

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(2020)

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 11 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪0642 号

鲁西化工集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由 **AA+**调升至 **AAA**，评级展望为稳定；
将“18鲁西01”的信用等级由 **AA+**调升至 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十一日

评级观点：中诚信国际将鲁西化工集团股份有限公司（以下简称“鲁西化工”或“公司”）的主体信用等级由AA+调升至AAA，评级展望为稳定；将“18鲁西01”的债项信用等级由AA+调升至AAA。本次信用等级调整主要是基于2019年以来，中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）通过下属子公司中化投资发展有限公司（以下简称“中化投资”）对公司控股股东鲁西集团有限公司（以下简称“鲁西集团”）的持股比例逐步增加，最终将实现控制，待公司实际控制人变更为中化集团后，公司将获得更强的外部支持，中化集团将通过扩大投资、技术支持、管理提升和产业协同等方式帮助公司建设一流的化工新材料产业园；此外，跟踪期内公司继续保持了突出的产业链与园区一体化优势，并持续向化工新材料方向转型，较为通畅的融资渠道亦对公司整体信用实力提供了有力支持。但同时，中诚信国际也关注到公司面临市场波动风险以及债务规模持续增长，短期债务占比较高，债务结构有待调整等因素对其经营和信用状况的影响。

概况数据

鲁西化工（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	277.75	277.87	302.10	303.92
所有者权益合计（亿元）	104.92	109.85	113.17	113.38
总负债（亿元）	172.83	168.01	188.94	190.55
总债务（亿元）	134.15	136.27	158.19	161.07
营业总收入（亿元）	157.62	212.85	180.82	33.57
净利润（亿元）	19.50	30.67	16.92	0.15
EBIT（亿元）	28.45	42.81	25.88	--
EBITDA（亿元）	42.01	59.67	44.20	--
经营活动净现金流（亿元）	40.07	52.65	30.96	4.82
营业毛利率(%)	26.06	28.33	18.67	15.64
总资产收益率(%)	10.77	15.41	8.93	--
资产负债率(%)	62.22	60.47	62.54	62.70
总资本化比率(%)	56.11	55.37	58.30	58.69
总债务/EBITDA(X)	3.19	2.28	3.58	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.16	9.45	6.61	--

注：中诚信国际根据2017~2019年审计报告及2020年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **产业链与园区一体化优势明显。**2019年以来，公司不断完善园区一体化、集约化、智能化功能，并持续向化工新材料方向转型；同时，公司产品种类众多且生产具有可调节性，化工循环产业链使得其综合竞争优势突出，能够一定程度分散市场价格波动风险。

■ **实际控制人变更有助于公司获得更强的外部支持。**2019年以来，中化集团下属子公司中化投资分步获得控股股东鲁西集团的股权，待聊城市国资委将持有的鲁西集团6.01%的股权无偿划转至中化投资（聊城）有限公司（以下简称“中化聊城”）的

同行业比较

部分化工企业主要指标对比表（亿元、%）

公司名称	2019			2020.3		
	营业总收入	净利润	净利润率	资产总额	所有者权益	资产负债率
万华化学	680.51	105.93	15.57	1,077.54	453.75	57.89
中化国际	528.46	15.98	3.02	583.72	256.03	56.14
中国蓝星	557.99	-9.81	-1.76	1,029.05	232.54	74.44
鲁西化工	180.82	16.92	9.36	303.92	113.38	62.70

注：“万华化学”为“万华化学集团股份有限公司”简称；“中化国际”为“中化国际（控股）股份有限公司”简称；“中国蓝星”为“中国蓝星（集团）股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18鲁西01	AAA	AA+	9.00	9.00	2018/12/13~2023/12/13 附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

事项全部完成后，中化投资将通过中化聊城和其一致行动人合计持有鲁西集团55.01%的股权，成为鲁西集团的控股股东，公司实际控制人将变更为中化集团，此次划转事项所涉及的《股权划转协议》及其补充协议的生效条件已全部成就，后续尚需完成工商变更登记暨股权过户交割事宜。中化集团将公司定位为精细化工业务的主要运营平台，未来将在资金、技术、管理和产业协同等方面提供全面支持，有助于公司提升核心竞争力。

