



巨化集团有限公司 2023 年度跟踪评级 报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1725 号

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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	巨化集团有限公司	AA ⁺ /稳定
---------------------	----------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“20 巨化 MTN001”、“21 巨化 MTN001”、“21 巨化 MTN002”和“20 巨化 01”	AA ⁺
--------------------	---	-----------------

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于巨化集团有限公司（以下简称“巨化集团”或“公司”）行业地位领先、经营多元化、业务板块协同效应突出、化工产品价格上涨使其经营性业务盈利提升和融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到产品和原材料价格波动、短期偿债压力较大、对外投资规模和担保金额较大及联营企业业绩波动等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

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、投资项目效益严重不及预期或其他导致信用水平显著下降的因素。

正面	
■ 公司为氟化工行业龙头企业，规模优势突出，多元化经营以及各业务板块协同效应明显，产品竞争力很强	
■ 受益于主要化工产品价格上涨，公司经营性业务盈利有所提升	
■ 公司银企关系良好，其下属子公司为A股上市公司，融资渠道畅通	
关注	
■ 化工行业周期性较强，产品及原材料价格波动对公司盈利影响较大	
■ 公司短期债务规模较大，且本部盈利能力较弱，面临一定的短期偿债压力	
■ 对联营企业投资规模和担保金额较大，且浙江石油化工有限公司（以下简称“浙江石化”）经营业绩波动对投资收益影响较大	

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn

项目组成员：赵曰鹏 ypzha@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

巨化集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	385.39	449.40	515.31	518.69
所有者权益合计（亿元）	154.19	206.35	238.84	239.00
负债合计（亿元）	231.20	243.05	276.46	279.69
总债务（亿元）	179.93	185.49	209.24	214.14
营业总收入（亿元）	339.37	357.07	394.27	81.41
净利润（亿元）	23.30	53.73	33.43	-3.82
EBIT（亿元）	29.66	60.78	44.13	--
EBITDA（亿元）	39.56	72.67	56.26	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	16.73	14.70	32.27	4.24
营业毛利率（%）	7.92	11.01	13.74	11.75
总资产收益率（%）	--	14.56	9.15	--
EBIT 利润率（%）	8.75	17.03	11.20	--
资产负债率（%）	59.99	54.08	53.65	53.92
总资本化比率（%）	53.85	47.34	46.70	47.26
总债务/EBITDA(X)	4.55	2.55	3.72	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.44	12.01	7.99	--
FFO/总债务(%)	5.98	11.27	14.90	--
巨化集团（公司本部）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	321.65	311.10	315.69	318.23
所有者权益合计（亿元）	116.69	114.33	116.52	116.63
负债合计（亿元）	204.96	196.77	199.17	201.60
总债务（亿元）	169.22	175.34	186.84	191.44
营业总收入（亿元）	87.66	76.59	88.44	17.79
净利润（亿元）	3.18	0.39	1.33	0.11
EBIT（亿元）	8.62	6.63	8.30	--
EBITDA（亿元）	9.01	7.03	8.70	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	22.98	27.09	28.25	-3.83
资产负债率（%）	63.72	63.25	63.09	63.35
总资本化比率（%）	59.19	60.53	61.59	62.14
总债务/EBITDA(X)	18.79	24.96	21.48	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.45	1.13	1.24	--
FFO/总债务（%）	0.88	-1.01	-0.44	--

注：1、中诚信国际根据巨化集团披露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 2020~2022 年财务报告以及公司提供的未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的带息债务。

评级历史关键信息

巨化集团有限公司					
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
AA+/稳定	20 巨化 MTN001 (AA+)	2022/06/27	李博伦、刘钊博	中诚信国际化工行业评级方法 C030000 2019_02	阅读全文
	21 巨化 MTN001 (AA+)				
	21 巨化 MTN002 (AA+)				
AA+/稳定	21 巨化 MTN002 (AA+)	2021/07/01	史曼、李傲颜、袁悦颖	中诚信国际化工行业评级方法 C030000 2019_02	阅读全文
AA+/稳定	21 巨化 MTN001 (AA+)	2021/03/05	史曼、田梦婷、刘钊博	中诚信国际化工行业评级方法 C030000 2019_02	--
AA+/稳定	20 巨化 MTN001 (AA+)	2020/07/31	许新强、田梦婷、刘逸伦	中诚信国际化工行业评级方法 C030000 2019_02	阅读全文

同行业比较 (2022 年数据)

公司名称	主营业务	主要产品产能 (万吨/年)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产负债 率(%)	经营活动净现 金流(亿元)
新疆天业	氯碱化工	PVC: 89 万吨/ 年 烧碱: 65 万吨/ 年	200.51	109.27	116.46	8.02	45.51	12.85
保利久联	民爆产品生 产销售、爆 破工程施工	工业炸药: 49.88 万吨/年 工业雷管: 41,950 万发/年 工业导爆索: 30,600 万米/年	192.43	47.96	73.32	-10.44	75.07	-3.01
巨化集团	氟化工、氯 碱化工、石 油化工	制冷剂: 59.90 万吨/年; 氟化 工原料 95.25 万吨/年; 基础 化工及其它 279.44 万吨/ 年; 食品包装 材料 20 万吨/ 年; 石化材料 37 万吨/年	515.31	238.84	394.27	33.43	53.65	32.27

中诚信国际认为，巨化集团与可比企业均为细分行业头部企业，拥有一定规模优势，但盈利能力均受原材料价格波动影响较大；但巨化集团业务板块较多，产品结构丰富，多元化程度更高；此外，资产规模和收入规模最大，盈利及获现能力最强，财务杠杆及债务偿付能力均处于行业平均水平。

