

宜宾天原集团股份有限公司

2015 年度第一期中期票据

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100880】

评级对象: 宜宾天原集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据

15 天原 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2018 年 7 月 20 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2017 年 5 月 10 日

首次评级: AA/稳定/AA/2015 年 2 月 26 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	8.12	15.59	9.16	10.15
刚性债务	38.08	37.81	30.74	30.68
所有者权益	39.44	39.91	40.59	40.34
经营性现金净流入量	-6.79	1.65	0.12	0.35
合并口径数据及指标:				
总资产	134.70	142.28	134.02	143.21
总负债	91.00	98.27	90.78	99.59
刚性债务	74.69	71.51	57.71	65.16
所有者权益	43.70	44.01	43.24	43.63
营业收入	107.04	125.02	152.86	29.73
净利润	-0.09	0.31	0.63	0.40
经营性现金净流入量	0.63	4.86	5.84	1.16
EBITDA	7.23	7.90	8.93	—
资产负债率[%]	67.56	69.07	67.74	69.54
权益资本与刚性债务比率[%]	58.51	61.55	74.92	66.95
流动比率[%]	53.27	58.91	51.63	62.15
现金比率[%]	28.66	42.34	32.28	27.55
利息保障倍数[倍]	0.97	1.26	1.36	—
净资产收益率[%]	-0.21	0.70	1.45	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.80	6.98	8.45	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.73	16.21	6.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.35	3.39	3.28	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.11	0.14	—

注:根据天原集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吴迪妮 wdn@shxsj.com

刘佳 liujia@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对宜宾天原集团股份有限公司(简称天原集团、发行人、该公司或公司)及其发行的 15 天原 MTN001 的跟踪评级反映了 2017 年以来天原集团在市场地位、经营业绩、财务结构等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在主业盈利能力、资产流动性、项目产出及环保投入等方面继续面临压力。

主要优势:

- **在西南区域保持竞争优势。**天原集团在传统 PVC 和烧碱产品基础上,不断开发下消耗碱和耗氯产品,产业链较完整,氯碱配套能力较强,连续多年公司 PVC 产品在西南市场的份额保持约 30%,2017 年水合肼在全国市场的份额达 36.88%。
- **物流运输畅通。**宜宾是川南地区交通枢纽和物资集散中心,公路、铁路和水路运输较发达,天原集团相比同处西部地区的其他生产厂商具有较明显的物流优势。
- **搬迁补偿基本落实。**天原集团老厂区整体搬迁采取分期补偿,补偿金额及回款进度已基本确定,总计 30.25 亿元,截至 2018 年 3 月末累计到账 28.12 亿元。
- **融资渠道畅通。**天原集团与当地银行保持了良好的合作关系,并可通过资本市场直接筹资,融资渠道保持畅通。

主要风险:

- **行业周期性波动。**2016 年下半年以来,氯碱行业景气度虽有所回升,但行业产能仍过剩严重。公司盈利能力受行业周期性波动影响大。
- **财务杠杆高,短期资金周转压力大。**天原集团财务杠杆偏高,刚性债务规模大,尤其是短期债务负担重。公司目前资产流动性明显不足,

即期偿债压力大。

- **主业盈利能力偏弱。**天原集团所在地自然资源有限，公司较西北氯碱企业电力成本不占优势。同时，公司煤矿停产整顿，电石生产企业开工率较低，部分产品产能利用率不足，面临一定的成本上升压力。
- **在建项目产出风险。**天原集团目前在建项目投资规模大，尚处于投产初期或在建状态。项目主要为精细化工产品和化工制品，能否成功开拓下游市场，投资效益能否达到预期存在不确定性。
- **环保投入压力加大。**近年来，国家对高污染的化工企业环保要求更加严格，制度化和常态化的环保督察将加大公司环保投入压力，2017年公司环保总计投入1.23亿元。
- **股权变更风险。**天原集团股权结构分散，控股股东宜宾市国资公司持股比例较低，易使公司发生控股权变更的潜在风险。

评级关注

- **非公开发行股票获证监会批准。**2018年3月，天原集团收到中国证监会出具的《关于核准宜宾天原集团股份有限公司非公开发行股票的批复》，核准公司非公开发行不超过134,355,960股新股，预计募集资金总额（含发行费用）不超过134,400.00万元。
- **宜宾市国资公司计划增持公司股份。**天原集团于2018年5月收到宜宾市国资公司来函，宜宾市国资公司计划自2018年5月18日起未来6个月内增持公司股份金额不超过1亿元人民币。

➤ 未来展望

通过对天原集团及其发行的上述中期票据主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述中期票据还本付息安全性很高，并维持上述中期票据AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



宜宾天原集团股份有限公司

2015 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照宜宾天原集团股份有限公司 2015 年度第一期中期票据（简称 15 天原 MTN001）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据天原集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对天原集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2015 年 6 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 16 亿元中期票据发行额度，有效期至 2017 年 6 月 12 日。公司于 2015 年 7 月公开发行了 8.00 亿元人民币的中期票据。公司 2014 年以来银行间债券市场注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示，截至 2018 年 3 月末，公司待偿还债券本金余额 8.00 亿元。

图表 1. 公司 2014 年以来发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
14 天原 CP001	8.00	180 天	6.70%	2014 年 2 月	已到期
14 天原集团 PPN001	8.00	3 年	7.50%	2014 年 5 月	已到期
14 天原 CP002	8.00	365 天	5.98%	2014 年 7 月	已到期
14 天原 CP003	8.00	365 天	5.65%	2014 年 11 月	已到期
15 天原 MTN001	8.00	3 年	6.50%	2015 年 7 月	2018.07.28 到期

资料来源：天原集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈

现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推CPI改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定CPI印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的CPI均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化

解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

该公司所属基础化工行业属于周期性波动行业，经济增长的周期性波动将直接影响到下游行业对本行业产品需求及价格，进而影响公司盈利状况。

(2) 行业因素

氯碱行业方面，电石法已成为我国PVC生产的主流，由于环保政策趋严，成本压力上升，加之国家积极推动化解产能过剩，2015年以来氯碱行业供需格局有所改善，2016年以来随着下游需求的增长和环保督察的深入，氯碱产品价格上涨，氯碱行业经营情况有所改善。但氯碱产能仍过剩严重，仍将继续承受着行业周期波动带来的不利影响。

A. 行业概况

PVC是五大通用树脂之一，具有优良的耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘等特性，目前已成为世界上仅次于聚乙烯的第二大塑料品种。我国是PVC第一大生产国，2004年以来PVC产能一直保持高速增长，尤其是西北等资源和本优势较为明显的地区继续扩产明显。随着国家控制新增产能和淘汰落后产能政策的实施，加上需求市场低迷对新增投资的抑制，2014-2016年PVC产能有所收缩，2017年随着化工行业景气度回升，PVC产能较上年增长3.44%。近年来

行业开工率有所上升，2015-2017 年分别为 68.53%、71.75%和 74.40%。烧碱作为 PVC 配套产品，2017 年其产能亦随之持续扩大，行业开工率在去产能的背景下有所提高，近三年在 80%左右。由于目前 PVC、烧碱产能基数较大，国家仍在积极推动化解产能过剩，氯碱行业在低迷多年后，景气度有所回升。

图表 2. 国内 PVC 和烧碱行业产能、产量和销量情况（单位：万吨）

	PVC			烧碱		
	行业产能	行业产量	行业销量	行业产能	行业产量	行业销量
2013 年	2,476	1,530	1,540	3,850	2,854	2,648
2014 年	2,389	1,630	1,587	3,910	3,180	2,980
2015 年	2,348	1,609	1,603	3,873	3,028	2,852
2016 年	2,326	1,669	1,630	3,945	3,284	3,094
2017 年	2,406	1,790	1,771	4,102	3,365	3,214

注：根据宜宾天原提供的氯碱网数据整理、绘制

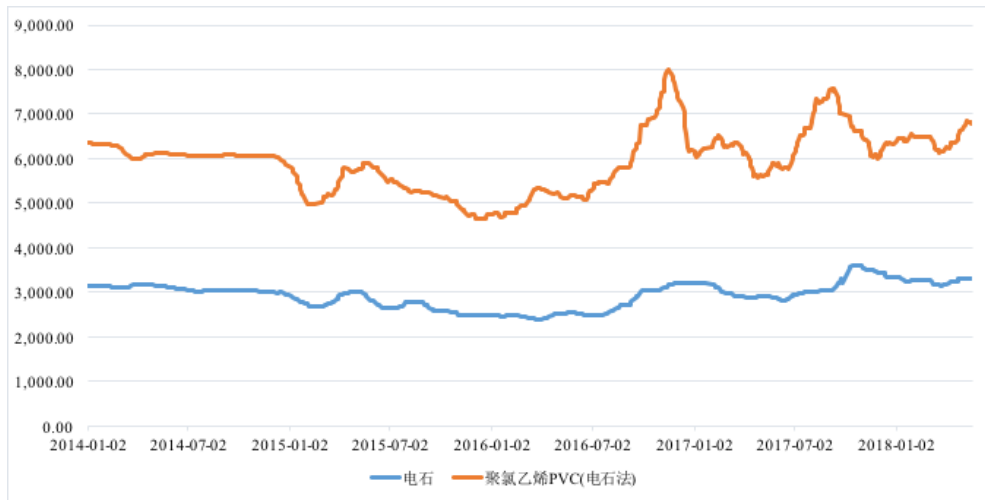
电石法生产 PVC 的主要原材料为电石，成本占比 73%。电石主要原材料为电力、兰炭、石灰石，其中电力成本约占电石生产成本的 45%。随着能源成本上升，环保政策趋严，中小型的电石产能逐步退出，部分 PVC 产能因难以获得电石而退出市场，复产难度较大。目前，大型的 PVC 生产企业逐步向西北集中，利用资源优势，自建电石产能，形成了从煤炭到电石再到 PVC 的一体化生产能力。

近三年，全国陆续淘汰了部分落后电石产能，但因新上大型密闭炉亦较多，且技术逐渐成熟，开工愈加稳定，且对低价可承受能力强，电石整体供应量较为稳定，2017 年因环保督察国内电石产量同比负增长。2015-2017 年电石产量分别为 2,650 万吨、2,730 万吨和 2,673 万吨。自 2011 年 8 月以来，国内电石价格持续下行，从 2011 年最高的 4,100 元/吨下跌至 2016 年中的 2,200 元/吨，下跌幅度高达 41%。但是 2016 年 6 月以来，随着环保督查的深入，以及上游煤炭价格回调，电石价格开始反弹，到货均价从年初的 2,400 元/吨升至年底的 3,100 元/吨。2017 年初电石价格有所回落，随着下半年中央环保督查组第四轮进驻新疆等电石主要产地地区，产量减少，电石价格快速上涨，最高点涨至 3,600 元 / 吨，年底价格又有所回落。2017 年全年平均价格约为 3,110 元 / 吨，较上年增长 15.51%。

