

跟踪评级公告

联合〔2020〕3284号

淄博齐翔腾达化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

淄博齐翔腾达化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

淄博齐翔腾达化工股份有限公司公开发行的“齐翔转 2”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

淄博齐翔腾达化工股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
齐翔转 2	29.90 亿元	6 年	AA	AA	2019/08/21

转股期：自发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至可转换公司债券到期日止

跟踪评级时间：2020 年 10 月 16 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额 (亿元)	96.45	115.16	141.31	152.28
所有者权益 (亿元)	66.70	74.47	81.96	86.97
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	4.95	6.34
全部债务 (亿元)	17.22	23.88	38.90	47.49
营业收入 (亿元)	222.26	279.24	300.58	99.11
净利润 (亿元)	8.47	8.45	6.32	5.06
EBITDA (亿元)	15.53	16.09	15.37	--
经营性净现金流 (亿元)	2.92	9.04	7.65	3.89
营业利润率 (%)	7.56	6.34	5.62	10.15
净资产收益率 (%)	13.46	11.97	8.07	11.98
资产负债率 (%)	30.84	35.33	42.00	42.88
全部债务资本化比率 (%)	20.52	24.28	32.19	35.32
流动比率 (倍)	1.33	1.26	1.07	1.01
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.90	0.67	0.40	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	24.41	15.45	9.61	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.52	0.54	0.51	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 其他应付款中的借款计入短期债务，长期应付款计入长期债务；3. 2020 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“公司”或“齐翔腾达”）作为国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，碳四产业链完整，在甲乙酮和顺酐产品领域继续保持较强竞争优势。2019 年，公司收入规模保持增长，经营活动现金流持续净流入。同时，联合评级信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到化工企业安全环保压力加大、公司面临原材料和产品价格波动风险、在建项目资金需求较大、债务规模增长较快且债务结构有待调整、商誉存在减值风险等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新建项目投产，公司产业链将进一步完善，竞争力有望提升。同时，考虑到“齐翔转 2”未来若转换成公司股票，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“齐翔转 2”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 公司在甲乙酮和顺酐产品领域继续保持较强竞争优势。公司作为国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，碳四产业链完善，在甲乙酮和顺酐产品领域继续保持较强竞争优势。

2. 公司产能利用率维持较高水平，经营状况较佳。跟踪期内，公司主要产品产能利用率和产销率维持较好水平，生产销售情况良好，经营状况较佳。

3. 公司收入规模保持增长，经营活动现金流持续净流入。2019 年，公司收入规模保持增长，经营活动现金流延续净流入。

关注

1. 公司盈利能力易受到宏观环境和化工行业周期性波动影响。原油价格的波动以及碳四深加工产业的上下游行业市场景气度变化均将对公司的生产经营产生较大的影响并可能导致公司业绩出现波动。2019年以来，公司主要产品售价有所回落。

2. 公司面临安全生产风险和环保压力。化工行业是一个易燃、易爆、易污染环境以及容易遭受自然灾害威胁的高风险行业，突发事件有可能会对社会造成重大影响、给公司带来重大经济损失、对人身安全造成重大伤害；同时近年来，化工企业安全环保压力加大，随着环保政策趋严，公司运营成本或将提高。

3. 公司债务规模增长较快，债务负担有所加重。跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重；公司在建工程尚需较大规模投资，面临融资需求。

4. 公司应收账款和商誉面临减值风险。公司应收账款规模较大，存在资金占用并面临一定的发生坏账损失风险；公司商誉规模较大，若未来被收购公司经营状况恶化，公司面临商誉减值风险。

5. 公司控股股东所持公司股权质押比例高。截至2020年6月底，公司控股股东及其一致行动人持有的公司股份中处于质押状态的股份数占其所持公司股份总数的78.82%，股权质押比例高，若未来股价大幅波动或者相关质押借款无法按时偿还，公司存在实际控制人变更风险。

分析师

任贵永 登记编号（R0040215070002）

赵兮 登记编号（R0040220040005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



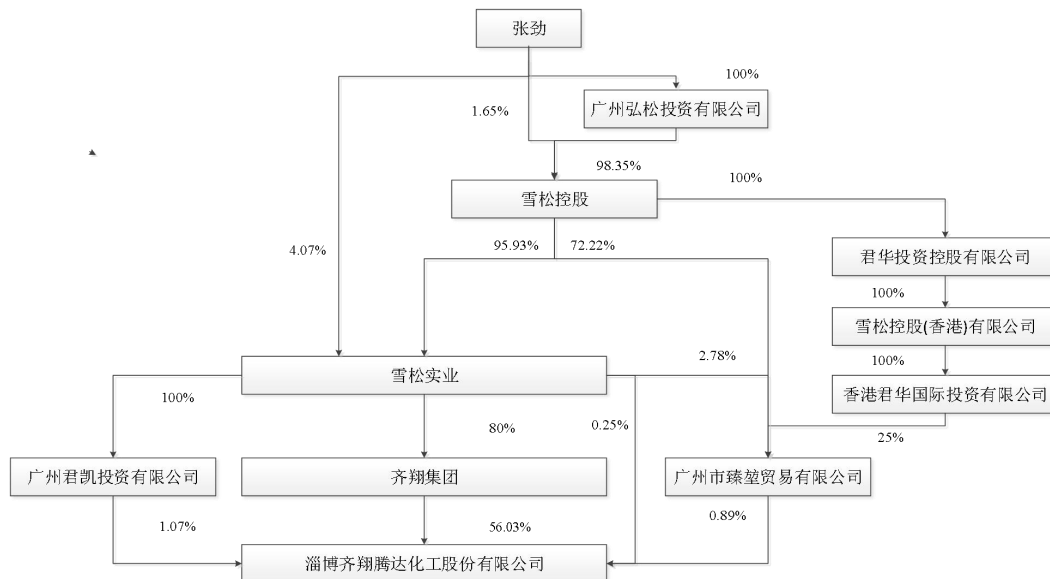
联合信用评级有限公司

一、主体概况

淄博齐翔腾达化工股份有限公司（以下简称“公司”或“齐翔腾达”）前身为淄博齐翔腾达化工有限公司，于2002年1月4日经淄博市工商行政管理局批准，由山东翔发工贸股份有限公司、淄博齐翔工贸有限责任公司工会委员会代表淄博齐翔工贸有限责任公司职工持股会、临淄区南王镇国有资产经营公司、淄博齐翔工贸有限责任公司共同投资成立。2007年10月，公司改组为股份有限公司。2010年5月18日，经中国证券监督管理委员会证监许可〔2010〕506号文件核准，公司采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购定价发行相结合方式向社会公众公开发行人民币普通股（A股）6,500万股，每股面值1元，发行后公司总股本变更为25,956万股；公司股票简称：齐翔腾达，股票代码：002408.SZ。后历经多次转增股本、增发等，截至2015年底，公司总股本80,691万股。2016年11月11日，雪松实业集团有限公司（以下简称“雪松实业”）与车成聚等48名自然人签订了《关于淄博齐翔石油化工集团有限公司之股权转让协议》（以下简称“协议”）。根据协议约定，雪松实业受让车成聚等48名自然人持有的淄博齐翔石油化工集团有限公司（以下简称“齐翔集团”）80%股权。本次交易完成后，车成聚直接持有公司股份不发生变化，通过齐翔集团间接持有公司股份下降至10.47%。雪松实业因持有齐翔集团80%股权，而间接持有齐翔腾达41.90%的股份。因雪松控股集团有限公司（以下简称“雪松控股”）持有雪松实业71.50%股权，且张劲直接和通过广州弘松投资有限公司间接合计持有雪松控股99.91%股权，同时张劲直接持有雪松实业28.50%股权，张劲成为齐翔腾达实际控制人。雪松实业于2016年11月30日公告了《淄博齐翔腾达化工股份有限公司要约收购报告书》，宣布自2016年12月1日起向公司除齐翔集团、车成聚之外的全体股东发出全面要约收购（以下简称“本次要约收购”），本次要约收购期限自2016年12月1日至2016年12月30日，共30个自然日。2016年12月28日，车成聚等48名自然人股东与雪松实业按照股权转让协议要求顺利完成了股权交割，并办理了相关工商变更登记手续。

截至2020年6月底，公司总股本为177,520.93万股；齐翔集团持有公司994,681,548股股份，占总股本的56.03%，系公司控股股东；张劲先生间接控制公司58.23%股权，为公司实际控制人；具体情况如下图所示。

图1 截至2020年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司控股股东齐翔集团及其一致行动人持有公司股份 1,033,718,204 股，占公司总股本 58.23%；控股股东齐翔集团及其一致行动人持有的公司股份中处于质押状态的股份数为 814,821,014 股，占其所持公司股份总数的 78.82%，股权质押比例高，若未来股价大幅波动或者相关质押借款无法按时偿还，公司存在实际控制人变更风险。

