



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪377号

鲁西化工集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“鲁西化工集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月五日

鲁西化工集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	鲁西化工集团股份有限公司		
债券名称	鲁西化工集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	18 鲁西 01		
债券代码	112825.SZ		
发行规模	人民币 9 亿元		
存续期限	2018/12/13~2023/12/13（3+2）		
上次评级时间	2018/11/26		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

鲁西化工	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	86.41	104.92	109.85	112.32
总资产（亿元）	250.65	277.75	277.87	279.84
总债务（亿元）	123.85	125.05	130.84	130.76
营业总收入（亿元）	109.49	157.62	212.85	49.69
营业毛利率（%）	15.68	26.06	28.33	21.20
EBITDA（亿元）	20.39	42.01	59.67	-
所有者权益收益率（%）	2.92	18.58	27.92	12.87
资产负债率（%）	65.52	62.22	60.47	59.86
总债务/EBITDA（X）	6.07	2.98	2.19	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.60	7.16	9.47	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

鲁西化工集团股份有限公司（以下简称“鲁西化工”或“公司”）近年持续推进化工园区一体化与智能化建设，化工产品品种丰富，产能不断增加，并由基础化工与化肥业务向化工新材料方向转型。2018 年，受益于多个新建及续建项目完工投产，公司化工产品产销量增加，加之化工产品价格上涨，公司收入规模及盈利能力随之大幅提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也注意到化工和化肥产品价格周期性较强、短期偿债压力较大以及仲裁事项等因素可能对公司信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持鲁西化工主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定；维持“鲁西化工集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA⁺。

正面

- 产业链与园区一体化进一步增强公司竞争力。公司不断完善园区一体化、集约化、园区化、智能化功能，实现了园区管理智能化，使化工园区在安全和环保方面得到充分保障。同时，公司生产装置关联性强，各产品间互为原料，生产协同性好，化工循环产业链使得公司竞争优势突出。
- 产品结构丰富，规模优势凸显。公司不断开展产业转型升级，由基础化工和化肥向化工新材料转型升级，产品种类不断丰富，有助于分散单一产品价格波动风险。随着二期己内酰胺、二期聚碳酸酯和二期尼龙 6 等新增产能陆续投产运行，公司规模优势进一步凸显。
- 盈利和获现能力大幅提升。2018 年公司主要化工产品销售价格普遍回升，带动整体盈利水平和经营获现水平增强，当年公司毛利率同比增加 2.27 个百分点至 28.33%，净利润同比增长 57.27%至 30.67 亿元，经营活动净现金同比增长 31.41%至 52.65 亿元。

分析师

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

徐璐 lxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月5日

关注

- 行业周期性波动，盈利稳定性不足。化工和化肥行业周期性明显，产品市场价格波动较大，公司盈利稳定性易受影响。2019年一季度，受主要化工产品销售均价下跌的影响，公司毛利率同比下降9.19个百分点至21.20%，净利润同比减少55.72%至3.61亿元。
- 短期债务压力较大，债务期限结构有待改善。截至2019年3月末，公司总债务为130.76亿元，长短期债务比为4.70倍，以短期债务为主的债务期限结构使其面临较大的短期偿债压力。
- 仲裁事项或对公司造成影响。2017年斯德哥尔摩商会仲裁机构裁定公司违反并正继续违反《低压羰基合成技术不使用和保密协议》，应当向庄信万丰戴维科技有限公司和陶氏环球技术有限责任公司赔偿约7.49亿元。该仲裁事项可能对公司正常经营及利润空间造成一定影响，公司尚无法确定影响的具体时间和程度，中诚信证评将对仲裁事项的后续进展保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

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

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

募集资金使用情况

鲁西化工集团股份有限公司（以下简称“鲁西化工”或“公司”）于2018年12月14日完成“鲁西化工集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的发行，债券简称为“18鲁西01”，债券代码为“112825”，发行规模为9亿元，票面利率为4.58%，发行期限为5年期，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司债务。公司按照《公司债券发行与交易管理办法》的相关要求，在中国银行东阿支行营业部设立了本次公司债券募集资金专项账户，用于募集资金的接收、存储、划转与本息偿付。截至2018年末，本期债券募集资金净额已全部用于偿还公司债务。

行业分析

我国己内酰胺产能快速扩张，有助于改变高端产品进口依赖的格局，但随着市场竞争日趋激烈，后续价格走势值得关注

己内酰胺是重要的有机化工原料之一，主要用途是通过聚合生成聚酰胺切片，可进一步加工成锦纶纤维、工程塑料、塑料薄膜等。近年来，我国己内酰胺快速发展，产能不断扩张，市场供应持续增长，但国内产能多用于下游中端产品的生产，高端产能仍较少，目前仍需依赖进口。截至2018年末，我国己内酰胺产能已达到384万吨，未来仍有多套装置即将投产，且生产均采用国际较为领先的技术，有助于改变我国高端产能依赖进口的格局。

我国己内酰胺主要用于生产尼龙6纤维和尼龙6工程塑料，其中尼龙6纤维的需求量约占我国己内酰胺总消费量的66%，尼龙6工程塑料需求量约占32%。随着我国经济的稳定发展，纺织、汽车、电子、交通等行业对尼龙6的需求也在不断提高，但近年受国内GDP增幅放缓、供给侧改革等影响，国内己内酰胺需求增速呈现放缓态势，加之终端印染、纺织行业增速明显放缓，甚至受到资金链问题拖累，部分小型纺丝厂出现倒闭现象，进一步恶化了需求端的表现，尼龙6纤维对己内酰胺需求增速呈放缓态势。相对纺丝行业来讲，己内酰胺在工程

塑料行业内具有较高的发展潜力，改性尼龙在汽车和家用电器领域有更高的探索价值。市场竞争方面，随着民营企业逐步涉足己内酰胺行业，中石化在己内酰胺行业内的定价话语权被持续削弱，己内酰胺市场同质化竞争更为激烈，价格战成为常态。

图1：2017年1月~2019年5月国内己内酰胺市场价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

2018年，己内酰胺市场价格延续上年度平稳上涨走势至2月末，其后随着3月大宗商品的集体跳水，尤其是纯苯价格下跌拖累，己内酰胺跌势延续至5月初。5月开始，己内酰胺市场价格震荡上行，并在10月初达到年内高点。10月中下旬，随着国际油价的下行，受原材料价格大幅下跌的影响，己内酰胺市场价格呈断崖式下跌，至2019年初重回上升通道。截至2019年4月28日，己内酰胺市场价格为14,400元/吨。近年来己内酰胺市场价格持续震荡，随着市场竞争日趋激烈，产品价格竞争亦加剧，后续的价格走势情况仍值得关注。

2018年国内装置上马使得聚碳酸酯市场供应持续增加，同时受下游需求增速放缓以及中美贸易战等因素影响，价格持续下跌

聚碳酸酯(PC)是五大工程塑料之一，系分子链中含有碳酸酯基的高分子聚合物，根据酯基的结构可分为脂肪族、芳香族、脂肪族-芳香族等多种类型。基于结构上的特殊性，聚碳酸酯具有优异的力学性能和加工成型性能，为当前五大工程塑料中增长需求速度最快的通用材料。

我国聚碳酸酯需求不断增加，国外生产厂商陆续在国内投资建厂，目前国内产能主要来自外资或合资工厂。近年来，国内企业也先后取得技术突破，公司和万华化学的光气法聚碳酸酯装置陆续投产，打破了海外技术和市场的垄断。2018年以来，国内