2014 年-2016 年上半年，PVC 价格震荡下跌，PVC 价格基本维持在 5,000 元/吨上下的低位。2016 年下半年以来，下游房地产市场回暖，和上游电石价格的上涨，均支撑了 PVC 价格持续上涨，至 2016 年 11 月，PVC 价格已升至 8,300 元/吨，后开始下跌并逐步企稳。2017 年 PVC 价格呈震荡态势，年初 PVC 价格有所回落，下半年因环保因素先快速上涨后又迅速回落，2017 年全年平均价格为 6,372 元 / 吨，较上年增长 10.13%。主导产品价格的上涨促进了氯碱行业盈利情况的改善。根据中国氯碱工业协会监测的重点氯碱生产企业数据显示，2013~2015 年全行业连续三年亏损，亏损面超过 50%；2016 年利润总额约为 52 亿元，效益明显好转；2017 年 1-6 月份利润总额约 60 亿元，保持了较

好的盈利态势。

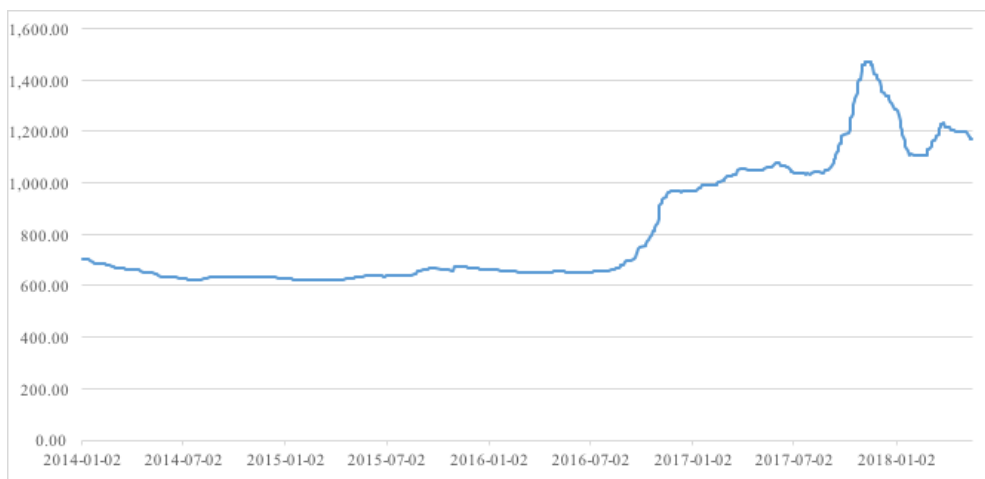
图表 3. 2014 年以来 PVC 与电石价格走势（单位：元/吨）



资料来源：根据 Wind 资讯数据整理、绘制

烧碱广泛用于化学工业、造纸、纺织、冶金、轻工、医药和水处理等行业中，下游产品主要为聚氯乙烯（PVC）、氧化铝等。在国家积极推动化解产能过剩的背景下，氯碱行业在低迷多年后，景气度有所回暖。2017 年我国烧碱总产能达到 4,102 万吨，同比增长 3.98%；总产量 3,365 万吨，同比增长 2.47%。价格方面，烧碱市场从 2015 年 3 月开始触底反弹；2016 年 8 月起，烧碱价格大涨，其中全国烧碱(32%离子膜)价格从 650 元附近涨至年底的 960 元左右。2017 年上半年，烧碱价格稳中有升，下半年主要受环保因素影响价格先是大幅上升至最高点 1,471 元，随后又迅速回落至年底的 1300 元左右。2017 年，烧碱全年平均价格为 1,125 元/吨,较上年大幅增长 55.29%。

图表 4. 我国烧碱（32%离子膜）市场价走势（单位：元/吨）



注：根据 Wind 资讯数据整理、绘制

在生产工艺方面，目前国内隔膜法烧碱产能已基本淘汰，绝大部分为能耗更低的离子膜法烧碱产能。氧阴极离子膜电解技术是目前最先进的技术，在国家发改委最新修正的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中属于鼓励类技

术。预计在新环保法的实施过程中，产能规模较小、环保设施建设不全、污染物排放不达标的氯碱企业将会退出市场。

B. 政策环境

化工行业一直是污染的重要源头，三废（废水、废气、固废）排放量在工业领域稳居前列，据《2016 年中国环保统计年鉴》统计：2016 年化工废水排放量为 39.2 亿吨，占整个工业废水排放量的 22%，在所有工业中排名第一；化工废气排放量约 7 万亿立方米，占全国工业废气排放量 10% 左右，仅次于电力和黑色金属行业；化工固废产生量约 3.7 亿吨，占全国工业固废产生量 12% 左右，在所有工业中排名第三。因此通过环保手段设置门槛是化工行业淘汰落后产能切实可行的手段，也是有效的手段。

环境保护是政府十分重视的问题。随着环保政策趋严，加大环保设施投入，成为基础化工企业的长期发展必然选择。环保督察机制在 2015 年 7 月 1 日中央全面深化改革领导小组第十四次会议审议通过《环境保护督察方案（试行）》后正式建立。2016 年 7 月首批中央环保督查组开展督查以来，共启动了四批中央环保督查。常态化、制度化的中央环保督查，使得地方政府面临更为严格的环保整治要求和环保问责压力，将进一步影响到高污染的化工行业运营，行业环保投入压力加大，且将面临较大的监管压力。

自《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》和《土壤污染防治行动计划》相继下发，2015 年正式实施新环保法，我国环保法规体系日趋完善。同时，连续启动四批中央环保督查、“2+26”城市专项中央环保督查等。环保督查及法规细出台后，环保成本上升加速了化工行业落后产能的出清。2016 年 11 月《控制污染物排放许可制实施方案》正式出台，配合 2018 年全面开征的“环保税”，税收手段成为倒逼企业减排，也强化环保成本的方式来确定企业竞争优势。

2016 年 8 月 30 日，环保部会同国家质检总局日前发布五项污染物排放新标准。《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》（GB15581—2016）是此次制定、修订的标准之一。近年来我国烧碱和聚氯乙烯企业规模不断壮大，我国已经成为烧碱和聚氯乙烯最大生产国。氯碱行业不但排放常规环境污染物，还排放重金属等有毒有害污染物。实施新标准后，预计废水化学需氧量、废气颗粒物、氯乙烯、非甲烷总烃排放量与执行现行标准相比，分别削减 77%、51%、72%、58%。此次通过制定、修订重点行业排放标准，将有利于倒逼产业转型升级。

C. 竞争格局/态势

氯碱行业集中度提高，烧碱企业产能规模 10 万吨/年以下（含）的比例有所下降，产能 40 万吨/年以上（含）企业家数明显增加，产能占比也有上升。聚氯乙烯企业产能规模在 10 万吨/年（含）的比例已降至 5% 以下，产能在 40 万吨/年（含）企业家数及产能占比略有增加。

氯碱行业布局逐步清晰。东部省份有着较长的氯碱发展历史，作为主要消费市场，外贸条件便利，销售优势明显；同时，开始探索与化工新材料、氟化

工、精细化工和农药等行业结合的跨界发展新模式。西部地区氯碱产业发展快速，产业布局中的重要地位日益突出，依托资源优势建设大型化、一体化“煤电盐化”项目成为其发展的重要特点。以河南为代表的总部地区，在下游氧化铝等行业带动下，烧碱装置规模增长较显著。

受产业政策和成本压力影响，我国 PVC 新增产能主要集中于内蒙古、新疆、山西、陕西、宁夏等煤炭和原盐资源相对丰富的西部地区，新疆中泰化学股份有限公司、新疆天业股份有限公司、宜宾天原集团股份有限公司、青海宜化化工有限公司和中盐青海氯碱化工有限公司等上市公司和大中型国有化工企业均有新建的 PVC 配套烧碱项目陆续投产，对原本就过剩的西部市场形成更大压力，竞争加剧。同时，西部地区氯碱消费量增长缓慢，大量产品仍要运往东部发达地区，交通基础设施建设进度将在很大程度上影响西部氯碱企业的产品销售，尤其是新疆地区的产品外运难度偏高。

该公司综合毛利率 6.39%，低于行业平均水平，主要系公司商贸业务收入占比达到 62%，商贸业务毛利偏低，冲销了化工板块的毛利所致。公司化工板块毛利率为 17.26%。

图表 5. 行业内部分样本企业基本数据（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	收入	毛利率	总资产	所有者权益	资产负债率	净利润	经营性净现金流
中泰化学	410.59	17.33	556.27	191.47	65.58	24.53	37.53
滨化股份	64.65	28.51	79.14	57.85	26.91	8.34	12.58
天原集团	152.86	6.39	134.02	43.24	67.74	0.63	5.84
湖北宜化	119.55	2.51	325.51	15.68	95.18	-51.47	-15.33
氯碱化工	72.27	15.80	45.49	29.15	35.92	9.9	10.04
新疆天业	49.77	29.68	88.97	47.67	46.42	5.37	12.87
英力特	19.65	16.96	34.44	29.86	13.32	0.93	3.69

资料来源：新世纪评级整理

该公司具有产业链完整优势，产品组合丰富，氯碱规模较大，2017 年水合肼市场份额达 36.88%，继续保持全国第一，但 PVC 和烧碱产品的市场份额因行业新增产能释放而有所降低（如图表 6 所示）。

图表 6. 公司主要产品市场占有率情况

	PVC	烧碱	80%水合肼
2013 年	2.60%	1.20%	30.00%
2014 年	2.53%	1.21%	29.30%
2015 年	2.54%	1.21%	29.50%
2016 年	2.31%	1.14%	31.09%
2017 年	2.12%	0.93%	36.88%

注：根据宜宾天原提供的资料整理、绘制

未来,基于我国特殊的能源结构,电石法聚氯乙烯向西转移已经成为趋势,但由于氯碱产业对资源和能源的依赖,加上环保标准的不断提高,电石法聚氯乙烯生产企业的经营风险可能进一步加大,部分企业可能面临较大的破产、兼并重组和结构调整压力。氯碱行业的市场格局也在发生变化。不断开拓海外市场、利用海外资源成为我国氯碱行业的发展趋势。烧碱出口规模每年在 200 万吨以上,出口遍及美国、偶大利亚、南亚等。聚氯乙烯出口到印度、俄罗斯、东南亚等。同时,工业盐、乙烯基原料等资源进口也成为有益补充。

期货与现货电子交易促进了行业交易形式的多样化。聚氯乙烯期货和现货电子交易处于不断探索和发展之中,电子交易与现货贸易的结合,提高了市场资源配置效率,也为企业营销方式的转变打开了新的通道,为行业营销模式的创新提供了新的选择。

