

信用等级公告

联合[2014]1744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2014年度第三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
2014年度第三期中期票据的信用等级为
AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年九月九日



中国化工集团公司

2014 年度第三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: 30 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 3 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: 2014 年 9 月 9 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	2477.01	2674.20	2725.11	2801.71
所有者权益(亿元)	384.18	404.44	418.88	499.70
长期债务(亿元)	706.97	700.81	693.59	753.91
全部债务(亿元)	1554.97	1680.73	1670.57	1715.42
营业收入(亿元)	1791.25	2016.95	2440.36	1310.66
利润总额(亿元)	21.61	5.81	6.20	3.18
EBITDA(亿元)	155.94	183.00	187.78	--
经营性净现金流(亿元)	91.34	117.51	110.66	40.13
营业利润率(%)	11.20	11.98	10.08	10.14
净资产收益率(%)	1.82	-3.60	-2.30	--
资产负债率(%)	84.49	84.88	84.63	82.16
全部债务资本化比率(%)	80.19	80.60	79.95	77.44
流动比率(%)	77.41	76.76	82.11	90.08
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)	5.20	6.10	6.26	--

注: 1. 2014 年上半年财务数据未经审计

2. 2013 年及 2014 年上半年长期应付款计入长期债务核算

分析师

王晓辉 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

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。

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。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。

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, 可将其视为公司普通有息债务。

公司现金类资产、经营活动现金流量、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. 公司现金类资产、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，公司盈利能力弱，非经常性损益对利润总额贡献大。
2. 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 2014 年度第三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”）。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、基础化学品、石油加工及炼化产品、农用化学品、橡胶制品、化工装备等六大业务板块，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 6 月底，公司拥有蓝星公司、昊华化工总公司、中国昊华化工集团股份有限公司（以下简称“中国昊华股份”）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 6 月底，公司合并资产总额 2801.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）499.70 亿元。2014 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 1310.66 亿元，利润总额 3.18 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 2014 年注册并一次性发行 30 亿

元中期票据（下称“本期中期票据”）。本期中期票据募集的 30 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 3 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 3 个计息年度利率保持不变，自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。前 3 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 4 个计息年度开始票面利率²调整为当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（300bps），在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 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（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 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（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，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，可将其视为公司普通有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资

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 3 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 4 个计息年度起，初始利差为上期票面利率-上期基准利率。

²当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps

(不含农户) 436528 亿元, 同比增长 19.6%; 三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%; 对外贸易增速进一步下滑。2013 年, 中国进出口总额为 41600 亿美元, 同比增长 7.6%; 其中出口金额增长 7.9%, 进口金额增长 7.3%, 贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面, 继续实施积极的财政政策, 结合税制改革完善结构性减税政策, 促进经济结构调整; 适当增加财政赤字和国债规模, 保持必要的支出力度; 进一步优化财政支出结构, 保障和改善民生。2013 年, 中国财政累计收入为 129143 亿元, 同比增长 10.1%, 各项民生政策得到较好落实, 医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面, 自 8 月 1 日起, 在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点, 并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面, 中央财政不断加大投资建设力度, 7 月 31 日召开的国务院常务会议, 研究推进政府向社会力量购买公共服务, 部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面, 央行继续实施稳健的货币政策, 根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调; 灵活开展公开市场操作, 开展常备借贷便利操作, 促进银行体系流动性总体平衡; 发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用, 引导货币信贷平稳适度增长, 增强金融机构抗风险能力; 进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日, 贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行, 实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底, M2 存量达 110.7 万亿, 同比增长 13.6%。从社会融资规模来看, 2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿, 比上年同期多 1.5 万亿; 其中人民币贷款 12.97 万亿, 增加 2.54 万亿; 全年上市公司

通过境内市场累计筹资 6885 亿元, 比上年增加 1044 亿元。其中, A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803 亿元, 增加 710 亿元; 上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元, 增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元, 比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面, 截至 2013 年底, 人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元, 比上年末升值 3.1%; 人民币汇率双向浮动特征明显, 汇率弹性明显增强, 人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面, 2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态, 近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企, 资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面, 继续加快结构调整和转型升级, 继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张, 加快推进产业转型升级, 推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面, 房地产调控政策进一步趋紧, 2 月 26 日, 国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”; 从房地产市场运行看, 行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现, 其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现, 房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面, 6 月 26 日, 国务院常务会议研究部署加快棚户区改造, 会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户; 8 月 22 日, 发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文, 明确支持棚改企业申请发行企业债券, 并按照“加快和简化审核类”债券审核程序, 优先办理核准手续, 加快审批速度。10 月 15 日, 国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》, 明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩, 将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式, 争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质

