

信用等级公告

联合[2015] 060 号

联合资信评估有限公司通过对中国化工集团公司及其拟发行的
2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

中国化工集团公司
主体长期信用等级为
AAA

中国化工集团公司
2015 年度第一期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。



中国化工集团公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 25 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 5 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2015 年 1 月 15 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	2477.01	2674.20	2725.11	2820.48
所有者权益(亿元)	384.18	404.44	418.88	491.30
长期债务(亿元)	706.97	700.81	693.59	764.38
全部债务(亿元)	1554.97	1680.73	1670.57	1731.82
营业收入(亿元)	1791.25	2016.95	2440.36	1910.03
利润总额(亿元)	21.61	5.81	6.20	7.89
EBITDA(亿元)	155.94	183.00	187.78	--
经营性净现金流(亿元)	91.34	117.51	110.66	55.79
营业利润率(%)	11.20	11.98	10.08	10.63
净资产收益率(%)	1.82	-3.60	-2.30	--
资产负债率(%)	84.49	84.88	84.63	82.58
全部债务资本化比率(%)	80.19	80.60	79.95	77.90
流动比率(%)	77.41	76.76	82.11	91.22
全部债务/EBITDA(倍)	9.97	9.18	8.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	1.91	1.82	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	6.24	7.32	7.51	--

注: 1. 2014 年 3 季度财务数据未经审计;

2. 2013 年及 2014 年 3 季度长期应付款计入长期债务核算。

分析师

盛东巍 王晓辉

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

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的显著规模经济优势; 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。同时, 联合资信也关注到相关化工产品产能过剩、行业周期性变化、经营压力大以及债务负担重等因素给公司信用水平带来的负面影响。

2013 年以来, 在石油化工及炼化板块经营规模增长的带动下, 公司营业收入及利润总额快速增长, 但受化工行业景气度不佳的影响, 公司整体盈利能力较 2013 年以前有所下降。近年来, 公司不断整合内部资源、优化业务结构、向高技术高附加值产品升级。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保持。

本期中期票据属债券创新品种, 含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低, 安全性极高。

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. 公司在化工新材料、氯碱化工、农用化工、橡胶轮胎等细分市场拥有显著的科研、技术优势；原油加工板块原材料问题得以解决，显著增加了公司营业收入规模。
3. 公司产品涉及化工行业多项领域，多元化经营有利于分散市场风险。
4. 公司拥有多家上市公司，直接融资渠道通畅。
5. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

关注

1. 公司业务板块集中于化工行业下游，市场竞争激烈，主要业务板块经营持续亏损，非经常性损益对利润总额贡献大，缴纳所得税后，公司净利润自 2012 年以来均呈亏损状态。
2. 化工行业产能过剩压力逐渐加大，并处于结构性调整的关键时期，公司面临一定的经营压力。
3. 公司近年来兼并收购企业较多，产业整合和内部管理面临一定压力；公司期间费用对利润侵蚀大。
4. 公司债务负担重，短期支付压力大。
5. 本期中期票据属债券创新品种，含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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、中国化工集团公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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”）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管理（以下简称“国务院国资委”）。截至 2014 年 9 月底，公司注册资本 110.10 亿元，国务院国资委持有公司 100% 的股份，是公司的实际控制人。

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、橡胶轮胎产品、化工科研及开发六大业务板块，塑造了集科研开发、工程设计、生产经营、内外贸易为一体的比较完整的化工产业格局。

截至 2014 年 9 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 14 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、监事部等职能部门。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 2725.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）418.88 亿元。2013 年公司实现合并营业收入 2440.36 亿元，利润总额 6.20 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 2820.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）491.30 亿元。2014 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 1910.03 亿元，利润总额 7.89 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。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2015 年注册额度为 50 亿元中期票据，并拟发行 2015 年第一期额度为 25 亿元中期票据（下称“本期中期票据”）。本期中期票据募集的 25 亿元全部用于偿还银行贷款。本期中期票据无担保。本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

本期中期票据期限方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在本期中期票据第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据（除非发生强制付息事件）每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在递延支付利息的情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延延下的限制事项，本期中期票据的联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司不行使赎回权，则从第 6 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps），在第 6 个计息年度至第 10 个计息年度内保持不变。此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps）确认。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点（300bps）确定。

此外，在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司（含合并范围内子公司及集团本部）发生向股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从公司（含合并范围内子公司及集团本部）向股东分红角度分析，公司共有 9 家上市子公司，其中沧州大化（600230.SH）自 2001 年以来连续分红，从历史分红角度分析，公司分红意

愿明显，未来持续分红可能性大；伴随着行业结构性调整的深入及国家宏观经济的企稳回升，行业内公司经营规模及利润水平有望持续改善，从盈利能力角度分析，公司未来持续盈利及分红的可能性大；同时，根据证监会发布的《上市公司监管指引第 3 号—上市公司现金分红》，证监会将督促上市公司规范和完善利润分配的内部决策程序和机制，增强现金分红的透明度，支持上市公司采取差异化、多元化方式回报投资者，从监管制度方面分析，公司未来持续分红的可能性大。整体看，公司递延利息支付可能性较小，本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 5 年的国债收益率算术平均值；初始利差首期为票面利率与初始基准利率之间的差值，自第 6 个计息年度起，初始利差为上期票面利率-上期基准利率。

价格因素实际增长 10.8%)，增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2. 政策环境

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M₂）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M₁）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M₀）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总体来看，2014 年前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“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、行业及区域经济环境

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 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，2002~2008 年表观消费量年均复合增长率约为 30%。根据中国化工信息中心统计数据，2008 年中国有机硅单体产量 30 万吨，表观消费量为 61.54 万吨，自给率不足 50%。然而随着有机硅单体生产技术的突破，2009 年底，中国已成为全球最大的有机硅单体生产国。2010 年，中国有机硅单体产量约 68 万吨，表观消费量约 100 万吨，成为仅次于美国的第二大有机硅产品消费市场，与此同时；2010 年中国有机硅单体产能超过 150 万吨；到 2012 年，中国有机硅单体产能约 200 万吨，当年需求量约 103.8 万吨；2013 年，有机硅产能约 211.5 万吨，而实际需求量约 140 万吨，产能严重过剩。

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。有机硅中间体二甲基环硅氧烷混合物（DMC）价格由 2006 年的 30000 元/吨降至 2007 年底的 21000 元/吨；2008 年和 2009 年，受国际金融危机蔓延影响 DMC 价格一度跌至 16000 元/吨。2010 年，随着行业的逐步回暖，DMC 价格有所反弹，在 20000~24000 元/吨的区间震荡。2011 年随着道康宁公司在张家港的 40 万吨/年单体产能大规模释放，DMC 价格再次大幅下滑至年底的 16000 多元/吨。2012 年，国内 DMC 价格维持在 15700~17500 元/吨的区间。2013 年 DMC 价格先抑后扬，整体在 17000~17500 元/吨之间徘徊。2014 年以来，近 46 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，回落至 2012 年初的 15700-15800 元/吨区间。

联合资信认为，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，联合资信也关注到，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、Cl₂ 和 H₂，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。

2013 年国内烧碱、PVC 产能、行业开工率持续增长。到 2013 年底，国内烧碱产能达到

3850 万吨，其中离子膜法装置产能为 3640 万吨，占总产能的近 95%；聚氯乙烯总产能为 2476 万吨，其中电石法装置所占比例达到 82%。2013 年，中国烧碱（折百）及 PVC 产量为 2854 万吨（其中离子膜法 2234 万吨）和 1529 万吨，同比分别小幅增长 6.5%和 14.0%。根据中国氯碱网报道，装置利用率提高是当年 PVC 产量增加的重要原因之一。特别是西北地区，除产能的新增，企业开工状况普遍较 2012 年有所好转。

在产量稳定增长的同时，从烧碱行业集中度看，行业内中小企业偏多，行业集中度较低，产能小于 30 万吨的企业累计产能约占国内烧碱总产能的 50%以上。

行业关注

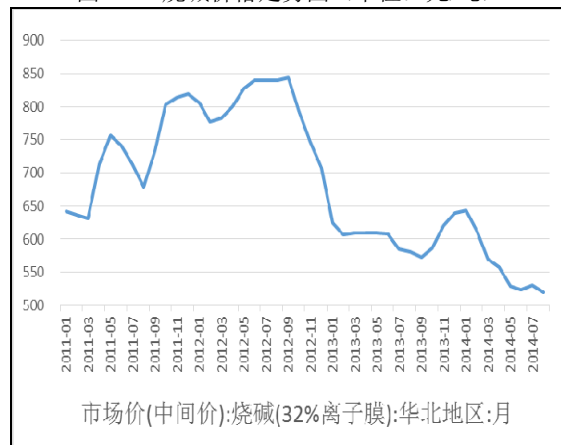
目前氯碱行业产能过剩较为明显，开工率不足。截止 2013 年底，国内烧碱产能达到 3850 万吨左右，而烧碱产量只有 2854 万吨左右，氯碱行业平均开工率在 73%左右；国内 PVC 产能 2476 万吨，产量 1530 万吨左右，开工率仅在 61.8%。

受国家淘汰氯碱行业落后产能相关政策影响，山东海化、河北宝硕、安徽氯碱等装置相继淘汰。2014 年 PVC 计划新增产能 140 万吨中，基本都是原有 PVC 企业的扩建或是企业淘汰落后产能后搬迁重建符合要求的 PVC 及其配套装置，一些前期规划的新项目如中煤兴安能源等被迫搁置或流产。对没有按照节能减排改造的烧碱装置，东部在 2-3 年内淘汰，西部在 3-4 年淘汰，淘汰规模预计达到 300-400 万吨，有效的起到淘汰落后产能、化解部分过剩产能的作用。

价格方面，2011 年烧碱市场整体处于平稳上涨的趋势，2011 年因提前进入电荒引起的限电政策导致氯碱企业开工率不足，而下游企业的需求一直稳步增长，带动了烧碱市场的稳步上行，加之原盐价格及电价上调，有利支撑了烧碱市场价格的高位运行。2012 年三季度以来，以氧化铝为代表的下游企业经营欠佳，对烧碱

