



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪298号

浙江嘉化能源化工股份有限公司：

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已发行的“浙江嘉化能源化工股份有限公司2016年绿色公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年六月十六日

浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016年绿色公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	浙江嘉化能源化工股份有限公司		
发行年限	5年期		
发行规模	人民币3亿元		
存续期限	2016/5/23-2021/5/23		
上次评级时间	2016/3/21		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

嘉化能源	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	28.72	34.43	39.81	42.17
总资产（亿元）	50.08	58.77	68.08	71.16
总债务（亿元）	15.77	13.36	12.10	14.35
营业总收入（亿元）	33.85	33.91	45.03	13.20
营业毛利率（%）	26.91	31.58	27.83	28.66
EBITDA（亿元）	10.27	11.39	12.68	2.94
所有者权益收益率（%）	20.27	19.61	18.67	-
资产负债率（%）	42.65	41.41	41.53	40.74
总债务/EBITDA（X）	1.54	1.17	0.92	-
EBITDA利息倍数（X）	9.20	18.76	20.52	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

米五元 yym@ccxr.com.cn

胡培 hphu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年6月16日

基本观点

浙江嘉化能源化工股份有限公司（以下简称“嘉化能源”）研发实力较强，持续科技创新为其产业转型升级提供支撑；同时受益于国内化工行业特别是化工大宗原材料景气度的回升，公司化工板块产品量价齐升，整体业务规模实现大幅增长。此外，公司非公开发行股票已获批，后期择机发行将大幅提升其自有资本实力。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司生产所需原材料棕榈仁油价格波动较大，公司光伏电站所在地区消纳能力不足，存在限电和弃光等因素可能对公司经营及整体信用状况产生影响。

综上，中诚信证评维持发行主体嘉化能源主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定，维持“浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券（第一期）”信用等级为 **AA**。

正面

- 研发实力较强。公司每年加大研发投入，持续将科技创新作为产业转型升级的战略支撑，科技竞争力日益增强。2016 年公司主持《天然脂肪醇》国家标准 1 项，参与《工业氯磺酸》国家标准 1 项；主持《工业对甲苯磺酰氯》行业标准 1 项。截至 2016 年末，公司共拥有授权专利 27 项，其中发明专利 13 项。
- 业务规模大幅增长。受益于国内化工行业特别是化工大宗原材料景气度的回升，公司化工板块产品量价齐升，整体业务规模实现大幅增长，2016 年实现营业收入 45.03 亿元，同比增加 32.79%。
- 财务结构较为稳健。截至 2016 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 41.53% 和 23.31%，财务杠杠水平处于中下游水平，财务结构较为稳健。

关 注

- 原材料价格波动风险。公司生产所需原材料包括煤炭、工业盐、棕榈仁油及硫磺、甲苯，其中棕榈仁油等原材料市场价格波动较大，未来可能对其盈利能力造成一定的影响。
- 光伏电站区域消纳能力不足。公司光伏电站大多位于新疆地区，受区域消纳能力不强、电网建设滞后以及外送输电通道容量有限等因素的影响和制约，新疆等地区光伏电站存在限电和弃光问题，或将对公司光伏发电业务板块产生一定影响。

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。

本期债券募集资金使用情况

浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券（第一期）（债券简称为“G16 嘉化 1”、债券代码为“136445”）于 2016 年 5 月 23 日至 2016 年 5 月 24 日完成发行，期限为 5 年，到期日为 2021 年 5 月 23 日。债券实际发行额为 3 亿元，最终票面利率为 4.78%，已按照募集说明书上说明的用途使用完毕。

重大事项

公司非公开发行股票已取得证监会批文，后期成功发行将进一步增强其自有资本实力

2015 年 12 月 16 日，公司发布关于筹划非公开发行股票事项的停牌公告，因公司正在筹划非公开发行股票 A 股股票，经公司申请，公司股票自 2015 年 12 月 16 日起停牌。2015 年 12 月 26 日，公司公告非公开发行股票预案，拟非公开发行股票数量不超过 1.84 亿股（含 1.84 亿股），募集资金总额不超过 18.20 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于收购 5 家太阳能光伏电站项目公司 100% 股权并增资、年产 4,000 吨邻对位（BA）技术改造项目、年产 16 万吨多品种脂肪醇（酸）产品项目、烟气超低排放改造项目及补充流动资金。2016 年 3 月 29 日，公司发布《关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理的公告》（以下简称“《受理公告》”）。《受理公告》称，证监会依法对公司提交的《上市公司非公开发行股票》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理，并出具《中国证监会行政许可申请受理通知书》（160591 号）。2016 年 7 月 14 日，公司发布《非公开发行股票预案（修订稿）》，本次非公开发行股票数量调整为不超过 1.87 亿股（含 1.87 亿股），募集资金总额不超过 18.20 亿元。2016 年 11 月 16 日，证监会发行审核委员会对公司非公开发行 A 股股票的申请进行了审核。根据审核结果，公司非公开发行 A 股股票的申请获得审核通过。2017 年 4 月 6 日，公司收到证监会出具的《关于核准浙江嘉化能源化工股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2017】84 号），核

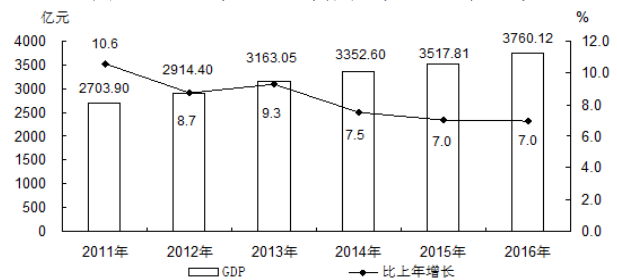
准公司非公开发行不超过 186,858,316 股新股。截至目前，公司暂未发行本次非公开发行股票，但后期若成功发行，公司资本实力将进一步得到增强。

行业分析

嘉兴港区优越的地理位置及平稳发展的整体经济环境为嘉化能源提供良好的外部条件

2016 年，嘉兴市经济继续保持平稳发展，全年生产总值（GDP）3,760.12 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年一致。其中，第一产业增加值 143.85 亿元，增长 0.9%；第二产业增加值 1,911.57 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 1,704.70 亿元，增长 9.1%。按常住人口计算，全年人均生产总值 81,751 元（按年平均汇率折算为 12,308 美元），增长 6.4%；三次产业结构调整为 3.8:50.9:45.3。

图 1：2011 年~2016 年嘉兴市地区生产总值



资料来源：嘉兴市统计局

2016 年，嘉兴市工业增加值 1,727.09 亿元，同比增长 6.1%，占全市生产总值的 45.90%。规模以上（主营业务收入 2,000 万元以上）工业企业数 5,063 家，实现增加值 1,543.70 亿元，增长 5.9%；其中重工业增加值 874.43 亿元，增长 9.1%；轻工业增加值 669.27 亿元，增长 1.8%。全市规模以上工业战略性新兴产业（省标）、高新技术产业和装备制造业增加值分别增长 5.3%、9.9% 和 13.0%，占规模以上工业增加值比重分别为 37.2%、45.0% 和 27.1%。