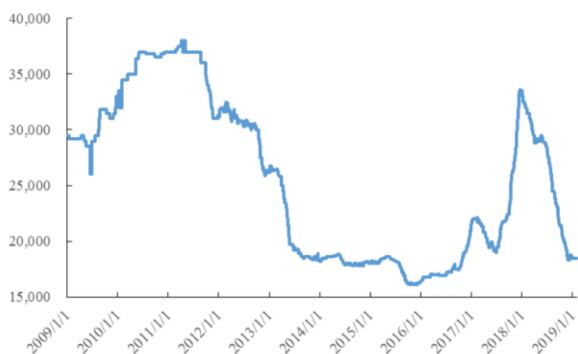
聚碳酸酯新增产能较多，其中万华化学一期、山东利华益一期、鲁西化工二期和海南华盛一期相继投产，截至 11 月末，我国聚碳酸酯产能达到 126 万吨/年，增幅为 44%。产量方面，2015~2017 年，我国聚碳酸酯产量分别为 44.00 万吨、60.00 万吨和 63.60 万吨，据不完全统计，2018 年产量达到 70 余万吨。

需求方面，我国汽车等行业的快速发展，带动了聚碳酸酯消费量的逐年增加，2015~2017 年分别为 165.50 万吨、169.60 万吨和 173.30 万吨。由于存在较高的技术壁垒，我国聚碳酸酯仍高度依赖进口，2015~2018 年进口量分别为 142.70 万吨、131.90 万吨、138.50 万吨和 142.30 万吨。值得注意的是，2018 年中沙（天津）石化签约 26 万吨/年聚碳酸酯项目，平煤神马集团签约 80 万吨/年聚碳酸酯项目、星云化工签约 24 万吨/年聚碳酸酯项目，国内以后超过 200 万吨/年聚碳酸酯装置拟在建。随着国内企业项目的不断上马，我国聚碳酸酯供应量将在未来几年大幅增长，自给率逐步提升，但密集的产能投放或打破现有供需关系，造成市场价格的波动。

价格方面，2017 年 6 月由于 SABIC 北美装置停产 2 个月，加之中石化三菱检修、禁塑令等因素推动，聚碳酸酯价格加速上涨，年末升至 31,000 元/吨。2018 年以来，受国内供给大幅增加、需求增速放缓以及中美贸易战等负面影响，聚碳酸酯价格持续下跌，截至 2019 年 2 月 3 日已降至 18,500 元/吨。

图 2：2009 年 1 月~2019 年 1 月我国聚碳酸酯价格走势

单位：元/吨



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

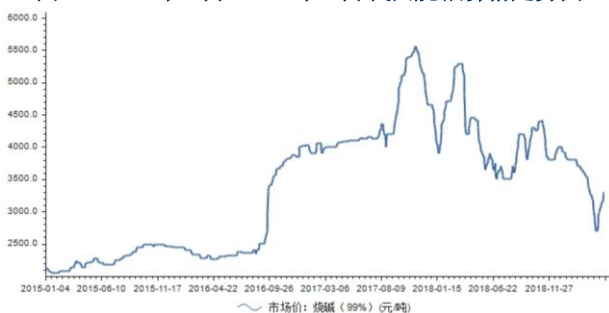
受下游需求持续回暖、环保督查及停车检修等因素影响，2018 年烧碱价格高位震荡，但烧碱产能供大于求的问题日益突出，未来价格走势及行业供需结构变化值得关注

我国是世界上烧碱产能最大的国家，约占全球总产能的 44%。作为一种重要的基础化工原料，烧碱广泛应用于洗涤剂、肥皂、造纸、印染、纺织、医药、染料、金属制品、基本化工及有机化工等行业。我国烧碱的主产区分布在华东和西北地区，其中液碱受限于运输半径，在东部地区和北方地区竞争激烈，而西北地区多将液碱加工成固碱远距离销往华北、华东和华南地区。

烧碱产量与宏观经济变动密切相关，近年来受全球经济持续低迷影响，国内外下游行业景气程度下降，致使烧碱产能供大于求的问题日益突出，产量增长率保持较低水平。2017 年和 2018 年我国烧碱产量分别为 3,365.2 万吨和 3,420.2 万吨，同比增长 2.47% 和 1.63%。

价格方面，2017 年烧碱价格整体呈现上涨走势，上半年随着氧化铝价格的下滑及其他下游产品因环保督查而降负，烧碱价格较为平稳。2017 年 9 月份以来因节能减排、大气污染防治等工作开展，加之原材料到货不足，国内氯碱企业开工率持续受到影响，多家企业装置停车，烧碱价格再次上涨。2017 年 11 月份以后，烧碱下游产品因环保核查减产或停产，烧碱装置开工增加，液氯产量上升，烧碱价格开始回落，年末烧碱价格为 4,650 元/吨左右。2018 年春节后，下游氧化铝开工提高，烧碱厂商出厂报价不断提高。进入 4 月，受环保政策等影响，下游开工无显著提升，而氯碱企业开工负荷较高，烧碱价格持续走弱。8 月下旬受氧化铝限产政策影响，氧化铝厂商恢复前期停产产能以保证在限产期间维持供应水平，促使烧碱价格短时间回升后继续下行。2019 年 4 月，烧碱价格小幅回升，4 月 30 日价格为 3,300 元/吨。

图 3：2015 年 1 月~2019 年 5 月我国烧碱价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

总体来看，我国烧碱行业目前处于产能过剩状态。2016 年以来受下游需求回暖、环保督查及停车检修等影响，烧碱价格明显提升，但整体价格波动剧烈。中诚信证评将持续关注未来烧碱价格走势以及行业整体供需结构变化。

近年来尿素行业过剩产能加速出清，供需矛盾关系得到缓解，2018 年以来环保和安全生产检查持续高压，尿素行业整体处于紧平衡状态，市场价格高位震荡

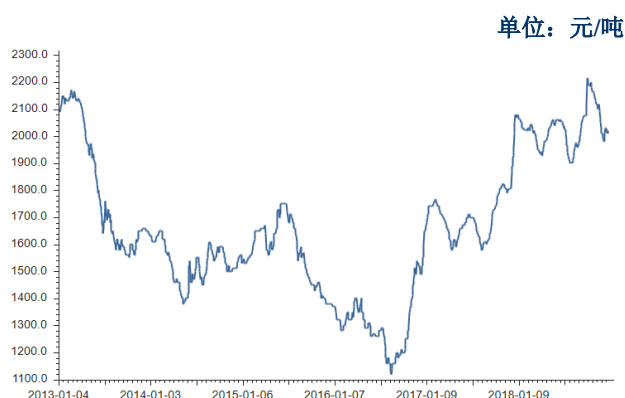
近年来，我国尿素行业面临内需和外需双重下滑局面，产能过剩加剧，市场价格低迷推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产。2016 年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革进一步推动行业内小散企业退出，过剩产能加速出清，供需矛盾出现扭转趋势。在国内供给侧改革的推动下，尿素行业减产力度不断增大，2016 年国内尿素产能开始出现负增长，2017 年和 2018 年分别退出产能 483 万吨与 528 万吨，供给进一步收缩。2018 年国内尿素总产能约为 7,444 万吨/年，其中长期停车或转产产能 783 万吨/年，有效产能占比为 89%。