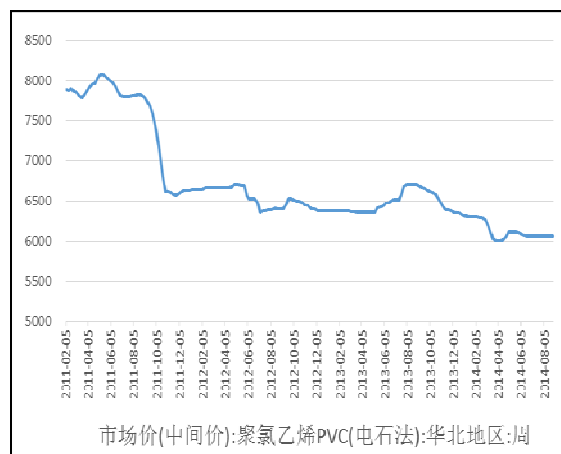
的采购积极性下降；同时，江苏、湖北等地区新增烧碱产能释放对市场形成了较大冲击，同时 2011 年以来氯碱行业产能扩张较快，产品供应充足，导致中国烧碱价格持续下跌，虽在 2013 年四季度出现小幅反弹，但此后仍延续了下跌趋势，截至 2014 年 8 月底，华北地区 32%离子膜烧碱中间价为 520 元/吨。

图 1-1 烧碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

图 1-2 PVC 价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2011 年以来，PVC 价格整体呈下降趋势，其中 2011 年出现较快下跌，由 8000 元/吨快速下跌至 6500 元/吨；2012 年至 2013 年前三季度维持震荡走势，2013 年四季度以来，PVC 价格又有所下降，2014 年 8 月份下降至 6000 元/吨的水平。

行业政策及发展

2010 年 10 月 13 日，工业和信息化部发布

《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》，提出将对汞法烧碱、石墨阳极隔膜法烧碱、未采用节能措施(扩张阳极、改性隔膜等)的普通金属阳极隔膜法烧碱生产装置；电石渣采用堆存处理的 5 万吨/年以下的电石法聚氯乙烯生产装置；开放式电石炉；单台炉变压器容量小于 12500 千伏安的电石炉等加速淘汰，以此推进全行业节能减排工作的进行。清洁生产与环境保护工作也将有可能成为未来政策发展的主要趋势之一。《产业结构调整指导目录（2011）》中规定，2015 年年底要淘汰所有隔膜法烧碱生产装置。2010 年隔膜法烧碱产能 474 万吨/年，2011 年，中国有 97.2 万吨隔膜碱装置被淘汰。退出速度依然较慢。

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)。

总体来看，2011 年下半年经济增速下滑导致下游需求回落，中国氯碱行业产量增速有所放缓，价格处于低位；同时行业整体集中度较低，致使下游议价能力较弱。联合资信认为，拥有上游资源或规模优势的氯碱企业有能力规避经营风险，从而保证一定的利润空间。

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。根据国家统计局的统计数据，2013 年中国生产原油 2.09 亿吨，同比增长 0.73%；进口原油 2.82 亿吨，同比增长 4.03%；原油表观消费量为 4.87 亿吨，同比增长 2.80%。由于国内原油产能增长缓慢，中国原油供应对外依存度持续处于高水平，根据国务院发布的《能源发展“十二五”规划》，“十二五”期间石油对外依存度控制在 61%以内。2013 年，中国原油进口依存度达到 57.39%，同比上升 0.79 个百分点，进口依存度进一步扩大。随着天然气等清洁能源在国内的广泛推广，也将对石油消耗形成部分替代，原油进口依存度增速有望维持较低水平。

表 2 中国能源及其加工产品产量表

名 称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~11 月
天然原油（万吨）	20364.60	20747.80	20812.87	19177.00
天然气（亿立方米）	1026.89	1067.14	1129.39	1113.00
原油加工量（万吨）	44773.40	46791.07	47857.60	45540.87
成品油（万吨）	26697.00	28171.00	29615.70	28690.20
汽油（万吨）	8141.10	8975.60	9833.31	9959.20
煤油（万吨）	1879.80	2131.40	2509.64	2727.90
柴油（万吨）	16676.10	17063.70	17272.79	16003.10
乙烯（万吨）	1527.50	1486.80	1622.54	1578.00
焦炭（万吨）	42778.90	44323.20	47635.51	43474.00

资料来源：Wind 资讯

在石油炼制板块，中国石油天然气集团公司（下称“中石油”）和中国石油化工集团公

司（下称“中石化”）两大集团已经垄断国内90%以上的原油加工和成品油生产业务，形成非常完备的石油化工产业链条，两大集团体系内部的炼油企业由于拥有更加稳定的资源供应，具有较为明显的竞争优势。

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。2011年全国乙烯产量为1527.50万吨，同比增长7.65%，继续稳居世界第二。2012年受经济增速放缓导致下游需求减弱影响，全国乙烯产量1486.80万吨，同比下降2.66个百分点。2013年，随着四川、武汉等大乙烯的建成投产，全国乙烯产量升至1622.54万吨，同比增长9.13%，2014年11月，全国乙烯产量1578万吨，占2013年全年的97.25%。

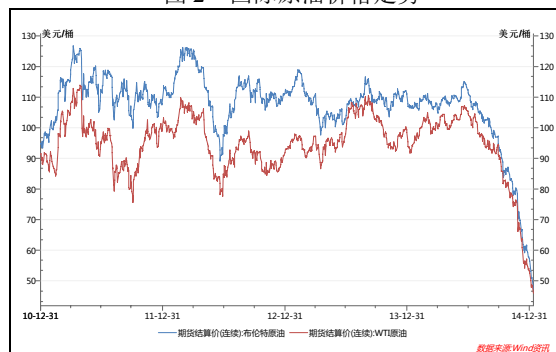
价格情况

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。

2013年，国际石油市场供需基本面相对宽松，国际原油价格高位震荡，美国西得克萨斯中质原油（以下简称“WTI”）与其它基准油价差总体收窄。北海布伦特原油期货结算（连续）全年平均价格为108.70美元/桶，比上年下降2.97美元/桶，WTI原油期货结算（连续）全年平均价格为98.05美元/桶，比上年增长3.91美元/桶。2014年上半年，原油现货价格整体延续了2013年的波动走势，但下半年受美联储退出QE3、全球原油供大于求、欧美联手抑制投机

资金对油价炒作、欧佩克（OPEC）宣布不减产等多重利空因素影响，国际原油价格在短期内大幅下跌，截至2015年1月12日，北海布伦特原油期货结算（连续）价格和WTI原油期货结算（连续）价格分别仅为47.43美元/桶和46.07美元/桶。同期，国内原油价格与国际市场原油价格走势基本一致。从长期来看，由于原油作为一次性能源的不可替代性，随着全球经济逐步恢复，原油价格仍有回升的潜力。

图2 国际原油价格走势



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。9月底，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，2013年全年中国政府共15次调整国内汽油、柴油价格，汽油标准品价格累计上涨人民币5元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币15

元/吨。2014年1~10月，中国对国内汽油、柴油价格的调整主要以下调为主基调，共累计调整国内汽油、柴油价格14次，汽油标准品价格累计下降人民币925元/吨，柴油标准品价格累计下降人民币890元/吨。

行业关注

(1) 宏观经济变化波动会影响下游需求，成品油价格调整仍显滞后

石油石化行业发展与国民经济的景气程度有很强的相关性，宏观经济形势波动会对石油产品及石化产品的需求产生影响，进而影响相关企业的经营业绩。价格方面，虽然国内成品油价格形成机制进一步趋于市场化，但仍由政府进行适当的管理。由于国内成品油价格的调整频率和调整幅度仍相对滞后于国际原油价格的变动，因此有可能影响国内石油石化企业的炼油业务、营销及分销业务以及化工业务的经营状况。

(2) 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。从近年国际油价的走势来看，国产原油高于55美元/桶的情况已属于常态，征收石油特别收益金将对石油

开采企业的盈利能力产生一定积极影响。

(3) 成品油消费税对地炼企业税负的影响

成品油消费税并不是一个税种，而是对成品油征收的消费税，包括汽油、柴油、石脑油、溶剂油、航空煤油、润滑油和燃料油等7个品种。消费税具有宏观调控的作用，设置目的不是为了收入，主要是针对成品油以及金银手表化妆品等奢侈品类产品。

2012年9月，国家税务总局官员在第五届中国企业税务管理创新大会上透露，消费税改革将会从两个方面进行改革，一个方面是对征收范围的扩大或缩小，将会增大对“两高一资”（高耗能、高污染、资源性）产品的税率。2013年1月1日起，成品油消费税征收范围将扩大，MTBE、芳烃、混芳等用于调和汽油的主要原材料被纳入征税范围，并且视同石脑油按照每升1元的税率进行征收。2014年11月末和12月初，在国际原油价格快速下降的同时，中国财政部和国家税务总局两次调整成品油消费税标准，将汽油和柴油消费税单位税额分别提升至1.14元/升和1.10元/升。由于目前中国成品油的消费税仍属于价内税，是在炼厂出厂环节缴纳，成品油消费税的提升，将直接增加炼厂的纳税成本。

行业发展

(1) 油品质量升级步伐加快

近年来为了保护环境，中国油品质量升级步伐明显加快，成品油质量标准也不断提高。继2006年12月发布“国III”汽油标准之后，2009年6月中国又发布了“国III”柴油标准，环保部颁布《关于实施国家第四阶段车用压燃式发动机与汽车污染物排放标准的公告》于2013年7月1日将3.5吨以上柴油车执行国IV标准。2013年9月23日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。为了缓解油品低碳化的压力，北京于2013年2月1日起执行相当于欧V标准的京V标准，新车排放标准要求率先与国际接轨。中国炼油行业在《炼油工业中长期发展专项规划》和《石化产

业调整和振兴规划》的指导下，正在大力推进油品质量升级，加大了装置结构调整力度，加氢裂化、加氢精制和催化调整等提高油品质量的工艺装置生产能力大幅增加。未来油品质量将不断向低硫和超低硫方向发展，加氢精制装置的比例将不断提高，油品质量的不断提升是石化产业的发展趋势。

(2) 推动行业绿色低碳安全发展

“十二五”期间，国家提出石油化工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。

国务院办公厅 2013 年 1 月发布了国务院关于印发《能源发展“十二五”规划》，规划提出 2015 年能源发展的主要目标包括：实施能源消费强度和消费总量双控制；适度超前部署能源生产与供应能力建设；优化能源结构；加快建设山西、鄂尔多斯盆地、内蒙古东部地区、西南地区、新疆五大国家综合能源基地；加强生态环境保护；推进能源体制机制改革。从规划的内容来看，石油石化行业未来将在可持续发展方面继续加大工作力度。

总体来看，石油石化行业是中国国民经济的战略性支柱行业，中国经济的高速发展将使该行业的市场需求继续保持快速增长态势，并且在整个国民经济中的重要性及战略地位日益突出。石油石化行业是资本密集型和技术密集型行业，项目投资金额大。目前国内探矿权、采矿权、成品油的经营等都需要得到政府的批准，主要参与者均为国有石油公司，市场主体

较少，但规模很大，竞争并不激烈，获利能力较强。随着中国石油进口量的不断增加，进口石油对中国石化行业的影响越来越大，其特殊的行业地位决定了国家对石油石化行业重视程度会日益提高，这为石油石化行业提供了稳定良好的发展环境。

