



信用等级通知书

信评委函字[2016]G157号

浙江嘉化能源化工股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙江嘉化能源化工股份有限公司2016年绿色公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AA**。

特此通告。



二零一六年三月二十一日

浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	浙江嘉化能源化工股份有限公司
发行规模	不超过人民币 8 亿元，其中首期发行不超过人民币 6 亿元，设超额配售选择权
债券期限	不超过 5 年
债券利率	固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

嘉化能源	2013	2014	2015
所有者权益 (亿元)	18.62	28.72	34.43
总资产 (亿元)	41.49	50.08	58.77
总债务 (亿元)	14.28	15.77	13.36
营业总收入 (亿元)	23.30	33.85	33.91
营业毛利率 (%)	33.92	26.91	31.58
EBITDA (亿元)	7.31	10.27	11.39
所有者权益收益率 (%)	23.23	20.27	19.61
资产负债率 (%)	55.13	42.65	41.41
总债务/EBITDA (X)	1.96	1.54	1.17
EBITDA 利息倍数 (X)	7.97	11.94	18.76

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

高玉薇 ywgao@ccxr.com.cn

邹超 chzou@ccxr.com.cn

李白滔 bhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年3月21日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券”信用等级为 AA，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定浙江嘉化能源化工股份有限公司（以下简称“嘉化能源”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司优越的物流和区位优势；完善的产业链和循环经济体系；研究能力突出以及刚性债务压力小等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司面临原材料价格波动风险、进入光伏行业的风险等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 优越的物流和区位优势。公司地处的嘉兴港区区位优势交通条件优越，是“长三角”沪、苏、杭、甬地区的一个重要交通枢纽，同时嘉兴港具有海河联运的独特优势，把外海集疏运优势和内河水运成本低、能耗小的优势有机结合起来。
- 完善的循环经济产业链。依托中国化工新材料（嘉兴）园区，公司与周边企业在区域内形成外部循环经济产业链，同时公司内五大产业之间形成的内部循环经济产业链，充分发挥了化工和能源的循环经济优势，不仅仅充分利用化工生产过程中各种资源，降低成本，同时利用管输减少物流成本、降低安全环保风险。
- 研发能力突出。公司多年的技术创新投入，累计申请的专利达到 29 项（已获授权 25 项），公司相关产业得以迅速发展；2013~2015 年，公司连续三年被评为“浙江技术创新能力百强企业”。特别是邻对位产业的自主创新，多项发明专利核心技术的支撑，使得公司成为全国邻对位行业规模最大、技术最领先的制造商。

- 刚性债务压力小。截至 2015 年末，公司总债务为 13.36 亿元，总资本化比率为 27.96%，且 EBITDA 对债务本息的保障程度较强，其刚性债务压力小。

关 注

- 原材料价格波动风险。公司生产所需原材料包括煤炭、工业盐、棕榈仁油及硫磺、甲苯，其中煤炭和棕榈仁油等原材料市场价格波动较大，未来可能对其盈利能力造成一定的影响。
- 进入光伏行业的风险。根据公司规划，公司拟收购 5 家太阳能光伏电站项目公司 100% 股权进入新能源产业。由于光伏产业与公司现有业务相关性较低，未来可能对公司的管理带来一定挑战。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

浙江嘉化能源化工股份有限公司（以下简称“嘉化能源”或“公司”）更名前为华芳纺织股份有限公司（以下简称“华芳纺织”），系经江苏省人民政府苏政复[1998]6号文批准，由华芳集团有限公司（原华芳实业总公司，以下简称“华芳集团”）、张家港市塘桥福利毛织厂、张家港市青龙铜材厂、张家港市塘桥开花厂和张家港市光大电脑印刷厂共同出资，采用发起方式设立的股份有限公司，公司于1998年4月3日成立，原注册资本为12,500万元。

经中国证券监督管理委员会2003年4月28日证监发行字（2003）41号文核准，华芳纺织于2003年6月12日公开发行人民币普通股9,000万股，并于2003年6月27日在上海证券交易所上市挂牌交易。经中国证券监督管理委员会证监公司字[2007]114号文核准，华芳纺织于2007年7月向华芳集团发行人民币普通股1亿股，注册资本变更为31,500.00万元。

华芳纺织于2014年9月5日获取中国证券监督管理委员会《关于核准华芳纺织股份有限公司重大资产重组及向浙江嘉化集团股份有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可【2014】918号），同意华芳纺织以5.32元/股的价格定向增发收购浙江嘉化能源化工股份有限公司100%的股权。本次发行股份932,465,261股，发行后华芳纺织总股份数为1,247,465,261股；同时核准华芳纺织非公开发行不超过104,384,133股新股募集发行股份购买资产的配套资金。本次非公开发行股票面值为人民币1.00元，发行价为每股人民币8.50元，实际发行股份数量为58,820,000股，发行后华芳纺织总股份数为1,306,285,261股。

2014年12月16日，华芳纺织完成工商变更手续，吸收合并全资子公司浙江嘉化能源化工有限责

任公司（原浙江嘉化能源化工股份有限公司），名称由“华芳纺织股份有限公司”变更为“浙江嘉化能源化工股份有限公司”。

截止2015年12月31日，公司累计发行股本总数1,306,285,261股，注册资本为1,306,285,261.00元。公司的控股股东为浙江嘉化集团股份有限公司，实际控制人为管建忠。

中国化工新材料（嘉兴）园区是国内首家国家级化工新材料园区，嘉化能源在中国化工新材料（嘉兴）园区的循环经济产业链中发挥着基础和核心的作用。嘉化能源的主要产品包括蒸汽、氯碱、邻对位、脂肪醇（酸）和硫酸等。其中，热电联产是嘉化能源的业务核心。

截至2015年12月31日，公司总资产为58.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为34.43亿元，资产负债率为41.41%；2015年度，公司实现营业收入33.91亿元，净利润6.75亿元，经营活动净现金流5.06亿元。

本次债券概况

表 1：公司债券基本条款

基本条款	
债券名称	浙江嘉化能源化工股份有限公司2016年绿色公司债券
发行总额	本次债券发行总规模不超过人民币8亿元，其中首期发行不超过人民币6亿元，设超额配售选择权
债券期限	不超过5年
债券利率	固定利率，票面利率将根据网下簿记建档结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本次发行绿色公司债券的募集资金拟用于投资公司热电联产机组扩建项目

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过8亿元人民币，本次发行募集的资金拟投资项目如表2所示。

表 2: 本次债券募集资金用途

序号	项目名称	项目建设内容	项目投资总额 (亿元)	本次募集资金投入 总额(亿元)	备注
1	热电联产机组扩建项目	扩建 3 台 450 吨/时高温高压循环流化床锅炉和 2 台 45 兆瓦高温高压抽背式汽轮发电机组	12.95	8.00	公司通过非公开发行股份募集配套资金方式已经投入的资金为 4.74 亿元

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

热电联产机组扩建项目位于嘉兴乍浦开发区的中国化工新材料(嘉兴)园区内, 实施主体为浙江嘉化能源化工股份有限公司, 实施地点为公司现有厂区内, 实施主要内容为扩建 3 台 450 吨/时高温高压循环流化床锅炉和 2 台 45 兆瓦高温高压抽背式汽轮发电机组。

项目预计总造价 12.95 亿元。项目投资总估算包括工程需要涉及的热力系统、燃料供应系统、除灰渣系统、水处理系统、电气系统、热工控制系统、附属生产工程、脱硫脱硝装置系统等的建筑工程费用、设备购置费用、安装工程费用和其他费用, 以及 110kV 变电站扩建投资。根据工程建设的合理周期, 本期项目将分布实施, 计划在 2017 年底前全部建成投产。

热电联产是既产电又产热的先进能源利用形式, 与热电分产相比具有降低能源消耗、减少大气污染、提高供热质量、便于综合利用、改善城市形象、减少安全事故等优点, 使能量得到梯级利用, 减少能源损失, 是国内外公认的节能减排的重要手段。热电联产项目符合国家的产业政策, 是国家鼓励类建设项目, 具有广阔的发展前景。根据我国蒸汽供热规划的相关规定以及《关于嘉兴市集中供热与热电联产发展规划的批复》, 公司是经核准供热范围内(即包括嘉兴市乍浦经济开发区及周边区域)唯一一家蒸汽供热企业。公司的联电联产项目为嘉化工业园园区企业提供蒸汽供热配套, 园区内的蒸汽供热业务需求稳定增长, 具有稳定的发展空间。

嘉化能源已聘请了普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)对热电联产扩建项目进行了鉴证, 鉴证结果显示热电联产扩建项目符合中国金融学会绿色金融专业委员会发布的《绿色债券支持项目目录(2015 年版)》的相关要求。

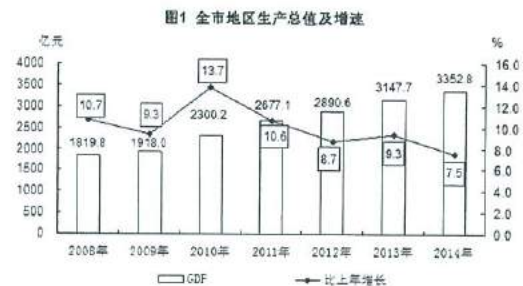
行业分析

嘉兴市经济概况

嘉兴, 位于浙江省东北部、长江三角洲杭嘉湖平原的腹心地带, 是长江三角洲重要城市之一。

2014 年, 嘉兴市生产总值(GDP)3352.80 亿元, 比上年增长 7.5%。其中第一产业增加值 145.14 亿元, 下降 0.2%; 第二产业增加值 1811.31 亿元, 增长 7.8%; 第三产业增加值 1396.35 亿元, 增长 8.0%。按常住人口计算, 人均生产总值为 73462 元(按年平均汇率折算为 11959 美元), 增长 7.2%; 三次产业结构调整为 4.3:54.1:41.6。

图 1: 2008 年~2014 年嘉兴市地区生产总值



资料来源: 嘉兴市统计局

2014 年, 嘉兴市工业增加值 1633.84 亿元, 比上年增长 7.9%, 占全市生产总值 48.7%。规模以上(主营业务收入 2000 万元以上)工业企业数 4623 家, 工业增加值 1328.26 亿元, 增长 7.7%, 其中重工业增加值 734.34 亿元, 增长 8.4%; 轻工业增加值 593.92 亿元, 增长 6.8%。全市规模以上工业战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业增加值分别增长 12.8%、11.7%和 15.7%, 占规模以上工业增加值比重分别为 39.6%、38.2%和 24.3%。

2014 年, 嘉兴市固定资产投资额 2221.21 亿元, 比上年增长 16.3%, 其中投资项目(单位)投资额 1695.49 亿元, 增长 21.2%; 房地产开发投资额 525.72 亿元, 增长 2.9%。在固定资产投资中, 第一产业投资额 25.14 亿元, 增长 52.4%; 第二产业投资额

1001.45 亿元, 增长 11.8%; 第三产业投资额 1194.62 亿元, 增长 19.7%。基础设施投资额 434.36 亿元, 增长 51.1%。

随着经济高速发展, 嘉兴市的财政收入保持较为稳定的增长。2014 年, 嘉兴市全市财政一般公共预算收入 568.09 亿元, 比上年增长 9.8%, 其中公共财政预算收入 307.07 亿元, 增长 8.8%。各级财政用于民生支出 255.2 亿元, 占一般公共预算支出的 76.2%。从全省 11 个地市排名看, 全市财政总收入和公共财政预算收入增幅分列全省第 3 和第 5 位, 分别比上年前移 2 位和 4 位。

总体来看, 嘉兴市地理位置优越, 整体经济实力较强, 经济总体保持平稳发展, 并具备较强的财政实力, 能够为公司经营发展提供有利的外部条件。

中国化工新材料（嘉兴）园区概况

中国化工新材料（嘉兴）园区位于浙江省嘉兴市平湖市乍浦经济开发区内, 一、二期规划面积各 4 平方公里, 是浙江省乍浦经济开发区的主要功能区块之一, 地处上海南翼, 杭州湾跨海大桥北端, 与上海、杭州、苏州、宁波（74 海里）距离都在 100 公里左右。园区于 2001 年被列为浙江省级化工园区, 是浙江省重点发展的三个化工园区之一, 2005 年, 园区被列为浙江省生态化建设与改造试点园区, 2006 年列为嘉兴市循环经济试点园区, 2008 年 7 月, 被正式命名为“中国化工新材料（嘉兴）园区”, 国内第一家以中国化工新材料冠名的化工园区。

园区重点发展以聚碳酸酯、硅材料、合成橡胶、环氧乙烷等为主导的化工新材料产业。英荷壳牌、日本帝人、德山化工、韩国晓星、韩国湖南石化、新加坡美福、以色列化工等一批国际知名企业已相继落户。2014 年, 中国化工新材料（嘉兴）园区进入中国化工园区前 10 强。目前, 园区集聚了一批国际、国内知名化工企业, 形成了以聚碳酸酯、硅材、合成橡胶、环氧乙烷等为特色的循环经济产业链。

2013 年, 园区实现规上工业总产值 532.63 亿元, 同比增长 29.8%, 顺利突破 500 亿元大关, 连

续第四年实现百亿级增长速度; 产生百亿企业 2 家, 10 亿元以上的企业 14 家; 同时在节能减排、安全环保上也保持了良好发展态势。

热电联产行业

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

热电联产与热电分产相比具有降低能源消耗、减少大气污染、提高供热质量、便于综合利用、改善城市形象、减少安全事故等优点, 使能量得到梯级利用, 减少能源损失, 能量总利用率可以达到 80%以上, 因此在世界各国都得到大力提倡, 特别是在经历了 20 世纪 70 年代的石油危机后, 热电联产受到了西方国家的重视, 从而加快了世界范围内热电联产的发展。

近年来, 我国政府越来越重视发展热电联产, 我国先后于 1997 年制定了《中华人民共和国节约能源法》等法规, 明确鼓励发展热电联产, 并于 2000 年由国家计委、国家经贸委、建设部、环保总局联合下发了指导我国热电联产发展的纲领性文件:《关于发展热电联产的规定》。2004 年 11 月国家发改委发布《节能中长期专项规划》, 将发展热电联产作为我国“十一五”期间组织实施的十项节能重点工程之一。

根据国家发展改革委员会能源局编制的《2010 年热电联产发展规划及 2020 年远景发展目标》, 到 2020 年全国热电联产总装机容量将达到 2 亿千瓦, 其中城市集中供热和工业生产用热的热电联产装机容量都约为 1 亿千瓦。预计到 2020 年, 全国总发电装机容量将达到 9 亿千瓦左右, 热电联产将占全国发电装机容量的 22%, 在火电机组中的比例为 37%左右。

氯碱行业

氯碱工业是以盐和电为原料生产烧碱、氯气、氢气的基础原材料工业，氯碱产品制造过程中除主要产品烧碱和液氯外，伴随的副产品有高纯盐酸、次氯酸钠和氢气。氯碱产品行业关联度大，其下游产品达到上千个品种，具有较高的经济延伸价值。它广泛应用于农业、石油化工、轻工、纺织、建材、电力、冶金、国防军工、食品加工等国民经济各命脉部门，在我国经济发展中具有举足轻重的地位。根据国家统计局统计，2014年我国烧碱产量3,180.1万吨，比上年增长7.9%，行业开工率81%。2014年烧碱新增产能213万吨，退出才能为153万吨，实现净增产能60万吨。根据中国氯碱工业协会统计，截止2014年底，中国烧碱产能达到3,910万吨，同比增长1.56%。其中离子膜烧碱产能3742万吨，占比96%；隔膜烧碱产能168万吨，占比4%。在市场和行业内部运行机制的共同作用下国内氯碱行业在产能增长的同时，落后产能淘汰和产业结构调整工作也在同步进行。2014年因装置搬迁或停产等原因退出的产能为153万吨，其中退出离子膜烧碱111万吨，退出隔膜烧碱42万吨。未来一段时间内，政策、能源、环境等成本要素仍将是影响不同区域、不同工艺路线的装置能力结构调整的重要因素。

截止2014年底，我国烧碱生产企业共175家。从全国整体产能的布局情况来看，华北、华东地区所占份额依然较大，其中，山东、江苏、浙江、天津、山西、河南、内蒙古、新疆、四川等省区是国内烧碱的主要产区。

2011年7月发布的《氯碱行业“十二五”规划》中提出氯碱行业总体发展目标是“十二五”期间实现氯碱产业结构优化升级，发展绿色产业，促进氯碱产业健康协调发展，逐步形成几个具有影响力的环境和社会又好好像氯碱产业集群；培育和扶持有优势的大中型骨干企业，形成若干具备国际竞争力的企业集团，并努力实现上下游一体化；通过调整逐步使我国氯碱行业走上规模大型化，经营集约化的发展方向。

氯碱工业产品广泛应用于工业生产的各个领域，与国民经济的发展密切相关。“十二五”期间我

国经济整体仍保持平稳较快发展，这是国内氯碱工业实现可持续发展的基础。下游需求仍保持一定的增速。作为基础化工产品，氯碱产品需求量与GDP增长率表现出一定的相关性，且波动幅度要大于GDP增长率波动幅度，未来我国经济预计将保持较高高速增长，氯碱产品消费有望随之增加。

邻对位行业

邻对位系列产品包括对甲苯磺酰氯、邻对甲苯磺酰氯、对甲苯磺酰胺、邻甲苯磺酰胺、邻对甲苯磺酰胺、对甲苯磺酰异氰酸酯、N-乙基邻对甲苯磺酰胺、邻硝基对甲苯磺基等产品甲苯，是以甲苯、氯磺酸等为主要原料，经过磺化反应合成的有机化工中间体，广泛应用于医药、农药、塑料、染料和涂料等行业，属于化学原料及化学制品制造业中的有机化学产品制造业子行业。有机化工中间体在化工行业中起到承上启下的重要作用，其既是基础化工原料的下游产品，又是医药、农药等精细化工产品的上游原料，具有品种繁多、合成路线选择性广、市场需求前景好、合成技术进展迅速等特点。

邻对位生产企业主要集中在中国，其次是韩国和印度部分公司。中国已经成为全球重要的有机化工中间体生产基地。我国行业内企业通常只生产其中一种或数种产品，并围绕相关产品在产业链上展开竞争。因此，国内生产邻对位系列产品的厂家并不多。

邻对位系列产品大部分在国内市场销售，其余则出口到美国、欧盟、南美及日本、印度等亚洲国家，但不同的产品，其应用前景也不尽相同。对甲苯磺酰胺、邻对甲苯磺酰胺、对甲苯磺酰异氰酸酯等产品，其需求量相对稳定，增长较慢；但近年来随着新医药产品和农药产品的不断开发，对甲苯磺酰氯在医药和农药行业的应用越来越多，需求呈现快速上涨的态势，发展前景较好。

脂肪醇（酸）行业

目前，以棕榈仁油、椰子油等为主要原料的天然脂肪醇（酸）已经成为食品、医药卫生和化妆品行业发展稳定的理想原料，发展势头十分强劲。据不完全统计，全球天然脂肪醇（酸）占洗涤剂醇总量的比重已从1988年的40%上升到2014年的50%

以上。

由于以脂肪醇（酸）为初始原料可以衍生种类繁多的表面活性剂和精细化学品。在我国脂肪醇（酸）及其衍生物的开发应用有着广阔的前景，国外工业用表面活性剂占表面活性剂总量的 60%，而我国仅占 30% 左右。我国工业应用面还比较窄，许多工业应用尚未开发和应用推广。

2012 年 1 月，国家工信部颁布的《轻工业“十二五”发展规划》中在推进关键核心技术创新与产业化中提出“要发展绿色、功能化表面活性剂制备技术”，在洗涤用品工业发展方向中提出“要加强洗涤剂中多功能、环保型表面活性剂和助剂的研究开发应用，开发油脂化工产品及其衍生物，促进可再生资源的充分利用”。从产业政策来看，脂肪醇（酸）行业将会进一步发展。

脂肪醇（酸）行业由于下游领域涉及较广，虽然近年来因原材料进口依赖程度高，受原材料价格波动等因素也面临一些发展中的问题，但随着我国经济的发展，以及社会对绿色环保化工产品和可再生资源的日益重视，加上高附加值下游化学品的不断开发和市场增长，脂肪醇（酸）的市场潜力正被逐步挖掘，行业将会迎来更大的发展机遇。

竞争实力

公司作为园区内基础化工和唯一蒸汽供应商，受益于园区的快速发展

公司是中国化工新材料（嘉兴）园区的第一家落户企业，是园区内整个循环经济产业链的基础化工和蒸汽供应商。公司生产的蒸汽、烧碱、盐酸、液氯、硫酸等产品基本能满足园区内其他企业的生产需求。

嘉兴港区化工园区是浙江省乍浦经济开发区的主要功能区块之一。园区于 2002 年被列为浙江省省级化工园区，是浙江省“十五”期间发展的三个重点化工园区之一。目前，英荷壳牌、日本帝人、岩谷气体、德山化工、三江化工、合盛硅业、庆安化工、赞宇科技、凯普化工、浙江信汇、韩国晓星化工、美福石化、鸿基石化、嘉兴石化、以色列化工、韩国湖石化学、浙江传化、泰地石化等一批国内外知名企业已相继落户。

依托于经济园区，公司将受益于园区循环经济圈的高速发展需求，同时，也从园区的快速发展中获得新的动力。

公司发展循环经济产业链，具有成本优势

公司形成了循环经济产业链的生产模式，不仅与园区内其他企业形成产业链配套和互补的外循环经济，同时，企业内部也实现了资源充分利用的内循环产业链。

公司热电联产装置所产生的电力可供氯碱装置生产使用，由于氯碱生产的主要成本是电力成本，使得公司相对于没有自产电装置的企业而言，成本优势明显。公司的邻对位和脂肪醇（酸）等化工新材料不仅能够充分利用水、电、汽等配套资源，而且基础化工产品为其提供了成本更低、输送便捷的配套原料，大幅降低了生产的成本。完整的循环经济产业链使公司的每一系列的单项产品都能通过配套优势增强各自的市场竞争力，又能通过产品的聚合效应提升公司的整体效益和综合实力。

研发能力突出，科技成果产业化成效显著

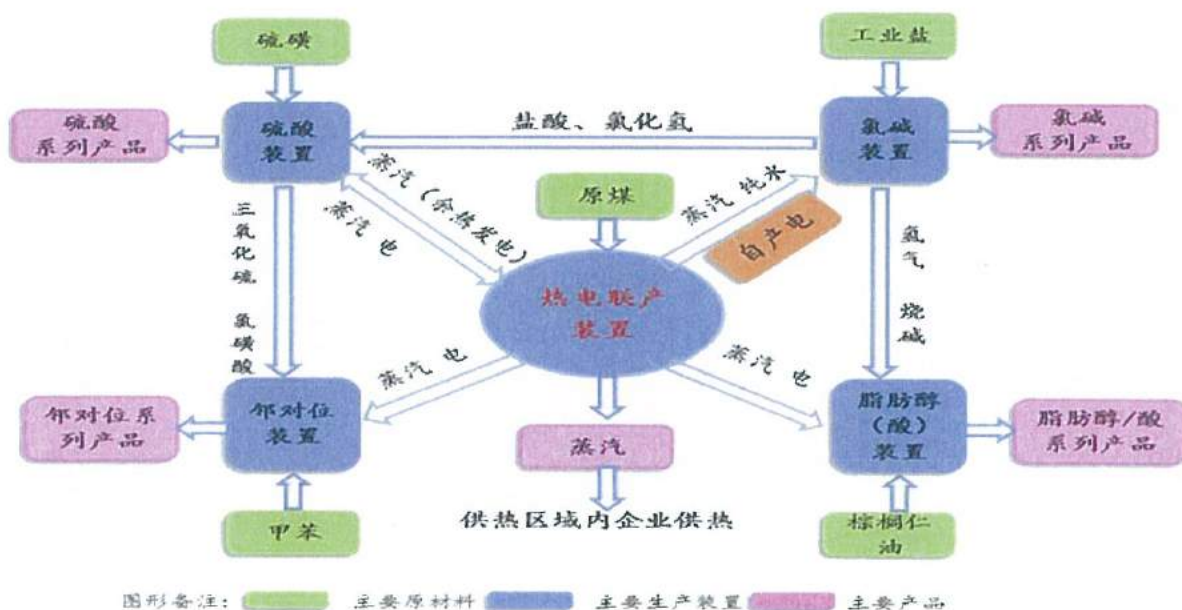
围绕公司五大业务板块，2015 年共进行了 14 项技术开发课题的攻关。创新平台建设同时迈上新台阶，公司“浙江省芳烃磺酸工程技术研究中心”在液体三氧化硫磺化等技术创新中取得了丰硕成果。2013-2015 年被浙江省科技厅批准为省级工程技术中心建设并获得资助，与省级“高新技术企业研发中心”一起，形成 2 个省级创新平台。截至报告期末，公司申请专利共计 29 项，已累计获得 25 项专利授权，其中获得授权发明专利 11 项，覆盖公司各产品系列。报告期内，公司牵头国家标准“天然脂肪醇”的修订、参与国家标准“氯磺酸”的修订。2015 年，公司连续第三年被评为“浙江技术创新能力百强企业”。

公司持续将科技创新作为产业转型升级的战略支撑，科技竞争力日益增强，科技成果产业化成效显著。2015 年公司技术创新实现新突破，被评为“嘉兴市科技领航大企业”。2015 年，以邻对位系列产品为主导的省级重大科技专项（厅市会商项目）——“邻、对甲基苯磺酰氯及其衍生产物清洁合成新工艺产业化技术研究”顺利实施完成并通过了省科

从公司的内循环经济表现模式来看，公司自设立以来，一直致力于循环经济的产业链构建（见图3），其主要产品包括蒸汽、氯碱、邻对位、脂肪醇（酸）和硫酸等。其中，热电联产是公司的业务核心，蒸汽是公司的最主要产品，同时热电联产的自产电的效益最终体现在氯碱产品之中。近三年公司

热电联产能增长，是公司收入和利润增长的重要驱动力。邻对位产品是基于硫酸产品的深加工产品，公司目前是国内最大的邻对位生产商，邻对位现已成为公司重要的收入来源和利润增长点。脂肪醇（酸）产品是氯碱产品的延伸，充分回收利用原被空放的氢气资源，于2013年9月正式投产。

图3：化工产品和能源循环利用的内部产业链



资料来源：公司年报，中诚信证评整理

总的来看，公司通过产品、副产品之间的循环利用，来实现资源、能源的综合开发和高效利用。完整的产业链使公司的各单项产品都能通过配套优势增强各自的市场竞争力，又能通过产品的聚合效应提升公司的整体效益和综合实力。

能源化工产品介绍

能源化工产品板块，公司主要生产并销售蒸汽、邻对位、脂肪醇（酸）、氯碱以及硫酸等系列化工产品，各产品的主要用途见表4，其中蒸汽主要作为加热及生产动力，而邻对位、脂肪醇（酸）、氯碱以及硫酸均为化学工业中非常重要的原料。

表4：公司循环经济的主要产品及其用途

产品名称	主要品种型号或类别	主要用途/应用领域
蒸汽	低、中、高压蒸汽	加热/加湿、产生动力、作为驱动等
邻对位	对甲苯磺酰异氰酸酯、对甲苯磺酸、对甲苯磺酰氯、邻甲苯磺酰氯、邻/对甲苯磺酰氯、对甲苯磺酰胺、邻甲苯磺酰胺、邻/对甲苯磺酰胺、2-硝基-4-甲磺基甲苯（干品）、2-硝基-4-甲磺基甲苯（湿品）、对甲磺基甲苯	是国民经济中一种非常有价值的重要的精细化工产品，广泛应用于生产化工、医药、染料、荧光颜料、涂料、香料、助剂、消毒剂、试剂、化妆品和树脂等一系列产品以及它们的中间体
脂肪醇（酸）	C6-8、C8-10、C12-14、C16、C16-18 脂肪酸；C8-10、C12-14 脂肪醇	公司以天然棕榈仁油为原料所生产的天然脂肪醇（酸）是制备表面活性剂、洗涤剂、增塑剂及其他多种精细化学用品的重要化工原料，广泛应用于日化、纺织、造纸、食品、医药、皮革等领域
氯碱	30%液碱、32%液碱、48%液碱、液氯	是国民经济的重要基本化工原料之一，主要用于轻工、化工、纺织、医药、冶金、石油等行业
硫酸	98%硫酸、精制98%硫酸、烟酸、液体三氧化硫、氯磺酸	是基本化学工业中重要产品之一，用于化肥、化工、冶金、石油、染料、制药等行业

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购

公司的主要原材料包括煤炭、工业盐、棕榈仁油、硫磺、甲苯。

为尽量减少原材料价格波动对经营业绩的影响，公司制定了不同的采购模式，尽最大努力降低采购成本。对于棕榈仁油，公司具有6个1.5万立方的棕榈仁油储罐，具有一定的储存能力，通过每天查询相关网站，并向主要几家生产棕榈仁油的外商询价，及时掌握影响棕榈仁油市场价格趋势的各种因素。对于硫磺，嘉化能源为保证生产优质的硫酸系列产品，并考虑到安全稳定环保节能，主要向能生产和提供高品质的液硫、固硫供应商及外贸进口商，通过询比(议)价和长单意向现货现谈的战略谈判相结合的方式采购。对于甲苯，主要通过电话、走访客户、了解港口情况和查询相关网站，并及时掌握国际油价的变动来掌握甲苯价格的变化，并通过询比价形式决定采购客户。

从近三年原材料采购数量来看，由于近三年化工各业务板块规模不断扩大，采购数量总体呈上升趋势。

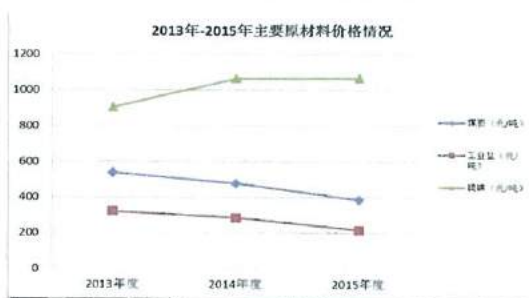
表 5：2013~2015 年原材料采购数量情况

原材料	2013	2014	2015
煤炭	103.98	98.60	128.64
工业盐	33.78	37.03	37.40
硫磺	8.78	9.32	9.42
甲苯	1.31	1.71	1.63
棕榈仁油	5.76	8.76	13.05

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

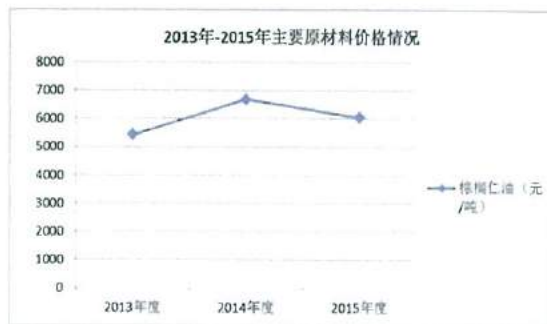
从近三年原材料采购价格趋势来看，煤炭和工业盐采购价格主要受宏观环境需求相对不足影响，总体呈下降趋势；硫磺价格相对比较平稳；棕榈仁油价格呈现一定幅度的波动。

图 4：2013~2015 年主要原材料采购价格情况



资料来源：公司提供

图 5：2013~2015 年棕榈仁油采购价格情况



资料来源：公司提供

生产及销售

公司根据发展战略制定利润导向或市场占有率导向的市场战略，采取“以销定产”和“以产定销”相结合的生产销售模式。在各生产厂根据生产装置能力的基础上，并会同对口的市场营销部根据其市场销售状况提出的产品销售计划确定最终生产计划。

公司销售模式以直销为主，除部分蒸汽产品通过化工园区的热力输送企业兴港热网进行销售，烧碱、脂肪醇(酸)等产品存在少量贸易商客户外，嘉化能源主要客户为下游生产制造商。

嘉化能源产品销售分为内销和外销，除邻对位产品存在出口外，主要产品以内销为主。

内销按销售方式，又分为管道销售和非管道销售，管道销售指通过中国化工新材料(振兴)园区的管廊销售输送给化工园区及周边企业。嘉化能源主要产品中，蒸汽产品全部为管道销售，氯碱、脂肪醇、硫酸等产品既有管道销售也有非管道销售，邻对位产品主要为非管道销售。

管道销售主要提供给化工园区及周边企业，对于管道销售的客户，嘉化能源会签订中长期销售合同。公司根据产销平衡原则确定生产计划并根据实

际情况微调；结算方面一般为月度结算，每月底双方通过仪表计量确认，再按销售合同付款结算。

非管道销售是主要提供给化工园区以外的企业，对于老客户，嘉化能源会签订年度意向合同，具体需求量及产品价格每月协商确定，对于新客户，嘉化能源基本为一单一签(现款结算)。结算周期一般为一月两次付款，月底结清。

外销形式为销售给贸易公司或直接出口，销售给贸易公司以人民币结算，直接出口以外币结算。直接出口结算方式包括电汇、信用证结算，结算周期一般 60 天左右。

蒸汽

公司以热电联产为核心的循环经济产业链实现了资源、能源的综合开发和高效利用，降低了产品的能耗和物料成本，提高了设备的运行效率，增强了公司各项业务的竞争力和企业的综合实力。公司供热范围为：西至和海路，北对沪杭公路，东至乍浦塘，南至杭州湾，涵盖了嘉兴港区和海盐大桥新区东部的所有工业用地。公司在批准的供热规划范围内具有集中供热专营权，是规划的供热区域内的唯一供热企业。

表 6：2013~2015 年公司蒸汽生产销售情况

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度
产能(万吨)	747.60	978	978
产量(万吨)	682.61	729.3	877.43
销售收入(亿元)	7.67	7.70	8.88
销量(万吨)	466.70	493.53	614.00
销售均价(元/吨)	164.26	155.99	144.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的热电装置采用的是国内外先进的高温高压循环流化床锅炉、抽背汽轮发电机组、膜法脱盐水装置技术，设备先进、技术优良，充分保障了对园区及周边企业的蒸汽供应。截至 2015 年末，蒸汽业务合计产能为 978 万吨/年。

根据嘉兴市热力规划，公司的蒸汽供热范围还涵盖了海盐大桥新区东部区域。目前，与嘉兴港区相邻的海盐大桥经济开发区也进入了快速发展阶段，将会对公司蒸汽业务带来良好的增长前景。

氯碱

公司是嘉兴、湖州两市唯一一家氯碱生产企业，产品主要辐射在江浙沪地区。公司的氯碱产品充分利用了公司热电联产自备发电的优势。由于氯碱行业作为耗电大户，电力成本占氯碱生产成本比重较高，因此公司凭借自备电与外购电差价的成本优势在市场竞争中占据有利地位。

公司目前氯碱系列产品生产能力为烧碱 29.7 万吨/年，引进了日本氯工程公司(ChlorineEngineers)的离子膜烧碱技术设备。公司的氯碱产品有：30%、32%、48%烧碱、液氯。2015 年度各类氯碱产品产量合计为 112.93 万吨。

公司通过园区产业链配套设施，将液氯通过管道输送到世界 500 强企业日本帝人化学等下游企业；副产品氢气通过管道输送至德山化工、合盛化工等下游企业以实现全部回收利用，有效解决氯碱产品的平衡问题和氢气产品的充分利用，实现企业的稳定发展。

表 7：2013~2015 年公司氯碱销售情况

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度
销售收入(亿元)	6.70	7.06	6.26
销量(万吨)	105.22	112.76	108.73
销售均价(元/吨)	636.90	626.40	575.38

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

氯碱下游用户为化工、印染、纤维等行业，近几年尤其是 2015 年，印染行业受国家 COD 排放指标的控制，开工率较低，烧碱市场的竞争比较激烈，在氯碱行业寻求从规模优势向竞争力优势转化的背景下，公司不断推进氯碱产品的下游利用和开发，实现转型升级，加快氯碱装置零极距改造，大力推进研发含氯衍生产品项目，做好“碱氯平衡”。从销量及销售价格来看，近三年公司氯碱业务成小幅波动，受市场影响较小。

硫酸

公司的硫酸装置工艺上充分体现了企业循环经济产业链的布局，利用烧碱副产盐酸生产氯磺酸，同时又为邻对位产品提供氯磺酸和三氧化硫等，从化工产品链上与氯碱、邻对位、硫酸镁装置形成产业配套，而且通过硫酸装置的余热回收发

电,实现了资源、能源的循环利用。公司目前硫酸系列产品生产能力为30万吨/年,所生产的硫酸主要产品包括:98%硫酸、105%硫酸、精制98%硫酸等,是国内首家全套引进美国孟山都工艺技术的企业,是浙北地区(嘉兴、湖州)精制硫酸最大生产商。

产品主要销售区域为园区、上海石化园区、宁波镇海工业园等,综合优势远远领先于单纯的硫磺制酸企业。

此外,公司与世界500强化工巨头巴斯夫建立起合作关系,目标为共同建造中国大陆领先的电子级硫酸生产基地。2015年度生产硫酸21.87万吨,销量为20.62吨。

邻对位

公司邻对位产品在产业链上是对氯碱、硫酸产品的深化、延伸,邻对位现已成为公司重要的收入来源和利润增长点。

公司目前邻对位系列产品生产能力为3万吨/年,拥有自主知识产权的三氧化硫磺化技术专利,为全国最大的邻对位产品生产商,其产品既在国内销售也对外出口,出口市场主要是欧盟、印度、美国、巴西和日本等国家,产品质量得到客户的高度认可。邻对位产品中的邻硝基是嘉化能源专为世界500强先正达公司定制的产品,该产品是高效选择性除草剂“米斯通”的中间体,未来发展前景较好。

表8: 2013~2015年公司邻对位生产销售情况

项目	2013年度	2014年度	2015年度
产能(万吨)	3	3	3
产量(万吨)	2.82	3.38	3.63
邻对位销售收入(亿元)	3.11	3.61	2.62
邻对位销量(万吨)	2.30	2.85	2.80
均价(万元/吨)	1.35	1.26	0.94

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

国内其他采取传统间歇工艺生产邻对位的企业,因成本与环保的劣势,多数减产或停产。公司邻对位装置具有较强的原料配套优势,成本及技术领先优势,公司的硫酸装置可为邻对位产品提供重要原料氯磺酸和三氧化硫,而且公司管道化的原料输送也大幅降低了原料装卸、输送的危险性,实现

了连续化生产,减少了污染排放。受原材料因素影响,邻对位销售均价呈下降趋势,但公司总体邻对位产品销量保持稳定上升势头。

脂肪醇

公司的脂肪醇(酸)产品不仅具有产业循环优势,而且质量、规模、区域等综合优势明显,生产脂肪醇(酸)所需的氢气来源于原氯碱装置被空放的氢气资源。

公司目前脂肪醇(酸)系列产品生产能力为20万吨/年,为国内单套规模最大的脂肪醇(酸)生产商。脂肪醇及其下游产品可广泛应用于日化、纺织印染、造纸、医药、皮革等领域,行业应用广泛,公司生产的天然脂肪醇(酸)具有良好的生物降解性特征,符合国家“绿色环保、清洁节约”的产业发展方向。

表9: 2013~2015年公司脂肪醇(酸)生产销售情况

项目	2013年度	2014年度	2015年度
产能(万吨)	6.77	20	20
产量(万吨)	5.41	15.56	22.21
销售收入(亿元)	3.78	13.07	9.30
销量(万吨)	5.36	15.83	15.09
销售均价(元/吨)	7,041.47	8,255.04	6,161.37

注:销量包含脂肪醇(酸)以及其他副产品

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

受经济下行影响,终端消费市场扩展有限,加上棕榈仁油等原材料价格波动频繁,公司脂肪醇业务面临经营一定的压力,公司脂肪醇(酸)业务2015年销售收入较2014年有所下降,但销量较为稳定。此外,公司通过采购和销售策略调整,控制脂肪醇业务的经营风险。

总体来看,公司依托化工园区内产业链配套优势和以热电联产为核心的内部循环经济产业链实现了资源、能源的综合开发和高效利用,降低了产品的能耗和物料成本,增强了公司各项业务的竞争力和企业的综合实力,同时,中诚信证评也关注到近年来原材料价格的波动及下游行业转型带来了部分业务的波动以及能源与化工业务客户集中度较高对公司未来业务带来的经营风险。

码头业务

为进一步提升公司的整体营运水平,推进公司外延式的发展,进入港口码头行业,2015年5月,嘉化能源以人民币7亿元人民币收购浙江乍浦美福码头仓储有限公司(以下简称“美福码头”)100%股权。

美福码头主要提供成仓储、中转服务,拥有3万吨级石化码头泊位及11.2万立方米储罐区。

仓储区共有油罐11座,其中汽油储存能力为52000m³(200000m³内浮顶罐1座、10000m³内浮顶罐2座、3000m³浮顶罐4座),柴油储存能力为60000m³(200000m³内浮顶罐2座、10000m³拱顶罐2座)。主要发油装置有装车台、装船泵及输送管道。

码头设计为一级液体化工专用码头,可靠泊装卸乙烯、丙烯、丁二烯、液化气、甲醇、MTBE、PX对二甲苯、燃料油、成品油等各类化工船舶,可靠泊载重吨达45,000吨以上的油轮及其他液体化工船。装卸区设3个泊位,总长261米码头装卸设备采用DN200-300mm输油臂共9台,每个泊位3台。油品管道扫线采用清扫球清管,扫线介质为氮气。装船泵有4台250GYU60型装船泵(汽、柴油各2台),用于装船。

2015年,美福码头实现船舶安全靠离423艘次,吞吐量达到264.6万吨。其中外贸船舶150艘次,120万吨;内贸船舶273艘次,144.6万吨。码头装卸货种主要为甲醇、燃料油、对二甲苯、乙炔、丙烯等。

总体来看,公司战略布局码头仓储行业的同时,提高了公司的营利能力,并有利于公司业务多元化发展,扩充公司规模和实力。

发展规划

公司以能源、化工双主业作为发展方向,以循环经济模式为发展的基础,充分利用资本平台,以技术的不断创新加速产业链深层次延伸,并大力布局新能源太阳能光伏产业,提高企业的核心竞争力;追求企业持续健康发展的同时,充分重视企业在建设资源节约型、环境友好型社会中的社会责任。

重视核心业务蒸汽供热产业的发展:热电联产

是嘉化能源的业务核心,蒸汽供热是公司产品销售收入和毛利的重要来源。未来结合嘉兴港区着力打造“千亿产业带、百亿企业群”的战略发展规划,嘉化能源将紧跟园区快速发展需求,大力发展热电联产,在推进热电联产募投项目建设的同时,积极规划未来蒸汽产业的大发展。同时,公司将充分利用上市公司这一资本平台,寻找与公司产业关联的热电和化工装置等合适标的物,适时进行收购整合,进行外延式扩张发展。

循环经济产业链的进一步延伸和发展,不断提高产品附加值:公司未来仍将坚持以循环经济产业链下资源、能源的综合利用为核心,进一步延伸产业链,充分发挥不同系列产品之间的协同效应和成本优势;不断进行节能降耗技术改造,进一步巩固和保持公司产品的成本优势和市场竞争力;不断提高公司产品附加值,促进产品结构升级和市场应用扩展。公司未来将规划发展氯碱下游产品,带动热电联产装置规模的提升,提高装置运行效率;进一步发展嘉化能源的邻对位特色产业,加大力度开发高附加值衍生产品,强化公司在该行业的龙头地位;围绕硫酸产业发展,公司已与世界500强巴斯夫公司达成战略合作,衍生硫酸产业的下游产品,生产高附加值的电子级硫酸,引入世界级企业的先进管理经验,为公司未来进入电子和新能源领域打下坚实的基础。

加快技术进步,推进装置转型升级,增加市场供给:公司将秉持积极进取与稳健发展相结合的原则,在充分利用现有竞争优势的基础上,一是加大研发投入,加快技术创新速度,保持并提升创新能力,为公司的持续发展增加活力,积极跟踪国内外最新技术的发展状况,做好新技术的引进、消化、吸收和创新;二是拓展细分市场,根据客户的需求调整 and 开发新产品,满足特定客户的需求,硫酸从主要生产工业硫酸向精制酸和电子酸方向转型,脂肪醇(酸)细化完善产品系列。通过供给侧的转型升级,增加市场供给,提升公司整体效益。

积极进军新能源太阳能光伏产业:中国是最大的能源消费国但常规能源储量有限,太阳能储量丰富而且潜在应用市场巨大,而光伏产品依靠技术进步和市场推动使成本下降到能与常规能源竞争的

水平,而且中国对民族光伏太阳能产品进行大力扶持和进行政策优惠和倾斜,使得太阳能光伏产业成为一个有着广泛发展前途和盈利前景广阔的朝阳产业。在这种利好形势下,我公司拟进军太阳能光伏产业,通过兼并收购等多种多样的形式快速布局太阳能光伏产业,以便于在这个有着一定发展前景的朝阳产业抢占制高点,以期成为双驱动之一的能源产业收益提供新的增长亮点。

公司已积极布局新能源光伏行业,2016年1月11日,公司2016年第一次临时股东大会审议通过了关于收购托克逊县金太阳光伏发电有限公司、龙井中机能源科技有限公司、铁门关市利能光伏发电有限公司、吉木乃海锦新能源科技发展有限公司、和静金太阳发电有限公司五家太阳能光伏企业100%股权,并向上述公司增资的议案。具体内容详见公司于2015年12月26日在指定信息披露媒体披露的相关公告。

公司治理

根据《公司法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求,公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会,建立了规范的公司治理结构。公司董事会由9位董事组成,其中独立非执行董事3名,公司董事会下设战略与发展委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会,为董事会重大决策提供咨询、建议,保证董事会议事、决策的专业化和高效化。公司监事会由2名股东代表监事和1名职工代表监事组成,公司监事会坚持对全体股东负责,按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》和《监事会议事规则》的规定,对公司依法运作情况、公司财务情况、投资情况进行监督检查,切实维护公司和全体股东的利益。公司自设立以来,股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律法规、公司章程和相关议事规则的规定进行运作并切实履行应尽的职责和义务,没有违法、违规的情形发生。

在风险控制方面,公司建立健全法人治理结构及内部控制相关制度。审计委员会对公司内部控制制度的执行以及重大事件、重大决策的风险管理进行有效的监督与评价。

在重大事项决策方面,公司建立健全法人治理结构,制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《关联交易管理办法》、《对外担保管理制度》、《对外投资管理制度》、《董事会秘书工作制度》等制度,规范各部门工作内容、职责和权限。

总体看,公司的治理结构较为完善,股东大会、董事会、监事会和高级管理层日常运作规范;内部控制体系可较好的保障了各项业务的顺利开展,日常管理规范有序。

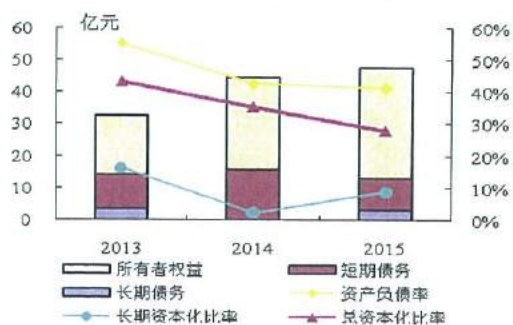
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经审计的立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的2013~2015年度审计报告。

资本结构

近年来,公司业务不断增长,同时,公司在2014年完成重大资产重组,非公开募集资金4.74亿元,使得公司的总资产规模扩大。2013~2015年公司总资产规模分别为41.49亿元、50.08亿元和58.77亿元,年均复合增长率19.02%。同期,得益于公司留存收益的积累,公司自有资本实力不断增强,近三年公司所有者权益分别为18.62亿元、28.72亿元和34.43亿元,年均复合增长率为36.00%。2013~2015年,公司总负债分别为22.88亿元、21.36亿元和24.34亿元,年均复合增长率为3.15%。负债规模较为平稳,同期资产负债率分别为55.13%、42.65%和41.41%,总资本化率分别为42.32%、35.16%和27.73%。整体来看,公司的负债率逐年下降,资本结构逐步优化。

图6: 2013~2015年公司资本结构分析

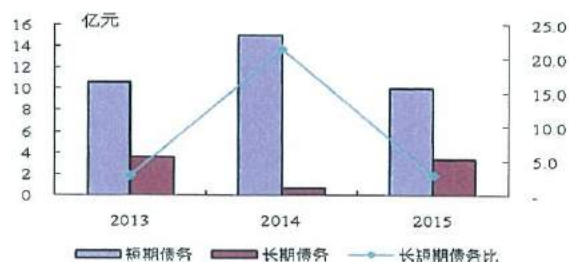


资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从资产结构来看,公司属于化工类企业的特性使得公司非流动资产占总资产比重较大,同时,由于公司2014年底非公开募集资金到位,公司流动资产的比例也有所提升。2013~2015年,公司流动资产总额分别为7.65亿元、17.28亿元和17.33亿元,同期占资产总额的比例为18.45%、34.50%和29.49%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、应收票据和存货构成,2014年,公司货币资金为10.13亿元,占流动资产比例为58.65%,主要是由于公司非公开募集资金的到位,导致公司货币资金增加。截至2015年底,公司货币资金、应收账款、应收票据和存货分别为5.06亿元、5.11亿元、3.98亿元和2.26亿元,分别占流动资产比例为29.22%、29.46%、22.96%和13.02%。其中,货币资金减少是因为2015年公司支付了收购美福码头的首笔股权收购款3.5亿元以及在固定资产上的投入;应收账款中,95.05%的账龄为3个月以内。截至2015年末,公司非流动资产为41.43亿元,占总资产比例为70.51%,其中,固定资产为28.57亿元,占比68.96%,主要为生产用的机器设备。总体来看,公司的资产结构较为符合公司的行业特征。

2013~2015年,公司总负债金额分别为22.88亿元、21.36亿元和24.34亿元。负债规模整体上涨。负债结构方面,公司主要以流动负债为主,2013~2015年,公司流动负债分别为18.89亿元、20.20亿元和20.66亿元,占总负债比例为82.56%、94.59%和84.91%。公司流动负债主要为短期借款和应付账款。短期借款基本为从银行获得的保证、质押借款。2013~2015年,公司非流动负债分别为3.99亿元、1.15亿元和3.67亿元,由长期借款构成,主要为信用借款。

图7: 2013~2015公司长短期债务情况



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看,受公司短期借款波动影响,公司长短期债务比变化较大。2013~2015年,公司短期债务分别为10.67亿元、15.07亿元和10.02亿元,同期,公司长短期债务比分别为2.96倍、21.53倍和3.00倍。公司2014年短期债务增加主要是由于公司销售收入增长较快,相应资金需求较大,随着2015年公司非公开募集资金到位,缓解了资金压力,故2015年末公司短期债务有所减少。

整体上看,公司资产规模逐年上升,但公司债务主要以短期债务为主,资产流动性有待加强,面临一定的流动性压力。不过,公司财务杠杆水平在逐年优化,同时,自有资本也在逐年增加,公司的财务实力稳步提升。

盈利能力

受益于所处园区的加速发展,公司的营业收入逐年增长。2013~2015年,公司实现营业总收入分别为23.30亿元、33.85亿元和33.91亿元,年均复合增长率为20.66%。从收入结构上来看,公司收入主要来自于蒸汽业务、氯碱业务和脂肪酸/醇产品。2015年5月,公司收购美福码头全部股权,因此新增了码头业务收入。

毛利率方面,公司总体毛利率水平保持平稳。蒸汽业务的毛利增长较为明显,主要是由于2015年煤炭价格下降较为明显,企业成本降低,而煤电联动对蒸汽价格的调整有一定滞后性,蒸汽价格的调整晚于煤炭价格,其次公司在2015年新增了部分高压蒸汽的销量,高压蒸汽相对毛利率较高,拉高了蒸汽业务的平均毛利率。2013~2015年,公司蒸汽业务的毛利率分别为33.45%、33.21%和38.07%。同期脂肪酸/醇产品业务的毛利率分别为24.26%、8.03%和11.41%,由于生产脂肪醇(酸)

的原材料棕榈仁油从东南亚购入，2014 年下半年棕榈仁油市场价格下滑，直接导致公司脂肪醇(酸)出厂单价下跌，但由于运输时间较长，公司采购成

本滞后于原材料市场价格变化，因此毛利率萎缩较为明显。

表 10：2013~2015 公司收入构成及毛利情况

单位：亿元

产品名称	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
蒸汽	8.88	38.07%	7.70	33.21%	7.67	33.45%
氯碱	6.26	42.35%	7.06	40.45%	6.70	36.93%
脂肪酸/醇产品	9.30	11.41%	13.07	8.03%	3.78	24.26%
邻对位	2.62	42.87%	3.61	41.26%	3.11	41.57%
硫酸	0.83	19.93%	0.75	14.55%	0.65	11.71%
氢气	0.31	93.64%	0.32	93.80%	0.29	88.86%
码头业务	1.10	87.77%	-	-	-	-
其他	4.62	23.33%	1.34	55.55%	1.10	28.86%
合计	33.91	31.58%	33.85	26.91%	23.30	33.92%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，随着公司业务规模的扩大，公司期间费用也呈现相应增加。2013~2015 年，公司期间费用总额分别为 2.88 亿元、2.71 亿元和 3.15 亿元，占营业收入的比重分别为 12.37%、7.99%和 9.27%。2015 年，公司销售费用为 0.45 亿元，主要为运杂费构成，较上年增加主要是由于业务规模扩大导致运输成本增加；财务费用 0.76 亿元，主要由利息支出和汇兑损益构成，较上年增长是由于公司采用 90 天信用证结算的方式进口棕榈仁油原料，人民币汇率下跌产生了较高的汇兑损失；管理费用为 1.94 亿元，占三费中的 61.59%。总体来看，公司期间费用占营业收入比重较为平稳，说明公司有较好的费用控制能力。

表 11：2013~2015 公司期间费用分析

单位：亿元

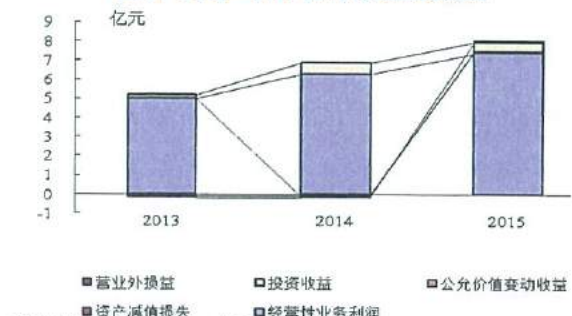
	2015	2014	2013
销售费用	0.45	0.39	0.38
管理费用	1.94	1.67	2.20
财务费用	0.76	0.65	0.30
三费合计	3.15	2.71	2.88
收入占比	9.27%	7.99%	12.37%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，经营性业务利润构成公司利润总额的主要部分。经营性业务利润方面，受益于公司的业务扩张带动营业收入的增长，以及公司具备较为稳定的盈利空间和良好的费用控制能力，

2013~2015 年，公司分别实现经营性业务利润 5.02 亿元、6.28 亿元和 7.42 亿元，年均复合增长率为 21.60%，体现了公司良好的主业盈利能力和成长性。同期，公司投资收益分别为 0.18 亿元、0.59 亿元和 0.51 亿元，对利润总额形成了一定的补充。2013~2015 年，公司利润总额分别为 5.04 亿元、6.77 亿元和 8.0 亿元，年均复合增长率为 25.98%。

图 8：2012~2015 公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，受益于公司所依托的园区高速发展，公司的营业收入也相应增加，同时，公司毛利空间稳定，盈利能力将不断增强。

偿债能力

2013~2015 年，公司总债务规模分别为 14.28 亿元、15.77 亿元和 13.36 亿元。公司基本以短期债务为主，主要为短期借款。

从获现能力来看，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成，2013~2015 年，公

司 EBITDA 分别为 7.31 亿元、10.27 亿元和 11.39 亿元。获现能力逐年增强。偿债能力指标方面，EBITDA 对总债务的覆盖能力偏弱，而对利息支出则能完全覆盖。2013~2015 年，公司总债务/EBITDA 分别为 1.96 倍、1.54 倍和 1.17 倍，同期，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 7.97 倍、11.94 倍和 18.76 倍。



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，公司的业务规模在平稳增长，形成的现金流也相应增加。2013~2015 年，公司经营活动净现金流分别为 3.78 亿元、3.34 亿元和 5.06 亿元。现金流偿债方面，2013~2015 年经营活动净现金流/总债务分别为 0.26 倍、0.21 倍和 0.38 倍。经营活动净现金流利息保障系数分别为 4.12 倍、3.88 倍和 8.33 倍。总体来看，公司 EBITDA 和经营活动净现金对债务本息偿付有一定的保障能力。

表 12：2012~2015 年公司主要偿债指标

指标	2013	2014	2015
总资产 (亿元)	41.49	50.08	58.77
总债务 (亿元)	14.28	15.77	13.36
资产负债率 (%)	55.13	42.65	41.41
总资本化比率 (%)	43.42	35.45	27.96
经营活动净现金流 (亿元)	3.78	3.34	5.06
经营活动净现金/总债务 (X)	0.26	0.21	0.38
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.12	3.88	8.33
EBITDA (亿元)	7.31	10.27	11.39
总债务/EBITDA (X)	1.96	1.54	1.17
EBITDA 利息倍数 (X)	7.97	11.94	18.76

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

或有负债方面，公司及其子公司嘉兴市港区艾格菲化工有限公司（以下简称“艾格菲”）与浙江秀州建设有限公司（以下简称“秀州建设”）发生工程施工合同纠纷，公司于 2015 年底账面计提了 0.03

亿元预计负债。截止报告披露日，该案件尚在审理过程。截至到 2015 年 12 月 31 日，公司对合并范围外公司担保金额为 2 亿元，占净资产的 5.81%，无对合并范围内子公司担保的情况。

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司在金融机构的授信额度总额为 31.09 亿元，其中已使用授信额度 14.27 亿元，未使用额度 16.82 亿元。

整体而言，公司资本实力强，财务结构稳健，随着公司业务的逐渐扩张以及转型升级，公司未来盈利能力不断增强。但中诚信证评也将谨慎关注近期市场需求变化可能对公司运营产生的影响。

结论

综上，中诚信证评评定浙江嘉化能源化工股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；评定“浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券”信用等级为 AA。

关于浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016年绿色公司债券的跟踪评级安排

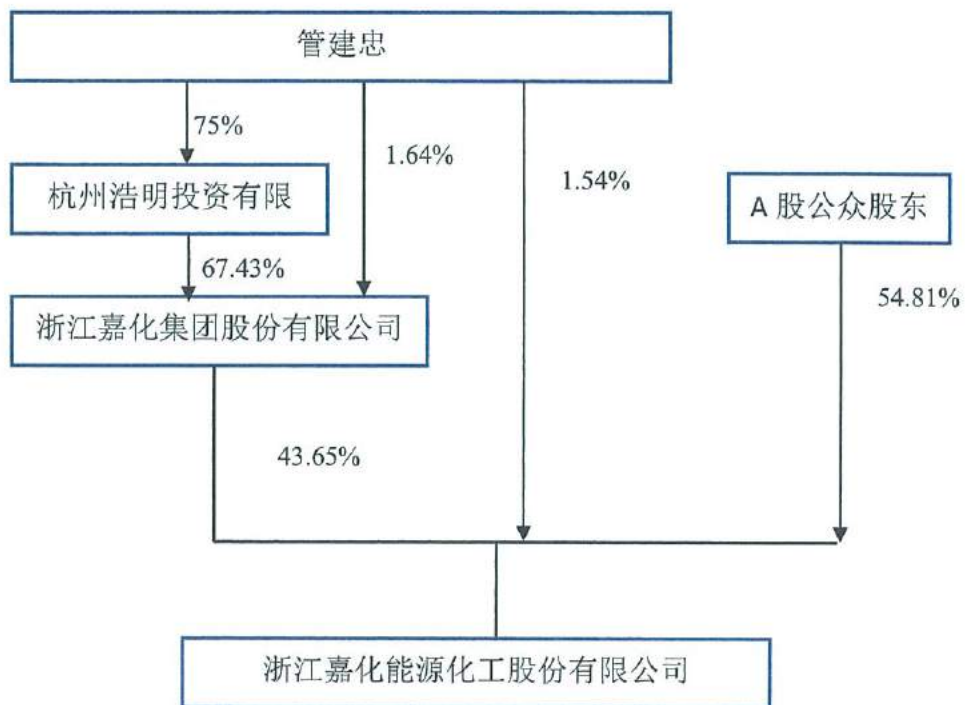
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券公司外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

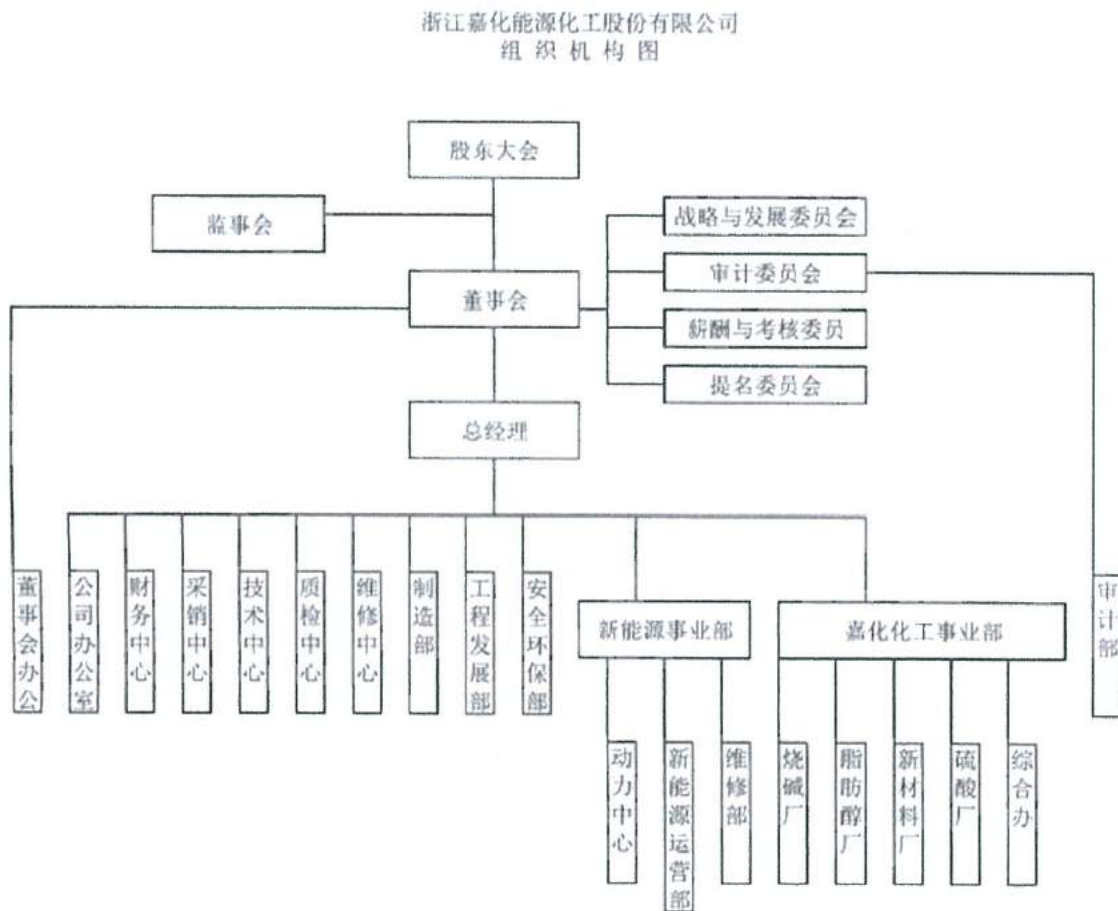
公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：浙江嘉化能源化工股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：浙江嘉化能源化工股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：浙江嘉化能源化工股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2013	2014	2015
货币资金	16,598.13	101,318.12	50,645.20
应收账款净额	13,916.13	24,893.15	51,067.72
存货净额	15,103.21	20,737.60	22,565.28
流动资产	76,544.48	172,763.21	173,342.92
长期投资	11,142.71	5,385.01	2,508.78
固定资产合计	310,867.20	308,089.83	346,758.60
总资产	414,915.23	500,781.18	587,713.34
短期债务	106,731.18	150,712.21	100,212.13
长期债务	36,100.91	7,000.00	33,400.00
总债务 (短期债务+长期债务)	142,832.09	157,712.21	133,612.13
总负债	228,758.48	213,592.63	243,376.35
所有者权益 (含少数股东权益)	186,156.76	287,188.55	344,336.99
营业总收入	232,958.05	338,539.00	339,133.03
三费前利润	78,967.06	89,862.72	105,611.00
投资收益	1,845.39	5,900.14	5,060.66
净利润	43,238.99	58,205.16	67,529.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	73,050.32	102,700.61	113,910.68
经营活动产生现金净流量	37,778.54	33,378.35	50,560.98
投资活动产生现金净流量	-34,666.52	-4,773.54	-60,133.13
筹资活动产生现金净流量	-705.77	21,412.40	-11,905.41
现金及现金等价物净增加额	2,489.36	49,429.13	-21,139.81
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率 (%)	33.92	26.91	31.58
所有者权益收益率 (%)	23.23	20.27	19.61
EBITDA/营业总收入 (%)	31.36	44.09	33.65
速动比率 (X)	0.33	0.75	0.73
经营活动净现金/总债务 (X)	0.26	0.21	0.38
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.35	0.22	0.50
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.12	3.88	8.33
EBITDA 利息倍数 (X)	7.97	11.94	18.76
总债务/EBITDA (X)	1.96	1.54	1.17
资产负债率 (%)	55.13	42.65	41.41
总资本化比率 (%)	43.42	35.45	27.96
长期资本化比率 (%)	16.24	2.38	8.84

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

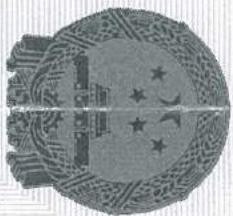
等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关敬如

注册地址：上海市青浦区新业路539号1幢968室

编号：ZPJ001

中国证券监督管理委员会(公章)

2012年1月20日





营业执照

注册号 310229000312932

证照编号 29000000201407221360

名称 中诚信证券评估有限公司
 类型 一人有限责任公司(法人独资)
 住所 青浦区新业路599号1幢968室
 法定代表人 关敬如

注册资本 人民币5000.0000万元整

成立日期 1997年8月20日

营业期限 1997年8月20日至2017年8月19日

经营范围 证券市场资信评级, 贷款企业资信等级评估, 企业资信评价服务, 实业投资, 资产管理, 金融咨询, 企业形象策划, 企业咨询服务, 电子高科技产品开发经营, 附一分支。
 【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】



登记机关



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李白涵，证件号码:332528199001080421，于2011年11月27日参加证券市场基础知识考
试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011113104901601

2011年11月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



李白涵，证件号码:332528199001080421，于2014年10月19日参加证券投资分析考
试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

20141031804963031

2014年10月



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



高玉薇，证件号码:330623197105120021，于2015年03月29日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504311692433031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



高玉薇，证件号码:330623197105120021，于2015年03月28日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201504311625208031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邹超, 证件号码:612401198710121174, 于2009年05月24日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009053104569304



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



邹超, 证件号码:612401198710121174, 于2009年03月15日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2009033102348101

