

信用评级公告

联合〔2024〕1号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江巨化股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定浙江巨化股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年一月二日

浙江巨化股份有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2024 年 1 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
化工企业信用评级方法	V4.0.202208
化工企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信评估股份有限公司官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：政府支持			+1	
评级结果			AAA	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

浙江巨化股份有限公司（以下简称“公司”）作为我国氟化工行业龙头企业，在经营规模、产品种类、市场地位和产业链完整度等方面具备明显的竞争优势。2020—2022 年，公司经营状况良好，收入规模和利润水平保持增长，经营获现能力很强；公司现金类资产较为充裕，债务负担非常轻，融资渠道畅通。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利水平易受行业周期波动影响、化工企业安全环保风险较高等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司为浙江省属重要化工产业上市企业，政府支持力度大。未来，随着第三代制冷剂配额落地以及公司以氟化工为主的各经营板块稳步发展，公司盈利能力和综合实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 公司规模优势显著，产业链完整，经营状况良好。**公司形成了完整的氟化工产业链，其中第二、三代氟制冷剂、甲烷氯化物、PVDC 和 VDC 的产能规模均处于行业领先水平。2020—2022 年，受益于主要化工产品量价齐升，公司营业总收入和利润总额均逐年增长，经营活动现金流呈持续净流入状态。
- 公司债务负担非常轻，融资渠道畅通。**截至 2023 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 31.45% 和 17.41%。同时，公司为 A 股上市公司，且可用银行授信规模很大，融资渠道畅通。
- 公司区域地位重要，政府支持力度大。**公司为浙江省属重要化工产业上市企业，在经营发展、财政补贴等方面可获得政府的大力支持。

关注

- 公司所处行业周期性强，盈利水平易受周期波动影响。**化工行业属于周期性行业，盈利状况易受宏观经济及行业景气度变化影响，2020 年以来化工产品及其原材料价格均波动较大，对公司盈利水平影响较大。

分析师：牛文婧（项目负责人）
毛文娟

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

2. **安全环保风险。**公司主要产品和原材料属于化学品，且生产过程中部分环节涉及高温、高压工艺，存在一定的安全生产风险。此外。公司下属主要生产企业属于环境保护部门公布的重点排污单位，对生产经营过程中的污染物排放管理要求较高并面临严格的监管。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
现金类资产（亿元）	33.66	28.25	45.49	30.76
资产总额（亿元）	156.92	178.94	226.27	230.98
所有者权益（亿元）	128.70	136.32	157.84	158.34
短期债务（亿元）	9.16	10.43	18.30	17.02
长期债务（亿元）	0.04	3.66	15.07	16.36
全部债务（亿元）	9.20	14.08	33.37	33.38
营业总收入（亿元）	160.54	179.86	214.89	160.13
利润总额（亿元）	1.37	10.76	27.25	8.54
EBITDA（亿元）	9.10	19.66	36.25	--
经营性净现金流（亿元）	9.89	12.47	33.17	7.03
营业利润率（%）	8.98	13.80	18.66	12.54
净资产收益率（%）	0.80	7.91	15.18	--
资产负债率（%）	17.98	23.82	30.24	31.45
全部债务资本化比率（%）	6.67	9.36	17.45	17.41
流动比率（%）	229.35	173.30	159.66	134.70
经营现金流动负债比（%）	39.98	35.10	67.63	--
现金短期债务比（倍）	3.67	2.71	2.49	1.81
EBITDA 利息倍数（倍）	100.67	87.05	96.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.01	0.72	0.92	--
公司本部口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	
资产总额（亿元）	114.93	126.98	152.65	
所有者权益（亿元）	95.52	100.25	110.58	
全部债务（亿元）	6.33	5.36	17.67	
营业总收入（亿元）	43.61	57.65	73.29	
利润总额（亿元）	0.50	7.36	15.56	
资产负债率（%）	16.89	21.05	27.56	
全部债务资本化比率（%）	6.21	5.07	13.78	
流动比率（%）	132.51	101.71	90.31	
经营现金流动负债比（%）	18.10	23.25	33.22	

注：1. 公司 2023 年 1-9 月财务报表未经审计，公司未披露公司本部 2023 年 1-9 月财务数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/09/25	牛文婧 王宇飞	化工企业信用评级方法（V3.0.201907） 化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受浙江巨化股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、该公司信用等级自 2024 年 1 月 2 日至 2025 年 1 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

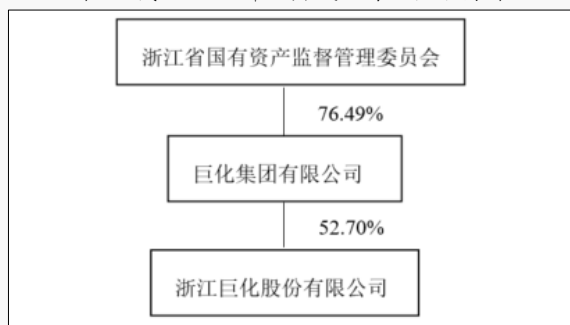
九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

浙江巨化股份有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

浙江巨化股份有限公司（以下简称“公司”或“巨化股份”）成立于1998年6月16日，是经浙江省人民政府批准，由巨化集团有限公司（以下简称“巨化集团”）独家发起，采用募集方式设立的股份有限公司。1998年6月26日，公司股票在上海证券交易所上市交易（证券简称：巨化股份，证券代码：600160.SH）。截至2023年9月底，公司注册资本和股本均为27.00亿元。其中，巨化集团直接持有公司52.70%的股份（无质押），为公司控股股东；公司实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）。

图1 截至2023年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为氟化工、基础化工和石油化工的研发、生产与销售。

截至2023年9月底，公司本部内设生产运营部、健康安全环保部、市场部、财务部、证券部等职能部门（详见附件1-1）。

截至2022年底，公司合并资产总额226.27亿元，所有者权益157.84亿元（含少数股东权益3.16亿元）；2022年，公司实现营业总收入214.89亿元，利润总额27.25亿元。

截至2023年9月底，公司合并资产总额230.98亿元，所有者权益158.34亿元（含少数

股东权益3.21亿元）；2023年1—9月，公司实现营业总收入160.13亿元，利润总额8.54亿元。

公司注册地址：浙江省衢州市柯城区；公司法定代表人：周黎明。

二、宏观经济和政策环境

2023年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全REITs市场功能、促进中小微企业调结构强能力；二季度，宏观政策以贯彻落实4月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策；三季度，根据7月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。

2023年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，国内生产总值91.30万亿元，按不变价格计算，同比增长5.2%。第三季度国内生产总值同比增长4.9%。剔除基数因素来看，第三季度GDP两年平均增速¹上升至4.4%，较第二季度提高了1.1个百分点。9月，物价和货币环境明显企稳，消费加速恢复，制造业投资保持强势。后续政策将以落实已出台的调控措施为主，稳中求进。信用环境方面，2023年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，本文使用两年平均增速（几何平均增

长率）对部分受基数效应影响较大的指标进行分析，如工业生产、服务消费等相关领域指标。

行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。

展望 2023 年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续前三季度较快态势。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，有力保障了实现全年 5% 的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度 GDP 同比增长 4.4% 以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元；着力促进汽车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以“保交楼”为抓手促进房地产相关债务重组。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年三季度）](#)》。

三、行业分析

1. 化工行业

2022 年以来，原材料价格上涨推升化工品价格走高，化工企业整体收入同比实现增长，但因房地产、纺织服装、汽车制造等市场景气度下行对部分传统化工品需求造成一定不利影响，化工企业利润总额同比下降，细分行业投资增速放缓，化工行业综合景气指数回落。氯碱化工方面，受“双碳”和“能耗双控”等政策影响，近年来中国 PVC、烧碱、纯碱新增产能有限。纯碱及烧碱作为基础原料产能利用率仍保持较高水平；虽然中国 PVC 产能被压降，但供需矛盾依然突出，近年来产能利用率受下游房地产行业需求收缩的影响有所下降，未来仍需持续关注需求恢复情况。石油化工方面，近年来，随着国内大炼化项目的推进，炼油产能的持续增长，原油加工量不断提升，但中国原油一次加工能力整体过剩。同时，对原油的进口依赖度较高，原油价格波动较大，整体成本控制力较弱。完整版行业分析详见《[2023 年化工行业分析](#)》。

