

华鲁控股集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 悦 ysun01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 28 日

声 明

■ 本次评级为评级对象委托评级。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）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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2022 年 6 月 28 日至 2023 年 1 月 4 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 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[2022]跟踪 2090 号

华鲁控股集团有限公司：

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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该信用评级结果有效期为 2022 年 6 月 28 日至 2023 年 1 月 4 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日



评级观点：中诚信国际维持华鲁控股集团有限公司（以下简称“华鲁控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司在山东省国资系统中的地位较高，资产质量较好、业务较为多元化，有利于分散经营风险和盈利能力有所提升等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到化工板块经营风险、公司面临一定资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华鲁控股（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	366.19	402.44	507.13	544.76
所有者权益合计（亿元）	227.86	246.64	318.53	344.27
总债务（亿元）	82.76	91.59	110.66	121.78
营业总收入（亿元）	247.10	243.46	395.50	116.66
净利润（亿元）	29.18	22.91	76.83	25.56
EBITDA（亿元）	56.01	49.79	116.77	30.83
经营活动净现金流（亿元）	53.85	44.22	52.78	22.89
资产负债率(%)	37.77	38.71	37.19	36.80
华鲁控股（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	52.07	69.04	65.10	69.19
所有者权益合计（亿元）	34.45	35.33	35.93	35.75
总债务（亿元）	16.00	32.30	27.50	31.50
营业总收入（亿元）	0.13	0.19	0.20	0.01
净利润（亿元）	1.94	2.75	1.95	-0.16
EBITDA（亿元）	2.15	2.89	2.21	-
经营活动净现金流（亿元）	-0.08	1.58	-0.03	-0.15
资产负债率(%)	33.84	48.83	44.80	48.33

注：1、中诚信国际根据公司 2020-2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报告整理，其中 2019 年财务数据采用 2020 年期初数，其余各期均采用期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；将公司计入长期应付款科目的有息债务调整至长期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY 2019 02)

华鲁控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	24.21	10
	总资产收益率(%)*	12.87	10
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	25.78	10
	总债务/EBITDA(X)*	1.42	10
	EBITDA 利息保障倍数(X)* (CFO-股利)/总债务(%)*	24.92 44.91	10 10
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	395.50	10
	业务多样性	8	8
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别为 AAA。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年-2021 年三年平均值

正面

■ 公司在山东省国资系统中的地位较高，资产质量较好。公司系经山东省国资委出资成立，控股华鲁恒升、鲁抗医药及新华制药 3 家上市公司并运营其他优质国有资产，承担着山东省国资体系内部分煤化工、医药和环保产业的国有资本运营职能，在区域内地位较为突出。

■ 公司业务较为多元化，有利于分散经营风险。通过多年的发展，公司形成了煤化工、医药和环保三大核心主业，同时涉及贸易、融资租赁等领域，相对多元的业务结构分散了一定的经营风险。

■ 盈利能力有所提升。2021 年，公司实现营业收入 395.50 亿元，同比增长 62.45%；实现经营性业务利润 91.78 亿元，同比增长 243.05%，盈利能力的提升为公司业务进一步发展奠定坚实基础。

关注

■ 化工板块经营风险。2021 化工行业主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；但行业景气度易受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制等不确定因素的影响，给公司化工板块经营和发展带来一定挑战。

■ 面临一定的资本支出压力。截至 2021 年末，公司子公司华鲁恒升在建项目未来尚需投资金额合计 122.30 亿元，面临一定的资本支出压力。

评级展望

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

■ 可能触发评级下调因素。区域经济下滑，公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；煤化工和医药等板块受行业影响，利润水平大幅下降；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息 1

华鲁控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA	-	2022/01/05	邢杰、孙悦	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
AAA	-	2019/07/10	李敏、张双钰	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用） CCXI TY 2016 01	阅读全文
AA ⁺	-	2011/12/07	郭永来、马宽	--	--

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

华鲁控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA	-	2019/06/18	邵新惠、张梦诗	中诚信证券评估有限公司通用行业评级方法	阅读全文
AA ⁺	-	2017/07/05	翟贾筠、张梦诗	--	阅读全文

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较

2021 年部分同区域同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率(%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
山东省国有资产投资控股有限公司	1,839.93	447.55	75.68	965.32	35.19	-73.64
山东国惠投资控股集团有限公司	1,509.35	942.45	37.56	131.00	13.51	-59.68
华鲁控股集团有限公司	507.13	318.53	37.19	395.50	76.83	52.78

资料来源：中诚信国际整理

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。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域

的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望:疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政

策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

行业及区域经济环境

2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。其中，2021 年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。根据中国医药企业管理协会发布的数据显示，2021 年医药工业规模以上企业实现营业收入 33,049.3 亿元，同比增长 19.1%；实现利润总额 7,006.5 亿元，同比增长 68.9%。各子行业中，生物制品子行业在新冠病毒疫苗销售的带动下呈现爆发式增长，营业收入和利润增速显著高于其他子行业；化学制品、中药饮片、中成药 3 个子行业营业收入从 2020 年的负增长实现了 10% 左右的增长；卫生材料及医药用品子行业营业收入和利润均有所下降，主要系防护服、口罩等卫生防护用品销售同比有所下降。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有

所减弱，但 2021 年国内各地区疫情仍时有反复，且年末随着传播性更强的新冠病毒新变异种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购，医药和医疗用品相关行业保证生产；同时，叠加前期消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，近年来疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长。

国内卫生体制改革持续深化使得医药制造有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

近年来国家医疗保障局（以下简称“国家医保局”）、国家卫生健康委员会（以下简称“国家卫健委”）、和国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）在医疗端、医药端和医保端“三医联动”持续深化改革，发布了国家医保谈判“双通道”管理机制、“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规，通过医保、医药和医疗的联动，促进医药行业改革进一步推进与深化，加快建设可持续的多层次医疗卫生服务保障体系。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 1：2021 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2021.4	国家医保局、国家卫健委	《关于建立完善国家医保谈判“双通道”管理机制的指导意见》	为确保国家医保谈判药品顺利落地，满足参保患者用药需求，就建立完善谈判药品“双通道”管理机制在分类管理、遴选药店、规范使用、完善支付政策、优化经办管理、强化监管、加强领导等方面提出指导意见。	促进谈判药品的供应保障多元化，对于解决谈判药品“进院难”问题、推动医疗机构药品制度改革等将产生积极影响。
2021.5	国家药监局	《药品警戒质量管理规范》	规范适用于药品上市许可持有人和获准开展药物临床试验的药品注册申请人开展的药物警戒活动，要求持有者和申办者建立药物警戒体系，通过体系的有效运行和维护，监测、识别、评估和控制药品不良反应及其他与用药有关的有害反应等。	规范和指导药品上市许可持有人和药品注册申请人的药物警戒活动，全面落实药物警戒主体责任，明确其在药物警戒体系建设和药物警戒活动开展中的职责，并对药物警戒的委托管理进行原则性规定。

2021.9	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	提出“十四五”期间全民医疗保障的发展基础、总体要求（指导思想、基本原则、发展目标），健全多层次医疗保障制度体系，优化医疗保障协同治理体系构筑坚实的医疗保障服务支撑体系，要求各地区、各有关部门做好规划实施。	促进基本医疗保障公平发展，有利于加快建立覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次医疗保障体系。
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《十四五医药工业发展规划》	新一轮技术变革和跨界融合加快，围绕新机制、新靶点药的基础研究和转化应用不断取得突破，生物医药与新一代信息技术深度融合	医药工业新一轮科技革命和产业变革为行业发展提供了广阔空间。

资料来源：公开资料整理

其中，医保端政策调整对医药制造行业的影响最为直接也最为明显。近年来我国进行多批全国范围内国家药品集中采购及医用耗材集中采购，药品与医用耗材带量采购已逐步实现常态化，中选品种数量和中标企业数量整体提升，平均降价幅度亦始终保持在 50% 以上，与此同时，省际集采联盟的数量亦不断增多，与国家集采形成良好配合与补充。医保目录持续进行动态调整，不断调入基本用药，平均价格降幅保持在 50% 以上。中诚信国际认为，

上述政策有助于整体提升仿制药品质，加速原研药替代。引导药品适度竞争，为价格更低、质量更优的药品腾出空间，提升药品可及性和用药公平性。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。而另一方面，带量采购和医保目录动态调整的不断深入使得医药制造行业整体竞争压力加剧，促使行业内企业通过优化生产与经营效率以实现成本压降，行业竞争回归药品成本把控以及效用与质量的提升。

表 2：历次药品及医疗器械集中采购主要情况一览（个）

带量采购批次	范围	时间	采购周期	中选品种数量	平均降价幅度	最高降价幅度	中标企业数量
1	4+7城市	2018年11月	以结果执行日起12个月	25	52%	96%	15
扩围	全国	2019年9月	中选企业不超过2家（含）的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期是实际情况可延长一年	25	59%	78%	45
2	全国	2019年12月	全国实际中选企业为1家的品种，本轮采购周期原则上为1年；全国实际中选企业为2家或3家的品种，本轮采购周期原则上为2年；全国实际中选企业为4家及以上的品种，本轮采购周期原则上为3年	32	53%	93%	77
3	全国	2020年7月	全国实际中选企业为1家或2家的，本轮采购周期原则上为1年；全国实际中选企业为3家的，本轮采购周期原则上为2年；全国实际中选企业为4家及以上的，本轮采购周期原则上为3年	55	53%	95%	125
首批国家高值医用耗材集中带量采购	全国	2020年11月	本次冠脉支架采购周期2年	27	93%	--	11
4	全国	2021年1月	全国实际中选企业为1家或2家的，本轮采购周期原则上为1年；全国实际中选企业为3家的，本轮采购周期原则上为2年；全国实际中选企业为4家及以上的，本轮采购周期原则上为3年	45	52%	96%	118
5	全国	2021年6月	全国实际中选企业为1家或2家的，本轮采购周期原则上为1年；全国实际中选企业为3家的，本轮采购周期原则上为2年；全国实际中选企业为4家及以上的，本轮采购周期原则上为3年	61	56%	98%	148
骨科创伤类医用耗材集中带量采购	12省市	2021年7月	2021年11月1日至2022年10月31日	20,751	88.65%	--	71
6	全国	2021年11月	本次胰岛素集中采购周期为2年，由各地终选结果实际执行日起计算	6	48%	76%	11

资料来源：公开资料整理

表 3：历次医保谈判主要情况一览

谈判时间	入围药品数量 (个)	谈判成功药品数量 (个)	平均降幅	协议有效期
2015年 (试点)	5	3	50%以上	2016年至2017年采购期内
2017年	44	36	39%	2018年1月1日至2019年12月31日
2018年	18	17	56.7%	2019年1月1日至2020年12月31日
2019年	119(新药)+31 (续约品种个数)	70 (新药)+27 (续约品种个数)	60.7%+26.4%	2020年1月1日至2021年12月31日
2020年	162	119	50.64%	2021年3月1日至2022年12月31日
2021年	117	94 (27个目录内原有品种+67个目录外新增药品)	61.71% (目录外新增药品)	2022年1月1日至2022年12月31日

资料来源：公开资料整理

医药流通行业增速保持恢复态势，随着医改持续深化，行业集中度不断提升，整体呈现转型升级、高质量发展态势

2021 年全国药品流通市场销售规模持续稳定增长，行业增速保持恢复态势。据商务部药品流通行业管理系统数据显示，2021 年全国七大类医药商品销售总额 25,829 亿元（含税），扣除不可比因素同比增长 9.26%，增速同比加快 8.06 个百分点，比 2019 年同期增长 8.93%；其中药品零售市场销售额 5,463 亿元，同比增长 7.73%，增速同比放慢 3.84 个百分点，比 2019 年同期增长 14.69%。

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显，药品批发企业行业集中度持续提升，2020 年药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 73.7%，同比提高 0.4 个百分点。其中，4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 42.6%，同比提高 1.6 个百分点。2021 年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下，药品流通企业利润空间继续被压缩，具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现，未来或将进一步提升行业集中度，不断优化行业结构。同时，在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力，实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商，进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 4：2020 年度医药批发业企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
----	------

1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司
4	九州通医药集团有限公司
5	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药股份有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2021 年 9 月末连锁化率提升至 57.1%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具竞争优势。

此外，2021 年 10 月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加疫情催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

2021 年化工¹行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，行业供需不断改善，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；预计 2022 年受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制及调整等不确定性因素影响，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间

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。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，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大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受低基数效应减弱、疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将成为 2022 年需求端的主要变数。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年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。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 5：我国化工行业部分产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2020		2021.1~11	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	18,248.4	2.5
天然气	1,888.5	9.8	1,860.5	8.9
原油加工量	67,440.8	3.0	64,479.5	4.9

¹ 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

硫酸（折 100%）	8,332.3	-1.2	8,556.0	6.0
烧碱（折 100%）	3,643.2	5.7	3,495.9	4.2
纯碱（碳酸钠）	2,812.4	-2.9	2,666.4	3.2
乙烯	2,160.0	4.9	2,572.3	19.7
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,395.8	-0.9	5,004.9	-0.3
化学农药原药（折有效成分 100%）	214.8	-1.1	227.5	-19.1
初级形态塑料	10,355.3	7.0	10,097.8	6.4
合成橡胶	739.8	0.5	743.2	0.5
化学纤维	6,167.9	3.4	6,139.3	10.3
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	81,904.2	12.0
塑料制品	7,603.2	-6.4	7,205.3	5.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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。2021 年初在 OPEC+ 执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势；3 月后期全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压；4 月以来随着中欧美经济数据向好，加之受美国原油库存下降及美伊核谈判的不确定性等影响，二季度原油价格总体大幅上涨；7 月后期市场担忧 OPEC 增加原油供应，加之 8 月以来德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，以及新兴市场国家经济增长数据弱于预期，引起原油价格震荡下跌；9 月受美国飓风影响等，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，而冬季来临令石油需求有望增加，原油价格回升，10 月 26 日 WTI 期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至 84.65 美元/桶和 86.40 美元/桶，达到全年最高水平；但受新冠病毒新型变异毒株奥密克戎毒株的快速传播，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021 年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为 68.11 美元/桶和 70.95 美元/桶，同比分别大幅上涨 28.53 美元/桶和 12.49 美元/桶。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021 年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上

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。

升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升52.42%。2020~2021年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021年10月末，国内无烟煤（2号洗中块）市场价格为2,678.6元/吨，较年初的900元/吨大幅上升197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内无烟煤（2号洗中块）市场价格有所回落。总体来看，2021年化工行业主要原材料价格整体上涨，加之需求增加等推动化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上升的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

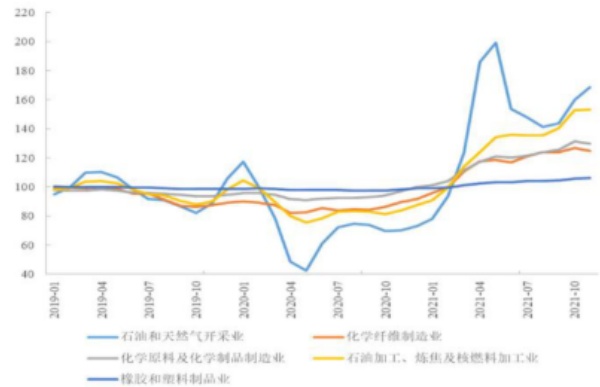
图1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且市场需求修复改善，化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自2021年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022年，预计新能源需求在一定程度上将替代化石能源需求，且供应也有恢复预期，各化工子行业PPI预期将回落；同时靠近消费终端的产品价格变动幅度仍将小于近原料端产品和中间产品。

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

2020年9月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在2021年10月发布的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中提出到2025年单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，非化石能源消费比重达到20%左右。双碳战略的根本是希望通过将碳排放作为约束条件，以优化产品结构，加快技术革新转型，推动经济实现高质量、可持续发展。对业内企业来说，在工艺技术水平提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行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。

中诚信国际认为，2022年，国内宏观经济及海外贸易摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令

全球疫情不断反复，叠加“双碳”、限电限产等政策的限制以及预期美联储加息对商品价格造成打压等，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间，且需持续关注海外疫情发展、贸易摩擦以及需求调整情况。

跟踪期内，公司股东和治理结构未发生变化

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍为 310,300 万元，公司的股东分别为山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）、山东国惠投资控股集团有限公司、山东省财金投资集团有限公司、山东省财欣资产运营有限公司、山东发展投资控股集团有限公司，持股比例分别为 59.16%、16.90%、12.17%、8.45%和 3.32%，控股股东和实际控制人仍为山东省国资委。

跟踪期内，公司二级子公司未发生变化，仍为 8 家。

跟踪期内，公司治理结构未发生重大变化。

跟踪期内，华鲁恒升产品价格普遍提升，叠加新产能新装置的投产，主要产品量价齐升带动营业收入大幅增长

公司高端化工业务主要由子公司山东华鲁恒升化工股份有限公司（以下简称“华鲁恒升”）负责运营。华鲁恒升成立于 2000 年 4 月，2002 年 6 月在上海证券交易所上市。截至 2022 年 3 月末，公司通过控股子公司山东华鲁恒升集团有限公司持有华鲁恒升 32.23% 的股份。作为国内煤化工的龙头企业之一，华鲁恒升依托洁净煤气化技术，以技术进步推动产业升级，形成了“一头多线”柔性协同多业联产的碳综合利用体系。2021 年，华鲁恒升实现营业收入 266.36 亿元，较上年大幅增长 103.10%，主要系产品价格普遍提升，加之己二酸等新产能、新装置投产，主要产品量价齐升所致。

产能方面，截至 2021 年末，公司具备年产 32.66 万吨己二酸、20 万吨异辛醇、55 万吨乙二醇、30 万

吨己内酰胺、33 万吨 DMF、155 万吨尿素、50 万吨醋酸、30 万吨碳酸二甲酯的生产能力，其中 DMF 生产能力行业领先。2021 年，华鲁恒升主要产品的产能利用率较高，其中己二酸产能利用率 97%、异辛醇产能利用率 102%、乙二醇产能利用率 60%、DMF 产能利用率 101%、尿素产能利用率 118%、醋酸产能利用率 109%。2021 年内精己二酸品质提升项目进入试生产阶段、酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）己内酰胺及配套装置投产、碳酸二甲酯增产提质系列技改项目投产，加快了公司高端转型步伐，提升了相关产品产能，为公司高质量发展奠定了基础。同时，截至 2021 年末，华鲁恒升累计获得国家专利授权 107 项，其中发明专利 11 项、实用新型专利 96 项。

原材料采购方面，华鲁恒升主要原材料有煤炭、丙烯、苯和甲醇。其中，煤炭的供应商以国有大型煤业集团为主，其他国有煤矿为辅。丙烯主要购自山东周边炼油厂企业，同时公司积极拓展采购半径，少部分原料来自进口；苯的采购主要来自中石化化工销售有限公司和中国石油天然气有限公司。近年来，华鲁恒升的原材料采购渠道保持稳定。采购模式方面，华鲁恒升通过建立招投标和购销比价制度，并执行严格的供方准入制度，实施源头采购和网上采购两种模式。结算方面，华鲁恒升的原材料采购根据合同协议结算，主要为预付款和货到验收合格后付款两种方式，以现金和银行承兑汇票为主，结算周期为一个月左右。

原材料价格方面，2021 年，丙烯、苯和甲醇价格总体呈现上升的趋势。其中 2021 年前三季度，受市场需求及原油价格上涨等因素影响纯苯价格持续上涨，后期供应有所增加，纯苯价格高位震荡；2021 年同样受市场供需及原油价格上涨等因素影响，丙烯价格同比上涨。整体来看，受上游大宗商品价格上涨和公司产量增加等因素的影响，华鲁恒升原材料采购额于 2021 年大幅上涨，营业成本相应增加。