2016 年，嘉兴市固定资产投资额 2,790.16 亿元，同比增长 11.0%。非国有控股固定资产投资额 1,955.62 亿元，增长 7.6%，占全部固定资产投资额比重为 70.1%，其中民间投资 1,654.93 亿元，占 59.3%。在固定资产投资中，第一产业投资额 38.19 亿元，增长 26.2%；第二产业投资额 1,225.73 亿元，增长 9.6%；第三产业投资额 1,526.24 亿元，增长

11.8%。基础设施投资额 620.27 亿元，增长 17.7%。投资项目 6,871 个，增长 10.6%，其中新开工项目 4,592 个，增长 25.2%。

随着经济的平稳发展，嘉兴市的财政收入保持较为稳定的增长。2016 年，嘉兴市全市财政一般公共预算收入 673.37 亿元，比上年增长 5.2%，其中一般公共预算收入 387.93 亿元，增长 10.4%（同口径增长 6.6%）。各级财政用于民生支出 353.84 亿元，占一般公共预算支出的 80.0%。

热电联产是节能减排的重要手段，在大力发展热电联产的同时，国家对热电联产机组超低排放进一步提高了行业准入标准，有利于区域内大型热电联产企业的发展

热电联产是指在同一电厂中将供热和发电联合在一起，简称 CHP，是国内外公认的节能减排的重要手段，热电联产装置中对外供热的蒸汽源是抽汽式汽轮机的调整抽汽或背式汽轮机的排汽，压力通常分为 0.78~1.28 兆帕 (MPa) 和 0.12~0.25MPa 两等。前者供工业生产，后者供民用采暖。热电联产的蒸汽没有冷源损失，所以能将热效率提高到 85%，比大型凝汽式机组（热效率达 40%）要高得多。

热电联产是国内外公认的节能减排的重要手段，大力发展节能环保的热电联产，依托高参数、高效率热电联产机组，替代能耗高、效率低、污染大的小锅炉进行供热，是我国能源节约、有效利用的重要发展方向。2012 年 10 月 24 日，国务院总理温家宝 24 日主持召开国务院常务会议，讨论通过《能源发展“十二五”规划》，并明确将推动能源的高效清洁转化作为“十二五”时期能源发展的重点任务。2013 年 9 月 12 日，国务院发布《大气污染防治行动计划》，指出发展热电联产成国家大气污染防治重点措施，强调“一区一热源”，现有各类工业园区与工业集中区应实施热电联产或集中供热改造，将工业企业纳入集中供热范围。2015 年 4 月，国家能源局印发《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020 年）》的通知，鼓励发展热电联供、集中供热等供热方式，以天然气（煤层气）、电力等清洁燃料替代分散中小燃煤锅炉。2015 年 8 月浙江

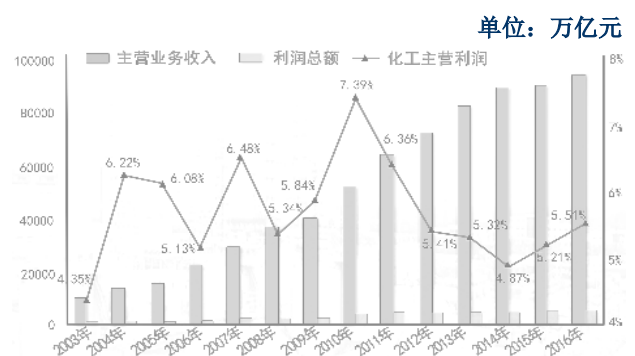
省经信委、发改委、环保厅等共 6 部门印发了《浙江省地方燃煤热电联产行业综合改造升级行动计划》的通知，浙江省首先提出为进一步促进节能减排，改善环境空气质量，建设清洁能源示范省，根据《浙江省大气污染防治行动计划（2013—2017 年）》，省统调 300MW 级以下燃煤发电机组应参照本行动计划相关规定，在 2017 年底前实现烟气超低排放：即在基准氧含量 6% 条件下，烟尘排放浓度不大于 5mg/Nm³、二氧化硫排放浓度不大于 35mg/Nm³、氮氧化物排放浓度不大于 50mg/Nm³。

随着国家产业政策的调整，热电联产将加强清洁排放的技术改造，采用先进的工艺装备，进一步提升能源利用效率。“十三五”期间国家将大力倡导热电联产机组超低排放，从 2018 年开始进行行业限制，对于燃煤热电联产机组没有到达超低排放标准的，不允许进行供热业务，进一步提高了行业准入标准，有利于区域内大型热电联产企业的发展。

当前石油和化工行业经济运行的基础仍不稳定，产能结构性过剩矛盾和风险仍存，加之企业运营成本上升、投资疲软及安全环保等问题仍较突出，未来行业下行压力仍存

2016 年我国石油和化工行业运行呈现行业经济增长分化、结构调整加快、产业提质增效取得进展、价格触底回升、出口贸易结构改善、能源效率继续提升等特点，但值得关注的是，产能结构性过剩矛盾和风险依然存在、企业运营成本上升和投资环境亟待改善、油气开采业效益恶化、行业投资总体疲软、国际化工市场压力增大、行业安全环保问题仍较突出等问题依然存在并困扰行业发展。

图 2：石化行业主营业务收入及利润变化情况



数据来源：中国石油新闻中心，中诚信证评整理

根据统计局数据显示，2016 年石油和化学工业

规模以上企业 29,624 家，全行业增加值同比增长 7.0%；实现主营业务收入 13.29 万亿元，同比增长 1.7%；利润总额 6,444.4 亿元，与上年基本持平。其中，石油加工行业增加值同比增长 7.3%，主营业务收入 2.88 万亿元，同比下降 2.0%，利润总额 1,703.6 亿元，增幅 120.4%；化学工业增加值增幅 8%，主营业务收入 9.21 万亿元，同比增长 5.3%，利润总额 5,073.2 亿元，增幅 11.7%。

行业经济增长显著分化。从增加值看，2016 年全行业增加值同比增长 7.0%，较上年回落 1.5 个百分点。其中，化学工业增幅 8.0%，炼油业增长 7.3%，油气开采业则下降 3.6%；而化学工业中，专用化学品、农药和合成材料制造等增加值增速较高，分别为 10.8%、10.8% 和 10.0%；但化肥制造和化学矿采选等增加值增速只有 3.6% 和 5.4%。从主营业务收入看，油气开采降幅达 17.3%；石油加工业同比下降 2.0%；化学工业同比增长 5.3%，其中专用化学品和合成材料收入增幅较快，均为 7.6%，基础化学原料制造增幅为 6.7%，橡胶制品业同比增长 2.6%，而化肥行业同比下降 4.5%。

结构调整加快推进。一是在政府引导下，行业和企业加大去产能的力度；二是产品结构加快调整；三是兼并重组增多，集中度提高；四是化工搬迁入园工作加快实施；五是企业在环保、安全、科技、智能制造方面的投入加大。

