

## 化工行业发债企业信用分析

2020 年 10 月 22 日

### 要点

- 我们认为，在样本企业中，中国化工、中国蓝星、中化国际、万华化学由于竞争地位突出，或受到一定的潜在政府支持，他们的潜在主体信用质量处于领先地位。
- 我们认为，恒力集团和荣盛控股得益于其大型炼化项目与较完整的产业链，在民营化工企业当中竞争地位处于领先水平，但财务杠杆较高。
- 我们认为中国化工行业竞争激烈，周期性较强，大部分企业规模偏小，行业风险处于较高水平。

### 概述

我们选取化工行业 25 家代表性企业，利用标普信评相关分析方法，基于公开信息展开案头分析，得出了我们关于这些企业信用质量高低的初步看法，即我们所称的“潜在主体信用质量”（见下图）。这 25 家企业业务范围涵盖了目前本行业中大部分业态。样本企业名称及简称请参阅附录。

### 分析师

王雷

北京

+86-10-6516 6038

[lei.wang@spgchinaratings.cn](mailto:lei.wang@spgchinaratings.cn)

张晓

北京

+86-10-6516 6036

[xiao.zhang@spgchinaratings.cn](mailto:xiao.zhang@spgchinaratings.cn)

焦迪

北京

+86-10-6516 6039

[di.jiao@spgchinaratings.cn](mailto:di.jiao@spgchinaratings.cn)

贾蕴鑫

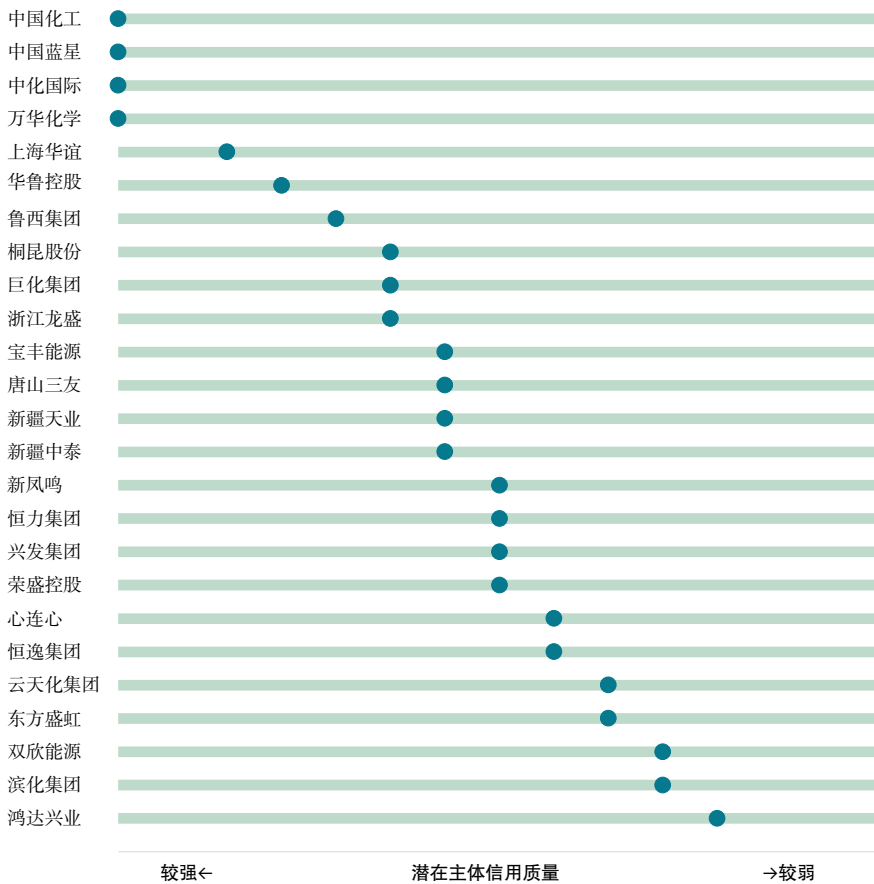
北京

+86-10-6516 6041

[yunxin.jia@spgchinaratings.cn](mailto:yunxin.jia@spgchinaratings.cn)

图1

样本企业潜在主体信用质量排序



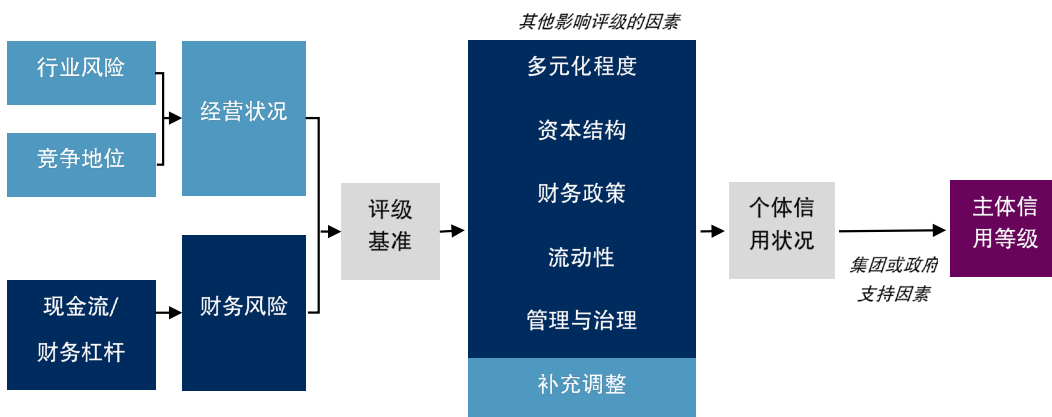
注：1. 图中仅展示潜在主体信用质量的相对顺序。2. 中国化工的潜在主体信用质量是合并之前的，合并后新的集团潜在主体信用质量可能会变动。

资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本文对企业潜在主体信用质量的分析采用了标普信评工商企业评级方法论框架。我们在分析非金融企业信用质量的时候，通常会先分析企业的业务状况、财务风险和其他自身因素，得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

