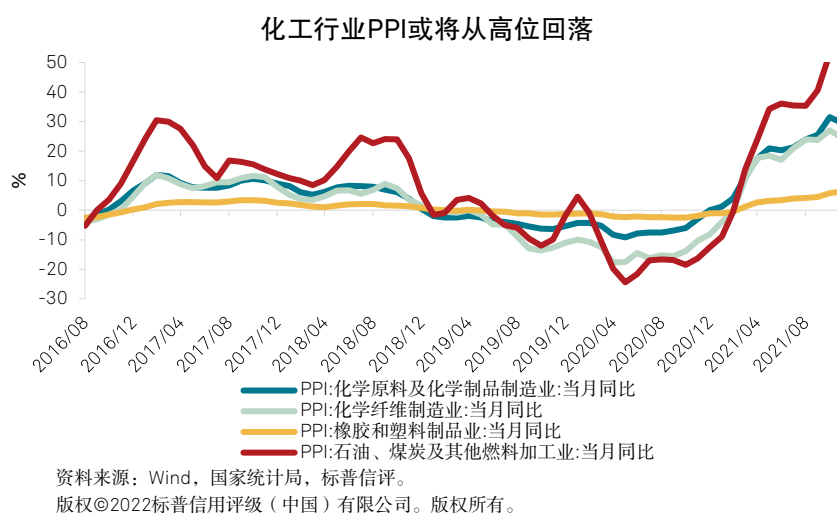
标普信评认为，2022 年中国 GDP 有望增长 4.9%。中国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。考虑到这样的情况，我们也逐渐将关注重点从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，基础化工行业周期性较强，价格波动较大；供给、需求、原油和煤炭等原材料价格变化是影响化工品价格波动的主要因素。在供给方面，供给侧改革导致供给压缩，带动化工品价格逐步回升；未来行业供给会持续受到安全检查、环保、“碳中和、碳达峰”（以下简称“双碳”）等政策的约束。在需求方面，基础化工产品整体需求的波动与我国经济增长关联性较强，趋势大致相同。在原料成本方面，化工品价格与原油、煤炭等原材料价格的走势趋同，尤其是疫情爆发以来，化工行业景气度与原材料价格的波动显示出极强的相关性，但每个化工品种向下游转嫁成本压力的能力不尽相同，导致它们的价差变动趋势有所分化。

2021 年化工品价格的持续上涨一方面受下游较为旺盛的需求拉动，另一方面来自原油、煤炭等原材料价格上涨带来的推动。我们预计 2022 年我国经济增长同比将有所放缓，下游需求也将随之走弱，部分化工品价格面临一定的下行压力。从成本端来看，我们预计原油价格将维持在相对较高的水平，对石化产品价格形成一定的支撑，且较高的油价有利于石化企业保持较好的价差；煤炭价格与 2021 年相比将有一定回落，煤化工产业链或将有较好的利润空间。

2022 年基础化工行业景气度或将从高位回落，但预计化工品价格和利润仍能够维持在合理水平。

图1



我们认为，中长期内，受益于安全检查、环保、“双碳”等相关政策对产能的控制，部分化工子行业的竞争格局有望得到改善，头部企业的竞争地位将更加稳固。我们预计行业新产能的取得将更加困难，产能指标给企业带来的“护城河效应”将增强，头部企业领先的产能规模优势将更为突出。同时政策协同控制会推动企业升级技术工艺，行业进入壁垒不断提升，市场份额趋于向头部集中。

纯碱和粘胶短纤是基础化工行业的细分领域，产品同质性高，市场规模较小。纯碱主要下游是玻璃、洗涤剂、印染等工业领域。粘胶短纤是化学纤维的一种，主要原料是棉短绒、竹片、木片等，属于天然纤维，下游是棉纱和服装纺织品。两个行业的总销售收入均在 500 亿元/年左右，处于较低的水平。

纯碱行业目前供需相对稳定，企业规模偏小，竞争格局分散，而粘胶短纤的行业集中度较好，但面临产能过剩，一定程度上会影响生产企业的竞争力。2020 年我国纯碱产能约 3,300 万吨，产量约 2,760 万吨，行业产能利用率约 84%。截至 2020 年末，纯碱行业共有生产企业 40 余家，大部分企业的产能规模低于 100 万吨/年，其中前三大生产企业的产能占比约 30%，集中度不高。而粘胶短纤生产企业共 14 家，前三大生产企业的产能占比约 60%，竞争格局较好，但面临一定的产能过剩压力，2020 年我国粘胶短纤的名义产能约 507 万吨/年，产量仅约 379 万吨，行业产能利用率约 75%。