产业提质增效取得进展。2016 年炼油业产业结构调整继续加快，国 V 汽柴油升级改造全面完成，自 2017 年 1 月 1 日起全国实行国 V 标准。由于成本下降和优质优价，2016 年炼油业效益持续高速增长，利润总额逾 1,700 亿元，增幅超 120%。化学工业效益持续改善，利润增幅近 12%；特别是基础化学原料提质增效最为显著，利润增速达 38.1%，对化工行业利润贡献率达 70%；合成材料利润也呈现高速增长态势，增幅达 41.8%，位居化工各行业之首，贡献率超过 38%。

价格触底回升。2016 年，石油和化工行业价格总水平连续第 5 年下降。石油和主要化学品市场呈现触底回升走势，价格降幅不断收窄，特别是进入第 3 季度后，回升明显加快。当年，布伦特原油期

货平均收盘价较 2015 年下降 15.8%，降幅较 2015 年同期大幅缩窄 30.3 个百分点。石油和天然气开采业全年价格总水平下降 16.4%，同比收窄约 21 个百分点，较上半年收窄 12.8 个百分点；化学原料和化学品制造业下降 2.8%，为 5 年来最低降幅，同比收窄 3.9 个百分点，较上半年收窄 2.8 个百分点。

出口贸易结构改善。2016 年，行业总能耗增速继续放缓，能源效率继续提升。数据显示，全年石油和化工行业总能耗增长 1.3%，增速创历史新低，同比回落 1.6 个百分点。其中，化学工业总能耗增长 1.0%，同比回落 2.2 个百分点。石油和化工行业万元收入耗标煤同比下降 0.4%，近年来首次下降。其中，化学工业万元收入耗标煤同比下降 4.0%，创历史最好水平。

虽然 2016 年石油和化工行业经济运行实现稳中有进目标，但行业经济运行的基础仍不稳定，下行压力依然较大，矛盾和问题仍较突出。特别是产能结构性过剩矛盾和风险依然存在，企业运营成本上升，投资环境亟待改善。在一些产能严重过剩行业，落后产能和“僵尸企业”仍未完全退出，在价格低位和环保核查严格环境下，有些仅暂时性歇产或减产，一旦价格回升或环保核查放松，仍有可能会重新对市场运行带来压力和困扰。同时，一些产能利用率较低的行业，如炼油的投资热情仍很高，而一些价格好转效益改善的行业投资冲动又将复苏。

此外，2016 年我国共遭遇 27 个国家和地区发起的 119 起贸易救济调查案件，涉案金额 143.4 亿美元，案件数量和涉案金额同比分别上升了 36.8% 和 76%，其中化工产品占比较大，美国在 2015 年对我国乘用车胎发起双方调查后，2016 年再次对客货商用车胎“双反”。另一方面，受中东、韩国等新增产能装置投产加快的影响，国外化工产品对国内市场的冲击加大。海关数据显示，2016 年，我国有机化学原料进口持续高速增长，进口量达到 5,854.1 万吨，同比增幅 26.0%，净进口 4,565.7 万吨，增幅达 33.1%。其中，混合芳烃进口达 1,170.1 万吨，同比增长 81.2%；甲醇进口 880.3 万吨，增幅 58.9%。2016 年我国合成材料进口亦处于高位，进口量 4,498.4 万吨，同比小幅下降 1.4%；净进口量 3,585.3

万吨。其中，合成橡胶进口量增幅达 64.1%。此外，其他一些大宗化工产品进口持续快速增长，进一步加剧了国内市场无序竞争。而目前外需市场依然不振，2016 年化工行业出口总额同比下降 6.1%，连续 20 个月累计下降，出口压力仍在加大。

行业安全环保问题仍然突出。2016 年，石油和化工行业安全爆炸事故偏多，环保不达标情况仍普遍存在，对行业平稳健康运行带来较大干扰。一批涉化工业园区离规划先行、管理规范、绿色发展还有不小的差距；同时，环境保护，绿色发展中石化企业面临的挑战和任务都很艰巨，行业“三废”（废水、废气、废固）问题如何努力解决，这对行业企业的绿色发展和可持续发展将产生深远影响。

总体来看，当前石油和化工行业经济运行的基础仍不稳定，产能结构性过剩矛盾和风险仍存，加之企业运营成本上升、行业投资疲软、国际化工市场压力增大以及安全环保等问题，未来行业下行压力仍存。

业务运营

公司系中国化工新材料（嘉兴）园区的核心企业，持续将科技创新作为产业转型升级的战略支撑，加大研发投入，科技竞争力日益增强。截至 2016 年末，公司共申请专利 32 项，其中发明专利 17 项，实用新型 15 项，授权专利 27 项，其中发明专利 13 项，实用新型 14 项；其中 2016 年新增授权专利 2 项，均为发明专利。2016 年，公司主持《天然脂肪醇》国家标准 1 项，参与《工业氯磺酸》国家标准 1 项；主持《工业对甲苯磺酰氯》行业标准 1 项。

公司原主要制造和销售蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、邻对位以及硫酸系列产品，及经营港口码头装卸及仓储业务。2016 年，公司相继完成对和静金太阳发电有限公司（以下简称“和静金太阳”）、铁门关市利能光伏发电有限公司（以下简称“利能光伏”）、托克逊县金太阳光伏发电有限公司（以下简称“托克逊金太阳”）和吉木乃海锦新能源科技发展有限公司（以下简称“吉木乃海锦”）四家公司的并购，新增光伏发电业务，业务多样性增加，对单一行业的依赖程度降低。2016 年公司自主实施完毕国内首套连续氧化生产 NMSBA 的生产装置，该生

产装置采用 DCS 安全联锁多级自控，同时采用 SIS 系统增加安全保障。2016 年 12 月 19 日，NMSBA 生产装置首次投料试车成功，实现国内首套自主创新的 NMST 连续氧化新技术的产业化应用，或将成为公司后期重要的收入和利润来源。

中国化工新材料（嘉兴）园区（以下简称“化工园区”）是国内首家国家级化工新材料园区，浙江省块状经济向现代化产业集群转型升级示范区和浙江省工业循环经济示范园区，园区内投资项目产业关联率达 90% 以上，通过公共管廊、集中供热管网等基础设施将化工园区内所有化工企业串成一个生态有机体和园区的内部循环圈。公司作为化工园区蒸汽供热和基础化工产品供应商发挥着基础和核心的作用，依托化工园区内产业链配套优势，与园区众多知名化工企业产生紧密联系，形成了“资源-产品-再生资源”的良性循环产业链，实现了公用设施、物流运输、环境保护的“一体化”循环经济发展模式。

受益于供给侧结构性改革和淘汰落后产能，国内化工行业特别是化工大宗原材料在 2016 年下半年出现较明显的回暖，带动公司化工板块产品量价齐升，促进公司整体业务规模的大幅增长。2016 年实现营业收入 45.03 亿元，同比增加 32.79%。收入构成方面，当年公司脂肪醇/醇产品、蒸汽、氯碱和邻对位分别实现营业收入 19.07 亿元、9.26 亿元、6.93 亿元和 3.22 亿元，系公司收入的主要来源；码头装卸及仓储、硫酸、氢气、光伏发电及其他板块合计实现营业收入 6.00 亿元，系公司营业收入和利润的一个有益补充。

