

# 信用评级公告

联合〔2021〕7314号

联合资信评估股份有限公司通过对中国化工集团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，确定维持中国化工集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中化工 MTN003”“18 中化工 MTN004”“19 中化工 MTN001”“19 中化工 MTN002”“19 中化工 MTN003”“19 中化工 MTN005”“20 中化工 MTN001”“20 中化工 MTN002”“20 中化工 MTN003”“20 中化工 MTN004A”“20 中化工 MTN004B”“20 中化工 MTN006”“20 中化工 MTN008”“20 中化工 MTN009A”“20 中化工 MTN009B”“20 中化工 MTN011”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

二〇二一年七月二十九日

## 中国化工集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中国化工集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN011	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN009B	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN009A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN008	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN006	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN004B	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN004A	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
20 中化工 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中化工 MTN005	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中化工 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中化工 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
19 中化工 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中化工 MTN004	AAA	稳定	AAA	稳定
18 中化工 MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定

### 跟踪评级债券概况：

债项简称	余额 (亿元)	发行规模 (亿元)	到期兑付日
20 中化工 MTN011	10.00	10.00	2023/11/16
20 中化工 MTN009B	5.00	5.00	2025/04/24
20 中化工 MTN009A	10.00	10.00	2023/04/24
20 中化工 MTN008*	15.00	15.00	2023/04/17
20 中化工 MTN006	15.00	15.00	2023/03/19
20 中化工 MTN004B	5.00	5.00	2025/03/05
20 中化工 MTN004A	10.00	10.00	2023/03/05
20 中化工 MTN003	15.00	15.00	2023/02/27
20 中化工 MTN002*	15.00	15.00	2023/02/19
20 中化工 MTN001*	15.00	15.00	2023/01/10
19 中化工 MTN005	15.00	15.00	2022/10/17
19 中化工 MTN003	15.00	15.00	2022/08/28
19 中化工 MTN002	15.00	15.00	2022/06/24
19 中化工 MTN001	15.00	15.00	2022/03/25
18 中化工 MTN004	15.00	15.00	2021/11/19
18 中化工 MTN003	15.00	15.00	2021/10/15

注：存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2021 年 7 月 29 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">化工企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">化工企业主体信用评级模型</a>	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 评级观点

中国化工集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国大型化工企业，股东背景良好，在中国化工行业保持领先地位，在化工新材料及特种化学品、种子及农用化学品、轮胎橡胶产品、化工机械与设备制造等细分市场保持显著的规模经济优势，科研开发实力雄厚，再融资能力强。2020 年，公司经营稳定，经营活动现金流量规模大。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务负担重、应收占款较多、归母净利润为负、权益稳定性弱等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流量和 EBITDA 对存续债券保障程度高。

未来，公司将围绕石油加工及炼化产品、化工新材料及特种化学品、种子及农用化学品、轮胎橡胶产品、化工机械与设备制造、化工科研及开发等业务板块，继续保持在规模、市场、技术及管理方面的优势，与中国中化集团有限公司战略性重组后，公司竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持中国化工集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中化工 MTN003”“18 中化工 MTN004”“19 中化工 MTN001”“19 中化工 MTN002”“19 中化工 MTN003”“19 中化工 MTN005”“20 中化工 MTN001”“20 中化工 MTN002”“20 中化工 MTN003”“20 中化工 MTN004A”“20 中化工 MTN004B”“20 中化工 MTN006”“20 中化工 MTN008”“20 中化工 MTN009A”“20 中化工 MTN009B”“20 中化工 MTN011”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	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	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
股东支持				+2

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

分析师：任贵永 石梦遥

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

优势

1. **公司行业地位高，股东背景良好。**公司为国务院国有资产监督管理委员会管理的国有大型企业，业务涵盖范围广，已形成比较完整的工业化格局。
2. **公司融资渠道通畅，再融资能力强。**截至2020年底，公司共获得各大商业银行授信总额6134.00亿元，未使用额度3467.00亿元，公司间接融资渠道通畅；同时，公司共有7家下属A股上市公司，拥有直接融资渠道。
3. **公司在科研开发领域保持显著优势。**公司细分领域具有核心竞争力，科研实力雄厚。2020年，公司科技计划安排科研项目842项。
4. **农化板块重组及上市将增强公司农化板块的竞争力。**随着公司与中国中化集团有限公司合并的推进，公司农化板块重组并上市，将增强公司农化板块实力。
5. **公司现金类资产、经营活动现金流量和EBITDA对存续债券保障程度高。**2020年，公司经营活动现金流入量为公司待偿本金峰值的32.06倍，EBITDA为公司待偿本金峰值的3.30倍。截至2021年3月底公司现金类资产为本年度剩余到期债券余额4.99倍。

关注

1. **公司债务负担重。**截至2020年底，公司资产负债率为78.92%，全部债务资本化比率73.56%。
2. **公司非经常性损益对利润总额影响较大且归母净利润为负。**2020年，公司实现投资收益29.28亿元，为公司利润总额的55.73%，其他收益为15.69亿元，为公司利润总额的29.87%。2020年，公司归母净利润为-56.28亿。
3. **少数股东权益大，所有者权益稳定性弱。**截至2020年底，公司少数股东权益2066.27亿元，归母所有者权益为-258.78亿元，其中89.00亿元为永续债。
4. **公司应收款项规模较大，对公司形成一定的资金占用。**截至2020年底，公司应收账款533.19亿元，其他应收款501.96亿元，分别占流动资产的17.31%和16.29%。
5. **公司与中国中化集团有限公司联合重组，联合资信对重组事项保持关注。**

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	764.81	828.95	806.33	673.08
资产总额 (亿元)	7988.49	8439.62	8574.27	8641.73
所有者权益 (亿元)	1929.67	1890.98	1807.49	1884.01
短期债务 (亿元)	1239.57	1873.43	1957.32	1791.24
长期债务 (亿元)	3187.92	3020.44	3070.84	3010.10
全部债务 (亿元)	4427.49	4893.87	5028.16	4801.34
营业总收入 (亿元)	4458.14	4543.46	4173.95	1168.91
利润总额 (亿元)	14.28	42.30	52.55	60.56
EBITDA (亿元)	420.83	482.67	461.77	--
经营性净现金流 (亿元)	290.82	253.78	308.39	-95.14
营业利润率 (%)	20.64	21.19	20.73	22.63
净资产收益率 (%)	-0.73	1.46	0.94	--
资产负债率 (%)	75.84	77.59	78.92	78.20
全部债务资本化比率 (%)	69.65	72.13	73.56	71.82
流动比率 (%)	113.78	94.24	96.25	99.51
经营现金流动负债比 (%)	12.59	8.35	9.64	--
现金短期债务比 (倍)	0.62	0.44	0.41	0.38
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.19	2.39	2.47	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.52	10.14	10.89	--
公司本部 (母公司) 口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	817.27	912.36	1426.64	1413.84
所有者权益 (亿元)	372.40	300.15	299.66	293.85
全部债务 (亿元)	311.83	464.06	604.58	498.28
营业总收入 (亿元)	1.14	2.70	1.70	0.08
利润总额 (亿元)	-18.94	-16.65	-5.48	-4.14
资产负债率 (%)	54.43	67.10	79.00	79.22
全部债务资本化比率 (%)	45.57	60.72	66.86	62.90
流动比率 (%)	29.92	40.88	37.24	37.26
经营现金流动负债比 (%)	-8.46	-9.64	-21.81	--

注: 公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计; 2018—2020 年合并口径已将其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务计入全部债务核算; 2018—2020 年母公司口径已将其他流动负债中的有息债务计入全部债务核算

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 中化工 MTN011	AAA	AAA	稳定	2020/11/10	张博 张超 张葛	<a href="#">化工企业信用评级方法；化工企业主体信用评级模型 (V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
2020 年跟踪评级	AAA	AAA	稳定	2020/7/28	张博 张超 张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN009B	AAA	AAA	稳定	2020/4/15	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN009A	AAA	AAA	稳定	2020/4/15	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN008	AAA	AAA	稳定	2020/3/5	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN006	AAA	AAA	稳定	2020/3/9	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN004B	AAA	AAA	稳定	2020/1/8	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN004A	AAA	AAA	稳定	2020/1/8	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/12/26	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/2/3	张博、张葛		<a href="#">阅读全文</a>
20 中化工 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/11/7	张博、李博恒		<a href="#">阅读全文</a>
19 中化工 MTN005	AAA	AAA	稳定	2019/9/20	张博、李博恒		<a href="#">阅读全文</a>
19 中化工 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/6/21	张博、夏起光		<a href="#">化工行业企业信用评级方法 (2018.12)</a>
19 中化工 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/5/21	张博、王宁		<a href="#">阅读全文</a>
19 中化工 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/3/14	张博、王宁		<a href="#">阅读全文</a>
18 中化工 MTN004	AAA	AAA	稳定	2018/8/30	张博、牛文靖		<a href="#">化工行业企业信用评级方法 (2017.12)</a>
18 中化工 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/8/29	张博、牛文靖	<a href="#">阅读全文</a>	

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

## 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，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2021 年跟踪评级报告

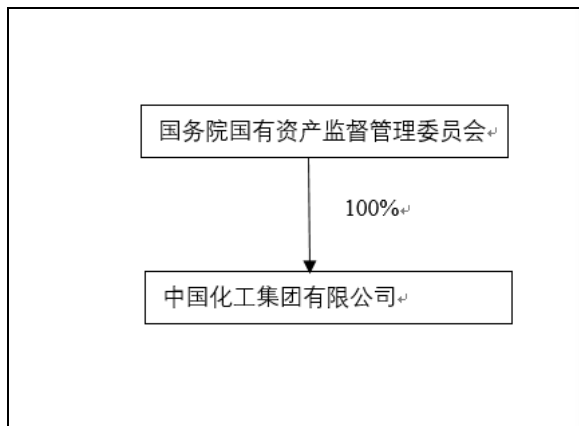
## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国化工集团有限公司（以下简称“公司”或“中国化工集团”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