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 2010~2014 年 11 月中国尿素产量
(单位: 折纯氮, 万吨)

年 份	产 量	进 口 量	出 口 量
2010	2516.30	1.33	702.58
2011	2656.70	0.21	355.88
2012	3003.83	17.10	694.79
2013	3333.18	3.04	826.53
2014.1~11	3024.63	0.45	1198.21

资料来源: Wind 资讯

近年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，造成中国产能的大幅增长。截至 2013 年底，中国尿素实物产能达到 8070 万吨²，中国目前是世界上最大的尿素生产国。2012 年受煤炭价格下跌，利润空间扩大的刺激，国内尿素生产企业的开工率超过 77%，尿素产量达 3003.83 万吨（折纯氮）。2013 年，尿素累计产量为 3333.18 万吨，较 2012 年增长 10.96%。进入 2014 年，全国尿素产量增速相比前两年有所减缓，截至 2014 年 11 月底，尿素累计产量为 3024.63 万吨，同比下降 1.63%。

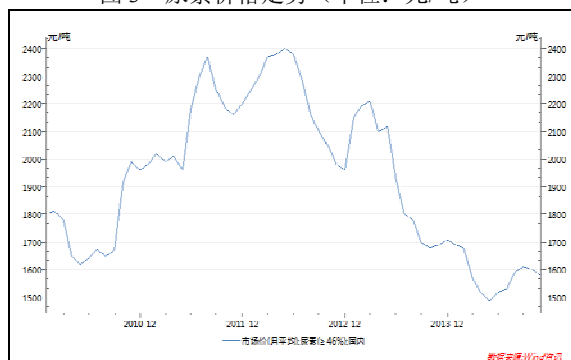
需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为 10%左右）和对外出口，国内市场的饱和，出口策略是国内尿素企业的通

²尿素分子量为 60.06，理论上 2.144 吨尿素折纯氮为 1 吨。

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。即使尿素出口量攀升，2013 年中国尿素需求量约为 6500 万吨，面对 8070 万吨/年的产能，约有 1500 万吨/年的产能过剩。2014 年度，包括在建、已投产和将开工装置产能总计将达到 2597 万吨，给已处于产能过剩的尿素行业带来更大的压力，尿素价格持续下行压力大。

市场价格方面，2012 年前五个月，尿素价格继续延续前期涨势，随着国内用肥季节逐步结束及出口窗口打开，国内氮肥转为出口，受国际市场行情偏弱影响，氮肥出口受挫，国内供过于求，价格出现下行态势。同时，上游煤炭价格也出现明显下跌，企业报价出现松动。在农业冬储的带动下，12 月底尿素价格出现明显反弹，至 2013 年一季度。2013 年 4 月份开始，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行的因素，尿素价格持续下跌，到 2013 年 12 月，尿素（≥46%）月平均价格为 1710 元/吨，同比下降 12.80%。进入 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。

图 3 尿素价格走势（单位：元/吨）



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、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。2012 年，全国化学农药原药产量 354.90 万吨，同比增长 34.03%。2013 年，中国化学农药原药产量 318.95 万吨，同比下降 10.13%。2014 年，受国内农药市场景气度转好，加上除草剂和杀菌剂等产品出口量保持增长，截至 2014 年 11 月底中国化学农药原药产量已达 338.35 万吨，同比增长 13.91%。

表 4 中国化学农药原药产量情况（万吨）

分类	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~11 月
除草剂	117.30	164.80	179.98	162.28
杀虫剂	71.10	81.34	61.27	54.01
杀菌剂	15.03	14.39	20.35	20.92
其他	61.37	94.37	57.35	101.14
合计	264.80	354.90	318.95	338.35

资料来源：Wind 资讯

目前，中国大部分的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，中国农药企业的盈利能力仍处于低水平。

2013 年，中国农药制造企业实现收入 2812.60 亿元、实现利润总额 229.26 亿元，分别同比增长 19.08%和 30.76%。2014 年 1~10 月，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长（实现收入 2441.73 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 170.07 亿元，同比增长 5.85%），利润增幅低于收入增幅，行业盈利能力仍有待提升。

总体看，得益于巨大的市场容量和稳定的消费需求，中国农药产业有望保持稳定的增长趋势。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。根据国家统计局统计，2013 年，全国橡胶轮胎外胎的产量达 9.65 亿条，同比增长 7.18%，其中子午线轮胎外胎的产量为 5.84 亿条，占总产量的 60.52%。

表 5 近年来中国轮胎及其原料产量
(单位：亿条、万吨)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~11 月
轮胎外胎产量	8.32	8.92	9.65	10.17
子午线轮胎外胎产量	3.93	4.61	5.84	5.59
合成橡胶产量	349.00	379.00	409.00	483.98
天然橡胶产量	72.70	80.20	85.60	81.40

天然橡胶进口量	210.00	218.00	247.00	232.65
---------	--------	--------	--------	--------

资料来源：Wind 资讯

进入 2014 年，中国轮胎行业整体保持了较好的发展趋势。2014 年 1~11 月，全国橡胶轮胎外胎的产量已达 10.17 亿条，超过上年全年产量，其中子午线轮胎外胎的产量为 5.59 亿条，占总产量的 54.97%。

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，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。2013 年，中国新增全钢胎年生产能力 1500 万条、半钢胎生产能力 1 亿条，预计 2014 年将持续以上规模扩增，截至 2014 年底，中国全钢胎总产能将达到 1.65 亿条，半钢胎年产能将达到 6 亿条以上，加剧轮胎行业产能过剩。据统计，2013 年中国轮胎行业全钢胎开工率平均低于 80%、半钢胎开工率徘徊于 85%。伴随着 2010 年 9 月国家出台的《轮胎产业政策》，以及国家工业和信息化部拟于 2014 年底出台的《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

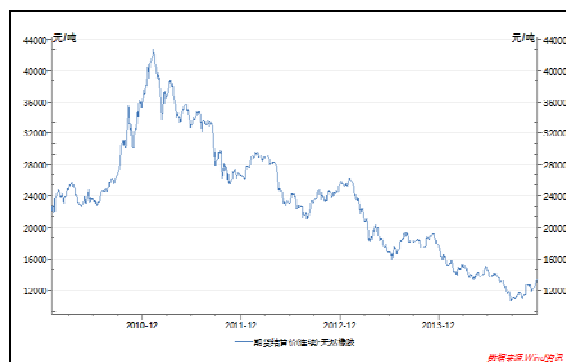
中国轮胎最大的出口市场，随着发达国家经济的持续向好发展，汽车及轮胎（轮胎替换）的需求复苏为中国轮胎发展助力。但 2012 年 11 月 1 日起实施的欧盟轮胎标签法，以及新一轮的由美国钢铁工人联合会向美国国际贸易委员会和美国商务部申请的对中国出口的轿车及轻型卡车轮胎采取“双反”措施，将会对中国企业出口产生直接影响。虽然出现了贸易摩擦、技术壁垒等不利因素，但随着中国企业对拉丁美洲、非洲等新型市场的不断开拓，以及自身产品结构调整和技术实力的增强，轮胎出口有望继续保持良好发展。

近年来，全球天然橡胶总体供应基本平衡，2013 年天然橡胶生产国协会（ANRPC）的天然橡胶产量为 1115 万吨。根据国际橡胶研究组织 ISRG 预测，2014 年全球天然橡胶产量与消费量分别达 1210 万吨和 1190 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 415 万吨，但中国天然橡胶产量为 85.6 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。进入 2014 年，随着海南等产胶大省进入收胶期，预计橡胶价格将持续下滑。天然橡胶在轮胎产品成本中占比达到 40%左右，天然橡胶价格的波动对轮胎企业生产成本影响较大，2010 年以来，国内外轮胎企业多次上调轮胎价格，以缓解成本压力。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 4 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 2013 年累计生产和销售汽车 2211.68 万辆和 2198.41 万辆，同比分别增长 14.76%和 13.87%，产销增长率同比分别大幅攀升；2014 年 1~11 月，产量和销量分别达到 2301.60 万辆和 2107.91 万辆，累计同比增长分别为 8.40%和 6.14%，总体增速有所减缓。

后续发展方面，“十二五”期间，中国汽车业仍将处于高速发展阶段，预计 2015 年，汽车总产量将达 2500 万~3000 万辆，汽车业仍将拉动轮胎产销的持续增长。同时，随着欧盟 REACH 法规的逐步实施、已于 2012 年 11 月正式实施的欧盟轮胎标签法，以及美国新一轮的“双反”措施申请，预计今后的贸易摩擦态势将会升级，对中国轮胎出口产生负面影响。

总体来看，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

1. 产权状况

截至 2014 年 9 月底，公司实收资本 110.10

亿元，国务院国资委持有公司 100%的股份，为公司的实际控制人。

2. 规模与竞争力

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“2014 年世界 500 强企业”中名列第 276 位，比上年提升 79 位。

截至 2014 年 9 月底，公司下属共有 14 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”）、中国化工油气开发中心（下称“油气中心”）、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责任公司、中国化工信息中心、中国化工资产公司以及中国化工科学研究院；在国内共有生产经营子公司 100 多家，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，并对下属的三级子公司的生产经营活动进行监督和指导。

公司控股“蓝星新材”、“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”、“黄海股份”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，以及爪卡（Drakkar）控股有限公司等 7 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。

3. 人员素质

公司总经理兼党委书记任建新先生，1958 年生，硕士研究生学历，曾任化工部化工机械研究院化学清洗总公司经理、党总支书记；1989 年带头创办了蓝星化学清洗集团公司（“蓝星公

司”前身），任总经理兼党委书记；中国蓝星化学清洗总公司和蓝星公司总经理、党委书记；2004 年中国化工组建，任公司总经理兼党委副书记。

截至 2014 年 9 月底，公司共有在职职工 111049 人，专业构成上，管理人员占 17.83%、生产人员占 52.46%、销售人员占 1.88%、研发人员占 2.97%、其他人员占 24.86%。学历构成上，大专及以上学历占 36.07%；年龄构成上，30 岁以下的占 18.52%，30~50 岁的占 67.44%，50 岁以上的占 14.04%。

总体来看，公司高管人员业务管理能力较强，员工整体素质一般，基本能满足公司发展要求。

4. 技术研发

公司高度重视科技研发创新驱动，构建开放式创新体系，“海洋涂料国家重点实验室”和“国家炭黑工程技术研究中心”通过验收；中昊晨光院、桂林橡机、天华院、桂林轮胎、益阳橡机、沙隆达、星火厂等通过“国家认定企业技术中心”评价；杭水中心牵头成立国家海水淡化产业联盟；安迪苏完善研发区域布局，在罗纳阿尔卑斯大区设立研发中心。公司收购的法国罗地亚公司是世界五大有机硅生产企业之一，科研实力雄厚，拥有下游 3000 多个有机硅产品牌号，为公司有机硅产业链向下游延伸提供了有力的技术保障。

公司 2005 年成立了工程塑料工程应用技术中心，专门研究并设计工程塑料科研成果产业化方案，目前已参与了下属多家子公司的有关项目建设和设计。公司拥有全国最大的液体分离膜技术研究、工程开发、成套设备及材料生产基地，在医药食品生产用水、工业污水处理、城市污水回用、苦咸水淡化、海水淡化等方面具有突出优势。在橡胶抗老化、催化和净化、化学矿山、煤气化、环境保护、海洋化工等方面取得了一系列重要成果。

2013 年，公司开展各类科研项目 793 项，

其中国家重点科技计划 95 项, 中国化工科技基金、省市重点科技计划及横向课题 150 项, 企业自主开发重点项目 326 项, 完成鉴定验收 186 项; 2013 年公司申请专利 719 件, 其中发明专利 385 件; 获得授权专利 605 件, 其中发明专利 250 件, 连续三年位列中央企业发明专利前五名。蓝星、中昊晨光院等成为首批国家知识产权示范企业, 西南院成为首批“国家专利运营试点企业”, 沈阳化工、桂林轮胎等荣获中国专利优秀奖。青岛橡六“耐高温挡边输送带”获得美国和欧盟发明专利授权, 是中国橡胶界唯一国际专利。

5. 安全生产与环境保护

2013 年, 公司安全投入 5.37 亿元, 公司颁布了职业安全监控管理体系, 加强安全检查落实整改, 规范员工操作行为; 采取抽查、互查、“回头看”、专家剖析等方式开展安全检查; 引发了《企业管理人员安全行为指南》和《化工企业不安全状态图集》, 强化企业整体安全文化建设。

在环境保护方面, 公司高度重视环境保护工作, 从制度、技术、管理等方面提高资源利用效率, 通过技术创新、加强管理、“脱瓶颈”改造等途径, 加大环保投入, 落实节能减排责任; 在国资委 2010~2012 年第三任期考核, 公司万元产值综合能耗 1.43 吨标煤, 同比下降 17.6%, 超额完成 8.7% 的考核目标, 获“节能减排优秀企业奖”。

6. 外部支持

公司每年获得的政府补助金额较大, 2011~2013 年, 分别达到 14.51 亿元、23.75 亿元和 15.25 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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是国有独资企业, 由国务院国资委代表国务院履行出资人职责, 公司实行总经理负责制, 总经理为公司法定代表人, 由国务院国资委任免。公司设副总经理、总会计师, 协助总经理工作, 均由国务院国资委任免。总经理办公会为公司的最高决策机构。

2. 管理水平

公司根据国家相关政策法规, 结合自身实际情况, 制定并不断完善对财务管理、投资管理、风险管理、安全生产等一系列的管理制度。

财务管理方面, 公司对年度内各项财务活动实行全面预算管理。资金管理环节, 公司设立资金管理中心, 公司和所属子公司实行集中统一管理、分级授权负责的资金管理体制, 确保公司的整体利益和内部协同。公司以市场利率为基础统一调配资金, 对各子公司资金实行有偿转让和有偿使用。各子公司向金融机构借款的, 必须由上级企业财务部提出初审意见, 经上级企业财务负责人、法定代表人批准后, 才可办理贷款、担保等手续。贷款下达之日和贷款到期之日必须及时向上级企业财务部备案。各子公司不允许对集团外企业借款。担保管理环节, 公司制订了融资担保管理办法, 明确了资产担保的条件、要求、期限, 以及担保的程序, 原则上不允许下属公司对集团外担保。资金及融资担保管理办法的相关规定保障了公司担保活动的规范化和稳健性, 有助于防范财务风险。

投资管理方面, 公司制订了投资管理办法, 严格按照国家相关法律法规的要求进行投资运营活动。对长期投资在坚持稳健和收益兼顾的原则下实行统一决策、分类分级管理的办法,

子公司具有投资项目建议权，公司根据投资项目情况采取自行管理或授权子公司管理，对于投资总额在3000万元以上的项目，由公司本部统一管理。针对重点投资项目，公司专门制定了重点投资项目管理办法，详细规定了重点项目的领导机制、决策程序、监督制度、责任归属等问题，以保障重点投资项目的科学化和规范化管理。

风险管理和内部控制方面，公司在搭建管理框架、规章制度建设、审计及监察等工作不断强化，风险防控体系逐步完善。法务管理与生产经营有效融合，“三重一大”制度与法律审核制度有机结合。2012年底，公司历史遗留重大法律纠纷案件基本解决，没有因违法、违规或未经法律审核引发重大法律纠纷案件。公司结合“五五”普法，开展多种形式的法制宣传教育，培育“外讲诚信、依法经营，内讲制度、合规管理”的企业文化。加强和改进内审工作，建立垂直管理的两级工作体系，审计关口从事后监督向过程控制转移。

环保和节能减排方面，公司贯彻落实《清洁生产促进法》，实施严格管理，各所属企业均专门设立了安全环保处，对各自的环保工作实行统一管理，明确职责，并建立了环保工作目标责任制。在生产过程中实行定人定时进行监测，严防跑、冒、滴、漏现象的发生，在点源控制的基础上实行综合治理。公司建立并不断完善节能减排管理体系，实行节能减排目标责任制并严格进行考核奖惩。

安全生产方面，公司严格按照《安全生产法》和安全生产主管部门的要求，切实落实安全环保管理工作。第一，以安全操作规程、岗位操作法、产品安全技术说明书、设备检修规程、作业指导书等进行一线的常规控制，加强检查、精心操作；第二，以安全目标、指标、管理方案（技术整改）进行经常性检查控制，加大投入，降低风险；第三，在事故紧急状态下，以事故应急救援预案进行控制，争取把风险和损失降到最小。并在集团内开展班组安全

生产达标活动、百日安全生产竞赛活动，提高全体员工的安全意识；对典型的危险化学品进行专项整治，对重大危险源和剧毒化学品实施24小时不间断监控。

3. 重组改制

公司下属企业众多，层级复杂，这给公司管理带来较大难度，公司近年来加强对子公司的改制和整合力度，积极探索资本结构调整，通过产权多元化加快公司治理结构改革。

产业整合方面，公司根据产业结构调整 and 引进战投、分板块上市的需要，确立了以化工新材料和特种化学品为首的六大主业板块，并逐步优化资源配置，增强优势产业竞争力。

内部重组方面，公司在完善集团总部职能机构的同时，推进专业公司组织变革，各专业公司根据统一模板调整优化组织结构，精简机构，减少人员。公司按照区域布局、业务类型等特点，对所属企业进行整合，推行了法人集中管理模式。公司对旗下三级企业的内部组织结构进行了调整，压缩层级、完善功能、优化流程，实现了财务、销售、采购、储运、人力资源、信息管理等关键环节的集中化管理；对生产层面的组织结构进行整合，开展了“大横班制”试点，取消车间、工段设置，缩短了管理链条，提高了生产运营效率。通过重组改制等措施，全系统2012年共清理三级以下企业67家，3级及以下企业数量减少为339家。

总体来看，公司组织结构完善，各项管理制度健全规范，近年来对下属子公司的管理和控制能力逐步增强。但由于公司组建时间较短，子公司数量众多，管理链长，对公司管理效率带来一定影响。

七、经营分析

1. 经营现状

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、橡胶轮胎产品、化工科研及开发六大业务板块，化工机械与设备制造和汽车整装、配件制造及维修为辅。公司其他业务包括进出口贸易等。

表 6 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块名称	2011 年		2012 年		2013 年		2014 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	635.31	4.09	710.20	5.63	1139.72	4.94	994.81	4.59
化工新材料及特种化学品	458.56	18.94	547.44	14.14	545.06	15.38	373.16	16.55
氯碱及基础化工产品	201.94	17.73	136.67	9.14	127.75	9.13	178.12	6.81
轮胎橡胶产品	160.29	11.75	131.05	16.24	122.96	17.85	120.05	18.13
农用化学品	131.96	14.46	290.88	23.94	288.49	23.84	227.15	28.55
化工机械与设备制造	47.98	23.31	29.65	21.90	28.84	22.38	--	--
科研开发、服务及设计	9.57	21.25	24.23	27.30	11.78	31.44	5.88	31.80
汽车整装、配件制造及维修	7.64	11.89	7.55	14.45	6.66	16.28	--	--
其他	138.70	12.23	139.27	12.61	169.10	2.85	10.86	17.13
合计	1791.96	12.13	2016.95	12.82	2440.36	10.60	1910.03	10.99

资料来源：公司年报及公司提供

注：公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计，营业收入仅划分为 7 个板块统计且为合并抵销后数据，部分板块数据统计范围可能与年报不一致。

收入构成方面，2011~2013 年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突出，占总收入比重始终保持在 60%以上，受益于 2013 年公司 1000 万吨原油进口指标的获批，石油加工及炼化产品板块收入规模大幅增长；氯碱及基础化工板块、橡胶轮胎板块以及农用化学品板块占总收入比重有所波动，随着公司业务的调整，氯碱及基础化工产品板块的占比逐年下降，而农用化学品板块的占比则波动上升；科研开发、服务及设计板块、汽车整装、配件制造及维修和化工机械与设备制造在营业收入中所占的比重相对较小。

毛利率方面，受收入比重较大的石油加工及炼化产品毛利率的拉低，2011~2013 年公司整体毛利率水平波动中略有下降。2013 年公司大部分板块毛利率同比保持了较好的水平，其中，受益于橡胶价格的持续下行，轮胎橡胶产品板块毛利率水平持续上扬；化工新材料及特种化学品板块受行业价格的影响较大，毛利率波动下降；占比较小的科研开发、服务及设计板块、汽车整装、配件制造及维修板块毛利率持续大幅上涨，化工机械与设备制造 2013 年毛

利率上升 0.48 个百分点。虽然石油加工及炼化板块收入规模大幅增长，受以新加坡为平台的原油贸易毛利率较低的影响，该板块整体毛利率有所下滑。

经营业绩方面，近三年公司营业收入保持较快增长，尤其 2013 年公司 1000 万吨原油进口配额的获批，占比最大的石油加工及炼化板块原材料问题得以解决，2013 年扭亏为盈；化工新材料及特种化学品板块和氯碱及基础化工板块持续亏损；2013 年，公司营业收入增幅显著上升，但公司毛利率水平较 2012 年有所下降。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 1910.03 亿元，同比增长 22.22%，其中石油加工及炼化产品板块实现收入 994.81 亿元，占 2013 年全年的 87.29%，经营规模继续保持快速增长；同期，公司整体实现毛利率 10.99%，与 2013 年毛利率基本持平。

整体看，公司产品品种多，营业收入规模大。2013 年以来，在石油化工及炼化板块经营规模增长的带动下，公司营业收入及利润总额快速增长，但受化工行业景气度不佳的影响，公司整体盈利能力较 2013 年以前有所下降。

2. 各板块生产经营

(1) 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 7 2013 年公司部分化工产品销量情况(单位:万吨)

产品名称	产能	产量	销售量	产能利用率	产销率
有机硅(国内)	20.00	14.80	0.70	74.00%	4.73%
蛋氨酸	34.00	24.70	24.80	72.65%	100.40%
双酚 A	9.00	6.30	2.80	70.00%	44.44%
氯丁橡胶	3.00	2.18	2.34	72.67%	107.34%
聚乙烯	47.50	7.89	7.94	16.61%	100.63%
TDI	15.00	14.60	14.58	97.33%	99.86%
糊树脂	13.00	10.86	10.80	83.54%	99.45%

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。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。2010 年，公司收购挪威埃肯(Elkem)公司硅材料、铸造品、碳素和世界首套冶金法太阳能级多晶硅业务，市场进一步得到拓展，与公司现有金属硅和有机硅业务的协同效应得到充分发挥。总体来看，公司已经在有机硅的原料供应、产品开发和生产规模等方面具备了较强的竞争实力，在中国市场具有明显的竞争优势。2013 年，有机硅中间体二甲基环硅氧烷混合物(DMC)价格先抑后扬，整体在 17000~17500 元/吨之间徘徊。由于公司有机硅产品绝大部分作为原材料用于下游产品加工，2013 年公司有机硅对外销量 0.70 万吨。

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。2013 年，销售氯丁橡胶 2.34 万吨，同比下降 10%；销售聚乙烯 41.30 万吨，同比下降 80.77%。

蛋氨酸

公司于 2006 年收购了法国安迪苏公司，安迪苏是全球第二大蛋氨酸生产企业，拥有 5 家生产工厂和 800 多项技术专利。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%。2013 年公司共销售固体和液体蛋氨酸 24.80 万吨。

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。截至 2013 年底，公司共有聚氯乙烯糊树脂产能 13 万吨/年。公司 2013 年销售糊树脂 10.80 万吨，同比下降 8.47%。

2011 年，随着公司合并范围的增加以及部分化工产品价格的走高，公司化工新材料及特种化学品板块共实现营业收入 458.56 亿元，同比增长 1.59%。2012 年和 2013 年，公司化工新材料及特种化学品板块经营较为稳定，分别实现营业收入 547.44 亿元和 545.06 亿元。由于化工行业需求转弱、竞争加剧，以及受融资成本上升和计提的资产减值损失的影响，公司化工新材料及特种化学品板块经营由盈转亏，2011~2013 年合并抵消前板块的利润总额分别为 20.09 亿元、-33.15 亿元和 -33.71 亿元。2014 年 1~9 月，化工新材料及特种化学品板块实现收入 373.16 亿元，占 2013 年全年的 68.46%；板块毛利率为 16.55%，较 2013 年增长 1.17 个百分点。

总体来看，新项目建设和对外收购使公司化工新材料业务在国内有机硅、蛋氨酸、工程塑料等细分市场已经确立明显的竞争优势，由此带来公司新材料业务收入规模的增长，但随

着需求疲软供需失衡，目前公司化工新材料及特种化学品板块亏损严重。

(2) 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中心和中蓝石化总公司。2013 年公司原油加工量为 1611.00 万吨，同比增长 19.96%。

表 8 公司原油加工量及成品油销量情况

项目名称	单位	2011 年	2012 年	2013 年
原油加工量	万吨	1138.15	1343.00	1611
汽油销量	万吨	274.90	305.00	--
柴油销量	万吨	417.30	483.00	--

资料来源：公司提供；2013 年汽油及柴油销量数据未提供。

公司石化产品链较长，以进口燃料油或调和油为主要原料，通过裂解、调压、分馏等工艺，生产低端成品油和乙烯、丙烯、MTBE（甲基叔丁基醚）等各类化工原料。此外，公司还生产丁二烯、苯酚、丙酮、甲乙酮、顺酐、1,4-丁二醇、四氢呋喃、丙烯酸、壬基酚、双酚 A、TDI 等各种基础化工原料，产品组合丰富。

2011 年，随着石油价格不断走强以及公司合并范围的增加，公司石油加工及炼化板块实现营业收入 635.31 亿元。2012 年，随着国内外经济的放缓，以及石油价格的波动下滑的影响，公司石油加工及炼化板块实现营业收入 710.20 亿元，同比增长 11.79%。2013 年，公司原材料供应问题暂时得以解决，1000 万吨原油进口配额获批，公司石油加工及炼化板块实现营业收入 1139.72 亿元，同比增长 60.48%。近年来，随着原油加工量的增加以及石化产品的丰富，公司石油加工及炼化板块的收入规模在不断增长，但该板块的盈利能力波动较大。2011~2013 年合并抵消前板块的利润总额分别为 11.28 亿元、-1.57 亿元和 9.53 亿元，2013 年石油加工及炼化板块的折旧摊销同比出现大幅下降是当年该板块利润总额大幅上升的重要原因。2014

年 1~9 月，石油加工及炼化板块实现收入 994.81 亿元，占 2013 年全年的 87.29%，经营规模继续保持快速增长；板块毛利率为 4.59%，较 2013 年略有下降。

总体来看，石油化工及炼化业务仍将是公司产业布局的重要组成部分，但该板块盈利能力受下游需求及石油价格波动影响比较明显。

(3) 氯碱化工

公司氯碱产品主要由下属的昊华宇航公司、河北盛华有限公司和德州实华有限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 2013 年底，公司 PVC 和烧碱的产能分别为 145 万吨/年和 264.50 万吨/年，产量分别为 113.75 万吨/年和 213.10 万吨/年，产能利用率分别为 78.45%和 80.57%。2013 年，公司 PVC 销量为 115.83 万吨，同比增长 22.05%；烧碱销量为 190.80 万吨，同比减少 1.92%。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	2011 年	2012 年	2013 年
烧碱	万吨	193.33	187.20	190.80
PVC	万吨	81.40	94.90	115.83

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。

2011 年，在国内大规模建设的需求刺激下以及外需拉动，PVC 价格处于 8500~10000 元/吨之间，销量同比增长 17.46%，为 81.40 万吨。

公司氯碱及基础化工板块实现营业收入 201.94 亿元；2012 年，受国内房地产市场宏观调控的影响，氯碱类产品需求大幅下降、以及成本的上涨和销售价格的震荡下跌，公司该板块的营业收入大幅减少，2012 年氯碱板块的营业收入为 136.67 亿元，同比大幅减少 32.32%，毛利率同比下降 4.80 个百分点；2013 年，公司氯碱及基础化工板块实现营业收入 127.75 亿元，同比略有下降，毛利率为 9.13%，基本与上年持平。由于氯碱行业产能过剩严重，市场竞争激烈，且公司该板块成本较高，导致盈利能力相对较弱。2011~2013 年该板块持续亏损，合并抵消前板块的利润总额分别为-5.53 亿元、-1.17 亿元和-15.19 亿元。2014 年 1~9 月，氯碱板块实现收入 178.12 亿元，占 2013 年全年的 139.43%，收入规模增长较快；板块毛利率为 6.81%，较 2013 年下降 2.32 个百分点。

总体看，公司氯碱化工业务具备较强的规模竞争优势。2011 年以来，公司氯碱化工业务的收入规模受宏观经济的影响较大，随着行业调整的持续，公司氯碱化工板块亏损严重。

（4）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。截至 2013 年底，公司农药总产能为 12.7 万吨/年。

2010 年，公司斥资 14.40 亿美元收购了以色列马克西姆—阿甘（MAI）公司 60% 的股权。MAI 公司是全球最大的非专利农药企业，也是全球第七大农化企业，拥有除草剂、杀虫剂、杀菌剂及植物生长调节剂等 120 多个产品。收购的完成有助于公司扩大差能规模、实现产业转移、优化研发布局、节约市场营销成本。

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，公司拥有尿素生产能力 209 万吨/年。2013 年，公司杀

虫剂和除草剂销售情况略显疲软，分别同比下降 49.93% 和 57.85%；尿素销量 163.70 万吨，同比略降 2.19%。

表 10 公司农药化肥主要产品销量情况

产品类别	单位	2011 年	2012 年	2013 年
杀虫剂	万吨	3.89	6.85	3.43
除草剂	万吨	0.67	5.22	2.20
尿素	万吨	148.14	167.36	163.70

资料来源：公司提供

2011 年，公司农用化学品板块实现营业收入 131.96 亿元，实现毛利率 14.46%；2012 年，随着对以色列马克西姆—阿甘（MAI）公司收购完成后的协同效应的释放，公司农用化学品板块实现营业收入 290.88 亿元，同比大幅增长 120.43%，毛利率 23.94%，同比上升 8.92 个百分点；2013 年，公司该板块实现营业收入 288.49 亿元，受销售价格的影响，该板块毛利率略降至 23.84%。2014 年 1~9 月，农用化学品板块实现收入 227.15 亿元，占 2013 年全年的 78.74%；板块毛利率为 28.55%，较 2013 年增长 4.71 个百分点。

（5）橡胶轮胎板块

公司橡胶加工板块主要由风神轮胎股份有限公司（下称“风神股份”）、青岛黄海橡胶股份有限公司（下称“黄海橡胶”）和昊华南方（桂林）橡胶有限责任公司（下称“南方橡胶”）组成。

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。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。截至 2013 年底，公司轮胎产能为 1533 万条/年，产能扩

容显著。2013 年，公司实现斜交载重胎产量 21.90 万条，同比下降 17.95%，斜交工程胎产量 71.50 万条，同比增长 36.19%，全钢子午胎产量 708.00 万条，同比增长 8.07%。

表 11 公司轮胎产品产量情况

产品类别	单位	2011 年	2012 年	2013 年
斜交载重胎	条	342918	266900	219000
斜交工程胎	条	703164	524973	715000
全钢子午胎	条	6039405	6551185	7080000

资料来源：公司提供

公司橡塑机械制造主要由旗下益阳橡塑机械公司、桂林橡胶机械厂和福建三明化机公司组成，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 12 公司化工机械销量情况

产品名称	单位	2011 年	2012 年	2013 年
硫化机	台	1010	1028	1012
密炼机	台	82	59	74
离子膜电解槽	万吨	242	135	72

资料来源：公司提供

2011 年，公司轮胎橡胶板块实现营业收入 160.29 亿元。2012 年，宏观经济增长的放缓以及下游需求的减少，抑制了对轮胎的需求，另外，该板块中涉及研发业务的也归类到“化工科研及开发”板块中。该板块实现营业收入 131.05 亿元，同比下降 18.24%。同期，天然橡胶产量上升，橡胶价格呈现震荡下跌趋势，成本的下降使得公司橡胶制品业务从中受益，毛利率上升至 16.24%；2013 年，天然橡胶价格持续震荡下行，轮胎生产成本压力相应减小，该板块营业收入为 122.96 亿元，毛利率小幅上升至 17.85%。2011~2013 年该板块合并抵消前板

块的利润总额分别为-1.62 亿元、1.34 亿元和 -2.48 亿元。2014 年 1~9 月，轮胎橡胶板块实现收入 120.05 亿元，占 2013 年全年的 97.63%；板块毛利率为 18.13%，较 2013 年增长 0.28 个百分点。

（6）化工科研及开发

公司下属科研院所占化工类国家级科研机构综合力量的 70%，2013 年，“海洋涂料国家重点实验室”和“国家炭黑工程技术研究中心”通过验收，安迪苏设立研发中心等。公司化工科研及开发板块营业收入起伏较大，2011~2013 年该板块分别实现营业收入 9.57 亿元、24.23 亿元和 11.78 亿元，该板块毛利率维持在较高水平，近三年的平均毛利率为 26.67%。2014 年 1~9 月，化工科研及开发板块实现收入 5.88 亿元，占 2013 年全年的 49.92%；板块毛利率为 31.80%，较 2013 年增长 0.36 个百分点。

总体来看，化工科研及开发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

2011~2013 年，公司总资产周转次数较为平稳，三年加权平均值为 0.83 次。

2011~2013 年，公司存货周转次数呈上升趋势，三年加权平均值为 4.93 次；销售债权周转次数呈波动下降态势，三年加权平均值 10.26 次。

总体看，公司整体经营效率一般。

4. 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。

联合资信认为，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。

表 13 目前公司主要建设项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	项目计划总投资	截至 2014 年 9 月底 累计投资额	未来计划投资额
20 万吨/年离子膜法烧碱、20 万吨/年聚氯乙烯树脂及 1500 吨/年气象法白炭黑项目	2014.01~2015.12	225100.00	75734.00	149366.00
新建海水淡化装备制造基地及膜生产线	2011.07~2015.12	43309.00	14970.22	28338.78
建 5000t/a 高品质聚四氟乙烯悬浮树脂装置；配套建设 20 吨/年全氟正丙基乙烯基醚单体装置、冷冻站改造、库房、35KV 变电站等，同时对配套所需的四氟乙烯单体进行改扩建，新增 6000 吨/年的生产能力	2013.03~2015.12	33149.00	8018.00	25131.00
新建 100 万吨/年连续重整和 40 万吨/年芳烃抽提装置	2012.02~2014.03	92800.00	92800.00	0.00
新建 180 万吨/年柴油加氢改质装置	2013.08~2014.06	66471.82	66471.82	0.00
淘汰 9 万吨隔膜烧碱，新建 20 万吨/年离子膜法烧碱	2013.05~2014.12	72118.59	71180.00	938.59
一期新建年产 1000 万平方米输送带生产基地，二期将现有 1000 万平方米输送带生产设备搬迁到新厂区	2011.04~2014.12	52980.90	50580.00	2400.90
30 万吨/年合成氨装置，航天炉气头	2011.10~2015.12	155940.62	23391.00	132549.62
合计	--	741869.93	403145.04	338724.89

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011 年和 2012 年财务报表已经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计，2013 年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计

结论；2014 年三季度财务数据未经审计。

2011 年，公司新纳入合并范围 2 级子公司 1 家，为中国化工科学研究院，完成收购挪威埃肯（Elkem）公司、马克西姆阿甘公司及其附属企业；2012 年增加子公司 1 家，由中国昊华化工（集团）总公司重组改制后分别设立中国

昊华化工集团股份有限公司和昊华化工总公司所致；2013 年新增纳入合并范围的子公司有：公司新设立的宁夏蓝星水务有限公司和中化工（新加坡）有限公司，上述两公司 2013 年底净资产合计 1.83 亿元，以及通过收购兼并获得的 Chile Agro Solutions S.A(Chile)；公司控股 9 家境内 A 股上市公司。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 2725.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）418.88 亿元。2013 年公司实现合并营业收入 2440.36 亿元，利润总额 6.20 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 2820.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）491.30 亿元。2014 年 1~9 月，公司实现合并营业收入 1910.03 亿元，利润总额 7.89 亿元。

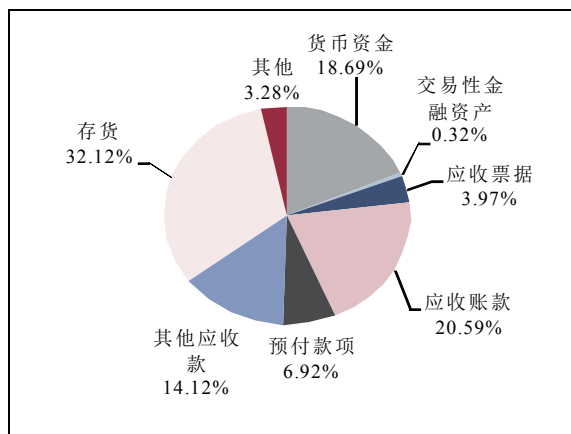
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产总额实现较快增长，年复合增长率 4.89%。资产结构保持相对稳定。截至 2013 年底，公司合并资产总额 2725.11 亿元，其中流动资产占 45.60%，非流动资产占 54.40%。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产增长较快，年复合增长率 11.86%。截至 2013 年底，公司流动资产合计 1242.58 亿元，同比增长 10.15%，主要系随着公司业务的增长，应收账款和其他应收款增加所致。

图 5 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2011~2013 年，公司存货年复合增长率 3.66%。截至 2013 年底，公司存货账面价值 399.17 亿元，同比下滑 1.38%，其中库存商品（产成品）占 45.49%、原材料占 25.91%、自制半成品及在产品占 25.93%。公司对存货计提跌价准备 9.90 亿元，计提比例 2.48%。公司存货中库存商品占比较高，且存货周转次数不高，存在一定的跌价风险。

2011~2013 年，公司货币资金呈波动下降态势，年复合下降 3.48%。截至 2013 年底，公司货币资金 232.21 亿元，其中银行存款 158.50 亿元（占 68.26%），其他货币资金 73.65 亿元（占 31.72%）。其中因抵押或冻结的保证金而受到限制的资金合计 31.72 亿元，扣除受限资金之后，公司货币资金为 200.49 亿元。

受销售策略调整的影响，2011~2013 年，公司应收账款大幅增长，年复合增长率 40.54%。截至 2013 年底，公司应收账款账面价值 275.19 亿元，计提坏账准备比例 7.03%，应收账款净额 255.83 亿元，同比大幅增长 70.29%。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款 93.94 亿元，计提坏账准备 5.71 亿元；采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面价值合计 165.93 亿元：1 年以内的占 87.25%、1~2 年的占 4.24%、2~3 年的占 1.93%，3 年以上的占 6.58%，计提坏账准备 12.73 亿元；采用其他组合方法计提坏账准备的应收账款账面价值合计 14.24 亿元。

2011~2013 年，公司其他应收款大幅增长，年复合增长率 63.07%。截至 2013 年底，公司其他应收款账面价值为 198.42 亿元，计提坏账准备比例 11.56%，其他应收款净额 175.49 亿元，同比增长 24.85%。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款原值为 17.69 亿元，计提坏账准备 13.55 亿元，主要有由于清算而全额计提坏账准备的进出口公司（4.47 亿元）；采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款原值 75.96 亿元：1 年以内的占 82.95%、1~2 年的占 4.39%、2~3 年的占 1.22%，3 年以上的占

11.44%；采用其他组合方法计提坏账准备的其他应收款原值 103.81 亿元，预计可收回，未计提坏账准备。综合看，公司应收账款和其他应收款项龄较短。

2011~2013 年，公司预付款项波动下滑，年均下降 2.24%。截至 2013 年底，公司预付款项原值 87.13 亿元，计提坏账准备 1.17 亿元，净值 85.96 亿元。从账龄结构看，一年以内预付款占 82.11%、1~2 年的占 10.62%、2~3 年的占 2.25%、3 年以上的占 5.02%。账龄超过 1 年的预付款项主要为尚未结算的货款和工程款等。

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产年复合下降 0.05%。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 1482.53 亿元，同比下降 4.11%，主要由在建工程减少所致，此外，公司无形资产增长较快。

2011~2013 年，公司固定资产年均增长 0.85%。截至 2013 年底，公司固定资产原值 1231.62 亿元，主要由机器设备（占 70.54%）、房屋及建筑物（占 24.65%）组成；公司固定资产累计折旧 429.19 亿元，计提减值准备 10.03 亿元；公司固定资产净额 792.40 亿元，固定资产平均成新率 64.34%。

随着在建工程的陆续完工，截至 2013 年底，公司在建工程 196.57 亿元，同比减少 36.75%，受在建工程转固定资产所致。主要在建工程包括总投 42 亿元的 20 万吨/年有机硅单体及 12 万吨/年有机硅下游系列产品工程（已投 93.22%）、总投 27.90 亿元的 40 万吨/年有机硅单体一期工程（已投 34.90%）、总投 12 亿元的莱州—昌邑长输管道项目（已投 64.86%）、总投 12 亿元的 100 万吨/年连续重整项目（已投 58.49%）、总投 7.20 亿元的年产 100 万条全钢载重子午线轮胎（已投 98%），以及总投 5.80 亿元的子午胎二期（已投 99%）等。2013 年，公司计入当期损益的研究支出共 18.10 亿元。

2011~2013 年，公司长期应收款年均复合增长 11.89%。截至 2013 年底，公司长期应收

款 80.40 亿元，主要是公司向控股子公司马克西姆阿甘公司参股股东 KOOP INDUSTRIES LTD.公司的 9.60 亿美元委托贷款（该笔贷款借款期限为 7 年，2011 年产生，KOOP INDUSTRIES LTD.公司以所持马克西姆阿甘公司 40%股权作为质押，截至 2013 年底，该笔款项本息合计人民币 65.55 亿元）。

2011~2013 年，公司无形资产年均增长 7.20%，主要由土地使用权、专利权和特许权构成。截至 2013 年底，公司无形资产原值 366.21 亿元，其中，土地使用权占 23.88%、特许权占 39.02%、专利权占 14.12%和商标权占 6.96%；公司无形资产累计摊销 93.67 亿元，计提减值准备 7.80 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 2820.48 亿元，较年初增长 3.50%，主要来自于存货、其他应收款和长期应收款的增长，主要为原纳入合并范围内企业，因持股比例被稀释，丧失控制权，不再纳入合并范围，原对其借款，转为第三方，同时对其的投资采用权益法核算所致。截至 2014 年 9 月底，公司资产构成中，流动资产占比 47.46%，公司资产结构保持稳定。