随着尿素产能缩减，我国尿素产量下滑。同时受 2017 年大范围气荒影响，尿素生产大幅限制。2017 年 11 月份，西南地区气头尿素装置开始全面停产。2017 年 12 月底至 2018 年 1 月，西北地区气头尿素陆续停车。扣除供暖季前已停车 9 个月以上的装置不计，2017 年供暖期间停车的气头尿素产能合计达 748 万吨，约占全国气头尿素总产的 41% 和全国尿素总产能 10%。天然气供应紧张对年内气头尿素生产造成较大影响，制约了尿素整体生产，2017 年全年尿素总产量 5,758 万吨，同比下滑近 20%。进入 2018 年，受成本端上涨挤压企业盈利、

环保督查高压持续以及原料供应受限等因素的影响，尿素开工率自 2018 年 5 月份以来持续处于下行通道，1~8 月我国尿素产量 3,563 万吨，较去年同期下降 9.4%，截至 9 月末，全国尿素整体开工率为 60.6%。

从需求来看，农业生产为主要的尿素消费，包括氮肥及复合肥等，约占国内尿素总消费量的 76%，此外人造板、三聚氰胺分别占尿素用量的 15%、7%。近年，我国玉米收储改直补后导致播种面积下滑，相关尿素表观消费量累计减少近 13.6%，同期据 WASED 预测，美国也有 8% 玉米转产为基本不需要尿素的大豆，尿素需求也减少了 7%。同时，农业部提出到 2020 年使测土配方施肥技术推广覆盖率达到 90% 以上，肥料利用率提高到 40% 以上，化肥使用总量实现零增长。随着测土配方施肥技术的大力实施，单位耕地尿素用量预计会减少，施肥将更趋于合理性，农业用肥需求增长空间小。工业尿素需求方面，传统的工业需求有三聚氰胺、胶合板等，近几年市场需求较为平稳；新兴的工业需求如火电脱硝、车用尿素等将快速发展，成为尿素市场的新增长点，但我国工业用肥整体体量较小，对尿素需求的拉动作用有限。

图 4：2013 年~2018 年尿素（46%）市场价格走势



数据来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

价格方面，受主要原材料煤炭价格低迷及市场竞争加剧等因素的影响，国内尿素价格连跌不止，2016 年最低跌至 1,120 元/吨。2017 年，原材料价格上涨，加之环保督查导致尿素装置开工率持续维持低位运行，尿素价格出现较大幅度回升，12 月下旬最高升至 2,080 元/吨。2018 年以来，环保和安全生产检查持续高压，部分企业检修停产，尿素行业

整体处于紧平衡状态，价格在高位震荡，未来尿素价格的走势将取决于我国尿素供给侧改革的承销及供需关系的变化。

出口方面，2016年我国80元/吨的尿素出口关税取消，但较国际部分尿素装置仅120美元/吨的生产成本仍相去甚远，成本方面难有竞争优势。此外，出口目的国自给能力不断增加，以及目的国采购可替代性国家增加等外部因素也是导致出口行情不佳的主要因素之一。2016年尿素出口883万吨左右，同比下滑35.79%，出口行情惨淡。2017年，尿素出口量进一步大幅减少，仅465万吨，同比减少47%左右。2018年1~11月，我国尿素出口仅180万吨，同比下滑幅度达55%。

总体来看，近年尿素行业过剩产能加速出清，但产能整体仍大幅过剩，开工率持续低迷。2016年下半年以来，尿素产量持续下滑导致供需矛盾关系得到缓解，市场价格回升，且在2017年环保督查和气头尿素生产受限等因素影响下，尿素价格进一步升高，行业景气度回升。此外，随着国内测土配方施肥技术的大力推广，施肥将更趋于合理性，单位用肥量或将保持稳定，农业用肥需求增长空间小，尿素行业发展前景受限。

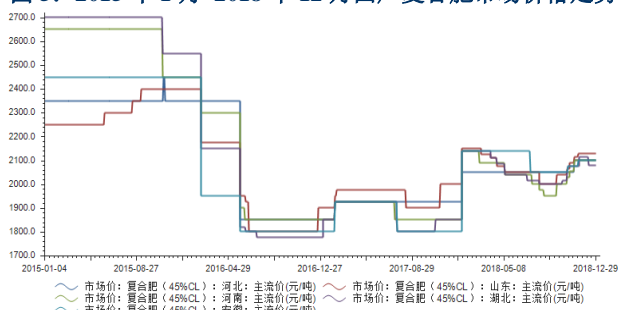
国内用肥需求量不断地缩减，复合肥企业利润在持续收窄，行业产能淘汰速度将加快

近年来，我国农作物亩均化肥使用量保持稳步增长，2016年亩均化肥使用量为23.94公斤/亩，明显高于全球平均水平的8公斤/亩。重氮肥、轻磷钾肥；重大量元素肥料、轻中微量元素肥料；重化肥、轻有机肥的“三重三轻”问题突出。农业部于2015年提出《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，我国化肥实现使用量于2017年首次出现负增长，提前三年完成目标。从化肥复合化率来看，自上世纪80年代我国开始使用复合肥以来，化肥复合化率持续快速提升，2016年化肥复合化率为38.88%。但从全球来看，全球平均化肥复合化水平在50%左右，发达国家化肥复合化水平甚至可达80%，我国化肥复合化率仍较低，复合肥的发展空间仍较大。

近年来，我国大力扶持农业发展，先后取消农业税，对农民实行种粮补贴、种子补贴等措施，较

好调动农民种粮积极性。同时国家对化肥工业给予不断的政策扶持和税收优惠，使得我国化肥工业得到发展。2012年开始，我国复合肥产能持续增长，2017年我国复合肥产能首次出现下降，产能约为21,000万吨，同比减少3.67%；产量为5,065万吨，同比减少13.53%；行业开工率由2012年的26.77%下降至24.12%。受环保高压等多种因素影响，复合肥成本有所上升，而近年农产品价格走低导致复合肥的利润降低，行业中落后企业逐渐退出，行业集中度不断提高，行业CR4从2009年的24.46%升高到2017年的32.38%。

图5：2015年1月~2018年12月国产复合肥市场价格走势



资料来源：东方财富 Choice，中诚信证评整理

近年来，国内复合肥上游库存过分充足，且国际市场低迷使得很多产品出口转为内销，供应量过剩严重。2016年初复合肥价格为2,306元/吨，2016年末复合肥价格为2,140元/吨，全年价格下跌了7.20%。2017年单质肥价格的回升一定程度上推高了复合肥的价格，但受激烈竞争和需求走低的影响，复合肥价格整体变动幅度较小，年末在原料价格全面上涨和开工率不高的影响下，复合肥价格上涨较快。2018年初，冬储需求推动复合肥价格继续上涨，但3月开始受原料价格走弱、库存压力加大等因素影响，市场价格小幅回落；8月下旬以来则在原料价格上涨的拉动下价格开始回升，截至2019年2月1日，华东地区氯基复合肥和硫基复合肥销售均价分别为2,325元/吨和2,425元/吨。整体来看，2018年年末，下游备肥行情低迷，复合肥企业走货艰难，传统旺季价格表现低迷，考虑到国内用肥需求量不断地缩减，复合肥企业利润在持续收窄，行业产能淘汰速度或将加快。

业务运营

公司已逐步建立一体化、集约化的化工新材料

产业园区，形成了较为完整的煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料产业链条，化工业务品类增加。2018年随着新建及续建项目产能的投放，公司产销量保持增长，加之化工产品价格上涨，全年化工业务规模进一步增长。2018年，公司实现营业收入212.85亿元，同比增长35.04%，其中化工业务实现收入184.56亿元，同比增长46.21%，业务