D. 风险关注

行业周期性波动风险

基础化工行业属于周期性波动行业,在国民经济高速增长时,下游需求旺盛,反之需求萎缩。因此,经济增长的周期性波动直接影响下游行业对本行业产品需求及价格,进而影响行业盈利状况。

尽管当前我国基础化工行业的景气程度有所恢复,但仍将持续受到国际经济大环境和国内宏观经济环境、政策变动的影响,也继续承受着行业周期波动带来的不利影响。

下游需求变化风险

主要化工品的消费量总体保持增长。下游行业保持发展态势,出现出口内销两旺。但是,国际贸易环境尚未出现全面改观,下游以出口导向型行业仍会面临压力。

主要化工品价格波动风险

行业主要化工品成本中核心原料如原油、煤炭的成本占比很高,原材料与化工产品之间价格关联度也较高。2017 年以来主要化工品价格总体表现优于上年同期,使得行业盈利状况改善,但是部分产品经历了 2016 年以来长时间的价格上涨也开始面临价格下跌压力。

大宗原料价格波动风险

2017 年以来,国际原油价格呈现盘整态势,其期货价与现货价走势基本一致,企业主要通过套期保值、控制库存以缓解主要原料的价格风险。2017 年以来,我国煤炭价格反弹力度较大,加大行业能源成本及煤化工企业的直接材料成本的管控压力。掌控资源、控制原材料成本也是化工企业增强综合竞争力的重要手段。不少企业积极采取兼并、收购等方式积极将业务向上游延伸。

环保投入压力加大风险

行业持续面临节能减排和环境保护压力。“十三五”期间,我国经济发展

正处于工业化中期向工业化后期转变的过渡时期。预计，行业的产业结构调整将进一步加快，持续面临产业升级压力，同时节能减排和环境保护压力也将不断增加。

常态化、制度化的环保督查，将会影响到高污染的化工企业运营环保投入压力将继续加大。同时，供给侧结构性改革的持续推进，若干化工品很可能面临落后产能出清、供给减少的局面。

2. 业务运营

该公司主要从事氯碱产品生产和销售，氯碱配套能力较强，产业链较为完备。跟踪期内，随着化工行业景气度的回升，公司主导产品价格上涨，盈利能力有所增强。但公司煤炭仍处于停产状态，面临一定成本上升压力。公司贸易业务规模不断扩大，但利润微薄。公司目前重点发展耗氯和耗碱精细化工产品和化工制品，新建项目投入较大，部分已投产项目尚处于起步阶段，效益贡献有限。

该公司是西南地区最大的氯碱化工企业，已形成了上游煤田、电石等资源开发，中游 PVC、烧碱等化工原料生产，下游精细化工产品（包括 80% 水合肼、三聚磷酸钠和三氯乙烯等）生产销售在内的产业链体系，并利用 PVC 生产过程中产生的电石废渣和热电联产过程中产生的煤渣生产水泥。近年来，公司基础化工产品 PVC 和烧碱没有新增产能，产销量较为稳定；精细化工产品和化工制品板块发展速度较快，其中 2016 年新增 10 万吨聚苯乙烯产能，1 万吨的水合肼产能；2017 年新增 1 万吨 PVC-O 管产能、650 万平米 LVT 生态木板产能，产业链进一步向下延伸。未来，公司还将重点推进年产 10 万吨氯化法钛白粉、年产 3 万吨 PVC-O 管材、年产 1000 万平米高档环保型生态木板等项目，规模将进一步扩大。其中氯化法钛白粉市场需求大，产品价格高，发展前景良好，预计该项目投产后将增强公司盈利能力。公司商贸规模逐年扩大，但盈利能力弱。

2017 年，该公司通过外延式发展，增资广州锂宝新材料有限公司（简称“广州锂宝”），进入锂电池新材料领域。广州锂宝作为投资主体在宜宾投资建设“年产 2 万吨三元正极材料”和“年产 2 万吨三元正极材料前驱体项目”，此次增资将有效利用公司为锂电材料产业配套的综合化工优势，利于公司产品结构和产业结构的优化升级。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
化工业务	化工	覆盖国内，主要集中在华东、西南市场	资源/规模/资本/技术
商贸	商贸		规模/资本

资料来源：天原集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

2017年，该公司营业收入较上年增长22.27%至152.86亿元。公司的核心业务为化工业务和商贸业务，2017年占收入比重分别为36.05%和61.76%。其中，随着氯碱产品价格回升和聚苯乙烯、水合肼产品产销量的增长，化工板块收入同比增长29.45%至55.11亿元。产品结构方面，PVC和烧碱为公司传统核心化工产品，近两年受益于价格回升，收入保持增长，2017年分别实现收入20.04亿元和9.58亿元，占营业收入比重分别为13.11%和6.27%；聚苯乙烯为2016年新增业务，因市场渠道得到开拓，产销量迅速增长，2017年收入达16.90亿元，占营业收入的11.05%；水合肼主要受益于产销量增长，近三年收入规模有所扩大，2017年达4.19亿元，占营业收入的2.74%。2017年，公司商贸业务营业收入同比增长18.81%至94.40亿元，规模增长较快，但利润稀薄。

2018年第一季度，该公司实现营业收入29.73亿元，其中商贸和化工板块分别贡献收入12.21亿元和16.60亿元，较上年同期分别增长41.47%和36.77%。公司商贸业务和化工业务盈利能力均有所增强，2018年第一季度，公司综合毛利率9.41%，较上年同期上升0.52个百分点。

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	107.04	125.02	152.86	29.73	21.99
其中：核心业务营业收入（亿元）	103.83	122.03	149.51	28.81	20.66
在营业收入中所占比重（%）	97.00	97.61	97.81	96.91	94.05
其中：（1）商贸业务	71.87	79.45	94.40	16.60	11.73
在核心业务收入中所占比重（%）	67.14	63.55	61.76	55.83	53.44
（2）化工业务	31.96	42.57	55.11	12.21	8.93
在核心业务收入中所占比重（%）	29.86	34.05	36.05	41.08	40.61
其中：PVC	17.12	18.63	20.04	4.72	4.52
烧碱	5.83	6.59	9.58	2.88	2.00
水合肼	2.41	2.73	4.19	1.33	0.81
聚苯乙烯	0.00	7.74	16.90	1.86	1.07
毛利率（%）	5.59	7.39	6.73	9.41	8.87
其中：商贸业务（%）	0.14	0.31	0.41	0.61	0.16
化工业务（%）	17.02	19.91	17.26	21.08	18.78
其中：PVC（%）	2.28	9.10	3.84	2.65	2.15
烧碱（%）	54.34	62.36	64.35	62.56	63.14
水合肼（%）	32.21	43.46	41.03	41.18	40.4
聚苯乙烯（%）	-	2.32	2.54	3.89	1.58

资料来源：天原集团

该公司通过销售水泥和型材每年可获得一定建材收入，2015-2017年分别为2.79亿元、2.39亿元和2.70亿元，毛利率分别为13.38%、12.36%和5.46%。此外公司还有少量电力收入，同期分别为0.42亿元、0.60亿元和0.65亿元。

A. 化工业务

根据宜宾市城市规划要求,该公司本部及下属子公司天亿公司自 2012 年 4 月起启动搬迁,其 PVC、烧碱陆续停产;下属子公司宜宾海丰和锐有限公司(简称“海丰和锐”)的 50 万吨 PVC 和 48 万吨烧碱新建产能在 2012 年底全部投产,并承接了部分原老厂区的生产装置,使得 2013 年烧碱和水合肼等产品的生产能力得到提升,2014 年各产品产能恢复正常,PVC 和烧碱产能基本稳定,2016 年 11 月公司新增 1 万吨水合肼产能,新增聚苯乙烯产能 10 万吨。截至 2017 年末,公司所有 PVC、烧碱和水合肼生产职能都集中于海丰和锐,三种产品的年产能分别为 50 万吨、48 万吨和 3 万吨,而聚苯乙烯的生产经营主体为福建天原化工有限公司,年产能 10 万吨。

近三年,该公司 PVC 产能未有扩张,产销量略有下降。2017 年,公司 PVC 产量和销量分别为 37.55 万吨和 37.57 万吨,产能利用率为 75.10%。2015-2017 年,PVC 产品销售均价分别同比下降 12.02%、上涨 8.96% 和 7.92%。受此影响,同期分别实现收入 17.12 亿元、18.63 亿元和 20.04 亿元,同比分别减少 17.46%,增长 8.81% 和 7.60%。2015-2017 年,PVC 毛利率分别为 2.28%、9.10% 和 3.84%。其中,2017 年尽管 PVC 价格上涨,但因原材料电石成本涨幅更大,毛利率同比下降 5.26 个百分点,实现营业毛利 0.77 亿元,同比减少 0.92 亿元。

自 2014 年以来该公司烧碱平均年产能维持在 48 万吨,近三年产量基本稳定,销量略有下降,2017 年产能利用率为 73.35%。近三年,烧碱销售价格持续大幅上涨,涨幅分别为 12.14%、19.54% 和 48.37%,带动销售收入大幅增长。2017 年,烧碱产品收入同比增长 45.45% 至 9.58 亿元。由于产业链及物流优势,公司烧碱产品的单位盈利能力仍很强,2017 年毛利率高达 64.35%,实现营业毛利 6.17 亿元,约占公司毛利总额的 60%,为公司第一大毛利来源。

2016 年该公司新增聚苯乙烯的产能 10 万吨,得益于市场渠道的开拓,2017 年产量较上年增加 3.74 万吨至 9.89 万吨,产能利用率接近 100%。当年销量为 19.03 万吨,除了自产部分,还有部分来自于代加工。2016-2017 年,聚苯乙烯产品收入分别为 7.74 亿元和 16.90 亿元,但毛利率水平较低,分别为 2.32% 和 2.54%。

该公司水合肼市场占有率高,2017 年占全国市场的 36.88%,较上年增长 5.79 个百分点。2016 年 11 月,公司新增 1 万吨的水合肼产能,2017 年水合肼产能增至 3 万吨,但新增产能并未完全释放,产能利用率为 78.33%,当年水合肼产量为 2.35 万吨,仅较上年增加 0.12 万吨。2015~2017 年度,水合肼业务分别实现收入 2.41 亿元、2.73 亿元和 4.19 亿元。2017 年受市场供需因素影响,水合肼销售价格大幅上涨 49.04%,其收入和毛利较上年分别增加 1.46 亿元和 0.53 亿元。水合肼作为精细化工产品附加值较高,2017 年毛利率为 41.03%。

