信用等级公告

联合[2018] 1860 号

联合资信评估有限公司通过对中国昊华化工集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国昊华化工集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“17 昊华 CP002”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中国昊华化工集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17昊华CP002	5亿元	2018/07/28	A-1	A-1

评级时间：2018年7月24日

财务数据

项　目	2015年	2016年	2017年	18年3月
现金类资产(亿元)	23.17	25.24	28.40	24.88
资产总额(亿元)	147.12	136.47	141.02	143.89
所有者权益(亿元)	52.66	44.52	45.93	46.16
短期债务(亿元)	58.29	47.05	31.04	32.58
长期债务(亿元)	7.43	11.44	25.16	24.98
全部债务(亿元)	65.72	58.49	56.20	57.55
营业收入(亿元)	76.20	50.89	51.91	12.61
利润总额(亿元)	-1.28	2.45	1.74	0.36
EBITDA(亿元)	6.80	9.10	8.84	--
经营性净现金流(亿元)	5.40	4.52	5.27	0.14
营业利润率(%)	17.98	24.04	20.78	23.56
净资产收益率(%)	-3.46	4.01	2.24	--
资产负债率(%)	64.20	67.37	67.43	67.92
全部债务资本化比率(%)	55.52	56.78	55.02	55.49
流动比率(%)	111.44	106.00	135.09	135.39
经营现金流动负债比(%)	6.77	6.18	8.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.67	6.43	6.36	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.28	2.87	2.58	--

注：2018年第一季度财务数据未经审计；
2015年财务数据采用2016年财务报告期初调整数.

分析师

唐　岩　孙　鑫
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国昊华化工集团股份有限公司（以下简称“昊华股份”或“公司”）的评级反映了跟踪期内，作为中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工集团”）的控股子公司，公司在股东支持、产品质量、科技研发等方面具有较强的竞争优势，2017年，公司收入规模同比小幅提升，氟化工板块毛利率大幅提高，债务结构有所改善。同时，联合资信也关注到，清平磷矿停产、原材料成本提升导致公司精细化工板块毛利率下降、期间费用对经营利润侵蚀严重、非经常性损益对利润总额影响大等因素对公司信用基本面产生的不利影响。

未来，随着公司主要在建项目的完工投产，公司技术水平及产能将进一步提升，产品结构有望将进一步丰富。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持中国昊华化工集团股份有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“17昊华CP002”的信用等级为A-1。

优势

1. 公司作为中国化工集团的科技业务板块和专业公司之一，科研能力突出，技术优势明显。
2. 中国化工集团在资产重组、对外担保等方面给予公司一定支持，有利于公司长期发展。
3. 公司产品具有多品种，小批量，高附加值的特点，产品种类较为丰富，主要产品毛利率水平较高。

关注

1. 跟踪期内，公司清平磷矿停产、原材料成本提升，导致精细化工板块毛利率下降。
2. 公司部分产品销售对军方装备采购依赖大，相应产品产能利用率较低。
3. 公司其他应收款规模大，关联方资金占用明显。

4. 公司科技型企业特征明显，研发费用较高导致管理费用规模大，期间费用对经营利润侵蚀明显，影响公司整体盈利能力；非经常性损益对利润总额贡献明显。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国昊华化工集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国昊华化工集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国昊华化工集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国昊华化工集团股份有限公司（以下简称“昊华股份”或“公司”）前身为中国昊华化工（集团）总公司（以下简称“昊华总公司”），成立于1993年2月，是经国家经贸企【1992】639号文批准组建的全民所有制国有独资企业。昊华总公司曾先后隶属于原化学工业部、原国家石油和化学工业局，1999年政企脱钩后，先后归属原中共中央大型企业工作委员会和国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）管理。2004年5月，中国化工集团公司组建后，昊华总公司成为其全资子公司。

2012年，根据国资改革【2012】17号文件批准的昊华总公司重组改制方案，中国化工集团公司联合光大金控化工投资有限公司（以下简称“光大化工”）作为共同发起人，将昊华总公司改制设立为股份公司。2012年6月，昊华股份成立，注册资本为42.21亿元。中国化工集团有限公司以昊华总公司的净资产44.94亿元出资，按65%的比例折为昊华股份的发起人股份29.21亿股；光大化工以人民币20亿元出资，按65%的比例折为昊华股份的发起人股份13亿股。中国化工集团有限公司和光大化工的持股比例分别为69.20%和30.80%。2014年11月6日，光大化工将持有公司的全部股份转让给嘉兴丽泰投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴丽泰”），公司股东变更为中国化工集团有限公司和嘉兴丽泰，持股比例分别为69.20%和30.80%。截至2018年3月底，公司注册资本为42.21亿元，中国化工集团有限公司为公司实际控制人，最终控制人为国务院国资委。

公司目前主营业务主要包括氟化工、精细化工和特种橡胶制品。

截至2017年底，公司资产总额为141.02亿元，所有者权益为45.93亿元（其中少数股东权益11.55亿元）；2017年，公司实现营业收入51.91亿元，利润总额1.74亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额为143.89亿元，所有者权益为46.16亿元（其中少数股东权益11.52亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入12.61亿元，利润总额0.36亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区小营路19号；法定代表人：胡冬晨。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2017年7月发行“17昊华CP002”，额度5.00亿元，募集资金全部用于偿还到期的银行借款和债务融资工具。截至目前，募集资金均已按规定用途使用完毕。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17昊华CP002	5.00	5.00	2017/07/28	2018/07/28

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民

消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，

占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 氟化工

氟化工行业是化工行业的一个子行业，该行业由于产品品种多、性能优异、应用领域广，成为一个发展迅速的重要行业。目前氟化工已成为我国战略性新兴产业的重要组成部分，对促进中国制造业结构调整和产品升级起着十分重要的作用。