总体看，公司资产总额持续增长，资产结构保持相对稳定；公司流动资产中应收款项和存货合计占比高，对公司的流动性管理形成挑战。整体看，公司资产结构合理，资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益逐年递增。截至 2013 年底，公司所有者权益合计 418.88 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 200.88 亿元（占 47.96%），少数股东权益合计 218.00 亿元（占 52.04%）。

2011 与 2012 年，归属于母公司所有者权益的规模保持稳定。2012 年，公司收到国家财政部拨款 8.06 亿元，为此公司实收资本增加至 109.71 亿元；公司资本公积较上年增加 10.53

亿元，主要源于子公司昊华总公司及其下属原全民所有制企业公司制改建所带来的评估增值 7.86 亿元；未分配利润较上年调减 23.84 亿元，主要由 2012 年的亏损所致。从归属母公司所有者权益构成情况看，2012 年实收资本占 55.52%、资本公积占 78.35%、未分配利润占比 -28.65%；2013 年，归属于母公司所有者权益中实收资本占 54.81%，资本公积占 92.49%，未分配利润占 -33.52%，公司未弥补的亏损额较大。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益合计 491.30 亿元，较年初增长 17.29%，其中，归属于母公司所有者权益合计 196.85 亿元，较年初下降 2.00%，少数股东权益合计 294.44 亿元，较年初大幅增长 35.07%，主要系公司子公司蓝星石化有限公司（以下简称“蓝星石化”）及中国化工油气股份有限公司（以下简称“油气公司”）引入战略投资者，产生资本溢价所致。总体看，所有者权益的稳定性一般。

负债

2011~2013 年，公司负债总额年复合增长 4.97%，略高于公司资产增长速度；公司负债结构保持稳定。截至 2013 年底，公司负债总额 2306.23 亿元，同比增长 1.61%，其中流动负债占 65.62%，非流动负债占 34.38%。

2011~2013 年，公司流动负债总额年均复合增长 8.62%，主要由短期借款、应付款项、应付票据和一年内到期的非流动负债构成，流动负债结构基本稳定。截至 2013 年底，公司流动负债为 1513.38 亿元，同比增长 2.98%，主要由短期借款和应付账款增长所致。

2011~2013 年，公司短期借款年均增长 5.55%。截至 2013 年底，公司短期借款 651.57 亿元，主要为来自公司内部担保的保证借款（占 78.75%）。

2011~2013 年，公司应付账款快速上升，年复合增长 20.23%。截至 2013 年底，公司应付账款 328.02 亿元，从应付账款账龄情况看，1 年以内的占 93.47%、1~2 年的占 3.38%、2 年以上的占 3.15%，应付账款账龄短；

截至 2013 年底，公司应付票据 119.50 亿元，同比下降 27.54%，其中银行承兑汇票占 96.68%；一年内到期的非流动负债 151.62 亿元，同比下降 2.43%，主要增长因素来自于一年内到期的应付债券 32.96 亿元；公司其他应付款 102.66 亿元，同比下降 10.33%，其中账龄在 1 年以内的占 60.08%，单项金额较大的其他应付款主要为资产采购款、往来款以及未支付销售奖励金；公司其他流动负债 58.28 亿元，主要为 2013 年发行的短期融资券。

2011~2013 年，相对于公司流动负债的增长，非流动负债呈下降趋势，年复合下降 1.07%，主要由长期借款下降所致。截至 2013 年底，公司非流动负债 792.84 亿元，同比下降 0.91%，主要由长期借款和应付债券构成。

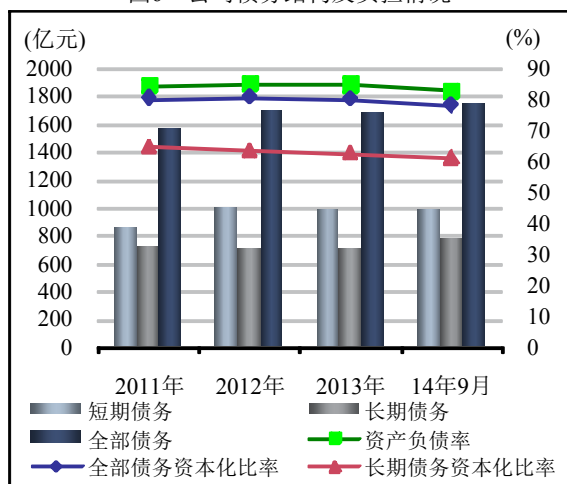
截至 2013 年底，公司长期借款 412.84 亿元，同比下降 13.57%，其中保证借款 285.26 亿元、抵押借款 111.16 亿元。

2011~2013 年，公司应付债券规模快速增长，年复合增长率 16.88%，主要是公司及下属子公司发行企业债券、中期票据等增加所致。截至 2013 年底，公司应付债券 225.16 亿元，同比增长 18.07%，2013 年新增蓝星集团 30 亿元非公开债务融资以及与招商银行股份有限公司和华夏银行股份有限公司合作的共计 19.72 亿元规模的融资项。

2011~2013 年，公司债务规模控制较好，全部有息债务年均增长 3.65%。截至 2013 年底，公司全部债务 1670.57 亿元，其中短期债务 976.98 亿元（占 58.48%），长期债务 693.59 亿元（占 41.52%），有息债务结构不尽合理。

债务指标上，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率逐年下降，2013 年上述三项指标分别为 84.63%、79.95% 和 62.35%。

图6 公司债务结构及负担情况



资料来源：根据公司财务报表整理

截至2014年9月底，公司全部债务1731.82亿元，较年初增长3.67%，其中短期债务占比55.86%、长期债务占比44.14%。同期，受益于净资产规模的增长，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降至82.58%、77.90%和60.87%。

总体看，公司债务结构不尽合理，短期偿债压力大，公司债务负担重。

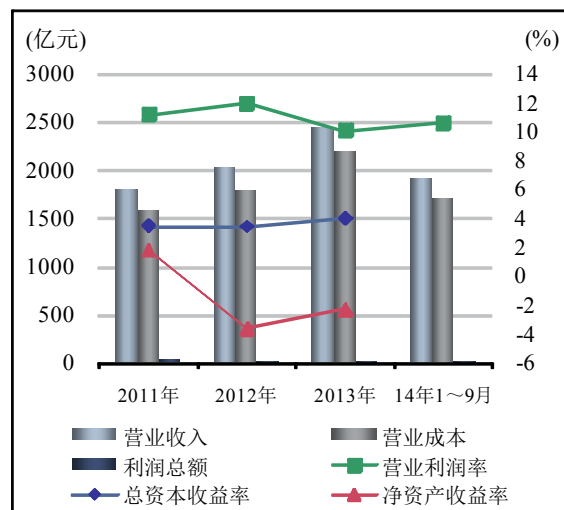
4. 盈利能力

2011~2013年，公司营业收入年复合增长16.72%。2013年，公司持续推进销售变革、促进海内外企业的协同合作，公司实现营业收入2440.36亿元，同比增长20.99%。

2012年公司期间费用合计为279.85亿元，占营业收入的13.87%，销售费用、管理费用和财务费用分别为73.97亿元、118.59亿元和87.29亿元，较上年同比增长64.96%、24.39%和69.02%。期间费用的增加，一方面由于收购埃肯和阿甘公司后，合并范围较去年同期有所增加；另一方面为融资成本、能源成本、人工成本等刚性上升带来的影响；2013年，随着产业内整合的放缓，公司相关期间费用得到了有效控制，销售费用、管理费用和财务费用分别为79.41亿元、122.31亿元和94.78亿元，分别同比增长7.35%、3.14%和8.58%。三项期间费用率由2012年的13.87%降至2013年的

12.15%。此外，2013年公司实现投资收益47.35亿元，其中收益主要来源于原合并子公司蓝星石化引进投资者增资导致失去控制权，公司确认为投资收益。受益于公司投资收益的增长和资产减值损失的下降，公司营业亏损较2012年大幅减少至16.29亿元。

图7 公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报表整理

2011~2013年，公司营业外收入波动较大，分别为26.56亿元、46.60亿元和27.25亿元，其中政府补助分别为14.51亿元、23.75亿元和15.25亿元。受2013年公司获得的政府补助大幅下降的影响，公司利润总额同比增长6.73%，达到6.20亿元，缴纳所得税后，公司净利润-9.63亿元。

从盈利指标看，2011~2013年，公司总资产收益率和净资产收益率波动上升，2013年分别为4.06%和-2.30%；三年平均值分别为3.74%和-1.86%。

2014年1~9月，公司实现营业收入1910.03亿元，同比增长22.22%，占2013年全年营业收入的78.27%。同期，公司投资收益-5.15亿元，主要是公司持股联营企业确认的损失。2014年1~9月，公司利润总额为7.89亿元，同比增长644.34%，缴纳所得税后，公司净利润-4.00亿元。

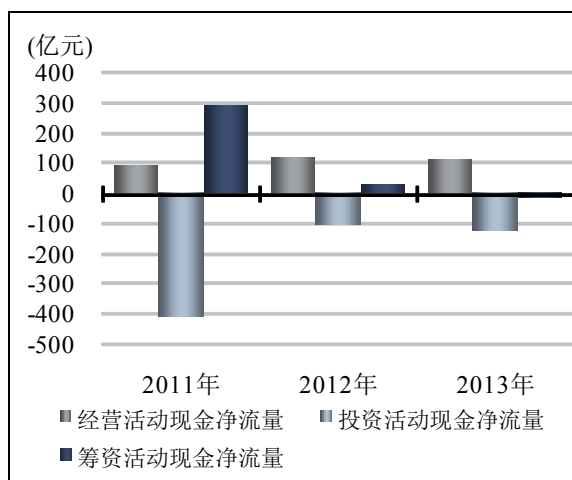
总体看，公司主业盈利能力受行业制约大；融资成本、能源成本、人工成本等刚性支出致

使公司期间费用维持在较高水平，对公司利润形成挤压；公司利润总额对非经常性损益依赖大；缴纳所得税后，净利润自 2012 年以来持续呈亏损状态，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动产生的现金流量方面，受经济环境的影响，公司应收账款快速增长，2011~2013 年公司销售商品提供劳务收到的现金年复合增长 8.45%，大幅度低于营业收入的增长速度（16.72%）；购买商品、接受劳务支付的现金年复合增长 8.51%，低于营业成本 17.71% 的增长率；收到其他与经营活动有关的现金主要为政府财政拨款；支付其他与经营活动有关现金主要包括运输费、研发费等。2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 2285.06 亿元，同比增长 7.77%，公司 2013 年现金收入比为 93.64%，公司整体收现质量一般；经营活动现金流量净额同比下降 5.83%，为 110.66 亿元。