占比上升6.62个百分点至86.71%；化肥业务实现收入27.59亿元，同比下降11.00%，占比为13.29%。2019年一季度，公司实现营业总收入49.69亿元，其中化工和化肥业务分别实现收入43.55亿元和5.77亿元，占比分别为87.64%和11.61%，化工业务占比进一步提升。

表 1: 2016-2019.Q1 公司营业总收入构成

单位：亿元、%

业务	2016		2017		2018		2019.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
化工产品	72.37	17.84	126.23	29.43	184.56	30.53	43.55	23.04
其中：化工新材料	44.26	20.47	85.36	33.03	147.36	33.05	35.92	24.01
基础化工	28.11	13.71	40.87	21.89	37.20	20.55	7.63	18.48
化肥产品	35.75	10.94	31.00	12.59	27.59	14.18	5.77	8.17
其中：氮肥	11.92	9.25	7.53	10.57	10.59	12.66	2.88	8.28
复合肥	23.83	11.79	23.47	13.24	17.00	15.12	2.89	8.06
其他产品	1.36	25.14	0.38	7.57	0.70	7.76	0.37	7.61
合计	109.49	15.68	157.62	26.06	212.85	28.33	49.69	21.20

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司具备化工园区一体化优势，生产协同性较好，2018年受益于化工产品产销量的提升以及价格的上涨，公司化工业务规模增长，盈利贡献增长，但化工行业周期性波动明显，2019年一季度产品价格的下落导致当期利润空间受到挤压

公司依托园区一体化布局不断推动化工产业升级，并由基础化工向化工新材料方向转型。跟踪期内，公司以实施新旧动能转换重大工程为契机，新建和续建的二期己内酰胺、二期聚碳酸酯、二期尼龙6、气化炉和合成氨等项目顺利投产，甲醇项目和烷法制酮项目进入联动试车阶段，跟踪期内新增10万吨/年己内酰胺、13.5万吨/年聚碳酸酯和10万吨/年尼龙6的生产能力，进一步优化了园区内的产业结构。截至2019年3月末，公司聚碳酸酯、己内酰胺、尼龙6、甲烷氯化物、烧碱、甲酸、甲酸钠、多元醇和氯磺酸的年产能分别为20万吨、20万吨、20万吨、22万吨、40万吨、20万吨、10万吨、75万吨和10万吨，产能规模优势明显。

公司不断完善园区一体化、集约化、园区化、智能化功能，持续开展自动化投入，增加自动化控

制设施，建设智慧化工园区管理平台。公司各产品可互为原料，其中已建成的氯循环产业链中，甲烷氯化物项目所用原料包括公司离子膜烧碱装置的副产品液氯以及合成氨联产的甲醇，同时离子膜装置副产盐酸又可以用于公司有机硅项目生产，能够有效降低盐化工产品的成本。新型粉煤气化炉的投产降低了合成气成本，由于合成气是公司化工产业链中重要原料之一，合成气成本降低将有利于后续多种化工产品成本的降低。智能化方面，公司以“互联网+化工生产管理”方式，集环境预警、安全管控、应急联动、能源管理、智能安防、三维数字化园区、4G专网于一体，与生产装置深度融合，形成了安全、环保管理的多层次防控体系，实现了园区管理智能化，使产品多样化、工艺复杂化、装置大型化的综合化工园区有了充分的安全和环保保障。整体来看，公司在成本控制、智能管理、资源综合利用和安全环保等方面具备一定优势。但化工行业整体面临的安全环保压力较大，且随着国家对化工行业安全环保重视程度的持续提升，公司在安全环保方面将长期面临一定支出及管理压力。

表 2：公司化工产品产量及产能情况

单位：万吨/年、万吨

产品	最新产能	产量			
		2016	2017	2018	2019.Q1
聚碳酸酯	20	5.42	6.43	8.89	4.28
己内酰胺	20	8.67	11.75	18.88	5.75
尼龙 6	20	4.49	7.23	12.67	5.15
甲烷氯化物	22	20.90	21.93	24.65	4.62
烧碱	40	26.23	35.36	33.88	8.30
甲酸	20	18.60	19.67	20.60	4.03
甲酸钠	10	8.65	9.25	10.00	1.1
多元醇	75	32.59	36.78	72.02	17.67
氯磺酸	10	7.73	8.02	7.63	2.20

注：2016 年及 2017 年多元醇产量仅含丁醇和辛醇产量，二者时点产能分别为 20 万吨/年和 17 万吨/年。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，2018 年，受益于产能的提升，公司聚碳酸酯、己内酰胺和尼龙 6 的产量分别为 8.89 万吨、18.88 万吨和 12.67 万吨，实现了不同程度的增长；同时，公司甲烷氯化物、烧碱、甲酸、甲酸钠和氯磺酸产量分别为 24.65 万吨、33.88 万吨、20.60 万吨、10.00 万吨和 7.63 万吨，与上年度基本持平；此外，2018 年多元醇产量为 72.02 万吨。整体来看，公司主要化工产品产量保持增长，经营情况良好，但在产能提升的背景下，公司若无法实现销售渠道的同步拓展，或导致其产能释放率下降，中诚信证评将持续关注公司的产能利用效率。

表 3：公司主要化工产品销售情况

单位：万吨、元/吨

产品		2016	2017	2018	2019.Q1
聚碳酸酯	销量	5.25	6.19	9.07	4.03
	平均价格	15,191	21,456	21,277	15,371
己内酰胺	销量	4.05	4.23	15.50	3.54
	平均价格	10,792	14,659	15,390	12,721
尼龙 6	销量	4.14	7.11	12.77	5.10
	平均价格	11,930	16,067	16,625	14,354
甲烷氯化物	销量	20.28	22.22	24.59	4.70
	平均价格	1,921	2,468	3,390	3,326
烧碱	销量	25.76	34.75	33.21	8.14
	平均价格	2,117	3,119	3,002	2,767
甲酸	销量	18.53	19.40	20.80	3.98
	平均价格	2,002	4,930	5,073	2,635
甲酸钠	销量	9.02	8.90	9.79	1.60
	平均价格	1,996	3,181	3,261	2,961

氯磺酸	销量	7.68	8.02	7.58	2.20
	平均价格	641	789	1,209	946
多元醇	销量	32.17	36.72	72.08	17.76
	平均价格	5,718	7,155	7,808	7,180

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司化工产品采取直销模式，由上市公司各子公司直接销往下游化工生产企业，所有产品均通过自有的电子商务平台“鲁西商城”开展化工产品销售和结算，避免了中间环节，提高了销售盈利。公司主要采取款到发货模式，部分出口产品因存在少量信用证结算，出现短期小额应收账款。

销售方面，公司聚碳酸酯、尼龙 6、甲烷氯化物、烧碱、甲酸、甲酸钠、氯磺酸和多元醇的销量分别为 9.07 万吨、12.77 万吨、24.59 万吨、33.21 万吨、20.80 万吨、9.79 万吨、7.58 万吨和 72.08 万吨，产销率均在 98%~102% 之间；己内酰胺因部分产品作为下游尼龙 6 产品原料自用，未能实现全产全销，但 2018 年产量的增加仍推动其销量同比增长 266.43% 至 15.50 万吨，跟踪期内各化工产品基本实现产销平衡，产销量水平较高。

