跟踪评级公告

联合[2016] 1531 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公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“11中化工MTN2”、“12中化工MTN1”、“14中化工MTN001”、“14中化工MTN002”、“14中化工MTN003”、“15中化工MTN001”、“15中化工MTN002”和“15中化工MTN003”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十二日

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

中国化工集团公司中期票据跟踪评级报告

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

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 中化工 MTN2	30 亿元	2011/11/24-2016/11/24	AAA	AAA
12 中化工 MTN1	25 亿元	2012/08/31-2017/08/31	AAA	AAA
14 中化工 MTN001	12 亿元	2014/05/16-2019/05/16	AAA	AAA
14 中化工 MTN002	14 亿元	2014/10/22-2019/10/22	AAA	AAA
14 中化工 MTN003	30 亿元	2014/11/24-\-\-/\-\-/\-\-	AAA	AAA
15 中化工 MTN001	25 亿元	2015/04/22-\-\-/\-\-/\-\-	AAA	AAA
15 中化工 MTN002	30 亿元	2015/11/04-2020/11/04	AAA	AAA
15 中化工 MTN003	25 亿元	2015/11/23-\-\-/\-\-/\-\-	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 22 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	285.43	256.87	434.25	415.25
资产总额(亿元)	2725.11	2720.72	3725.14	3779.48
所有者权益(亿元)	418.88	504.23	706.57	730.25
长期债务(亿元)	674.00	628.72	841.00	922.09
全部债务(亿元)	1650.98	1608.82	2281.28	2259.97
营业收入(亿元)	2440.36	2576.31	2602.53	664.23
利润总额(亿元)	6.20	20.12	32.10	9.48
EBITDA(亿元)	187.78	201.91	228.41	--
经营性净现金流(亿元)	110.66	115.58	223.29	43.87
营业利润率(%)	10.08	11.43	14.01	15.23
净资产收益率(%)	-2.30	0.45	0.17	--
资产负债率(%)	84.63	81.47	81.03	80.68
全部债务资本化比率(%)	79.76	76.14	76.35	75.58
流动比率(%)	82.11	87.93	79.97	83.58
全部债务/EBITDA(倍)	8.79	7.97	9.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.82	2.06	2.20	--
经营现金流动负债比(%)	7.31	7.78	10.91	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债及长期应付款中有息债务部分分别计入短期债务和长期债务核算。

评级观点

跟踪期内，作为中国大型的化工企业，中国化工集团公司（以下简称“公司”或“中国化工”）在中国化工行业继续保持领先地位，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。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到国内相关化工产品产能过剩、公司海外并购项目金额大、整体盈利能力较弱以及债务负担重等因素对公司信用水平带来的负面影响。

跟踪期内，公司营业收入及利润规模同比保持增长，但整体盈利能力未有明显改善，债务负担重；与此同时，完成意大利倍耐力（Pirelli）轮胎公司和德国克劳斯玛菲（KraussMaffei）集团的收购，使公司在汽车轮胎、橡塑机械等行业的国际地位得到快速提升，有助于公司引进国外先进技术，并开拓相关领域国内及国际市场，进一步增强其核心竞争力。

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11中化工MTN2”、“12中化工MTN1”、“14中化工MTN001”、“14中化工MTN002”、“14中化工MTN003”、“15中化工MTN001”、“15中化工MTN002”和“15中化工MTN003”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司规模经济优势明显，在中国化工行业中继续处于领先地位。
2. 跟踪期内，在化工新材料及特种化学品板块和橡胶轮胎板块收入及盈利能力增长的带动下，公司营业收入及利润规模同比保持增长。
3. 随着经营实力的不断提升，公司近年来注重并购海外优质资源，有助于公司引进国外先

分析师

唐 岩　牛文婧　盛东巍

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）

Http：//www.lhratings.com

进技术，并开拓相关领域国内及国际市场，进一步增强其核心竞争力。

4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续期内债券综合保障程度较高。

关注

1. 国内化工行业存在产能过剩，公司面临一定的经营压力。
2. 2014 年 3 季度以来，国际原油价格大幅波动，且长期在低位徘徊，对公司石油化工及炼化板块经营业绩影响大；受国内成品油定价机制影响，公司该板块盈利能力处于较低水平。
3. 目前，公司正在筹备收购瑞士先正达（Syngenta AG）事项，总金额高达 430 亿美元，考虑到本次并购交易规模庞大，联合资信将持续关注本次并购交易对公司信用水平可能带来的影响。
4. 公司债务负担重，短期偿付压力大。
5. 公司对外担保比率较高，且担保金额集中度较高，存在一定或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国化工集团公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国化工集团公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因中国化工集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国化工集团公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国化工集团公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中国化工集团公司（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。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 110.80 亿元，国务院国资委持有公司 100%的股份，是公司实际控制人。

公司发展定位为“老化工、新材料”，经过近年的整合重组，目前，公司已经形成化工新材料及特种化学品、石油化工及炼化产品、氯碱化工产品、农用化学品、轮胎橡胶和化工装备六大业务板块，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 2016 年 3 月底，公司拥有蓝星公司、昊华总公司、中国昊华化工集团股份有限公司（以下简称“昊华股份”）等 16 家二级专业公司；本部设有生产经营办、财务部、规划发展部、信息企划部、科技部、人事部、监事部、商务部和办公室等职能部门。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 3725.14 亿元，所有者权益 706.57 亿元（含少数股东权益 444.76 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 2602.53 亿元，利润总额 32.10 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 3779.48 亿元，所有者权益 730.25 亿元（含少数股东权益 464.80 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 664.23 亿元，利润总额 9.48 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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

2015 年，中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高

于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

公司产品涉及化工新材料及特种化学品、基础化工产品、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，产业链延伸空间和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。这五大公司占到了全球市场的 80%以上，产业集中度很高。其中，蓝星公司是中国最大、世界第三大的有机硅单体生产企业，在收购罗地亚有机硅业务后，产能达 42 万吨/年，约占中国有机硅单体总产能的 70%，市场控制力较强。

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 2015 年底中国有机

硅单体产能约为 270 万吨，产能利用率仅为 55.50%，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 成交价格在 13100-13300 元/吨区间，较 2012 年初的 15700-15800 元/吨区间大幅下降。

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，产能过剩的状况日益突出，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，短期内行业将持续震荡，未来行业整合、新增产能以及环保问题都将成为影响市场的关键因素。

2. 氯碱行业

行业概况

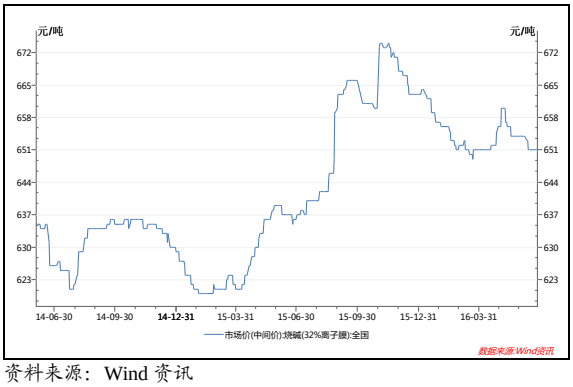
用电解饱和 NaCl 溶液的方法来制取 NaOH、Cl_2 和 H_2，并以它们为原料生产一系列化工产品的工业，称为氯碱工业。氯碱工业产品以聚氯乙烯（PVC）和烧碱（NaOH）为主。PVC 和烧碱都是重要的基础化工原料，其中 PVC 是世界五大通用塑料之一，在中国其消费量已经升至第一位；烧碱广泛应用于石油、化纤、医药、轻工、造纸、有色金属等多个行业，PVC 和烧碱都有较多的应用领域，市场需求比较广泛。从 2004 年开始，由于中国市场需求的增长和成本优势的逐步显现，中国氯碱产业开始步入高速发展时期，市场需求和产能迅速增长，目前中国已成为全球最大的 PVC 生产国和消费国。

2015 年，全国烧碱产量达 3028.20 万吨，较上年下降 1.40%。同期，全国 PVC 产量为 1609.38 万吨，较上年下降 1.24%。

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。

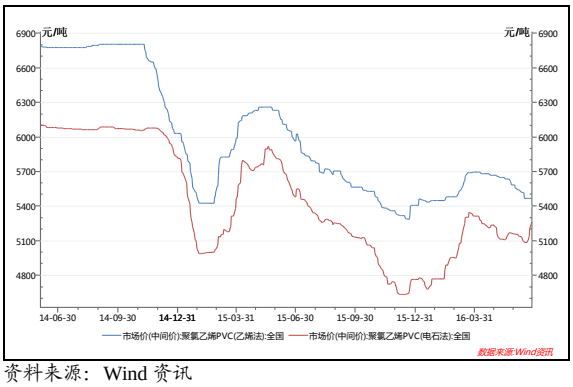
图 1　烧碱价格走势图



资料来源：Wind 资讯

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；2016 年上半年，受供需状况影响，烧碱价格有所回落，截至 2016 年 6 月 27 日 32%离子膜烧碱全国市场中间价为 651 元/吨。

图 2　PVC 价格走势图



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。以电石法 PVC 全国市场中间价为例，截至 2016 年 6 月 27 日价格为 5262 元/吨。

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行业，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。根据 Wind 资讯数据，2015 年中国生产原油 2.15 亿吨，同比增长 1.90%，进口原油 3.36 亿吨，同比增长 8.80%，原油表观消费量为 5.47 亿吨，同比增长 5.70%。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。2015 年底中国原油对外依存度达到 60.77%，同比上升 1.34 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	47606.80	56.42
2013	20812.87	28195.00	48845.87	57.39
2014	21142.90	30837.66	51787.64	59.43
2015	21474.00	33550.03	54737.47	60.77

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石化和中石油两大集团垄

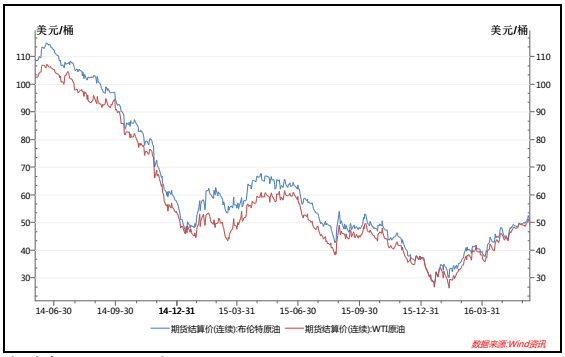
断，产量约占全国总产量的 90%左右，其余产量主要来自于地方或民营炼油企业。

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2016年6月10日收于50.54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，国家发展和改革委员会（以下称“国家发改委”或“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关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，国家发展改革委发布了《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。

表 3　近年中国尿素产量情况（单位：折纯氮，万吨）

年份	产量	进口量	出口量
2011	2656.70	0.21	355.88
2012	3003.83	17.10	694.79
2013	3333.18	3.04	826.53
2014	3217.83	0.59	1361.55
2015	3446.50	0.76	1371.03

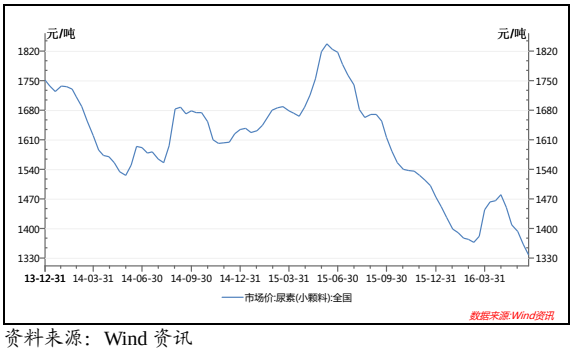
资料来源：Wind 资讯

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[1]左右，继续保持世界上最大尿素生产国地位。2015 年，尿素累计产量 3446.50 万吨，同比增长 7.11%。

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，截至 2016 年 6 月 20 日，尿素价格为 1337.60 元/吨。

图 4　尿素价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体看，中国尿素行业将持续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。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、

[1]尿素分子量为 60.06，理论上 2.144 吨尿素折纯氮为 1 吨。

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。截至 2014 年底，中国化学农药原药产量为 374.40 万吨，同比增长 17.39%；截至 2015 年底，中国化学农药原药产量为 374.00 万吨，同比下滑 0.11%。2016 年 1~5 月，中国化学农药原药产量为 134.90 万吨。

表 4　近年中国化学农药原药产量情况（单位：万吨）

分类	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 10 月
除草剂	164.80	179.98	180.35	145.19
杀虫剂	81.34	61.27	56.07	42.53
杀菌剂	14.39	20.35	22.95	14.96
其他	94.37	57.35	115.03	101.08
合计	**354.90**	**318.95**	**374.40**	**303.76**

资料来源：Wind 资讯

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，2015 年，全国橡胶轮胎外胎的产量达 9.25 亿条，同比下降 4.00%，其中 2015 年 1~10 月子午线轮胎外胎的产量为 5.11 亿条，同比增长仅为 2.11%。

表 5　近年中国轮胎及其原料产量（单位：亿条、万吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~10 月
轮胎外胎产量	8.92	9.65	11.14	7.71
子午线轮胎外胎产量	4.61	5.84	6.31	5.11
合成橡胶产量	379.00	409.00	532.39	426.56
天然橡胶产量	80.20	85.60	85.70	66.64
天然橡胶进口量	218.00	247.00	261.00	217.14

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，企业的盈利能力收到影响。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》，对进入轮胎行业和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。

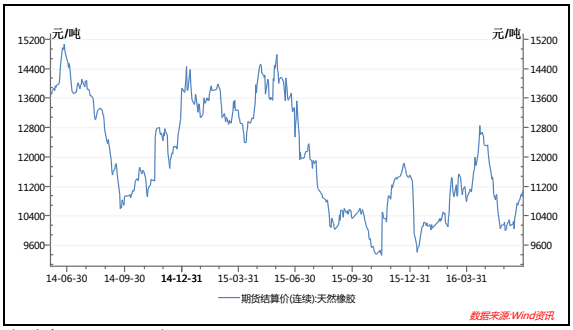
在出口方面，中国轮胎每年产量的 40%左右用于出口，对出口依赖较大。美国和欧盟是中国轮胎最大的出口市场，随着发达国家经济的持续向好发展，汽车及轮胎（轮胎替换）的需求复苏为中国轮胎发展助力。但 2012 年 11 月 1 日起实施的欧盟轮胎标签法，以及新一轮的由美国钢铁工人联合会向美国国际贸易委员会和美国商务部申请的对中国出口的轿车及轻型卡车轮胎采取“双反”措施，已经对中国企业出口产生直接影响。以美国为例，美国占有中国轮胎海外市场 30%的份额，是中国轮胎的第一大海外市场。2015 年 8 月 10 日，美国商务部对中国乘用及轻卡轮胎“双反”（反倾销和反补贴）税令在《联邦公报》上发布并正式生效导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。

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。

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

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。

五、基础素质分析

截至 2016 年 3 月底，公司实收资本 110.80 亿元，国务院国资委持有公司 100%的股份，为公司实际控制人。

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“2015 年世界 500 强企业”中名列第 265 位，比上年提升 11 位。

截至 2016 年 3 月底，公司下属共有 16 家专业二级子公司，分别为蓝星公司、昊华股份、昊华总公司、中国化工农化总公司（下称“农化公司”）、中国化工装备总公司（下称“装备

公司”)、中国化工橡胶总公司（下称“橡胶公司”)、中国化工油气股份有限公司（下称“油气公司”)、中国化工财务有限公司、中车汽修（集团）总公司（下称“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、中国化工博物馆以及蓝星信息设备（集团）总公司；二级专业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”、“河池化工”、“沧州大化”、“黑化股份”、“天科股份”、“风神股份”、“天华院”等九家境内 A 股上市公司；以及法国安迪苏（Adisseo）公司、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）以及德国克劳斯玛菲（KraussMaffei）集团等 9 家海外企业。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。

六、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

目前，公司已经形成了化工新材料及特种化学品、石油化工及炼化产品、氯碱化工产品、农用化学品、轮胎橡胶、化工装备六大业务板块；化工科研开发、服务及设计和汽车整装、配件制造及维修为辅，其他业务主要为进出口贸易等。

跟踪期内，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，2015 年占营业收入比重达到 68.88%。2015 年，公司石油加工及炼化产品板块和化工新材料及特种化学品板块收入分别为 1274 亿元和 518.64 亿元，同比基本保持稳定；氯碱及基础化工板块和农用化学品板块受产品价格下跌影响，收入同比有所下滑；橡胶轮胎板块实现收入 244.64 亿元，同比大幅增长，主要系公司收购意大利大型轮胎企业倍耐力，使橡胶轮胎业务规模扩大所致。

表 6　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 1-3 月	
	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	1253.25	6.13	1274.00	5.57	294.53	4.26
化工新材料及特种化学品	531.16	16.82	518.64	24.28	120.84	23.88
氯碱及基础化工产品	101.06	8.39	85.48	10.32	27.93	5.30
轮胎橡胶产品	115.84	20.05	244.64	30.29	148.36	27.34
农用化学品	317.06	25.52	271.35	26.27	69.79	29.16
化工机械与设备制造	29.34	21.81	25.07	24.18	--	
科研开发、服务及设计	21.25	28.90	17.38	38.25	2.19	35.62
汽车整装、配件制造及维修	7.29	15.19	6.06	17.02	--	
其他	200.05	6.97	159.91	9.77	0.60	11.67
合计	**2576.31**	**11.89**	**2602.53**	**14.62**	**664.24**	**15.76**

资料来源：公司年报及公司提供

注：公司营业收入划分为 7 个板块统计且为合并抵销后数据；

2016 年一季度将化工机械与设备制造板块收入合并入轮胎橡胶板块收入统计。

毛利率方面，2015 年，受国际原油价格震荡下行影响，公司石油加工及炼化产品板块毛利率同比下降 0.56 个百分点，为 5.57%；受益于产品结构调整、降本增效、改进营销策略以

及海外企业盈利持续向好，化工新材料及特种化学品板块毛利率达到 24.28%，同比增长 7.46 个百分点；而完成对倍耐力的收购后，公司橡胶轮胎板块毛利率上升至 30.29%。综合上述因素，2015 年公司综合毛利率为 14.62%，同比增长 2.73 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 664.24 亿元，同比增长 29.58%，主要系化工新材料及特种化学品板块和橡胶轮胎板块收入增长所致。同期，公司综合毛利率为 15.76%，较 2015 年全年水平增长 1.14 个百分点，主要系一季度毛利率较低的石油加工及炼化产品板块收入占比下降所致。

总体看，公司业务涵盖范围广，产品品种众多。跟踪期内，公司营业收入保持稳步增长，化工新材料及特种化学品板块和橡胶轮胎板块盈利能力的提升，带动公司综合毛利率上涨。

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主要分布在油气公司和中蓝石化总公司。

截至 2015 年底，油气公司拥有一次原油加工能力 2500 万吨/年，二次加工能力 1500 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 1500 和 500 万吨。

2015 年，公司原油加工量为 1694.49 万吨，同比基本保持一致，但随着国际原油价格的下降，该板块的盈利能力有所下滑。2015 年石油化工及炼化产品板块合并抵消前的利润总额为 19.98 亿元，同比下滑 14.39%。

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贡献来源，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。

表 7 公司原油加工量及成品油销量情况

项目名称	单位	2014 年	2015 年
原油加工量	万吨	1660.90	1694.49
汽油销量	万吨	326.97	327.70
柴油销量	万吨	721.08	392.40

资料来源：公司提供

（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。

表 8 2015 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	20.72	19.83	51.81	95.00
蛋氨酸	36.70	31.71	31.71	86.39	100.00
双酚 A	13.90	5.71	2.58	41.07	45.20
氯丁橡胶	3.00	1.77	1.78	58.92	100.63
聚乙烯	58.00	41.69	42.07	71.87	100.91
TDI	15.00	13.80	13.40	92.00	97.00
糊树脂	13.00	8.55	9.28	71.25	108.49

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，2015 年底蓝星公司有机硅产能为 40 万吨。2011 年公司收购挪威埃肯公司后，在有机硅生产及研发方面实力得到有效提升。蓝星公司在甘肃建有化工硅原料供应基地，能够保障部分原料供应。公司收购的法国罗地亚公司科研实力雄厚，为公司有机硅产业链向下游延伸提供了有力的技术保障。

2016 年 6 月，蓝星有机硅被中国汽车技术研究中心评为“中国绿色标杆企业”。蓝星有

机硅秉持为客户提供安全耐用有机硅解决方案的坚定承诺，自 1996 年起便开始将有机硅技术应用于安全气囊，致力于提高汽车安全性，保障车内乘员的生命安全，至今已成就 20 年成功创新和全球化业务发展之路。公司开发的第四代新型绿色环保无溶剂有机硅产品，借助其无溶剂、快速加工成型和优越的力学性能，通过提高施工速度和减少涂层使用量，达到提高生产效率和降低安全气囊重量的目标，为汽车行业降低生产能耗、绿色环保和汽车轻量化等方面提供帮助，现已成功应用于主流汽车品牌。

2015 年，公司有机硅（国内）产量为 20.72 万吨，同比增长 3.70%；销量为 19.83 万吨，同比增长 60.18%。公司有机硅销量快速增长，鉴于产能利用率偏低，市场仍进一步拓宽的潜力。

工程塑料

公司拥有 PC、PBT、POM、PPS、ABS 等多种产品。2006 年，公司成功收购了澳大利亚最大的乙烯生产商——凯诺斯控股有限公司（Quenos）100%的股权，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。2015 年，公司销售氯丁橡胶 1.78 万吨，同比下降 16.85%；销售聚乙烯 42.07 万吨，同比上升 3.42%。

蛋氨酸

公司于 2006 年收购了法国安迪苏公司（以下简称“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%。2015 年 10 月，在蓝星公司旗下上市公司蓝星化工新材料股份有限公司（简称“蓝星新材”）完成重大资产重组后，通过资产置换，安迪苏替换了原蓝星新材的所有资产成功注入上市公司，上市代码为 600299。安迪苏现拥有 7 个研究中心，在欧洲和中国均设有生产基地，致力于研发、生产和销售可持续发展的动物饲料方面的营养解决方案，拥有 1800 名员工。通过遍布全球的销售网络，为超过 100 个国家的 2600 多家客户提供服务。2015 年，公司共销售固体和液体蛋氨酸 31.71 万吨，同比增长 7.60%。

聚氯乙烯糊树脂

公司下属的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。沈阳化工位于沈阳市老铁西区，随着城市发展步伐的加快，2015 年 3 月按照沈阳市和铁西区的要求，沈阳化工将进行搬迁升级改造项目。未来项目投产后，沈阳化工糊树脂产能将达到 20 万吨/年，成为亚洲第一大糊树脂生产商。2015 年，公司共有聚氯乙烯糊树脂产能 13 万吨/年，销售糊树脂 9.28 万吨，同比下降 17.36%。

进入 2015 年，受益于产品结构调整、降本增效、改进营销策略以及海外企业盈利持续向好，化工新材料及特种化学品板块盈利水平提升较快，合并抵消前化工新材料及特种化学品板块的利润总额为 21.08 亿元，同比大幅增长。

总体来看，新项目建设、投产和对外收购使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。2015 年公司化工新材料及特种化学品板块盈利水平同比大幅增长。

（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，公司为国内 PVC 和烧碱行业的龙头企业。截至 2014 年底，公司 PVC 和烧碱的产能分别为 145 万吨/年和 264.50 万吨/年。2015 年，公司 PVC 销量为 96.10 万吨，同比下降 16.43%；烧碱销量为 144.70 万吨，同比下降 25.25%。除上述产品外，纯碱、PVA（聚乙烯醇）、各类无机盐产品也是公司基础化工板块的重要组成部分。

表 9　公司烧碱和 PVC 销量情况

产品名称	单位	2014 年	2015 年
烧碱	万吨	193.57	144.70
PVC	万吨	115.00	96.10

资料来源：公司提供

目前，公司氯碱生产企业已在周边区域建立起自身的竞争优势，其中，昊华宇航公司是国内少有的既有自备电厂、又有电石原料供应基地、还有水泥厂等综合利用电石渣、炉渣和粉煤灰的氯碱企业。公司氯碱生产装置具有低成本、循环经济、清洁生产的特点，蓝星公司下属的北京化工机械有限公司是国内唯一能够生产离子膜电解槽的企业，为公司氯碱板块提供了有力的技术支撑。

2015 年，公司氯碱及基础化工板块营业收入及毛利率同比均有所下降，分别为 85.48 亿元和 10.32%。由于氯碱行业产能过剩严重，市场竞争激烈，属于“门槛低、高污染、高能耗”行业，且公司该板块成本较高，导致盈利能力相对较弱，未来公司将考虑逐步退出该项业务。2013～2014 年合并抵消前板块的利润总额分别为-15.19 亿元和 1.50 亿元，虽然实现扭亏为盈，但利润微薄。

总体看，公司氯碱化工业务具备较强的规模竞争优势。2012年以来，公司氯碱化工业务的收入规模受行业景气度低迷的影响较大，随着行业调整的持续，公司氯碱及基础化工板块仍将在盈亏平衡点附近徘徊。

（4）轮胎橡胶板块

公司轮胎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（下以下简称“风神股份”）、青岛黄海橡胶有限公司（下称“黄海橡胶”）和中国化工橡胶桂林有限公司（下称“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。

2015 年，公司通过全资子公司中国化工橡胶有限公司与意大利 Camfin S.p.A.及其股东签署协议，以每股 15 欧元的价格收购 Camfin S.p.A.持有的在米兰证交所上市的倍耐力 26.2%股权（涉及的总收购金额约 71 亿欧元），收购完成后，公司成为倍耐力最大的单一股东。倍耐力的高端产品、技术和品牌形象，有助于公司在相关领域获得国际竞争力，加速轮胎产业设计和制造升级。

公司轮胎橡胶板块除轮胎产品外，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。

2015年，轮胎橡胶产品实现收入244.64亿元，同比增长111.18%，主要是2015年风神股份拓展海外销售渠道，且公司通过并购倍耐力轮胎拥有高端品牌乘用胎，拓展了轮胎板块销售渠道，销量增加；毛利率为30.29%，同比增长10.24个百分点，主要是由于天然橡胶价格震荡下行，轮胎生产成本下降。

公司轮胎橡胶板块未来发展规划方面，下属橡胶公司将紧紧围绕资源整合、优化结构和培育能力三大战略执行，建设轮胎业务统一的研发、销售、采购平台，实现“总部+中心+基地”的运营管控模式，提高协同效应；通过填平补齐发挥现有设备潜力，通过收购、股权置换、新建项目等方法进入乘用胎领域，补齐短

板；打造五大核心能力，即技术开发能力、成本控制能力、营销和渠道建设能力、品牌建设能力、资源保障能力。在注重绿色、安全、环保的同时，橡胶公司力争在 3～5 年内实现销售收入翻倍，技术达到国内领先，国际先进的水平。

总体看，跟踪期内，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；下属橡胶公司及风神股份主导产品市场认可度高，产品产能具备规模化效益，综合竞争力较强。

（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。2015 年，受下游需求减弱影响，公司杀虫剂和除草剂销售情况同比有所下降，分别为 3.60 万吨和 1.40 万吨；尿素销量为 133.60 万吨，同比有所下降。2015 年，农用化学品板块合并抵消前的利润总额为 0.31 亿元，同比下降 58.18%。

表 10　公司农药化肥主要产品销量情况

产品类别	单位	2014 年	2015 年
杀虫剂	万吨	5.14	3.60
除草剂	万吨	3.69	1.40
尿素	万吨	141.18	133.60

资料来源：公司提供

公司目前正在进行对瑞士农化和种子公司先正达收购的相关工作。

（6）化工机械与设备制造

公司化工机械与设备制造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。

表 11　公司橡胶机械销量情况

产品名称	单位	2014 年	2015 年
硫化机	台	942	1527
密炼机	台	71	80
离子膜电解槽	万吨	71	59.91

资料来源：公司提供

2015 年，化工机械与设备制造板块实现收入 25.07 亿元，同比有所下滑；板块毛利率为 24.18%，同比增长 2.37 个百分点。同期，化工机械与设备制造板块合并抵消前的利润总额为 0.06 亿元，同比有所下降。

2016 年 4 月底，公司以 9.25 亿欧元收购 Onex 基金拥有的全球领先德国橡塑化机制造商克劳斯玛菲集团（KraussMaffei）。

总体看，跟踪期内，公司化工机械与设备制造板块盈利能力相对较强，但受制于收入规模较小，对公司整体毛利率水平影响甚小。

3. 经营效率

2015 年，公司资产规模扩大，销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数同比均略有下降，分别为 8.89 次、4.93 次和 0.81 次，同比分别下降 0.13 次、0.50 次和 0.14 次。

总体看，跟踪期内公司整体经营效率一般。

4. 在建工程及未来发展

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 16 个项目，计划总投资 104.25 亿元。截至 2016 年 3 月底，公司重点在建项目累计完成投资 38.90 亿元，2016 年计划投资 31.09 亿元。

表 12　公司重点在建项目情况（单位：万元）

序号	项 目	计划总投资	截至 2015 年底累计投资金额	2016 年计划投资
1	柴油加氢项目	31000.00	--	15000.00
2	油品质量升级项目	196597.00	600.00	50000.00
3	油品质量升级项目	174750.00	600.00	50000.00
4	15 万吨/年石脑油改质装置	19175.00	600.00	18575.00
5	采用无汞新工艺改造年产 20 万吨 PVC 装置节能减排项目	27898.60	1200.00	20000.00
6	海水淡化技术装备制造基地	43309.00	27758.00	15551.00
7	沈阳化工股份搬迁改造项目	228418.63	211740.00	16678.63
8	A-Dry+项目	11505.00	767.00	9893.00
9	硅橡胶项目	11735.10	2991.30	5675.80
10	分离涂层和纺织品涂层项目	10724.00	6362.00	460.00
11	巴拉圭硅铁项目	10458.00	9139.00	1319.00
12	5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目	33149.00	8904.00	8904.00
13	搬迁新建项目	46500.00	--	20000.00
14	合成氨原料路线改造项目	155900.00	103524.80	52375.20
15	噁草酮原药扩能搬迁项目	10141.55	6000.00	4141.55
16	60kt/a(一期 45kt/a）农药制剂项目	31189.00	8820.00	22369.00
合计		**1042449.88**	**389005.90**	**310942.18**

资料来源：公司提供

未来发展

目前公司依旧面临着产能过剩的困境、经营压力及债务负担。为此，公司持续推进以材料科学为核心，以培育生命科学和环境科学为未来、以基础化工为保障和支撑的产业发展战略；不断整合内部资源、优化业务结构、向高技术高附加值产品升级；以业务板块为载体积极引进战略投资者，已完成油气板块改制。推进结构调整及营销改革：坚持业务结构和资本结构（改变国有资本单一投资主体结构的束缚）的优化调整，继续推进业务重组整合，使资源向主业集中、向战略性新兴产业集中，短期内努力实现全系统新增固定资产投资“趋零”，原则上不新批基本建设项目，装置扩能优化主要靠持续改进和“脱瓶颈”；营销策略上，将企业资源向营销倾斜，根据不同产品和业务选择合适的营销模式，充实和加强营销体系，开展分销体系、终端体系和电商体系的建设，加快组建中国化工电子商务公司，形成覆盖全系统的电子商务平台；对于债务风险，公司将不再扩大贷款规模，不以增加银行贷款维持现金流运转，逐步采取股权融资、资产出售、土地信托等多种途径补充资金，提高直接融资比例，调整资产负债结构，降低资产负债率。

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。

八、募集资金使用情况

截至 2016 年 3 月底，公司共有 8 期中期票据在存续期内，所募集资金全部按计划用途使用，且均按时付息。

九、财务分析

公司提供的 2014 年和 2015 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[2]审计，

[2] 中国证监会决定对瑞华会计师事务所等 6 家审计和评估机构正式启动立案调查的行政执法程序；中国银行间市场交易商协会审议决定暂停瑞华会计师事务所债务融资工具相关业务，期限为 1 年。

均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

2015 年，公司财务报表合并范围新增子公司 130 家，其中主要包括中国橡胶国际控股（香港）有限公司、中国化工新材料有限公司等 12 家子公司，其余新增子公司基本为收购倍耐力的下属境外子公司；本年度不再纳入合并范围子公司 8 家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 3725.14 亿元，所有者权益 706.57 亿元（含少数股东权益 444.76 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 2602.53 亿元，利润总额 32.10 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 3779.48 亿元，所有者权益 730.25 亿元（含少数股东权益 464.80 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 664.23 亿元，利润总额 9.48 亿元。

1. 盈利能力

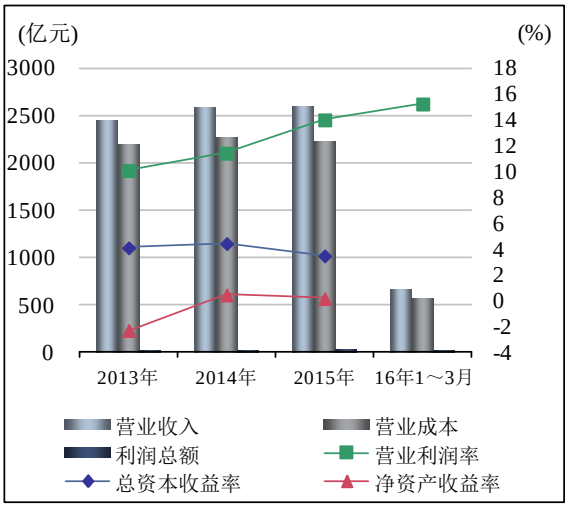
2015 年，公司实现营业收入 2602.53 亿元，同比增长 1.02%。同期，公司营业成本为 2222.14 亿元，同比下降 2.11%，公司主业利润空间有所扩大。2015 年，公司营业利润率为 14.01%，同比增加 2.58 个百分点。

2015 年，公司期间费用合计为 335.97 亿元，占营业收入的比重为 12.91%，比上年增长了 2.39%。其中，销售费用为 101.67 亿元，较上年同比增加 24.34%，管理费用和财务费用分别为 124.11 亿元和 110.19 亿元，较上年同比增长 11.44%和 41.31%。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。

2015 年，公司资产减值损失达 34.06 亿元，主要系坏账损失和存货跌价损失；公司公允价值变动收益为 6.47 亿元，主要为公司购买衍生金融工具产生的公允价值变动收益；公司投资收益为 15.38 亿元，主要来源于处置长期股权投资产生的投资收益。

2015 年，公司营业外收入为 22.81 亿元，公司营业外收入主要来自政府补助（8.47 亿元）及非流动资产处置利得（10.83 亿元）。同期，公司实现利润总额 32.10 亿元，同比增长 59.54%。缴纳所得税后，公司净利润为 1.18 亿元，同比有所下降。

图6 公司盈利能力情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为 3.47%和 0.17%（2014 年分别为 4.42%和 0.45%）。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 664.23 亿元，同比增长 29.58%；营业利润率为 15.23%，较 2015 年全年水平增长 1.22 个百分点；公司实现利润总额 9.48 亿元，同比增长 34.32%。

总体看，跟踪期内公司主业收入及盈利能力有所提升，但受制于期间费用、资产减值损失的增长，对利润水平存在一定侵蚀，公司整体盈利能力仍较弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，分别为 2845.56 亿元和 2691.70 亿元。同期，公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，分别为 2622.27 亿元和 2292.65 亿元。2015 年，公司经营活动现金流净额为 223.29 亿元。收入实现方面，2015 年公司现金

收入比为 103.43%，同比下降 4.51 个百分点，公司经营活动收现质量一般。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入为 51.16 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为 664.59 亿元，主要为收购倍耐力支付的现金。2015 年，公司投资活动现金流净额为-613.43 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，2015 年公司筹资活动现金流净额为 559.09 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动产生现金流入和流出分别为 719.43 亿元和 675.56 亿元，经营活动现金流净额为 43.87 亿元；公司投资活动现金流净额为-41.52 亿元，主要系投资支付的现金较多所致；公司筹资活动现金流净额为 5.50 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动收入实现基本保持平稳，经营活动净现金流规模较大；由于收购意大利大型轮胎企业倍耐力，公司投资活动净支出和筹资活动净流入规模很大。

3. 资本及债务结构

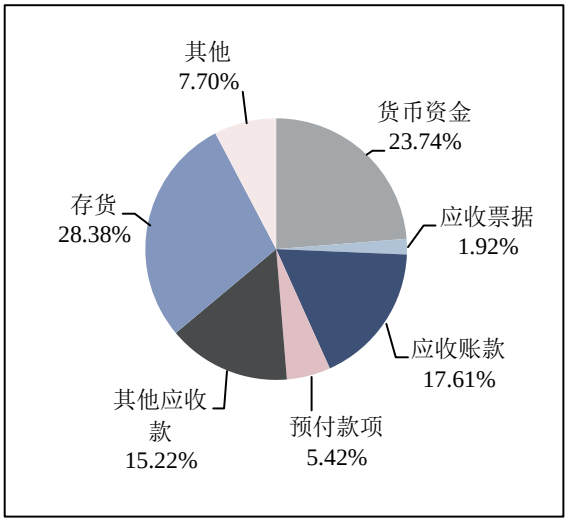
资产

截至 2015 年底，公司资产总额 3725.14 亿元，同比增长 36.92%，主要源自非流动资产的增长；公司流动资产占比 43.94%，非流动资产占比 56.06%，资产结构以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产 1636.82 亿元，同比增长 25.27%，增长主要来自货币资金、应收账款和其他流动资产。

截至 2015 年底，公司货币资金为 388.62 亿元，同比增长 84.98%，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 100.19 亿元，占比 25.78%。

图 7　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司应收账款为 288.31 亿元，同比增长 26.93%，主要系销售货款增加所致。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 81.17%，1~2 年的占 9.96%，2 年以上的占 8.87%，公司计提坏账准备 31.80 亿元，占比 12.85%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 249.17 亿元，同比增长 0.15%，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 74.34%，1~2 年的占 11.84%，2 年以上的占 13.82%，公司计提坏账准备 9.86 亿元，占比 10.25%。

截至 2015 年底，公司存货为 464.60 亿元，同比增长 6.38%。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品和库存产品，占比分别为 26.47%、21.07%和 50.25%，计提跌价准备 26.82 亿元，占比 5.46%。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 98.22 亿元，同比增长 233.20%，主要系投资理财、委托贷款和垫款增长所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 2088.32 亿元，同比增长 47.68%，增长主要系完成对倍耐力收购之后，公司固定资产和商誉大幅增长所致。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 25.64

亿元，同比增长 66.97%，主要系对 EurostazioniS.p.A、PreliosS.p.A.、FeniceS.r.l.等联营企业追加投资所致。

截至 2015 年底，公司固定资产账面价值合计 984.47 亿元，同比增长 42.03%。公司固定资产中房屋及建筑物占比 31.67%，机器设备占比 63.48%。截至 2015 年底，公司固定资产账面原值为 1710.62 亿元，累计折旧合计 693.08 亿元，固定资产成新率为 59.48%。

截至 2015 年底，公司在建工程为 161.50 亿元，同比下降 26.40%，主要系部分在建工程转固所致。公司在建工程主要为沈化迁建、9 万吨扩大为 15 万吨双酚 A 项目和 40 万吨/年有机硅单体一期工程等项目。

截至 2015 年底，公司无形资产为 319.70 亿元，同比增长 23.46%，主要系土地使用权增长所致；商誉为 351.73 亿元，同比大幅增长，主要系收购倍耐力导致商誉增长所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 3779.48 亿元，较 2015 年底增长 1.46%。公司流动资产占比 43.83%，非流动资产占比 56.17%。

总体看，跟踪期内受收购意大利轮胎企业倍耐力影响，公司资产规模大幅增长。公司流动资产中货币资金、应收账款、其他应收款和存货占比较大，资产流动性一般；非流动资产中固定资产、无形资产和商誉占比较大，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 706.57 亿元，同比 40.13%，增长主要来自其他权益工具和少数股东权益，主要系公司及子公司发行合计 50 亿元永续中期票据及收购倍耐力所致。跟踪期内，受经营亏损影响，公司未分配利润持续为负，且增长较快，截至 2015 年底为-116.57 亿元。公司所有者权益稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 730.25 亿元，较 2015 年底增长 3.35%，增长主要来自少数股东权益。

总体看，跟踪期内公司所有者权益快速增长，但未分配利润持续为负，且增长较快，权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 3018.57 亿元，同比增长 36.19%，其中流动负债占比 67.81%，非流动负债占比 32.19%。

截至 2015 年底，公司短期借款为 959.52 亿元，其中保证借款和信用借款分别为 52.64%和 46.12%；应付账款为 284.16 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 87.22%；其他应付款为 171.86 亿元，同比增长 51.34%，主要系与其他单位的往来款增加所致。

截至 2015 年底，公司长期借款 498.10 亿元，主要为保证借款和信用借款；应付债券为 305.94 亿元，同比增长 38.51%，主要系公司在欧洲发行中期票据所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 2281.28 亿元，同比增长 41.80%，其中短期债务占比 63.13%，长期债务占比 36.87%。同期，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 81.03%、76.35%和 54.34%，同比分别下降 0.44、增长 0.21 和下降 1.15 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计为 3049.23 亿元，同比增长 36.19%，主要系非流动负债增长所致。同期，公司全部债务为 2259.97 亿元，其中短期债务占比 59.20%，长期债务占比 40.80%；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 80.68%、75.58%和 55.81%。

总体看，跟踪期内公司负债合计有所增长，整体负债水平高。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底公司流动比率和速动比率同比均呈下降趋势，分别为 79.97%和 57.27%；2016 年 3 月底，上述比率分别为 83.58%和 59.89%，公司流动比率和速动比

率总体处于较低水平。2015 年，公司经营现金流动负债比同比有所提升，为 10.91%。总体看，公司短期偿债能力指标表现较差，短期有息债务占比高且规模大，短期偿债压力较大。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 228.41 亿元，同比增长 13.12%。同期，公司 EBITDA 利息倍数同比基本保持稳定，为 2.20 倍；公司全部债务/EBITDA 呈上升趋势，为 9.99 倍。总体看，跟踪期内公司长期偿债指标有所弱化，整体偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保 155.65 亿元，被担保方主要为蓝星石化有限公司，担保比率为 21.31%，对外担保比率较高且担保金额集中度较高，公司存在一定或有负债风险。

表 13　截至 2015 年底公司对外担保明细（单位：万元）

被担保方	担保金额
对关联公司担保	
蓝星石化有限公司及所属企业	1548415.00
晨光科慕氟材料(上海)有限公司	3500.00
西安军丰源汽车销售服务有限公司	1500.00
小计	**1553415.00**
对外担保	
沙隆达蕲春有限公司	1865.00
湔河化肥厂	897.90
青岛橡胶集团内胎分厂	134.00
青岛橡胶集团轻型轮胎厂	150.00
小计	**3046.90**
合计	**1556461.90**

资料来源：公司审计报告

公司与多家银行合作良好，截至 2015 年底，公司共获得各大商业银行授信总额 3285 亿元，未使用额度 1707.04 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司共有 9 家下属 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版），截至 2016 年 7 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；对外担保信息中存在关注类保证担保和质押担保；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。

6. 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。

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强。

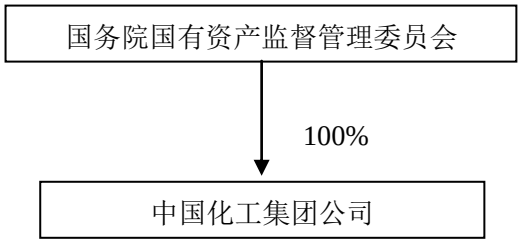
7. 存续期内债券保障能力分析

截至本跟踪评级报告出具日，公司共有 8 期中期票据在存续期内，其中“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”和“15 中化工 MTN003”发行期限虽为公司选择赎回前长期存续，但考虑到其含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析。假设公司将分别于第一个可赎回年度（2017 年、2020 年和 2020 年）赎回“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”和“15 中化工 MTN003”，公司存续期内的 8 期中期票据单年最高偿还本金预计为 80 亿元，2015 年公司 EBITDA、经营活动产生的现金流入量和净额对其保障程度分别为 2.86 倍、35.57 倍和 2.79 倍，公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续期内中期票据综合保障程度较高。

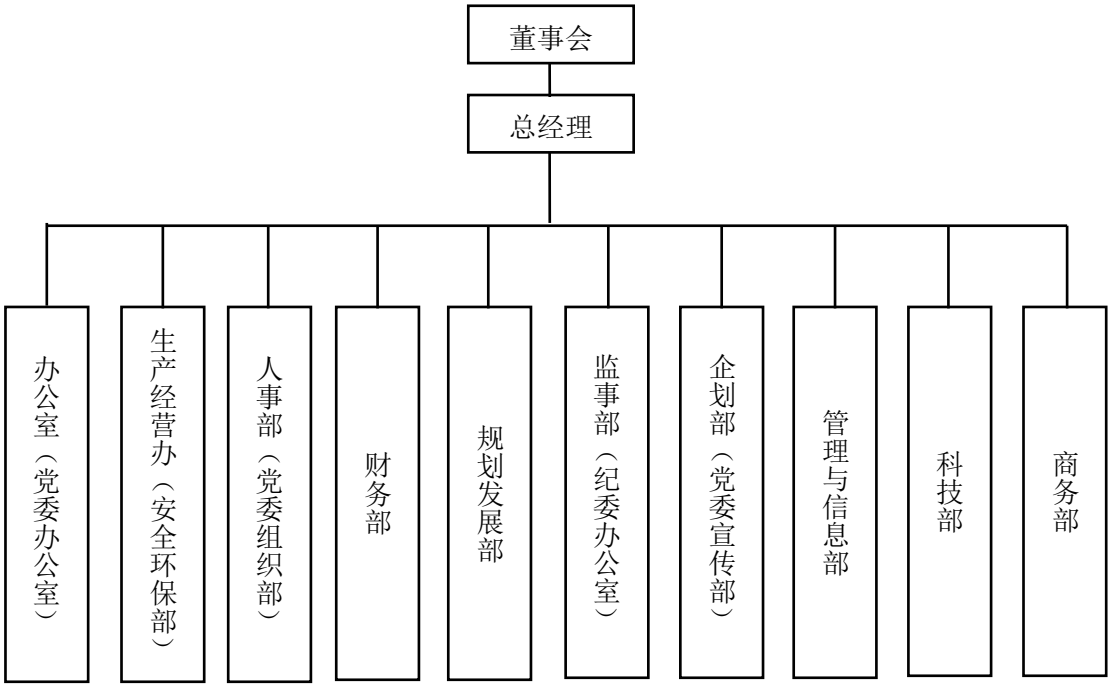
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 中化工MTN2”、“12中化工MTN1”、“14中化工MTN001”、“14中化工MTN002”、“14中化工MTN003”、“15中化工MTN001”、“15中化工MTN002”及“15中化工MTN003”AAA的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	285.43	256.87	434.25	415.25
资产总额(亿元)	2725.11	2720.72	3725.14	3779.48
所有者权益(亿元)	418.88	504.23	706.57	730.25
短期债务(亿元)	976.98	980.10	1440.28	1337.89
长期债务(亿元)	674.00	628.72	841.00	922.09
全部债务(亿元)	1650.98	1608.82	2281.28	2259.97
营业收入(亿元)	2440.36	2576.31	2602.53	664.23
利润总额(亿元)	6.20	20.12	32.10	9.48
EBITDA(亿元)	187.78	201.91	228.41	--
经营性净现金流(亿元)	110.66	115.58	223.29	43.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.83	9.03	8.89	--
存货周转次数(次)	5.43	5.43	4.93	--
总资产周转次数(次)	0.90	0.95	0.81	--
现金收入比(%)	93.64	107.94	103.43	104.96
营业利润率(%)	10.08	11.43	14.01	15.23
总资本收益率(%)	4.10	4.42	3.47	--
净资产收益率(%)	-2.30	0.45	0.17	--
长期债务资本化比率(%)	61.67	55.49	54.34	55.81
全部债务资本化比率(%)	79.76	76.14	76.35	75.58
资产负债率(%)	84.63	81.47	81.03	80.68
流动比率(%)	82.11	87.93	79.97	83.58
速动比率(%)	55.73	58.54	57.27	59.89
经营现金流动负债比(%)	7.31	7.78	10.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.82	2.06	2.20	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.79	7.97	9.99	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债及长期应付款中有息债务部分分别计入短期债务和长期债务核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。