量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

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 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，我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，短期内行业持续震荡，价格处于下行趋势。

2. 氯碱等基础化学品行业

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，全球需求量在五大通用塑料中列于聚丙烯、聚乙烯之后居第三位，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烧碱生产国和第二大 PVC 生产国。

表 2 烧碱和 PVC 产能产量统计（万吨）

产品	项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
烧碱 (折纯)	产能	3021	3412	3736	3850
	产量	2087	2466	2699	2854
PVC	产能	2043	2193	2341	2476
	产量	1130	1295	1204	1530

资料来源：百川资讯

2013 年，中国烧碱产能产量分别为 3850 万吨和 2854 万吨，分别同比增长 3.05% 和 5.74%，烧碱产能增幅为近年来最小，其中离子膜烧碱产能为 3640 万吨，占比达 94.55%，隔

膜法烧碱将于 2015 年全部退出。同期，中国 PVC 产能产量分别为 2476 万吨和 1530 万吨，同比增长 5.77%和 27.08%。2014 年一季度，新增烧碱产能 15 万吨，同时退出 4 万吨，新增 PVC 产能约 10 万吨。产量呈现稳定增长，烧碱累计产量为 780 万吨，同比增长 12%，PVC 累计产量为 398 万吨，同比增长 11.2%。

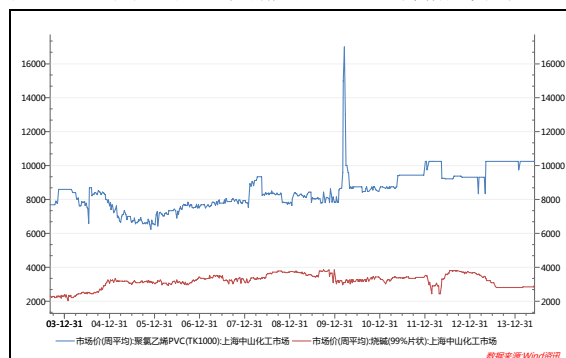
烧碱方面，受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，近年来烧碱产能利用率基本上都在 70%左右徘徊。在烧碱产能快速增长的同时，烧碱行业呈现下列积极变化：（1）产品结构优化。烧碱生产主要以离子膜法和隔膜法为主，由于离子膜法生产具有能耗低、产品质量高、污染小等优点，中国烧碱离子膜法生产所占比重逐年提高。（2）产业集中度提高。烧碱企业生产规模不断扩大，在全国 180 家主要烧碱企业中，产能超过 20 万吨的已 40 余家，最大的单体生产企业产能已达到 80 万吨。（3）区域分布更加合理。烧碱新增产能越来越多的向资源丰富的内蒙古、新疆等地区转移，西部地区烧碱产能所占比重不断提高。

PVC 方面，近年来伴随着在中国 PVC 产能迅速扩张的同时，行业发展的一些问题也逐步浮出水面，一方面产能过剩、供大于求导致行业竞争激烈，引发行业开工率处于较低水平，2013 年中国 PVC 产能为 2476 万吨，产量只有 1530 万吨。随着国家节能减排政策的执行，PVC 作为高耗能、高污染行业首当其冲，原料、电价等成本持续走高，而在 PVC 产能严重过剩、供大于求的现状下，PVC 价格却很难得到提升，导致 PVC 行业盈利空间降低。

价格方面，由于受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，中国烧碱产品价格自 2008 年以来呈现先抑后扬的趋势。为完成“十一五”规划中节能减排的任务，各地政府从 2010 年 8 月起开始施行限电政策。由于基础化工耗电量较大，因此受限电政策影响最为显著。2010 年 10 月以来，由于产量增速的持续下滑以及库存的大幅消耗，基础化工产品价格呈现了一个

普涨的局面。2011 年烧碱市场整体处于平稳上涨的趋势。同时，2011 年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前行，使国内烧碱市场货源紧张也有利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 年上半年中国烧碱市场先抑后扬，其中一季度整体呈下滑走势，二季度受集中检修、整体开工率不足（6 成左右）以及成本与需求的双重支撑影响，烧碱市场整体呈上行趋势。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，中国烧碱价格整体上持续震荡下滑。2013 年，烧碱行业有所放缓，产能过剩情况未能转变，价格方面延续着 2012 年的跌势，2013 年下半年至今徘徊在 2800 元/吨水平。PVC 的价格走势与烧碱价格形成显著对比，上海中山化工市场 PVC（TK1000）的价格走势显示自 2013 年下半年以来，PVC 价格大幅上升，并维持在 10260 元/吨水平。

