

# 跟踪评级公告

联合[2018] 579 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国化工集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“17 中化工 CP001”的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年四月十九日



---

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 (100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

## 中国化工集团有限公司跟踪评级报告

### 主体长期信用

跟踪评级结果: AAA      评级展望: 稳定  
 上次评级结果: AAA      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 中化工 CP001	20 亿元	2018/10/27	A-1	A-1

评级时间: 2018 年 4 月 19 日

### 财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	256.87	434.25	539.27	751.98
资产总额(亿元)	2720.72	3725.14	3776.42	7914.78
所有者权益(亿元)	504.23	706.57	718.44	2049.96
短期债务(亿元)	980.10	1447.99	795.10	1468.88
长期债务(亿元)	658.72	921.00	1519.62	2885.43
全部债务(亿元)	1638.82	2368.99	2314.73	4354.31
营业收入(亿元)	2576.31	2602.53	3001.27	2874.46
利润总额(亿元)	20.12	32.10	51.54	47.42
EBITDA(亿元)	201.91	228.41	292.69	--
经营性净现金流(亿元)	115.58	223.29	285.14	187.29
营业利润率(%)	11.43	14.01	16.20	17.78
净资产收益率(%)	0.45	0.17	3.54	--
资产负债率(%)	81.47	81.03	80.98	74.10
全部债务资本化比率(%)	76.47	77.03	76.31	67.99
流动比率(%)	87.93	79.97	118.19	105.53
经营现金流动负债比(%)	7.78	10.91	20.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	10.37	7.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.06	2.20	2.46	--

注: 1、2017 年 1~9 月财务数据未经审计; 2、其他流动负债和长期应付款中的有息债务以及永续债券计入债务。

### 分析师

张博 牛文婧

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”)对中国化工集团有限公司(以下简称“公司”或“中国化工”)的评级综合反映了公司在中国化工行业的领先地位,在化工新材料及特种化学品、基础化工产品、农用化学品、橡胶轮胎等细分市场拥有显著的规模经济优势,丰富的产品组合和强大的科研实力对公司的持续发展形成支撑,不断全球化的扩张也使公司国际市场地位得到提升,2017 年 6 月,公司完成对 Syngenta(以下简称“先正达公司”)的收购,预期将大幅提升公司农化板块技术水平和国际市场竞争力。同时,联合资信也关注到公司相关化工产品产能过剩以及债务负担较重等因素对公司信用水平带来的负面影响。

公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 中化工 CP001”保障程度高。

综合评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“17 中化工 CP001”信用等级为 A-1。

### 优势

1. 公司规模经济优势明显,在中国化工行业中处于领先地位。
2. 公司完成对先正达公司的交割,预期将大幅提升公司农化板块技术水平和国际市场竞争能力。
3. 公司收购先正达公司后,资产规模和所有者权益大幅增长。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 中化工 CP001”保障程度高。

### 关注

1. 目前国内化工行业产能过剩,公司面临一定的经营压力。
2. 公司债务负担较重,短期偿付压力大。
3. 公司对外担保比率较高,存在一定或有负

债风险。

4. 公司少数股东权益金额大，主要系收购先正达公司引入股权资本所致，公司所有者权益的稳定性和公司控制力方面存在一定的风险，联合资信将持续关注公司对先正达公司以及其他下属子公司改制和资源整合情况。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由中国化工集团有限公司（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。

## 中国化工集团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化工集团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

中国化工集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2004 年 4 月，是经国务院国函【2003】115 号文批准，在中国蓝星（集团）总公司（后为中国蓝星（集团）股份有限公司，以下简称“蓝星公司”）和中国昊华化工（集团）总公司（以下简称“昊华公司”）的基础上重组设立的国有大型企业，隶属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。截至 2017 年 9 月底，公司注册资本为 111.00 亿元，国务院国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。公司实收资本已增至 115.80 亿元，注册资本尚未进行工商变更。2017 年 12 月 18 日，公司发布公告，经国务院国资委批准，公司由全民所有制企业改制为国有独资公司，公司名称由“中国化工集团公司”变更为“中国化工集团有限公司”。上述变更事宜的工商登记变更手续已办理完毕，并取得新的营业执照。

公司发展定位为“老化工、新材料”，经过近年的整合重组，目前，公司已经形成石油化工及炼化产品、化工新材料及特种化学品、氯碱化工产品、农用化学品、橡胶及橡胶机械、化工科研及开发六大主要业务板块，塑造了集科研开发、工程设计、生产经营、内外贸易为一体的较为完整的化工产业格局。

截至 2017 年 6 月 20 日，公司完成对 Syngenta（以下简称“先正达公司”）的收购，持股比例为 98.10%，2017 年 9 月报表合并范围增加了先正达公司。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有蓝星公司、昊华公司、中国昊华化工集团股份有限公司（以下简称“昊华股份”）等 18 家二级子公司；本部设有办公室（党委办公室）、生产经营部、人事部（党委组织部）、财务部、规划发展部、监事部（纪委办公室）、信息企划部（党委宣传部）、科技部（军工部）和机关事务局等职能部门。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 3776.42 亿元，所有者权益 718.44 亿元（含少数股东权益 477.83 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 3001.27 亿元，利润总额 51.54 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 7914.78 亿元，所有者权益 2049.96 亿元（含少数股东权益 1800.36 亿元）。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 2874.46 亿元，利润总额 47.42 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区北四环西路 62 号；法定代表人：任建新。

### 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，“17 中化工 CP001”尚需偿还债券本金余额为 20 亿元，所募集资金均已按照募集计划进行使用，全部用于偿还银行借款。

### 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，为我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 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我国对美国、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，我国对哈萨克斯坦、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，这将对我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我国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，我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 年我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

公司产品涉及化工新材料及特种化学品、氯碱化工、石油化工炼化、农用化学品、橡胶轮胎等，公司经营与以上行业整体发展状况密切相关。

### 1. 化工新材料行业

化工新材料是新材料产业的主要组成部分，主要包括有机硅材料、有机氟材料、炭材料、通用工程塑料、特种工程塑料、聚氨酯、功能高分子材料、复合材料、膜材料等，广泛应用于汽车、航空、电子、建材、国防军工等领域。

有机硅产品链可分为原料、单体、中间体和产品及制品四个环节，其中，有机硅单体是有机硅行业的上游产品和核心产品，其中甲基单体占整个单体总量的 90%以上。有机硅单体的生产具有工艺复杂、流程长、技术要求高、投资大等特点，存在着较高的技术和资金壁垒。有机硅下游产品众多，约有 1 万多个品种牌号，目前市场实际生产约 5000 种，广泛应用于电子电气、纺织、医疗、机械、交通运输、塑料、橡胶等各个行业，产业链延伸空间 and 市场需求均非常广泛。

表 1 有机硅主要产品类别

单体	中间体	产品及制品
甲基氯硅烷	六甲基二硅氧烷	高温硫化硅橡胶
苯基氯硅烷	六甲基三硅氧烷	室温硫化硅橡胶
乙烯基氯硅烷	八甲基环四硅氧烷	硅油及二次加工品
	二甲基环硅氧烷混合物	硅树脂
		硅烷偶联剂

资料来源：联合资信整理

全球有机硅单体规模化生产商主要包括

美国道康宁 (DOW Corning)、迈图高新材料 (Momentive Performance Materials)、德国瓦克集团 (Wacker group)、日本信越化学公司 (Shin-Etsu Chemical Corporation) 以及中国蓝星公司等。这五大公司市场占有率占到了全球市场的 80% 以上, 产业集中度很高。其中, 国内有机硅产能最大的两家单体企业分别为道康宁 (张家港) 有机硅有限公司、蓝星股份江西星火有机硅厂, 年总产能均在 40 万吨左右, 两家企业产能合计将近全国有机硅单体总产能的三分之一, 属于国内有机硅单体产业的两大龙头企业。

市场供求方面, 受益于汽车、建筑、日用化学等行业的发展, 近年来全球有机硅工业保持了 8% 的增长速度, 亚洲市场 (除日本外) 保持约 10% 左右的增速; 中国有机硅市场则呈现了高速的增长态势, 截至到 2016 年底中国有机硅单体产能约为 284 万吨, 产能利用率仅为 58.30%, 产能过剩已经成为行业最为严重的问题。

价格方面, 由于中国市场多家有机硅单体装置集中建成投产, 对有机硅市场带来较大冲击, 近年有机硅价格波动较大。2014 年以来, 随着近 80 万吨的单体产能投放市场, 产能过剩持续加剧, 开工率持续下降, 且产能淘汰情况不理想, 企业退出难, DMC 价格持续下行。2016 年上半年, 国内有机硅 DMC 出厂价在 13100~13300 元/吨区间, 2016 年 10 月国内有机硅 DMC 出厂价呈现上升趋势, 截至 2017 年 2 月底国内有机硅 DMC 出厂价达到 20000 元/吨左右。

总体来看, 由于有机硅产品自身的优良特性和广泛的消费用途, 中国的有机硅产品仍有广阔的市场空间, 规模化生产商持续占有主导地位。从国际有机硅产业的发展趋势来看, 有机硅产业链下游空间广阔, 众多新兴的市场, 为有机硅产业链的延伸提供了市场机遇和空间, 规模较大的单体生产企业拥有向下游延伸的资源保障能力和规模优势,

竞争优势将更加明显。同时, 中国有机硅行业近年来投资趋热, 产能迅速增长已经对产品销售和市场价格构成了阶段性冲击, 产能过剩问题突出, 供给相对过剩导致有机硅单体及中间产品硅氧烷 (DMC) 价格持续下降, 以及面临着国际有机硅巨头企业的冲击, 行业出现震荡情况, 但随着行业周期性复苏, 2017 年以来有机硅单体及中间产品价格呈现上升趋势, 行业复苏情况有待继续关注。

## 2. 氯碱行业

### 行业概况

用电解饱和 NaCl 溶液的方法来制取 NaOH、Cl<sub>2</sub> 和 H<sub>2</sub>, 并以它们为原料生产一系列化工产品的工业, 称为氯碱工业。氯碱工业产品以聚氯乙烯 (PVC) 和烧碱 (NaOH) 为主。PVC 和烧碱都是重要的基础化工原料, 其中 PVC 是世界五大通用塑料之一, 在中国其消费量已经升至第一位; 烧碱广泛应用于石油、化纤、医药、轻工、造纸、有色金属等多个行业, PVC 和烧碱都有较多的应用领域, 市场需求比较广泛。从 2004 年开始, 由于中国市场需求的快速增长和成本优势的逐步显现, 中国氯碱产业开始步入高速发展时期, 市场需求和产能迅速增长, 目前中国已成为全球最大的 PVC 生产国和消费国。

2016 年, 全国烧碱产量达 3284.00 万吨, 较上年增长 8.80%。同期, 全国 PVC 产量为 1664.00 万吨, 较上年增长 3.42%。

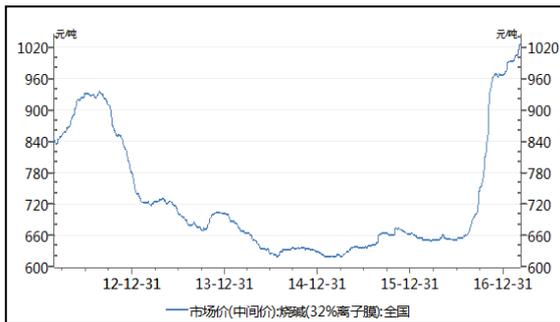
### 行业关注

近年来, 国内氯碱行业饱受产能过剩的影响, 开工率普遍不足, 虽然行业不断整合, 新项目投产数量有所减少, 但依旧难以迅速缓解氯碱行业存在的供需矛盾。以烧碱为例, 截至 2015 年底国内烧碱产能约为 4000 万吨, 而烧碱产量为 3028.20 万吨, 行业平均开工率不足 80%, 主要系受需求不振的影响。PVC 市场供需矛盾同样较为严峻, 2015 年底国内 PVC 总产能为 2216 万吨/年, 行业开工率为

72.2%。目前中国氯碱相关行业开工率较低，加之较低的产能利用率带来的高成本，中国氯碱行业的可持续发展面临诸多挑战。

烧碱价格方面，以 32%离子膜烧碱全国市场中间价为例，2015 年受日韩企业集中检修、天津港爆炸、9 月阅兵等因素影响，烧碱价格呈波动上行趋势。截至 2017 年 3 月 8 日 32%离子膜烧碱全国市场中间价为 1026 元/吨。

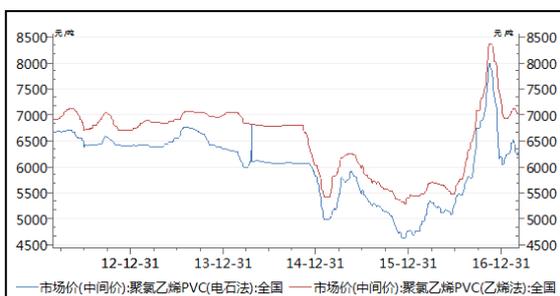
图 1 烧碱价格走势



资料来源：Wind 资讯

PVC 价格方面，2015 年以来国内 PVC 价格整体表现低迷，特别是下半年价格快速下跌，2016 年上半年 PVC 价格则有所回暖，呈现上升趋势，到 2017 年价格开始回落。以电石法 PVC 全国市场中间价为例，在 2016 年 11 月价格达到 7994 元/吨左右，2017 年价格出现回落，截至 2017 年 3 月 8 日价格为 6283 元/吨。

图 2 PVC 价格走势



资料来源：Wind 资讯

### 行业政策及发展

2011 年 7 月，氯碱行业“十二五规划”出台，政策将引导行业从以单纯规模扩张为目的的增长转变为以产业结构调整，提升行业增长质量的新阶段。规划在严控新增产能、

淘汰落后产能、促进行业整合、推进技术进入和自主创新、促进氯碱行业与石油化工、新型煤化工结合方面提出了政策建议措施。

2013 年，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”或“发改委”）颁布《国家发展改革委关于修改〈产业结构调整指导目录（2011 年本）〉有关条款的决定》，相关规定中限制类项目为 20 万吨/年以下乙炔法聚氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯、聚氯乙烯普通人造革生产线、聚氯乙烯（PVC）食品保鲜包装膜。淘汰类项目隔膜法烧碱（2015 年）生产装置、高汞催化剂（氯化汞含量 6.5%以上）和使用高汞催化剂的乙炔法聚氯乙烯生产装置（2015 年）。

总体看，近年来经济增速下滑导致下游需求回落，中国氯碱行业供需矛盾不断显现，价格始终处于探底过程中。目前，中国氯碱相关行业开工率较低，特别是房地产行业进入去库存阶段，加之较低的产能利用率带来的高成本，中国氯碱行业的可持续发展面临诸多挑战。长期来看，未来随着进一步优化产业结构，淘汰落后产能，控制新增产能增速，扩大对外贸易幅度，国内氯碱市场行情有望得到改善。

### 3. 石油化工炼化行业

#### 行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱产业，石油石化行业具有技术密集型和资金密集型双重特征，行业进入壁垒较高。

中国是世界第四大石油生产国、第二大石油消费国及石油进口国，原油消费量近年来持续增长，对外依存度始终处于较高水平，近几年中国原油产量、消费量和净进口量一

直呈现增长态势，2016年原油产量出现下降，进口量加大，原油对外依存度增高。根据 Wind 资讯数据，2016年中国生产原油 2.00 亿吨，同比减少 7.01%，进口原油 3.81 亿吨，同比增长 13.56%，原油表观消费量为 5.78 亿吨，同比增长 5.55%。由于国内原油产能增长缓慢及国际油价大幅下跌等因素共同作用，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2016年底中国原油对外依存度达到 65.44%，同比增长 4.67 个百分点，对外依存度进一步扩大。

表 2 中国原油消费平衡情况（单位：万吨、%）

年份	产量	进口量	表观消费量	对外依存度
2012	20747.80	27109.00	47613.80	56.42
2013	20812.87	28195.00	48845.87	57.39
2014	21142.90	30837.66	51920.54	59.28
2015	21474.00	33550.03	54737.47	60.77
2016	19968.50	38101.00	57776.00	65.44

资料来源：Wind 资讯

石化产品生产及销售方面，目前国内石化产品供不应求，由于石化行业在产业链上的特殊优势及其市场供需状况，决定了该行业具有很强的议价能力，石化产品及其加工产品价格的增长幅度均高于原油价格的增长幅度。石化产品主要包括乙烯、丙烯及其他衍生产品，中国乙烯生产仍然由中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）和中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）两大集团垄断，产量约占全国总产量的 90% 左右，其余产量主要来自于地方或民营炼油企业。

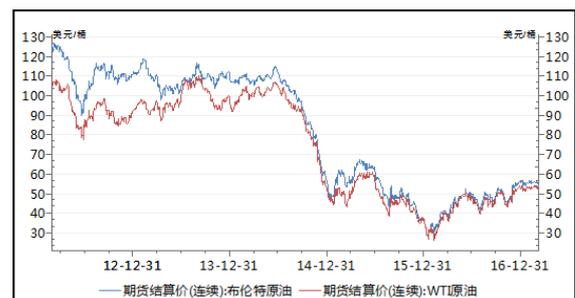
### 价格情况

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。根据原油组分不同选择对应的国际原油现货价格，目前主要参照标准包括米纳斯、辛塔、杜里原油现货价格等，但基本与纽约 WTI 期货价格保持同步趋势。

2014 年前三季度，国际原油价格震荡中略有下降，以英国北海布伦特原油期货价格

为例，由 2014 年 1 月 2 日的 107.53 美元/桶下降至 2014 年 9 月 30 日的 93.17 美元/桶；进入第四季度，世界经济复苏低于预期导致需求放缓以及美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加，国际原油价格大幅下行，由 2014 年 10 月 1 日的 93.51 美元/桶下降至 2014 年 12 月 26 日的 57.83 美元/桶。2015 年，国际原油价格持续下行，连续跌破多个支撑价格，截至 2015 年 12 月 31 日英国北海布伦特原油期货价格仅为 35.70 美元/桶。自进入 2016 年以来，布伦特原油期货价格受主要原油供应国减产预期的影响，呈现反弹趋势，截至 2017 年 3 月 8 日收于 53.11 美元/桶。从短期看，受制于全球经济形势低迷，国际原油价格持续上升的趋势面临较大阻力。

图 3 国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013 年 3 月末，国家发改委调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从 22 个工作日缩短为 10 个工作日；取消平均价格波动 4% 的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果 10 个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升 5 分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013 年 9 月，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价 290 元（约每升 0.21 元）、370 元（约每升 0.32 元）；2017 年年

底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。

从成品油价格调整情况看，2015年国内成品油价格调整窗口共计25个，汽、柴油价格经历12次下调，7次上调，4次搁浅和2次暂缓调整油价。其中，汽油累计下调2050元/吨，柴油累计下调2205元/吨。

2016年1月，国家发改委发布《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》，提出完善成品油价格形成机制，印发《石油价格管理办法》和做好相关配套工作的指示，并在完善成品油价格形成机制中设定了成品油价格调控下限为每桶40美元，即当国内成品油价格挂靠的国际市场原油价格低于每桶40美元时，国内成品油价格不再下调。

#### 行业关注

##### (1) 相关税费政策的调整影响企业成本

2011年11月1日起，修订通过的《中华人民共和国资源税暂行条例实施细则》正式实施。按照新的资源税实施细则，原油和天然气资源税由原来的每吨原油资源税30元、天然气每立方米7~9元，一律调整为按产品销售额的5%计征，同时对稠油、高凝油、高含硫天然气和三次采油暂按综合减征率的办法落实资源税减税政策。新资源税的全面实施，调整增加了石油石化企业的应交税费，加大了相关企业的业务运营成本。

根据国务院及财政部有关文件规定，自2006年3月26日起国家对石油开采企业销售国产原油因价格超过一定水平所获得的超额收入按比例征收石油特别收益金。2011年12月29日，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》(财企【2011】480号)，决定从2011年11月1日起，将石油特别收益金起征点从40美元/桶提高至55美元/桶。2014年12月，财政部印发了《关于提高石油特别收益金起征点的通知》(财税【2014】115号)，决定从2015年1月1日起，将石油特别收益金起征点提高至65美元/桶。本次石油

特别收益金的政策调整将缓解石油开采企业的成本压力。

##### (2) 国际原油价格持续下行

2014年尤其是四季度，世界经济复苏低于预期，中国等新兴经济体需求放缓，美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加等因素导致国际原油价格大幅下行，以英国北海布伦特原油现货价格为例，2015年年底价格为35.70美元/桶，较年初的55.00美元/桶大幅下滑35.09%。国际原油价格的持续下行对石油行业的上游资产形成冲击，油气资产贬值，进而影响勘探和开采，预计石油公司的投资量将出现下滑；同时，石化产业产品失去成本支撑，在产业链传导作用下，价格出现下挫，甲苯、PTA、PX和丁二烯等石化上游产品价格均下跌较高且预计后市还将低位运行。

#### 行业发展

##### (1) 推动行业绿色低碳安全发展

近年，国家提出石油化工行业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有节能减排的政策措施，建立和完善石油化工行业节能减排指标体系、检测体系和考核体系；鼓励企业采用先进的节能、环保技术和装备，实施余热余压利用来节约和替代石油；国家将严格控制新建高耗能、高污染项目，提高企业能源利用效率、减少污染物排放。在上述政策的推动下，业内相关企业均在致力于发展绿色能源，积极推动发电等工业部门用天然气替代煤炭、用LNG替代油料，削减碳排放。

2013年6月28日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》(发改价格【2013】1246号)。通知决定自2013年7月10日起，开始实施新的天然气价格调整方案，调整非居民用天然气价格。按照市场化取向，建立起反映市场供求和资源稀缺程度的与可替代能源价格挂钩的动态调

整机制。区分存量气和增量气，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气等可替代能源保持合理比价的水平；存量气价格分步到位。天然气价格管理由出厂环节调整为门站环节，门站价格为政府指导价，实行最高上限价格管理。相关政策的出台将进一步优化市场环境。

#### (2) 原油进口使用权及进口资质双双放开

2015年2月16日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于进口原油使用管理有关问题的通知》，允许符合条件的地方炼油厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油。同年7月23日，商务部发布了《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》，对非国营原油加工企业的申请条件进行了明确，具体包括装置条件、能耗要求、安全管理制度等。上述两个通知的出台将对地炼企业特别是非国营地炼企业原料油来源配比情况产生很大影响，改善地炼企业缺油甚至是无油可炼的困境，并丰富地炼企业原料油来源多样性，标志着国内石油炼化行业向市场化竞争、打破垄断迈进了一步。

作为国民经济的战略性支柱行业，石油石化行业整体竞争程度不高，整体获利能力较强，但由于与宏观经济关联度较大，其也存在着周期性波动风险。近几年来，中国石油化工行业在保持快速发展的同时，产业布局不断得以优化，油品质量升级步伐也有所加快。整体来看，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求长期保持增长态势，其在整个国民经济中的重要性及战略地位也会日益突出。

### 4. 农用化学品行业

#### (1) 尿素

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥

料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

2012年以前，国际和国内良好的市场环境刺激了尿素企业固定资产投资，造成中国产能大幅增长，近年随着下游需求转变，供大于求的现象逐步显现。截至2015年底，中国尿素实物产能较上年增长1.13%，在8900万吨左右，继续保持世界上最大尿素生产国地位。2015年，中国尿素累计产量3446.50万吨，同比增长7.11%。

表3 近年中国尿素产量情况（单位：万吨）

年份	产量	进口量	出口量
2014	3217.83	0.59	1361.55
2015	2856.90	0.76	1371.03
2016	3083.00	6.58	885.97

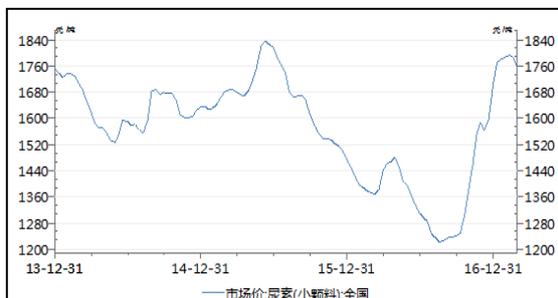
资料来源：Wind 资讯

需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，国内市场的饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择，自2011年起，中国尿素出口量增长幅度显著。由于中国农业生产的小型化、分散化，所以农户对于产品的议价能力较弱；各地的分销商也由于区域分割的限制难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受尿素行业产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，议价能力被削弱。自2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但产能相对过剩状况依然较为严重，2015年全年平均开工率在70%左右。

市场价格方面，2014年，尿素价格持续下跌，2014年5月，尿素价格跌至低点1490元/吨，6月开始，尿素价格有所回升，直到2015年6月尿素价格达到近三年最高点1837.60元/吨，但受宏观经济增速下滑、下游需求不振导致产能过剩矛盾突显等因素影响，后市尿素价格呈快速下滑趋势，2016年6月

尿素价格触底反弹,截至 2017 年 2 月 28 日,尿素价格为 1754.20 元/吨。

图 4 尿素价格走势



资料来源: Wind 资讯

总体看,中国尿素行业面临产能过剩带来的价格下行压力,从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。从 2016 年 6 月开始,尿素价格触底反弹,企业盈利情况有所好转。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置,而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险,这也为行业进一步整合,形成健康合理的产业结构提供了契机。

## (2) 农药

农药按照能否直接使用可以分为原药和制剂,原药是以石化产品为主要原料,通过化学合成技术得到,一般不可直接施用;在原药基础上,加上分散剂和助溶剂等原辅料,可产出制剂产品。按照用途不同,农药主要分为杀虫剂、杀菌剂和除草剂等。

随着生产能力的国际转移,中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求,过剩产品主要出口。从产品结构来看,中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主,杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比,在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果,需求刚性突出。随着近年中国对农业的政策倾斜,农业种植积极性大幅提高,并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区,上述省份农药产量合计占中国农药总产量的 70%以上。2014 年中国化

学农药原药产量为 374.40 万吨,同比增长 17.39%;2015 年中国化学农药原药产量为 374.00 万吨,同比下滑 0.11%;2016 年中国化学农药原药产量为 337.80 万吨,同比减少 9.68%。

目前,中国大部分农药原药产品仍为仿制品,主要依靠生产国外专利保护过期产品,自创品种数量不足 10%,原药生产企业尽管规模相对较大,但原创性方面缺乏竞争力,且由于近年国内产能过剩压力,利润空间受到挤压。农药行业利润正呈现从原药向制剂和销售渠道转移的态势。以草甘膦除草剂为例,中国企业以原药形式出口,价格低廉,而一些世界级农药企业通过销售不同浓度的制剂、稀释助剂和施药器材往往能够获得几倍甚至几十倍的收入或毛利,中国农药企业盈利能力仍处于低水平。

总体看,得益于巨大的市场容量和稳定的消费需求,中国农药产业景气度有望保持稳定。但受行业集中度、科研和行业产能过剩等因素的影响,产业结构性矛盾突出,面临行业整合。

## 5. 轮胎及橡胶行业

近年中国汽车工业的快速发展,带动了轮胎产业大举扩张,但 2015 年受宏观经济增速下行压力、橡胶轮胎出口受限以及产能扩张过快等因素影响,轮胎行业景气度呈现下行趋势。根据国家统计局统计,2016 年,全国子午线轮胎外胎产量达 6.86 亿条,同比上涨 13.01%。

表 4 近年中国轮胎及其原料产量  
(单位:亿条、万吨)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
子午线轮胎外胎产量	6.31	6.07	6.86
合成橡胶产量	532.39	516.60	545.80
天然橡胶产量	84.01	79.42	77.40

资料来源: Wind 资讯

从细分市场来看,国内轮胎企业在全钢

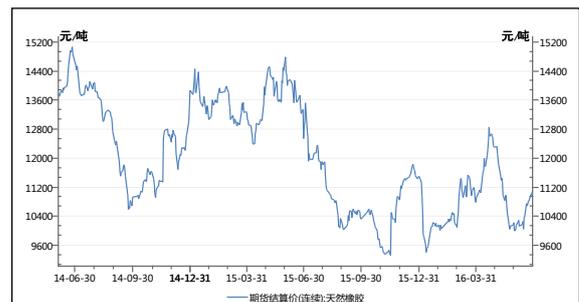
载重子午线轮胎方面具有相对优势地位。由于中国路况与发达国家差异加大，载重卡车超载等因素一度长期存在，国外生产厂商未选择全钢载重子午胎细分市场发展，而是集中于适用于轿车和轻型卡车方向的半钢子午轮胎市场。目前，中国全钢载重子午胎市场中国内企业占据绝对的市场份额。随着中国乘用车产销量增长，国内轮胎企业扩大半钢子午胎投资力度，并与国外厂商展开竞争。从国内市场来看，国内轮胎企业数量较多，行业集中度偏低，引发无序竞争，盲目扩张和价格战导致产能过剩，企业的盈利能力受到影响。国内轮胎产能在 2010 年就达到饱和状态，总产量是 4.43 亿条。其中，子午胎产量是 3.75 亿条。2012 年，国内轮胎行业开始出现产能过剩问题。2013 年，国内轮胎总产量在 5 亿条以上，其中，子午胎产量超过 4.35 亿条。目前，国内轮胎行业仅大中型企业就有 300 多家，不规范、未注册的小企业更多，产能远远大于市场需求。2015 年，国内轮胎行业平均开工率已经降至 70% 以下。

随着 2010 年 9 月国家出台《轮胎产业政策》，以及国家工业和信息化部于 2014 年出台的《轮胎行业准入条件》，对进入轮胎行业 and 新增产能设置准入门槛，鼓励企业创新和开发高性能轮胎产品，准入政策意味着未来国内轮胎产能过剩情况有望得到缓解，研发实力和品牌优势强的企业有望获得更大发展空间。此外，国务院发布的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》将加快行业内企业的整合，有效提高行业集中度，优化市场发展秩序。

在出口方面，中国轮胎每年产量的 40% 左右用于出口，对出口依赖较大。美国和欧盟是中国轮胎最大的出口市场，随着发达国家经济的持续向好发展，汽车及轮胎（轮胎替换）的需求复苏为中国轮胎发展助力。但 2012 年 11 月 1 日起实施的欧盟轮胎标签法，以及新一轮的由美国钢铁工人联合会向美国

国际贸易委员会和美国商务部申请的对中国出口的轿车及轻型卡车轮胎采取“双反”措施，已经对中国企业出口产生直接影响。以美国为例，美国占有中国轮胎海外市场 30% 的份额，是中国轮胎的第一大海外市场。2015 年 8 月 10 日，美国商务部对中国乘用车及轻卡轮胎“双反”（反倾销和反补贴）税令在《联邦公报》上发布并正式生效导致中国轮胎出口至美国的数量急剧下滑，进而加重了中国轮胎产能过剩的危机。虽然出现了贸易摩擦、技术壁垒等不利因素，但随着中国企业对拉丁美洲、非洲等新型市场的不断开拓，以及自身产品结构调整和技术实力的增强，轮胎出口有望得到改善。

图 5 上海期货交易所天然橡胶期货结算价  
(单位：元/吨)



资料来源：Wind 资讯

近年来，受天然橡胶需求端低迷影响，全球总体供应过剩。2015 年，天然橡胶生产国协会（ANRPC）的天然橡胶产量为 1088.8 万吨，而消费量仅为 761.58 万吨。中国是天然橡胶第一消费大国，2013 年其天然橡胶消费量为 468 万吨，但中国天然橡胶产量仅为 79.42 万吨，主要产地分布在海南、云南和广东三省，中国天然橡胶供需缺口一直较大，主要依赖进口。

近年来，世界经济复苏缓慢、下游需求减少以及天然橡胶产量上升带来的库存积压过多，橡胶价格呈震荡下跌趋势。2011 年以来，外资轮胎企业如米其林、普利司通、固铂、韩泰、锦湖、横滨、住友等均宣布在中国轮胎配套和替换市场提价。中国国内轮胎

企业如双钱、三角、杭橡、贵轮、风神、玲珑、华南等轮胎公司也上调了轮胎出厂价格。近年来，橡胶价格进入下降通道，轮胎行业成本随之下降，企业成本压力得到释放。

下游需求方面，据中国汽车工业协会的统计，中国 2015 年累计生产和销售汽车 2483.80 万辆和 2459.80 万辆，同比分别增长 4.69% 和 4.70%，产销增长率同比小幅增长。其中，乘用车产量和销量分别达到 2107.94 万辆和 2114.63 万辆，比上年分别增长 5.80% 和 7.30%。总体增速有所减缓。

总体看，橡胶价格持续震荡下跌减轻了轮胎制造的成本压力，随着中国城市化进程的加快及逐步扩大的汽车及工程机械保有量都将刺激轮胎行业需求量。在行业准入的高要求和行业优化意见下，行业内整合将不断深入，促使轮胎行业进入良好的发展轨道。同时，拥有较强技术实力和规模优势的企业仍将获得更加良好的发展环境。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至 2017 年 9 月底，公司注册资本 111.00 亿元，实收资本 115.80 亿元，国务院国资委持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

### 2. 企业规模

公司业务包括石油加工及炼化产品、化工新材料及特种化学品、氯碱化工、农用化学品、橡胶及橡胶机械、化工科研及开发六大主要业务板块。公司为国务院国资委管理的国有大型企业，在《财富》杂志公布的“2017 年世界 500 强企业”中名列第 211 位，比 2016 年提升 23 位。

截至 2017 年 9 月底，公司下属共有 18 家二级子公司，分别为蓝星公司、昊华公司、中国昊华化工集团股份有限公司、中国化工农化总公司（以下简称“农化公司”）、中国化工装备有限公司（以下简称“装备公司”）、

中国化工橡胶有限公司（以下简称“橡胶公司”）、中国化工油气股份有限公司（以下简称“油气公司”）、中国化工财务有限公司、中车汽修（集团）总公司（以下简称“中车汽修”）、中蓝石化总公司、青岛黄海橡胶集团有限公司、中国化工信息中心、中国化工资产公司、中国化工科学研究院、中国化工博物馆、蓝星信息设备（集团）总公司、国星集团有限公司和中国化工世纪有限公司；二级子公司为专业集中型公司，生产经营对集团公司负责，并对下属三级子公司的生产经营活动进行监督和指导。

公司控股“安迪苏”、“沈阳化工”、“沙隆达”、“沧州大化”、“天科股份”、“风神股份”、“天华院”等七家境内 A 股上市公司；以及法国安迪苏公司（以下简称“安迪苏”）、法国蓝星有机硅公司（收购罗地亚有机硅业务后组建）、澳大利亚凯诺斯（Qenos）控股公司、挪威（Elkem）公司、以色列马克西姆—阿甘（MAI）公司、爪卡（Drakkar）控股有限公司、意大利倍耐力（Pirelli）、德国克劳斯玛菲（KraussMaffei）集团、中化工（新加坡）有限公司、先正达公司等海外企业。公司在全球 140 多个国家和地区拥有生产、研发基地，建立了完善的营销网络体系，进出口贸易、经济技术合作业务范围广泛。

### 3. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司共有高级管理人员 8 人，其中董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 5 人，纪委书记 1 人。

公司董事长、党委书记任建新，1958 年生，硕士研究生学历。历任化工部化工机械研究院团委书记，中国蓝星化学清洗总公司总经理、党委书记，中国化工装备总公司副总经理，中国昊华化工（集团）总公司副总裁，中国蓝星（集团）总公司总经理、党委书记，公司总经理、党委副书记。

公司董事、总经理、党委副书记杨兴强，

1967年生，大学学历。历任蓝星清洗剂股份有限公司经理、中国蓝星化学清洗总公司西北分公司经理，兰州日用化工厂厂长，中国蓝星（集团）总公司总经理助理、蓝星清洗工程有限公司经理，中国蓝星（集团）总公司副总经理，中国蓝星（集团）总公司总经理、党委书记，公司总经理助理兼中国蓝星（集团）总公司总经理、党委书记，公司副总经理、党委委员。

截至2017年9月底，公司共有在职职工131594人。岗位构成上，管理人员占18%、生产人员占54%、销售人员占2%、研发人员占4%、其他人员占22%。学历构成上，硕士及以上学历占2%、大专及本科学历占38%、高中及以下学历占60%。年龄构成上，30岁以下的占21%，30~50岁的占65%，50岁以上的占14%。

#### 4. 技术水平

公司高度重视科技研发创新驱动，构建开放式创新体系。公司创建的“国家干燥技术及装备工程技术研究中心”通过国家科技部验收。合成材料老化、海洋涂料、化学矿、炭黑、乳胶制品、胶管和胶布制品6个领域获批工信部第三批国家工业产品质量控制和技术评价实验室。实施各类科研项目666项，其中国家重点项目125项、省市重点项目126项，企业项目415项。全系统共获9项国家级奖励，是获得国家级科技成果奖励最多的一年，居中央企业前三位。中昊晨光院、油气公司、长沙院分别获得国家科技进步二等奖，风神轮胎获国家技术发明二等奖。昊华骏化获得国家级企业技术中心认定。益阳橡胶机成功研制串联式密炼机，成为全球拥有此项技术的两家公司之一。集团公司召开创业创新暨青年人才大会，动员部署创业创新工作，采取创投基金、研发资源共享、职工创意活动等多种形式，深入推进“双创”活动。

同时，公司不断加强知识产权管理，以

专利创造推动科技创新。拥有自主知识产权的核心技术不断增加。申请专利1286件，其中发明专利919件；授权专利1007件，其中发明专利691件。全系统拥有专利9025件，其中发明专利6656件，占比73.8%。西南院等5家企业获第十七届中国专利奖。制定国际标准3项、国家标准91项、行业标准51项。

#### 5. 安全生产与环境保护

安全生产方面，公司不断加大安全生产管理力度。强化红线意识、底线思维，落实企业安全生产责任，严格执行“五落实五到位”的安全生产责任体系。全面推进重点高危企业SHE体系建设、运行及标准化达标。加强安全检查监督，重点开展油气输送管道安全隐患、危化品存放和运输安全管理、电梯运行隐患排查整改等专项治理活动，油气输送管道安全隐患整改率达到100%，提前完成整改任务。开展安全生产应急救援演练，安全应急水平不断提高。

环境保护方面，公司加大环保工作力度，全面排查锅炉、催化裂化装置、污水处理设施环保达标情况，针对存在的问题彻底整改。同时，推进氯碱企业全面使用低汞触媒，昊华宇航等3家企业低汞触媒使用率100%，积极开展无汞触媒新工艺示范装置建设。开展碳资产管理摸底调查。安迪苏以生物质能源代替化石能源联产热电，减少碳排放30%，获得国际化工协会“责任关怀大奖”。

#### 6. 外部支持

公司为国务院国资委直属大型国有企业，近年来持续获得较大政府补助资金，2014~2016年分别为10.29亿元、8.47亿元和9.70亿元。

总体看，公司业务多元，规模优势显著；高层领导具备较高的专业素养和丰富的行业管理经验，管理水平较高，员工结构合理；

科研实力强、专利数量多；安全生产及节能环保工作落实到位，完全达到或超过国家规定的标准；政府对公司资金支持力度大。综合看，公司整体基础素质较好，在化工领域综合竞争实力强。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在董事、监事、高级管理人员及管理体制等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

目前，公司业务范围涵盖石油加工及炼化产品、化工新材料及特种化学品、氯碱化工、农用化学品、橡胶及橡胶机械、化工科研及开发六大业务板块，形成了集科研开发、工程设计、生产经营、内外贸易为一体的较为完整的化工产业格局。

2014~2016 年，公司营业收入分别为

2576.31 亿元、2602.53 亿元和 3001.27 亿元，呈逐年上升趋势。石油加工及炼化产品板块、化工新材料及特种化学品板块在公司经营中所处的地位依旧突出，2016 年占总收入比重为 61.37%。2016 年，石油加工及炼化产品板块收入为 1324.25 亿元，同比增长 3.94%，主要因为英国和迪拜公司同比贸易量大幅增加所致；化工新材料及特种化学品板块收入为 517.64 亿元，收入基本保持稳定；氯碱化工板块收入为 98.42 亿元，同比增长 15.14%，主要系产品价格和销量增长所致；农用化学品板块收入为 256.51 亿元，产品销量下降导致收入有所下滑；橡胶及橡胶机械板块收入为 533.63 亿元，同比增长 118.13%，主要系倍耐力并购完成合并其全年报表所致（2015 年只合并倍耐力 4 个月报表）；化工科研及开发收入为 24.32 亿元，基本保持平稳；其他板块收入增长主要系装备公司于 2016 年完成克劳斯玛菲公司的并表所致。

表 5 近年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块名称	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1-9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
石油加工及炼化产品	1258.90	6.13	1274.00	5.57	1324.25	5.34	1288.60	3.97
化工新材料及特种化学品	545.22	16.82	518.64	24.28	517.64	34.78	407.33	18.18
氯碱化工	103.60	8.38	85.48	10.32	98.42	15.13	51.62	39.38
农用化学品	319.90	25.52	271.35	26.27	256.51	28.88	502.20	43.26
橡胶及橡胶机械	116.87	20.06	244.64	30.29	533.63	24.48	466.40	31.55
化工科研及开发	21.55	28.91	25.07	24.17	24.32	28.80	15.59	15.84
其他	210.27	8.33	183.35	12.70	246.51	11.75	142.72	14.34
<b>合计</b>	<b>2576.31</b>	<b>11.89</b>	<b>2602.53</b>	<b>14.63</b>	<b>3001.27</b>	<b>16.87</b>	<b>2874.46</b>	<b>18.54</b>

资料来源：公司年报及公司提供

毛利率方面，2014~2016 年，公司综合毛利率分别为 11.89%、14.63%和 16.87%，呈逐年上升趋势。2016 年，石油加工及炼化产品板块毛利率为 5.34%，保持平稳；化工新材料及特种化学品毛利率为 34.78%，增长 10.50 个百分点，主要受益于化工产品市场回暖，价格上升，以及淘汰低毛利产品的生产所致；氯碱化工毛利率为 15.13%，增长 4.81 个百分点；农

用化学品毛利率为 28.88%，毛利率小幅提升主要系安稻麦公司毛利率提高所致；橡胶及橡胶机械为 24.48%，毛利率同比下滑主要系原材料价格在 2016 年大幅增长所致，使得公司毛利空间受到大幅积压。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 2874.46 亿元，为 2016 年收入的 95.77%。同期，公司综合毛利率为 18.54%，较 2016 年增长 1.67 个

百分点。

总体看，公司业务范围广，产品品种众多。公司营业收入保持稳步增长，随着化工产品价格上升，综合毛利率有所提高。

## 2. 各板块生产经营

### (1) 石油化工及炼化产品

石油化工业务是公司“油头化尾”工艺路线的重要基础，为化工新材料和基础化学品的生产提供所需的中间体及化工原料。公司石油化工及炼化产品板块业务主要是炼油和油品贸易，公司目前有 11 家炼油企业，主要分布在油气公司和中蓝石化总公司，此外，公司收购的澳大利亚最大的乙烯生产商——凯诺斯控股有限公司拥有 50 万吨/年的乙烯生产能力，占澳大利亚全国市场的 70%。此次收购使公司乙烯生产规模迅速扩大，工程塑料等新材料工业上游原料领域保障能力明显增强。

截至 2017 年 9 月底，公司拥有原油进口配额 2000 万吨，拥有一次原油加工能力 2500 万吨/年，二次加工能力 1520 万吨/年，综合加工能力在行业内位居前列；并拥有铁路专用线、5 万吨级原油码头、260 万立方米原油储罐、110 公里原油和成品油长输管线，年输送原油和成品油能力分别为 1600 和 500 万吨。随着中国原油供应对外依存度持续增高，公司为国家承担国际原油储备任务，金额为 30 亿元，由政策性银行进行贷款，贷款期限为一年，到期后滚动延期，由财政部补贴利息和原油仓储费。

公司原油主要向国外采购，在新加坡、伦敦、迪拜等地设有子公司，同时国内向中石油、中石化采购，采购原油三分之一供给国内炼厂使用，三分之二进行转口贸易。

表 6 公司原油加工量及成品油销量情况(单位:万吨)

项目名称	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
原油加工	1660.90	1694.49	1891.92	1345.93
汽油销量	326.97	327.70	265.84	218.74
柴油销量	721.08	392.40	323.38	186.45

资料来源：公司提供

2016 年，公司原油加工量为 1891.92 万吨，同比有所增长，汽油销量和柴油销量分别为 265.84 万吨和 323.38 万吨，汽油、柴油销量同比下降主要系市场环境以及油品质量升级改造影响所致。2016 年石油化工及炼化产品板块合并抵消前的利润总额为 19.20 亿元。

2017 年 1-9 月，公司石油化工及炼化产品板块营业收入 1288.60 亿元，占营业收入的比重为 44.83%，毛利率为 3.97%。该板块在公司业务中占比较大，但利润率较低，盈利能力较弱。

总体看，石油化工及炼化业务是公司产业布局的重要组成部分，是公司收入及利润的主要来源，但该板块盈利能力受下游需求及国际原油价格波动影响比较明显。

### (2) 化工新材料及特种化学品

公司新材料板块主要集中于蓝星公司，目前拥有有机硅、有机氟、蛋氨酸、PBT 树脂、聚氯乙烯糊树脂、POM、PC、PPO、聚苯硫醚、环氧树脂、聚氨酯、聚苯酯、六氟化硫、气相白炭黑、钛白粉、高性能纤维、工业涂料等几十种高技术含量、高附加值产品的开发和生产基地。产品广泛应用于汽车、航空、电子、建材、国防军工等领域。公司新材料业务中蛋氨酸产量位居世界第二，有机硅产量位居世界第三，聚氯乙烯糊树脂、PBT 树脂、工业硅生产规模位居亚洲第一，氟橡胶、气相白炭黑和环氧树脂产能居中国首位。

表 7 2016 年公司部分化工产品销量情况

(单位:万吨、%)

名称	产能	产量	销售量	产能利用率	产销率
有机硅(国内)	40.00	32.00	19.83	80.00	61.97
蛋氨酸	47.80	34.00	34.00	71.13	100.00
双酚 A	14.94	13.30	7.90	89.02	59.40
氯丁橡胶	2.75	2.05	1.99	74.55	97.07
聚乙烯	12.00	10.42	10.44	86.83	100.19
TDI	15.00	16.26	16.91	108.40	104.00
糊树脂	14.00	8.39	8.11	59.93	96.66

资料来源：公司提供

### 有机硅

蓝星公司是中国最大、世界第三大的有机硅生产企业，市场控制力较强，2016 年底蓝星公司有机硅产能为 40 万吨。蓝星公司子公司江西蓝星星火有机硅有限公司年产 40 万吨（一期 20 万吨）有机硅单体工程和年产 12 万吨有机硅系列深加工产品均于 2014 年完工，目前正在试生产，产能尚未完全释放。

2016 年，公司有机硅（国内）产量为 32.00 万吨，同比增长 54.44%；销量为 19.83 万吨，保持平稳。公司有机硅产量快速增长，销量有所滞后。

### 工程塑料

公司拥有 PC、PBT、POM、PPS、ABS 等多种产品。2016 年，公司销售氯丁橡胶 1.99 万吨，同比增长 11.80%；销售聚乙烯 10.44 万吨，同比下降 75.23%，系产能收缩所致。

### 蛋氨酸

公司于 2006 年收购了安迪苏，安迪苏是全球第二大蛋氨酸生产企业。收购完成后，公司蛋氨酸生产规模居中国第一、全球第二，国内市场占有率 30.00%。2016 年，公司共销售固体和液体蛋氨酸 34.00 万吨，同比增长 7.22%。

### 聚氯乙烯糊树脂

公司下属的沈阳化工股份有限公司（以下简称“沈阳化工”）是亚洲最大、世界第四的聚氯乙烯糊树脂生产企业。2016 年，公司共有聚氯乙烯糊树脂产能 14 万吨/年，销售糊树脂 8.11 万吨。沈阳化工搬迁改造项目已于 2016 年完成，由铁西区搬迁至化学工业园，目前尚未达产，达产后产能为 20 万吨/年烧碱、20 万吨/年 PVC、1500 吨/年气相白炭黑及配套设施。

2016 年化工新材料及特种化学品板块合并抵消前利润总额为 18.20 亿元，同比下降 13.66%。

2017 年 1~9 月，公司化工新材料及特种化学品板块收入为 407.33 亿元，占公司总营业收入的 14.17%，毛利率为 18.18%，行业不景气及国内产能过剩导致该板块对公司的利润贡

献度降低。

总体来看，公司化工新材料业务在国内有机硅、蛋氨酸、糊树脂等细分市场已经确立明显的竞争优势，有机硅产量增长较快，聚乙烯随着产能收缩，产量下降较快。

### （3）氯碱化工

公司氯碱产品主要由下属昊华宇航公司、河北盛华公司和德州实华公司等企业生产销售，产品主要包括聚氯乙烯（PVC）和烧碱。2016 年氯碱化工板块合并抵消前利润总额为 4.46 亿元。

表 8 2014 年以来公司氯碱化工产品销量情况

（单位：万吨）

名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
烧碱	193.57	144.7	157.43	122.60
蛋氨酸	115.00	96.10	98.23	86.70

资料来源：公司提供

2017 年 1~9 月，公司氯碱化工板块营业收入 51.62 亿元，占营业收入比重为 1.80%，毛利率为 39.38%。虽然氯碱板块业务近两年盈利情况较好，但由于氯碱行业属于“门槛低、高污染、高能耗”行业，公司计划向技术含量高的业务发展，公司正在通过股权转让方式逐步退出该项业务，公司将昊华宇航公司、河北盛华公司、德州实华公司、黑龙江昊华公司等企业股权进行整体转让，由原 100% 控股变为 26% 参股，未来将逐步退出该项业务。

### （4）橡胶及橡塑机械

公司橡胶业务由下属的中国化工橡胶有限公司（以下简称“橡胶公司”）负责，其主要由风神轮胎股份有限公司（以下简称“风神股份”）、青岛黄海橡胶有限公司（以下简称“黄海橡胶”）和中国化工橡胶桂林有限公司（以下简称“桂林橡胶公司”）等 7 家成员公司组成。风神股份为上海证券交易所上市公司，是世界轮胎 24 强，中国最大的全钢载重子午线轮胎重点生产企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业，也是公司橡胶轮胎业务收入及利润主要贡献来源。公司全钢子午胎、半钢子午

胎、航空轮胎、巨型工程胎合计产能居国内行业前三位。

公司轮胎产品种类齐全，拥有全钢子午胎、半钢子午胎、以及航空轮胎、巨型工程胎生产线和聚硫橡胶、橡胶密封制品、新工艺硬质炭黑等多种高技术含量、高附加值产品，其中风神股份主要生产“河南”牌、“风神”牌等 8 大系列 660 多个规格品种的全钢载重子午胎、全钢工程子午胎、全钢轻卡子午胎、斜交工程机械轮胎等多种轮胎。公司产品覆盖范围广泛，销往一汽、东风、北汽、重汽、丹东黄海客车等汽车企业，以及柳工、徐工等国内工程机械企业，产品出口 110 多个国家和地区，销售情况稳定。公司下属还有北京橡胶工业研究设计院等 6 家橡胶技术研究机构，为公司轮胎产品提供创新支持。

公司橡胶业务除轮胎产品外，还可生产各类橡胶传送带、汽车制动软管、汽车空调软管、动力转向管及铁路机车制动软管等，下属橡胶公司是国内最大的输送带和汽车制动软管生产企业。

公司橡塑机械业务主要由装备公司负责，业务涉及化工机械、橡胶机械、汽车零部件及车船修造、工程贸易服务等领域。其中橡胶机械业务由益阳橡塑机械公司、桂林橡胶机械厂和福建三明化机公司三家三级子公司组成，三家公司均进入了世界橡胶机械行业（ERJ）竞争力排名十五强，在轮胎密炼机、成型机、硫化机的研发和生产方面具有较强竞争力。目前世界轮胎 75 强企业中有 30 多家使用中国产硫化机，桂林橡机的产品占全国硫化机出口比例的 40% 以上，并在美国、日本等地建立了全球服务体系；益阳橡机与日本神户公司合作，为其供应所需全部硫化机械。由于市场原因，2016 年硫化机、密炼机和离子膜电解槽销量均有不同程度下降，2017 年 1~9 月，硫化机和密炼机销售情况良好，已超过 2016 年全年水平。

表 9 公司橡胶机械销量情况（单位：台、万吨）

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
硫化机	942	1527	361	478
密炼机	71	80	25	37
离子膜电解槽	71	59	58.70	35.45

资料来源：公司提供

2016 年，公司橡胶及橡塑机械产品实现收入为 533.63 亿元，同比大幅增长，主要系倍耐力并购完成合并其全年报表所致。橡胶及橡塑机械产品板块合并抵消前利润总额为 11.04 亿元。

总体看，通过拓展海外销售渠道，并购倍耐力轮胎，公司轮胎橡胶板块收入规模及盈利能力大幅提升；部分橡胶机械产品销量有所下滑。

#### （5）农用化学品

公司农用化学品业务主要集中于昊华公司和农化公司，目前共有 12 家三级子公司从事化肥农药生产，分布于黑龙江、江苏、山西、河南等农业大省，其中，农化公司目前已成为中国产销规模最大的农药企业集团。

农药生产方面，公司拥有各类杀虫剂、除草剂、杀菌剂及农药中间体上百个品种，生产和销售规模均居国内首位；化肥方面，公司主要产品包括尿素等。近年来，受下游需求影响，公司杀虫剂和除草剂销售情况波动变化，尿素销量逐年下降，2016 年以来，尿素价格呈现快速上涨趋势，对板块收入有一定贡献。未来公司将逐步退出化肥业务，专注于农药业务。2016 年，农用化学品板块合并抵消前的利润总额为 16.60 亿元，同比大幅增长。

表 10 公司农药化肥主要产品销量情况（单位：万吨）

产品类别	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1~9 月
杀虫剂	5.14	3.60	2.89	2.85
除草剂	3.69	1.40	1.15	0.68
尿素	141.18	133.60	72.83	45.89

资料来源：公司提供

2017 年 6 月，公司完成对先正达公司的收购，预期将大幅提升公司农化板块技术水平和国际市场竞争力。公司设立多层 SPV 对先正达

进行收购，其中股权融资 250 亿美元，债务融资 180 亿美元。股权融资中，公司自有现金 50 亿美元，剩余为永续债、可转债等股权资本；债务融资 180 亿美元将于 2018 年 11 月到期，公司通过境外发债、银团贷款等方式进行偿还。

先正达公司是全球第一大农药、第三大种子农化高科技公司，有 259 年历史，拥有农药、种子、草坪和园艺三大业务板块，是全球最具价值的农化品牌。先正达公司 2016 年底资产总额 190.68 亿美元，负债总额 110.97 亿美元，2016 年销售收入 127.90 亿美元，净利润 11.81 亿美元。其中，农药和种子分别占全球市场份额的 20% 和 8%。

2017 年 1~9 月，公司农用化学品业务实现销售收入 502.20 亿元，占公司营业收入的 17.47%，毛利率为 43.26%，该板块收入规模和盈利能力较 2016 年均有明显提高，主要系

收购先正达所致。

### 3. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所波动，三年均值分别为 9.25 次、5.36 次和 0.83 次，其中 2016 年分别为 9.28 次、5.68 次和 0.80 次。总体看，公司整体经营效率一般。

### 4. 在建项目及未来发展

#### 在建工程

目前，公司重点在建项目包括沈阳化工股份搬迁改造、华星石化油品质量升级等 11 个项目，计划总投资 96.70 亿元。截至 2017 年 9 月底，公司重点在建项目累计完成投资 92.15 亿元。

表 11 公司重点在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	建设内容和规模	计划总投资	截至 2017 年 9 月底累计投资金额
1	油品质量升级项目	新建 100 万吨/年连续重整、70 万吨/年芳烃抽提、180 万吨/年加氢改质、8 万吨/年硫磺回收装置及储运、公用工程等。	196597.00	181400.00
2	油品质量升级项目	新建 80 万吨/年连续重整装置、140 万吨/年加氢改质装置、5 万吨/年硫磺回收装置、4 万标立/小时 PSA 装置以及配套锅炉、储运、公用工程等。	174750.00	178851.00
3	15 万吨/年石脑油改质装置	建设 15 万吨/年石脑油改质装置，配套建设 5000 标立/小时 PSA 以及储运系统等。	19175.00	19175.00
4	采用无汞新工艺改造年产 20 万吨 PVC 装置节能减排项目	20 万吨/年二氯乙烷、乙炔催化重整生产氯乙烯装置，配套灌区，公用工程相关设施。	27898.60	14705.00
5	海水淡化技术装备制造基地	建设年产 160 万平方米的反渗透膜和纳滤膜生产线，100 万平方米的超滤膜生产线，年施工能力达 70 万吨/日的海水淡化及水处理成套生产线。	43309.00	42628.60
6	沈阳化工股份搬迁改造项目	整体搬迁，建设 20 万吨烧碱、20 万吨 PVC 糊树脂、1500 吨/年气相白炭黑项目及配套设施。	228418.63	228418.63
7	5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套设施项目	新建高品质聚四氟乙烯悬浮树脂 5000t/a；配套建成全氟正丙基乙烯醚单体 20 吨/年装置、冷冻站改造、库房、35KV 变电站等，对四氟乙烯单体进行改扩建，新增 6000 吨/年能力。	33149.00	16767.70
8	搬迁新建项目	搬迁炼胶车间、胶管车间、总成车间、模制品车间及研发指挥中心等；智能化生产线。生产规模：胶管类产品 800 万 Bm；总成类产品 4100 万根；模压制品类 200 万件。	46500.00	40000.00
9	合成氨原料路线改造项目	年产合成氨 30 万吨，包括煤气化、空分、变换、脱硫脱碳、液氨洗、压缩、合成等及与配套三废治理、辅助、公用工程系统等。	155900.00	154890.00
10	噁草酮原药扩能搬迁项目	新建一套 800t/a 噁草酮原药生产装置及相应辅助配套设施。	10141.55	13500.00

11	60kt/a(一期 45kt/a) 农药制剂项目	建设 5 条制剂生产线和包装线, 采用 ADAMA 公司的最新工艺, 生产除草剂、杀虫/菌剂两大类。	31189.00	31189.00
合计		--	<b>967027.78</b>	<b>921524.93</b>

注: 油品质量升级项目和 草酮原药扩能搬迁项目扩大了投资规模, 故截至 2017 年 9 月累计投资金额大于原计划投资额。

资料来源: 公司提供

### 未来发展

公司收购先正达公司之后, 目前没有考虑将沙隆达和先正达公司进行业务合并, 先正达公司债务除自身承担之外, 公司会承担一部分债务。公司将尊重先正达公司的企业文化, 保持企业管理制度的连续性, 充分发挥管理层作用, 实现平稳过渡、有序整合。公司将加强从战略层面到经营层面的相互融合、相互促进, 充分利用公司现有研发、生产、销售平台, 积极拓展新兴市场, 为其发展注入新的活力。公司将抓住农化行业周期性复苏的市场机遇, 努力发挥协同效应, 实现业绩良好增长, 未来将实施先正达公司再上市的战略目标。

未来随着公司产业和资本结构的优化以及在建项目的陆续投产, 公司在规模、市场、技术及管理方面的优势有望继续展现, 公司竞争力有望进一步显现, 盈利能力有望加强。由于下属企业众多, 股权结构复杂, 公司产业整合规划实施难度较大, 未来公司内部管理和企业改制仍然面临一定困难。

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年合并财务报告, 瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)对该财务报告进行了审计, 出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2017 年 1~9 月财务报表未经审计。

2016 年, 公司财务报表合并范围新增子公司 3 家, 分别为中化工油气(香港)有限公司、中国农化世纪(香港)有限公司、中国化工装备(香港)有限公司; 不再纳入合并范围子公司有: 中国化工新材料有限公司及其子公司、四平市天科气体有限公司、咸阳赛福防腐设备

有限公司、中达化工发展有限公司、安徽省化工设计院、沧州大华新星工贸有限责任公司、Targetgene Biotechnologies Ltd、中蓝长化工程科技有限公司、连云港锦华房地产开发有限公司、沈阳模具厂。2017 年 9 月报表合并范围涵盖了先正达公司, 与近三年财务数据可比性产生一定影响, 截至 2017 年 9 月底, 公司合并范围涵盖 18 家二级子公司。

截至 2016 年底, 公司合并资产总额 3776.42 亿元, 所有者权益 718.44 亿元(含少数股东权益 477.83 亿元)。2016 年, 公司实现营业收入 3001.27 亿元, 利润总额 51.54 亿元。

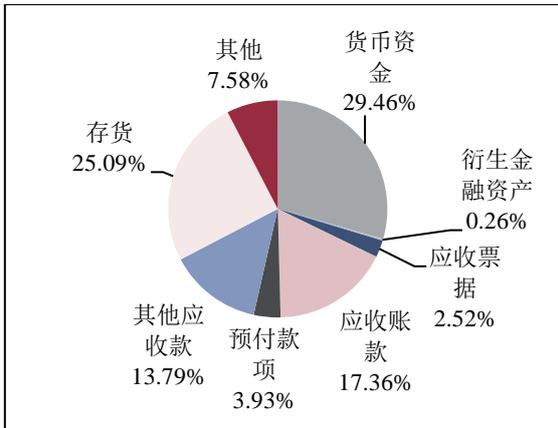
截至 2017 年 9 月底, 公司合并资产总额 7914.78 亿元, 所有者权益 2049.96 亿元(含少数股东权益 1800.36 亿元)。2017 年 1~9 月, 公司实现营业收入 2874.46 亿元, 利润总额 47.42 亿元。

### 2. 资产质量

2014~2016 年, 公司资产总额快速增长, 年均复合增长率为 17.81%。截至 2016 年底, 公司资产总额 3776.42 亿元, 同比增长 1.38%; 其中流动资产占比 43.59%, 非流动资产占比 56.41%。

2014~2016 年, 公司流动资产不断增长, 年均复合增长率为 12.25%。截至 2016 年底, 公司流动资产 1646.31 亿元, 同比增长 0.58%。2016 年底流动资产主要包括货币资金(占 29.46%)、应收账款(占 17.36%)、其他应收款(占 13.79%)、存货(占 25.09%)、其他流动资产(占 6.56%)。

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长率为 51.95%。截至 2016 年底，公司货币资金为 485.07 亿元，同比增长 24.82%，主要系公司向金融机构融资增长所致。货币资金中受限制货币资金为 35.63 亿元，占比 7.35%，主要系保证金、准备金、借款质押等资金。

2014~2016 年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长率为 12.18%。截至 2016 年底，公司应收账款为 285.85 亿元，同比下降 0.85%。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄在 1 年以内的占 86.20%，1~2 年的占 4.66%，2 年以上的占 3.03%，3 年以上的占 6.11%。公司计提坏账准备 44.11 亿元，应收账款中 0.62 亿元受限用于借款质押，前五名债务人应收账款合计占比 7.61%，集中度低。

2014~2016 年，公司其他应收款有所下降，年均复合增长率为-4.46%。截至 2016 年底，公司其他应收款为 227.09 亿元，同比下降 8.86%，其他应收款主要为与关联单位的往来款。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，账龄在 1 年以内的占 38.94%，1~2 年的占 44.78%，2 年以上的占 2.08%，3 年以上占 14.20%，公司计提坏账准备 31.76 亿元，前五名债务人其他应收款合计占比 33.71%，集中度一般。

2014~2016 年，公司存货有所增长，年均复合增长率为-2.74%。截至 2016 年底，公司

存货为 413.14 亿元，同比增长-11.08%。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品和库存产品，计提跌价准备 16.05 亿元。

2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长率为 91.47%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 108.07 亿元，同比增长 10.03%，主要系待抵扣及预缴税金、理财产品、委托贷款等。

2014~2016 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 22.74%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 2130.11 亿元，同比增长 2.00%，主要包括长期股权投资（占 5.37%）、固定资产（占 43.60%）、无形资产（占 27.41%）、商誉（占 12.78%）。

2014~2016 年，公司长期股权投资波动中有所增长，年均复合增长率为 172.92%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 114.40 亿元，同比增长 346.11%，主要系对摩科瑞能源集团控股有限公司等联营企业追加投资所致。

2014~2016 年，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长率为 15.75%。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值合计 928.64 亿元，同比下降 5.67%，累计折旧合计 493.82 亿元，固定资产成新率为 66.20%。固定资产中 39.58 亿元受限用于借款抵押。

2014~2016 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长率为 50.17%。截至 2016 年底，公司无形资产为 583.96 亿元，同比增长 82.66%，主要系非专利技术和商标权增长所致。

2014~2016 年，公司商誉波动增长，年均复合增长率为 117.63%。截至 2016 年底，公司商誉为 272.13 亿元，同比减少 22.63%，无形资产中 1.66 亿元受限用于借款抵押。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 7914.78 亿元，较 2016 年底增长 109.58%，主要系公司完成对先正达公司收购，合并其报表所致，流动资产占 32.79%，非流动资产占 67.21%，目前资产结构以非流动性资产为主。流动资产 2595.42 亿元，较 2016 年底增长

57.65%，其中货币资金和应收账款增幅较大；非流动资产 5319.37 亿元，较 2016 年底增长 149.72%，主要系无形资产及商誉大幅增长所致。

总体看，随着先正达公司纳入公司合并范围，公司资产快速增长，资产以非流动资产为主。公司流动资产中货币资金较为充足，但部分使用受限；应收账款账龄较短，坏账准备计提较为充足；其他应收款账龄较长，影响资产流动性。非流动资产中固定资产成新率一般，无形资产增长较快，影响资产流动性。整体看，公司资产流动性一般，资产质量一般。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长率为 19.37%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 718.44 亿元，同比增长 1.68%，增长主要来自实收资本和少数股东权益。截至 2016 年底，实收资本 115.80 亿元，同比增长 4.51%；资本公积 190.12 亿元，同比下降 19.79%，公司未分配利润持续减少主要系分配其他权益工具永续债利息，截至 2016 年底为-132.09 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 2049.96 亿元，较 2016 年底增长 185.34%，其中少数股东权益 1800.36 亿元，少数股东权益增幅大主要系公司收购先正达公司引入股权资本所致。

总体看，近年来随着其他权益工具和少数股东权益的增加，公司所有者权益快速增长，但由于留存收益较少以及支付永续债利息，未分配利润持续为负，权益稳定性一般。

#### 负债

2014~2016 年，公司负债规模有所增长，年均复合增长率为 17.46%。截至 2016 年底，公司负债合计 3057.98 亿元，同比增长 1.31%，其中流动负债占比 45.55%，非流动负债占比 54.45%。

2014~2016 年，公司流动负债波动下降，年均复合增长率为-3.18%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 1392.91 亿元，同比增长 -31.95%，主要系短期借款减少所致，流动负债主要包括短期借款（占 35.74%）、应付账款（占 24.57%）和一年内到期的非流动负债（占 12.46%）。

2014~2016 年，公司短期借款波动下降，年均复合增长率为-11.96%，截至 2016 年底，短期借款 497.86 亿元，主要为保证借款和信用借款。

2014~2016 年，公司应付账款波动增长，复合增长率为 9.31%，截至 2016 年底，应付账款 342.23 亿元，主要为尚未决算的项目建设款项，其中账龄在 1 年以内的占比 93.72%；

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，复合增长率为 12.98%，截至 2016 年底，一年内到期的非流动负债 173.51 亿元，系一年内到期的长期借款、应付债券、融资租赁款等。

2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 50.98%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 1665.07 亿元，主要为长期借款（占 54.86%）、应付债券（占 28.48%）。

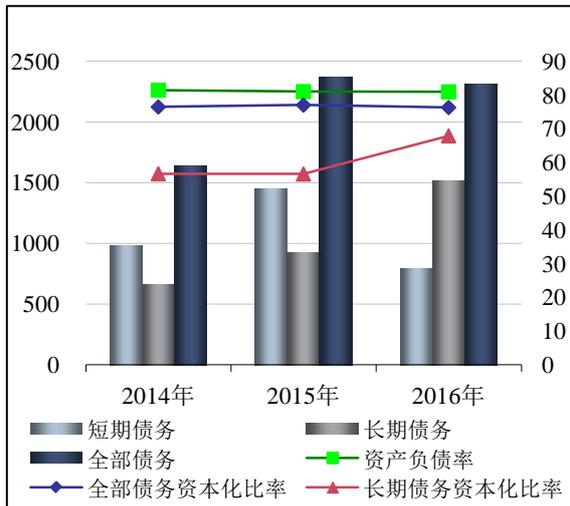
2014~2016 年，公司长期借款快速增长，复合增长率为 57.48%，截至 2016 年底，长期借款 913.40 亿元，主要为抵押借款、保证借款和信用借款。

2014~2016 年，公司应付债券快速增长，复合增长率为 46.53%，截至 2016 年底，应付债券 474.26 亿元，主要为中期票据、非公开定向债券等。

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长率为 18.85%。截至 2016 年底，公司全部债务为 2314.73 亿元，同比下降 2.29%，其中短期债务占 34.35%，长期债务占 65.65%。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近三年平均值分别为 81.09%、76.56%和 62.25%，截至

2016 年底分别为 80.98%、76.31%和 67.90%，同比分别下降0.05个、下降0.72个和增长11.31个百分点。

图7 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报表

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计为 5864.82 亿元，较 2016 年底增长 91.79%，主要系短期借款和长期借款等增加所致。公司全部债务为 4354.31 亿元，其中短期债务占比 33.73%，长期债务占比 66.27%；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 74.10%、67.99%和 58.46%。

总体看，公司收购先正达公司以后，资产负债率有所下降，有息债务以长期为主，债务结构有所改善，但公司整体负债水平仍然较高，债务负担较重。

#### 4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入有所增长，年均复合增长率为 7.93%。2016 年，公司实现营业收入 3001.27 亿元，同比增长 15.32%。同期，公司营业成本波动增长，2016 年为 2494.96 亿元，同比增长 12.28%。2014~2016 年，公司营业利润率稳步提升，近三年平均值为 14.59%，2016 年为 16.20%，同比增加 2.19 个百分点，公司主业利润空间有所扩大。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间

费用波动中有所增长，年均复合增长率为 32.94%。2016 年，公司期间费用合计为 479.15 亿元，占营业收入的比重为 15.96%，同比增长 3.05%，其中，销售费用为 161.61 亿元，较上年同比增加 58.95%，管理费用和财务费用分别为 184.20 亿元和 133.34 亿元，较上年同比增长 48.41%和 21.01%。整体看，融资成本、能源成本、人工成本等刚性支出致使公司期间费用维持在较高水平。

非经常损益方面，2014~2016 年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长率为 21.22%，2016 年为 39.39 亿元，主要系坏账损失和存货跌价损失；同期，公司投资收益波动增长，近三年年均复合变动率为 82.45%，2016 年为 59.29 亿元，主要来源于控股企业丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得。

2014~2016 年，公司营业外收入快速增长，年均复合变动率为 37.86%。2016 年，公司营业外收入为 34.42 亿元，公司营业外收入主要来自政府补助（9.70 亿元）及非流动资产处置利得（8.23 亿元）。

2014~2016 年，公司利润总额快速增长，分别为 20.12 亿元、32.10 亿元和 51.54 亿元。

从盈利指标看，2014~2016 年，公司总资产收益率和净资产收益率的平均值分别为 4.26%和 1.91%，2016 年分别为 4.76%和 3.54%。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 2874.46 亿元，为 2016 年全年的 95.77%，公司收购先正达以后，农用化学品板块收入增幅较大；营业利润率为 17.78%；实现利润总额 47.42 亿元。

总体看，公司主业收入及盈利能力有所提升，但期间费用和资产减值损失对利润水平存在一定侵蚀，公司整体盈利能力一般。

#### 5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营现金流流入量波动增长，年均复合增长率为 5.33%，2016 年公司经营活动现金流入量主要

为销售商品、提供劳务收到的现金，为 3103.52 亿元；同期，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长率为 2.65%，2016 年公司经营活动现金流出量主要为购买商品、接受劳务支付的现金，为 2966.17 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流净额分别为 115.58 亿元、223.29 亿元和 285.14 亿元。收入实现质量方面，2014~2016 年公司现金收入比平均值为 104.32%，2016 年为 103.41%，公司经营活动收现质量一般。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入量快速增长，年均复合变动率为 66.83%，2016 年公司投资活动现金流入量为 124.79 亿元，主要来自收回投资收到的现金和处置子公司及其他单位收到的现金净额。同期，公司投资活动现金流出量波动增长，年均复合增长率为 54.99%，2016 年公司投资活动现金流出量为 294.67 亿元，主要为购建固定资产、无形资产支付的现金。2014~2016 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -77.83 亿元、-613.43 亿元和 -169.87 亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要用于偿还债务，2014~2016 年公司筹资活动现金流量净额分别为 -75.71 亿元、559.09 亿元和 42.74 亿元。

2017 年 1~9 月，公司经营活动现金流量净额为 187.29 亿元；公司投资活动现金流量净额为 -2856.46 亿元，其中取得子公司支付的现金净额为 2747.95 亿元，主要系收购先正达公司所支付的现金；公司筹资活动现金流量净额为 2807.67 亿元，其中吸收投资收到的现金 1332.07 亿元，主要系收购先正达公司而吸收的股权资本，取得借款收到的现金 2592.24 亿元，主要系通过银行借款和发行债券取得的现金。

总体看，公司经营活动获现能力有所增强，由于收购子公司，对外投资规模较大，对筹资活动依赖性较强。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年底公司流动比率和速动比率平均值分别为 100.67% 和 73.16%，截至 2016 年底分别为 118.19% 和 88.53%；截至 2017 年 9 月底，上述比率分别为 105.53% 和 75.63%。近三年公司经营现金流动负债比有所提升，分别为 7.78%、10.91% 和 20.47%。总体看，公司短期偿债能力有所提升，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司 EBITDA 有所增长，分别为 201.91 亿元、228.41 亿元和 292.69 亿元；同期，公司 EBITDA 利息倍数有所提升，分别为 2.06 倍、2.20 倍和 2.46 倍；全部债务/EBITDA 分别为 8.12 倍、10.37 倍和 7.91 倍。总体看，公司长期偿债指标有所提升，整体偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司对外担保 200.28 亿元，担保比率为 27.88%，公司存在一定或有负债风险。

表 12 截至 2016 年底公司担保明细

(单位：万元)

被担保方	担保金额
新材料公司及所属企业	1978559.87
NegevAroma	12462.32
山东大王集团有限公司	5500.00
广西河池化工股份有限公司	2000.00
蕲春公司	1865.00
西安军丰源汽车销售服务有限公司	1500.00
湖北大田化工股份有限公司	608.67
青岛橡胶轻型轮胎厂	150.00
青岛橡胶集团内胎分厂	134.00
<b>合计</b>	<b>2002779.86</b>

资料来源：公司提供

公司与多家银行合作良好，截至 2017 年 9 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 4268.00 亿元，未使用额度 1432.36 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司共有 7 家下属 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

## 7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行

版) (机构信用代码: G1011010801148010I), 截至 2018 年 2 月 28 日, 公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录; 公司公开市场发行的债务融资工具均按时还本付息。总体看, 公司过往债务履约情况良好。

#### 8. 抗风险能力

公司是中国大型综合化工企业集团之一, 目前已经形成了以化工新材料为首的六大业务板块, 产业布局逐渐清晰, 在多项细分领域已经形成了明显的规模和技术优势, 核心竞争力强; 公司组织结构完善, 各项管理制度健全, 对下属子公司的管理和控制能力逐步增强; 近年来, 公司收入规模快速增长, 政府对公司的支持力度大。

基于对行业运行情况, 区域经济环境, 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极强。

### 十、存续债券偿还能力分析

截至 2017 年 9 月底, 公司现金类资产为 751.98 亿元, 为“17 中化工 CP001”待偿付余额 20 亿元的 37.60 倍; 2016 年, 公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 3251.32 亿元和 285.14 亿元, 分别为“17 中化工 CP001”待偿付余额的 162.57 倍和 14.26 倍。

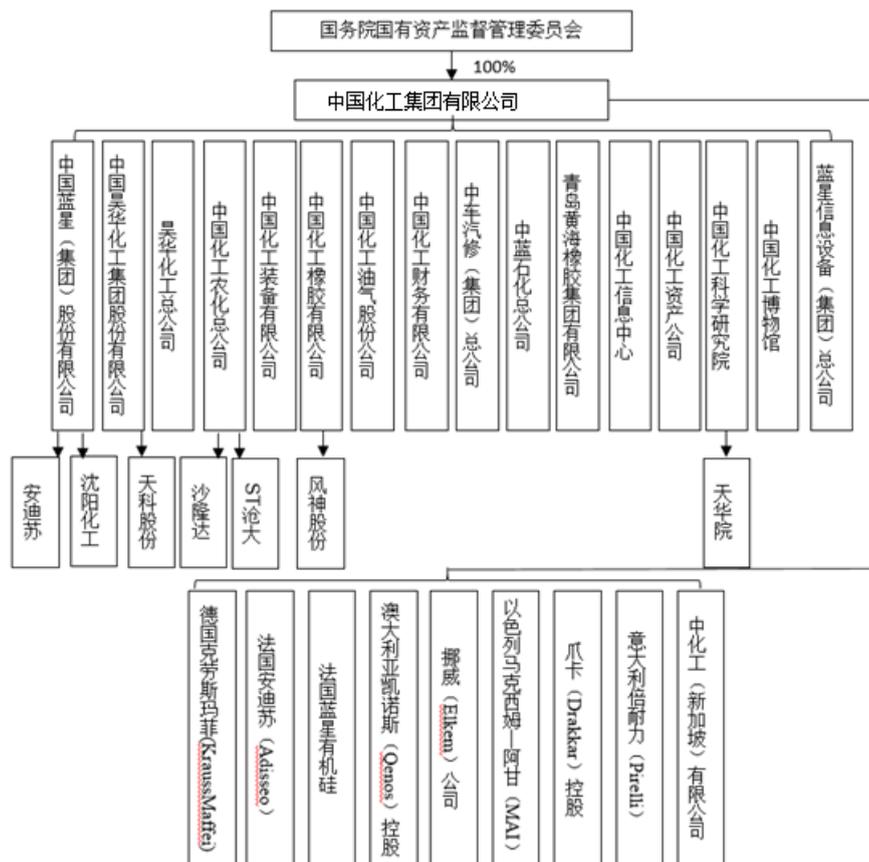
截至本报告出具日, 公司将于一年内到期的存续债券包括: “17 中化工 SCP004”待偿付余额 25 亿元、“17 中化工 SCP005”待偿付余额 15 亿元、“17 中化工 CP001”待偿付余额 20 亿元、“18 中化工 SCP001”待偿付余额 20 亿元, 上述债券待偿付余额合计 80 亿元。截至 2017 年 9 月底, 公司现金类资产为上述待偿付余额合计的 9.40 倍; 2016 年, 公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为上述待偿付余额合计的 40.64 倍和 3.56 倍。

总体看, 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“17 中化工 CP001”以及一年内到期的存续债券保障程度高。

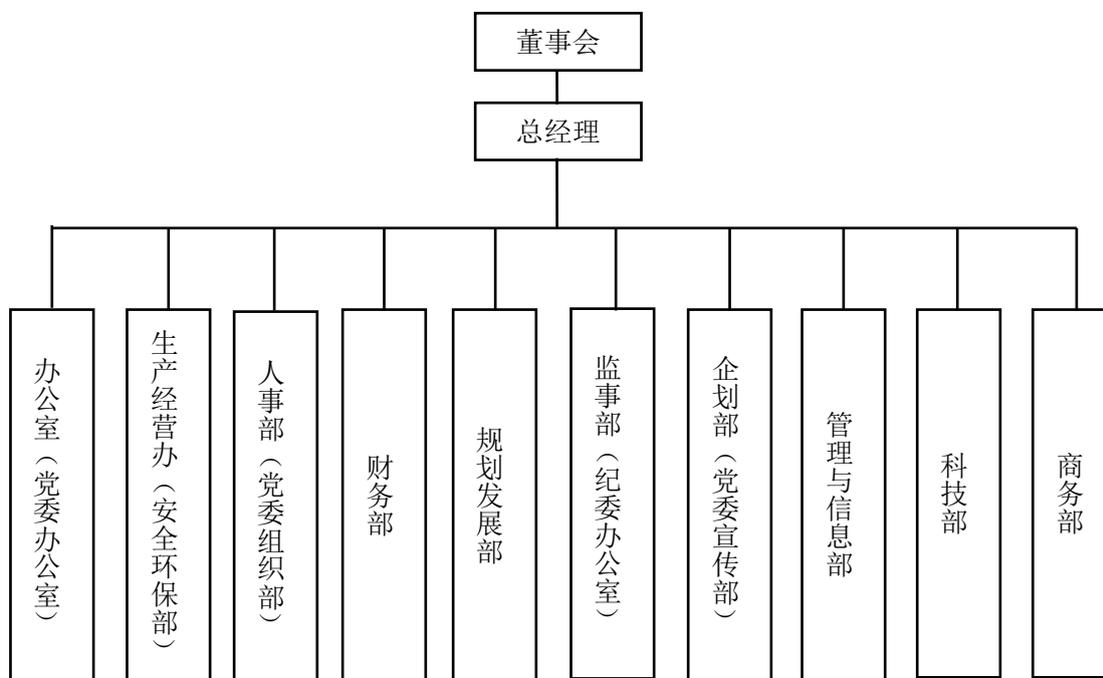
### 十一、结论

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 并维持“17 中化工 CP001”信用等级为 A-1。

### 附件 1-1 公司股权结构图



### 附件 1-2 公司组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	256.87	434.25	539.27	751.98
资产总额(亿元)	2720.72	3725.14	3776.42	7914.78
所有者权益(亿元)	504.23	706.57	718.44	2049.96
短期债务(亿元)	980.10	1447.99	795.10	1468.88
长期债务(亿元)	628.72	841.00	1519.62	2885.43
全部债务(亿元)	1608.82	2288.99	2314.73	4354.31
营业收入(亿元)	2576.31	2602.53	3001.27	2874.46
利润总额(亿元)	20.12	32.10	51.54	47.42
EBITDA(亿元)	201.91	228.41	292.69	--
经营性净现金流(亿元)	115.58	223.29	285.14	187.29
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	9.03	8.89	9.28	--
存货周转次数(次)	5.43	4.93	5.68	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.81	0.80	--
现金收入比(%)	107.94	103.43	103.41	104.62
营业利润率(%)	11.43	14.01	16.20	17.78
总资本收益率(%)	4.42	3.46	4.76	--
净资产收益率(%)	0.45	0.17	3.54	--
长期债务资本化比率(%)	55.49	54.34	67.90	58.46
全部债务资本化比率(%)	76.14	76.41	76.31	67.99
资产负债率(%)	81.47	81.03	80.98	74.10
流动比率(%)	87.93	79.97	118.19	105.53
速动比率(%)	58.54	57.27	88.53	75.63
经营现金流动负债比(%)	7.78	10.91	20.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.06	2.20	2.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	10.37	7.91	--

注：1、2017 年 1-9 月财务数据未经审计；2、其他流动负债和长期应付款中的有息债务以及永续债券计入债务。

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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