销售价格方面，2018 年化工行业整体景气度较高，受国家安全环保政策趋严和市场供求关系改善影响，公司主要化工产品价格维持上涨趋势。其中，甲烷氯化物和氯磺酸销售均价分别为 3,390 元/吨和 1,209 元/吨，同比上涨 37.36% 和 53.23%，上涨幅度较大；己内酰胺、尼龙 6、甲酸、甲酸钠和多元醇价格分别为 15,390 元/吨、16,625 元/吨、5,073 元/吨、3,261 元/吨和 7,808 元/吨，同比上涨 4.99%、3.47%、2.90%、2.51% 和 9.13%；聚碳酸酯和烧碱价格则分别小幅下降 0.83% 和 3.75% 至 21,277 元/吨和 3,002 元/吨。整体来看，2018 年公司主要化工产品产销量稳步提升，价格呈现不同程度的上涨，推动其收入的增长及盈利水平的提升，化工产品全年实现营业收入 184.56 亿元，同比增长 46.21%，毛利率为 30.53%，同比增加 1.10 个百分点。但化工行业周期性波动明显，且产品价格易受国际油价、行业政策和市场供需关系的影响波动剧烈。2019 年一季度，公司主要产品价格出现不同幅度的下降，导致公司获利空间收窄，当期毛利率为 23.04%，较 2018 年度下降 7.49 个百分点。

表 4: 公司主要原料采购情况

单位: 万吨、元/吨

		2016	2017	2018	2019.Q1
丙烯	采购量	24.10	27.02	52.23	12.76
	均价	6,628	7,577	8,674	7,716
甲苯	采购量	5.37	5.31	4.02	1.09
	均价	5,154	5,387	6,142	5,169
纯苯	采购量	9.49	16.37	29.50	7.95
	均价	5,475	6,455	6,538	4,731
甲醇	采购量	17.36	29.45	23.19	2.64
	均价	2,051	2,533	2,889	2,331
原盐	采购量	38.76	49.68	38.61	7.65
	均价	171	232	254	268
双酚 A	采购量	4.87	5.70	7.86	3.85
	均价	8,896	10,204	13,644	12,037

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

采购方面, 公司化工产品的主要原料包括丙烯、甲苯、纯苯、甲醇、原盐和双酚 A 等, 主要供应商以中石化和中石油等大型国有生产企业为主, 享受价格优惠政策, 具有一定的价格优势。同时, 公司充分利用省内周边地方炼油企业运距短的优势, 就近采购, 在确保价格较低的同时, 有效保证了货源。公司丙烯主要用于生产多元醇, 2018 年公司丙烯采购量同比增长 93.30% 至 52.23 万吨, 同期采购价格为 8,674 元/吨, 同比上涨 14.48%。2018 年纯苯采购量为 29.50 万吨, 同比增长 80.21%, 同期采购价格为 6,538 元/吨, 与上年度基本持平。公司拥有合成氨甲醇联产装置, 部分甲醇能够自给, 但仍需要通过外部采购满足供应缺口, 2018 年公司外购甲醇 23.19 万吨, 同期采购均价为 2,889 元/吨, 同比上涨 14.05%。公司外购双酚 A 主要用于聚碳酸酯生产, 2018 年采购量为 7.86 万吨, 同比增长 37.89%, 采购均价为 13,644 元/吨, 同比上涨 33.71%。整体来看, 受化工产品产量增长影响, 公司主要原料采购量随之增加。

综合来看, 公司具备化工园区一体化优势, 产品品种丰富, 生产协同性较好, 综合竞争力较强。跟踪期内随着新建和续建项目的顺利投产, 公司产销量增加, 价格呈现不同程度的上涨, 化工业务规模大幅提升, 盈利贡献随之增长。

公司不断开展产业转型升级, 化肥产品产能、产量减少, 收入占比下降

公司化肥业务主要包括氮肥和复合肥, 其中氮肥以尿素为主。跟踪期内, 公司持续推进退城进园项目建设, 并不断开展产业转型升级, 未来公司基本维持现有化肥产能水平, 主要向化工新材料方向发展。截至 2019 年 3 月末, 公司拥有尿素和复合肥产能分别为 90 万吨/年和 170 万吨/年。2018 年, 公司将原材料合成气资源进一步向附加值较高的化工产品倾斜, 当期尿素和复合肥产量分别为 41.42 万吨和 73.10 万吨, 同比分别下降 3.29% 和 38.38%; 2019 年 1~3 月, 公司化肥总产量为 24.30 万吨, 其中, 尿素和复合肥产量分别为 11.23 万吨和 13.07 万吨, 同比进一步下滑 23.76% 和 29.96%。

表 5: 2016~2019.Q1 公司化肥板块生产情况

单位: 万吨

产品	项目	2016	2017	2018	2019.Q1
尿素	销售量	100.70	48.09	47.39	12.43
	生产量	100.52	42.83	41.42	11.23
复合肥	销售量	141.12	125.52	74.98	12.72
	生产量	141.32	118.63	73.10	13.07
合计	销售量	241.82	173.61	122.37	25.15
	生产量	241.84	161.46	114.52	24.30

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 公司通过“鲁西商城”平台开展销售, 客户均为第三方经销商, 公司通过适时调整产品结构和销售策略, 较好实现了产销平衡, 但产量减少使得跟踪期内化肥销售量减少。2018 年, 公司尿素和复合肥销售量分别为 47.39 万吨和 74.98 万吨, 同比分别下降 1.46% 和 40.26%; 2019 年 1~3 月, 公司尿素和复合肥销量分别为 12.43 万吨和 12.72 万吨。

销售价格方面, 2018 年原料煤价格持续上涨, 加之化肥行业去产能因素影响, 公司化肥产品销售价格继续上涨, 当年公司尿素和复合肥销售均价分别为 2,072 元/吨和 2,352 元/吨, 同比分别上涨 6.85% 和 20.56%。2019 年一季度, 公司尿素和复合肥销售均价分别为 2,047 元/吨和 2,308 元/吨, 仍处于较高水平。

表 6: 2016~2019.Q1 公司化肥原材料采购情况

单位: 万吨、元/吨

	2016		2017		2018		2019.Q1	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
原料煤	115	522	137	707	202	726	60	720
磷酸一铵	-	-	13	2,160	18	2,565	3	2,503
氯化钾	19	2,009	16	1,785	8	1,948	2	2,342

注: 公司采购的原料煤同时用于化工和化肥板块的生产。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

原材料方面, 公司化肥原料主要有煤炭、磷酸一铵和氯化钾等。公司采用煤制合成气生产尿素, 目前通过粉煤加压连续气化技术, 煤气化环节的原料已全部改为烟煤, 成本控制优势明显。近年来为提高产品品质, 减少原材料的加工环节, 公司逐步以磷酸一铵代替磷矿石, 2018 年及 2019 年一季度采购量分别为 18 万吨和 3 万吨。

综合来看, 公司不断开展产业转型升级, 化肥产品占比持续下降, 但公司化肥业务销售渠道稳定, 行业综合竞争力强, 产销衔接情况良好。

财务分析

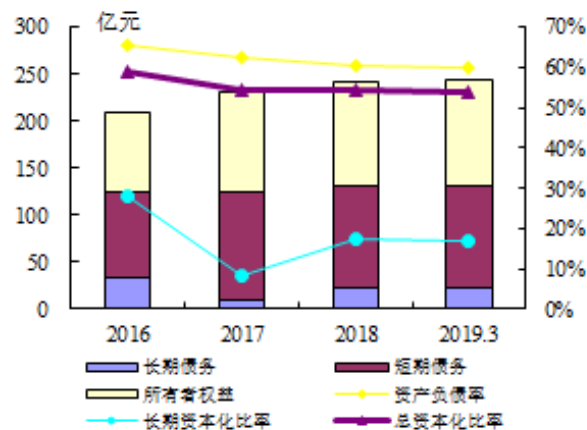
以下财务分析是基于公司提供的经信永中和会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留审计意见的 2016~2018 年财务报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报表均按新会计准则编制, 均为合并口径数据。