注：1、“新疆天业”为“新疆天业股份有限公司”简称，“保利久联”为“保利久联控股集团有限责任公司”简称；2、保利久联主要产品产能为 2022 年 3 月末数据。

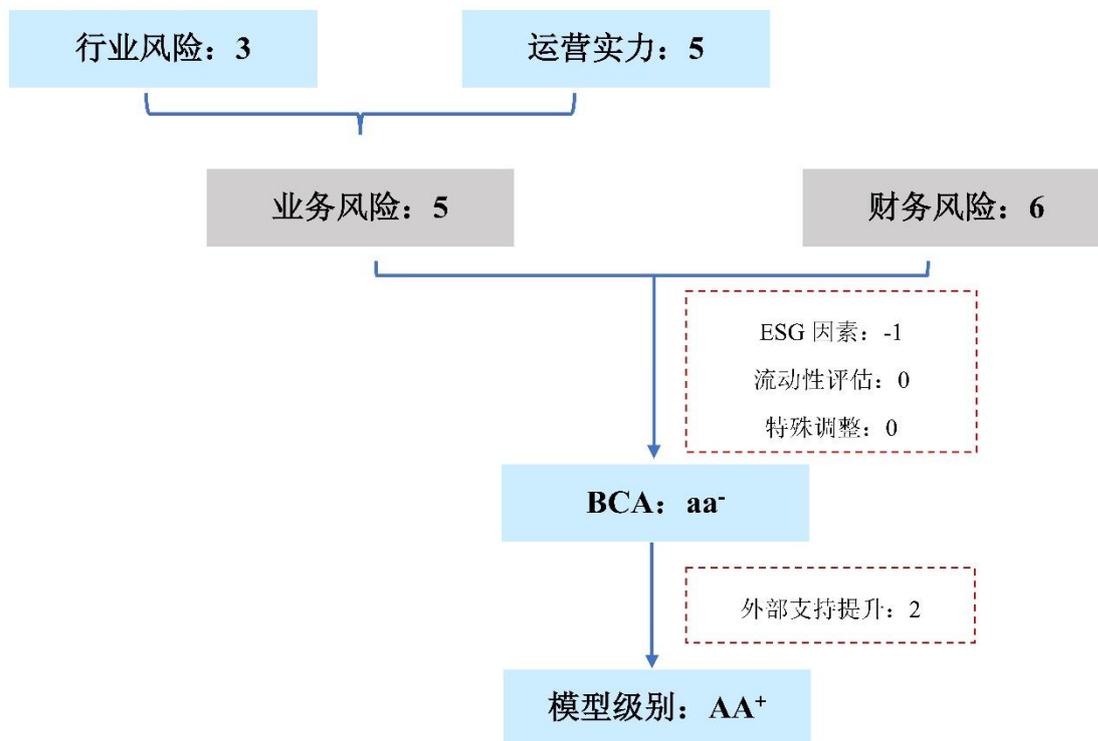
资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 巨化 MTN002	AA+	AA+	2022/06/27	8.00	8.00	2021/07/09~2024/07/09	--
21 巨化 MTN001	AA+	AA+	2022/06/27	5.00	5.00	2021/03/11~2024/03/11	--
20 巨化 MTN001	AA+	AA+	2022/06/27	5.00	5.00	2020/08/13~2023/08/13	--
20 巨化 01	AA+	AA+	2022/06/27	10.00	10.00	2020/10/20~2023/10/20	--

评级模型

巨化集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际化工行业评级方法与模型 C030000_2022_03

■ 业务风险:

巨化集团属于化工行业，因化工行业与国民经济相关性大，具有强周期属性，中国化工行业风险评估为中等；公司产品种类丰富，主要产品技术水平国内领先，制冷剂、PVDC 等产品处于国内行业龙头地位，产品竞争力较强，但初级原材料依赖外部采购，业务风险评估为较低。

■ 财务风险:

巨化集团经营性业务利润水平持续提升，杠杆水平较低，但利润规模受联营企业经营业绩影响较大，凭借其较好的内部流动性及畅通的外部融资渠道，整体偿债能力保持在很好水平，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，对外担保金额占净资产比重极高对巨化集团个体信用等级有削弱，巨化集团具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

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较强，外部支持调升 2 个子级。

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

本次跟踪债项“20 巨化 01”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

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，原油价格维持高位，化工产品盈利空间有所收缩。未来上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑。传统终端市场需求回升有待内需逐步修复，而新兴市场需求仍将保持高速增长，各子行业运营及财务情况预计将出现持续分化。

2022 年以来，新能源以及国产替代相关行业需求旺盛，新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资持续上涨，但受国内传统终端市场需求疲软影响，主要产品产量当期增速均不同程度放缓。能源价格整体高位运行，但主要化工产品价格冲高回落，除油气开采外其他子行业虽收入规模保持增长，但增幅有所收窄。未来一段时间，传统终端市场需求短期内或仍有所承压，长期受房地产边际修复影响较大；而新能源以及国产替代相关行业预计仍将保持相对高速发展，带动新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资保持上涨趋势。上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑，各子行业运营及财务情况预计仍将出现持续分化。

详见《中国化工行业展望（2023 年 2 月）》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9793?type=1>

中诚信国际认为，巨化集团核心业务氟化工保持行业领先地位，规模优势明显；凭借多元化的经营以及各板块间的协同效应，公司原材料自给能力持续提升，产品竞争力较强，主要产品产销情况良好；此外，公司研发投入较大，创新能力不断提升，产业技术保持国内领先地位。但需关注主要产品价格波动对公司经营的影响。

跟踪期内，公司氟化工行业地位保持领先，具备规模优势，业务经营多元化，各板块间协同效应明显，部分产品具有很强的市场竞争力。

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，是全球氟制冷剂、氟制冷剂配套氯化物原料、PVDC 系列产品龙头企业，公司第二代氟致冷剂 R22 产能国内第二位；第三代氟致冷剂规模处全球龙头地位，混配小包装致冷剂市场占有率全球第一位。公司是国内唯一用自有技术实现第四代氟致冷剂产业化生产的企业，拥有两套主流产品生产装置。公司氟聚合物处于国内较为领先地位，其中 HFP、PTFE、FEP、FKM 产能规模位居行业领先地位，并保持快速增长态势。公司含氟精细化学品相对于专业经营企业，品种少、业务规模较小。公司食品包装材料产品系列中 VDC、PVDC 产业产能规模处于全球龙头地位，行业集中度较高。整体来看，公司化工产品系列丰富，主导产品市场占有率位居行业前列，同时产业链完整¹。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，各板块协同有利于平抑原材料价格波动，提升产业链整体价值。