表 6：2019~2021 年华鲁恒升主要原材料采购情况（万吨、万元）

主要原材料	2019年			2020年			2021年		
	均价	采购量	采购额	均价	采购量	采购额	均价	采购量	采购额
煤炭*	-	-	-	-	493	-	-	478	-
丙烯	6,753	15	101,300	6,210	12	74,516	7,367	16	117,867
苯	4,209	16	67,337	3,349	15	50,237	6,534	37	241,774
甲醇	1,903	1.5	2,855	1,723	6.8	11,713	2,409	28	67,725

注：2019年起华鲁恒升不再公开披露煤炭采购情况，2020年和2021年披露了原料煤采购量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产方面，华鲁恒升坚持以销定产的模式，根据市场变化调整产品结构，2021年主要产品的产销量较上年出现变动。2021年，有机胺的产量和销量分别为56.64万吨和57.26万吨，同比分别增长33.77%和33.13%；肥料的产量和销量分别为262.78万吨和231.99万吨，同比分别为下降6.73%和7.54%；醋酸及衍生品的产量和销量分别为59.78万吨和58.68万吨，同比分别为下降0.83%和增长0.53%。新材料相关产品主要包括己二酸及中间品、多元醇、己内酰胺等产品，随着2021年内精己二酸品质提升项目进入试生产阶段、酰胺及尼龙新材料项目（30万吨/年）己内酰胺及配套装置投产等释放产能，相关产品产量大幅增加。2021年，华鲁恒升生产新材料相关产品209.68万吨，销售量139.34万吨，期末库存量4.94万吨，生产量与销售量差距较大，主要原因是己二酸及中间品和异丁醛等产品部分自用所致。

销售模式方面，华鲁恒升主要采用终端战略销

售为主，中间商销售为辅的模式；结算模式方面，公司与下游客户一般采用预收款结算，先收款后排期发货，结算方式以现金和银行承兑汇票为主，对于出口产品基本采用信用证结算。

销售区域方面，华鲁恒升的肥料产品主要面向国内市场，以农业为主，工业为辅，主要集中于山东、河北、江苏、安徽等地区，并与中农集团控股股份有限公司、中化化肥有限公司等国内大型农资公司的合作，将市场拓展到东北和两广等区域。有机胺产品则同时面向国内和国外市场，2021年，华鲁恒升有机胺产品在国内销量约占总销量的89%，出口量约占11%，出口收入68,167万元，国内销售区域则主要集中于山东以北市场、苏沪市场、浙江市场、福建和广东市场等。2021年，醋酸作为公司主导产品之一，主要采用终端销售为主，中间商销售为辅的模式。主要销售区域集中在山东和京津冀地区，同时积极开拓了江苏、陕西、宁夏、东北等区域市场。

表 7：2019~2021 年华鲁恒升产销情况（万吨）

产品名称	2019年		2020年		2021年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
新材料相关产品	-	-	-	-	209.68	139.34
有机胺	37.95	39.01	42.34	43.01	56.64	57.26
肥料	281.20	254.90	281.70	250.90	262.78	231.99
醋酸及衍生品	63.26	61.91	60.28	28.37	59.78	58.68
己二酸及中间品	33.54	22.31	31.63	20.59	-	-
多元醇	66.21	67.67	65.19	64.62	-	-

注：新材料相关产品主要包括己二酸及中间品、多元醇、己内酰胺等产品

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

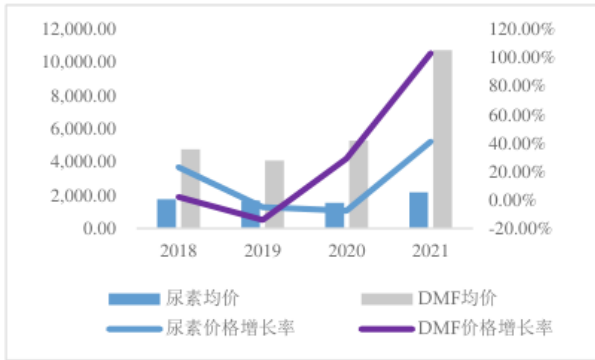
产品价格方面，2021年，公司主要产品DMF、尿素、己二酸、乙二醇和醋酸的价格均呈现不同程度的上涨，其中DMF和醋酸的价格涨幅较大。2021年，受市场供需和原材料价格上涨等因素影响，尿素均价同比增长40.96%至2,168元/吨；受市场供需

等因素的影响，DMF产品均价同比大幅上涨103.07%至10,732元/吨。

技术研发方面，近年来华鲁恒升研发投入保持较快增长，带动研发能力的不断提升。公司依托洁净煤气化核心技术和各类催化剂更新换代等研究，

打造了可持续发展的技术和产业平台，并不断进行产业调整和技术升级。公司自主研发和加强与有关科研院所的合作，开展了水煤浆提浓技术、水煤浆添加剂应用技术、乙二醇硝酸无催化还原技术、钌催化剂的回收研究等项目。2021年，华鲁恒升研发投入 8.95 亿元，同比大幅增长 57.38%，公司对技术研发的投入力度加强。

图 3：华鲁恒升尿素和 DMF 销售均价及增长率（元/吨）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

盈利能力方面，受益于新材料相关产品产量提升和公司主要产品市场价格的上涨，2021年，华鲁恒升收入规模及盈利水平大幅提升。2021年，华鲁恒升主要产品收入合计为 263.18 亿元，同比大幅增长 105.05%。具体来看，新材料相关产品实现收入

115.56 亿元，毛利率 25.56%；有机胺收入 59.18 亿元，同比增长 142.38%，毛利率 53.73%，较上年增加 11.47 个百分点；肥料收入 41.41 亿元，同比增长 23.65%，毛利率变化不大；2021 年醋酸产品价格涨幅较大，华鲁恒升醋酸及衍生品收入 34.63 亿元，同比增长 143.08%，毛利率 53.57%，较上年增加 30.29 个百分点。

表 8：2019~2021 年华鲁恒升主要产品收入及毛利变化情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
新材料相关产品	-	-	115.56
有机胺	19.24	24.41	59.18
肥料	36.72	33.49	41.41
醋酸及衍生品	16.53	14.24	34.63
其他产品	18.16	18.94	12.40
己二酸及中间品	16.41	11.83	-
多元醇	31.40	25.44	-
合计	138.46	128.35	263.18
毛利率	2019	2020	2021
新材料相关产品	-	-	25.56
有机胺	36.09	42.26	53.73
肥料	33.45	26.66	28.86
醋酸及衍生品	39.35	23.28	53.57
其他产品	28.99	29.27	17.59
己二酸及中间品	21.88	2.63	-
多元醇	14.53	-3.23	-
合计	28.27	21.50	35.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2021 年末华鲁恒升主要在建项目情况（万元）

项目名称	计划总投资	已投资额	未来投资规划		
			2022	2023	2024
酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）	498,000	416,249	81,751	-	-
园区气体动力平台	592,400	6,221	225,000	361,179	-
合成气综合利用项目	560,400	5,322	200,000	355,078	-
合计	1,650,800	427,792	506,751	716,257	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目建设方面，截至 2021 年末，华鲁恒升在建的项目有 3 个，分别为酰胺及尼龙新材料（30 万吨/年）、园区气体动力平台和合成气综合利用项目，总投资合计 165.08 亿元，已投资 42.78 亿元，未来尚需投资 122.30 亿元。其中园区气体动力平台和合成气综合利用项目将由华鲁恒升控股子公司华鲁恒升（荆州）有限公司（以下简称“华鲁恒升荆州”）投资建设，未来将主要通过自有资金、新增银行借款和向股东华鲁恒升申请股东借款的方式取得投

资资金。酰胺及尼龙新材料项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等。园区气体动力平台项目采用具有自主知识产权的国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设 4 台煤气化炉及配套装置（3 开 1 备），配套建设 2 套空分装置、3 台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施，满足装置大型化、可靠性要求。合成气综合利用项目以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺

技术，建设 100 万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设 100 万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产 DMF 技术，建设 15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 生产装置；氨冷冻、硫回收和公用工程设施相应配套。总体上，华鲁恒升未来面临一定资金支出压力，但项目的顺利投产或将为华鲁恒升后续经营提供较高的增量效益。

截至 2021 年末，华鲁恒升暂无拟建项目。

跟踪期内，医药行业运行态势整体良好；公司旗下两家医药主体整体运营稳中向好，且通过加强营销、调整产品结构等措施不断增强竞争力，使公司整体医药业务收入保持增长，经营状况较好

公司医药板块为公司营业收入的另一主要来源，主要由山东鲁抗医药股份有限公司（以下简称“鲁抗医药”）和山东新华制药股份有限公司（以下简称“新华制药”）两家上市公司负责运营。截至 2022 年 3 月末，公司直接持有新华制药和鲁抗医药的持股比例分别为 32.39% 和 21.09%。

跟踪期内，化学原料药产品量价齐升，带动新华制药收入增长

新华制药是全球重要的解热镇痛药生产基地，

国内重要的中枢神经药、心脑血管药、激素类、抗感染药生产基地，常年生产化学原料药约 40 个品种，制剂 70 个品种，主导品种有布洛芬系列、多巴系列、阿司匹林系列、咖啡因系列等，其中阿司匹林、布洛芬、左旋多巴等主导品种全球占有率保持第一，吡哌酸、阿米妥、乙氧苯柳胺、斯梯黑克等为国内独家品种。近年来，新华制药持续推进创新驱动、国际化引领的发展战略，积极推进大制剂发展，主要产品销售规模不断扩大，带动营业收入稳步提升。2021 年，新华制药营业收入合计为 65.60 亿元，同比增长 9.23%。

产能方面，随着 2021 年新华制药国际医学合作中心项目陆续投产，新华制药片剂产能由 2020 年的年产 70 亿片大幅增长至年产 260 亿片，其他类型产能未发生变化。截至 2021 年末，新华制药具有年产化学原料药 3.5 万吨，针剂 8 亿支，片剂 260 亿片，胶囊 15 亿粒，医药中间体 40 万吨的生产能力。2021 年，原料药、片剂、针剂和胶囊剂的产能利用率分别为 102.48%、27.94%、36.63% 和 42.13%，其中原料药的产能利用情况较好，片剂因新项目年内陆续投产，产能未完全释放，因此产能利用率较低。

表 10：2019~2021 年新华制药主要产品产能产量情况

类别	2019		2020		2021	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
化学原料药（吨）	35,000	32,300	35,000	32,881	35,000	35,869
片剂（亿片）	70	73.38	70	69.17	260	72.64
针剂（亿支）	8	2.75	8	2.94	8	2.93
胶囊剂（亿粒）	15	6.73	15	6.62	15	6.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产销方面，2021 年新华制药产品产销结构有所调整。产量方面，2021 年，新华制药的化学原料药产量为 3.59 万吨，较上年增长 9.09%；同期片剂的产量为 72.64 亿片，较上年增长 5.03%；同期针剂产量为 2.93 亿支，较上年下降 0.21%；同期胶囊剂的产量为 6.32 亿粒，较上年下滑 4.50%。销量方面，

化学原料药销量为 3.44 万吨，较上年上升 10.78%；片剂销量为 77.68 亿片，较上年上升 11.49%；针剂产品销量为 3.10 亿支，较上年下降 2.17%；胶囊剂销量为 6.47 亿粒，较上年下降 5.85%。价格方面，2021 年，全球原料药价格普遍上升，公司的原料药销售均价亦小幅提升，其他类型产品均价变化不大。

表 11：2019~2021 年新华制药主要产品销量、均价情况

类别	2019		2020		2021	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
化学原料药（吨、元/吨）	30,567	78,113	31,089	78,100	34,439	79,750
片剂（亿片、元/片）	69.66	0.18	69.68	0.12	77.68	0.12
针剂（亿支、元/支）	3.80	0.76	3.17	0.90	3.10	0.97
胶囊剂（亿粒、元/粒）	6.36	0.21	6.87	0.23	6.47	0.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原料采购方面，新华制药对其原材料采购采用严格的过程管理模式，分为计划、决策、执行和监督四大模块，从而确保其原材料供应的稳定性和高质量。原材料采购由采购部门负责执行，通过必联采购网进行招标比价，并通过公司招标比价小组确定供应商、采购数量、采购价格。决策部分由公司招标比价小组负责，负责对原料采购供应商、采购分配量和采购价格进行审核、确定。监督分为内部监督和外部监督两类，其中外部监督由招标比价小组负责，内部监督由采购部门负责。对于采购付款，新华制药的主要结算方式为银行承兑汇票结算和电汇结算，其中银行承兑汇票结算占比 51%左右，现汇结算占比约 49%左右。2021 年，新华制药前五名供应商合计采购金额 4.28 亿元，占年度采购总额的 23.41%，较 2020 年上升 3.67 个百分点。

新华制药原料药产品分出口及内销，原料药出口主要是欧美发达国家，货款结算方式主要是电汇及信用证，原料药出口额占公司原料药销售额的 70% 以上。原料药内销主要是国内制剂生产厂家，占原料药销售额的 30% 左右，销售价格主要是自主定价，运输费用主要由新华制药承担。新华制药制剂产品主要是销售国内各大医院、药店及医药代理商，制剂产品销售额占公司总销售额的 45% 左右，销售价格主要是按照国内医药招标价格，运输费用主要由新华制药承担。新华制药国内覆盖除西藏外所有地区，并出口到 50 多个国家或地区，山东、河南、河北、广东是公司销售的主要地区；美国、德国、巴西、俄罗斯、印尼是主要出口国。2021 年，新华制药前五大客户合计销售金额 7.58 亿元，占年度销售总额的 11.54%，客户集中度较 2020 年变化不大。

截至 2021 年末，新华制药已有 14 个品种 20 个

规格通过一致性评价；25 个品种 32 个规格通过临床 BE；26 个品种 33 个文号已申报至国家药审中心并获受理；8 个产品完成了国家药监局现场核查；7 个原料药产品通过技术审评，获得直接上市使用资格；3 个原料药改变生产工艺通过技术审评，20 个原料药再研究提交了登记备案；9 个新仿制原料药提交了登记资料并受理在审评中，10 个注射剂再评价已启动，获得 2 个持有人转让批件。截至 2021 年末公司获得授权专利 250 件，2021 年公司申请专利 32 件。与中国药科大学、中国石油大学、北京理工大学等新建立合作平台。

项目建设方面，截至 2021 年末，新华制药正在积极推进固体制剂国际加工技术改造、204 车间 EPA70 扩产改造项目、高端新医药制剂产业化项目注射剂车间和布洛芬扩产合成工序产能提升改造等 4 个项目的建设，计划总投资为 5.27 亿元，已投资 3.98 亿元，尚需投资 1.29 亿元，重点项目建设的不断推进进一步提高了公司生产能力和自动化水平，将为新华制药提供一定的增量效益。

截止 2021 年末，新华制药拟建项目为 15,000 吨异丁基苯扩产项目，该项目建设周期 2 年，计划总投资 1.80 亿元。

表 12：截至 2021 年末新华制药主要在建项目情况（万元）

项目名称	建设年限	总投资	已投资
固体制剂国际加工技术改造项目	6 年	17,429	11,670
204 车间 EPA70 扩产改造项目	2 年	4,200	2,395
高端新医药制剂产业化项目注射剂车间	2 年	21,234	16,492
布洛芬扩产合成工序产能提升改造	1.5 年	9,823	9,250
合计	-	52,686	39,807

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，得益于产品结构和销售策略调整，鲁抗医药多个主要产品产销量有所上升，收入同比增长

鲁抗医药主要从事医药产品的研发、生产和销售等业务，是我国重要的抗生素生产基地之一，生产规模、技术水平、产品质量在国内均处于领先地位。鲁抗医药的产品涉及抗生素类、氨基酸类、心脑血管类、半合成抗生素类原料药、生物药品以及相关制剂、输液、中成药、医药中间体、动物保健用抗生素、淀粉、葡萄糖等。产品涵盖胶囊剂、片剂、分散片、粉针剂、颗粒剂、干混悬剂、水针剂、预混剂、复方制剂等 500 余个品规。2021 年，鲁抗医药营业收入为 48.91 亿元，同比增长 16.30%，业务经营情况较好。

产能方面，鲁抗医药产能较上年保持稳定。截至 2021 年末，公司具有年产各类抗生素原料药 14,000 吨、粉针 12 亿支、片剂 50 亿片、胶囊 30 亿粒、颗粒剂 5 亿袋的生产能力。

从产销情况来看，受公司产品结构调整和公司销售策略调整影响，鲁抗医药多个主要产品 2021 年产量有所上升，但受市场供需关系和自身生产经营周期安排部分产品产销率较 2020 年有所下降。具体来看，阿莫西林胶囊产量和销量分别较上年增长 36.72% 和 7.11%，主要系集采需求量增加所致；注射用青霉素钠销量同比降低 30.10%，主要系价格调整所致；乙酰螺旋霉素产量和销量分别同比上升 10.71% 和 52.73%，主要系公司积极开拓市场，增加市场销量所致。

从产品大类来看，2021 年鲁抗医药实现兽用抗生素销售收入 16.14 亿元，同比增长 19.18%，主要系公司开发集团客户实行精细化管理所致，毛利率 24.42%，较上年变化不大；实现制剂药品销售收入 17.94 亿元，毛利率 31.49%，较上年变化不大；实现半合成抗生素原料药销售收入 8.97 亿元，同比增长 36.49%，主要系原料药新项目建设提升所致，毛

利率 8.46%，较上年小幅增加 1.72 个百分点。

采购模式方面，鲁抗医药公司推行阳光招标采购、招采分离制度。按照“三分离”原则，成立了招标管理委员会和招标管理办公室，将招标、采购过程进行分段管理，评标、定标、采购工作划归于不同部门管理，实现评标与定标分离、招标与采购分离，避免权力过于集中，从组织上实现了招采分离。关键原辅包材、电间体同国内知名企业建立战略合作伙伴关系；通用高附加值的物品实行厂家直采，落实年度供应协议，保证供货安全，降低采购成本；对供应商实行动态管理，定期对供应商产品质量和服务进行评价。对于采购付款，鲁抗医药主要采用银行承兑汇票结算和现金结算，其中银行承兑汇票占比约 70%，现汇结算占比约 30%。2021 年，鲁抗医药前五名供应商采购额 5.01 亿元，占年度采购总额的 11.55%，供应商集中度较低。

销售模式方面，鲁抗医药根公司普药产品主要采取“配送”，新药产品主要采取“招商+学术推广”，部分产品“OEM 配送”和药品集采配送”的模式。通过普药配送、新药招商客户、OEM 总配、药店专营客户，中标药品集采配送实现市场全覆盖。强化优选配送、普药配送和新药招商，通过加强年度配送协议业格考核，定期淘汰 5% 以上的不良配送商，规避了市场客户风险，优化了市场网络结构，提高了业务运作质量。目前，鲁抗医药已建立遍布全国大部分省区及直辖市的销售网络，下游客户包括医药经销商、代理商、医院和连锁药店、终端诊所等。鲁抗医药销售回款的主要结算方式为银行承兑汇票结算和现金结算，账期一般为 3-6 个月。2021 年，鲁抗医药前五大客户销售额 10.36 亿元，占年度销售总额的 19.08%。

表 13：2019~2021 年鲁抗医药主要产品产销情况

类别	2019		2020		2021	
	生产量	销售量	生产量	销售量	生产量	销售量
盐酸大观霉素工业盐（吨）	276	137	195	189	252	216
青霉素钠（万十亿）	100	99	84	53	100	45
乙酰螺旋霉素（吨）	110	65	84	69	93	84

头孢唑林钠（吨）	145	120	98	61	51	24
头孢曲松钠（吨）	280	196	209	164	231	162
注射用青霉素钠（万支）	57,000	43,348	24,048	32,904	29,653	23,001
注射用盐酸大观霉素（万支）	350	191	142	166	239	213
阿莫西林胶囊（万粒）	230,400	233,933	185,418	218,951	253,504	234,513
泰乐菌素（万十亿）	266	341	499	503	446	438
美洛西林钠（吨）	150	57	7	19	11	8