图 8 公司现金流情况



资料来源：根据公司财务报表整理

投资活动产生的现金流量方面，2011~2013 年公司投资活动现金流入波动增长 15.46%，主要为收回投资收到的现金以及处置固定资产和其他长期资产的现金流入。在 2011 年对马克西姆阿甘公司和挪威埃肯（Elkem）公司两起海外并购支付的现金 177.10 亿元后，公司投资活动现金流出回归到正常水平；2011~

2013 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -409.96 亿元、-109.82 亿元和 -125.58 亿元。

大量的投资资金缺口及债务的陆续到期使公司有着明显的持续的筹资需求。2011 年，公司筹资活动的现金流入 1794.13 亿元，其中发行债券收到现金 80.00 亿元，为当年发行的两期短期融资券和两期中票募集资金；2012 年，公司筹资活动的现金流入回落至 1171.52 亿元，其中发行债券收到的现金 50.00 亿元，为当年发行的两期短期融资券；2013 年，公司筹资活动的现金流入升至 1272.14 亿元。公司筹资活动现金流出主要是借款的本息偿还。2011~2013 年，公司筹资现金流量净额分别为 286.44 亿元、27.47 亿元和 -18.66 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量流入量和现金流量净额分别为 1991.16 亿元和 55.79 亿元，公司现金收入比为 100.01%；公司投资活动产生的现金净额 -64.12 亿元，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金；公司吸收投资收到的现金 83.07 亿元，主要系子公司蓝星石化和油气公司引入战略投资者所收到的投资资金，公司筹资活动产生的现金净额 26.44 亿元。

总体看，公司收入现金实现质量一般，虽然投资活动有所放缓，但规模仍较大，且到期债务规模高企。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司流动比率波动上升、速动比率呈上升趋势，2013 年底分别为 82.11% 和 55.73%，公司流动比率、速动比率总体处于较低水平；截至 2014 年 9 月底，两项指标分别上升至 91.22% 和 60.66%，但仍处于较低水平；2011~2013 年，公司经营现金流动负债比小幅波动，三年平均值为 7.48%，2013 年底为 7.31%。总体看，公司短期偿债能力弱，短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2011~2013 年，公司 EBITDA 逐年较快增长，2013 年为 187.78

亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数呈波动下降的态势，三年平均值为 1.90 倍，2013 年为 1.82 倍；公司全部债务/EBITDA 呈下降趋势，三年平均值为 9.20 倍，2013 年为 8.90 倍。总体看，公司近两年投资支出规模些许放缓，公司举债频率有所缓和，公司长期偿债能力尚可。

截至 2013 年底，公司对外担保 147.47 亿元，担保比率为 35.21%，对外担保比率较高。

公司与多家银行合作良好，截至 2014 年 9 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 2814 亿元，未使用额度 1435 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。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（机构信用代码：G1011010801148010I），截至 2014 年 10 月 30 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 20.03 亿元关注类保证担保；近三年到期的债务融资工具均已按时还本付息。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，各项管理制度健全规范，近年来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强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据发行额度为 25 亿元，在

公司赎回前长期存续，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，发行后将在现有全部债务的基础上增加 25 亿元有息债务，占 2014 年 9 月底全部债务的 1.44%，长期债务的 3.27%，对公司现有债务影响小。

截至 2014 年 9 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 82.58%、77.90%和 60.87%；以公司 2014 年 9 月底财务数据为基础，考虑到公司分别于 10 月和 11 月发行的额度为 14 亿元和 30 亿元的两期中期票据，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 83.00%、78.57%和 62.91%，公司债务负担将略有加重。考虑到本期中期票据及另外两期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，公司实际债务比率将小于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013 年，公司经营活动现金流入规模大且呈逐年较快增长的态势，分别为本期中期票据发行额度的 78.87 倍、89.47 倍和 94.62 倍；公司经营活动获取的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 3.65 倍、4.70 倍和 4.43 倍，公司经营活动现金流对本期中期票据覆盖程度高。同期，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 6.24 倍、7.32 倍和 7.51 倍。

总体看，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据额度保障程度高。此外，公司利息递延支付的可能性较小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十、结论

化工行业周期性强，行业产能过剩尚未释放，市场竞争激烈，行业持续面临整合和洗牌，拥有较强技术实力和规模优势的企业将获得更加良好的发展环境。

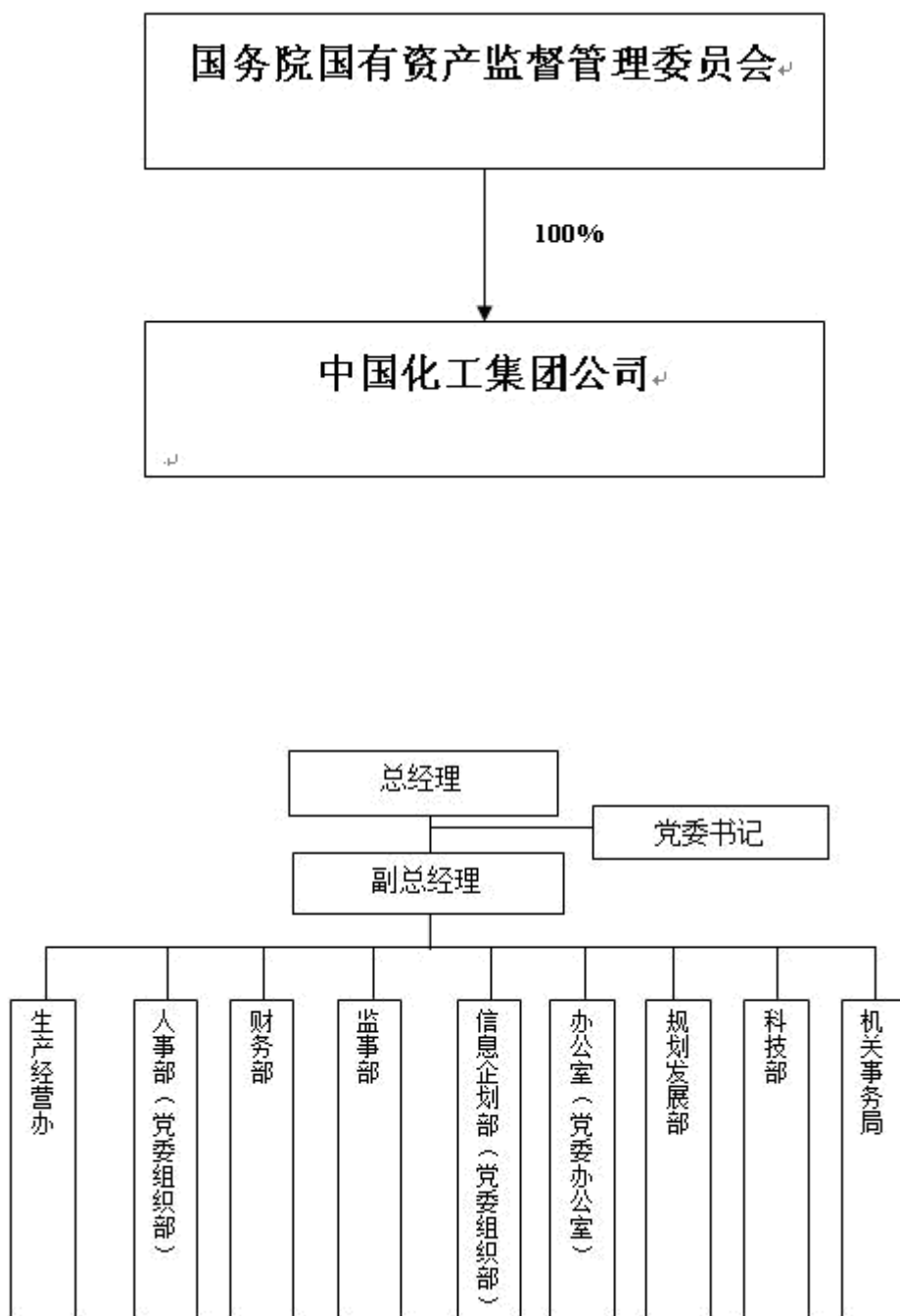
公司是中国大型综合化工企业集团之一，经过近年的兼并、重组、整合，公司已经形成了以化工新材料为首的六大业务板块，产业布局逐渐清晰，在多项细分领域已经形成了明显的规模和技术优势，核心竞争力强。

目前，公司资产质量尚可，公司所有者权益稳定性一般，债务负担重。未来随着新建项目的陆续投产、重组整合效应的发挥，公司利润水平有望提升，公司盈利能力有望改善。

本期中期票据属债券创新品种，含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司股权结构图及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	296.31	296.30	285.43	282.43
资产总额(亿元)	2477.01	2674.20	2725.11	2820.48
所有者权益(亿元)	384.18	404.44	418.88	491.30
短期债务(亿元)	848.00	979.93	976.98	967.44
长期债务(亿元)	706.97	700.81	693.59	764.38
全部债务(亿元)	1554.97	1680.73	1670.57	1731.82
营业收入(亿元)	1791.25	2016.95	2440.36	1910.03
利润总额(亿元)	21.61	5.81	6.20	7.89
EBITDA(亿元)	155.94	183.00	187.78	--
经营性净现金流(亿元)	91.34	117.51	110.66	55.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.23	11.01	9.83	--
存货周转次数(次)	4.24	4.55	5.43	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.78	0.90	--
现金收入比(%)	108.46	105.12	93.64	100.01
营业利润率(%)	11.20	11.98	10.08	10.63
总资本收益率(%)	3.43	3.41	4.06	--
净资产收益率(%)	1.82	-3.60	-2.30	--
长期债务资本化比率(%)	64.79	63.41	62.35	60.87
全部债务资本化比率(%)	80.19	80.60	79.95	77.90
资产负债率(%)	84.49	84.88	84.63	82.58
流动比率(%)	77.41	76.76	82.11	91.22
速动比率(%)	48.45	49.22	55.73	60.66
经营现金流动负债比(%)	7.12	8.00	7.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	1.91	1.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.97	9.18	8.90	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	78.87	89.47	94.62	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.65	4.70	4.43	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	6.24	7.32	7.51	--

注：1. 2014 年前三季度财务数据未经审计；

2. 2013 年及 2014 年 3 季度长期应付款计入长期债务核算。

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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

联合资信评估有限公司关于 中国化工集团公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

中国化工集团公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。中国化工集团公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，中国化工集团公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国化工集团公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国化工集团公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如中国化工集团公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送中国化工集团公司、主管部门、交易机构等。

