

# 巨化集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：史 曼 mshi@ccxi.com.cn

项目组成员：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

刘钊博 zhbliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 24 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1193 号

## 巨化集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；

维持“20 巨化 01”的信用等级为 **AA+**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持巨化集团有限公司（以下简称“巨化集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“20 巨化 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司行业地位领先、经营业务多元化、业务板块协同效应突出、炼化项目投资收益增长令盈利水平提升、融资渠道畅通和政府支持力度较大等方面的优势对其整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到产品及原材料价格波动明显，债务规模增大，本部盈利能力较弱，面临一定短期偿债压力及对外投资规模 and 担保金额较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

巨化集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	372.13	329.53	386.33	394.40
所有者权益合计（亿元）	139.08	134.33	157.09	165.11
总债务（亿元）	159.70	150.53	176.99	179.78
营业总收入（亿元）	312.72	321.64	339.37	68.31
净利润（亿元）	9.06	9.60	23.30	7.93
EBITDA（亿元）	30.06	28.15	40.36	--
经营活动净现金流（亿元）	23.85	27.62	16.73	6.89
资产负债率(%)	62.63	59.24	59.34	58.14
巨化集团（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	268.20	291.30	324.55	326.77
所有者权益合计（亿元）	112.24	115.99	120.38	120.82
总债务（亿元）	144.09	163.06	189.44	193.27
营业总收入（亿元）	53.96	68.42	87.66	9.60
净利润（亿元）	0.73	2.30	3.79	0.44
经营活动净现金流（亿元）	-4.81	11.20	22.98	3.51
资产负债率(%)	58.15	60.18	62.91	63.02

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

#### 正面

- **经营多元化，产品丰富，各业务板块协同效应明显，行业地位保持领先。**公司业务涉及多个板块，产品丰富，多元化经营有助于分散风险，且其产业集群化、循环化、园区化发展令其多元化业务体系整合成效显著，各板块协同效应对平抑原材料价格波动、保证收益起到了有力的保障。其中，作为氟化工行业龙头企业，公司第三代氟制冷剂、甲烷氯化物、PVDC 等多个产品规模保持全球龙头地位，PVDC 产品市占率较高。
- **受益于炼化项目投资收益增长，盈利水平提升。**2020 年公司参与投资的浙江石油化工有限公司（以下简称“浙江石化”）

#### 同行业比较

公司名称	2020 年部分化工企业主要指标对比表			
	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
中泰集团	1,105.03	0.01	1,083.43	78.31
天业集团	178.31	0.28	445.29	71.93
巨化集团	339.37	23.30	386.33	59.34

注：“中泰集团”为“新疆中泰（集团）有限责任公司”简称；“天业集团”为“新疆天业（集团）有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 巨化 01	AA+	AA+	2020/09/25	10	10	2020/10/20-2023/10/20	--

贡献投资收益大幅增加，带动全年盈利水平提升，随着未来装置平稳运行，或将继续为公司带来较好的投资回报。

■ **畅通的融资渠道和较大的政府支持力度。**子公司浙江巨化股份有限公司（以下简称“巨化股份”）为上市公司，股权融资渠道畅通。同时作为浙江省唯一的省属化工业务平台，公司获得了浙江省政府和衢州市政府高度重视，在产业发展以及资金等方面得到政府较大的支持，其中在浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）的规划和主导下，公司引入杭州钢铁集团有限公司（以下简称“杭钢集团”）作为战略投资者进行增资扩股。

#### 关注

- **产品及原材料价格波动风险。**公司所处行业属于周期性行业，受宏观经济及下游行业景气度影响较大，产品及原材料价格波动明显，盈利稳定性易受其影响。
- **债务规模逐年增大，且公司本部盈利能力较弱，面临一定短期偿债压力。**随着业务稳步发展及对外投资的增加等，2020 年以来公司债务规模持续增长，短期债务占比高，加之公司本部利润主要来源于对子公司、参股企业的投资收益和处置金融资产收益，盈利能力较弱，面临一定短期偿债压力。
- **对联营企业投资规模和担保金额较大，需关注浙江石化未来生产经营及分红情况。**公司对浙江石化投入资本金和提供担保较大，一期项目全面投产后需关注其后续生产经营及分红情况。

#### 评级展望

中诚信国际认为，巨化集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、信用水平显著提升等。
- **可能触发评级下调因素。**公司发生连续大额亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化、投资项目效益不及预期或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

本次跟踪债项募集资金合计 10 亿元，约定用于偿还公司到期债务，募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压

力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下

信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年化工<sup>1</sup>行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性**

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工产品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增

加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美中期选举中获胜，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品及其下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，其中湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

<sup>1</sup> 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

表 1: 我国部分化工产品产量统计  
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸(折100%)	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱(折100%)	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱(碳酸钠)	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药(折有效成分100%)	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

从成本端来看, 化工行业产业链多且长, 其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020年初以来, 在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下, 全球经济受到沉重打击, 石油需求出现大幅萎缩, 供需失衡令产油国库存高企, 国际原油价格快速下跌, 4月20日美国西得克萨斯轻质原油(以下简称“WTI”)期货5月结算价暴跌至-37.63美元/桶; 随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启, 油价逐步反弹。2020年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶, 同比分别下降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响, 2020年上半年天然气价格持续下跌; 下半年以来, 疫情缓和以及下游需求回暖, 天然气消费量上升, 价格亦反弹明显, LNG 市场价格较上半年增长 7.99%, 不过全年均价仍同比下降约 16.79%。自供给侧改革以来, 煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳, 2020年以来呈小幅下降态势, 整体降幅较为平稳, 截至12月末国内无烟煤(2号洗中块)市场价为 900 元/吨, 较年初下降 15.75%。总体来看, 2020年原油价格的超预期下跌

将严重削弱石油开采企业的盈利空间, 短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企, 随着油价及下游产品价格缓慢恢复, 油制产业链盈利提升, 同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击; 接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化, 受油价的影响将相对较小。预计 2021年, OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑, 但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在, 加之当前原油供大于求的格局下, 油价或将处于中枢区间。

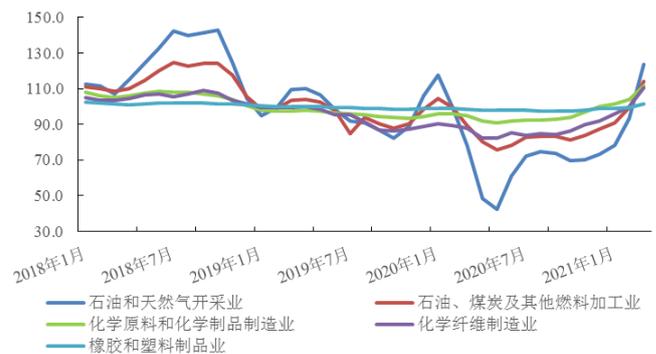
图 1: 国际原油价格走势情况(美元/桶)