资本结构

公司持续进行产业转型升级, 推动退城进园项目建设, 2018 年多个化工项目投产转固, 项目投资进程有所放缓, 年末总资产为 277.87 亿元, 与上年度基本持平; 同期负债总额小幅下降 2.79% 至 168.01 亿元。自有资本方面, 公司于 2015 年发行的两期永续中票各 10 亿元分别于 2018 年 9 月和 2018 年 12 月兑付, 但当年公司实现较大盈利, 利润留存的积累使其自有资本实力仍得到提升, 期末所有者权益同比增长 4.70% 至 109.85 亿元。2018 年末, 公司资产负债率和总资本化比率分别为 60.47% 和 54.36%, 分别同比下降 1.76 个百分点和 0.02 个百分点, 随着自有资本实力的提升, 公司财务杠杆水平有所回落, 但目前仍处于较高水平。

截至 2019 年 3 月末, 公司总资产、负债总额和所有者权益分别为 279.84 亿元、167.52 亿元和 112.32 亿元, 期末资产负债率和总资本化比率进一步下降 0.06 个百分点和 0.57 个百分点至 59.86% 和 53.79%。

图 6: 2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从资产结构来看, 公司资产以非流动资产为主, 2018 年末非流动资产 254.77 亿元, 占总资产的比重为 91.69%, 主要构成包括固定资产(203.79 亿元)、在建工程(30.31 亿元)和无形资产(14.58 亿元)。公司为资本密集型化工企业, 生产设备投资规模大, 固定资产在总资产中的占比高; 在建工程包括退城进园项目、二期甲酸项目和环己烷制酮项目等, 2018 年末随着二期聚碳酸酯项目、二期尼龙项目的建成投产以及和退城进园一体化项目建设的推进, 期末固定资产同比增长 14.04%, 在建工程同比下降 30.79%; 无形资产主要为土地使用权。

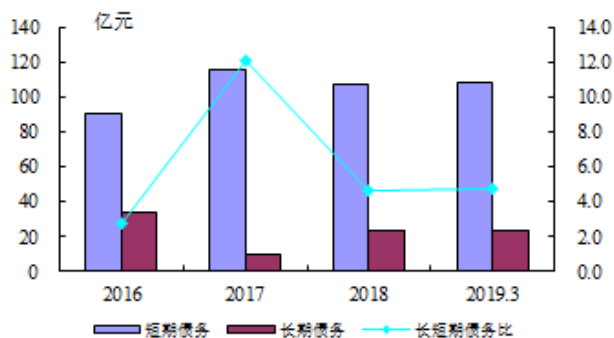
流动资产方面, 2018 年末公司流动资产合计 23.10 亿元, 占总资产的 8.31%, 主要包括货币资金(5.79 亿元)、应收账款(1.02 亿元)、预付账款(2.00 亿元)、存货(10.53 亿元)和其他流动资产(3.54 亿元)。公司货币资金主要为银行存款; 公司销售环节主要采用款到发货模式, 应收账款规模小; 预付款项系预付供应商的采购款; 存货中原材料、在产品 and 库存商品, 分别占存货总额的 39.97%、25.55% 和 34.41%, 鉴于化工产品价格易受国际油价、行业政策和市场供需关系的影响, 2019 年一季度主要产品价格出现不同幅度的下降, 未来公司面临的存货跌价风险仍值得关注; 其他流动资产主要

为待抵扣进项税。

截至 2018 年末，公司负债总额为 168.01 亿元，包括流动负债 136.89 亿元和非流动负债 31.13 亿元，其中流动负债主要由短期借款（65.47 亿元）、应付账款（13.65 亿元）和其他流动负债（35.16 亿元），非流动负债主要由长期借款（4.33 亿元）、应付债券（18.97 亿元）、长期应付款（5.76 亿元）。

从债务期限结构来看，2018 年，公司债券发行规模较大，包括 46 亿元超短期融资券、10 亿元短期融资券、10 亿元中期票据以及 9 亿元公司债券，期末总债务为 130.84 亿元，同比增长 4.63%，其中短期债务 107.54 亿元，同比下降 6.89%；长期债务 23.30 亿元，同比上升 143.94%，期末长短期债务比由上年末的 12.09 倍大幅下降至 4.62 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 130.76 亿元，长短期债务比为 4.70 倍。整体来看，虽然 2018 年公司债务期限结构有所改善，但目前仍以短期债务为主，资产与债务结构匹配性欠佳，期限结构有待进一步改善。

图 7：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年以来公司多个项目完工投产，项目投资压力有所缓解，财务杠杆比率有所下降，且期限结构得到一定改善，但公司现有负债水平仍较高，且资产结构与负债结构匹配性欠佳，短期债务规模较大，财务结构稳健性仍面临一定挑战。

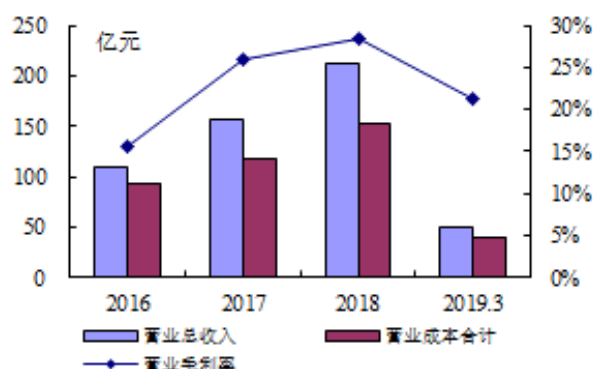
盈利能力

公司持续进行产业转型升级，近年来产业结构进一步向附加值较高的化工产品倾斜。随着化工新材料产品产能提升，2018 年公司化工产品产销量实现增长，加之主要产品平均价格上涨，公司业务规

模和盈利能力得以提升。2018 年，公司实现营业总收入 212.85 亿元，同比增长 35.04%；当期毛利率为 28.33%，较上年上涨 2.27 个百分点。

2019 年一季度，公司实现营业总收入 49.69 亿元，与上年度基本持平，但受主要化工产品销售均价下跌的影响，当期毛利率为 21.20%，同比下降 9.19 个百分点。鉴于化工和化肥行业周期性波动明显，且产品价格波动剧烈，中诚信证评持续关注相关产品的供需关系变化及价格波动对公司盈利造成的影响。

图 8：2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司销售费用合计 5.09 亿元，运输费的增加导致销售费用同比增长 9.32%；管理费用 3.88 亿元，受管理人员薪酬以及其他支出减少的影响，管理费用同比下降 11.42%；2018 年，公司新增多条生产线，为适应市场需求，公司积极引进新工艺和新技术，当年研发费用同比增长 236.84%；受设备转固后停止资本化的影响，当年公司财务费用同比增长 19.56%至 4.52 亿元。2018 年，公司期间费用合计 19.80 亿元，占营业总收入的比重为 9.30%。2019 年 1~3 月，受研发支出规模较大的影响，公司期间费用合计 5.53 亿元，期间费用/营业总收入为 11.13%。

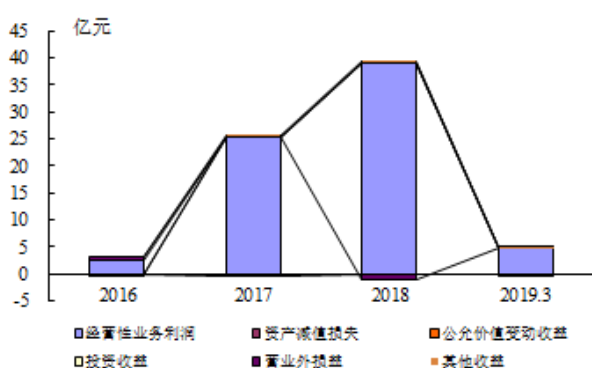
表 7: 2016~2019.Q1 公司期间费用情况

	单位: 亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	4.75	4.66	5.09	1.58
管理费用	4.66	4.38	3.88	0.65
研发费用	-	1.87	6.30	1.56
财务费用	4.56	3.78	4.52	1.75
期间费用合计	13.97	14.69	19.80	5.53
营业总收入	109.49	157.62	212.85	49.69
期间费用/营业总收入	12.76	9.32	9.30	11.13

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润构成, 2018 年受益于业务规模的扩张及初始获利水平的提升, 公司实现经营性业务利润 39.08 亿元, 同比增长 55.02%, 占利润总额的 102.06%。2018 年公司实现净利润 30.67 亿元, 同比增长 57.27%, 净资产收益率为 27.92%, 同比上涨 9.33 个百分点。值得注意的是, 化工和化肥行业周期性较强, 2019 年一季度公司主要产品价差收窄导致当期毛利率下滑, 加之期间费用占收入的比重上升, 当期经营性业务利润大幅减少至 4.66 亿元, 净利润为 3.61 亿元, 同比减少 55.76%, 年化所有者权益收益率为 12.87%, 盈利能力明显下降, 未来市场供需关系及价格波动或对公司盈利造成不利影响。

图 9: 2016~2019.Q1 公司利润总额构成



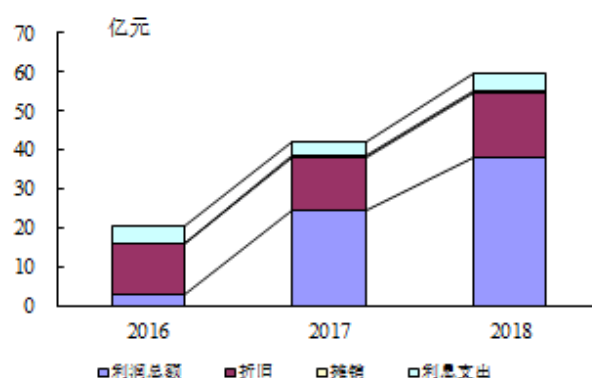
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 得益于公司产业升级, 化工新材料业务占比不断增加, 2018 年公司收入规模进一步扩张, 盈利能力得以提升。但化工和化肥产品的行业周期性较强, 市场供需关系及产品价格的波动对公司盈利能力的影响仍需关注。

偿债能力

公司产品现金流入情况良好, 近年来经营活动净现金流呈持续的净流入。2018 年, 公司化工产品销售量价齐升, 盈利能力进一步提升, 当期经营活动净现金流同比增长 31.1% 至 52.65 亿元。随着经营活动净现金流的增加, 其对债务本息的覆盖能力增强, 2018 年公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.40 倍和 8.35 倍。2019 年 1~3 月, 公司经营活动净现金流为 6.04 亿元, 年化经营活动净现金流/总债务为 0.18 倍。

图 10: 2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

获现能力方面, 2018 年公司 EBITDA 为 59.67 亿元, 同比增长 42.06%, 总债务/EBITDA 由 2017 年的 2.98 倍回落至 2.19 倍, EBITDA 利息倍数由 2017 年的 6.83 倍增至 8.35 倍。跟踪期内, 公司获现能力增强, 对债务的保障能力有所提升。

表 8: 2016~2019.Q1 公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	90.50	115.50	107.54	107.84
总债务 (亿元)	123.85	125.05	130.84	130.76
经营活动净现金流 (亿元)	10.83	40.07	52.65	6.04
经营净现金流/短期债务 (X)	0.12	0.35	0.49	0.22
经营净现金流/总债务 (X)	0.09	0.32	0.40	0.18
EBITDA (亿元)	20.39	42.01	59.67	4.69
总债务/EBITDA (X)	6.07	2.98	2.19	6.97
EBITDA 利息倍数 (X)	3.60	7.16	9.47	-
资产负债率 (%)	65.52	62.22	60.47	59.86
总资本化比率 (%)	58.90	54.38	54.36	53.79

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

备用流动性方面, 公司一直与金融机构保持良

好合作关系，截至 2019 年 3 月 31 日，公司获得授信总额 172.28 亿元，其中未使用授信额度为 87.67 亿元，备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保，对下属子公司担保余额为 4.02 亿元。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司使用受到限制的资产总额 0.79 亿元，均为货币资金中的保证金，受限资产规模小。

或有事项方面，2015 年 12 月，申请人庄信万丰戴维科技有限公司、陶氏环球技术有限责任公司以公司违反《低压羰基合成技术不使用和保密协议》为由，在斯德哥尔摩商会仲裁机构提出了仲裁申请。2017 年 11 月，仲裁庭宣布公司使用了受保护信息设计、建设、运营其丁辛醇工厂，因此违反并正继续违反《低压羰基合成技术不使用和保密协议》，应当向申请人进行赔偿，赔偿金额合计约 7.56 亿元，并对公司第四工厂下达禁令。公司认为该仲裁程序存在严重瑕疵，仲裁员存在严重偏见，仲裁结果明显不公。根据公司 2019 年 6 月 4 日发布的《关于仲裁事项的进展公告》，6 月 1 日公司收到聊城市中级人民法院的开庭传票等相关法律文书，并将于 7 月 2 日对申请承认外国仲裁裁决一案进行听证。公司正采取一切必要的法律措施，维护公司及股东的合法权益，最大限度减少对公司的负面影响。该仲裁事项可能对公司正常经营及利润空间造成不利影响，公司尚无法确定影响的具体时间和程度，中诚信证评将对仲裁事项的后续进展保持关注。

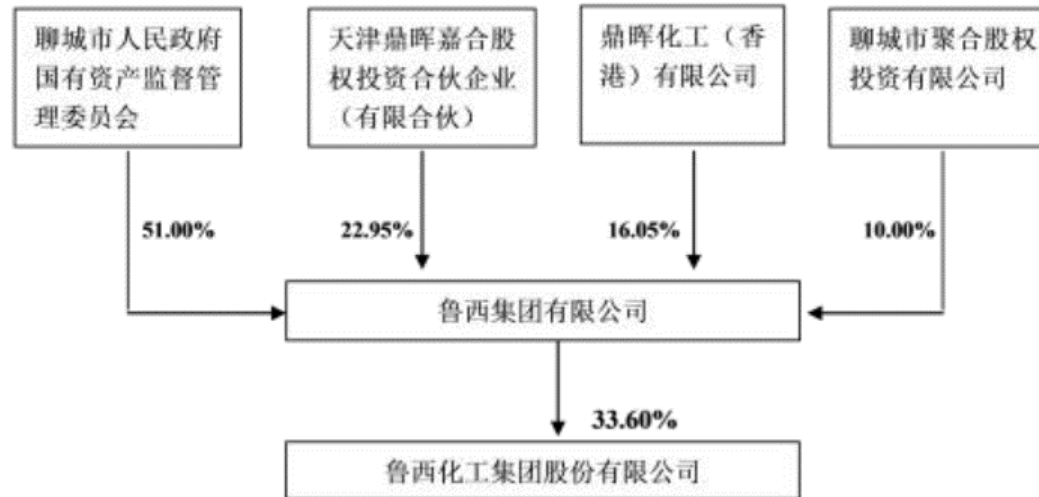
总体来看，2018 年公司多个新建及续建项目投产，化工园区一体化优势进一步凸显，产品销售量价齐升带动收入增长，盈利能力改善，现金流表现良好，财务杠杆比率小幅下降。但公司债务集中于短期债务，期限结构有待进一步改善，且化工行业周期性波动剧烈，未来产品价格的波动或对公司盈利空间产生不利影响。

结 论

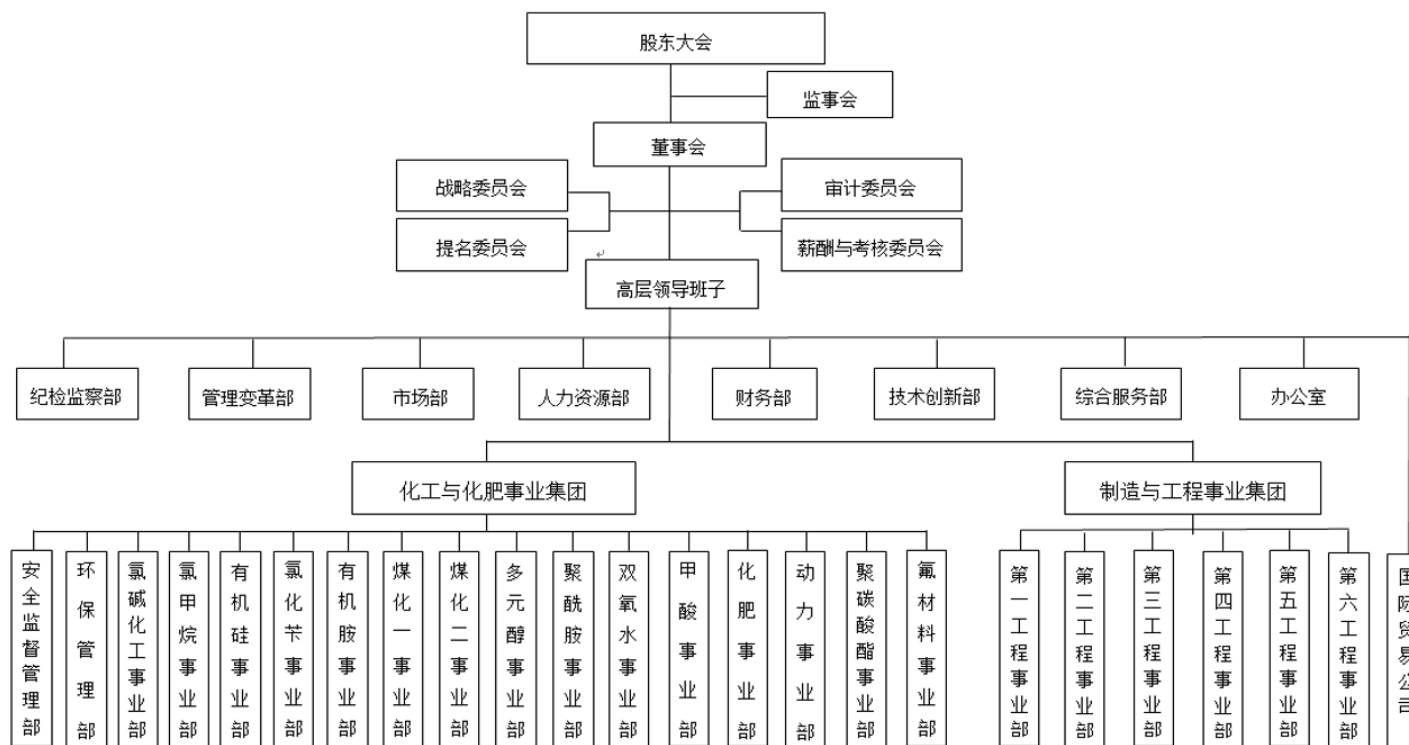
综上，中诚信证评维持鲁西化工主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望稳定；维持“鲁西化工集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债

券（第一期）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：鲁西化工集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：鲁西化工集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附三：鲁西化工集团股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	94,543.84	77,161.56	57,936.39	62,264.21
应收账款净额	4,287.81	10,213.35	10,221.00	17,495.67
存货净额	154,742.71	151,188.05	105,255.11	102,319.28
流动资产	365,513.81	340,598.52	231,000.96	239,814.45
长期投资	20,146.61	20,283.54	19,296.85	19,362.90
固定资产合计	1,933,564.65	2,225,056.46	2,341,020.75	2,349,614.31
总资产	2,506,453.31	2,777,472.41	2,778,654.47	2,798,381.98
短期债务	904,972.23	1,154,987.38	1,075,403.28	1,078,357.32
长期债务	333,500.00	95,500.00	232,963.23	229,261.32
总债务（短期债务+长期债务）	1,238,472.23	1,250,487.38	1,308,366.52	1,307,618.64
总负债	1,642,309.38	1,728,272.57	1,680,139.98	1,675,200.99
所有者权益（含少数股东权益）	864,143.93	1,049,199.84	1,098,514.49	1,123,180.99
营业总收入	1,094,855.65	1,576,180.03	2,128,484.84	496,869.56
三费前利润	165,494.18	398,966.12	588,782.34	101,925.27
投资收益	-495.35	681.40	1,218.90	66.06
净利润	25,259.80	194,990.69	306,657.54	36,144.23
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	203,875.94	420,067.41	596,734.08	-
经营活动产生现金净流量	108,260.05	400,678.30	526,512.62	60,437.09
投资活动产生现金净流量	-250,796.20	-344,269.41	-308,348.97	-48,844.17
筹资活动产生现金净流量	171,424.15	-75,466.61	-218,145.53	-10,419.11
现金及现金等价物净增加额	29,281.06	-19,447.89	16.81	1,173.27
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	15.68	26.06	28.33	21.20
所有者权益收益率（%）	2.92	18.58	27.92	12.87*
EBITDA/营业总收入（%）	18.62	26.65	28.04	-
速动比率（X）	0.17	0.12	0.09	0.10
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.32	0.40	0.18*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	0.35	0.49	0.22*
经营活动净现金/利息支出（X）	1.91	6.83	8.35	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.60	7.16	9.47	-
总债务/EBITDA（X）	6.07	2.98	2.19	-
资产负债率（%）	65.52	62.22	60.47	59.86
总资本化比率（%）	58.90	54.38	54.36	53.79
长期资本化比率（%）	27.85	8.34	17.50	16.95

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、2019年一季度带“*”指标经年化处理；3、2017~2018年以及2019年3月末，公司其他流动负债中的短期应付债券余额分别为209,890.04万元、349,753.41万元和299,705.32万元，中诚信证评在计算时将其纳入短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

长短期债务比 = 短期债务 / 长期债务

三费前利润 = 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 - 营业税金及附加

期间费用 = 销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用

经营性业务利润 = 三费前利润 - 期间费用

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。