氟化工行业又可分无机氟化工和有机氟化工两大行业。无机氟化工行业是化工行业的重要组成部分，其产品是机械、电子、冶金等行业的重要原料和辅料。在无机氟化物中，作为铝电解工业生产原料的氟化铝、冰晶石等氟化盐产品占总生产量的绝大部分，其他产品产量较少。有机氟化工产品以其耐化学品、耐高低温、耐老化、低摩擦、绝缘等优异的性能，广泛应用于军工、化工、机械等领域，已成为化工行业中发展最快、最具高新技术和最有前景的行业之一。

中国氟化工经过 50 多年的发展取得了很大进步，形成了年销售额约 200 亿元的市场。基础氟化工产品氢氟酸和氟化铝生产能力、产量均位居世界第一，已经成为初级氟化工产品的生产大国和出口大国，氟烷烃中的二氟一氯甲烷（F22）、氢氟烃（HFC）、聚四氟乙烯（PTFE）的生产能力、产量位居世界第一。氟聚合物中氟橡胶生产能力、产量位居世界第二；含氟专用化学品的生产与出口总量已在国际市场上具备了一定竞争力；大宗单体技术、通用级产品产能、质量已接近或达到国际先进水平。

行业政策方面，工信部于 2011 年 2 月发布了《氟化氢行业准入条件》，重点提出新建生产企业的氟化氢总规模不得低于 5 万吨/年，新建氟化氢生产装置单套生产能力不得低于 2 万吨/年。2011 年 4 月底发布的《氟化工产业调整指导目录（2011）》中，除电子级及湿法磷酸配套外，新建氟化氢装置已被列入限制类项目，5000 吨/年以下工艺技术落后和污染严重的氢氟酸装置被列为淘汰类。这一政策举措有利于抑制中国氟化氢产能过剩的局面。2012 年 5 月，工

信部发布《氟化氢行业准入公告管理暂行办法》，具体规定了申报企业的条件、审查范围、公示情况、监管内容等。同时，还提出将对符合准入条件的氟化氢生产企业实行动态管理，对不能保持准入标准的企业，将按规定撤销其准入资格。

近年来，受国内经济增速持续放缓影响，中国氟化工行业则呈现低水平重复建设、结构性产能过剩、中高端产品依赖进口等不良局面，加剧了中国氟化工行业恶劣竞争的态势。目前中国从事氟化工的企业有 1000 多家产值超 300 亿元产能超 500 万 t/a 产量达到 350 万 t/a 以氟化工基础产品和通用产品为主，总产量占全球的 45%~50%，销售额约占全球的 30%。国内市场中高端产品需求仍依靠进口，主流产品和高端产品在国内应用有待开发和拓展。

2016 年下半年以来，房地产销售增长拉动大家电尤其是空调销量回升，氟化工产品下游需求转暖。2017 年，氟化工产品价格受到上游原材料上涨和下游需求回暖影响逐步上涨，产品涨幅整体达 15%，部分产品涨价幅度达 30%。行业产能利用率上升到 60%。

未来发展方面，为避免工业产品中的氟氯碳化物给臭氧层带来的破坏，1987 年联合国制定了《蒙特利尔议定书》。按照规定，国际社会应采取行动淘汰这些物质，加强研究和开发替代品。按照中国履约承诺，2013 年需将含氢氯氟烃物质（HCFCs）生产和消费分别冻结到 2009 年至 2010 年的平均水平，2015 年含氢氯氟烃物质生产消费将削减冻结水平的 10%，到 2030 年除保留少量维修用途外将实现全面淘汰。面临政策压力，氟化工企业的出路在于转型升级，开发出技术水平更高、更环保的产品。

总体看，中国氟化工经过多年发展已取得一定成就，但仍存在技术含量低、产业结构不合理、受经济下行影响严重等问题，转型升级是氟化工的发展方向。

2. 精细化工

精细化工是当今化学工业中最具活力的新兴领域之一，是新材料的重要组成部分。精细化工产品种类多、附加值高、用途广、产业关联度大，直接服务于国民经济的诸多行业和高新技术产业的各个领域。大力发展精细化工已成为世界各国调整化学工业结构、提升化学工业产业能级和扩大经济效益的战略重点。精细化工率（精细化工产值占化工总产值的比例）的高低已经成为衡量一个国家或地区化学工业发达程度和化工科技水平高低的重要标志。

目前，精细化工已成为中国化学工业中一个重要的独立分支和新的经济效益增长点，现已形成了约 20～25 个门类。其中，农药、染料、涂料、试剂、感光材料、化学医药等行业有了相当发展规模。此外，在饲料添加剂、食品添加剂、工业表面活性剂、水处理化学品、造纸化学品、皮革化学品、油田化学品、电子化学品、生物化工、功能高分子等行业也初具规模。

中国精细化工工业在发展的同时，一些问题也日益显露出来。特别是科研开发体制改革进展缓慢，重复建设严重，低档产品居多，精细化率低，附加值不高，企业规模小，集中度低，资源配置效率不高等严重制约了行业的进一步发展和品质的提高。

总体看，精细化工的发展对于中国经济建设具有重要作用。经过数年发展，中国精细化工已取得一定成就，但仍存在技术含量低、产业结构不合理等问题。

六、基础素质分析

公司是中国化工集团有限公司的科技业务板块和专业公司之一。

截至 2015 年 6 月，公司将原有 5 家氯碱企业（河北盛华化工有限公司、黑龙江昊华化工有限公司、四平昊华化工有限公司、昊华宇航化工有限责任公司、德州实华化工有限公司）全部剥离；同时与中国化工集团有限公司内其他科研院所进行业务整合与重组，置入黎明化

工研究设计院有限公司（以下简称“黎明院”）、锦西化工研究院有限公司（以下简称“锦西院”）、中昊黑元化工研究设计院有限责任公司（以下简称“炭黑院”）、西北橡胶塑料研究设计院有限公司（以下简称“西北院”）、中国化工集团曙光橡胶工业研究设计院有限公司（以下简称“曙光院”）、沈阳橡胶研究设计院有限公司（以下简称“沈阳院”）、中国化工株洲橡胶研究设计院有限公司（以下简称“株洲院”）等 7 家原化工部所属科研院所企业，加上原有科研院所，目前公司拥有 13 家科研院所企业、3 家专用化学品贸易企业、2 家化学矿山资源开发企业、1 家化工工程技术上市公司、1 家专业合同能源管理公司。氯碱板块的剥离对公司盈利能力的改善起到了积极作用，有利于公司的长期发展。