表 1：2014 年~2016 年公司主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

种类	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
蒸汽	7.70	23.09	33.21	8.88	28.59	38.07	9.26	20.56	35.27
氯碱	7.06	21.19	40.45	6.26	20.14	42.35	6.93	15.39	40.82
邻对位	3.61	10.83	41.26	2.62	8.44	42.87	3.22	7.14	48.77
脂肪酸/醇产品	13.07	39.19	8.03	9.30	29.93	11.41	19.07	42.35	11.11
硫酸	0.75	2.24	14.55	0.83	2.66	19.93	0.53	1.18	26.31
氢气	0.32	0.96	93.80	0.31	0.98	93.64	0.38	0.84	94.40
码头业务	-	-	-	1.10	3.54	87.77	1.64	3.65	87.20
光伏发电	-	-	-	-	-	-	0.15	0.34	6.00
其他	0.83	2.49	29.57	1.78	5.71	35.32	3.30	7.32	20.38
合计	33.34	100.00	26.91	31.07	100.00	31.58	44.48	98.77	27.83

资料来源：公司年报，中诚信证评整理

跟踪期内，特别是2016年下半年以来，化工行业景气度大幅提升，园区内企业开工较高，蒸汽使用量增长促进公司蒸汽业务规模提升

公司系嘉兴港区唯一从事集中供热服务的企业，热电装置采用国内外先进的循环流化床锅炉和抽背汽轮发电机组，使用膜法脱盐水装置技术。2015 年，公司开始实施热电联产机组扩建项目，该项目主要内容为扩建 3 台 450 吨/时高温高压循环流化床锅炉和 2 台 45 兆瓦高温高压抽气背压式汽轮发电机组，预计总投资 12.95 亿元。截至 2016 年末，公司已完成两台 450 吨/时高温高压循环流化床锅炉（7 号锅炉和 8 号锅炉）和一台 45 兆瓦高温高压抽气背压式汽轮发电机组（7 号汽轮机）投资，其中 7 号锅炉于 2015 年 7 月份基本建成并开始调试，2016 年 1 月开始试运行；8 号锅炉于 2016 年 3 月份基本建成并开始调试，6 月份开始试运行；7 号汽轮机组于 2016 年 7 月调试完成，目前正在办理发电业务许可证。该项目另一台锅炉（9 号锅炉）和汽轮发电机组（8 号机组）已于 2016 年底启动锅炉的选型和采购工作。

截至 2016 年末，公司供热能力为 978 万吨/年，共向嘉兴港区内 27 家企业供应蒸汽。2016 年化工行业触底反弹，化工指数由年初 618 点上升至年末的 833 点。随着化工行业景气度的回升，化工园区内企业开工率提升，蒸汽使用量增长，当年公司蒸汽销量为 637.47 万吨，同比增长 3.83%；全年蒸汽

产品实现销售收入 9.26 亿元，同比增长 4.25%。

表 2：2014~2016 年公司蒸汽生产销售情况

项目	2014	2015	2016
产能（万吨）	978	978	978
产量（万吨）	729.3	877.43	942.19
销售收入（亿元）	7.70	8.88	9.26
销量（万吨）	493.53	614.00	637.47
销售均价（元/吨）	155.99	144.68	145.26

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司不断推进氯碱产品的下游利用和开发，大力推进研发含氯衍生产品项目，加快转型升级，竞争力提升及行业景气度回升促使公司氯碱板块业务规模增长

公司是浙北地区（嘉兴、湖州）唯一一家氯碱生产企业，生产设备系日本氯工程公司引进的离子膜烧碱技术设备，目前氯碱系列产品的生产能力为 29.70 万吨/年（折百）。

公司氯碱产品包括：烧碱（30%、32%、48%）、液氯、高纯盐酸、次氯酸钠和副产品氢气。公司通过园区产业链配套设施，将液氯通过管道输送到化工园区内日本帝人化学等下游企业；副产品氢气通过管道销售给德山化工、合盛化工等下游企业以实现全部利用，有效解决氯碱产品的平衡问题和氢气产品的充分利用，实现企业的稳定发展。同时，氯碱产品的生产成本主要是电力成本，公司凭借热电联产自备电的优势，有效降低了氯碱产品的整体成本。总的来看，低成本和副产品氢气的回收利用，

可在一定程度上提升公司氯碱业务的盈利能力，使公司在同行业竞争中占据有利地位。

氯碱产品下游用户为化工、印染和纤维等行业，近年氯碱产品主要下游印染行业受国家 COD 指标排放量控制，开工率较低，使得烧碱市场的竞争比较激烈。为应对市场竞争，公司不断推进氯碱产品的下游利用和开发，加快转型升级，进行氯碱装置零极距节能技术改造，大力推进研发含氯衍生产品项目，做好“氯碱平衡”，不断提升竞争力，使得公司氯碱生产线负荷率处于同行业中较高水平。加之 2016 年第四季度氯碱市场景气度回升，全年公司销售氯碱产品 120.75 万吨，同比增长 11.05%；实现销售收入 6.93 亿元。

表 3：2014-2016 年公司氯碱销售情况

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度
销售收入 (亿元)	7.06	6.26	6.93
销量(万吨)	112.76	108.73	120.75
销售均价 (元/吨)	626.11	575.73	573.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，受硫酸价格走低，公司硫酸业务收入出现下滑，但后期随着巴斯夫电子级硫酸厂的投产，将对公司硫酸业务提供一定支撑

公司是浙北地区（嘉兴、湖州）精制硫酸最大生产商，是国内首家全套引进美国孟山都工艺技术的硫酸生产企业，具有年产硫酸系列产品 30 万吨的生产能力。公司硫酸系列产品主要包括：98% 工业硫酸、发烟硫酸、液体三氧化硫、AR 级硫酸、氯磺酸及部分特殊规格的硫酸等。

公司的硫酸装置工艺上充分体现了企业循环经济产业链的布局，利用烧碱副产盐酸生产氯磺酸，同时又为邻对位产品提供氯磺酸和三氧化硫等，从化工产品链上与氯碱、邻对位、硫酸镁装置形成产业配套，而且通过硫酸装置的余热回收发电，实现了资源、能源的循环利用，产品主要销售区域为化工园区、上海石化园区、宁波镇海工业园等，综合优势远远领先于单纯的硫磺制酸企业。

2014 年 12 月，公司与巴斯夫签订了为巴斯夫建设电子级硫酸厂提供厂房和配套设施及原料供

应的《合作协议》。为服务高质量电子级硫酸未来成长的需求，巴斯夫拟在嘉兴港区投资设立电子级硫酸厂，由公司在厂区内按照巴斯夫的设计和技术要求投资建造电子级硫酸厂的厂房及相关配套设施；巴斯夫则在电子级硫酸厂的厂房内建设电子级硫酸生产装置及相关设施，以独立法人形式组织生产经营。同时，为满足向巴斯夫电子级硫酸厂供应原料之需求，公司还将对原有的工业级硫酸生产装置进行升级和改良，生产的硫酸产品全部销售给巴斯夫电子级硫酸厂。2016 年，巴斯夫电子级硫酸厂投入试运行，随着后期的正式运营，将对公司硫酸业务提供一定支撑。