表 1：截至 2023 年 3 月末公司主要化工产品产能规模情况（万吨/年）

产品	产能
氟化工原料	95.25
制冷剂	59.90
其中：HFCs	39.74
含氟聚合物材料	12.54
其中：氟聚合物	3.94
基础化工产品及其它	279.44
食品包装材料	20.00
石化材料	37.00
含氟精细化学品	0.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司主要产品产销量和价格均有所提升；2023 年一季度，受需求下降以及大宗商品价

¹ 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。

格回落等因素影响，部分产品产销量和价格有所回落。中诚信国际将对公司化工产品价格走势保持关注。

2022 年，受氟制冷剂需求改善影响，公司制冷剂产销量和价格均有所提升；受益于新能源、电子信息、环保产业等新兴产业的快速发展，氟聚合物需求保持快速增长，公司氟聚合物产销量及价格亦随之提升；公司甲烷氯化物为氟制冷剂原料配套，受益于下游氟化工需求增长，其产销量均有所提升，但价格有所下降。2023 年一季度，随着我国 HFCs 配额基线年结束²、公司开工率提升以及国内外市场需求回暖，制冷剂产品的产销量和价格均同比大幅上升；但聚合物和甲烷氯化物市场供应整体宽松，令产销量和价格均同比有所下降。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，但随着中国第三代氟制冷剂配额落地，供需关系或向供给方改善，中诚信国际将对氟化工产品价格走势保持关注。

表 2：公司氟化工主要产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	2020			2021			2022			2023.1~3		
	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价	产量	销量	均价
制冷剂	43.71	26.74	13,082	45.30	27.22	19,712	57.28	32.20	21,013	9.39	3.33	33,091
聚合物	9.67	3.52	38,342	9.66	3.29	57,090	11.41	3.34	66,309	2.93	0.94	54,397
甲烷氯化物	58.41	27.09	2,319	54.06	20.78	3,930	59.68	21.55	3,725	16.17	5.39	2,618

注：产品产销率较低系部分自用所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

氯碱化工方面，公司烧碱主要供给浙江省内的轻工、化工和纺织等企业，运输半径短、市场需求量大，在区域内具有较高行业主导地位。2022 年，随着供给侧结构性改革和安全环保监管趋严，以及经济的企稳，烧碱、氯化钙的供需格局有所改善，其产销量同比均有所提升，价格亦大幅上涨。食品包装材料主要包括 VDC、PVDC 等产品，受下游需求增长以及上游成本增加影响，其产销量和价格同比均有所上升。2023 年一季度，受下游需求下降影响，氯碱化工相关产品产销量和价格均较上年同期有所下降。

表 3：公司氯碱化工主要产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	指标	2020	2021	2022	2023.1~3
烧碱	产量	50.40	50.31	55.80	12.76
	销量	47.15	49.88	53.90	12.26
	销售均价	2,041	2,719	4,135	3,582
食品包装材料	产量	15.05	16.36	19.31	3.82
	销量	7.90	8.45	10.10	1.99
	销售均价	10,050	11,729	13,515	13,119
氯化钙	产量	21.88	11.55	19.01	5.48
	销量	13.39	9.55	15.30	3.29
	销售均价	597	614	1,234	1,134

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；食品包装材料产销率较低系部分自用所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

石油化工方面，公司环己酮全部用于生产己内酰胺，不外销。2022 年，受开工不足等因素影响，石化产品产量有所下滑，但销量有所提升；2023 年一季度，下游需求回升带动公司石化产品产

² 《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。

销量小幅增加。价格方面，2022 年下半年，苯价持续回落且下游需求整体偏弱，产品价格持续走低，石化板块盈利承压。

表 4：公司石油化工产品产销情况（万吨、元/吨）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
产量	23.62	28.23	23.72	9.39
其中：环己酮	8.70	8.96	8.26	2.13
销量	12.23	14.54	16.20	5.51
销售均价	8,763	10,977	9,933	8,829

注：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

跟踪期内，公司初级原材料主要通过外部采购，采购价格整体处于高位震荡。

公司生产需要煤炭、萤石、氢氟酸以及石油苯等初级原材料。其中，浙赣地区萤石矿储丰富，运输成本较低，全部外部采购；氢氟酸是公司氟化工最主要的原材料，自配产能近 13 万吨/年，60% 左右的氢氟酸需要外购，其余部分可通过萤石自产；其他初级原材料主要通过外部采购。此外，公司自有的 120kt/a AHF（一期 35kt/a）装置通过循环利用提升氟利用率以减少原材料外部采购量，目前仍有 65kt/a AHF 产能处于在建过程中，预期未来氟化工原材料自给程度将进一步提升。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。2022 年，公司主要原材料价格整体上涨，并处于近年高位。2023 年一季度，除萤石、煤炭外，其它原材料价格均有所下降。中诚信国际将对公司原材料成本控制情况保持关注。

表 5：公司主要原材料采购价格情况（元/吨）

原材料	2020	2021	2022	2023.1~3
萤石	2,376.00	2,313.21	2,367.41	2,539.87
无烟煤	1,036.08	1,450.21	1,873.66	2,048.53
无水氟化氢	7,542.23	8,462.53	9,422.81	8,613.26
工业盐	274.16	330.48	444.08	401.82
电石	3,151.60	4,995.79	4,381.79	4,005.55
四氯乙烯	2,876.43	5,305.19	4,928.23	4,021.13
VCM	5,191.96	7,796.83	6,373.75	5,002.09
甲醇	1,815.86	2,288.19	2,540.81	2,480.58
苯	3,656.49	6,462.14	7,398.51	6,283.79
硫磺	--	1,747.73	1,995.68	1,222.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司贸易业务主要围绕主业开展，盈利能力较弱，跟踪期内，根据市场行情调整贸易产品结构，贸易规模持续缩减。