2018 年第一季度,化工主要产品产能维持不变,产能利用率均有所提升。产品价格方面,PVC 和烧碱销售均价小幅上涨,而聚苯乙烯和水合肼销售均价增幅较大。

图表 9. 公司主导产品产能、产销量和销售价格情况（单位：万吨）

主导产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
PVC	产能	50.00	50.00	50.00	12.50
	产量	38.90	37.65	37.55	9.49
	产能利用率	77.80%	75.30%	75.10%	75.92%
	销量 ¹	37.73	37.68	37.57	8.40
	销售均价（不含税）	4537.15	4,943.63	5,335.03	5,624.38
烧碱	产能	48.00	48.00	48.00	12.00
	产量	35.44	35.20	35.21	9.44
	产能利用率	73.83%	73.33%	73.35%	78.67%
	销量	32.30	30.52	29.92	8.67
	销售均价（不含税）	1805.50	2,158.29	3,202.18	3,326.82
聚苯乙烯	产能	-	10.00	10.00	2.50
	产量	-	6.15	9.89	2.68
	产能利用率	-	61.50%	98.90%	107.20%
	销量	-	9.23	19.03	1.90
	销售均价（不含税）	-	8,391.24	8,880.75	9,805.13
水合肼	产能	2.00	2.17	3.00	0.75
	产量	2.07	2.23	2.35	0.68
	产能利用率	103.50%	102.76%	78.33%	90.67%
	销量	2.05	2.30	2.37	0.65
	销售均价（不含税）	11739.00	11,864.20	17,682.68	20,507.25

资料来源：天原集团

该公司采取以直销为主、代理商和经销商为辅的销售模式。目前除武汉和佛山两个销售分公司负责华中及华南地区的销售外，公司销售职能主要由集团销售总公司负责。公司地处川南地区的交通枢纽，公路、铁路和水路交通运输发达，可通过相对低廉的运输费用扩大目标市场范围。目前，公司销售市场主要分布于西南、华东和华南地区，三者对 2017 年收入的贡献分别约为 30.97%、36.53%和 16.39%。结算方面，公司主要采取“款到发货”的销售模式，同时给予部分长期合作的优质客户一定的赊销期限及授信额度，因此应收账款余额较少。

原料和能源保障

该公司 PVC 生产采用电石法，以原盐和电石等为初级原材料，以水、动力煤、电等作为辅料和能源，先运用特定工艺在反应场所将原盐电解，获得液碱和氯气，氯气与电石进行聚合等化学反应获得 PVC，并联产烧碱等其他产品。公司配套自有煤矿，通过热电联产保障电力供给，具备一定电石生产能力，产业链较完整，且周边丰富的资源优势也有利于短距离及时采购原材料以保障生产。

¹ 扣除内部贸易量后的销售

该公司电石需求量较大，每吨 PVC 约消耗 1.38 吨电石，其供应可分为外购和自供。自供方面，公司下属子公司天力煤化、水富金明和天达化工分别拥有电石年产能 20 万吨、12 万吨和 21 万吨；同时，参股子公司拥有近 20 万吨电石产能，但是由于煤矿处于停工阶段，公司电石基地产能利用率较低。2015-2017 年，公司电石内部供应量分别为 25.48 万吨、28.42 万吨和 31.25 万吨，自给率有所提高。为满足生产需求，公司每年还需向周边地区采购电石，2015-2017 年外购量分别为 29.56 万吨、22.15 万吨和 22.53 万吨；采购价格分别为 2,349.23 元/吨、2,216.73 元/吨和 2,802.05 元/吨，2017 年受煤炭价格大幅上涨影响，电石采购价格上涨 26.40%，原材料成本上升导致 PVC 毛利率显著下降。2018 年第一季度公司外购电石价格继续上升至 2,901.64 元/吨，为此公司提高了电石自给率，平抑了外购电石价格快速上涨对公司成本的影响。

图表 10. 2015 年以来电石采购情况（单位：万吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
自供	25.48	28.62	31.25	8.63
外购	29.56	22.15	22.53	4.87
电石自给率（%）	46.29	56.20	58.11	63.93
电石外购均价（元/吨）	2,349.23	2,216.73	2,802.05	2,901.64

资料来源：天原集团

烧碱的主要原料是原盐或卤水。2016 年及之前，该公司原盐和卤水大部分来自 2010 年底投产的宜宾丰源盐业有限公司（简称“丰源盐业”）60 万吨原盐装置。2017 年，公司出于对自身经营和对采购成本的考虑，处置持有的丰源盐业 50% 股权，当年原盐外购量大幅增加，原盐供应仍主要来自于丰源盐业，此外还有部分从宜宾四丰盐化工业有限公司、云阳盐化有限公司等公司采购，运距 200 公里以内。2017 年公司原盐外购价格较上年大幅增长 24.41% 至 362.59 元/吨，并非系处置丰源盐业股权而需外购原盐所致，而是因为整个原盐市场价格走高。2017 年，卤水外购量较上年减少 2.14 万吨，价格则较上年上升 10.94 元/吨至 174.79 元/吨。2018 年第一季度，原盐和卤水采购均价较上年均有一定幅度上升。

图表 11. 2015 年以来原盐及卤水采购情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
原盐外购量（万吨）	2.36	0.90	41.85	11.60
原盐外购均价（元/吨）	262.57	261.57	325.41	332.23
卤水外购量（万吨）	17.71	12.30	10.16	1.99
卤水外购均价（元/吨）	164.85	163.85	174.79	216.08

资料来源：天原集团

该公司主要能源耗用为电和煤炭。煤炭方面，公司通过收购方式增强电石生产关键原料白煤的自给能力。控股子公司云南天力煤化有限公司已经取得了位于昭通市彝良县的许家院煤矿、昌能煤矿、巴爪煤矿的采矿权以及天力彝安

煤矿和刘家坪子煤矿的探矿权，合计储量超过 7,000 万吨。2014 年 4 月根据云协办发【2014】19 号文《云南省人民政府办公厅关于全省 9 万吨/年及以下煤矿立即停产整顿的紧急通知》，许家院煤矿、昌能煤矿和巴爪煤矿均停产改扩建。其中，许家院煤矿将由 9 万吨改至 30 万吨，昌能煤矿将由 3 万吨改至 30 万吨。预计昌能煤矿的复工复建时间为 2018 年 9 月，许家院煤矿的复工复建时间为 2019 年 3 月。由于煤矿停产，近三年公司煤炭全部来自于外购，公司已与近 40 家煤炭供应商建立了长期合作关系，采购渠道较为畅通。考虑近期煤炭价格居于高位，公司煤矿恢复生产后预计将显著降低公司氯碱生产成本。

图表 12. 2015 年以来煤炭供给情况（单位：万吨、元/吨）

	外购量	外购单价	自给率
2015 年	72.35	336.96	0.00%
2016 年	87.93	335.33	0.00%
2017 年	76.84	573.30	0.00%
2018 年第一季度	15.13	525.52	0.00%

资料来源：天原集团

电力方面，该公司致力于提升自备热电联产装置能力，降低电力综合成本。继 2009 年 9 月收购马边长和电力有限责任公司后，2010 年 9 月公司又收购了四川马边中天电力有限责任公司(2015 年 8 月公司增加其注册资本至 1.09 亿元)，另有自建的海丰和锐热电联产装置当年建成投产。2017 年电力自给率为 20.50%，较上年有所下降，主要因为煤炭价格上涨，自发电成本上升。2017 年，公司综合电价上升至 0.35 元/度。

图表 13. 2015 年以来电力供给情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
热电联产供电（亿度）	7.97	8.17	5.44	1.16
外购电量（亿度）	21.14	19.07	21.10	5.11
综合电价（元/度）	0.31	0.31	0.35	0.41

资料来源：天原集团

该公司原材料采购绝大部分采用货到滚动付款方式，只有少量通过预付和现款交易。

精细化工产品及化工制品

在传统氯碱行业受制于产能严重过剩而面临较大经营压力的背景下，该公司凭借厂区搬迁的机遇，加快产业结构调整步伐，加大精细化工产品生产。截至 2017 年末，公司的精细化工产能主要有水合肼 3 万吨、三氯乙烯 3 万吨，三聚磷酸钠 18 万吨，聚苯乙烯 10 万吨；化工制品板块产能有塑胶管材管件 8 万吨，1 万吨 PVC-O 管、650 万平米 LVT 生态木板。

未来两到三年内，该公司将重点推进年产 10 万吨氯化法钛白粉、年产 3 万吨 PVC-O 管材、年产 1000 万平米高档环保型生态木板项目，预计总投资近 25 亿元，这批项目建成达产后，预计每年将新增销售收入 27 亿元、新增税后净利润 3.5 亿元。

该公司积极推进在临港新材料园区的年产 20 万吨塑胶管路项目，具体产品包括 UPVC 线管、排水管、PPR 冷热水管、PE 燃气及供水管、城市大口径排水排污管道等。项目分两期建设，一期 8 万吨塑胶管路系统项目概算投资 4.86 亿元，截至 2014 年末其中 4 万吨生产线已经建成投产，由于民用管道市场需求疲软，而公司处于开发市场建立品牌阶段，产能利用率偏低。2015-2017 年产量分别为 1.59 万吨、1.34 万吨和 1.75 万吨，分别实现收入 1.25 亿元、1.02 亿元和 1.24 亿元，实现营业利润-478 万元、-889 万元和 5072 万元，其中 2017 年营业利润增幅较大主要是处置本体法聚氯乙烯聚合装置及其配件资产取得收益 7177.63 万元，实际经营利润为-2105.14 万元。剩余 4 万吨和二期 12 万吨塑胶管路系统（预计总投资 7.2 亿元），公司将根据市场情况和战略规划确定启动时间。碳素电极项目投资源于公司对自有煤矿的产品延伸，但目前由于煤矿整改停产，碳素电极项目建设进度缓慢。10,000 吨/年高品质人造金红石工程项目总投资 0.87 亿元，为公司启动的氯化钛白粉项目做原料准备。

新能源电池方面，2017 年 4 月，该公司与国光电器股份有限公司（简称“国光电器”）签订了战略合作框架协议，公司以自有资金对广州锂宝增资 30,870 万元，出资比例为 49%（不纳入合并报表），原股东国光电器增资至 29,875 万元，出资比例为 47.42%，其他股东不参与本次增资扩股。增资完成后，广州锂宝的注册资本由 7,000 万元增加至 63,000 万元，并由广州锂宝作为投资主体设立全资子公司宜宾光原锂电材料有限公司和宜宾锂宝新材料有限公司，分别投资建设“年产 2 万吨三元正极材料前驱体项目”和“年产 2 万吨三元正极材料项目”，目前上述项目工程正按计划推进中。

B. 商贸业务

该公司商贸规模逐年扩大，由 2015 年的 51.96 亿元增至 2017 年的 94.40 亿元，但毛利率一直维持低位，2017 年公司商贸业务毛利率仅为 0.41%，经营压力较大。公司贸易品种较丰富，公司商贸业务的主要商品类型主要分为三大类：一是与公司主业相关的 PVC、煤炭、苯乙烯、电石等产品贸易；二是与拟进入钛白粉、新能源及动力电池材料产业相关的钛、镍、钴、铝、铜、锌等产品贸易；三是与电石尾气深加工相关的乙二醇、二甘醇等产品贸易。