2016 年，硫酸市场行情疲软，公司限产保价导致当年硫酸销售量减少至 21.51 万吨，全年板块实现营业收入 0.53 亿元，同比减少 35.52%。

公司系国内最大的邻对位生产商，拥有邻对位生产的多项发明专利技术，具有较强的原料配套优势、成本及技术领先优势，在国内采用间歇工艺生产邻对位的生产商缩产的情况下，公司邻对位销量有所上升

公司邻对位产品在产业链上是对氯碱、硫酸产品的深化和延伸，拥有自主知识产权的三氧化硫磺化工艺技术专利，已形成年产 3 万吨邻对位系列产品的生产能力，系全国最大的邻对位产品生产商。

公司邻对位装置具有较强的原料配套优势，成本及技术领先优势，公司的硫酸装置可为邻对位产品提供重要原料氯磺酸和三氧化硫，而且公司管道化的原料输送也大幅降低了原料装卸和输送过程中的危险性。公司拥有邻对位生产的多项发明专利技术，在技术工艺上，产业链优势降低了公司邻对位系列的生产成本。此外，公司还为化工巨头先正达公司定制生产邻对位产品邻硝基。2015 年公司年产 4,000 吨邻对位（甲磺基苯甲酸，又称“BA”）技术改造项目立项，截至 2016 年底该技改项目已进入调试运行阶段。2016 年，公司绿色合成技术创新团队成功研发邻对位下游 BA 新产品技术，并获得 2 项国家发明专利授权。BA 系原公司生产的邻硝基对甲磺基甲苯（NMST）产品向下游的进一步延伸，是高效选择性除草剂“密斯通”的中间体，未来

发展前景较好。

表 4：2014~2016 年公司邻对位生产销售情况

项目	2014	2015	2016
产能（万吨）	3	3	3
收入（亿元）	3.61	2.62	3.22
销量（万吨）	2.85	2.80	2.95
均价（万元/吨）	1.26	0.94	1.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

邻对位被广泛应用于医药、农药、塑料、染料和涂料等行业，是非常重要的中间体产品。由于国内邻对位生产厂家主要采用传统的间歇工艺进行生产，因成本与环保劣势，多数已减产或停产，使得公司邻对位业务销售量有所上升。2016 年公司邻对位实现销量 2.95 万吨，同比增长 5.35%；同时，受益于产品价格上涨，当年公司实现销售收入 3.22 亿元，同比增长 22.90%。

跟踪期内，受益于原材料棕榈仁油价格上涨推动，脂肪醇（酸）价格大幅上涨，加之下游需求增加，公司脂肪醇（酸）业务规模大幅增长

公司系国内单套规模最大的脂肪醇（酸）生产商，具有脂肪醇（酸）系列产品 20 万吨/年的生产能力。脂肪醇（酸）系表面活性剂和精细化学品的一种重要原材料，下游应用广泛，行业面临一定的发展机遇，公司目前正在推进 16 万吨/年的多品种脂肪醇（酸）项目建设以扩张产能。随着后期年产 16 万吨多品种脂肪醇（酸）项目的投产，公司的脂肪醇（酸）生产能力将大幅提升。

表 5：2014~2016 年公司脂肪醇（酸）生产销售情况

项目	2014	2015	2016
产能（万吨）	20	20	20
产量（万吨）	15.56	22.21	18.26
收入（亿元）	13.07	9.30	19.07
销量（万吨）	15.83	15.09	21.14
销售均价（元/吨）	8,255.04	6,161.37	9,020.81

注：销量包含脂肪醇（酸）以及其他副产品

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司脂肪醇（酸）主要原材料为棕榈仁油。2016 年，因气候影响，棕榈仁油产量下降，导致棕榈仁油价格持续上涨，进而推动脂肪醇（酸）大幅上涨。2016 年公司脂肪醇（酸）销售均价为 9,020.81 元/

吨，较上年提升 46.41%。同时，随着下游需求的提升，2016 年公司销售脂肪醇（酸）21.14 万吨，同比增长 40.09%；实现销售收入 19.07 亿元，同比增长 105.05%，脂肪醇（酸）业务规模的增长成为推动公司整体业务规模增长的主导因素。

随着化工行业的回暖，以及嘉兴港区入园企业的增长，公司码头装卸及仓储业务规模增长

公司旗下美福码头主要提供液体化工产品及油品的装卸及中转仓储服务，拥有 3 万吨级石化码头泊位及 11.2 万立方米储罐区。其中仓储区共有油罐 11 座，其中汽油储存量为 52,000 立方米，柴油储存量为 60,000 立方米。

公司码头装卸货种主要为甲醇、燃料油、对二甲苯、乙烯等，随着化工行业的回暖，以及嘉兴港区落户企业的增长，带动公司码头吞吐及装卸量的提升。2016 年美福码头实现船舶安全靠离 346 艘次，吞吐量达到 315 万吨。其中外贸船舶 184 艘次，202 万吨；内贸船舶 162 艘次，113 万吨。2016 年公司码头装卸及仓储业务实现营业收入 1.74 亿元，同比增长 58.63%。

跟踪期内，公司通过并购新增光伏发电业务板块，业务进一步多元化，但公司光伏发电项目大多位于新疆境内，较高的限电弃光率将对该业务形成负面影响

随着国家太阳能光伏发电相关政策措施密集出台，对光伏应用政策支持力度的不断加大，我国光伏发电行业进入高速发展期。为抢占资源和地域优势，把握光伏发电行业高速发展的契机，公司通过兼并收购的形式快速布局太阳能光伏产业，实现对光伏发电行业的快速布局。

2016 年 1 月 11 日，公司 2016 年第一次临时股东大会审议通过了关于收购托克逊金太阳、利能光伏、吉木乃海锦、和静金太阳和龙井中机能源科技有限公司五家太阳能光伏企业 100% 股权，并向上述公司增资的议案。和静金太阳主要负责经营新疆巴州和静县光伏电站，电站位于新疆建设兵团第二师二十一团界内，一期装机容量为 20MW；托克逊金太阳主要负责经营新疆吐鲁番托克逊县光伏电

站，电站位于新疆吐鲁番地区托克逊县库米什光伏产业园，装机容量为 20MW；铁门关利能主要负责经营新疆库尔勒地区光伏电站，电站位于新疆生产建设兵团 29 团 10 连连部，二期装机容量为 20MW；吉木乃海绵主要负责经营新疆阿勒泰吉木乃县光伏电站，电站位于新疆阿勒泰地区吉木乃县西北，装机容量为 20MW。2016 年 1 月和 2 月，公司相继完成对和静金太阳和利能光伏的并购；2016 年 7 月，完成对吉木乃海绵和托克逊金太阳的并购。