公司业务中涉及氟化工业务的主要有中昊晨光化工研究院有限公司（以下简称“晨光院”）、中昊光明化工研究设计院有限公司（以下简称“光明院”）和邢台恒源化工集团有限公司（以下简称“邢台恒源”），主要的氟化工产品有：萤石、氢氟酸、PTFE 和氟橡胶等。目前公司已经拥有 5 万吨/年萤石矿精粉和 2 万吨/年氢氟酸的产能，为公司发展氟化工业务奠定了良好的产业基础。

精细化工方面，公司的精细化工企业主要有海洋化工研究院有限公司（以下简称“海洋院”）、中昊北方涂料工业研究设计院有限公司（以下简称“北方院”）、西南化工研究设计院有限公司（以下简称“西南院”）、黎明院、锦西院、中昊（大连）化工研究设计院有限公司（以下简称“大连院”）、炭黑院、德阳昊华清平磷矿有限公司（以下简称“清平磷矿”）、四川天一科技股份有限公司（以下简称“天科股份”）等 9 家企业，均具有较强的领先优势和研发能力。公司精细化工业务品种主要有电子化学品、化工助剂和催化剂、特种涂料、工业及特种气体、磷肥和磷化工、特种材料等。

目前，公司业务实现了全面转型，形成了以精细化工、氟化工、特种化学品和军工配套及工程技术服务为核心业务、以化学矿山资源和化学品专营贸易为支撑的业务格局，由基础化学原料制造商转为以化工科技研发、国防化工为主的精细化学品、特种化学品制造商以及化工技术应用一体化解决方案提供商，打造中国化工科技板块的目标初步完成。

七、管理分析

2017年，经公司第二届董事会2017年第八次临时（通讯）会议审议，同意杨茂良先生担任公司总经理职务，陈虹先生因工作调整不再担任公司总经理职务。上述人员变动不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生影响。

杨茂良先生，1965年出生，教授级高级工程师，硕士研究生学历。1988年毕业于北京化工大学化工设备与机械制造专业，2005年取得西安交通大学工商管理专业硕士学位（在职），历任黎明化工研究院党委副书记，锦西化工研究院院长、党委书记，黎明化工研究设计院有限责任公司执行董事、总经理、党委书记，2016年当选中共洛阳市第十届委员会候补委员。现任公司董事、总经理、党委副书记兼四川天一科技股份有限公司董事长、黎明化工研究设计院有限责任公司执行董事（法定代表人、总经理、党委书记）。

跟踪期内，除上述高级管理人员变动外，公司在管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

公司目前主营业务主要包括氟化工和精细化工。原氯碱化工业务受资产重组影响，已于 2015 年 6 月底完全从公司剥离；2016 年，公司继续与中国化工集团内科研企业进行业务整合，其特种橡胶制品业务板块在 2016 年 11 月完成交割，将沈阳院、西北院、曙光院和株洲院置入昊华集团。置入后公司形成特种橡胶制

品业务板块，有助于进一步提高公司盈利能力，增强科技实力。

2017 年，公司实现主营业务收入 50.31 亿元，同比增长 4.10%，其中氟化工和精细化工是主要收入来源，分别占比 25.06%和 43.71%，各版块收入规模相较 2016 年变化不大。

毛利率方面，由于公司产品具有多品种、小批量、高附加值的特点，公司产品毛利率受原材料成本和产品市场供需影响较大。2017 年以来，氟树脂产品销售价格快速上涨，带动氟化工板块毛利率提升至 24.64%；同期，精细化工板块毛利率受清平磷矿停产及其他产品原材料成本上升幅度高于产品价格上升幅度影响，下降至 25.07%；特种橡胶制品板块毛利率受原材料成本上升影响，下降至 27.19%；专用化学品贸易及其他板块毛利率同比变化不大。受各版块毛利率变动综合影响，2017 年公司主营业务毛利率同比下降 2.69 个百分点，为 21.72%。

表 2　公司 2016~2018 年 3 月主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2016年			2017年			2018年1~3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
氟化工	12.01	24.84	19.60	12.61	25.06	24.64	3.18	25.68	38.17
精细化工	22.34	46.21	31.06	21.99	43.71	25.07	5.27	42.60	22.48
特种橡胶制品	5.15	10.66	36.04	5.86	11.66	27.19	1.37	11.04	32.30
专用化学品贸易及其他	8.84	18.29	7.34	9.85	19.57	7.25	2.56	20.68	9.43
合计	**48.33**	**100.00**	**24.41**	**50.31**	**100.00**	**21.72**	**12.38**	**100.00**	**24.90**

资料来源：公司提供

2018年1~3月，公司实现主营业务收入12.38亿元，占2017年主营业务收入的24.61%，各板块收入占比相对稳定，氟化工和精细化工板块毛利率均延续了2017年的趋势，分别为38.17%和22.48%，特种橡胶制品和专用化学品贸易及其他板块毛利率均较上年有所提升，分别为32.30%和9.43%。

总体看，2017年，公司收入规模同比小幅提升，毛利率水平受精细化工和特种橡胶制品板块毛利率下降影响，整体有所下降；2018年以来，氟化工和特种橡胶制品毛利率的提升带动公司整体毛利率回升至前期水平。公司整体毛利率保持在较高水平。

2. 氟化工业务

截至2018年3月底，公司氟橡胶产能为1500吨/年，聚四氟乙烯树脂的产能为21200吨/年。

原材料价格方面，公司氟化工业务主要原材料包括氯仿和氢氟酸，2017年以来，氯仿和氢氟酸采购价格均大幅上涨，其中氢氟酸采购单价2017年同比上升62.04%，原材料价格上涨为氟化工产品价格上升提供了成本支撑。