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

创新及研发方面，截止 2021 年末，公司共有在研 I 类创新药 3 个，其中 1 个项目取得临床批件，启动临床试验，2 个项目完成临床前研究，准备进行 IND 申报；仿制药产品 24 个，其中已获药品注册证书产品 5 个（原料药及制剂品种 3 个、单制剂品种 2 个），其中达格列净原料及片剂为国内首仿；已完成注册申报产品 6 个（4 个原料药品种、2 个制剂品种）。主要领域包括：心脑血管类、神经退行性疾病类、消化与代谢类、抗肿瘤和高端抗感染类

等；口服固体制剂一致性评价品种 10 个，其中 3 个品种获得一致性评价补充申请批件；注射剂一致性评价品种 13 个，其中 5 个品种完成注册申报受理，1 个品种获得一致性评价补充申请批件。

在建项目方面，截至 2021 年末，鲁抗医药正在积极推进生物医药循环产业园项目、高端医药制剂项目和高端生物兽药项目等 3 个项目的建设，计划总投资为 43.91 亿元，未来尚需投资 9.39 亿元。

表 14：截至 2021 年末鲁抗医药主要在建项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	未来投资规划		
			2022	2023	2024
生物医药循环产业园项目	274,602	202,958	35,000	20,000	-
高端医药制剂项目	69,111	57,787	5,000	4,000	-
高端生物兽药项目	95,367	84,448	5,000	4,000	-
合计	439,080	345,193	45,000	28,000	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2021 年末，鲁抗医药主要拟建项目 1 个，系制剂新产品产业化建设项目，计划总投资为 2.03 亿元，建设周期为 2022~2024 年。

跟踪期内，公司继续围绕生态修复、固废处置、危废鉴别等开展环保业务，收入规模有所增长

公司环保业务的运营主体以山东省环境保护科学研究设计院有限公司（以下简称“省环科院”）为主，山东鲁抗中和环保科技有限公司（以下简称“中和环保”）为辅。省环科院始建于 1978 年，前身为山东省环保厅直属单位，2016 年整体划转为公司全资子公司。中和环保成立于 2005 年 7 月，注册资金 1,958 万元，由华鲁控股持股 60%，鲁抗医药持股 40%。2021 年公司环保板块收入为 7.85 亿元，同比增长 27.53%。

资质方面，历经四十年发展，省环科院现已成为一家以环境咨询服务、环境工程服务、环境检测与评估服务、生态修复服务四大板块业务为主的专业的环境服务商。省环科院拥有各类资质证书及备案 30 件，包括一级环保工程专业承包资质、二级环保工程专业承包资质、三级环保工程专业承包资质、三级工程造价咨询企业乙级、三级市政公用工程施工总承包资质，以及 6 件甲级专项资质，6 件乙级专项资质，2 项丙级专项资质和 11 件备案证书和许可证等。目前，业务已遍布山东各地市，并拓展至省外包括河北、内蒙、黑龙江、西藏、甘肃、宁夏、四川、新疆、江苏、陕西、福建、广东等在内的 20 多个省份，并扩展至马来西亚等东南亚国家，客户以政府和企业为主。

表 15：截至 2021 年末省环科院及下属子公司持有资质情况

序号	资质名称	等级	主管机关
1	环境工程（水污染防治工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
2	市政行业（排水工程）专业设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
3	建筑行业（建筑工程）专业设计资质	丙级	山东省住房和城乡建设厅
4	工程咨询单位备案	-	中华人民共和国国家发展和改革委员会
5	生态建设和环境工程专业工程咨询资信等级评价	乙级	山东省工程咨询协会
6	清洁生产咨询服务机构备案	-	山东省生态环境厅
7	环境监理资质机构备案证书	-	山东省建设项目环境监理协会
8	危险废弃物鉴别	-	山东省环境保护厅
9	环境损害鉴定评估	-	环境保护部办公厅
10	司法鉴定许可证	-	山东省司法厅
11	环保工程专业承包资质	三级	济南市行政审批服务局
12	环境工程（固体废物处理处置工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
13	环境工程（水污染防治工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
14	环境工程（污染修复工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
15	市政行业（排水工程）专业设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
16	市政行业（环境卫生工程）专业设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
17	环境工程（大气污染防治工程）专项设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
18	市政行业（给水工程）专业设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
19	建筑行业（建筑工程）设计资质	丙级	山东省住房和城乡建设厅
20	环保工程专业承包资质	一级	山东省住房和城乡建设厅
21	工程造价咨询企业乙级	三级	济南市行政审批服务局
22	市政公用工程施工总承包资质	三级	济南市行政审批服务局
23	建筑机电安装工程专业承包	乙级	山东省住房和城乡建设厅
24	检验检测机构资质认定证书	-	山东省质量技术监督局
25	放射卫生技术服务机构	-	山东省卫生健康委员会
26	环境监理资质机构备案证书	-	山东省建设项目环境监理协会
27	检验检测机构资质认定证书	-	山东省市场监督管理局
28	环保产品检验检测资格	-	中环协（北京）认证中心
29	环境工程（污染修复工程）专项设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
30	环保工程专业承包资质	二级	山东省住房和城乡建设厅

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务模式方面，省环科院的业务主要由环境咨询、检测与评估、生态修复、环境工程四个板块构成，涵盖环境影响评价、环境监理、大气综合整治、环境鉴定、危废鉴别、纯检测项目、验收项目、土壤修复、污水处理、固废处理处置等。项目主要来源于企业或政府招投标、老客户介绍、企业咨询和长期政府关系维护等。项目的主要流程根据业务品种有所不同，主要包括前期沟通、现场勘查、院内审核、签订合同、方案设计与评审、取样检测、工程总承包、工程调试、报告编制与审查和交付客户等环节。

结算模式方面，省环科院四个细分板块根据项目周期不同在结算方面也有所不同。危废鉴别项目和生态修复及环境工程板块涉及质保金，其中环境工程的工程质量保修金一般为竣工结算价的 3%、

5%或 10%，质量保修期为自总包工程竣工验收合格之日起 24 个月，期满后无质量问题质保金将无息返还。环境检测等项目一般于合同签订后收到启动资金；提交初稿和交付正式报告期间支付尾款。回款周期方面，环境咨询和环境检测与评估板块一般为 2~3 个月，全部款项基本在 4~6 个月内收回。环境工程和生态修复板块周期受工程量影响回款周期相对较长，一般为 2~3 年。其中，工程项目主合同一般按照合同约定根据工程进度结算，个别项目可根据合同约定提前支付预付款；工程项目分合同中的土建、绿化等工程类施工一般为背靠背付款，即根据主合同进款比例拨付分合同款项，而设备、材料等一般按合同约定根据分合同进度付款。

在建项目方面，截至 2021 年末，省环科院在建项目共 11 个，计划总投资 7.57 亿元，已完成投资

2.26 亿元，2022 年预计投资 5.01 亿元。

表 16：截至 2021 年末省环科院主要在建项目情况（万元）

项目名称	建设期限	计划总投资	已投资额	未来投资规划		
				2022	2023	2024
昌邑市堤河生态修复工程（一期）EPC+O 总承包项目	5 年	7,644.11	2,601.14	2,000.00	2,000.00	1,042.97
承德高新区污水处理厂尾水人工湿地工程总承包项目	1 年	4,269.39	1,748.52	2,520.87		
桓台县马踏湖近自然人工湿地工程（乌河入湖口人工湿地二期）EPC 项目	1 年	4,060.00	932.53	3,127.47		
广饶县大王镇延集污水处理厂 2 万方/日污水处理工程（EPC+O 模式）项目	2 年	10,680.38	4,899.26	5,781.12		
利津县西部污水处理厂及配套管网工程（一期）总承包 EPC 项目	1 年	13,291.80	1,477.02	11,814.78		
梁山经济开发区污水处理厂尾水人工湿地工程 EPC 项目一期（潜流湿地工程）	1 年	4,720.79	1,204.25	3,516.54		
邹城工业园区中水深度净化工程（南区）EPC 项目	1 年	3,564.00	493.12	3,070.88		
镇原县工业污水处理厂尾水人工湿地工程	1 年	4,485.43	1,234.52	3,250.91		
单县第一污水处理厂提标改造项目 EPC 总承包	1 年	4,581.78	588.07	3,993.71		
新泰市新汶污水处理厂尾水人工湿地水质净化工程(EPC+O)	5 年	8,009.52	764.46	7,245.06		
河北省辛集市污水处理提标改造工程 PPP 项目工程总承包	1 年	10,424.20	6,648.96	3,775.24		
合计	-	75,731.40	22,591.85	50,096.58	2,000.00	1,042.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建项目方面，截至 2021 年末，省环科院拟建项目有 3 个，计划总投资 3.20 亿元。

表 17：截至 2021 年末，省环科院主要拟建项目情况(亿元)

项目名称	建设周期	计划总投资
牛家坊人工湿地工程项目（一标段）	3 年	1.03
苏伊士（济南）工业生态环保项目一期	2 年	1.37
文登区东母猪河青龙汭人工湿地水质净化工程	2 年	0.80
合计	-	3.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司积极开发新客户，贸易收入大幅增长；同时随着聚焦主业发展战略持续推进，融资租赁业务规模进一步压缩

贸易业务由全资子公司华鲁集团有限公司（以下简称“香港华鲁”）和山东华鲁集团有限公司（以下简称“山东华鲁”）运营。前者的主要贸易产品为蜡染布和石油焦，后者主要经营农产品、机电设备和化工原料等三个大类，100 多个品种。2021 年，公司实现贸易业务收入为 8.96 亿元，同比大幅增长 93.94%，主要系香港华鲁积极开发新客户，以及进一步发挥集团内协同作用，新增安乃近一水化物、群青、电解铜、PILBARA BLEND FINES 等医药化工产品贸易所致。

公司的融资租赁业务主要由华鲁国际融资租赁有限公司（以下简称“华鲁国际”）运营。融资租赁业务确立了以“大交通、大消费、大健康和公用事业”三大一公行业作为重点发展行业，业务区域已覆盖山东省全域。2021 年，公司融资租赁业务收入仅为 0.12 亿元，较 2020 年的 0.37 亿元大幅下降，主要系受去杠杆和公司聚焦主业战略的推进，为控制违约风险，华鲁国际主动压缩业务规模所致。

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。其中，2019 年财务数据采用 2020 年期初数据，其余各期均采用期末数，公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

跟踪期内，受主要产品量价齐升影响，高端化工板块收入大幅增长，推升公司整体营收水平，综合毛利率亦受主要产品涨价影响大幅提升；公司期间费用率有所降低，经营性业务利润大幅增长

如前所述，2021 年，公司实现营业总收入

395.50 亿元，同比大幅增长 62.45%。其中，2021 年，公司实现高端化工板块收入 267.08 亿元，同比增长 102.58%，主要系 2021 年化工产品价格普遍提升，加之华鲁恒升新产能、新装置投产，主要产品量价齐升所致；医药板块则通过产品结构调整、加强市场营销、改善生产工艺等措施增强竞争力，使医药板块收入保持增长，2021 年，公司实现医药产品收入 114.51 亿元，同比增长 12.14%。2022 年 1~3 月，公司营业总收入为 116.66 亿元，其中高端化工产品收入继续保持高速增长。

从毛利率指标来看，2021 年，公司营业毛利率整体为 32.02%，较上年提高 8.22 个百分点，主要系当年高端化工业务因市场供需关系导致主要产品价格大幅上涨，毛利率水平大幅提升所致。2021 年，高端化工产品毛利率上升 14.18 个百分点至 35.52%；2021 年，医药产品毛利率小幅下降，主要系新华制药化学原料药产品的上游原材料成本上升所致；2021 年，公司其他业务毛利水平同比变化不大。2022 年 1~3 月，医药产品毛利率较 2021 年基本持平，高端化工产品板块毛利率受己二酸、DMF 和尿素价格上涨影响较 2021 年小幅提升。

表 18：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.Q1
医药产品	93.39	102.11	114.51	31.56
高端化工产品	142.47	131.84	267.08	81.62
其他	11.24	9.51	13.91	3.48
合计	247.10	243.46	395.50	116.66
毛利率	2019	2020	2021	2022.Q1
医药产品	31.38	27.37	25.51	25.53
高端化工产品	27.87	21.34	35.52	39.39
其他	16.81	19.56	18.33	16.73
	28.69	23.80	32.02	34.96

注：1、高端化工产品中包含恒升集团、万博化工的数据，此外华鲁恒升还与新华制药之间的关联交易被抵消，因此高端化工产品收入与华鲁恒升单体报表收入存在差异；2、其他业务包含环保、融资租赁及贸易业务收入等；3、分项之和与合计项之间可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，跟踪期内，销售费用和财务费用较上年基本持平，管理费用小幅上涨；受高端化工和医药产品业务研发投入力度继续加大的影响，公司研发费用管理费用同比小幅增长。2021 年公司

期间费用合计金额为 33.61 亿元，同比增长 11.93%，同期期间费用率为 8.50%，较上年下降 3.83 个百分点，期间费用对利润的侵蚀程度有所减弱。2022 年 1~3 月，期间费用率为 8.87%，较 2021 年变化不大。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，如前所述，受 2021 年华鲁恒升产品量价齐升影响，公司的经营性业务利润大幅增长。2021 年，公司的经营性业务利润为 91.78 亿元，同比增长 243.10%。其他收益主要为各类政府补助，2021 年较上年增加 0.30 亿元；投资收益主要来源于交易性金融资产和债权投资产生的收益，2021 年较上年小幅增长。总体来看，2021 年公司利润总额增长至 91.47 亿元，增幅 236.41%。2022 年 1~3 月，公司实现利润总额 30.09 亿元，主要来自经营性业务利润。

表 19：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	17.17	11.46	11.42	3.15
管理费用	7.77	8.04	9.59	3.00
研发费用	7.36	8.09	10.10	3.56
财务费用	2.17	2.44	2.50	0.63
期间费用合计	34.47	30.03	33.61	10.34
期间费用率(%)	13.95	12.33	8.50	8.87
经营性业务利润	35.31	26.75	91.78	29.72
其中：其他收益	0.83	0.92	1.22	0.30
投资收益	0.60	0.81	0.91	0.31
利润总额	34.26	27.19	91.47	30.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，跟踪期内母公司利润仍主要来自于投资收益。2021 年母公司利润总额 1.95 亿元，同比下降 30.23%，主要系当期收到子公司的现金分红由 2020 年的 2.84 亿元减少至 2.39 亿元所致。2022 年一季度，由于子公司分红较少，母公司当期利润总额为负。

跟踪期内，随着华鲁恒升高端化工业务规模扩张，公司资产规模大幅增长；公司负债规模有所增加，财务杠杆水平小幅下降

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，仍保持以非流动资产为主的资产结构，公司资产仍主要由货

币资金、固定资产和应收类款项组成。截至 2021 年末，公司总资产同比增长 26.01% 至 507.13 亿元，2022 年一季度末较 2021 年末增长 7.42% 至 544.76 亿元。公司为满足日常经营和投资需要，保持了较大规模的货币资金，截至 2021 年末，公司货币资金为 45.59 亿元，较上年末变化不大，主要为银行存款，流动性较好，其中受限的货币资金余额为 4.45 亿元，占货币资金总额的 9.77%，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和受监管的预收售房款等。2022 年 3 月末，公司货币资金较 2021 年末小幅增长至 60.35 亿元。跟踪期内，公司应收账款规模随着营收增长保持快速增长，其中 2021 年末同比增长 21.25%，2022 年一季度末较 2021 年末增长 30.09%，截至 2021 年末，公司应收账款账龄集中在 1 年以内。跟踪期内，公司执行新会计准则，新增应收款项融资科目，全部为应收票据。2021 年末计入应收款项融资的应收票据余额为 42.22 亿元，主要系华鲁恒升等公司收到的银行承兑汇票。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品和库存商品，跟踪期内大幅增长主要系高端化工板块存货增加所致。2021 年，公司固定资产规模大幅增长 27.04% 至 230.88 亿元，主要系 2021 年内精己二酸品质提升项目和酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）达到预定可使用状态，结转至固定资产所致。跟踪期内，公司在建工程规模下降，主要系前述在建工程结转所致。公司无形资产主要为土地使用权，跟踪期内小幅增长。

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	36.64	47.56	45.59	60.35
应收账款	10.00	12.02	14.57	18.96
应收款项融资	-	-	42.22	47.45
存货	24.61	24.07	34.93	36.30
流动资产合计	115.59	113.08	165.85	198.85
固定资产	176.54	181.75	230.88	228.95
在建工程	16.13	41.61	21.89	22.93
无形资产	19.39	21.45	25.87	26.66
非流动资产合计	250.59	289.36	341.28	345.91
总资产	366.19	402.44	507.13	544.76

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司负债规模有所增加，仍保持以

流动负债为主的结构，但流动负债占比有所下降。截至 2021 年末，公司总负债同比增长 21.05% 至 188.59 亿元，2022 年一季度末较 2021 年末增长 6.31% 至 200.50 亿元。公司负债仍主要由银行借款、应付债券和应付账款等构成。跟踪期内，随着高端化工业务规模大幅扩张，应付账款大幅增长，截至 2021 年末应付账款的账龄集中于 1 年以内（含 1 年）。公司其他应付款主要为应付工程设备款、押金及保证金和预提费用，跟踪期内变化不大。跟踪期内公司执行新会计准则，新增合同负债科目，主要为预收的货款。公司有息债务主要系银行借款、应付债券等，跟踪期内短期借款有所减少，而长期借款和应付债券等长期融资大幅增长。

表 21：近年来公司主要负债和权益情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	18.07	19.47	12.20	12.70
应付账款	22.08	30.35	41.48	39.21
其他应付款	9.89	9.68	8.63	11.43
合同负债	-	-	10.16	9.05
一年内到期的非流动负债	32.79	13.24	19.31	21.38
长期借款	21.08	21.02	27.26	33.99
应付债券	0.00	10.00	39.08	39.08
总负债	138.32	155.80	188.59	200.50
实收资本	31.03	31.03	31.03	31.03
资本公积	10.35	11.43	11.63	11.63
未分配利润	43.32	47.76	71.16	79.99
少数股东权益	142.18	155.48	203.64	220.80
所有者权益	227.86	246.64	318.53	344.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司所有者权益随着利润累积和少数股东权益增加而大幅增长，仍主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。跟踪期内，公司实收资本未发生变化，仍为 31.03 亿元。跟踪期内，受公司下属子公司鲁抗医药、新华制药和恒升集团股权激励方案实施的影响，公司资本公积小幅增加至 11.63 亿元。跟踪期内，受子公司盈利大幅提升的影响，公司未分配利润和少数股东权益随之增长，是所有者权益增长的主要原因。截至 2022 年 3 月末，少数股东权益在所有者权益中占比为 64.13%，对公司权益结构稳定性产生一定影响。

截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 37.19%和 25.78%，同比分别减少 1.52 个百分点和 1.30 个百分点，公司财务杠杆水平小幅下降；2022 年 3 月末，公司财务杠杆水平较 2021 年末基本保持稳定。