资料来源: Choice, 中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响, 2020年1~5月化工产品价格整体下跌; 随着前期库存逐步消化, 国内下游行业复工复产, 化工产品价格底部复苏, 全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看, 自2020年2月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数(以下简称“PPI”)全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图 2: 化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降15.5%和8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技

术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业<sup>2</sup>普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至89家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至43家。总体来看，2020年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 2：2020 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
<b>化工行业</b>	<b>2,263.8</b>	<b>--</b>	<b>144,171.3</b>	<b>-8.07</b>	<b>7,328.3</b>	<b>-8.99</b>

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

**氟化工行业地位保持领先，具备规模和技术优势，部分产品具有很强的市场竞争力，跟踪期内市场占有率进一步提升；业务经营多元化、各板块间协同**

### 效应明显，生产配套设施齐全

作为国内氟化工行业龙头企业，公司形成了包括基础配套原料、新型氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品等在内的完整氟化工产业链，其中第二、三代氟制冷剂产能规模处于国内外领先地位。2020年，公司270kt/a环保型氟产品（一期AHF、二期R32）投入运行，当年新增R32产能3万吨/年，R125产能1.5万吨/年，第三代氟制冷剂产能进一步扩大。同时，公司通过自主或与外部合

<sup>2</sup> 根据申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，中诚信国际选取A股381家化工上市公司，剔除2019年以来上市但缺少单季度数据的20家公司后保留361家为样本进行分

析，其中包括石油开采企业3家，石油化工企业19家，化学原料企业36家、化学制品企业228家，化学纤维企业24家，塑料和橡胶制品企业51家。

作研发，形成了较强的产品和技术开发能力，是国内用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，拥有两套主流产品生产装置；2020年，公司第二套第四代氟致冷剂——10kt/a 氟化学品联产（一期）项目 5.5kt/a HFOs 于四季度投入运行，第四代氟制冷剂产能及品种数量进一步提升。公司不断加强先进氟氯新材料、新型绿色氟制冷剂与发泡剂、含氟精细化学品等新产品新应用研发，生产装置技术提升，产业链向价值中高端延伸。另外，公司甲烷氯化物、三氯乙烯、四氯乙烯、VDC 规模亦处于全球龙头地位，是国内己内酰胺的主要生产商；2020年，公司 PVDC 国内市场占有率达到 80%，市场占有率进一步提升。公司化工产品丰富，部分产品具有很强的市场竞争力。

**表 3：截至 2021 年 3 月末公司主要化工产品情况**  
(万吨/年)

	产品	产能	行业地位	
氟化工	第二代氟制冷剂	R22	18.30 国内第二	
	第三代氟制冷剂	R134a	6.80	
		R125	5.00	全球龙头
		R32	10.00	
	第四代氟制冷剂	HFOs	0.85	国内唯一具备自主知识产权
	甲烷氯化物		74.00 国内第一，全球龙头	
氯碱化工	聚四氟乙烯(PTFE)	2.50	国内第二	
	聚偏二氯乙烯(PVDC)	3.40	国内第一，唯一具备自主知识产权	
石油化工	己内酰胺	15.00	国内第七	

注：甲烷氯化物是一氯甲烷、二氯甲烷、三氯甲烷（也称氯仿）、四氯化碳四种产品的总称，为重要的化工原料和有机溶剂。

资料来源：公司提供

公司主营业务涉及化工、贸易、公用配套等多个板块，多元化经营有助于分散风险；且业务体系整合上成效显著，各板块之间密切关联，氟化工生产所需的硫酸、氯气、甲烷氯化物等都能够通过内部生产自给；VDC 产品为 PVDC、F141b、PVDF 提供原料；生产过程中的盐酸等副产物亦可被消耗或平衡，**中诚信国际认为**，公司氟化工建立起完善的

原料供应体系，各板块协同对其平抑原材料价格波动、保障收益起到了有力的支撑。此外，公司拥有电力供应、污水处理、物流运输等齐全的生产配套设施，有利于降低产品成本，提升产业链整体价值，提高其市场竞争力。

**跟踪期内，公司第三代制冷剂产销量明显提升，但氟化工板块业绩受主要产品价格下降影响出现下滑；石油化工板块新增正丙醇产能，公司成为国内第二大正丙醇生产企业；产品销售价格和原材料价格周期性波动，对公司盈利稳定性造成一定影响，亦对其成本控制提出更高要求**

由于制冷剂处于升级换代进程，第二代制冷剂在行业政策下进入减产阶段并逐步缩减生产配额，第三代制冷剂逐渐成为市场主流，2020年公司第二代制冷剂 R22 产销量出现下降，公司凭借自身产品较强竞争力，通过拓展销售渠道，R125、R32 等第三代制冷剂产品产销量明显提升，第四代制冷剂 HFO-1234YF 受疫情影响当年基本处于停产状态，产销量较少，截至 2021 年 3 月末已恢复正常生产；含氟聚合物附加值较高，是公司产品结构调整方向，2020年 PTFE 产销量增长显著。但受新冠疫情、化工行业周期下行及近年来第三代制冷剂行业内产能在进行配额管理前不断扩张<sup>3</sup>，市场竞争激烈等因素影响，2020年公司氟化工板块主要产品销售价格均出现较大幅度下滑，对当期氟化工板块业绩产生较大影响。2021年一季，随着化工行业景气度上行，公司氟化工主要产品价格整体回升，产销量较去年同期保持稳定。**中诚信国际注意到**，公司虽布局第四代制冷剂业务，但尚未推广使用，未来发展具有不确定性；同时，由于市场报价机制较为完善公开，公司氟化工产品定价能力较弱，但随着中国在 2020 年进入第三代氟制冷剂锁定基准年，相关新产能投放已基本结束，供给端或将迎来明显改

<sup>3</sup> HFCs 作为第三代氟制冷剂，用于第二代氟制冷剂(HCFCs)的替代。《蒙特利尔议定书》基加利修正案规定：发达国家应在其 2011 年至 2013 年 HFCs 使用量平均值基础上，自 2019 年起削减 HFCs 的消费和生产，到 2036 年后将 HFCs 使用量削减至其基准值 15% 以内；发展中国家应在其 2020 年至 2022 年 HFCs 使用量平均值的基础上，2024 年冻结 HFCs

的消费和生产于基准，自 2029 年开始削减，到 2045 年后将 HFCs 使用量削减至其基准值 20% 以内。经各方同意部分发达国家可自 2020 年开始削减，部分发展中国家可自 2028 年开始冻结，2032 年起开始削减。