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（后更名为中国蓝星（集团）股份有限公司）和中国昊华化工（集团）总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。2017 年 12 月 18 日，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”。截至 2021 年 3 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。2021 年 5 月，中国中化控股有限责任公司成立（以下简称“中化控股”），未来，公司股权将划转至中化控股，股权划转完成后，公司实控人仍为国务院国资委。

图 1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司发展定位为“老化工、新材料”，经过近年的整合重组，目前，公司已经形成了石油加工及炼化产品、化工新材料及特种化学品、种子及农用化学品、轮胎橡胶产品、化工机械与设备制造、化工科研及开发等业务板块，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。

截至 2020 年底，公司拥有 20 家一级子公司，控股 7 家境内 A 股上市公司。公司本部设有办公室（党委办公室）、生产经营办、安全环保部、人事部（党委组织部）、财务部、规划发展部、商务部、党委工作部、巡视办、审计合规部、企划部（党委宣传部）、管理与信息部和科技部共 13 个部门。

截至 2020 年底，公司资产总额 8574.27 亿元，所有者权益 1807.49 亿元（含少数股东权益 2066.27 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 4173.95 亿元，利润总额 52.55 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 8641.73 亿元，所有者权益 1884.01 亿元（含少数股东权益 2070.39 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1168.91 亿元，利润总额 60.56 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：宁高宁。

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，由联合资信评定的存续债券合计金额 205.00 亿元，募集资金按照规定用途进行使用，跟踪期内存续债券正常付息。

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
20 中化工 MTN011	10.00	10.00	2020-11-16	2023-11-16
20 中化工 MTN009B	5.00	5.00	2020-04-24	2025-04-24
20 中化工 MTN009A	10.00	10.00	2020-04-24	2023-04-24
20 中化工 MTN008*	15.00	15.00	2020-04-17	2023-04-17
20 中化工 MTN006	15.00	15.00	2020-03-19	2023-03-19
20 中化工	5.00	5.00	2020-03-05	2025-03-05



MTN004B				
20 中化工 MTN004A	10.00	10.00	2020-03-05	2023-03-05
20 中化工 MTN003	15.00	15.00	2020-02-27	2023-02-27
20 中化工 MTN002*	15.00	15.00	2020-02-19	2023-02-19
20 中化工 MTN001*	15.00	15.00	2020-01-10	2023-01-10
19 中化工 MTN005	15.00	15.00	2019-10-17	2022-10-17
19 中化工 MTN003	15.00	15.00	2019-08-28	2022-08-28
19 中化工 MTN002	15.00	15.00	2019-06-24	2022-06-24
19 中化工 MTN001	15.00	15.00	2019-03-25	2022-03-25
18 中化工 MTN004	15.00	15.00	2018-11-19	2021-11-19
18 中化工 MTN003	15.00	15.00	2018-10-15	2021-10-15
合计	205.00	205.00	--	--

注：存续期债券中标注为\*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日  
资料来源：Wind

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%<sup>1</sup>，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%<sup>2</sup>，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

<sup>1</sup> 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

<sup>2</sup> 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，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。



表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。**2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出

5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时,因地制宜增加经济困难省份信贷投放,支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强势增长;固定资产投资修复过程仍将持续,投资结构有望优化:房地产投资虽然韧性较强,

但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计2021年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

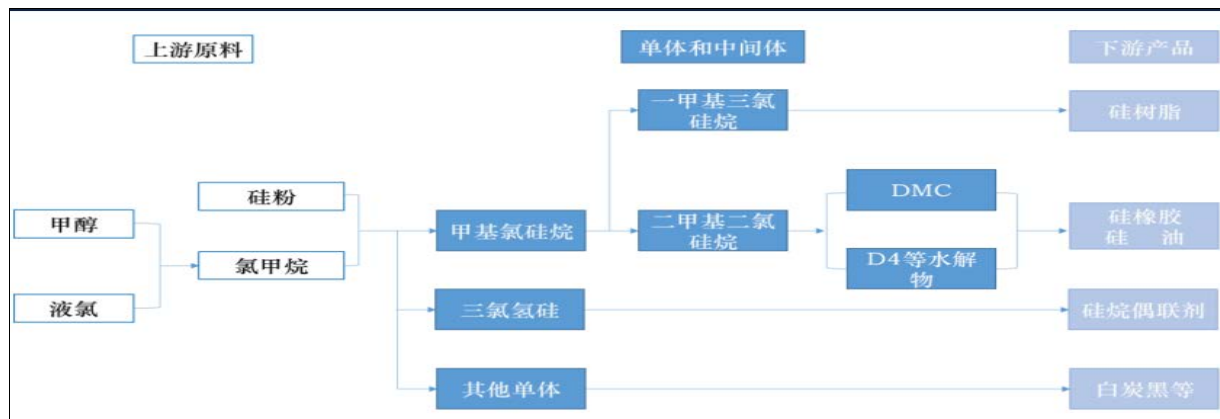
## 五、行业分析

### 1. 有机硅行业

中国有机硅产能位居全球第一,生产规模大,但整体产能利用率不高,在政策对落后的有机硅产能逐步限制和淘汰后,有机硅产能利用率有所提升。2020年,有机硅价格先跌后涨并达到历史高位。

作为一种新型的高科技材料,有机硅被广泛应用于电子、电器、航空、航天、建筑、纺织、医药、日化等领域。有机硅产品种类繁多,按其基本形态分为4大类,即硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷(包括硅烷偶联剂和硅烷化试剂)。有机硅产业链主要包括:有机硅原料、有机硅单体、有机硅中间体、有机硅深加工四个环节。有机硅上游原料为氯甲烷和工业硅,中游为单体(氯硅烷)及中间体(DMC、D3、D4、D5等),单体经过聚合形成下游产品硅橡胶(HTV、RTV、LSR)、硅油、硅树脂等。

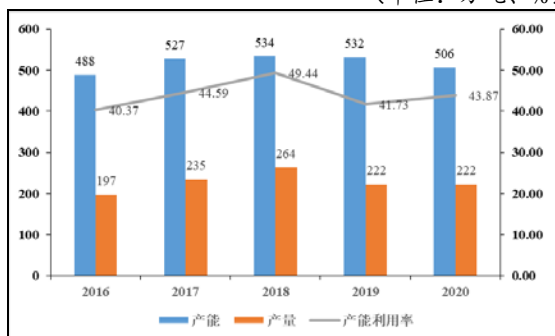
图2 有机硅产业链



资料来源:公开资料

目前，中国工业硅规模位居全球第一。根据百川盈孚的数据，2020年，中国工业硅总产量达到222万吨，占全球总产量的67%。近年来，中国工业硅产能产量逐渐趋向于稳定，产能利用率低，整体处于产能过剩的状态。因此，未来工业硅产能大幅增长的可能性较小。

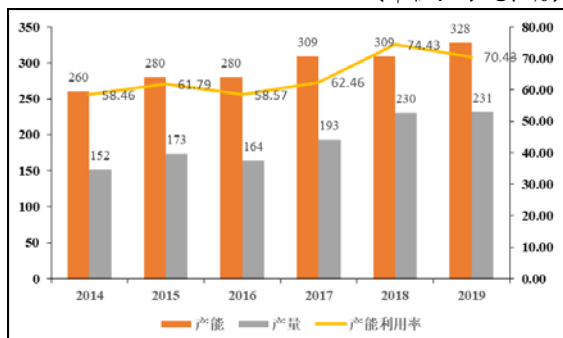
图3 中国工业硅产能产量情况  
(单位：万吨、%)



资料来源：公开资料

近年来，中国有机硅产能产量整体呈增长趋势，同时，产能利用率逐步提高，2019年已提升至70%以上。全球有机硅单体产能主要集中在在中国，2019年，中国有机硅单体产能为全球总产能的59.42%。

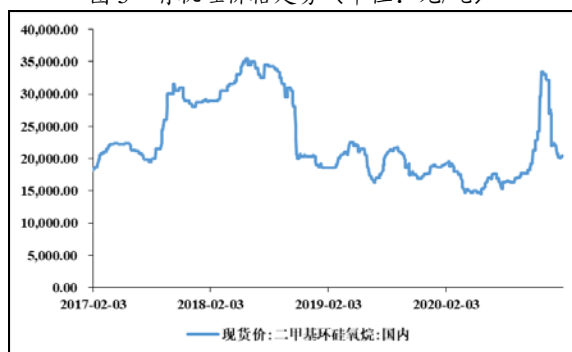
图4 中国有机硅产能产量情况  
(单位：万吨、%)



资料来源：公开资料

价格方面，2020年上半年受疫情影响，有机硅价格呈下跌趋势，随着经济逐步恢复，有机硅价格大幅上涨，达到近三年高位。

图5 有机硅价格走势 (单位：元/吨)



资料来源：Wind

有机硅单体行业集中度较高，根据产业研究院分析，2019年我国有机硅单体CR4达42.38%，CR8达67.68%。

产业发展方向上，根据《产业结构调整指导目录（2019年本）》，当前国家对新建初始规模小于20万吨/年、单套规模小于10万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置等落后有机硅产品产能进行了限制和淘汰，对有机硅改性热塑性聚氨酯弹性体等新型有机硅产品开发等进行鼓励。

## 2. 蛋氨酸

蛋氨酸生产具备很高的技术壁垒，主要生产企业占据明显的行业领先地位；随着蛋氨酸需求稳步上升，行业龙头企业或将迎来发展机遇。

蛋氨酸行业属于资金和技术密集型产业，技术工艺复杂，进入壁垒较高，是典型的寡头垄断市场。赢创工业集团（以下简称“赢创”）、蓝星安迪苏股份有限公司（以下简称“安迪苏”）、诺伟司国际有限公司（以下简称“诺伟司”）和住友化学株式会社（以下简称“住友”）等四大寡头厂商的蛋氨酸供应量占全球供应总量的比重高达85%。通过控制开工率、调节销售进度、库存管理等手段，国际蛋氨酸寡头厂商维持着高额的投资回报。