我们预计，2022 年在“双碳”、环保和安全检查等政策的约束下，纯碱和粘胶纤维的产能规模将保持相对稳定；下游需求与经济运行相关性强，随着经济增长的放缓，预计行业景气度将从当前高位开始回落；但原材料成本也将开始下滑，产品价格和价差仍有望维持在合理水平，有利于生产企业的信用质量保持稳定。

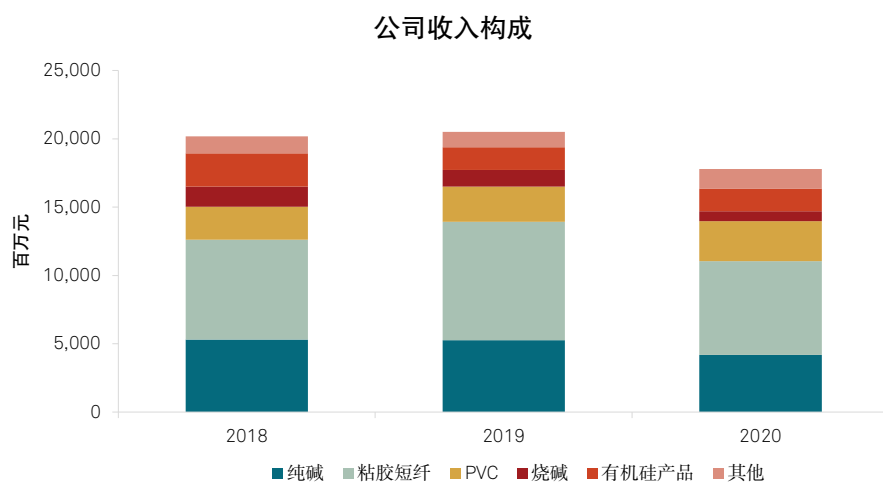
一、评级基准

公司概况

唐山三友化工股份有限公司（以下简称“三友化工”或“公司”）成立于 1999 年 12 月，2003 年 6 月在上海证券交易所上市，公司的控股股东是唐山三友碱业（集团）有限公司（以下简称“碱业集团”），持股比例是 36.2%。碱业集团由唐山三友集团有限公司（以下简称“三友集团”）100%控股，三友集团另外直接持有三友化工 8.1%的股权。三友集团目前有 10 位股东，股东持股分散，各股东均独立行使表决权，任何一个股东都不具备认定为实际控制人的条件。

公司是国内主要的纯碱、粘胶短纤生产企业，主要产品是纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱和有机硅产品等。截至 2021 年 9 月末，公司总资产 269 亿元，净资产 136 亿元，2021 年 1-9 月实现主营业务收入 173 亿元，同比增长 37%，净利润 16 亿元。

