

新疆中泰化学股份有限公司

2011 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第【28】号 01

债券简称:

第一期, 11 中泰 01; 第二期, 12 中泰债

债券剩余规模:

26 亿元 (其中: 第一期 13 亿元, 第二期 13 亿元)

债券到期日期:

第一期: 2018 年 11 月 03 日, 第二期: 2019 年 03 月 22 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本, 附第五年末上调票面利率及投资者回售选择权

分析师

姓名:

刘书芸 张伟亚

电话:

021-51035670

邮箱:

zhangwy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

新疆中泰化学股份有限公司

2011 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期: AA; 第二期: AA	第一期: AA; 第二期: AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 04 月 18 日	2015 年 05 月 26 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对新疆中泰化学股份有限公司 (以下简称“中泰化学”或“公司”) 及其 2011 年 11 月 03 日发行的第一期公司债券 (以下简称“11 中泰 01”) 与 2012 年 03 月 22 日发行的第二期公司债券 (以下简称“12 中泰债”) 的 2016 年度跟踪评级结果为: 11 中泰 01 债券信用等级维持为 AA, 12 中泰债债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司新增粘胶纤维和纱线业务, 对公司收入和利润形成有益补充; 公司产能规模较大, 产销率较高; 新增业务公司得到政府补助规模较大; 非公开发行股票若顺利实施, 将有利于增强公司资本实力和竞争能力。同时我们也关注到, 氯碱行业产能过剩, 短期内改观仍不明显, 影响公司盈利稳定性; 公司盈利能力有所下滑; 公司负债规模较大且增长较快, 存在较大偿债压力; 公司增资重组新疆圣雄能源股份有限公司 (以下简称“圣雄能源”) 并提供财务资助, 存在一定投资回收风险; 公司对外担保余额较大, 存在一定或有负债等风险因素。

正面:

- 公司新增粘胶纤维和纱线业务, 对公司收入和利润形成有益补充。公司通过控股新疆富丽达纤维有限公司 (以下简称“新疆富丽达”), 2015 年新增粘胶纤维和纱线业务, 收入分别为 27.25 亿元和 8.06 亿元, 毛利率分别为 21.33% 和 18.99%, 对公司收入和利润形成有益补充。
- 公司产能规模较大, 产销率较高。截至 2015 年末, 公司聚氯乙烯、烧碱产能分别

为 150 万吨/年和 110 万吨/年，产销率分别为 99.99% 和 99.29%；公司粘胶短纤、纱线产能分别为 36 万吨/年、115 万吨/年，产销率分别为 98.78% 和 92.94%。

- **公司得到政府补助规模较大。**自 2014 年以来，新疆维吾尔自治区各部门在纺织服装行业方面制定了涉及运费补贴、原料补贴和贷款贴息和税收等方面的多项优惠政策；2015 年公司获得各类政府补助 2.88 亿元，较 2014 年 4,059.25 万元增长 609.70%。
- **非公开发行股票若顺利实施，将有利于增强公司资本实力和竞争能力。**2016 年 3 月 23 日，公司非公开发行股票方案已获得中国证监会审核通过，拟购买相关资产并募集配套资金不超过 27.60 亿元，若方案顺利实施，将有利于提高公司资本实力和完善全产业链经营模式。

关注：

- **氯碱行业产能过剩，短期内改观仍不明显，影响公司盈利稳定性。**由于氯碱行业产能过剩，产品价格持续下跌或低位徘徊，2015 年大连商品交易所 PVC（活跃合约）期货收盘价由年初 5,385.00 元/吨下跌至年末 4,850.00 元/吨，全年下跌幅度为 9.34%，产能过剩情况短期内改观仍不明显，影响公司盈利的稳定性。
- **公司盈利能力有所下滑。**受综合毛利率下降和期间费用水平较高影响，2015 年公司营业利润为 -5,370.69 万元，公司盈利能力有所下滑。
- **公司负债规模较大且增长较快，存在较大偿债压力。**截至 2015 年末，公司负债总额合计 250.63 亿元，同比增长 16.62%，其中有息债务 199.45 亿元，同比增长 17.33%；2015 年公司资产负债率为 67.69%，EBITDA 为 25.08 亿元，EBITDA 利息保障倍数为 2.15，公司存在较大的偿债压力。
- **公司增资重组圣雄能源并提供财务资助，存在一定投资回收风险。**2015 年 9 月公司完成对圣雄能源的增资重组，支付现金合计 5.42 亿元，持有圣雄能源 17.85% 股份，成为圣雄能源第一大股东，并且向其提供 10 亿元财务资助。由于圣雄能源经营业绩和盈利水平受宏观经济波动和产业政策变化影响较大，公司对其经营和业务整合存在不确定性，公司短期内无法获利并存在一定的投资回收风险。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2015 年 12 月 31 日，公司及其子公司对外担保金额共计 19.24 亿元，占同期归属于母公司所有者权益比例为 18.93%，其中对圣雄能源保证担保 19.14 亿元。由于公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	3,702,765.45	3,171,405.50	2,500,463.31
归属于母公司所有者权益合计(万元)	1,017,542.73	870,819.75	845,843.15
有息债务(万元)	1,994,465.23	1,699,844.31	1,305,810.70
资产负债率	67.69%	67.76%	65.41%
流动比率	0.68	0.55	1.01
速动比率	0.58	0.43	0.87
营业收入(万元)	1,526,319.94	1,117,695.30	1,204,585.28
营业利润(万元)	-5,370.69	36,189.37	9,670.07
利润总额(万元)	24,743.04	40,101.95	15,460.84
综合毛利率	23.06%	27.30%	22.12%
总资产回报率	3.65%	4.21%	3.57%
EBITDA(万元)	250,835.37	215,881.20	234,936.41
EBITDA 利息保障倍数	2.15	2.21	2.96
经营活动现金流净额(万元)	68,950.49	257,198.55	319,790.77

资料来源: 公司审计报告, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2011】1387号文核准，公司分两期发行了面值总额为26.00亿元的公司债券：11中泰01和12中泰债。11中泰01于2011年11月03日发行，发行总额13.00亿元，票面利率为7.30%；12中泰债于2012年03月22日发行，发行总额为13.00亿元，票面利率为6.50%。11中泰01和12中泰债期限均为7年，均附第五年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

11中泰01和12中泰债均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。对于11中泰01，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2012年至2016年每年的11月03日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个交易日，下同），本金兑付日为2016年11月03日；未回售部分债券的付息日为2012年至2018年每年的11月03日，本金兑付日为2018年11月03日。对于12中泰债，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2013年至2017年每年的03月22日，本金兑付日为2017年03月22日；未回售部分债券的付息日为2013年至2019年每年的03月22日，本金兑付日为2019年03月22日。

跟踪期内，公司于2015年11月03日正常支付11中泰01利息9,490.00万元，于2016年03月22日正常支付12中泰债利息8,450.00万元。截至2016年03月31日，11中泰01和12中泰债本息偿付情况如下表所示。

表1 截至2016年03月31日11中泰01和12中泰债本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付金额	利息支付	期末本金余额
11 中泰 01			
2012年11月5日	0.00	9,490.00	130,000.00
2013年11月4日	0.00	9,490.00	130,000.00
2014年11月3日	0.00	9,490.00	130,000.00
2015年11月3日	0.00	9,490.00	130,000.00
小计	0.00	37,960.00	130,000.00
12 中泰债			
2013年3月22日	0.00	8,450.00	130,000.00
2014年3月24日	0.00	8,450.00	130,000.00
2015年3月23日	0.00	8,450.00	130,000.00
2016年3月22日	0.00	8,450.00	130,000.00
小计	0.00	33,800.00	130,000.00
合计	0.00	71,760.00	260,000.00

资料来源：公司提供

11中泰01和12中泰债募集资金均用于偿还公司债务、优化公司债务结构和补充流动资金。截至2015年12月31日，11中泰01和12中泰债募集资金均已全部使用。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更。截至2015年末，公司注册资本为139,023.91万元，控股股东为新疆中泰（集团）有限责任公司（以下简称“中泰集团”），实际控制人仍为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“新疆国资委”）。

根据新疆国资委《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》（新国资产权〔2016〕64号），同意自2016年1月1日起将乌鲁木齐国有资产经营（集团）有限公司（以下简称“乌鲁木齐国资公司”）持有的乌鲁木齐环鹏有限公司（以下简称“环鹏公司”）100%国有股权无偿划转给中泰集团持有，环鹏公司持有中泰化学5.39%的股份，本次股权无偿划转完成后，环鹏公司将成为中泰集团的全资子公司，截至2016年3月末，上述股权划转事项尚未办理工商变更手续。

跟踪期内，公司经营范围发生了两次变更，具体情况如下：（一）经公司五届十七次董事会、2015年第三次临时股东大会批准，2015年4月8日经新疆自治区工商局核准，公司经营范围新增“化纤浆粕制造；人造纤维、棉纺纱、化纤布、非织造布的生产与销售”。（二）经公司五届二十一次董事会、2015年第五次临时股东大会批准，2015年6月11日经新疆自治区工商局核准，公司经营范围新增“商务信息技术咨询及服务；矿产品、机械设备、五金产品、电子产品、钢材、汽车、汽车配件、食品、烟草制品、酒、农产品、化肥的销售”。

跟踪期内，公司主营业务增加粘胶纤维、纱线的生产和销售，由2014年新纳入合并范围的子公司新疆富丽达经营。跟踪期内，公司合并范围新增4个公司，公司于2015年1月6日通过新疆维吾尔自治区联合产权交易所公开挂牌交易方式受让上海森辉房地产开发有限公司全部股权，股权转让价格为6,877.00万元；公司投资新设子公司中泰国际发展（香港）有限公司、新疆中泰融资租赁有限公司和新疆中泰电力有限公司。

表2 2015年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况					
子公司名称	持股比例	注册资本	首期出资	业务性质	合并方式
中泰国际发展（香港）有限公司	100.00%	200.00	200.00	贸易	投资新设
新疆中泰融资租赁有限公司	100.00%	100,000.00	7,650.00	融资租赁	投资新设
新疆中泰电力有限公司	100.00%	20,000.00	350.00	工业	投资新设
上海森辉房地产开发有限公司	100.00%	1,000.00	-	房地产	挂牌受让

注 1：公司持有子公司新疆中泰融资租赁有限公司 51.00% 股权，子公司中泰国际发展（香港）有限公司持有新疆中泰融资租赁有限公司 49.00% 股权，合计持有新疆中泰融资租赁有限公司 100.00% 股权。

注 2：中泰国际发展（香港）有限公司注册资本和首期出资币种为港元。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2015年12月31日，公司资产总额为370.28亿元，归属于母公司的所有者权益为101.75亿元，资产负债率为67.69%；2015年度，公司实现营业收入152.63亿元，利润总额24,743.04万元，经营活动产生的现金流量净额68,950.49万元。