跟踪期内，公司贸易业务仍以国内贸易为主，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、铜和化工产品等。2022 年，公司根据市场行情调整贸易产品结构，煤炭贸易金额同比增长；同时主动缩减对二甲苯、电解铜等产品贸易规模，贸易业务收入持续下降。公司上游供应商和下游客户以银行承兑或现款方式结算为主，2022 年以来，由于部分客户经营困难，公司适当延长账期，当期账期为 T+N（N 一般为 30 天左右）。由于公司贸易板块主要通过购销差价获取利润，盈利能力较弱，对利润贡献有限。为降低贸易风险，公司贸易供应商及客户主要以具备国资背景的大型能源和贸易企业为主，稳定性较强，2022 年，公司贸易业务前五大供应商和客户占比分别为 34.85% 和 32.62%，集中度较上年同期有所下降但仍相对较高。

表 6：近年来公司贸易板块主要产品贸易金额（亿元）

产品	2020	2021	2022	2023.1~3
煤炭	30.30	65.59	77.37	11.04
矿石	1.22	1.87	0.87	0.14
钢材	0.25	0.05	0.77	0.16
苯	17.25	11.75	9.81	2.38
铜	23.32	25.76	24.03	6.52
电解铜	14.08	13.95	10.29	3.22
其他	112.93	49.18	38.48	9.36
合计	199.34	168.15	161.61	32.83

注：其他包含对二甲苯、苯乙烯、硫酸铵、棉纱、重钙、R141b、二甲胺、甲醇、乙二醇、环己酮、硫酸等销售额占比较小的贸易产品；数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司参股浙江石化与公司可形成产业协同，每年可贡献一定的投资收益，但需关注原油价格波动对公司投资收益的影响。

近年来，公司对浙江石化³股权投资规模较大，截至 2023 年 3 月末已累计向浙江石化注资 111.60 亿元，公司持股比例为 20%，其中浙江石化 4,000 万吨/年炼化一体化项目已于 2022 年 1 月全面投产，规划总投资 1,730.85 亿元，未来浙江石化将有可能进行三期项目投资建设及产业链下游延伸等，此外，2023 年 3 月 27 日，荣盛石化股份有限公司（以下简称“荣盛石化”）⁴与沙特阿美达成战略合作，并签署多项协议⁵，基于已签署的长期销售协议，沙特阿美将向浙江石化日供 48 万桶阿拉伯原油，未来浙江石化或将仍有较大资金需求。但浙江石化每年可贡献一定的投资收益，其中，2022 年公司确认浙江石化投资收益 12.11 亿元，并取得现金股利 10 亿元，对公司利润形成补充。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。中诚信国际关注到，2023 年国内成品油产能仍相对过剩；此外，石化产品价格和原油价格关联度较高，2023 年以来，原油价格虽略有下行但仍高位震荡，公司及联营企业石化产品盈利能力承压，中诚信国际将对此保持关注。

表 7：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，在建 10 万吨/年技改扩能项目	乙烯
硫磺制酸	在建 30 万吨/年	硫磺
异丙醇	在建 4 万吨/年	丙酮
碳氢制冷剂	在建 3.5 万吨/年	异丁烷

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在建拟建项目较多，但资本支出压力尚可，随着项目的建成投产，公司生产规模将稳步提升，生产成本将有所下降。

截至 2023 年 3 月末，公司在建及拟建项目以技改扩能、节能增效等为主，未来投资压力尚可，

³ 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。截至 2022 年末，浙江石化总资产 2,868.68 亿元，总负债 1,949.21 亿元，所有者权益 919.47 亿元，2022 年实现营业总收入 2,301.64 亿元，净利润 60.52 亿元。

⁴ 荣盛石化拥有浙江石化 51% 的股权。

⁵ 协议包括沙特阿美拟以 246 亿元人民币收购荣盛石化 10% 股权的收购协议，以及原料、成品油、化工产品、原油储存及技术分享等多份业务合作框架协议。

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 8：截至 2023 年 3 月末公司在建项目情况（亿元）

在建项目名称	预计建成投产时间	计划总投资	累计投资	2023 年剩余投资	2024 年计划投资	2025 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	2023 年	11.56	11.16	0.20	0.15	0.05
晋巨 39,000Nm ³ /h 空分技术改造项目	2024 年	3.00	2.66	0.18	0.13	0.03
热电机组节能增效之#11、#12、#13 机组建设	2025 年	13.87	2.52	3.60	4.70	3.05
生产充装基地项目	--	2.89	1.95	0.28	0.40	0.26
5000t/a 巨芯冷却液项目（创氟高新材料）	2025 年	5.07	1.53	0.26	1.80	1.47
含氟聚合物自动包装线及智能仓储项目（巨圣）	2023 年	1.19	0.15	0.14	0.55	0.34
新增 48kt/aVDF 技改扩建项目	2025 年	9.79	7.01	1.50	0.80	0.49
合计	--	47.37	26.98	6.16	8.53	5.69

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2023 年 3 月末公司拟建项目情况（亿元）

拟建项目名称	计划投资总额	预计 2023 年投入	预计 2024 年投入	预计 2025 年投入
对甲苯磺酸及对甲苯磺酰氯产业化项目	3.00	1.00	2.00	0.95
15 万吨/年特种聚酯切片新材料项目	15.34	4.00	6.00	5.34
合计	18.34	5.00	8.00	6.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司于 2019 年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 2022 年末已实际出资 5.5 亿元，目前浙江富浙集成电路产业发展有限公司尚未贡献投资收益及股利分红。