未来，该公司将进一步巩固贸易上下游渠道，计划实现由传统商贸经营模式向现代大宗商贸经营模式的转变，公司不进行垫资，靠赚取差价获利，确保在风险可控的前提下提升商贸业务的盈利能力。

C. 老厂区搬迁补偿

该公司生产设备搬迁已于 2013 年末完成。为推进搬迁进展，及时获得搬迁补偿资金，公司老厂区、整体搬迁采取分期补偿方式，先期进行土地收储及地面上建（构）筑物补偿。2014 年 12 月 23 日，公司与四川宜宾临港经济技术开发区管理委员会（以下简称“临港管委会”）签订了《老厂区整体搬迁土地收储及地面上建（构）筑物征收补偿协议》，按照评估值确定了公司老厂区搬迁的土地、房屋及构筑物补偿金额为 9.61 亿元，首笔 6 亿元已于当月 30 日拨付到位；剩余款项将根据资产处置进度支付。2016 年 3 月 4 日，公司

与临港委员会签订了《宜宾天原集团股份有限公司老厂区整体搬迁补偿协议》，约定整体搬迁补偿金额为 29.45 亿元，除去已给付的 6 亿元，2016 年 3 月、6 月、10 月以及 2017 年 5 月，公司收到相关补偿资金 5.34 亿元、0.16 亿元、7.93 亿元、7.90 亿元，2017 年 8 月，公司与临港委员会签订了《宜宾天原集团股份有限公司老厂区整体搬迁补偿补充协议》，约定前期未达成共识部分约定按 0.8 亿元进行补偿，2017 年 10 月，公司收到相关补偿款 0.80 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司累计收到搬迁补偿款 28.12 亿元。款项支付进度安排如下表所示。目前直接支付部分还余 1.00 亿元未支付，代支付部分还余 1.10 亿元未支付，在公司完成厂区内的安全监管、职工安置维稳和取得环评合格报告后且无重大遗留问题，临港管委会将最后一笔补偿资金人民币 1 亿元转入公司开设的补偿资金专户，预计在 2018 年底完成。

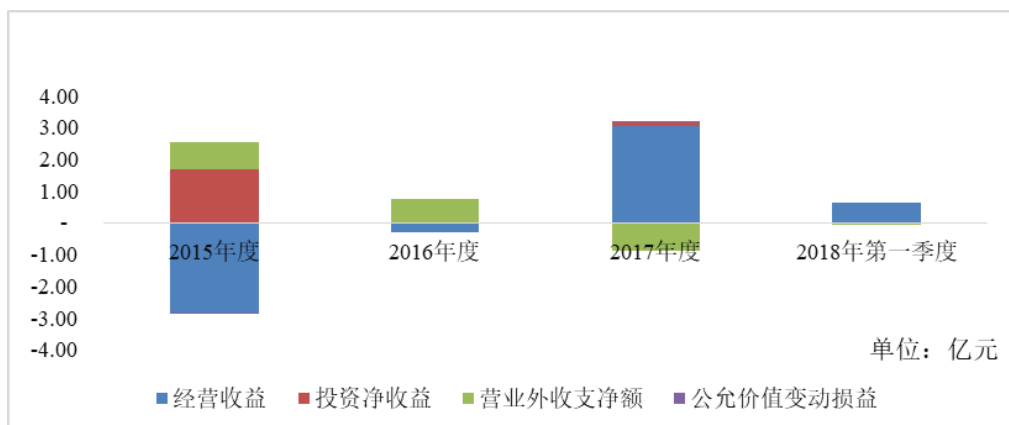
图表 14. 搬迁款支付进度安排（单位：亿元）

类型	支付金额	备注
直接支付 (28.99)	6.00	已于 2014 年末到位
	5.33	已于 2016 年 3 月 8 日到位
	7.93	已于 2016 年 9 月到位
	7.90	2017 年 5 月到位
	0.80	老厂区拆迁未达成共识部分 0.80 亿元于 2017 年 10 月到位
代支付款 (1.26)	0.16	无证土地补偿费用已于 2016 年 6 月到位
	1.10	对“待工人员薪酬、职工安置费用、无证土地补偿费用以及合同损失补偿费用”，共涉及金额人民币 1.26 亿元，临港管委会从补偿款中优先扣除该笔款项设立专户存储，按实支付。公司根据搬迁过程中的实际发生金额，向临港管委会提交相关资料并经临港管委会核实后十个工作日内，由临港管委会在限额内从专户按实支付。

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

(2) 盈利性

图表 15. 公司盈利来源结构



资料来源：根据天原集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来自经营收益，投资收益和营业外收入为盈利的补充。2015-2017 年公司分别实现营业毛利 5.98 亿元、9.24 亿元和 10.29 亿元，毛利主要来源于化工业务，受行业周期性影响较大，同期分别为 5.44 亿元、8.48

亿元和 9.51 亿元，其中 2016 年和 2017 年随着主导化工产品价格回升，毛利同比分别增长 55.81% 和 12.23%。分产品看，烧碱和水合肼的毛利率近年来均保持在较高水平，盈利能力强，2017 年分别贡献毛利 6.17 亿元和 1.72 亿元；PVC 和聚苯乙烯毛利率水平较低，但收入体量较大，2017 年分别贡献毛利 0.77 亿元和 0.43 亿元。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	107.04	125.02	152.86	29.73	21.99
毛利（亿元）	5.98	9.24	10.29	2.80	1.95
期间费用率（%）	6.95	5.98	6.07	7.98	8.10
其中：财务费用率（%）	1.86	1.43	1.92	2.12	1.35
全年利息支出总额（亿元）	2.16	2.33	2.72	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.63	0.55	0.43	-	-

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

该公司期间费用以管理费用为主，因员工工资、环保费用支出增加 2017 年管理费用较上年增加 0.42 亿元至 4.03 亿元。同期随着销售量规模扩大，销售费用较上年增加 0.23 亿元至 2.31 亿元；因融资成本上升和在建工程转固，2017 年财务费用较上年增加 1.16 亿元至 2.94 亿元。2017 年公司期间费用率为 6.07%，较上年略有上升。此外，公司计提减值损失 0.27 亿元。

该公司 2015 年因出让宜宾市商业银行股权而产生投资净收益 1.68 亿元，其他年份投资收益较小。受益于化工行业景气度回升，公司营业利润好转，2017 年营业利润为 2.27 亿元，较上年增加 1.83 亿元。公司营业外收入以政府补助为主，2015-2017 年分别为 1.13 亿元、1.11 亿元和 0.08 亿元，其中 2017 年公司根据会计新准则将 0.42 亿元补助资金计入其他收益，同时计提 1.55 亿元资产处置收益。同期，营业外支出分别为 0.28 亿元、0.39 亿元和 0.95 亿元，2017 年支出规模较大，主要包括在建工程处置损失 0.39 亿元和非常损失 0.37 亿元。2017 年，公司净利润为 0.63 亿元，较上年增加 0.32 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他关键因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.68	0.01	0.10	-0.04	0.04
其中：减持宜宾市商业银行股权收益（亿元）	1.78	-	-	-	-
减持丰源盐业股权收益（亿元）	-	-	0.20	-	-
营业外收入（亿元）	1.13	1.11	0.08	0.04	0.10
其中：政府专项补助（亿元）	0.75	0.87	0.00	0.01	0.04
资产处置收益（亿元）	-	-	1.55	-	-
其中：处置林化厂资产收益（亿元）	-	-	1.02	-	-
处置天亿本体法机器设备收益（亿元）	-	-	0.49	-	-

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

2018 年第一季度，该公司营业收入同比增长 35.17%至 29.73 亿元，毛利率同比上升 0.52 个百分点至 9.41%。同期，期间费用同比增长 33.17%至 2.37 亿元，期间费用率下降 0.12 个百分点至 7.98%。

(3) 运营规划/经营战略

未来，该公司将秉持稳健的经营理念，在现有氯碱产业循环的基础上进行产业链的拓展及延伸，目标完成从基础氯碱化工向精细氯碱化工的转变，从氯碱化工向综合化工的转变，从化工原料供应商向化工材料供应商的转变，发展高分子新材料及其制品加工。因目前煤矿停产整改，且氯碱行业景气度低，该公司暂停煤矿相关固定资产投资和放缓氯碱行业投资力度，重点发展 10 万吨氯化法钛白粉等精细化工和化工产品项目。截至 2017 年末，公司重大在建项目如图表 18 所示，预计总投资 27.93 亿元，已投资 15.45 亿元，2018 年计划投入 10.62 亿元。

图表 18. 公司 2017 年末重大在建项目进展情况（单位：亿元）

项目名称	合同投资额	已投资额	工程进度	资金来源	2018 年投资计划
年产 5 万吨氯化法钛白粉项目（募投）	10.46	4.33	41%	自筹、募投	6.13
年产 1000 万平米高档环保型生态木板项目	3.50	0.71	20%	自筹、募投	2.79
年产 3 万吨 PVC-O 管项目	1.50	0.34	23%	自筹、募投	1.16
水合肼副产盐水资源综合利用项目	0.55	0.51	93%	自筹	0.04
50kt/年大规格碳素电极项目	6.19	5.64	91%	自筹	0.30
10000 吨/年高品质人造金红石工程项目	0.87	0.95	109%	自筹	0.00
年产 20 万吨塑胶管路系统项目	4.86	2.97	61%	自筹	0.20
合计	27.93	15.45	-	-	10.62
暂停项目					
昌能整合彝安技改 30 万吨/年项目	6.56	4.92	暂停	自筹	1.10
许家院 9 改 30 万吨/年扩建项目	4.90	1.21	暂停	自筹	0.40
合计	11.46	6.13	-	-	1.50

资料来源：天原集团

该公司制定了未来两年的投融资计划，预计 2018 年和 2019 年的资本性支出分别为 18.36 亿元和 10.35 亿元，2018 年的运营资金需求为 2.10 亿元。公司有后续大额股权融资计划，剩余资金缺口将通过债务融资来筹集。2018 年 3 月，公司收到中国证监会出具的《关于核准天原集团集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2018】284 号），核准公司非公开发行不超过 134,355,960 股新股，募集资金总额不超过 134,400.00 万元。整体来说，公司未来有一定的资本性支出压力，除使用募集资金投入项目之外，还会有一部分自有资金投入。