和静金太阳、利能光伏和托克逊金太阳均于 2016 年 6 月 30 日前完成并网，当年公司光伏发电量为 2,110.45 万千瓦时，实现光伏发电收入 0.15 亿元。但中诚信证评关注到，公司光伏电站均位于新疆地区，受区域消纳能力不强、电网建设滞后以及外送输电通道容量有限等因素的影响和制约，新疆等地区光伏电站消纳矛盾日益凸显，存在限电和弃光问题，或将对公司光伏发电业务板块产生一定影响。

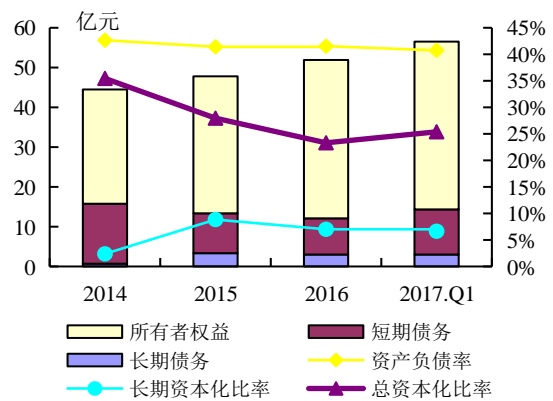
财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年度、2015 年度、2016 年度审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报表，所有财务数据均为合并口径。

资本结构

随着业务规模的扩张及在建项目的持续推进，公司资产和负债规模保持较快增长，截至 2016 年末，公司资产总额为 68.08 亿元，同比增长 15.84%；同期负债总额为 28.27 亿元，同比增长 16.17%。自有资本方面，公司经营利润的不断积累对自有资本增长形成一定支持，2016 年末公司净资产合计 39.81 亿元，同比增长 15.60%。另截至 2017 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 71.16 亿元和 28.99 亿元，较上年末分别增加 4.52%和 2.52%；当期末所有者权益合计 42.17 亿元。

图 3：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

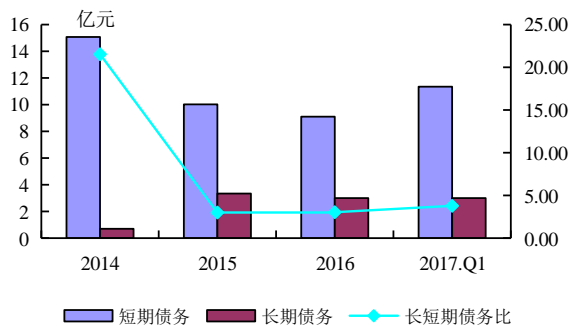
资产结构方面，公司资产仍以非流动资产为主，截至 2016 年末，公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程及商誉等，其中固定资产规模同比增长 27.71%至 36.49 亿元，年末占非流动资产的比重为 74.77%；在建工程 5.13 亿元，主要为处于在建阶段的热电联产扩建项目、16 万吨/年多品种脂肪醇（酸）产品项目、4,000 吨/年 BA 技改项目等；商誉 4.86 亿元，系由公司 2015 年收购浙江乍浦美福码头仓储有限公司 100% 股权所产生，当年未计提相关资产减值准备，中诚信证评关注到公司进行的非同一控制下企业并购有利于拓展公司的业务规模，提高公司整体资产质量及盈利能力，但若被合并资产未来经营状况不达到预期，交易形成的商誉仍将存在减值风险。公司流动资产合计 19.27 亿元，占同期资产总额的比重为 28.31%，主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成，在流动资产中的占比分别为 32.09%、22.16%、20.00%和 17.32%，其中货币资金中 1.39 亿元系借款保证金，该部分资产流动性受限；应收账款中账龄在三个月以内的占比 92.74%，回收风险较小；存货中原材料占比较高，为 49.39%，中诚信证评关注到煤炭和棕榈仁油等原材料市场价格波动较大，未来可能对公司盈利能力造成一定的影响。

负债结构方面，截至 2016 年末，公司负债总额为 28.27 亿元，其中流动负债 24.93 亿元，占比为 88.17%。公司流动负债以短期借款和应付账款为主，分别占流动负债的 36.25%和 48.34%，其中应付账款主要系光伏企业应付账款及采购棕榈仁

油信用证未到期所致，年末同比增长 119.40% 至 12.05 亿元。公司非流动负债主要为应付债券 3.00 亿元，占同期非流动负债的 89.72%，主要为公司于 2016 年发行的公司债券。

财务杠杆比率方面，2016 年末公司资产负债率较上年末微幅提升 0.12 个百分点至 41.53%，同期总资本化比率小幅下降 4.64 个百分点至 23.31%。截至 2017 年一季度末，公司资产负债率较上年末下降 0.79 个百分点至 40.74%，总资本化比率小幅提升 2.07 个百分点至 25.39%。整体来看，公司财务杠杆水平有所波动，但整体仍处于合理范围内。

图 4：2014~2017.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

债务规模和期限结构方面，截至 2016 年末，公司总债务为 12.10 亿元，较上年减少 9.43%。2016 年，公司偿还部分短期借款，期末短期债务规模同比减少 9.19% 至 9.10 亿元，同期公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 3.00 提升至 3.03。另外截至 2017 年 3 月末，公司总债务合计 14.35 亿元，长短期债务比进一步提升至 3.78，债务期限结构有待改善。

总体来看，随着公司业务规模稳步增长，公司资产和负债规模均有所增加，资本实力也有所增强，且非公开发行股票已取得证监会批文，后期成功发行将进一步增强其自有资本实力，财务杠杆比率有望进一步下降。

盈利能力

受益于 2016 年下半年国内化工明显的回暖，公司脂肪酸/醇产品量价齐升，促进公司整体业务规模的大幅增长，2016 年实现营业收入 45.03 亿元，同比增加 32.79%。具体从各产品情况来看，2016

年公司脂肪酸/醇产品、蒸汽、氯碱和邻对位分别实现营业收入 19.07 亿元、9.26 亿元、6.93 亿元和 3.22 亿元，构成公司收入的主要来源；码头装卸及仓储、硫酸、氢气、光伏发电及其他业务板块合计实现营业收入 6.00 亿元，对当年业务规模增长形成有益补充。

毛利率方面，2016 年，受盈利水平较低的脂肪酸/醇产品收入占比大幅提升影响，公司综合毛利率同比下降 3.75 个百分点至 27.83%。

期间费用方面，2016 年公司销售费用同比增加 16.57% 至 0.52 亿元，主要系产品运输费用增加所致；公司管理费用同比增长 12.44% 至 2.18 亿元，主要系研究开发费用增长所致；财务费用同比增长 14.82% 至 0.87 亿元，主要是因汇兑损益增加所致。2016 年公司三费合计 3.57 亿元，同比增加 13.60%，三费收入占比 7.93%，下降了 1.34 个百分点。另，2017 年一季度，公司三费合计 0.66 亿元，三费收入占比为 4.96%。