善，中诚信国际将对氟化工产品价格走势保持关注。

表 4：公司氟化工主要产品产销情况（万吨、元/吨）

	2018			2019			2020			2021.1~3		
	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价	产量	销量	销售均价
甲烷氯化物	71.99	72.18	3,543	78.89	88.85	2,840	76.00	80.18	2,500	20.27	17.74	3,071
R22	11.68	11.62	16,635	15.75	12.26	14,188	14.80	10.67	10,620	3.50	2.36	11,931
R134a	5.71	5.60	28,160	6.12	6.13	26,194	6.50	6.48	17,512	1.53	1.52	17,130
R125	3.41	3.30	35,044	2.83	2.82	20,950	4.60	4.67	14,276	1.10	1.06	17,574
R32	4.23	4.07	21,218	4.73	4.81	16,024	6.90	6.69	11,408	2.03	2.44	12,073
HFO-1234YF	-	-	--	-	-	--	0.07	0.09	130,966	0.06	0.06	128,628
PTFE	1.33	1.31	71,119	1.51	1.50	50,646	1.80	1.89	42,896	0.63	0.38	56,041
HFP	1.58	1.51	58,495	1.89	1.67	48,044	1.80	1.64	31,237	0.23	0.16	40,158
F46	0.28	0.28	77,499	0.30	0.29	74,100	0.30	0.26	61,759	0.07	0.07	61,092

注：产品销量包含内部和外部销售，销售均价按照每年各个季度的平均价格近似计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

氯碱化工方面，受益于装置优化升级和平稳运行，2020 年公司烧碱产量继续增长，产销率亦保持在较好水平；由于当年国内外 VDC 生产企业减产较多，公司抓住机遇增加 VDC 外销，令产销率大幅增长；销售渠道的拓展带动了特色氯碱产品 PVDC 销量及市场占有率进一步提升；受新冠疫情影响出口量下降令 2020 年 F141b 销量略有下降。价格方面，2020 年以来，公司烧碱销售均价受下游需求疲软等因素持续下滑；2020 年受原材料价格影响，VDC 和 PVDC 销售价格持续下降；当年一季度 F141b 供应紧张令销售价格大幅提升，但二季度以来下游聚铵酯市场低迷令 F141b 需求下滑，销售价格持续回落；2021 年一季度受益于向下游拓展，需求增加，公司 VDC 和 PVDC 产品销售均价提升。

表 5：公司氯碱化工主要产品产销情况（万吨、元/吨）

	指标	2018	2019	2020	2021.1~3
烧碱	产量	46.57	49.38	50.40	12.83
	销量	43.93	46.54	47.15	12.74
	销售均价	3,455	2,696	2,041	1,892
VDC	产量	7.32	8.61	7.67	2.41
	销量	3.78	5.34	6.91	1.70
	销售均价	8,227	7,508	7,082	8,507
PVDC	产量	3.57	3.53	4.04	0.84
	销量	3.34	3.67	3.82	0.73
	销售均价	15,050	15,270	15,136	15,535
F141b	产量	1.01	0.88	0.92	0.11
	销量	1.02	0.94	0.92	0.08
	销售均价	13,445	14,980	16,639	13,878

注：产品销量包含内部和外部销售，销售均价按照每年各个季度的平均价格近似计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

石油化工方面，2020 年己内酰胺产销量略有下降，且产品价格受供给端产能过剩及化工行业周期下行等影响降幅较大，2021 年一季度以来有所回升。2020 年环己酮产量有所下降，且主要自用于己内酰胺的生产，外销规模不断减小，2021 年以来未再进行对外销售。公司 5 万吨/年正丙醇项目于 2020 年 9 月攻克技术难题成功投产，目前已经成为国内第二大正丙醇生产企业。

表 6：公司石油化工主要产品产销情况（万吨、元/吨）

	指标	2018	2019	2020	2021.1~3
环己酮	产量	9.53	9.55	8.70	--
	销量	0.16	0.09	0.12	--
	销售均价	13,775	11,610	9,999	--
己内酰胺	产量	11.46	11.44	11.03	3.19
	销量	11.44	11.41	11.04	3.17
	销售均价	16,245	12,794	10,071	12,443
正丙醇	产量	-	-	1.20	1.08
	销量	-	-	1.04	0.98
	销售均价	-	-	9,857	8,803

注：1、销售均价按照每年各个季度的平均价格近似计算；2、正丙醇产销量为 2020 年 9 月以来数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料方面，受益于板块间协作优势，公司氯碱化工板块可为氟化工提供液氯，同时副产品又是石油化工板块的重要原料，原物料和副产物的综合

利用率高。氢氟酸是公司氟化工最主要的原材料，部分外购，部分通过萤石自产。由于地处萤石矿丰富的浙赣地区，外采较为便利，能够降低运输成本。公司 120kt/a AHF（一期 35kt/a）装置已于 2020 年上半年投入运行，并通过循环利用提升氟利用率以减少原材料外部采购量，逐步提升氟化工原材料自给程度。此外，公司原材料大多通过管道运输，能在降低运输风险的同时降低生产成本。目前公司需要对外采购的原材料主要包括煤炭、氢氟酸、石油

苯及萤石等初级原材料，2020 年煤炭采购量显著增长，主要系当年煤炭价格较低，公司进行了一部分原材料储备所致。随着化工行业周期下行，2020 年多数原材料采购价格下降，虽一定程度上降低了公司生产成本，但下降幅度不及产品销售价格降幅，公司利润空间受到压缩；2021 年一季度，原材料价格随化工行业景气度上行有所回升，原材料价格的周期性波动对公司的成本控制提出更高要求。

**表 7：公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）**

原材料	2018		2019		2020		2021.1~3	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
煤炭	182.40	764.57	167.00	714.36	193.39	682.93	-	-
氢氟酸	13.48	11,683.54	14.94	9,851.17	16.88	8,381.32	3.84	9,269.35
石油苯	8.60	6,775.66	8.80	5,171.58	8.04	4,126.51	2.42	5,427.35
甲醇	19.39	3,234.96	15.23	2,333.71	17.19	1,916.94	4.56	2,471.66
萤石	17.49	2,789.85	17.45	2,948.14	21.15	2,624.76	6.12	2,645.33
液氯	45.47	119.43	52.64	459.82	46.15	743.94	10.72	1,193.75
工业盐	70.31	348.88	73.75	323.14	73.57	292.35	17.12	302.92
电石	3.74	3,926.43	4.43	3,617.31	4.38	3,532.14	0.83	4,297.46
硫精砂	22.90	356.44	21.84	376.36	12.39	348.6	-	--

注：采购价格按照采购金额除以采购量获得。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司贸易业务盈利能力较弱，对利润贡献有限；由于公司根据市场行情调整贸易产品结构，2020 年煤炭贸易规模下降