跟踪期内，公司产业技术保持国内相对领先地位，研发投入持续增长，科技创新能力不断提升。

公司主要产品采用国际先进标准生产，为国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的企业。截至 2022 年末，公司建有国家级企业技术中心、国家氟材料工程技术研究中心、院士（博士）工作站以及省先进制造业创新中心等技术创新主体与平台，并在含氟（含氯）高分子材料、精细氟化工、氟化工相关环境科学和氟材料的分析测试、研发等方面有较强的原创开发能力、中试工程能力。跟踪期内，公司研发投入保持较大规模，核心研发人员稳定，完成主要成果 31 项，其中，小试成果 15 项、中试成果 8 项、产业化成果 8 项；截至 2022 年末，公司拥有授权技术专利 551 件，其中国外授权专利 32 件，6 家重点子公司企业通过国家高新技术企业认证。整体来看，公司的产业技术处于国内相对领先地位，科技创新能力持续增强，但公司产品总体上处于产业链的低中端，相对于国际行业一流企业在研发投入、创新水平等方面仍有一定差距。

表 10：近年来公司研发投入情况（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
研发投入	6.59	8.96	11.04	3.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司总资产和债务规模均保持增长，受益于利润积累，所有者权益持续增长，财务杠杆较为合理，但债务期限结构有待优化；受主要化工产品价格上涨影响，公司盈利能力有所提升，但利润规模受参股企业贡献的投资收益影响较大。凭借其较好的内部流动性及畅通的融资渠道，能够实现到期

债务接续，偿债能力很强。

2022 年，受益于氟氯化工产品量价齐升，公司经营性业务利润大幅增长，但参股企业经营业绩下滑导致投资收益大幅减少，利润规模亦随之大幅下降。需关注产品价格以及联营企业经营业绩波动对公司利润的影响。

公司以化工和贸易业务为主，2022 年，公司主动缩减部分产品贸易规模，贸易收入持续下降；同时，石油化工板块受原油价格上涨影响，盈利能力大幅减弱；但得益于氟氯化工产品量价齐升，公司营业总收入和营业毛利率均同比提升。2023 年一季度，受部分产品价格下降幅度较大影响，公司营业总收入和营业毛利率同比分别下降 9.02 和 3.21 个百分点。

表 11：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2020	2021	2022	2023.1~3
氟化工	58.30	79.29	98.56	18.88
氯碱化工	42.41	54.22	76.52	13.53
石油化工	10.32	14.46	13.07	5.24
国内外贸易	199.34	168.15	161.61	32.83
公用配套	4.27	4.82	7.68	2.23
其他	24.73	36.13	36.82	8.69
营业总收入	339.37	357.07	394.27	81.41
毛利率	2020	2021	2022	2023.1~3
氟化工	12.54	14.79	14.76	10.76
氯碱化工	16.45	22.10	33.07	33.04
石油化工	13.11	9.07	3.56	3.69
国内外贸易	1.05	1.04	1.43	1.32
公用配套	67.92	55.46	25.59	12.38
营业毛利率	7.92	11.01	13.74	11.75

注：公司其他包括精细化工、化工材料、服务业、装备制造、物流、房地产等多项业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，在研发费用增长影响下，公司期间费用同比有所增长，但得益于营业收入的大幅提升，期间费用率有所下降。同期，受主要氟氯化工产品量价齐升影响，公司经营性业务利润大幅提升，但由于原油价格大幅上涨，公司参股浙江石化经营业绩大幅下滑，进而导致投资收益同比大幅减少，利润总额等盈利指标亦同比下降。2023 年一季度，公司经营性业务利润同比有所减少，加之浙江石化亏损导致投资收益转负，公司利润呈亏损状态。整体来看，公司及联营企业所处化工行业具有较强周期性，经营业绩受产品价格以及大宗商品价格波动影响较大，中诚信国际将持续关注后续化工产品价格波动以及联营企业经营情况对公司盈利能力的影

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元，%）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	8.41	8.23	7.95	9.88
其他收益	2.47	1.71	1.86	0.23
经营性业务利润	-0.16	10.23	23.06	1.40
资产减值损失	0.21	5.28	1.52	0.02
投资收益	23.90	50.02	15.75	-4.93
利润总额	24.31	54.58	37.31	-3.28
EBIT	29.66	60.78	44.13	--
EBITDA	39.56	72.67	56.26	--
总资产收益率	--	14.56	9.15	--

注：2022 年减值损失主要为原材料和库存商品的跌价损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司资产和债务规模均持续增长，但受益于利润积累，公司财务杠杆保持行业较低水平。

公司资产规模小幅上升，仍以非流动资产为主。2022 年，随着公司对浙江石化等参股企业的投资增加以及在建项目的投入增长，公司非流动资产规模保持增长。此外，受经营性业务盈利改善以及浙江石化发放现金股利影响，公司货币资金规模有所增加，以上因素共同推动公司资产规模保持增长。

跟踪期内，随着在建项目的持续推进，公司债务规模保持增长，但债务结构有所优化；受益于利润累积，公司所有者权益保持增长，财务杠杆整体下行。整体来看，公司财务政策较为稳健，财务杠杆处于行业较低水平。

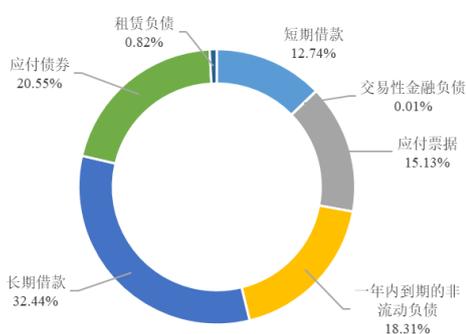
表 13：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	27.65	22.36	33.35	39.39
应收账款	7.61	12.68	12.07	13.08
存货	19.88	25.90	27.44	27.85
流动资产合计	99.81	101.43	123.94	125.25
长期股权投资	138.97	187.57	204.01	200.10
固定资产	96.66	92.39	97.49	97.12
在建工程	13.62	28.50	49.07	55.48
非流动资产合计	285.58	347.97	391.36	393.44
资产总计	385.39	449.40	515.31	518.69
总债务	179.93	185.49	209.24	214.14
负债合计	231.20	243.05	276.46	279.69
所有者权益合计	154.19	206.35	238.84	239.00
短期债务/总债务（%）	73.60	64.71	44.56	46.19
总资本化比率（%）	53.85	47.34	46.70	47.26