母公司方面，2021 年末，母公司资产规模小幅下降 5.70%至 65.10 亿元，其中流动资产占比大幅下降 21.63 个百分点至 11.02%，母公司仍保持以非流动资产为主的资产结构。2021 年末，母公司资产主要由其他权益工具投资、长期股权投资构成和长期应收款等构成。2021 年，母公司收回了对华鲁国际、鲁抗医药等子公司的其他应收款，期末余额由上年末的 13.04 亿元降至 0.63 亿元。2022 年一季度，公司资产情况较 2021 年末同比小幅增长 6.27%，构成变化不大。2021 年末，母公司总负债小幅下降 13.47%至 29.17 亿元，随着债务逐步到期，流动负债占比大幅减少，母公司转为以非流动负债为主的负债结构，2021 年末非流动负债占比提升 39.26 个百分点至 73.41%。母公司负债主要由其他流动负债和应付债券构成，2021 年末，其他流动负债下降 76.19%至 5.00 亿元，应付债券增长 100.00%至 20.00 亿元。2022 年一季度，公司负债小幅增加 14.63%至 33.44 亿元，主要系长期借款增加所致。跟踪期内，母公司所有者权益相对稳定，仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。财务杠杆方面，跟踪期内，母公司资产负债率和总资本化比率小幅波动，截至 2021 年末分别为 44.80%和 43.35%，截至 2022 年一季度末分别为 48.33%和 46.84%。

跟踪期内，公司经营活动净现金流入规模大幅提升；EBITDA 亦大幅增长，对债务本息覆盖能力大幅提升

跟踪期内，受营业收入大幅增长影响，公司经营活动净现金流入规模有所提升；跟踪期内，随着项目建设的持续推进和公司对外债权投资规模的增大，公司投资活动现金净流出幅度有所增大；公司主要依靠银行借款、债券发行等外部融资渠道对

外融资，跟踪期内筹资活动现金转为净流入，其中 2021 年主要系新发债券较多所致，2022 年一季度主要系新增长期借款规模较大所致。

跟踪期内，公司总债务规模有所增加，随着中长期债券发行偿还到期债务，债务结构有所调整，短期债务占比有所下降，公司债务转为以长期债务为主，2021 年末短期债务占总债务的比例为 39.99%，较上年末减少 26.14 个百分点，2022 年一季度末短期债务占总债务的比重较 2021 年末变化不大。到期债务方面，截至 2022 年 3 月末，公司 2022 年 4~12 月、2023 年、2024 年、2025 年及以后到期债务分别为 36.36 亿元、27.30 亿元、4.51 亿元以及 46.46 亿元，仍需持续关注公司后续偿债资金到位情况。

表 22：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目名称	2022.4-12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	36.36	27.30	4.51	46.46

注：1、上表中金额不含应付票据；2、上表中金额均为债务本金，不含利息，故与审计报告数值略有差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债指标方面，跟踪期内，随着利润总额的大幅增长，公司 EBITDA 保持增长态势，其对债务本息的覆盖能力大幅提升。跟踪期内，经营活动净现金流对债务利息保障能力有所增强，但仍无法覆盖债务本金。

表 23：近年来公司偿债能力分析

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务（亿元）	60.13	60.56	44.25	48.51
长期债务（亿元）	22.63	31.02	66.41	73.27
总债务（亿元）	82.76	91.59	110.66	121.78
货币资金/短期债务(X)	0.61	0.79	1.03	1.24
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.82	2.64	-
经营活动净现金流（亿元）	53.85	44.22	52.78	22.89
经营净现金流/总债务(X)	0.65	0.48	0.48	0.75*
经营活动净现金流/利息支出(X)	16.52	15.88	17.94	19.33
EBITDA（亿元）	56.01	49.79	116.77	-
总债务/EBITDA(X)	1.48	1.84	0.95	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	17.19	17.88	39.69	-

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，跟踪期内经营活动净现金流小幅

为负，同时投资活动净现金流因对外股权投资而呈现净流出态势。此外，母公司仍有一定规模的还本付息需求，主要依赖于银行借款和发行债券等外部融资渠道满足上述资金缺口，2021年母公司筹资活动现金流入与流出规模接近，仅小幅净流出0.72亿元；2022年一季度，母公司对外筹资规模增加，当期筹资活动现金净流入4.03亿元。

公司备用流动性充足，受限资产规模较小；公司面临两起重大诉讼事项，需关注后续进展

银行授信方面，截至2022年3月末，公司累计获得银行授信总额568.91亿元，已使用118.04亿元，尚未使用的授信额度450.87亿元，总体来看公司备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至2021年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产合计为7.02亿元，占当期末总资产的1.38%，其中受限的货币资金、应收票据、应收款项融资、应收账款、固定资产和无形资产分别为4.45亿元、0.36亿元、0.74亿元、0.40亿元、0.93亿元和0.13亿元。

表 24：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	4.45	银行承兑汇票保证金、信用证保证金和受监管的预收售房款等
应收票据	0.36	未终止确认
应收款项融资	0.74	办理银行承兑汇票质押
应收账款	0.40	借款质押
固定资产	0.93	借款质押、办理银行承兑汇票抵押、售后租回抵押借款
无形资产	0.13	借款抵押、办理银行承兑汇票抵押
合计	7.02	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

诉讼事项方面，截至目前公司涉及两起重大法律诉讼：（1）原告一四川金象赛瑞化工股份有限公司（以下简称“金象赛瑞公司”）、原告二北京焯晶科技有限公司（以下简称“焯晶公司”）诉被告一华鲁恒升等四被告的侵害发明专利权纠纷一案。2020年6月10日，广东高院作出（2017）粤民初97号民事判决，一审判决如下：1、华鲁恒升等被告于判决

生效之日起立即停止制造侵犯两原告ZL201110108644.9号发明专利权的蜜胺生产系统，华鲁恒升立即停止使用侵犯该产品发明专利权的蜜胺生产系统；2、华鲁恒升立即停止使用该专利方法、销售依照该专利方法直接获得的蜜胺产品；3、华鲁恒升赔偿两原告共计8,000万元；4、驳回两原告其他诉讼请求。华鲁恒升等被告不服上述判决，已上诉至最高人民法院。截至目前，最高人民法院已审理完毕，等待判决结果。

（2）原告金象赛瑞公司诉第二被告华鲁恒升等四被告侵害商业秘密纠纷一案。根据成都市中级人民法院民事判决书（2017）川民初2948号，一审判决如下：1、华鲁恒升等四被告立即停止披露、使用、允许他人使用原告金象赛瑞公司的商业秘密；2、自本判决生效之日起十五日内，被告华鲁恒升赔偿原告金象赛瑞公司经济损失及合理开支共计5,000万元。截至目前，华鲁恒升等被告均已提起上诉。

中诚信国际将对上述法律诉讼的后续进展保持关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2022年5月12日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

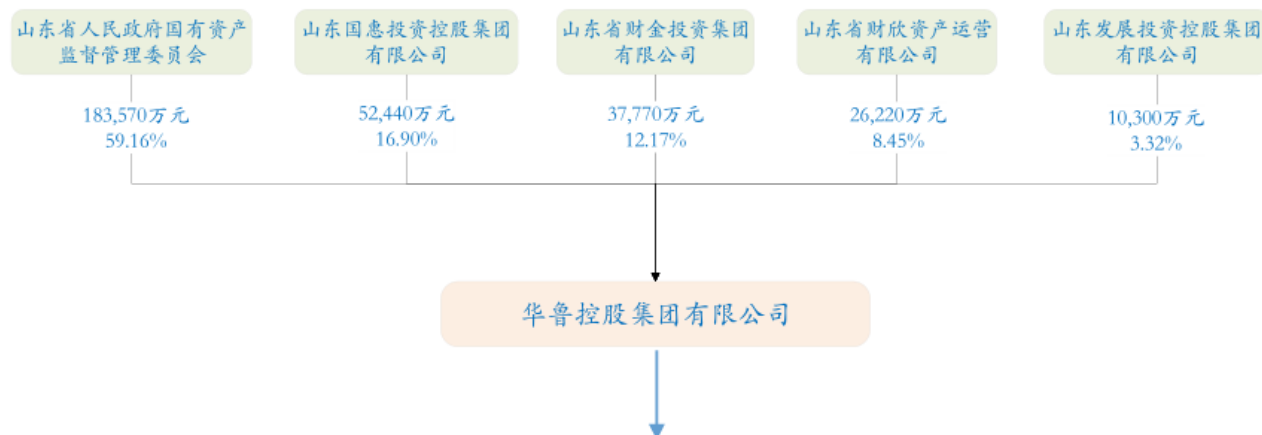
公司作为山东省国资委控股的区域投资控股平台，承担着山东省煤化工、医药和环保板块的国有资本运营职责，在山东省内地位较为突出

公司每年均能收到各级政府给予公司的各类政府补助。2021年及2022年1~3月，公司获得计入其他收益的政府补助分别为1.22亿元和0.30亿元。

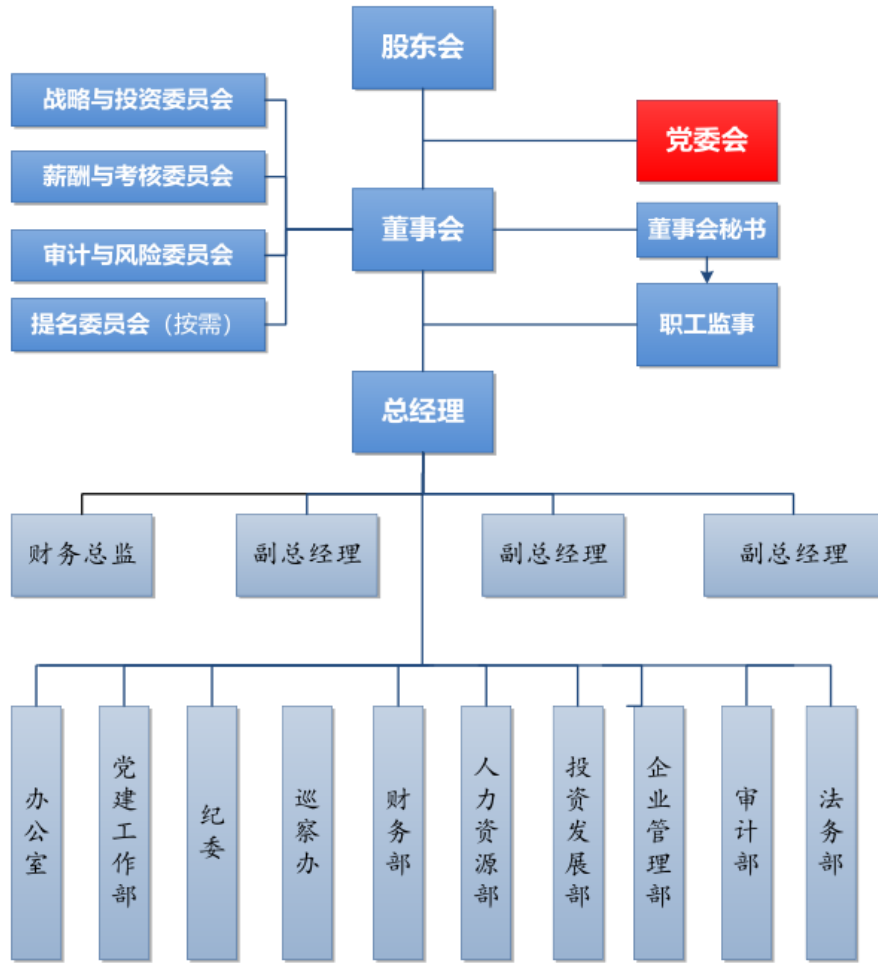
评级结论

综上所述，中诚信国际维持华鲁控股集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**。

附一：华鲁控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	持股比例
华鲁投资发展有限公司	100.00%
华鲁集团有限公司	100.00%
山东华鲁集团有限公司	100.00%
山东华鲁恒升集团有限公司	100.00%
山东鲁抗中和环保科技有限公司	60.00%
山东省环境保护科学研究设计院有限公司	51.00%
山东新华制药股份有限公司	32.39%
山东鲁抗医药股份有限公司	21.09%



资料来源：公司提供

附二：华鲁控股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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	366,389.14	475,554.59	455,909.75	603,516.69
应收账款	100,002.98	120,200.85	145,744.52	189,594.41
其他应收款	84,152.09	13,057.73	9,788.80	21,600.85
存货	246,079.63	240,659.74	349,292.88	362,971.09
长期投资	114,873.46	198,468.05	353,172.64	379,531.97
在建工程	161,295.32	416,061.29	218,870.93	229,262.37
无形资产	193,940.75	214,492.69	258,666.63	266,598.37
总资产	3,661,851.20	4,024,423.53	5,071,261.56	5,447,623.46
其他应付款	98,938.32	96,759.83	86,326.61	114,289.26
短期债务	601,283.19	605,620.55	442,514.58	485,068.94
长期债务	226,314.39	310,246.91	664,116.88	732,729.64
总债务	827,597.58	915,867.46	1,106,631.46	1,217,798.58
总负债	1,383,216.88	1,557,995.14	1,885,938.74	2,004,954.18
费用化利息支出	30,545.42	25,004.55	27,647.76	7,432.42
资本化利息支出	2,044.82	2,846.81	1,772.66	4,410.21
实收资本	310,300.00	310,300.00	310,300.00	310,300.00
少数股东权益	1,421,771.93	1,554,755.85	2,036,379.87	2,207,953.73
所有者权益合计	2,278,634.32	2,466,428.39	3,185,322.82	3,442,669.28
营业总收入	2,471,047.80	2,434,613.35	3,954,981.04	1,166,642.29
经营性业务利润	353,111.65	267,537.55	917,794.76	297,210.58
投资收益	5,969.74	8,131.15	9,077.70	3,075.79
净利润	291,821.62	229,144.15	768,342.90	255,649.38
EBIT	373,179.85	296,908.76	942,370.58	308,337.40
EBITDA	560,103.17	497,871.70	1,167,666.87	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,329,628.20	2,224,456.22	3,232,417.45	975,972.41
收到其他与经营活动有关的现金	51,022.80	69,221.31	71,070.83	43,855.40
购买商品、接受劳务支付的现金	1,290,029.29	1,356,039.18	2,072,648.33	579,692.51
支付其他与经营活动有关的现金	176,558.05	159,942.52	189,898.07	62,522.76
吸收投资收到的现金	34,500.00	27,498.38	202,914.40	46,805.13
资本支出	305,474.83	359,262.45	465,655.75	102,007.73
经营活动产生现金净流量	538,530.21	442,210.84	527,793.55	228,915.75
投资活动产生现金净流量	-348,752.35	-325,045.07	-666,760.73	-235,436.11
筹资活动产生现金净流量	-310,245.49	-4,315.89	111,457.74	140,011.34
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	28.69	23.80	32.02	34.96
期间费用率(%)	13.95	12.33	8.50	8.87
应收类款项/总资产(%)	6.91	3.80	3.38	4.18
收现比(X)	0.94	0.91	0.82	0.84
总资产收益率(%)	10.15	7.73	20.72	23.45*
资产负债率(%)	37.77	38.71	37.19	36.80
总资本化比率(%)	26.64	27.08	25.78	26.13
短期债务/总债务(X)	0.73	0.66	0.40	0.40
FFO/总债务(X)	0.61	0.49	0.93	0.75
FFO 利息倍数(X)	15.53	16.24	35.11	19.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	16.52	15.88	17.94	19.33
总债务/EBITDA(X)	1.48	1.84	0.95	-
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.82	2.64	-
货币资金/短期债务(X)	0.61	0.79	1.03	1.24
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	17.19	17.88	39.69	-

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报告整理，其中 2019 年财务数据采用 2020 年期初数，其余各期均采用期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；将公司计入长期应付款科目的有息债务调整至长期债务。3、带*指标已经年化处理。

附三：华鲁控股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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	20,422.62	94,899.45	50,361.64	49,411.63
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	92,256.84	130,425.65	6,324.12	8,272.60
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	284,861.72	347,916.02	382,616.02	422,516.02
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	362.28	333.51	3,067.90	3,043.19
总资产	520,650.89	690,380.24	651,035.89	691,856.92
其他应付款	9,857.60	8,149.16	10,957.80	13,962.11
短期债务	160,000.00	210,000.00	63,000.00	63,000.00
长期债务	0.00	113,000.00	212,000.00	252,000.00
总债务	160,000.00	323,000.00	275,000.00	315,000.00
总负债	176,172.28	337,102.91	291,692.62	334,369.09
费用化利息支出	988.00	836.26	2,366.22	647.76
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	310,300.00	310,300.00	310,300.00	310,300.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	344,478.61	353,277.34	359,343.27	357,487.83
营业总收入	1,343.62	1,872.32	1,971.14	75.31
经营性业务利润	-704.77	-3,130.52	-5,060.31	-1,977.15
投资收益	16,199.07	31,295.61	24,549.29	185.67
净利润	19,372.56	27,475.01	19,459.44	-1,605.99
EBIT	21,310.65	28,727.09	21,825.66	-958.23
EBITDA	21,477.35	28,948.95	22,130.33	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,021.67	1,049.66	1,128.12	2.88
收到其他与经营活动有关的现金	10,265.05	139,115.32	46,493.41	20,201.42
购买商品、接受劳务支付的现金	145.47	352.97	60.39	3.34
支付其他与经营活动有关的现金	7,490.12	121,096.15	44,676.65	20,567.10
吸收投资收到的现金	34,000.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	69.26	53.61	2,839.64	23.19
经营活动产生现金净流量	-839.26	15,765.28	-347.14	-1,512.39
投资活动产生现金净流量	8,037.56	31,494.09	-36,990.37	-54,731.44
筹资活动产生现金净流量	-9,658.67	27,217.47	-7,200.30	40,293.84
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	100.00	94.96	99.01	100.00
期间费用率(%)	132.46	255.40	345.99	2,687.27
应收类款项/总资产(%)	40.77	35.26	30.16	28.66
收现比(X)	0.76	0.56	0.57	0.04
总资产收益率(%)	4.12	4.74	3.25	-0.57*
资产负债率(%)	33.84	48.83	44.80	48.33
总资本化比率(%)	31.72	47.76	43.35	46.84
短期债务/总债务(%)	1.00	0.65	0.23	0.20
FFO/总债务(X)	0.02	-0.01	-0.01	-0.02
FFO 利息倍数(X)	3.54	-2.54	-1.03	-2.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.85	18.85	-0.15	-2.33
总债务/EBITDA(X)	7.45	11.16	12.43	-
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.14	0.35	-
货币资金/短期债务(X)	0.13	0.45	0.80	0.78
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	21.74	34.62	9.35	-

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报告整理，其中 2019 年财务数据采用 2020 年期初数，其余各期均采用期末数；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	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-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+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
	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	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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=股权投资+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”。

附四：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。

华鲁控股集团有限公司 2020 年公开发行公司债券 (面向合格投资者)(第一期)(疫情防控债)、 2021 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第 一期) 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 悦 ysun02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 28 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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）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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2091 号

华鲁控股集团有限公司：

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“20 华鲁 01”、“21 华鲁 01”的债项信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日



评级观点：中诚信国际维持“20 华鲁 01”和“21 华鲁 01”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了公司在山东省国资系统中的地位较高，资产质量较好、业务较为多元化，有利于分散经营风险和盈利能力有所提升等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到化工板块经营风险、公司面临一定资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

华鲁控股（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	366.19	402.44	507.13	544.76
所有者权益合计（亿元）	227.86	246.64	318.53	344.27
总债务（亿元）	82.76	91.59	110.66	121.78
营业总收入（亿元）	247.10	243.46	395.50	116.66
净利润（亿元）	29.18	22.91	76.83	25.56
EBITDA（亿元）	56.01	49.79	116.77	30.83
经营活动净现金流（亿元）	53.85	44.22	52.78	22.89
资产负债率（%）	37.77	38.71	37.19	36.80
华鲁控股（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	52.07	69.04	65.10	69.19
所有者权益合计（亿元）	34.45	35.33	35.93	35.75
总债务（亿元）	16.00	32.30	27.50	31.50
营业总收入（亿元）	0.13	0.19	0.20	0.01
净利润（亿元）	1.94	2.75	1.95	-0.16
EBITDA（亿元）	2.15	2.89	2.21	-
经营活动净现金流（亿元）	-0.08	1.58	-0.03	-0.15
资产负债率（%）	33.84	48.83	44.80	48.33