安迪苏在全球各区域市场均占有重要地位。诺伟司在北美市场占有率最高，赢创和安迪苏为主要参与者；在中国及亚太市场，赢创、安迪苏和住友为主要参与者，诺伟司的市场份

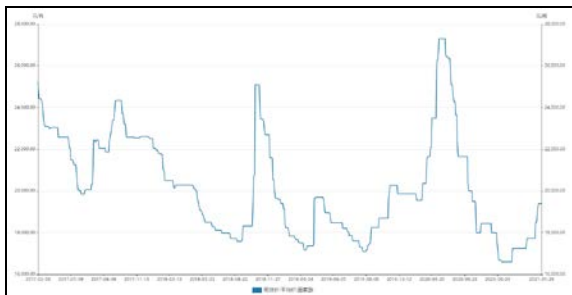
额相对较低；在其他区域市场，市场的主要参与者均是赢创、安迪苏及诺伟司。

下游需求方面，蛋氨酸主要用于饲料添加剂。蛋氨酸主要用于禽类、奶牛和水产品中，

(1) 鸡肉是禽类中产量最高的品种，全球鸡肉市场消费量巨大带动养殖业对蛋氨酸的需求。随着饮食结构的改变，发展中国家对于鸡肉的需求将逐渐增加，鸡肉消费量有望持续增长。

(2) 发展中国家是奶制品的巨大潜在市场，中国是重要的消费市场。发展中国家人均奶制品消费量较低，增长空间较大，未来对于奶制品需求量的上升空间主要在发展中国家。随着对于奶制品需求逐步提高，奶牛养殖业继续保持稳定增长。(3) 淡水鱼养殖占水产品养殖产量最大。鱼粉在水产养殖中是重要的饲料，但是随着全球渔业的枯竭，鱼粉的使用开始逐渐被限制，蛋氨酸良好的可替代品，未来随着鱼粉的使用减少，蛋氨酸有望在水产养殖中占据重要地位。

图6 蛋氨酸现货价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

蛋氨酸生产企业排名前四的厂商控制着全球 80% 以上的产能，蛋氨酸生产工厂的单套产能占比高，对全球蛋氨酸的供应格局影响较大，由于原料供应，生产工艺及自然灾害等影响单套产能都会对蛋氨酸价格造成较大影响。2015 年初，由于重庆紫光化工股份有限公司因环保问题停产、美国蛋氨酸生产原料工厂接连出现事故、进口厂家对国内第二季度市场需求判断不乐观等导致供应缩减，蛋氨酸价格创历史新高，之后受新增产能和禽流感等影响，固体蛋氨酸价格从 2015 年 3 月的 8 万元/吨一路下滑

到 2 万元/吨，跌幅高达 75%；2017 年底蛋氨酸价格略有反弹，2018 年以来仍保持了下滑态势，价格处于历史低位，2019 年 3 月底，下滑至 1.7 万元/吨。2019 年 4 月 9 日，国内提起关于对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口甲硫氨酸的反倾销调查，受此影响蛋氨酸价格触底反弹，2019 年底增长至 1.99 万元/吨。叠加 2020 年以来疫情影响，蛋氨酸价格 2020 年 3 月底攀升至 2.35 万元/吨。值得注意的是，随着全球蛋氨酸新增产能陆续投产，产能增加带来新的供需格局变化或影响蛋氨酸价格走势。截至 2021 年 1 月底，蛋氨酸现货均价为 1.94 万元/吨。

### 3. 石油化工行业

2020 年，新冠肺炎疫情蔓延全球，炼化行业受到严重影响，得益于中国严格的疫情防控措施，国内炼化企业开工率逐步恢复，大型炼化一体项目稳步推进，产业结构进一步优化，行业维持了较好的发展态势。

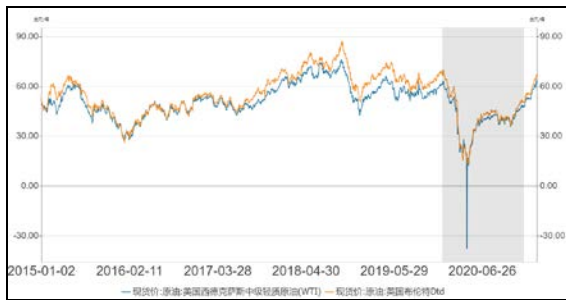
#### 原油供应及价格

2020 年，中国原油产量达到 1.95 亿吨，同比增长 1.6%，连续两年产量回升；进口量为 5.42 亿吨，同比增长 7.3%，增速较上年回落 2.2 个百分点；表观消费量 7.37 亿吨，同比增长 5.9%，增速回落 1.5 个百分点；进口依存度 73.5%，依存度上升约 1 个百分点。

原油价格方面，2020 年初，国际油价开始于 60 美元/桶水平，随后新冠肺炎疫情影响需求大减；3 月的 OPEC+ 会议未能达成减产协议，沙特、俄罗斯以及美国争夺市场份额，导致 4 月的油管输送能力不足及油库库容大幅升高，油价下跌，WTI 期货原油史上首次出现负油价；5 月初，OPEC+ 开始减产 970 万桶/日后，油价逐渐回升至 40 美元/桶水平区间；11 月新冠肺炎疫苗研发实现重大突破，叠加 OPEC+ 决定减缓 2021 年增产速度，油价逐步回升。目前国际原油价格处于上升趋势且位于近五年相对高位。



图 7 2015 年以来国际原油价格走势



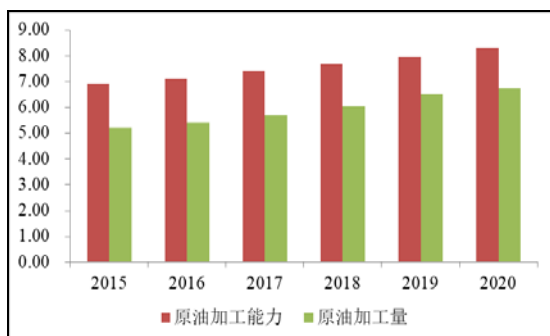
数据来源: Wind

### 原油加工

近年来,随着中国国内大炼化项目的推进,炼油产能的持续增长,国内原油加工量不断提升。2020 年,国内炼油能力已超过 8.5 亿吨。随着炼油装置规模的扩大,2018—2020 年,国内原油加工量由 6.04 亿吨提升至 6.74 亿吨,其中 2020 年加工量同比增长约 3%。

2020 年一季度,国内新冠肺炎疫情爆发,产业链供应链遭受重挫,国内成品油消费大幅萎缩。炼油企业面临运销困难和库存过高的情况,企业开工率急速下降。后随着国内新冠肺炎疫情防控效果的显现,炼油行业的开工率逐步恢复。2020 年 8 月后,受全球新冠肺炎疫情蔓延影响,国内炼厂再次面临高库存压力,炼油业开工率逐步下降。2020 年全年平均开工率 75.7%,与上年基本持平。

图 8 2015 年以来国内原油加工能力及加工量  
(单位: 亿吨/年、亿吨)



数据来源: Wind

产品结构来看,2020 年,全国成品油产量 3.3 亿吨。其中,汽油产量 1.32 亿吨,

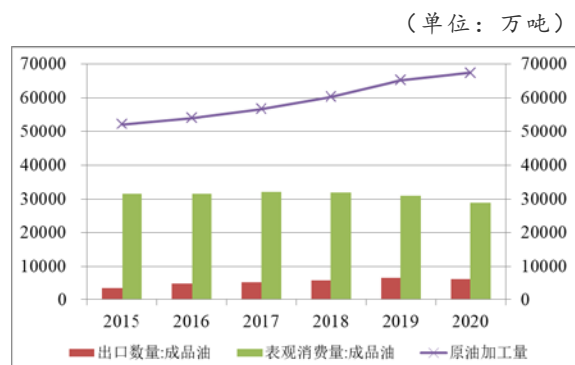
同比下降 6.7%;柴油产量 1.59 亿吨,同比下降 4.4%,油品化率(成品油产量/原油加工量)已不足 50%，“控炼增化”趋势日渐明显。得益于规模化、炼化一体化新装置的陆续投产以及落后产能淘汰,国内炼油产能利用率有所提升,但总体来看,国内炼油行业产能过剩问题依然突出。

### 市场需求

在宏观经济下行压力不断加大、汽车消费放缓和新能源替代的背景下,国内成品油消费呈明显放缓趋势。2020 年,在新冠肺炎疫情冲击下,成品油消费量出现较大幅度下滑,全年国内成品油表观消费量 2.9 亿吨,同比下降了 6.8%。

出口方面,国内成品油出口实行配额管理制度,此前仅中石油、中石化等央企拥有成品油出口资质,能够获得出口配额。2020 年,民营独立炼厂浙江石油化工有限公司也获得了成品油出口配额,国内成品油出口政策有所放开。近年来,国内成品油出口量从 2015 年的 3615 万吨增至 2019 年的 6685 万吨。2020 年,由于海外新冠肺炎疫情控制不力,全年成品油出口小幅下降至 6183 万吨。在国内成品油需求增长乏力,产能过剩的背景下,炼厂“控油增化”压力加大,成品油分销渠道和出口资质对于提升炼厂抗风险能力显得尤为重要。

图 9 2015 年以来成品油生产及出口情况



数据来源: Wind

## 行业展望

未来几年，将陆续将有盛虹炼化一体化项目、浙石化炼化一体项目（二期）、裕龙岛炼化项目（一期）、广东石化炼化一体化项目等项目投产，预计国内原油加工能力将进一步提高。同时，随着部分落后产能通过市场化优胜劣汰或者减量置换等手段退出，国内炼化行业的产业结构有望进一步优化。在成品油需求增速放缓的背景下，国内成品油过剩的趋势将进一步延续。在此过程中，拥有全产业链和终端产品市场优势的企业将具备更强的竞争力。

### 4. 农用化学品行业

#### (1) 尿素

**受供给侧改革及环保趋严管理影响，2019年我国尿素继续淘汰落后产能，产能利用率同比提高。下游需求中农业需求占比较大，但主要农作物种植量下降，国内化肥施用量减少。2019年尿素价格重心略有下移，但仍保持中高水平。2020年，上半年受疫情影响，尿素价格呈下跌走势，下半年随着经济恢复，尿素价格大幅上涨。**

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。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一