图2

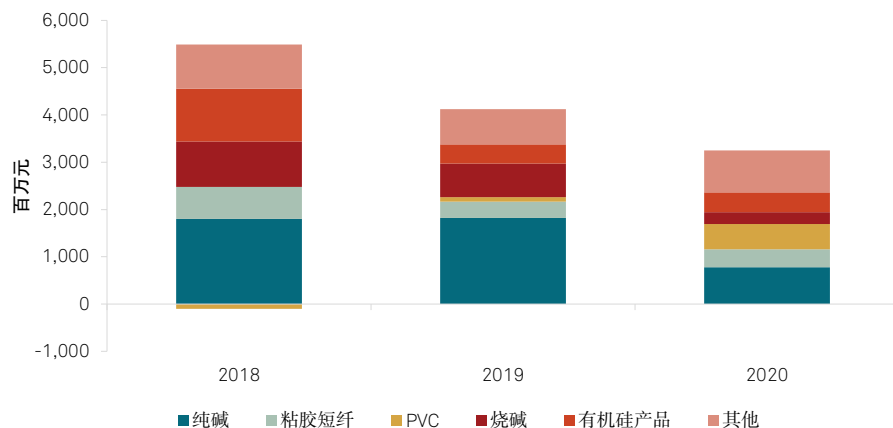


资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图3

公司的毛利润构成



资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为公司业务状况“尚可”。公司在纯碱和粘胶短纤两个细分领域均具有一定市场占有率和竞争力，产品种类较为丰富，供应商和客户集中度较低，且产能利用率较高。然而公司的整体盈利能力和现金流仍容易受化工周期波动的影响。纯碱和粘胶短纤均是细分行业，市场规模较小，且粘胶短纤和氯碱行业存在一定产能过剩，竞争激烈，影响了公司的盈利能力。此外，公司的生产基地的地理分散性较差，生产经营受单一地区行业政策收紧或意外灾害影响的潜在风险较高。

我们认为，公司是纯碱和粘胶短纤细分领域的主要生产企业，具有一定规模优势，且粘胶短纤产品差异化程度较高，有望在两个市场均保持较高的市场份额。截至2020年末，公司的纯碱产能为340万吨/年，产品市场占有率约12%，粘胶短纤产能为78万吨/年，产品市场占有率约21%，在细分领域内具有一定市场地位。此外，公司还有烧碱产能53万吨/年，PVC产能50.5万吨/年，有机硅单体产能20万吨/年，在各自细分领域内也属于规模较大的生产企业。在“双碳”、环保和安全检查趋严的背景下，行业新增产能难度将加大，有利于公司保持规模优势。

我们认为，公司的产品多样性较好，供应商和客户集中度较低，利于增强现金流的多样性。公司的产品种类分属于纯碱、粘胶短纤、氯碱和有机硅四个化工细分领域，产品结构丰富，上游原材料和下游市场的分散性较好，一定程度上有利于提升成本和下游需求的稳定性。同时，公司的供应商和客户集中度较低，不会高度依赖少数供应商或客户，有利于增强运营稳定性。此外，公司主要生产线基本满负荷运转，除PVC外，纯碱、粘胶短纤、有机硅、烧碱等产品产能利用率均达到95%以上，高于行业平均水平。

然而，纯碱和粘胶短纤行业是细分行业，市场规模较小，公司面临较大的竞争压力。纯碱和粘胶短纤均是基础化工的细分领域，2020年我国化纤产量约为6,025万吨，行业销售收入7,984亿元，其中粘胶短纤产量仅约379万吨，行业销售收入在500亿元/年左右，规模与纯碱行业相仿。

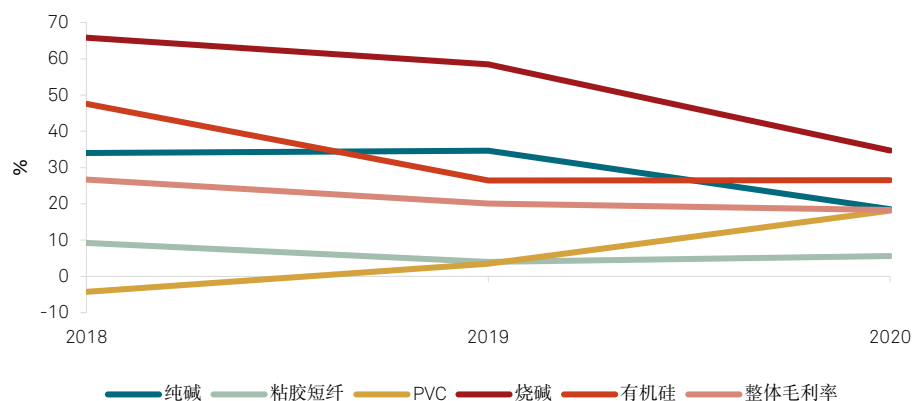
而且，粘胶短纤和氯碱领域仍有一定产能过剩压力，对公司的盈利能力形成了负面影响。2018-2020年粘胶短纤、氯碱产品景气度低迷，产品价格的下滑直接导致公司毛利润率明显下降，拖累了公司整体的利润水平。