图 1 上海中山化工市场烧碱及 PVC 价格走势(元/吨)



资料来源：Wind 资讯

政策方面，2007 年 11 月，国家发改委发布了《氯碱（聚氯乙烯、烧碱）行业准入条件》（下称“准入条件”），从氯碱产业布局、生产规模、工艺与装备的先进性等方面，提出了准入的硬指标。要求东部地区原则上不允许新建电石法氯碱装置；要求新建、改扩建烧碱及 PVC 项目规模不能低于 30 万吨/年；规定了现有和

新建氯碱项目的能耗和资源消耗限额。总体看，准入条件的出台将大力推动中国氯碱工业向中西部地区迁移，并靠近电石、原盐等原料产地；同时也将促进氯碱行业的优胜劣汰，推动产业集中度的提高。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。截至2013年底，离子膜烧碱占比达94.55%。

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。由工信部《氯碱行业准入条件》拟定于2014年出具修订结果，以化解产能过剩为首要任务，提高氯碱行业的准入门槛，淘汰的落后装置不得在异地使用。

总体来看，尽管未来将会面临产能过剩和原料价格波动的双重压力，但由于产品用途非常广泛，中国氯碱行业仍处于持续增长时期。氯碱化工属高能耗行业，耗电量巨大，加之氯碱运输成本上涨，具有区域优势及拥有煤、电、原盐等原料优势的企业可大幅提升生产效率，增强盈利能力。目前行业内产能过剩问题凸显，产业整合加剧，具有规模优势和成本优势的企业将更加凸显其竞争优势。

3. 石油化工炼化行业

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，我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，我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3 中国能源及其加工产品产量表

名 称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
天然原油（万吨）	20364.60	20747.80	20812.87	10357.10
天然气（亿立方米）	1026.89	1067.14	1129.39	613.00
原油加工量（万吨）	44773.40	46791.07	47857.60	24321.78
成品油（万吨）	26697.00	28171.00	29615.70	15350.42
汽油（万吨）	8141.10	8975.60	9833.31	5351.92
煤油（万吨）	1879.80	2131.40	2509.64	1441.67
柴油（万吨）	16676.10	17063.70	17272.79	8556.83
乙烯（万吨）	1527.50	1486.80	1622.54	846.58
焦炭（万吨）	42778.90	44323.20	47635.51	23391.60

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 6 月，全国乙烯产量 846.58 万吨，占 52.18%。

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 4 2010~2013 年中国尿素产量（折纯氮，万吨）

年份	产量	进口量	出口量	表观消费量
2010	2516.30	0.61	323.20	2193.71

2011	2656.70	0.10	163.70	2493.10
2012	3003.83	7.90	319.60	2692.13
2013 年 1~10 月	2814.79	1.40	300.20	2515.99
2013 年	3333.18	--	--	--

资料来源：Wind 资讯

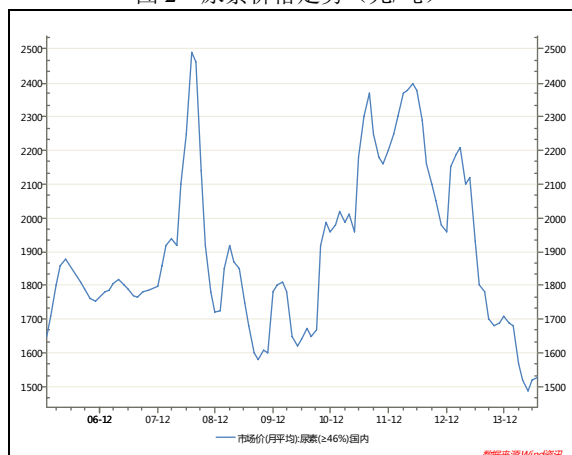
近年国际和国内良好的市场环境刺激了尿素企业固定资产投资，造成中国产能的大幅增长。截至 2013 年底，中国尿素实物产能达到 8070 万吨³，中国目前是世界上最大的尿素生产国。2010 年在生产成本上升、市场需求的萎缩的共同作用下，中国尿素产量为 2516.30 万吨（折纯氮），出现了近年来的首次下降。2011 年，中国尿素产量出现反弹，全年产量达 2656.70 万吨（折纯氮）。2012 年受煤炭价格下跌，利润空间扩大的刺激，国内尿素生产企业的开工率超过 77%，尿素产量达 3003.83 万吨（折纯氮）。2013 年，尿素累计产量为 3333.18 万吨，较 2012 年增长 10.96%。