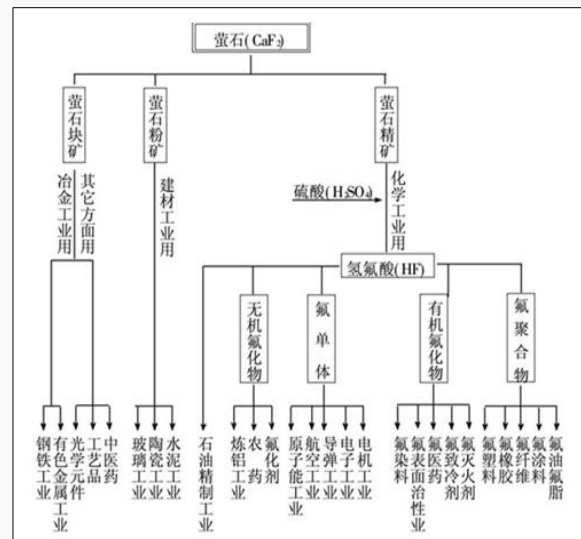
2. 氟化工行业

(1) 行业现状

萤石为氟化工基础原材料，国内产量规模很大，2021 年以来萤石价格受供需影响有所上涨。氟化工作为基础化工，下游应用领域广泛，未来仍有较大发展空间。

氟化工的基础原材料是萤石，其主要成分是氟化钙（ CaF_2 ），是自然界中氟元素的来源。萤石矿中的氟元素难以直接提取，因此从矿山开采出的萤石矿，须加工为粉状并提炼为高纯度酸级萤石精粉，随后与工业硫酸反应生产出化学活性极高的无水氢氟酸，再供下游氟化工工业使用，氢氟酸也因此成为氟化工的基础产品。

图 2 氟化工产业链

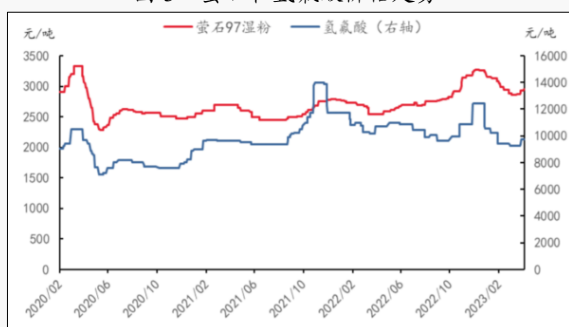


资料来源：公开资料

萤石在墨西哥、中国、南非、蒙古、俄罗斯、美国、泰国、西班牙等地均有产出。根据 2022 年美国地质调查局（USGS Mineral Commodity）公布的数据，截至 2021 年底全球萤石总储量为 3.2 亿吨（折合氟化钙），其中中国萤石储量约为 4200 万吨，仅次于墨西哥位于全球第二，占全球储量的 13.1%。产量方面，受益于萤石储量丰富，中国是全球最大的萤石生产国家，约占全球萤石总产量的 60% 左右。因此中国萤石具备“低储量、高产量”特点，储采比远低于世界平均水平。

从萤石价格来看，萤石作为一个小矿种，大部分生产企业小散乱，这导致长期以来行业的信息不透明，未形成有效的公开市场报价。2021年以来，随着国内萤石探矿权与采矿权管理趋严，加之整改、环保和安全检修导致萤石开采装置开工不稳定，以及叠加制冷剂需求增长利好，萤石市场供需趋紧，萤石价格呈上涨态势。

图3 萤石和氢氟酸价格走势



资料来源：公开资料

氢氟酸由萤石和浓硫酸反应生产，无水氢氟酸化学活性极高，可与大量有机及无机物质发生反应。氢氟酸也因此成为氟化工行业中连接上游萤石和下游氟化工产业的关键桥梁。从供需来看，国内氢氟酸产能依旧过剩，2022年国内氢氟酸开工率约62%，且产能集中度较低，大部分企业的产能规模在6万吨/年以下。氢氟酸价格主要受原材料萤石价格和下游需求变化影响，2020年以来价格波动增长。

从下游氟化工的产品及市场应用需求来看，氟化工下游产品主要有氟制冷剂、氟聚合物和氟精细化学品等。

到目前制冷剂已发展经历了四代，第一代制冷剂产品（CFCs）因其对臭氧层破坏严重，根据《蒙特利尔议定书》，全球已完全停用。第二代制冷剂产品（HCFCs）在发达国家临近淘汰，发展中国家正逐步削减中，国内二代制冷剂目前实施配额制，目前配额已削减至约20万吨/年，配额主要集中在东岳集团有限公司（以下简称“东岳集团”）和巨化集团等行业龙头中，第二代制冷剂预计2040年以后完全淘汰。对于第三代制冷剂（HFCs），发达国家已开始削减，

发展中国家也将在2024年面临扩张的终止。2023年11月6日，国家生态环境部办公厅印发关于《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》的通知，我国HFCs生产和使用的基线值，以吨二氧化碳当量（tCO₂）为单位，分别为基线年（2020—2022年）我国HFCs的平均生产量和平均使用量，再分别加上含氢氯氟烃（HCFCs）生产和使用基线值的65%，据此确定我国HFCs生产基线值为18.53亿tCO₂、HFCs使用基线值为9.05亿tCO₂（含进口基线值0.05亿tCO₂）。随着第三代制冷剂配额实施，行业供需格局将逐步改善，且巨化集团在第三代制冷剂领域具有显著龙头地位。第四代制冷剂（HFOs）由于其高昂的制造成本以及相关技术成熟度的考虑，目前处于市场推广前期，主要专利技术由美国科慕、霍尼韦尔和法国阿科玛等掌握。

由于上代制冷装置生产线退出的延缓以及市场存量前代制冷装置维修需求，使得配额逐年削减中的二代制冷剂相对紧俏。而三代制冷剂由于多家主流厂商对最后市场扩张时间窗口的争夺，以及下游三代制冷装置上线的相对滞后，现阶段三代制冷剂市场过剩较为严重。近年来，国内空调的产量整体呈现增长趋势，据统计，2022年中国空调产量为22247.3万台，同比增长1.88%，国内制冷剂需求保持增长。此外，考虑到海外第三代制冷剂生产厂商已经开始关停部分设备，而现存大量设备仍旧使用较多的第三代制冷剂，因此国外的存量设备维修需求提高也会刺激中国第三代制冷剂出口提升。

氟聚合物以氟树脂为主，由于F原子半径小，C-F键键能高，含氟聚合物具有很强的稳定性，在相关的材料应用领域可显著增强材料的性能。中国产业化的氟树脂主要有聚四氟乙烯（PTFE）、聚偏氟乙烯（PVDF）、四氟乙烯-六氟丙烯（FEP）、聚偏氟乙烯（PVF），又以PTFE为主。PTFE具有优良耐腐蚀性能和耐热性能，耐化学腐蚀性能超出目前所有塑料，耐温范围-195℃~250℃，通常在航空航天、原子能、电子电气、化工、机械、仪表仪器等工业中作为耐高

低温、耐腐蚀材料、绝缘材料等。

(2) 行业发展

现阶段，国内基础氟化工产品发展水平较高，但深加工领域较国际先进水平差距较大，随着国家对氟化工的发展重视程度逐步提高。未来，国内氟化工产业发展趋势主要体现在资源保护与接续、产业转型与升级两大方向。

氟化工已成为国家战略性新兴产业的重要组成部分，是中国具有特殊资源优势的产业。中国氟化工产业在氢氟酸、氟化盐、HCFCs、HFCs、含氟中间体领域已达到或接近国际先进水平，但在含氟聚合物、含氟电子化学品、含氟表面活性剂等产品领域与国际先进水平差距较大。

未来，国内氟化工产业发展趋势主要体现在资源保护与接续、产业转型与升级两大方向。在氟资源的保护与接续上，未来中国萤石的出口将有所控制，氟化氢、氟化盐的出口量也有望下降，其次通过推动萤石资源整合，加快低质氟资源的开发利用，使其成为重要的接续资源。在产业转型升级方面，抑制基础氟化工的盲目发展和过度出口，促进基础氟化工产业整合；稳健发展国际主流氟化工产品，使其发展成为中国氟化工产业的主流产品；重点突破尖端氟化工产品，提高中国尖端氟化工产品的国内自给率。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 9 月底，公司注册资本和股本均为 27.00 亿元，巨化集团为公司控股股东，浙江省国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为国内氟化工行业龙头企业，具备完整的氟化工产业链；公司化工产品丰富，部分产品市场竞争力很强。

公司为国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地，拥有氯碱化工、硫酸化工、

煤化工、基础化工等氟化工必需的产业自我配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链，其中第二、三代氟制冷剂、甲烷氯化物、PVDC 和 VDC 的产能规模均处于国内外领先水平。公司化工产品丰富，部分产品的产能规模居国内前列，具有很强的市场竞争力。

表 1 2023 年 9 月底公司主要化工产品产能规模情况

产品	产能（万吨/年）
氟化工原料	95.25
制冷剂	59.90
其中：HFCs	39.74
含氟聚合物材料	12.54
其中：氟聚合物	3.94
含氟精细化学品	0.62
基础化工产品及其他	280.00
食品包装材料	20.00
石化材料	47.00

资料来源：公司提供

公司拥有完善的研发体系和国内行业领先的氟化工产业研发实力，建有国家级企业技术中心、国家氟材料工程技术研究中心、院士（博士）工作站等，积累了一批先进的自有技术和技术储备。截至 2022 年底，公司拥有授权技术专利 551 件（含国外授权专利 32 件），6 家重点子公司企业通过国家高新技术企业认证。公司是国内用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，且近年不断加强先进氟氯新材料、新型绿色氟制冷剂与发泡剂、含氟精细化学品等新产品新应用研发，生产装置技术提升，产业链向价值中高端延伸。

公司在业界取得较高的知名度，“JH 巨化牌®”为中国驰名商标。公司产品 R134a、环己酮、聚四氟乙烯为浙江省名牌产品；PTFE、R134a 产品被授予“中国石油和化学工业知名品牌产品”；R22、R134a 产品通过 UL 认证；PTFE 分散乳液、聚保鲜 PVDC 保鲜膜、聚保鲜 PVDC 保鲜袋系列产品通过美国 FDA 认证和欧盟 EU 认证；R134a（药用四氟乙烷）取得药品注册证书和美国 DMF 归档号。良好的品牌优势以及行业龙头地位为公司提高产品市场占有率

奠定基础。

3. 人员素质

公司高层管理人员大都具有较长的行业从业经历和丰富的专业知识，业务经验及管理经验丰富；公司人员构成能够满足公司目前生产经营需要。

截至 2023 年 9 月底，公司拥有董事 12 人（其中董事兼高级管理人员 3 人）、监事 3 人、高级管理人员 8 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作经验多年，行业经验丰富。

公司董事长周黎旻先生，1968 年生，浙江大学机械能源学院机械制造及自动化专业硕士；1992 年 7 月参加工作，曾任衢州氟化厂车间副主任，浙江衢化氟化学有限公司车间副主任、机动科科长、总经理助理、副总经理、总经理、党委委员、董事，巨化股份常务副总经理、总经理兼财务负责人，巨化集团董事、总经理；现任巨化股份董事长，巨化集团董事长、党委书记。

公司副董事长李军先生，1966 年生，研究生学历，高级经济师；曾任巨化集团党政办主任、董事会秘书，巨化股份董事、董事会秘书，巨化控股有限公司董事长，信泰人寿保险股份有限公司副董事长，巨化集团副总经理、党委委员、党委组织部部长；现任巨化股份副董事长，巨化集团董事、总经理、党委副书记。

公司董事、总经理韩金铭先生，1977 年生，工程硕士，正高级工程师；曾任巨化股份电化厂总工程师、厂长，氯碱新材料事业部总经理，巨化股份副总经理；现任巨化股份董事、总经理。

截至 2022 年底，公司合并口径总员工合计 7159 人，构成如下表所示。

表 2 截至 2022 年底公司合并口径员工构成情况

分类	人数（人）	占比
专业构成	生产人员	4531 63.29%
	销售人员	308 4.30%
	技术人员	997 13.93%
	财务人员	156 2.18%
	行政人员	549 7.67%
	其他	618 8.63%

教育程度	研究生及以上	124	1.73%
	本科	1823	25.46%
	中专及技校	3098	43.27%
	高中及以下	2114	29.53%
合计		7159	100.00%

资料来源：公司提供

4. 过往债务履约情况

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2023 年 12 月 5 日，公司本部无未结清的不良类或关注类贷款记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

作为上市企业，公司法人治理结构较完善，通过权力的相互制衡，保证了公司顺利运行。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《公司章程》等法律、行政法规、部门规章的要求，建立了完善的组织制度和法人治理结构。公司设股东大会、董事会、监事会，分别按其职责行使决策权、执行权、监督权，三大机构各司其职、相互制约，保证了公司顺利运行。

股东大会是公司的权力机构，由全体股东组成。公司股东大会行使决定公司的经营方针和投资计划等职能。

公司董事会对股东大会负责，董事会由 12 名董事组成，其中独立董事不少于三分之一。公司董事会设董事长 1 名，副董事长 1~2 人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。公司董事会下设战略、审计、提名、薪酬与考核等专门委员会。专门委员会成员全部由公司董事组成，

其中审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中独立董事应占多数并担任召集人。审计委员会中至少应有一名独立董事是会计专业人士。

公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席一名。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事由股东代表和公司职工代表担任，公司职工代表担任的监事不得少于监事人数的三分之一。董事、总经理及其它高级管理人员不得兼任监事。监事的任期每届为 3 年。监事任期届满，连选可以连任。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘；设副总经理 3~8 名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。在公司控股股东、实际控制人单位担任除董事以外其他职务的人员，不得担任公司的高级管理人员。总经理及其他高级管理人员每届任期 3 年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

公司本部内设生产运营部、健康安全环保部、市场部、财务部、证券部等多个职能部门，各部门整体形成了定位清晰、权责明确、协同有序的运营管理体系。公司在生产经营、财务管理等方面建立了较为完善的管理制度，为公司的稳定运营提供了保证。

资金管理方面，公司制定了《资金管理方法》，规定了公司营运资金、融资资金与投资资金的审批、使用等应遵循的风险管理措施。公司财务部负责各子公司的资金调度、平衡，各子公司银行账户开、销户的审核，负责统筹各子公司的融资计划及实施方案，各子公司大额资金及特殊事项金额使用审核。公司资金实行统一调度管理。各子公司原则上在基本账户银

行开设一个收入账户，一个支出账户，实行现金收支两条线管理。公司筹资实行统一审批、统一确定筹资规模的制度。筹资规模由财务部根据公司章程规定、董事会批准的融资额度统一报批。各子公司不得私自向任何渠道筹措和拆借资金。

对外投资管理方面，公司证券部为对外投资管理办法的归口管理部门，负责组织落实项目立项前认证、落实项目前期工作，组织项目决策、项目实施，投后管理等，负责收集对外投资相关资料。公司总经理决定对外投资项目的立项，根据《总经理工作条例》进行决策。分管领导及相关副总经理负责牵头组织对外投资项目立项论证，组建对外投资项目前期、实施工作小组，牵头项目实施。投资发展建设部负责对外投资项目的产业、政策、行业竞争力、业务、生产技术等相关论证。财务部负责对外投资项目财务状况等的调查、分析。内部审计与控制部负责组织对外投资项目涉及合同、协议、章程的审核，组织法务论证、内控制度审查。健康安全环保部负责对外投资项目安全、环保、职业健康的调查，以及后续相关专业管理等指导或管理。项目承接主体单位负有项目承担主体责任，指派人员负责参与尽调，接受公司对外投资项目工作小组工作分工，参加对外投资项目前期工作。

对外担保管理方面，公司制定了《担保管理办法》，严格控制对外担保风险。公司股东大会和董事会是担保的决策机构，公司一切担保行为，需按程序经股东大会或董事会批准。公司财务部负责担保业务的归口管理，负责会同证券部对被担保方的资信情况进行审查和风险评估。公司对担保事项实行统一管理，公司下属全资子公司和控股子公司未经公司授权，不得以任何形式提供对外担保、质押、资产抵押。公司原则上只对全资、控股子公司提供担保，对参股企业按持股比例提供担保，提供担保需按程序经股东大会或董事会批准。

子公司管理方面，公司依据对子公司资产控制和上市公司规范运作的要求，行使对子公

司的投资、担保、重组、经营者选派、资产处置等重大事项管理决策的权利，并对子公司负有指导、监督和相关协调服务的义务。

安全环保管理方面，公司下属主要生产企业属于环境保护部门公布的重点排污单位，对生产经营过程中的污染物排放管理要求较高并面临严格的监管，公司按照环保法律法规和环保标准等要求配套建设环境污染治理设施，与生产装置同步运行。公司按照安全生产有关法律、法规要求，设置安全生产管理机构和配备安全生产管理人员，依法履行安全生产管理职责；持续加强安全生产标准化建设，建立了全员安全生产责任制。2020年以来，公司未发生

重大安全环保事故。

六、经营分析

1. 经营概况

2020—2022年，受益于主要化工产品量价齐升，公司主营业务收入和毛利率均持续增长；但2023年前三季度，受大部分化工品价格回落影响，公司盈利水平明显下降。

公司收入主要来自氟化工、基础化工、食品包装材料、石化材料和商贸业务。2020—2022年，公司主营业务收入持续增长，年均复合增长15.75%；综合毛利率逐年提升。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020年			2021年			2022年			2023年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制冷剂	36.41	23.91	3.62	52.26	30.78	12.90	68.15	33.40	8.61	43.69	30.48	21.05
含氟精细化学品	1.99	1.31	45.38	1.36	0.80	24.24	0.59	0.29	39.92	0.39	0.28	41.46
氟化工原料	7.82	5.13	12.65	8.66	5.10	23.59	8.59	4.21	55.50	7.81	5.45	19.25
含氟聚合物材料	13.80	9.06	11.66	19.95	11.75	23.42	24.95	12.23	31.02	16.92	11.81	9.72
基础化工产品及其它	25.55	16.78	32.48	32.91	19.38	22.00	48.71	23.88	30.18	21.20	14.79	19.23
食品包装材料	7.96	5.23	12.85	9.92	5.84	21.75	13.65	6.69	44.07	7.83	5.47	22.08
石化材料	12.47	8.19	8.40	16.88	9.94	7.16	16.90	8.29	2.55	19.55	13.64	10.05
检维修及工程管理	0.44	0.29	78.59	0.75	0.44	45.50	0.60	0.29	75.93	0.21	0.14	0.22
商贸	45.85	30.10	0.53	27.13	15.97	0.50	21.89	10.73	0.77	25.72	17.94	0.38
合计	152.29	100.00	12.74	169.82	100.00	17.34	204.03	100.00	22.08	143.33	100.00	12.70

注：表中综合毛利率不含商贸业务
资料来源：公司提供

分板块来看，公司氟化工板块产品种类较多，其中制冷剂和含氟聚合物材料收入占比较高。2020—2022年，由于量价齐升，制冷剂收入规模逐年增长，但毛利率水平有所波动且整体处于较低水平，主要系原料价格上涨以及第三代制冷剂配额争夺导致市场竞争较为激烈所致；含氟聚合物材料产销量增加以及价格上涨，带动其收入规模和毛利率均逐年增长。公司基础化工主要为氯碱产品，2020—2022年，主要受益于氯碱价格大幅上涨，公司基础化工产品及其它收入规模逐年增长，但2021年受原料价格增幅较大影响，毛利率水平有所下降。公司

食品包装材料主要为VDC和PDVC，2020—2022年，随着量价齐升，该板块收入规模和毛利率水平均大幅增长。2020—2022年，公司石化材料产销量增加，带动收入规模小幅增长，但由于原油价格大幅上涨以及石化行业竞争较为激烈，该板块毛利率逐年下降。2020—2022年，公司根据市场行情调整贸易产品结构和贸易规模，商贸收入有所下降，同时商贸业务毛利率很低，对利润贡献较小。

2023年1—9月，公司营业总收入同比变化不大，但受下游需求趋弱、主要产品价格下跌影响，毛利率水平明显下降。其中，制冷剂、

含氟精细化学品和石化材料毛利率水平有所提升，主要系成本下降以及盈利较高的产品占比上升所致。

公司成立至今，已形成了较为成熟的业务模式，并拥有较为庞大的供应商和客户群体。从上游供应商来看，2020—2022年，公司前五大供应商占比分别为63.55%、42.59%和28.81%，采购集中度逐年下降主要系随着业务规模增长，对外采购量增加，占比稀释所致。其中，前五大供应商采购额中关联方（主要向巨化集团采购材料、水电等）采购额占总采购额的比重分别为34.48%、29.78%和20.00%，采购集中度较高。从下游客户来看，2020—2022年，公司前五名客户合计占比分别为10.20%、13.00%和11.63%，销售集中度较低。

2. 化工业务

公司以氟化工业务为核心，并与基础化工和石油化工形成产业协同效应。公司化工业务运营情况良好，2020—2022年，受行业景气度回升和大宗商品价格上涨等因素影响，公司主要化工产品和原材料价格均大幅上涨。

（1）原材料采购

公司是大型化工联合体，化工板块之间形成了较好的产业链协同效应，基础化工板块可

为氟化工提供液氯，同时基础化工板块的副产品为石油化工板块的重要原料。

公司及下属经营主体单位采购部门建立了合格供应商目录及其考核机制，按照原辅材料需求计划，通过招标采购、协议采购、战略采购、集量采购等多种方式进行采购。公司采购结算方式采取现金、银行承兑汇票、信用证等，根据不同的市场情况和议价能力进行灵活运用。

公司氟化工的原材料主要包括氢氟酸、甲醇、萤石、液氯等。其中，氢氟酸是氟化工最主要的原材料，公司约60%的氢氟酸需对外采购，剩余通过外购萤石自产。由于公司地处萤石矿丰富的浙赣地区，外采萤石较为便利。公司基础化工的原材料主要为工业盐，石油化工的原材料主要为苯。公司所需原材料大部分为大宗商品，采购价格随行就市。2020—2022年，受大宗商品价格上涨，叠加经济回升、“能源双控”等因素影响，公司主要原材料采购价格大幅上涨，生产成本控制压力加大。2023年前三季度，受世界经济复苏乏力、国际能源价格回落影响，公司主要产品原材料市场整体需求走弱，大部分采购价格有所下降；但萤石因其具有相对稀缺矿物质属性以及下游氟化工产能释放对原料需求增加，采购价格同比上涨。

表4 公司主要原材料采购情况（单位：万吨、万元、元/吨）

产品	2020年			2021年			2022年			2023年1—9月		
	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价	数量	金额	均价
萤石	25.95	61665	2376.00	33.50	77489	2313.21	22.43	53099	2367.41	16.06	43403	2702.52
工业盐	72.63	19913	274.16	74.51	24625	330.48	84.13	37359	444.08	63.22	23302	368.55
VCM	8.14	42271	5191.96	8.90	69381	7796.83	10.47	79653	7610.62	6.27	30169	4812.53
无水氟化氢	17.97	135549	7542.23	15.21	128677	8462.53	16.76	155764	9292.04	10.56	88793	8409.61
甲醇	27.82	50516	1815.86	29.66	67866	2288.19	44.06	113083	2566.37	37.81	82925	2193.42
苯	8.42	30789	3656.49	8.27	53443	6462.14	7.38	48974	6637.17	6.70	43595	6508.24
硫精矿	8.77	3500	398.89	--	--	--	--	--	--	--	--	--
无烟煤	17.23	17853	1036.08	25.57	37077	1450.21	25.77	40253	1561.95	1.25	2561	2048.53
硫磺	--	--	--	10.91	19060	1747.73	10.26	17339	1690.27	8.38	8668	1034.96
烟煤	5.50	3778	686.60	6.99	8067	1154.38	3.99	5335	1335.72	32.16	34402	1069.69

注：由于工艺变更，公司从2023年3月开始停止对外采购无烟煤，转为使用烟煤
资料来源：公司提供

（2）氟化工

公司形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、

有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链。公司生产方式为自主生产，根据董事会批准的年度生产经营计划、资源保障能力和市场变化等，制定月度生产经营计划，由各生产主体单位按照计划和生产装置运行情况组织生产。

公司氟化工原料产品主要为甲烷氯化物和氢氟酸，相关产品以自用为主，外销规模不大，2020年以来，受供需变化影响，甲烷氯化物的销售价格波动较大。

公司制冷剂处于行业龙头地位，第二代制冷剂 R22 产能规模居国内第二位，第三代制冷剂产能规模处全球龙头地位，混配小包装致冷剂市场占有率全球第一位。2020—2022 年，受制冷剂需求改善以及抢占第三代制冷剂市场配额影响，公司制冷剂产销量保持增长；同时叠

加原料成本大幅上涨，制冷剂销售价格明显提升。

公司含氟聚合物规模和品种处于国内领先地位，2020—2022 年，在下游新能源高速增长及上游原材料价格上涨的影响下，含氟聚合物产品价格大幅上涨。

公司含氟精细化学品处于氟化工产业链后端，且单品市场容量较小，产品价格对供需状况较为敏感，2022 年受需求转弱影响，产品价格下降幅度较大。

2023 年前三季度，受供强需弱以及原材料价格下行、产品价格成本支撑减弱等多重因素影响，公司主要产品价格同比下降，其中含氟精细化学品因高附加值产品投放推升销售均价同比大幅上涨。

表 5 公司氟化工主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1—9 月		
	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价
氟化工原料	83.75	84.94	2504.36	80.84	79.94	4530.76	90.70	91.21	4812.95	79.47	76.77	2955.57
制冷剂	43.71	43.60	13574.81	45.30	44.61	19219.59	57.28	57.50	20656.92	36.25	35.24	19755.39
含氟聚合物材料	9.59	9.76	38116.47	9.75	9.67	56426.02	11.48	11.39	66530.19	9.30	9.04	48380.19
含氟精细化学品	0.30	0.30	71690.28	0.25	0.25	76188.43	0.24	0.22	47085.64	0.13	0.15	96980.64

注：表中产量和销量均包含自用量
资料来源：公司提供

公司氟化工产品采取直销和经销相结合的销售模式，产品主要在浙江省内及广东、江西、江苏、安徽等省销售。此外，公司氟化工产品出口比例约占 30%，销售市场包括韩国、日本、美国、俄罗斯等国家。产品定价方面，由于市场报价机制较为透明，公司氟化工产品销售价格依据市场定价。公司销售结算方式主要是根据不同产品确定先款后货的比例，采用现金为主，银行承兑汇票、信用证为辅的结算方式，并通过对不同客户群体进行信用评级确定赊销比例和期限。

（3）基础化工

公司基础化工产品主要为烧碱、液氯、氯

化钙等。其中，公司烧碱主要供给浙江省内轻工、化工、纺织印染、水处理等行业，产能规模居浙江省前列，在有效经济销售半径内处主导地位；液氯主要为公司内部使用，用于生产甲烷氯化物；氯化钙可以消耗公司生产过程中的盐酸，同时部分氯化钙可作为干燥剂内部使用。

销售方面，除对烧碱等大宗产品采取直销方式外，公司其余基础化工产品主要采用直销与经销相结合的销售模式。基础化工产品销售主要集中在国内市场，以长三角区域为主。2020—2022 年，受市场行情和原材料价格变化影响，公司基础化工产品价格大幅上涨。2023 年前三季度，由于原材料价格下降以及需求趋弱，基

础化工产品价格明显回落。

表 6 公司基础化工产品产销情况(单位:万吨、元/吨)

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
产量	240.49	247.39	255.50	203.06
销量	240.48	248.49	253.73	200.92
销售均价	1555.07	1947.60	2750.58	1793.81

注:表中产量和销量均包含自用量
资料来源:公司提供

(4) 食品包装材料

公司食品包装材料主要包括 VDC、PVDC 等产品。其中,VDC 主要作为 PVDC 和 PVDF 的原材料内部使用,少量外销。公司 VDC 和 PVDC 产能规模处于全球龙头地位,行业集中度较高。2020—2022 年,随着产能增加以及销售渠道的拓展,食品包装材料产销量有所增长;同时,随着需求增长以及上游成本推动,食品包装材料价格大幅上涨。

表 7 公司食品包装材料产销情况(单位:万吨、元/吨)

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
产量	15.05	16.30	19.33	12.68
销量	14.78	16.40	19.44	12.50
销售均价	10050.45	11746.45	14653.40	13058.23

注:表中产量和销量均包含自用量
资料来源:公司提供

(5) 石化材料

公司石化材料产品主要为己内酰胺、环己酮、丁酮肟、正丙醇、异丙醇和环氧氯丙烷等。环己酮为己内酰胺的原材料,2021 年以来,公司环己酮全部自用于己内酰胺的生产,不对外销售。2020 年以来,随着正丙醇、异丙醇、环氧氯丙烷等产品逐步投产,公司石化产品产销量保持增长;受市场行情和原材料价格变化影响,产品销售价格有所波动,其中 2022 年以来受供需矛盾加剧,石化产品价格降幅较大。公司石化产品销售模式主要为合约销售,合约价格参考中国石油化工集团有限公司每月结算价格,再根据自身产品质量、服务要求等各方面情况,商谈月结算价格;少部分现货销售以市场定价为主。结算方式为款到发货;销售

区域以浙江为主,剩余销往福建和江苏区域。

表 8 公司石化产品产销情况(单位:万吨、元/吨)

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
产量	22.88	27.52	28.96	32.47
销量	22.60	27.68	28.96	32.31
销售均价	8818.10	9080.97	8082.15	7640.31

注:表中产量和销量均包含自用量
资料来源:公司提供

3. 商贸业务

公司商贸业务毛利率水平低,对利润贡献有限。

公司商贸业务主要围绕自身产业链和主业主下游客户需求开展,在保本、微利的原则下,通过“以销带销”“以销促销”,利用多年积累的客户资源、渠道资源以及集中采购等优势,在拓展贸易业务的同时,带动自身产品的销售。公司贸易模式主要为“以销定采”,另有少部分存货贸易或机会贸易。结算方面,公司与上游供货商和下游客户的货款结算一般采用银行转账或银行承兑汇票方式。

2020 年以来,公司根据市场行情调整贸易产品结构和贸易规模,商贸收入有所下降。公司贸易业务主要是通过购销差价获取利润,盈利能力弱,对公司利润贡献有限。

表 9 公司商贸业务收入主要构成(单位:亿元)

类别	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
电解铜	23.96	16.67	10.29	10.40
铁矿砂	8.43	--	--	--
甲醇	5.71	5.63	6.62	7.69
纸浆	2.72	0.80	--	--
乙二醇	1.52	--	--	1.28
萤石粉	1.22	1.18	0.87	1.34
石油混合二甲苯	0.12	0.69	0.07	--
苯乙烯	0.37	0.37	1.09	1.21
合计	44.04	25.35	18.94	21.92

注:合计值与表 3 中商贸收入不一致系统计口径不同所致
资料来源:公司提供

4. 经营效率

公司整体经营效率较高。

从经营效率指标看，2020—2022年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均逐年下降，三年加权均值分别为11.05次和11.14次，总资产周转次数波动增长，三年加权均值为1.06次。与同行业其他企业相比，公司整体经营效率指标表现较高。

表10 2022年同行业公司经营效率指标对比
(单位: 次)

公司名称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
东岳集团	9.02	4.68	0.87
三美股份	9.48	7.63	0.76
巨化股份	20.50	10.03	1.06

注：三美股份为浙江三美化工股份有限公司的简称；东岳集团财

务报表按照《香港财务报告准则》编制，为便于同业比较，表中数据引自Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

5. 在建工程及未来发展

公司主要在建工程以技改扩能、节能增效等项目为主，投资压力尚可。公司战略目标明确，有利于公司综合实力的进一步提升。

截至2023年9月底，公司主要在建项目如下表所示，预计总投资63.47亿元，尚需投资35.08亿元，未来投资压力尚可。同时，项目建设完成后，将有助于公司进一步扩大生产规模，降低能耗和生产成本。

表11 截至2023年9月底公司主要在建项目情况(单位: 亿元)

投资项目	预计总投资	截至2023年9月底已投资	2023年剩余投资	2024年计划投资	2025年计划投资
电化厂新增48kt/aVDF技改扩建项目	9.19	7.06	0.70	1.43	--
电化厂新增30kt/aPVDF技改扩建项目	9.66	5.09	0.50	4.07	--
宁化15万吨/年特种聚酯切片新材料项目	14.77	2.35	1.20	4.30	6.92
合成氨原料路线及节能减排技术改造及拆还建	11.30	10.46	0.30	0.54	0.00
氟聚44kt/a高端含氟聚合物项目	13.48	3.21	1.00	5.00	4.28
5000t/a巨芯冷却液项目(一期1000t/a)	5.07	0.22	0.40	2.80	1.64
合计	63.47	28.39	4.10	18.14	12.84

资料来源：公司提供

公司发展战略为：贯彻新发展理念，坚持科学发展、开放发展、一体化发展，产业经营与资本经营并重，管理、技术、市场、机制创新相结合，以氟化工为核心，以新材料、新环保、新能源、新用途为产业转型升级方向，充分发挥公司积累的竞争优势，加快创新驱动、转型升级，推进产业迈向高端化、数字化、绿色化，实现产业基地特色园区化，产业链集成化，产品高端化、系列化、高质化、精细化、差异化、复合化，将公司打造成为国内氟化工的领先者，国内一流的高性能氟化工新材料供应商、服务商。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年度合并财务报告，天健会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财

务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2023年三季度财务报表未经审计。

公司合并范围方面，2021年公司合并范围新增1家子公司，减少4家子公司；2022年公司合并范围新增3家子公司。截至2022年底，公司合并范围子公司共计23家。总体看，公司合并范围变化子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至2022年底，公司合并资产总额226.27亿元，所有者权益157.84亿元(含少数股东权益3.16亿元)；2022年，公司实现营业总收入214.89亿元，利润总额27.25亿元。

截至2023年9月底，公司合并资产总额230.98亿元，所有者权益158.34亿元(含少数股东权益3.21亿元)；2023年1—9月，公司实现营业总收入160.13亿元，利润总额8.54亿元。

2. 资产质量

2020年以来，公司资产规模稳步增长，资产构成符合行业特征。公司现金类资产较为充

裕，资产受限比例很低，资产质量良好。

2020—2022年末，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主。

表12 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	56.72	36.15	61.58	34.41	78.30	34.60	68.87	29.81
货币资金	16.77	29.57	15.39	24.99	25.47	32.53	17.70	25.70
交易性金融资产	10.59	18.67	5.00	8.12	4.04	5.16	0.07	0.10
应收票据	2.01	3.55	2.69	4.37	7.32	9.35	6.54	9.50
应收账款	5.76	10.15	11.16	18.12	9.80	12.52	14.75	21.42
应收款项融资	4.29	7.56	5.18	8.41	8.65	11.05	6.45	9.36
存货	10.61	18.71	17.35	28.17	17.28	22.07	16.16	23.47
其他流动资产	5.04	8.88	3.24	5.26	4.68	5.97	2.71	3.93
非流动资产	100.20	63.85	117.37	65.59	147.97	65.40	162.11	70.19
长期股权投资	11.36	11.34	14.29	12.18	18.52	12.51	20.25	12.49
固定资产（合计）	67.46	67.33	63.64	54.22	65.17	44.05	89.30	55.08
在建工程（合计）	9.46	9.44	22.21	18.92	45.53	30.77	32.30	19.93
资产总额	156.92	100.00	178.94	100.00	226.27	100.00	230.98	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022年末，随着主要产品价格提升以及经营获现累积，公司应收类款项、存货和货币资金有所增加，并带动公司流动资产规模保持增长。截至2022年底，公司货币资金由银行存款（占72.41%）和其他货币资金（占27.59%）构成。公司交易性金融资产主要系公司利用闲置的募集资金进行理财，随着募集资金逐步使用以及补充流动资金，交易性金融资产大幅下降。公司应收票据和应收款项融资全部为银行承兑汇票，2022年底银行承兑汇票明显增长，主要系到期持有量增加所致。截至2022年底，公司应收账款账龄以一年内为主，累计计提坏账准备0.69亿元，计提比例为6.54%，应收账款前五大欠款方合计账面余额为7.29亿元，占比为69.51%，集中度较高。截至2022年底，公司存货主要由原材料（占37.50%）和库存商品（占51.50%）构成，累计计提跌价准备0.81亿元，计提比例为4.48%。

2020—2022年末，随着长期股权投资和在建工程的增加，公司非流动资产规模持续增长。其中，受益于投资收益增加，公司长期股权投资逐年大幅增长。截至2022年底，公司对中巨芯科技股份有限公司的投资期末余额为4.20亿元、对巨化集团财务有限责任公司的投资期末余额为6.30亿元、对iGas USA Inc的投资期末余额为6.53亿元。公司固定资产变化不大，资产成新率一般，2022年底为41.79%。公司在建工程大幅增长，主要系随着合成氨原料路线及节能减排技术改造项目、部分产品技改扩建项目的推进，投资支出增加所致。

截至2022年底，公司资产受限情况如下表所示，资产受限比例很低。

表13 截至2022年底公司资产受限情况
（单位：亿元、%）

项目	受限金额	受限比例	受限原因
货币资金	7.02	3.10	银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金
应收票据	7.32	3.24	为开具应付票据质押
合计	14.35	6.34	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年9月底，公司资产规模和构成较上年底变化不大，其中受部分在建项目转固影响，固定资产规模有所增长。

3. 资本结构

2020年以来，受益于利润累积，公司所有者权益保持增长，但权益结构稳定性有待提高。随着业务规模扩大和在建项目的投资推进，公司债务规模和杠杆率持续上升，但整体债务负担仍非常轻。

(1) 所有者权益

2020—2022年末，随着利润累积，公司所

有者权益持续增长，年均复合增长10.75%。截至2022年底，公司所有者权益157.84亿。其中，实收资本占17.10%，资本公积占27.18%，未分配利润占47.32%，少数股东权益占2.00%。公司未分配利润占比较高，权益结构稳定性有待提高。

截至2023年9月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2020—2022年末，公司负债总额持续增长，但负债结构有所优化，流动负债占比持续下降。

表14 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	24.73	87.64	35.53	83.36	49.04	71.67	51.13	70.38
短期借款	6.17	24.96	2.69	7.58	1.82	3.71	2.29	4.48
应付票据	2.99	12.08	7.36	20.71	15.93	32.49	12.52	24.49
应付账款	10.11	40.90	17.69	49.80	20.73	42.26	23.48	45.93
应交税费	0.69	2.79	0.71	2.00	2.83	5.77	0.64	1.25
其他应付款（合计）	1.72	6.95	1.92	5.40	3.25	6.63	3.57	6.99
合同负债	2.27	9.18	3.09	8.69	2.57	5.23	5.42	10.59
非流动负债	3.49	12.36	7.09	16.64	19.38	28.33	21.51	29.62
长期借款	0.04	1.15	1.88	26.56	13.27	68.46	14.44	67.12
租赁负债	0.00	0.00	1.77	25.02	1.81	9.31	1.92	8.93
递延收益	2.87	82.34	2.57	36.26	3.20	16.49	3.84	17.85
负债总额	28.22	100.00	42.62	100.00	68.42	100.00	72.64	100.00

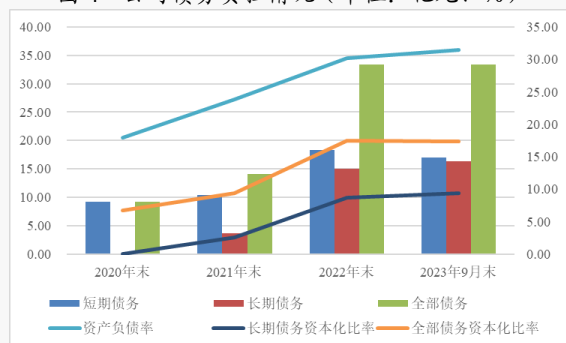
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022年末，随着业务规模的扩大、原材料价格上涨以及票据结算增加，公司应付票据和应付账款保持增长，并带动流动负债逐年增长。同期，随着在建项目的推进，公司项目贷款规模大幅增加，截至2022年底，公司长期借款主要由信用借款和保证借款构成。

有息债务方面，2020—2022年末，随着应付票据和长期借款的增加，公司全部债务持续增长。截至2022年底，公司全部债务33.37亿元。其中，短期债务占54.83%，长期债务占45.17%，债务结构持续优化。从债务指标来看，2020—2022年末，公司资产负债率、全部债务资本化

比率和长期债务资本化比率均持续上升，2022年底上述三个指标分别为30.24%、17.45%和8.72%，整体债务负担非常轻。

图4 公司债务负担情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年9月底，公司债务规模和债务负担较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020—2022年，公司主要化工产品量价齐升，带动盈利指标大幅增长，但2023年前三季度，受化工品价格下降影响，公司利润规模降幅明显。整体看，公司盈利水平受化工行业景气度影响大。

表 15 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
营业总收入	160.54	179.86	214.89	160.13
营业成本	145.67	154.43	173.93	139.52
费用总额	15.64	15.01	15.97	14.08
其中：销售费用	4.90	1.31	1.57	1.51
管理费用	5.63	6.87	7.23	5.29
研发费用	4.59	6.54	8.24	7.39
财务费用	0.52	0.29	-1.08	-0.11
投资收益	1.06	3.88	3.74	1.76
利润总额	1.37	10.76	27.25	8.54
营业利润率	8.98	13.80	18.66	12.54
总资产收益率	0.81	7.29	12.59	--
净资产收益率	0.80	7.91	15.18	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020—2022年，受益于主要化工产品量价齐升，公司收入规模和营业利润率稳步增长。从期间费用看，2020—2022年，公司费用总额变化不大，费用构成以管理费用和研发费用为主。其中，管理费用和研发费用逐年增长，主要系职工薪酬、办公费用和机物料领用消耗增加所致。2022年，由于汇兑收益增加，公司财务费用大幅下降。2020—2022年，公司期间费用率分别为9.74%、8.35%和7.43%，期间费用控制能力逐年增强。

公司投资收益主要来自于iGas USA Inc，2020—2022年，公司投资收益占利润总额的比重分别为77.28%、36.07%和13.74%，对公司利润影响较大。

2020—2022年，受益于主营业务盈利水平提升，公司利润总额大幅增长。同期，公司总资产收益率和净资产收益率均显著提升，三年加

权均值分别为8.64%和10.12%。与同行业企业相比，公司盈利指标表现尚可。

表 16 2022 年同行业公司盈利情况对比

项目	东岳集团	三美股份	巨化股份
营业总收入（亿元）	200.36	47.71	214.89
净利润（亿元）	38.56	4.86	23.96
销售毛利率（%）	32.53	16.07	19.06
净资产收益率（%）	26.40	8.83	16.53
总资产报酬率（%）	21.84	9.18	13.41

注：东岳集团财务报表按照《香港财务报告准则》编制，为便于同业比较，表中数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异
资料来源：Wind

2023年1—9月，公司实现营业总收入160.13亿元，同比下降2.22%；利润总额8.54亿元，同比下降56.64%，主要系化工品销售价格下降所致。

5. 现金流

2020年以来，公司经营活动现金流呈持续净流入状态，经营获现能力很强，但由于对外投资支出规模较大，公司存在一定的融资需求。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	183.47	200.62	263.89	185.62
经营活动现金流出小计	173.58	188.14	230.72	178.59
经营活动现金流量净额	9.89	12.47	33.17	7.03
投资活动现金流入小计	41.67	28.42	14.85	18.57
投资活动现金流出小计	53.64	39.34	50.47	27.02
投资活动现金流量净额	-11.96	-10.92	-35.62	-8.45
筹资活动前现金流量净额	-2.08	1.55	-2.45	-1.42
筹资活动现金流入小计	6.68	5.23	15.83	5.54
筹资活动现金流出小计	6.07	9.33	8.74	9.47
筹资活动现金流量净额	0.61	-4.10	7.09	-3.93
现金收入比	110.63	108.52	118.04	110.33

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

经营活动现金流方面，2020—2022年，随着营业总收入和营业成本的增加，公司经营活动现金流入量和流出量均保持增长，现金收入比维持在高水平，公司经营获现能力很强，经营活动现金流呈持续净流入状态。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流中购买和赎回理财产品金额较大，2020—2022 年随着理财规模下降，公司投资活动现金流入量和流出量均呈下降趋势。剔除理财影响，公司投资活动支出主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金，2020—2022 年分别为 18.85 亿元、17.02 亿元和 34.88 亿元。随着在建项目的推进，公司对外支出规模较大，经营活动净现金流不能覆

盖投资支出，存在一定外部融资需求。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动以银行借款为主，整体筹资规模较小。

6. 偿债能力指标

公司债务偿还压力小，同时近年来其主业盈利及获现表现良好，整体偿债能力指标表现非常强。公司融资渠道畅通，可用银行授信规模很大。

表 18 公司偿债能力指标

项目	指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	229.35	173.30	159.66	134.70
	速动比率（%）	186.44	124.49	124.43	103.08
	经营现金流动负债比（%）	39.98	35.10	67.63	13.75
	经营现金/短期债务（倍）	1.08	1.20	1.81	--
	现金短期债务比（倍）	3.67	2.71	2.49	1.81
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	9.10	19.66	36.25	--
	全部债务/EBITDA（倍）	1.01	0.72	0.92	--
	经营现金/全部债务（倍）	1.07	0.89	0.99	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	100.67	87.05	96.27	--
	经营现金/利息支出（倍）	109.37	55.22	88.08	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2020—2022年末，随着流动负债和短期债务的增长，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比均有所下降，但仍处于极高水平。同期，公司经营活动净现金流大幅增长，对流动负债和短期债务的保障程度有所增强。整体看，公司短期偿债能力指标表现非常强。

从长期偿债能力指标看，2020—2022年，公司 EBITDA 逐年增长，EBITDA 对全部债务本息的保障程度小幅波动，公司长期偿债能力指标表现非常强。

截至 2023 年 9 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至 2023 年 9 月底，公司已获得银行共计 151.17 亿元和 0.20 亿美元的授信额度，其中尚有 121.63 亿元和 0.20 亿美元额度未使用，公司间接融资渠道畅通。同时，作为上市公司，公司

具备直接融资能力。

7. 公司本部财务分析

2020—2022 年，公司本部盈利指标逐年提升。同时，随着在建项目投资支出增加，公司本部债务规模有所增长，但债务负担仍非常轻。

公司本部主要行使管理职能，并从事部分化工品的生产和销售。

2020—2022 年末，公司本部资产总额逐年增长，截至 2022 年底为 152.65 亿元，资产构成以长期股权投资、固定资产和在建工程为主。

2020—2022 年末，随着利润累积，公司本部所有者权益规模逐年增长，截至 2022 年底为 110.58 亿元，且公司本部所有者权益稳定性较强。

2020—2022 年末，公司本部负债总额逐年增长，负债构成以应付票据和其他应付款为主。截至 2022 年底，公司本部全部债务为 17.67 亿元，

全部债务资本化比率为13.78%，债务负担极轻。

2020—2022年，随着产品量价齐升，公司本部盈利指标逐年提升。2022年，公司本部营业总收入和利润总额分别为73.29亿元和15.56亿元，营业利润率为18.63%，公司本部盈利能力较好。

2020—2022年，公司本部经营活动现金流净额持续增长；随着本部在建项目的推进，投资活动现金净流出规模也逐步扩大，对外融资需求有所增加。

八、外部支持

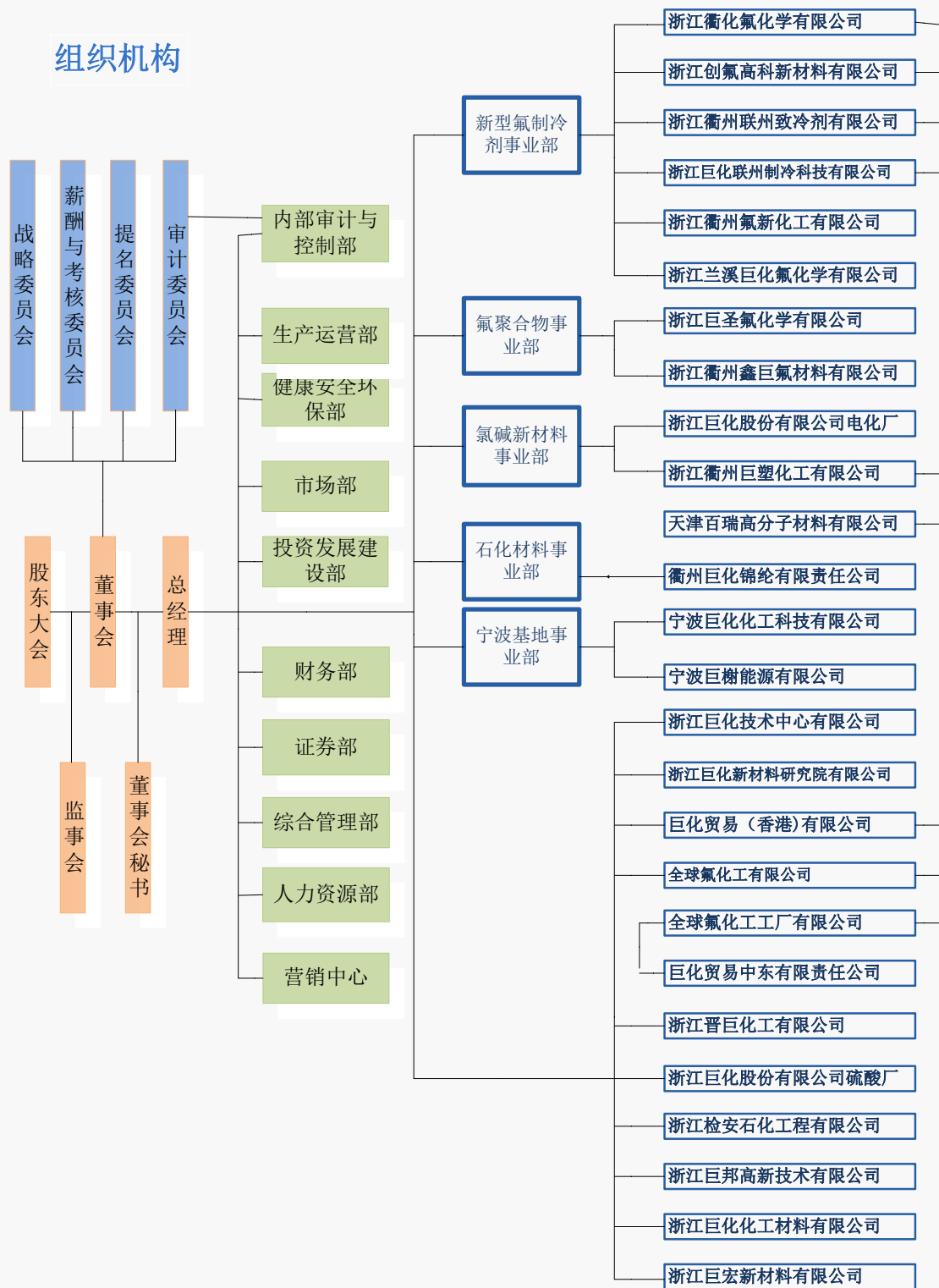
公司在地方政府产业规划中地位重要，政府支持力度大。

公司为浙江省国资委下属的化工产业上市企业，享受多项税收、补贴优惠政策，2020—2022年，公司计入其他收益的政府补助分别为1.06亿元、0.86亿元和1.43亿元。同时，公司深化与所在地浙江省衢州市一体化发展，得到了地方政府的大力支持，为公司的经营与发展提供了良好的公用工程、运输物流、土地等资源、要素支撑和服务。

九、结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 月底公司组织架构图



附件 1-2 截至 2022 年底公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）	
				直接	间接
1	浙江巨邦高新技术有限公司	杭州	制造业	69.17	--
2	浙江兰溪巨化氟化学有限公司	兰溪	制造业	79.00	--
3	浙江衢化氟化学有限公司	衢州	制造业	100.00	--
4	浙江衢州巨塑化工有限公司	衢州	制造业	100.00	--
5	宁波巨化化工科技有限公司	宁波	制造业	60.00	40.00
6	宁波巨榭能源有限公司	宁波	贸易	100.00	--
7	浙江衢州鑫巨氟材料有限公司	衢州	制造业	65.00	--
8	巨化贸易（香港）有限公司	香港	贸易	100.00	--
9	浙江衢州氟新化工有限公司	衢州	制造业	100.00	--
10	浙江巨化联州制冷科技有限公司	衢州	制造业	--	100.00
11	全球氟化工有限公司	阿联酋	制造业	--	90.00
12	浙江创氟高科新材料有限公司	衢州	制造业	--	95.00
13	全球氟化工工厂有限公司	阿联酋	制造业	--	90.00
14	浙江巨宏新材料有限公司	衢州	制造业	--	51.00
15	浙江巨圣氟化学有限公司	衢州	制造业	99.50	--
16	衢州巨化锦纶有限责任公司	衢州	制造业	100.00	--
17	浙江巨化检安石化工程有限公司	衢州	工程安装	51.00	--
18	浙江巨化技术中心有限公司	衢州	技术服务	100.00	--
19	浙江巨化新材料研究院有限公司	衢州	技术服务	100.00	--
20	浙江巨化化工材料有限公司	衢州	制造业	60.00	--
21	浙江衢州联州致冷剂有限公司	衢州	制造业	100.00	--
22	浙江晋巨化工有限公司	衢州	制造业	64.85	--
23	天津百瑞高分子材料有限公司	天津	制造业	--	73.45

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	33.66	28.25	45.49	30.76
资产总额（亿元）	156.92	178.94	226.27	230.98
所有者权益（亿元）	128.70	136.32	157.84	158.34
短期债务（亿元）	9.16	10.43	18.30	17.02
长期债务（亿元）	0.04	3.66	15.07	16.36
全部债务（亿元）	9.20	14.08	33.37	33.38
营业总收入（亿元）	160.54	179.86	214.89	160.13
利润总额（亿元）	1.37	10.76	27.25	8.54
EBITDA（亿元）	9.10	19.66	36.25	--
经营性净现金流（亿元）	9.89	12.47	33.17	7.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	13.89	11.57	9.59	--
存货周转次数（次）	14.02	11.05	10.05	--
总资产周转次数（次）	1.03	1.07	1.06	--
现金收入比（%）	110.63	108.52	118.04	110.33
营业利润率（%）	8.98	13.80	18.66	12.54
总资本收益率（%）	0.81	7.29	12.59	--
净资产收益率（%）	0.80	7.91	15.18	--
长期债务资本化比率（%）	0.03	2.61	8.72	9.37
全部债务资本化比率（%）	6.67	9.36	17.45	17.41
资产负债率（%）	17.98	23.82	30.24	31.45
流动比率（%）	229.35	173.30	159.66	134.70
速动比率（%）	186.44	124.49	124.43	103.08
经营现金流动负债比（%）	39.98	35.10	67.63	--
现金类资产/短期债务（倍）	3.67	2.71	2.49	1.81
EBITDA 利息倍数（倍）	100.67	87.05	96.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.01	0.72	0.92	--

注：公司 2023 年 1-9 月财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	15.90	16.08	20.72
资产总额（亿元）	114.93	126.98	152.65
所有者权益（亿元）	95.52	100.25	110.58
短期债务（亿元）	6.33	5.36	12.36
长期债务（亿元）	0.00	0.00	5.32
全部债务（亿元）	6.33	5.36	17.67
营业总收入（亿元）	43.61	57.65	73.29
利润总额（亿元）	0.50	7.36	15.56
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	3.28	5.93	11.76
财务指标			
销售债权周转次数（次）	12.09	19.95	12.79
存货周转次数（次）	26.25	30.25	23.99
总资产周转次数（次）	0.38	0.48	0.52
现金收入比（%）	116.79	113.83	105.94
营业利润率（%）	8.06	13.73	18.63
总资本收益率（%）	/	/	/
净资产收益率（%）	0.53	7.29	12.17
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	4.59
全部债务资本化比率（%）	6.21	5.07	13.78
资产负债率（%）	16.89	21.05	27.56
流动比率（%）	132.51	101.71	90.31
速动比率（%）	126.34	93.25	82.41
经营现金流动负债比（%）	18.10	23.25	33.22
现金短期债务比（倍）	2.51	3.00	1.68
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：公司未披露公司本部 2023 年 1-9 月财务数据

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 浙江巨化股份有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在浙江巨化股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。