注：2020~2022 年公司分别划转社保基金国有收益 0 亿元，0.20 亿元和 1.56 亿元。

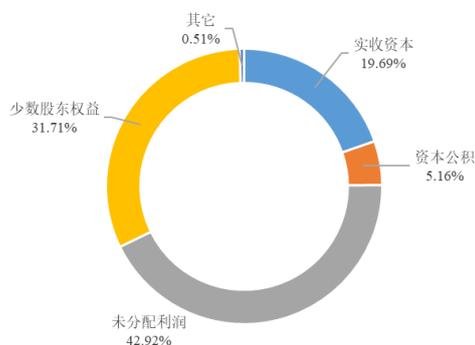
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年，公司经营获现水平大幅提升，各项偿债指标均有所优化，但仍面临一定的短期偿债压力。

2022 年，受收回票据和信用证保证金大幅增加影响，公司经营活动净现金流同比大幅增长；同时，投资支出的扩大使得公司投资活动现金呈大幅流出态势；为覆盖投资需求，公司银行借款增加，筹资活动现金呈净流入状态。

2022 年，由于投资收益减少导致 EBITDA 规模有所下降，其对债务本息覆盖程度有所减弱；受益于公司获现水平的提升，FFO 对债务的覆盖程度有所增强；但非受限货币资金对短期债务的覆盖程度仍然较弱，面临一定短期偿债压力。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况

指标	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	16.73	14.70	32.27	4.24
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-38.87	-16.58	-40.31	-0.27
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	21.74	-3.90	10.89	3.50
FFO（亿元）	10.76	20.91	31.17	--
总债务/EBITDA(X)	4.55	2.55	3.72	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.44	12.01	7.99	--
FFO/总债务(%)	5.98	11.27	14.90	--
非受限货币资金/短期债务(X)	0.17	0.14	0.23	0.29

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司所有权或使用权受限制资产账面价值为 22.99 亿元，占同期末总资产的 4.43%，主要为用于借款质押的应收票据以及保证金等。对外担保方面，同期末，公司为浙江石化⁶提供担保余额为 214.35 亿元，占同期末净资产比重为 89.69%，较上年同期末有所下降，但随着浙江石化项目建设持续推进以及资金需求增加，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。

表 15：截至 2022 年末公司受限资产情况（亿元）

受限科目	受限金额	受限原因
货币资金	10.93	保证金
应收票据	11.09	质押
固定资产	0.82	抵押
无形资产	0.15	抵押
合计	22.99	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，2020~2023 年 4 月末，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。

跟踪期内，公司本部资产和债务规模基本稳定，债务期限结构有所优化，但由于盈利获现能力较弱，短期偿债压力较大。

公司本部主要为浙江巨化股份有限公司（以下简称“巨化股份”）供应水、电、汽等配套资源，并进行部分贸易业务，经营性业务盈利能力很弱，利润主要来源于对子公司的投资收益。公司本

⁶ 2018 年 7 月，因业务发展及 4,000 万吨/年炼化一体化项目建设需要，浙江石化与各贷款人签订了《银团贷款合同》，约定借款本金合计人民币 570 亿元、美元 5 亿元，并由包括公司在内的各股东按股权比例提供连带责任担保。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，公司需按股权比例承担连带保证责任。2021 年 1 月，因二期项目工程建设需要，浙江石化与各贷款人签订了二期《银团贷款合同》。根据公司会同其他保证人、各贷款人共同签订的《银团贷款保证合同》、浙江石化二期《银团贷款合同》及流动资金贷款保证合同，公司按 20%持股比例合计为浙江石化提供借款本金不超过人民币 292.40 亿元、美元 1 亿元的连带保证担保。

部资产主要为对巨化投资、巨化股份等子公司的长期股权投资以及对下属子公司发放借款形成的其他非流动资产。2022 年，公司追加对浙江石化的投资使得长期股权投资有所增加，进而推动公司本部总资产增长。公司本部负债以有息债务为主，近年来债务规模持续增长，财务杠杆水平较高，但债务期限结构有所优化。公司本部经营获现主要来源于集团结算中心收回的借款，近年来保持较大规模。此外，本部货币等价物对短期债务的覆盖程度仍然较低，面临较大的短期偿债压力。

表 16: 近年来公司本部主要财务指标 (亿元)

指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	87.66	76.59	88.44	17.79
其中：贸易	71.25	58.36	66.70	--
水、电、汽	16.14	17.93	21.10	--
其它	0.27	0.30	0.64	--
经营性业务利润	-0.52	-2.31	-2.79	-0.13
期间费用	4.00	4.26	4.47	1.19
投资收益	3.02	4.33	4.13	0.14
利润总额	3.18	0.39	1.33	0.11
长期股权投资	164.69	163.53	167.46	168.04
其他非流动资产	109.35	112.10	112.61	108.91
非流动资产/资产总额(%)	88.40	91.92	91.79	90.40
资产总额	321.65	311.10	315.69	318.23
短期债务	124.12	113.81	83.12	88.94
总债务	169.22	175.34	186.84	191.44
负债总额	204.96	196.77	199.17	201.60
所有者权益合计	116.69	114.33	116.52	116.63
总资本化比率(%)	59.19	60.53	61.59	62.14
经营活动净现金流	22.98	27.09	28.25	-3.83
收回投资收到的现金	10.02	9.42	10.00	0.00
取得投资收益收到的现金	2.92	1.87	3.25	0.22
投资活动净现金流	-29.11	0.80	2.31	1.28
筹资活动净现金流	4.23	-28.51	-29.94	5.16
总债务/EBITDA(X)	18.79	24.96	21.48	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.45	1.13	1.24	--
FFO/总债务(%)	0.88	-1.01	-0.44	--
货币等价物/短期债务(X)	0.15	0.12	0.19	0.21

