跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1376 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“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”、“16中化工MTN001”、“17中化工MTN001”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十六日

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

中国化工集团公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 中化工 MTN1	25 亿元	2017/8/31	AAA	AAA
14 中化工 MTN001	12 亿元	2019/5/16	AAA	AAA
14 中化工 MTN002	14 亿元	2019/10/22	AAA	AAA
*14 中化工 MTN003[1]	30 亿元	2017/11/24	AAA	AAA
*15 中化工 MTN001	25 亿元	2020/4/22	AAA	AAA
15 中化工 MTN002	30 亿元	2020/11/4	AAA	AAA
*15 中化工 MTN003	25 亿元	2020/11/23	AAA	AAA
*16 中化工 MTN001	25 亿元	2019/11/4	AAA	AAA
17 中化工 MTN001	25 亿元	2020/4/17	AAA	AAA

评级时间：2017 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	256.87	434.25	539.27	495.49
资产总额(亿元)	2720.72	3725.14	3776.42	3761.06
所有者权益(亿元)	504.23	706.57	718.44	725.92
短期债务(亿元)	980.10	1447.99	795.10	933.75
长期债务(亿元)	658.72	921.00	1519.62	1422.84
全部债务(亿元)	1638.82	2368.99	2314.73	2356.59
营业收入(亿元)	2576.31	2602.53	3001.27	837.07
利润总额(亿元)	20.12	32.10	51.54	12.27
EBITDA(亿元)	201.91	228.41	292.69	--
经营性净现金流(亿元)	115.58	223.29	285.14	44.56
营业利润率(%)	11.43	14.01	16.20	14.91
净资产收益率(%)	0.45	0.17	3.54	--
资产负债率(%)	81.47	81.03	80.98	80.70
全部债务资本化比率(%)	76.47	77.03	76.31	76.45
流动比率(%)	87.93	79.97	118.19	115.40
经营现金流动负债比(%)	7.78	10.91	20.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	10.37	7.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.06	2.20	2.46	--

注：1、2017 年一季度财务数据未经审计；2、长期应付款中的融资租赁款和永续债券计入长期债务。

[1]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，2017 年 6 月，公司宣布完成对瑞士先正达的交割，预期将大幅提升公司农化板块技术水平和国际市场竞争力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司相关化工产品产能过剩以及债务负担重等因素对公司信用水平带来的负面影响。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“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”、“16中化工MTN001”、“17中化工MTN001”的信用等级为AAA。

优势

1. 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，公司宣布完成对瑞士先正达的交割，预期将大幅提升公司农化板块技术水平和国际市场竞争力。
3. 随着耐倍力的收购，公司橡胶轮胎板块收入大幅提升。
4. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对存续期内债券保障程度较高。

分析师

牛文婧　张 博

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

关注

1. 目前国内化工行业产能过剩，公司面临一定的经营压力。
2. 氯碱化工业务已不是公司核心业务，公司正在逐步退出该项业务，联合资信将持续关注其退出情况。
3. 公司债务负担重，短期偿付压力大。
4. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中国化工集团公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国化工集团公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中国化工集团公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中国化工集团公司（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 2017 年 3 月底，公司注册资本为 110.10 亿元，国务院国资委持有公司 100%股权，为公司实际控制人。公司实收资本已增至 115.80 亿元，注册资本尚未进行工商变更。

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

截至 2017 年 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 家二级子公司；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、监事部（纪委办公室）、企划部（党委宣传部）、管理与信息部、科技部和商务部等职能部门。

2017 年 6 月 8 日，公司宣布完成对瑞士先正达的交割，公司拥有先正达 94.70%的股份，下一步按照相关法律法规办理手续后，将推动先正达股票从瑞士交易所退市、美国存托凭证（ADS）从纽约交易所退市。

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

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 3761.06 亿元，所有者权益 725.92 亿元（含少数股东权益 475.59 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 837.07 亿元，利润总额 12.27 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区北四环西路 62 号；法定代表人：任建新。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司共有 9 期中期票据在存续期内，募集资金按照规定用途进行使用，不存在用途变更情况，跟踪期内，相关债券已按期付息。

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
12 中化工 MTN1	25	25	2012/8/31	2017/8/31
14 中化工 MTN001	12	12	2014/5/16	2019/5/16
14 中化工 MTN002	14	14	2014/10/22	2019/10/22
*14 中化工 MTN003	30	30	2014/11/24	2017/11/24
*15 中化工 MTN001	25	25	2015/4/22	2020/4/22
15 中化工 MTN002	30	30	2015/11/4	2020/11/4
*15 中化工 MTN003	25	25	2015/11/23	2020/11/23
*16 中化工 MTN001	25	25	2016/11/4	2019/11/4
17 中化工 MTN001	25	25	2017/4/17	2020/4/17

资料来源：wind资讯

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。

公司存续期债券中，“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”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。

基于“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”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，“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”如不赎回，“14 中化工 MTN003”和“16 中化工 MTN001”从第 4 个计息年开始每 3 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；“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003” 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。从票面利率角度分析，公司在“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”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较大。

（3）“14中化工MTN003”、“15中化工MTN001”、“15中化工MTN003”、“16中化工MTN001”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。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，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，“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”属债券创新品种，具有公司可赎回权、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“14 中化工 MTN003”、“15 中化工 MTN001”、“15 中化工 MTN003”、“16 中化工 MTN001”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相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工

业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

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

1. 化工新材料行业

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

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

表2 有机硅主要产品类别

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

资料来源：联合资信整理

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

市场供求方面，受益于汽车、建筑、日用化学等行业的发展，近年来全球有机硅工业保持了8%的增长速度，亚洲市场（除日本外）保持约10%左右的增速；中国有机硅市场则呈现了高速的增长态势，截至到2015年底中国有机硅单体产能约为272万吨，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出厂价在13100~13300元/吨区间，2016年10月国内有机硅DMC出厂价呈现上升趋势，截至2017年2月底国内有机硅DMC出厂价达到20000元/吨左右。

总体来看，由于有机硅产品自身的优良特性和广泛的消费用途，中国的有机硅产品仍有广阔的市场空间，规模化生产商持续占有主导地位。从国际有机硅产业的发展趋势来看，有机硅产业链下游空间广阔，众多新兴的市场，为有机硅产业链的延伸提供了市场机遇和空间，规模较大的单体生产企业拥有向下游延伸的资源保障能力和规模优势，竞争优势将更加明显。同时，中国有机硅行业近年来投资趋热，产能迅速增长已经对产品销售和市场价格构成了阶段性冲击，产能过剩问题突出，供给相对过剩导致有机硅单体及中间产品硅氧烷（DMC）价格持续下降，以及面临着国际有机硅巨头企业的冲击，行业出现震荡情况，但随着行业周期性复苏，2017年以来有机硅单体及中间产品价格呈现上升趋势，行业复苏情况有待继续关注。

2. 氯碱行业

行业概况

用电解饱和NaCl溶液的方法来制取

NaOH、Cl_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。

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

行业关注

近年来，国内氯碱行业饱受产能过剩的影响，开工率普遍不足，虽然行业不断整合，新项目投产数量有所减少，但依旧难以迅速缓解氯碱行业存在的供需矛盾。以烧碱为例，截至 2015 年底国内烧碱产能约为 4000 万吨，而烧碱产量为 3028.20 万吨，行业平均开工率不足 80%，主要系受需求不振的影响。PVC 市场供需矛盾同样较为严峻，2015 年底国内 PVC 总产能为 2216 万吨/年，行业开工率为 72.2%。目前中国氯碱相关行业开工率较低，加之较低的产能利用率带来的高成本，中国氯碱行业的可持续发展面临诸多挑战。

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

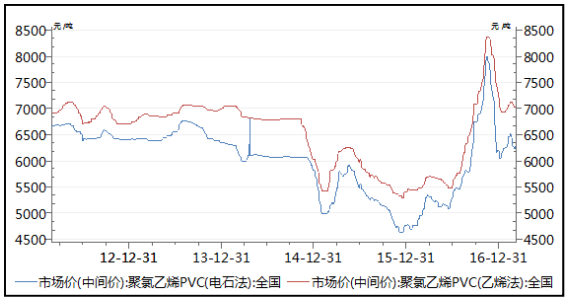
图 1 烧碱价格走势图



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，呈现上升趋势，到 2017 年价格开始回落。以电石法 PVC 全国市场中间价为例，在 2016 年 11 月价格达到 7994 元/吨左右，2017 年价格出现回落，截至 2017 年 3 月 8 日价格为 6283 元/吨。

图 2 PVC 价格走势图



资料来源：Wind 资讯

行业政策及发展

2011 年 7 月，氯碱行业“十二五规划”出台，政策将引导行业从以单纯规模扩张为目的的增长转变为以产业结构调整，提升行业增长质量的新阶段。规划在严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业整合、推进技术进入和自主创新、促进氯碱行业与石油化工、新型煤化工结合方面提出了政策建议措施。

2013 年，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”或“发改委”）颁布《国家发展改革委关于修改＜产业结构调整指导目录（2011 年本）＞有关条款的决定》，相关规定中限制类项目为 20 万吨／年以下乙炔法聚

氯乙烯、起始规模小于 30 万吨/年的乙烯氧氯化法聚氯乙烯、聚氯乙烯普通人造革生产线、聚氯乙烯（PVC）食品保鲜包装膜。淘汰类项目隔膜法烧碱（2015 年）生产装置、高汞催化剂（氯化汞含量 6.5%以上）和使用高汞催化剂的乙炔法聚氯乙烯生产装置（2015 年）。

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

3. 石油化工炼化行业

行业概况

石油产品是重要的战略资源，随着中国经济的快速发展，石油在中国一次能源消费中所占的比重迅速上升，目前已经成为影响中国经济增长的重要因素之一。作为重要的战略性支柱行业，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，2016 年原油产量出现下降，进口量加大，原油对外依存度增高。根据 Wind 资讯数据，2016 年中国生产原油 2.00 亿吨，同比减少 7.01%，进口原油 3.81 亿吨，同比增长 13.56%，原油表观消费量为 5.78 亿吨，同比增长 5.55%。由于国内原油产能增长缓慢及国际油价大幅下跌等因素共同作用，中国原油供应对外依存度持续处于高水平。2016 年底中国原油对外依存度达到 65.44%，同比增长 4.67 个百分点，对外依存度进一步扩大。

表 3 中国原油消费平衡情况（单位：万吨、%）

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

资料来源：Wind 资讯

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

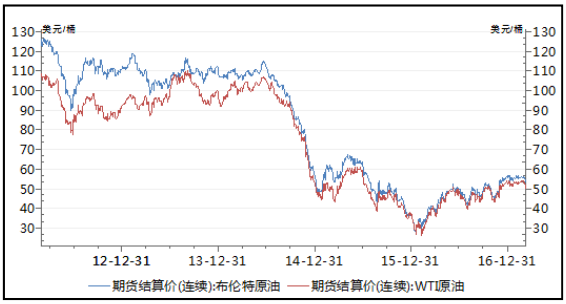
价格情况

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

2014年前三季度，国际原油价格震荡中略有下降，以英国北海布伦特原油期货价格为例，由2014年1月2日的107.53美元/桶下降至2014年9月30日的93.17美元/桶；进入第四季度，世界经济复苏低于预期导致需求放缓以及美国页岩气发展导致全球原油总供应量增加，国际原油价格大幅下行，由2014年10月1日的93.51美元/桶下降至2014年12月26日的57.83美元/桶。2015年，国际原油价格持续下行，连续跌破多个支撑价格，截至2015年12月31日英国北海布伦特原油期货价格仅为35.70美元/桶。自进入2016年以来，布伦特原油期货价格受主要原油供应国减产预期的影响，呈现反弹趋势，截至2017年3月8日收于53.11美元/桶。从短期看，受制于全球经济形势低迷，国际原油