■ **融资渠道较为畅通。**公司为深圳证券交易所上市公司，股权融资渠道较为畅通；另外，2020年3月末公司未使用授信额度为77.01亿元，备用流动性充足。

关注

■ **面临市场波动风险。**化工行业周期性波动明显，且受宏观经济环境影响较大；同时，石油、天然气、化学矿石等原材料价格的频繁波动，均会对公司盈利能力的稳定性产生一定影响。2019年以来，受主要化工和化肥产品价格下降等影响，公司营业总收入和净利润同比下滑。

■ **债务规模持续增长，短期债务占比较高，债务结构有待调整。**随着对运营资金需求的提升，公司总债务规模持续增长，2020年3月末，短期债务/总债务为78.94%，占比较高，以短期债务为主的债务结构仍有待调整。

评级展望

中诚信国际认为，鲁西化工集团股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**原材料价格超预期上行、产品价格超预期下行、超预期停产、建设项目效益不及预期令净利润出现大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性恶化，安全事故严重影响生产经营，实际控制人变更事项未按预期顺利推进或其他导致信用水平显著下降的因素。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

本次跟踪债项募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致，且已全部使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来

负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需

求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令化工行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化，行业集中度持续提升；行业收入保持平稳，但整体盈利能力下降，行业间盈亏变动存在分化

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，进一步淘汰部分落后不达标企业，国家统计局数据显示，年末行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除原油加工量增幅基本维持稳定、受下游行业需求减弱等因素影响烧碱和硫酸增长率同比有所下降外，其他产品产量增幅均较上年同期有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发，从短期来看，安全环保事故引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保

持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：近年我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺的背景下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低

¹本文中所述化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括

国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

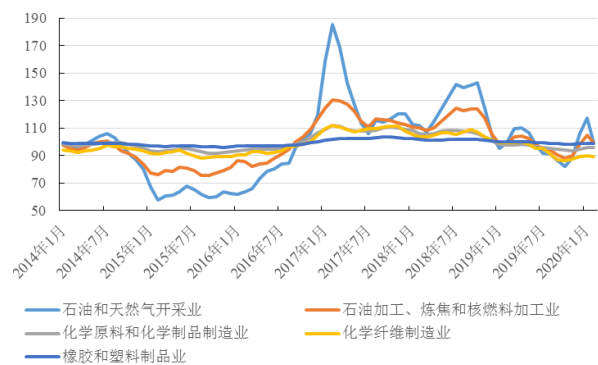
水平，中美两国于 2019 年 1 月 16 日正式签订贸易第一阶段协议，但后续发展仍存在一定不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 2020 年 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求，而医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求大幅增加。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较少，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶，跌幅达 65.7% 和 66.5%，原油价格的超预期下跌将令主要石油出口国如美国、沙特及俄罗斯等国家经济承压。4 月 13 日，OPEC+ 全球原油减产协议达成，减产行动自 5 月 1 日起生效，后续原油价格走势需持续关注。**中诚信国际认为**，低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度较上年下行，大多数化工产品价格同比下降，使得行业营业收入虽然仍呈增长态势，但增幅大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6% 和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标（亿元、%）

行业	行业亏损企业占比		营业收入		利润总额	
	2019	同比	2019	同比	2019	同比
石油和天然气开采业	35.65	-5	8,675.6	-0.8	1,606.1	1.8

石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4	1,279	-42.5
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1	3,481	-25.6
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4	311	-19.8
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2	1,374.8	12
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

2019年以来，中化集团通过下属子公司中化投资对鲁西集团的持股比例逐步增加，最终将实现控制，实际控制人的变更有助于公司获得更强的外部支持，中化集团将通过扩大投资、技术支持、管理提升和产业协同等方式帮助公司建设一流的化工新材料产业园

2019年10月30日，公司发布公告称，中化集团下属子公司中化投资收购鲁西集团原股东天津鼎晖嘉合股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“鼎晖嘉合”)、鼎晖化工(香港)有限公司(以下简称“鼎晖化工”)合计持有的鲁西集团39%的股权已完成工商变更登记，且中化投资已与聊城市聚合股权投资有限公司(以下简称“聚合投资”)签署《一致行动协议》，聚合投资同意与中化投资保持一致行动。2019年12月21日，聊城市国资委与中化投资全资子公司中化聊城签署《股权划转协议》，约定聊城市国资委将持有的鲁西集团6.01%的股权无偿划转至中化聊城。此次划转事项已于2019年12月25日经过聊城市国资委批准同意，于2020年4月22日经过国务院国资委批准同意，并相继通过中国、韩国、土耳其和巴基斯坦的反垄断审查，所涉及的《股权划转协议》²及其补充协议的生效条件已全部成就，后续尚需完成工商变更登记暨股权过户交割事宜。