公司在纯碱和粘胶短纤领域具有较大产能规模，产品种类较为丰富。

纯碱和粘胶短纤是细分领域，市场规模较小，公司面临较大竞争压力，部分产品盈利能力较弱。

图4

公司部分产品毛利率低，拖累了整体毛利率水平



注：图中列示了主要产品的毛利率，仍有少量其他产品未单独列出。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同时，公司的整体盈利能力和现金流仍然容易受化工周期波动的影响。公司的主要产品同质性较高，价格随行就市，且随化工周期变动呈现明显的波动性。而且，公司的原材料自给率较低，除烧碱实现了自给外，公司以市场价对外采购煤炭、原盐、浆粕、硅块等主要原材料，原材料价格波动会直接影响公司的生产成本，增加了利润空间的不稳定性。

此外，公司的费用控制能力一般。公司 2018-2020 年的平均期间费用率为 11.5%，处于行业中等偏高水平，对利润形成一定侵蚀。我们也注意到公司 2020 年的期间费用率有所下降，主要是由于公司从 2020 年开始执行新收入准则将部分销售费用（主要为一票制运费）计入合同履约成本，这并不是费用控制能力的改善所致。

我们认为，公司生产基地的地理集中度较高，其生产经营受当地政策收紧或自然灾害影响的潜在风险较高。根据公开信息，除 110 万吨/年的纯碱产能位于青海，公司的大部分产品产能位于河北省唐山市，唐山市属于“2+26”京津冀大气污染传输通道城市，环保政策严格，而化工属于高污染行业，使得公司的生产经营可能受当地行业政策收紧的影响。此外，生产基地相对集中，使得公司的生产经营受当地自然灾害或生产事故损失影响的潜在风险较高。

财务风险

标普信评认为三友化工的财务风险低，这主要反映了公司较低的财务杠杆和 EBITDA 对利息较强的覆盖能力。

我们认为，公司没有新增大规模投资的计划，债权融资需求较低，预计其债务规模将趋于稳定。2021 年，得益于下游需求的恢复和上游原材料价格的上涨，化工行业景气度大幅上行，公司的产品价格和盈利水平均呈现明显改善。预计从 2022 年开始下游需求增速的放缓将对化工品价格带来压力，公司的高额盈利也将回落至合理水平。我们认为，本轮化工品周期上行将带动三友化工的杠杆率将得到明显改善，即使 2022 年周期开始下行，其杠杆水平或小幅回升，但有望保持相对稳定，财务风险仍将处于低水平。

我们预计公司的收入在 2021 年有望增长 20.0%-30.0%左右，EBITDA 利润率将位于 15.0%-20.0%之间，2022 年公司收入预计同比下降 10.0%-20.0%，EBITDA 利润率将回落至 10.0%-15.0%之间。这主要是由于 2021 年化工行业的景气度大幅上行，公司主要产品的价格和利润率明显改善，带动公司的收入和 EBITDA 利润率大幅提升。而我们预计，从 2022 年开始下游需求的增速将放缓，会对化工品价格带来压力，公司的高额盈利也将回落至合理水平，收入和 EBITDA 利润率也会随之下降。

我们认为，公司的债务规模将趋于稳定，主要原因是公司目前在建工程规模不大，而且没有新增大规模投资计划，融资需求较弱。我们预计，2021-2022 年公司的资本开支保持在每年 10-15 亿元的水平，主要用于现有设备的维护性支出。同时受益于 2021 年公司现金流和盈利的大幅改善、到期债务的陆续偿还，其债务规模将保持稳定。

我们预计，受益于行业景气度的上行带动公司的收入和 EBITDA 大幅增长，公司的财务杠杆在 2021 年或大幅下降。从 2022 年开始，随着经济增速放缓和下游需求走弱、行业景气度回落，预计其产品价格和 EBITDA 利润率将从高位回落至合理水平，财务杠杆或将小幅上升，但公司的财务风险有望保持相对平稳。