三、运营环境

跟踪期内，我国聚氯乙烯行业产能下降明显，行业开工率有所提升；但行业产能依然过剩，PVC市场价格持续下跌

跟踪期内，我国聚氯乙烯（PVC）行业仍然处于产能过剩状态，但行业产能下降明显，行业开工率有所提升。在国家及行业政策的引导下，我国PVC企业淘汰落后或闲置产能的步调明显加速，据卓创资讯数据统计，由于多数原计划2015年新上的装置未能如期投产，剔除闲置两年及明确表示淘汰的装置，2015年底我国PVC产能2,216万吨，较2014年下降9.55%，产能下降明显；其中电石法产能占比80%左右，产能集中于新疆、内蒙古、山东、山西天津和河南。从PVC产量来看，据卓创资讯预估，2015年我国PVC产量在1,600万吨，同比上年下降幅度较小，由于产能下降明显，导致行业开工率提升明显，预估2015年行业开工率达到72.2%。

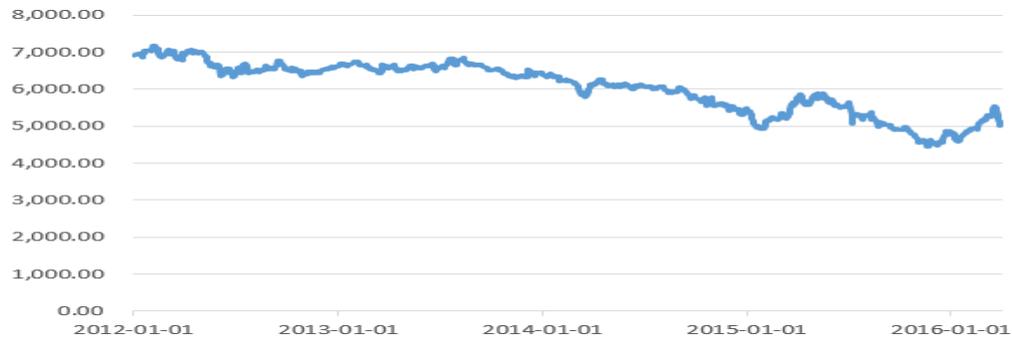
图1 2009-2015年我国PVC产能变化情况



资料来源：卓创资讯

跟踪期内，我国PVC行业虽然产能下降明显，但产能依然过剩，PVC市场价格持续下跌。2015年，大连商品交易所PVC（活跃合约）期货收盘价全年整体走势为“倒V字”形，上半年行情震荡攀升，收盘价由年初5,385.00元/吨上涨至6月份最高价位6,100.00元/吨，下半年市场呈现颓势，价格不断探底，至12月末收盘价下跌至4,850.00元/吨，全年下跌幅度达到9.34%。PVC主要应用于建材、包装和医药等领域，其中建材需求占50%以上。2015年我国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，房地产投资增速明显下滑，建材市场将延续疲软态势，对PVC需求难有释放，行业长期产能过剩的矛盾短期内改观仍不明显。

图2 2012年-2016年3月大连商品交易所PVC（活跃合约）期货收盘价情况（单位：元/吨）

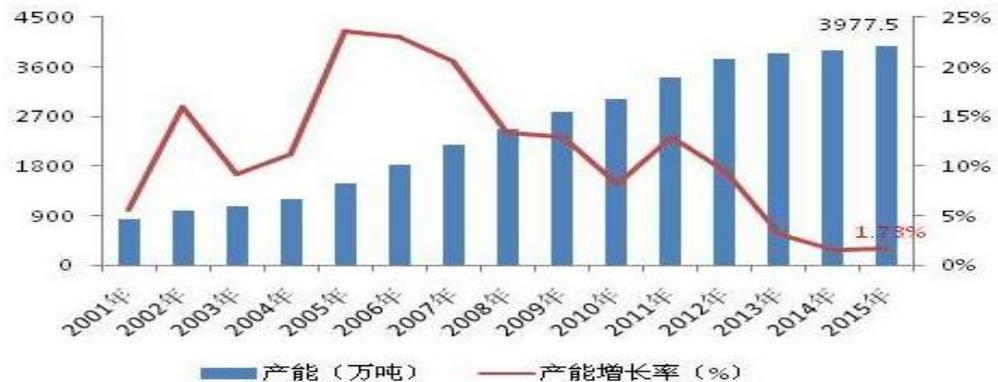


资料来源：wind 资讯，鹏元整理

跟踪期内，我国烧碱行业产能增长率大幅放缓，产能依然过剩；烧碱价格小幅回暖，价格依旧低位徘徊，短期内难以改变

跟踪期内，由于产能供大于求的问题日益突出，企业亏损加重和隔膜碱装置淘汰及因资金等问题长期停产装置退出，烧碱产能增长率大幅度放缓。据广东塑料交易所统计，2015年国内烧碱总产能达3,977.5万吨，退出产能104.5万吨，新增产能172万吨，产能增速为1.73%。2015年我国烧碱产量排名前四的省份分别是山东、江苏、内蒙古、新疆，占全国烧碱总产量的54%；其中山东省以烧碱厂家39家，烧碱产量689.16万吨，位居全国烧碱总厂家数和总产量之首。

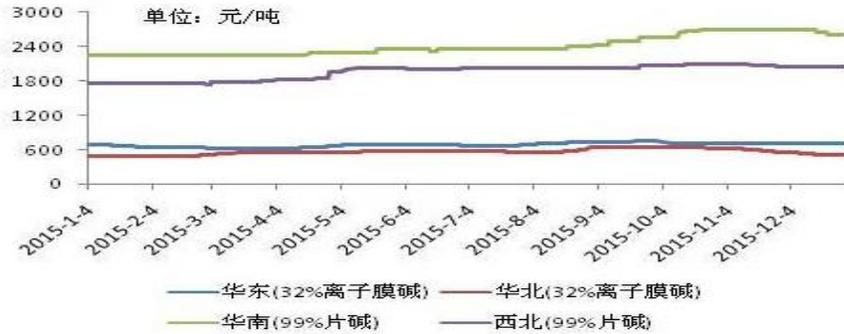
图3 2001-2015年国内烧碱产能及同比增速对比



资料来源：广东塑料交易所

在国家淘汰落后产能及节能环保政策重压下，据国家统计局数据显示，2015年国内烧碱产量为3,028.1万吨，同比下降1.4%，产能利用率为76.13%，行业产能依然过剩。在造纸、印染、化纤等行业需求低迷拖累下，烧碱整体消费量并无起色，2015年1-11月国内烧碱表观消费量为2,590.24万吨，同比下降4.03%。受印度反倾销以及“8·12”天津港爆炸事故影响，2015年液碱和固碱的出口量分别为112.77万吨和60.78万吨，较上年相比分别下降8.10%和16.64%，烧碱出口量进一步萎缩，烧碱外需阻力增大。从价格来看，2015年国内烧碱价格行情呈现小幅回暖的态势，结束自2013年9月以来的下行走势，但依旧在低位徘徊，短期内难以改变。

图4 2015年国内主要产区烧碱价格走势



资料来源: 广东塑料交易所

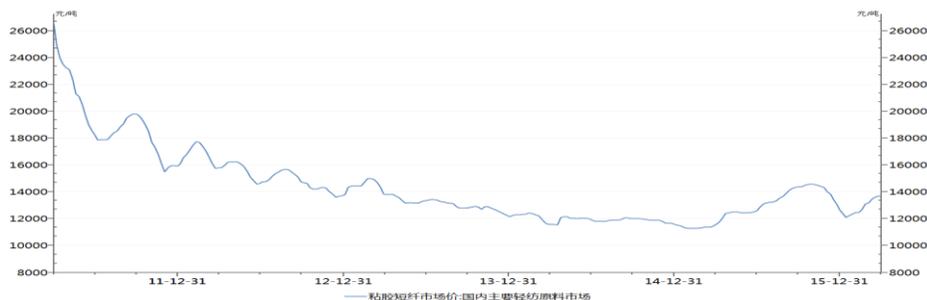
跟踪期内, 我国粘胶短纤产能增速放缓, 产能过剩有所缓解, 价格有所反弹

跟踪期内, 我国粘胶短纤产能增速放缓, 根据中国纺织报统计, 2015年度我国粘胶短纤行业产能为386万吨, 增产率仅为2.9%, 增速较上年继续下降。从产能分布来看, 华东地区继续为我国粘胶短纤首要产能集中地, 逾5成产能集中于此; 西北、华北和西南地区产能占比分别为15%、13%和8%。2015年我国粘胶短纤行业产量为318万吨, 表观消费量310万吨, 产能利用率为82%, 行业供应量较为充足, 平均产销率为75%, 产能过剩情况有所缓解。

国内主要轻纺原料市场的粘胶短纤价格自2015年3月以来持续走高, 到10月份达到14,580.00元/吨, 较年初累计上涨3,010元, 粘胶短纤价格触底反弹; 自11月中旬后, 随着厂家积累订单逐步消耗, 粘胶短纤厂家产销转弱, 不到2个月的时间内, 价格从14,580.00元/吨再次跌至年末13,050.00元/吨, 2015年粘胶短纤累计上涨12.79%。

2015年, 国务院2号文件出台了《支持新疆发展纺织服装促进就业的指导意见》, 国家及新疆自治区出台投资优惠政策, 刺激各地大企业到新疆投资纱锭项目。根据《新疆关于发展纺织服装产业带动就业的意见》(新政发〔2014〕50号), 2018年新疆棉纺产能将达到1,300万锭, 2023年将达到2,000万锭。由于新疆投资政策较为优惠, 短期内, 内地纺纱企业主动将普通产品产能向新疆地区逐步转移, 新疆地区出现了纱线产能快速投资的情况。

图5 2011年-2016年3月国内主要轻纺原料市场粘胶短纤价格情况



资料来源: wind资讯

四、经营与竞争

公司主营业务为氯碱和纺织原料两大业务板块，主要产品包括聚氯乙烯树脂（PVC）、烧碱、粘胶纤维和纱线等，其中粘胶纤维和纱线的生产销售由子公司新疆富丽达经营。2014年底公司控股新疆富丽达，因此2015年公司主营业务增加粘胶纤维、纱线的生产与销售，同时加大了贸易业务，2015年公司实现营业收入152.63亿元，较上年增长36.56%。

受产品价格行业性下跌影响，聚氯乙烯销售收入较上年下降12.48%。2015年公司向新疆富丽达销售50%液碱23.98万吨，合并报表后该部分收入合并抵消不再计入公司营业收入，因此氯碱类产品销售收入较上年下降18.35%。受电力公司调配，自备电厂未能满负荷发电，公司电力销售收入较上年大幅下降。跟踪期内，公司围绕氯碱和纺纱产业，积极整合产业链上下游供应商和客户的业务需求，开展多元化经营，由于公司增资重组圣雄能源，新增贸易业务规模较大，2015年公司贸易收入为24.55亿元，其中与圣雄能源的贸易收入为11.22亿元。2015年公司综合毛利率为23.06%，较上年下降4.24个百分点，与公司传统聚氯乙烯和氯碱类产品相比，新增贸易业务毛利率相对较低，因此导致公司毛利率有所下降。