若此次划转完成后，中化投资将通过中化聊城和其一致行动人聚合投资合计持有鲁西集团

55.01%的股权，成为鲁西集团的控股股东，鲁西集团及公司实际控制人由聊城市国资委变更为中化集团，最终控制人变更为国务院国资委。

表3：鲁西集团股权结构变化情况(%)

序号	股东名称	持股比例		
		变更前	第一次变更后	第二次变更后
1	聊城市国资委	51	51	44.99
2	鼎晖嘉合	22.95	-	-
3	鼎晖化工	16.05	-	-
4	聚合投资	10	10	10
5	中化投资	-	39	39
6	中化聊城	-	-	6.01
合计		100	100	100

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

中化集团是国务院国资委直属大型中央企业，在2019年《财富》世界500强中位列88位，作为领先的石油和化工产业综合运营商、农业投入品(种子、农药、化肥)和现代农业服务一体化运营企业，经营地位突出，协调资源能力强，综合实力雄厚。

中诚信国际认为，此次划转事项最终完成后，公司将获得更强的股东支持。中化集团将公司定位为精细化工业务的主要运营平台，未来将通过扩大投资、技术支持、管理提升和产业协同等方式为公司提供全面支持，协助公司产业链延伸，建设一流的化工新材料产业园；同时公司将借助中化集团强大的背景和资源，发挥其与中化集团各业务板块间的协同效应，提升核心竞争力，但后续工商变更事项仍有待关注。

2019年以来，受原油价格下跌叠加新冠疫情等因素影响，公司产品价格大幅下滑，经营业绩承压，但其化工园区一体化及产业链循环经济优势明显，可

²协议自双方授权代表签字并盖章后成立，经如下有权机构批准后生效：1、国务院国有资产监督管理委员会批准本次划转；2、聊城市人民政府批准本次划转；

3、通过国家市场监督管理总局经营者集中审查，及其他适用法域要求的类似审批程序(如有)。

一定程度降低生产成本和市场风险，中诚信国际将持续关注未来产品销售情况以及价格波动对其盈利能力的影响

随着新材料产业园区建设的推进，公司目前具有煤化工、盐化工、氟硅化工和化工新材料等多条较为完整的循环产业链，并逐渐向化工新材料方向转型。2019年以来，公司继续发挥了其工业园一体化及产业链循环经济优势，通过自动化控制系统调整产品结构以及装置之间原料和副产品的循环利用配比，一定程度降低了生产成本和市场风险。

公司继续采用“以销定产”的生产模式，2019年4月，年产20万吨甲酸项目投产，其他化工产品产能保持稳定。受益于产能的逐步释放³，当年己内酰胺、聚碳酸酯和尼龙6产销量均同比增长，其中自产己内酰胺部分用于尼龙6生产，对外销量较低。受下游需求不足等影响，烧碱、甲烷氯化物、甲酸钠、多元醇和氯磺酸产销量均同比下降；甲酸根据市场需求灵活调整，2019年产销量有所增加。2020年一季度，受疫情等因素影响，公司主要产品产销量均有所下降，未来产能恢复情况以及全年销售实现情况需持续关注。

表4：公司化工产品产量及产能情况（万吨/年、万吨）

产品	最新产能	产量			
		2017	2018	2019	2020.1~3
己内酰胺	20	11.75	18.88	22.24	5.31
聚碳酸酯	20	6.43	8.89	18.68	2.81
尼龙6	20	7.23	12.67	17.34	4.23
烧碱	40	35.36	33.88	27.80	8.43
甲烷氯化物	22	21.93	24.65	23.78	5.11
甲酸	40	19.67	20.60	23.35	5.90
甲酸钠	10	9.25	10.00	5.20	1.78
多元醇	75	36.78	72.02	70.33	11.67
氯磺酸	10	8.02	7.63	7.02	1.60

注：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；2018年技改完成令产能增至75万吨/年。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售价格方面，2019年化工行业整体景气度较低，公司产品销售价格均呈大幅下滑态势；2020年一季度，受原油价格暴跌叠加新冠疫情等因素影响，公司产品价格进一步下滑，经营业绩承压。中

³ 2018年，公司新增10万吨/年己内酰胺、13.5万吨/年聚碳酸酯和10万吨/年尼

诚信国际认为，公司主要化工产品与原油价格紧密挂钩，其价格波动对公司后续经营和盈利能力产生的影响需持续关注。

表5：近年来公司化工产品销售情况（万吨、元/吨）

产品		2017	2018	2019	2020.1~3
己内酰胺	销量	4.23	5.50	8.01	1.80
	销售均价	14,659	15,390	12,063	9,824
聚碳酸酯	销量	6.19	9.07	18.84	2.38
	销售均价	21,456	21,277	14,542	12,902
尼龙6	销量	7.11	12.77	17.41	4.22
	销售均价	16,067	16,625	13,273	11,032
烧碱	销量	34.75	33.21	27.78	8.43
	销售均价	3,119	3,002	2,293	1,816
甲烷氯化物	销量	22.22	24.59	23.71	5.32
	销售均价	2,468	3,390	3,022	2,595
甲酸	销量	19.40	20.80	23.17	6.02
	销售均价	4,930	5,073	2,728	2,340
甲酸钠	销量	8.90	9.79	5.49	1.44
	销售均价	3,181	3,261	2,748	2,085
氯磺酸	销量	8.02	7.58	7.03	1.57
	销售均价	789	1,209	621	425
多元醇	销量	36.72	72.08	70.30	11.72
	销售均价	7,155	7,808	6,819	6,009

注：上述平均价格四舍五入保留至整数位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售模式方面，公司化工产品采取直销模式，通过自身电子商务平台“鲁西商城”进行化工产品销售和结算，有效减少了中间环节，且可以灵活调整销售结构，有助于保证销售利润。公司下游客户主要为化工厂，2019年前五大客户占比为14.91%，客户较为分散。公司采取款到发货模式，仅少部分出口产品采用信用证结算，应收账款维持在很低水平，对资金占用较少。

原材料采购方面，公司苯用于生产己内酰胺，主要采购自中石化和中石油，2019年采购量同比增加，主要系己内酰胺产量上升所致；甲苯用于生产氯化苄等，丙烯主要用于生产多元醇，当年采购量随产量减少而有所下降；甲醇用于生产甲烷氯化物、甲酸、甲酸钠、DMF等，由于公司拥有合成氨甲醇联产装置，部分甲醇可以自给，剩余部分则主要通过外部采购，受甲烷氯化物及甲酸钠等产品减产影响，同期甲醇采购量亦同步下降；原盐采购量龙6的生产能力。

随着盐化工产品产量减少而有所减少；双酚 A 用于聚碳酸酯的生产，采购量随其产量增长而有所增加。2019 年以来随着原油价格及下游景气度下滑，主要原材料价格亦呈下降态势；2020 年一季度，上述产品除苯价格受益于下游己内酰胺需求支撑小幅上涨外，其余产品价格继续下滑，一定程度上降低公司生产成本。

公司根据原料供应稀缺程度采取不同的采购模式。针对苯、甲苯等国内产量较少的产品，公司与供应商寻求战略合作，采取量价互保，结算亦较多采取预付或现款现货方式；对于供方较多的甲醇、丙烯等原料，采取竞价模式，按日开展互联网竞价，通过询比价实现采购价格最优，在结算方式上亦能享受一定的商业信用期。2019 年，公司前五大供应商占比为 19.46%，较为分散。

表 6：近年公司化工产品原材料采购情况（万吨、元/吨）

产品	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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
甲苯	5.31	5,387	4.02	6,142	3.71	5,431	0.67	4,878
苯	16.37	6,455	19.50	6,538	21.01	4,933	4.71	5,204
丙烯	27.02	7,577	52.23	8,674	49.36	7,535	7.69	6,750
甲醇	29.45	2,533	23.19	2,889	9.75	2,258	2.22	1,947
原盐	49.68	232	38.61	254	29.49	231	10.65	219
双酚 A	5.70	10,204	7.86	13,644	16.38	11,125	2.34	10,246

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年以来公司继续推进产业转型升级，战略性收缩化肥业务规模

公司继续推进产业转型升级，将更多的生产资源向附加值较高的化工产品倾斜，2019 年以来尿素和复合肥产能保持稳定，产销量均呈大幅下降态势。销售价格方面，受原材料价格下降以及下游需求不足影响，同期化肥产品销售均价亦有所下滑。