注：1、中诚信国际根据公司 2020-2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报告整理，其中 2019 年财务数据采用 2020 年期初数，其余各期均采用期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；将公司计入长期应付款科目的有息债务调整至长期债务。

正面

■ 公司在山东省国资系统中的地位较高，资产质量较好。公司系经山东省国资委出资成立，公司控股华鲁恒升、鲁抗医药及新华制药 3 家上市公司并运营其他优质国有资产，承担着山东省国资体系内部分煤化工、医药和环保产业的国有资本运营职能，在区域内地位较为突出。

■ 公司业务较为多元化，有利于分散经营风险。通过多年的发展，公司形成了煤化工、医药和环保三大核心主业，同时涉及贸易、融资租赁等领域，相对多元的业务结构分散了一定的经营风险。

■ 盈利能力有所提升。2021 年，公司实现营业收入 395.50 亿元，同比增长 62.45%；实现经营性业务利润 91.78 亿元，同比增长 243.05%，盈利能力的提升为公司业务进一步发展奠定坚实基础。

关注

■ 化工板块经营风险。2021 化工行业主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；但行业景气度易受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制等不确定因素的影响，给公司化工板块经营和发展带来一定挑战。

■ 面临一定的资本支出压力。截至 2021 年末，公司子公司华鲁恒升在建项目未来尚需投资金额合计 122.30 亿元，面临一定的资本支出压力。

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 华鲁 01	AAA	AAA	2021/6/23	10.00	10.00	2020/03/27~2023/03/27	--
21 华鲁 01	AAA	AAA	2021/6/23	10.00	10.00	2021/04/28~2026/04/28 (3+2)	调整票面利率、回售

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

华鲁控股集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）（疫情防控债）（债券简称为“20 华鲁 01”、证券代码为“163348.SH”），发行规模为 10.00 亿元，当前余额为 10.00 亿元，票面利率为 2.97%，到期日为 2023 年 3 月 27 日。“20 华鲁 01”募集资金总额为 10.00 亿元，募集资金扣除相关发行费用后，拟用于偿还有息债务 4.55 亿元和补充营运资金 5.45 亿元，截至本报告出具之日，募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

华鲁控股集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）（债券简称为“21 华鲁 01”、证券代码为“188075.SH”），发行规模为 10.00 亿元，当前余额为 10.00 亿元，票面利率为 3.69%，到期日为 2026 年 4 月 28 日。“21 华鲁 01”募集资金总额为 10.00 亿元，募集资金扣除相关发行费用后，拟全部用于偿还有息债务，截至本报告出具之日，募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

近期关注

行业及区域经济环境

2021 年以来我国经济保持增长、人口老龄化进一步加剧、医疗保健重视程度加强和居民收入水平提高，药品刚性需求旺盛，医药行业运行态势整体良好；疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求增加

随着经济增长和人口老龄化的加快，我国医药行业持续发展。其中，2021 年随着国内和国际新冠病毒疫苗和相关诊断试剂销售大幅增长，加之疫情防控态势良好扭转了终端药品市场的负增长状态。

根据中国医药企业管理协会发布的数据显示，2021 年医药工业规模以上企业实现营业收入 33,049.3 亿元，同比增长 19.1%；实现利润总额 7,006.5 亿元，同比增长 68.9%。各子行业中，生物制品子行业在新冠病毒疫苗销售的带动下呈现爆发式增长，营业收入和利润增速显著高于其他子行业；化学制品、中药饮片、中成药 3 个子行业营业收入从 2020 年的负增长实现了 10%左右的增长；卫生材料及医药用品子行业营业收入和利润均有所下降，主要系防护服、口罩等卫生防护用品销售同比有所下降。

随着疫情的良好管控，其对医药行业的影响有所减弱，但 2021 年国内各地区疫情仍时有反复，且年末随着传播性更强的新冠病毒新变异种“奥密克戎”不断在各区域阶段性爆发，对个别区域的生产、生活造成了极大影响，医院等传统医疗机构门诊量和住院人数大幅下降，对医药工业和医药流通市场形成一定冲击。疫情防控常态化令相关治疗、预防药品以及医疗防控物资需求量亦随之增加，针对国内医疗物资需求大且紧缺，我国不断加大医疗物资全球采购，医药和医疗用品相关行业保证生产；同时，叠加前期消费者恐慌性抢购推升零售及网上药店的相关防控物资的消费量，近年来疫情相关产品的医药工业和医药流通市场规模大幅增长。

国内卫生体制改革持续深化使得医药制造有利于提升行业规范化程度，并为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境

近年来国家医疗保障局（以下简称“国家医保局”）、国家卫生健康委员会（以下简称“国家卫健委”）、和国家药品监督管理局（以下简称“国家药监局”）在医疗端、医药端和医保端“三医联动”持续深化改革，发布了国家医保谈判“双通道”管理机制、“4+7”扩面、新版医保目录、重点药品监控、新版药品管理法以及药品优先审批政策等一系列重磅政策法规，通过医保、医药和医疗的联动，促进医药行业改革进一步推进与深化，加快建设可持续的多层次医疗卫生服务保障体系。随着医药行业调控力度的不断加强，行业规范化程度或将进一步提高，

为医药各领域实现转型和发展提供了良好的宏观环境。

表 1：2021 年以来医改重要政策一览

发布时间	部门	政策名称	政策概述	对行业影响
2021.4	国家医保局、国家卫健委	《关于建立完善国家医保谈判“双通道”管理机制的指导意见》	为确保国家医保谈判药品顺利落地，满足参保患者用药需求，就建立完善谈判药品“双通道”管理机制在分类管理、遴选药店、规范使用、完善支付政策、优化经办管理、强化监管、加强领导等方面提出指导意见。	促进谈判药品的供应保障多元化，对于解决谈判药品“进院难”问题、推动医疗机构药品制度改革等将产生积极影响。
2021.5	国家药监局	《药品警戒质量管理规范》	规范适用于药品上市许可持有人和获准开展药物临床试验的药品注册申请人开展的药物警戒活动，要求持有者和申办者建立药物警戒体系，通过体系的有效运行和维护，监测、识别、评估和控制药品不良反应及其他与用药有关的有害反应等。	规范和指导药品上市许可持有人和药品注册申请人的药物警戒活动，全面落实药物警戒主体责任，明确其在药物警戒体系建设和药物警戒活动开展中的职责，并对药物警戒的委托管理进行原则性规定。
2021.9	国务院办公厅	《“十四五”全民医疗保障规划》	提出“十四五”期间全民医疗保障的发展基础、总体要求（指导思想、基本原则、发展目标），健全多层次医疗保障制度体系，优化医疗保障协同治理体系构筑坚实的医疗保障服务支撑体系，要求各地区、各有关部门做好规划实施。	促进基本医疗保障公平发展，有利于加快建立覆盖全民、城乡统筹、权责清晰、保障适度、可持续的多层次医疗保障体系。
2022.1	工业和信息化部、国家发展和改革委员会等九部门	《十四五医药工业发展规划》	新一轮技术变革和跨界融合加快，围绕新机制、新靶点药的基础研究和转化应用不断取得突破，生物医药与新一代信息技术深度融合	医药工业新一轮科技革命和产业变革为行业发展提供了广阔空间。

资料来源：公开资料整理

其中，医保端政策调整对医药制造行业的影响最为直接也最为明显。近年来我国进行多批全国范围内国家药品集中采购及医用耗材集中采购，药品与医用耗材带量采购已逐步实现常态化，中选品种数量和中标企业数量整体提升，平均降价幅度亦始终保持在 50% 以上，与此同时，省际集采联盟的数量亦不断增多，与国家集采形成良好配合与补充。医保目录持续进行动态调整，不断调入基本用药，平均价格降幅保持在 50% 以上。中诚信国际认为，

上述政策有助于整体提升仿制药品品质，加速原研药替代。引导药品适度竞争，为价格更低、质量更优的药品腾出空间，提升药品可及性和用药公平性。预计未来行业将向鼓励研发创新并向治疗性品种倾斜的方向发展。而另一方面，带量采购和医保目录动态调整的不断深入使得医药制造行业整体竞争压力加剧，促使行业内企业通过优化生产与经营效率以实现成本压降，行业竞争回归药品成本把控以及效用与质量的提升。

表 2：历次药品及医疗器械集中采购主要情况一览（个）

带量采购批次	范围	时间	采购周期	中选品种数量	平均降价幅度	最高降价幅度	中标企业数量
1	4+7城市	2018年11月	以结果执行日起12个月	25	52%	96%	15
扩围	全国	2019年9月	中选企业不超过2家（含）的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期是实际情况可延长一年	25	59%	78%	45
2	全国	2019年12月	全国实际中选企业为1家的品种，本轮采购周期原则上为1年；全国实际中选企业为2家或3家的品种，本轮采购周期原则上为2年；全国实际中选企业为4家及以上的品种，本轮采购周期原则上为3年	32	53%	93%	77
3	全国	2020年7月	全国实际中选企业为1家或2家的，本轮采购周期原则上为1年；全国实际中选企业为3家的，本轮采购周期原则上为2年；全国实际中选企业为4家及以上的，本	55	53%	95%	125

		轮采购周期原则上为3年					
首批国家高值医用耗材集中带量采购	全国	2020年11月	本次冠脉支架采购周期2年	27	93%	--	11
4	全国	2021年1月	全国实际中选企业为1家或2家的,本轮采购周期原则上为1年;全国实际中选企业为3家的,本轮采购周期原则上为2年;全国实际中选企业为4家及以上的,本轮采购周期原则上为3年	45	52%	96%	118
5	全国	2021年6月	全国实际中选企业为1家或2家的,本轮采购周期原则上为1年;全国实际中选企业为3家的,本轮采购周期原则上为2年;全国实际中选企业为4家及以上的,本轮采购周期原则上为3年	61	56%	98%	148
骨科创伤类医用耗材集中带量采购	12省市	2021年7月	2021年11月1日至2022年10月31日	20,751	88.65%	--	71
6	全国	2021年11月	本次胰岛素集中采购周期为2年,由各地终选结果实际执行日起计算	6	48%	76%	11

资料来源:公开资料整理

表 3: 历次医保谈判主要情况一览

谈判时间	入围药品数量 (个)	谈判成功药品数量 (个)	平均降幅	协议有效期
2015年(试点)	5	3	50%以上	2016年至2017年采购期内
2017年	44	36	39%	2018年1月1日至2019年12月31日
2018年	18	17	56.7%	2019年1月1日至2020年12月31日
2019年	119(新药)+31(续约品种个数)	70(新药)+27(续约品种个数)	60.7%+26.4%	2020年1月1日至2021年12月31日
2020年	162	119	50.64%	2021年3月1日至2022年12月31日
2021年	117	94(27个目录内原有品种+67个目录外新增药品)	61.71%(目录外新增药品)	2022年1月1日至2022年12月31日

资料来源:公开资料整理

医药流通行业增速保持恢复态势,随着医改持续深化,行业集中度不断提升,整体呈现转型升级、高质量发展态势

2021年全国药品流通市场销售规模持续稳定增长,行业增速保持恢复态势。据商务部药品流通行业管理系统数据显示,2021年全国七大类医药商品销售总额 25,829 亿元(含税),扣除不可比因素同比增长 9.26%,增速同比加快 8.06 个百分点,比 2019 年同期增长 8.93%;其中药品零售市场销售额 5,463 亿元,同比增长 7.73%,增速同比放慢 3.84 个百分点,比 2019 年同期增长 14.69%。

医药卫生体制改革不断深化带动行业规模效应逐渐凸显,药品批发企业行业集中度持续提升,2020 年药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 73.7%,同比提高 0.4 个

百分点。其中,4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 42.6%,同比提高 1.6 个百分点。2021 年以来在带量采购常态化和深入化、器械带量采购的推行影响下,药品流通企业利润空间继续被压缩,具备较强资金实力、拥有较全面的网络覆盖和综合服务能力的大型流通企业规模优势得到体现,未来或将进一步提升行业集中度,不断优化行业结构。同时,在新政策及新市场的驱动下药品流通企业亦将提升自身核心竞争力,实现从传统的药品分销商向高质量的医药供应链服务商,进而向健康综合服务商转型升级的全产业链运行模型。

表 4: 2020 年度医药批发业企业主营业务收入前 10 强

位序	企业名称
1	中国医药集团有限公司
2	上海医药集团股份有限公司
3	华润医药商业集团有限公司

4	九州通医药集团有限公司
5	中国医药-重庆医药联合体
6	广州医药股份有限公司
7	深圳市海王生物工程股份有限公司
8	南京医药股份有限公司
9	华东医药股份有限公司
10	安徽华源医药集团股份有限公司

资料来源：中国医药商业协会

零售企业亦保持较好的发展态势，截至 2021 年 9 月末连锁化率提升至 57.1%，行业集中度不断提高。随着医院药品零加成、两票制、双通道药房、取消院内药房等促进处方外流政策的陆续落地，国家药品集采的持续推进，为未来药品零售企业带来更多的市场空间和发展机遇，但同时对其供应链管理、信息化建设、专业化服务、用药安全控制提出更高要求，集团化、专业化、连锁化药店将更具备竞争优势。

此外，2021 年 10 月商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》明确了完善城乡药品流通功能、着力提升药品流通能级、稳步发展数字化药品流通、持续优化流通行业结构，未来建立快捷、高效、安全、方便且具有国际竞争力的现代医药物流服务体系，大幅提高物流的社会化、专业化和现代化水平，将是医药流通企业应对挑战、谋求发展的上佳选择。同时，“互联网+医药”、医保线上支付等政策的实施，叠加疫情催化作用，医药电商或将成为行业新增长点。

2021 年化工¹行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，行业供需不断改善，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；预计 2022 年受海外贸易摩擦、疫情反复、政策限制及调整等不确定性因素影响，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间

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。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，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大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受低基数效应减弱、疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将成为 2022 年需求端的主要变数。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年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。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 5：我国化工行业部分产品产量统计（万吨、亿立方米、万条、%）

产品	2020		2021.1~11	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	18,248.4	2.5
天然气	1,888.5	9.8	1,860.5	8.9
原油加工量	67,440.8	3.0	64,479.5	4.9
硫酸（折 100%）	8,332.3	-1.2	8,556.0	6.0
烧碱（折 100%）	3,643.2	5.7	3,495.9	4.2
纯碱（碳酸钠）	2,812.4	-2.9	2,666.4	3.2
乙烯	2,160.0	4.9	2,572.3	19.7
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,395.8	-0.9	5,004.9	-0.3
化学农药原药（折有效成分 100%）	214.8	-1.1	227.5	-19.1
初级形态塑料	10,355.3	7.0	10,097.8	6.4
合成橡胶	739.8	0.5	743.2	0.5
化学纤维	6,167.9	3.4	6,139.3	10.3
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	81,904.2	12.0
塑料制品	7,603.2	-6.4	7,205.3	5.9

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。

¹ 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

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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。2021年初在OPEC+执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势；3月后期全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压；4月以来随着中美经济数据向好，加之受美国原油库存下降及美伊核谈判的不确定性等影响，二季度原油价格总体大幅上涨；7月后期市场担忧OPEC增加原油供应，加之8月以来德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，以及新兴市场国家经济增长数据弱于预期，引起原油价格震荡下跌；9月受美国飓风影响等，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，而冬季来临令石油需求有望增加，原油价格回升，10月26日WTI期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至84.65美元/桶和86.40美元/桶，达到全年最高水平；但受新冠病毒新型变形毒株奥密克戎毒株的快速传播，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021年全年WTI期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为68.11美元/桶和70.95美元/桶，同比分别大幅上涨28.53美元/桶和12.49美元/桶。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升52.42%。2020~2021年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021年10月末，国内无烟煤（2号洗中块）市场价格为2,678.6元/吨，较年初的900元/吨大幅上升197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内无烟煤（2号洗中块）市场价格有所回落。总体来看，2021年化工行业主要原材料价格整体上涨，加之需求增加等推动化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上升的背景下，近原油端的产品价格受原

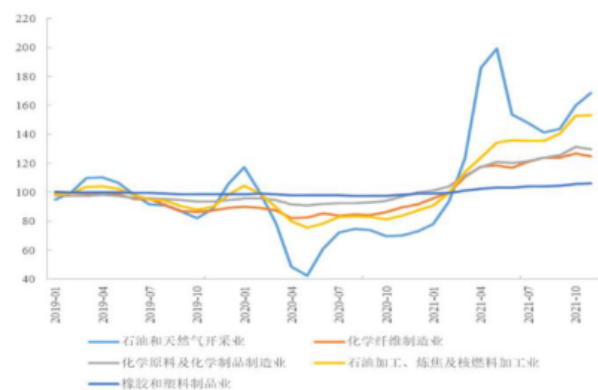
油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

图1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



2021年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且市场需求修复改善，化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自2021年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022年，预计新能源需求在一定程度上将替代化石能源需求，且供应也有恢复预期，各化工子行业PPI预期将回落；同时靠近消费终端的产品价格变动幅度仍将小于近原料端产品和中间产品。

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

2020年9月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在2021年10月发布的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》中提出到2025年单位国内生产总值能耗比2020

年下降 13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比 2020 年下降 18%，非化石能源消费比重达到 20% 左右。双碳战略的根本是希望通过将碳排放作为约束条件，以优化产品结构，加快技术革新转型，推动经济实现高质量、可持续发展。对业内企业来说，在工艺技术水平提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新等各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行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。

中诚信国际认为，2022 年，国内宏观经济及海外贸易摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”、限电限产等政策的限制以及预期美联储加息对商品价格造成打压等，化工行业景气度或将小幅下降，但仍处于整体化工周期中的较强区间，且需持续关注海外疫情发展、贸易摩擦以及需求调整情况。

跟踪期内，华鲁恒升产品价格普遍提升，叠加新产能新装置的投产，主要产品量价齐升带动营业收入大幅增长

公司高端化工业务主要由子公司山东华鲁恒升化工股份有限公司（以下简称“华鲁恒升”）负责运营。华鲁恒升成立于 2000 年 4 月，2002 年 6 月在上海证券交易所上市。截至 2022 年 3 月末，公司通过控股子公司山东华鲁恒升集团有限公司持有华鲁恒升 32.23% 的股份。作为国内煤化工的龙头企业之一，华鲁恒升依托洁净煤气化技术，以技术

进步推动产业升级，形成了“一头多线”柔性协同多业联产的碳综合利用体系。2021 年，华鲁恒升实现营业收入 266.36 亿元，较上年大幅增长 103.10%，主要系产品价格普遍提升，加之己二酸等新产能、新装置投产，主要产品量价齐升所致。

产能方面，截至 2021 年末，公司具备年产 32.66 万吨己二酸、20 万吨异辛醇、55 万吨乙二醇、30 万吨己内酰胺、33 万吨 DMF、155 万吨尿素、50 万吨醋酸、30 万吨碳酸二甲酯的生产能力，其中 DMF 生产能力行业领先。2021 年，华鲁恒升主要产品的产能利用率较高，其中己二酸产能利用率 97%、异辛醇产能利用率 102%、乙二醇产能利用率 60%、DMF 产能利用率 101%、尿素产能利用率 118%、醋酸产能利用率 109%。2021 年内精己二酸品质提升项目进入试生产阶段、酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）己内酰胺及配套装置投产、碳酸二甲酯增产提质系列技改项目投产，加快了公司高端转型步伐，提升了相关产品产能，为公司高质量发展奠定了基础。同时，截至 2021 年末，华鲁恒升累计获得国家专利授权 107 项，其中发明专利 11 项、实用新型专利 96 项。

原材料采购方面，华鲁恒升主要原材料有煤炭、丙烯、苯和甲醇。其中，煤炭的供应商以国有大型煤业集团为主，其他国有煤矿为辅。丙烯主要购自山东周边炼油厂企业，同时公司积极拓展采购半径，少部分原料来自进口；苯的采购主要来自中石化化工销售有限公司和中国石油天然气有限公司。近年来，华鲁恒升的原材料采购渠道保持稳定。采购模式方面，华鲁恒升通过建立招投标和购销比价制度，并执行严格的供方准入制度，实施源头采购和网上采购两种模式。结算方面，华鲁恒升的原材料采购根据合同协议结算，主要为预付款和货到验收合格后付款两种方式，以现金和银行承兑汇票为主，结算周期为一个月左右。

原材料价格方面，2021 年，丙烯、苯和甲醇价格总体呈现上升的趋势。其中 2021 年前三季度，受市场需求及原油价格上涨等因素影响纯苯价格持

续上涨，后期供应有所增加，纯苯价格高位震荡；2021年同样受市场供需及原油价格上涨等因素影响，丙烯价格同比上涨。整体来看，受上游大宗商

品价格上涨和公司产量增加等因素的影响，华鲁恒升原材料采购额于2021年大幅上涨，营业成本相应增加。

表 6: 2019~2021 年华鲁恒升主要原材料采购情况 (万吨、万元)

主要原材料	2019 年			2020 年			2021 年		
	均价	采购量	采购额	均价	采购量	采购额	均价	采购量	采购额
煤炭*	-	-	-	-	493	-	-	478	-
丙烯	6,753	15	101,300	6,210	12	74,516	7,367	16	117,867
苯	4,209	16	67,337	3,349	15	50,237	6,534	37	241,774
甲醇	1,903	1.5	2,855	1,723	6.8	11,713	2,409	28	67,725

注：2019年起华鲁恒升不再公开披露煤炭采购情况，2020年和2021年披露了原料煤采购量。

资料来源：华鲁恒升年报，中诚信国际整理

生产方面，华鲁恒升坚持以销定产的模式，根据市场变化调整产品结构，2021年主要产品的产销量较上年出现变动。2021年，有机胺的产量和销量分别为56.64万吨和57.26万吨，同比分别增长33.77%和33.13%；肥料的产量和销量分别为262.78万吨和231.99万吨，同比分别为下降6.73%和7.54%；醋酸及衍生品的产量和销量分别为59.78万吨和58.68万吨，同比分别为下降0.83%和增长0.53%。新材料相关产品主要包括己二酸及中间品、多元醇、己内酰胺等产品，随着2021年内精己二酸品质提升项目进入试生产阶段、酰胺及尼龙新材料项目（30万吨/年）己内酰胺及配套装置投产等释放产能，相关产品产量大幅增加。2021年，华鲁恒升生产新材料相关产品209.68万吨，销售量139.34万吨，期末库存量4.94万吨，生产量与销售量差距较大，主要原因是己二酸及中间品和异丁醛等产品部分自用所致。

销售模式方面，华鲁恒升主要采用终端战略销

售为主，中间商销售为辅的模式；结算模式方面，公司与下游客户一般采用预收款结算，先收款后排期发货，结算方式以现金和银行承兑汇票为主，对于出口产品基本采用信用证结算。

销售区域方面，华鲁恒升的肥料产品主要面向国内市场，以农业为主，工业为辅，主要集中于山东、河北、江苏、安徽等地区，并与中农集团控股股份有限公司、中化化肥有限公司等国内大型农资公司的合作，将市场拓展到东北和两广等区域。有机胺产品则同时面向国内和国外市场，2021年，华鲁恒升有机胺产品在国内销量约占总销量的89%，出口量约占11%，出口收入68,167万元，国内销售区域则主要集中于山东以北市场、苏沪市场、浙江市场、福建和广东市场等。2021年，醋酸作为公司主导产品之一，主要采用终端销售为主，中间商销售为辅的模式。主要销售区域集中在山东和京津冀地区，同时积极开拓了江苏、陕西、宁夏、东北等区域市场。

表 7: 2019~2021 年华鲁恒升产销情况 (万吨)

产品名称	2019 年		2020 年		2021 年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
新材料相关产品	-	-	-	-	209.68	139.34
有机胺	37.95	39.01	42.34	43.01	56.64	57.26
肥料	281.20	254.90	281.70	250.90	262.78	231.99
醋酸及衍生品	63.26	61.91	60.28	28.37	59.78	58.68
己二酸及中间品	33.54	22.31	31.63	20.59	-	-
多元醇	66.21	67.67	65.19	64.62	-	-

注：新材料相关产品主要包括己二酸及中间品、多元醇、己内酰胺等产品

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

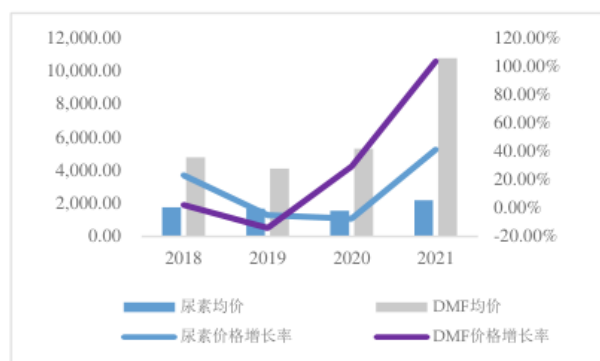
产品价格方面，2021年，公司主要产品DMF、

尿素、己二酸、乙二醇和醋酸的价格均呈现不同程

度的上涨,其中DMF和醋酸的价格涨幅较大。2021年,受市场供需和原材料价格上涨等因素影响,尿素均价同比增长40.96%至2,168元/吨;受市场供需等因素的影响,DMF产品均价同比大幅上涨103.07%至10,732元/吨。

技术研发方面,近年来华鲁恒升研发投入保持较快增长,带动研发能力的不断提升。公司依托洁净煤气化核心技术和各类催化剂更新换代等研究,打造了可持续发展的技术和产业平台,并不断进行产业调整和技术升级。公司自主研发和加强与有关科研院所的合作,开展了水煤浆提浓技术、水煤浆添加剂应用技术、乙二醇硝酸无催化还原技术、钌催化剂的回收研究等项目。2021年,华鲁恒升研发投入8.95亿元,同比大幅增长57.38%,公司对技术研发的投入力度加强。

图3: 华鲁恒升尿素和DMF销售均价及增长率(元/吨)



资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

盈利能力方面, 受益于新材料相关产品产量提

表9: 截至2021年末华鲁恒升主要在建项目情况(万元)

项目名称	计划总投资	已投资额	未来投资规划		
			2022	2023	2024
酰胺及尼龙新材料项目(30万吨/年)	498,000	416,249	81,751	-	-
园区气体动力平台	592,400	6,221	225,000	361,179	-
合成气综合利用项目	560,400	5,322	200,000	355,078	-
合计	1,650,800	427,792	506,751	716,257	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

项目建设方面, 截至2021年末, 华鲁恒升在建的项目有3个, 分别为酰胺及尼龙新材料(30万吨/年)、园区气体动力平台和合成气综合利用项目, 总投资合计165.08亿元, 已投资42.78亿元, 未来尚需投资122.30亿元。其中园区气体动力平台和合

升和公司主要产品市场价格的上涨, 2021年, 华鲁恒升收入规模及盈利水平大幅提升。2021年, 华鲁恒升主要产品收入合计为263.18亿元, 同比大幅增长105.05%。具体来看, 新材料相关产品实现收入115.56亿元, 毛利率25.56%; 有机胺收入59.18亿元, 同比增长142.38%, 毛利率53.73%, 较上年增加11.47个百分点; 肥料收入41.41亿元, 同比增长23.65%, 毛利率变化不大; 2021年醋酸产品价格涨幅较大, 华鲁恒升醋酸及衍生品收入34.63亿元, 同比增长143.08%, 毛利率53.57%, 较上年增加30.29个百分点。

表8: 2019~2021年华鲁恒升主要产品收入及毛利变化情况(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
新材料相关产品	-	-	115.56
有机胺	19.24	24.41	59.18
肥料	36.72	33.49	41.41
醋酸及衍生品	16.53	14.24	34.63
其他产品	18.16	18.94	12.40
己二酸及中间品	16.41	11.83	-
多元醇	31.40	25.44	-
合计	138.46	128.35	263.18
毛利率	2019	2020	2021
新材料相关产品	-	-	25.56
有机胺	36.09	42.26	53.73
肥料	33.45	26.66	28.86
醋酸及衍生品	39.35	23.28	53.57
其他产品	28.99	29.27	17.59
己二酸及中间品	21.88	2.63	-
多元醇	14.53	-3.23	-
合计	28.27	21.50	35.72

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

成气综合利用项目将由华鲁恒升控股子公司华鲁恒升(荆州)有限公司(以下简称“华鲁恒升荆州”)投资建设, 未来将主要通过自有资金、新增银行借款和向股东华鲁恒升申请股东借款的方式取得投资资金。酰胺及尼龙新材料项目建成投产后, 可年

产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等。园区气体动力平台项目采用具有自主知识产权的国际先进的多喷嘴水煤浆气化技术，建设 4 台煤气化炉及配套装置（3 开 1 备），配套建设 2 套空分装置、3 台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施，满足装置大型化、可靠性要求。合成气综合利用项目以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设 100 万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设 100 万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产 DMF 技术，建设 15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 生产装置；氨冷冻、硫回收和公用工程设施相应配套。总体上，华鲁恒升未来面临一定资金支出压力，但项目的顺利投产或将为华鲁恒升后续经营提供较高的增量效益。

截至 2021 年末，华鲁恒升暂无拟建项目。

跟踪期内，医药行业运行态势整体良好；公司旗下两家医药主体整体运营稳中向好，且通过加强营销、调整产品结构等措施不断增强竞争力，使公司整体医药业务收入保持增长，经营状况较好

公司医药板块为公司营业收入的另一主要来源，主要由山东鲁抗医药股份有限公司（以下简称“鲁抗医药”）和山东新华制药股份有限公司（以下简称“新华制药”）两家上市公司负责运营。截至 2022 年 3 月末，公司直接持有新华制药和鲁抗医药

的持股比例分别为 32.39% 和 21.09%。

跟踪期内，化学原料药产品量价齐升，带动新华制药收入增长

新华制药是全球重要的解热镇痛药生产基地，国内重要的中枢神经药、心脑血管药、激素类、抗感染药生产基地，常年生产化学原料药约 40 个品种，制剂 70 个品种，主导品种有布洛芬系列、多巴系列、阿司匹林系列、咖啡因系列等，其中阿司匹林、布洛芬、左旋多巴等主导品种全球占有率保持第一，吡哌酸、阿米妥、乙氧苯柳胺、斯梯黑克等为国内独家品种。近年来，新华制药持续推进创新驱动、国际化引领的发展战略，积极推进大制剂发展，主要产品销售规模不断扩大，带动营业收入稳步提升。2021 年，新华制药营业收入合计为 65.60 亿元，同比增长 9.23%。

产能方面，随着 2021 年新华制药国际医学合作中心项目陆续投产，新华制药片剂产能由 2020 年的年产 70 亿片大幅增长至年产 260 亿片，其他类型产能未发生变化。截至 2021 年末，新华制药具有年产化学原料药 3.5 万吨，针剂 8 亿支，片剂 260 亿片，胶囊 15 亿粒，医药中间体 40 万吨的生产能力。2021 年，原料药、片剂、针剂和胶囊剂的产能利用率分别为 102.48%、27.94%、36.63% 和 42.13%，其中原料药的产能利用情况较好，片剂因新项目年内陆续投产，产能未完全释放，因此产能利用率较低。。

表 10：2019-2021 年新华制药主要产品产能产量情况

类别	2019		2020		2021	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量
化学原料药（吨）	35,000	32,300	35,000	32,881	35,000	35,869
片剂（亿片）	70	73.38	70	69.17	260	72.64
针剂（亿支）	8	2.75	8	2.94	8	2.93
胶囊剂（亿粒）	15	6.73	15	6.62	15	6.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产销方面，2021 年新华制药产品产销结构有所调整。产量方面，2021 年，新华制药的化学原料药产量为 3.59 万吨，较上年增长 9.09%；同期片剂的

产量为 72.64 亿片，较上年增长 5.03%；同期针剂产量为 2.93 亿支，较上年下降 0.21%；同期胶囊剂的产量为 6.32 亿粒，较上年下滑 4.50%。销量方面，

化学原料药销量为 3.44 万吨，较上年上升 10.78%；片剂销量为 77.68 亿片，较上年上升 11.49%；针剂产品销量为 3.10 亿支，较上年下降 2.17%；胶囊剂

销量为 6.47 亿粒，较上年下降 5.85%。价格方面，2021 年，全球原料药价格普遍上升，公司的原料药销售均价亦小幅提升，其他类型产品均价变化不大。

表 11：2019~2021 年新华制药主要产品销量、均价情况

类别	2019		2020		2021	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价
化学原料药（吨、元/吨）	30,567	78,113	31,089	78,100	34,439	79,750
片剂（亿片、元/片）	69.66	0.18	69.68	0.12	77.68	0.12
针剂（亿支、元/支）	3.80	0.76	3.17	0.90	3.10	0.97
胶囊剂（亿粒、元/粒）	6.36	0.21	6.87	0.23	6.47	0.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原料采购方面，新华制药对其原材料采购采用严格的过程管理模式，分为计划、决策、执行和监督四大模块，从而确保其原材料供应的稳定性和高质量。原材料采购由采购部门负责执行，通过必联采购网进行招标比价，并通过公司招标比价小组确定供应商、采购数量、采购价格。决策部分由公司招标比价小组负责，负责对原料采购供应商、采购分配量和采购价格进行审核、确定。监督分为内部监督和外部监督两类，其中外部监督由招标比价小组负责，内部监督由采购部门负责。对于采购付款，新华制药的主要结算方式为银行承兑汇票结算和电汇结算，其中银行承兑汇票结算占比 51%左右，现汇结算占比约 49%左右。2021 年，新华制药前五名供应商合计采购金额 4.28 亿元，占年度采购总额的 23.41%，较 2020 年上升 3.67 个百分点。

新华制药原料药产品分出口及内销，原料药出口主要是欧美发达国家，货款结算方式主要是电汇及信用证，原料药出口额占公司原料药销售额的 70% 以上。原料药内销主要是国内制剂生产厂家，占原料药销售额的 30% 左右，销售价格主要是自主定价，运输费用主要由新华制药承担。新华制药制剂产品主要是销售国内各大医院、药店及医药代理商，制剂产品销售额占公司总销售额的 45% 左右，销售价格主要是按照国内医药招标价格，运输费用主要由新华制药承担。新华制药国内覆盖除西藏外所有地区，并出口到 50 多个国家或地区，山东、河南、河北、广东是公司销售的主要地区；美国、德国、巴

西、俄罗斯、印尼是主要出口国。2021 年，新华制药前五大客户合计销售金额 7.58 亿元，占年度销售总额的 11.54%，客户集中度较 2020 年变化不大。

截至 2021 年末，新华制药已有 14 个品种 20 个规格通过一致性评价；25 个品种 32 个规格通过临床 BE；26 个品种 33 个文号已申报至国家药审中心并获受理；8 个产品完成了国家药监局现场核查；7 个原料药产品通过技术审评，获得直接上市使用资格；3 个原料药改变生产工艺通过技术审评，20 个原料药再研究提交了登记备案；9 个新仿制原料药提交了登记资料并受理在审评中，10 个注射剂再评价已启动，获得 2 个持有人转让批件。截至 2021 年末公司获得授权专利 250 件，2021 年公司申请专利 32 件。与中国药科大学、中国石油大学、北京理工大学等新建立合作平台。

项目建设方面，截至 2021 年末，新华制药正在积极推进固体制剂国际加工技术改造、204 车间 EPA70 扩产改造项目、高端新医药制剂产业化项目注射剂车间和布洛芬扩产合成工序产能提升改造等 4 个项目的建设，计划总投资为 5.27 亿元，已投资 3.98 亿元，尚需投资 1.29 亿元，重点项目建设的不断推进进一步提高了公司生产能力和自动化水平，将为新华制药提供一定的增量效益。

截止 2021 年末，新华制药拟建项目为 15,000 吨异丁基苯扩产项目，该项目建设周期 2 年，计划总投资 1.80 亿元。

表 12：截至 2021 年末新华制药主要在建项目情况（万

元)

项目名称	建设年限	总投资	已投资
固体制剂国际加工技术改造项目	6年	17,429	11,670
204 车间 EPA70 扩产改造项目	2年	4,200	2,395
高端新医药制剂产业化项目注射剂车间	2年	21,234	16,492
布洛芬扩产合成工序产能提升改造	1.5年	9,823	9,250
合计	-	52,686	39,807

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，得益于产品结构和销售策略调整，鲁抗医药多个主要产品产销量有所上升，收入同比增长

鲁抗医药主要从事医药产品的研发、生产和销售等业务，是我国重要的抗生素生产基地之一，生产规模、技术水平、产品质量在国内均处于领先地位。鲁抗医药的产品涉及抗生素类、氨基酸类、心脑血管类、半合成抗生素类原料药、生物药品以及相关制剂、输液、中成药、医药中间体、动物保健用抗生素、淀粉、葡萄糖等。产品涵盖胶囊剂、片剂、分散片、粉针剂、颗粒剂、干混悬剂、水针剂、预混剂、复方制剂等 500 余个品规。2021 年，鲁抗医药营业收入为 48.91 亿元，同比增长 16.30%，业务经营情况较好。

产能方面，鲁抗医药产能较上年保持稳定。截至 2021 年末，公司具有年产各类抗生素原料药 14,000 吨、粉针 12 亿支、片剂 50 亿片、胶囊 30 亿粒、颗粒剂 5 亿袋的生产能力。

从产销情况来看，受公司产品结构调整和公司销售策略调整影响，鲁抗医药多个主要产品 2021 年产量有所上升，但受市场供需关系和自身生产经营周期安排部分产品产销率较 2020 年有所下降。具体来看，阿莫西林胶囊产量和销量分别较上年增长 36.72% 和 7.11%，主要系集采需求量增加所致；注射用青霉素钠销量同比降低 30.10%，主要系价格调整所致；乙酰螺旋霉素产量和销量分别同比上升 10.71% 和 52.73%，主要系公司积极开拓市场，增加市场销量所致。

从产品大类来看，2021 年鲁抗医药实现兽用抗生素销售收入 16.14 亿元，同比增长 19.18%，主要

系公司开发集团客户实行精细化管理所致，毛利率 24.42%，较上年变化不大；实现制剂药品销售收入 17.94 亿元，毛利率 31.49%，较上年变化不大；实现半合成抗生素原料药销售收入 8.97 亿元，同比增长 36.49%，主要系原料药新项目建设提升所致，毛利率 8.46%，较上年小幅增加 1.72 个百分点。

采购模式方面，鲁抗医药公司推行阳光招标采购、招采分离制度。按照“三分离”原则，成立了招标管理委员会和招标管理办公室，将招标、采购过程进行分段管理，评标、定标、采购工作划归于不同部门管理，实现评标与定标分离、招标与采购分离，避免权力过于集中，从组织上实现了招采分离。关键原辅包材、电间体同国内知名企业建立战略合作伙伴关系：通用高附加值的物品实行厂家直采，落实年度供应协议，保证供货安全，降低采购成本；对供应商实行动态管理，定期对供应商产品质量和服务进行评价。对于采购付款，鲁抗医药主要采用银行承兑汇票结算和现金结算，其中银行承兑汇票占比约 70%，现汇结算占比约 30%。2021 年，鲁抗医药前五名供应商采购额 5.01 亿元，占年度采购总额的 11.55%，供应商集中度较低。

销售模式方面，鲁抗医药根公司普药产品主要采取“配送”，新药产品主要采取“招商+学术推广”，部分产品“OEM 配送”和药品集采配送”的模式。通过普药配送、新药招商客户、OEM 总配、药店专营客户，中标药品集采配送实现市场全覆盖。强化优选配送、普药配送和新药招商，通过加强年度配送协议资格考核，定期淘汰 5% 以上的不良配送商，规避了市场客户风险，优化了市场网络结构，提高了业务运作质量。目前，鲁抗医药已建立遍布全国大部分省区及直辖市的销售网络，下游客户包括医药经销商、代理商、医院和连锁药店、终端诊所等。鲁抗医药销售回款的主要结算方式为银行承兑汇票结算和现金结算，账期一般为 3-6 个月。2021 年，鲁抗医药前五大客户销售额 10.36 亿元，占年度销售总额的 19.08%。

表 13：2019~2021 年鲁抗医药主要产品产销情况

类别	2019		2020		2021	
	生产量	销售量	生产量	销售量	生产量	销售量
盐酸大观霉素工业盐（吨）	276	137	195	189	252	216
青霉素钠（万十亿）	100	99	84	53	100	45
乙酰螺旋霉素（吨）	110	65	84	69	93	84
头孢唑林钠（吨）	145	120	98	61	51	24
头孢曲松钠（吨）	280	196	209	164	231	162
注射用青霉素钠（万支）	57,000	43,348	24,048	32,904	29,653	23,001
注射用盐酸大观霉素（万支）	350	191	142	166	239	213
阿莫西林胶囊（万粒）	230,400	233,933	185,418	218,951	253,504	234,513
泰乐菌素（万十亿）	266	341	499	503	446	438
美洛西林钠（吨）	150	57	7	19	11	8

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

创新及研发方面，截止 2021 年末，公司共有在研 I 类创新药 3 个，其中 1 个项目取得临床批件，启动临床试验，2 个项目完成临床前研究，准备进行 IND 申报；仿制药产品 24 个，其中已获药品注册证书产品 5 个（原料药及制剂品种 3 个、单制剂品种 2 个），其中达格列净原料及片剂为国内首仿；已完成注册申报产品 6 个（4 个原料药品种、2 个制剂品种）。主要领域包括：心脑血管类、神经退行性疾病类、消化与代谢类、抗肿瘤和高端抗感染类

等；口服固体制剂一致性评价品种 10 个，其中 3 个品种获得一致性评价补充申请批件；注射剂一致性评价品种 13 个，其中 5 个品种完成注册申报受理，1 个品种获得一致性评价补充申请批件。

在建项目方面，截至 2021 年末，鲁抗医药正在积极推进生物医药循环产业园项目、高端医药制剂项目和高端生物兽药项目等 3 个项目的建设，计划总投资为 43.91 亿元，未来尚需投资 9.39 亿元。

表 14：截至 2021 年末鲁抗医药主要在建项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	未来投资规划		
			2022	2023	2024
生物医药循环产业园项目	274,602	202,958	35,000	20,000	-
高端医药制剂项目	69,111	57,787	5,000	4,000	-
高端生物兽药项目	95,367	84,448	5,000	4,000	-
合计	439,080	345,193	45,000	28,000	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至 2021 年末，鲁抗医药主要拟建项目 1 个，系制剂新产品产业化建设项目，计划总投资为 2.03 亿元，建设周期为 2022~2024 年。

资金 1,958 万元，由华鲁控股持股 60%，鲁抗医药持股 40%。2021 年公司环保板块收入为 7.85 亿元，同比增长 27.53%。

跟踪期内，公司继续围绕生态修复、固废处置、危废鉴别等开展环保业务，收入规模有所增长

公司环保业务的运营主体以山东省环境保护科学研究设计院有限公司（以下简称“省环科院”）为主，山东鲁抗中和环保科技有限公司（以下简称“中和环保”）为辅。省环科院始建于 1978 年，前身为山东省环保厅直属单位，2016 年整体划转为公司全资子公司。中和环保成立于 2005 年 7 月，注册

资质方面，历经四十年发展，省环科院现已成为一家以环境咨询服务、环境工程服务、环境检测与评估服务、生态修复服务四大板块业务为主的专业的环境服务商。省环科院拥有各类资质证书及备案 30 件，包括一级环保工程专业承包资质、二级环保工程专业承包资质、三级环保工程专业承包资质、三级工程造价咨询企业乙级、三级市政公用工程施工总承包资质，以及 6 件甲级专项资质，6 件

乙级专项资质，2项丙级专项资质和11件备案证书和许可证等。目前，业务已遍布山东各地市，并拓展至省外包括河北、内蒙、黑龙江、西藏、甘肃、

宁夏、四川、新疆、江苏、陕西、福建、广东等在内的20多个省份，并扩展至马来西亚等东南亚国家，客户以政府和企业为主。

表 15：截至 2021 年末省环科院及下属子公司持有资质情况

序号	资质名称	等级	主管机关
1	环境工程（水污染防治工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
2	市政行业（排水工程）专业设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
3	建筑行业（建筑工程）专业设计资质	丙级	山东省住房和城乡建设厅
4	工程咨询单位备案	-	中华人民共和国国家发展和改革委员会
5	生态建设和环境工程专业工程咨询资信等级评价	乙级	山东省工程咨询协会
6	清洁生产咨询服务机构备案	-	山东省生态环境厅
7	环境监理资质机构备案证书	-	山东省建设项目环境监理协会
8	危险废弃物鉴别	-	山东省环境保护厅
9	环境损害鉴定评估	-	环境保护部办公厅
10	司法鉴定许可证	-	山东省司法厅
11	环保工程专业承包资质	三级	济南市行政审批服务局
12	环境工程（固体废物处理处置工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
13	环境工程（水污染防治工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
14	环境工程（污染修复工程）专项设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
15	市政行业（排水工程）专业设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
16	市政行业（环境卫生工程）专业设计资质	甲级	中华人民共和国住房和城乡建设部
17	环境工程（大气污染防治工程）专项设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
18	市政行业（给水工程）专业设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
19	建筑行业（建筑工程）设计资质	丙级	山东省住房和城乡建设厅
20	环保工程专业承包资质	一级	山东省住房和城乡建设厅
21	工程造价咨询企业乙级	三级	济南市行政审批服务局
22	市政公用工程施工总承包资质	三级	济南市行政审批服务局
23	建筑机电安装工程专业承包	乙级	山东省住房和城乡建设厅
24	检验检测机构资质认定证书	-	山东省质量技术监督局
25	放射卫生技术服务机构	-	山东省卫生健康委员会
26	环境监理资质机构备案证书	-	山东省建设项目环境监理协会
27	检验检测机构资质认定证书	-	山东省市场监督管理局
28	环保产品检验检测资格	-	中环协（北京）认证中心
29	环境工程（污染修复工程）专项设计资质	乙级	山东省住房和城乡建设厅
30	环保工程专业承包资质	二级	山东省住房和城乡建设厅

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务模式方面，省环科院的业务主要由环境咨询、检测与评估、生态修复、环境工程四个板块构成，涵盖环境影响评价、环境监理、大气综合整治、环境鉴定、危废鉴别、纯检测项目、验收项目、土壤修复、污水处理、固废处理处置等。项目主要来源于企业或政府招投标、老客户介绍、企业咨询和长期政府关系维护等。项目的主要流程根据业务品种有所不同，主要包括前期沟通、现场勘查、院内审核、签订合同、方案设计与评审、取样检测、工程总承包、工程调试、报告编制与审查和交付客户等环节。

结算模式方面，省环科院四个细分板块根据项目周期不同在结算方面也有所不同。危废鉴别项目和生态修复及环境工程板块涉及质保金，其中环境工程的工程质量保修金一般为竣工结算价的3%、5%或10%，质量保修期为自总包工程竣工验收合格之日起24个月，期满后无质量问题质保金将无息返还。环境检测等项目一般于合同签订后收到启动资金；提交初稿和交付正式报告期间支付尾款。回款周期方面，环境咨询和环境检测与评估板块一般为2~3个月，全部款项基本在4~6个月内收回。环境工程和生态修复板块周期受工程量影响回款周

期相对较长，一般为 2~3 年。其中，工程项目主合同一般按照合同约定根据工程进度结算，个别项目可根据合同约定提前支付预付款；工程项目分合同中的土建、绿化等工程类施工一般为背后靠背付款，即根据主合同进款比例拨付分合同款项，而设

备、材料等一般按合同约定根据分合同进度付款。

在建项目方面，截至 2021 年末，省环科院在建项目共 11 个，计划总投资 7.57 亿元，已完成投资 2.26 亿元，2022 年预计投资 5.01 亿元。

表 16：截至 2021 年末省环科院主要在建项目情况（万元）

项目名称	建设期限	计划总投资	已投资额	未来投资规划		
				2022	2023	2024
昌邑市堤河生态修复工程（一期）EPC+O 总承包项目	5 年	7,644.11	2,601.14	2,000.00	2,000.00	1,042.97
承德高新区污水处理厂尾水人工湿地工程总承包项目	1 年	4,269.39	1,748.52	2,520.87	-	-
桓台县马踏湖近自然人工湿地工程（乌河入湖口人工湿地二期）EPC 项目	1 年	4,060.00	932.53	3,127.47	-	-
广饶县大王镇延集污水处理厂 2 万方/日污水处理工程（EPC+O 模式）项目	2 年	10,680.38	4,899.26	5,781.12	-	-
利津县西部污水处理厂及配套管网工程（一期）总承包 EPC 项目	1 年	13,291.80	1,477.02	11,814.78	-	-
梁山经济开发区污水处理厂尾水人工湿地工程 EPC 项目一期（潜流湿地工程）	1 年	4,720.79	1,204.25	3,516.54	-	-
邹城工业园区中水深度净化工程（南区）EPC 项目	1 年	3,564.00	493.12	3,070.88	-	-
镇原县工业污水处理厂尾水人工湿地工程	1 年	4,485.43	1,234.52	3,250.91	-	-
单县第一污水处理厂提标改造项目 EPC 总承包	1 年	4,581.78	588.07	3,993.71	-	-
新泰市新汶污水处理厂尾水人工湿地水质净化工程(EPC+O)	5 年	8,009.52	764.46	7,245.06	-	-
河北省辛集市污水处理提标改造工程 PPP 项目工程总承包	1 年	10,424.20	6,648.96	3,775.24	-	-
合计	-	75,731.40	22,591.85	50,096.58	2,000.00	1,042.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建项目方面，截至 2021 年末，省环科院拟建项目有 3 个，计划总投资 3.20 亿元。

表 17：截至 2021 年末，省环科院主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资
牛家坊人工湿地工程项目（一标段）	3 年	1.03
苏伊士（济南）工业生态环保项目一期	2 年	1.37
文登区东母猪河青龙脊人工湿地水质净化工程	2 年	0.80
合计	-	3.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司积极开发新客户，贸易收入大幅增长；同时随着聚焦主业发展战略持续推进，融资租赁业务规模进一步压缩

贸易业务由全资子公司全资子公司华鲁集团有限公司（以下简称“香港华鲁”）和山东华鲁集团有限公司（以下简称“山东华鲁”）运营。前者的主要贸易产品为蜡染布和石油焦，后者主要经营农产品、机电设备和化工原料等三个大类，100 多个品种。2021 年，公司实现贸易业务收入为 8.96 亿元，同比

大幅增长 93.94%，主要系香港华鲁积极开发新客户，以及进一步发挥集团内协同作用，新增安乃近一水化物、群青、电解铜、PILBARA BLEND FINES 等医药化工产品贸易所致。

公司的融资租赁业务主要由华鲁国际融资租赁有限公司（以下简称“华鲁国际”）运营。融资租赁业务确立了以“大交通、大消费、大健康和公用事业”三大一公行业作为重点发展行业，业务区域已覆盖山东省全域。2021 年，公司融资租赁业务收入仅为 0.12 亿元，较 2020 年的 0.37 亿元大幅下降，主要系受去杠杆和公司聚焦主业战略的推进，为控制违约风险，华鲁国际主动压缩业务规模所致。

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。其中，2019 年财务数据采用 2020 年期初数据，其余各期均采用期末数，公司各期财务报告按照新会

计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

跟踪期内，受主要产品量价齐升影响，高端化工板块收入大幅增长，推升公司整体营收水平，综合毛利率亦受主要产品涨价影响大幅提升；公司期间费用率有所降低，经营性业务利润大幅增长

如前所述，2021年，公司实现营业总收入395.50亿元，同比大幅增长62.45%。其中，2021年，公司实现高端化工板块收入267.08亿元，同比增长102.58%，主要系2021年化工产品价格普遍提升，加之华鲁恒升新产能、新装置投产，主要产品量价齐升所致；医药板块则通过产品结构调整、加强市场营销、改善生产工艺等措施增强竞争力，使医药板块收入保持增长，2021年，公司实现医药产品收入114.51亿元，同比增长12.14%。2022年1~3月，公司营业总收入为116.66亿元，其中高端化工产品收入继续保持高速增长。

从毛利率指标来看，2021年，公司营业毛利率整体为32.02%，较上年提高8.22个百分点，主要系当年高端化工业务因市场供需关系导致主要产品价格大幅上涨，毛利率水平大幅提升所致。2021年，高端化工产品毛利率上升14.18个百分点至35.52%；2021年，医药产品毛利率小幅下降，主要系新华制药化学原料药产品的上游原材料成本上升所致；2021年，公司其他业务毛利水平同比变化不大。2022年1~3月，医药产品毛利率较2021年基本持平，高端化工产品板块毛利率受己二酸、DMF和尿素价格上涨影响较2021年小幅提升。

表 18：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.Q1
医药产品	93.39	102.11	114.51	31.56
高端化工产品	142.47	131.84	267.08	81.62
其他	11.24	9.51	13.91	3.48
合计	247.10	243.46	395.50	116.66
毛利率	2019	2020	2021	2022.Q1
医药产品	31.38	27.37	25.51	25.53
高端化工产品	27.87	21.34	35.52	39.39
其他	16.81	19.56	18.33	16.73
	28.69	23.80	32.02	34.96

注：1、高端化工产品中包含恒升集团、万博化工的数据，此外华鲁恒升

还与新华制药之间的关联交易被抵消，因此高端化工产品收入与华鲁恒升单体报表收入存在差异；2、其他业务包含环保、融资租赁及贸易业务收入等；3、分项之和与合计项之间可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，跟踪期内，销售费用和财务费用较上年基本持平，管理费用小幅上涨；受高端化工和医药产品业务研发投入力度继续加大的影响，公司研发费用管理费用同比小幅增长。2021年期间费用合计金额为33.61亿元，同比增长11.93%，同期期间费用率为8.50%，较上年下降3.83个百分点，期间费用对利润的侵蚀程度有所减弱。2022年1~3月，期间费用率为8.87%，较2021年变化不大。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，如前所述，受2021年华鲁恒升产品量价齐升影响，公司的经营性业务利润大幅增长。2021年，公司的经营性业务利润为91.78亿元，同比增长243.10%。其他收益主要为各类政府补助，2021年较上年增加0.30亿元；投资收益主要来源于交易性金融资产和债权投资产生的收益，2021年较上年小幅增长。总体来看，2021年公司利润总额增长至91.47亿元，增幅236.41%。2022年1~3月，公司实现利润总额30.09亿元，主要来自经营性业务利润。

表 19：2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
销售费用	17.17	11.46	11.42	3.15
管理费用	7.77	8.04	9.59	3.00
研发费用	7.36	8.09	10.10	3.56
财务费用	2.17	2.44	2.50	0.63
期间费用合计	34.47	30.03	33.61	10.34
期间费用率(%)	13.95	12.33	8.50	8.87
经营性业务利润	35.31	26.75	91.78	29.72
其中：其他收益	0.83	0.92	1.22	0.30
投资收益	0.60	0.81	0.91	0.31
利润总额	34.26	27.19	91.47	30.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，跟踪期内母公司利润仍主要来自于投资收益。2021年母公司利润总额1.95亿元，同比下降30.23%，主要系当期收到子公司的现金分红由2020年的2.84亿元减少至2.39亿元所致。2022

年一季度，由于子公司分红较少，母公司当期利润总额为负。

跟踪期内，随着华鲁恒升高端化工业务规模扩张，公司资产规模大幅增长；公司负债规模有所增加，财务杠杆水平小幅下降

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，仍保持以非流动资产为主的资产结构，公司资产仍主要由货币资金、固定资产和应收类款项组成。截至 2021 年末，公司总资产同比增长 26.01% 至 507.13 亿元，2022 年一季度末较 2021 年末增长 7.42% 至 544.76 亿元。公司为满足日常经营和投资需要，保持了较大规模的货币资金，截至 2021 年末，公司货币资金为 45.59 亿元，较上年末变化不大，主要为银行存款，流动性较好，其中受限的货币资金余额为 4.45 亿元，占货币资金总额的 9.77%，主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金和受监管的预收售房款等。2022 年 3 月末，公司货币资金较 2021 年末小幅增长至 60.35 亿元。跟踪期内，公司应收账款规模随着营收增长保持快速增长，其中 2021 年末同比增长 21.25%，2022 年一季度末较 2021 年末增长 30.09%，截至 2021 年末，公司应收账款账龄集中在 1 年以内。跟踪期内，公司执行新会计准则，新增应收款项融资科目，全部为应收票据。2021 年末计入应收款项融资的应收票据余额为 42.22 亿元，主要系华鲁恒升等公司收到的银行承兑汇票。公司存货主要为原材料、自制半成品及在产品和库存商品，跟踪期内大幅增长主要系高端化工板块存货增加所致。2021 年，公司固定资产规模大幅增长 27.04% 至 230.88 亿元，主要系 2021 年内精己二酸品质提升项目和酰胺及尼龙新材料项目（30 万吨/年）达到预定可使用状态，结转至固定资产所致。跟踪期内，公司在建工程规模下降，主要系前述在建工程结转所致。公司无形资产主要为土地使用权，跟踪期内小幅增长。

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	36.64	47.56	45.59	60.35

应收账款	10.00	12.02	14.57	18.96
应收款项融资	-	-	42.22	47.45
存货	24.61	24.07	34.93	36.30
流动资产合计	115.59	113.08	165.85	198.85
固定资产	176.54	181.75	230.88	228.95
在建工程	16.13	41.61	21.89	22.93
无形资产	19.39	21.45	25.87	26.66
非流动资产合计	250.59	289.36	341.28	345.91
总资产	366.19	402.44	507.13	544.76

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司负债规模有所增加，仍保持以流动负债为主的结构，但流动负债占比有所下降。截至 2021 年末，公司总负债同比增长 21.05% 至 188.59 亿元，2022 年一季度末较 2021 年末增长 6.31% 至 200.50 亿元。公司负债仍主要由银行借款、应付债券和应付账款等构成。跟踪期内，随着高端化工业务规模大幅扩张，应付账款大幅增长，截至 2021 年末应付账款的账龄集中于 1 年以内（含 1 年）。公司其他应付款主要为应付工程设备款、押金及保证金和预提费用，跟踪期内变化不大。跟踪期内公司执行新会计准则，新增合同负债科目，主要为预收的货款。公司有息债务主要系银行借款、应付债券等，跟踪期内短期借款有所减少，而长期借款和应付债券等长期融资大幅增长。

表 21：近年来公司主要负债和权益情况（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	18.07	19.47	12.20	12.70
应付账款	22.08	30.35	41.48	39.21
其他应付款	9.89	9.68	8.63	11.43
合同负债	-	-	10.16	9.05
一年内到期的非流动负债	32.79	13.24	19.31	21.38
长期借款	21.08	21.02	27.26	33.99
应付债券	0.00	10.00	39.08	39.08
总负债	138.32	155.80	188.59	200.50
实收资本	31.03	31.03	31.03	31.03
资本公积	10.35	11.43	11.63	11.63
未分配利润	43.32	47.76	71.16	79.99
少数股东权益	142.18	155.48	203.64	220.80
所有者权益	227.86	246.64	318.53	344.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司所有者权益随着利润累积和少数股东权益增加而大幅增长，仍主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。跟踪