表3 2014-2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年			2014年		
	金额	毛利率	占营业收入比重	金额	毛利率	占营业收入比重
聚氯乙烯	743,844.97	22.91%	48.74%	849,936.91	23.70%	76.04%
氯碱类产品	163,617.61	47.00%	10.72%	200,385.44	45.88%	17.93%
粘胶纤维	272,451.45	21.33%	17.85%	-	-	-
纱线	80,622.53	18.99%	5.28%	-	-	-
贸易	245,492.47	10.35%	16.08%	-	-	-
电	1,745.47	-20.78%	0.11%	6,000.93	7.81%	0.54%
其他业务	18,545.43	33.56%	1.22%	61,372.02	18.35%	5.49%
营业收入合计	1,526,319.94	23.06%	100.00%	1,117,695.30	27.30%	100.00%

资料来源：公司提供、鹏元整理

公司聚氯乙烯、氯碱类产品产销量小幅增长，受价格下跌和新疆富丽达合并报表影响，销售收入规模有所下降，但该业务毛利率水平较为稳定；受电力公司调配和结算调整影响，公司电的销售收入和毛利率下降幅度较大

2015年公司聚氯乙烯和烧碱产能保持稳定，热电和电石产能增长较快。截至2015年末，公司聚氯乙烯、烧碱产能分别为150万吨/年和110万吨/年，较上年保持持平。跟踪期内，公司聚氯乙烯和烧碱产销量均小幅增长。2015年公司聚氯乙烯树脂与烧碱（含自用量）产量分别为161.47万吨和113.66万吨，较上年分别增长0.74%和1.70%；销量分别为161.45万吨和112.85万吨，较上年分别增长0.17%和3.56%；产销率分别为99.99%和99.29%，聚氯乙烯树脂较上年下降0.57

个百分点，烧碱较上年提高1.79个百分点。从库存来看，2015年末公司聚氯乙烯树脂与烧碱库存分别3.77万吨和3.91万吨，分别较上年增加0.02万吨和0.81万吨。

表4 2014-2015年公司聚氯乙烯树脂和烧碱产品产销情况（单位：万吨）

项目		2015年	2014年
聚氯乙烯树脂	生产量	161.47	160.29
	销售量	161.45	161.18
	产销率	99.99%	100.56%
	库存量	3.77	3.75
烧碱 (含自用量)	生产量	113.66	111.76
	销售量	112.85	108.97
	产销率	99.29%	97.50%
	库存量	3.91	3.10

注：烧碱的生产量和销售量均含自用量，即包括公司向新疆富丽达销售的23.98万吨50%液碱。

资料来源：公司提供、鹏元整理

跟踪期内，聚氯乙烯树脂市场震荡下行，烧碱市场低位徘徊，2015年公司聚氯乙烯树脂销售均价5,390元/吨，较上年下降660元/吨；固碱销售均价2,082元/吨，较上年下降70元/吨。受产品价格下跌影响，公司聚氯乙烯销售收入较上年下降12.48%；由于新疆富丽达合并报表，氯碱类产品剔除了公司向新疆富丽达销售的液碱，氯碱类产品销售收入较上年下降18.35%。从毛利率来看，2015年公司聚氯乙烯毛利率为22.91%，较上年下降0.79个百分点；氯碱类产品毛利率为47.00%，较上年提高1.12个百分点，氯碱业务毛利率水平相对稳定。

截至2015年末，新疆中泰化学托克逊能化有限公司（以下简称“托克逊能化”）60万吨/年电石配套2×30万千瓦动力站项目已建设完工，其中电石项目已全部投产，配套动力站1号机组已并网发电，2015年公司热电与电石产能提高至150万千瓦/年和188万吨/年，分别较上年增长25.00%和46.88%，在一定程度上保证了聚氯乙烯稳定的电石原料供应，降低了生产成本。2015年公司发电98.42亿度，较上年增长16.08%，但由于受电力公司调配自备电厂未能满负荷发电，公司发电收入下降幅度较大；由于电力公司对公司调配范围外富余上网电量不予结算，公司发电毛利率比上年下降28.59个百分点。

2015年公司新增粘胶纤维和纺纱业务，产业链进一步完善，使得公司收入和利润形成有益补充；得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

跟踪期内，公司主营业务新增粘胶纤维、纺纱的生产与销售，由2014年新纳入合并范围的子公司新疆富丽达经营，氯碱—粘胶纤维—纺纱上下游一体化发展模式初步形成，公司产业链进一步完善。由于新疆富丽达于2014年12月31日开始纳入合并报表，因此粘胶纤维和纱线业务收入当年并未体现。2015年公司粘胶纤维和纱线收入分别为27.25亿元和8.06亿元，毛利率分别为21.33%和18.99%，对公司收入及利润形成有益补充。

截至2015年末，公司粘胶短纤、纱线和棉浆粕产能分别为36万吨/年、115万吨/年和10万吨

/年。公司粘胶短纤和纱线产销状况较好，2015年公司粘胶短纤和纱线生产量分别为32.86万吨和6.37万吨，销售量分别为32.46万吨和5.92万吨，产销率分别为98.78%和92.94%，库存量分别为3.18万吨和0.18万吨。2015年粘胶短纤市场价格触底反弹并逐步回升，公司粘胶短纤销售均价12,243元/吨。2015年粘胶纱线市场价格整体趋势与粘胶短纤类似，公司期间纱线销售均价15,932元/吨。

表5 公司粘胶纤维和纱线产品产销情况（单位：万吨）

项目		2015年
粘胶短纤 (含自用量)	生产量	32.86
	销售量	32.46
	产销率	98.78%
	库存量	3.18
纱线	生产量	6.37
	销售量	5.92
	产销率	92.94%
	库存量	0.18

注：粘胶短纤的销售量含自用量，即包括新疆富丽达向巴州金富特种纱业有限公司（以下简称“金富纱业”）销售的6.42万吨粘胶短纤。

资料来源：公司提供、鹏元整理

为推动新疆纺织业发展，中央和新疆维吾尔自治区政府在新疆纺织服装产业方面制定了涉及运费、原料、电费、贷款贴息和税收等方面的多项优惠政策。同内地企业相比，新疆地区的纺纱成本具有较大的优势，这将显著增强新疆富丽达的竞争能力。作为新疆国资委下属的重点企业，新疆富丽达在获得政府补贴方面较有优势。

表6 新疆富丽达享受的部分优惠政策

序号	单位	文件名称	主要内容	文件号
1	财政部、海关总署、国家税务总局	《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》	自2011年1月1日至2020年12月31日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按15%的税率征收企业所得税。对西部地区内资鼓励类产业、外商投资鼓励类产业及优势产业的项目在投资总额内进口的自用设备，在政策规定范围内免征关税。纺织行业属于鼓励类产业。	财税【2011】58号
2	新疆维吾尔自治区财政厅、新疆维吾尔自治区经济和信息化委员会	《关于提高新疆棉纱棉布运费补贴标准有关问题的通知》	对以新疆地产棉花(含粘胶纤维)为原料生产并运往内地销区的棉纱类产品，给予出疆运输费用补贴。北疆地区生产的棉纱类产品，32支以上(含32支)棉纱类产品中央和自治区每吨共补贴800元，32支以下棉纱类产品中央和自治区每吨共补贴700元；南疆地区生产的棉纱类产品，每32支以上(含32支)棉纱类产品中央和自治区每吨共补贴1000元，32支以下棉纱类产品中央和自治区每吨共补贴900元。	新财建【2014】434号

3	新疆维吾尔自治区财政厅、新疆维吾尔自治区经济和信息化委员会	《新疆维吾尔自治区纺织企业使用新疆地产棉补贴资金管理暂行办法》	当新疆棉花价格高于同期进口棉价格 1500 元/吨时，使用新疆地产棉花和粘胶纤维并实现销售，按粘胶纱与粘胶纤维用量按 1:1 单耗系数折算，给予每吨补贴 800 元。	新财建【2014】433号
4	新疆维吾尔自治区财政厅、新疆维吾尔自治区经济和信息化委员会、新疆维吾尔自治区金融工作办公室、中国人民银行乌鲁木齐中心支行、中国银行业监督管理委员会新疆监管局	《新疆维吾尔自治区纺织服装企业贷款财政贴息管理暂行办法》	对自治区纺织服装企业贷款给予财政贴息。贴息率按照企业从金融机构实际贷款的 2-4 个百分点利率确定，固定资产贷款给予 2 个百分点利率贴息，流动资金贷款给予 4 个百分点利率贴息。2017 年起项目固定资产贷款和生产性流动资金贷款贴息率分别下调 0.5 个百分点。固定资产贷款贴息年限按实际贷款年限为准，最长不超过 5 年；流动资金贷款贴息年限按实际贷款年限为准，最长不超过 3 年。	新财建【2014】430号

资料来源：公开资料、鹏元整理

公司国内销售区域依然集中于疆内、华东和华南地区，由于新增粘胶短纤、纱线和贸易业务，国内销售占比提升较大；受外部因素影响，国外销售规模和占比下降明显；公司客户集中度和采购集中度均小幅下降

从公司营业收入区域分布来看，国内销售区域依然集中于疆内、华东和华南地区，2015 年上述三个区域销售收入占营业收入比重为 79.93%，较上年提升了 16.71 个百分点。2015 年公司疆内销售收入为 38.67 亿元，同比上升 96.12%，占营业收入的比重为 25.34%，较上年提升了 7.70 个百分点，系由于跟踪期内公司增加了贸易业务，相应的营业收入归类在疆内。公司新增粘胶短纤和纱线收入规模较大，其销售区域主要集中于华东和疆内，受此影响，2015 年公司华东地区销售收入为 56.62 亿元，同比上升 85.12%，占营业收入比重为 37.09%，较上年提升了 9.71 个百分点。

从出口方面来看，2015 年公司国外销售收入为 7.91 亿元，同比下降 63.50%；占营业收入比重为 5.19%，较上年下降 14.21 个百分点。由于俄罗斯及中亚等国货币贬值幅度较大，且印度商工部反倾销局决定对来自中国的烧碱产品征收 48.39 美元/吨的反倾销税，对公司国际市场的销售冲击较大，2015 年公司出口收入总额和占比均下降幅度较大。

表7 2014-2015年公司营业收入分区域情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比
疆内	386,695.20	25.34%	197,172.80	17.64%
华东	566,177.98	37.09%	306,001.58	27.38%
华南	267,078.46	17.50%	203,456.69	18.20%
华北	38,163.73	2.50%	38,797.04	3.47%
华中	100,386.67	6.58%	80,462.34	7.20%
东北	60.81	0.00%	2,290.68	0.20%

西南	82,933.26	5.43%	69,237.97	6.20%
西北	5,695.49	0.37%	3,462.64	0.31%
出口	79,128.34	5.19%	216,813.56	19.40%
合计	1,526,319.94	100.00%	1,117,695.30	100.00%