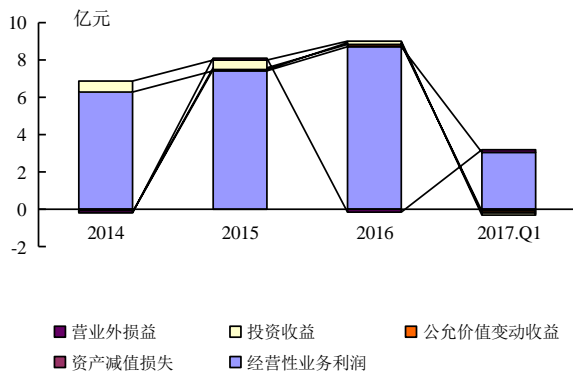
表 6：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元				
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	0.39	0.45	0.52	0.14
管理费用	1.67	1.94	2.18	0.45
财务费用	0.65	0.76	0.87	0.07
三费合计	2.71	3.15	3.57	0.66
三费收入占比	7.99%	9.27%	7.93%	4.96%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2016 年得益于业务规模扩张及良好的费用控制能力，公司经营性业务利润规模同比增加 17.45% 至 8.71 亿元，构成公司利润总额主要部分，占比为 98.39%。2016 年公司利润总额同比增加 10.61% 至 8.85 亿元；全年实现净利润 7.43 亿元，同比增加 10.04%，净资产收益率（含少数股东权益）为 18.67%，同比下降 0.94 个百分点。另，2017 年一季度，公司利润总额为 2.88 亿元，同期经营性业务利润 3.05 亿元，公允价值变动损失为 0.11 亿元。

图 5: 2014~2017.Q1 公司利润总额构成



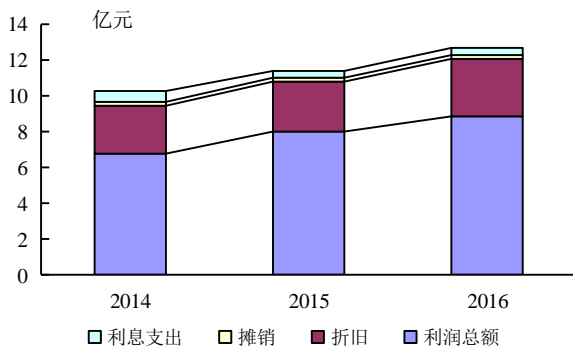
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 受益于化工行业回暖, 公司化工板块业务规模显著提升带动公司收入规模快速增长, 且期间费用控制有效, 利润总额持续增长, 整体经营效益较好。

偿债能力

从现金流方面来看, 2016 年得益于化工行业回暖, 公司产品销售回款速度加快, 经营活动净现金流显著改善, 当年同比大幅增长 158.67% 至 13.08 亿元, 使其对总债务、短期债务和利息支出的覆盖能力均大幅增强。2016 年公司经营活动净现金流/总债务为 1.08 倍, 经营活动净现金流/利息支出为 21.16 倍。

图 6: 2014~2016 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额和折旧构成, 2016 年得益于盈利持续好转, 公司 EBITDA 同比增长 11.31% 至 12.68 亿元。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看, 得益于债务规模和利息支出的下降, 公司 EBITDA 对总债务和利息支出的覆盖能力均有所增强, 2016 年公司总债务

/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 0.95 倍和 20.52 倍。

表 7: 2014~2017.Q1 公司偿债能力指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	15.07	10.02	9.10	11.35
长期债务 (亿元)	0.70	3.34	3.00	3.00
EBITDA (亿元)	10.27	11.39	12.68	-
EBITDA 利息倍数 (X)	9.20	18.76	20.52	-
总债务/EBITDA (X)	1.54	1.17	0.95	-
经营性净现金流 (亿元)	3.34	5.06	13.08	-2.29
经营性净现金流/总债务 (X)	0.21	0.38	1.08	-0.64
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	2.99	8.33	21.16	-16.14

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司及其子公司嘉兴市港区艾格菲化工有限公司 (以下简称“艾格菲”) 与浙江秀州建设有限公司 (以下简称“秀州建设”) 发生氯磺酸改扩项目土建施工合同纠纷, 双方约定合同总金额 1,933.68 万元, 无合同施工项目约 134.68 万元, 公司于 2016 年底账面计提了 332.48 万元预计负债, 目前该案件尚在审理阶段。此外, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司无对外担保情况。

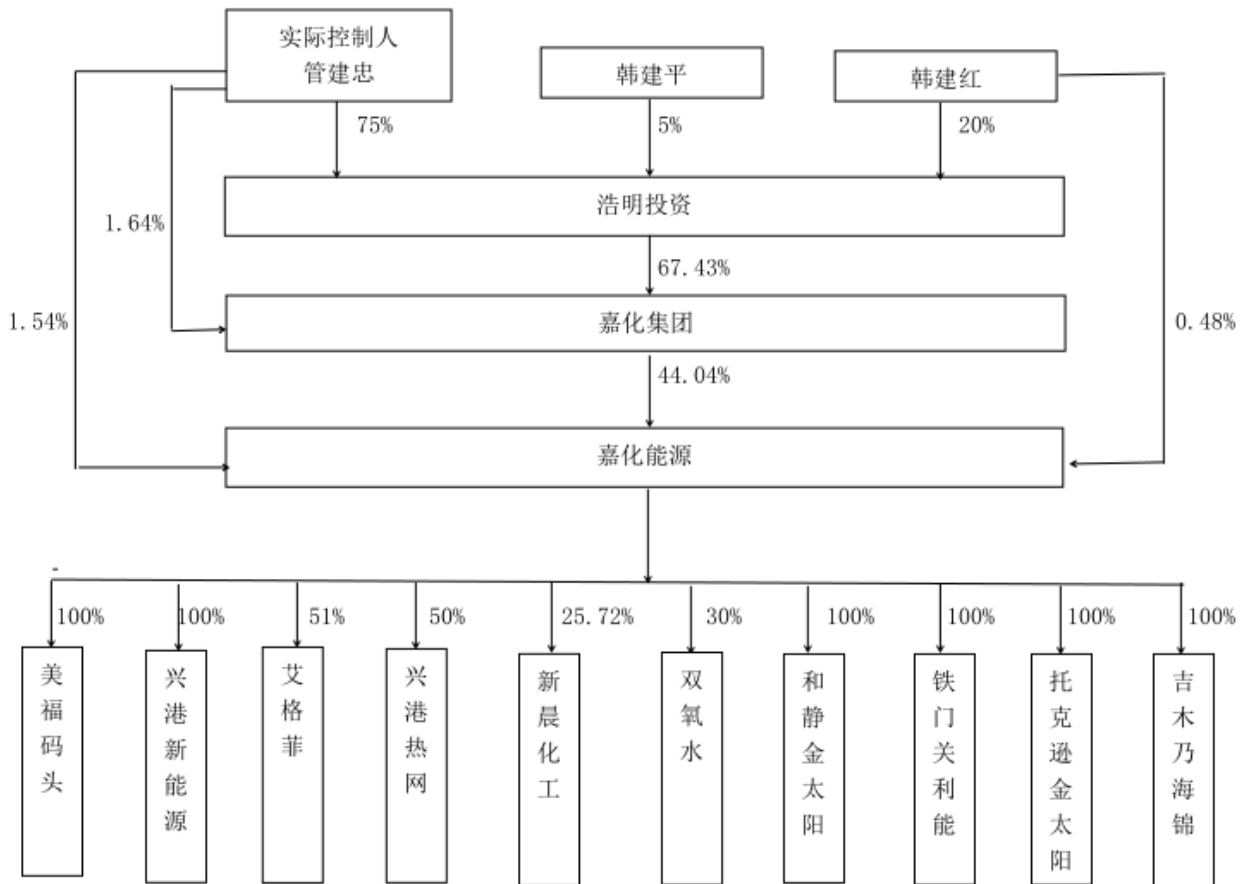
银行授信方面, 截至 2017 年 3 月末, 公司在金融机构的授信额度总额为 29.01 亿元, 未使用额度 10.97 亿元, 具有一定的备用流动性。