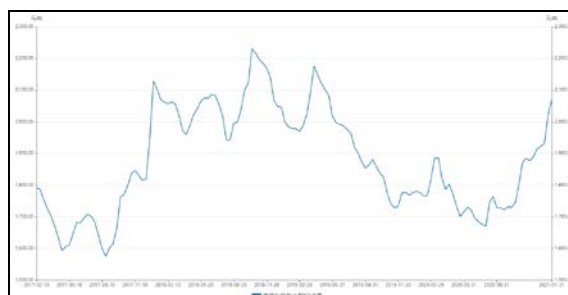
定天然优势，原料供应保障能力良好

供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据卓创数据显示，2019年国内尿素产能预估约7400万吨，较2018年产能（7600万吨）下降200万吨，降幅约3%。经过近3年的供给侧改革，尿素产能利用率有所改善，2019年尿素年平均开工负荷约64%，较2018提高11个百分点。行业整合优化后也提高了企业的市场竞争力。根据国家政策指引，尿素行业传统的固定床工艺产能还将陆续退出市场，产业结构有望继续优化。

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。由于近几年国家对于化肥施用量的限制，根据农业部制定的《2020化肥施用零增长方案》，国内化肥施用量逐年下降。从终端农作物种植情况看，据国家统计局数据显示，2020年国内小麦播种面积约23380千公顷，较2019年增长396千公顷。玉米种植面积约41264千公顷，较2019年减少20千公顷。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地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，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

图10 尿素（小颗粒）价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind



2013年4月份至2014年上半年,受气候、科学施肥技术推广等,以及煤价于低位运行等因素影响,尿素价格持续下跌;2014年6月开始,尿素价格有所回升,持续至2015年7月底;2015年下半年,主要受开工率提升影响,尿素供给增加,价格持续下滑;2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象,但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬,在上游煤炭价格上涨的带动下,尿素价格开始持续回升;2017年2月中旬—8月中旬以来,尿素价格震荡中有所回落;随后尿素价格开始持续上升。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势,截至2018年12月31日,尿素(小颗粒)价格为2045.80元/吨,同比下降3.87%。进入2019年,受农用化肥减少和工业需求萎缩,以及化工行业景气度下行影响,尿素价格总体呈下滑趋势,2019年我国尿素价格重心略有下移,尿素(小颗粒)全年均价为1933.92元/吨,较2018年全年均价下降了131.96元/吨,仍保持中高水平。2020年,上半年受新冠疫情影响,下游需求减弱,尿素价格整体呈下降走势,下半年随着经济恢复,下游需求逐步回复,尿素价格大幅上涨。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2021年3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。

### 2. 企业规模

**公司股东背景良好,合并范围内有多家上市公司。**

公司为国务院国资委管理的国有大型企业,截至2020年底,公司下属共有20家二级子公司。二级子公司为专业集中型公司,生产经营对集团公司负责,并对下属二级子公司的生产经营活动进行监督和指导。

截至2020年底,公司控股7家境内A股上市公司,分别为安道麦股份有限公司(以下简

称“安道麦公司”,证券简称:安道麦A,证券代码:000553.SZ)、蓝星安迪苏股份有限公司(证券简称:安迪苏,证券代码:600299.SH)、克劳斯玛菲股份有限公司(证券简称:“克劳斯”,证券代码:600579.SH)、沈阳化工股份有限公司(证券简称:“沈阳化工”,证券代码:000698.SH)、风神轮胎股份有限公司(证券简称:“风神股份”,证券代码:600469.SH)、沧州大化股份有限公司(证券简称:“沧州大化”,证券代码:600230.SH)、昊华化工科技集团股份有限公司(证券简称:“昊华科技”,证券代码:600378.SH);香港1家上市公司,中化化肥控股有限公司(以下简称“中化化肥”);国外2家上市公司,分别为Pirelli & C. S.p.A.、蓝星埃肯国际有限公司。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. 技术水平

**公司科研及开发实力雄厚,为化工等业务运营提供了强有力的技术支持。**

在科研开发领域,公司现拥有384个研发机构,其中境内研发机构233个,海外研发机构151个,位居央企第一;拥有24家科研设计院所,2家国家重点实验室,3家国家工程研究中心,9家国家工程(技术)中心,9家国家认定企业技术中心等一批国家级研发机构,研发能力位居央企前列。

2020年,公司科技计划共安排科研项目842项,其中国家重点科技计划63项,省(市)重点科技计划及横向课题134项,企业自主开发重点项目645项。公司研发活动支出151亿元,占营业收入比达到3.61%;开发新产品770项,新产品销售收入达368亿元,新产品贡献率为9%。2020年,公司申请专利2367件,其中发明专利1740件;获授权专利2198件,其中发明专利1743件。

### 4. 过往债务履约情况

**公司过往债务履约状况良好。**

根据公司提供的《企业信用报告》(统一社会信用代码: 91110000710932515R), 截至 2021 年 7 月 23 日, 公司无未结清和已结清的不良类和关注类信贷记录。

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及信贷记录, 公司无逾期或违约记录, 履约情况良好。

## 七、重大事项

### 1. 中国化工集团与中国中化集团有限公司联合重组

**目前, 两化合并尚未有实质性进展, 联合资信将密切关注该事项后续进展对公司经营造成的影响。**

2021 年 4 月, 公司发布公告称, 经国务院批准, 中国中化集团有限公司(以下简称“中化集团”)与中国化工集团实施联合重组, 新设由国务院国资委代表国务院履行出资人职责的新公司, 中化集团和中国化工集团划入新公司。

2021 年 5 月, 新公司中国中化控股有限责任公司成立, 目前公司尚未完成股权划转。

### 2. 农化板块重组

**农化板块重组使得公司农化板块业务实力进一步增强。**

2020 年 1 月, 公司子公司中化工(上海)农业科技股份有限公司更名为先正达集团股份有限公司(以下简称“先正达集团”)。

公司将其持有的先正达股份公司(Syngenta A.G.) 100%的股份和安道麦股份有限公司 74.02%划转至先正达集团。同时, 先正达集团受让中化集团下属农业板块的主要资产。

重组后, 先正达集团由先正达植保、先正达种子、先正达集团中国和安道麦四个业务单元组成, 拥有丰富的产品及业务组合, 涵盖植物保护、种子、作物营养以及现代农业服务, 并在各自市场领域占据领先地位。

### 3. 先正达集团上市

**公司子公司上市有利于公司增强自身竞争力, 减小债务负担, 联合资信将持续关注该事项的进展。**

上交所已经受理先正达集团在科创板的上市申请, 先正达公司拟公开发行不超过 27.86 亿新股, 计划募资 650 亿元。本次上市募集的资金将用于尖端农业科技研发的费用和储备(130 亿元), 生产资产的扩展、升级和维护及其他资本支出(39 亿元), 扩展现代农业技术服务平台(MAP)(78 亿元), 包括扬农化工、瓦拉格罗在内的全球并购项目(208 亿元), 和偿还长期债务(195 亿元)。

## 八、管理分析

**跟踪期内, 公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化, 高级管理人员变动对公司日常管理、生产经营和偿债能力并无重大影响。**

2021 年 6 月 9 日, 公司发布公告称, 杨兴强先生不再担任公司董事、总经理、党委副书记, 由阳世昊先生担任公司董事、总经理、党委副书记。

阳世昊先生, 毕业于华东工学院工业企业管理专业, 硕士研究生, 高级经济师; 现任中国中化控股有限责任公司副总经理、党组成员, 中国中化集团公司副总经理、党组成员, 中国中化股份公司副总经理、党组成员; 曾任中国华兴(集团)公司总经理助理, 中国蓝星(集团)总公司资产管理部副主任, 公司资产运营部主任, 天津市塘沽区政府副区长、党组成员, 天津市滨海新区政府副区长、党组成员, 天津市旅游局局长、党组书记等职务。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

**2020 年, 公司营业总收入和毛利率有所下降, 其中, 石油加工及炼化板块和轮胎橡胶产品板块收入下降较多。**

目前，公司已经形成了石油加工及炼化产品、化工新材料及特种化学品、种子及农用化学品、轮胎橡胶产品、化工机械与设备制造、化工科研及开发等业务板块，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。

2020年，公司营业总收入同比下降8.13%，主要系石油加工及炼化板块收入下降所致。其

中，石油加工及炼化板块收入同比下降22.57%，主要系成品油价格下降所致；化工新材料及特种化学品板块收入同比增长5.94%；种子及农用化学品板块收入同比增长4.93%；轮胎橡胶产品板块收入同比下降15.73%，主要系下游需求受疫情影响减少所致；化工机械与设备制造板块收入略有增长。

表3 近年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块名称	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石油加工及炼化产品	1802.52	40.43	8.56	1814.70	39.94	7.77	1405.04	33.66	5.12
化工新材料及特种化学品	616.17	13.82	23.52	531.24	11.69	19.75	562.81	13.48	22.28
种子及农用化学品	1171.34	26.27	39.57	1453.99	32.00	38.06	1525.61	36.55	33.61
轮胎橡胶产品	552.30	12.39	36.46	560.75	12.34	37.51	472.52	11.32	33.94
化工机械与设备制造	125.68	2.82	25.18	126.75	2.79	22.20	128.56	3.08	20.54
其他	190.13	4.27	20.70	56.03	1.23	32.98	79.41	1.90	17.07
合计	4458.14	100.00	23.22	4543.46	100.00	23.25	4173.95	100.00	21.81

资料来源：公司提供

毛利率方面，2020年，公司石油化工及炼化板块毛利率同比下降2.65个百分点；化工新材料及特种化学品毛利率同比提升2.53个百分点；种子及农用化学品毛利率同比下降4.45个百分点；轮胎橡胶产品毛利率同比下降3.57个百分点；化工机械与设备制造毛利率同比下降1.66个百分点；综上所述，公司综合毛利率同比下降1.44个百分点至21.81%。

## 2. 各板块生产经营

### (1) 石油化工及炼化产品

2020年，受国际原油大幅下跌及疫情影响，成品油价格下跌，公司石油加工及炼化板块收入和毛利率均有所下降。

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，该板块主要由中国化工油气股份有限公司（以下简称“油气公司”）经营。截至2021年3月底，公司拥有原油进口配额1640万吨；油气