资料来源：公开资料、鹏元整理

2015年，公司对前五大客户实现销售额合计为29.36亿元，较上年增长19.57%；由于公司营业收入规模扩大，前五大客户占公司销售总额比例为19.24%，占比较上年下降2.73个百分点，客户集中度略有下降。

表8 公司产品销售前五大客户及占比情况（单位：万元）

年度	序号	前五大客户	销售金额	占销售总额比例
2015年	1	浙江特产石化有限公司	80,951.71	5.30%
	2	广东联塑科技实业有限公司	63,467.86	4.16%
	3	远大石化有限公司	60,446.28	3.96%
	4	无锡利源化工集团有限公司	51,403.45	3.37%
	5	上海海螺型材有限责任公司	37,370.65	2.45%
			合计	293,639.95
2014年	1	浙江特产石化有限公司	59,481.30	5.32%
	2	上海海螺型材有限责任公司	57,032.78	5.10%
	3	广东联塑科技实业有限公司	55,351.42	4.95%
	4	远大石化有限公司	37,571.87	3.36%
	5	无锡利源化工集团有限公司	36,135.81	3.23%
			合计	245,573.19

资料来源：公司提供

2015年，公司前五大供应商采购额合计为26.85亿元，占全年采购总额的比重为28.15%，较2014年下降1.68个百分点，采购集中度小幅下降。

表9 公司前五大供应商及占比情况（单位：万元）

年度	序号	前五大供应商	采购金额	占采购总额比例
2015年	1	新疆圣雄能源股份有限公司	87,247.40	9.15%
	2	新疆蓝天石油化学物流有限责任公司	66,347.57	6.95%
	3	新疆新冶能源化工股份有限公司	58,093.74	6.09%
	4	乌鲁木齐环鹏有限公司	33,487.06	3.51%
	5	新疆能源（集团）产业链有限责任公司	23,352.92	2.45%
			合计	268,528.69
2014年	1	新疆新冶能源化工股份有限公司	136,189.06	15.62%
	2	国网新疆电力公司昌吉供电公司	33,851.24	3.88%
	3	乌鲁木齐环鹏有限公司	33,172.67	3.81%
	4	新疆圣雄能源股份有限公司	29,516.23	3.39%
	5	新疆蓝天石油化学物流有限责任公司	27,273.40	3.13%
			合计	260,002.60

资料来源：公司提供

公司获得较大规模的政府补助，在一定程度上缓解了运费压力，提升了盈利水平；但由于运费规模较大且存在一定刚性，仍将保持较高水平，对公司盈利产生一定影响

目前公司产品销售大部分的运输费均由公司承担，对公司盈利造成较大影响。公司运费主要包括销售主营产品所产生的疆内公路运输费与疆外及出口的铁路运输费，以及原料采购的公路运输费。2015年公司运输费用达到了17.58亿元，占公司营业收入比重为11.52%，比重较2014年下降了0.16个百分点。

跟踪期内公司获得的各类政府补助总额2.88亿元，较2014年4,059.25万元增长609.70%，系由于公司获得较大规模的铁路运输补贴，且公司控股子公司新疆富丽达获得库尔勒经济技术开发区财政局运费、原料和贷款贴息补贴规模较大。由于公司获得政府补助规模较大，在一定程度上缓解了公司运费压力，提升了公司盈利水平。

表10 2015年公司获得主要政府补助情况（单位：万元）

序号	补助项目	发放主体	发放原因	性质类型	金额
1	新疆维吾尔自治区经济和信息化委员会铁路运输补贴	新疆维吾尔自治区经济和信息化委员会	补助	因承担国家为保障某种公用事业或社会必要产品供应或价格控制职能而获得的补助	6,776.13
2	乌鲁木齐市财政国库收付中心加工贸易奖励资金	乌鲁木齐市财政国库收付中心	奖励	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助	1,774.99
3	拆迁购置固定资产政府补助	乌鲁木齐市财政局	补助	因符合地方政府招商引资等地方性扶持政策而获得的补助	820.95
4	贷款贴息补贴	库尔勒经济技术开发区财政局	补助	因符合地方政府招商引资等地方性扶持政策而获得的补助	5,219.50
5	运费补贴收入	库尔勒经济技术开发区财政局	补助	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助	5,490.13
6	原料补贴收入	库尔勒经济技术开发区财政局	补助	因从事国家鼓励和扶持特定行业、产业而获得的补助	4,879.21
7	新建纺织产能补贴	库尔勒经济技术开发区财政局	补助	因符合地方政府招商引资等地方性扶持政策而获得的补助	339.48
-	合计	-	-	-	25,300.39

资料来源：2015年公司审计报告，鹏元整理

需要关注的是，由于运输费用存在一定刚性，预计未来公司运输费用仍将保持较高水平，进而对公司盈利产生较大影响。

“煤-电-氯碱-粘胶纤维-纺纱”一体化产业链日益完善，有利于控制生产成本和增强经营实力，使公司在行业内具有较强的竞争实力

公司主营业务是氯碱和粘胶纤维、纺纱，跟踪期内，公司“煤-电-氯碱-粘胶纤维-纺纱”纵向一体化产业链日益完善，已成为国内氯碱行业内少数拥有完整一体化产业链的优势企业。

在上游产业链延伸方面，公司积极掌控原料资源，控制产业链上游资源，保障资源供应和低成本生产。跟踪期内托克逊能化60万吨/年电石配套60万千瓦动力站项目中60万吨电石项目和一台30万千瓦机组投产，进一步保障PVC的电石原料供应。煤炭资源方面，公司已获得新疆准东煤田南黄草湖勘查区248.6平方公里的探矿权，矿区煤炭矿产资源储量共计约147亿吨。原盐资源方面，控股子公司托克逊县中泰化学盐化有限责任公司拥有开采权的盐矿已探明储量6,973万吨。石灰石资源方面，全资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的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拥有阜康市双峰山石灰岩勘查区6.24平方公里的探矿权。公司逐步掌控氯碱行业所需的煤炭、原盐、石灰石等资源，夯实了原料供应基础。

在下游产业链延伸方面，公司通过投资新疆富丽达并取得其控制权后，形成“氯碱-粘胶纤维-纺纱”产业链。新疆富丽达生产粘胶短纤的重要化学原料烧碱全部由公司供应，同时新疆富丽达控股的金富纱业和新疆富丽震纶棉纺有限公司（以下简称“富丽震纶”）为其直接下游纱线生产厂商，新疆富丽达生产的粘胶短纤优先保证对金富纱业和富丽震纶生产所需粘胶短纤的供应，减少了整个产业链的物流运输成本，延伸了下游产业并稳固了公司烧碱产品的市场。

在项目建设方面，跟踪期内托克逊能化60万吨/年电石配套2*30万千瓦动力站项目陆续建成投产，公司电石、自配产能将进一步提升，有利于公司原材料成本控制。新疆富丽达4万吨粘胶纤维技改项目建成投产，其控股子公司富丽震纶200万锭纺纱项目及金富纱业130万锭纺纱二期65万锭项目按计划稳步推进，其中金富纱业已投产2个车间，截至2015年末累计具备90万锭纺纱生产能力；富丽震纶投产3个车间，截至2015年末具备25万锭纺纱生产能力。

表11 截至2015年末公司重大在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	开工日期	预计达产时间
托克逊能化一期 60 万吨电石项目	186,651.00	148,103.29	2013 年	2016 年
托克逊能化一期 2*30 万千瓦动力站项目	309,750.00	271,200.74	2013 年	2016 年
金富纱业 130 万锭纺纱（二期） 即 65 万锭纺纱项目	108,341.00	28,573.73	2015 年	2017 年
金富纱业 20 万锭纺纱项目	46,660.00	176.16	2015 年	2017 年
富丽震纶 200 万锭纺纱项目	400,000.00	47,981.98	2015 年	2018 年
合计	1,051,402.00	496,035.90	-	-

资料来源：公司提供

待金富纱业在建的130万锭纱锭二期生产线以及20万锭纱锭生产线顺利投产后，金富纱业的粘胶纱年产能将达到15万吨/年，预计消耗粘胶短纤15万吨；同时随着富丽震纶200万纱锭的投产，富丽震纶粘胶纱年产能将达到20万吨/年，预计消耗粘胶短纤23.5万吨；两家合计消化38.5万吨，新疆富丽达的粘胶纤维将基本实现内部消化。项目全部建成投产后，公司氯碱-粘胶纤维-纺纱产业链优势将进一步凸显，但粘胶短纤和粘胶纱产品的市场价格波动会对公司整体收入和盈利水平产生较大影响，截至2015年末，重大在建工程尚需投入55.54亿元，公司存在一定的资金压力。

总体来看，公司围绕“煤-电-氯碱-粘胶纤维-纺纱”纵向一体化战略不断延伸产业链，充分发挥资源优势，提高电石和电力自给比例，同时将业务延伸至粘胶纤维下游纺织行业，实施多元化经营，公司的整体竞争实力逐步增强。但由于氯碱和纺织行业产能依然过剩，且在建工程投资规模较大，公司同时也面临激烈的行业竞争和较大的资金压力。

公司通过对圣雄能源增资重组，有利于发挥优势形成产业协同效应和规模效应，促进业务转型升级；但圣雄能源财务状况较差，公司存在一定的对外投资回收风险

跟踪期内，公司于2015年3月16日与圣雄能源签署增资扩股意向书，公司拟以现金增资圣雄能源，增资完成后公司持有其17.85%的股权。2015年9月，公司完成对圣雄能源的增资重组，圣雄能源成为公司参股公司，支付现金金额合计为54,201.69万元，重组完成后公司持有圣雄能源758,065,559股，占圣雄能源注册资本的17.85%，成为圣雄能源第一大股东。

圣雄能源为公司电石供应商，成立于2006年12月12日，注册资本424,686.5879万元，主营业务为聚氯乙烯树脂、烧碱、电石、煤炭生产和销售。圣雄能源地处南北疆及通往内地的枢纽区和优质煤炭、石灰石、原盐等的资源区，区位优势较好，有利于资源的就地转换。圣雄能源在托克逊县阿乐惠镇阿拉沟沟口建设了圣雄同心工业园，圣雄能源已基本形成完整的氯碱循环经济产业链。

截至2015年末，圣雄能源资产总额为106.00亿元，归属于母公司所有者权益为25.88亿元，资产负债率为75.67%；2015年度，圣雄能源实现营业收入12.86亿元，净利润为-10.38亿元（以上财务数据未经审计）。由于近几年氯碱行业一直处于低迷状态，产品价格持续下跌，圣雄能源经营状况不佳，且存在产能不匹配和资金紧张等问题，圣雄能源财务状况较差。由于公司长期从事氯碱行业，具备较为丰富的行业经验和专业的人才队伍，为控制圣雄能源的经营管理风险，公司已派出管理团队接管圣雄能源的全部生产经营工作，完善规章制度，重新调整组织架构，建立健全管理流程，对圣雄能源产、供、销及财务管理、资金管理进行了规范和统一。