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，我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。

³尿素分子量为 60.06，理论上 2.144 吨尿素折纯氮为 1 吨。

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 2 尿素价格走势（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%。

表 5 中国化学农药原药产量情况（万吨）

分类	2011 年	2012 年	2013 年
除草剂	117.30	164.80	179.98
杀虫剂	71.10	81.34	61.27
杀菌剂	15.03	14.39	20.35
其他	61.37	94.37	57.35
合计	264.80	354.90	318.95

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 1~4 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 912.87 亿元，同比增长 9.15%；

实现利润总额 64.96 亿元，同比大幅增长 19.23%)，利润增幅大幅高于收入增幅，行业盈利能力明显提升。

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 6 近年来中国轮胎及其原料产量

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
轮胎外胎产量(亿条)	8.32	8.92	9.65
子午线轮胎外胎产量(亿条)	3.93	4.61	5.84
合成橡胶产量(万吨)	349	379	409
天然橡胶产量(万吨)	72.7	80.2	85.6
天然橡胶进口量(万吨)	210	218	247

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。1~4 月中国橡胶轮胎外胎的产量达 3.23 亿条，同比增长 9.79%，其中，子午线轮胎外胎的产量达 1.99 亿条，同比增长 17.70%。

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。2013 年，我国新增全钢胎年生产能力 1500 万条、半钢胎年生产能力 1 亿条，预计 2014 年将持续以上规模扩增，截至 2014 年底，我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 年我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。

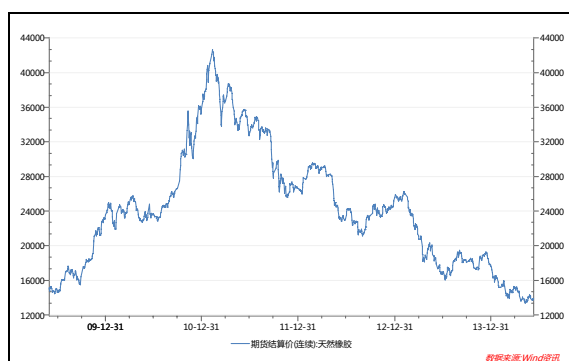
在出口方面，中国轮胎每年产量的 40% 左右用于出口，对出口依赖较大。美国和欧盟是中国轮胎最大的出口市场，随着发达国家经济的持续向好发展，汽车及轮胎（轮胎替换）的需求复苏为我国轮胎发展助力。但 2012 年 11 月 1 日起实施的欧盟轮胎标签法，以及新一轮的由美国钢铁工人联合会向美国国际贸易委员会和美国商务部申请的对中国出口的轿车及轻型卡车轮胎采取“双反”措施，将会对中国企业出口产生直接影响。虽然出现了贸易摩擦、技术壁垒等不利因素，但随着中国企业对拉丁美洲、非洲等新型市场的不断开拓，以及自身产品结构调整和技术实力的增强，轮胎出口有望继续保持良好发展。

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 3 上海期货交易所天然橡胶期货结算价(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 年一季度,产量和销量分别达到 589.17 万辆和 592.23 万辆,均同比增长 9.2%,总体增速较快。

后续发展方面,“十二五”期间,我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,随着我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 6 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,是公司的实际控制人。

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“2013 年世界 500 强企业”中名列第 355 位,比上年提升 47 位。

截至 2014 年 6 月底,公司下属共有 14 家专业二级子公司,分别为中国蓝星(集团)股份有限公司、中国昊华化工集团股份有限公司(下称“昊华股份”)、昊华化工总公司(下称“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 6 月底，公司共有在职职工 112605 人，专业构成上，管理人员占 18%、生产人员占 52%、销售人员占 2%、研发人员占 3%、其他人员占 25%。学历构成上，大专及以上学历占 35%；职称构成上，具有中级及以上职称的占 11%。

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 4.51 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方法，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7 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 1~6 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	700.70	4.11
化工新材料及特种化学品	458.56	18.94	547.44	14.14	545.06	15.38	249.25	15.25
氯碱及基础化工产品	201.94	17.73	136.67	9.14	127.75	9.13	107.52	7.72
轮胎橡胶产品	160.29	11.75	131.05	16.24	122.96	17.85	82.02	17.29
农用化学品	131.96	14.46	290.88	23.94	288.49	23.84	160.18	28.87
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	3.89	32.53
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	7.10	15.39
合计	1791.96	12.13	2016.95	12.82	2440.36	10.60	1310.66	10.52