公司经营范围：甲基叔丁基醚、2-丁醇、2-丁酮、异丁烯、甲醇、2-甲基-2-丙醇、液化石油气、氢、醚后碳四（含丁烷 $\geq 60\%$ ，丁烯 $\geq 37\%$ ）、丁烯、丁烷、混合丁烷、1,3-丁二烯[稳定的]、盐酸、回收碳四（含碳四 $\geq 95\%$ ，碳五及以上 $\leq 3\%$ ）、液化回收碳四燃料气（含碳四 $\geq 95\%$ ，碳五及以上 $\leq 4\%$ ）、回收重组分（含碳五，碳六）、松香重组分（含松香油）、氮[压缩的或液化的]、氧[压缩的或液化的]、异辛烷、马来酸酐、丙烯生产、销售（有效期限以安全生产许可证为准）；重质物、三（壬基代苯基）亚磷酸酯、苯乙烯化苯酚、二腈二胺甲醛缩合物、歧化松香、歧化松香酸钾皂、复合防老剂（p-36）、二甲基二硫代氨基甲酸钠（SDD-05）、聚环氧氯丙烷二甲胺（PED-50）、羧基丁苯胶乳、丁苯胶乳、地毯胶乳、合成橡胶、丁腈胶乳、羧基丁腈胶乳生产、销售；收集、贮存、利用 HW11、HW13（精（蒸）馏残渣、有机树脂类废物），销售脂肪酸钠皂、包装物、回收渣油；劳动服务；货物进出口业务；外供新鲜水（工业用）、蒸汽、工业风（仪表风、杂风）、工业污水处理；代收电费；购销钢材、建材、机电设备及配件、办公用品、劳保用品销售，机电仪器维修。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2020 年 6 月底，公司内设审计处、服务保障中心、信息中心、总经理办公室、安全环保处、生产管理处、科技开发处、工程处、外贸部、机动处、企业管理处、供应处、销售公司、原料处、财务处、保卫处、人力资源处、证券部、党群工作部等多个职能部门（详见附件 1）。截至 2020 年 6 月底，公司纳入合并报表范围包括公司及全部子公司共 20 家，拥有在职员工合计 2,480 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 141.31 亿元，负债合计 59.35 亿元，所有者权益 81.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益 75.60 亿元。2019 年，公司实现营业收入 300.58 亿元，净利润 6.32 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.60 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 152.28 亿元，负债合计 65.30 亿元，所有者权益 86.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.30 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 99.11 亿元，净利润 5.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.88 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市临淄区杨坡路 206 号；法定代表人：车成聚。

二、债券发行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(2020)1342 号文核准，公司于 2020 年 8 月 20 日发行 2020 年淄博齐翔腾达化工股份有限公司可转换公司债券（以下简称“本次债券”）。

本次债券规模为 299,000.00 万元，每张面值为人民币 100 元，共计 2,990 万张，按面值发行。本次发行的可转换公司债券简称为“齐翔转 2”，债券代码为“128128.SZ”。本次债券已于 2020 年 9 月 15 日起在深交所挂牌交易。截至 2020 年 9 月底，“齐翔转 2”尚未到第一个付息日。本次债券募集资金扣除发行费用后用于 70 万吨丙烷脱氢制丙烯（PDH）项目，募集资金扣除应付的承销保荐费（19,137,846.19 元）后的余额 2,970,862,153.81 元已由保荐机构（主承销商）于 2020 年 8 月 26 日汇入公司指定的募集资金专项存储账户。截至 2020 年 9 月底，募集资金已投入使用 8.48 亿元。

三、行业分析

公司主要对原料碳四进行深度加工转化成高附加值精细化工产品，主要产品有甲乙酮、顺酐、丁二烯、顺丁橡胶、异辛烷、甲基叔丁基醚（简称“MTBE”）、丙烯等。其中甲乙酮和顺酐产品是公司最主要产品。公司属于石油化工行业。

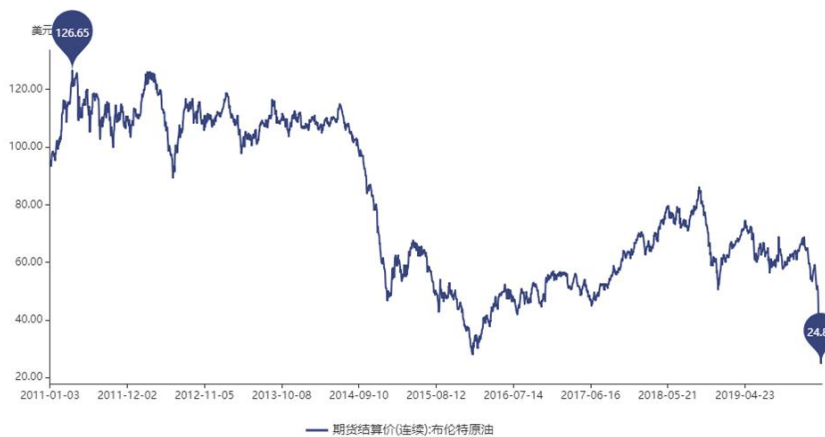
1. 行业概况

2019年，原油价格整体呈现先升后降走势，2020年受世界多国新型冠状病毒肺炎疫情影响，加之OPEC+减产协议破裂，原油价格暴跌。伴随原油价格波动，2020年以来主要化工产品价格同比下降，甲乙酮和顺酐价格波动加剧。

石油化工是化学工业的重要组成部分，在国民经济的发展中有重要作用，是我国的支柱产业之一。石油化工指以石油和天然气为原料，生产石油产品和石油化工产品的加工工业。石油化工产品以炼油过程提供的原料油进一步化学加工获得，生产石油化工产品又细化为对原料油和气（如丙烷、汽油、柴油等）进行裂解，生成以乙烯、丙烯、丁二烯、苯、甲苯、二甲苯为代表的基本化工原料，下游再以基本化工原料生产多种有机化工原料及合成材料（塑料、合成纤维、合成橡胶）。石油化工产品广泛用于工业、农业、国防和军工等，并与人们的生活密切相关。

由于石油化工产品涉及到各个领域，因此石油化工与宏观经济有较强的正相关性。2019年，全球经济增速放缓，全球贸易和投资对经济增长的支撑力不断下降；中国经济运行总体平稳，国内生产总值（GDP）比上年增长6.1%，供给侧结构性改革继续深化，发展质量稳步提升；全球油气市场供需总体宽松，全年平均国际油价同比下降。

图2 近年来布伦特原油期货价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

2019年石油价格波动较大，油价呈现不确定性。2019年第一季度，受OPEC持续减产及美国对委内瑞拉实施制裁等地缘政治事件影响，国际油价持续走高，截至2019年3月底，国际原油价格涨至60.14美元/桶。4月份，美国对伊制裁的豁免期结束，美伊对抗局势升级，市场对原油供给端的担忧进一步加剧，国际油价加速上涨，原油市场延续一季度涨势，自5月起，受全球贸易摩擦影响，权威机构纷纷下调全球经济增速与原油需求增长，加之美国原油库存持续超预期提升，供给端边际利好空间有限，需求端的担忧再次主导市场走势，国际油价宽幅下跌，整体震荡下行，12月份初期OPEC会议确定了深化减产的方案，美国原油库存连续下降，中美贸易谈判初步达成协议，原油价

格小幅震荡走高。2020年初以来，受世界多国新型冠状病毒肺炎疫情影响，加之 OPEC+减产协议破裂，原油价格暴跌。

从供需格局来看，2019年的全球经济增速降至2008年金融危机以来最低水平，世界石油需求增量也自2011年以来首次降至100万桶/日以下。世界石油供应同比基本持平，其中欧佩克产量下降195万桶/日，非欧佩克石油供应比上年增长190万桶/日，而美国产量增量占非欧佩克总增量的三分之二，9月份实现了自1949年以来首次单月石油净出口。“减产联盟”主动超额减产，加之伊朗和委内瑞拉受美国制裁被动减产，全球石油市场艰难平衡，经合组织商业石油库存得以稳定在五年平均水平附近。2020年3月6日，OPEC+会议上俄罗斯拒绝了OPEC额外减产150万桶/天的提议，为此沙特将既定的970万桶/日的石油产量提升至1,200万桶/天，加之受新冠肺炎疫情不断蔓延并逐步向全球流行病趋势发展，多个国家或地区相继出台了入境限制措施，各大航空公司运力削减。同时，不少国家因疫情全国性或局部性进入紧急状态，经济进入停滞或半停滞状态，严重制约原油消费需求，全球原油市场陷入供给极度宽松状态。

从国内情况来看，受国内原油储量及原油开采条件变化等因素影响，加之我国对于原油的消费量逐年增加，原油进口依赖度逐年提升。2019年，国内原油产量1.91亿吨，同比增长1.01%；同期原油表观消费量为6.96亿吨，同比增长7.33%，对外依存度上升至72.55%。

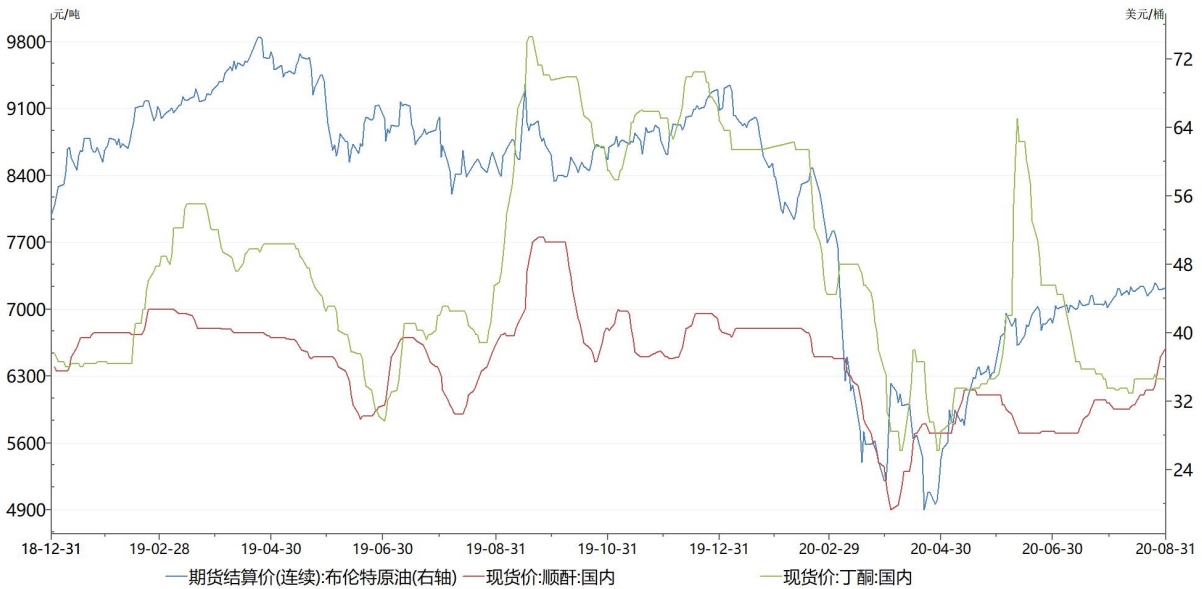
成品油加工方面，“十三五”期间，国家提出重点建设七大石化产业基地的规划，大型炼化项目投资向民间资本放开，近年来，随着大型炼化一体项目的建设，国内原油加工能力不断增强。截至2019年末，中国炼油总能力8.6亿吨/年，其中新增能力2,850万吨/年，但随之而来的是产能过剩问题突出，落后产能面临淘汰风险，目前国内炼油能力过剩超过1.5亿吨/年。2019年全年中国成品油经历25轮调价周期：15次上调、6次下调，因调幅不足50元/吨而搁浅4次。截至2019年末，汽油累计上调680元/吨，柴油累计上调675元/吨（含国家增值税税率调整影响。2019年4月1日起，国家下调增值税税率，影响国内汽柴油含税出厂价格每吨分别下调225元和200元）。截至最近一次调价2020年4月15日，国内成品油调价呈现“三跌四搁浅”的格局，由于国际原油低于40美元/桶“地板价”，国内成品油调价多次搁浅；汽油价格累计每吨下调1850元，柴油价格累计每吨下调1780元。

化工产品方面，2019年，受宏观经济增速放缓、国际贸易环境趋紧以及国内产能增加影响，化工产品市场总体呈现下行走势，大多数化工产品价格比上年同期下降，化工业务利润空间收窄。公司主要产品之一甲乙酮又名丁酮，是石油化工中碳四重要的深加工产品。目前，我国甲乙酮产能超过10万吨/年的有两家，分别为齐翔腾达和湖南中创化工股份有限公司，其中齐翔腾达以18万吨/年的产能占据领先地位。甲乙酮作为一种性能优良、用途广泛的有机溶剂，具有优异的溶解性和干燥特性，主要用于聚氨酯树脂、PU革及人造革、粘合剂、涂料、润滑油脱蜡、油墨、磁记录材料等行业，同时还是一种重要的精细化工原料。目前，国外甲乙酮应用领域广泛，特别是用于涂料、粘合剂、润滑油脱蜡以及树脂等方面的比重较大；而我国甲乙酮主要用于涂料和粘合剂方面。近年来，我国甲乙酮国内表观消费量总体保持稳定，近年来出口有所增加，甲乙酮的净出口量从2014年的9.08万吨增长到2019年的16.79万吨。价格方面，甲乙酮作为石油化工的下游产品，长期以来其价格走势受原油价格影响，与原油价格走势相关性很高。从近年来甲乙酮价格走势看，2019年甲乙酮价格走势较为平稳，2020年上半年甲乙酮价格波动加大。

顺酐作为碳四另一种重要深加工产品，又称顺丁烯二酸酐，马来酸酐等，是重要的基本有机化工原料，主要用于生产不饱和聚酯树脂、富马酸、润滑油添加剂、农用化学品、涂料、耐热苯乙烯树脂等有机中间体和专用化学品。顺酐的下游应用主要为不饱和聚酯树脂（UPR）。UPR主要用于

制造人造大理石、玻璃钢等材料，广泛用于房地产行业、建材行业、高新材料行业等，其他下游应用诸如化学助剂、有机酸、润滑油添加剂等。顺酐作为石油化工的下游产品，其价格运行受石油价格影响很大，从近年来二者走势看，基本呈正相关，2020 年以来价格波动加大。

图 3 国际原油价格与甲乙酮（丁酮）、顺酐价格走势



2. 行业政策

近年来国家对环保重视程度加强，化工行业作为对环保影响较大的行业，受政策关注度高。

近年来，国家对化工行业的政策主要体现在环保方面。随着环保重视程度加强，从立法的层面，近年来全国人大先后修订实施了《中华人民共和国环境保护法》《中华人民共和国环境保护税法》《中华人民共和国大气污染防治法》以及《中华人民共和国环境影响评价法》等法律，对化工等生产经营及仓储运输中易产生污染物的行业严格约束。

此外，为更好的改善环境，明确环境治理任务，2018 年 7 月，国务院制定了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，着重强化以细颗粒物（PM2.5）为重点的大气污染防治工作，减少主要大气污染物排放总量，协同减少温室气体排放。

为落实《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，2018 年 9 月，环境保护部发布《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，方案要求自 2018 年 10 月 1 日起，严格执行火电、钢铁、石化、化工、有色（不含氧化铝）、水泥行业以及工业锅炉大气污染物特别排放限值，推进重点行业污染治理设施升级改造，深入推进化工行业 VOCs 专项整治。各地禁止新增化工园区，加大各类开发区整合提升和集中整治力度，减少工业聚集区污染。

汽车尾气一直是大气污染的重要原因，为此，2017 年 9 月，国家发展改革委、国家能源局、财政部等十五部委下发了《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》。方案提出，到 2020 年，在全国范围内推广使用车用乙醇汽油。乙醇汽油的推广将对目前生产和调和汽油的重要组分 MTBE 产生冲击。

3. 行业关注

(1) 价格波动影响

乙酰酮和顺酐主要原料为石油生产过程中产生的副产品碳四，其价格受到石油价格变动的的影响，同时，下游需求受到经济周期波动的影响，近年来价格波动范围较大。上下游价格的大幅波动性为企业带来了较大的成本控制难度，影响了企业的开工率及盈利稳定性。

(2) 国际贸易争端影响

国内大量石油化工产品产能过剩较为突出，长期以来出口作为化解过剩产能的重要方式，化工产品出口对行业影响较大，但近年来主要国家贸易保护倾向明显，反倾销、特保等贸易救济措施加上技术壁垒、知识产权、碳排放等新的贸易保护形式的运用，将使我国石油化工产品的出口受到一定影响。

(3) 环保影响

近两年，但随着社会对环境保护意识的不断增强，未来国家及地方政府提高环保标准，使业内企业环保投入增加，并在一定程度上对行业自身及上下游产业的开工和产量形成影响，进而行业供需对企业的盈利水平产生影响。

(4) 竞争风险

我国化工行业的竞争较为激烈，现有行业产能已可满足行业供应，但近两年化工行业景气度较高，若有新的竞争者进入该行业或业内企业为提升自身规模实力和市场占有率而大幅扩产，将加剧市场竞争，导致盈利水平下降。

4. 未来发展

未来，安全环保的管控仍将是影响石油化工业发展的重要因素之一，安全环保监管仍将保持高压态势，以安全环保为发力点的供给侧改革将有望助力石油化工业集中度的持续提升。

石油化工作为重要的基础化工领域，产品具有标准化和同质化特征，企业间的竞争力更多体现在生产成本的控制上，在工艺技术难以大幅突破的情况下，规模效应带来的成本优势将更为明显，企业将通过扩大规模来获得更强的竞争力。

应用领域，随国民经济的高速发展，人们对化工产品的需求将加大，而乙酰酮作为环保型溶剂，随着人们环保意识的增强和国家对环保要求的提高，或将逐步取代苯类等毒性较高的传统溶剂，应用前景广阔。

近年来，国家煤炭供给侧改革的推行导致煤价大涨，苯氧化法顺酐成本大幅上涨。正丁烷氧化法企业因原料成本较低、盈利较高，取代苯氧化法工艺的趋势强劲。自 2010 年以来，新上马的项目全部属于正丁烷氧化法，未来，正丁烷氧化工艺有望取代苯氧化法供应成为顺酐市场的供应主力，国家对环境治理和项目审查的严控以及原料正丁烷的供应问题将成为影响行业开工运行的重要因素。

四、公司管理

跟踪期内，公司治理结构和主要管理制度无重大变化；公司管理团队人员变动较大。

跟踪期内，公司未发生重大管理制度变更事项。跟踪期内，公司管理团队人员变动较大，公司董事、监事和高级管理人员变动情况如下表所示。

表1 公司董事、监事和高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	变动原因
徐少芬	董事	离任	2019年4月16日	因个人原因申请辞去公司第四届董事会董事职务
苗耕书	独立董事	离任	2019年4月16日	因个人原因申请辞去公司第四届董事会董事职务
沈国权	独立董事	离任	2019年4月16日	因个人原因申请辞去公司第四届董事会董事职务
韩刚	董事	任免	2019年4月16日	被选举
张元荣	独立董事	任免	2019年4月16日	被选举
叶兰昌	独立董事	任免	2019年4月16日	被选举
祝振茂	董事会秘书	解聘	2019年10月11日	因工作调整申请辞去公司董事会秘书职务
张军	董事会秘书	任免	2019年10月11日	被聘任
张富军	副总经理	解聘	2019年12月3日	因工作调整申请辞去公司副总经理
李勇	副总经理	任免	2019年12月3日	被聘任
朱淑军	副总经理	任期满离任	2020年5月19日	任期满离任
刘湖源	董事	任期满离任	2020年6月12日	因个人原因申请辞去公司第五届董事会董事职务
李婵娟	董事	被选举	2020年6月30日	被选举

资料来源：公司2019年年度报告、公司2020年半年度报告

韩刚先生，1970年生，中国籍，无永久境外居留权，硕士研究生，高级国际商务师，南开大学国际经济学学士，对外经济贸易大学法学硕士，英国伦敦大学国际商务硕士。曾任德国五矿有限公司总经理、五矿发展股份有限公司董事副总经理。现任雪松控股集团北京有限公司执行董事、希努尔男装股份有限公司董事、供通云（北京）供应链管理有限公司执行董事、供通云（上海）供应链管理有限公司执行董事、雪松大宗商品供应链集团有限公司董事等职务。

张元荣先生，1955年生，中国籍，无永久境外居留权，硕士研究生，高级国际商务师。曾任中国五金矿产进出口总公司副处长、处长，中国五矿集团有限公司原材料板块总经理，中国五金矿产进出口总公司龙腾科技股份有限公司总经理，中国五金矿产进出口总公司总裁助理、副总裁、党组成员，中国五矿集团有限公司党组成员、副总裁。

叶兰昌先生，1970年生，中国籍，北京市中银（深圳）律师事务所合伙人、深圳证券交易所上市委员会委员（第四届、第五届和第六届）、深圳仲裁委员会证券专业仲裁员（第三届、第四届和第五届）、厦门大学法学院国际经济法客座研究员、厦门大学金融法硕士生指导老师，武汉大学国际法专业法学学士、厦门大学国际经济法专业法学硕士。叶兰昌律师目前担任深南金科股份有限公司独立董事、深圳通业科技股份有限公司独立董事、上海广联环境岩土工程股份有限公司独立董事。

张军先生，1981年生，中国国籍，无境外永久居留权，管理学硕士，2019年6月取得深圳证券交易所董事会秘书资格证。曾任职于国泰君安证券股份有限公司山东分公司投行部，中国民生银行股份有限公司济南分行私人银行部，山东领锐股权投资基金管理公司，深圳市中天佳汇股权投资管理有限公司。现为公司第四届董事会董事会秘书。

李勇先生，1970年生，中国国籍，无境外永久居留权，经济师。曾任职于齐鲁石化公司橡胶厂丁苯车间，淄博齐翔腾达化工股份有限公司综合管理部、人事部、销售公司等部门，现为公司副总经理。

李婵娟女士，1979年生，中国籍、汉族、中共党员，无永久境外居留权，英国威尔士大学硕士毕业，会计师。曾任常宁市交所财务管理人员，现任雪松实业集团有限公司董事及财务总监、雪松国际信托股份有限公司董事、君华集团（香港）有限公司董事、希努尔男装股份有限公司董事、广州科金城市更新投资有限公司董事、广州雪城投资有限公司董事、广州市城投雪松投资控股有限公司监事、广州市城投雪松投资发展有限公司监事、广州市凯得雪松投资控股有限公司监事及开源

证券股份有限公司监事。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司收入规模有所增长，受毛利率较低的供应链管理业务占比上升影响，主营业务毛利率有所下降；2020年1—6月，受缩减供应链业务规模以及化工制造板块产品价格下降影响，收入规模有所减少，受益于公司加大对原材料价格控制力度，利润规模有所增长。

2019年，公司实现营业收入300.58亿元，较上年增长7.64%，主要系供应链业务收入增多所致；营业利润率为5.62%，同比下降0.72个百分点，主要系毛利率较低的供应链业务占比提升所致；实现净利润6.32亿元，同比下降25.25%，主要系毛利润下降和期间费用增多所致；归属于母公司所有者的净利润6.20亿元。

从收入构成看，化工制造和供应链管理仍是公司主营业务收入主要来源。2019年，公司实现化工制造收入94.35亿元，同比下降9.20%，主要系产品价格有所下降所致；化工制造收入占主营业务收入的比重为31.62%，同比下降5.93个百分点。2019年，公司实现供应链管理收入204.02亿元，同比增长18.04%，供应链管理占主营业务收入的比重进一步上升。

从毛利率水平来看，2019年，公司化工制造业务毛利率为15.70%，同比下降0.59个百分点，主要系受行业周期性因素影响公司产品销售价格承压所致。2019年，公司供应链管理业务毛利率为1.11%，同比提高0.37个百分点。综上，2019年，公司主营业务毛利率为5.72%，同比下降0.86个百分点，主要系毛利率较低的供应链管理业务占比上升所致。

表2 公司主营业务收入情况(单位:亿元、%)

主营业务	2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
化工制造	103.91	37.55	16.29	94.35	31.62	15.70	39.01	39.75	20.52
供应链管理	172.85	62.45	0.74	204.02	68.38	1.11	59.13	60.25	3.37
合计	276.76	100.00	6.58	298.37	100.00	5.72	98.14	100.00	10.19

资料来源：公司2019年年度报告、公司2020年半年度报告

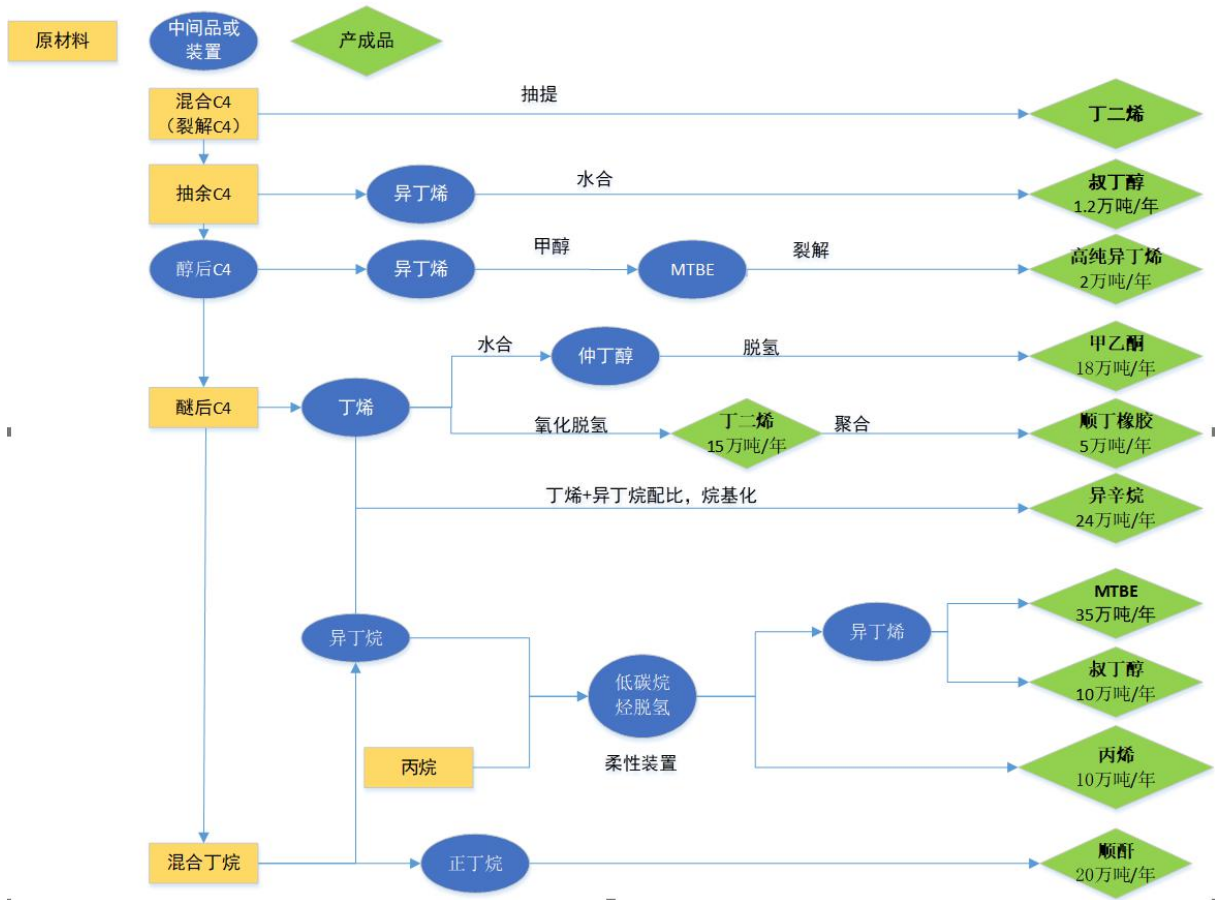
2020年1—6月，公司实现营业收入99.11亿元，同比减少39.97%，主要系受宏观经济环境及新冠疫情等因素影响公司缩减供应链业务规模以及化工制造板块产品价格下降影响所致；实现净利润5.06亿元，同比增多35.24%，主要系公司加大对原料价格的控制力度，产品毛利率及毛利润提升所致；其中归属于母公司所有者的净利润4.75亿元。

2. 化工制造

跟踪期内，公司主要产品线产能维持稳定，产能利用率及主要产品产销率维持较高水平；公司产品定价市场化程度高，2019年以来公司产品售价有所回落。

公司化工制造业务主要为对原料碳四的深度加工，转化成高附加值精细化工产品的研发、生产和销售。从生产组织方面看，公司按照生产计划组织生产，同时根据市场需求调整生产计划，充分满足客户需要。公司的生产装置具有柔性设计，可根据市场情况调节公司的产品结构。公司产品有甲乙酮、丁二烯、顺丁橡胶、顺酐、异辛烷、甲基叔丁基醚(MTBE)、丙烯等，实现了碳四各组分的充分利用。具体情况如下图所示。

图 4 公司主要产品及生产路径



资料来源：公司提供

从公司主要产品线产能及生产情况看，跟踪期内，公司正丁烷线、异丁烷线与丁烯线产能均维持稳定。从产能利用率情况看，2019年和2020年1—6月，公司正丁烷线和丁烯线均处于满产状态，产能利用率维持较高水平；异丁烷线产能利用率有所下降，分别为93.87%和85.87%，主要系MTBE产量有所减少所致。

表 3 公司各产品生产情况明细

名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—6月
正丁烷线	产能（万吨/年）	17.50	20.00	20.00	20.00
	产量（万吨）	18.44	21.66	22.89	10.92
	产能利用率（%）	105.37	108.30	114.45	109.20
异丁烷线	产能（万吨/年）	50.00	52.50	52.50	52.50
	产量（万吨）	50.50	55.26	49.28	22.54
	产能利用率（%）	101.00	105.25	93.87	85.87
丁烯线	产能（万吨/年）	58.00	58.00	58.00	58.00
	产量（万吨）	68.41	70.51	69.58	34.62
	产能利用率（%）	117.95	121.57	119.97	119.38

资料来源：公司提供，联合评级整理

从原材料采购情况看，公司生产所需的原材料主要为碳四，系石油加工过程中产生的副产品。目前而言，国内炼油企业一般对副产品碳四不作进一步深加工，而作为独立产品液化石油气直接对

外进行销售。公司本部及全资子公司青岛思远分别紧邻中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化等上游企业，有利于公司从周边的石化及炼化企业采购相应的碳四材料。公司与中国石化齐鲁分公司、中国石化青岛炼化签订了长期战略合作协议，原料碳四直接通过管道运送，供应稳定可靠且节省运输成本。从供应商集中度看，2019年，公司前五名供应商合计采购金额67.49亿元，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为23.86%；采购集中度一般。

表4 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
碳四	采购单价(元/吨)	4,037.95	4,467.13	3,984.32	3,031.00
	采购数量(万吨)	124.77	127.44	138.33	56.98
	采购金额(亿元)	50.38	56.93	55.11	17.27
丙烷	采购单价(元/吨)	3,852.52	4,294.97	3,667.50	3,267.00
	采购数量(万吨)	11.66	13.15	11.29	5.29
	采购金额(亿元)	4.49	5.65	4.14	1.74
采购量合计(万吨)		136.43	140.59	149.62	62.27
采购金额合计(亿元)		54.87	62.58	59.25	19.01

资料来源：公司提供，联合评级整理

从产品销售方式看，公司大多产品以直销为主，少部分产品根据其特点采取直销和分销相结合的方式。其中MTBE、异辛烷、丙烯、异丁烯、叔丁醇等以直销下游工厂为主，甲乙酮、顺酐等产品下游工厂分布区域广且数量较多，因此客户多而分散，公司根据产品特点采用直销为主与分销相结合的销售方式。从销售集中度看，2019年，公司前五名客户合计销售金额40.70亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为13.54%，整体销售集中度不高。

公司主要产品销售情况如下表所示，其中2019年MTBE产量和销量均下降主要系考虑市场环境等因素公司减少毛利率较低的MTBE产品产量所致。产品销售价格方面，公司产品价格以市场化定价为主，产品价格受市场供求关系、产品品质等因素影响较大，在产品定价策略上公司主要采取“一单一谈，紧跟市场，随行就市”的方式。2019年以来，受市场行情影响，公司主要产品销售均价呈现下降态势。

表5 公司主要产品生产、销售情况明细

名称	项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
顺酐	产量(万吨)	18.44	21.66	22.91	10.92
	销量(万吨)	18.15	21.77	23.14	10.82
	销售均价(元/吨)	7,496.44	7,360.18	5,741.97	5,129.66
	产销率(%)	100.51	98.43	99.01	99.08
MTBE	产量(万吨)	36.21	34.72	21.91	6.02
	销量(万吨)	35.76	33.43	22.14	4.90
	销售均价(元/吨)	4,500.03	5,195.76	4,941.59	3,753.82
	产销率(%)	98.77	96.30	98.96	81.40
叔丁醇	产量(万吨)	3.35	7.78	16.05	10.24
	销量(万吨)	3.25	7.67	12.99	6.92
	销售均价(元/吨)	4,644.19	4,542.62	4,196.82	3,531.80
	产销率(%)	97.01	98.59	80.93	67.58
丙烯	产量(万吨)	10.94	12.76	13.84	8.04

	销量(万吨)	10.91	12.76	13.21	7.33
	销售均价(元/吨)	6,470.33	7,330.25	6,498.15	5,647.68
	产销率(%)	99.73	100.00	95.45	91.17
甲乙酮	产量(万吨)	24.49	26.77	25.07	14.38
	销量(万吨)	24.55	26.46	24.69	13.97
	销售均价(元/吨)	6,897.37	7,378.45	6,556.72	6,353.69
	产销率(%)	100.24	98.84	98.48	97.15
丁二烯	产量(万吨)	9.36	9.32	9.95	4.48
	销量(万吨)	2.15	3.43	3.08	0.11
	销售均价(元/吨)	12,342.87	10,134.93	8,995.02	7,083.60
	产销率(%)	22.97	36.80	30.95	2.46
顺丁橡胶	产量(万吨)	7.08	5.78	6.76	4.29
	销量(万吨)	6.90	5.96	6.68	4.24
	销售均价(元/吨)	11,580.95	10,491.89	9,744.41	7,756.79
	产销率(%)	97.46	103.11	98.81	98.88
异辛烷	产量(万吨)	27.48	28.64	27.80	11.47
	销量(万吨)	27.56	28.94	27.30	11.27
	销售均价(元/吨)	4,530.98	5,091.10	4,572.81	3,522.99
	产销率(%)	100.29	101.05	98.20	98.26
产量合计(万吨)		137.35	147.43	144.29	69.84
销量合计(万吨)		129.23	140.42	133.23	59.56

注:销售价格不含税价格

资料来源:公司提供,联合评级整理

3. 供应链业务

供应链管理板块作为公司新兴业务,保持较快发展态势;公司开展供应链业务,有望使公司业务进一步向上游原材料领域延伸,与公司现有化工生产业务形成协同与互补,扩大公司的业务规模。

供应链管理板块作为公司新兴业务,保持较快发展态势,已成为公司化工制造外的第二大板块。公司全资子公司淄博齐翔腾达供应链有限公司及其下属子公司、孙公司秉承“重构行业生态、发掘供应链管理价值”的理念,致力于通过提供全产业链的供应链服务,为客户提供包括信息流、物流、资金流等多项综合服务在内的供应链服务方案。公司供应链板块管理业务主要包括化工、能源等领域的供应链管理服务。辐射范围主要包括在华东长三角、华南珠三角区域和海外地区,合作伙伴主要为行业内知名公司或企业。2019年,公司实现供应链管理收入204.02亿元,同比增长18.04%。2020年1-6月,公司实现供应链管理收入59.13亿元,同比减少50.38%,主要系受新冠疫情等因素影响公司控制供应链业务规模所致。

采购模式方面,公司主要采取类似“以销定采”的采购模式。一般而言,对货物的采购首先基于下游客户的具体订单,或者对于部分大宗化工商品的持续、稳定、可预测需求。对于具有持续采购需求的货物,公司一般与供应商签订相应的月度或年度框架协议。购买后,由供应商将货物运送至与公司签订服务协议的中转站或货运站。由于公司的货物采购一般基于具体订单或稳定的下游需求进行,货物的售出速度一般较快,存货规模较小。

销售模式方面,公司基于对下游市场的了解、调研,对具体产品需求的评判,挖掘合适的意向客户,并与客户签订相应的框架协议或具体订单。之后,公司基于类似“以销定采”的模式,根据客户的需求,及时、逐批、足量向其提供相应的产品,产品一般由客户在与公司签订了服务协议的客运站/货运站自提,或由公司组织第三方物流进行配送。销售定价模式方面,公司产品价格设定主

要围绕市场行情上下浮动，其中长单业务的产品定价通常为双方根据产品在期货市场或现货市场的公开公示价格为基础进行协商加减一定比例来定价，零单客户还会以上下游锁定的固定价格来进行交易。

结算方式方面，公司采购一般采取先款后货的结算方式。销售结算方式包括现款现货和下游赊销等，根据客户需求来定。结算账期较为多样，但一般不超过 6 个月。公司多维度评估上下游客户信用状况以决定其账期，评估内容包括但不限于企业性质、行业地位、成立年限、业务规模、业务模式、产业链的构成等。

4. 在建工程

公司积极依托现有产业基础，进一步延伸碳四产业链，扩张产业版图；但在建工程仍需较大规模投入，公司面临较大资本支出压力。

公司在继续发挥现有甲乙酮、顺酐、MTBE 产品竞争优势的基础上，重点关注高附加值的精细化工产品与化工新材料，依托现有产业基础，进一步延伸碳四产业链的长度。截至 2020 年 6 月底，公司在建工程主要由 20 万吨/年 MMA 项目一期、30 万吨/年环氧丙烷、70 万吨/年丙烷脱氢项目等构成，具体情况如下表所示。

表 6 截至 2020 年 6 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	预算数	期末余额	工程累计投入占预算比例
1	20 万吨/年 MMA 项目一期	23.90	5.44	22.75
2	30 万吨/年环氧丙烷项目	37.55	3.11	8.28
3	70 万吨/年丙烷脱氢项目	34.60	1.38	3.97
4	10 万吨/年 PMMA 项目	10.80	0.55	5.10
5	化工装置配套罐区项目	6.20	1.16	18.69
6	菏泽华立 2 万吨/年 MAO 项目	1.05	0.00	0.00
7	二车间设备改造	0.11	0.11	99.86
8	3 万吨/年丙酮循环利用单元改造项目	0.12	0.12	100.74
9	备品备件库项目	0.15	0.00	0.00
合计	--	114.48	11.86	--

资料来源：公司 2020 年半年度报告

5. 经营效率

公司经营效率一般。

2018—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 24.13 次和 17.37 次，有所下降主要系公司供应链业务对部分客户存在一定期限的信用期以及 2018 年收购的 Granite Capital S.A. 公司应收账款余额较大所致；存货周转次数分别为 35.90 次和 35.56 次，总资产周转次数分别为 2.64 次和 2.34 次，变动不大。与同行业上市公司相比，应收账款周转次数处于较低水平，存货周转次数和总资产周转次数处于较高水平。

表 7 同行业上市公司经营效率对比（单位：次）

股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
上海石化	41.63	11.26	2.23
华锦股份	193.91	8.51	1.28
海越能源	31.73	48.04	1.68

卫星石化	28.04	10.93	0.68
齐翔腾达	18.03	35.82	2.34

注：为便于同行业对比，表中数据均来自 Wind，数据或与本报告有差异
资料来源：公司提供

6. 经营关注

公司盈利能力易受到宏观环境和化工行业周期性波动影响。

碳四深加工产业的上下游行业市场景气度变化、原油价格和下游精细化工的需求变化和产品价格波动情况，将对公司的生产经营产生较大的影响并可能导致公司业绩出现波动。

公司面临安全生产风险压力。

化工行业是一个易燃、易爆、易污染环境以及容易遭受自然灾害威胁的高风险行业，突发事件有可能会对社会造成重大影响、给公司带来重大经济损失、对人身安全造成重大伤害；随着经营规模的逐步扩大，公司面临的安全风险也相应增加。

公司面临商誉减值风险。

近年来，公司在现有产业基础上积极完善产业链布局；但也面临一定对外投资及商誉减值风险。

公司面临资金支出压力。

公司在建工程仍需较大规模投入，公司面临较大资本支出压力。

公司供应链管理业务毛利率水平低，且面临资金占用风险。

公司供应链管理业务毛利率水平低，若客户延迟支付货款，将可能导致公司出现生产经营活动资金紧张和发生坏账损失的风险。

7. 未来发展

公司未来发展战略明确，有利于公司未来保持健康发展。

公司未来发展战略仍旧以化工板块为基础，不断探索和引进产业链上下游前沿技术，持续推动高质量发展以低附加值向高附加值产品为发展方向，以技术带动产业发展为驱动力，以实现现有产业链产能的更迭。

未来，公司将秉持“重构产业价值、坚守未来主义”的经营战略，努力实现高质量发展。在加速推进 MMA、丙烷脱氢、环氧丙烷等新项目建设的同时，公司将持续重点关注高附加值的精细化工产品与前沿化工新材料领域，力争构建“结构优化、技术高端、链条完整、绿色低碳”的现代化化工生产体系，全方位打造世界级的化工企业。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年财务报告经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司 2020 年 1—6 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。合并范围变动方面，2019 年，公司新纳入合并范围的主体 3 家，不再纳入合并范围的主体 1 家。2020 年 1—6 月，公司新纳入合并范围的主体 1 家，不再纳入合并范围的主体 1 家。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 141.31 亿元，负债合计 59.35 亿元，所有者权益 81.96 亿元，

其中归属于母公司所有者权益 75.60 亿元。2019 年，公司实现营业收入 300.58 亿元，净利润 6.32 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额 7.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.60 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 152.28 亿元，负债合计 65.30 亿元，所有者权益 86.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.30 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 99.11 亿元，净利润 5.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.75 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.89 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.88 亿元。

2. 资产质量

公司资产结构中非流动资产占比较高，其中以固定资产为主，固定资产成新率一般；公司流动资产中货币资金较为充裕但受限比例偏高，应收账款规模较大，且存货面临一定价格波动风险；公司商誉规模较大，面临商誉减值风险。整体看，公司资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 141.31 亿元，较年初增长 22.71%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占 39.26%，非流动资产占 60.74%。公司资产仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产 55.48 亿元，较年初增长 12.98%，主要系货币资金和预付款项增多所致。公司流动资产主要由货币资金（占 27.39%）、应收票据（占 8.60%）、应收账款（占 27.63%）、预付款项（占 12.97%）和存货（占 15.81%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 15.19 亿元，较年初增长 42.75%，主要系经营流入和借款增多所致；其中受限货币资金 4.41，受限比例为 28.99%，主要为信用证、银行承兑汇票保证金。

截至 2019 年末，公司应收票据 4.77 亿元，较年初下降 46.99%，主要系银行承兑票据贴现所致。

截至 2019 年末，公司应收账款 15.33 亿元，较年初下降 14.86%，主要系款项收回所致。应收账款账龄以 1 年以内为主（占比 92.79%），累计计提坏账 0.72 亿元，计提比例 4.51%；应收账款前五大欠款方合计余额合计 3.89 亿元，占比 24.24%，集中度一般。

表 8 截至 2019 年底公司按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占期末余额和技术的比例	坏账准备期末余额	是否为关联方
第一名	1.01	6.28	--	否
第二名	1.00	6.23	--	否
第三名	0.86	5.36	--	否
第四名	0.51	3.19	--	否
第五名	0.51	3.18	--	否
合计	3.89	24.24	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司预付款项 7.20 亿元，较年初增长 98.73%，主要系随业务发展需要预付货款增多所致。

截至 2019 年末，公司存货 8.77 亿元，较年初增长 24.96%，主要系原材料及库存商品增多所致；存货主要由原材料（占比 51.57%）、库存商品（占比 33.42%）和在途物资（占比 10.35%）构成，累计计提跌价准备 681.93 万元，计提比例 0.77%；公司存货主要为化工业务板块生产所需的原材料及库存商品，受原油价格波动影响大，面临一定存货跌价风险。

截至 2019 年末，公司非流动资产 85.83 亿元，较年初增长 29.94%，主要系固定资产和无形资产

增多所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 53.49%）、在建工程（占 10.09%）、无形资产（占 16.67%）、商誉（占 12.58%）和其他非流动资产（占 5.18%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 45.91 亿元，较年初增长 29.48%，主要系在建工程转入和企业合并增加所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 24.74%）、通用设备（占比 25.05%）、专用设备（占比 49.81%）构成，累计计提折旧 31.11 亿元，固定资产成新率 59.48%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司在建工程 8.66 亿元，较年初增长 25.02%，主要系 2019 年度新建工程项目较多所致。

截至 2019 年末，公司无形资产 14.31 亿元，较年初增长 72.52%，主要系合并菏泽华立新材料有限公司（以下简称“菏泽华立”）所致；无形资产主要由土地使用权（占比 49.53%）和专利权（占比 42.20%）构成。

截至 2019 年末，公司商誉 10.79 亿元，较年初增长 56.75%，主要系合并菏泽华立所致。公司商誉主要系收购山东齐鲁科力化工研究院有限公司（以下简称“齐鲁科力”）、菏泽华立和 Granite Capital S.A. 公司形成，累计计提减值准备 0.46 亿元；若未来被收购公司未来经营状况恶化，则相关商誉将存在减值风险。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产 4.44 亿元，较年初增长 51.63%，主要系预付工程款及设备款增多所致。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 152.28 亿元，较上年末增长 7.76%，主要系在建工程和其他非流动资产增多所致。其中，流动资产占 37.67%，非流动资产占 62.33%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至 2020 年 6 月末，公司所有权或使用权受到限制的资产 25.53 亿元，其中货币资金 8.23 亿元，应收票据 2.90 亿元，交易性金融资产 1.59 亿元，应收款项融资 0.59 亿元，长期股权投资 9.18 亿元，固定资产 2.73 亿元，无形资产 0.32 亿元；受限资产占总资产的 16.77%，公司资产受限程度一般。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主；公司债务规模增长较快，债务负担有所加重，且短期债务占比偏高，债务结构有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额 59.35 亿元，较年初增长 45.88%，流动负债和非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 87.62%，非流动负债占 12.38%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比较年初提升 8.22 个百分点。

截至 2019 年末，公司流动负债 52.00 亿元，较年初增长 33.37%，主要系短期借款增多所致。公司流动负债主要由短期借款（占 62.73%）、应付账款（占 20.94%）和其他应付款（占 7.28%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 32.62 亿元，较年初增长 57.06%，主要系伴随经营规模扩大、流动资金需求增加所致；其中质押借款占比 42.46%，保证借款占比 1.23%，信用借款占比 56.31%。

截至 2019 年末，公司应付账款 10.89 亿元，较年初增长 6.27%，变动不大。

截至 2019 年末，公司其他应付款 3.78 亿元，较年初增长 412.34%，主要系新增股权投资、转让款所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 7.35 亿元，较年初增长 334.11%，主要系长期借款增多所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 67.37%）、递延收益（占 18.57%）和递延所得税负债（占 14.05%）构成。

截至 2019 年末，公司新增长期借款 4.95 亿元，主要系收购菏泽华立股权并表后，新增菏泽华立长期贷款及公司收购菏泽华立取得长期并购贷款所致。

截至 2019 年末，公司递延收益 1.36 亿元，较年初下降 9.25%；公司的递延收益均来源于政府补助。

截至 2019 年末，公司递延所得税负债 1.03 亿元，较年初增长 446.77%，主要系非同一控制企业合并资产评估增值造成的应纳税暂时性差异增长所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 38.90 亿元，较年初增长 62.89%，主要系对外投资及项目建设需要，新增借款增多所致。其中，短期债务占 87.28%，长期债务占 12.72%，以短期为主。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.00%、32.19%和 5.70%，较年初分别上升 6.67 个百分点、7.90 个百分点和 5.70 个百分点。公司债务负担一般，但以短期债务为主。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 65.30 亿元，较上年末增长 10.03%，主要系短期借款增多所致。其中，流动负债占 86.94%，非流动负债占 13.06%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 47.49 亿元，较上年末增长 22.07%；其中，短期债务 41.15 亿元（占 86.64%），长期债务 6.34 亿元（占 13.36%）。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.88%、35.32%和 6.80%，较上年末分别提高 0.89 个百分点、提高 3.13 个百分点和提高 1.10 个百分点。

（2）所有者权益

公司所有者权益保持增长；所有者权益中未分配利润占比偏高，权益稳定性较为一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 81.96 亿元，较年初增长 10.05%，主要系未分配利润和少数股东权益增多所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.24%，少数股东权益占比为 7.76%。归属于母公司所有者权益 75.60 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 23.48%、29.01%、0.06%和 43.92%，未分配利润占比偏高，权益稳定性有待提升。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计 86.97 亿元，较上年末增长 6.12%；所有者权益规模和结构较上年末变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，公司收入规模有所增长，利润规模有所下降；2020 年 1—6 月，受缩减供应链业务规模以及化工制造板块产品价格下降影响公司收入规模有所减少，受益于公司加大对原材料价格控制力度利润规模有所增多。

2019 年，公司实现营业收入 300.58 亿元，较上年增长 7.64%，主要系供应链业务收入增多所致；营业利润率为 5.62%，同比下降 0.72 个百分点，主要系毛利率较低的供应链业务占比提升所致；实现净利润 6.32 亿元，同比下降 25.25%，主要系营业利润率下降和期间费用增多所致；归属于母公司所有者的净利润 6.20 亿元。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 9.98 亿元，较上年增长 16.72%；其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 19.01%、35.58%、31.69%和 13.72%。2019 年，公司销售费用和管理费用分别同比增长 16.07%和 13.62%，主要系经营规模扩大所致；研发费用为 3.16 亿元，同比增长 2.88%，变化不大；财务费用 1.37 亿元，同比增长 91.09%，主要系借款增多所致。2019 年，公司费用收入比为 3.32%，较上年上升 0.26 个百分点。

从利润构成来看，2019 年，公司实现其他收益 0.71 亿元，主要为政府补助，占营业利润的 10.10%；

公司利润主要来自主营业务，非经常性损益对利润影响不大。

2019年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为7.11%、6.67%和8.07%，较上年分别下降3.06个百分点、3.33个百分点和3.89个百分点，受利润规模下降影响，公司各盈利指标有所下降。与同行业上市公司对比，公司销售毛利率处于较低水平，总资产报酬率和净资产收益率处于一般水平。

表9 同行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

股票简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
上海石化	16.51	5.12	7.35
华锦股份	14.56	5.49	7.41
海越能源	4.21	8.03	17.00
卫星石化	26.11	9.81	14.73
齐翔腾达	5.91	6.53	8.36

注：为便于同行业对比，表中数据均来自 Wind，数据或与本报告有差异
资料来源：公司提供

2020年1—6月，公司实现营业收入99.11亿元，同比减少39.97%，主要系受公司压缩供应链业务以及化工制造板块产品价格下降影响所致；实现净利润5.06亿元，同比增多35.24%，主要系公司加大对原料价格的控制力度，产品毛利率及毛利润提升所致；其中归属于母公司所有者的净利润4.75亿元。

5. 现金流

随着公司经营规模扩大，经营活动现金流入和流出规模均保持增长，公司经营活动现金流延续净流入态势；投资活动现金流延续净流出态势；公司对外投资规模较大且在建工程尚需较大规模投资，面临融资需求。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入318.73亿元，较上年增长16.02%，主要系收入规模扩大所致；经营活动现金流出311.08亿元，较上年增长17.09%，主要系采购量增加所致。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额7.65亿元，较上年下降15.40%。2019年，公司现金收入比为103.82%，较上年上升8.04个百分点，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入0.51亿元，较上年下降71.32%，主要系收回到期委托理财本金减少所致；投资活动现金流出13.22亿元，较上年增长20.18%，主要系项目建设投资增多所致。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额-12.72亿元，净流出规模同比增长37.63%。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入74.27亿元，较上年增长60.91%，主要系取得借款收到的现金增长所致；筹资活动现金流出66.75亿元，较上年增长38.32%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额7.52亿元，同比由净流出转为净流入。

2020年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额3.89亿元，投资活动产生的现金流量净额-12.85亿元，筹资活动产生的现金流量净额6.20亿元。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标表现良好；同时考虑到公司的行业地位和综合实力等因素，公司整体偿

债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.26 倍和 1.08 倍分别下降至 1.07 倍和下降至 0.90 倍，主要系短期借款增长较快所致。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.82 倍下降至 0.63 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 15.37 亿元，较上年下降 4.51%，主要系利润总额下降所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 37.98%）、摊销（占 6.33%）、计入财务费用的利息支出（占 9.65%）和利润总额（占 46.05%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 15.45 倍下降至 9.61 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.67 倍下降至 0.40 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年 6 月底，公司未对合并范围外单位提供担保。

截至 2020 年 6 月底，公司重大诉讼仲裁事项如下表所示。

表 10 截至 2020 年 6 月底公司重大诉讼仲裁事项

诉讼（仲裁）基本情况	涉案金额（万元）	诉讼（仲裁）进展
公司于 2017 年 9 月接到天津市滨海新区人民法院传票，原告夏军伟以公司在与夏军伟等人股权转让过程中权益受到侵害为由向天津市滨海新区人民法院提起诉讼。诉讼请求：判决被告承担违约责任，赔偿原告因其不履行《股权转让协议》约定的义务给原告造成的 1,629.14 万元损失。公司就此案提出管辖权异议，2017 年 11 月 23 日，天津市第二中级人民法院已驳回公司的管辖异议上诉，尚未开庭审理。	1,629.14	公司就此案提出管辖权异议，2017 年 11 月 23 日，天津市第二中级人民法院已驳回公司的管辖异议上诉。截至公司 2020 年半年度报告披露日，夏军伟已撤回起诉。
公司于 2018 年 1 月接到天津市第二中级人民法院传票，原告天津有山化工有限公司（以下简称“有山公司”）以委托合同纠纷向天津市第二中级人民法院提起诉讼。诉讼请求：1、判令被告赔偿原告经济损失 6,816.69 万元；2、判令被告承担本案全部诉讼费用。公司收到淄博市中级人民法院（2018）鲁 03 民初 189 号民事裁定，原告有山公司不能证明其与本案有直接利害关系，故驳回原告天津有山公司的起诉。原告天津有山化工有限公司已将该案上诉至山东省高级人民法院，截至目前公司尚未收到关于该案的相关文件。	6,816.69	原告天津有山化工有限公司已将该案上诉至山东省高级人民法院，山东省高级人民法院指令山东省淄博市中级人民法院审理；截至公司 2020 年半年度报告披露日案件尚未开庭审理。
公司于 2018 年 10 月 31 日接到上海知识产权法院传票，原告上海华谊丙烯酸有限公司（以下简称“上海华谊”）以侵害技术秘密向上海知识产权法院提起诉讼。诉讼请求：要求汪青海、菏泽华立、齐翔腾达停止侵权、赔偿经济损失 5000 万元。公司就此案提出管辖权异议，2019 年 9 月上海知识产权法院已驳回公司的管辖异议上诉，截至目前尚未开庭审理。	5,000.00	公司就此案提出管辖权异议，2019 年 9 月上海知识产权法院已驳回公司的管辖异议上诉，截至公司 2020 年半年度报告披露日，尚未开庭审理。

资料来源：公司 2020 年半年度报告

截至 2020 年 6 月底，公司获得金融机构授信总额 63.40 亿元，已使用授信额度 49.91 亿元，未使用授信额度 13.49 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽；公司作为 A 股上市公司，融资渠道较为多元。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（报告编号：2020082110543955662381），截至 2020 年 8 月 21 日，公司无不良或关注类未结清信贷信息。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产以非流动资产为主，负债以流动负债为主，资产负债率一般，权益稳定性尚可。

截至2019年末，母公司资产总额123.16亿元，较年初增长18.75%；其中，流动资产34.31亿元（占比27.86%），非流动资产88.85亿元（占比72.14%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占29.42%）、应收票据（占11.33%）、预付款项（占13.86%）、其他应收款（占21.45%）和存货（占12.60%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占33.33%）、固定资产（占43.62%）、在建工程（占9.42%）、无形资产（占7.46%）和其他非流动资产（占5.12%）构成。截至2019年末，母公司货币资金为10.09亿元。

截至2019年末，母公司负债总额54.56亿元，较年初增长49.27%；其中，流动负债50.02亿元（占比91.68%），非流动负债4.54亿元（占比8.32%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占59.04%）、应付账款（占9.54%）和其他应付款（占25.00%）构成，非流动负债主要由长期借款（占72.63%）和递延收益（占27.21%）构成。母公司2019年资产负债率为44.30%，较2018年上升9.05个百分点。

截至2019年末，母公司所有者权益为68.60亿元，较年初增长2.15%；其中实收资本为17.75亿元（占25.88%）、资本公积合计22.28亿元（占32.48%）、未分配利润合计26.05亿元（占37.96%）、盈余公积合计4.52亿元（占6.59%）。

2019年，公司母公司实现营业收入80.70亿元，同比减少13.98%；实现净利润4.93亿元，同比减少27.18%。

2019年，公司母公司实现经营活动产生的现金流量净额10.97亿元，投资活动产生的现金流量净额-13.53亿元，筹资活动产生的现金流量净额4.64亿元。

七、本次债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2020年6月末，公司现金类资产为21.55亿元，为“齐翔转2”（余额29.90亿元）的0.72倍，公司现金类资产对“齐翔转2”的覆盖程度较高；截至2020年6月末，公司净资产为86.97亿元，为“齐翔转2”（余额29.90亿元）的2.91倍，公司净资产对“齐翔转2”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为15.37亿元，为“齐翔转2”（余额29.90亿元）的0.51倍，公司EBITDA对“齐翔转2”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为318.73亿元，为“齐翔转2”（余额29.90亿元）的10.66倍，公司经营活动产生的现金流入对“齐翔转2”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司的行业地位、综合实力以及本次债券未来转股因素，未来随着募投项目投入使用，公司市场地位和抗风险能力有望进一步增强，公司对“齐翔转2”的偿还能力很强。

八、综合评价

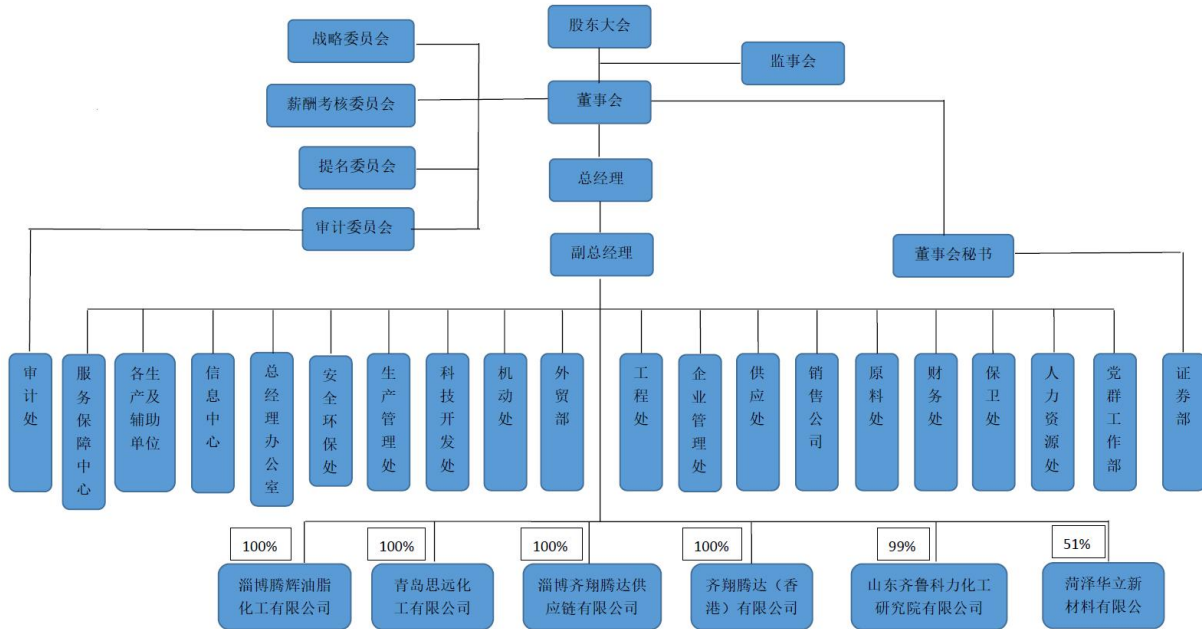
跟踪期内，公司作为国内石油化工企业中碳四综合利用领域的领军企业，碳四产业链完整，在甲乙酮和顺酐产品领域继续保持较强竞争优势。2019年，公司收入规模保持增长，经营活动现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到化工企业安全环保压力加大、公司面临原材料和产品价格波动风险、在建项目资金需求较大、债务规模增长较快且债务结构有待调整、商誉存在减值风险等因

素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司新建项目投产，公司产业链将进一步完善，竞争力有望提升。同时，考虑到“齐翔转 2”未来若转换成公司股票，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“齐翔转 2”的债项信用等级为 AA。

附件 1 截至 2020 年 6 月底淄博齐翔腾达化工股份有限公司 内部组织架构图



附件 2 淄博齐翔腾达化工股份有限公司 主要财务指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-6月
资产总额（亿元）	96.45	115.16	141.31	152.28
所有者权益（亿元）	66.70	74.47	81.96	86.97
短期债务（亿元）	17.22	23.88	33.95	41.15
长期债务（亿元）	0.00	0.00	4.95	6.34
全部债务（亿元）	17.22	23.88	38.90	47.49
营业收入（亿元）	222.26	279.24	300.58	99.11
净利润（亿元）	8.47	8.45	6.32	5.06
EBITDA（亿元）	15.53	16.09	15.37	--
经营性净现金流（亿元）	2.92	9.04	7.65	3.89
应收账款周转次数（次）	50.15	24.13	17.74	--
存货周转次数（次）	28.65	35.90	35.72	--
总资产周转次数（次）	2.44	2.64	2.34	--
现金收入比率（%）	108.11	95.78	103.82	111.29
总资本收益率（%）	11.36	10.17	7.11	--
总资产报酬率（%）	11.35	10.01	6.67	--
净资产收益率（%）	13.46	11.97	8.07	--
营业利润率（%）	7.56	6.34	5.62	10.15
费用收入比（%）	3.23	3.06	3.32	4.54
资产负债率（%）	30.84	35.33	42.00	42.88
全部债务资本化比率（%）	20.52	24.28	32.19	35.32
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	5.70	6.80
EBITDA 利息倍数（倍）	24.41	15.45	9.61	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.90	0.67	0.40	--
流动比率（倍）	1.33	1.26	1.07	1.01
速动比率（倍）	1.06	1.08	0.90	0.85
现金短期债务比（倍）	1.24	0.82	0.63	0.52
经营现金流动负债比率（%）	10.46	23.19	14.71	6.86
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.52	0.54	0.51	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 其他应付款中的借款计入短期债务，长期应付款计入长期债务；3. 2020年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中除 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。

AAA 级：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：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：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：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 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。