整体来看, 2016 年公司收入规模快速提升, 盈利状况良好, EBITDA 及经营活动净现金对债务本息的覆盖程度提升, 整体偿债能力仍很强。

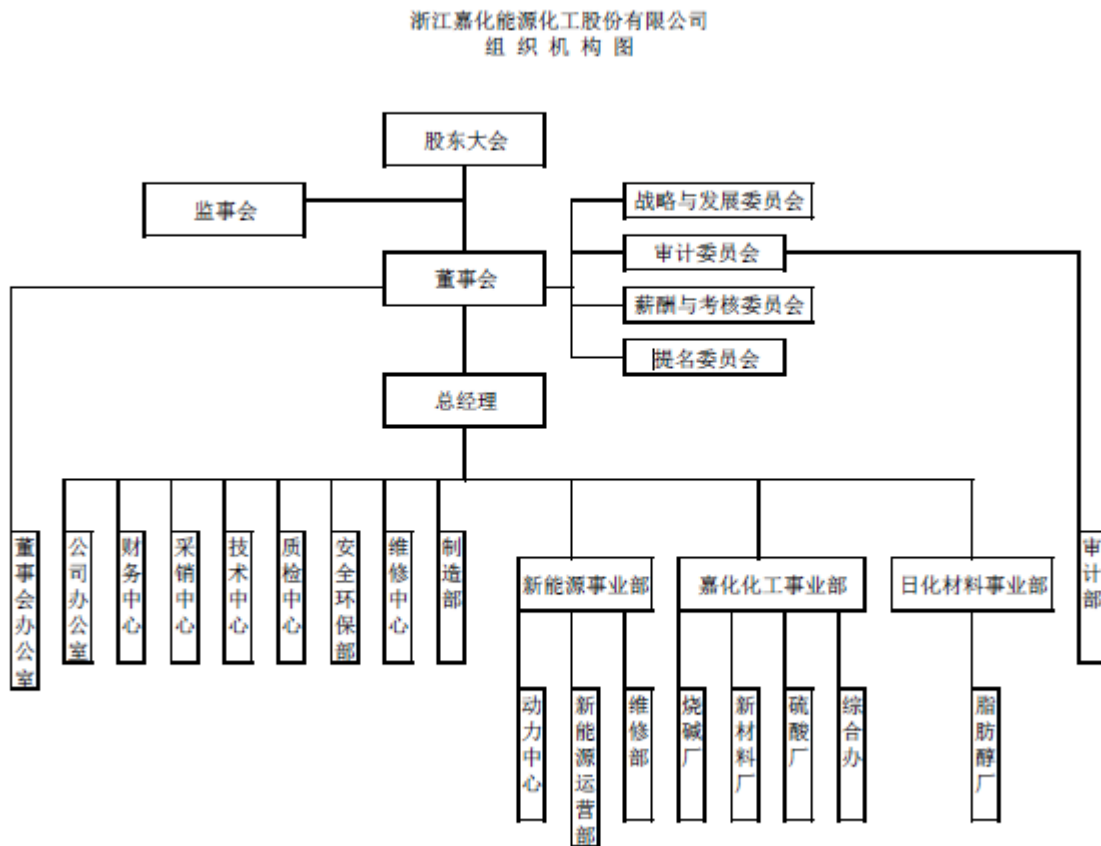
结论

综上, 中诚信证评维持浙江嘉化能源化工股份有限公司主体信用等级 **AA**, 评级展望为稳定; 维持“浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券 (第一期)”信用等级 **AA**。

附一：浙江嘉化能源化工股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：浙江嘉化能源化工股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：浙江嘉化能源化工股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	101,318.12	50,645.20	61,839.89	36,095.31
应收账款净额	24,893.15	51,067.72	38,543.57	52,603.73
存货净额	20,737.60	22,565.28	33,377.44	51,485.77
流动资产	172,763.21	173,342.92	192,725.02	228,488.66
长期投资	5,385.01	2,508.78	2,903.58	3,989.48
固定资产合计	308,089.83	346,758.60	416,234.27	410,162.16
总资产	500,781.18	587,713.34	680,786.34	711,572.12
短期债务	150,712.21	100,212.13	91,005.90	113,472.06
长期债务	7,000.00	33,400.00	30,000.00	30,000.00
总债务（短期债务+长期债务）	157,712.21	133,612.13	121,005.90	143,472.06
总负债	213,592.63	243,376.35	282,735.67	289,864.31
所有者权益（含少数股东权益）	287,188.55	344,336.99	398,050.68	421,707.81
营业总收入	338,539.00	339,133.03	450,333.56	132,001.95
三费前利润	89,862.72	105,611.00	122,832.50	37,024.79
投资收益	5,900.14	5,060.66	821.11	-212.34
净利润	58,205.16	67,529.72	74,307.44	23,864.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	102,700.61	113,910.68	126,798.31	29,818.74
经营活动产生现金净流量	33,378.35	50,560.98	130,784.71	-22,879.43
投资活动产生现金净流量	-4,773.54	-60,133.13	-79,880.47	-23,211.26
筹资活动产生现金净流量	21,412.40	-11,905.41	-38,884.26	27,235.87
现金及现金等价物净增加额	49,429.13	-21,139.81	12,543.66	-19,227.59
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	26.91	31.58	27.83	28.66
所有者权益收益率（%）	20.27	19.61	18.67	5.66
EBITDA/营业总收入（%）	30.34	33.59	28.16	22.29
速动比率（X）	0.75	0.73	0.64	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.21	0.38	1.08	-0.64
经营活动净现金/短期债务（X）	0.22	0.50	1.44	-0.81
经营活动净现金/利息支出（X）	2.99	8.33	21.16	-16.14
EBITDA 利息倍数（X）	9.20	18.76	20.52	21.03
总债务/EBITDA（X）	1.54	1.17	0.95	1.20
资产负债率（%）	42.65	41.41	41.53	40.74
总资本化比率（%）	35.45	27.96	23.31	25.39
长期资本化比率（%）	2.38	8.84	7.01	6.64

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、2017 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 净年化处理。

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

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。