价格持续上升的趋势面临较大阻力。

图 3　国际原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯

成品油定价方面，2013年3月末，国家发改委调整了成品油定价机制，主要内容包括：将成品油调价周期从22个工作日缩短为10个工作日；取消平均价格波动4%的幅度限制并调整挂靠油种，但是如果10个工作日汽柴油价格变动幅度不足每升5分钱，将不做调整，移到下一次调价合并计算。此次发改委推出的完善成品油价格形成新机制是在原来价格形成机制基础之上所做的进一步完善。完善后的成品油定价机制使国内油价能更为灵敏地反映国际油价变化，可以减少因调价周期过长而引发的市场行情失真。2013年9月，发改委宣布今后两年各地车用汽、柴油质量升级至第四阶段，每吨分别加价290元（约每升0.21元）、370元（约每升0.32元）；2017年年底后，升级至第五阶段时，每吨分别加价170元和160元。

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

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

行业关注

（1）相关税费政策的调整影响企业成本

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

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

（2）国际原油价格持续下行

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

且预计后市还将低位运行。

行业发展

（1）推动行业绿色低碳安全发展

近年，国家提出石油化工行业应积极发展绿色低碳经济，大力推进节能减排，发展循环经济。目前国家正全面贯彻落实环境保护相关法律法规和有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，国家发改委发布了《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（发改价格【2013】1246 号）。通知决定自 2013 年 7 月 10 日起，开始实施新的天然气价格调整方案，调整非居民用天然气价格。按照市场化取向，建立起反映市场供求和资源稀缺程度的与可替代能源价格挂钩的动态调整机制。区分存量气和增量气，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气等可替代能源保持合理比价的水平；存量气价格分步到位。天然气价格管理由出厂环节调整为门站环节，门站价格为政府指导价，实行最高上限价格管理。相关政策的出台将进一步优化市场环境。

（2）原油进口使用权及进口资质双双放开

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

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

4. 农用化学品行业

（1）尿素

尿素属于高浓度氮肥（含氮量 46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

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

表 4　近年中国尿素产量情况　（单位：万吨）

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

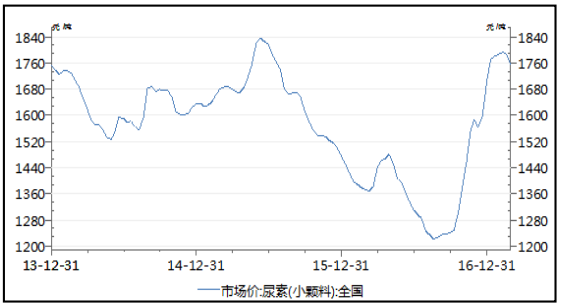
资料来源：Wind 资讯

需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为 10%左右）和对外出口，国

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

市场价格方面，2014 年，尿素价格持续下跌，2014 年 5 月，尿素价格跌至低点 1490 元/吨，6 月开始，尿素价格有所回升，直到 2015 年 6 月尿素价格达到近三年最高点 1837.60 元/吨，但受宏观经济增速下滑、下游需求不振导致产能过剩矛盾突显等因素影响，后市尿素价格呈快速下滑趋势，2016 年 6 月尿素价格触底反弹，截至 2017 年 2 月 28 日，尿素价格为 1754.20 元/吨。

图 4　尿素价格走势



资料来源：Wind 资讯

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

（2）农药

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

随着生产能力的国际转移，中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求，过剩产品主要出口。从产品结构来看，中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主，杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比，在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果，需求刚性突出。随着近年中国对农业的政策倾斜，农业种植积极性大幅提高，并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区，上述省份农药产量合计占中国农药总产量的 70%以上。2014 年中国化学农药原药产量为 374.40 万吨，同比增长 17.39%；2015 年中国化学农药原药产量为 374.00 万吨，同比下滑 0.11%；2016 年中国化学农药原药产量为 337.80 万吨，同比减少 9.68%。

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

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

整合。

5. 轮胎及橡胶行业

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

表 5 近年中国轮胎及其原料产量

（单位：亿条、万吨）

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

资料来源：Wind 资讯

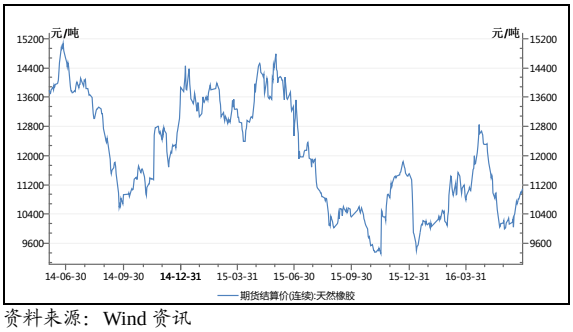
从细分市场来看，国内轮胎企业在全钢载重子午线轮胎方面具有相对优势地位。由于中国路况与发达国家差异加大，载重卡车超载等因素一度长期存在，国外生产厂商未选择全钢载重子午胎细分市场发展，而是集中于适用于轿车和轻型卡车方向的半钢子午轮胎市场。目前，中国全钢载重子午胎市场中国内企业占据绝对的市场份额。随着中国乘用车产销量增长，国内轮胎企业扩大半钢子午胎投资力度，并与国外厂商展开竞争。从国内市场来看，国内轮胎企业数量较多，行业集中度偏低，引发无序竞争，盲目扩张和价格战导致产能过剩，企业的盈利能力收到影响。国内轮胎产能在 2010 年就达到饱和状态，总产量是 4.43 亿条。其中，子午胎产量是 3.75 亿条。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。

图 5 上海期货交易所天然橡胶期货结算价

（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

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

近年来，世界经济复苏缓慢、下游需求减少以及天然橡胶产量上升带来的库存积压过多，橡胶价格呈震荡下跌趋势。2011 年以来，外资轮胎企业如米其林、普利司通、固铂、韩泰、锦湖、横滨、住友等均宣布在中国轮胎配套和替换市场提价。中国国内轮胎企业如双钱、三角、杭橡、贵轮、风神、玲珑、华南等轮胎公司也上调了轮胎出厂价格。近年来，橡胶价格进入下降通道，轮胎行业成本随之下降，企业成本压力得到释放。

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

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 110.10 亿元，实收资本 115.80 亿元，国务院国资委持有公司 100%股权，为公司实际控制人。公司注册资本尚未进行工商变更。

2. 企业规模和竞争优势

公司为国务院国资委管理的国有大型企业，在《财富》杂志公布的“2017 年世界 500 强企业”中名列第 211 位，比 2016 年提升 23 位。

截至 2017 年 3 月底，公司下属共有 16 家二级子公司，分别为蓝星公司、昊华总公司、中国昊华化工集团股份有限公司、中国化工农化总公司（以下简称“农化公司”）、中国化工装备有限公司（以下简称“装备公司”）、中国化工橡胶有限公司（以下简称“橡胶公司”）、中国化工油气股份有限公司（以下简称“油气公司”）、中国化工财务有限公司、中车汽修（集团）总公司（以下简称“中车汽修”）、中蓝石化总公司、青岛黄海橡胶集团有限公司、中国化工信息中心、中国化工资产公司、中国化工科学研究院、中国化工博物馆以及蓝星信息设备（集团）总公司；二级子公司为专业集中型公司，生产经营对集团公司负责，并对下属三级子公司的生产经营活动进行监督和指导。

公司控股“安迪苏”、“沈阳化工”、“沙隆达”、“沧州大化”、“天科股份”、“风神股份”、“天华院”等七家境内 A 股上市公司；以及法国安迪苏公司（以下简称“安迪苏”）、法国蓝星有机硅公司（收购罗地亚有机硅业务后组建）、澳大利亚凯诺斯（Qenos）控股公司、挪威（Elkem）公司、以色列马克西姆—阿甘（MAI）公司、爪卡（Drakkar）控股有限公司、意大利倍耐力（Pirelli）以及德国克劳斯玛菲（KraussMaffei）集团、中化工（新加坡）有限公司 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。

总体看，公司整体基础素质较好，在化工领域综合竞争实力强。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、高管人员和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

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、氯碱化工、农用化学品、橡胶及橡胶机械、化工科研及开发六大主要业务板块，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。

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

表 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		2017 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	营业收入	毛利率
石油加工及炼化产品	1258.90	6.13	1274.00	5.57	1324.25	5.34	453.62	3.65
化工新材料及特种化学品	545.22	16.82	518.64	24.28	517.64	34.78	126.08	17.78
氯碱化工	103.60	8.38	85.48	10.32	98.42	15.13	17.59	39.68
农用化学品	319.90	25.52	271.35	26.27	256.51	28.88	60.84	36.57
橡胶及橡胶机械	116.87	20.06	244.64	30.29	533.63	24.48	131.98	36.95
化工科研及开发	21.55	28.91	25.07	24.17	24.32	28.80	3.49	19.83
其他	210.27	8.33	183.35	12.70	246.51	11.75	43.48	29.28
合计	**2576.31**	**11.89**	**2602.53**	**14.63**	**3001.27**	**16.87**	**837.07**	**15.58**

资料来源：公司年报及公司提供

毛利率方面，2016 年，石油加工及炼化产品板块毛利率为 5.34%，保持平稳；化工新材料及特种化学品毛利率为 34.78%，增长 10.50 个百分点，主要受益化工产品市场回暖，价格上升，以及淘汰低毛利产品的生产所致；氯碱化工毛利率为 15.13%，增长 4.81 个百分点；农用化学品毛利率为 28.88%，毛利率小幅提升主要系安稻麦公司毛利率提高所致；橡胶及橡胶机械为 24.48%，毛利率同比下滑主要系原材料价格在 2016 年大幅增长所致，使得公司毛利空间受到大幅积压。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 837.07 亿元，占 2016 年收入 27.89%。同期，公司综合毛利率为 15.58%，较 2016 年下降 1.29 个百分点。

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，随着化工产品价格上升，综合毛利率有所提高。

2. 各板块生产经营

（1）石油化工及炼化产品

石油化工业务是公司“油头化尾”工艺路线的重要基础，为化工新材料和基础化学品的生产提供所需的中间体及化工原料。公司石油化工及炼化产品板块业务主要是炼油和油品贸易，公司目前有 11 家炼油企业，主要分布在油气公司和中蓝石化总公司，油品贸易采取

到岸价格进行交易，一定程度上可以避免原油价格的波动。

截至 2016 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 1520 万吨/年，综合加工能力在行业内位居前列；并拥有铁路专用线、5 万吨级原油码头、260 万立方米原油储罐、110 公里原油和成品油长输管线，年输送原油和成品油能力分别为 1600 和 500 万吨。

表 7 公司原油加工量及成品油销量情况（单位：万吨）

项目名称	2014	2015 年	2016 年	17 年 1~3 月
原油加工量	1660.9	1694.49	1891.92	508.11
汽油销量	326.97	327.70	265.84	65.16
柴油销量	721.08	392.40	323.38	70.93

资料来源：公司提供

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

随着中国原油供应对外依存度持续增高，公司将为国家承担国际原油储备任务，届时公司将会获得政策性银行的拨款，公司在行业内的影响力也将会增加。

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

（2）化工新材料及特种化学品

公司新材料板块主要集中于蓝星公司，目前拥有有机硅、有机氟、蛋氨酸、PBT 树脂、聚氯乙烯糊树脂、POM、PC、PPO、聚苯硫醚、环氧树脂、聚氨酯、聚苯酯、六氟化硫、气相白炭黑、钛白粉、高性能纤维、工业涂料等几十种高技术含量、高附加值产品的开发和生产基地。

表 8　2016 年公司部分化工产品销量情况

（单位：万吨、%）

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

资料来源：公司提供

有机硅

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

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

工程塑料

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

蛋氨酸

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

聚氯乙烯糊树脂

公司下属的沈阳化工股份有限公司（以下简称“沈阳化工”）是亚洲最大、世界第四的聚氯乙烯糊树脂生产企业。2016 年，公司共有聚氯乙烯糊树脂产能 14 万吨/年，销售糊树脂

8.11 万吨。沈阳化工搬迁改造项目已于 2016 年完成，由铁西区搬迁至化学工业园，目前尚未达产，达产后产能为 20 万吨/年烧碱、20 万吨/年 PVC、1500 吨/年气相白炭黑及配套设施。

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

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

（3）氯碱化工

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

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，氯碱化工业务已不是公司核心业务，公司正在逐步退出该项业务。

（4）橡胶及橡塑机械

公司橡胶业务由下属的中国化工橡胶有限公司（以下简称“橡胶公司”）负责，其主要由风神轮胎股份有限公司（以下简称“风神股份”）、青岛黄海橡胶有限公司（以下简称“黄海橡胶”）和中国化工橡胶桂林有限公司（以下简称“桂林橡胶公司”）等 7 家成员公司组成。风神股份为上海证券交易所上市公司，是世界轮胎 24 强，中国最大的全钢载重子午线轮胎重点生产企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业，也是公司橡胶轮胎业务收入及利润主要贡献来源。公司全钢子午胎、半钢子午胎、航空轮胎、巨型工程胎合计产能居国内行业前三位。

公司轮胎产品种类齐全，拥有全钢子午胎、半钢子午胎、以及航空轮胎、巨型工程胎生产线和聚硫橡胶、橡胶密封制品、新工艺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。

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

表 9　公司橡胶机械销量情况（单位：台、万吨）

产品名称	2014 年	2015 年	2016 年
硫化机	942	1527	361
密炼机	71	80	25
离子膜电解槽	71	59	58.70

资料来源：公司提供

2016 年，公司橡胶及橡塑机械产品实现收入为 533.63 亿元，同比大幅增长，主要系倍耐

力并购完成合并其全年报表所致。橡胶及橡塑机械产品板块合并抵消前利润总额为 11.04 亿元。

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

（5）农用化学品

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

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

表 10 公司农药化肥主要产品销量情况（单位：万吨）

产品类别	2014 年	2015 年	2016 年
杀虫剂	5.14	3.60	2.89
除草剂	3.69	1.40	1.15
尿素	141.18	133.60	72.83

资料来源：公司提供

2017 年 6 月 8 日公司宣布完成对瑞士先正达的交割。截至目前，公司拥有先正达股份 94.7%，下一步按照相关法律法规办理手续后，将推动先正达股票从瑞士交易所退市、美国存托凭证（ADS）从纽约交易所退市。先正达是全球第一大农药、第三大种子农化高科技公司，有 259 年历史。拥有农药、种子、草坪和园艺三大业务板块，是全球最具价值的农化品牌。2016 年销售收入 900 亿元，净利润 84 亿元。其中，农药和种子分别占全球市场份额的 20%和 8%。

3. 经营效率

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

4. 在建项目及未来发展

在建工程

目前，公司重点在建项目包括沈阳化工股份搬迁改造、华星石化油品质量升级等 11 个项目，计划总投资 96.70 亿元。截至 2017 年 3 月底，公司重点在建项目累计完成投资 81.82 亿元。

表 11 公司重点在建项目情况 （单位：万元）

序号	项目	建设内容和规模	计划总投资	截至 2017 年 3 月底累计投资金额
1	油品质量升级项目	新建 100 万吨/年连续重整、70 万吨/年芳烃抽提、180 万吨/年加氢改质、8 万吨/年硫磺回收装置及储运、公用工程等。	196597.00	151449.00
2	油品质量升级项目	新建 80 万吨/年连续重整装置、140 万吨/年加氢改质装置、5 万吨/年硫磺回收装置、4 万标立/小时 PSA 装置以及配套锅炉、储运、公用工程等。	174750.00	136370.00
3	15 万吨/年石脑油改质装置	建设 15 万吨/年石脑油改质装置，配套建设 5000 标立/小时 PSA 以及储运系统等。	19175.00	19175.00
4	采用无汞新工艺改造年产 20 万吨 PVC 装置节能减排项目	20 万吨/年二氯乙烷、乙炔催化重整生产氯乙烯装置，配套灌区，公用工程相关设施。	27898.60	20120.83

5	海水淡化技术装备制造基地	建设年产 160 万平方米的反渗透膜和纳滤膜生产线，100 万平方米的超滤膜生产线，年施工能力达 70 万吨/日的海水淡化及水处理成套生产线。	43309.00	42628.60
6	沈阳化工股份搬迁改造项目	整体搬迁，建设 20 万吨烧碱、20 万吨 PVC 糊树脂、1500 吨/年气相白炭黑项目及配用设施。	228418.63	224450.00
7	5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程项目	新建高品质聚四氟乙烯悬浮树脂 5000t/a；配套建成全氟正丙基乙烯基醚单体 20 吨/年装置、冷冻站改造、库房、35KV 变电站等，对四氟乙烯单体进行改扩建，新增 6000 吨/年能力。	33149.00	15748.00
8	搬迁新建项目	搬迁炼胶车间、胶管车间、总成车间、模制品车间及研发指挥中心等；智能化生产线。生产规模：胶管类产品 800 万 Bm；总成类产品 4100 万根；模压制品类 200 万件。	46500.00	20798.40
9	合成氨原料路线改造项目	年产合成氨 30 万吨，包括煤气化、空分、变换、脱硫脱碳、液氮洗、压缩、合成等及与配套三废治理、辅助、公用工程系统等。	155900.00	148970.00
10	噁草酮原药扩能搬迁项目	新建一套 800t/a 恶草酮原药生产装置及相应辅助配套设施。	10141.55	10000.00
11	60kt/a(一期 45kt/a）农药制剂项目	建设 5 条制剂生产线和包装线，采用 ADAMA 公司的最新工艺，生产除草剂、杀虫/菌剂两大类。	31189.00	28504.00
合计		--	**967027.78**	**818213.80**

资料来源：公司提供

未来发展

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

九、重大事项

2017 年 6 月 8 日公司宣布完成对瑞士先正达的交割。截至目前，公司拥有先正达股份 94.7%，下一步按照相关法律法规办理手续后，将推动先正达股票从瑞士交易所退市、美国存托凭证（ADS）从纽约交易所退市。

2015 年以来，全球农化行业掀起重组浪潮，美国杜邦和陶氏宣布合并，德国拜耳宣布收购美国孟山都，公司抓住国际化工行业重组的重要机遇收购瑞士先正达，跻身全球农化行业第一梯队。

2016 年 2 月公司与先正达签署收购协议后，此项收购经过了相关国家政府的严格审批，最终通过包括美国外国投资委员会（CFIUS）等 11 个国家的投资审查机构和美国、欧盟等 20 个国家和地区反垄断机构的审查。公司通过自有资金带动其他各类金融机构，以及国际银团贷款、商业贷款等方式，完成了 430 亿美元的市场化融资。

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

十、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2016 年财务报表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 2017 年一季度财务报表未经审计。

2016 年，公司财务报表合并范围新增子公

司 3 家，分别为中化工油气（香港）有限公司、中国农化世纪（香港）有限公司、中国化工装备（香港）有限公司；不再纳入合并范围子公司有：中国化工新材料有限公司及其子公司、四平市天科气体有限公司、咸阳赛福防腐设备有限公司、中达化工发展有限公司、安徽省化工设计院、沧州大华新星工贸有限责任公司、Targetgene Biotechnologies Ltd、中蓝长化工程科技有限公司、连云港锦华房地产开发有限公司、沈阳模具厂。

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

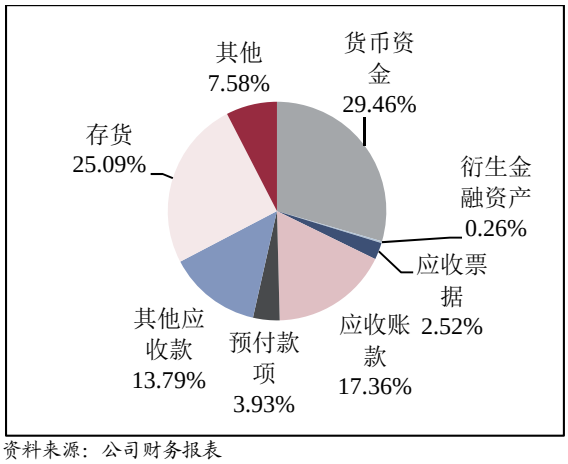
截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 3761.06 亿元，所有者权益 725.92 亿元（含少数股东权益 475.59 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 837.07 亿元，利润总额 12.27 亿元。

2. 资产质量

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

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

图 6 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

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

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

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

2014~2016 年，公司存货有所增长，年均

复合增长率为-2.74%。截至 2016 年底，公司存货为 413.14 亿元，同比增长-11.08%。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品和库存产品，计提跌价准备 16.05 亿元。

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

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

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

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

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

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

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 3761.06 亿元，较 2016 年底下降 0.41%。其中流动资产占 44.94%，非流动资产占 55.06%，资产结构基本稳定。

总体看，2016 年公司资产规模稳定增长，非流动资产占比较高。公司流动资产中货币资金较为充足，但部分使用受限；应收账款账龄较短，坏账准备计提较为充足；其他应收款账龄较长，影响资产流动性。非流动资产中固定资产成新率一般，无形资产增长较快，影响资产流动性。整体看，公司资产流动性一般，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

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

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 725.92 亿元，较 2016 年底增长 1.04%，所有者权益结构变动不大。

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

负债

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

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

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

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

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

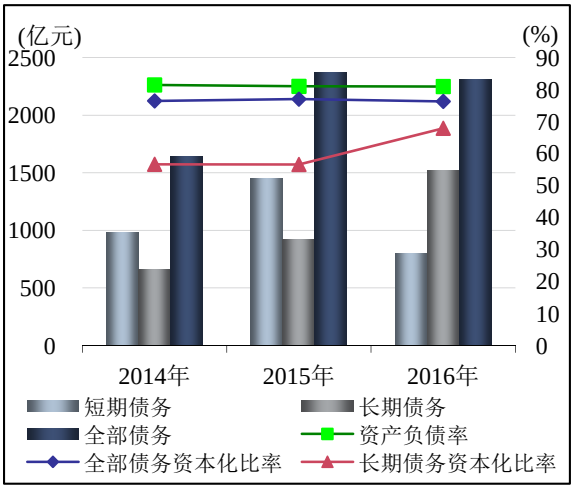
2014~2016 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 50.98%。截至 2016 年底，公司非流动负债合计 1665.07 亿元，主要为长期借款（占 54.86%）、应付债券（占 28.48%）。

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

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

有息债务方面，2014~2016 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长率为 18.85%。截至 2016 年底，公司全部债务为 2314.73 亿元，同比下降 2.29%，其中短期债务占 34.35%，长期债务占 65.65%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率近三年平均值分别为 81.09%、76.56%和 62.25%，截至 2016 年底分别为 80.98%、76.31%和 67.90%，同比分别下降 0.05 个、下降 0.72 个和增长 11.31 个百分点。

图7 公司有息债务情况



资料来源：公司审计报告

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计为 3035.14 亿元，较 2016 年底下降 0.75%。公司全部债务为 2356.59 亿元，其中短期债务占比 39.62%，长期债务占比 60.38%；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 80.70%、76.45%和 66.22%。

总体看，2016 年公司负债规模有所增长，有息债务规模有所控制，有息债务由短期为主转变为长期为主，债务结构有所改善，但公司整体负债水平高，债务负担重。

4. 盈利能力

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

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长率为 32.94%。2016 年，公司期间费用合计为 479.15 亿元，占营业收入的比重为 15.96%，同比增长 3.05%，其中，销售费用为 161.61 亿元，较上年同比增加 58.95%，管理费用和财务费用分别

为 184.20 亿元和 133.34 亿元，较上年同比增长 48.41%和 21.01%。整体看，融资成本、能源成本、人工成本等刚性支出致使公司期间费用维持在较高水平。

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

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

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

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

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 837.07 亿元，占 2016 年全年的 27.89%；营业利润率为 14.91%；实现利润总额 12.27 亿元。

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

5. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长率为 5.33%，2016 年公司经营活动现金流入量主要为销售商品、提供劳务收到的现金，为 3103.52 亿元；同期，公司经营活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长率为 2.65%，2016 年公司经营活动现金流出量主要为购买商品、接受劳务支付的现金，为 2966.17 亿元。2014~2016 年，公司经营活动现金流净额分别为 115.58 亿元、223.29 亿元和 285.14 亿元。收入实现质量方面，2014~2016 年公司现金收入比平均值为 104.32%，2016 年为 103.41%，公司经营活动收现质量较好。

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

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

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 44.56 亿元；公司投资活动现金流量净额为-32.17 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 34.18 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获现能力有所增强，收入实现质量较好；对外投资规模有所控制，对筹资活动依赖性较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年底公司流动比率和速动比率平均值分别为 100.67%和 73.16%，截至 2016 年底分别为 118.19%和 88.53%；截至 2017 年 3 月底，上述比率分别为 115.40%和 86.05%。近三年公司经营现金流动负债比有所提升，分别为 7.78%、10.91%和 20.47%。总体看，公司短期偿债能力有所提升，短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司 EBITDA 有所增长，分别为 201.91 亿元、

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

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

表 12 截至 2016 年底公司担保明细

（单位：万元）

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

资料来源：公司提供

公司与多家银行合作良好，截至 2017 年 3 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 3994.00 亿元，未使用额度 2445.75 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司共有 7 家下属 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1011010801148010I），截至 2017 年 6 月 8 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；公司公开市场发行的债务融资工具均按时还本付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是中国大型综合化工企业集团之一，目前已经形成了以化工新材料为首的六大业务板块，产业布局逐渐清晰，在多项细分领域已经形成了明显的规模和技术优势，核心竞争力强；公司组织结构完善，各项管理制度健全规范，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极强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本跟踪评级报告出具日，公司共有9期中期票据在存续期内，其中“14中化工MTN003”、“15中化工MTN001”、“15中化工MTN003”和“16中化工MTN001”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、2020年和2019年）赎回“14中化工MTN003”、“15中化工MTN001”、“15中化工MTN003” 和“16中化工MTN001”。截至2016年底公司一年内到期的债券余额为55亿元，存续债券余额为211亿元，现金类资产/一年内到期债券余额为9.80倍，经营活动现金流入量/应付债券余额为15.41倍，经营活动现金流净额/应付债券余额1.35倍，EBITDA/应付债券余额1.39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尚可。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项 目	2016 年
一年内到期债券余额	55
现金类资产/一年内到期债券余额	9.80
经营活动现金流入量/应付债券余额	15.41
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.35
EBITDA/应付债券余额	1.39

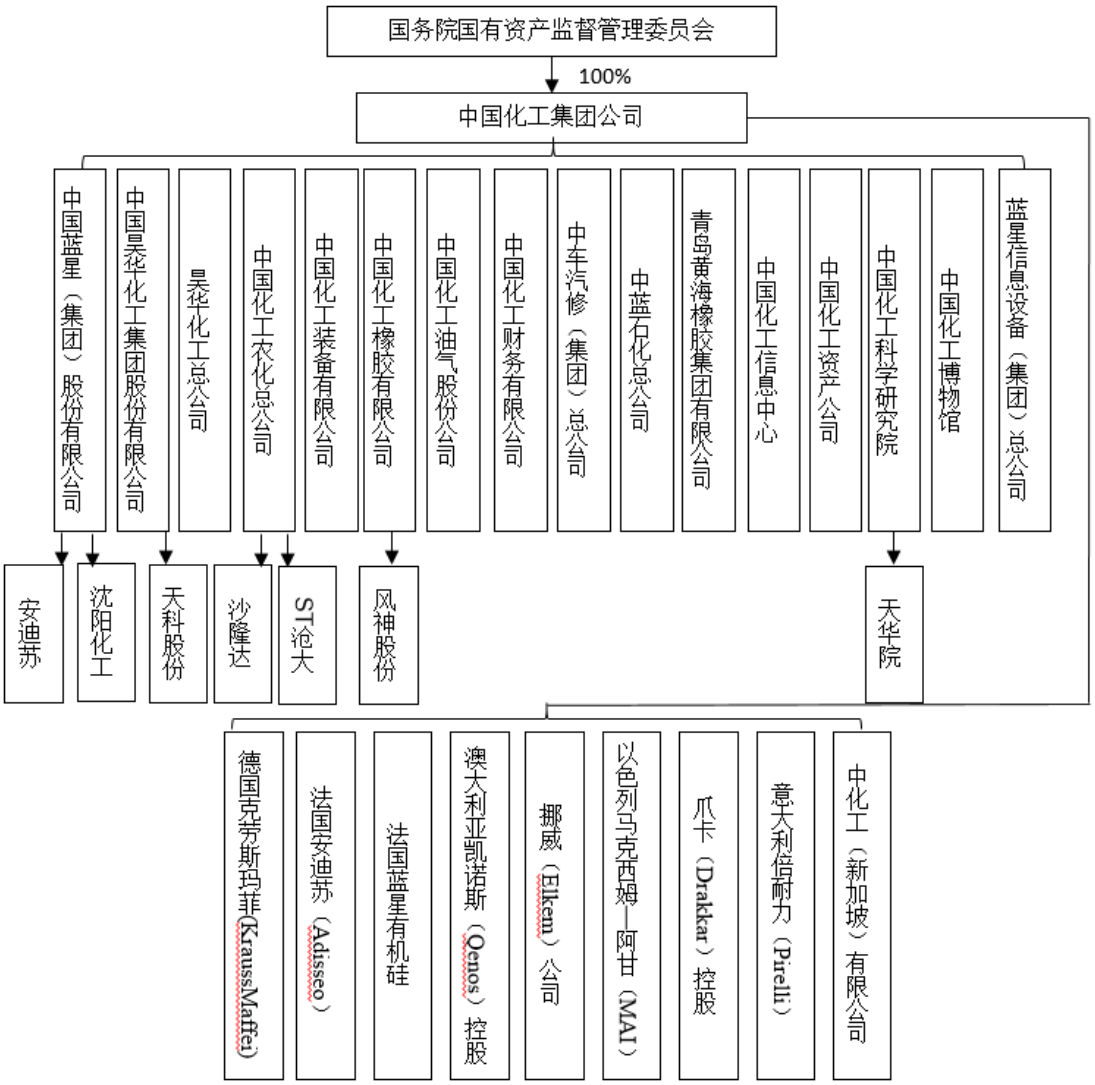
资料来源：联合资信整理

十二、结论

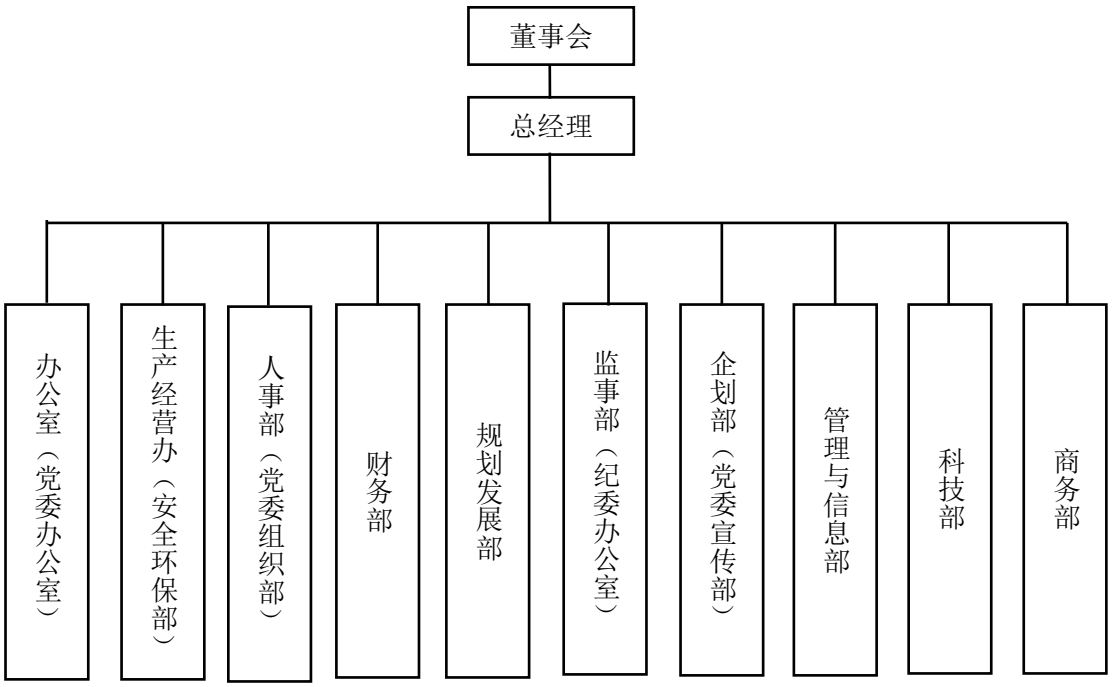
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维

持“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”、“16中化工MTN001”、“17中化工MTN001”的信用等级为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	256.87	434.25	539.27	495.49
资产总额(亿元)	2720.72	3725.14	3776.42	3761.06
所有者权益(亿元)	504.23	706.57	718.44	725.92
短期债务(亿元)	980.10	1447.99	795.10	933.75
长期债务(亿元)	658.72	921.00	1519.62	1422.84
全部债务(亿元)	1638.82	2368.99	2314.73	2356.59
营业收入(亿元)	2576.31	2602.53	3001.27	837.07
利润总额(亿元)	20.12	32.10	51.54	12.27
EBITDA(亿元)	201.91	228.41	292.69	--
经营性净现金流(亿元)	115.58	223.29	285.14	44.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.70	8.89	9.28	--
存货周转次数(次)	5.20	4.93	5.68	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.81	0.80	--
现金收入比(%)	107.94	103.43	103.41	104.89
营业利润率(%)	11.43	14.01	16.20	14.91
总资本收益率(%)	4.36	3.37	4.76	--
净资产收益率(%)	0.45	0.17	3.54	--
长期债务资本化比率(%)	56.64	56.59	67.90	66.22
全部债务资本化比率(%)	76.47	77.03	76.31	76.45
资产负债率(%)	81.47	81.03	80.98	80.70
流动比率(%)	87.93	79.97	118.19	115.40
速动比率(%)	58.54	57.27	88.53	86.05
经营现金流动负债比(%)	7.78	10.91	20.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.06	2.20	2.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	10.37	7.91	--

注：1、2017 年一季度财务数据未经审计；2、长期应付款中的融资租赁款和永续债券计入长期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　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。