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

假设与预测⁷

假设

- 2023 年，随着配额基线年结束，公司氟化工业务将遵循盈利原则进行生产，供需关系向供给方改善。
- 2023 年，公司建设项目持续推进，股权投资根据联营企业项目建设进度持续投入。
- 2023 年，公司财务政策稳健，债务规模保持稳定。

⁷ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 17: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	47.34	46.70	40.98~45.98
总债务/EBITDA(X)	2.55	3.72	3.29~3.69

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，巨化集团面临一定的短期偿债压力，但凭借畅通的融资渠道，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

公司经营获现能力良好，自我造血能力较强。截至 2023 年 3 月末，公司货币等价物 54.23 亿元；同时，公司与金融机构关系良好，未使用授信额度 268.17 亿元，备用流动性充足。此外，公司下属子公司巨化股份⁸为上市公司，股权融资渠道较为畅通，财务弹性较好。

公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资。2022 年末，公司一年内到期债务 93.24 亿元，主要以银行承兑汇票和银行借款为主，其中，短期银行借款主要为信用借款，充足的授信额度以及良好的银企关系可实现到期债务的顺利接续，同时，公司直接融资环境良好，债券发行通畅。此外，公司短期资本支出压力较为可控。综合来看，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

表 18: 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	一年以内	一年以上
合计	93.24	116.00
银行借款	32.10	65.19
应付票据	39.42	--
公募债券	21.46	49.00
其他（交易性金融负债/租赁负债/融资租赁）	0.26	1.82

注：尾数加总不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁹

中诚信国际认为，公司注重员工权益和安全生产，近年来保持了较大的安全环保投入力度，能耗强度持续降低，此外，公司对外担保规模很大，或对公司信用实力产生较大影响。

环保方面，化工行业属于高耗能行业，较大的“双碳”压力对公司运营成本控制、项目发展带来一定影响。近年来不断改善能源结构，促进能源循环利用，能耗强度持续降低。此外，公司废气废水严格执行特别排放限值要求，并实现稳定长周期达标排放。近年来，公司环保投入持续增长，未受到安全环保相关的行政处罚。

表 19: 近年来公司安全环保投入和能耗强度情况

指标	2020	2021	2022
安全生产投入（亿元）	1.16	0.95	1.23

⁸ 截至 2023 年 3 月末，公司持有巨化股份 52.70% 的股权且无质押情况，公司持股以 2023 年 3 月 31 日收盘价 17.68 元/股为基准的市值为 251.55 亿元。

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

环保投入（亿元）	0.84	0.99	1.34
能耗强度（吨标准煤/百万元人民币）	--	68	57
温室气体排放强度（吨/百万元人民币）	--	378	261

资料来源：巨化股份 ESG 报告以及公司提供

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高。作为化工企业，化学品的安全使用与管理至关重要，为此，公司制定了较为健全的安全管理制度，并且近年来保持较大的安全投入，通过自动化改造，实现“零距离、零手动、零备机”，自动化程度约 99%，2022 年以来，未发生重大安全事故。

公司治理方面，公司已形成以股东会、董事会、监事会及管理层的决策与经营管理体系，并建立了各项内部控制制度。其中，对外担保方面，集团公司及下属单位的担保审批权统一在集团公司董事会，严格控制对外担保风险，但**中诚信国际关注到**公司向浙江石化提供的担保规模很大，若被担保方经营恶化，或对公司信用实力产生较大影响。2022 年以来，浙江石化财务杠杆维持较高水平，盈利同比有所下降，原油价格高位震荡对其盈利形成较大影响，此外，浙江石化未来仍有一定规模的资本支出，需对其资金平衡情况保持关注。资金管理方面，公司成立巨化集团财务有限责任公司，统筹负责集团资金调度，实现集团资金的统收统支。战略方面，坚持“四新”产业转型方向，加大转方式、调结构力度，坚定不移推动化工主业由基础产品制造向终端材料制造转型升级，加快培育氢能产业、集成电路配套产业、高端装备制造产业等新增长点，打造具有全球竞争力的先进制造业基地。总体来看，公司发展战略符合行业发展趋势和公司经营目标。

外部支持

公司作为浙江省唯一的省属化工业务平台，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较强。浙江省 2022 年生产总值（GDP）达 77,715 亿元，稳居全国第四，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，2022 年计入当期损益的政府补助金额为 1.81 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。

同行业比较

中诚信国际选取了新疆天业和保利久联作为巨化集团的可比公司，其中新疆天业主营氯碱化工产销，保利久联主营民爆产品产销，上述公司与巨化集团所处细分行业虽有所不同，但均具备较强的产能规模优势及行业地位，具备一定可比性。

中诚信国际认为，巨化集团与可比企业均处于细分行业领先地位，拥有一定规模优势，但均面临盈利能力受原材料价格波动影响较大的问题；具体来看，巨化集团业务板块较多，产品结构丰富，多元化程度更高；保利久联所处行业进入壁垒较高，且主编、参与多项行业标准制定，拥有更强的技术水平和研发实力；新疆天业拥有一定区位、资源及成本优势。从财务指标来看，巨化集团资产规模和收入规模最大，盈利及获现能力

最强，财务杠杆及债务偿付能力均处于行业平均水平，但公司联营企业浙江石化由于前期项目建设资金需求较大，公司对其担保余额较高。

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⁺**，评级展望为稳定；维持“20 巨化 MTN001”、“21 巨化 MTN001”、“21 巨化 MTN002”和“20 巨化 01”的信用等级为 **AA⁺**。