图2



资料来源：标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

## 业务状况

一般情况下，我们通过综合考虑行业风险和竞争地位，来评估企业的业务状况。

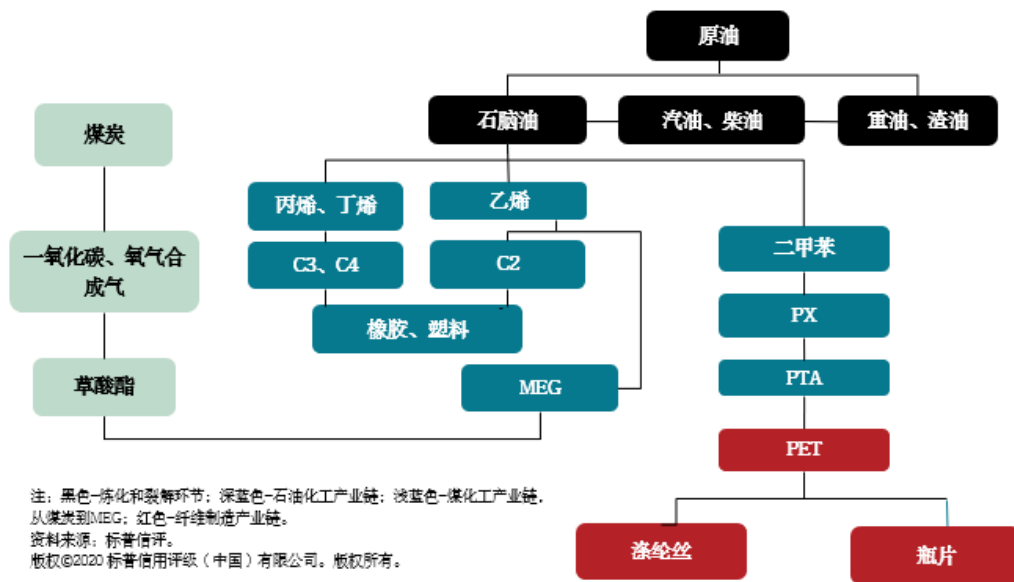
### 行业风险

我们认为基础化工行业的行业风险处于较高水平（4），在我们六档行业打分中位居中等偏高。我们认为，除了行业周期性较强以外，国内基础化工行业产品由于同质性强，附加值偏低，竞争较为激烈。但特种化工因为行业壁垒较高，具有应用领域专业、规格多、差异大的特点，行业风险比基础化工相对要低，为（2）。

**基础化工品行业竞争较为激烈，原材料以石油为主，煤炭为辅，子行业众多。**基础化工行业同类产品的同质性较高，国内或国际存在大宗商品交易市场，企业一般是价格接受者，而且企业数量众多、规模偏小，市场竞争格局分散。在石油化工领域，最近几年随着东部沿海地区多个以化工品为主的炼化项目的投产，一些重要基础化工品新增产能规模较大，供过于求，竞争局面变得更加激烈，高成本企业承受的压力在上升。同时，中国凭借丰富的煤炭资源，发展出比较独特的煤化工产业，如传统的氯碱化工、合成氨等，主要产品包括苯、甲醇、聚氯乙烯（PVC）、尿素等，近年来又发展到煤制烯烃、煤制乙二醇或煤制油等领域。和海外相比，中国西部地区氯碱化工有着明显的成本优势。但是，近两年，煤化工项目投产产能较大，供给逐渐宽松，加剧了一些化工品的竞争，若叠加油价低位运行，与石化产品竞争的局面会更加激烈。

图3

基础化工的两大产业路线-石油化工与煤化工



行业周期性较强，价格波动较大。供给侧改革、需求和油价等成为近几年影响化工品价格波动的主要因素。2016年，化工行业拉开了供给侧改革的序幕。受此影响，化工品价格在2016年开始逐步回升，同时期国际油价有所回暖，也对化工品价格的回升起到帮助作用。然而2020年受疫情和低油价双重影响，化工品价格出现急跌，随着经济活动的复苏而有所回升。

图4

主要化工品价格-石油化工&煤化工

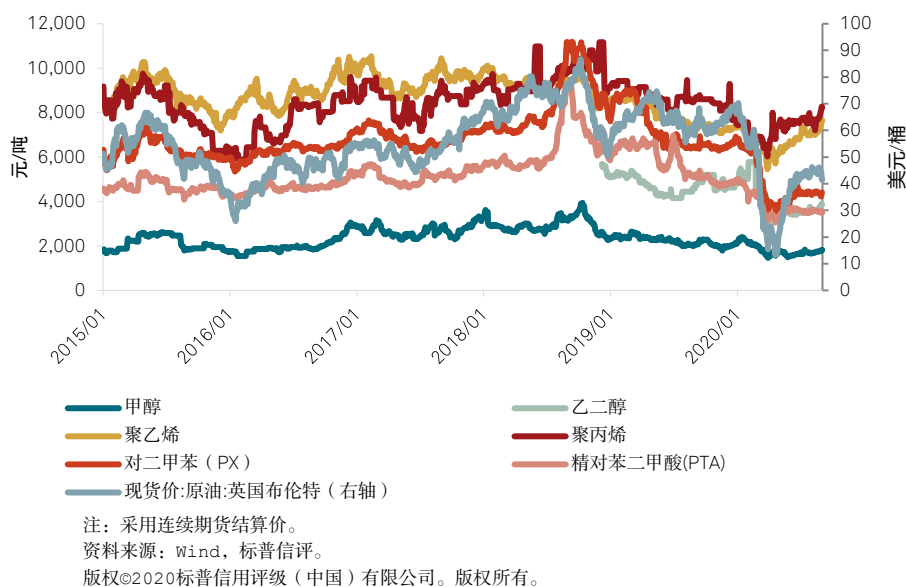
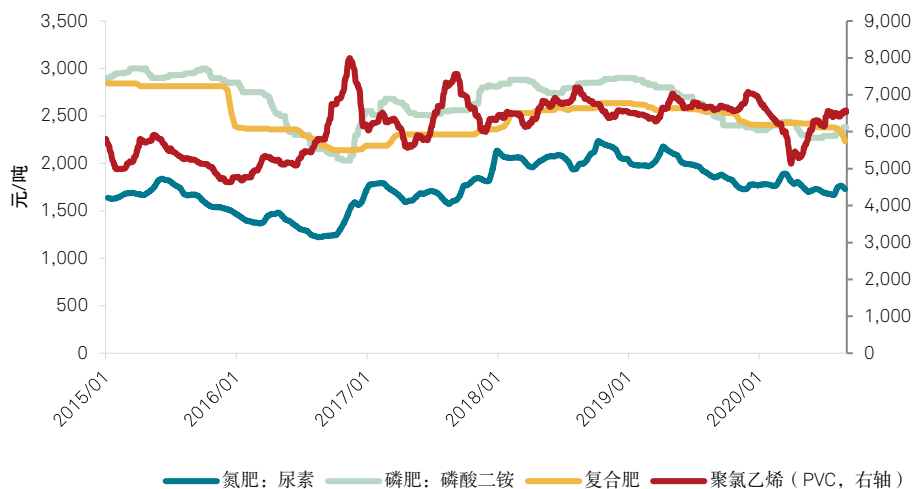


图5

主要化工品价格-化肥&聚氯乙烯



竞争地位分析

我们一般从竞争优势、规模范围和多样性、经营效率以及盈利能力四个方面来考量企业在所处行业中的竞争地位。对于基础化工企业，由于产品同质化水平较高，我们通常更关注两个方面：经营效率；规模、范围和多样性。