表12 2014-2015年圣雄能源主要财务信息（单位：万元）

项目	2015-12-31	2014-12-31
流动资产	198,140.15	176,960.40
非流动资产	861,842.02	868,802.93
资产合计	1,059,982.16	1,045,763.32
流动负债	452,845.44	483,695.75
非流动负债	349,264.80	314,187.23
负债合计	802,110.23	797,882.98
少数股东权益	-944.70	956.69
归属于母公司所有者权益	258,816.63	246,923.65
资产负债率	75.67%	76.30%

项目	2015年	2014年
营业收入	128,559.22	194,738.46
净利润	-103,826.97	-78,459.12
综合收益总额	-103,826.97	-78,459.12

资料来源：公开资料、鹏元整理

公司向圣雄能源投资，可发挥双方的优势互补，形成产业协同效应和规模效应，提高疆内氯碱行业集中度，提升公司利润水平。需要关注的是，圣雄能源目前经营业绩不佳且财务状况较差，其经营业绩和盈利水平受宏观经济波动和产业政策变化影响较大，公司对其经营和业务整合存在不确定性，公司短期内无法获利并存在一定的投资回收风险。

公司拟通过非公开发行股份购买新疆蓝天石油化学物流有限责任公司、新疆富丽达和金富纱业全部剩余股权，有利于提高公司资本实力和完善全产业链经营模式；但交易标的公司增值率较高，且经营业绩和盈利水平受宏观经济波动和产业政策变化影响较大，公司存在一定的业务整合管理风险

公司于2015年8月10日公告筹划发行股份购买资产事项，拟购买标的资产包括新疆蓝天石油化学物流有限责任公司（以下简称“蓝天物流”）100%股权、公司控股子公司新疆富丽达剩余少数股东54%的股权及新疆富丽达控股子公司金富纱业剩余少数股东49%的股权，同时募集配套资金不超过276,000万元，交易方式为非公开发行股份购买资产。

公司收购新疆富丽达54%股权、金富纱业49%股权和蓝天物流100%股权所需支付的对价分别为184,282.63万元、19,961.00万元和72,544.15万元。公司向特定投资者非公开发行股票募集配套资金的定价原则为询价发行，定价基准日为公司第五届董事会第三十次会议决议公告日，发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即不低于7.32元/股。经中国证监会上市公司并购重组委员会于2016年3月23日召开的2016年第20次并购重组委工作会议审核，发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项已获无条件通过。

表13 拟发行股份购买资产标的和交易对方

交易标的	交易对方	持有标的资产股权比例
------	------	------------

新疆富丽达 54% 股权	浙江富丽达股份有限公司	43.61%
	新疆中泰（集团）有限责任公司	5.00%
	新疆泰昌实业有限责任公司	2.94%
	新疆富达投资担保有限公司	2.45%
金富纱业 49% 股权	杭州金丰纺织有限公司	33.00%
	杭州康源投资管理有限公司	8.00%
	杭州永固汽车零部件有限公司	8.00%
蓝天物流 100% 股权	新疆中泰（集团）有限责任公司	51.00%
	厦门世纪宝伦投资有限公司	20.00%
	新疆九洲恒昌物流有限公司	13.00%
	乌鲁木齐鑫汇鑫化工有限责任公司	5.00%
	新疆鑫和聚丰投资有限公司	4.00%
	刘金国	4.00%
	新疆振坤物流有限公司	3.00%

资料来源：公开资料、鹏元整理

依据中联资产评估集团有限公司出具的中联评报字【2015】第1770号、中联评报字【2015】第1769号、中联评字【2015】第1768号《资产评估报告》，截至评估基准日2015年9月30日，各标的资产的账面价值、评估方法、评估结果以及增值幅度如表14所示。公司采用收益法得出的评估值作为标的公司全部权益在基准日时点的价值，因此新疆富丽达、金富纱业和蓝天物流增值率分别为44.47%、72.30%和1,074.55%。

表14 标的资产基于不同评估方法的评估价值和增值率（单位：万元）

项目	新疆富丽达 100% 股权	金富纱业 100% 股权	蓝天物流 100% 股
账面值	236,220.12	23,643.44	6,176.31
资产法评估值	263,307.54	25,221.07	30,740.42
资产法增值率	11.47%	6.67%	397.71%
收益法评估值	341,264.13	40,736.73	72,544.15
收益法增值率	44.47%	72.30%	1,074.55%

资料来源：公开资料、鹏元整理

新疆富丽达、金富纱业和蓝天物流2014年及2015年1-9月份的财务数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，简要数据如表15所示。根据新疆富丽达2015年1-9月经审计的合并财务报表，粘胶短纤和粘胶纱的营业收入合计达到266,178.89万元、净利润达到14,317.71万元，已成为公司重要的营业收入和净利润增长点。蓝天物流主要为公司以及疆内各类大型企业提供物流运输服务，并逐步拓展供应链服务业务，根据蓝天物流2015年1-9月经审计的合并财务报表，其营业收入为174,470.25万元，净利润为3,123.70万元。

表15 2014-2015年9月末新疆富丽达、金富纱业和蓝天物流资产和经营情况（单位：万元）

项目	新疆富丽达		金富纱业		蓝天物流	
	2015/9/31	2014/12/31	2015/9/31	2014/12/31	2015/9/31	2014/12/31
资产合计	639,499.72	514,354.07	105,447.93	83,419.85	54,106.28	59,237.69
负债合计	381,721.56	310,446.27	81,294.90	64,913.42	46,110.80	50,554.20

所有者权益	257,778.16	203,907.80	24,153.03	18,506.43	7,995.48	8,683.48
项目	2015年1-9月	2014年	2015年1-9月	2014年	2015年1-9月	2014年
主营业务收入	266,178.89	366,151.42	55,455.10	29,588.71	174,470.25	180,702.04
利润总额	15,387.43	7,161.50	5,836.08	3,597.12	3,876.21	5,564.18
净利润	14,317.71	7,122.17	5,646.60	3,493.30	3,123.70	4,659.20

资料来源：公开资料，鹏元整理

通过购买新疆富丽达和金富纱业剩余少数股权，能够使烧碱内部消化实现协同效应。烧碱是新疆富丽达的粘胶短纤产品及其主要原材料棉浆粕的生产所需的主要化工辅料之一，新疆富丽达平均每生产1吨棉浆粕，预计消耗烧碱0.5吨，每生产一吨粘胶短纤，预计消耗烧碱0.6吨。新疆富丽达9万吨绿色制浆以及8万吨差别化纤维技改两个募投项目顺利实施后，新疆富丽达的粘胶纤维生产每年将消耗约34万吨烧碱。通过烧碱在内部消化，可以节约烧碱的运费、加工和包装成本，将提高公司烧碱业务的盈利水平。通过收购蓝天物流，能够为公司全产业链各个环节提供物流供应链服务，能够有效地配置物流资源，保证物流服务质量，提高物流服务效率。蓝天物流可以依托自身在物流领域的既有资源和优势，为新疆富丽达提供集中收购棉短绒等原材料采购的相关供应链服务，可以在一定程度上稳定粘胶短纤产品的原材料价格。

若发行股份购买资产事项顺利实施，公司的资本实力将有所提高，进一步增强对新疆富丽达、金富纱业的控制力，加快公司纺织板块的产业整合，完善物流产业链，充分发挥“氯碱—粘胶纤维—纺纱”上下游一体化发展的协同效应，并完善公司全产业链经营模式，提升公司的核心竞争力和抗风险能力。需要关注的是，该交易事项标的公司增值率较高，且交易标的资产的经营业绩受宏观经济波动和产业政策变化影响较大，并存在一定的业务整合管理风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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年审计报告，报告采用新会计准则编制，2014年数据采用2015年审计报告期初数。2015年公司新纳入合并范围内的子公司共4家，详见表2。

新疆富丽达属公司2014年度非同一控制下通过增资取得控股权的子公司，合并新疆富丽达报表日为2014年12月31日，报告期后经复核新疆富丽达2014年度财务报表发现存在会计差错，影响公司合并会计报表调整。相关会计差错调整已经公司董事会、监事会及独立董事审核并同意会计差错更正事项，并由瑞华会计师事务所审计并出具瑞华专函字【2015】01740023号专项说明。2015年度，公司按照《企业会计准则第28号-会计政策、会计估计变更和差错更正》的规定采用追溯重述法更正了2014年度的会计差错，对相关科目进行了重述。主要包括对2014

年12月31日合并资产负债表其他应收款调增3,503.04万元，应付账款调增4,923.52万元，资本公积调增1,476.63万元，未分配利润调减1,650.78万元，所有者权益合计调减1,050.13万元；对2014年度合并利润表净利润调减1,819.74万元，投资收益调减1,882.20万元，归属于母公司所有者的净利润调减1,819.74万元。影响2014年公司合并财务报表项目及金额如表16所示：

表16 追溯重述影响2014年合并及母公司财务报表项目及金额（单位：万元）

合并资产负债表（2014-12-31）			
受影响的报表项目	重述前	重述额	重述后
其他应收款	20,266.84	3,503.04	23,769.88
其他流动资产	42,218.76	383.70	42,602.45
商誉	1,637.32	301.08	1,938.40
资产合计	3,167,217.69	4,187.81	3,171,405.50
应付账款	337,642.66	4,923.52	342,566.19
应交税费	12,928.43	-116.40	12,812.02
递延所得税负债	1,978.36	430.83	2,409.19
负债合计	2,143,860.99	5,237.95	2,149,098.94
资本公积	567,672.65	1,476.63	569,149.28
盈余公积	24,981.66	-168.96	24,812.70
未分配利润	139,475.18	-1,650.78	137,824.40
少数股东权益	152,193.84	-707.03	151,486.81
所有者权益合计	1,023,356.70	-1,050.13	1,022,306.56
合并利润表（2014年度）			
受影响的报表项目	重述前	重述额	重述后
净利润	35,531.31	-1,819.74	33,711.57
投资收益	4,432.82	-1,882.20	2,550.62
营业外收入	4,761.58	62.47	4,824.05
归属于母公司所有者的净利润	35,037.60	-1,819.74	33,217.86

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，流动资产占比有所提升，资产流动性不强

跟踪期内，公司资产规模增长较快，资产结构基本有所变化，流动资产比率有所上升。截至2015年末，公司资产总额为370.28亿元，同比增长16.75%，主要源于应收票据、其他流动资产和固定资产的增长；其中非流动资产占总资产比重为76.57%，较上年下降5.04个百分点。

截至2015年末，公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产等构成。截至2015年末，公司货币资金余额为15.52亿元，其中使用受限的其他货币资金为2.15亿元，全部为各类保证金。截至2015年末，公司应收票据金额为25.48亿元，较上年增长175.64%，全部为银行承兑汇票，其中已质押的银行承兑汇票金额为16.74亿元，2015

年公司累计向银行贴现银行承兑汇票18.41亿元，根据贴现协议银行未放弃向公司的追索权，因此截至2015年末，公司终止确认已贴现未到期的应收票据的余额为10.67亿元，2015年公司发生的贴现费用合计为5,018.59万元。

截至2015年末，公司应收账款余额为4.92亿元，较上年增长9.93%，公司前五名应收账款欠款方合计金额为1.89亿元，占应收账款账面余额比例为38.31%，2015年公司无核销的应收款项。公司预付款项主要为预付设备款、项目工程款及原料采购款，2015年末为9.38亿元，同比增长29.51%，主要系公司增加预付设备款和工程款所致。截至2015年末，公司存货账面价值为13.00亿元，规模较上年持平，其中原材料5.40亿元、库存商品5.40亿元；存货中新增其他项目，为公司完成并购的子公司上海森辉房地产开发有限公司未出售的房地产项目。

截至2015年末，公司其他流动资产为15.88亿元，较上年大幅增长11.62亿元，系由于公司年末新增对圣雄能源财务资助9.42亿元和购买理财产品2.60亿元构成。圣雄能源PVC一期项目建成时遇到行业不景气，业绩受到较大影响，由于资金短缺圣雄能源PVC二期项目未能按期建成，目前存在产品产量不配套和不平衡的问题，为使圣雄能源尽快进入良性运营，同时为确保公司对外投资保值增值，公司向圣雄能源提供10亿元财务资助，用于圣雄能源PVC二期项目建设。公司对圣雄能源本次财务资助到期日为2016年11月24日，资金利率为4.35%-4.90%，随着圣雄能源PVC二期项目建成，生产成本将大幅下降，生产能力将得到有效释放，运营效能得到有效提升。但需要关注的是，圣雄能源目前经营业绩不佳且财务状况较差，其经营业绩和盈利水平受宏观经济波动和产业政策变化影响较大，公司此次财务资助存在一定的回收风险。2015年1月6日，托克逊能化与国家开发银行股份有限公司新疆维吾尔自治区分行签订了《国家开发银行委托投资理财协议》，使用暂时闲置募集资金26,000万元购买理财产品；2016年1月6日，上述资金26,000万元及理财收益1,248万元已按期全部归还并转入托克逊能化募集资金专用账户。

表17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015-12-31		2014-12-31	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	155,247.37	4.19%	173,819.65	5.48%
应收票据	254,762.01	6.88%	92,426.98	2.91%
应收账款	49,204.25	1.33%	44,760.53	1.41%
预付款项	93,770.71	2.53%	72,404.21	2.28%
存货	130,005.87	3.51%	133,044.63	4.20%
其他流动资产	158,773.22	4.29%	42,602.45	1.34%
流动资产合计	867,565.91	23.43%	583,149.73	18.39%
长期股权投资	93,269.44	2.52%	47,113.70	1.49%
固定资产	2,344,022.48	63.30%	2,047,818.71	64.57%
在建工程	278,678.36	7.53%	406,519.89	12.82%

非流动资产合计	2,835,199.54	76.57%	2,588,255.77	81.61%
资产总计	3,702,765.45	100.00%	3,171,405.50	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

截至2015年末，公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产和在建工程。截至2015年末，公司长期股权投资账面价值为9.33亿元，较上年增长97.97%，系由于公司增加对圣雄能源投资5.42亿元导致。公司固定资产主要是机器设备、房屋及建筑物等，截至2015年末公司固定资产账面价值为234.40亿元，较上年增长29.62亿元，系由于跟踪期托克逊能化60万吨电石项目和自备电厂1号机组达到可使用状态转固定资产所致。公司固定资产中账面价值37.63亿元的房屋及建筑物尚未办妥产权证书，系工程未办理决算所致。由于托克逊能化电石项目和自备电厂1号机组转固，截至2015年末公司在建工程余额为27.87亿元，较上年减少31.45%，期末公司重大在建工程主要包括托克逊能化自备电厂2号机组、金富纱业130万锭纺纱（二期）和富丽震纶200万纱锭项目。

总体来看，公司资产规模较快增长，主要源于应收票据和其他流动资产的增长，公司流动资产占比有所提升；但公司由于行业特点固定资产和在建工程比重较大且专有性较强，公司资产流动性不强。

资产运营效率

公司资产运营效率有所提升，整体资产运营效率一般

跟踪期内公司新增粘胶纤维、纱线和贸易业务，营业收入和营业成本增长较快，而同期资产增长相对较慢，资产运营效率有所提升。由于下游企业景气度下滑，公司应收票据规模上升明显，应收账款周转天数进一步延长。由于公司产销率较高，存货规模增幅较小，对应存货周转天数较上年度略有下降，2015年公司存货周转天数为40.32天，较上年减少3.77天；公司通过对下游客户的账款支付及时，使得应付账款增长速度较小，2015年公司应付账款周转天数为141.25天，较上年减少了36.97天。由于公司应付账款规模较大且持续增长，2015年公司净营业周期为-48.91天，较上年增长了40.69天，公司净营业周期依然为负值。跟踪期内公司流动资产、固定资产和总资产均有所增长，其中固定资产和总资产增长速度均小于营业收入增长速度，公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均有所减少，资产经营指标有所提升。

表18 公司资产运营效率指标

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	52.03	44.54
存货周转天数	40.32	44.09
应付账款周转天数	141.25	178.23
净营业周期	-48.91	-89.60

流动资产周转天数	171.08	172.53
固定资产周转天数	517.93	607.14
总资产周转天数	810.68	913.43

注：应收账款周转天数=180*（期初应收账款余额+期初应收票据余额+期末应收账款余额+期末应收票据余额）/营业收入；

应付账款周转天数=180*（期初应付账款余额+期初应付票据余额+期末应付账款余额+期末应付票据余额）/营业收入；

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

总体而言，公司主要资产运营指标有所提高，净营业周期增幅较大但依然为负值，资产周转天数有所降低，整体资产运营效率一般。

盈利能力

公司营业收入规模增长较快，受综合毛利率下降和期间费用水平较高影响，盈利能力有所下滑；政府补助在一定程度上提升了公司盈利水平

由于公司控股新疆富丽达，新增粘胶纤维、纱线和贸易收入，2015年公司营业收入为152.63亿元，较上年增长36.56%。2015年公司综合毛利率为23.06%，较上年下降4.24个百分点，与公司传统聚氯乙烯和氯碱类产品相比，新增贸易业务毛利率相对较低，使得公司综合毛利率有所下降。

跟踪期内公司销售费用、管理费用和财务费用均有所上升，由于公司业务规模扩大，公司期间费用率有所降低，2015年期间费用率为22.34%，较上年下降1.40%，但期间费用率水平依然较高。销售费用主要是运输费，由于公司地处新疆，运费支出规模较大，同时公司负债规模较大，财务费用短期内可能无法缩减，因此未来公司期间费用和财务费用可能仍将维持高位，在一定程度上也影响了公司的盈利水平。由于公司联营企业经营亏损，公司2015年投资净收益为-8,112.98万元，主要包括对圣雄能源投资损失4,220.02万元和对新疆新冶能源化工股份有限公司（以下简称“新冶能化”）投资损失3,154.85万元。跟踪期内聚氯乙烯行业较为低迷且价格持续下滑，圣雄能源和新冶能化经营状况不佳导致亏损，由于聚氯乙烯市场未来发展仍不明朗，公司面临一定投资回收风险。

表19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年	2014年
营业收入	1,526,319.94	1,117,695.30
投资净收益	-8,112.98	2,550.62
营业利润	-5,370.69	36,189.37
营业外收入	30,864.05	4,824.05
利润总额	24,743.04	40,101.95
净利润	18,748.58	33,711.57
少数股东损益	17,980.95	493.71
归属于母公司股东的净利润	767.64	33,217.86

综合毛利率	23.06%	27.30%
期间费用率	22.34%	23.74%
营业利润率	-0.35%	3.24%
总资产回报率	3.65%	4.21%
净资产收益率	1.69%	3.57%

注：计算 2015 年净资产收益率时不包含公司于 2015 年 12 月 16 日发行的第一期 15 亿元长期限含权中期票据（永续债）的本金。

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

受公司综合毛利率下降和投资亏损影响，同时公司期间费用规模依然较大，2015 年公司营业利润为-5,370.69 万元，营业利润率由 3.24% 下降至-0.35%。跟踪期内公司获得政府补助规模较大，营业外收入为 3.09 亿元，其中政府补助为 2.88 亿元，在一定程度上提升了盈利水平；但利润规模仍有所下降，2015 年公司利润总额和净利润为 2.47 亿元和 1.87 亿元，分别较上年下降 38.30% 和 44.39%，总资产回报率和净资产回报率下降至 3.65% 和 1.69%。2015 年公司净利润为 18,748.58 万元，其中归属于母公司股东的净利润为 767.64 万元，少数股东损益为 17,980.95 万元，利润主要来源于新疆富丽达。

总体来看，公司营业收入规模增长较快，综合毛利率水平有所下降，期间费用水平较高，盈利能力有所下滑；受益于政府补助规模较大和控股新疆富丽达，对公司收益形成有益补充。

现金流

经营活动现金流金额有所下降，投资活动支出规模增长较快，对筹资活动依赖较为明显

2015 年公司净利润较上年下降幅度较大，但由于折旧等非付现费用规模较大，且财务费用增长较快，使得公司 FFO（经营所得现金）较上年增长 19.79%。由于公司应收票据规模较大且增长较快，导致公司经营性应收项目规模增长较快，营运资本占用资金规模较大，2015 年经营活动现金净额由 2014 年的 25.72 亿元下降至 6.90 亿元，公司经营活动现金流金额有所下降。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动产生的现金流量净额为-52.00 亿元，投资活动现金净流出规模较上年增长 160.48%。从投资活动现金流入来看，2015 年公司无理财投资业务形成的回收资金；从投资活动现金流出来看，由于公司加大对外投资和对在建工程的持续投入，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模小幅增长至 31.76 亿元，并增加了对圣雄能源财务资助 10.00 亿元和支付中泰集团内部借款及利息 3.05 亿元，因此投资活动现金表现为较大规模的净流出。

表 20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	18,748.58	33,711.57
FFO	258,054.58	215,422.02
营运资本变化	-188,390.22	41,079.22

其中：存货减少（减：增加）	2,914.03	-67,260.48
经营性应收项目的减少（减：增加）	-188,124.34	225,464.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	-3,179.91	-117,125.15
经营活动产生的现金流量净额	68,950.49	257,198.55
投资活动产生的现金流量净额	-519,967.49	-199,617.14
筹资活动产生的现金流量净额	397,609.77	55,604.78
现金及现金等价物净增加额	-51,985.30	113,989.50
收现比	1.10	1.13