产品销售价格方面，2017年以来，氟橡胶和氟树脂受成本提高推动，销售价格均有所上升，2017年平均售价分别为89368元/吨和61712元/吨，同比分别上升7.95%和56.25%，2018年一季度，两种产品销售均价进一步提高至90212元/吨和81349元/吨。

表3　公司氟化工主要产品产销情况

（单位：吨、元/吨、%）

产品		2016年	2017年	18年1~3月
氟橡胶	产能	1500	1500	1500
	产量	1271	1962	429
	产能利用率	84.73	130.80	114.40（年化）
	销量	1264	1609	366
	产销率	99.45	82.01	85.31
	平均售价	82787	89368	90212
聚四氟乙烯树脂	产能	21200	21200	21200
	产量	17054	14078	3296
	产能利用率	80.44	66.41	62.19（年化）
	销量	18903	15193	3178
	产销率	110.84	107.92	96.42
	平均售价	39496	61712	81349

资料来源：公司提供

注：平均售价均为含税价。

由于氟化工板块主要产品氟树脂价格大幅

提升，2017年公司氟化工板块毛利率同比提升5.04个百分点至24.64%，2018年一季度上升至38.17%。

产量方面，2017年，公司氟橡胶产量为1962吨，同比大幅提升；氟树脂产量同比下降17.45%。公司氟橡胶产能利用率2017年大幅提升，主要系受市场因素的影响，公司加大氟橡胶的产量；氟树脂产能利用率维持在相对较低水平，2017年为66.41%。

销量方面，2017年，公司氟橡胶的销量有所提升，为1609吨，氟树脂的销量有所下降，为15193吨。

总体看，受市场及原料价格上涨的影响，2017年，公司氟化工板块产品价格和毛利率均有所提升，盈利能力增强。

3. 精细化工业务及其他业务

公司精细化工板块主要涉及四家科研院所（西南院、海洋院、大连院、北方院）、一家矿山企业（清平磷矿）和一家上市公司（天科股份）。资产重组后，黎明院及锦西院均并入精细化工板块。公司其他业务板块以华凌涂料、中昊贸易和深圳昊华工贸为主体。上述两个板块大部分企业属于科技型企业，致力于专业领域研究，产品涉及电子化学品、特种涂料、催化剂、塑料助剂等，各项产品产能较为稳定，但总体产能利用率偏低。

公司拥有四川省大型磷矿石生产基地，位于德阳市的清平磷矿。清平磷矿的磷矿石资源丰富，中高品位磷矿石资源储量达3200多万吨。公司磷矿石一方面对外销售，另一方面作为磷铵生产原料自用。截至2018年3月底，公司磷矿石产能100万吨，磷铵产能20万吨。2017年由于受国家大熊猫公园规划及九顶山自然保护区的政策性影响，磷矿石于6月份停止开采。目前，公司与政府有关部门就熊猫公园规划范围置换事项达成解决方案，正在审批之中；同时已与当地政府积极沟通并同意，目前正在对自然保护区之外的矿段恢复生产。

公司防腐涂料技术上具备一定优势，但主要依赖于军队装备采购需求，产能利用率近年均维持在较低水平；甲醇催化剂为工艺包配套产品，2017年产能利用率和产销率均维持在较好水平。

资产重组后，公司新增聚氨酯、三氟化氮、六氟化硫和航空有机玻璃产品，其中聚氨酯和三氟化氮是黎明院的主要产品，截至2018年3月底，公司三氟化氮产能1500吨/年，聚氨酯产能20000吨/年，聚氨酯主要供汽车内饰使用，2017年以来产能利用率有所下降，但产销率维持在较高水平，毛利率较高；航空有机玻璃是锦西院的主要产品，产能为120吨/年。

表4　公司精细化工主要产品产销统计

（单位：吨、元/吨、%）

产品		2016年	2017年	18年1~3月
磷矿石	产能	1000000	1000000	1000000
	产量	863372	456730	--
	产能利用率	86.34	45.67	--
	销量	695436	210580	--
	产销率	80.55	46.11	--
	平均售价	284	271	--
磷铵	产能	200000	200000	200000
	产量	220100	196649	41698
	产能利用率	110.05	98.32	83.40
	销量	223281	196033	20284
	产销率	101.45	99.69	48.65
	平均售价	1946	2100	2532
防腐涂料	产能	17000	17000	17000
	产量	5689	4908	880
	产能利用率	33.46	28.87	20.71
	销量	5089	4734	911
	产销率	89.45	96.45	103.52
	平均售价	30390	33428	28864
甲醇催化剂	产能	1000	1000	1000
	产量	808	1065	269
	产能利用率	80.80	106.50	107.60
	销量	813	1132	100
	产销率	100.62	106.29	37.17

	平均售价	68694	73229	73885
聚氨酯	产能	20000	20000	20000
	产量	16754	14187	3378
	产能利用率	83.77	70.94	67.56
	销量	16699	14629	3719
	产销率	99.67	103.12	110.09
	平均售价	18348	21917	24783
三氟化氮	产能	1000	1500	1500
	产量	689	1058	231
	产能利用率	68.90	105.80	61.60
	销量	545	1222	497
	产销率	79.10	115.50	215.15
	平均售价	222300	198858	181126
航空有机玻璃	产能	120	120	120
	产量	131	116	32
	产能利用率	109.17	96.67	106.67
	销量	131	123	41
	产销率	100.00	106.03	128.13
	平均售价	474752	497812	512879

资料来源：公司提供

注：平均售价均为含税价

公司营销能力较弱，市场推广能力不足，虽然产品技术及质量具有领先优势，但是有效匹配到目标客户的时间成本及资金成本高。

总体看，公司精细化工产品种类繁多，并依托于科研院所技术优势不断推出新产品，逐渐丰富公司产业链；公司部分产品销售主要依赖军队装备采购，产品产能利用率维持在较低水平。2017年以来，受清平磷矿停产和精细化工产品原材料价格上升影响，精细化工板块毛利率水平有所下降。