公司近年来未进行大规模资本开支，借助行业良好的景气度削减债务，财务风险降低，预计未来仍延续这一趋势，杠杆率有望维持在较低水平。

表1

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2018A	2019A	2020A	2021E	2022F
营业收入	20,174	20,515	17,780	我们预计，2021 年收入同比增长：20.0%-30.0%； 2022 年收入同比下降：10.0%-20.0%。	
EBITDA	3,685	2,445	2,268		
营运现金流	2,857	1,844	1,792		
经营性现金流	1,418	579	1,741		
利息支出	386	401	345		
经调整总债务	7,014	7,098	5,738		
所有者权益合计	11,779	12,042	12,446		
调整后核心财务指标					
EBITDA 利润率（%）	18.3	11.9	12.8	15.0-20.0	10.0-15.0
经调整总债务/EBITDA（倍）	1.9	2.9	2.5	1.0-2.0	1.5-2.5
营运现金流/经调整总债务（%）	40.7	26.0	31.2	60.0-70.0	35.0-45.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	9.5	6.1	6.6	11.0-12.0	6.5-7.5
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	8.4	5.6	6.2	10.0-11.0	6.5-7.5

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：Wind，标普信评。

表2

公司关键财务数据调整 - 截至 2020 年 12 月 31 日 (单位: 百万元)					
	总债务	EBITDA	利息支出	EBITDA	经营活动产生的现金流量净额
报告值	6,977	2,204	345	2,204	2,086
标普信评调整					
利息支出	-	-	-	-345	-
现金利息支出	-	-	-	-	-345
利息及股利收入	-	-	-	43	-
当期所得税	-	-	-	-173	-
盈余现金	-1,239	-	-	-	-
其他	-	64	-	64	-
调整总额	-1,239	64	-	-412	-345
标普信评调整值					
	经调整总债务	EBITDA	利息支出	营运现金流	经营性现金流
调整后	5,738	2,268	345	1,792	1,741

注：总债务=长期债务+短期债务。

资料来源：Wind，标普信评。

同业比较

我们选择了宁夏宝丰能源集团股份有限公司（以下简称“宝丰能源”）、中国心连心化肥有限公司（以下简称“中国心连心”）和鲁西化工集团股份有限公司（以下简称“鲁西化工”）作为三友化工的同业比较企业。上述三家企业与三友化工同属基础化工行业，业务具有一定的相似性和可比性。

我们认为，三友化工与可比企业均为基础化工细分领域的主要生产企业，但所处细分行业规模均不大。三友化工、宝丰能源、鲁西化工和中国心连心分别是纯碱、粘胶短纤、煤化工、化肥等细分领域的主要生产企业，它们在各自的细分领域均具有一定产能规模优势，但受限于各自细分领域的规模不大，它们的整体规模和竞争力在化工行业处于中等或偏低的水平。

我们认为，三友化工运营效率和盈利能力一般，弱于宝丰能源和鲁西化工。三友化工通过建立循环经济体系来增强成本控制能力，产能利用率较高，但原材料自给率较低，期间费用率较高，另有部分低毛利率产品的拖累，盈利能力处于行业中等水平。三友化工的产业链完整程度、原材料自给率低于宝丰能源，在产品附加值、供需格局和成本控制能力方面弱于宝丰能源和鲁西化工。

我们认为，三友化工的财务风险在可比企业中处于较低水平。三友化工与宝丰能源、鲁西化工的杠杆水平相当，其中三友化工和鲁西化工的资本开支规模较小，预计财务风险能够维持稳定，宝丰能源虽然仍有较大规模的在建项目，资本开支规模高于三友化工，但其盈利能力更强，并借助 IPO 降低了杠杆水平。

表3

同业经调整财务情况（2019-2020 两年平均值，单位：百万元）

	三友化工	宝丰能源	中国心连心	鲁西化工
营业收入	19,148	14,748	9,686	17,900
EBITDA	2,356	6,375	1,734	3,629
营运现金流	1,818	5,542	1,172	2,780
经营性现金流	1,160	4,027	1,615	2,398
经调整总债务	6,418	5,842	9,337	13,767
经调整总债务/EBITDA（倍）	2.7	0.9	5.4	3.8
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	6.3	21.7	3.8	5.5
营运现金流/经调整总债务（%）	28.6	94.8	12.7	20.4
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	5.9	17.7	4.2	4.9
EBITDA 利润率（%）	12.3	43.2	17.9	20.3

资料来源：Wind，标普信评。

二、个体信用状况

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖倍数达到 1.2 倍。

表4

流动性来源	流动性用途
未来 12 个月，公司在手现金及现金等价物、营运资金净流入、营运资本净流入、通过多种渠道获得流动性资金合计 45-55 亿元。	未来 12 个月，公司偿还债务、资本开支、分红等现金流出合计 35-45 亿元。