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	276,514.98	223,643.83	333,482.85	393,873.73
应收账款	76,133.33	126,751.33	120,746.42	130,809.82
其他应收款	3,930.72	13,207.50	8,445.24	8,403.03
存货	198,829.76	259,030.37	274,398.67	278,492.59
长期投资	1,421,432.56	1,933,030.70	2,114,743.00	2,075,403.10
固定资产	966,627.14	923,896.95	974,861.60	971,203.65
在建工程	136,235.31	284,989.74	490,746.29	554,849.42
无形资产	154,932.08	153,011.07	155,932.09	158,393.92
资产总计	3,853,909.64	4,493,996.49	5,153,059.45	5,186,925.94
其他应付款	79,009.94	62,258.45	67,357.98	71,282.65
短期债务	1,324,275.77	1,200,357.90	932,405.74	989,086.18
长期债务	474,999.30	654,578.59	1,160,031.97	1,152,299.33
总债务	1,799,275.07	1,854,936.50	2,092,437.71	2,141,385.51
净债务	1,571,405.94	1,688,159.12	1,882,525.63	1,856,786.32
负债合计	2,311,989.24	2,430,507.53	2,764,639.89	2,796,889.44
所有者权益合计	1,541,920.40	2,063,488.96	2,388,419.56	2,390,036.51
利息支出	61,468.32	60,511.08	70,436.54	--
营业总收入	3,393,703.60	3,570,677.85	3,942,724.59	814,103.60
经营性业务利润	-1,564.30	102,301.14	230,552.14	13,969.08
投资收益	238,975.12	500,162.13	157,494.21	-49,266.14
净利润	233,020.65	537,329.23	334,347.60	-38,244.74
EBIT	296,643.90	607,849.02	441,281.64	--
EBITDA	395,594.13	726,669.66	562,583.84	--
经营活动产生的现金流量净额	167,296.05	147,033.43	322,691.06	42,432.04
投资活动产生的现金流量净额	-388,738.50	-165,773.26	-403,067.20	-2,733.06
筹资活动产生的现金流量净额	217,442.53	-39,005.60	108,880.75	34,983.03
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率(%)	7.92	11.01	13.74	11.75
期间费用率(%)	8.41	8.23	7.95	9.88
EBIT 利润率(%)	8.75	17.03	11.20	--
总资产收益率(%)	--	14.56	9.15	--
流动比率(X)	0.56	0.59	0.81	0.80
速动比率(X)	0.45	0.44	0.63	0.62
存货周转率(X)	--	13.88	12.75	10.39*
应收账款周转率(X)	--	16.55	16.36	14.12*
资产负债率(%)	59.99	54.08	53.65	53.92
总资本化比率(%)	53.85	47.34	46.70	47.26
短期债务/总债务(%)	73.60	64.71	44.56	46.19
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.06	0.05	0.13	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.08	0.08	0.29	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.72	2.43	4.58	--
总债务/EBITDA(X)	4.55	2.55	3.72	--
EBITDA/短期债务(X)	0.30	0.61	0.60	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.44	12.01	7.99	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.83	10.05	6.26	--
FFO/总债务(%)	5.98	11.27	14.90	--

注：1、2023 年一季报未经审计 2、中诚信国际在分析时将公司合并口径“其他流动负债”中的短期应付债券调整至短期债务，将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务；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（本部口径）

财务数据(单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	117,894.16	87,889.83	116,609.33	149,238.47
应收账款	23,448.80	18,552.73	8,709.79	11,375.25
其他应收款	10,234.83	15,117.96	5,915.56	26,764.73
存货	12,284.36	7,450.73	10,882.04	10,900.13
长期投资	1,653,064.76	1,642,012.72	1,681,250.45	1,687,038.94
固定资产	35,344.11	36,021.76	34,002.19	35,883.44
在建工程	2,626.78	928.76	1,538.53	8,565.08
无形资产	22,637.57	24,281.34	20,281.05	21,781.49
资产总计	3,216,495.89	3,111,013.72	3,156,934.94	3,182,327.67
其他应付款	49,343.15	25,204.31	9,781.01	17,886.00
短期债务	1,241,245.98	1,138,135.25	831,204.96	889,415.80
长期债务	450,990.00	615,230.00	1,037,210.00	1,025,012.45
总债务	1,692,235.98	1,753,365.25	1,868,414.96	1,914,428.25
净债务	1,574,341.82	1,665,475.42	1,751,805.63	1,765,189.78
负债合计	2,049,606.43	1,967,718.20	1,991,740.59	2,015,989.61
所有者权益合计	1,166,889.46	1,143,295.52	1,165,194.35	1,166,338.06
利息支出	62,119.45	62,057.89	70,329.05	--
营业总收入	876,580.25	765,883.81	884,447.12	177,854.78
经营性业务利润	-5,217.71	-23,069.45	-27,908.58	-1,259.16
投资收益	30,172.84	43,340.86	41,301.71	1,412.92
净利润	31,759.00	3,914.21	13,344.37	1,137.46
EBIT	86,196.34	66,347.89	83,015.90	--
EBITDA	90,056.40	70,256.86	86,972.63	--
经营活动产生的现金流量净额	229,830.44	270,874.79	282,545.96	-38,329.41
投资活动产生的现金流量净额	-291,067.58	7,993.78	23,104.03	12,775.01
筹资活动产生的现金流量净额	42,301.54	-285,117.32	-299,373.02	51,561.83
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率 (%)	4.08	2.24	2.06	6.02
期间费用率 (%)	4.57	5.56	5.05	6.69
EBIT 利润率 (%)	9.83	8.66	9.39	--
总资产收益率 (%)	--	2.10	2.65	--
流动比率 (X)	0.24	0.19	0.28	0.32
速动比率 (X)	0.23	0.18	0.27	0.30
存货周转率 (X)	--	75.88	94.50	61.39*
应收账款周转率 (X)	--	36.47	64.88	70.84*
资产负债率 (%)	63.72	63.25	63.09	63.35
总资本化比率 (%)	59.19	60.53	61.59	62.14
短期债务/总债务 (%)	73.35	64.91	44.49	46.46
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.10	0.12	0.12	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.14	0.19	0.27	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 (X)	3.70	4.36	4.02	--
总债务/EBITDA (X)	18.79	24.96	21.48	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.07	0.06	0.10	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.45	1.13	1.24	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.39	1.07	1.18	--
FFO/总债务 (%)	0.88	-1.01	-0.44	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将母公司口径“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。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资产化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn