

上海华谊(集团)公司

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪企评(2021)020607】

评级对象: 上海华谊(集团)公司

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

评级时间: 2021 年 11 月 25 日

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 30.96 | 49.93 | 40.00 | 37.52 |
| 刚性债务 | 119.97 | 158.32 | 182.24 | 201.98 |
| 所有者权益 | 132.85 | 147.21 | 149.26 | 137.88 |
| 经营性现金净流入量 | 11.20 | -0.01 | -2.67 | -4.19 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 710.90 | 788.92 | 788.41 | 887.64 |
| 总负债 | 381.70 | 427.50 | 423.29 | 484.75 |
| 刚性债务 | 227.31 | 271.17 | 275.19 | 320.25 |
| 所有者权益 | 329.20 | 361.42 | 365.12 | 402.89 |
| 营业收入 | 605.98 | 550.94 | 424.02 | 445.65 |
| 净利润 | 44.64 | 26.18 | 16.54 | 41.61 |
| 经营性现金净流入量 | 68.57 | 29.74 | 23.56 | 41.12 |
| EBITDA | 88.60 | 66.34 | 53.52 | — |
| 资产负债率[%] | 53.69 | 54.19 | 53.69 | 54.61 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 144.82 | 133.28 | 132.68 | 125.80 |
| 流动比率[%] | 111.16 | 129.43 | 106.96 | 129.32 |
| 现金比率[%] | 66.25 | 73.04 | 61.25 | 72.80 |
| 利息保障倍数[倍] | 6.26 | 4.27 | 3.30 | — |
| 净资产收益率[%] | 13.88 | 7.58 | 4.55 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 23.85 | 10.28 | 5.54 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 10.00 | -2.43 | -7.54 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 8.53 | 6.68 | 5.90 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.40 | 0.27 | 0.20 | — |

注: 根据上海华谊经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

胡颖 huying@shxsj.com

李佳卫 ljw@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **规模和技术优势。**作为全国重要的大型化工企业集团之一,上海华谊已形成了综合性的化工生产技术和装备能力,具有明显的规模和技术优势。
- **产业一体化优势。**近年来,上海华谊持续加大内部整合力度,明确了主辅业分离,集中资源提升主业的产业能级,产业链不断完善。公司正在大力推进广西钦州生产基地建设,一期已于 2021 年 6 月起投产,规模优势可进一步扩大。
- **财务弹性强。**上海华谊财务杠杆维持在合理水平。公司股东背景强,融资渠道畅通,与多家银行保持良好合作,获得大额信贷支持,且当前剩余授信仍充足。公司主业现金回笼能力较强,存量货币资金规模较大,且持有的金融资产变现能力较强亦可作为公司的流动性缓冲。整体看,公司财务弹性强。

主要风险:

- **资本性支出压力及产能释放风险。**上海华谊广西钦州生产基地仍有一定的资本性支出规模,关注资本性支出压力和后续产能释放情况。
- **安全生产及环保风险。**目前化工行业面临严峻的资源和安全生产及环保压力,能源消耗较大,且部分产品的生产过程对环境有一定影响,上海华谊持续面临安环压力。
- **盈利波动风险。**化工行业目前仍面临产能结构性过剩、竞争激烈等问题。上海华谊经营业绩易受化工品供求关系及成本传导能力等因素变化的影响,从而产生一定波动。

➤ 未来展望

通过对上海华谊主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海华谊(集团)公司

信用评级报告

概况

上海华谊(集团)公司(简称“上海华谊”、发行人、该公司或公司)前身是1957年4月建立的上海市化学工业局,该系统内的化学工业涵盖化工原料、塑料、染料、农药、涂料、橡胶加工、试剂、化肥、化工装备、炼焦和焦炭等,每年生产18个门类、6,500多个品种的化工产品。1995年12月,上海市化学工业局改制组建为国有资产投资、控股和管理经营的资产经营实体——上海化工控股(集团)公司,涉足化工原料、塑料、染料、农药、涂料、橡胶制品、化肥、化工装备、化学制剂和能源化工10个产业,可生产6,000多种化工产品和化工装备,是我国重要的化工生产基地。1996年10月,经上海市政府沪委发[1996]368号文批准,在原上海化工控股(集团)公司、原上海医药管理局及其所属企业的全部国有资产基础上通过联合重组设立上海华谊。近5年来公司实收资本未发生变化,截至2021年9月末为34.76亿元。

经过二十多年的发展,该公司已发展成为我国规模最大的化学品制造商之一,主业分为能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工、化工服务五大业务板块,其核心产品市场占有率较高,并拥有多个国内知名品牌。公司拥有3家国家级企业技术中心、5家市级企业中心、15家上海市高新技术企业、6家国家检测实验室,并设有博士后科研工作站,成为国内极少数具有从化工技术研发、工程设计到施工建设一体化综合业务能力的大型化工企业。经2015年9月核心化工业务通过上市子公司双钱集团股份有限公司(简称“双钱股份”,股票代码,600623.SH;现更名为“上海华谊集团股份有限公司”,股票简称“华谊集团”)资产重组后,目前公司下属资产及业务主要分布于华谊集团、上海氯碱化工股份有限公司(简称“氯碱化工”,股票代码600618.SH)和上海三爱富新材料科技有限公司(简称“新材料科技”)等下属子公司(详见附录三)。

截至2021年10月末,该公司存续期内的债券共4只(如图表1所示),其中人民币债券待偿本金余额共计40亿元,海外债券待偿本金余额3.5亿美元。公司存续内债券均按期付息。

图表 1. 截至 2021 年 10 月末公司存续期内的债务融资工具概况(单位: 亿元, %)

| 债项名称 | 发行金额 | 期限 | 发行利率 | 起息时间 | 注册额度/注册时间 | 本息兑付情况 |
|--------------------|-----------|-------|------|------------|--------------|--------|
| 18 华谊 01 | 10.00 | 5+2 年 | 5.10 | 2018-05-04 | 40 亿元/2018.3 | 正常付息 |
| 21 沪华谊 MTN001 | 20.00 | 3 年 | 3.19 | 2021-08-16 | 20 亿元/2021.3 | 未到付息日 |
| 21 沪华谊 SCP002 | 10.00 | 180 天 | 2.65 | 2021-10-15 | 20 亿元/2021.3 | 未到兑付日 |
| HUAYI FNI 3% N2024 | 3.5 亿 USD | 5 年 | 3.00 | 2019-10-30 | - | 正常付息 |

资料来源: 上海华谊

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2021 年第三季度以来，全球经济持续恢复且表现分化，通胀风险依然高企；部分新兴经济体加息节奏加快，美联储亦即将启动缩减购债规模，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战；中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。短期内，我国经济恢复趋弱的态势或将延续，而在宏观政策跨周期调控支持下，经济增速仍有望保持在合理区间，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年第三季度以来，新冠疫情传播反复，全球经济持续恢复的同时，发达与新兴经济体修复节奏仍在分化，供需不平衡以及大规模的流动性投放导致的通胀风险依然高企。高物价、资本外流与货币贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下持续加息且节奏有所加快，欧洲央行已宣布放缓紧急购债计划的购债速度，美联储亦即将启动缩减购债规模，全球经济金融面临宽松政策退出带来的挑战。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

房地产调控、地方政府隐性债务监管、“缺芯”、“限产”以及疫情散发等因素叠加交织，我国经济恢复进程趋弱。消费者物价上涨压力总体可控，就业形势稳定。工业各行业中高技术制造业及采掘业表现强劲，工业企业的经营效益修复良好但行业间不均衡，中下游制造业及小微企业面临的成本和营运资金压力较大。国内疫情散发导致消费恢复不稳；固定资产投资中房地产投资和基建投资增长放缓，制造业投资稳步恢复；新出口订单指数持续走低，出口贸易延续强势的同时波动性加大。人民币汇率平稳波动，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性稳定性、增强有效性，通过政策联动为实体经济提供支持。我国财政政策保持积极，地方政府专项债发行节奏和资金使用进度持续加快，财政支出效能不断提高，保就业、保民生、保市场主体的同时带动有效投资；政策

层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行实行灵活精准的稳健货币政策，加强跨周期调节，保持流动性合理充裕，通过降准、新增支小再贷款、续作直达实体经济货币政策工具等措施，引导金融资源服务实体和支持绿色发展；防风险与保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速经历明显回落有望企稳。资管新规过渡期即将结束，我国金融监管持续强化，深化金融机构改革、从严打击证券违法活动、推动债券市场高质量发展和双向开放，为金融市场健康发展夯实基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、世界经济修复分化与高通胀、美联储宽松政策退出、地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力加大，经济恢复趋弱的态势或将延续，而在宏观政策跨周期调控支持下，经济增速仍有望保持在合理区间：预计消费恢复仍需要较长时间，固定资产投资中制造业投资持续恢复、房地产开发投资增速放缓、基建投资表现平稳，出口贸易的强势表现或不具可持续性。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

A. 化工行业

在国内疫情后复产复工良好形势带动下，2020 年我国部分化工产品下游需求恢复迅速，甲醇、醋酸、氟化工等全年产量有所增长。价格方面，2020 年全年甲醇、醋酸、丙烯酸及酯等产品价格呈 V 型反转，下半年起在下游需求恢复带动下价格企稳回升，良好态势延续至 2021 年；烧碱下游氧化铝、造纸印染等行业需求仍较低迷，行业依然呈供过于求格局，影响烧碱价格持续走弱。

a. 行业概况

根据 WIND 数据显示，截至 2020 年末我国化学原料及化学制品制造业规模以上企业为 21,722 家，较上年末减少 223 家。2018-2020 年，化学原料及化学制品制造业的营业收入分别为 7.21 万亿元、6.58 万亿元和 6.31 万亿元；同期，利润总额分别为 5,146.20 亿元、3,481.00 亿元和 4,257.60 亿元，累计同比（可比口径）增速分别为 15.9%、-25.6% 和 20.9%。2021 年前三季度，化学原料及化学制品制造业的营业收入和利润总额分别为 5.92 万亿和 5,839.10 亿元，分别同比增长 32.8% 和 126.8%。2019 年，受下游行业需求增速放缓，原油、煤炭等成本端支撑趋弱等因素影响，我国化工行业景气度出现下滑，化学原料及化学制品制造业收入及利润不同程度下滑；2020 年初新冠疫情对化工行业短期冲击明显，一季度化学原料及化学制品制造业收入和利润大幅下滑，二季

度以来随着下游行业陆续复工，需求提振，行业景气度逐步恢复，全年行业利润总额实现增长；2021 年前三季度，化工行业呈现高景气度，盈利能力大幅提升，超过上轮（2017 年第一季度）景气度高点。

甲醇

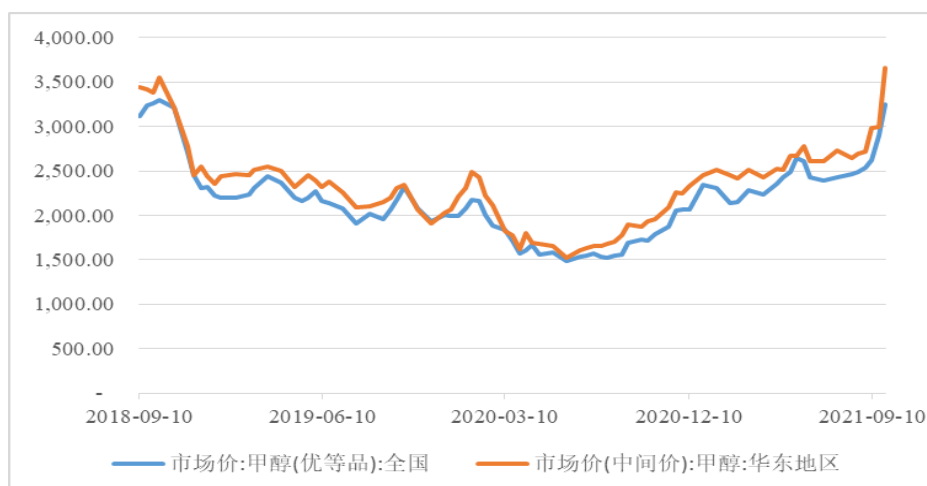
甲醇是重要的基础有机原料，为化工中间体。我国甲醇生产工艺以煤制甲醇为主，是世界最大的甲醇生产国和消费国。近年来我国甲醇主力下游为 MTO（甲醇制烯烃），占甲醇总消费量的一半以上，受近年来原油价格不断走低、原油路线烯烃产品增加，煤/甲醇制烯烃价格竞争力有所减弱，MTO 装置投产速度有所放缓，进而影响甲醇需求增量；从甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE（甲基叔丁基醚）等传统下游来看，其消费量受安监、环保趋严及替代品增加的影响，整体略有萎缩。整体来看，甲醇下游需求增速趋缓。

供给方面，近年来甲醇新投产产能超过淘汰产能，甲醇产能增速持续平稳。根据卓创资讯数据，2020 年我国甲醇新增产能 593 万吨，淘汰产能 204 万吨；根据公司年报披露，当年末甲醇有效产能近 9,100 万吨，增速 6% 左右。2021 年国内仍陆续有新增甲醇产能释放，如该公司 195 万吨/年甲醇项目于 6 月中旬投产，预计到 2021 年底，国内甲醇产能将突破 1 亿吨，产能释放压力较大。另外，进口甲醇对国内市场也形成较大冲击，2020 年受疫情影响，全球甲醇需求萎缩明显，大量货源选择销往疫情控制相对较好的中国，因此全年甲醇进口量创历史新高，为 1,300.91 万吨。2020 年我国甲醇产量 7,027.30 万吨¹，同比有所增长；同期平均开工率 70.17%。目前国内产能主要集中在西北、华北和华东，需求主要位于华东和山东等地；2020 年受新冠疫情影响，失效产能淘汰加快、新增大型化项目产能优势明显，行业集中度、大型化程度进一步提升，25 家百万吨以上企业占全部产能的 46%。公司甲醇产能为全国百万吨级以上企业之一，市场占有率在华东地区排第一。

从价格走势来看，国际原油价格持续波动，作为替代品的能源化工产品——甲醇的价格也随之波动。受疫情影响，2020 年甲醇下游需求在上年基础上进一步受挫，叠加原油价格下跌因素，甲醇价格（以华东地区中间价为例）快速下滑，以华东地区甲醇中间价为例，至 6 月中旬价格跌至为 1,500 元/吨左右，较 1 月中旬高点下跌超 35%；随国内逐步复工复产、需求恢复，加之 9-10 月为甲醇传统下游（甲醛、二甲醚、醋酸）需求旺季，甲醇价格逐步回升，至年末回升至 2,452.5 元/吨。2021 年以来国内甲醇市场以供需紧平衡为主，国际开工不稳定导致进口缩量及国内内蒙双控管制趋严及春检效应导致甲醇供应紧张，而下游烯烃、甲醛、二甲醚及醋酸等在高利润刺激下开工情况良好，带动甲醇需求提升，供需阶段性错配带动甲醇价格走强，至 2021 年 9 月末甲醇价格为 3,660.00 元/吨。

¹ 数据来源：隆众化工，周数据加总

图表 2. 我国甲醇价格走势（单位：元/吨）



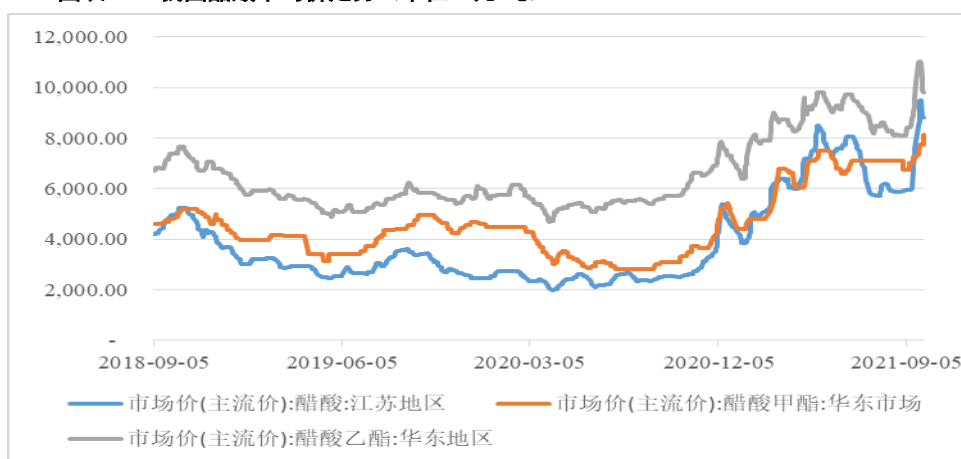
资料来源：Wind 资讯

醋酸

醋酸广泛应用于合成纤维、涂料、医药、农药、食品添加剂、染织等工业，是重要的基础化工产品之一。我国煤和天然气行业的发展促进了甲醇行业的发展，为醋酸行业提供了原料保障。我国醋酸供需总体处于紧平衡状态，近两年醋酸下游新投装置较多，下游 PTA、醋酸酯、氯乙酸等拉动下增长强劲，尤其是 PTA 开工持续高位，带动醋酸 2020 年表观消费量增长 6.1%。而醋酸装置近几年几无新增，2020 年仅陕西延长扩产 15 万吨。出口方面，受疫情影响国外价格持续低位，出口量总体为近年来较低水平，2020 年冰醋酸出口量仅 39.99 万吨，同比减少 37.35%。2020 年装置平均开工率 81.46%，与上年略降 1.26 个百分点；2021 年以来，受益于下游需求高涨及醋酸价格高位刺激下，醋酸开工率快速提升，1-9 月平均开工率为 86.56%。

价格方面，以醋酸江苏地区主流市场价为例，2020 年全年醋酸价格波动较大，年初受疫情影响，价格下行，最低至 4 月初的 1,980 元/吨，较年初下跌 19.51%；随着下游产能逐步释放、出口恢复，醋酸价格逐步上升，尤其第四季度以来醋酸供应持续紧张，年末价格涨至 4,320 元/吨，较 4 月低点上涨 118.18%。2021 年以来，国内石家庄疫情封城、春节后下游补货及美国寒潮醋酸装置停车等突发事件陆续影响，以及海外长单增加，醋酸价格波动上涨至 9 月末的 8,800 元/吨，较上年末价格提升 103.70%。

图表 3. 我国醋酸平均价走势（单位：元/吨）



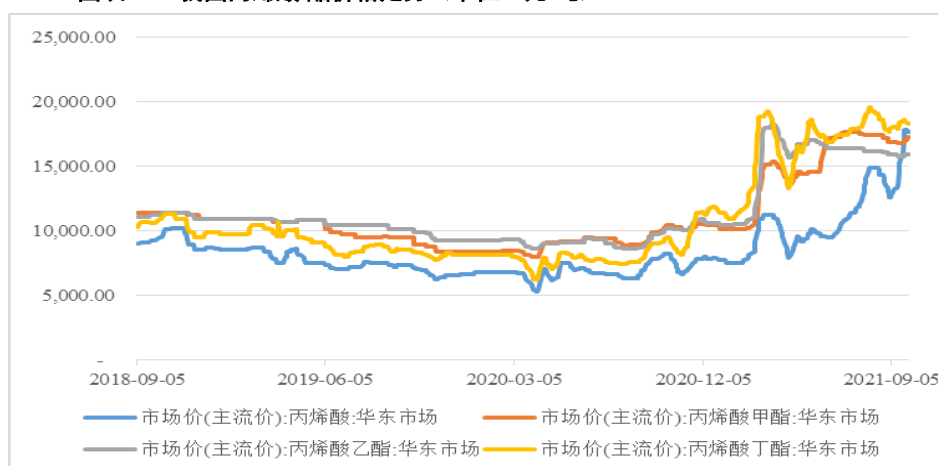
资料来源：Wind 资讯

丙烯酸及酯

丙烯酸产品作为合成材料重要的单体，在供给侧改革等宏观大背景下，小企业在环保检查和供给侧改革等宏观因素影响下面临发展困境，中大型企业的行业影响力扩大。国内丙烯酸产品自给率已经达到 100% 以上，出口贸易也已经成为国内丙烯酸生产企业重点争夺领域。2020 年末，我国丙烯酸产能较上年持平。出口方面，丙烯酸、丙烯酸丁酯等产品均有所下降；消费方面，全年表观消费量有所下降，下游丙烯酸乳液供大于求的局面尚未改变，但是丙烯酸聚合物、丙烯酸特种酯等应用市场有所扩大。总体来看，我国丙烯酸及酯产业维持供过于求的状态，整体竞争压力较大，行业中具备低价原料、产能规模、先进生产技术的相关企业占据竞争优势。

价格方面，以华东市场丙烯酸主流市场价格为例，2020 年以来丙烯酸价格先降后升，受新冠疫情、原油等不利突发因素影响，丙烯酸价格下滑至 4 月中旬最低 5,300 元/吨；复工后下游开工率提升，加之丙烯酸及酯生产装置检修、现货供应缩减，支撑丙烯酸及酯价格走强，5 月底至 7,500 元/吨；随后经历 3 个月价格调整，在下游旺季推动下，9 月开始丙烯酸价格拉涨，10 月中旬价格最高至 8,200 元/吨，受原油价格表现不佳及下游采购意愿下降影响，10 月末回落至 6,800 元/吨，第四季度价格呈现弱势震荡。2021 年 2 月以来，受春节开工率低、装置停车检修影响，丙烯酸产量下降，部分企业为维护出口订单，叠加原料丙烯价格走高等因素，丙烯酸价格大幅走高，最高至 3 月中上旬 11,200 元/吨；随着开工率上升及原料价格走跌，叠加出口及能耗双控因素，丙烯酸价格震荡走高，至 9 月末的 17,700 元/吨。

图表 4. 我国丙烯酸/酯价格走势（单位：元/吨）



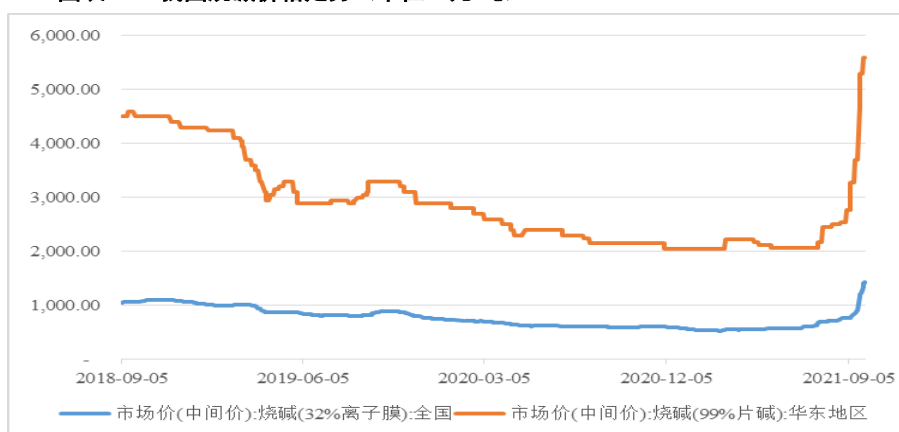
资料来源：Wind 资讯

烧碱

烧碱广泛用于冶金、造纸、化学工业、纺织、轻工、医药和水处理等行业中，下游产品主要为氧化铝、聚氯乙烯（PVC）等。2018-2020 年我国烧碱产能分别为 4,259 万吨、4,380 万吨和 4,470 万吨，其中 2020 年新增产能 205 万吨，退出产能 115 万吨，产能净增长 90 万吨；实际产量分别为 3,420.2 万吨、3,464.4 万吨和 3,643.2 万吨。下游方面，受国家环保监控力度加大，中小企业关停，加之冶金、造纸、化工及纺织等技改提升，耗碱量趋于下降，烧碱需求相对疲软，同期表观需求量分别为 3,276.74 万吨、3,357.07 万吨和 3,521.11 万吨，烧碱市场整体呈供过于求的局面。

价格方面，2019 年，受国内铝土矿量降价及氧化铝市场持续下滑影响，下游氧化铝行业利润空间收窄，对烧碱采购存在一定价格打压。同时造纸、化纤及印染等行业表现均显平淡，对烧碱采购积极性不高，烧碱价格震荡走低，烧碱（99%）全年均价 3,086 元/吨，同比下降 25.76%。2020 年，烧碱下游需求依然低迷，氧化铝行业亏损及造纸印染行业受环保影响关停，影响烧碱价格持续走弱，至年末烧碱（99%）价格跌至 2,050 元/吨。2021 年 1-7 月，烧碱（99%）价格小幅波动上涨为主，7 月末价格为 2,450 元/吨；随后受能耗双控政策影响，上游货源减少而下游需求旺盛，烧碱（99%）价格快速上涨至 9 月末的 5600 元/吨。

图表 5. 我国烧碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

氟化工

氟化工产品主要包括无机氟化物（氟化氢、氟化铝、六氟磷酸锂等）、氟碳化学品（制冷剂）、含氟聚合物（聚四氟乙烯（PTFE）、聚全氟乙丙烯（FEP）、聚偏氟乙烯（PVDF）和氟橡胶（FKM）等）、氟精细化学品等。含氟聚合物具有很高的耐热性、化学腐蚀性、耐久性和耐候性，附加值较高，是细分领域中发展较快、具有前景的产业之一。从产品应用来看，PTFE、FEP 主要用于垫片、管材、密封件、涂层、隔膜、保护膜等，PVDF 主要用于管材、泵、电线、软管、薄膜、板衬里等，FKM 主要用于 O 型圈、垫片、静密封、动密封等。

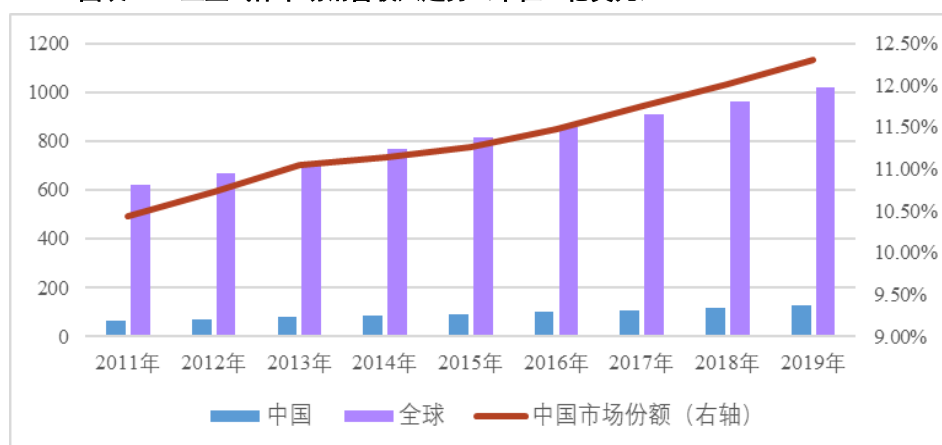
预计 PTFE、PVDF 将保持 8-10% 的需求增速，增长主要来自风电、环保、桥梁、半导体、新能源等行业的发展，尤其来自通讯电缆、局域网电缆、5G 网络基站、智能手机用导线等方面的需求提振。近年来，该公司所产 PVDF 受东岳化工、中化蓝天等同行企业崛起及自身产业结构调整影响，市场占有率有所下降，但公司主要氟化学品市场占有率达到 40% 以上，仍具有较强市场竞争力。

2020 年受新冠疫情影响，PTFE 上半年需求欠佳，库存积压，市场供大于求，价格难以支撑，利润微薄；8 月底开始，受北美极端天气影响，全球厂家开工负荷降低，市场供应不足，加之前期价格低位，下游有意向囤货，PTFE 行情得以小幅推涨；进入四季度，下游厂家逐步进入开工旺季，整个市场大幅跳跃，成交价格不断攀升，市场行情开始回暖。

工业气体

工业中，将常温常压下呈气态的产品统称为工业气体产品。工业气体是工业生产过程中不可缺少的生产资料，应用领域广泛，其中钢铁、石化行业的气体需求量尤其庞大，2019 年用气占比分别为 24% 和 13%。2017-2019 年国内工业气体销售收入分别为 106.9 亿美元、115.8 亿美元和 125.7 亿美元，占全球气体行业销售收入的比重分别为 11.75%、12.02% 和 12.31%。

图表 6. 工业气体市场销售收入趋势（单位：亿美元）



资料来源：SAI 报告

钢铁、冶金、化工等大型企业早期基本立足于自建空分、自己制气，随着气体行业的发展，很多用户开始将气体供应系统外包，所有空分设备投入、管道铺设和项目管理交由专业气体供应商负责（即外包模式）。外包模式的市场份额逐年提高，2019 年外包产值为 87.5 亿美元，同比增长 19.05%，占国内工业气体产值的比重达到 68.2%，较上年略有上升。国内气体外包业务主要包括现场供气、液态气体、管道气和钢瓶气四种经营模式，从外包市场供气结构看，现场供气仍是主要的分销方式，其产值明显高于液态气和气瓶等分销方式。2019 年，现场供气产值同比增长 16.35% 至 42.7 亿美元，占外包市场份额的 49.77%，液态气体、管道气和钢瓶气产值分别占外包市场的 23.78%、12.94% 和 13.52%。

除钢铁行业外，煤化工成为近年来工业气体的主要应用领域之一。在我国缺油、富煤的形势下，国家积极发展煤化工产业。中短期内国家在推进新型煤化工产业时预计仍将保持谨慎态度，技术示范升级仍将是主要方向，节能减排将成为煤化工行业的主要目标。从长期看，随着国内煤化工技术的日益成熟，煤炭资源相对丰富且廉价的优势将凸显，煤化工行业具有良好的成长空间，将拉动包括气体产品在内相关市场需求的提升。

b. 政策环境

2020 年，国家、地方及行业规划建议和指南陆续发布，为化工行业高质量发展指明方向，相关部委围绕党中央、国务院战略部署，也推出了一系列政策支持和推进化工行业克服全球经济下行带来的困难，深化供给侧结构性改革，推动产业结构高端升级。相关政策主要包括：（1）《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》指出要以推动高质量发展为主题，提升产业链供应链现代化水平，加快发展新能源、新材料、绿色环保等战略性新兴产业；（2）《石油和化学工业“十四五”规划指南》明确以推动行业高质量发展为主题，加快建设现代化石油和化学工业体系，加快发展化工新材料产业，建设一批具有国际竞争力和影响力的企业集团和产业集群，推动我国由石化大国向石化强国迈进。

推动低碳发展、加强安环整治方面，2020 年第七十五届联合国大会上，我国承诺力争在 2030 年前实现碳达峰，努力争取在 2060 年前实现碳中和。2021 年全国两会的政府工作报告明确提出要扎实做好碳达峰和碳中和的各项工作。碳达峰和碳中和承诺对于包括化工行业在内的相关行业实施低碳发展有深远影响。《碳排放权交易管理办法（试行）》（2020 年 12 月公布）和《全国碳排放权登记交易结算管理办法（试行）》（2021 年 5 月公布）促进全国碳排放权市场化；《中华人民共和国长江保护法》（2020 年 12 月公布）禁止在长江干支流岸线一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目，推进化工产业布局优化；《关于全面加强危险化学品安全生产工作的意见》（2020 年 2 月）、《全国安全生产专项整治三年行动计划》（2020-2022 年）促进行业全面排查现有风险，有效提升防控措施，推进化工园区全面评估和达标认定。

c. 竞争格局/态势

虽然我国是基础化工品生产和消费大国，但行业整体“大而不强”，多数企业生产规模较小，行业竞争格局较为分散，产品同质化竞争问题较严重。近年来，随着行业集中度提升以及龙头企业实力的增强，大型企业逐步加大了产业链一体化的发展策略。目前我国七大石化产业基地分别是：大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、上海漕泾、浙江宁波、广东惠州、福建古雷等七大石化基地。另外，广西钦州石化园区为广西省重点打造的千亿产业园之一，总规划面积约 52 平方公里，目前已初步形成全国独有的“油、煤、气”三头并进的多元化石化产业体系。其中“油头”为中石油千万吨炼油及正在推进的 120 万吨石脑油乙烯装置项目、桐昆 280 万吨芳烃全链炼化一体化项目，“煤头”为该公司广西新材料一体化基地项目，“气头”为广投集团 125 万吨乙烷制乙烯、公司和四川能投 135 万吨丙烷脱氢制丙烯项目。公司广西新材料基地 180 万吨甲醇一体化项目配套有 120（50+70）万吨/年醋酸、20 万吨/年乙二醇等装置，于 2021 年 6 月中旬投产，将一定程度上改变国内化工产品的区域供需格局。

该公司化工业务经过多年的发展形成了系列优势产品，具备了较强的行业影响力，主要产品甲醇、醋酸、丙烯酸及酯等具有一定的规模优势，其中甲醇是华东地区最大的生产商，醋酸产能位列国内行业前三，丙烯酸及酯产能与扬子巴斯夫、台塑宁波并列行业第三。

d. 行业关注

行业周期性波动风险。基础化工行业属于周期性波动行业，持续受到国际经济大环境和国内宏观经济环境、政策变动的影响，也继续承受着行业周期波动带来的不利影响。

供求失衡风险。我国部分产品产量位居全球前列，多数产品自给率超过 90%，多数产品面临较严重的同质化竞争问题。同时，国际贸易环境尚未出现全面改观，下游以出口导向型行业仍会面临压力。

环保投入压力加大风险。行业持续面临节能减排和环境保护压力。常态化、

制度化的环保督查，将会影响到高污染的化工企业运营环保投入压力将继续加大。

B. 轮胎行业

我国轮胎供需也呈供过于求状态，美国、欧盟等国“双反”裁定对轮胎出口负面影响明显，国内出台了多项政策扩大汽车消费，轮胎主产地山东加快轮胎落后产能退出，一定程度上有助于轮胎供需关系改善。

a. 行业概况

轮胎行业是汽车行业的主要配套行业之一，目前主流结构为子午线轮胎，子午线轮胎又可分为全钢胎、半钢胎，全钢胎（也称载重胎）主要用于中型载重以上的卡客车、工程车辆等，半钢胎（也称乘用车胎）主要适用于轿车、轻卡。根据 Wind 数据²，2017-2019 年我国轮胎产量为 8.27 亿条和 8.81 亿条和 8.38 亿条，市场局面呈供大于求状态。我国轮胎出口依赖度约 40%，贸易摩擦频发对轮胎行业发展形成较大的影响。据海关总署数据，2018-2020 年我国出口美国的轮胎分别为 5,722.93 万条、3,998.90 万条和 4,170.87 万条，其中 2019 年大幅下滑主要受美国“双反”影响，而 2020 年受国际疫情恶化、国内生产环境相对稳定影响，出口美国的轮胎量有所增加。2018 年 11 月，欧委会正式对外公布了欧盟对华卡客车轮胎反补贴案的最终裁决，此后 5 年中国轮胎企业出口至欧盟的每条卡客车轮胎需要缴 42.73~61.76 欧元(333.7~482.3 元人民币)的固定税。2021 年 5 月，巴西经济部外贸委员会管理执行委员会(GECEX)发布 2021 年第 198 号决议，对原产于中国的大客车和卡车用客货车轮胎作出第二次反倾销复审肯定性终裁，继续对中国涉案产品征收为期 5 年的反倾销税，税额为 1.05-2.59 美元/千克。

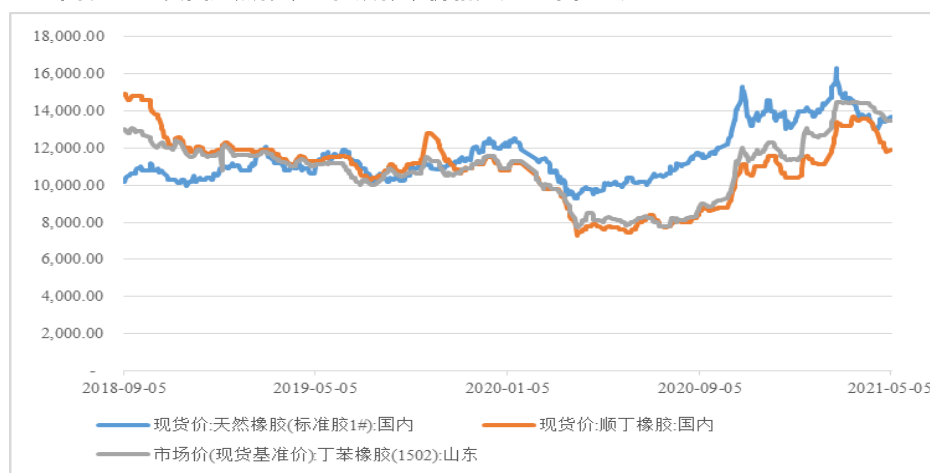
按照设计和技术特征，车辆大致分为乘用车和商用车两类，其中乘用车是指轿车和 9 座以下的主要用于乘坐的汽车，含 SUV、MPV、赛车及家用皮卡等；商用车指所有的货车、专用车、军用车、工程车辆、9 座以上的所有客车以及拖拉机、农用车、矿用车等。轮胎需求方面，乘用车主要为半钢胎，商用车主要为全钢胎。根据中汽协数据，2018-2020 年我国乘用车销售 2,370.98 万辆、2,144.40 万辆和 2,017.77 万辆，呈下降趋势，汽车行业转型升级、中美经贸摩擦、环保标准切换及新能源补贴退坡等因素令行业承受了较大压力，2020 年还受疫情期间民众出行需求减少的影响。近三年我国商用车总销量为 437.08 万辆、432.45 万辆和 513.33 万辆，其中 2020 年同比增长 18.69%，主要受益于疫情期间市场对物流运输需求增加，货车销量同比增加 83.50 万辆，对全钢胎需求形成支撑。

轮胎主要原料为天然橡胶、合成橡胶、炭黑和帘布等，其中天然橡胶和合成橡胶约占 30%和 20%。因此，天然橡胶、合成橡胶价格变化对轮胎行业生产运营构成重大影响。根据海关总署数据，2018-2020 年天然及合成橡胶（包括

² 截至本报告出具日，Wind 未披露 2020 年度我国轮胎产量数据。

乳胶)进口量分别为 700.8 万吨、657.6 万吨和 747.0 万吨,进口依赖度约 50%,易受海外供应影响。价格方面,橡胶产品为大宗商品,带有一定金融属性,易受原油和期货价格影响。2020 年,受新冠疫情影响,市场投资层面看空,叠加原油价格下跌因素,天然橡胶价格快速下行,国内天然橡胶 1#由年初的 12,300 元/吨快速跌至 3 月底最低 9,300 元/吨,随需求恢复及通胀预期,橡胶价格波动上升,至年末 13,000 元/吨左右;2021 年以来,橡胶下游轮胎开工率持续下滑,投资层面利空因素过度消化,2 月底国内天然橡胶 1#最高冲至 16,300 元/吨后回落,5 月末为 13,200 元/吨,回调至年初水平。合成橡胶方面,轮胎用的合成橡胶主要指顺丁橡胶、丁苯橡胶等,其原料为石化产品,因此价格与原油价格关联度高,同时合成橡胶的价格走势与天然橡胶呈较强同向性。我国合成橡胶主要由中石化、中石油下属公司供给。

图表 7. 我国天然橡胶、合成橡胶价格走势(单位:元/吨)



资料来源: Wind

b. 行业政策

自 2010 年工信部发布《轮胎产业政策》以来,多个政策文件对轮胎业调整产业结构、提升行业集中度、淘汰落后产能做出了规定。2021 年 4 月,山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组印发了关于《全省落实“三个坚决”行动方案(2021-2022 年)》的通知,涉及轮胎落后产能的退出,到 2022 年年产 120 万吨以下的全钢子午胎、年产 500 万吨以下的半钢子午胎企业全部整合退出。山东省全钢/半钢轮胎产能占全国一半以上,该轮产能清退影响较大、退出时间快,有助于改善轮胎供给端结构。

2018 年 10 月,财政部发布《关于部分产品出口退税率的调整通知》,其中 22 项轮胎产品经过调整后的退税率统一为 13%,有助于降低轮胎企业成本,缓和美国、欧盟等国家地区对国产轮胎加税的冲击,并缓解部分企业的资金压力。

需求方面,2020 年 4 月,财政部、工信部、科技部和发改委联合发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》,综合技术进步、规模效应等因素,新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底。平缓

补贴退坡力度和节奏，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20% 和 30%。同期，发改委等 11 部委发布《关于稳定和扩大汽车消费若干措施的通知》，提出加快淘汰、报废老旧柴油货车，通过“以奖代补”方式，支持引导重点地区完成淘汰 100 万辆的任务。2020 年 12 月，商务部等 12 部委发布《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》，鼓励城市优化限购措施，增加号牌指标投放；开展新一轮汽车下乡和以旧换新，鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车，给予补贴。相关政策有助于稳定和扩大汽车消费，一定程度上提振轮胎行业需求。

c. 竞争格局/态势

目前我国轮胎行业集中度低于全球水平。目前，我国大部分企业生产规模较小，整体技术水平偏低、产品同质化，且产品竞争主要集中在中低端产品上，仅载重子午胎及斜交胎市场占有率较高。而大型跨国企业，如全球轮胎工业“三巨头”法国米其林公司、日本普利司通(石桥)和美国固特异公司，主要在高端市场（高端轿车、轻卡等子午胎市场）上占据主导地位。但随着我国轮胎龙头企业综合实力的提升，相关企业开始进入进口配套市场，参加国外媒体组织的性能测试，已获得越来越多的市场认可。目前行业国内龙头企业包括中策橡胶、玲珑轮胎、赛轮金宇、佳通轮胎和三角轮胎等。该公司全钢胎的产能位列第三位。

d. 行业关注

我国轮胎行业存在产品结构性产能过剩问题，高性能轮胎、绿色专用轮胎稀缺，中低端产品过剩，近年来行业经营压力较大。行业需要关注：（1）供给侧调整及行业政策变化及执行效果；（2）行业兼并重组及其对行业格局的影响；（3）产品结构升级压力与轮胎差异化竞争能力；（4）贸易摩擦对行业需求影响；（5）安全环保压力加大等。

2. 业务运营

该公司是我国规模最大的综合类化工企业集团之一。公司业务涵盖多个化工子行业，在生产规模、市场品牌和产业一体化等方面具有很强的竞争优势。2020 年受疫情影响，甲醇、醋酸、烧碱等产品价格下降，市场较为疲软，公司主要化工产品产销量有所下滑，加之压缩贸易业务，当年公司收入和主业盈利规模均有所下滑；2021 年前三季度受益于化工市场环境好转，广西基地甲醇、醋酸新增产能投产，甲醇、醋酸、氯碱、丙烯酸及酯等主要化工产品价格大幅上涨，加之上年疫情期间基数较低，整体收入及盈利同比大幅提升。公司正大力推进广西钦州化工新材料一体化生产基地建设，工业气体岛项目一期于 2021 年 6 月投产，关注资本性支出压力和投产产能释放情况。

该公司是我国最大的化学品制造商之一，拥有我国化工业生产产品种最多、

综合性最强的化工生产基地，对上海石油化工和精细化工制造业、以及整个华东地区乃至全国制造业的发展有着重要影响。公司本部主要承担总部管理职能，具体产业由所属核心成员企业负责运营。公司主要业务集中在五大领域：能源化工产品 & 清洁能源产品制造（简称“能源化工”）；高分子材料产品制造（简称“先进材料”）；轮胎橡胶产品制造（简称“绿色轮胎”）；精细化学品制造（简称“精细化工”）；化工品物流、化工工程服务、房地产、工程承包等业务（简称“化工服务”），主要为前四大业务提供支持。经 2015 年核心资产上市后，公司能源化工、绿色轮胎、精细化工、化工服务业的主要运营主体均成为华谊集团的下属企业；先进材料业务主要由氯碱化工、新材料科技及常熟三爱富氟源新材料有限公司等子公司运营。

图表 8. 公司主业基本情况

| 主营业务/产品或服务 | 市场覆盖范围/核心客户 | 业务的核心驱动因素 |
|------------|-------------|----------------|
| 能源化工业务 | 国内/华东 | 规模/技术/品牌 |
| 绿色轮胎业务 | 全球/国内 | 规模/资本/区域布局 |
| 先进材料业务 | 国内/华东 | 产业链一体化/成本/安全环保 |
| 精细化工业务 | 国内 | 规模/资本 |
| 化工服务业 | 国内/华东 | 资本/客户 |

资料来源：上海华谊

经过多年发展，该公司已基本形成全国发展的业务格局，拥有多个具有国际先进水平、综合性强的化工生产基地，分布于上海、安徽、江苏、重庆、新疆、浙江等地区，并在泰国拥有大型智能轮胎生产工厂，在广西钦州建设化工新材料一体化生产基地。通过基地合理布局和海外基地建设，公司有效贴近市场，实施产地销售的模式，提升了公司参与市场竞争的能力。公司依托上下游产品覆盖广的优势，持续打造一体化产业链，降低生产运营中的物流、仓储成本，增强生产运营、物流、安全等方面的优势。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

| 主导产品或服务 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 | 2020 年 前三季度 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
| 营业收入合计 | 605.98 | 550.94 | 424.02 | 445.65 | 302.35 |
| 其中：核心业务营业收入（亿元） | 583.60 | 500.91 | 380.84 | 402.87 | 270.65 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 96.31 | 90.92 | 89.82 | 90.40 | 89.51 |
| 其中：（1）能源化工 | 99.04 | 72.47 | 67.55 | 108.10 | 45.46 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 16.97 | 14.47 | 17.74 | 26.83 | 16.80 |
| （2）绿色轮胎 | 74.62 | 80.33 | 80.41 | 75.34 | 59.59 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 12.79 | 16.04 | 21.12 | 18.70 | 22.02 |
| （3）先进材料 | 112.69 | 102.89 | 77.46 | 85.43 | 55.93 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 19.31 | 20.54 | 20.34 | 21.20 | 20.67 |
| （4）精细化工 | 54.94 | 56.36 | 65.09 | 76.05 | 47.01 |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 9.41 | 11.25 | 17.09 | 18.88 | 17.37 |

| 主导产品或服务 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 | 2020 年 前三季度 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| (5) 化工服务业 | 242.30 | 188.86 | 90.32 | 57.95 | 62.66 |
| 在核心业务收入中所占比重 (%) | 41.52 | 37.70 | 23.72 | 14.39 | 23.15 |
| 毛利率 (%) | 12.54 | 11.73 | 11.55 | 18.47 | 12.30 |
| 其中：(1) 能源化工 (%) | 28.81 | 14.84 | 9.76 | 18.72 | 3.63 |
| (2) 绿色轮胎 (%) | 11.48 | 12.33 | 5.57 | 11.19 | 12.82 |
| (3) 先进材料 (%) | 19.48 | 18.63 | 17.59 | 28.29 | 15.88 |
| (4) 精细化工 (%) | 11.53 | 9.03 | 14.17 | 23.45 | 13.09 |
| (5) 化工服务业 (%) | 2.02 | 4.56 | 6.85 | 6.05 | 9.62 |

资料来源：上海华谊

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司营业收入分别为 605.98 亿元、550.94 亿元、424.02 亿元和 445.65 亿元；其中，核心业务收入占比在 90% 左右。受甲醇、醋酸、丙烯酸及酯、烧碱等主要产品价格下滑及压减贸易业务等影响，2019 年公司收入规模下降；2020 年，受疫情和甲醇、醋酸、烧碱、氯产品等化工品销量及价格下降，以及降低与主业关联度低的贸易业务规模的影响，当年公司营业收入同比下滑 23.04%；2021 年前三季度，公司主要化工产品价格大幅上涨，带动营业收入同比增长 47.40%。近三年一期公司综合毛利率分别为 12.54%、11.73%、11.55% 和 18.47%。

此外，该公司营业总收入中还包括少量利息收入，经营主体主要为上海华谊集团财务有限责任公司（简称“财务公司”）。2018-2020 年及 2021 年前三季度利息收入分别为 2.43 亿元、2.28 亿元、1.99 亿元和 1.51 亿元。

A. 能源化工业务

能源化工业务是该公司主要业务板块之一，也是其传统业务板块，发展至今已超过五十年，具有很强的技术、品牌以及规模优势。公司能源化工业务主要生产和销售以煤基化工为基础的清洁能源和新一代基础化工原料，主要产品为甲醇、醋酸和醋酸乙酯、工业气体等。该业务由公司下属华谊集团之子公司上海华谊能源化工有限公司（简称“华谊能化”）运营。公司原能源化工生产基地主要分布于上海吴泾基地和安徽无为基地，2021 年 6 月，广西基地投产后，甲醇和醋酸分别新增产能 195 万吨和 50 万吨。截至 2021 年 9 月末，主要能源化工品甲醇产能为 355 万吨/年（其中本部、安徽和广西产能分别为 90 万吨、195 万吨和 70 万吨），醋酸产能 175 万吨/年（其中本部、安徽和广西产能分别为 70 万吨、55 万吨和 50 万吨）。公司甲醇产能为全国百万吨以上企业之一，产能排名全国第五；醋酸产能排名全国第一。

图表 10. 公司能源化工业务的重要产品经营状况（单位：万吨/年、万吨、亿立方米）

| 品种 | 2018 年（末） | | | 2019 年（末） | | | 2020 年（末） | | | 2021 年前三季度（末） | | |
|------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|---------------|--------|-------|
| | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 |
| 甲醇 | 161 | 149.79 | 82.41 | 161 | 150.73 | 86.12 | 161 | 146.29 | 83.74 | 355 | 146.64 | 87.62 |
| 醋酸 | 130 | 122.53 | 113.11 | 130 | 121.21 | 115.27 | 130 | 115.17 | 107.04 | 175 | 105.23 | 99.08 |
| 醋酸乙酯 | 30 | 12.09 | 12.10 | 30 | 9.02 | 11.27 | 30 | 10.42 | 10.31 | 30 | 7.28 | 7.28 |

| 品种 | 2018 年（末） | | | 2019 年（末） | | | 2020 年（末） | | | 2021 年前三季度（末） | | |
|------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------------|------|------|
| | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 |
| 苯酐 | 5 | 4.15 | 4.11 | 5 | 4.18 | 4.20 | 5 | 4.29 | 4.31 | 5 | 3.09 | 3.10 |
| 工业气体 | - | 10.08 | 10.08 | - | 10.45 | 10.45 | - | 10.11 | 10.11 | - | 7.99 | 7.99 |

资料来源：上海华谊

注：该公司部分甲醇内部消耗用以生产醋酸，故其产销率较低

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司能源化工业务收入分别为 99.04 亿元、72.47 亿元、67.55 亿元和 108.10 亿元，毛利率分别为 28.81%、14.84%、9.76%和 18.72%。其中 2018 年甲醇及醋酸产品市场景气度较高，价格处于上行期，能源化工业务收入和毛利率均处于较高水平；受市场行情影响，2019 年甲醇、醋酸销售均价较上年大幅回落，能源化工业务收入和毛利率均大幅下滑；2020 年，受疫情影响，甲醇和醋酸销量和销售均价均有所下滑，因此能源化工板块收入及毛利率均继续下降；2021 年前三季度，甲醇、醋酸价格及产销量增长，带动能源化工板块收入大幅提升，而醋酸价格上涨超过原材料价格涨幅，带动能源化工板块毛利率提升。

图表 11. 华谊集团能源化工主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 产品 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | | 2021 年前三季度 | |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|------------|--------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 甲醇 | 22.30 | 16.11 | 16.84 | -4.77 | 13.73 | -8.94 | 19.77 | -11.34 |
| 醋酸 | 43.82 | 45.03 | 28.54 | 20.78 | 24.15 | 14.02 | 52.37 | 42.44 |
| 工业气体 | 11.01 | 7.21 | 11.84 | 22.91 | 11.33 | 22.03 | 10.13 | 16.28 |

资料来源：华谊集团年度报告

注：2020 年工业气体口径与年报有所差异，较 2018、2019 年数据口径保持一致

B. 绿色轮胎业务

该公司绿色轮胎业务主要运营主体为华谊集团下属子公司双钱轮胎集团有限公司（简称“双钱轮胎”）。该业务的生产基地主要分布在江苏、重庆、安徽、新疆和泰国等地。公司轮胎业务主要产品包括全钢子午胎（载重胎）和半钢子午胎（乘用车胎），品类及规格齐全，广泛应用于卡车、客车、乘用车以及采矿和农业车辆等领域。双钱轮胎拥有国家级技术中心和测试中心，并有“双钱”、“回力”等国内著名品牌，品牌知名度很高。2018 年起新疆基地扩建年产高性能全钢载重子午线轮胎项目分批上线投产，当年新疆基地新增产能 30 万条/年，此外泰国基地投产与重庆基地技改分别带来增量产能 120 万条/年和 20 万条/年。2019 年新增产能 65 万条/年，来自新疆产线的持续投产。截至 2021 年 9 月末公司轮胎产能为 1,525 万条/年。

图表 12. 公司轮胎产能地区分布与产能利用率（单位：万条/年，%）

| 项 目 | 2018 年（末） | | 2019 年（末） | | 2020 年（末） | | 2021 年前三季度（末） | |
|----------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|---------------|-------|
| | 设计产能 | 产能利用率 | 设计产能 | 产能利用率 | 设计产能 | 产能利用率 | 设计产能 | 产能利用率 |
| 双钱江苏全钢轮胎 | 360 | 80 | 360 | 82 | 360 | 84 | 360 | 95 |
| 双钱重庆全钢轮胎 | 250 | 78 | 250 | 72 | 250 | 93 | 250 | 103 |

| 项 目 | 2018 年（末） | | 2019 年（末） | | 2020 年（末） | | 2021 年前三季度（末） | |
|-----------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|---------------|-------|
| | 设计产能 | 产能利用率 | 设计产能 | 产能利用率 | 设计产能 | 产能利用率 | 设计产能 | 产能利用率 |
| 双钱新疆全钢胎轮胎 | 130 | 95 | 195 | 79 | 195 | 88 | 195 | 105 |
| 双钱安徽乘用车胎 | 600 | 59 | 600 | 59 | 600 | 63 | 600 | 79 |
| 华谊泰国全钢胎轮胎 | 120 | 27 | 120 | 76 | 120 | 66 | 120 | 104 |
| 合 计 | 1,460 | 68 | 1,525 | 70 | 1,525 | 76 | 1,525 | 95 |

资料来源：华谊集团年报及上海华谊

2020 年，该公司轮胎总产量和总销量分别为 1,164.40 万条和 1,162.91 万条，同比分别增长 8.77% 和 11.36%。其中，全钢子午胎产量为 784 万条，同比增长 9.16%，主要得益于 2019 年新疆新增 65 万吨/年的产能投产及泰国 120 万吨/年的产能逐步爬坡；销量为 775 万条。半钢子午胎产量和销量分别为 381 万条和 388 万条，受益于下游需求增长而增长。2021 年前三季度，轮胎总产量和销量分别为 1,089.65 万条和 1,079.71 万条。

图表 13. 公司绿色轮胎业务主要产品的经营概况（单位：万条/年、万条）

| 品种 | 2018 年（末） | | | 2019 年（末） | | | 2020 年（末） | | | 2021 年前三季度（末） | | |
|-------|-----------|-----|--------|-----------|----------|----------|-----------|----------|----------|---------------|----------|----------|
| | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 |
| 全钢子午胎 | 860 | 597 | 588.00 | 925 | 718.20 | 702.56 | 925 | 784 | 775 | 925 | 733.29 | 726.91 |
| 半钢子午胎 | 600 | 354 | 335.00 | 600 | 352.40 | 341.71 | 600 | 381 | 388 | 600 | 356.36 | 352.8 |
| 合 计 | 1,460 | 951 | 923 | 1,525 | 1,070.60 | 1,044.27 | 1,525 | 1,164.40 | 1,162.91 | 1,525 | 1,089.65 | 1,079.71 |

资料来源：上海华谊

该公司轮胎销往国内外近百个国家和地区，为众多汽车制造厂提供原厂配套。受益于轮胎新增产能爬坡，公司绿色轮胎业务收入呈上升趋势，2018-2020 年及 2021 年前三季度分别为 74.62 亿元、80.33 亿元、80.41 亿元和 75.34 亿元，毛利率分别为 11.48%、12.33%、5.57% 和 11.19%，其中 2020 年偏低主要系按会计准则要求，将部分运费由销售费用调整至营业成本，部分收取的销售服务费由销售费用调整至营业收入，剔除此口径差异，业务毛利率 9.04%，受市场环境的影响，仍有所下行；2021 年前三季度该口径尚未审计调整，毛利率显高。

C. 先进材料业务

该公司先进材料业务是以高分子材料为主的业务板块，也是公司的传统业务板块之一。该业务主要产品包括氯碱产品和氟化工产品，前者主要由公司下属氯碱化工生产运营，后者运营主体主要为新材料科技和氟源新材料。2018-2020 年及 2021 年前三季度，公司先进材料业务分别实现收入 112.69 亿元、102.89 亿元、77.46 亿元和 85.43 亿元，其中 2020 年板块收入下滑明显，主要受疫情及氯碱行业景气度偏弱影响，烧碱和氯产品销量和销售均价均下滑的影响；2021 年前三季度则受市场好转影响板块收入大幅提升。同期毛利率分别为 19.48%、18.63%、17.59% 和 28.29%，波动受相关产品景气度影响大。

a. 氯碱产品

氯碱化工是我国主要的聚氯乙烯和烧碱的生产商之一，被列为国家特大型企业及技术先进企业，是国家 520 家重点企业之一，同时在 A、B 股上市。氯碱化工的生产基地目前集中在上海化学工业区内。氯碱化工是上海化学工业区唯一氯资源供应商，实施一体化商业模式，具体产业链结构为：向园区主体 MDI/TDI/PC 等装置提供原料氯和烧碱，并利用乙烯原料二次用氯，消化副产品氯化氢气体，制造二氯乙烷。截至 2021 年 9 月末，氯碱化工烧碱年生产能力 72 万吨、二氯乙烷 72 万吨、液氯 60 万吨、特种聚氯乙烯树脂 2.4 万吨。公司是华东地区烧碱、液氯和特种树脂最大的供应商之一。为做大做强产业链，提高核心竞争力，公司目前正在上海化工区投资建设 20 万吨/年氯乙烯和 6 万吨/年特种树脂项目，同时，在广西钦州投资建设 30 万吨/年烧碱和 40 万吨/年聚氯乙烯项目。

2020 年，氯碱化工氯产品、烧碱和聚氯乙烯产量分别为 139.80 万吨、70.70 万吨和 3.26 万吨，均有所下降，主要受疫情停工及烧碱行业不景气影响；2021 年前三季度，受益于景气度回升，氯碱化工主要产品产量均有所上升，氯产品、烧碱和聚氯乙烯产量分别为 110.31 万吨、55.915 万吨和 2.60 万吨。

图表 14. 公司氯碱产品的经营概况（单位：万吨/年、万吨）

| 品种 | 2018 年（末） | | | 2019 年（末） | | | 2020 年（末） | | | 2021 年前三季度（末） | | |
|------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|-----------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 |
| 氯产品 | - | 151.68 | 145.15 | - | 151.56 | 141.49 | - | 139.80 | 130.30 | - | 110.31 | 99.85 |
| 烧碱 | 72 | 71.14 | 67.94 | 72 | 74.42 | 71.18 | 72 | 70.70 | 67.12 | 72 | 55.915 | 53.575 |
| 聚氯乙烯 | 8 | 4.85 | 4.97 | 4 | 3.60 | 3.67 | 3 | 3.26 | 3.21 | 9 | 2.60 | 2.51 |

资料来源：氯碱化工

注：公司部分氯产品、烧碱用于内部生产，故产量大于销量

2018-2020 年及 2021 年前三季度，氯碱化工分别实现营业收入 71.71 亿元、64.64 亿元、48.89 亿元和 46.66 亿元，随市场行情呈现波动。其中氯产品、烧碱和聚氯乙烯三种产品收入合计分别为 40.82 亿元、38.82 亿元、33.05 亿元和 34.85 亿元。近三年一期氯碱化工毛利率分别为 17.83%、17.48%、17.00% 和 27.62%。2021 年前三季度收入和毛利率大幅好转，主要受益于产品价格大幅上涨及产销量小幅提升。

图表 15. 氯碱化工主要产品收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 产品 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | | 2021 年前三季度 | |
|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|------------|-------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 氯产品 | 20.83 | 10.07 | 21.53 | 19.78 | 18.79 | 19.62 | 22.64 | 42.96 |
| 烧碱 | 16.61 | 51.12 | 14.62 | 37.87 | 11.81 | 27.35 | 9.85 | 34.09 |
| 聚氯乙烯 | 3.38 | -1.18 | 2.67 | 1.03 | 2.45 | 16.75 | 2.37 | 33.09 |

资料来源：氯碱化工年报

b. 氟化工产品

该公司氟化工产品主要包括含氟聚合物、含氟制冷剂和含氟精细化学品三

大类。公司氟化工业务收入主要由 PTFE、PVDF 和 FKM 等产品贡献。公司拥有我国氟化工最大的研究开发基地，大部分产品拥有自主知识产权，其中部分工艺技术已通过国家级鉴定，技术水平和产品质量处于国内领先水平。截至 2021 年 9 月末，PTFE、PVDF 和 FKM 的年产能分别为 0.98 万吨、0.80 万吨和 0.43 万吨，其中 PTFE 产能利用率较低，约 50-60%，PVDF 产能利用率相对较高，在 90% 以上。近年来公司加大氟化工产品销售力度，上述产品的产销率保持高水平。2018-2020 年及 2021 年前三季度，公司氟化工产品收入分别为 40.89 亿元、35.75 亿元、25.62 亿元和 39.26 亿元，毛利率分别为 24.14%、23.51%、20.84% 和 29.05%，其中 2020 年受产品价格下降影响，收入和毛利率下滑；2021 年前三季度受需求及价格增长影响，收入和毛利率提升。

图表 16. 公司氟化工主要产品的经营概况（单位：万吨/年、万吨）

| 品种 | 2018 年（末） | | | 2019 年（末） | | | 2020 年（末） | | | 2021 年前三季度（末） | | |
|-------------|-----------|------|------|-----------|------|------|-----------|------|------|---------------|------|------|
| | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 |
| 聚四氟乙烯（PTFE） | 0.98 | 0.58 | 0.54 | 0.98 | 0.52 | 0.55 | 0.98 | 0.59 | 0.61 | 0.98 | 0.63 | 0.56 |
| 聚偏氟乙烯（PVDF） | 0.80 | 0.77 | 0.74 | 0.80 | 0.72 | 0.76 | 0.80 | 0.91 | 0.88 | 0.80 | 0.75 | 0.84 |
| 氟橡胶（FKM） | 0.20 | 0.19 | 0.15 | 0.30 | 0.20 | 0.20 | 0.43 | 0.35 | 0.34 | 0.43 | 0.28 | 0.35 |

资料来源：上海华谊

D. 精细化工业务

该公司精细化工业务的主要产品为丙烯酸及酯类、涂料及中间体产品，其中丙烯酸及酯类的主要运营主体为华谊集团下属企业上海华谊新材料有限公司（简称“新材料公司”）；涂料及中间体产品的主要运作主体为华谊集团的下属企业上海华谊精细化工有限公司（简称“精化公司”，原上海涂料有限公司）。该板块的生产主要集中于上海化学工业区、金山第二工业区、浦东高桥等地区，拥有“飞虎”、“眼睛”、“光明”、“牡丹”、“一品”等著名品牌。2018-2020 年及 2021 年前三季度，公司精细化工业务收入分别为 54.94 亿元、56.36 亿元、65.09 亿元和 76.05 亿元，毛利率分别为 11.53%、9.03%、14.17% 和 23.45%，其中 2019 毛利率下降主要因丙烯酸及酯类产品价格跌幅较大所致；2020 年及 2021 年前三季度该板块收入毛利率提升，主要因市场景气度回升，丙烯酸及酯产品价格上涨及产能利用率上升带动。

a. 丙烯酸及酯产品

该公司系我国最大的专业生产丙烯酸及酯系列产品的制造商之一。新材料公司的生产基地位于上海化学工业区，截至 2021 年 9 月末主要产能为丙烯酸 49.4 万吨/年、丙烯酸酯类 50 万吨/年。新增产能方面，2019 年公司分别扩充丙烯酸、丙烯酸酯类产能 22 万吨/年、34 万吨/年，2020 年丙烯酸及酯无新增产能。受益于 2019 年新增产能逐步释放，丙烯酸和丙烯酸酯产销量不断增长。2018-2020 年，公司丙烯酸及酯收入分别为 17.93 亿元、23.51 亿元和 31.90 亿元，毛利率分别为 2.90%、1.55% 和 5.68%，受行业过剩影响，业务呈现微利，2020 年受益于产能利用率上升，毛利率有所提升。

图表 17. 公司丙烯酸及酯产品的经营概况（单位：万吨/年，万吨）

| 品种 | 2018 年（末） | | | 2019 年（末） | | | 2020 年（末） | | | 2021 年前三季度（末） | | |
|------------------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|-------|---------------|-------|-------|
| | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 | 产能 | 产量 | 销量 |
| 丙烯酸 ³ | 27.4 | 16.58 | 3.78 | 49.40 | 25.36 | 5.39 | 49.40 | 39.05 | 8.28 | 49.40 | 28.61 | 5.84 |
| 丙烯酸酯类 | 16 | 17.00 | 17.26 | 50.00 | 26.16 | 25.23 | 50.00 | 38.37 | 37.85 | 50.00 | 30.13 | 30.87 |

资料来源：上海华谊

注：该公司部分丙烯酸用以生产丙烯酸酯类，故其产销率较低

涂料产品

精化公司涂料业务发展历史长，产品涉及合成树脂、涂料、染料、颜料、涂料助剂及其他精细化学品领域，广泛运用于卷材、建筑、轮船、车辆、航空、机械、轻工等行业。2020 年，受疫情影响，涂料市场产销量进一步下降，当年精化公司油漆及着色剂产量分别为 3.41 万吨和 6.12 万吨，销量分别为 3.43 万吨和 5.98 万吨，产销率保持较高水平；2021 年前三季度，油漆及着色剂产销量同比均有所增长。

图表 18. 公司涂料产品的经营概况（单位：万吨）

| 品种 | 2018 年 | | 2019 年 | | 2020 年 | | 2021 年前三季度 | |
|-----|--------|------|--------|------|--------|------|------------|------|
| | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 | 产量 | 销量 |
| 油漆 | 4.57 | 4.65 | 3.91 | 3.95 | 3.41 | 3.43 | 3.11 | 3.18 |
| 着色剂 | 6.93 | 6.96 | 6.42 | 7.65 | 6.12 | 5.98 | 4.81 | 5.07 |

资料来源：上海华谊

E. 化工服务业

化工服务业务主要包括化工物流和贸易、工程总承包和房地产开发及租赁业务等。2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司化工服务业收入分别为 242.30 亿元、188.86 亿元、90.32 亿元和 57.95 亿元，毛利率分别为 2.02%、4.56%、6.85% 和 6.05%。2019 年以来公司大幅压缩化工贸易业务，该业务收入下降而毛利率基准有所提升。

图表 19. 2020 年化工服务业收入及盈利情况（单位：亿元）

| 项目 | 收入 | 收入板块占比 | 毛利 | 毛利率 |
|------------|-------|---------|------|--------|
| 化工服务业 | 90.32 | 100.00% | 6.19 | 6.85% |
| 其中：化工物流和贸易 | 67.40 | 74.62% | 2.22 | 3.30% |
| 工程总承包 | 2.96 | 3.27% | 0.24 | 8.20% |
| 房地产开发和租赁 | 10.88 | 12.04% | 5.64 | 51.83% |

资料来源：上海华谊

该公司依托上下游产品覆盖面广的优势发展了化工物流和贸易业务，与公司化工产品生产主业形成较好协同作用。为保证业务资金安全，公司贸易方式主要是先选定下游客户，按其数量、价格需求来确定销售意向，之后再向上游供应商以适当的价格购进，结算方式主要采用款到发货方式。物流贸易业务毛

³ 2020 年跟踪评级报告中丙烯酸³口径仅含粗酸，今年评级报告还包括商品酸、精丙烯酸，故 2018-2019 年丙烯酸产能较 2020 年跟踪评级报告有差异。

利率较低，近年来公司也逐步压减贸易规模。整体来看，公司贸易业务风险可控。

该公司工程总承包业务运营主体主要为公司下属上海华谊集团工程有限公司和上海华谊集团装备工程有限公司，业务包括提供工程设计、工程监理、成套装备制造和成套技术转让等。2018-2020 年，上述公司工程总承包业务收入分别为 8.30 亿元、11.68 亿元和 2.96 亿元，其中 2020 年因疫情影响工程总承包业务签约，收入下滑。

该公司房地产开发及房屋租赁业务经营主体包括上海华谊集团化工实业有限公司（简称“化工实业公司”）和上海华谊集团房地产有限公司（简称“华谊房地产”），业务主要为将公司名下闲置房屋集中出租、提供物业管理服务和进行原厂房地块的综合开发。截至 2021 年 9 月末，公司主要在开发房地产项目如下表。其中嘉定二期项目拿地成本较低，预计项目盈利情况较好。在建项目包括染八项目和淮安三期等，尚未出售。淮安三期项目为商业广场项目，公司初步计划建成后租售结合。

图表 20. 截至 2021 年 9 月末公司主要在开发房地产项目情况（单位：亿元、方米）

| 项目名称 | 区位 | 业态 | 总投资 | 已投资 | 可售面积 | 已售面积 |
|------|--------|-------|-------|-------|------------|-----------|
| 嘉定二期 | 上海市嘉定区 | 住宅、商业 | 9.49 | 9.29 | 51,719.00 | 45,234.45 |
| 染八项目 | 上海市普陀区 | 商业、办公 | 73.35 | 26.85 | 139,916.00 | - |
| 淮安三期 | 淮安市 | 商业 | 1.79 | 1.43 | 17,648.00 | - |
| 闸殷项目 | 上海市杨浦区 | 租赁 | 4.22 | 1.78 | - | - |
| 合计 | - | - | 88.85 | 39.35 | 209,283.00 | 45,234.45 |

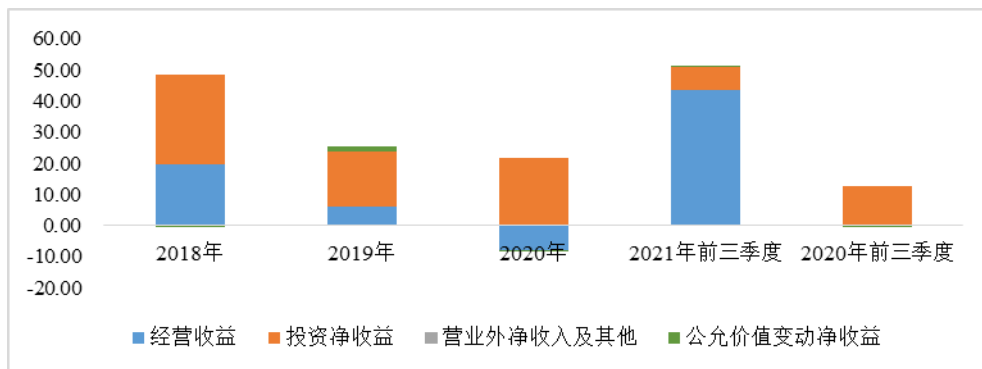
资料来源：上海华谊

F. 安全与环保

该公司主营业务涉及各种化工产品，而化工产品在其生产制造、运输储存过程中存在发生安全与环保事故的可能性，对公司正常生产经营带来一定的风险。安全生产方面，2020 年以来公司未发生重大、特别重大生产安全责任事故或发生较大生产安全责任事故。环保方面，公司明确了各二级单位、部门职责分配，制定和实施了包括大气、废水、固废、噪声、辐射污染防治和环保设施运行、环保设施分类管理、环境成本管理、环境监测、厂容厂貌管理、建设项目“三同时”管理等环保管理文件和环保管理标准。每年年初，公司制定年度环境监测计划，对污染物排放进行跟踪、监控。

(2) 盈利性

图表 21. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据上海华谊所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司实现营业毛利 76.01 亿元、64.61 亿元、48.98 亿元和 82.31 亿元，2020 年能源化工、先进材料板块受主要产品价格下跌及产销量下降影响，综合毛利有所下滑，当年仅精细化工板块毛利实现增长；2021 年前三季度，受益于主要化工品价格上涨及上年受疫情影响基数较低，当期毛利同比大幅提升。近三年一期公司期间费用分别为 45.94 亿元、51.74 亿元、50.74 亿元和 36.73 亿元，其中销售费用分别为 14.02 亿元、14.18 亿元、8.15 亿元和 7.65 亿元，2020 年销售费用大幅减少，主要系根据新会计准则要求，部分运费由销售费用调整至营业成本；公司管理费用（含研发费用）分别为 25.37 亿元、30.05 亿元、34.18 亿元和 22.67 亿元，2020 年增长主要系疫情期间产生的停工损失 3.47 亿元；财务费用分别为 6.55 亿元、7.51 亿元、8.41 亿元和 6.41 亿元，2020 年财务费用中利息支出虽有所减少，但利息收入也大幅减少，且汇兑损益由上年净收益 0.71 亿元转为净损失 0.49 亿元，导致财务费用同比增长。同期公司期间费用率分别为 7.58%、9.35%、11.91% 和 8.21%。同期公司资产减值损失及信用减值损失合计分别为 8.97 亿元、4.37 亿元、3.40 亿元和 1.42 亿元。同期公司经营收益分别为 19.56 亿元、6.20 亿元、-7.94 亿元和 43.39 亿元，受化工行业景气度波动影响大。

图表 22. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 | 2020 年 前三季度 |
|---------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元） | 605.98 | 550.94 | 424.02 | 445.65 | 302.35 |
| 毛利（亿元） | 76.01 | 64.61 | 48.98 | 82.31 | 37.19 |
| 其中：能源化工业务（亿元） | 28.53 | 10.75 | 6.60 | 20.24 | 1.65 |
| 绿色轮胎业务（亿元） | 8.57 | 9.91 | 4.48 | 8.43 | 7.64 |
| 先进材料业务（亿元） | 21.95 | 19.17 | 13.62 | 24.17 | 8.88 |
| 精细化工业务（亿元） | 6.33 | 5.09 | 9.23 | 17.84 | 6.15 |
| 化工服务业（亿元） | 4.90 | 8.61 | 6.19 | 3.51 | 6.03 |
| 期间费用（亿元） | 45.94 | 51.74 | 50.74 | 36.73 | 36.24 |
| 期间费用率（%） | 7.58 | 9.39 | 11.91 | 8.21 | 11.93 |

| 公司营业利润结构 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 | 2020 年 前三季度 |
|----------------|--------|--------|--------|----------------|----------------|
| 其中：财务费用率（%） | 1.08 | 1.36 | 1.97 | 1.43 | 2.04 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 10.39 | 9.93 | 9.07 | - | - |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 1.10 | 0.34 | 0.67 | - | - |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司分别确认投资收益 28.96 亿元、17.76 亿元、21.66 亿元和 7.43 亿元，其中近三年确认权益法核算的长期股权投资收益分别为 11.46 亿元、10.93 亿元和 10.21 亿元，主要由上海华林工业气体有限公司、上海亨斯迈聚氨酯有限公司、内蒙古亿利化学工业有限公司及上海化学工业区发展有限公司等合营及联营企业贡献。由于公司参股的公司业务与公司主业具有一定关联性，故权益法下核算的长期股权投资收益与公司主业盈利能力呈现一定的同向波动性。另外，2020 年公司因处置上海旖华企业管理有限公司（简称“上海旖华”）部分股权产生的投资收益 9.13 亿元。近三年一期，公司营业外净收入及其他收益分别为 6.79 亿元、6.78 亿元、1.32 亿元和 1.86 亿元，其中近三年政府补贴分别为 6.76 亿元、5.49 亿元和 2.75 亿元，随着部分补贴到期不再发放，呈减少趋势。另外，公司杨浦区厂房土地被收储，2020 年形成无形资产资产处置收益 6.53 亿元，对业务盈利形成补充。整体看，公司投资收益与主业盈利具有一定正相关性，且政府补助可对公司盈利形成良好补充。

图表 23. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

| 影响公司盈利的其他因素 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 |
|--------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 投资净收益 | 28.96 | 17.76 | 21.66 | 7.43 |
| 其中：权益法核算的长期股权投资收益 | 11.46 | 10.93 | 10.21 | — |
| 其中：上海华林工业气体有限公司 | 1.04 | 1.07 | 0.98 | — |
| 上海亨斯迈聚氨酯有限公司 | 3.60 | 2.00 | 1.75 | — |
| 内蒙古亿利化学工业有限公司 | 1.03 | 1.03 | 0.47 | — |
| 上海化学工业区发展有限公司 | 1.78 | 2.28 | 1.32 | — |
| 处置长期股权投资产生的投资收益 | 11.40 | 1.11 | 9.13 | — |
| 可供出售金融资产在持有期间的投资收益 | 5.96 | 4.72 | 1.48 | — |
| 营业外净收入及其他收益 | 6.79 | 6.78 | 1.32 | 1.86 |
| 其中：政府补贴 | 6.76 | 5.49 | 2.75 | — |
| 公允价值变动损益 | -0.09 | 1.37 | -0.05 | 0.17 |
| 资产处置收益 | 0.56 | 0.67 | 6.60 | 0.59 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司分别实现利润总额 55.78 亿元、32.78 亿元、21.56 亿元和 53.43 亿元；公司下属部分子公司能够享受高新技术企业优惠所得税率，扣除所得税后，公司净利润分别为 44.64 亿元、26.18 亿元、16.54 亿元和 41.61 亿元。近三年，公司总资产报酬率分别为 9.28%、5.65% 和 3.80%，净资产收益率分别为 13.88%、7.58% 和 4.55%，受主业盈利下滑影响有所下降。

(3) 运营规划/经营战略

十四五期间，该公司坚持“供应链、产业链、创新链、价值链”的“四链”协同导向，提升“能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工、化工服务”五大业务一体化协同发展水平，坚持“新能源、新材料、新环保、新生物”的“四新”产业主攻方向，形成一体化产业链，持续优化三元业务发展模式，即优势业务保持领先，巩固行业前三，新兴业务取得突破；海外业务加快发展，加强海外基地和销售布局。

截至 2021 年 9 月末，该公司重点在建项目集中在基础化工、工业气体、丙烯酸及酯、氯碱产品等领域。目前公司大力推进广西钦州化工新材料一体化基地建设，主要包括工业气体岛项目、75 万吨丙烯项目、20 万吨双酚 A 项目、30 万吨/年烧碱、40 万吨/年聚氯乙烯项目。工业气体岛一期项目于 2021 年 6 月起试生产，投产装置包括 195 万吨/年甲醇、50 万吨/年醋酸、20 万吨/年乙二醇生产线⁴。公司重点投资项目总投资额 305.19 亿元，截至 2021 年 9 月末已投入 125.76 亿元，2021 年 10-12 月、2022 年和 2023 年分别计划投入 46.39 亿元、85.97 亿元和 12.67 亿元。

广西钦州化工生产基地投资规模大，建设期长，部分产品（如烧碱）国内已处于供过于求的状态，且所涉及的细分产品投产时可能面临行业景气度下降，存在产能释放风险。

图表 24. 截至 2021 年 9 月末公司重点项目投资安排情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 2021 年 1-9 月 | | 计划投资额 | | | 预计投产时间 |
|--|---------------|--------------|---------------|----------------|--------------|--------------|-------------------------------|
| | | 当期投入 | 累计投资 | 2021 年 10-12 月 | 2022 年 | 2023 年 | |
| 广西华谊能源化工有限公司工业气体岛项目 | 121.20 | 14.54 | 75.66 | 8.47 | 3.57 | 2.38 | 一期于 2021 年 6 月投产 ⁴ |
| 广西华谊能源化工有限公司合成气综合利用项目 | 22.17 | 6.02 | 8.11 | 0.65 | 1.16 | 0.30 | 2022 年 3 月 |
| 广西华谊新材料 75 万吨丙烯项目 | 87.26 | 16.52 | 23.58 | 21.12 | 44.94 | 4.71 | 2022 年 12 月 |
| 广西华谊新材料 20 万吨双酚 A 项目 | 32.01 | 5.93 | 8.47 | 7.59 | 16.15 | 1.69 | 2022 年 12 月 |
| 华谊钦州化工新材料一体化基地 30 万吨/年烧碱、40 万吨/年聚氯乙烯项目 | 42.55 | 7.31 | 9.94 | 8.56 | 20.15 | 3.59 | 2022 年 12 月 |
| 项目总计 | 305.19 | 50.32 | 125.76 | 46.39 | 85.97 | 12.67 | |

资料来源：上海华谊

注 1：上表预计总投资为项目可研数据，与实际投入存在差异。

注 2：广西华谊工业气体岛项目和合成气综合利用项目后期空分、水处理、成品罐区等装置采用 BOO 模式建设，以及预备费用，均不纳入未来三年投资额测算，故累计投资+未来三年投资额小于预计总投资额。

⁴ 分期投产，2021 年 6 月投产甲醇和醋酸，8 月投产乙二醇，至 11 月生产负荷 80%左右。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司系上海市国资委独资企业，股权结构清晰、稳定。公司法人治理结构、组织结构健全，可满足日常经营管理需要。

(1) 产权关系

该公司为国有独资企业，上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）系公司唯一的出资人，近三年来公司股权结构无变化。上海市国资委为上海市人民政府直属的特设机构，经授权代表上海市人民政府履行出资人职责，公司产权结构图详见附录一。

(2) 主要关联方及关联交易

在关联交易方面，该公司制定了较完善的关联交易制度，明确了关联方的范围以及关联交易的决策程序、关联交易的审批权限。2018 年以来，公司关联交易主要是与参股子公司在生产经营过程中形成的资金往来，交易量相对于公司整体产销量而言较小，对公司整体的财务状况、经营成果的影响小。

(3) 公司治理

该公司由上海国资委行使股东会职权。公司按照《公司法》及《公司章程》的要求及自身特点建立了董事会、监事会及经营管理团队，并就董事会、监事会及经营管理团队的权利与义务、人员组成、职责权限及议事规则等做出明确的规定。公司实行董事会领导下的总经理负责制，重大经营问题的决策由公司董事会决定，同时接受上海国资委的领导和监督。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

近年来，该公司已初步构建了横向以业务平台为主，纵向以专业条线管理为支撑的条块结合的“矩阵式”管理构架，有利于发挥集团的系统效应、集约效应和协同效应。公司本部主要行使对下属企业投资管理的职能，通过向下属企业委派董事、总裁、财务总监、批准生产计划和经营预算等方式实现对下属企业的管控，贯彻集团公司决策意图。2020 年 4 月，公司总经理发生变更，由黄岱列先生变更为顾立立先生，顾立立先生兼任华谊集团党委副书记、氯碱化工董事长。核心资产上市后，从组织架构上公司本部仅保留资产财务部和综合办公室两个核心职能部门（公司本部组织架构如附录二所示）。

（2）经营决策机制与风险控制

该公司高度重视风险管理和内部控制建设，在生产经营、投资管理、资金管理、风险管控、审计监督等方面建立了完善的控制体系，创造了良好的控制环境。公司制定了《上海华谊（集团）公司内部控制规范》等制度，为确保公司及下属企业的筹资、投资、经营等经济活动的开展提供了制度保障。

在生产经营风险控制方面，该公司每年与下属企业负责人签订《资产经营责任书》和《安全环保责任书》，将安全增效和降耗环保责任与公司负责人绩效考核挂钩，确保资产运营和生产效率。近年来，公司“三废”排放与能耗逐年降低，“三废”综合利用率稳步上升，环保成果较显著。公司成立了专门的安全环保部门，对下属公司科研、生产等环节实施严格的环保和安全控制监督。

在财务风险控制方面，该公司以国有资产保值增值为核心目标，加强对公司及下属企业的预算、对外投融资、对外担保的监管和控制，对长期投资实行集中统一决策，分级分类管理；同时还对下属企业实施内部审计和外部审计相结合的控制与监督。在投资管理方面，公司通过董事会战略投资委员会对公司及下属企业重大投资项目发表评估意见，并通过开展项目管理在线控制，加强对项目、生产建设等工作的实时管理和监督，防范项目投资风险。在对外担保管理方面，公司建立了严格的制度，在担保期间安排专人负责动态跟踪，及时预警可能出现的风险并采取相应的化解措施，从而使公司对外担保风险能够得到有效控制。

在行业风险控制方面，该公司通过设立情报办公室的模式，加强了对公司主营业务品种市场信息的收集和监控，为董事会决策提供决策依据，增强公司决策的及时性和灵活性。

该公司高级管理人员均在化工行业服务多年，具有丰富的经营管理经验。公司制定有《关于经营者持股管理的若干规定》以及《员工考核办法》等制度，作为对公司中高级管理人员考核和奖励的依据，为其履行职责提供了必要的制度保障。总体来看，除因为退休或职位调动原因发生的个别高管变动外，公司高管团队基本稳定，有利于公司发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

（3）投融资及日常资金管理

在资金管理方面，公司下属的财务公司可为公司统筹资金管理提供统一的平台，同时公司资金筹措的成本显著降低，资金流转效率显著提高。

在固定资产投资方面，该公司实行分类、分级管理原则，投资项目按照总投资大小分为一般项目、重点项目、重大项目及特大项目四类，重点项目、重大项目、特大项目（统称权限以上项目）实行审批制，一般项目实行备案制。

(4) 不良行为记录

该公司提供了本部 2021 年 11 月 8 日查询的《企业征信报告》，近三年来无信贷违约记录。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2021 年 10 月末，公司本部未被实施重大行政处罚，亦不存在被列入经营异常及严重违法失信企业名单的情形。

财务

近年来，该公司刚性债务总体呈增长趋势，随着长期借款的增加，债务期限结构有所改善，资产负债率维持较合理水平。公司经营性现金保持净流入，账面货币资金存量较充裕，可为债务偿付提供支撑。公司未来 1-2 年仍有一定规模的资本性支出，刚性债务及杠杆水平可能进一步上升。

1. 数据与调整

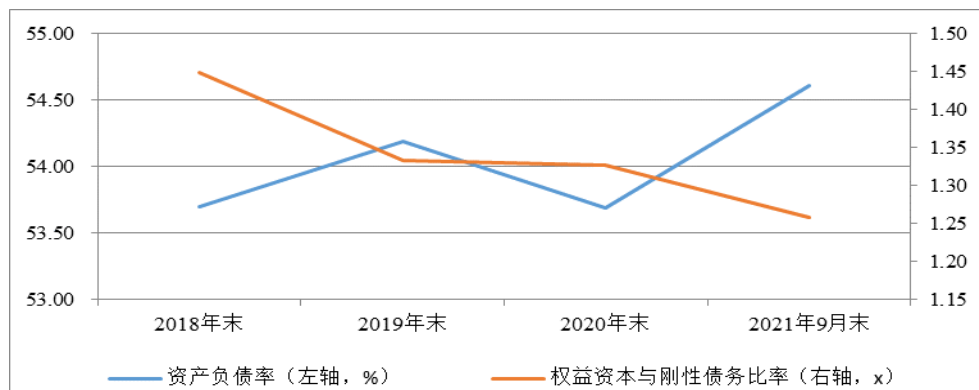
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定。华谊集团、氯碱化工自 2020 年起首次执行财政部 2017 年修订的《企业会计准则第 14 号——收入》，公司自 2020 年起执行《企业会计准则第 13 号》、《碳排放交易有关会计处理暂行规定》（未来适用法）。另外，2020 年公司执行财政部 2020 年 6 月 19 日发布的《新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定》（财会[2020]10 号），允许企业对 2020 年 1 月 1 日起至该规定实施日之间发生的相关租金减让进行调整，可采用简化方法进行会计处理。

2020 年该公司合并范围减少 1 家二级子公司，为上海华向橡胶制品有限公司，不再成为子公司的原因为破产清算。截至 2021 年 9 月末，公司合并范围内二级子公司（以本部为一级起计）共计 28 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 25. 公司财务杠杆水平变动趋势

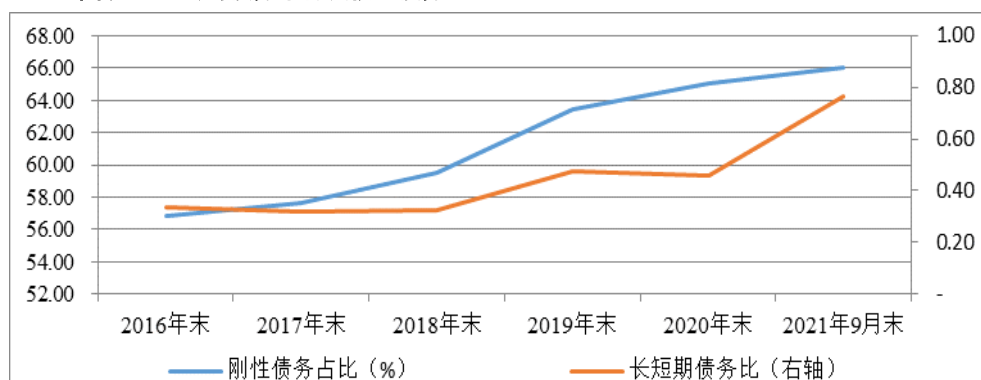


资料来源：根据上海华谊所提供数据绘制

2018-2020年末及2021年9月，该公司负债总额分别为381.70亿元、427.50亿元、423.29亿元和484.75亿元，其中2021年9月末增长主要因刚性债务、应付账款增加。同期末，所有者权益分别为329.20亿元、361.42亿元、365.12亿元和402.89亿元，少数股东权益占比较高；所有者权益的增长主要得益于经营积累，2021年9月末未分配利润为89.52亿元。近三年一期末，公司资产负债率分别为53.69%、54.19%、53.69%和54.61%，财务杠杆呈小幅波动，仍处于较合理水平。同期末，权益资本对刚性债务比率分别为1.45倍、1.33倍、1.33倍和1.26倍，权益资本对刚性债务的覆盖能力较强。

(2) 债务结构

图表 26. 公司债务结构及核心债务



| 核心债务 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|------------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 (亿元) | 227.31 | 271.17 | 275.19 | 320.25 |
| 应付账款 (亿元) | 42.90 | 47.31 | 52.54 | 68.14 |
| 预收账款 (亿元) | 33.23 | 28.86 | 11.88 | 18.66 |
| 其他应付款 (亿元) | 43.96 | 46.20 | 43.59 | 33.72 |
| 刚性债务占比 (%) | 59.55 | 63.43 | 65.01 | 66.07 |
| 应付账款占比 (%) | 11.24 | 11.07 | 12.41 | 14.06 |

| 核心债务 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|------------|---------|---------|---------|-------------|
| 预收账款占比（%） | 8.71 | 6.75 | 2.81 | 3.85 |
| 其他应付款占比（%） | 11.52 | 10.81 | 10.30 | 6.96 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据绘制

从构成看，该公司刚性债务占负债总额的比重超过 60%且占比呈上升趋势，除刚性债务外负债主要包括应付账款、预收账款和其他应付款等。公司应付账款规模较大，2020 年末账面价值为 52.54 亿元，主要为尚未结算的材料、设备及工程款等，账龄集中于 1 年之内；预收账款（含合同负债，下同）为 11.88 亿元，较上年末减少 58.82%，主要系预收嘉定二期款项结转收入；其他应付款主要包括第三方往来款、企业借款、押金和保证金等，2020 年末第三方往来款 24.15 亿元（其中 11.95 亿元为兖州煤业内蒙古昊盛股权转让款及利息，因石拉乌素井田探矿权证尚未取得、尚未结算形成，账龄超过 1 年）、暂收款 10.58 亿元、押金和保证金 1.62 亿元。2021 年 9 月末，公司负债规模较上年末增长 14.52%，主要系刚性债务和应付账款增加，其中应付账款较年初增加 15.60 亿元至 61.39 亿元，主要系随原材料价格上涨而增长；其他应付款较年初减少 9.87 亿元至 33.72 亿元，主要系经营性暂收款减少。

从期限结构看，该公司负债期限结构有所优化但仍以流动负债为主，2018-2020 年末及 2021 年 9 月末长短期债务比分别为 0.32、0.47、0.46 和 0.77，2021 年 9 月末受益于长期借款增加，债务期限结构有所改善。

（3）刚性债务

图表 27. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|--------------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期刚性债务合计 | 150.61 | 154.22 | 163.47 | 133.07 |
| 其中：短期借款 | 108.12 | 112.95 | 131.25 | 104.49 |
| 应付票据 | 15.13 | 16.84 | 14.58 | 15.28 |
| 应付短期融资券 | — | 20.00 | — | 10.00 |
| 一年内到期的长期借款 | 2.95 | 4.20 | 12.21 | 1.71 |
| 其他短期刚性债务 | 24.41 | 0.22 | 5.44 | 1.58 |
| 中长期刚性债务合计 | 76.70 | 116.95 | 111.72 | 187.18 |
| 其中：长期借款 | 41.28 | 57.36 | 78.72 | 134.05 |
| 应付债券 | 35.42 | 59.59 | 33.00 | 53.13 |
| 综合融资成本（年化，%） | 4.67 | 3.99 | 3.32 | — |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理，综合融资成本系根据财务报表数据估算

2018-2020 年末及 2021 年 9 月末，该公司刚性债务分别为 227.31 亿元、271.17 亿元、275.19 亿元和 320.25 亿元，其中 2019 年末主要为长期借款和应付短期融资券增加，2021 年 9 月末主要以项目贷、流动资金借款为主的长期借款增加。融资方式方面，2018-2020 年末及 2021 年 9 月末，公司银行借款余额分别为 152.35 亿元、174.51 亿元、222.18 亿元和 240.26 亿元，占刚性

债务的比重超过 60%。公司股东背景强，信用质量好，银行借款主要为信用借款。此外，公司陆续发行多支债券，2018-2020 年末及 2021 年 9 月末应付债券（含一年内到期的应付债券及短期融资券）余额分别为 58.49 亿元、79.59 亿元、38.17 亿元和 63.13 亿元。期限结构方面，近三年及一期末公司短期刚性债务分别为 150.61 亿元、154.22 亿元、163.74 亿元和 133.07 亿元，占刚性债务总额的比重呈波动下降趋势；2021 年 9 月末公司长期借款增加，主要为流动资金贷款、项目贷款，期限结构有所优化。

融资成本方面，根据该公司财务报表数据估算，2018-2020 年综合融资成本分别为 4.67%、3.99% 和 3.32%，受益于市场利率下行，2020 年公司融资成本进一步下降。截至 2021 年 9 月末，公司银行借款利率主要在 4% 以下，有资金成本优势。

图表 28. 截至 2021 年 9 月末公司银行借款期限及利率分布（单位：亿元）

| 综合融资成本或利率区间\到期年份 | 1 年以内 | 1~2 年 (不含 2 年) | 2~3 年 (不含 3 年) | 3~5 年 (不含 5 年) | 5 年及以上 | 合计 |
|------------------|--------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|--------|
| 3% 以内 | 1.18 | 4.15 | 0.20 | - | 2.24 | 7.77 |
| 3%~4% (不含 4%) | 101.74 | 29.00 | 28.98 | - | 22.04 | 181.76 |
| 4%~5% (不含 5%) | 1.88 | 1.54 | 1.25 | 4.76 | 18.13 | 27.56 |
| 5% 以上 | - | - | 0.40 | - | 0.11 | 0.51 |
| 合计 | 104.80 | 34.69 | 30.83 | 4.76 | 42.52 | 217.60 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理

注：上表未统计浮动利率银行借款部分

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 29. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 营业周期（天） | 60.43 | 71.39 | 88.77 | — |
| 营业收入现金率（%） | 119.58 | 112.41 | 96.04 | 93.50 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 71.59 | 38.48 | 31.33 | 56.00 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -3.02 | -8.74 | -7.77 | -14.88 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 68.57 | 29.74 | 23.56 | 41.12 |
| EBITDA（亿元） | 88.60 | 66.34 | 53.52 | — |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.40 | 0.27 | 0.20 | — |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 8.53 | 6.68 | 5.90 | — |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额

2018-2020 年，该公司营业周期分别为 60.43 天、71.39 天和 88.77 天，有

所延长，主要系主要化工品价格下跌，采购及销售环节占款压力相对有所增加，以及贸易业务规模压缩所致。2018-2020 年及 2021 年前三季度营业收入现金率分别为 119.58%、112.41%、96.04% 和 93.50%，其中 2020 年营业收入现金率下降，主要系化工市场疲软、部分产品销售账期有所延长所致。其他因素现金流收支主要包括政府补助、融资租赁款发放与回收、关联方往来款等，近三年一期分别净流出 3.02 亿元、8.74 亿元、7.77 亿元和 14.88 亿元。同期，公司经营性现金净流入量分别为 68.57 亿元、29.74 亿元、23.56 亿元和 41.12 亿元。整体看，公司经营性净现金流均呈净流入。

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 88.60 亿元、66.34 亿元和 53.52 亿元，下降主要因利润总额下滑；由于化工企业普遍具有重资产的特征，公司折旧及摊销金额大，整体较为稳定。EBITDA 对利息支出及刚性债务覆盖程度亦有所下降，2020 年分别为 5.90 和 0.20。

(2) 投资环节

图表 30. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -12.40 | -6.27 | -5.59 | -1.16 |
| 取得投资收益收到的现金 | 10.96 | 12.20 | 9.59 | 8.10 |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额 | -26.91 | -38.14 | -59.94 | -66.41 |
| 处置与取得子公司及其他营业单位现金净流入额 | 0.00 | 1.48 | -2.75 | 0.00 |
| 其他因素对投资环节现金流影响净额 | -2.24 | -7.36 | 0.29 | -0.63 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -30.59 | -39.58 | -55.65 | -60.10 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理

2018-2020 年及 2021 年前三季度，该公司回收投资与投资支付净流入额分别为-12.40 亿元、-6.27 亿元、-5.59 亿元和-1.16 亿元，主要为对参股公司追加投资，其中 2020 年主要系对常熟三爱富振氟新材料有限公司（2020 年追加投资 2.02 亿元，由 35% 参股子公司变为全资子公司）、孚宝（钦州）码头有限公司等公司追加投资，因处置上海旖华部分股权产生的投资性现金流入 9.51 亿元。取得投资收益收到的现金分别为 10.96 亿元、12.20 亿元、9.59 亿元和 8.10 亿元，主要为参股公司发放的现金股利，有所波动。公司因产品结构调整、环保政策趋严，近年来产能搬迁、陆续关停并处置了落后产能装置，产生一定处置固定资产、无形资产等长期资产现金流入，并因公司绿色轮胎、丙烯酸及酯、广西钦州一体化生产基地等在建项目持续投入，购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金规模较大，公司购建与处置长期资产产生的现金净流出量分别为 26.91 亿元、38.14 亿元、59.94 亿元和 66.41 亿元。近三年一期，公司投资环节产生的现金流量净额分别为 -30.59 亿元、-39.58 亿元、-55.65 亿元和 -60.10 亿元。根据公司在建项目投资规划，未来 1-2 年仍有一定规模的资本性投入，预计投资环节现金流维持净流出态势。

(3) 筹资环节

图表 31. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 权益类净融资额 | -1.33 | -11.26 | -5.68 | -9.40 |
| 其中：现金股利 | -4.51 | -13.31 | -8.83 | - |
| 债务类净融资额 | -13.85 | 26.57 | 6.06 | 31.13 |
| 其中：现金利息 | -9.14 | -10.00 | -7.82 | - |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | -5.64 | -0.33 | -0.04 | -0.34 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | -20.83 | 14.99 | 0.34 | 21.38 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理。

该公司旗下上市公司华谊集团、氯碱化工每年有现金分红支出，2020 年分别分红 2.11 亿元和 1.16 亿元，因此权益融资净额以净流出为主。公司筹资现金流入以债务融资为主，2018-2020 年及 2021 年前三季度债务类净融资额分别为-13.85 亿元、26.57 亿元、6.06 亿元和 31.13 亿元，现金利息支出随债务规模扩大而增长。其他因素对筹资环节现金流影响较小。同期，公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-20.83 亿元、14.99 亿元、0.34 亿元和 21.38 亿元。

4. 资产质量

图表 32. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | | 2018 年末 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 9 月末 |
|------------------------------------|-----------|---------|--------|--------|-------------|
| 流动资产 | 金额（亿元） | 320.74 | 375.53 | 310.50 | 354.76 |
| | 占总资产比重（%） | 45.12 | 47.60 | 39.38 | 39.97 |
| 其中：货币资金（亿元） | | 157.96 | 163.10 | 125.40 | 121.38 |
| 交易性金融资产（亿元） ⁵ | | 3.33 | 17.19 | 17.49 | 17.67 |
| 应收票据（含应收款项融资）（亿元） | | 29.88 | 7.89 | 7.21 | 5.14 |
| 应收款项融资（亿元） | | — | 23.81 | 28.64 | 29.46 |
| 应收账款（亿元） | | 32.66 | 31.28 | 30.33 | 40.65 |
| 存货（亿元） | | 66.05 | 67.75 | 60.19 | 63.07 |
| 持有待售资产（亿元） | | — | 22.31 | — | — |
| 非流动资产 | 金额（亿元） | 390.15 | 413.39 | 477.91 | 532.89 |
| | 占总资产比重（%） | 54.88 | 52.40 | 60.62 | 60.03 |
| 其中：可供出售金融资产+其他权益工具投资+其他非流动金融资产（亿元） | | 42.13 | 35.98 | 37.62 | 35.43 |
| 长期股权投资（亿元） | | 65.70 | 76.78 | 97.87 | 102.30 |
| 固定资产（亿元） | | 184.18 | 188.10 | 182.95 | 234.36 |
| 在建工程（亿元） | | 37.98 | 28.46 | 76.73 | 62.05 |
| 无形资产（亿元） | | 40.27 | 41.58 | 42.04 | 40.92 |

⁵ 2019 年末起包括交易性金融资产和以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产。

| 主要数据及指标 | 2018 年末 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 9 月末 |
|------------------|---------|--------|--------|-------------|
| 期末全部受限资产账面价值（亿元） | 30.14 | 23.60 | 14.68 | — |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 4.24 | 2.99 | 1.86 | — |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理。

注：2021 年 9 月末受限资产数据未提供

2018-2020 年末和 2021 年 9 月末，该公司总资产分别为 710.90 亿元、788.92 亿元、788.41 亿元和 887.64 亿元。公司具有重资产运行特征，资产形态上非流动资产占比略高于流动资产，加之近年来广西钦州一体化基地等重点项目投建，2021 年 9 月末非流动资产占资产总额的比重约 60%。

该公司流动资产主要包括货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收款项融资、应收账款和存货等。2020 年末公司货币资金为 125.40 亿元（其中受限资金 11.98 亿元），受新增联营企业投资及广西钦州等在建项目投入影响有所减少。交易性金融资产为 17.49 亿元，主要为权益工具投资 13.81 亿元和债务工具投资 3.30 亿元，以公允价值计量。2019 年公司采用新金融工具准则，将以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款重分类至应收款项融资，2020 年末应收票据（含应收款项融资）为 28.64 亿元，受行业环境影响有所增加。应收账款为 30.33 亿元，较上年末基本持平，账龄主要为 1 年以内。存货为 60.19 亿元（累计计提跌价准备 2.87 亿元），较上年末减少 11.16%，主要受原材料价格下降及房地产项目结转等影响；其中原材料为 18.68 亿元（累计计提跌价准备 1.27 亿元），库存商品为 33.51 亿元（累计计提跌价准备 1.36 亿元）。2019 年末公司持有待售资产 22.31 亿元，为持有的上海旖华的部分股权，2020 年公司出售部分股权后，由并表子公司转为长期股权投资，因此 2020 年末该科目无余额。

该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产等。2020 年末可供出售金融资产+其他权益工具投资+其他非流动金融资产为 37.62 亿元，大部分以公允价值计量，易受市场价格波动影响。同期末长期股权投资为 97.87 亿元，较上年末增长 27.47%，主要系对参股公司追加投资及权益法确认投资收益所致；其中持有上海化学工业区发展有限公司、上海亨斯迈聚氨脂有限公司、上海旭东海普药业有限公司和上海华林工业气体有限公司股权期末余额分别为 23.50 亿元、5.73 亿元、4.12 亿元和 3.01 亿元，上述企业当年盈利增强并贡献了较大的投资收益。公司固定资产为 182.95 亿元，在建工程转入与当期折旧基本持平，较上年变动不大；在建工程为 76.73 亿元，较上年末增加 48.27 亿元，主要投入项目包括广西钦州工业气体岛项目、合成气综合利用项目等，2020 年上述两个项目分别新增投入 37.48 亿元和 2.03 亿元。无形资产为 42.04 亿元，主要为土地使用权。

2021 年 9 月末，该公司资产总额较上年末增长 12.59%，其中应收票据较上年末增长 55.94%至 55.90 亿元，应收账款较上年末增长 30.29%至 39.51 亿

元，主要随部分产品价格及产销量增加而增长；预付款项较上年末增长 117.78%至 24.99 亿元，主要为广西项目预付设备款等增加；固定资产较上年末增长 28.11%至 234.36 亿元，主要系广西钦州工业气体岛项目部分转固；在建工程较上年末减少 19.13%至 62.05 亿元，主要系广西钦州一体化生产基地等项目投入金额少于转固金额。

2020 年末，该公司受限资产账面价值为 14.68 亿元，占资产总额的 1.86%。除上述 11.98 亿元受限货币资金外，受限资产还主要包括固定资产（1.14 亿元）和应收票据（1.32 亿元），均作为借款抵押物而受限。

5. 流动性/短期因素

图表 33. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率（%） | 111.16 | 129.43 | 106.96 | 129.32 |
| 速动比率（%） | 83.86 | 101.94 | 82.27 | 98.17 |
| 现金比率（%） | 66.25 | 73.04 | 61.25 | 72.80 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理

从资产流动性指标看，2018-2020 年末及 2021 年 9 月末该公司流动比率分别为 111.16%、129.43%、106.96%和 129.32%，速动比率分别为 83.86%、101.94%、82.27%和 98.17%，受市场环境有所波动。同期末现金比率分别为 66.25%、73.04%、61.25%和 72.80%，公司货币资金充裕，可为债务偿付提供良好保障。另外，公司非流动资产中可供出售金融资产、其他非流动金融资产等包括上市公司股票，变现能力较强，长期股权投资和无形资产亦具有一定的可变现能力，可作为公司流动性的补充来源。

6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2020 年末该公司因合同纠纷、股权转让纠纷等产生的未决诉讼或仲裁事项共 1 宗，涉诉金额不大，涉及事项为美国商务部于 2014 年对华谊集团下属中国北美轮胎联合销售公司进行反倾销调查，计提预计负债 200 万美元，对公司的经营及财务不构成重大影响。截至 2021 年 9 月末公司对外担保共 17 宗，总金额为 13.54 亿元，担保比率为 3.36%，担保规模较小，所面临的代偿风险可控。

图表 34. 截至 2021 年 9 月末公司主要对外担保情况（单位：万元）

| 担保公司 | 被担保公司名称 | 担保方式 | 担保种类 | 担保金额 |
|--------------|----------------|--------|------|-----------|
| 上海华谊（集团）公司 | 内蒙古亿利化学工业有限公司 | 连带责任保证 | 贷款担保 | 42,478.85 |
| 上海华谊集团股份有限公司 | 浙江华泓新材料有限公司 | 连带责任保证 | 贷款担保 | 37,275.00 |
| 上海华谊集团投资有限公司 | 普莱克斯（广西）气体有限公司 | 连带责任保证 | 贷款担保 | 30,921.90 |
| 上海华谊集团投资有限公司 | 广西天宜环境科技有限公司 | 连带责任保证 | 贷款担保 | 18,200.80 |
| 上海华谊集团股份有限公司 | 大连新阳光材料科技有限公司 | 连带责任保证 | 贷款担保 | 3,870.60 |
| 上海华谊精细化工有限公司 | 上海国际油漆有限公司 | 连带责任保证 | 贷款担保 | 2,880.00 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理。

7. 母公司/集团本部财务质量

2020 年末，该公司本部总资产为 361.55 亿元，其中流动资产为 86.79 亿元，主要包括货币资金 40.00 亿元和其他应收款 46.25 亿元（主要为对子公司的集团内部借款）；非流动资产为 274.75 亿元，其中长期股权投资 231.71 亿元（主要为对下属子公司的股权投资，其中持有的上市公司华谊集团股权账面价值为 47.75 亿元，氯碱化工股权账面价值为 5.37 亿元，均为无质押状态），无形资产为 7.42 亿元。公司本部负债总额为 212.29 亿元，其中刚性债务为 182.24 亿元（其中短期刚性债务为 139.80 亿元），其他应付款为 25.51 亿元。2020 年，公司实现营业收入 0.61 亿元，确认投资收益 7.72 亿元，净利润为 6.21 亿元；经营性现金流净额为-2.67 亿元。2021 年 9 月末，公司本部总资产 370.03 亿元，负债总额 232.15 亿元，其中刚性债务 201.98 元（短期刚性债务 115.63 亿元）。2021 年前三季度公司本部营业收入 0.39 亿元，净利润-0.72 亿元，经营环节现金净流入-4.19 亿元。

整体看，公司本部主要承担总部管理职能，经营性业务及资产主要分布于华谊集团等下属公司，本部核心资产主要为对子公司的股权投资，本部营业收入规模很小，盈利主要来源于投资收益。公司本部刚性债务规模较大，所筹集的资金主要用于下属企业的经营发展，具体表现为对下属公司内部借款金额较大。公司将财务公司作为日常头寸平衡、资金调度和资金结算的平台，在债务偿付时，本部可以统筹集团内非上市板块资源（上市子公司资金独立性很强），根据总体资金状况对债务的偿付进行安排。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为国有独资企业集团，上海市国资委是公司唯一的出资人。因响应政府号召节能减排产业结构调整而享受持续性财政补贴和科研、退税等其他形式补贴收入。2018-2020 年，公司获得补贴收入分别为 6.76 亿元、5.49 亿元和 2.75 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行保持了良好的合作关系。截至 2021 年 9 月末，公司获主要合作银行⁶授信额度合计 1,143.63 亿元，已使用额度 285.46 亿元，未使用授信为 858.17 亿元，融资空间充足。

⁶ 包括：工商银行、农业银行、交通银行、中国银行、国家开发银行、浦发银行、招商银行、兴业银行、进出口银行和上海银行等 10 家。

图表 35. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 授信总额 | 已使用额度 | 未使用授信 |
|------------------|----------|--------|--------|
| 全部（亿元） | 1,143.63 | 285.46 | 858.17 |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | 286.50 | 96.75 | 189.75 |
| 工农中建交五大商业银行（亿元） | 481.13 | 146.44 | 334.69 |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 67.12 | 85.19 | 61.11 |

资料来源：根据上海华谊所提供数据整理（截至 2021 年 9 月末）

评级结论

该公司系上海市国资委独资企业，股权结构清晰、稳定。公司法人治理结构、组织结构健全，可满足日常经营管理需要。

该公司是我国规模最大的综合类化工企业集团之一。公司业务涵盖多个化工子行业，在生产规模、市场品牌和产业一体化等方面具有很强的竞争优势。2020 年受疫情影响，甲醇、醋酸、烧碱等产品价格下降，市场较为疲软，公司主要化工产品产销量有所下滑，加之压缩贸易业务，当年公司收入和主业盈利规模均有所下滑；2021 年前三季度受益于化工市场环境好转，广西基地甲醇、醋酸新增产能投产，甲醇、醋酸、氯碱、丙烯酸及酯等主要化工产品价格大幅上涨，加之上年疫情期间基数较低，整体收入及盈利同比大幅提升。公司正大力推进广西钦州化工新材料一体化生产基地建设，工业气体岛项目一期于 2021 年 6 月投产，关注资本性支出压力和投产产能释放情况。

近年来，该公司刚性债务总体呈增长趋势，随着长期借款的增加，债务期限结构有所改善，资产负债率维持较合理水平。公司经营性现金保持净流入，账面货币资金存量较充裕，可为债务偿付提供支撑。公司未来 1-2 年仍有一定规模的资本性支出，刚性债务及杠杆水平可能进一步上升。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期（本信用评级报告出具之日起至 2022 年 11 月 25 日止）内，本评级机构将持续关注发行人外部经营环境的变化、影响发行人经营或财务状况的重大事件、发行人履行债务的情况等因素。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

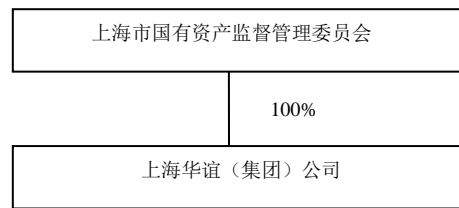
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

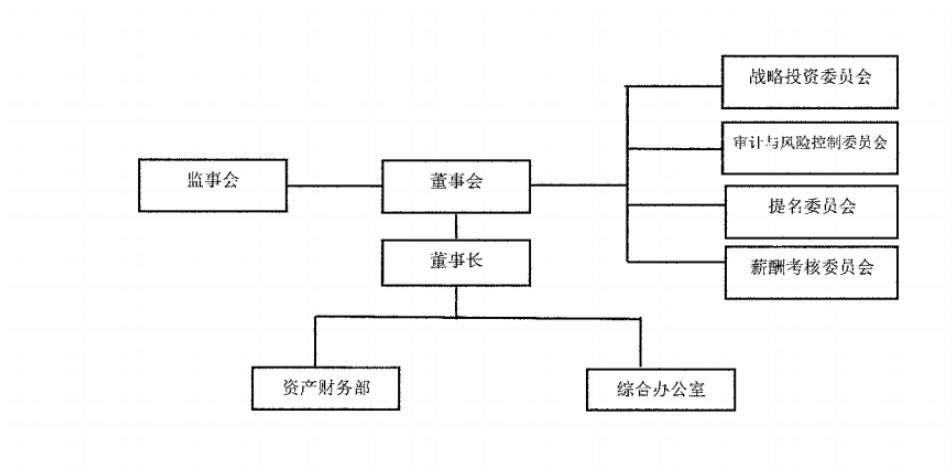
公司与实际控制人关系图



注：根据上海华谊提供的资料绘制（截至 2021 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海华谊提供的资料绘制（截至 2021 年 9 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例 (%) | 主营业务 | 2020 年（末）主要财务数据（亿元） | | | | | | 备注 |
|----------------|-------|-------|-------------|---------------|---------------------|-----------|----------|---------|----------------|------------|----------------|
| | | | | | 刚性债务余额（亿元） | 所有者权益（亿元） | 营业收入（亿元） | 净利润（亿元） | 经营环节现金净流入量（亿元） | EBITDA（亿元） | |
| 上海华谊（集团）公司 | 上海华谊 | 本级 | - | 投资管理为主 | 182.24 | 149.26 | 0.61 | 6.21 | -2.67 | 12.71 | 单体口径 |
| 上海华谊集团股份有限公司 | 华谊集团 | 子公司 | 42.01 | 化工生产与经营及化工服务等 | 79.45 | 211.15 | 284.19 | 4.07 | 11.11 | 29.79 | 二级子公司，合并数据 |
| 上海氯碱化工股份有限公司 | 氯碱化工 | 子公司 | 46.59 | 氯碱产品 | 0.63 | 52.76 | 48.89 | 6.01 | 4.09 | 8.61 | 二级子公司，合并数据 |
| 双钱轮胎集团有限公司 | 双钱轮胎 | 子公司 | 100.00 | 轮胎产品 | 25.81 | 22.64 | 79.35 | -1.92 | 5.55 | 3.18 | 华谊集团二级子公司，合并数据 |
| 上海三爱富新材料科技有限公司 | 新材料科技 | 子公司 | 100.00 | 含氟化学产品 | 14.63 | 24.19 | 27.37 | -0.73 | 4.91 | 1.91 | 二级子公司，合并数据 |
| 上海天原（集团）有限公司 | 天原集团 | 子公司 | 100.00 | 化工物流与贸易等 | 1.84 | 10.08 | 20.62 | 0.52 | 0.53 | 1.23 | 华谊集团二级子公司，合并数据 |
| 上海华谊精细化工有限公司 | 精化公司 | 子公司 | 100.00 | 涂料等 | 0.33 | 25.43 | 25.77 | 2.23 | 2.79 | 3.42 | 华谊集团二级子公司，合并数据 |
| 上海华谊能源化工有限公司 | 华谊能化 | 子公司 | 100.00 | 能源化工 | 21.09 | 72.70 | 97.11 | 2.34 | 5.41 | 9.02 | 华谊集团二级子公司，合并数据 |
| 上海华谊新材料有限公司 | 新材料公司 | 子公司 | 100.00 | 丙烯酸及酯等 | 0.72 | 19.88 | 39.81 | 0.09 | 6.62 | 2.37 | 华谊集团二级子公司，合并数据 |
| 上海华谊集团房地产有限公司 | 华谊房地产 | 子公司 | 100.00 | 房地产 | 0.00 | 28.42 | 10.91 | 9.91 | -4.06 | 12.44 | 二级子公司，合并数据 |

注 1：根据上海华谊 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；

注 2：公司本部对非上市子公司的持股比例的截至日为 2020 年末，上市子公司为 2021 年 9 月末。

附录四：

主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 前三季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 资产总额 [亿元] | 710.90 | 788.92 | 788.41 | 887.64 |
| 货币资金 [亿元] | 157.96 | 163.10 | 125.40 | 127.82 |
| 刚性债务[亿元] | 227.31 | 271.17 | 275.19 | 320.25 |
| 所有者权益 [亿元] | 329.20 | 361.42 | 365.12 | 402.89 |
| 营业收入[亿元] | 605.98 | 550.94 | 424.02 | 445.65 |
| 净利润 [亿元] | 44.64 | 26.18 | 16.54 | 41.61 |
| EBITDA[亿元] | 88.60 | 66.34 | 53.52 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 68.57 | 29.74 | 23.56 | 41.12 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -30.59 | -39.58 | -55.65 | -60.10 |
| 资产负债率[%] | 53.69 | 54.19 | 53.69 | 54.61 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 144.82 | 133.28 | 132.68 | 125.80 |
| 流动比率[%] | 111.16 | 129.43 | 106.96 | 129.32 |
| 现金比率[%] | 66.25 | 73.04 | 61.25 | 72.80 |
| 利息保障倍数[倍] | 6.26 | 4.27 | 3.30 | — |
| 担保比率[%] | 2.45 | 1.78 | 3.74 | — |
| 营业周期[天] | 60.43 | 71.39 | 71.39 | — |
| 毛利率[%] | 12.54 | 11.73 | 11.55 | 18.47 |
| 营业利润率[%] | 9.03 | 5.54 | 5.39 | 11.83 |
| 总资产报酬率[%] | 9.28 | 5.65 | 3.80 | — |
| 净资产收益率[%] | 13.88 | 7.58 | 4.55 | — |
| 净资产收益率*[%] | 15.75 | 8.77 | 4.97 | — |
| 营业收入现金率[%] | 119.58 | 112.41 | 96.04 | 93.50 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 23.85 | 10.28 | 8.12 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 10.00 | -2.43 | -7.54 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 8.53 | 6.68 | 5.90 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.40 | 0.27 | 0.20 | — |

注：表中数据依据上海华谊经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|---|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100% |
| 权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100% |
| 流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100% |
| 速动比率(%)=(流动资产合计-存货-预付账款-待摊费用)/流动负债合计×100% |
| 现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100% |
| 利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100% |
| 营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100% |
| 总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100% |
| 净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100% |
| 净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100% |
| 营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100% |
| EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息) |
| EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2 |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 投 资 级 | AAA 级 | 发行人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 级 | 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低 |
| | A 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投 机 级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至 2022 年 11 月 25 日止。新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《基础化工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。