注：数据截止至 2021 年 9 月末。

资料来源：Wind，标普信评。

表5

债务本金到期分布情况

期限	金额（单位：百万元）
一年以内	4,814
一年以上	3,255
合计	8,070

注：数据截止至 2021 年 9 月末，债务本金包含短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和租赁负债等科目。

资料来源：Wind，标普信评。

三、主体信用等级

我们认为，公司在极端情况下获得外部支持的可能性很小。公司虽然是控股股东碱业集团的核心运营平台，对于集团的重要性为“极高”，但是碱业集团除三友化工外无其他重要业务，在极端情况下预计无法为三友化工提供有效的外部支持。同时，碱业集团自身虽然有一定债务，但规模不大，预计也不会对三友化工产生明显的负面影响。

综上，我们认为三友化工的主体信用等级为 $BBB_{spc(u)}$ 。

分项评估

主体信用等级： $BBB_{spc(u)}$ /稳定

业务状况：4/尚可

行业风险：4/较高

竞争地位：4/尚可

财务风险：2/低

评级基准：bbb

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况： $bbb_{spc(u)}$

外部影响：0

附录

附录1： 主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021.1-9
货币现金和交易性金融资产	3,122	2,990	2,803	3,071
固定资产	15,272	15,574	15,433	14,966
资产总计	25,337	24,804	24,293	26,921
短期借款	3,429	3,157	2,453	2,213
应付票据及应付账款	3,872	3,094	2,956	3,463
一年内到期的非流动负债	440	2,283	1,405	1,857
长期借款	1,400	671	1,281	1,020
应付债券	2,721	1,827	1,557	1,543
所有者权益合计	11,779	12,042	12,446	13,574
营业收入	20,174	20,515	17,780	17,265
营业成本	14,790	16,395	14,529	13,195
销售费用	834	918	180	150
管理费用	1,581	1,513	1,451	1,271
财务费用	417	419	281	187
利润总额	2,109	936	886	2,031
净利润	1,702	740	753	1,636
经营活动现金流入小计	13,296	13,710	12,433	11,433
经营活动现金流出小计	11,491	12,730	10,347	10,411
经营活动产生的现金流量净额	1,804	980	2,086	1,022
投资活动现金流入小计	5	13	12	4
投资活动现金流出小计	380	262	132	56
投资活动产生的现金流量净额	-375	-248	-120	-52
筹资活动现金流入小计	6,984	7,117	6,284	3,424
筹资活动现金流出小计	7,965	7,908	8,192	4,280
筹资活动产生的现金流量净额	-981	-791	-1,908	-856

调整后财务数据及指标

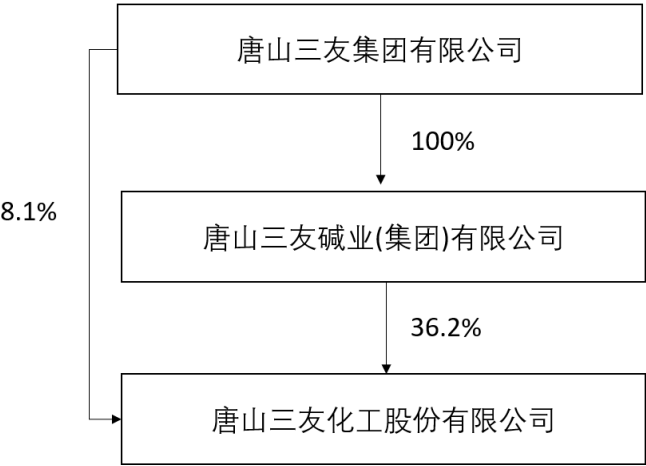
营业收入	20,174	20,515	17,780	17,265
EBITDA	3,685	2,445	2,268	--
营运现金流	2,857	1,844	1,792	--
经营性现金流	1,418	579	1,741	--
利息支出	386	401	345	--
经调整总债务	7,014	7,098	5,738	--
所有者权益合计	11,779	12,042	12,446	--
EBITDA 利润率（%）	18.3	11.9	12.8	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	1.9	2.9	2.5	--
营运现金流/经调整总债务（%）	40.7	26.0	31.2	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	9.5	6.1	6.6	--