图表 19. 公司 2018 年~2019 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度
资本性支出计划 (亿元)	18.36	10.35
其中: 5 万吨氯化法钛白粉项目 (一期) (亿元)	6.13	-
5 万吨氯化法钛白粉项目 (二期) (亿元)	5.00	4.99
增持广州锂宝新材料有限公司股权 (亿元)	1.24	-
年产 1000 万平米高档环保型生态木板项目 (亿元)	2.79	-
年产 3 万吨 PVC-O 管项目 (亿元)	1.16	-
昌能整合彝安技改 30 万吨/年项目	1.10	1.16
营运资金需求 (净额, 亿元)	2.10	-
融资安排 (净额, 亿元)	20.44	11.00
其中: 权益类融资 (亿元)	13.44	5.00
债务类融资 (亿元)	7.00	6.00

资料来源: 根据天原集团所提供数据整理。

管理

跟踪期内, 该公司第一大股东仍为宜宾市国资公司, 持股比例 17.52%, 未发生变化。公司原第二大股东中国东方资产管理公司自 2016 年底以来陆续减持公司股份, 浙江荣盛控股集团有限公司成为公司第二大股东。公司股权结构较分散, 易发生控股权变更风险。

截至 2018 年 3 月末, 宜宾市国资公司、浙江荣盛控股集团有限公司和中国东方资产管理公司分别持股 17.52%、11.14% 和 6.90%, 其余股权较为分散。2016 年以来中国东方资产管理公司因经营安排逐步减持公司股份, 持股比例较 2016 年末下降 5.65 个百分点。

2018 年 3 月, 该公司收到中国证监会出具的《关于核准天原集团集团股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可【2018】284 号), 核准公司非公开发行不超过 134,355,960 股新股 (含本数) (不超过本次发行前上市公司总股本 671,679,806 股的 20%), 预计募集资金总额 (含发行费用) 不超过 134,400.00 万元, 扣除发行费用后的募集资金净额将投资于“年产 5 万吨氯化法钛白粉项目”、“年产 3 万吨 PVC-O 管项目”和“年产 1,000 万平方米高档环保型生态木板项目”。本次非公开发行前, 宜宾市国资公司为公司的控股股东, 宜宾市国资委为公司实际控制人。本次非公开发行完成后, 公司总股本将增至 806,015,766 股, 宜宾市国资公司持股比例将变为 14.60%, 仍为公司第一大股东, 宜宾市国资委仍为公司的实际控制人。

该公司于 2018 年 5 月收到宜宾市国资公司来函, 国资公司计划自 2018 年 5 月 18 日起未来 6 个月内增持公司股份金额不超过 1 亿元人民币。2018 年 6 月 19 日, 公司收到宜宾市国资公司告知函, 获悉宜宾市国资公司于 2018 年 5 月 23 日至 2018 年 6 月 19 日期间通过深圳证券交易所交易系统以集中竞价的方式

式累计增持公司股份 671.91 万股，增持比例达到公司总股本的 1%，增持总金额为人民币 4,786.76 万元。增持完成后，宜宾市国资公司持有公司股份 12,438.64 万股，持股比例上升至 18.52%。

据四川省纪委网站 7 月 13 日消息，宜宾市国有资产经营有限公司董事长张辉涉嫌严重违纪违法，目前正接受纪律审查和监察调查。该事项暂未影响公司的相关经营。

该公司关联交易主要产生自商贸业务中的产品采购和销售。2017 年，公司关联方采购合计 185.14 万元，较上年减少 79.62 万元；关联方销售规模 3.62 亿元，较上年增加 0.91 亿元，主要为宜宾海丝特纤维有限公司的关联销售。公司关联方往来余额主要是应收账款和应付账款，同期末，关联方应收合计 0.08 亿元，关联方应付合计 0.40 亿元。

宜宾市国资公司在相关银行为该公司提供了 11.30 亿元的保证担保额度，2017 年公司按照在上述银行贷款实际发生担保额的百分之一支付担保费用，合计 0.13 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 5 月 10 日，该公司不存在债务违约情况。根据企业提供信息及公开信息，近三年公司及核心子公司均无欠贷欠息、债券还本付息、诉讼、工商、质量和安全等方面的不良行为记录。

图表 20. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/2	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/5/10	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	企业提供	2018/5/10	无	无	无	无
工商	企业提供	2018/5/10	无	无	无	无
质量	企业提供	2018/5/10	无	无	无	无
安全	企业提供	2018/5/10	无	无	无	无

资料来源：根据天原集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

财务

2017 年末，该公司刚性债务有所减少，但 2018 年 3 月末又有新增，规模仍较大，财务杠杆偏高，且债务结构不合理，即期偿债压力仍较大。公司主业现金回笼能力较强，经营性现金流态势良好。公司货币资金存量尚充裕，一定程度上有利于缓解公司的流动性问题。2018 年，公司非公开发行股票议案已获证监会核准，资本实力有望增强。

1. 数据与调整

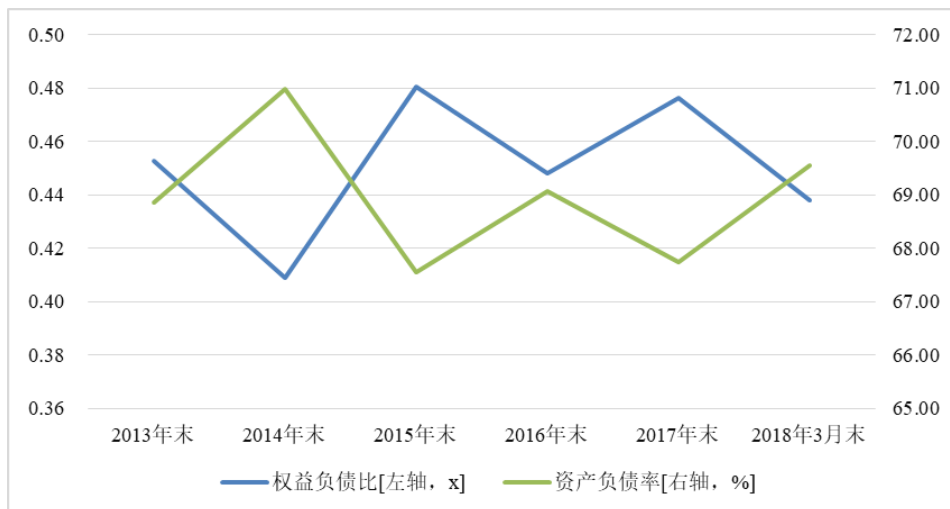
信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财务部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

截至 2018 年 3 月末，该公司合并范围内二级子公司 18 家，三级子公司 10 家，四级子公司 2 家。2017 年，公司处置子公司丰源盐业全部股权，合并范围减少 1 家子公司。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



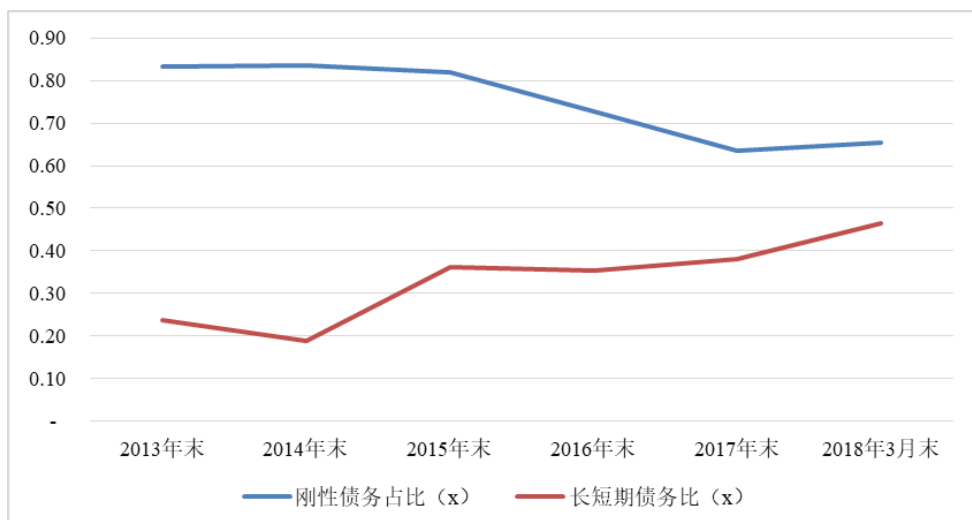
资料来源：根据天原集团所提供数据绘制。

2017 年该公司偿还多笔银行借款，负债总额较上年末减少 7.62% 至 90.78 亿元，资产负债率随之下降 1.33 个百分点至 67.74%。2018 年 3 月末，由于新增借款，负债规模较上年末增长 9.70% 至 99.59 亿元，资产负债率上升至 69.54%，公司财务杠杆较高，面临较大的偿债压力。公司非公开发行不超过 134,355,960 股新股，募集资金总额不超过 134,400.00 万元的议案已获证监会核准，若此次非公开发行股票顺利完成，公司资本实力将显著增强，资产负债率将明显下降。

该公司未来还有多个项目建设计划，除使用募集资金投入项目之外，还会有一部分自有资金投入，预计未来公司负债规模仍将呈增长趋势。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	80.43	89.68	74.69	71.51	57.71	65.16
应付账款 (亿元)	10.22	9.10	8.63	7.66	8.44	8.30
预收账款 (亿元)	1.11	1.72	1.04	1.52	1.19	2.24
专项应付款 (亿元)	2.00	2.00	2.00	11.81	18.51	18.51
刚性债务占比 (%)	83.34	83.70	82.08	72.77	63.57	65.43
应付账款占比 (%)	10.59	8.49	9.49	7.79	9.30	8.34
预收账款占比 (%)	1.15	1.61	1.14	1.55	1.31	2.25
专项应付款占比 (%)	2.07	1.87	2.20	12.02	20.39	18.59

资料来源：根据天原集团所提供数据绘制。

该公司负债中刚性债务占比较高，2015-2017 年在负债总额占比分别为 82.08%、72.77% 和 63.57%。2017 年公司逐步偿还银行借款和债券，年末刚性债务规模较上年减少 13.80 亿元至 57.71 亿元。除刚性债务外，公司负债还主要分布在应付账款和专项应付款，2015~2017 年末应付账款分别为 8.63 亿元、7.66 亿元和 8.44 亿元，主要为应付原材料采购款和工程款。专项应付款为收到的拆迁款，2015~2017 年末分别为 2.00 亿元、11.81 亿元和 18.51 亿元，主要是老厂区搬迁对应的拆迁补偿款²。此外，公司预收账款和其他应付款规模较小，2017 年末分别为 1.19 亿元和 1.14 亿元。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第 一季度末
短期刚性债务合计	65.38	78.18	55.89	61.00	53.72	54.62

² 在公司进行搬迁事项结算时，资产方其他非流动资产中的搬迁支出和负债方专项应付款中的搬迁补偿款进行冲减，形成损益。

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：短期借款	38.26	41.82	48.81	46.44	41.22	41.22
一年内到期非流动负债	8.01	3.42	0.20	1.06	-	-
应付短期债券	-	16.00	-	-	-	-
应付票据	10.07	6.56	4.81	4.09	2.40	4.23
其他短期刚性债务	9.05	10.38	2.06	9.40	10.10	9.16
中长期刚性债务合计	15.05	11.50	18.80	10.51	3.99	10.55
其中：长期借款	4.92	1.02	0.81	1.75	2.33	5.33
应付债券	7.97	7.94	15.90	7.96	-	-
其他中长期刚性债务	2.16	2.54	2.08	0.80	1.66	5.22
综合融资成本（年化，%）	6.42	6.54	6.19	5.81	6.12	6.12

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

2017 年末，该公司刚性债务为 57.71 亿元，较上年末减少 13.80 亿元，占负债总额的 63.57%。公司偏重短期融资，2017 年末短期刚性债务在刚性债务中占比 93.09%。

该公司融资渠道多样，目前主要包括银行借款、银行承兑汇票、融资租赁和债券发行。银行借款是公司主要融资渠道，2017 年末借款规模达到 43.55 亿元，占刚性债务的 75.46%。从借款类型来看，公司以抵押借款和保证借款为主。截至 2017 年末，应付融资租赁款为 3.55 亿元，其中 1.89 亿元将于一年内到期。2017 年末公司待偿还债券本金为 8 亿元，为将于 2018 年 7 月到期的 8 亿元中期票据。

2018 年 3 月末，该公司刚性债务较年初增加 7.45 亿元至 65.16 亿元，主要系应付票据增加 1.83 亿元、长期借款增加 3.00 亿元，长期应付款（融资租赁）增加 3.56 亿元。

该公司刚性债务融资成本利率区间多集中在 4%-6% 之间，2015-2017 年公司年化综合融资成本分别为 6.19%、5.81% 和 6.12%。

图表 24. 公司 2017 末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不 含 2 年）	2~3 年（不 含 3 年）	3~5 年（不 含 5 年）	5 年及以上
3% 以内	0.05		0.05	0.05	0.06
3%~4%（不含 4%）	0.54				
4%~5%（不含 5%）	18.50				
5%~6%（不含 6%）	21.88	0.99			
6%~7%（不含 7%）	10.26	0.65	0.23	0.23	
7% 及以上	0.74	0.57	0.14		
合计	51.98	2.21	0.42	0.28	0.06

资料来源：天原集团。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	31.78	31.15	25.01	19.92	16.33
营业收入现金率（%）	90.86	90.10	95.66	109.30	104.75
业务现金收支净额（亿元）	5.46	1.23	0.26	4.69	6.40
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.33	-0.33	0.36	0.18	-0.56
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.12	0.90	0.63	4.86	5.84
EBITDA（亿元）	7.64	7.85	7.23	7.90	8.93
EBITDA/刚性债务（倍）	0.09	0.09	0.09	0.11	0.14
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.95	4.04	3.35	3.39	1.97

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015~2017 年，该公司营业周期分别为 25.01 天、19.92 天和 16.33 天，因贸易业务收入和成本规模较大无法准确反映化工业务的营业周期，逐年大幅缩短亦主要系贸易收入和成本大幅增长所致。此外，公司应收账款规模呈减少趋势，应收账款周转率有所提升，促使营业周期持续缩短。

2015~2017 年，该公司营业收入现金率分别为 95.66%、109.30% 和 104.75%。公司对外销售一般采取现款（含银行承兑汇票）结算模式，应收账款余额很小，经营环节现金流状况较好。同期，公司经营性净现金流分别为 -0.63 亿元、4.86 亿元和 5.84 亿元。其中，2016 年和 2017 年，由于氯碱产品价格上涨，公司经营活动产生的现金流量净额大幅增加。2018 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增长 143.75% 至 1.16 亿元。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 7.23 亿元、7.90 亿元和 8.93 亿元，近年来稳步增长。近三年，公司利润总额逐年增长，折旧及摊销规模基本稳定，计入财务费用的利息支出随着刚性债务规模的扩大呈现增长趋势。2017 年，利润总额、固定资产折旧以及利息支出分别为 1.40 亿元、4.99 亿元和 2.29 亿元。2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为刚性债务的 0.09 倍、0.11 倍和 0.14 倍，对其覆盖能力有所增强。同期，EBITDA 对利息支出的覆盖倍数分别为 3.35 倍、3.39 倍和 1.97 倍，2017 年由于利息费用大幅增长，对利息支出的覆盖倍数明显下降。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 Q1
回收投资与投资支付净流入额	-0.00	0.06	2.42	0.06	-0.59	-0.20
其中：理财产品投资回收与支付净额	0	0	0	0	0	0
其中：与主业有关的投资净额	-0.00	0.06	2.42	0.06	-0.59	-0.20
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-5.97	1.57	-0.95	-2.39	-7.45	-0.41
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.64	-0.80	-0.38	12.81	8.77	-0.67
投资环节产生的现金流量净额	-6.62	0.82	1.09	10.48	0.74	-0.67

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

随着化工行业景气度回升及该公司逐步向精细化工、新能源产业拓展，近年公司加大了投资力度，2015-2017 年公司资本性支出分别为 1.09 亿元、3.10 亿元和 8.47 亿元。2017 年因处置丰源盐业股权收到现金 1.26 亿元、处置固定资产收到现金 1.02 及收到拆迁补偿款 8.85 亿元，投资环节现金流为净流入 0.74 亿元。2018 年第一季度，该公司投资环节现金流净额为-0.67 亿元。

未来，随着定增募投项目的推进，该公司投资规模预计将有所增加。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	-	-	-	-	-	-
债务类净融资额	-0.37	5.38	-15.44	-13.18	-12.32	4.15
其中：现金利息支出	4.02	3.74	4.78	3.61	3.55	0.45
筹资环节产生的现金流量净额	-0.37	5.38	-15.44	-13.18	-12.32	4.15

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

随着经营性现金流好转以及拆迁补偿款陆续到账，该公司偿还了部分银行借款和到期债券，2015 年以来筹资活动产生的现金呈持续净流出，2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为-15.44 亿元、-13.18 亿元、-12.32 亿元和 4.15 亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	38.65	51.48	35.59	42.77	33.93	42.24
	27.57%	34.10%	26.42%	30.06%	25.32%	29.49%
其中：现金类资产（亿元）	25.28	35.06	19.14	30.74	21.21	26.63
应收账款（亿元）	1.28	1.69	2.34	1.74	1.40	2.32
存货（亿元）	6.09	5.79	4.25	4.61	5.23	6.45

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
预付款项 (亿元)	5.06	3.40	4.57	2.73	3.89	3.71
其他应付款 (亿元)	0.92	4.68	4.58	1.61	1.88	2.87
非流动资产(亿元,在总资产中占比%)	101.53	99.49	99.11	99.51	100.09	100.98
	72.43%	65.90%	73.58%	69.94%	74.68%	70.51%
其中: 固定资产 (亿元)	74.26	68.15	63.58	62.36	58.84	57.56
在建工程 (亿元)	12.73	13.61	16.17	15.84	17.48	18.51
无形资产 (亿元)	7.02	5.98	5.96	6.27	6.54	6.53
长期股权投资 (亿元)	1.36	0.18	0.08	0.03	1.81	2.05
其他非流动资产 (亿元)	4.32	8.46	10.95	12.77	12.77	13.61
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	22.80	25.96	19.31	27.27	29.31	28.02
期末抵质押融资余额 (亿元)	16.98	20.34	14.47	19.49	17.29	16.89
受限资产账面余额/总资产 (%)	16.27	17.20	14.34	19.17	21.87	19.57

资料来源: 根据天原集团所提供数据整理。

2017 年该公司盈利有所好转, 但因少数股东权益减少, 年末所有者权益较上年末减少 1.77% 至 43.24 亿元。其中, 实收资本、资本公积和盈余公积合计 27.89 亿元, 占归属于母公司所有者权益的 67.22%, 权益资本结构较稳健。目前, 公司非公开发行股票预案已获证监会批准, 定增后公司资本实力将得到提升, 财务状况将得到优化。

近年该公司的资产总额存在一定的波动, 2015~2017 年末分别为 134.70 亿元、142.28 亿元和 134.02 亿元。公司资产以非流动资产为主, 2017 年末占资产总额的 74.68%。

2017 年末, 该公司流动资产为 33.93 亿元。其中货币资金年末余额为 15.03 亿元, 较上年末减少 9.14 亿元, 主要系用于偿付借款, 其中受限货币资金为 8.61 亿元。2017 年末, 公司应收票据为 6.14 亿元, 较上年末减少 5.57%; 应收账款为 1.40 亿元, 较上年末减少 19.54%, 前五名欠款归集方占比为 28.91%, 计提坏账准备 0.59 亿元。另外, 公司其他应收款年末余额为 1.88 亿元, 较上年末增长 16.50%, 其中预付货款长期未到货 0.96 亿元和融资租赁保证金 0.58 亿元。另外, 随着公司销售规模增长, 公司存货较上年末增长 13.33% 至 5.23 亿元。

2017 年末, 该公司非流动资产年末余额为 100.09 亿元, 与上年末基本持平。其中固定资产、在建工程和其他非流动资产占比较大, 分别为 58.79%、17.46% 和 12.76%。2017 年末, 主要因处置子公司丰源盐业, 公司固定资产较上年末减少 5.64% 至 58.84 亿元。近年来, 公司在开发新的利润增长点及设备升级改造方面投入较多, 在建工程规模稳步扩大, 2017 年末为 17.48 亿元, 较上年末增长 10.36%。其他非流动资产年末为 12.77 亿元, 主要是因为搬迁尚未结束, 搬迁支出计入本科目所致。

受限资产方面, 2017 年末, 该公司受限资产账面金额为 29.31 亿元, 其

中受限货币资金为 8.61 亿元，主要作为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等；受限应收票据为 1.98 亿元，主要用于借款质押；受限固定资产 16.51 亿元和无形资产 2.20 亿元，主要用于银行借款抵押物。同期末公司受限资产占总资产比重为 21.87%，对资产流动性影响较大。

2018 年 3 月末，该公司资产总额较年初增长 6.86% 至 143.21 亿元，其中非流动资产较年初变化不大，流动资产较年初增长 24.49% 至 42.24 亿元。其中因新增银行借款，公司货币资金较年初增长 24.14% 至 18.66 亿元，其中受限货币资金为 7.61 亿元；同时，因公司充分利用银行票据池功能，将应收票据质押承兑后再支付货款，公司应收票据较年初增长 28.88% 至 7.91 亿元；因化工板块在年初会对长期合作的大客户给予一定授信，应收账款较年初增长 65.82% 至 2.32 亿元；因公司的融资租赁保证金增加，其他应收款较年初增长 52.52% 至 2.87 亿元；存货规模则由于商贸产品库存增加而升至 6.45 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	49.51	57.10	53.27	58.91	51.63	62.15
现金比率 (%)	32.39	38.88	28.66	42.34	32.28	39.19

资料来源：根据天原集团所提供数据整理。

该公司存在短债长用现象，近三年流动比率一直低于 60%，流动性压力大。不过，由于搬迁补偿款陆续到位，公司近几年账面货币资金存量一直较为充裕，2018 年 3 月末有 11.05 亿元可动用货币资金，可对即期债务偿付提供一定缓冲。

6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 13.41 亿元，系对永城煤电控股集团有限公司的反担保 0.41 亿元³和对宜宾国资公司的反担保 13.00 亿元⁴，担保比率为 21.83%，或有损失风险较小。

2017 年 9 月，该公司收到国家发改委出具的《行政处罚实现告知书》，对公司 2016 年应邀参加的“西北氯碱联合体”会议涉嫌参与 PVC 价格垄断进行调查，最终认定公司在 2016 年销售 PVC 过程中，涉嫌存在达成并实施价格垄断协议的违法事实，对公司处以 1601.81 万元的罚款。

³ 天原集团、新疆天南化工、永城煤电同属伊利南岗化工的股东，永城煤电为南岗化工在银行融资做了保证担保，同时伊利南岗化工的其他股东（包括天原集团和新疆天南化工）将其持有的南岗化工的股份质押反担保给永城煤电。

⁴ 根据中共宜宾市委常委会会议决定事项通知，同意宜宾市国资公司为天原集团（含控股子公司）综合融资提供连带责任保证担保，可使用的担保总额为 13 亿元（分别为 5 亿元+8 亿元），天原集团以子公司海丰和锐的股权做质押进行反担保，截至 2017 年末已全部使用。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部对下属子公司基本实现全资控股，对子公司控制力很强，子公司主要从事化工产品生产、煤矿生产、运输和商贸业务。资产和负债主要集中于公司本部，2017 年末，本部总资产为 124.40 亿元，总负债为 83.81 亿元，所有者权益为 40.59 亿元。本部财务质量与合并范围的财务质量保持一致。

外部支持因素

该公司为宜宾市国有控股企业，政府在资源和融资方面可给予公司一定支持。宜宾市国资公司为天原集团（含控股子公司）综合融资提供连带责任保证担保，截至 2017 年末可使用的担保总额度为 43 亿元。其中，宜宾市国资公司同意为公司新建重要项目提供 30 亿元的保证担保，包括对年产 10 万吨氯化法钛白粉项目的银行融资提供 15 亿元的保证担保，为年产 2 万吨三元正极材料和 2 万吨三元正极材料前驱体项目提供银行融资保证担保合计 15 亿元。

该公司老厂区整体搬迁补偿金额为 30.25 亿元，采取分期补偿方式。除先期于 2014 年底到账的 6 亿元，2016 年 3 月、6 月、10 月以及 2017 年 5 月、10 月，公司收到相关补偿资金 5.34 亿元、0.16 亿元、7.93 亿元、7.90 亿元和 0.80 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司累计收到搬迁补偿款 28.12 亿元。由于搬迁补偿款陆续到位，公司资金周转能力得到改善，资产流动性亦有所提高。

该公司为地方性国有控股企业，与当地金融机构保持了良好合作关系，截至 2018 年 3 月末公司拥有银行授信总额 70.03 亿元，尚有 26.46 亿元未使用，也可通过资本市场直接筹资，融资渠道较为畅通。目前，公司非公开发行股票预案已获证监会审批通过，定增后公司资本实力将得到提升，财务状况将得到优化。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模/ 余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	70.03	57.36	34.80	4.35%-6.37%	信用担保、抵押担保
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	33.45	31.48	24.13	4.35%-5.20%	信用担保、抵押担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	47.77	54.88	69.34	-	-

资料来源：根据天原集团所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

随着供给侧改革的持续推进，国内氯碱行业产能过剩问题有所缓解，跟踪期内，随着煤炭、石油价格回升，PVC、烧碱价格同时回暖，氯碱企业盈利情况有所改善。

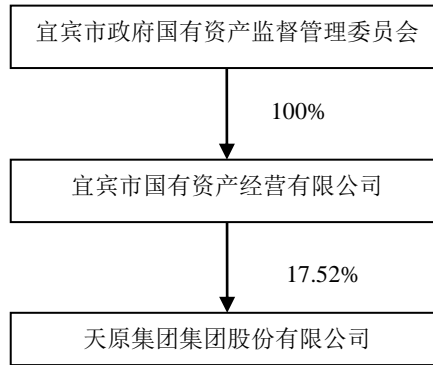
该公司主要从事氯碱产品生产和销售，氯碱配套能力较强，产业链较为完备。2017年以来，随着化工行业景气度和回升，公司主导产品价格上涨，盈利能力有所增强，经营压力减轻。但公司煤炭仍处于停产状态，面临一定成本上升压力。公司目前重点发展耗氯和耗碱精细化工产品和化工制品，新建项目投入较大，但仍处于起步阶段，效益贡献有限。

跟踪期内，该公司第一大股东仍为宜宾市国资公司，持股比例 17.52%，未发生变化。公司原第二大股东中国东方资产管理公司自 2016 年底以来陆续减持公司股份，浙江荣盛控股集团有限公司成为公司第二大股东。公司股权结构较分散，易发生控股权变更风险。

2017 年末，该公司刚性债务大幅减少，但规模仍较大，财务杠杆偏高，且债务结构不合理，即期偿债压力仍较大。公司主业现金回笼能力较强，经营性现金流态势良好。公司货币资金存量尚充裕，一定程度上有利于缓解公司的流动性问题。2018 年，公司非公开发行股票议案已获证监会核准，资本实力有望增强。

附录一：

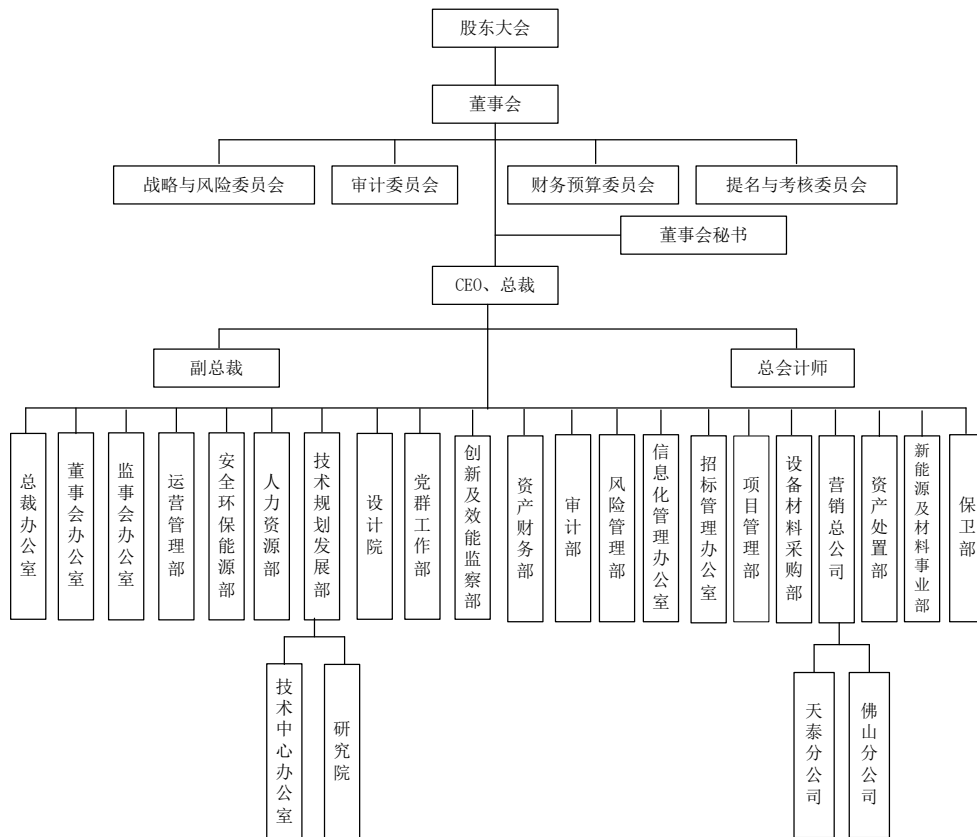
公司与实际控制人关系图



注：根据天原集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据天原集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)
宜宾天原集团股份有限公司	母公司	母公司	-	PVC、烧碱	31.26	40.59	51.75	0.88	0.12
滨海丰和锐有限公司	海丰和锐	核心子公司	99.82	PVC、烧碱	22.14	41.07	36.95	4.51	0.03
宜宾海丰鑫华商贸有限公司	海丰鑫华	核心子公司	100.00	商贸	0	0.82	86.01	-0.11	-0.42
天原集团进出口贸易有限责任公司	天原进出口	核心子公司	100.00	商贸	0.83	1.40	43.31	0.08	-0.11
福建天原化工由限公司	福建天原	核心子公司	100.00	聚苯乙烯	1.13	2.02	8.86	0.01	0.00
云南天力煤化有限公司	天力煤化	核心子公司	100.00	电石生产	0	0.40	4.23	-0.66	0.77
马边无穷矿业有限公司	无穷矿业	核心子公司	100.00	磷矿	1.37	2.27	2.80	-0.28	0.06
大关天达化工有限公司	大关天达	核心子公司	90.67	电石	1.26	-2.25	2.56	-0.41	-0.37

注：根据天原集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	134.70	142.28	134.02	143.21
货币资金 [亿元]	14.23	24.17	15.03	18.66
刚性债务[亿元]	74.69	71.51	57.71	65.16
所有者权益 [亿元]	43.70	44.01	43.24	43.63
营业收入[亿元]	107.04	125.02	152.86	29.73
净利润 [亿元]	-0.09	0.31	0.63	0.40
EBITDA[亿元]	7.23	7.90	8.93	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.63	4.86	5.84	1.16
投资性现金净流入量[亿元]	1.09	10.48	0.74	-0.67
资产负债率[%]	67.56	69.07	67.74	69.54
权益资本与刚性债务比率[%]	58.51	61.55	74.92	66.95
流动比率[%]	53.27	58.91	51.63	62.15
现金比率[%]	28.66	42.34	32.28	27.55
利息保障倍数[倍]	0.97	1.26	1.36	—
担保比率[%]	0.94	21.24	31.01	—
营业周期[天]	25.01	19.92	16.33	—
毛利率[%]	5.59	7.39	6.73	9.41
营业利润率[%]	-0.26	0.35	1.49	1.88
总资产报酬率[%]	1.47	2.12	2.67	—
净资产收益率[%]	-0.21	0.70	1.45	—
净资产收益率*[%]	0.41	1.37	2.50	—
营业收入现金率[%]	95.66	109.30	104.75	96.02
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.80	6.98	8.45	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.73	16.21	6.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.35	3.39	3.28	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.11	0.14	—

注：表中数据依据天原集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。