资料来源：公司年报及公司提供

注：公司 2014 年上半年财务数据未经审计，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，公司营业收入增幅显著上升，公司毛利率水平维持在 10% 以上，2013 年公司经营亏损有所收窄，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。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 1310.66 亿元，占 2013 年全年的 53.71%，其中石油加工及炼化产品板块实现收入 700.70 亿元，占 2013 年全年的 61.48%；同期，公司整体实现毛利率 10.52%，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，但由于化工行业持续低迷，公司经营压力趋重。

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 8 2013 年公司部分化工产品销量情况（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。

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大幅增长，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 9 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；未提供汽油及柴油销量数据

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。

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 10 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。

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 11 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 1~6 月，该板块实现业务收入 160.18 亿元，占 2013 年全年的 55.52%，实现毛利率 28.87%，较 2013 年上升 5.03 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 12 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，桂林橡胶的产品占全国硫化机出口比例的 40% 以上，并在美国、日本等地建立了全球服务体系；益阳橡胶与日本神户公司合作，为其供应所需全部硫化机械。

表 13 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。

（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 1~6 月，该板块实现营业收入 3.89 亿元，毛利率 32.53%。化工科研及开发板块盈利能力相对较强，但对总体营业收入贡献小，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

2014 年公司工作的主要目标是：实现营业收入 2750 亿元，实现利润总额 8.60 亿元，资产负债率降低 3 个百分点；重大以上生产安全事故、环境污染事故为零；万元产值综合能耗同比下降 4.10%，废水、COD、SO₂ 等排放量分别下降 2.20%以上，氨氮、氮氧化物排放量

分别下降 2.40%以上；在效益增长的前提下，增加职工收入。

但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，在 2014 年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（2014 年，公司计划安排重大建设项目投资 28.15 亿元，较上年下降 29.73%），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 14 公司 2014 年部分主要建设项目情况（单位：万元）

项目名称	建设周期	项目计划总投资	截止 2013 年底累计投资额	2014 年计划投资额
------	------	---------	-----------------	-------------

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	0.00	80000.00
新建海水淡化装备制造基地及膜生产线	2011.07~2015.12	43309.00	12523.00	9000.00
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	6580.00	10000.00
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	92200.00	600.00
新建 180 万吨/年柴油加氢改质装置	2013.08~2014.06	66471.82	20300.00	46171.82
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	27680.00	44438.59
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	47980.00	5000.90
30 万吨/年合成氨装置，航天炉气头	2011.10~2015.12	155940.62	10096.00	86300.00
合计	--	741869.93	217359.74	281511.31

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 年上半年财务数据未经审计。

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 家境内外 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

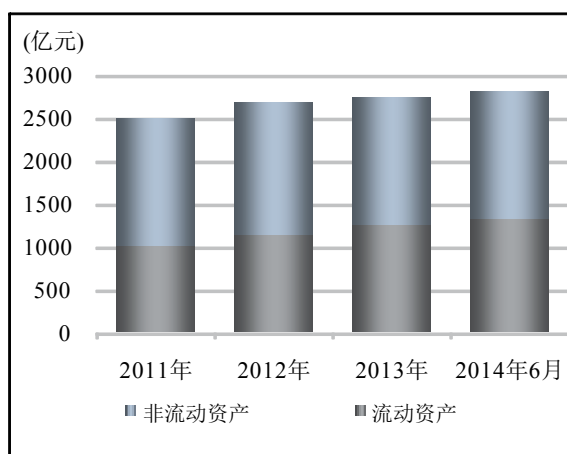
亿元。2013 年公司实现合并营业收入 2440.36 亿元，利润总额 6.20 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 2801.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）499.70 亿元。2014 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 1310.66 亿元，利润总额 3.18 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%。

图 4 公司资产结构情况

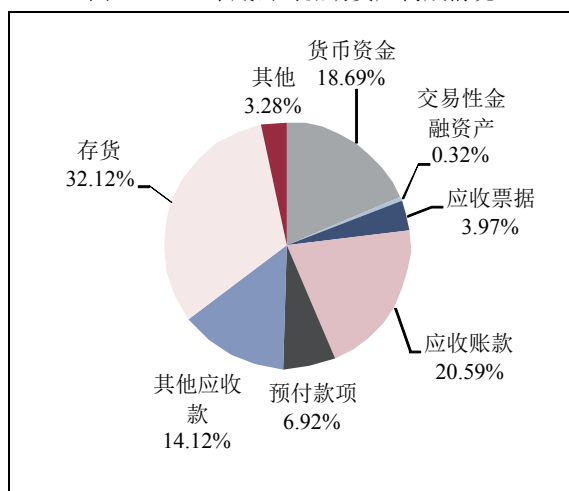


资料来源：根据公司财务报表整理

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%，及 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 年以上的占 82.95%、1~2 年的占 4.39%、2~3 年的占 1.22%，及 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 6 月底，公司资产总额 2801.71 亿元，较年初增长 2.81%，主要来自于其他应收款、长期应收款及长期股权投资的增长，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 6 月底，公司资产构成中，流动资产占比 46.68%，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，主要源于子公司中国昊华化工（集团）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

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。

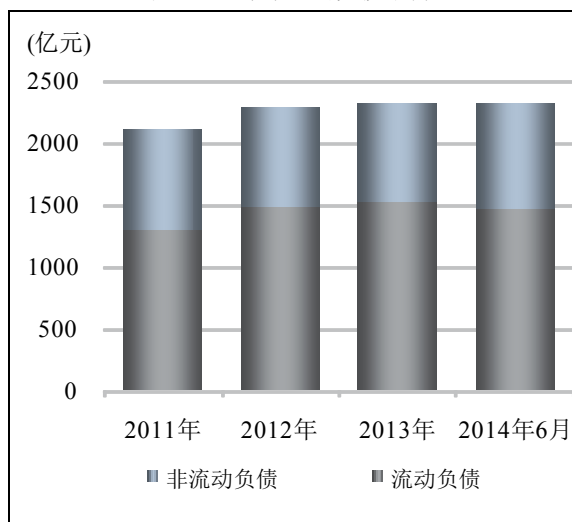
截至 2014 年 6 月底，公司所有者权益合计 499.70 亿元，较年初增长 19.29%，其中，归属于母公司所有者权益合计 212.05 亿元，较年初增长 5.56%，少数股东权益合计 287.66，较年初大幅增长 31.95%，主要系公司子公司蓝星公司及中国化工油气股份有限公司（以下简称“油气公司”）引入战略投资者，产生资本溢价所致。总体看，所有者权益的稳定性一般。

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。

图 6 近年来公司负债结构



资料来源：根据公司财务报表整理

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。

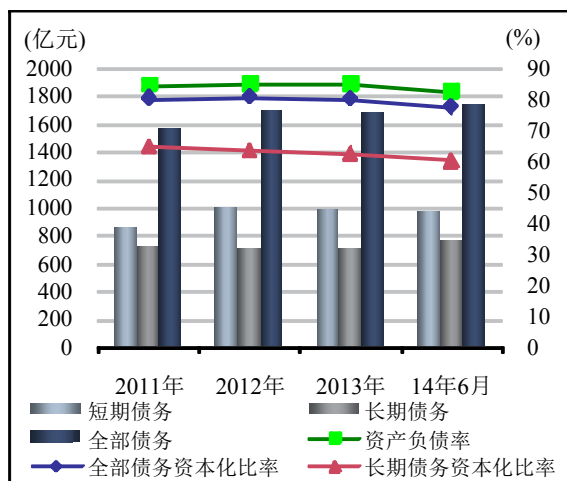
2011~2013 年，公司应付债券规模快速增长，年复合增长率 16.88%，主要是公司及下属子公司发行企业债券、中期票据等增加所致。截至 2013 年底，公司应付债券 225.16 亿元，同比增长 18.07%，2013 年新增蓝星集团 30 亿元非公开债务融资以及与招商银行股份有限公司和华夏银行股份有限公司合作的共计 19.72 亿元规模的融资项。

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7 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6月底，公司全部债务1715.42亿元，较年初增长8.70%，其中短期债务占比56.05%、长期债务占比43.95%。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82.16%、77.44%和60.14%。

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。

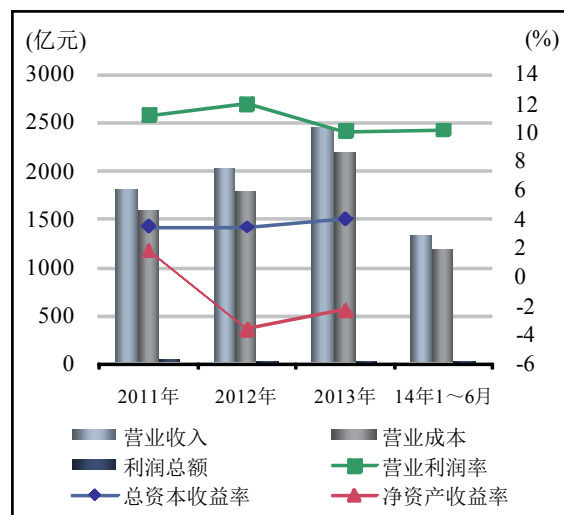
4. 盈利能力

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，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8 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。