期内，公司实收资本未发生变化，仍为 31.03 亿元。跟踪期内，受公司下属子公司鲁抗医药、新华制药和恒升集团股权激励方案实施的影响，公司资本公积小幅增加至 11.63 亿元。跟踪期内，受子公司盈利大幅提升的影响，公司未分配利润和少数股东其权益随之增长，是所有者权益增长的主要原因。截至 2022 年 3 月末，少数股东权益在所有者权益中占比为 64.13%，对公司权益结构稳定性产生一定影响。

截至 2021 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 37.19%和 25.78%，同比分别减少 1.52 个百分点和 1.30 个百分点，公司财务杠杆水平小幅下降；2022 年 3 月末，公司财务杠杆水平较 2021 年末基本保持稳定。

母公司方面，2021 年末，母公司资产规模小幅下降 5.70%至 65.10 亿元，其中流动资产占比大幅下降 21.63 个百分点至 11.02%，母公司仍保持以非流动资产为主的资产结构。2021 年末，母公司资产主要由其他权益工具投资、长期股权投资构成和长期应收款等构成。2021 年，母公司收回了对华鲁国际、鲁抗医药等子公司的其他应收款，期末余额由上年末的 13.04 亿元降至 0.63 亿元。2022 年一季度，公司资产情况较 2021 年末同比小幅增长 6.27%，构成变化不大。2021 年末，母公司总负债小幅下降 13.47%至 29.17 亿元，随着债务逐步到期，流动负债占比大幅减少，母公司转为以非流动负债为主的负债结构，2021 年末非流动负债占比提升 39.26 个百分点至 73.41%。母公司负债主要由其他流动负债和应付债券构成，2021 年末，其他流动负债下降 76.19%至 5.00 亿元，应付债券增长 100.00%至 20.00 亿元。2022 年一季度，公司负债小幅增加 14.63%至 33.44 亿元，主要系长期借款增加所致。跟踪期内，母公司所有者权益相对稳定，仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。财务杠杆方面，跟踪期内，母公司资产负债率和总资本化比率小幅波动，截至 2021 年末分别为 44.80%和 43.35%，截至 2022 年一季度末分别为 48.33%和 46.84%。

跟踪期内，公司经营活动净现金流入规模大幅提升；EBITDA 亦大幅增长，对债务本息覆盖能力大幅提升

跟踪期内，受营业收入大幅增长影响，公司经营活动净现金流入规模有所提升；跟踪期内，随着项目建设的持续推进和公司对外债权投资规模的增大，公司投资活动现金净流出幅度有所增大；公司主要依靠银行借款、债券发行等外部融资渠道对外融资，跟踪期内筹资活动现金转为净流入，其中 2021 年主要系新发债券较多所致，2022 年一季度主要系新增长期借款规模较大所致。

跟踪期内，公司总债务规模有所增加，随着中长期债券发行偿还到期债务，债务结构有所调整，短期债务占比有所下降，公司债务转为以长期债务为主，2021 年末短期债务占总债务的比例为 39.99%，较上年末减少 26.14 个百分点，2022 年一季度末短期债务占总债务的比重较 2021 年末变化不大。到期债务方面，截至 2022 年 3 月末，公司 2022 年 4-12 月、2023 年、2024 年、2025 年及以后到期债务分别为 36.36 亿元、27.30 亿元、4.51 亿元以及 46.46 亿元，仍需持续关注公司后续偿债资金到位情况。

表 22：截至 2022 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目名称	2022.4-12	2023	2024	2025 及以后
到期金额	36.36	27.30	4.51	46.46

注：1、上表中金额不含应付票据；2、上表中金额均为债务本金，不含利息，故与审计报告数值略有差异

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债指标方面，跟踪期内，随着利润总额的大幅增长，公司 EBITDA 保持增长态势，其对债务本息的覆盖能力大幅提升。跟踪期内，经营活动净现金流对债务利息保障能力有所增强，但仍无法覆盖债务本金。

表 23：近年来公司偿债能力分析

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务（亿元）	60.13	60.56	44.25	48.51
长期债务（亿元）	22.63	31.02	66.41	73.27
总债务（亿元）	82.76	91.59	110.66	121.78
货币资金/短期债务(X)	0.61	0.79	1.03	1.24

EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.82	2.64	-
经营活动净现金流(亿元)	53.85	44.22	52.78	22.89
经营净现金流/总债务(X)	0.65	0.48	0.48	0.75*
经营活动净现金流/利息支出(X)	16.52	15.88	17.94	19.33
EBITDA(亿元)	56.01	49.79	116.77	-
总债务/EBITDA(X)	1.48	1.84	0.95	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	17.19	17.88	39.69	-

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，跟踪期内经营活动净现金流小幅为负，同时投资活动净现金流因对外股权投资而呈现净流出态势。此外，母公司仍有一定规模的还本付息需求，主要依赖于银行借款和发行债券等外部融资渠道满足上述资金缺口，2021年母公司筹资活动现金流入与流出规模接近，仅小幅净流出0.72亿元；2022年一季度，母公司对外筹资规模增加，当期筹资活动现金净流入4.03亿元。

公司备用流动性充足，受限资产规模较小；公司面临两起重大诉讼事项，需关注后续进展

银行授信方面，截至2022年3月末，公司累计获得银行授信总额568.91亿元，已使用118.04亿元，尚未使用的授信额度450.87亿元，总体来看公司备用流动性较为充足。

对外担保方面，截至2021年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产合计为7.02亿元，占当期末总资产的1.38%，其中受限的货币资金、应收票据、应收款项融资、应收账款、固定资产和无形资产分别为4.45亿元、0.36亿元、0.74亿元、0.40亿元、0.93亿元和0.13亿元。

表 24：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	4.45	银行承兑汇票保证金、信用证保证金和受监管的预收售房款等
应收票据	0.36	未终止确认
应收款项融资	0.74	办理银行承兑汇票质押
应收账款	0.40	借款质押
固定资产	0.93	借款质押、办理银行承兑汇票抵押、售后租回抵押借款
无形资产	0.13	借款抵押、办理银行承兑汇票抵押
合计	7.02	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

诉讼事项方面，截至目前公司涉及两起重大法律诉讼：（1）原告一四川金象赛瑞化工股份有限公司（以下简称“金象赛瑞公司”）、原告二北京烁晶科技有限公司（以下简称“烁晶公司”）诉被告一华鲁恒升等四被告的侵害发明专利权纠纷一案。2020年6月10日，广东高院作出（2017）粤民初97号民事判决，一审判决如下：1、华鲁恒升等被告于判决生效之日起立即停止制造侵犯两原告ZL201110108644.9号发明专利权的蜜胺生产系统，华鲁恒升立即停止使用侵犯该产品发明专利权的蜜胺生产系统；2、华鲁恒升立即停止使用该专利方法、销售依照该专利方法直接获得的蜜胺产品；3、华鲁恒升赔偿两原告共计8,000万元；4、驳回两原告其他诉讼请求。华鲁恒升等被告不服上述判决，已上诉至最高人民法院。截至目前，最高人民法院已审理完毕，等待判决结果。

（2）原告金象赛瑞公司诉第二被告华鲁恒升等四被告侵害商业秘密纠纷一案。根据成都市中级人民法院民事判决书（2017）川民初2948号，一审判决如下：1、华鲁恒升等四被告立即停止披露、使用、允许他人使用原告金象赛瑞公司的商业秘密；2、自本判决生效之日起十五日内，被告华鲁恒升赔偿原告金象赛瑞公司经济损失及合理开支共计5,000万元。截至目前，华鲁恒升等被告均已提起上诉。

中诚信国际将对上述法律诉讼的后续进展保持关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2022年5月12日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

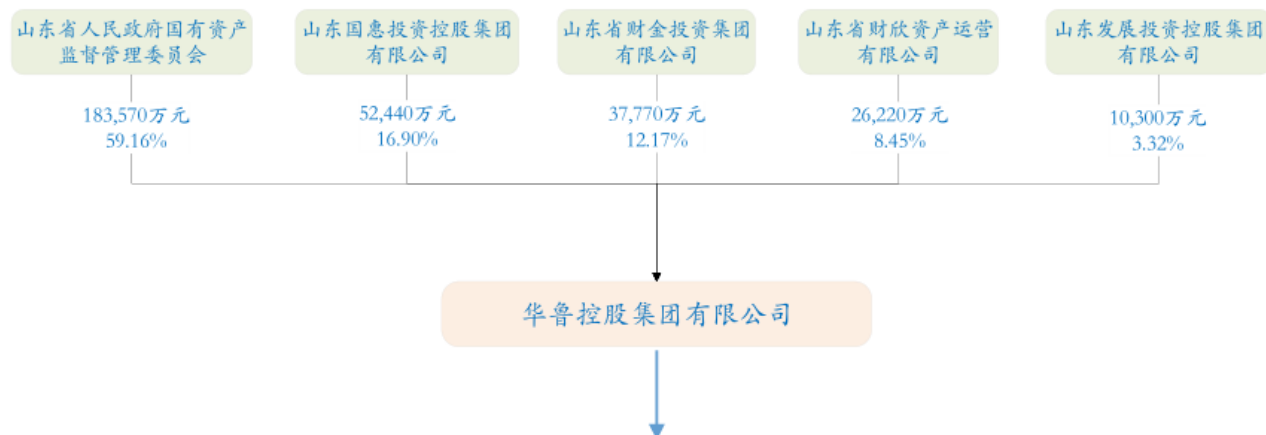
公司作为山东省国资委控股的区域投资控股平台，承担着山东省煤化工、医药和环保板块的国有资本运营职责，在山东省内地位较为突出

公司每年均能收到各级政府给予公司的各类政府补助。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司获得计入其他收益的政府补助分别为 1.22 亿元和 0.30 亿元。

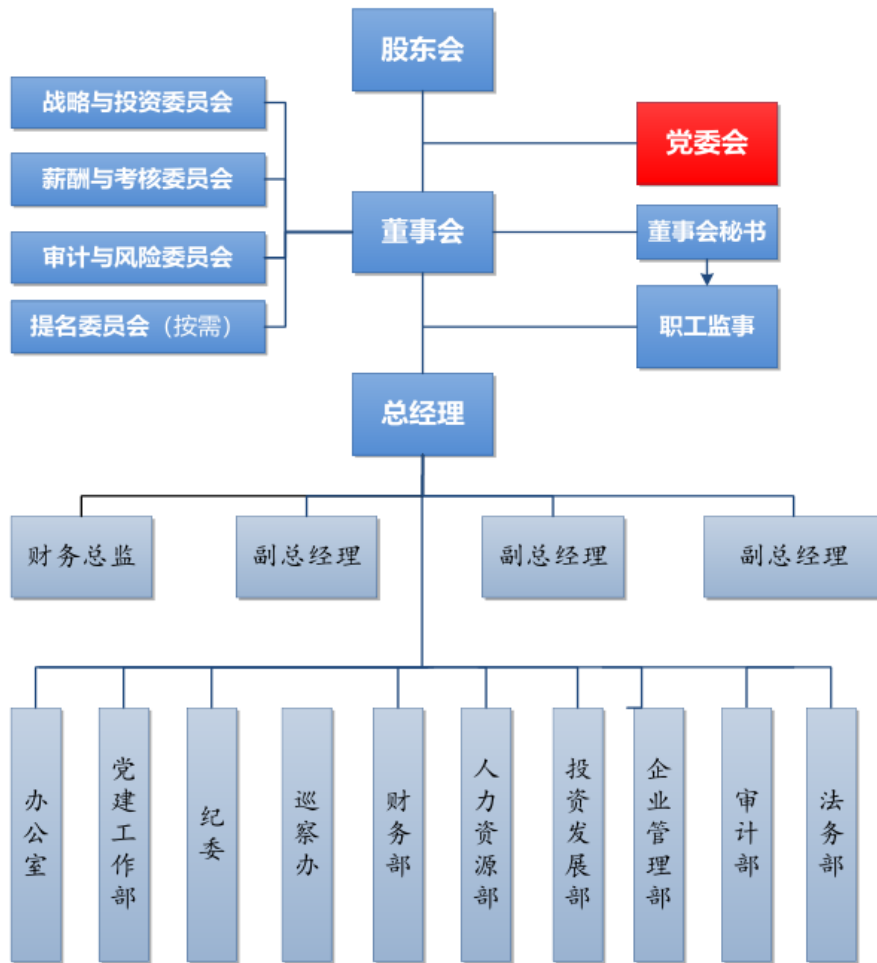
评级结论

综上所述，中诚信国际维持“20 华鲁 01”和“21 华鲁 01”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：华鲁控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	持股比例
华鲁投资发展有限公司	100.00%
华鲁集团有限公司	100.00%
山东华鲁集团有限公司	100.00%
山东华鲁恒升集团有限公司	100.00%
山东鲁抗中和环保科技有限公司	60.00%
山东省环境保护科学研究设计院有限公司	51.00%
山东新华制药股份有限公司	32.39%
山东鲁抗医药股份有限公司	21.09%



资料来源：公司提供

附二：华鲁控股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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	366,389.14	475,554.59	455,909.75	603,516.69
应收账款	100,002.98	120,200.85	145,744.52	189,594.41
其他应收款	84,152.09	13,057.73	9,788.80	21,600.85
存货	246,079.63	240,659.74	349,292.88	362,971.09
长期投资	114,873.46	198,468.05	353,172.64	379,531.97
在建工程	161,295.32	416,061.29	218,870.93	229,262.37
无形资产	193,940.75	214,492.69	258,666.63	266,598.37
总资产	3,661,851.20	4,024,423.53	5,071,261.56	5,447,623.46
其他应付款	98,938.32	96,759.83	86,326.61	114,289.26
短期债务	601,283.19	605,620.55	442,514.58	485,068.94
长期债务	226,314.39	310,246.91	664,116.88	732,729.64
总债务	827,597.58	915,867.46	1,106,631.46	1,217,798.58
总负债	1,383,216.88	1,557,995.14	1,885,938.74	2,004,954.18
费用化利息支出	30,545.42	25,004.55	27,647.76	7,432.42
资本化利息支出	2,044.82	2,846.81	1,772.66	4,410.21
实收资本	310,300.00	310,300.00	310,300.00	310,300.00
少数股东权益	1,421,771.93	1,554,755.85	2,036,379.87	2,207,953.73
所有者权益合计	2,278,634.32	2,466,428.39	3,185,322.82	3,442,669.28
营业总收入	2,471,047.80	2,434,613.35	3,954,981.04	1,166,642.29
经营性业务利润	353,111.65	267,537.55	917,794.76	297,210.58
投资收益	5,969.74	8,131.15	9,077.70	3,075.79
净利润	291,821.62	229,144.15	768,342.90	255,649.38
EBIT	373,179.85	296,908.76	942,370.58	308,337.40
EBITDA	560,103.17	497,871.70	1,167,666.87	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,329,628.20	2,224,456.22	3,232,417.45	975,972.41
收到其他与经营活动有关的现金	51,022.80	69,221.31	71,070.83	43,855.40
购买商品、接受劳务支付的现金	1,290,029.29	1,356,039.18	2,072,648.33	579,692.51
支付其他与经营活动有关的现金	176,558.05	159,942.52	189,898.07	62,522.76
吸收投资收到的现金	34,500.00	27,498.38	202,914.40	46,805.13
资本支出	305,474.83	359,262.45	465,655.75	102,007.73
经营活动产生现金净流量	538,530.21	442,210.84	527,793.55	228,915.75
投资活动产生现金净流量	-348,752.35	-325,045.07	-666,760.73	-235,436.11
筹资活动产生现金净流量	-310,245.49	-4,315.89	111,457.74	140,011.34
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	28.69	23.80	32.02	34.96
期间费用率(%)	13.95	12.33	8.50	8.87
应收类款项/总资产(%)	6.91	3.80	3.38	4.18
收现比(X)	0.94	0.91	0.82	0.84
总资产收益率(%)	10.15	7.73	20.72	23.45*
资产负债率(%)	37.77	38.71	37.19	36.80
总资本化比率(%)	26.64	27.08	25.78	26.13
短期债务/总债务(X)	0.73	0.66	0.40	0.40
FFO/总债务(X)	0.61	0.49	0.93	0.75
FFO 利息倍数(X)	15.53	16.24	35.11	19.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	16.52	15.88	17.94	19.33
总债务/EBITDA(X)	1.48	1.84	0.95	-
EBITDA/短期债务(X)	0.93	0.82	2.64	-
货币资金/短期债务(X)	0.61	0.79	1.03	1.24
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	17.19	17.88	39.69	-

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报告整理，其中 2019 年财务数据采用 2020 年期初数，其余各期均采用期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；将公司计入长期应付款科目的有息债务调整至长期债务。3、带*指标已经年化处理。

附三：华鲁控股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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	20,422.62	94,899.45	50,361.64	49,411.63
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	92,256.84	130,425.65	6,324.12	8,272.60
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	284,861.72	347,916.02	382,616.02	422,516.02
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	362.28	333.51	3,067.90	3,043.19
总资产	520,650.89	690,380.24	651,035.89	691,856.92
其他应付款	9,857.60	8,149.16	10,957.80	13,962.11
短期债务	160,000.00	210,000.00	63,000.00	63,000.00
长期债务	0.00	113,000.00	212,000.00	252,000.00
总债务	160,000.00	323,000.00	275,000.00	315,000.00
总负债	176,172.28	337,102.91	291,692.62	334,369.09
费用化利息支出	988.00	836.26	2,366.22	647.76
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	310,300.00	310,300.00	310,300.00	310,300.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	344,478.61	353,277.34	359,343.27	357,487.83
营业总收入	1,343.62	1,872.32	1,971.14	75.31
经营性业务利润	-704.77	-3,130.52	-5,060.31	-1,977.15
投资收益	16,199.07	31,295.61	24,549.29	185.67
净利润	19,372.56	27,475.01	19,459.44	-1,605.99
EBIT	21,310.65	28,727.09	21,825.66	-958.23
EBITDA	21,477.35	28,948.95	22,130.33	-
销售商品、提供劳务收到的现金	1,021.67	1,049.66	1,128.12	2.88
收到其他与经营活动有关的现金	10,265.05	139,115.32	46,493.41	20,201.42
购买商品、接受劳务支付的现金	145.47	352.97	60.39	3.34
支付其他与经营活动有关的现金	7,490.12	121,096.15	44,676.65	20,567.10
吸收投资收到的现金	34,000.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	69.26	53.61	2,839.64	23.19
经营活动产生现金净流量	-839.26	15,765.28	-347.14	-1,512.39
投资活动产生现金净流量	8,037.56	31,494.09	-36,990.37	-54,731.44
筹资活动产生现金净流量	-9,658.67	27,217.47	-7,200.30	40,293.84
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	100.00	94.96	99.01	100.00
期间费用率(%)	132.46	255.40	345.99	2,687.27
应收类款项/总资产(%)	40.77	35.26	30.16	28.66
收现比(X)	0.76	0.56	0.57	0.04
总资产收益率(%)	4.12	4.74	3.25	-0.57*
资产负债率(%)	33.84	48.83	44.80	48.33
总资本化比率(%)	31.72	47.76	43.35	46.84
短期债务/总债务(%)	1.00	0.65	0.23	0.20
FFO/总债务(X)	0.02	-0.01	-0.01	-0.02
FFO 利息倍数(X)	3.54	-2.54	-1.03	-2.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.85	18.85	-0.15	-2.33
总债务/EBITDA(X)	7.45	11.16	12.43	-
EBITDA/短期债务(X)	0.13	0.14	0.35	-
货币资金/短期债务(X)	0.13	0.45	0.80	0.78
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	21.74	34.62	9.35	-

注：1、中诚信国际根据公司 2020~2021 年度审计报告和未经审计的 2022 年一季度财务报告整理，其中 2019 年财务数据采用 2020 年期初数，其余各期均采用期末数；2、中诚信国际分析时将其他流动负债中的有息债务调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	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-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+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
	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	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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”。

附四：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。