公司拥有一次原油加工能力2020万吨/年，综合加工能力在行业内位居前列。2020年，油气公司原油加工量分别为1633.75万吨，同比增长4.74%。

表4 油气公司石油加工及炼化产品板块主要产品销售情（单位：万吨、%、元/吨）

产品类型	指标	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
汽油	销量	356.62	210.30	206.48	52.09
	产销率	101.00	99.86	99.64	98.75
	销售单价	6325	5252	4526	5031
柴油	销量	207.02	279.45	280.42	88.57
	产销率	100.00	100.20	100.20	98.40
	销售单价	5499	5028	4254	4275

资料来源：公司提供

公司汽油和柴油销售主要销售于国内客户，无对外出口。成品油销量方面，2020年，公司汽柴油销量同比保持稳定；成品油销售价格方面，2020年，公司成品油销售价格均同比下降幅度较大，主要系受疫情及国际原油价格波动影响。2021年一季度，受益于经济恢复，原油价格上行进而推高了成品油价格，公司成

品油销售均价较 2020 年有所提升。

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。2020 年，油气公司进口原油 1542 万吨，平均成本 2717 元/吨。

## (2) 化工新材料及特种化学品

**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。2020 年，部分产品产能有所增长，产品销售状况良好。**

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。公司产品广泛应用于汽车、航空、电子、建材、国防军工等领域。公司新材料业务中有有机硅单体，聚苯醚产量居世界前列。

截至 2020 年底，在化工新材料及特种化学品板块，有机硅、蛋氨酸（固体）、蛋氨酸（液体）、聚乙烯（国内）产能较上年底有所增长。2020 年，有机硅、双酚 A、糊树脂产能利用率较高，其余产品产能利用率一般。双酚 A 产销率较低，其余产品销售状况良好。

### ①有机硅

公司硅材料上下游产业链较为完备，有利于成本管控，产品规模优势明显，销售范围遍及全球多个国家和地区。此外，公司基本完成硅产业价值链条整合，后续将继续强化在细分业务领域的市场地位，提升整体经营效率。

公司硅材料板块产业链健全，规模优势显著，具备较为完备的生产设备及领先的技术实力，能够生产 3000 多种相关产品，在欧洲、北美及亚太地区共建有 11 个生产基地，拥有“蓝星”“蓝星晨光”和“Bluestar Silicones”等品牌。

国内有机硅产品主要由星火有机硅（于 2018 年 3 月成为埃肯公司子公司）进行生产，现有商业化产品不同牌号共计百余种，主要业务涵盖建筑密封、高温硫化硅橡胶、液体硅橡胶、特种硅油、皮革及纺织处理、个人护理等领域。

### ②工程塑料

公司工程塑料板块生产工艺先进，产能释放较为充分，在市场上拥有领先地位。作为国内工程塑料产品的主要供应商，多种细分产品在国内具备较强的规模及品牌优势。

公司作为国内工程塑料产品的主要供应商，产品种类丰富，主要包括环氧树脂、PBT、改性 PBT、双酚 A 以及聚苯醚（PPE）等，主要应用于复合材料、涂料、粘合剂、纺织、电子电气、通信、汽车等行业。

### ③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，全球市场占有率约 27%。

### ④PVC 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 PVC 糊树脂生产企业。

表 5 2020 年公司部分化工产品销售情况（单位：万吨/年、万吨、%、元/吨）

名称	产能	产量	销售量	产能利用率	产销率	销售价格
有机硅	38.00	37.00	37.20	97.00	100.50	21000
蛋氨酸（固体）	13.70	9.60	9.60	70.00	100.00	15247
蛋氨酸（液体）	42.00	34.60	35.00	82.00	101.00	11692
双酚 A	15.00	17.93	9.40	119.50	52.50	15357
氯丁橡胶	3.50	2.26	2.08	64.75	92.00	27181
聚乙烯（国内）	12.00	6.97	7.82	69.70	112.16	7090
TDI	15.00	13.13	12.23	87.54	93.15	10656
糊树脂	20.00	19.65	19.72	98.25	100.34	19307

注：公司蛋氨酸产能利用率较低，主要系受上游工厂停产检修等因素影响所致；氯丁橡胶产能利用率较低，主要系受市场需求不高影响所致；公司双酚 A 部分用于内部下游环氧树脂的生产，产销率中未包含内销部分的数据，因此产销率相对较低  
资料来源：公司提供



(3) 轮胎橡胶产品及化工机械与设备制造  
2020年,公司轮胎产能、产量及产能利用率均有所下降。机械装备业务受下游汽车行业影响较大,目前经济下行,预计经营情况不会有很大改善。

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。截至2020年底,公司拥有全钢子午胎产能1200万套/年、半钢子午胎产能7700万套/年、工程机械胎及农业胎产能120万套/年等。

橡胶公司乘用车业务主要由倍耐力轮胎经营,工业胎业务主要以风神股份和PTG两家子公司负责运营。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、新工艺软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。

公司化工机械与设备制造板块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,桂林橡胶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;益阳橡胶与日本神户公司合作,为其供应所需全部硫化机械。

2020年,公司硫化机销量503台,同比增长20.33%,密炼机销量32台,同比下降27.27%,离子膜电解槽销量45.18万吨,同比下降38.61%,主要系疫情影响所致。

截至2020年底,公司橡胶轮胎产能9936.10万套/年,较2019年底有所下降,产量7157.58万套,同比下降13.01%,产能利用率同比下降8.80个百分点。

表6 公司橡胶机械销量情况(单位:台、万吨)

产品名称	2018年	2019年	2020年
硫化机	500	418	503
密炼机	46	44	32
离子膜电解槽	57.05	73.60	45.18

资料来源:公司提供

表7 橡胶公司轮胎生产情况(单位:万套/年、万套、%)

项目	2018年	2019年	2020年
产能	10230.05	10178.90	9936.10
产量	8878.23	8227.80	7157.58
产能利用率	96.79	80.84	72.04

资料来源:公司提供

#### (4) 种子及农用化学品

该板块为公司核心板块之一,占总收入比重重大且具备规模优势。

公司该板块主要集中于中国化工农化有限公司(以下简称“农化公司”)、中国昊华化工集团股份有限公司(以下简称“昊华股份”),主要

从事化肥农药等生产，分布于江苏、安徽、河南、湖北、海外等农业大省，化肥、农药需求比较稳定。其中，公司农药及植保业务主要由农化公司子公司先正达公司和安道麦公司负责生产运营，涉及产品包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等；公司种子业务主要由先正达公司及中种集团运营。公司化肥业务主要由中化化肥运营。农化公司共有 200 多个原药产品，全球近 130 个生产供应基地，主要为江苏南通、瑞士 Monthey、英国 Huddersfield、湖北沙隆达基地等。

2020 年，公司农药收入 1011.35 亿元，同比基本保持稳定，其中，杀菌剂收入减少较多，杀虫剂收入增长较快；化肥销量 1028 万吨，同比保持稳定。

表 8 公司农药主要产品收入及销量情况

产品类别	2018 年	2019 年	2020 年
除草剂 (亿元)	372.98	362.47	372.77
杀菌剂 (亿元)	264.31	277.33	212.06
杀虫剂 (亿元)	205.79	221.07	296.24
其他植保产品 (亿元)	146.49	144.91	130.28
<b>植保 (农药) 总计 (亿元)</b>	<b>989.57</b>	<b>1005.78</b>	<b>1011.35</b>

资料来源：公司提供

表 9 公司化肥主要产品销量情况

(单位：万吨)

产品类别	2018 年	2019 年	2020 年
氮肥	339	354	370
磷肥	206	225	208
钾肥	273	184	210
复合肥	224	236	240
<b>化肥总销量</b>	<b>1042</b>	<b>999</b>	<b>1028</b>

资料来源：公司提供

种子业务方面，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，拥有农药、种

子、草坪和园艺三大业务板块。2020 年，公司种子板块收入保持稳定。

表 10 先正达种子板块收入情况 (单位：亿元)

产品类别	2018 年	2019 年	2020 年
玉米和大豆	115.78	112.54	117.72
大田作物	45.44	42.69	43.82
蔬菜	45.03	42.82	45.06
其他	8.01	15.40	13.73
<b>种子总计</b>	<b>214.26</b>	<b>213.45</b>	<b>220.34</b>

资料来源：公司提供

### 3. 经营效率

**公司整体经营效率一般。同行业对比情况看，各经营效率指标均处于较低水平。**

2020 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分别为 7.13 次、3.65 次和 0.49 次。销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别同比下降 0.57 百分点、0.42 百分点、0.06 个百分点。同行业对比情况看，公司同其他大型石油化工央企比较，各经营效率指标处于较低水平。

表 11 石油化工企业 2020 年经营效率同业对比情况

(单位：次)

公司	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
中国化工集团有限公司	7.77	3.65	0.49
中国石油化工股份有限公司	46.57	9.86	1.21
中国石油天然气股份有限公司	33.20	9.96	0.74

资料来源：Wind

### 4. 在建项目

**公司在建项目较多，项目主要围绕现有业务的提质升级，相较于公司经营体量，在建项目单体投资规模小，后续资金压力小。**

目前，公司重点在建项目包括 X-Peak 项目、国 VI 汽油产品质量升级等项目，计划总投资 102.95 亿元。截至 2020 年底，公司重点在建项目累计完成投资 60.84 亿元。



表 12 截至 2020 年底公司重点在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目内容	计划总投资	截至 2020 年底已投资金额
10000 吨/年先进涂料生产基地项目	船舶涂料、工业防腐涂料及功能性材料等高性能涂料，其中防滑涂料、环氧涂料、聚氨酯涂料等 8000 吨/年，特种防腐涂料等军品涂料 2000 吨/年	16022.00	15984.00
ROTR 工程子午胎技改项目	利用桂林闲置巨胎设备，新增 ROTR 部分设备并将桂林巨胎部分设备搬迁至凤神焦作制造三部，以进行产品拓展，新增产能为 3 万条 ROTR	23813.00	25313.00
南通星辰年产 30900 吨 2,6-二甲基苯酚（DMP）、30000 吨聚苯醚（PPE）和副产 71 吨硫化铜及配套工程项目	建设年产 30900 吨 2,6-二甲基苯酚、30000 吨 PPE、副产 71 吨硫化铜和服务于南通星辰一期项目，即新建废气焚烧炉、固废焚烧炉、改建污水处理站和综合处理合资项目以及南通星辰一期项目所产生的废气、固废、废水等“三废”产物；同时还需改扩建南通星辰一期原有 35kV 变电站、空压站和氮氧站，以满足本项目和南通星辰一期项目需要的配套项目	95560.00	95560.00
科芒特里工厂废水处理项目	目前的废水处理厂不能达到欧洲 2021 年标准，现新建污水处理厂，按照新排放标准要求进行排放	14803.10	13527.00
埃肯萨尔腾能源回收	将利用熔炉排气中的大量热能产生约 274 兆瓦时的电能，占工厂电能消耗的 28%。与资金合作伙伴 Daimyo 的最终协商通过他们的子公司 Kvitebjørn Energi AS 进行，后者将占有 ERP 的特殊目的公司（SPV）50% 的可转让股权，而埃肯则致力于成长和专业化	78800.00	65656.00
1200 吨/年 1414 脱瓶颈技术改造项目	项目采用现有成熟技术，主要增加 4、5# 两条纺丝线及配套厂房，并对聚合单元、公用工程和自控系统进行适当改造，高强高模型芳纶产品，改造后芳纶 1414 产能从 600 吨/年增加到 1200 吨/年	9576.00	7950.00
5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目	采用“改性聚四氟乙烯树脂”等 10 项成熟核心技术，新增聚合反应釜、裂解炉、精馏塔等主要设备共计 300 余台（套），建成年产高品质聚四氟乙烯悬浮树脂 5000 吨生产能力；配套进行冷冻站改造、库房、35KV 变电站、6000 吨/年四氟乙烯单体等建设	31023.00	31979.00
有机氟生产系统节能减排技术改造	造依托晨光院现有有机氟生产装置及厂房实施节能减排技术改造，建设内容主要包括：1. 等离子裂解 HFC-23 减排 CO2 技术改造；2. 含氟聚合物干燥系统节能改造；3. 有机氟生产能量系统优化节能技术改造。项目将新增等离子裂解炉、高效节能水泵、连续干燥设备等 200 余台（套），新增建筑面积 4000m <sup>2</sup>	21935.00	19000.00
杀虫剂整体搬迁升级改造 I 期	I 期在新区搬迁升级 40000t/a 精胺和 15000t/a 乙酰胺磷生产装置	99400.00	95353.00
18 万吨 AT88 项目	采用法国安迪苏蛋氨酸生产工艺，新建蛋氨酸生产线 1 条，建设 4 条液体蛋氨酸包装线，建设并改造企业所需的公用辅助设施和公用工程	394460.00	149186.00
30 万吨/年新型高性能聚醚多元醇项目	本项目设计规模为 30 万吨/年聚醚多元醇。主要包括聚醚多元醇主装置原料罐区、成品罐区等辅助设施，冷冻站、空压站等公用工程，污水处理站、废气处理等环保设施。	152727.00	75000.00
4600 吨/年特种含氟电子气体建设项目	新建 3000 吨/年三氟化氮 1000 吨/年四氟化碳及 600 吨/年六氟化钨生产线，新增总计 4600 吨/年的特种含氟电子气体产能。	91363.00	13925.00
合计	--	1029482.00	608434.00

资料来源：公司提供

## 5. 未来发展

**公司未来仍有望保持竞争优势，但仍面临一定的挑战。**

未来随着公司产业和资本结构的优化以及在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保持，公司竞争力有望进一步增强，盈利能力有望提升。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挑战。

## 十、财务分析

### 1. 财务质量及财务状况

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年财务进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2020 年公司纳入合并范围的一级子公司 20 家，较 2019 年无变化。

截至 2020 年底，公司资产总额 8574.27 亿元，所有者权益 1807.49 亿元（含少数股东权益 2066.27 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 4173.95 亿元，利润总额 52.55 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 8641.73 亿元，所有者权益 1884.01 亿元（含少数股东权益 2070.39 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1168.91 亿元，利润总额 60.56 亿元。

## 2. 资产质量

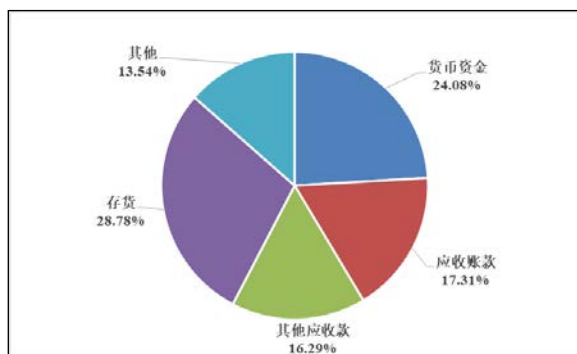
截至 2020 年底，公司资产规模保持平稳，资产中非流动资产占比高。非流动资产中固定资产成新率一般，商誉和无形资产规模较大。整体看，公司资产流动性一般。

截至 2020 年底，公司资产总额 8574.27 亿元，较 2019 年底增长 1.60%。其中，流动资产占 35.93%，非流动资产占 64.07%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

### 流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 3080.62 亿元，较上年底增长 7.60%，主要系其他应收款增长所致。公司流动资产构成如下图。

图 11 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金 741.84 亿元，较上年底下降 4.99%。其中存放境外款项合计占比 62.41%。货币资金中有 141.37 亿元受限资金，受限比例为 19.06%，主要为用于担保的定期存款或通知存款以及信用证保证金。

截至 2020 年底，公司应收账款 533.19 亿元，较上年底下降 1.39%，较上年底变化不大。应收账款前五大欠款方合计账面余额为 27.16 亿元，占比为 4.55%，集中度很低。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 121.83 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的应收账款余额占 86.80%，账龄在 1~2 年（含 2 年）的占 2.54%，账龄在 2~3 年（含 3 年）的占 1.85%，账龄在 3 年以上的占 8.81%。

截至 2020 年底，公司其他应收款 501.96 亿元，较上年底增长 69.84%，主要系出售中国化

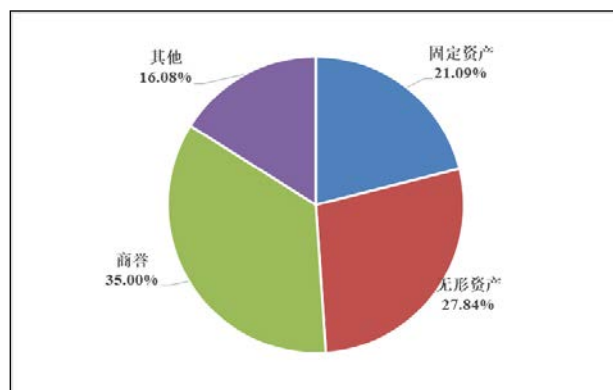
工新材料有限公司的股权回收款增加所致。截至 2020 年底，公司其他应收款前五名单位占余额比例为 15.34%，集中度较低。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款余额为 201.40 亿元，账龄在 1 年以内（含 1 年）的应收账款余额占 96.41%，账龄在 1~2 年（含 2 年）的占 0.33%，账龄在 2~3 年（含 3 年）的占 0.42%，账龄在 3 年以上的占 2.84%。

截至 2020 年底，公司存货 886.67 亿元，较上年底保持稳定。存货主要由原材料、自制半成品及在产品和库存商品构成。截至 2020 年底，公司存货累计计提跌价准备 40.23 亿元，计提比例为 4.34%。

### 非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 5493.64 亿元，较上年底下降 1.49%，公司非流动资产构成如下图。

图 12 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司固定资产 1158.39 亿元，较上年底下降 4.19%，较上年底变化不大。固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 1133.39 亿元；固定资产成新率 52.04%，成新率一般。

截至 2020 年底，公司无形资产 1529.30 亿元，较上年底下降 4.89%。公司无形资产主要由非专利技术和商标权构成，累计摊销 586.38 亿元，计提减值准备 25.17 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉 1922.73 亿元，较上年底下降 3.89%。

截至 2020 年底,公司受限资产 183.24 亿元,受限比例 2.14%。

表 13 截至 2020 年底公司受限资产情况(单位:亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	141.37	保证金、专用款、存款准备金、住房维修基金等
应收票据	0.71	质押
应收账款	5.89	保理(带追索权)
应收款项融资	8.02	票据质押
存货	0.59	质押
固定资产	24.64	融资租赁、抵押
无形资产	1.00	抵押
其他	1.02	保证金、诉讼
合计	183.24	--

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至 2021 年 3 月底,公司资产总额 8641.73 亿元,较上年底增长 0.79%。其中,流动资产占 36.56%,非流动资产占 63.44%。公司资产以非流动资产为主,资产结构较上年底变化不大。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

公司归属于母公司所有者权益为负,少数股东权益占比高。2020 年,虽然公司少数股东权益有所增加,但随着其他综合收益和资本公积有所下降,公司所有者权益有所下降。同时考虑到公司权益中部分永续债以及未分配利润为负等因素,权益结构稳定性弱。

截至 2020 年底,公司所有者权益合计 1807.49 亿元,较上年底下降 4.42%。截至 2020 年底,归属于母公司所有者权益-258.78 亿元,较上年底下降 166.74 亿元,主要系资本公积和其他综合收益下降所致。截至 2020 年底,公司少数股东权益 2066.27 亿元,较上年底增长 4.20%。截至 2020 年底,公司未分配利润-469.43 亿元,较上年底亏损有所扩大。2020 年,由于油气公司资本公积重分类、回购少数股权等因素,公司资本公积减少较多。

截至 2021 年 3 月底,公司所有者权益合计 1884.01 亿元,较上年底增长 4.23%;公司归属于母公司的所有者权益-186.37 亿元,少数股东权益 2070.39 亿元。

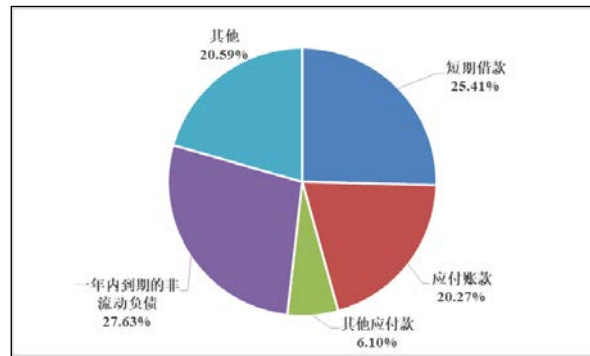
#### 负债

2020 年,公司整体债务规模略有增长。债务结构方面,公司以长期债务为主。公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所上升,债务负担重。

截至 2020 年底,公司负债总额 6766.78 亿元,较上年底增长 3.33%。其中,流动负债占 47.30%,非流动负债占 52.70%。

截至 2020 年底,公司流动负债 3200.58 亿元,较上年底增长 5.36%。公司流动负债构成如下图。

图 13 截至 2020 年底公司流动负债构成

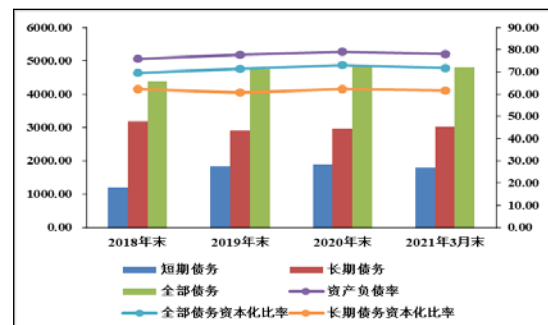


资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底,公司短期借款 813.28 亿元,较上年底增长 5.57%;应付账款 648.76 亿元,较上年底下降 0.88%;一年内到期的非流动负债 884.29 亿元,较上年底增长 6.30%;其他应付款 195.30 亿元,较上年底增长 26.88%,主要系往来款增加所致。

截至 2020 年底,公司非流动负债 3566.20 亿元,较上年底增长 1.58%。公司非流动负债构成如下图。

图 14 公司有息债务情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司全部债务 5028.16 亿元，较上年底增长 2.74%。其中，短期债务占 38.93%，长期债务占 61.07%，以长期债务为主。短期债务 1957.32 亿元，长期债务 3070.84 亿元。截至 2020 年底，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 78.92%、73.56% 和 62.95%，较上年底分别提高 1.33 个百分点、提高 1.43 个百分点和提高 1.45 个百分点。公司债务负担重。若考虑永续债，截至 2020 年底，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 79.96%、74.86% 和 64.77%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 6757.72 亿元，较上年底保持稳定，其中，流动负债占 47.98%，非流动负债占 53.02%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，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 78.20%、71.82% 和 61.50%。若考虑永续债，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 79.23%、73.15% 和 63.32%。

#### 4. 盈利能力

**2020 年，公司营业总收入同比有所下降，整体经营状况较为平稳。融资成本、人工成本等刚性支出致使公司期间费用维持在较高水平，公司期间费用对营业利润有一定侵蚀。同时，公司非经常损益占营业利润比例较大，对盈利能力产生较大影响。**

2020 年，公司实现营业总收入 4173.95 亿元，同比下降 8.13%。同期，公司营业成本 3263.55 亿元，同比下降 6.42%。2020 年，公司营业利润率为 20.73%，同比下降 0.46 个百分点。

从期间费用看，2020 年，公司期间费用总额为 813.51 亿元，同比下降 10.49%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 35.94%、28.33%、14.00% 和 21.72%。其中，销售费用 292.40 亿元，同比下降 14.32%，主要系销售服务费下降所致；管理费用为 230.49 亿元，同比下降 9.69%；研发费用为 113.91 亿元，

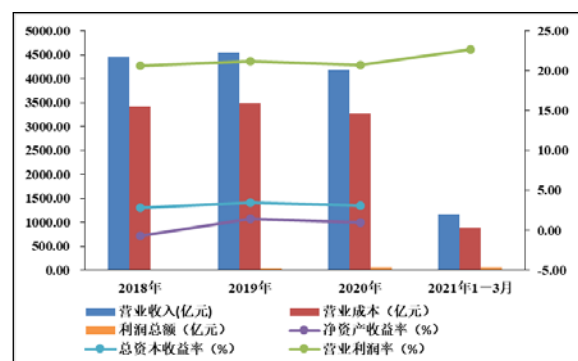
同比增长 0.74%；财务费用为 176.70 亿元，同比下降 11.35%，主要汇兑净损失减少所致。2020 年，公司期间费用占收入比例为 19.49%，同比下降 0.51 个百分点。融资成本、人工成本等刚性支出致使公司期间费用维持在较高水平，公司期间费用对营业利润有一定侵蚀。

非经常损益方面，2020 年，公司实现投资收益 29.28 亿元，为公司利润总额的 55.73%，同比增长 218.35%，主要系长期股权投资收益和交易性金融资产投资收益增长所致。2020 年，公司实现公允价值变动收益-8.79 亿元，同比大幅下降 150.28%，主要系衍生金融资产变动收益下降所致。其他收益方面，公司 2020 年其他收益为 15.69 亿元，为公司利润总额的 29.87%，主要为与日常活动相关但不宜确认收入或冲减成本费用的收益。公司非经常损益占公司营业利润比例较大，对公司盈利能力产生较大影响。

2020 年，公司利润总额 52.55 亿元，同比增长 24.24%，非经常性损益对公司利润总额影响较大。归属于母公司所有者净利润为-56.28 亿元。

从盈利指标看，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 2.97%、0.94%，同比分别下降 0.40 个百分点和 0.51 个百分点。

图 15 公司盈利情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1168.91 亿元，同比增长 14.68%。公司利润总额 60.56 亿元，同比增长 4064.84%。



## 5. 现金流及保障

2020年,公司经营活动获现能力有所减弱,收入实现质量较好;公司投资活动现金流出规模增长较多,但筹资活动前现金流出规模小,在建工程规模小,资本支出压力小。

从经营活动来看,2020年,公司经营活动现金流入4488.87亿元,同比下降8.01%;经营活动现金流出4180.49亿元,同比下降9.63%。2020年,公司经营活动现金净流入308.39亿元,同比增长21.52%。2020年,公司现金收入比为104.85%,同比保持稳定,收入实现质量较好。

从投资活动来看,2020年,公司投资活动现金流入232.52亿元,同比增长13.16%;投资活动现金流出555.71亿元,同比增长47.57%。2020年,公司投资活动现金净流出323.19亿元,同比下降88.89%。

2020年,公司筹资活动前现金流净额为-14.81亿元。

从筹资活动来看,2020年,公司筹资活动现金流入3245.36亿元,同比增长67.29%;筹资活动现金流出3240.59亿元,同比增长64.76%。2020年,公司筹资活动现金净流入4.77亿元。公司筹资压力小。

表14 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
经营活动现金流入小计	4772.06	4879.78	4488.87	1135.86
经营活动现金流出小计	4481.23	4625.99	4180.49	1231.00
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>290.82</b>	<b>253.78</b>	<b>308.39</b>	<b>-95.14</b>
投资活动现金流入小计	172.19	205.47	232.52	71.76
投资活动现金流出小计	463.90	376.57	555.71	123.76
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-291.72</b>	<b>-171.10</b>	<b>-323.19</b>	<b>-52.00</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-0.90</b>	<b>82.69</b>	<b>-14.81</b>	<b>-147.14</b>
筹资活动现金流入小计	2511.84	1939.94	3245.36	692.07
筹资活动现金流出小计	2667.33	1966.89	3240.59	649.45
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-155.49</b>	<b>-26.96</b>	<b>4.77</b>	<b>42.62</b>
现金收入比	103.17	104.20	104.85	93.06

资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

2021年1-3月,公司实现经营活动现金净流出95.14亿元,投资活动现金净流出52.00亿元,筹资活动现金净流入42.62亿元。

## 6. 偿债能力

2020年,公司偿债能力指标较弱,综合考虑公司的行业地位、股东背景及融资能力,公司实际偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,截至2020年底,公司流动比率与速动比率分别为96.25%和68.55%,较上年底提升2.01个百分点和3.95个百分点。流动资产对流动负债的保障程度较弱。2020年,公司经营现金流动负债比率为9.64%,同比提升1.28个百分点。截至2020年底,公司现金短期债务比由上年底的0.44倍下降至0.41倍。截至2021年3月底,公司现金短期债务比为0.38倍,进一步下降。现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看,公司短期偿债指标表现一般。

从长期偿债能力指标看,2020年,公司EBITDA为461.77亿元,同比下降4.33%。2020年,公司EBITDA利息倍数由上年的2.39倍提高至2.47倍,EBITDA对利息的覆盖程度较高;公司全部债务/EBITDA由上年的10.14倍增长至10.89倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看,公司长期债务偿债指标表现较弱。

截至2020年底,公司对参股公司担保173.11亿元,担保比例9.58%,主要向公司及所属子公司化工新材料及所属企业提供担保。

公司与多家银行合作良好,截至2020年底,公司共获得各大商业银行授信总额6134.00亿元,未使用额度3467.00亿元,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. 母公司财务分析

公司本部主要承担管理职能,其偿债能力依赖其对子公司的控制能力,公司本部对子公司控制力度强。

截至2020年底,母公司资产总额1426.64

亿元，较上年底增长 56.37%，主要是长期股权投资和其他应收款增长所致。其中，流动资产 300.94 亿元（占 21.09%），非流动资产 1125.70 亿元（占 78.91%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 92.45%）和一年内到期的非流动资产（占 6.68%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 24.66%）和长期股权投资（占 73.69%）构成。截至 2020 年底，母公司其他应收款 278.23 亿元，较上年底增长 177.72%，主要系给予子公司的借款增长所致。截至 2020 年底，母公司长期股权投资 829.56 亿元，较上年底增长 86.88%，主要系追加投资所致。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 299.66 亿元，较上年底保持稳定。其中，实收资本为 115.92 亿元（占 38.68%）、资本公积 227.29 亿元（占 75.85%）、其他权益工具 89.00 亿元（占 29.70%）和未分配利润 132.55 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 1126.98 亿元，较上年底增长 84.09%。其中，流动负债 424.68 亿元（占 71.70%），非流动负债 318.95 亿元（占 28.30%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 16.22%）、其他应付款（占 64.59%）、一年内到期的非流动负债（占 8.66%）和其他流动负债（占 10.52%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 35.58%）和应付债券（占 64.27%）构成。截至 2020 年底，母公司短期借款 131.10 亿元，较上年底增长 29.80%，母公司其他应付款（合计）521.90 亿元，较上年底增长 253.55%。截至 2020 年底，长期借款 131.48 亿元，较上年底增长 319.38%；母公司应付债券 205.00 亿元，较上年底增长 28.13%；

截至 2020 年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 79.00%、66.86% 和 51.52%。

2020 年，母公司实现营业总收入 1.70 亿元，利润总额 -5.48 亿元，投资收益 17.08 亿元。

2020 年，母公司经营活动现金净流量为 -176.25 亿元，投资活动现金净流量 35.16 亿元，筹资活动现金净流量 122.47 亿元。

## 十一、存续债券偿还能力分析

**公司经营活动现金流量对本年度剩余到期债券和未来待偿债券本金峰值保障能力强；现金类资产对本年度剩余到期债券保障能力强；EBITDA 对未来待偿债券本金峰值保障能力强。**

截至 2021 年 7 月 2 日，公司存续债券 420.00 亿元。公司本年度剩余到期债券金额 135.00 亿元，2020 年，公司经营活动现金流入量为公司本年度剩余到期债券余额的 33.25 倍，经营活动现金净流入为公司本年度剩余到期债券余额的 2.28 倍。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产 673.08 亿元，为本年度剩余到期债券余额 4.99 倍。

公司未来待偿债券本金峰值（以下简称“待偿本金峰值”）为 140.00 亿元（2023 年），2020 年，公司经营活动现金流入量为公司待偿本金峰值的 32.06 倍，经营活动现金净流入为公司待偿本金峰值的 2.20 倍，EBITDA 为公司待偿本金峰值的 3.30 倍。

表 15 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	135.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	140.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	4.99
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	32.06
经营活动现金净流入/未来待偿债券本金峰值（倍）	2.20
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	3.30

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据  
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

表 16 截至 2021 年 7 月 2 日公司存续债券到期情况  
(单位：亿元)

到期时间	到期债券余额
2021 年	135.00
2022 年	125.00
2023 年	140.00
2025 年	20.00
合计	420.00

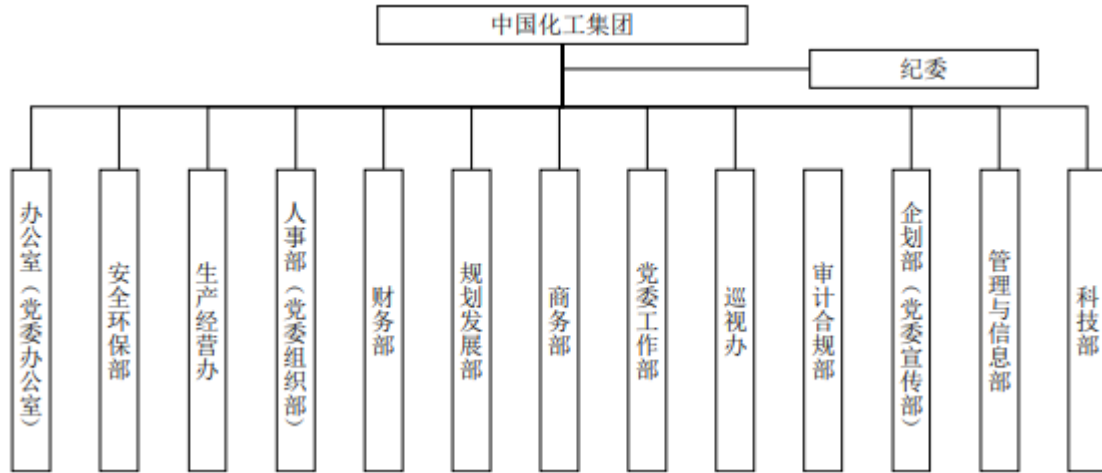
资料来源：Wind



## 十二、结论

综合评估,联合资信确定维持中国化工集团有限公司主体长期信用等级为 AAA,并维持“18 中化工 MTN003”“18 中化工 MTN004”“19 中化工 MTN001”“19 中化工 MTN002”“19 中化工 MTN003”“19 中化工 MTN005”“20 中化工 MTN001”“20 中化工 MTN002”“20 中化工 MTN003”“20 中化工 MTN004A”“20 中化工 MTN004B”“20 中化工 MTN006”“20 中化工 MTN008”“20 中化工 MTN009A”“20 中化工 MTN009B”“20 中化工 MTN011”的信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

附件 1 截至 2020 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年底公司一级子公司情况

序号	企业名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有表决权比例 (%)	业务性质
1	中国蓝星（集团）股份有限公司	1536558.92	99.99	99.99	化工产品
2	中国昊华化工集团股份有限公司	422121.93	100.00	100.00	化工产品
3	昊华化工有限责任公司	235408.12	100.00	100.00	化工产品
4	中国化工装备有限公司	100000.00	100.00	100.00	化工机械
5	中国化工农化有限公司	4182115.99	100.00	100.00	农用化学
6	中国化工橡胶有限公司	160000.00	100.00	100.00	轮胎制造
7	中车汽修（集团）总公司	82422.05	100.00	100.00	汽车修理
8	青岛黄海橡胶集团有限公司	33282.57	100.00	100.00	橡胶制品制造
9	中国化工油气股份有限公司	497672.73	100.00	100.00	油品加工
10	中蓝石化有限公司	51100.87	100.00	100.00	化工产品
11	中国化工科学研究院有限公司	18762.90	100.00	100.00	技术服务
12	中国化工财务有限公司	84122.50	100.00	100.00	金融
13	中国化工信息中心	15000.00	100.00	100.00	信息服务
14	中国化工资产管理有限公司 <sup>3</sup>	85714.29	35.00	35.00	化工产品
15	中国化工博物馆	5000.00	100.00	100.00	博物馆
16	蓝星信息设备（北京）有限公司	1000.00	100.00	100.00	化工设备
17	国星集团有限公司	72000.00	100.00	100.00	金属矿石材料
18	ChemChinaHKCompanyLimited	0.85	100.00	100.00	海外筹资、投资
19	中国化工世纪有限公司	0.88	100.00	100.00	海外筹资、投资
20	中联化（北京）控股有限公司	155500.00	100.00	100.00	商务服务业

资料来源：公司财务报告

## 附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	764.81	828.95	806.33	673.08
资产总额（亿元）	7988.49	8439.62	8574.27	8641.73
所有者权益合计（亿元）	1929.67	1890.98	1807.49	1884.01
短期债务（亿元）	1239.57	1873.43	1957.32	1791.24
长期债务（亿元）	3187.92	3020.44	3070.84	3010.10
全部债务（亿元）	4427.49	4893.87	5028.16	4801.34
营业总收入（亿元）	4458.14	4543.46	4173.95	1168.91
利润总额（亿元）	14.28	42.30	52.55	60.56
EBITDA（亿元）	420.83	482.67	461.77	--
经营性净现金流（亿元）	290.82	253.78	308.39	-95.14
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	7.53	7.70	7.13	--
存货周转次数（次）	4.30	4.07	3.65	--
总资产周转次数（次）	0.56	0.55	0.49	--
现金收入比（%）	103.17	104.20	104.85	93.06
营业利润率（%）	20.64	21.19	20.73	22.63
总资本收益率（%）	2.78	3.38	2.97	--
净资产收益率（%）	-0.73	1.46	0.94	--
长期债务资本化比率（%）	62.29	61.50	62.95	61.50
全部债务资本化比率（%）	69.65	72.13	73.56	71.82
资产负债率（%）	75.84	77.59	78.92	78.20
流动比率（%）	113.78	94.24	96.25	99.51
速动比率（%）	78.55	64.60	68.55	71.12
经营现金流流动负债比（%）	12.59	8.35	9.64	--
现金短期债务比（倍）	0.62	0.44	0.41	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	2.19	2.39	2.47	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.52	10.14	10.89	--

注：公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计；2018—2020 年合并口径已将其其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息债务计入全部债务核算；

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

### 附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	4.79	20.12	1.51	3.30
资产总额（亿元）	817.27	912.36	1,426.64	1,413.84
所有者权益（亿元）	372.40	300.15	299.66	293.85
短期债务（亿元）	121.00	277.00	286.10	176.10
长期债务（亿元）	190.83	187.06	318.48	322.18
全部债务（亿元）	311.83	464.06	604.58	498.28
营业总收入（亿元）	1.14	2.70	1.70	0.08
利润总额（亿元）	-18.94	-16.65	-5.48	-4.14
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-21.44	-40.95	-176.25	-8.44
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	*	*	*	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	*	*	*	--
现金收入比（%）	108.43	103.49	104.68	104.30
营业利润率（%）	89.07	94.76	90.40	99.32
总资本收益率（%）	-2.77	-2.18	-0.61	--
净资产收益率（%）	-5.09	-5.55	-1.83	--
长期债务资本化比率（%）	33.88	38.39	51.52	52.30
全部债务资本化比率（%）	45.57	60.72	66.86	62.90
资产负债率（%）	54.43	67.10	79.00	79.22
流动比率（%）	29.92	40.88	37.24	37.26
速动比率（%）	29.92	40.88	37.24	37.26
经营现金流流动负债比（%）	-8.46	-9.64	-21.81	--
现金短期债务比（倍）	0.04	0.07	0.01	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计；2018—2020 年母公司其他流动负债有息部分计入全部债务

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

## 附件 4 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	
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	
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-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%
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

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



## 附件 5-1 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 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 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

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 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。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。