综上，2013年公司获得的政府补助大幅下降，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。

2014年1~6月，公司实现营业收入1310.66亿元，同比增长26.50%，占2013年全年营业收入的53.71%；同期公司利润总额为3.18亿元，同比增长35.14%。

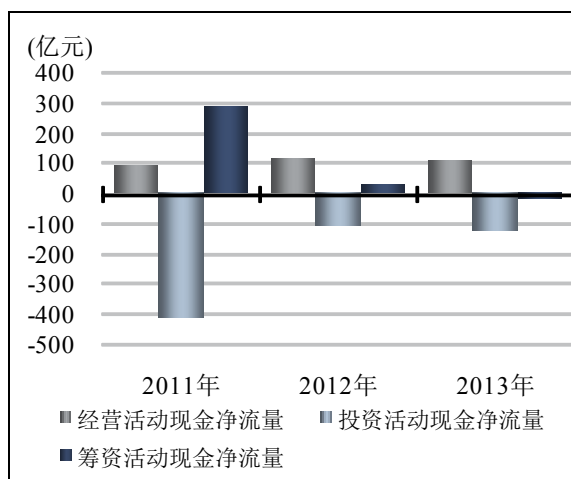
从盈利指标看，2011~2013年，公司总资本收益率和净资产收益率波动上升，2013年分别为4.06%和-2.30%；三年平均值分别为3.74%和-1.86%。

总体看，公司整体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；公司依赖于非经常性损益对利润的贡献。

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 9 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 1~6 月，公司经营活动产生的现金流入量和现金流量净额分别为 1341.57 亿元和 40.13 亿元，公司现金收入比为 98.36%；公司收回投资收到的现金 8 亿元，主要系理财产品到期的赎回，公司投资活动产生的现金净额 -63.29 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，主要系子公司蓝星公司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 69.19 亿元。

总体看，公司收入现金实现质量一般，虽投资活动有所放缓，但债务高筑，致使公司筹资活动频繁。

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 3 月底，两项指标分别上升至 86.98% 和 59.32%，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的些许放缓，公司举债频率有所缓和，未来随着新重组整合后协同效应的发挥、新建项目的陆续投产以及国内外经济的好转，公司盈利水平将逐渐改善，公司长期偿债能力有望得以提升。

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 3 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 2800 亿元，未使用额度 1422.70 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 9 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；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 30 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 30 亿元有息债务，占 2014 年 6 月底全部债务的 1.75%，长期债务的 3.98%，对公司现有债务影响小。

截至 2014 年 6 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 82.16%、77.44%和 60.14%；以公司 2014 年 6 月底财务数据为基础，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 82.35%、77.74%和 61.07%，公司债务负担将略有加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还银行借款，公司实际债务比率可能小于上述模拟值。

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 65.73 倍、74.56 倍和 78.85 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 3.04 倍、3.92 倍和 3.69 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 5.20 倍、6.10 倍和 6.26 倍。

考虑到公司 2014 年度第一、二期中期票据，共计 56 亿元，公司经营活动现金流入量分别为累计发行额度的 35.21 倍、39.94 倍和 42.24 倍；公司经营活动获取的现金流量净额分别为累计发行额度的 1.63 倍、2.10 倍和 1.98 倍；公司 EBITDA 为累计发行额度的 2.78 倍、3.27 倍和 3.35 倍。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据及累计发债额度保障程度高。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。