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

从筹资活动来看，2015年公司筹资活动产生的现金流量金额为39.76亿元，较上年增长34.20亿元，筹资活动现金净流入规模较上年大幅增加。其中吸收投资收到的现金为15.94亿元，主要系公司于2015年12月16日发行的第一期15亿元长期限含权中期票据（永续债），在财务报表中列示于所有者权益“其他权益工具”项下。收到的其他与筹资活动有关的现金为28.66亿元，主要包括公司子公司新疆中泰矿冶有限公司（以下简称“中泰矿冶”）、托克逊能化及新疆富丽达收到的设备融资租赁款，分别为13.80亿元、9.40亿元和5.47亿元。发行债券收到的现金为29.94亿元，主要包括公司发行的2015年度第一期、第二期、第三期非公开定向债务融资工具（简称“15新中泰PPN001”、“15新中泰PPN002”、“15新中泰PPN003”）以及一期理财直接融资工具和二期理财直接融资工具。15新中泰PPN001于2015年7月21日发行，发行总额10亿元，期限3年，票面利率6.18%；15新中泰PPN002于2015年8月28日发行，发行总额5亿元，期限1年，票面利率4.90%；15新中泰PPN003于2015年9月11日发行，发行总额5亿元，期限3年，票面利率5.78%；一期和二期理财直接融资工具发行总额均为5亿元，期限均为2年。公司加大融资力度，通过发行永续债、非公开定向融资工具和理财直接融资工具，在一定程度上缓解了公司业务扩张所带来的压力。截至2015年末，公司重大在建工程尚需投入55.54亿元，经营活动现金流较难满足，公司仍面临一定的筹资压力。

总体来看，公司经营活动现金流质量有所下降，投资活动支出规模增长较快，对筹资活动依赖较为明显。

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且增长较快，仍存在较大的偿债压力

截至2015年末，公司负债总额为250.63亿元，同比增长16.62%；所有者权益合计119.65亿元，同比增长17.04%，系由于公司发行第一期15亿元长期限含权中期票据（永续债）所致。截至2015年末，公司负债与所有者权益比率为209.47%，较上年基本持平。

表21 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2015-12-31	2014-12-31
----	------------	------------

负债总额	2,506,267.01	2,149,098.94
所有者权益	1,196,498.44	1,022,306.56
负债与所有者权益比率	209.47%	210.22%

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

从债务结构来看，截至2015年末，公司流动负债和非流动负债均增长较快，其中公司流动负债占总负债比重为50.59%，较上年提升1.58%，流动负债和非流动负债占比相近，公司债务结构变动幅度较小。

截至2015年末，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债等构成。截至2015年末，公司短期借款余额为34.95亿元，较上年增长46.62%，其中质押借款和保证借款增长较快且占比较大。截止2015年末，公司应付票据余额为6.26亿元，由于公司商业承兑汇票和银行承兑汇票已到期，规模较上年下降52.84%。截至2015年末，公司应付账款为38.35亿元，较上年增长11.95%，主要包括应付工程款、材料款和设备款，其中账龄超过1年的应付账款占比14.13%。

截至2015年末，公司一年内到期的非流动负债为32.80亿元，较上年增长72.10%，主要由于一年内到期的应付债券规模较大，公司于2011年发行的第一期中期票据（简称“11新中泰MTN1”）和第二期中期票据（简称“11新中泰MTN2”）以及2013年发行的第一期非公开定向债务融资工具（简称“13新中泰PPN001”）和第二期非公开定向债务融资工具（简称“13新中泰PPN002”）将于2016年分别到期，截至2016年3月末，公司上述应付债券本息均已偿还完毕。截至2015年末，公司其他流动负债余额为5.08亿元，主要为公司于2015年8月28日发行的15新中泰PPN002。

表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015-12-31		2014-12-31	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	349,476.64	13.94%	238,350.00	11.09%
应付票据	62,627.30	2.50%	132,807.87	6.18%
应付账款	383,509.95	15.30%	342,566.19	15.94%
一年内到期的非流动负债	328,026.59	13.09%	190,606.17	8.87%
其他流动负债	50,843.44	2.03%	66,688.50	3.10%
流动负债合计	1,268,008.46	50.59%	1,053,325.64	49.01%
长期借款	414,253.78	16.53%	452,989.67	21.08%
应付债券	507,884.61	20.26%	516,762.81	24.05%
长期应付款	281,352.87	11.23%	101,639.29	4.73%
非流动负债合计	1,238,258.55	49.41%	1,095,773.30	50.99%
负债合计	2,506,267.01	100.00%	2,149,098.94	100.00%
有息债务	1,994,465.23	79.58%	1,699,844.31	79.10%

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

截至2015年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等构成。截至2015

年末，公司长期借款为41.43亿元，规模较上年下降8.55%，全部为抵押借款。截至2015年末，公司应付债券余额为50.79亿元，规模较上年小幅下降1.72%，主要包括11中泰01、12中泰债、15新中泰PPN001、15新中泰PPN003以及公司2015年发行的一期理财直接融资工具和二期理财直接融资工具，其中2017年到期10.00亿元，2018年到期28.00亿元，2019年到期13.00亿元。截至2015年末，公司长期应付款为28.14亿元，较上年大幅增长176.82%，系由于公司子公司中泰矿冶、托克逊能化及新疆富丽达新增应付融资租赁款规模较大导致。公司有息债务主要包括短期借款、应付票据、其他流动负债、长期借款（含一年内到期的长期借款）、应付债券（含一年内到期的应付债券）、长期应付款等。截至2015年末，公司有息债务达到199.45亿元，同比增长17.33%，占负债总额的比例为79.58%。总体来看，公司有息债务规模较大，存在较大的偿债压力。

从偿债指标来看，截至2015年末，公司资产负债率为67.69%，负债水平较上年保持持平。截至2015年末，公司流动比率和速动比率分别为0.68和0.58，系由于公司应付票据和其他流动资产增长较快导致流动资产大幅增长，流动比率和速动比率均较上年有所提升。2015年公司利润总额较上年下降38.30%，但由于公司折旧等非付现费用和财务费用支出规模较大，公司EBITDA为25.08亿元，规模较上年增长16.19%，EBITDA利息保障倍数略有下滑，有息债务/EBBITDA倍数有所增长。总体来看，公司短期偿债能力略有提升，长期偿债能力略有下滑，偿债压力依然较大。

表23 公司偿债能力指标

项目	2015-12-31	2014-12-31
资产负债率	67.69%	67.76%
流动比率	0.68	0.55
速动比率	0.58	0.43
EBITDA（万元）	250,835.37	215,881.20
EBITDA 利息保障倍数	2.15	2.21
有息债务/EBITDA	7.95	7.87

资料来源：公司 2015 年审计报告、鹏元整理

六、或有事项分析

截至2015年12月31日，公司及其子公司对外担保金额共计19.24亿元，占期末归属于母公司所有者权益比例为18.93%，主要包括对新疆博湖苇业股份有限公司和圣雄能源的连带责任保证担保，其中对圣雄能源担保19.14亿元。

公司和圣雄能源与圣雄能源的五大融资机构中国民生银行股份有限公司西安分行、平安银行股份有限公司天津分行、国银金融租赁有限公司、中水电融通租赁有限公司及中国电建集团租赁有限公司就贷款展期及降为同期贷款基准利率进行协商，就上述融资进行展期及降为同期

贷款基准利率，均需公司提供担保。同时对圣雄能源现有融资的担保方式进行调整，由公司对圣雄能源现有部分设备资产抵押担保进行置换，将资产抵押物释放，然后再利用融资租赁进行新的融资，以增加圣雄公司融资金额。因此，公司向圣雄能源提供了46.54亿元的担保额度，实际担保金额为19.14亿元。由于公司对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

表24 截至2015年12月31日公司及其子公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象名称	担保额度	实际发生日期	实际担保金额	担保类型	担保期
新疆博湖苇业股份有限公司	5,000.00	2013年3月31日	1,000.00	连带责任保证	1年
新疆圣雄能源股份有限公司	465,400.00	2015年12月28日	191,400.00	连带责任保证	3年

资料来源：公司提供、鹏元整理

七、评级结论

跟踪期内，公司通过控股新疆富丽达，新增粘胶纤维和纱线业务，对公司收入和利润形成有益补充；公司产能规模较大，产销率较高；公司得到运费补贴、原料补贴和贷款贴息等政府补助规模较大；公司非公开发行股票方案已获得中国证监会审核通过，若方案顺利实施，将有利于提高公司资本实力和完善公司全产业链经营模式。

同时我们也关注到，氯碱行业产能过剩，短期内改观仍不明显，影响公司盈利稳定性；受公司综合毛利率下降和期间费用水平较高影响，公司盈利能力有所下滑；公司负债规模较大且增长较快，存在较大偿债压力；公司增资重组圣雄能源并提供财务资助，存在一定投资回收风险；公司对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，11中泰01债券信用等级维持为AA，12中泰债债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
货币资金	155,247.37	173,819.65	43,455.37
应收票据	254,762.01	92,426.98	117,047.28
应收账款	49,204.25	44,760.53	22,306.65
预付款项	93,770.71	72,404.21	86,439.69
应收利息	1,732.11	0.00	0.00
其他应收款	23,748.97	23,769.88	2,905.73
应收股利	321.40	321.40	0.00
存货	130,005.87	133,044.63	65,996.86
其他流动资产	158,773.22	42,602.45	150,000.00
流动资产合计	867,565.91	583,149.73	488,151.58
可供出售金融资产	4,927.21	4,927.21	0.00
长期应收款	18,160.00	2,060.00	0.00
长期股权投资	93,269.44	47,113.70	54,051.32
固定资产	2,344,022.48	2,047,818.71	1,722,150.11
在建工程	278,678.36	406,519.89	177,422.78
工程物资	5,358.27	6,508.02	3,106.96
无形资产	60,668.73	57,997.46	41,703.34
开发支出	942.30	914.00	446.50
商誉	1,938.40	1,938.40	0.00
长期待摊费用	5,699.90	3,402.28	2,359.38
递延所得税资产	3,383.38	3,196.13	2,867.39
其他非流动资产	18,151.07	5,859.97	8,203.95
非流动资产合计	2,835,199.54	2,588,255.77	2,012,311.73
资产总计	3,702,765.45	3,171,405.50	2,500,463.31
短期借款	349,476.64	238,350.00	80,000.00
应付票据	62,627.30	132,807.87	34,253.83
应付账款	383,509.95	342,566.19	294,917.00
预收款项	40,822.06	16,351.43	20,976.78
应付职工薪酬	5,873.06	985.89	3,003.66
应交税费	9,882.86	12,812.02	-36,966.44
应付利息	30,101.57	27,379.77	26,878.72
应付股利	304.01	0.00	0.00
其他应付款	6,540.97	24,777.82	4,288.60
一年内到期的非流动负债	328,026.59	190,606.17	4,960.00
其他流动负债	50,843.44	66,688.50	52,121.00
流动负债合计	1,268,008.46	1,053,325.64	484,433.14
长期借款	414,253.78	452,989.67	413,444.09
应付债券	507,884.61	516,762.81	664,798.43
长期应付款	281,352.87	101,639.29	56,233.35
专项应付款	21.00	5,599.56	5,861.28
递延所得税负债	2,330.50	2,409.19	0.00

递延收益-非流动负债	32,207.29	16,372.78	0.00
其他非流动负债	208.50	0.00	10,752.36
非流动负债合计	1,238,258.55	1,095,773.30	1,151,089.51
负债合计	2,506,267.01	2,149,098.94	1,635,522.65
实收资本(或股本)	139,023.91	139,023.91	139,023.91
其它权益工具	149,550.00	0.00	0.00
资本公积金	569,149.28	569,149.28	567,681.78
其它综合收益	13.52	-0.01	0.00
专项储备	15.90	9.47	19.96
盈余公积金	26,490.31	24,812.70	23,640.41
未分配利润	133,299.81	137,824.40	115,477.09
归属于母公司所有者权益合计	1,017,542.73	870,819.75	845,843.15
少数股东权益	178,955.71	151,486.81	19,097.51
所有者权益合计	1,196,498.44	1,022,306.56	864,940.66
负债和所有者权益总计	3,702,765.45	3,171,405.50	2,500,463.31

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
营业总收入	1,526,319.94	1,117,695.30	1,204,585.28
营业收入	1,526,319.94	1,117,695.30	1,204,585.28
营业总成本	1,523,577.66	1,084,056.54	1,193,737.45
营业成本	1,174,293.63	812,549.79	938,149.12
营业税金及附加	8,963.10	5,481.13	4,418.46
销售费用	194,698.26	147,145.14	140,174.84
管理费用	47,890.54	41,407.45	39,388.76
财务费用	98,446.01	76,775.73	69,964.98
资产减值损失	-713.87	697.31	1,641.28
其他经营收益	-8,112.98	2,550.62	-1,177.76
投资净收益	-8,112.98	2,550.62	-1,177.76
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-8,124.82	-3,642.65	-1,389.70
营业利润	-5,370.69	36,189.37	9,670.07
加：营业外收入	30,864.05	4,824.05	6,023.55
减：营业外支出	750.32	911.47	232.77
其中：非流动资产处置净损失	80.47	152.63	20.45
利润总额	24,743.04	40,101.95	15,460.84
减：所得税	5,994.45	6,390.38	3,880.77
净利润	18,748.58	33,711.57	11,580.07
减：少数股东损益	17,980.95	493.71	201.31
归属于母公司所有者的净利润	767.64	33,217.86	11,378.76
加：其他综合收益	13.53	-6.86	0.00
综合收益总额	18,762.11	33,704.71	11,580.07
减：归属于少数股东的综合收益总额	17,980.95	493.71	201.31
归属于母公司普通股股东综合收益总额	781.17	33,211.00	11,378.76

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	1,677,054.68	1,260,916.55	1,441,481.72
收到的税费返还	6,346.93	9,598.55	6,113.15
收到其他与经营活动有关的现金	66,174.57	37,088.07	48,539.96
经营活动现金流入小计	1,749,576.18	1,307,603.18	1,496,134.82
购买商品、接受劳务支付的现金	1,425,402.97	890,843.59	1,005,387.03
支付给职工以及为职工支付的现金	111,365.49	93,808.48	83,620.84
支付的各项税费	89,537.64	48,891.65	45,969.49
支付其他与经营活动有关的现金	54,319.59	16,860.91	41,366.71
经营活动现金流出小计	1,680,625.69	1,050,404.63	1,176,344.05
经营活动产生的现金流量净额	68,950.49	257,198.55	319,790.77
投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	0.00	639.49
取得投资收益收到的现金	42.22	33.23	214.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	9.09	77.14	21.00
收到其他与投资活动有关的现金	15,236.35	277,640.22	2,363.64
投资活动现金流入小计	15,287.65	277,750.59	3,238.13
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	317,612.16	297,716.78	394,297.00
投资支付的现金	56,201.69	2,063.10	151,412.78
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	4,732.30	68,639.57	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	156,709.00	108,948.28	2.07
投资活动现金流出小计	535,255.15	477,367.73	545,711.85
投资活动产生的现金流量净额	-519,967.49	-199,617.14	-542,473.72
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	159,408.78	0.00	159,654.57
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	9,858.78	0.00	0.00
取得借款收到的现金	632,870.68	323,116.13	400,926.13
收到其他与筹资活动有关的现金	286,629.90	0.00	0.00
发行债券收到的现金	299,400.00	49,850.00	148,950.00
筹资活动现金流入小计	1,378,309.36	372,966.13	709,530.70
偿还债务支付的现金	710,818.40	223,730.26	423,706.71
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	96,563.45	93,504.89	108,080.07
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	66.81	123.29	26.67
支付其他与筹资活动有关的现金	173,317.72	126.20	199.00
筹资活动现金流出小计	980,699.58	317,361.34	531,985.78
筹资活动产生的现金流量净额	397,609.77	55,604.78	177,544.92
汇率变动对现金的影响	1,421.93	803.30	-1,185.73
现金及现金等价物净增加额	-51,985.30	113,989.50	-46,323.76
期初现金及现金等价物余额	155,914.75	41,925.25	88,249.01
期末现金及现金等价物余额	103,929.45	155,914.75	41,925.25

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	18,748.58	33,711.57	11,580.07
加：资产减值准备	-713.87	697.31	1,641.28
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	121,119.64	93,920.44	149,109.56
无形资产摊销	2,231.30	1,056.73	1,079.17
长期待摊费用摊销	2,055.98	1,626.81	966.58
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-143.68	-109.07	-47.73
固定资产报废损失	0.00	86.30	0.00
财务费用	106,195.73	85,601.70	68,334.70
投资损失	8,112.98	-2,550.62	1,177.76
递延所得税资产减少	-187.26	-328.74	870.20
递延所得税负债增加	-78.69	2,406.90	-241.99
存货的减少	2,914.03	-67,260.48	-23,202.49
经营性应收项目的减少	-188,124.34	225,464.85	107,564.45
经营性应付项目的增加	-3,179.91	-117,125.15	959.21
间接法-经营活动产生的现金流量净额	68,950.49	257,198.55	319,790.77
融资租入固定资产	137,032.44	0.00	0.00
现金的期末余额	103,929.45	155,914.75	41,925.25
减：现金的期初余额	155,914.75	41,925.25	88,249.01
间接法-现金及现金等价物净增加额	-51,985.30	113,989.50	-46,323.76

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年	2014年	2013年
应收账款周转天数	52.03	44.54	39.13
存货周转天数	40.32	44.09	20.87
应付账款周转天数	141.25	178.23	113.13
净营业周期	-48.91	-89.6	-53.13
流动资产周转天数	171.08	172.53	117.17
固定资产周转天数	517.93	607.14	427.4
总资产周转天数	810.68	913.43	701.1
综合毛利率	23.06%	27.30%	22.12%
期间费用率	22.34%	23.74%	20.71%
营业利润率	-0.35%	3.24%	0.80%
总资产回报率	3.65%	4.21%	3.57%
净资产收益率	1.69%	3.57%	2.68%
负债与所有者权益比率	209.47%	210.22%	189.09%
资产负债率	67.69%	67.76%	65.41%
流动比率	0.68	0.55	1.01
速动比率	0.58	0.43	0.87
EBITDA (万元)	250,835.37	215,881.20	234,936.41
EBITDA 利息保障倍数	2.15	2.21	2.96
有息债务 (万元)	1,994,465.23	1,699,844.31	1,305,810.70
有息债务/EBITDA	7.95	7.87	5.56

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日纳入合并范围的子公司

序号	公司名称	持股比例	注册资本(万元)	业务性质
1	新疆华泰重化工有限责任公司	97.71%	474,034.16	工业
2	托克逊县中泰化学盐化有限责任公司	96.59%	881.05	工业
3	奇台县中泰化学矿产开发有限责任公司	95.83%	800.00	工业
4	新疆中泰进出口贸易有限公司	100.00%	300.00	贸易
5	阜康市博达焦化有限责任公司	66.67%	3,000.00	工业
6	新疆中泰矿冶有限公司	100.00%	67,500.00	工业
7	新疆中鲁矿业有限公司	100.00%	3,500.00	工业
8	新疆中泰化学阜康能源有限公司	98.77%	220,000.00	工业
9	阜康市中泰时代水务有限公司	60.00%	6,000.00	水务
10	新疆中泰化学准东煤业有限公司	100.00%	15,000.00	工业
11	新疆中泰化学准东热电有限公司	100.00%	6,000.00	工业
12	新疆中泰现代物流开发有限公司	100.00%	10,000.00	服务
13	新疆中泰化学托克逊能化有限公司	100.00%	125,000.00	工业
14	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	100.00%	1,000.00	贸易
15	北京中泰齐力国际科贸有限公司	100.00%	1,000.00	贸易
16	新疆中泰信息技术工程有限公司	51.00%	500.00	信息技术
17	新疆中泰新材料有限公司	100.00%	5,000.00	工业
18	新疆中泰国信节能环保有限公司	51.00%	3,000.00	工业
19	新疆富丽达纤维有限公司	46.00%	122,448.98	工业
20	新疆富丽达能源投资有限公司	100.00%	1,000.00	投资
21	新疆富丽震纶棉纺有限公司	51.00%	60,000.00	工业
22	巴州金富特种纱业有限公司	51.00%	15,000.00	工业
23	浙江金佳龙国际贸易有限公司	100.00%	6,500.00	贸易
24	中泰国际发展(香港)有限公司	100.00%	160.42	贸易
25	新疆中泰融资租赁有限公司	100.00%	100,000.00	融资租赁
26	新疆中泰电力有限公司	100.00%	20,000.00	工业
27	上海森辉房地产开发有限公司	100.00%	1,000.00	房地产

注：(1) 公司持有子公司奇台县中泰化学矿产开发有限责任公司（简称“奇台矿产”）87.50%股权，子公司阜康市博达焦化有限责任公司（公司持有 66.67% 股权）持有奇台矿产 12.50% 股权，公司对奇台矿产持股比例为 95.83%、表决权比例为 100.00%。

(2) 公司持有子公司阜康能源 46.43% 股权，子公司华泰重化工（公司持有 97.711% 股权）持有阜康能源 53.57% 股权，公司对阜康能源持股比例为 98.774%、表决权比例为 100.00%。

(3) 公司持有子公司新疆中泰融资租赁有限公司 51.00% 股权，子公司中泰国际发展香港有限公司（公司持有 100.00% 股权）持有新疆中泰融资租赁有限公司 49.00% 股权，公司对新疆中泰融资租赁有限公司持股比例为 100.00%、表决权比例为 100.00%。

(4) 公司占新疆富丽达股权比例为 46%，同时公司控股股东中泰集团持有新疆富丽达 5% 股权，公司虽持有新疆富丽达半数以下表决权但仍控制被投资单位。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+其他流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。