

鸿达兴业股份有限公司  
公开发行可转换公司债券  
**跟踪评级报告**

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2021)100103】

**评级对象:** 鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券

### 鸿达转债

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** B/负面/B/2021年5月28日

**前次评级:** BB/BB/评级观察名单/2021年1月22日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2019年11月11日

### 主要财务数据及指标

项 目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	3.11	24.05	1.25	0.86
刚性债务	5.30	24.54	23.42	13.91
所有者权益	44.60	51.68	50.52	54.85
经营性现金净流入量	-0.08	4.69	-19.43	-0.36
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	141.42	168.08	179.07	179.94
总负债	79.98	94.83	103.94	92.85
刚性债务	59.32	73.71	73.31	63.85
所有者权益	61.44	73.25	75.13	87.09
营业收入	60.45	53.00	53.94	16.42
净利润	6.12	6.30	8.20	2.73
经营性现金净流入量	14.30	4.56	6.37	0.04
EBITDA	14.93	14.51	17.84	—
资产负债率[%]	56.55	56.42	58.04	51.60
权益资本与刚性债务 比率[%]	103.57	99.37	102.48	136.39
流动比率[%]	73.38	108.24	77.77	79.47
现金比率[%]	22.71	45.80	20.77	22.18
利息保障倍数[倍]	2.92	3.30	3.31	—
净资产收益率[%]	10.21	9.36	11.06	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	21.47	6.65	9.26	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.15	-4.00	-10.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.96	4.49	4.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.22	0.24	—

注:根据鸿达兴业经审计的2018~2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

刘佳 liujia@shxsj.com  
史奕晨 syc@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)对鸿达兴业股份有限公司(简称鸿达兴业、发行人、该公司或公司)及其发行的鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券的跟踪评级反映了2020年以来鸿达兴业在产业链完整度、氯碱产品成本等方面继续保持优势,同时也反映了公司在流动性、运营资金周转、部分资产和子公司股权被冻结、实际控制人持有公司股权质押和冻结等方面面临压力加大。

#### 主要优势:

- **产业链一体化优势。**鸿达兴业已基本建立了从电石-PVC/烧碱-塑料加工/土壤修复-贸易/电子交易与物流的较完整产业链布局,电石等主要原材料自给能力较强,加之公司氯碱产能规模较大,氯碱产品综合成本优势明显。

#### 主要风险:

- **面临严重的流动性压力。**跟踪期内,鸿达兴业刚性债务规模仍很大。公司部分银行借款、融资租赁借款出现逾期,再融资难度极大,公司面临严重的流动性压力。
- **涉及大量诉讼案件,部分资产被司法冻结。**鸿达兴业面临大量法律诉讼,部分银行账户及子公司股权被司法冻结,部分子公司被列为失信被执行人。
- **运营资金周转压力大。**跟踪期内,鸿达兴业应收账款规模仍很大,主业现金回笼能力偏弱,非筹资性现金流缺口较大,可动用货币资金非常有限。2021年1月公司董事会决议延期归还可转债募集资金继续暂时用于补充流动资金,使用时间不超过12个月,运营资金周转压力大。
- **控股股东股权质押和冻结风险。**控股股东鸿达兴业集团多笔债券和银行借款出现违约,其与

一致行动人成禧公司将所持公司大部分股权用于质押，且多数已被法院轮候冻结。公司控股股东面临极大的流动性压力。

- **在建项目投资资金来源存在很大不确定性。**鸿达兴业原用于中谷二期项目建设的部分募集资金延期归还暂时用于补充流动资金，若不能及时归还还将影响募投项目建设进度。另外公司配套电石项目、技改项目等也有较大的资金需求，后续投资资金来源存在很大不确定性。
- **安环风险。**作为化工企业，鸿达兴业在生产过程中持续面临一定的安全和环保风险。
- **本次债券转股风险。**本次债券发行规模大，截至2021年3月末剩余未转股债券余额13.30亿元，若后续股价持续低迷等因素导致转股情况不理想，则鸿达兴业需偿付剩余债券本息，加重公司刚性债务负担。

#### ➤ 未来展望

本评级机构考虑到鸿达兴业流动性紧张、已出现借款逾期、再融资难度大、控股股东所持公司股权被司法冻结等因素，决定调整公司主体信用等级为B级，评级展望调整为负面，认为本次可转债还本付息安全性较大地依赖于良好的经济环境，决定调整债项信用等级为B级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照鸿达兴业股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“鸿达转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据鸿达兴业提供的经审计的 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对鸿达兴业的财务状况、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。在此次跟踪评级中，本评级机构仅收到部分企业关于经营、财务等情况的评级资料回复。因此报告中对公司 2020 年及 2021 年第一季度经营、财务状况的描述主要基于公开信息。

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2019]2305 号）核准，该公司于 2019 年 12 月 16 日（起息日）采用优先配售和网下配售、网上发售的方式发行了 2,426.78 万张可转换公司债券，发行金额为 24.27 亿元，债券期限为 6 年，债券代码为 128085.SZ。本次债券的票面利率为第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.8%、第五年 3.0%、第六年 5.0%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。

本次债券的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2020 年 6 月 22 日至 2025 年 12 月 16 日），初始转股价格为 3.98 元/股。因公司于 2020 年 7 月 16 日完成 2019 年度利润分配方案实施，每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），根据规定，鸿达转债的转股价格自 2020 年 7 月 16 日起调整为 3.92 元/股。截至 2021 年 3 月末，鸿达转债累计已转股 1,096 万张，转股数量为 27,765.54 万股，剩余可转债余额为 13.30 亿元。若后续公司股票价格走势持续低迷或本次债券持有人的投资偏好等原因导致剩余债券到期未能实现转股，公司须对未转股部分偿还本息，将会相应增加公司的财务负担。

图表 1. 截至 2021 年 3 月末公司存续期内债券概况

项目	起息日	期限	发行金额	待偿余额	票面利率	本息兑付情况
鸿达转债	2019-12-16	6 年	24.27	13.30	累进利率，目前 0.6%	正常

资料来源：鸿达兴业

本次债券募集资金净额为 24.15 亿元（募集资金扣除承销和保荐费用、其他发行费用等），其中 22.77 亿元用于年产聚氯乙烯及配套项目建设，1.50 亿元用于补充流动资金。截至 2021 年 3 月末，该公司累计使用募集资金 13.54 亿元投入募投项目、1.50 亿元补充流动资金，支付保荐承销及其他发行费用 0.15 亿元，加上专户资金利息收入扣除手续费等的净额 196.52 万元后，期末该次募集资金余额 9.09 亿元（其中暂时性补充流动资金 8.48 亿元）。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（亿元）

项目名称	募集资金承诺投资总额	募集资金已使用额
年产 30 万吨聚氯乙烯及配套项目	22.77	13.54
补充流动资金	1.50	1.50
暂时用于补充流动资金	-	8.48
合计	24.27	23.52

资料来源：根据鸿达兴业一季度报告整理（截至 2021 年 3 月末）

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来，全球的疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车

等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (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，近年来随着供给侧改革和环保督察力度增强，行业供需情况有所改善，产能集中度有所提升。2020 年初爆发疫情，PVC 价格短期内受到较大冲击，但下半年受益于下游需求复苏和资本市场大宗商品活跃，PVC 价格快速攀升，2021 年初 PVC 价格短暂回落后又受上游电石供应紧张价格暴涨影响，处于历史高位。而 2020 年以来烧碱价格较低迷，呈持续下降。展望十四五，行业的产业结构调整或将进一步加快，节能减排和环境保护压力也将不断增加。



## 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。2016 年以来，随着“去过剩产能”和环保督查力度的进一步加强，一批竞争力较差的产能退出，国内 PVC 产能继续保持低速平稳增长，供给侧改革作用初步显现。根据中国氯碱网产能调查数据，2018 年产能净减少之后，2019 年底开始转为净增长。截至 2020 年底，中国聚氯乙烯现有产能为 2,664 万吨（其中包含聚氯乙烯糊状树脂 127 万吨），年内新增加产能 201 万吨，退出规模为 55 万吨。2021-2022 年预计我国将有 474 万吨的新增聚氯乙烯项目投产（含糊树脂），其中乙烯法扩能为 233 万吨，约占扩能总量的 49%。近年来，受益于行业景气度回升，行业开工率持续上升，2017-2019 年分别为 74.40%、76.00% 和 80.00%。2020 年受疫情影响，PVC 产量受到一定抑制，再加上年内新增约 200 万吨的项目投产运行，行业整体开工率较上年有所下调，平均为 78%。

价格方面，2016 年以来下游房地产市场回暖，叠加上游电石价格的上涨，支撑 PVC 价格上涨。2017-2019 年 PVC 年平均价格分别为 6,372 元/吨、6,631.02 元/吨和 6,665.95 元/吨，价格主要受季节性因素影响波动较大，但整体价格较为平稳。2020 年第一季度，受疫情爆发影响，上游企业运输受阻，下游企业推迟复工、需求下降，PVC 产品库存积压较多，价格持续大幅下滑，3 月末较年初大幅下降 24.64% 至 5,239 元/吨。4 月以来随着下游逐步复工复产，需求量增加带动 PVC 价格逐步回升，于 2020 年 9 月末涨至 6,627 元/吨，10 月-12 月因国外部分装置因不可抗力停车导致货源紧缺局面持续存在，加上资本市场大宗商品活跃，PVC 价格涨势迅猛，一度突破 8,000 元/吨。2021 年 1 月，PVC 价格先回落至 7,000 元/吨左右，2 月下旬受上游原料电石价格暴涨影响，电石法 PVC 生产利润大幅下滑，触及盈亏平衡线，部分成本较高的外购电石装置被迫降负，导致 PVC 端开工下滑，价格出现跟涨，5 月 PVC 价格上涨到历史最高 9,335 元/吨。

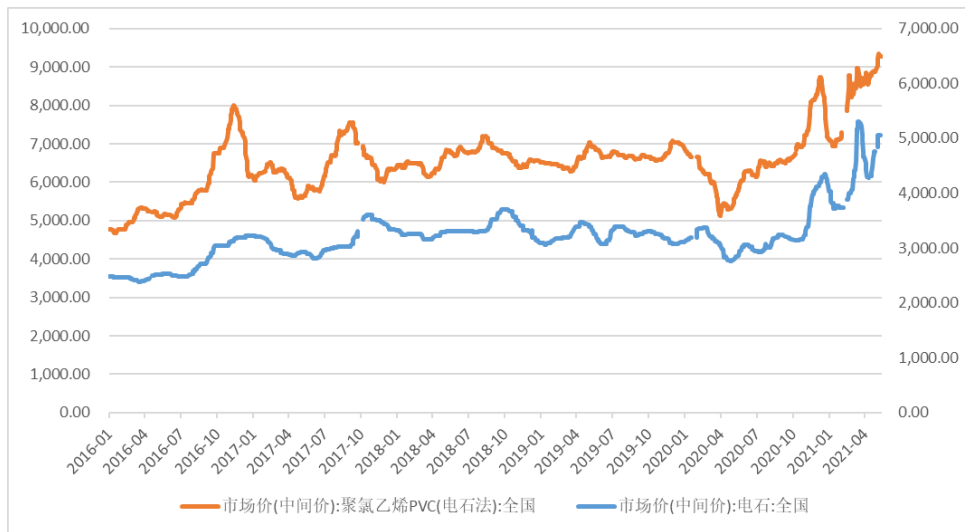
图表 3. 国内 PVC 和烧碱行业产能、产量和销量情况（单位：万吨）

项目	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
2016 年	2,326	1,669	1,630	3,945	3,284	2,818
2017 年	2,406	1,790	1,771	4,102	3,365	3,042
2018 年	2,404	1,874	1,889	4,259	3,420	3,276
2019 年	2,518	2,011	2,027	4,380	3,464	3,357
2020 年	2,664	2,074	2,106	4,470	3,643	3,532

数据来源：中国氯碱网

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%。受我国“富煤贫油”的资源结构影响，加之电力成本的驱动和产业政策指引，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。

图表 4. 2015 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

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，电石整体供应能力较为稳定。2018-2020 年末，电石产能分别为 4,210 万吨，4,100 万吨 3,970 万吨。我国电石行业区域集中度较高，西北地区依托雄厚的资源禀赋和廉价电力优势成为我国电石主产地。据中国电石工业协会统计，2019 年我国产量前十位的电石企业其合计产量为 951 万吨，较 2018 年同期产量增加 34 万吨，前十大企业产量约为 37%。根据智研咨询，自 2016 年起我国电石需求量较为平稳，2020 年受疫情影响我国电石需求量达 2745.82 万吨，同比增长 7.0%；电石产量达 2,758 万吨，同比增长 6.8%。

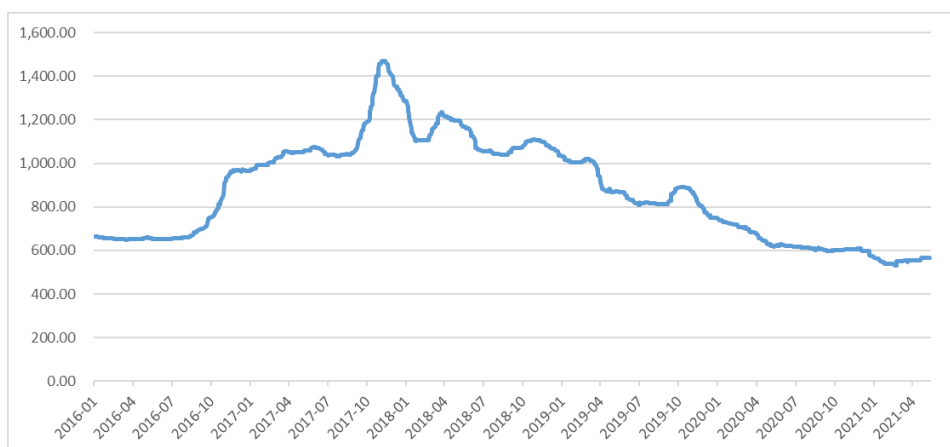
2017 年初电石价格有所回落，下半年中央环保督查组进驻新疆等电石主要产地地区致产量减少，电石价格波动上涨，当年平均价格约为 3,110 元/吨，较 2016 年上涨 15.51%。2018 年上半年电石价格较为平稳，下半年呈较大波动趋势主要系下游 PVC 厂商扩产及停产检修所致，当年电石均价约为 3,339 元/吨，较上年上涨 7.36%。2019 年以来电石价格受供需情况变化影响呈一定波动，全年电石均价约为 3,238 元/吨，较上年下降 3.02%。2020 年 1-11 月，电石价格小幅波动，相对较为平稳，11 月开始在下游 PVC 行情带动下大幅上涨，2020 年 12 月 31 日电石中间价为 4,154 元/吨，较 2020 年初上涨 33.31%。2021 年初电石价格有所回落，但随着 2 月下旬内蒙古发布能耗双控政策，电石供应减少，电石价格随之暴涨，3-5 月在 5,000 元/吨上下波动。

烧碱广泛用于化学工业、造纸、纺织、冶金、轻工、医药和污水处理等行业中，下游产品主要为聚氯乙烯（PVC）、氧化铝等。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。氯碱工业用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。生产方面，近三年烧碱随行业景气度提升而产能扩大，开工率维持在 80%左右的高位。2020 年我国烧碱总产能达到 4,470 万吨，同比增长 2.05%，企业平均产能为 28.3 万吨，较 2019 年增加 1.1 万吨；总产量 3,643 万吨，同比增长 5.17%。价格方面，2017 年上半年，烧碱(32%离子膜)价格稳中有升，下半年主要受环保因素影响价格快速升至最高点 1,471 元，随后又迅速回落至年底的 1,300 元左右，当年烧碱平均价格为 1,125 元/吨，较上年大幅增长 55.29%。2018 年烧碱价格呈波动下滑态势，主要受下游氧化铝行业开工情况影响，当年烧碱均价约 1,114 元/吨，较 2017 年微降 0.98%。2019 年以来烧碱下游氧化铝行业开工率受到环保政策、矿石原料紧缺等多种因素制约不达预期，烧碱价格震荡下滑，2019 年烧碱均价同比下降 21.32%至 876.38 元/吨。2020 年，烧碱价格总体呈下跌态势，主要因下游需求不足，全年均价为 636.57 元/吨，较上年进一步下降 27.36%。2021 年以来，烧碱价格继续低位运行。

图表 5. 我国烧碱（32%离子膜）市场价走势（单位：元/吨）



资料来源：根据 Wind 资讯数据整理、绘制

## B. 政策环境

我国在氯碱行业新增产能方面出台多项政策限制。2016 年由国务院办公厅颁布的《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》里明确指出，要严控 PVC 行业新建产能，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换，因此 PVC 行业新产能的计划和投产已经受到明确限制。2019 年，国家发改委出台《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，将乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯和新建纯碱（井下循环制碱、天然碱除外）、烧碱（废盐综合利用的离子膜烧碱装置除外）明确列为限制类。国家对新增产能标准趋严，有利于改善行业产能过剩的现状、促进行业健康发展。

环境保护是近年来我国政府十分重视的问题，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，政府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”，税收手段促使企业减排，同时以强化环保成本的方式来确定企业竞争优势。

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。2019 年 1 月 18 日至 19 日，全国生态环境保护工作会议表示，我国将用 4 年时间完成第二轮中央生态环境保护督察及“回头看”。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，加大环保设施投入，成为基础化工企业长期发展的必然选择。行业企业环保投入压力加大，且将面临较大的监管压力。

2021 年 3 月 13 日，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》(简称《纲要》)正式公布。《纲要》新增能源综合生产能力等国家安全类指标，在科技创新、数字经济、扩大内需、碳达峰等方面制定了一系列战略规划。在“推动制造业优化升级”部分，《纲要》提出，改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等原材料产业布局优化和结构调整，扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系。在“严密防控环境风险”部分，《纲要》提出，健全有毒有害化学物质环境风险管理体系，完成重点地区危险化学品生产企业搬迁改造。2021 年全国两会，碳达峰和碳中和被首次写入政府工作报告。预计十四五期间，环保、能耗控制等方面要求将进一步提高，进一步推动行业优胜劣汰。

该公司主要生产基地位于内蒙古，受当地政策影响较大。2021 年 3 月内蒙古自治区发展改革委、工信厅、能源局印发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》的通知，先行确定 2021 年全区能耗双控目标为单位 GDP 能耗下降 3%，能耗增量控制在 500 万吨标准煤左右，能耗总量增速控制在 1.9% 左右，单位工业增加值能耗（等价值）下降 4% 以上。从 2021 年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、PVC、合成氨（尿素）、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱、磷铵、黄磷等新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目外，“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目。对电石（30000 千伏安以下矿热炉），原则上 2022 年底前全部退出，符合条件的可以按 1.25:1 实施产能减量置换。该政策的出台，公司或受到阶段性的限产影响，但长远看将受益于当地落后产能的淘汰。

### C. 竞争格局/态势

近年来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）企业数量明显增加，产能占比也有上升。聚氯乙烯企业产能规模在 10 万吨/年以下（含）的比例已降至 5% 以下，产能在 40 万吨/年以上（含）企业数量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。以河南为代表的中部地区，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，但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。

图表 6. 行业内部分样本企业基本数据（2020 年（末），单位：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）				
	营业收入	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	841.97	5.73	639.27	213.51	66.60	-0.43	70.57
滨化股份	64.57	24.21	141.52	74.54	47.33	5.08	10.30
天原集团	216.46	5.51	147.51	52.49	64.41	1.07	7.89
氯碱化工	48.89	17.00	62.15	52.76	15.11	6.01	4.09
新疆天业	89.93	29.31	147.74	75.56	48.86	8.94	11.12
英力特	19.55	13.84	31.34	26.98	13.93	0.70	0.88
<b>鸿达兴业</b>	<b>53.94</b>	<b>33.99</b>	<b>179.07</b>	<b>75.13</b>	<b>58.04</b>	<b>8.20</b>	<b>6.37</b>

资料来源：新世纪评级整理

基于我国特殊的能源结构，电石法聚氯乙烯向西部转移已经成为趋势。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、澳大利亚、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

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会直接影响到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、政策变动的的影响，也继续承受着行业周期波动带来的不利影响。

氯碱行业主要化工品成本中核心原料如电石、煤炭、原盐的成本占比很高，原材料与化工产品之间价格关联度也较高。盈利能力受原料价格波动影响较

大。

化工行业持续面临节能减排和环境保护压力。“十四五”的远景目标纲要已经出台，2021 年全国两会，碳达峰和碳中和被首次写入政府工作报告，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，将导致高污染的化工企业运营环保投入压力继续加大。

## 2. 业务运营

该公司的氯碱化工产业链较为完备，核心原料电石自给能力较强，电力成本较低。跟踪期内，得益于 PVC 景气度高，价格大幅上涨，公司氯碱业务盈利能力增强；贸易和电子交易物流业务受公司资金紧张和市场环境影响收入规模进一步收缩；土壤改良剂业务推进缓慢，收入持续下降。公司财务费用负担较重，近两年计提较多资产减值损失，对利润造成较大侵蚀。公司在建项目后续投资资金需求较大，投资资金来源存在很大不确定性。

该公司主营产品及服务包括 PVC、PVC 新材料，以及土壤调理剂等环保产品、稀土冶炼分离等稀土产品及塑料等大宗原料电子交易、物流及信息服务等。目前，公司拥有“环保、新材料和交易所”较完整的产业体系，形成相对完善的一体化循环经济产业链。公司在深化 PVC 一体化循环经济产业链的基础上，重点推动氢能源产业、新型 PVC 制品应用、交易所等业务的发展。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品	行业归属	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
氯碱产品（自产）	基础化工	主要销售区域为全国/华东地区	成本/规模/政策等
塑料制品	塑料	华南市场为主，占比 60%左右，其余分布在华南及全国	资金/销售资源等
土壤调理剂等环保产品	环保	全国	政策/技术/规模等
电子交易与物流	物流	全国/华东	规模/成本等

资料来源：鸿达兴业

该公司在产业链完整度、成本（电石自给率高）、政策（电价）及渠道等方面具有一定的优势，也是核心业务发展的重要驱动因素：（1）成本及规模优势主要体现为，公司氯碱产能在行业的排名靠前，已形成了 PVC 一体化循环经济产业，产业链完整度较高；（2）公司电石自给率较高，周边石灰石及原盐资源丰富，区位及资源优势较明显，使得上游核心原料成本优势较明显；（3）政策优势主要体现在公司主要生产基地所在内蒙古地区享有优惠的电价政策，当地电力富余，蒸汽全部自给且部分电力自给，其余执行直供电机制，氯碱产品高耗能特征下，较优惠的电力给公司氯碱产品带来一定的成本优势；（4）公司已建立较完善的销售渠道，加之广东塑料交易所股份有限公司（简称“塑交所”）形成的协同效应，公司拥有一定的供应链信息优势。

## (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及毛利率变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年	2021 年 第一季度
营业收入合计		60.45	53.00	53.94	16.42
其中：(1) 氯碱化工	金额	49.34	44.28	43.36	13.72
	占比	81.62%	85.36%	80.39%	83.56%
(2) 土壤改良剂	金额	3.26	2.65	1.30	0.30
	占比	5.39%	1.81%	2.41%	2.00%
(3) 新材料业务	金额	2.68	2.66	2.77	0.88
	占比	4.44%	5.01%	5.13%	5.36%
(4) 化工贸易	金额	2.75	0.92	1.21	0.00
	占比	4.55%	1.74%	2.25%	0%
(5) 电子交易及物流	金额	1.94	1.50	0.95	0.30
	占比	3.20%	2.82%	1.76%	2%
(6) 电力业务	金额	-	-	3.16	0.64
	占比	-	-	5.85%	3.90%
综合毛利率(%)		32.40	34.75	33.99	27.86
其中：氯碱化工(%)		30.33	32.08	38.55	31.76
土壤改良剂(%)		72.39	77.13	74.77	75.33
新材料业务(%)		18.39	18.13	21.96	9.13
化工贸易(%)		7.73	-2.18	-4.62	2.23
电子交易及物流(%)		59.51	72.20	33.36	19.16
电力业务(%)		-	-	-32.89	-39.93

资料来源：鸿达兴业

2018~2020 年，该公司营业收入分别为 60.45 亿元、53.00 亿元和 53.94 亿元。公司收入主要来自于氯碱化工业务，2020 年为 43.36 亿元，较上年小幅下滑。2020 年土壤改良剂收入较上年下降 50.94%，主要系受疫情影响销售错过一季度春耕期和市场推广情况欠佳所致。公司新材料业务主要为 PVC 制品和稀土新材料，2020 年贡献收入 2.77 亿元，较上年增长 4.14%。化工贸易业务和电子交易及物流服务受公司自身资金紧张和市场环境影响，收入进一步下滑，2020 年分别为 1.21 亿元和 0.95 亿元。2020 年，公司购买内蒙古蒙华海勃湾发电有限责任公司（简称“蒙华海电”）剩余 51% 股权，将其纳入合并范围，当年新增 3.16 亿元电力收入。公司其他收入还包括盐酸、液氯、脱硫剂的销售，2020 年实现收入 1.11 亿元，此外公司氢能源综合利用业务实现少量氢气销售，2020 年形成收入 846.50 万元。2021 年第一季度，公司实现营业收入 16.42 亿元，同比增长 13.83%。

2018~2020 年及 2021 年第一季度，该公司综合毛利率分别为 32.40%、34.75%、33.99% 和 27.86%。其中，2020 年受益于 PVC 行情大涨，公司氯碱业务毛利率同比大幅提升；而电子交易及物流毛利率大幅下降，贸易业务和电力



业务亏损。

### A. 氯碱化工业务

图表 9. PVC 和烧碱销售收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2018 年度		2019 年度		2020 年度		2021 年第一季度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
PVC	35.28	20.49	33.97	26.44	37.79	38.41	12.19	33.36
烧碱	12.67	63.29	9.09	55.19	4.77	39.12	1.38	20.14

资料来源：鸿达兴业

该公司氯碱化工业务的核心产品为 PVC 和烧碱，2020 年二者收入合计占该板块比重约 80%。其中，主要得益于 PVC 价格的上涨，2020 年 PVC 收入同比增长 11.24%，毛利率同比上升 11.97 个百分点；而烧碱收入同比大幅下滑 47.56%，毛利率同比下降 16.07 个百分点，主要系烧碱销售均价较上年大幅下降。

截至 2020 年末，该公司已形成年产 PVC60 万吨、烧碱（液碱、片碱）51 万吨、电石 87 万吨的生产能力。生产基地位于内蒙古乌海市和鄂尔多斯市，核心业务主体包括子公司内蒙古乌海化工有限公司（简称“乌海化工”）和孙公司中谷矿业。公司属于国内规模较大的 PVC 生产企业，拥有一定的规模化优势。近三年公司 PVC 产品产能利用率均超过 100%，2020 年烧碱产品产能利用率有所下降。公司电石产能基本可以满足自身 PVC 生产需要，核心原料保障能力较强，但 2018 年和 2019 年主要受电石炉老化（平均使用 5 年需要大修）陆续进行检修的影响，2020 年受疫情影响，产能利用率不高，在 75% 左右波动。2021 年第一季度，受内蒙古能耗双控政策推行影响，公司电石限产，产能利用率仅 55.91%。

图表 10. 氯碱产品的生产概况（亿元，万吨，元/吨）<sup>1</sup>

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
PVC	产能	60.00	60.00	60.00	15.00
	产量	62.65	62.60	60.06	15.02
	产能利用率	104.41%	104.34%	100.10%	100.12%
烧碱（液碱、片碱）	产能	51.00	51.00	51.00	13.00
	产量	46.57	45.91	43.38	12.72
	产能利用率	91.32%	90.01%	85.06%	97.87%
电石	产能	87.00	87.00	87.00	21.75
	产量	65.48	69.33	63.76	12.16
	产能利用率	75.27%	79.69%	73.29%	55.91%

资料来源：鸿达兴业

注：2021 年第一季度各产品产能根据全年产能\*1/4 折算，下同。

该公司销售渠道畅通，近年来氯碱产品产销率维持在 100% 左右的较高水



平。公司采用“先款后货”和“先货后款”两种销售结算政策。销售区域方面，PVC 主要销往华南、华东地区，烧碱销往内蒙古、陕西和宁夏等西北地区。作为大宗化工产品，PVC、烧碱等产品销售价格市场化程度较高，公司的氯碱产品采用随行就市的定价机制，PVC、烧碱等产品基本与产品市场价格波动保持一致。2018~2020 年及 2021 年第一季度，公司 PVC 销售均价分别为 5,585.02 元/吨、5,404.89 元/吨、6,277.78 元/吨和 7,727.82 元/吨，2020 年下半年以来 PVC 价格大幅上涨。同期，烧碱销售均价分别为 2,806.89 元/吨、2,021.43 元/吨、1,087.83 元/吨和 1,110.48 元/吨，烧碱价格在经历大幅上涨后于 2018 年开始震荡走低，2020 年销售均价大幅下跌 46.19%。

图表 11. 氯碱产品的销售概况（单位：亿元，万吨，元/吨）

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
PVC <sup>2</sup>	销售额	35.28	33.97	37.79	12.20
	均价	5,585.02	5,404.89	6,277.78	7,727.82
	销量	63.17	62.86	60.20	15.78
	产销率	100.83%	100.41%	100.23%	105.09%
烧碱（液碱、片碱） <sup>3</sup>	销售额	12.67	9.09	4.77	1.38
	均价	2,806.89	2,021.43	1,087.83	1,110.48
	销量	45.13	44.96	43.81	12.47
	产销率	96.89%	97.93%	100.99%	97.98%

资料来源：鸿达兴业

在原料、电力等采购方面，该公司在资源自给及综合利用基础上，形成了较强的资源保障能力和成本优势。公司在乌海市拥有储量 5,000 吨的高品位石灰石矿山，年可开采量为 200 万吨。公司现有的 87 万吨/年电石产能基本能够保证其氯碱产品正常生产，其他外购原料规模及占比较小，因此公司氯碱产品的原料稳定性相对较高。2020 年和 2021 年一季度，电石价格大幅上涨，但公司电石自给率较高，外采数量较少，对生产成本影响可控。

在电力和蒸汽动力供应方面，该公司自备三台 75 吨锅炉和 1.2 万千瓦装机容量热电厂，年均发电 1.2 亿度，生产所需要的蒸汽可全部自给，电力能部分自给。乌海市装机容量超过 300 万千瓦，是全国少有的电力富余地区，政府鼓励企业、电厂和电网的多边交易和直供电交易。2008 年公司与内蒙古电力（集团）有限责任公司签署了《内蒙古电力多边交易框架协议》，2009 年开始乌海化工、北方电力海勃湾发电厂、内蒙古电力（集团）公司联合执行电力直接供应运行机制。2018~2020 年，公司电力采购均价分别为 0.2965 元/度、0.2805 元/度和 0.2913 元/度。公司享有较优惠的电价政策，电力成本优势较为明显，2020 年电力成本较上年增加 0.0108 元/度。除电石外，公司主要外采原材料包括兰炭和原盐。2020 年兰炭和原盐采购量有所减少，采购均价相对较为稳定。由于公司运营资金紧张，公司原材料库存数量有所减少。

<sup>2</sup> PVC 销售均价与前文行业分析的市场均价存在不一致主要因统计范围产品种类差异引起。

<sup>3</sup> 烧碱销售均价统计方式为脱水价，故与前文行业分析的市场均价存在不一致。

图表 12. 公司主要原材料及能源采购情况（单位：万吨，亿度，元/吨，元/度）

产品	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年第一季度	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
电石	20.99	2,494.21	17.40	2,279.96	13.68	2,812	1.48	3,213.27
兰炭	55.86	771.56	55.88	893.16	47.72	819	9.63	886.58
原盐	72.07	271.17	60.79	245.06	58.64	260	12.71	250.82
电力	39.05	0.2965	41.98	0.2805	34.92	0.2913	7.29	0.3002

资料来源：鸿达兴业

## B. PVC 新材料和稀土新材

该公司的 PVC 新材料指的是 PVC 及 PVDC 制品的研发、生产及销售，是公司向下游延伸的重要领域之一。目前核心业务主体为江苏金材科技有限公司（简称“金材科技”），公司生产销售 PVC 药用包装材料、药用高阻隔 PVC 材料、PVC 抗菌材料、防护口罩系列产品、PVC 建筑模板、PVC 生态屋、隔板等 PVC 新材料，以上产品主要以 PVC 树脂粉为主要原料

图表 13. PVC 新材料业务的经营数据概览（单位：亿元，万吨/年，%，元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
产能	7.05	7.05	7.05	1.76
产量	1.51	1.47	1.56	0.32
产能利用率	21.41%	20.80%	22.11%	18.23%
销售额	1.58	1.52	1.84	0.34
均价	11,429.13	11,090.63	11,079.31	12,256.03
销量	1.39	1.37	1.66	0.28
产销率	91.75%	93.35%	106.34%	86.60%

资料来源：鸿达兴业

疫情期间，该公司调整产品结构，生产 PVC 药用包装材料、药用高阻隔 PVC 材料、PVC 抗菌材料、防护口罩系列产品，其中公司自产 PVC 树脂粉末，而口罩用熔喷布需要对外采购。2020 年，公司 PVC 新材料销量较上年增长 21.17%，销售收入同比增长 21.05%，但产能利用率仍很低。

稀土新材料方面，该公司主要以塑料加工稀土热稳定剂为基础，进入了以稀土助剂和稀土分离为主的稀土新材料产业，业务主体为孙公司包头市联丰稀土研究院有限公司联丰研究院和 2015 年收购的包头市新达茂稀土有限公司。近三年，公司的稀土化学品产能均为 2 万吨/年，稀土化学品的产能利用率不高，在 60% 左右。稀土化工品的产销受国家行业政策影响较大，产品销量及销售价格均有较大的波动。2018~2020 年及 2021 年第一季度，稀土化工产品收入分别为 1.10 亿元、1.14 亿元、0.93 亿元和 0.11 亿元，主要受国家指标影响，稀土产品价格下降，盈利空间有限。

图表 14. 稀土化学品的生产销售概况（单位：亿元，万吨/年，%，元/吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年第一季度
产能	2.00	2.00	2.00	0.50
产量	1.27	1.18	1.08	0.28

项目	2018年	2019年	2020年	2021年第一季度
产能利用率	63.69%	59.20%	54.11%	56.88%
销售额	1.10	1.14	0.93	0.11
均价	9,525.36	8,832.97	8,549.68	4,046.63
销量	1.15	1.29	1.09	0.28
产销率	90.66%	108.85%	100.50%	100.00%

资料来源：鸿达兴业

### C. 土壤调理剂

在产业链延伸方面，该公司 2014 年开始进入土壤改良产业，2015 年开始形成收入。目前土壤改良剂是由子公司西部环保有限公司（简称“西部环保”）负责运营，截至 2020 年末土壤调理剂产能 30 万吨/年。公司以土壤调理剂为主的环保产品主要用于治理酸性、碱性和盐碱化土壤，提升耕地质量。依靠自有技术，公司利用 PVC 生产过程中的电石渣生产土壤调理剂和电厂脱硝剂，可用于我国北方盐碱地和南方酸性土壤的修复调理。由于市场还处于拓展期，产能利用率并不高，2018~2020 年分别为 34.08%、50.49% 和 28.62%。2018~2020 年，土壤调理剂销售量分别 12.19 万吨、10.29 万吨和 6.81 万吨，2020 年销量大幅减少主要系受疫情影响，销售错过一季度春耕季；销售均价呈下降趋势，同期分别取得销售收入 3.26 亿元、2.65 亿元和 1.30 亿元。由于是对废料再利用，业务毛利率较高，近三年维持在 75% 左右。

图表 15. 土壤调理剂的生产销售概况（单位：亿元，万吨/年，%，元/吨）

项目	2018年	2019年	2020年
产能	30.00	30.00	30.00
产量	10.23	15.15	8.59
产能利用率	34.08%	50.49%	28.62%
销售额	3.26	2.65	1.30
均价	2,674.70	2,580.15	1,896.74
销量	12.19	10.29	6.81
产销率	119.24%	67.94%	100.50%

资料来源：鸿达兴业

该公司土壤调理剂除直接销售产品外，也开拓了其他的销售模式。公司主要通过建设土壤修复改良示范基地、在全国主要农业地区建设营销网点等方式推动土壤调理剂的销售。公司也计划采取 PPP 模式承接土壤修复工程。产品研发能力方面，因进入土壤改良产业较早，公司在土壤调理剂方面具有一定技术研发能力。公司设立了广东地球土壤研究院，并拟在美国设立土壤改良研发、工程和销售中心，以增强公司在土壤修改领域的研发能力。2017 年公司在内蒙古自治区内签署了多个土地流转意向协议，拟通过土地修复后以出租、自营等方式获取长期回报。在南方地区，公司以土地流转、土地调理剂销售方式推进土壤修复等环保业务。但政府合作项目进展较缓慢，直销客户主要以农户为主，往年积累了较大规模的应收账款，回收难度较大。

## D. 氢能源建设

为提高氯碱装置副产氢气的利用效率，进一步提高资源能源利用率，优化产业结构，2018年以来该公司大力发展氢能源综合利用相关业务，推动“制氢、储氢、运氢及氢能应用产业链”的建设。2018年末乌海化工开始投资建设一座加氢站，投资规模为0.26亿元，已形成少量销售；同时乌海化工已完成在乌海市建设8座加氢站的相关备案工作，其中两座已建设完成，其余6座配合乌海市政府车辆使用情况继续建设。目前公司正在按计划推进氢液化工厂及其他加氢站项目工作，2019年公司已经试建成我国第一座民用液氢工厂，产能规模200吨/年。为加快氢气的存储及应用研究，2019年6月10日，公司与有研工程技术研究院有限公司（简称“有研工研院”）签署《稀土储氢材料开发合作协议》。2019年7月22日，为进一步深入推进合作事宜，加快稀土储氢相关技术的研发进度，公司与有研工研院签署稀土储氢材料《技术开发合同》，公司委托有研工研院在第一代稀土系镧-镍基储氢材料的基础上研究开发第二代稀土系镧-镁-镍基储氢材料以及第三代稀土系镧-钪-镍基储氢材料，提高稀土储氢材料的储氢性能和储氢容量，降低储氢材料的生产成本。根据公司公告，公司于2020年11月与乌海公交公司签订《燃料电池汽车供氢服务协议》，目前公司在乌海市海勃湾区建设的加氢站已为无害公交公司运行的燃料电池公交、大巴等用氢车辆提供氢气及加注服务，当年产生收入846.50万元。

## E. 电子交易及物流业务

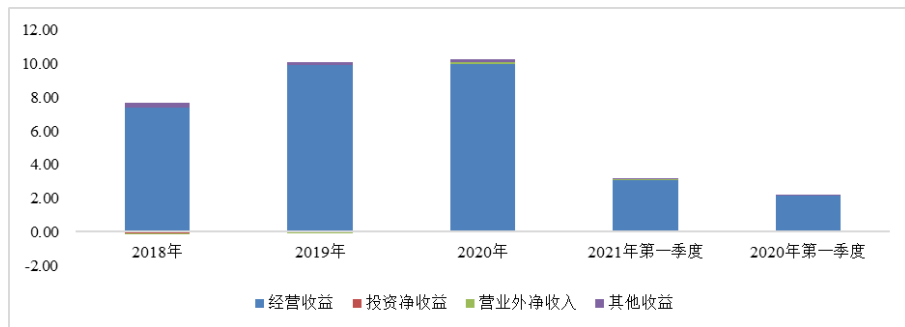
该公司电子交易与物流板块的运营主体为广东塑料交易所股份有限公司（简称“塑交所”）等。塑交所的业务模式为会员客户（塑料化工行业企业）在电子交易平台中达成购销订单，现货交收后提供仓储物流配送服务，并为客户提供供应链管理服务。目前塑交所的主要交易产品包括五大通用塑料原料（PVC、PP、PE、PS、ABS）、PVC糊树脂、烧碱、纯碱等产品。公司在全国首家推出了“广塑指数”，并运用网站、期刊和信息库等多种方式，确立了塑料行业的“广州价格”；网站流量和会员资讯期发量在全国化工行业位居前列，成为行业企业和各类机构重要的价格信息平台。2018~2020年，塑交所的交易量分别470.22万吨、362.94万吨和61.24万吨，2020年主要受PVC价格大幅上涨、中小化工企业资金紧张，采购意愿降低，同时部分企业暂停期货、套期保值等交易导致交易流转量下降。

该公司的物流服务主要包括仓储管理服务和物流配送服务。塑交所采用多元化的物流运输方式满足客户物流需求。上游PVC客户主要采用全国港口和铁路站点为中心，以铁海联运、汽海联运、铁路直达和长途汽运等延伸物流为主，下游PVC客户主要以港口和铁路站点为配送中心。公司提供物流服务，并收取物流运输、仓储及装卸等服务费用。2018年以来公司缩减部分风险较高的供应链服务业务和盈利欠佳的物流业务，收入规模持续下降。

塑交所开展了供应链综合服务，2018~2020年实际代垫货款规模为2.50亿元、1.65亿元和0.45亿元。公司自2018年12月起，已停止新增供应链金融等类金融服务业务。

## (2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据鸿达兴业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源主要为经营收益，营业外净收入、公允价值变动净损益及投资净收益规模均较小，盈利波动与主业经营相关性很高。2018~2020 年公司分别实现营业毛利 19.58 亿元、18.41 亿元和 18.33 亿元，小幅下降。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	60.45	53.00	53.94	16.42
毛利（亿元）	19.58	18.41	18.33	4.57
期间费用率（%）	16.92	17.23	9.51	7.00
其中：财务费用率（%）	5.89	6.20	5.55	3.14
全年利息支出总额（亿元）	3.77	3.24	3.99	
其中：资本化利息数额（亿元）	0.30	-	1.05	

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

2020 年，该公司期间费用合计 5.13 亿元，较上年大幅减少 43.80%，主要因销售费用计提口径发生变化，部分费用计入营业成本，较上年减少 2.61 亿元至 0.18 亿元。2020 年，公司研发费用较上年增长 49.76%，管理费用和财务费用较上年分别减少 2.68% 和 8.92% 至 1.95 亿元和 3.00 亿元。2020 年公司期间费用率降至 9.51%，但财务费用率仍偏高，为 5.55%。2018-2020 年，公司分别计提资产和信用减值损失合计 1.10 亿元、1.31 亿元和 0.99 亿元，其中 2020 年计提应收账款坏账损失 0.23 亿元、其他应收款坏账损失 0.30 亿元和非同一控制下合并其他应收款坏账评估调整 0.46 亿元。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他关键因素	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
投资净收益	-1,132.75	-416.90	-	-
营业外净收入	-126.02	-49.20	1,236.60	153.46
其他收益及资产处置收益	2,502.42	1,771.76	1,754.62	743.46

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理



该公司的投资收益和公允价值变动收益规模很小，每年可获得一定其他收益作为盈利的补充。2018-2019 年公司投资收益持续为负系原联营企业蒙华海电亏损所致，2020 年起将其纳入合并范围。公司每年可获得一定数额的政府补助，主要计入其他收益，2018-2020 年其他收益分别为 0.25 亿元、0.18 亿元和 0.18 亿元。

2018-2020 年，该公司利润总额分别为 7.54 亿元、7.44 亿元和 10.25 亿元；净利润分别为 6.12 亿元、6.30 亿元和 8.20 亿元；净资产收益率分别为 10.21%、9.43% 和 11.06%。2021 年第一季度，公司营业毛利同比增长 12.94% 至 4.57 亿元。同期，公司实现净利润 2.73 亿元，同比增长 41.42%。

### (3) 运营规划/经营战略

该公司坚持循环型经济的发展理念，在做大做强氯碱业务的基础上，推动土壤改良、PVC 生态屋及环保材料、塑交所电子交易综合服务、氢能源等业务的发展。未来公司将继续发挥资源优势、产业协同优势，以进一步完善产业链配套为目标，加快产业优化和资源整合，打造更为持续稳定的核心竞争力。

截至 2021 年 3 月末，该公司在建工程账面净值为 15.53 亿元，重大在建项目为中谷项目二期。中谷项目二期预计总投资 28.00 亿元，主要资金来源为本次可转债募集资金 22.77 亿元，截至 2021 年 3 月末已投资 13.54 亿元。2020 年初受疫情影响，项目推进进度有所延后，目前烧碱的生产设备已入库待设计安装，有部分厂房开工建设。公司目前流动性紧张，将募集资金 8.48 亿元继续用于暂时补充流动资金，项目进度或将因此而延缓。

除此之外，该公司其他在建项目还有与中谷项目二期氯碱产能配套的电石项目、氢能源研发项目、技改项目等，后续投资资金需求较大，投资资金来源存在很大不确定。

## 管理

该公司为民营上市公司，跟踪期内控股股东鸿达兴业集团及其一致行动人所持公司股票比例继续下降且大部分用于质押融资，因其债务违约，所持公司绝大部分股权被司法冻结及轮候冻结。控股股东下属子公司对公司形成一定资金占用。公司流动性压力极大，未能按时偿付部分到期借款、利息和供应商欠款，导致部分子公司被列为失信被执行人，部分资产和子公司股权被冻结。

跟踪期内，该公司控股股东仍为鸿达兴业集团有限公司（简称“鸿达兴业集团”），实际控制人仍为周奕丰先生。但经过多次主动和被动减持，同时随着发行可转债和可转债的转股，鸿达兴业集团对公司的持股比例逐步下降。截至 2021 年 3 月末，公司控股股东鸿达兴业集团及第二大股东广州市成禧经济发展有限公司（简称“成禧公司”）对公司的持股比例分别为 15.38%（处于质押状态的占其所持股份的 84.70%）和 6.12%（处于质押状态的占其所持股份的



99.77%)，上述股东构成一致行动人关系，合计持股比例为 21.50%。

跟踪期内，该公司管理人员基本稳定，但据项目组了解，公司有延迟发放员工工资的情况。

关联交易方面，2020 年该公司关联采购商品/接受劳务金额为 4,333.02 万元，主要系向内蒙古盐湖镁钾有限公司（简称“盐湖镁钾”）采购工业盐；关联出售商品/提供劳务金额为 1,816.25 万元，系向盐湖镁钾销售商品、提供运输服务及建筑安装等服务。此外，公司与广东兴业国际实业有限公司（简称“兴业国际”）和鸿达兴业集团存在关联租赁，2020 年租赁费用为 100.02 万元。截至 2020 年末，公司应收关联方款项合计 2.39 亿元，其中预付盐湖镁钾 0.63 亿元、应收兴业国际 1.49 亿元，计提坏账 415.47 万元；应付关联方款项合计 291.55 万元。公司控股股东下属子公司对公司资金形成一定占用。

由于债务违约问题，2021 年 2 月 3 日、2 月 4 日，该公司控股股东鸿达兴业集团及其一致行动人成禧公司持有的公司部分股份先后被广东省广州市中级人民法院司法冻结及轮候冻结，鸿达兴业集团被冻结股份数量为 353,239,156 股，成禧公司被冻结股份数量为 175,505,415 股。2021 年 3 月，鸿达兴业集团持有的公司部分股份先后被东莞市第一人民法院（冻结数量为 353,239,156 股）、内蒙古自治区呼和浩特市中级人民法院（冻结数量为 26,988,509 股）、广东省广州市中级人民法院（冻结数量为 50,581,926 股）、广东省广州市中级人民法院（冻结数量为 48,192,134）轮候冻结。2021 年 3 月 19 日，成禧公司持有的公司部分股份被广东省广州市中级人民法院轮候冻结，冻结数量为 60,300,000 股。2021 年 4 月 19 日，鸿达兴业集团持有的公司部分股份被广州市中级人民法院轮候冻结，冻结数量为 353,239,156 股。截至 2021 年 4 月末，鸿达兴业集团所持公司股份累计被冻结的数量为 353,239,156 股，占其持股比例的 80.06%；成禧公司所持公司全部 175,505,415 股股份处于被冻结状态。

截至 2020 年末，鸿达兴业集团资产总计 373.99 亿元，所有者权益 116.77 亿元，资产负债率 68.78%；2020 年，鸿达兴业集团实现营业收入 63.60 亿元，净利润-16.81 亿元，归属于母公司净利润-21.94 亿元；同期，经营性现金流净额为 15.07 亿元。截至 2021 年 3 月末，鸿达兴业集团刚性债务余额约 215.85 亿元，其中包括短期银行借款 82.74 亿元、应付票据 1.33 亿元、应付利息 8.42 亿元、应付超短期融资券 19.50 亿元、一年内到期的长期借款 2.55 亿元、长期借款 53.12 亿元、应付债券 44.55 亿元（包含未按时兑付债券余额）和应付融资租赁款 3.63 亿元。鸿达兴业集团存在多笔债券和银行借款到期未能偿付的情况。

2020 年 12 月 14 日，鸿达兴业集团发行的 2020 年度第一期 9.5 亿元超短期融资券（简称“20 鸿达兴业 SCP001”）未能如期偿付本金及利息，触发债券违约。2021 年 1 月 26 日，鸿达兴业集团仍未能按照约定筹措“20 鸿达兴业 CP001”的足额偿付资金，且未能完成该期债券的注销工作，触发债券交叉违约条款。截至 2021 年 4 月末，鸿达兴业集团公开市场债券违约共 4 只：分别

为“20 鸿达兴业 SCP001”、“20 鸿达兴业 SCP002”、“18 鸿达兴业 MTN001 和“19 鸿达兴业 MTN001”，本金合计 41.50 亿元。

受控股股东的债务违约事件影响，该公司外部融资难度极大，流动性紧张，公司未能按时偿付部分到期借款、利息和供应商欠款，导致涉及大量诉讼案件。公司主要子公司乌海化工、中谷矿业已被列为失信被执行人，公司下属部分子公司股权被冻结。根据公司子公司乌海化工截至 2021 年 1 月 5 日的企业信用报告，其存在多笔欠息，部分借款被列入关注类和不良类。公司未提供近三个月的企业信用报告。

图表 19. 截至 2021 年 4 月 7 日公司子公司股权被冻结情况

被执行人	冻结股权子公司	股权数额	执行通知书文号
内蒙古乌海化工有限公司	内蒙古中谷矿业有限责任公司	33,000 万	(2021)内 03 执 49 号、50 号、51 号
	西部环保有限公司	5,000 万	(2020)内 03 执恢 18 号
	乌海市广宇化工冶金有限公司	300 万	(2021)内 03 执 50 号、51 号
	包头市联丰稀土新材料有限公司	5,000 万	(2021)内 03 执 49 号、50 号、51 号

资料来源：鸿达兴业关于深交所关注函的回复公告

因该公司全资子公司中谷矿业未及时按照与中建投租赁股份有限公司（简称“中建投公司”）签订的《融资租赁合同》的约定支付租金，2020 年 10 月，中建投公司向北京市第二中级人民法院（简称“北京市二中院”）起诉，要求中谷矿业支付租金、逾期利息、留购价款、违约金及实现债权的其他费用共计 10,446.12 万元。北京市二中院于 2020 年 12 月作出（2020）京 02 民初 596 号《民事调解书》，中谷矿业应按约定按期足额向中建投公司支付租金，租金及留购价款共分十三期支付，还款金额合计 72,675,935.58 元（不包含需用保证金 2,400.00 万元冲抵的部分）。中谷矿业还应当按照约定时间支付逾期利息、受理费、财产保全申请费、诉讼阶段律师费和诉讼财产保全责任保险保险费。公司、周奕丰和郑楚英对中谷矿业的前述债务承担连带清偿责任。因中谷矿业未按时履行上述《民事调解书》确定的义务，2021 年 1 月，中建投公司向北京市二中院申请强制执行，北京市二中院于 2021 年 1 月 12 日立案执行，执行标的金额为 8,450.10 万元。公司被北京市二中院列为被执行人，以下相关银行账户被查封：

图表 20. 公司因“(2021)京 02 执 142 号”一案被强制冻结的银行账户明细

开户人	开户行	冻结金额（元）
内蒙古中谷矿业有限责任公司	中国建设银行乌海分行巴彦乌素大街支行	2,043,277.15
鸿达兴业股份有限公司	广发银行股份有限公司广州分行	233,935.40
鸿达兴业股份有限公司	广州农村商业银行股份有限公司棠景支行	19,194,304.50

资料来源：鸿达兴业关于深交所关注函的回复公告

2020 年，该公司未决诉讼及裁定执行事项共计 86 项，涉及金额 0.90 亿元。2021 年一季度，公司未决诉讼及裁定执行事项共计 140 项，涉及金额 6.02 亿元。根据 2021 年 5 月 21 日中国执行信息公开网查询结果，鸿达兴业本部

作为被执行人，涉及诉讼案件 6 起，子公司乌海化工作为被执行人，涉及诉讼案件 14 起，子公司中谷矿业作为被执行人，涉及诉讼案件 10 起。

图表 21. 2020 年和 2021 年一季度公司按案件类型归集的未决诉讼明细 (单位:万元)

发生时间	案件类型	案件数量统计	涉及金额
2020 年	保全案件	2	/
	民事案件	55	5,440.81
	执行案件	29	3,527.82
	<b>合计</b>	<b>86</b>	<b>8,968.63</b>
2021 年一季度	民事案件	42	21,871.22
	执行案件	98	38,329.60
	<b>合计</b>	<b>140</b>	<b>60,200.81</b>

资料来源：鸿达兴业 2020 年年报

## 财务

该公司已积累了很大规模的刚性债务，面临很大的偿债压力。受控股股东的债务违约事件影响，公司外部融资难度极大。跟踪期内公司已发生借款利息、本金逾期事项，流动性压力极大。部分债权人已经启动法律诉讼程序，公司部分银行账户、子公司股权被冻结。公司可动用货币资金非常有限，为保证生产经营，公司延期归还闲置可转债募集资金并继续用于补充流动性资金，对此 2020 年审计报告出具了强调事项。

### 1. 数据与调整

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告；2019 年公司更换审计机构为永拓会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>4</sup>，其对公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2020 年，永拓会计师事务所对公司财务报表进行了审计，出具了带强调事项段标准无保留意见的审计报告。带强调事项系关于公司延期归还闲置可转债募集资金并继续用于暂时补充流动性资金，具体内容如下：

2020 年 1 月 13 日召开的该公司第七届董事会第六次（临时）会议审议通过《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，同意使用闲置募集资金不超过 85,000.00 万元暂时补充流动资金，用于与公司主营业务相关的生产经营，自此次董事会会议审议通过之日起使用期限不超过 12 个月，到期前归还至募集资金专用账户。截至目前，公司已使用上述募集资金 84,835.00 万元用于日常经营开支、支付供应商货款及原材料采购等。

<sup>4</sup> 公司称更换原因为受疫情影响，原审计机构审计现场工作及部分审计程序未能按原定计划时间执行，无法按原计划完成公司 2019 年度财务报告审计工作，而非其他原因。永拓会计师事务所是母公司鸿达兴业集团长期服务单位。

根据该公司公告，受全球疫情影响，公司部分项目回款有所延迟，且目前业务处于备货旺季，需要采购大量原材料，资金需求量较大。为保证日常经营稳定，提高募集资金的使用效率，减少财务费用，降低公司运营成本等因素，2021年1月12日召开的公司第七届董事会第十五次（临时）会议审议通过《关于延期归还闲置募集资金并继续用于暂时补充流动资金的议案》同意公司在保证募集资金投资项目建设的资金需求、保证募集资金投资项目正常进行的前提下，延期归还闲置募集资金 84,835.00 万元并继续用于暂时补充流动资金，延期归还期限自董事会审议通过之日起不超过 12 个月，到期将归还至募集资金专户。

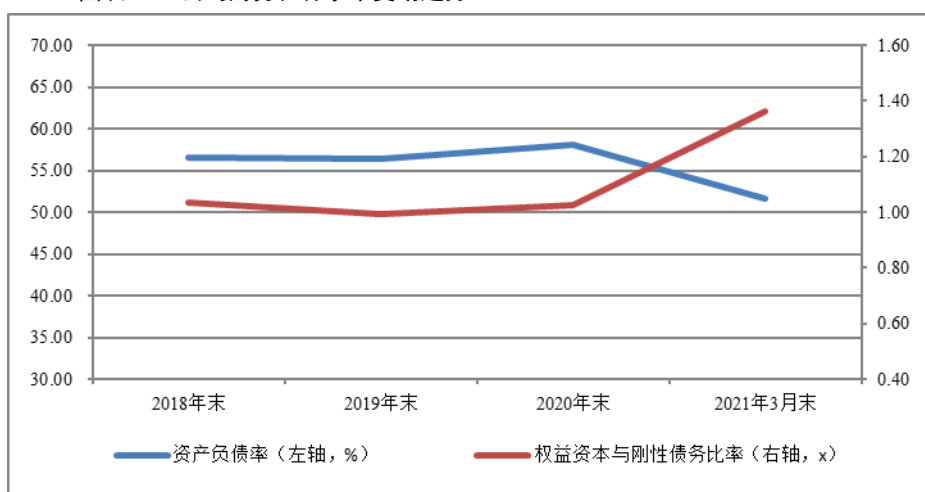
该公司自 2020 年 1 月 1 日起执行财政部修订后的《企业会计准则第 14 号——收入》。根据相关新旧准则衔接规定，对可比期间信息不予调整，首次执行日执行新准则的累积影响数追溯调整本报告期期初留存收益及财务报表其他相关项目金额。公司自 2020 年 1 月 1 日起执行财政部于 2019 年度颁布的《企业会计准则解释第 13 号》，该项会计政策变更采用未来适用法处理。

合并范围变化方面，2020 年该公司子公司乌海化工收购非同一控制下企业蒙华海电剩余 51% 股权，其成为公司全资子公司。另外，公司新投资设立三家子公司，分别为鸿达兴业（广东）生物科技有限公司、鸿达兴业（广州）生态之舟有限公司和鸿达兴业（广东）新材料研究院有限公司。截至 2020 年 1 月 1 日（购买日），蒙华海电净资产为 4.17 亿元，固定资产为 25.45 亿元、银行借款为 5.40 亿元，收购后形成商誉 0.27 亿元。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据鸿达兴业所提供数据绘制

近年来，该公司所有者权益保持增长，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末分别为 61.44 亿元、73.25 亿元、75.13 亿元和 87.09 亿元，其中 2019 年因发行可转债确认其他权益工具 5.74 亿元，因收到塑胶所业绩补偿款资本公积较

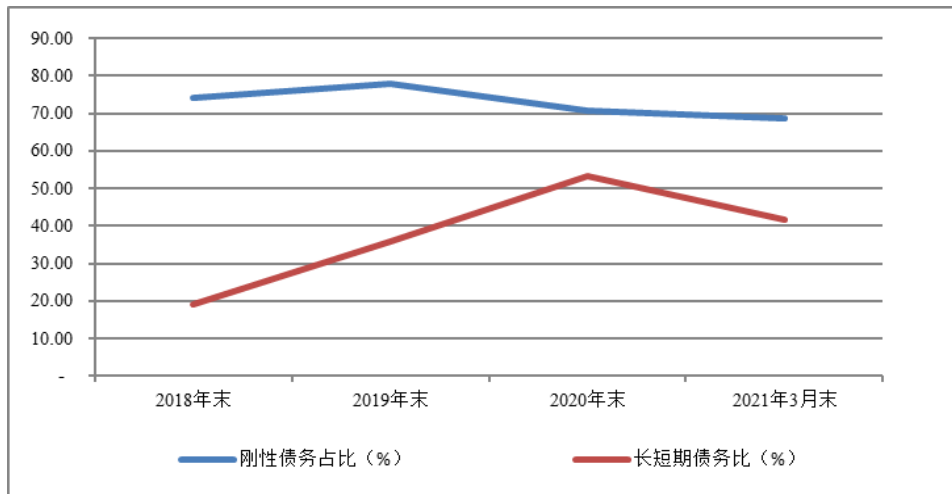
上年末增加 1.92 亿元至 12.63 亿元，因股份回购库存股较上年末增加 0.60 亿元至 1.00 亿元，未分配利润较上年末增长 20.46% 至 27.05 亿元；2020 年末，未分配利润较上年末增长 6.38% 至 28.77 亿元；2021 年 3 月末，随着可转债部分转股，公司实收资本较上年末增长 10.72% 至 28.68 亿元，资本公积金较上年末增长 73.04% 至 21.96 亿元，其他权益工具较上年末减少 50.02% 至 2.86 亿元，此外未分配利润较上年末进一步增长 9.50% 至 31.51 亿元。

2021 年 3 月末，该公司实收资本、资本公积和未分配利润分别占归母所有者权益的 33.18%、25.40% 和 36.45%，所有者权益稳定性尚可。近三年，公司每年均有现金分红，2020 年公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 0.11 元（含税），共计分配现金红利 2,825.91 万元。

2018~2020 年末，该公司负债总额分别为 79.98 亿元、94.83 亿元和 103.94 亿元，持续增长；资产负债率分别为 56.55%、56.42% 和 58.04%。2021 年 3 月末，公司负债总额较上年末减少 10.67% 至 92.85 亿元，主要系部分可转债完成转股，资产负债率降至 51.60%。

## (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	59.32	73.71	73.31	63.85
应付账款 (亿元)	9.39	11.81	18.07	16.81
预收款项/合同负债 (亿元)	1.47	2.23	1.27	1.20
其他应付款 (亿元)	5.39	1.11	1.52	1.32
应交税费 (亿元)	2.51	4.04	7.78	7.70
刚性债务占比 (%)	74.17	77.73	70.53	68.77
应付账款占比 (%)	11.74	12.45	17.39	18.10
预收款项占比 (%)	1.83	2.35	1.22	1.30
其他应付款占比 (%)	6.74	1.17	1.46	1.42
应交税费占比 (%)	3.14	4.26	7.48	8.30

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据绘制

注：其他应付款不包含应付利息



该公司前期投资项目沉淀了大量资金，随着主业业绩下滑以及项目持续投入，资金缺口持续扩大，债务压力不断加大。2018~2020 年末和 2021 年 3 月末公司长短期债务比分别为 19.06%、35.82%、53.25% 和 41.69%。2019 年末随着可转债的发行债务期限结构得到一定改善。

从负债构成看，该公司的刚性债务规模及占比很高，2020 年末余额为 73.31 亿元，占负债总额的 70.53%。此外，公司负债还主要由应付账款、预收款项/合同负债、其他应付款和应交税金构成，2020 年末分别为 18.07 亿元、1.27 亿元、1.52 亿元和 7.78 亿元。其中，应付账款主要受采购规模变化和工程款支付进度的影响而呈现波动，2020 年末较上年末增长 53.04%，主要系应付货款和应付工程款的增长；应交税金较上年末增长 92.46%，主要是增值税和企业所得税。

### (3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>47.72</b>	<b>49.89</b>	<b>38.26</b>	<b>37.57</b>
其中：短期借款	25.39	23.24	31.45	33.61
一年内到期的长期借款	7.25	12.81	1.60	2.45
应付票据	11.18	12.70	4.28	1.33
其他短期刚性债务	0.10	1.14	0.93	0.18
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>11.61</b>	<b>23.82</b>	<b>35.05</b>	<b>26.28</b>
其中：长期借款	7.98	1.68	12.40	12.15
应付债券	-	18.44	19.67	10.50
其他中长期刚性债务	3.62	3.70	2.99	3.63

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

该公司刚性债务规模及占比较大，近两年由于可转债的发行和长期借款的增加，债务期限结构得到一定改善。2020 年末公司短期刚性债务较上年末减少 11.63 亿元至 38.26 亿元，主要系原一年内到期的部分长期借款到期偿付及部分长期借款协议展期。其中，2020 年末短期借款较上年末增加 8.21 亿元至 31.45 亿元、应付票据较上年末减少 8.42 亿元至 4.28 亿元，主要系因银行授信范围内的融资产品类型变化，票据转为流动贷款；一年内到期的长期借款较上年末减少 11.25 亿元至 1.60 亿元。同期末，公司中长期刚性债务较上年末增加 11.23 亿元至 35.05 亿元。其中，长期借款较上年末增加 10.71 亿元至 12.40 亿元，应付债券较上年末增加 1.22 亿元至 19.67 亿元（主要是溢折价摊销），应付融资租赁款较上年末减少 0.71 亿元至 2.99 亿元。

从银行借款类型来看，2020 年末该公司短期银行借款类型主要为保证借款（占比 97.53%）；长期借款中抵押借款占比 71.97%、保证借款占比 28.03%。其中，保证借款除公司本部和下属子公司互相担保之外主要由实际控制人、鸿达兴业集团及其一致行动人提供担保，抵押借款的抵押物主要为公司拥有的土地使用权和机器设备。



2021年3月末，该公司刚性债务合计63.85亿元，较上年末减少9.46亿元，主要系可转债部分转股，应付债券减少。

### 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	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
营业周期（天）	152.02	190.87	194.99	-
营业收入现金率（%）	69.08	54.64	69.74	84.63
业务现金收支净额（亿元）	14.73	5.26	-0.14	-0.14
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.43	-0.70	6.51	0.17
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	14.30	4.56	6.37	0.04
EBITDA（亿元）	14.93	14.51	17.84	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.25	0.22	0.24	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.96	4.49	4.47	-

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

2018~2020年，该公司营业周期分别为152.02天、190.87天和194.99天，经营效率持续下降，主要系应收账款周转速度明显放缓所致，另一方面收入和成本规模下降对营业周期变化也形成一定影响。

该公司主业现金回笼能力偏弱，2018~2020年及2021年第一季度营业收入现金率分别为69.08%、54.64%、69.74%和84.63%。同期，经营活动现金流净额分别为14.30亿元、4.56亿元、6.37亿元和0.04亿元。2019年公司下游化工企业资金压力加大，公司调整销售政策致账期延长，导致业务现金收支净额同比大幅减少，经营活动现金流净额同比大幅下降。2020年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增加，导致业务现金收支净额为-0.14亿元，但得益于其他与经营活动有关的现金净流入增加，经营活动现金流净流入增加。

2018~2020年，该公司EBITDA分别为14.93亿元、14.51亿元和17.84亿元，与利润总额变动趋势一致。公司EBITDA构成以利润总额为主，2020年利润总额、固定资产折旧和计入财务费用的利息支出占比分别为57.46%、24.03%和16.49%。2020年EBITDA对刚性债务和全部利息支出的覆盖倍数分别为0.24倍和4.47倍。

#### (2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
收回投资与投资支付净流入额	-0.01	-0.01	-	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长	-0.67	-2.26	-16.38	-1.06

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
期资产形成的净流入额				
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-3.61	-5.79	0.01	-
投资环节产生的现金流量净额	-4.28	-8.05	-16.33	-1.06

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

2018~2020年，该公司投资环节产生的现金流量净额分别为-4.28亿元、-8.05亿元和-16.33亿元，其中取得子公司及其他营业单位支付的现金分别为3.65亿元、5.79亿元和0.00亿元；购置固定资产等长期资产支付的现金分别为0.71亿元、2.28亿元和16.38亿元。2019年因公司经营环节产生的现金净流入规模大幅减少，同时投资规模支出现金增加，因此非筹资环节产生资金缺口3.50亿元；2020年随着中谷二期项目建设的推进，公司投资环节现金大额净流出，非筹资环节资金缺口9.96亿元。

### (3) 筹资环节

2018~2020年及2021年第一季度，该公司筹资性净现金流分别为-17.68亿元、20.44亿元、-12.85亿元和0.17亿元，其中2019年大额净流入主要系公司发行鸿达转债。

## 4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	49.29	75.58	52.74	52.08
	34.85	44.96	29.45	28.94
其中：货币资金（亿元）	14.52	31.58	6.68	5.82
应收款项融资	-	-	7.35	7.13
应收账款（亿元）	17.53	19.49	19.10	19.18
预付款项（亿元）	4.87	10.05	7.21	7.22
其他应收款（亿元）	4.73	7.89	5.34	4.87
存货（亿元）	6.13	5.88	6.70	5.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	92.13	92.50	126.33	127.86
	65.15	55.04	70.55	71.06
其中：固定资产（亿元）	76.34	73.53	98.94	99.74
在建工程（亿元）	6.14	8.41	15.26	15.53
无形资产（亿元）	4.28	4.12	4.15	3.94
长期股权投资（亿元）	2.79	3.79	1.05	1.05
期末全部受限资产账面金额（亿元）	18.00	16.83	5.81	-
受限资产账面余额/总资产（%）	12.73	10.01	3.25	-

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

2020年末，该公司非流动资产为126.33亿元，较上年末大幅增长36.57%，占总资产的70.55%，主要系合并范围新增蒙华海电和中谷二期项目推进建设。同期末，公司固定资产较上年末增长34.55%至98.94亿元，主要系乌海化工和中谷矿业的化工基础设施，多为房屋及建筑物、机器设备，其中公司

机器设备的账面价值为 41.14 亿元，占固定资产的 41.59%，多数为专用设备，固定资产的整体变现能力较弱；在建工程较上年末大幅增长 81.54% 至 15.26 亿元，主要为中谷矿业二期项目 8.68 亿元、乌海化工 PVC 扩产项目 3.56 亿元；无形资产为 4.15 亿元，主要系土地使用权；长期股权投资较上年末减少 2.75 亿元至 1.05 亿元，主要系本年度联营企业蒙华海电纳入合并；其他非流动资产较上年末增加 4.56 亿元至 5.42 亿元，主要系预付工程款 1.63 亿元、预付设备款 1.42 亿元和其他与长期资产构建相关的预付款项 2.37 亿元。

2020 年末，该公司流动资产较上年末减少 30.21% 至 52.74 亿元，主要系货币资金较上年末大幅减少 24.90 亿元至 6.68 亿元，其中受限金额 5.76 亿元，可动用货币资金非常有限。同期末，公司应收账款为 19.10 亿元，坏账准备余额为 2.51 亿元，从构成看，前五大客户合计欠款余额为 5.80 亿元，占应收账款总额的 26.84%。此外，公司还有应收款项融资 7.35 亿元。2020 年末，公司存货较上年末增长 13.86% 至 6.70 亿元，主要以原材料及产成品库存为主，存货跌价准备余额为 0.13 亿元，因基础化工品及通用塑料价格波动频繁，存货面临一定跌价风险；预付款项较上年末大幅减少 28.28% 至 7.21 亿元，主要是预付货款，其中预付前五大供应商金额占比 36.43%；其他应收款较上年末减少 32.38% 至 5.34 亿元，主要系往来款，坏账准备余额为 1.19 亿元，前五大欠款方应收款占比为 9.70%。

根据审计报告披露，截至 2020 年末，该公司受限资产账面价值为 5.81 亿元。其中，受限货币资金为 5.76 亿元，作为保证金或被司法冻结；受限应收票据 0.05 亿元（票据质押），其他应收款 59.97 万元（司法冻结）。2021 年以来公司因债务逾期面临大量法律诉讼，预计受限资产规模将显著增长。

## 5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动比率	73.38%	108.24%	77.77%	79.47%
速动比率	56.99%	85.42%	57.27%	59.31%
现金比率	22.71%	45.80%	20.77%	22.18%

资料来源：根据鸿达兴业所提供数据整理

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 77.77% 和 79.47%；现金比率分别为 20.77% 和 22.18%，均大幅弱化，资产流动性紧张。公司可动用货币资金非常有限，现金资产对流动负债的保障程度很弱。

## 6. 集团本部财务质量

该公司本部主要承担股权投资、集团管控职能，本部营业收入规模很小，本部盈利主要为股权投资收益，2020 年净利润为 0.32 亿元，当年经营性净现金流为 -19.43 亿元。2020 年末，公司本部总资产为 87.97 亿元，主要由其他应收款 61.65 亿元和长期股权投资 18.49 亿元构成。同期末，公司本部负债总

额为 37.45 亿元，其中刚性债务约为 23.42 亿元，由 19.67 亿元可转债、1.24 亿元短期借款，一年内到期的长期借款 1.50 亿元和 1.00 亿元应付票据构成。公司本部账面货币资金非常有限，应收款项回收难度大，面临极大的偿债压力。

## 外部支持因素

根据企业提供资料，截至 2021 年 3 月末，该公司银行授信总额度为 78.55 亿元，已使用 53.28 亿元。但鉴于公司已出现部分借款利息和本金逾期的情况，再融资难度极大。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的可转换公司债券转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将以本次发行的可转债的票面面值的 118%（含最后一期年度利息）的价格赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在转股期内，公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次发可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

## 跟踪评级结论

该公司的氯碱化工产业链较为完备，核心原料电石自给能力较强，电力成本较低。跟踪期内，得益于 PVC 景气度高，价格上涨至历史高位，公司氯

碱业务盈利能力增强；贸易和电子交易物流业务受公司资金紧张和市场环境影响收入规模进一步收缩；土壤改良剂业务推进缓慢，收入持续下降。公司财务费用负担较重，近两年计提较多资产减值损失，对利润造成较大侵蚀。可转债募投项目中谷二期受疫情和公司流动性紧张影响，进度有所延后，在建项目后续投资资金来源存在较大不确定性。

该公司为民营上市公司，跟踪期内控股股东鸿达兴业集团及其一致行动人所持公司股票比例继续下降且大部分用于质押融资，因其债务违约，所持公司绝大部分股权被司法冻结及轮候冻结。公司流动性压力极大，未能按时偿付部分到期借款、利息和供应商欠款，导致部分子公司被列为失信被执行人，部分子公司股权被冻结。

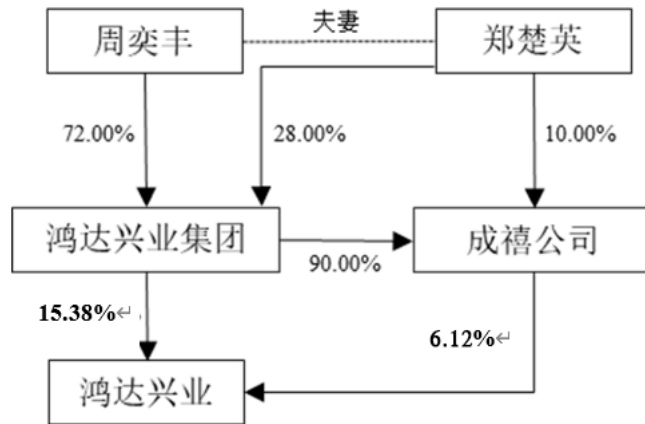
该公司已积累了较大规模的刚性债务，面临较大的偿债压力。受控股股东的债务违约事件影响，公司外部融资难度极大。跟踪期内公司已发生借款利息、本金逾期事项，流动性压力极大。部分债权人已经启动法律程序，公司面临大量法律诉讼。公司可动用货币资金非常有限，为保证生产经营，公司延期归还闲置可转债募集资金并继续用于补充流动性资金，对此 2020 年审计报告出具了强调事项。

鉴于（1）该公司流动性压力极大。公司刚性债务规模较大，可动用货币资金非常有限，新增融资难度极大；（2）债务逾期。跟踪期内公司未能按时偿付部分到期借款、利息和供应商欠款，面临大量法律诉讼，部分银行账户、子公司股权被司法冻结；（3）控股股东股权质押和冻结风险。控股股东鸿达兴业集团多笔债券和银行借款出现违约，其与一致行动人成禧公司将所持公司大部分股权用于质押，且多数已被法院轮候冻结。综上，新世纪评级决定调整公司主体信用等级为 **B**，调整展望为负面，债项信用等级为 **B**。



附录一：

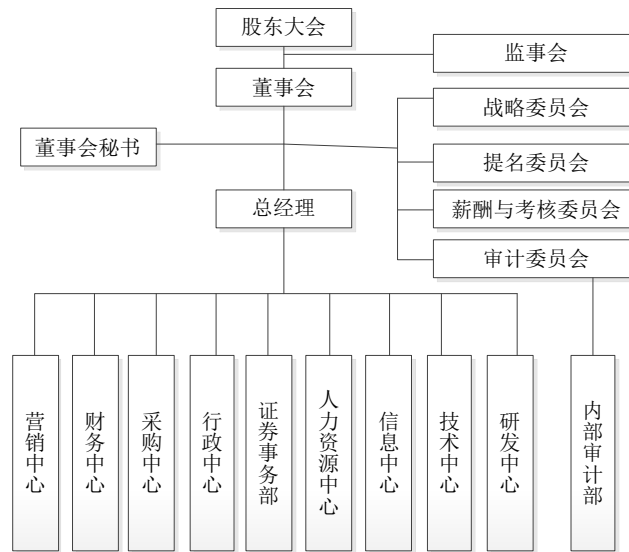
公司与实际控制人关系图



注：根据鸿达兴业提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据鸿达兴业提供的资料绘制（截至 2021 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	2020年(末)主要财务数据(亿元)					备注
					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)	
鸿达兴业集团有限公司	鸿达兴业集团	公司控股股东	—	化工、贸易	224.78	116.77	62.48	-16.81	15.07	
<b>鸿达兴业股份有限公司</b>	<b>鸿达兴业</b>	<b>本级</b>	—	化工	23.42	50.52	-	0.32	-19.43	

注：根据鸿达兴业、鸿达兴业集团 2020 年度审计报告附注整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	141.42	168.08	179.07	179.94
货币资金 [亿元]	14.52	31.58	6.68	5.82
刚性债务[亿元]	59.32	73.71	73.31	63.85
所有者权益 [亿元]	61.44	73.25	75.13	87.09
营业收入[亿元]	60.45	53.00	53.94	16.42
净利润 [亿元]	6.12	6.30	8.20	2.73
EBITDA[亿元]	14.93	14.51	17.84	—
经营性现金净流入量[亿元]	14.30	4.56	6.37	0.04
投资性现金净流入量[亿元]	-4.28	-8.05	-16.33	-1.06
资产负债率[%]	56.55	56.42	58.04	51.60
权益资本与刚性债务比率[%]	103.57	99.37	102.48	136.39
流动比率[%]	73.38	108.24	77.77	79.47
现金比率[%]	22.71	45.80	20.77	22.18
利息保障倍数[倍]	2.92	3.30	3.31	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	152.02	190.87	194.99	—
毛利率[%]	32.40	34.75	33.99	27.86
营业利润率[%]	12.49	14.04	18.78	19.31
总资产报酬率[%]	7.73	6.90	7.60	—
净资产收益率[%]	10.21	9.36	11.06	—
净资产收益率*[%]	10.28	9.43	11.14	—
营业收入现金率[%]	69.08	54.64	69.74	84.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	21.47	6.65	9.26	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.15	-4.00	-10.02	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.96	4.49	4.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.22	0.24	—

注：表中数据依据鸿达兴业经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、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 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。

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。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	6
		盈利能力	1
		公司治理	9
	财务风险	财务政策风险	10
		会计政策与质量	10
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	8
		流动性	10
	个体风险状况		5
	个体调整因素调整方向		下调
调整后个体风险状况		6	
外部支持	支持因素调整方向		下调
主体信用等级			<b>B</b>

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2019年11月11日	AA/稳定	刘佳、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2021年1月22日	BB/列入评级观察名单	-	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	本次评级	2021年5月28日	B/负面	刘佳、史奕晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	-
债项评级 (鸿达转债)	历史首次评级	2019年11月11日	AA	刘佳、杨亿	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2021年1月22日	BB/列入评级观察名单	-	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	<a href="#">公告链接</a>
	本次评级	2021年5月28日	B	刘佳、史奕晨	<a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">工商企业评级方法概论(2014)</a> <a href="#">工商企业评级模型(基础化工)MX-GS017(2019.8)</a>	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。



## 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。