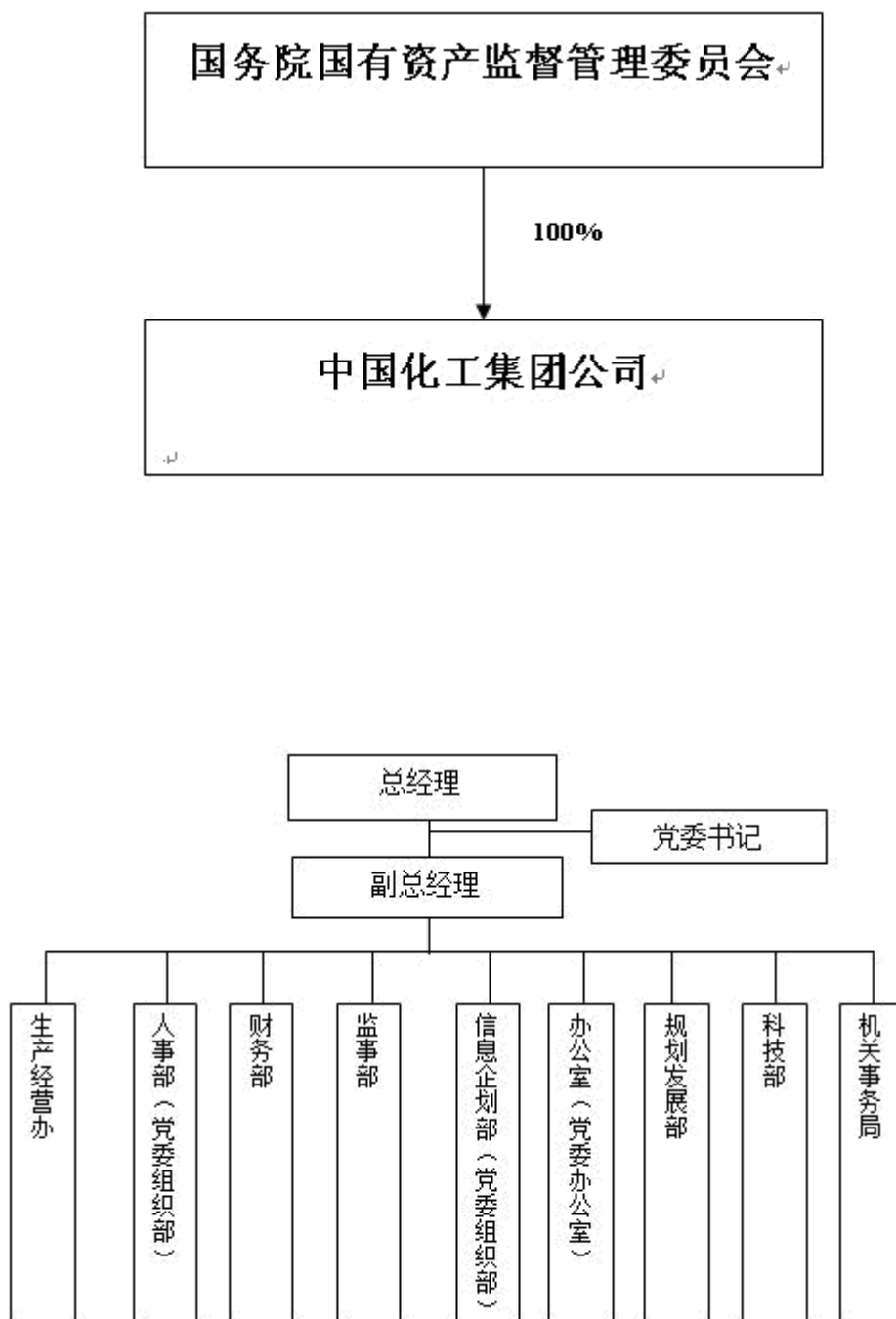
公司是中国大型综合化工企业集团之一，经过近年的兼并、重组、整合，公司已经形成了以化工新材料为首的六大业务板块，产业布局逐渐清晰，在多项细分领域已经形成了明显的规模和技术优势，核心竞争力强。

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，可将其视为公司普通有息债务。公司现金类资产、经营活动现金流量、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 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	296.31	296.30	285.43	294.14
资产总额(亿元)	2477.01	2674.20	2725.11	2801.71
所有者权益(亿元)	384.18	404.44	418.88	499.70
短期债务(亿元)	848.00	979.93	976.98	961.51
长期债务(亿元)	706.97	700.81	693.59	753.91
全部债务(亿元)	1554.97	1680.73	1670.57	1715.42
营业收入(亿元)	1791.25	2016.95	2440.36	1310.66
利润总额(亿元)	21.61	5.81	6.20	3.18
EBITDA(亿元)	155.94	183.00	187.78	--
经营性净现金流(亿元)	91.34	117.51	110.66	40.13
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	98.36
营业利润率(%)	11.20	11.98	10.08	10.14
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	60.14
全部债务资本化比率(%)	80.19	80.60	79.95	77.44
资产负债率(%)	84.49	84.88	84.63	82.16
流动比率(%)	77.41	76.76	82.11	90.08
速动比率(%)	48.45	49.22	55.73	60.62
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)	65.73	74.56	78.85	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	3.04	3.92	3.69	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.20	6.10	6.26	--

注：1. 2014 年上半年财务数据未经审计

2. 2013 年及 2014 年上半年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/主营业务收入×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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
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 2014 年度第三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。