营运现金流利息覆盖倍数（倍）	8.4	5.6	6.2	--
----------------	-----	-----	-----	----

注：1、上表中财务数据基于公司披露的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的三友化工 2018 年审计报告、2019 年审计报告、2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年前三季度财务报表；2、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；3、“--”代表数据不可得。

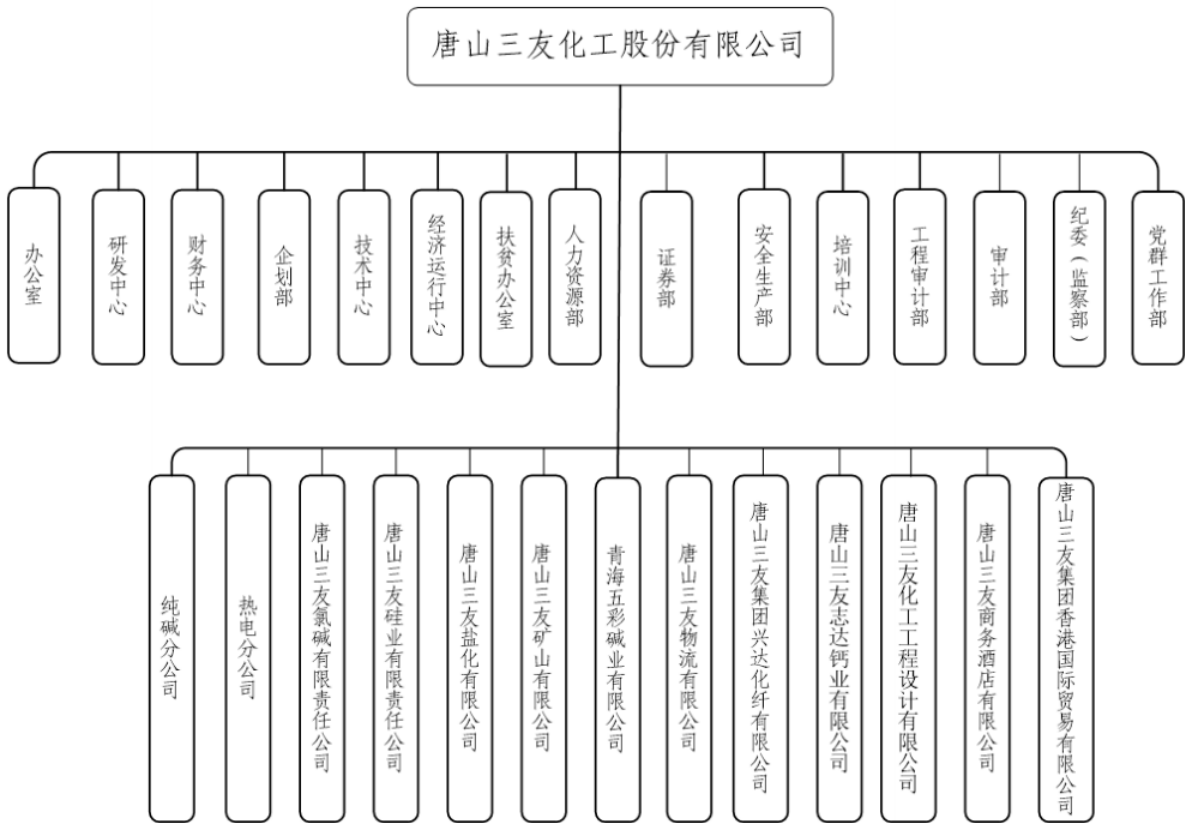
资料来源：Wind，标普信评。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2021 年 9 月末）



资料来源：Wind，标普信评。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2020 年 2 月末）



资料来源：Wind，标普信评。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）=营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整
已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流=EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流量净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利

短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整

资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出

营运现金流利息覆盖倍数=（营运现金流+利息支出）/已付现金利息

资本回报率=EBIT/两年平均资本

EBITDA 利润率=EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	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 _{spc(u)}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc(u)} 级，CCC_{spc(u)} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录6： 跟踪评级安排

在本主动信用评级的有效期内，标普信用评级（中国）有限公司将持续监测与受评主体相关的公开信息，并可能视情况调整该主体的信用等级。

©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。