2020 年公司贸易业务仍以国内贸易为主，并强调风险控制，品种范围集中在原料供应链和产业链相关产品，主要包括煤炭、矿石、钢材和化工产品等。公司贸易业务中，煤炭及石化相关的低毛利大宗商品占比较高，但随着公司根据市场行情调整贸易产品结构，2020 年煤炭贸易规模有所下降，同时于当年新增了利润水平较高的铜贸易业务，加之乙二醇、苯乙烯、纸浆、焦炭等产品贸易量上升，2020 年贸易业务收入上升。公司绝大多数贸易业务向上游供应商和下游客户以银行承兑或现款方式结算，基本无账期；少部分贸易业务上下游结算采用新业务模式，账期为 T+N（N 小于一周）。该业务盈利能

力较弱，对利润贡献有限。

**表 8：近年来公司贸易板块主要产品贸易量（万吨）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
煤炭	994.55	1,130.38	611.88	137.21
矿石	24.06	22.98	4.70	1.05
钢材	8.78	3.49	0.68	0.02
苯	2.77	31.04	43.88	3.00
铜	--	--	5.24	1.13
电解铜	--	3.05	3.28	0.56

资料来源：公司提供

### 公司对浙江石化项目的股权投资规模较大，2020 年获得较高投资收益，但由于二期项目尚需资金投入，暂无现金分红；公司正积极推进对接浙江石化布局石化新材料业务

公司通过子公司巨化投资与浙江荣盛控股集团有限公司（以下简称“荣盛集团”）等其他三家企业合资设立浙江石化，截至 2021 年 3 月末，浙江石化注册资本为 508 亿元，公司持股比例为 20%<sup>4</sup>。

荣盛石化股份有限公司持股比例为 51%，浙江桐昆投资有限责任公司持股比例为 20%，舟山海洋综合开发投资有限公司持股比例为 9%。

<sup>4</sup> 浙江石化成立于 2015 年 6 月 18 日，截至 2021 年 3 月末，控股股东

浙江石化计划建设 4,000 万吨/年的炼化一体化项目，工程分两期建设，规划总投资 1,730.85 亿元，其中一期总投资 901.56 亿元，资本金投入 30%，一期项目包括炼油、芳烃、乙烯及下游化工品装置已于 2019 年底全面投产，装置生产平稳，炼油及化工装置逐步提升负荷，稳定产出各项产品；二期已陆续开工，目前第一批装置（常减压及相关公用工程装置等）已投入运行。公司近年来对浙江石化股权投资规模较大，截至 2020 年末已累计向浙江石化注资 101.60 亿元。

作为最新投产的大炼化项目，浙江石化炼油产品包括汽油、柴油、航空煤油等，化工产品包括对二甲苯等芳烃、聚烯烃等，具备规模优势和较强的竞争力，随着装置逐步平稳运行将为公司带来较好的投资回报。2020 年末，浙江石化总资产 1,889.46 亿元，总负债 1,274.63 亿元，所有者权益 614.83 亿元，2020 年实现营业总收入 649.01 亿元，净利润 112.08 亿元，为公司贡献 22.41 亿元投资收益。由于二期项目投资建设仍对资金有所需求，浙江石化目前暂未进行分红。目前公司在石油化工板块已布局己内酰胺及其原料环己酮、正丙醇等产品，并积极推进新建、扩建相关产品，与浙江石化形成较为密切的上下游产业链关系。

2020 年 9 月，巨化股份公告拟以发行股份及支付现金的方式购买巨化投资持有浙江石化 20% 股权，并向不超过 35 名特定投资者募集配套资金。2021 年 6 月，由于受新冠疫情等影响令本次重组事项审计、评估、现场尽调等工作时间有所延长，且浙江石化盈利能力及股价较筹划重组时发生了较大变化，巨化股份已决定终止本次重组事项。

**表 9：公司相关产品所需原料与浙江石化产品的对应情况**

产品	产能情况	可作为原料的
----	------	--------

		浙江石化产品
环己酮	11 万吨/年	苯
正丙醇	5 万吨/年（2020 年 8 月已建成并投产） 规划扩建至 10 万吨/年	乙烯
硫磺制酸（在建项目）	30 万吨/年	硫磺
异丙醇（规划阶段）	4 万吨/年	丙酮
碳氢制冷剂（规划阶段）	3.5 万吨/年	异丁烷

资料来源：公司提供，中诚信整理

此外，公司于 2017 年与国家集成电路产业投资基金公司等五家企业共同出资设立了中巨芯科技有限公司（以下简称“中巨芯科技”）。中巨芯科技主要从事半导体行业所需的电子化学材料的研发、生产和销售，截至 2021 年 3 月，公司投资金额为 3.90 亿元，持股比例为 39%<sup>5</sup>；2019 年公司与浙江省国有资本运营有限公司、杭钢集团等九家企业共同出资设立了浙江富浙集成电路产业发展有限公司，注册资本为 150 亿元，主要从事集成电路领域的股权投资，公司拟出资金额为 10 亿元，持股比例为 6.67%，截至 2020 年末已实际出资 2.0025 亿元。

### 在建项目仍有较大资本支出，公司未来仍有较大投资支出

目前公司主要在建项目为热电机组节能增效之#11 机组建设、晋巨合成氨原料路线及节能减排技术改造项目和巨新公司 270kt/a R125 项目等，计划总投资 35.40 亿元，截至 2021 年 3 月末已完成投资 9.76 亿元，在建项目未来仍有较大投资支出，不过以技改扩能、节能增效等为主的项目建设完成后，有助于进一步扩大公司生产规模，降低生产成本，提高盈利能力。

**表 10：截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）**

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2021 年剩余投资	2022 年计划投资	2023 年计划投资
晋巨合成氨原料路线及节能减排技术改造项目	9.84	0.82	4.50	3.00	1.30
晋巨 39,000Nm <sup>3</sup> /h 空分技术改造项目	3.00	1.38	1.00	0.40	0.22

<sup>5</sup> 截至 2020 年末，中巨芯科技总资产为 13.87 亿元，所有者权益为 11.07 亿元，2020 年营业收入为 4.00 亿元，净利润为 0.22 亿元。

热电机组节能增效之#11 机组建设	10.18	0.41	1.17	3.47	3.20
联州新型环保制冷剂及汽车养护产品生产充装基地项目	2.89	1.15	0.80	0.60	0.25
巨新公司 270kt/a R125 项目	8.80	5.49	1.00	1.00	1.00
制酸工艺技术优化改造（一期）	0.69	0.51	0.10	0.07	0.01
<b>合计</b>	<b>35.40</b>	<b>9.76</b>	<b>8.57</b>	<b>8.54</b>	<b>5.98</b>

资料来源：公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，2018 年财务数据为 2019 年期初数，2019~2020 年财务数据均为报表期末数。中诚信国际在分析时将公司合并口径计入“其他流动负债”的有息债务调至短期债务，将计入“长期应付款”的融资租赁款调至长期债务，将母公司口径计入“其他流动负债”的有息债务调至短期债务。

### 化工产品价格下滑导致公司 2020 年各化工板块营业收入下滑，经营性业务亏损，但受益于浙江石化盈利带来的投资收益增加，利润总额大幅提升；本部贸易收入占比较大，但盈利能力较弱，主要依赖于投资收益

公司当前业务以化工和贸易为主，2020 年受新冠疫情和化工行业周期下行等影响，公司产品下游市场需求趋弱，且行业内竞争激烈，使得其大部分化工产品价格同比下跌，当期氟化工、氯碱化工及石油化工板块收入均出现下滑；国内外贸易业务收入继续稳步增长，对营业总收入形成补充。2021 年一季度，受益于化工行业整体上行，产品销售价格大幅提升，公司营业总收入同比上升 28.47%。

2020 年公司营业毛利率进一步下降至 7.92%，其中，受制冷剂行业竞争激烈及化工行业周期下行叠加影响，公司氟化工产品销售价格下滑导致该板块毛利率进一步下降；由于烧碱销售均价受下游需求疲软等因素持续下滑，当期氯碱化工板块毛利率下降；受新冠疫情以及原油价格大幅下跌影响，公司石油化工和国内外贸易板块毛利率亦有不同程

度下降。2021 年一季度，随着化工行业景气度复苏，毛利率水平亦有所回升。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1-3
氟化工	68.81	63.46	58.30	14.96
氯碱化工	41.46	45.68	42.41	8.55
石油化工	16.75	13.40	10.32	5.23
国内外贸易	126.84	153.88	199.34	29.59
公用配套	5.34	3.89	4.27	1.17
环保	34.04	20.04	-	-
其他业务	19.48	21.29	24.73	8.80
<b>营业总收入</b>	<b>312.72</b>	<b>321.64</b>	<b>339.37</b>	<b>68.31</b>
毛利率	2018	2019	2020	2021.1-3
氟化工	35.17	17.52	12.54	8.68
氯碱化工	24.45	22.79	16.45	10.14
石油化工	15.70	13.69	13.11	15.53
国内外贸易	2.34	1.80	1.05	0.21
公用配套	80.83	90.37	67.92	50.14
环保	7.41	14.32	-	-
<b>营业毛利率</b>	<b>16.76</b>	<b>11.69</b>	<b>7.92</b>	<b>10.82</b>

注：1、公司其他业务包括服装业、装备制造、物流、房地产等多项业务，其他业务收入包含利息收入；氟化工板块收入中包括电子化学材料收入；2、由于公司原有浙江菲达环保科技股份有限公司于 2019 年 9 月末剥离<sup>6</sup>，2019 年环保业务收入和毛利率实际为 1-9 月收入 and 毛利率；3、数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

受益于公司控制办公费用等，2020 年以管理费用为主的期间费用降低，同时营业总收入增长使得当期期间费用率继续下降，但由于公司毛利率亦处于较低水平，期间费用对于利润侵蚀较大。

盈利能力方面，2020 年公司大部分产品价格同比下跌导致经营性业务微亏，但随着浙江石化逐步实现盈利，公司投资收益大幅增加，对盈利形成良好补充，同期利润总额大幅增长 109.75%，EBITDA、EBIT 及相关盈利指标亦有所提升。2021 年一季度，受期间费用率上升及其他收益同比下降等因素影响，经营性业务继续亏损，但投资收益仍对盈利形

成股权过户登记工作，不再将其纳入合并范围。

<sup>6</sup>公司原有浙江菲达环保科技股份有限公司运营环保业务，2019 年 9 月 30 日，公司将持有的菲达环保 25.67% 股份无偿划转给杭钢集团，并完

成较好支撑。

**表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	5.68	5.36	5.39	1.44
管理费用	19.81	18.59	16.39	4.66
财务费用	6.07	6.27	6.75	1.59
期间费用合计	31.56	30.22	28.53	7.69
期间费用率	10.09	9.40	8.41	11.26
其他收益	1.26	3.40	2.47	0.19
经营性业务利润	19.93	9.38	-0.16	-0.46
资产减值损失	7.24	1.12	0.32	0.12
投资收益	2.55	2.95	23.90	8.71
营业外损益	-1.80	0.20	0.59	-0.001
利润总额	14.05	11.59	24.31	8.14
净利润	9.06	9.60	23.30	7.93
EBIT	20.39	18.01	30.46	--
EBITDA	30.06	28.15	40.36	--
EBITDA 利润率	9.61	8.75	11.89	--
总资产收益率	5.62	5.13	8.51	--

注：1、资产减值损失合计包含“信用减值损失”和“资产减值损失”；  
 2、“研发费用”计入“管理费用”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

巨化集团本部主要为巨化股份供应水、电、汽等配套资源，并进行部分贸易业务，2020年贸易规模的持续扩大带动营业总收入继续提升。受益于部分人员调入下属子公司使母公司管理费用下降，同时2020年新冠疫情期间融资成本降低使得财务费用亦有所下降，母公司期间费用及期间费用率降幅明显，加之当年收入上升，公司本部经营性业务由亏损转为微利状态，利润来源主要于对子公司、参股企业的投资收益和处置金融资产收益，利润总额及净利润水平同比提升。

**表 13：近年来母公司盈利相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
营业总收入	53.96	68.42	87.66	9.60
其中：贸易	36.57	50.94	71.25	1.10
水、电、气	16.41	17.27	16.14	4.34
管理费用	2.99	2.40	1.87	0.40
财务费用	2.58	2.81	1.52	0.24
期间费用合计	5.56	5.20	3.39	0.64
期间费用率	10.31	7.61	3.87	6.67
经营性业务利润	-1.39	-0.40	0.09	0.44
资产减值损失	2.28	-0.01	-0.10	-0.04
投资收益	5.31	2.86	3.02	0.04
利润总额	0.75	2.30	3.79	0.44
净利润	0.73	2.30	3.79	0.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2020年以来，总资产规模随对外投资增加、投资收益确认及项目建设持续推进而增加；总债务上升较快，且债务结构与资产结构仍存在错配，债务结构亟待优化**

2021年3月末，总资产随对外投资增加、投资收益确认及项目建设持续推进而增加，且非流动资产占比提升，同期末非流动资产占比为74.81%。具体来看，2020年以来长期股权投资不断增长，主要系对浙江石化追加投资36.00亿元及确认投资收益22.41亿元所致，其中2020年末对浙江石化的长期股权投资为125.39亿元；随着各新增产能、技改等项目建成投产，2020年以来固定资产规模不断上升。流动资产方面，货币资金规模随经营获现水平下降而有所下降，2021年3月末受限金额为3.70亿元，主要为各类保证金；由于应收账款结算有所增加，应收票据下降但仍维持一定规模；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产及其他流动资产受银行理财产品投资减少规模相应缩减。

在建项目逐步推进及对浙江石化等股权投资增加导致公司资金需求不断扩大，2020年末公司总债务规模上升较快。债务结构方面，2021年3月末短期债务占比回落至67.92%，但短期债务规模增长较快，公司债务结构与资产结构仍存在错配，债务结构亟待优化。

2020年公司有3亿元永续债到期偿付，但受益于战略投资者剩余资金到位、利润积累等，2020年以来公司所有者权益持续增加。2021年3月末，所有者权益的持续增长令资产负债率与总资本化比率略有下降。

**表 14：近年来公司主要资产、负债及资本结构情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
固定资产	87.35	79.55	96.66	95.35
长期股权投资	66.40	81.21	138.97	146.15
在建工程	12.21	14.03	13.62	14.99
无形资产	17.20	13.73	15.49	15.47
非流动资产/总资产	54.34	64.49	74.35	74.81
存货	45.62	20.58	19.95	23.25
货币资金	36.79	28.21	27.65	24.62
应收票据	32.52	23.89	21.47	18.87

其他流动资产	17.13	12.75	5.87	2.92
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	9.86	20.91	13.40	16.20
总资产	372.13	329.53	386.33	394.40
总负债	233.06	195.20	229.23	229.28
短期债务	110.05	117.84	131.34	122.11
总债务	159.70	150.53	176.99	179.78
实收资本	40.00	47.07	47.07	47.07
其他权益工具	3.00	3.00	-	-
少数股东权益	76.96	62.50	60.84	61.03
所有者权益	139.08	134.33	157.09	165.11
资产负债率	62.63	59.24	59.34	58.14
总资本化比率	53.45	52.84	52.98	52.13

注：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产包含交易性金融资产，应收票据包含应收款项融资。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来公司本部总资产继续增加且以非流动资产为主。其中，长期股权投资主要为对巨化投资、巨化股份<sup>7</sup>等子公司的投资。其他非流动资产和其他流动资产主要为对下属公司发放的长、短期借款，其中 2020 年末随着通过巨化投资对浙江石化投资，对巨化投资拆借资金增加导致其他非流动资产增长较快。2021 年 3 月末公司本部货币资金为 6.13 亿元，其中受限货币资金为 0.54 亿元。总负债主要以有息债务为主，由于对外投资增加，本部通过融资满足资金需求导致债务规模不断扩大，且通过集团结算中心吸收了一部分子公司存款，令短期债务占比增长速度较快，2021 年 3 月末短期债务占总债务的比重为 70.99%，债务结构有待优化。2020 年受益于利润积累等，期末本部所有者权益有所增长，但由于债务规模增长较快财务杠杆比率上升。

**表 15：公司本部主要资产、负债及资本结构（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	8.03	13.84	11.79	6.13
其他流动资产	12.17	18.66	12.00	12.13
长期股权投资	171.83	161.29	164.69	165.15
其他非流动资产	51.95	71.80	112.25	112.36
总资产	268.20	291.30	324.55	326.77
总负债	155.96	175.31	204.17	205.95
短期债务	98.39	130.57	144.34	137.20
总债务	144.09	163.06	189.44	193.27
短期债务/总债务	68.29	80.08	76.19	70.99

<sup>7</sup> 截至 2021 年 3 月末，公司持有巨化股份 54.90% 的股权且无质押情况，公司持股以 2021 年 5 月末收盘价 9.96 元/股为基准的市值为 147.62 亿元。

所有者权益合计	112.24	115.99	120.38	120.82
资产负债率	58.15	60.18	62.91	63.02
总资本化比率	56.21	58.43	61.14	61.53

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年经营活动净现金流下降；项目投入和股权投资使投资活动现金流保持较大净流出规模，公司面临一定短期偿债压力

2020 年，产品价格下降导致收入规模缩减，经营活动现金流亦同比下降，但仍呈净流入状态；受在建项目投入和股权投资增加影响，同期投资活动保持较大净流出规模；由于经营活动现金流不能覆盖资本支出，公司筹资活动现金流保持净流入状态。

投资收益扩大带动盈利水平提升，使 EBITDA 对债务本息覆盖能力增强，但由于当期经营获现水平下降，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力亦出现较大幅度下滑，且短期债务逐年增加，货币等价物对其覆盖能力偏弱，公司面临一定短期偿债压力。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	23.85	27.62	16.73	6.89
投资活动净现金流	-23.26	-40.72	-38.87	-8.85
筹资活动净现金流	3.93	5.92	21.74	1.68
EBITDA 利息保障倍数	4.73	4.38	6.57	--
总债务/EBITDA	5.31	5.35	4.39	--
经营活动净现金流/总债务	0.15	0.18	0.09	0.15*
经营活动净现金流/利息支出	3.76	4.30	2.72	--
货币等价物/短期债务	0.72	0.62	0.48	0.49

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司本部及集团结算中心吸收部分下属子公司存款使得经营活动现金流流入规模大幅提升，对浙江石化等企业的持续投资使得投资活动现金流处于较大净流出状态，且子公司现金分红规模较小<sup>8</sup>，主要依赖外部融资满足资金需求。公司本部 EBITDA 与经营活动现金流对利息支出覆盖情况

<sup>8</sup> 2020 年，公司收到投资企业现金分红共计 2.09 亿元。

较好，对债务本金覆盖能力有限，且短期债务规模较大，面临一定短期偿债压力。

**表 17：近年来本部现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	-4.81	11.20	22.98	3.51
投资活动净现金流	0.65	-21.67	-29.11	-17.98
筹资活动净现金流	4.24	15.47	4.23	4.70
EBITDA 利息保障倍数	1.24	1.45	1.67	--
总债务/EBITDA	22.25	18.95	18.24	--
经营活动净现金流/总债务	-0.03	0.07	0.12	0.07*
经营活动净现金流/利息支出	-0.92	1.89	3.70	--
货币等价物/短期债务	0.18	0.17	0.13	0.13

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存续债分布来看，截至评级报告出具日，2021 年内公司共有 8.20 亿元债券到期，未来三年债券到期时间较为分散，短期内债券兑付压力不大。

**表 18：截至报告出具日公司存续债到期分布情况（亿元）**

	2021	2022	2023
到期金额	8.20	12.00	25.00

资料来源：公司提供

**较为充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；公司对外担保金额超过净资产且或将进一步增加，令其或有债务压力加大**

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司从合作银行共获得 309.40 亿元授信总额，其中未使用授信余额 171.00 亿元；公司本部获得合计 215.90 亿元的综合授信额度，其中未使用授信额度为 96.80 亿元，整体财务弹性较好。公司下属子公司巨化股份为上市公司，股权融资渠道较为畅通。

截至 2021 年 3 月末，公司合并口径受限资产账面价值为 9.65 亿元，包括货币资金 3.70 亿元（各类保证金、财务公司准备金）、应收票据 5.58 亿元（质押）、固定资产 0.37 亿元（抵押），受限比例较低。

对外担保方面，公司会同荣盛集团、荣盛石化股份有限公司、浙江桐昆控股集团有限公司和舟山海洋综合开发投资有限公司与中国工商银行股份有限公司浙江省分行等 9 家银行共同签订了《银团

贷款保证合同》，为借款人浙江石化与各贷款人签订的《银团贷款合同》提供连带责任担保。浙江石化此次借款基于其业务发展及 4,000 万吨/年炼化一体化项目建设的需要，公司与其他担保人按照持股比例向各贷款人提供连带责任担保，保证期限为《银团贷款合同》项下债务履行期届满之日起三年，其中公司提供担保的金额上限为人民币 114 亿元、美元 1 亿元。另外浙江石化因业务发展还需向金融机构申请不超过等值 365 亿元人民币流动资金授信，授信陆续领用中，公司需按持股比例承担连带责任保证担保。截至 2021 年 3 月末，公司向浙江石化提供担保余额为 216.84 亿元，占同期末净资产比重为 131.33%。随着浙江石化项目建设推进，资金需求增加，公司未来对外担保余额可能继续增加，中诚信国际将对此保持关注。

**过往债务履约情况：**根据公开资料显示，截至 2021 年 5 月 7 日，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供的企业信用报告及相关资料，截至本报告出具日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

## 外部支持

**公司作为浙江省唯一的省属化工业务平台，股东及政府为其发展提供了可靠支持**

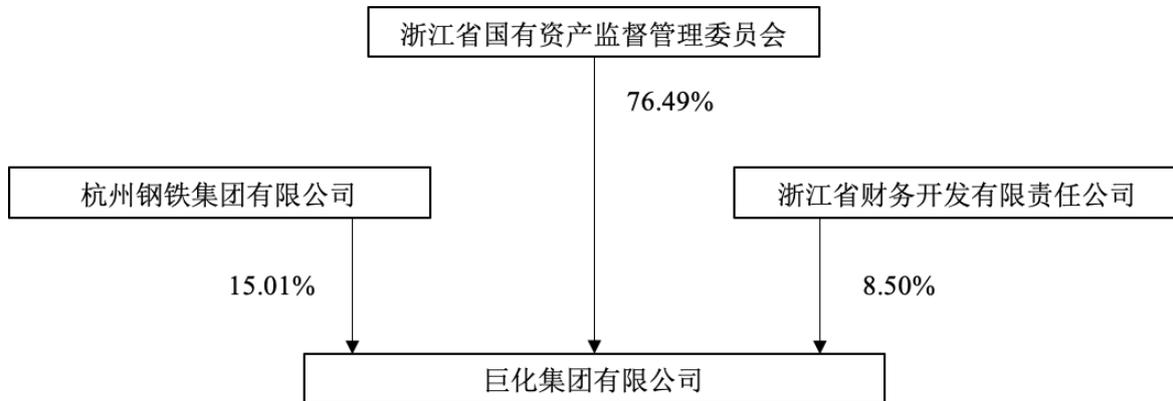
公司是浙江省国资委直属企业和唯一的省属化工业务平台，在政策和市场操作层面均获得了省委省政府的极大重视，作为浙江省国有化工业务的未来整合平台，实际控制人对其支持意愿极强。浙江省 2020 年生产总值（GDP）达 64,613 亿元，从全国各省 GDP 排行来看，浙江省排名第 4，经济实力突出。作为浙江省政府大力扶持的国有企业，2018 年 1 月，公司等多家企业被列入专项信贷支持的重点对象。同时，公司享受多项税收、补贴政策优惠，2020 年政府对其补助为 3.30 亿元。公司所在地衢州市政府也在积极推动“衢州-巨化”一体化的工作，力争将巨化集团的市场竞争优势转化为发展经济的区域核心优势。此外，在浙江省国资委的

规划和主导下，公司引入战略投资者杭钢集团的 18 亿元资金，分别于 2019 年 12 月和 2020 年 6 月支付 12 亿元和 6 亿元，其中 7.067 亿元计入注册资本，溢价部分计入资本公积。截至 2020 年末公司注册资本为 47.067 亿元，浙江省国资委、杭钢集团和浙江省财务开发有限责任公司分别持有公司 76.49%、15.01% 和 8.50% 的股份。上述增资扩股事项的完成有助于公司提升资本实力，扩大经营规模，实际控制人对公司支持能力强。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持巨化集团有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“20 巨化 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

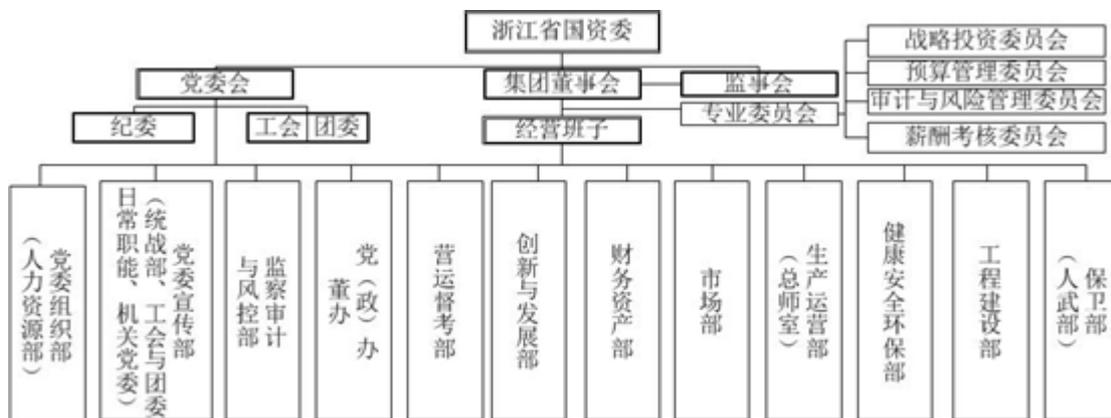
## 附一：巨化集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



截至 2021 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	主要业务	持股比例(%)
浙江巨化股份有限公司	氟化工产品	54.90
浙江巨化热电有限公司	电力、蒸汽产品	100.00
巨化集团（香港）有限公司	商贸类	100.00
浙江锦华新材料股份有限公司	石油化工产品	82.49
浙江巨化投资有限公司	投资管理	100.00
巨化集团财务有限责任公司	金融业务	100.00

注：表内持股比例为公司直接和间接持股比例之和。



资料来源：公司提供

**附二：巨化集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）**

财务数据(单位：万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	367,862.59	282,060.62	276,499.27	246,178.32
应收账款净额	167,020.99	60,259.66	76,133.33	97,203.52
其他应收款	42,896.37	16,694.01	5,870.75	8,528.46
存货净额	456,171.50	205,848.68	199,488.63	232,488.60
长期投资	683,999.05	836,315.35	1,429,368.71	1,499,087.03
固定资产	873,457.64	795,464.16	966,627.14	953,532.51
在建工程	122,056.35	140,287.46	136,235.31	149,901.35
无形资产	171,963.77	137,290.53	154,932.08	154,738.28
总资产	3,721,329.71	3,295,330.33	3,863,268.71	3,943,969.16
其他应付款	70,745.27	57,235.18	91,716.19	45,149.80
短期债务	1,100,479.23	1,178,373.68	1,313,387.35	1,221,091.91
长期债务	496,504.25	326,973.51	456,497.97	576,717.84
总债务	1,596,983.48	1,505,347.18	1,769,885.32	1,797,809.75
净债务	1,229,120.89	1,223,286.56	1,493,386.05	1,551,631.43
总负债	2,330,554.46	1,952,005.05	2,292,343.13	2,292,842.99
费用化利息支出	63,422.52	64,228.83	61,465.25	--
资本化利息支出	95.32	-	3.07	--
所有者权益合计	1,390,775.25	1,343,325.28	1,570,925.57	1,651,126.17
营业总收入	3,127,158.41	3,216,365.97	3,393,703.60	683,082.22
经营性业务利润	199,288.17	93,798.02	-1,564.30	-4,594.56
投资收益	25,483.54	29,457.61	238,975.12	87,094.29
净利润	90,648.10	95,953.49	233,020.65	79,322.07
EBIT	203,876.33	180,103.18	304,603.31	--
EBITDA	300,636.17	281,520.84	403,553.54	--
经营活动产生现金净流量	238,522.44	276,233.79	167,296.05	68,902.66
投资活动产生现金净流量	-232,568.82	-407,225.16	-388,738.50	-88,499.87
筹资活动产生现金净流量	39,292.18	59,210.25	217,442.53	16,794.48
资本支出	178,172.48	184,032.69	155,017.62	29,375.38
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	16.76	11.69	7.92	10.82
期间费用率(%)	10.09	9.40	8.41	11.26
EBITDA 利润率(%)	9.61	8.75	11.89	--
总资产收益率(%)	5.62	5.13	8.51	--
净资产收益率(%)	6.75	7.02	15.99	19.69*
流动比率(X)	0.96	0.75	0.56	0.60
速动比率(X)	0.71	0.61	0.45	0.46
存货周转率(X)	5.74	8.58	15.39	11.28*
应收账款周转率(X)	16.65	28.29	49.73	31.52*
资产负债率(%)	62.63	59.24	59.34	58.14
总资本化比率(%)	53.45	52.84	52.98	52.13
短期债务/总债务(%)	68.91	78.28	74.21	67.92
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.18	0.09	0.15*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.22	0.23	0.13	0.23*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.76	4.30	2.72	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.24	12.91	5.25	--
总债务/EBITDA(X)	5.31	5.35	4.39	--
EBITDA/短期债务(X)	0.27	0.24	0.31	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.73	4.38	6.57	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.21	2.80	4.96	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用，将合同资产计入存货；3、带\*指标已经年化处理。

**附三：巨化集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）**

财务数据(单位：万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	80,291.94	138,426.51	117,894.16	61,287.84
应收账款净额	10,110.87	24,567.36	23,448.80	35,097.15
其他应收款	10,077.93	19,078.67	10,234.83	34,715.62
存货净额	16,173.73	11,595.41	12,284.36	15,603.05
长期投资	1,724,825.04	1,619,416.77	1,654,190.17	1,658,467.39
固定资产	60,194.15	36,927.54	35,344.11	34,861.08
在建工程	9,769.07	3,291.22	2,626.78	2,877.63
无形资产	23,991.33	24,131.44	22,637.57	22,472.41
总资产	2,682,027.84	2,913,028.00	3,245,501.06	3,267,694.92
其他应付款	25,962.84	24,223.63	49,867.98	30,769.60
短期债务	983,913.23	1,305,738.54	1,443,373.34	1,371,951.96
长期债务	456,977.83	324,880.00	450,990.00	560,717.84
总债务	1,440,891.07	1,630,618.54	1,894,363.34	1,932,669.80
净债务	1,360,599.12	1,492,192.03	1,776,469.18	1,871,381.96
总负债	1,559,633.42	1,753,117.54	2,041,680.56	2,059,461.48
费用化利息支出	52,297.22	59,329.72	62,119.45	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	1,122,394.42	1,159,910.45	1,203,820.50	1,208,233.43
营业总收入	539,556.37	684,176.38	876,580.25	96,043.04
经营性业务利润	-13,929.25	-4,032.61	887.41	4,397.72
投资收益	53,149.25	28,618.42	30,172.84	442.69
净利润	7,334.97	23,043.19	37,864.12	4,412.93
EBIT	59,772.81	82,376.68	99,983.58	--
EBITDA	64,751.59	86,053.66	103,843.64	--
经营活动产生现金净流量	-48,055.19	111,993.88	229,830.44	35,106.33
投资活动产生现金净流量	6,529.22	-216,737.11	-291,067.58	-179,829.90
筹资活动产生现金净流量	42,404.09	154,662.66	42,301.54	46,969.36
资本支出	1,851.94	1,316.36	695.57	41.60
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	8.13	7.25	4.08	11.33
期间费用率(%)	10.31	7.61	3.87	6.67
EBITDA 利润率(%)	12.00	12.58	11.85	--
总资产收益率(%)	2.28	2.94	3.25	--
净资产收益率(%)	0.66	2.02	3.20	1.46*
流动比率(X)	0.32	0.34	0.24	0.27
速动比率(X)	0.30	0.34	0.23	0.26
存货周转率(X)	43.79	45.70	70.42	24.43*
应收账款周转率(X)	41.66	39.46	36.51	13.12*
资产负债率(%)	58.15	60.18	62.91	63.02
总资本化比率(%)	56.21	58.43	61.14	61.53
短期债务/总债务(%)	68.29	80.08	76.19	70.99
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	0.07	0.12	0.07*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.05	0.09	0.16	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.92	1.89	3.70	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-6.97	3.42	9.00	--
总债务/EBITDA(X)	22.25	18.95	18.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.07	0.07	0.07	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.24	1.45	1.67	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.14	1.39	1.61	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。