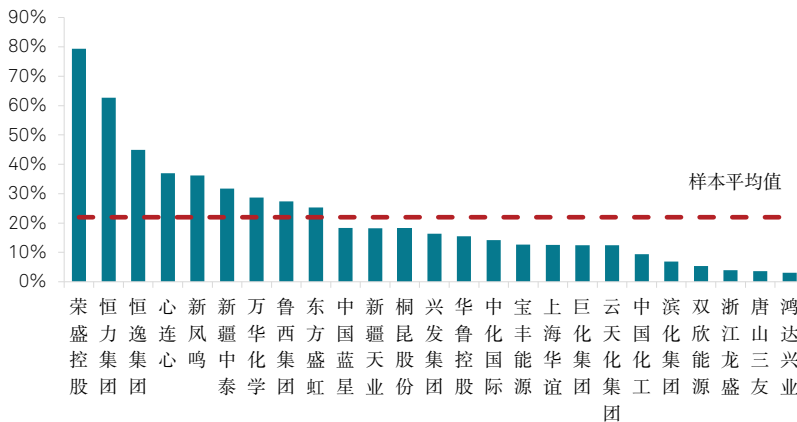
## 竞争优势

我们认为，企业的行业地位存在差异，受子行业的影响比较明显。化工品种类繁多，产品间的差异很大，形成了众多的子行业，每个子行业的进入壁垒、竞争格局、供需关系、产品结构、资本开支需求、技术水平都可能存在较大差异，使得企业在各自细分行业中的竞争力也不尽相同。领先的行业地位虽然为企业带来的议价能力可能有限，但有利于企业维持良好的上下游客户关系，而且企业如何取得领先地位往往与其战略发展息息相关。在细分领域当中，中国化工旗下的中国蓝星在有机硅领域、先正达在农化领域、万华化学在聚氨酯领域、浙江龙盛在染料领域、桐昆股份在化纤领域、新疆中泰在氯碱领域、华鲁控股在煤化工领域等都具有较明显的领先地位。

我们发现，充足的资本开支有利于企业维持其竞争优势。化工行业是资本密集型行业，而且国内化工行业正处于不断升级的阶段，更需要大量的资本投入。我们很看重企业是否有能力维持足够的资本投资，企业选择的发展战略是否符合自身情况和行业趋势，以及在行业发展过程中是否能够始终保持领先地位，这些对企业的项目管理能力和对行业趋势的判断力提出了更高的要求。能够维持大规模资本开支并向上下游产业链拓展的企业，更容易取得较突出的竞争优势。

图6

2017-2019年样本化工企业平均资本开支与净资产比率



注：东方盛虹的数据是2018-2019年两年平均值。  
资料来源：企业年报，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，近些年石油炼化领域与煤化工领域的扩张的策略将有利于企业增强其竞争优势。石油炼化领域以恒力集团、荣盛控股、恒逸集团等民营化纤企业为代表。它们投入大量资金拓展上游产业链以实现原材料进口替代，同时与下游产业链相结合，不断提升竞争优势。在煤化工领域，以宝丰能源为代表的一些煤化工企业，依托西北地区丰富且廉价的煤炭资源，结合现代煤化工技术，进入煤制烯烃领域，向行业领先地位发展。

## 规模、范围和多样性

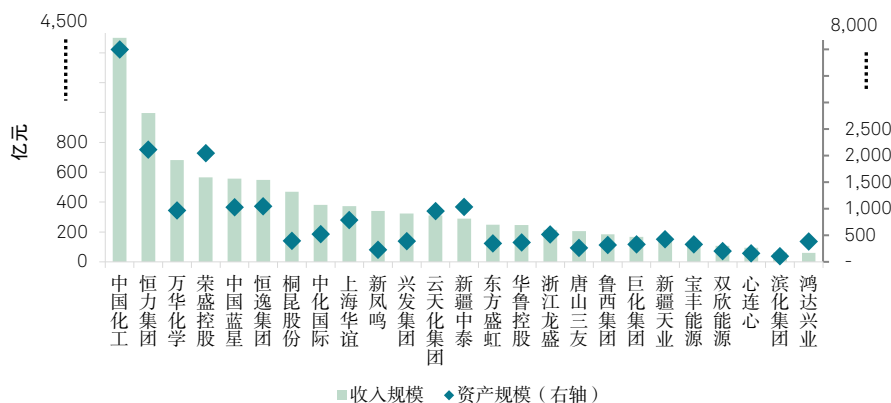
在考量化工企业的规模、范围和多样性时，我们主要关注企业的收入和资产规模、产业链的长度、产品的丰富程度、上下游集中度、地理分散程度等因素。

我们认为，更大的资产和收入规模通常代表更高的市场份额以及更丰富的产品种类，有利于企业发挥规模优势。中国大部分化工企业规模偏小。25家样本发债企业超过一半其资产规模在500亿以下，氯碱、化纤、农化等领域企业数量多，资产规模相仿。而在石油化工行业中，资本开支更高，企业规模普遍较大，但数量较少。行业中资产和收入规模最大的是中国化工，旗下子公司横跨多个细分

领域，在收入和资产规模方面远远领先于其他化工企业，待与中国中化集团完成合并后，新的集团在收入和资产规模方面的领先优势将更加明显。恒力集团、荣盛控股、恒逸集团因近些年陆续上马了大型化工项目，资产规模达到了千亿以上，收入规模也明显增加。万华化学也不断沿着聚氨酯产业链延伸，加大上游石化板块投资，主要发展碳3和碳4烯烃衍生物，实现聚氨酯板块部分原料自给，向下游则发展聚氨酯衍生特种化学品，该板块的收入占比正不断提升。

图7

2019年样本化工企业收入与资产规模

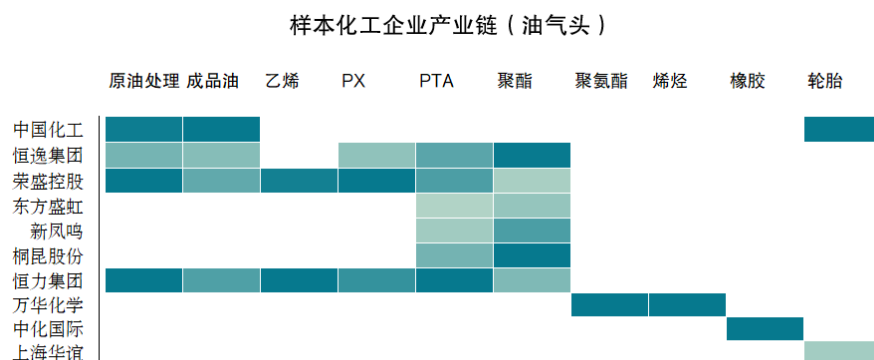


注：收入未包括贸易业务。中国化工的收入和资产数据不含中化集团。  
资料来源：公司年报，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在我们看来，较完整的产业链布局和丰富的产品线利于企业提升收入和现金流的稳定性。化工行业产业链条非常长，产品种类众多且周期性明显，企业通常分散在整个产业链中的一环或几环。若相关化工品价格剧烈波动，企业的收入和现金流将直接受到影响。如果企业的产业链较长，产品种类繁多，将有利于企业抵抗周期性波动的压力。我们根据不同的原材料对样本企业的主要产品和产业链进行了梳理。油头路线的主要产品包括成品油、乙烯、PX、聚酯和轮胎；煤头路线的主要产品有烧碱、PVC、尿素和甲醇等。不同化工品的价格决定因素各不相同，因此丰富的产品线有利于减少化工企业收入与现金流的波动性。

在以原油为原料的样本企业中，中国化工、恒力集团、荣盛控股、恒逸集团产品种类较多，特别是后面三家的产品形成了从炼油到化纤甚至纺织的垂直产业链，经营稳定性得到显著增强。万华化学也坚持沿着聚氨酯产业链进行垂直扩张，向上发展石化板块，向下进入附加值更高的聚氨酯衍生特种化工品，不断丰富产品种类，实现上下游产品互供，降低成本，以巩固其聚氨酯龙头地位。

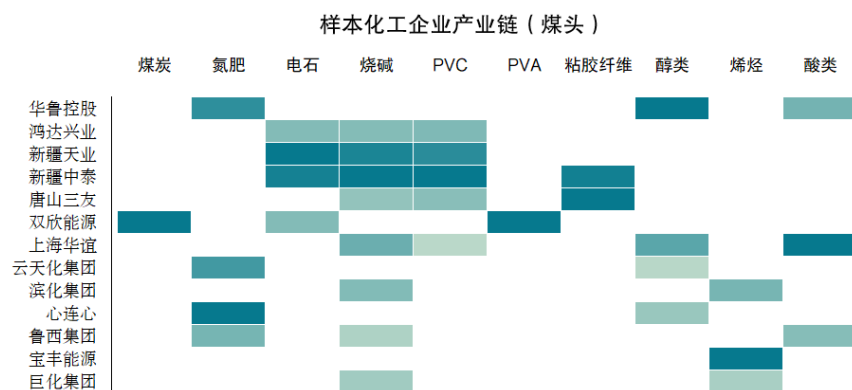
图8



注：颜色越深代表该品种产能越大。  
资料来源：公司年报，募集说明书，公开信息，标普信评。  
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在以煤炭为原料的化工企业中，华鲁控股、新疆中泰、上海华谊等企业的产业链条较长，产品种类较为丰富。

图9



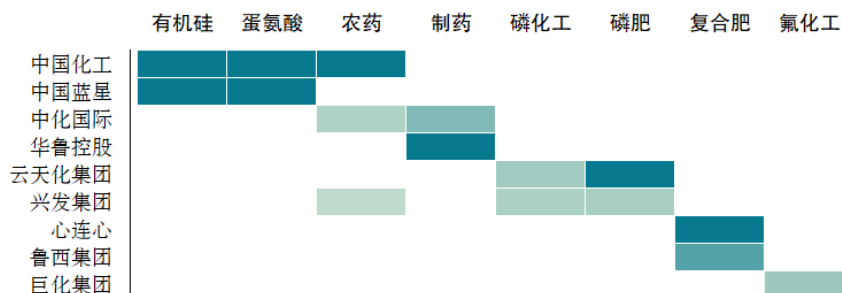
注：颜色越深代表该品种产能越大。  
资料来源：公司年报，募集说明书，公开信息，标普信评。  
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

此外，另有源自其他原材料的产业链条，比如磷矿、萤石、硅矿及原盐等。在样本企业中，云天化集团和兴发集团具有较完善的磷化工产业链，中国化工旗下的中国蓝星和先正达分别在有机硅、蛋氨酸、农药等领域具有领先优势。



图10

样本化工企业产业链（其他原料）



注：颜色越深代表该品种产能越大。  
资料来源：公司年报，募集说明书，公开信息，标普信评。  
版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

**上游原料和下游市场的集中度过高可能会导致化工企业的波动性上升。**如果上游原料供应商集中度过高，可能会限制企业成本的灵活性；如果下游客户或市场过于集中，企业也存在被拖累的可能。比如，生产 PTA 和聚酯所需的原材料曾经需要大量进口，对外依存度很高，化纤企业的发展受制于原材料，因此它们陆续完成了向上游拓展炼化业务。另外，聚酯的主要用途是制作化纤，而化纤又直接受到纺织行业发展的影响，在此次疫情当中，我们可以看到化纤企业一度受到了纺织行业景气度下滑带来的冲击。

**地理集中度过高是化工行业的信用风险之一，因为中国化工企业的地理分布通常临近西部原材料产地或东部下游市场。**化工品的生产与运输是一项危险性很高的工作，若企业的生产工厂分布较为单一，将增加自然灾害或生产事故损害企业信用资质的可能性，若多家工厂分散在多地，则有利于降低上述潜在风险对企业信用资质的影响。中国化工、恒力集团、荣盛控股、中国蓝星、万华化学、上海华谊、中化国际的生产基地分布于多地，而且中国化工、中国蓝星和万华化学有相当规模的海外产能，实现了一定程度的全球化布局，有利于降低企业的集中度风险。

图11

样本化工企业生产基地的地理分布

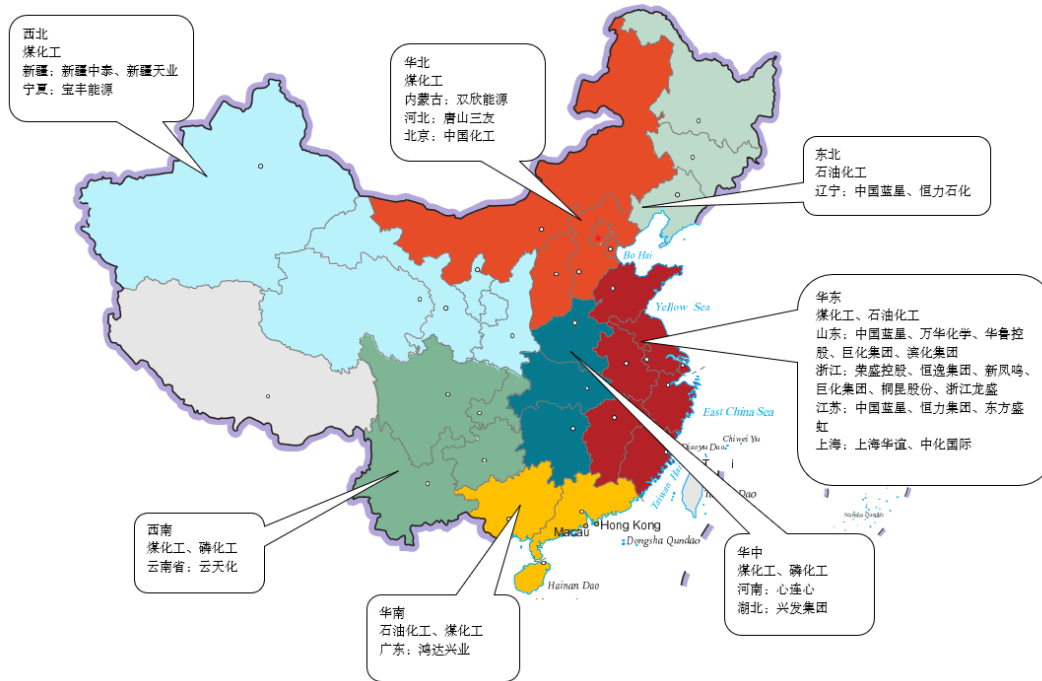
	东北	华北	华东	华中	华南	西南	西北	海外	资产规模(亿元)
中国化工	◆	◆	◆	◆	◆	◆	◆	◆	8,440
恒力集团	◆		◆						2,117
荣盛控股	◆		◆		◆				2,050
恒逸集团			◆					◆	1,048
新疆中泰							◆		1,039
中国蓝星	◆		◆					◆	1,029
万华化学			◆					◆	969
云天化集团						◆			960
上海华谊			◆			◆	◆	◆	789
中化国际			◆					◆	527
浙江龙盛			◆						516
新疆天业							◆		429
桐昆股份			◆						400
兴发集团				◆					394
鸿达兴业		◆							388
华鲁控股			◆						366
东方盛虹			◆						350
宝丰能源							◆		333
巨化集团			◆						330
鲁西集团			◆						321
唐山三友		◆							268
新凤鸣			◆						229
双欣能源		◆							205
心连心				◆					161
滨化集团			◆						111

资料来源：公开资料，标普信评。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图12

化工企业的地域分布



资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权 © 2020 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

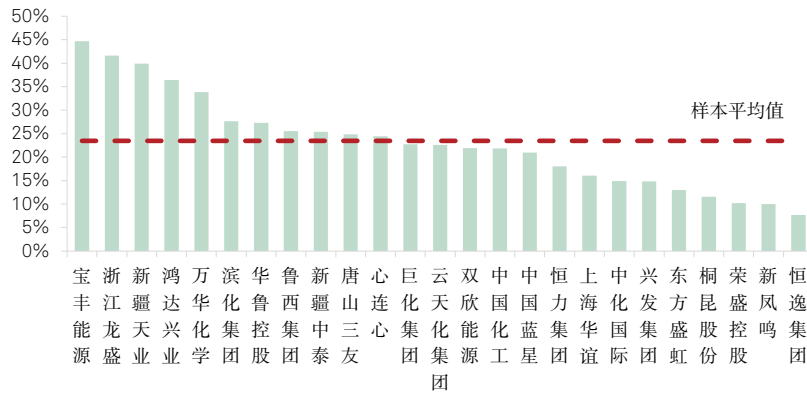
经营效率

对基础化工企业而言，在考量其经营效率时，我们首要考虑的是企业的成本。化工原材料和下游产品价格波动非常显著，因此我们也会关注企业面临上下游价格波动时的成本调节能力。

**我们发现，煤化工、石油炼化和特种化工企业的毛利率水平较高。**化工品种类非常多，每种化工品的成本、价格和利润率水平都不尽相同，而且不同企业的产品结构也相去甚远，直接跨领域比较企业的现金成本存在一定困难，因此，我们采用毛利率指标来比较企业的经营效率。一般而言，一家经营效率较高的化工企业，无论面对何种市场环境变化，其利润水平都应该优于同行业企业。宝丰能源、新疆天业、鸿达兴业和华鲁控股的毛利率排名靠前，它们都是以煤炭为主要原料的化工企业，主要产品包括 PVC、烯烃等，这些企业或凭借低廉的原料成本，或凭借较先进的技术工艺，提升了经营效率。浙江龙盛是染料行业龙头，染料属于特种化工品，较高的行业进入壁垒保证了公司的较高的毛利率。另外，MDI 生产的技术壁垒较高，万华化学作为全球聚氨酯龙头，是国内唯一一家拥有 MDI 技术自主知识产权的企业，为其利润率水平形成了较强的护城河；而且 MDI 产业链很长，万华化学在聚氨酯产业链上下游的布局较为完善，相应成本较低，因此在行业景气度下行时能够保持高于同行的利润水平。恒力集团的大型炼化项目在 2019 年投产，对当年的毛利率提升效果很显著，而荣盛控股的大型炼化项目于 2019 年末投产，预计能够大幅提升其未来的毛利率水平。

图13

2017-2019年样本化工企业毛利率

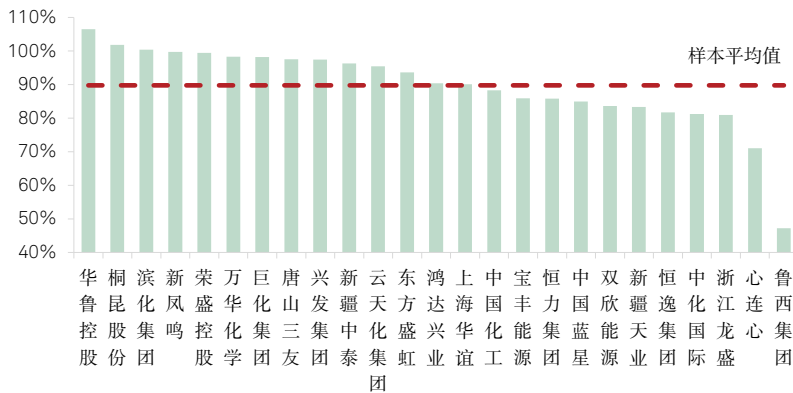


注：1. 不包括贸易业务。2. 东方盛虹的数据为2018-2019年两年平均值。  
资料来源：企业年报，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

产能利用率也是我们衡量化工企业经营效率的重要指标之一。产能利用率较高，意味着可以更好地发挥企业的规模效益，降低单位成本。近些年，国家对化工企业的安全生产和环保要求在不断提升，特别是在“响水工业园”事件之后，各地加快了退城进园的速度，部分化工企业的生产也受到影响。然而，在安全环保方面有一定优势的企业，可以借此机会增加生产，占领市场份额。鲁西集团的产能利用率较低，主要是因为企业调整了产品结构，将生产资源向附加值较高的化工品倾斜，导致尿素和复合肥产能利用率在过去三年逐渐下降，因此虽然产能利用率很低，但整体毛利率水平较高。心连心的产能利用率低于样本平均，主要是因为复合肥领域产能过剩，整体产能利用率不高。

图14

2019年样本化工企业产能利用率

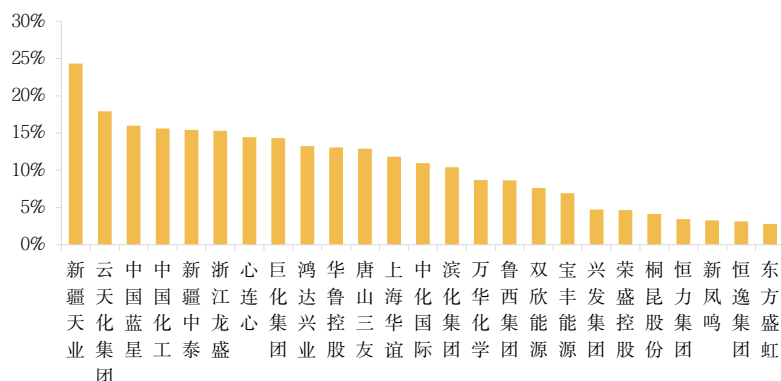


注：1、该图为样本企业主要产品平均产能利用率。  
资料来源：企业年报，募集说明书，公开资料，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，化工企业期间费用指标的差异，体现了子行业特征和成本管理能力的差异。除分析毛利率之外，我们也会考量企业的费用的控制能力，期间费用指标受行业特征与企业的规模与管理水平、人员负担、自动化信息化程度、历史沿革等因素影响。从下图可以看出，“炼化-PTA-化纤”产业链上的六家化纤企业的期间费用率较低，因为“PTA-化纤”领域的产品毛利率较低，所以企业必须通过更精细的管理来控制费用。而新疆天业的期间费用率较高，主要是由于产品运费增加和停工损失上升致使销售费用和管理费用均有所增长。

图15

2017-2019年样本化工企业期间费用率



注：1.收入未包括贸易业务。2.此处期间费用包括管理费用、销售费用和研发费用。3.期间费用率=期间费用/收入。4.东方盛虹的数据是2018-2019年两年平均值。

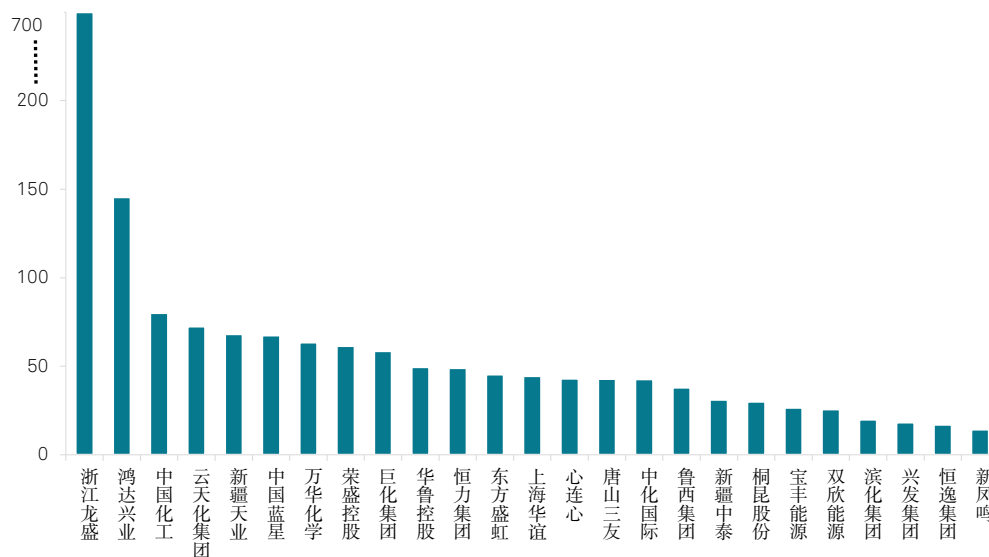
资料来源：公司年报，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于很多基础化工品储藏成本较高，我们认为存货周转也对企业的经营效率产生一定的影响。存货周转指标是化工企业管理成本的重要方面之一，是衡量企业购入存货、投入生产和销售收回等多个环节管理效率的综合性指标，行业平均存货周转天数在 45-80 天左右。新凤鸣、恒逸集团、兴发集团、滨化集团等企业的 存货周转较快，而鸿达兴业、浙江龙盛的周转较慢。鸿达兴业的周转速度在过去三年逐渐下降，主要是由于贸易业务规模较大，且公司在低价区间加大了存货规模。浙江龙盛的存货周转天数非常长，原因在于企业不断投入房地产项目导致存货增长且尚未实现销售；若剔除房地产业务，化工业务的存货周转天数约 160 天左右，仍高于同业，主要原因是染料属于特种化工品，周转速度慢于基础化工品。

图16

2017-2019年存货周转天数



注：东方盛虹的数据为2018-2019年两年平均值。

资料来源：Wind，标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

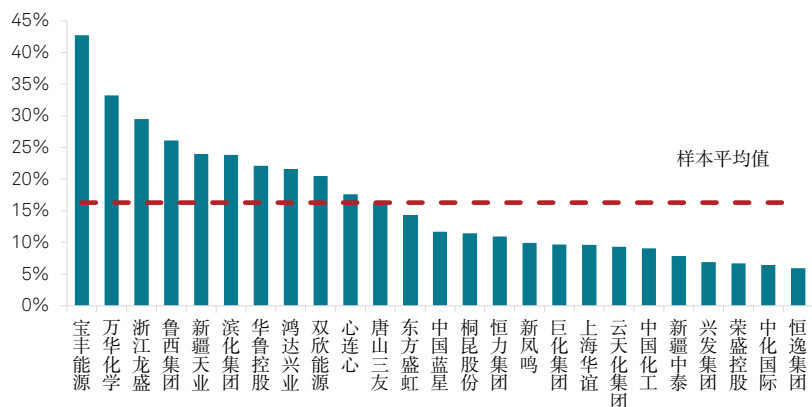
## 盈利能力

盈利能力是分析竞争地位时较为综合的指标，较高的产品附加值、较强的议价能力、出色的成本控制和费用控制能力，都有利于提升盈利能力。我们在评估化工企业的盈利能力时考量的主要指标包括 EBITDA 利润率和资本回报率（ROC）。

**我们认为，EBITDA 利润率体现了化工企业一定的产品附加值和溢价情况，但更重要的是体现了企业的成本管理能力。**我们认为宝丰能源、万华化学、浙江龙盛、鲁西集团、滨化集团和华鲁控股成本控制能力较好或产品附加值较高，从图中可以看出，它们的 EBITDA 利润率和 ROC 均高于行业一般水平。此外，恒力集团、荣盛控股和恒逸集团的大型炼化项目已经陆续投产，新增的高附加值石化产品和先进的生产设备将显著提升企业的盈利能力。

图17

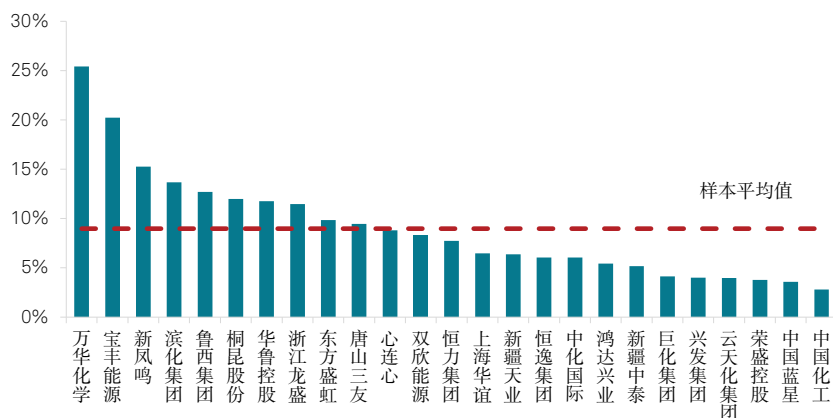
2017-2019年化工企业平均EBITDA利润率



注：1. 此处为样本企业的综合EBITDA利润率，非化工板块对于企业利润率亦有影响。2. 东方盛虹的数据为2018-2019年两年平均值。  
资料来源：Wind，公开信息，标普信评整理。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图18

2017-2019年化工企业平均资本回报率



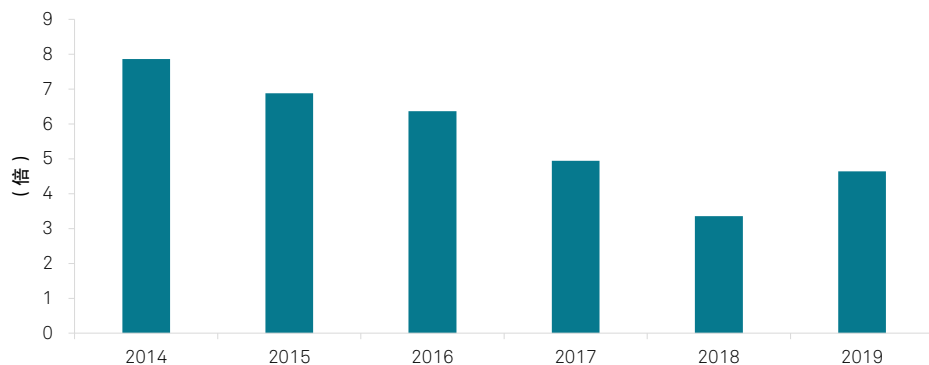
注：东方盛虹的数据是2018-2019年两年平均值。  
资料来源：Wind，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 财务风险

基础化工是典型的周期性行业，虽然下游需求较为广泛，但原材料价格波动剧烈，产品价差变化对企业盈利和现金流产生明显的影响。化工行业的供给侧改革力度虽不及钢铁、煤炭、水泥等领域，但对于化工企业的杠杆水平也具有一定改善作用。化工企业的杠杆水平更多受原材料价格变化及资本投入规模影响。随着2016年油价回暖，化工企业的杠杆水平从2017年开始有一定程度的下降。

图19

2014-2019年化工企业杠杆水平

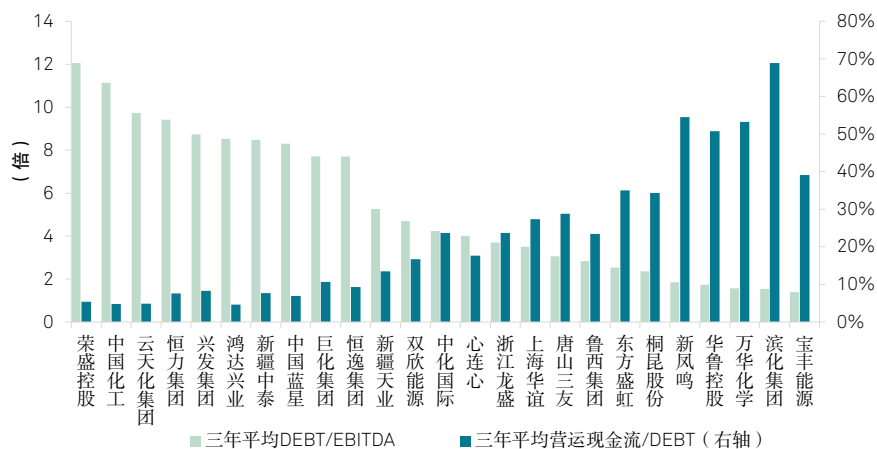


注：该数据为25家样本企业总债务/EBITDA指标的中位数。  
资料来源：Wind，公司年报，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于不同的发展战略、产品结构等因素，化工企业的杠杆水平存在着较大的差异。如荣盛控股、恒力集团、恒逸集团等近年来进行了较大规模的资本投入和产能扩张，杠杆水平显著上升，随着炼化一体化项目的投产，我们预计企业的财务杠杆将有所改善。中国化工在海外收购先正达后，杠杆也有明显变化。而宝丰能源、万华化学、华鲁控股等企业得益于较好的盈利水平，财务杠杆处于行业较低位置。滨化集团虽然历史财务杠杆率较低，然而我们预计未来两年滨化集团的财务风险将由于新项目的投资与建设而可能上升。

图20

2017-2019年化工企业核心偿债能力指标



注：东方盛虹的数据是2018-2019年两年平均值。  
资料来源：Wind，公司财务报告，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

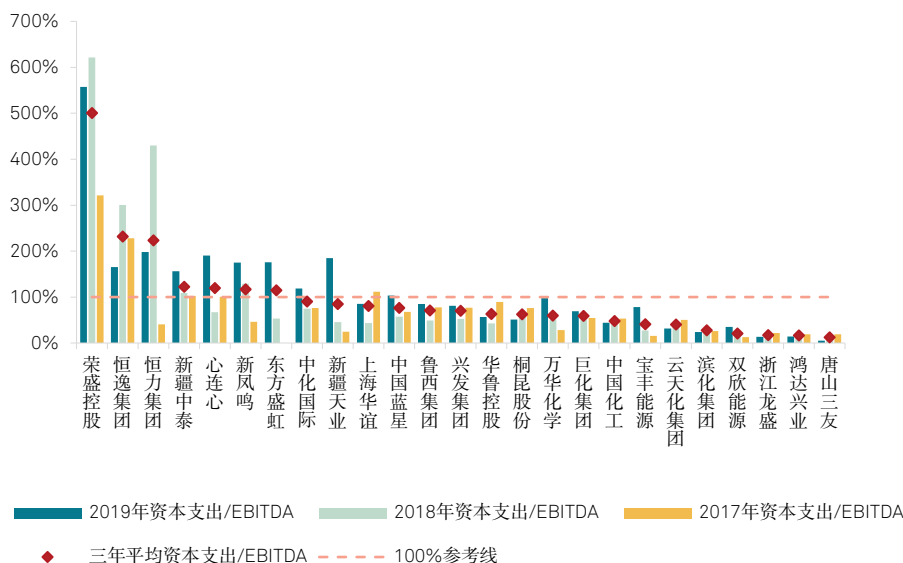
我们预计，在经济增速放缓且安全环保政策趋严的背景下，化工企业整体上资本支出负担一般，大部分样本企业的 EBITDA 可以较好地覆盖资本开支。近几年化工企业的资本支出普遍集中在石油化工和煤化工领域，尤其是荣盛控股、恒力集团、恒逸集团、东方盛虹、新凤鸣等化纤企业向上游石油炼化领域的扩张，从图中可以看出，随着大型炼化项目在 2019 年左右陆续投产，恒力集团、荣盛控股、



恒逸集团的 EBITDA 对资本开支覆盖能力得到明显改善。此外，新疆中泰、新疆天业和心连心等煤头企业的资本开支整体以技术改造、产能扩张为主，目前投资已经接近尾声。

图21

2017-2019年化工企业资本支出/EBITDA



注：东方盛虹的数据为2018-2019年。  
资料来源：公司财务报告，标普信评。  
版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

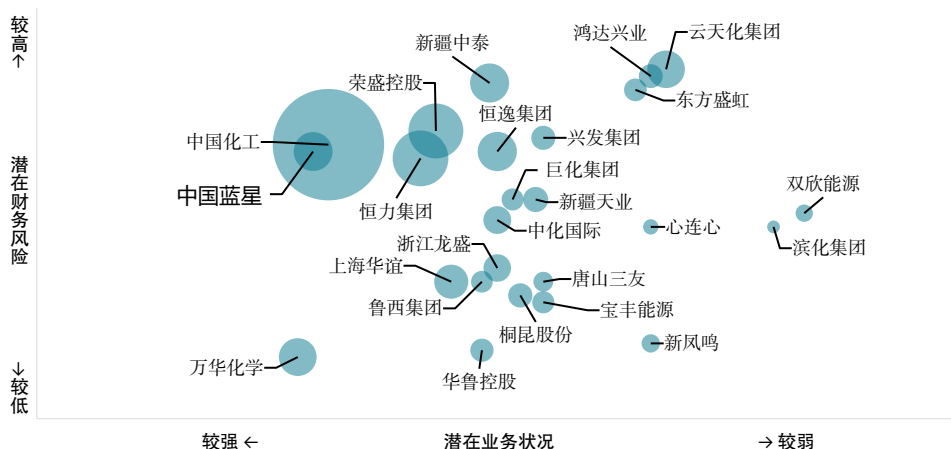
综合来看，我们认为部分化工企业的杠杆水平受供给侧改革影响得到了一定改善，但企业间的杠杆水平仍存在着较大的差异；受化工行业强周期性的影响，大部分化工企业的财务风险处于中等偏高水平。在行业周期下行时期，产品结构单一或激进扩张的企业将面临财务风险上升的压力。

## 潜在业务状况和财务风险分布

综合上述分析，我们得出了 25 家样本企业的潜在业务状况和财务风险。业务状况和财务风险的综合会构成我们评判企业信用质量的基准。在此基础上，我们通常会结合多元化程度、资本结构、财务政策、管理与治理、流动性、补充调整等其他因素，得出我们对企业个体信用状况的评价。

图22

样本化工企业的潜在业务状况和财务风险分布



注：气泡大小代表企业总资产规模。

资料来源：标普信评。

版权©2020标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 外部支持

在得出企业的潜在个体信用状况后，我们还考虑了政府或集团支持对企业信用状况的影响。虽然化工行业整体上民营企业数量占比较大，但在头部的化工企业中，国企和民营企业的占比相当。对于样本企业中的国企，我们通常认为它们能够获得不同程度的政府支持。在我们的分析中，政府支持反映了政府支持能力和政府支持意愿两个方面的因素。我们认为，由于各地经济、财政、债务等因素的不同，政府的潜在支持能力存在差异，构成了影响样本企业潜在主体信用质量的重要因素。另一方面，我们认为政府对于样本中国企的支持意愿一般比较强烈，有的企业作为行业中的整合者而具有很高的的重要性，有的企业作为当地经济支柱企业或行业龙头企业，也具有较高的重要性。此外，我们对支持意愿的分析也会参考地方政府对于当地国有企业的的历史支持，如对国有企业债务问题的处理方式。

## 附录

### 样本企业名单

序号	企业名称	企业简称	企业性质
1	滨化集团股份有限公司	滨化集团	民营企业
2	河南心连心化学工业集团股份有限公司	心连心	民营企业
3	恒力集团有限公司	恒力集团	民营企业
4	鸿达兴业集团有限公司	鸿达兴业	民营企业
5	华鲁控股集团有限公司	华鲁控股	地方国有企业
6	江苏东方盛虹股份有限公司	东方盛虹	民营企业
7	巨化集团有限公司	巨化集团	地方国有企业
8	鲁西集团有限公司	鲁西集团	中央国有企业
9	内蒙古双欣能源化工有限公司	双欣能源	民营企业
10	宁夏宝丰能源集团股份有限公司	宝丰能源	民营企业
11	上海华谊(集团)公司	上海华谊	地方国有企业
12	唐山三友碱业(集团)有限公司	唐山三友	无实际控制人
13	桐昆集团股份有限公司	桐昆股份	民营企业
14	万华化学集团股份有限公司	万华化学	地方国有企业
15	新凤鸣集团股份有限公司	新凤鸣	民营企业
16	新疆天业(集团)有限公司	新疆天业	地方国有企业
17	新疆中泰(集团)有限责任公司	新疆中泰	地方国有企业
18	宜昌兴发集团有限责任公司	兴发集团	地方国有企业
19	云天化集团有限责任公司	云天化集团	地方国有企业
20	浙江恒逸集团有限公司	恒逸集团	民营企业
21	浙江龙盛集团股份有限公司	浙江龙盛	民营企业
22	浙江荣盛控股集团有限公司	荣盛控股	民营企业
23	中国化工集团有限公司	中国化工	中央国有企业
24	中国蓝星(集团)股份有限公司	中国蓝星	中央国有企业
25	中化国际(控股)股份有限公司	中化国际	中央国有企业

注：上述企业按拼音排序。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2020 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。