4. 特种橡胶制品业务

公司的特种橡胶制品业务主要由西北院、曙光院、沈阳院和株洲院经营。

公司特种橡胶制品主要包括混炼胶料、气象气球、航空轮胎，截至2018年3月，混炼胶料产能为4800吨/年，气象气球产能为42万标准个/年，航空轮胎产能为50000吨/年。特种橡胶板块的置入进一步提高了公司盈利能力，增强了公司科技实力。

表5　公司特种橡胶制品主要产品产销统计

（单位：吨、元/吨、万标准个、万个、元/个）

产品		2016年	2017年	18年1~3月
混炼胶料	产能	4800	4800	4800
	产量	3604	2641	487
	产能利用率	75.08	55.02	40.58
	销量	4101	2793	577
	产销率	113.79	105.76	118.48
	平均售价	22055	20568	22724
气象气球	产能	42	42	42
	产量	29.1	29.1	3.6
	产能利用率	69.29	69.29	34.29
	销量	28	29.2	3.4
	产销率	96.22	100.34	94.44
	平均售价	126	125	125
航空轮胎	产能	50000	50000	50000
	产量	36523	24886	6652
	产能利用率	73.05	49.77	53.22
	销量	29472	23797	1623
	产销率	80.69	95.62	24.40
	平均售价	2970	2999	2812

资料来源：公司提供

注：平均售价均为含税价

5. 在建项目

公司目前主要在建项目为德阳昊华清平磷矿有限公司100万吨/年磷矿延伸接替工程和中昊光明化工研究设计院有限公司研发产业基地建设项目。

德阳昊华清平磷矿有限公司100万吨/年磷矿延伸接替工程项目属于改扩建项目，于2016年6月开工建设，预计2019年12月建成投产。项目通过对现有矿山改造，使其达到年产磷矿石100万吨的生产规模。建设目的是为了解决清平磷矿目前的矿石资源逐渐枯竭的问题。如果不选择新的接替资源，清平磷矿的生存和发展将受到严重威胁，因此拟通过磷矿延伸接替工程，增加清平磷矿的矿石开采量。项目建设总投资为49853万元。该项目投资回报周期为7.87年（含3.5年建设周期），内部投资收益率（税后）为18.80%。项目建成后预计年新增销售收入29821万元，年新增利润5667万元。

中昊光明化工研究设计院有限公司研发产业基地建设目总投资为15805万元，于2017年3月开工建设。其中，固定资产投资14689万元。建设目的为了解决光明院安全生产问题。光明院是我国唯一的以特种气体为主导研发产业方向的国家级转制科研院所，主业定位和发展方向是特种气体、电子化学品和国防化工新材料研发生产，由于光明院地处市中心，安全距离不达标，生产的产品中包含剧毒产品，存在严重的安全隐患，也不利于企业的发展，因此拟进行整体搬迁。目前搬迁规划已获集团公司批复。光明院在金普新区松木岛化工园区建设研发产业基地。该项目投资回报周期为6.74年（含1年建设周期），内部投资收益率（税后）为16.27%。项目建成后预计年新增销售收入11391万元，年新增利润2927万元。

表6　截至2018年3月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	起止年限	预算金额	自有资本金	资本金到位情况	截至2018年3月底已投资额	2018年拟投资额度	2019年拟投资额度
1	德阳昊华清平磷矿有限公司100万吨/年磷矿延伸接替工程	2016.06-2019.12	49853.45	预计65%资金为自筹解决，约为32853万元。	6000.00	22898.77	11500.00	17501.38
2	中昊光明化工研究设计院有限公司研发产业基地建设项目	2016.12-2018.12	15804.70	100%自筹，预计15804.70万元。	3407.37	4050.52	11200.00	575.92
3	黎明院1000吨/年电子级三氟化氮扩能改造项目	2017.10-2018.12	16379.00	贷款5000万，其余11379万元为自有资金。	5369.92	362.42	16083.00	--
	合计	--	**82037.15**	--	**14777.29**	**27311.71**	**38783.00**	**18077.30**

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司上述主要在建项目合计完成投资2.73亿元，未来仍需要较大投资规模，面临一定融资需求。

九、财务分析

公司提供的2017年度财务报告经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年度第一季度财务数据未经审计。2017年，公司合并范围未发生变化。

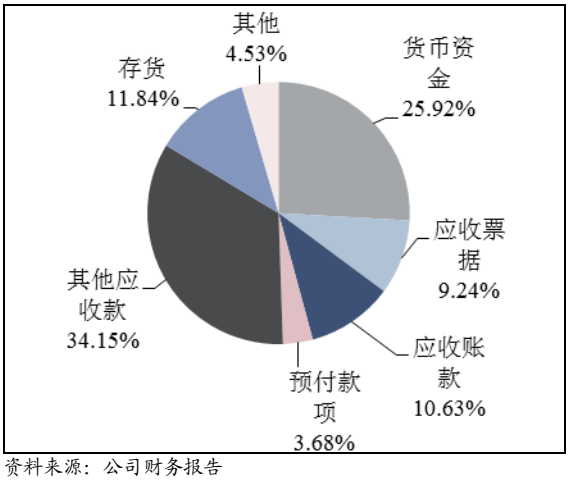
截至2017年底，公司资产总额为141.02亿元，所有者权益合计45.93亿元（含少数股东权益11.55亿元）；2017年，公司实现营业收入51.91亿元，利润总额为1.74亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额为143.89亿元，所有者权益合计46.16亿元（含少数股东权益11.52亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入12.61亿元，利润总额为0.36亿元。

1. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额有所波动，年均复合变动率为-2.10%。截至2017年底，公司资产总额为141.02亿元，同比增长3.34%，主要系货币资金、存货、其他流动资产和固定资产增加所致，其中流动资产占57.82%，非流动资产占42.18%。

图1 截至2017年底公司流动资产结构



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司流动资产波动中有所下降，年均复合变动率为-4.20%。截至2017年底，公司流动资产为81.54亿元，同比增长5.19%，主要构成为货币资金（占25.92%）、应收票据（占9.24%）、应收账款（占10.63%）、其他应收款（占34.15%）和存货（占11.84%）。

2015~2017年，公司货币资金不断增长，年均复合增长率为10.86%。截至2017年底，公司货币资金为21.13亿元，同比增长17.86%，主要系经营获现及取得借款所致，其中受限制的货币资金合计0.27亿元。

2015~2017年，公司应收票据不断增长，年均复合增长率为12.34%。截至2017年底，公司应收票据为7.54亿元，同比增长3.88%，其中银行承兑汇票6.12亿元（占81.14%）、商业承兑汇票1.42亿元（占18.86%），应收票据中期末已质押的应收票据为777.95万元。

2015~2017年，公司应收账款有所增长，年均复合增长率为4.82%。截至2017年底，公司应收账款账面余额为10.24亿元，计提坏账准备1.57亿元，账面价值为8.67亿元，同比增长6.75%。其中采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款期末账面余额为9.36亿元，账龄1年以内（含1年）的占77.75%，1至2年的占7.62%，2至3年的占4.82%，3年以上的占9.81%。按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款为0.99亿元，占比9.63%，应收账款集中度不高。

2015~2017年，公司其他应收款快速下降，年均复合变动率为-21.03%。截至2017年底，公司其他应收款为27.85亿元，同比下降8.93%，其中对昊华化工有限责任公司的关联方借款占51.18%，对昊华骏化集团有限公司的往来款占19.17%，其他应收款集中度较高。公司其他应收款规模较大，对资金形成一定占用。

2015~2017年，公司存货有所波动，年均复合增长率为1.21%。截至2017年底，公司存货为9.66亿元，同比增长15.72%，主要系自制半成品及在产品和库存商品增加，其中原材料占19.89%，自制半成品及在产品占18.18%，库存商品占57.86%。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，截至2017年底，公司其他流动资产为2.40亿元，同比大幅增长，主要系2017年公司存入银行的(保本保收益型)理财产品增加8000.00万元。

2015~2017年，公司非流动资产保持相对稳定，年均复合增长率为1.04%。截至2017年底，公司非流动资产为59.48亿元，同比增长0.90%，其中固定资产占66.85%，在建工程占7.64%，无形资产占19.04%。

2015~2017年，公司固定资产有所增长，年均复合增长率为9.72%。截至2017年底，公司固定资产为39.76亿元，同比增长4.39%，主要系部分在建工程完工转固所致，其中房屋及建筑物占56.34%，机器设备占37.75%。截至2017年底，公司固定资产累计折旧22.92亿元，减值准备0.16亿元。

2015~2017年，公司在建工程快速下降，年均复合变动率为-34.40%。截至2017年底，公司在建工程为4.54亿元，同比下降36.59%，主要系5000吨/年特种高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程完工所致。

2015~2017年，公司无形资产有所波动，年均复合增长率为2.21%。截至2017年底，公司无形资产为11.32亿元，同比增长8.42%，主要系土地使用权增加，其中土地使用权占78.48%，专利权占10.22%，采矿权占8.74%。

截至2018年3月底，公司资产总额为143.89亿元，较上年底增长2.04%，主要系其他应收款和其他流动资产增加。

总体看，跟踪期内，公司资产总额及资产结构同比变化不大，流动资产中货币资金和其他应收款占比较大，资产流动性尚可；非流动资产主要为固定资产及无形资产，整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益波动中有所下降，年均复合变动率为-6.61%。截至2017年底，公司所有者权益合计45.93亿元，同比增长3.17%，其中实收资本42.21亿元，资本公积-10.08亿元，专项储备0.43亿元，未分配利润1.82亿元，少数股东权益11.55亿元。

截至2017年底，公司资本公积为-10.08亿元，主要原因为2016年公司从中国化工集团购入四家院所，根据会计准则，将同一控制下企业合并子公司期初增加的权益部分在期末冲回资本公积6.80亿元。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计46.16亿元，权益结构较上年底变化不大。

总体看，公司权益结构相对稳定。

负债

2015~2017年，公司负债总额保持相对稳定，年均复合增长率为0.33%。截至2017年底，公司负债合计95.09亿元，同比增长3.42%，其中流动负债占63.48%，非流动负债占36.52%。

2015~2017年，公司流动负债不断下降，年均复合变动率为-12.99%。截至2017年底，公司流动负债合计60.36亿元，同比下降17.45%，主要系短期借款和其他应付款大幅下降。公司流动负债中短期借款占49.61%，应付账款占10.54%，其他应付款占9.81%，其他流动负债占16.57%。

2015~2017年，公司短期借款波动幅度较大，年均复合变动率为1.67%。截至2017年底，公司短期借款为29.94亿元，同比下降22.47%。

2015~2017年，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长率为6.29%。截至2017年底，公司应付账款为6.36亿元，同比增长20.34%，其中账龄1年以内（含1年）的占84.99%。

2015~2017年，公司预收账款波动下降，年均复合变动率为-18.54%。截至2017年底，公司预收账款为1.92亿元，同比下降43.57%。

2015~2017年，公司其他应付款波动下降，年均复合变动率为-20.19%。截至2017年底，公司其他应付款为5.92亿元，同比下降56.42%，主要系关联方借款大幅下降。

2015~2017年，公司其他流动负债波动下降，年均复合变动率为-37.98%。截至2017年底，公司其他流动负债为10.00亿元，同比增长42.86%，全部为短期应付债券。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为53.55%。截至2017年底，公司非流动负债合计34.72亿元，同比增长84.53%，主要系新增应付债券15.00亿元。非流动负债中长期借款占29.26%，应付债券占43.20%。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长率为16.94%。截至2017年底，公司长期借款为10.16亿元，同比下降2.66%。

截至2017年底，公司应付债券为15.00亿元，全部为公司非公开发行公司债券。

公司其他非流动负债主要为专项资金，2017年下降至0元。

有息债务方面，2015~2017年，公司有息债务规模快速增长，年均复合增长率为18.95%，其中长期债务规模快速上升，长短期债务结构持续调整。截至2017年底，公司全部债务为56.20亿元，同比增长11.30%，其中短期债务占55.23%，长期债务占44.77%。

债务指标方面，2015~2017年，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快速上升，近三年加权平均值分别为66.77%、52.05%和25.87%，截至2017年底分别为67.43%、55.02%和35.39%。公司整体债务负担较重。

截至2018年3月底，公司负债合计97.73亿元，较上年底增长2.78%，主要系短期借款和其他应付款增加。公司负债结构整体变化不大。同期，公司全部债务为57.55亿元，较上年底小幅上升2.42%，长短期债务结构变化不大。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67.92%、55.49%和35.11%。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所上升，整体变化不大，公司通过发行债券调整有

息债务结构，使之持续优化；公司目前整体债务负担较重。

3. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入波动下降，年均复合变动率为-17.46%。2017年，公司营业收入为51.91亿元，同比增长2.02%，同比变化不大。同期，公司营业成本波动下降，年均复合变动率为-19.35%。2017年，公司营业成本为40.35亿元，同比增长6.05%。主要受原材料成本上升幅度较大影响，公司营业利润率2017年同比下降3.26个百分点，为20.78%。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用波动下降，年均复合变动率为-7.62%。2017年，公司期间费用为12.43亿元，同比增长11.80%。公司期间费用主要为管理费用（研发费用），2017年占期间费用的64.25%，为7.99亿元。近三年，公司期间费用率持续上升，近三年平均值为22.35%，2017年为23.94%。受公司财务费用中利息支出增加、利息收入下降影响，公司财务费用同比增长110.37%，2017年为2.12亿元。

2017年，公司其他收益为2.12亿元，主要为与收益有关的研发项目拨款和政府补助。

剔除其他收益影响，受期间费用规模较大影响，对经营利润侵蚀严重，公司经营利润亏损。2017年，公司营业利润为0.37亿元，同比下降65.37%。

2015~2017年，公司营业外收入快速增长，年均复合增长率为43.91%。2017年，公司营业外收入为3.80亿元，主要为政府补助3.46亿元；同期，公司营业外支出为2.43亿元，主要为离退休人员薪酬及补贴。

2015~2017年，公司利润总额分别为-1.28亿元、2.45亿元和1.74亿元。受公司净利润下跌影响，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比下降，近三年平均值分别为4.36%和1.63%，2017年分别为4.32%和2.24%。

2018年1~3月，公司实现营业收入12.61亿元，占2017年全年的24.28%，营业利润率为23.56%，期间费用率为22.24%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模小幅上升，但管理费用规模较大，期间费用对营业毛利侵蚀严重；非经常性损益对公司利润总额贡献较大，公司整体盈利能力弱。

4. 现金流及保障

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动中有所下降，年均复合变动率为-5.38%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2017年，公司经营活动现金流入量为54.08亿元，同比增长2.07%。2015~2017年，公司现金收入比平均值为80.64%，2017年为85.11%，现金收入实现质量一般。同期，公司经营活动现金流出量波动中有所下降，年均复合变动率为-5.80%，2017年，公司经营活动现金流出量为48.81亿元，同比增长0.70%。近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为5.40亿元、4.52亿元和5.27亿元，整体规模保持相对稳定。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量及流出量均快速增长。2017年，公司投资活动现金流量净额为-5.23亿元，其中收回投资收到的现金和投资支付的现金分别为19.41亿元和22.16亿元，主要为购买理财产品产生的投资活动现金流；同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金为2.91亿元。公司经营活动现金净流量基本可以满足投资活动现金支出。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量不断下降，年均复合变动率为-14.42%，主要为取得借款收到的现金。2017年，公司取得借款收到的现金为92.58亿元，同比增长23.79%；同期，公司筹资活动现金流出量快速下降，年均复合变动率为-16.18%，主要为偿还债务支付的现金。近三年，公司筹资活动现金流量净额为-1.40亿元、-2.90亿元和3.14亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为0.14亿元，现金收入比为75.99%；投资活动现金流量净额为-1.34亿元；筹资活动现金流量净额为-1.56亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力保持稳定，基本能够满足投资活动资金需求；公司未来投资规模不大，融资需求有所下降。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，2015~2017年，公司流动比率和速动比率均有所提升，截至2017年底分别为135.09%和119.09%，分别较2016年底提升了29.08个百分点和24.49个百分点。同期，公司经营现金流动负债比分别为6.77%、6.18%和8.74%。总体看，公司短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2015~2017年，公司EBITDA波动中有所增长，年均复合增长率为14.05%，2017年公司EBITDA为8.84亿元。同期，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA近三年平均值分别为2.41倍和6.01倍，2017年分别为2.58倍和6.36倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底，公司对外担保合计1.24亿元，担保比率为2.68%。被担保方分别为昊华宇航化工有限责任公司和河北盛华化工有限责任公司，全部为对控股股东中国化工集团有限公司下属子公司的担保，公司或有负债风险可控。

表7 截至2018年3月底公司对外担保情况(单位:万元)

被担保方	担保余额	借款机构	开始日期	结束日期
昊华宇航化工有限责任公司	9000	中国外贸金融租赁公司	20131128	20181120
河北盛华化工有限公司	3380	信达融资租赁有限公司	20140707	20180924
合计	**12380**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，公司共获得银行授信额度86.30亿元，已使用额度42.61亿元，尚未使用额度43.69亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司公开市场债务本息偿还历史情况，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十、存续债券偿还能力分析

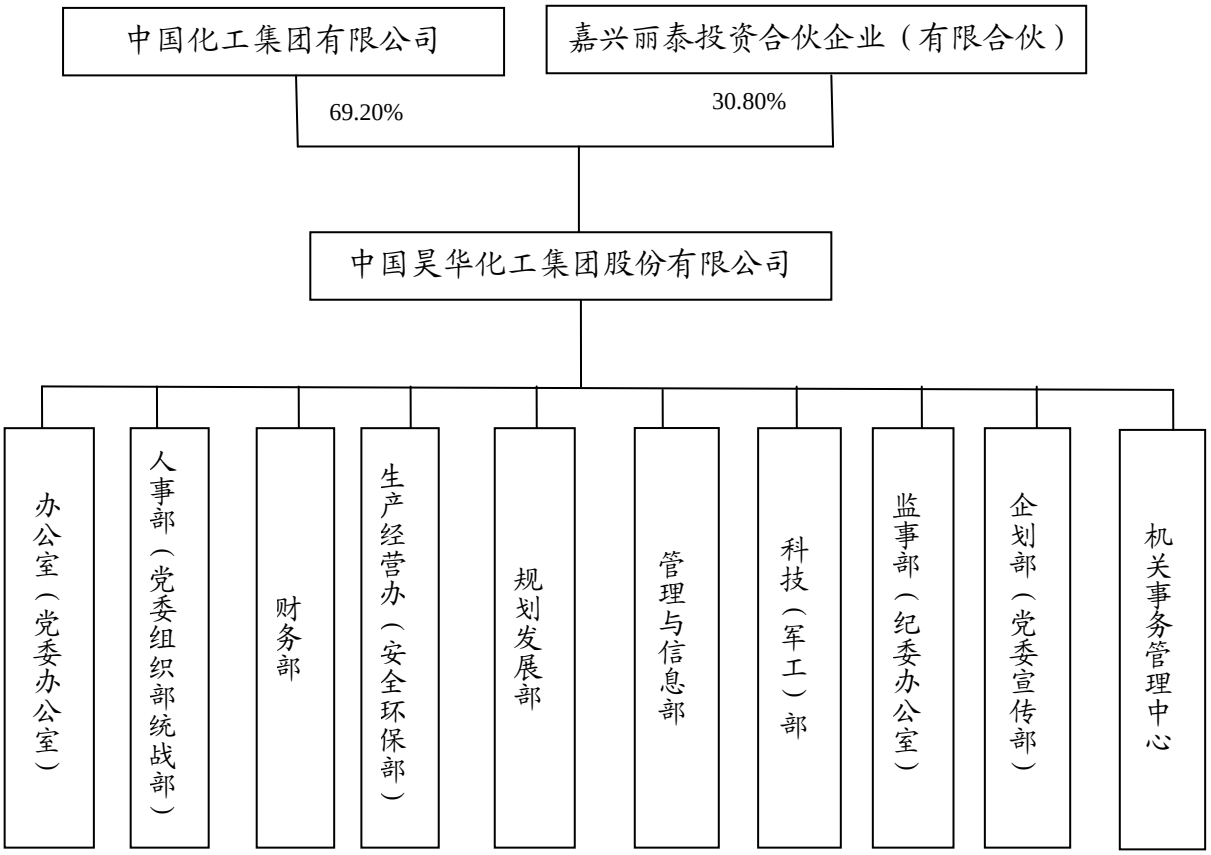
公司存续短期融资券为“17 昊华 CP002”，额度为 5 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为 24.88 亿元，对存续短期融资券的保障倍数为 4.98 倍；2017 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 54.08 亿元和 5.27 亿元，对存续短期融资券的保障倍数分别为 10.82 倍和 1.05 倍。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续短期融资券的保障能力强。

公司于 2017 年发行了“17 昊华 02”、“17 昊华 04”和“17 昊华 06”，合计发行额度 15 亿元（附 2019 年回售，调整票面利率选择权），均于 2020 年到期。2017 年，公司经营活动现金流入量和净流量分别为 54.08 亿元和 5.27 亿元，对三期公司债券的保障倍数分别为 3.61 倍和 0.35 倍。2017 年，公司 EBITDA 对三期公司债券的保障倍数为 0.59 倍。总体看，经营活动现金流和 EBITDA 对三期公司债券的保障能力弱，公司存在一定集中兑付压力。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持中国昊华化工集团股份有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“17昊华CP002”的信用等级为A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.17	25.24	28.40	24.88
资产总额(亿元)	147.12	136.47	141.02	143.89
所有者权益(亿元)	52.66	44.52	45.93	46.16
短期债务(亿元)	58.29	47.05	31.04	32.58
长期债务(亿元)	7.43	11.44	25.16	24.98
全部债务(亿元)	65.72	58.49	56.20	57.55
营业收入(亿元)	76.20	50.89	51.91	12.61
利润总额(亿元)	-1.28	2.45	1.74	0.36
EBITDA(亿元)	6.80	9.10	8.84	--
经营性净现金流(亿元)	5.40	4.52	5.27	0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.72	3.48	3.29	--
存货周转次数(次)	5.92	4.28	4.48	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.36	0.37	--
现金收入比(%)	67.87	81.71	85.11	75.99
营业利润率(%)	17.98	24.04	20.78	23.56
总资本收益率(%)	2.62	4.69	4.32	--
净资产收益率(%)	-3.46	4.01	2.24	--
长期债务资本化比率(%)	12.37	20.44	35.39	35.11
全部债务资本化比率(%)	55.52	56.78	55.02	55.49
资产负债率(%)	64.20	67.37	67.43	67.92
流动比率(%)	111.44	106.00	135.09	135.39
速动比率(%)	99.62	94.59	119.09	120.09
经营现金流动负债比(%)	6.77	6.18	8.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.28	2.87	2.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.67	6.43	6.36	--

注：2018 年第一季度财务数据未经审计；
2015 年财务数据采用 2016 年财务报告期初调整数.

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息