表 7：近年来公司化肥产销情况（万吨/年、万吨、元/吨）

产品	2017	2018	2019	2020.1~3
	尿素			
产能	90	90	90	90
产量	43	41	22	4
销量	48	47	22	4
销售均价	1,939	2,072	1,950	1,750
复合肥				
产能	170	170	170	170
产量	119	73	52	12
销量	126	75	52	11

销售均价	1,951	2,352	2,268	2,180
------	-------	-------	-------	-------

注：产量数据四舍五入保留至整数位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料采购方面，2019 年，受化肥产品产量战略性收缩影响，氯化钾和磷酸一铵采购量均同比下降，但由于部分化工产量增加，当年原料煤采购量同比增加。采购价格方面，在中美贸易摩擦、宏观经济下行以及疫情等因素影响下，2019 年以来原料煤和磷酸一铵采购价格均持续下降，但受价格较高的境外货源占比上升等影响，氯化钾采购价格呈上涨态势，对公司成本控制能力提出更高要求。

表 8：近年来公司化肥原材料采购情况（万吨、元/吨）

产品	2017		2018		2019		2020.1~3	
	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	137	707	202	726	240	704	42	696
氯化钾	16	1,785	8	1,948	5	2,316	1	2,412
磷酸一铵	13	2,160	18	2,565	16	2,293	3	1,950

注：原料煤用于生产化工和化肥产品；上述数据均四舍五入保留至整数位。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来公司仍将重点发展化工新材料板块，充分利用产业园区一体化循环经济优势，提高公司竞争力，未来投资支出压力可控

未来，公司将继续实施新旧动能转换重大工程，充分发挥园区“一体化、集约化、园区化、智能化”优势，以新旧动能转换为契机，重点发展化工新材料和高端化工产业，积极探索发展新领域，持续增强自身品牌影响力。目前，公司在建项目总投资为 19.86 亿元，截至 2020 年 3 月末已投入 3.71 亿元，未来整体资本支出压力可控。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

	计划投资	资金来源	预计投产时间	已投入	2020.4~12 计划投入	2021 计划投入
高端氟材料一体化项目	13.96	自有资金及银行贷款	2021/6	1.45	5.89	6.62
聊城化工产业园输变电工程项目	5.90	自有资金	2020/9	2.26	3.64	-
合计	19.86	--	--	3.71	9.53	6.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务分析

以下分析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意见的 2017~2019 年财务报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，其中 2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。中诚信国际分析时，将“其他流动负债”中的短期应付债券以及“其他应付款”中的关联方借款调整至短期债务，将“长期应付款”中的关联方借款调整至长期债务。

受主要化工及化肥产品销售价格下跌等影响，2019 年公司盈利空间收缩，但其丰富的产品结构有利于

表 10：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

项目	2017		2018		2019		2020.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
化工产品	126.23	29.43	184.56	30.53	159.61	19.88	29.93	17.26
其中：化工新材料	85.36	33.03	147.36	33.05	128.22	20.88	22.51	18.41
基础化工	40.87	21.89	37.20	20.55	31.39	15.79	7.42	13.77
化肥产品	31.00	12.59	27.59	14.18	19.90	9.63	3.54	2.30
其他产品	0.38	7.57	0.70	7.76	1.30	8.24	0.10	5.94
营业总收入/营业毛利率	157.62	26.06	212.85	28.33	180.82	18.67	33.57	15.64

资料来源：公司提供

2019 年公司期间费用持续增长，加之收入规模下降，期间费用率明显上升，对利润造成侵蚀。受主要化工和化肥产品销售价格下降影响，当年公司经营业务利润和利润总额均同比大幅下滑，但受益于将 4.60 亿元和 3.05 亿元的退城进园整体搬迁补偿款⁴按未来预计收款时间的现金流量折现确认的弥补搬迁损失款分别计入营业外收入和资产处置收益，当期利润总额得到较好补充。2020 年一季度，公司经营业务利润和净利润均同比下滑。盈利指标方面，2019 年 EBIT 和 EBITDA 均有所下降，相关盈利指标同比下滑，盈利能力有所弱化，**但中诚信国际认为**，公司产品种类较多且生产具有可调节性，能够一定程度上分散市场价格波动风险，但化工行业的周期性下行对公司盈利能力产生一定负面影响，未来需持续关注产品价格波动对公

⁴ 2019 年，公司及子公司山东聊城鲁西化工第二化肥有限公司分别与聊城市自然资源和规划局、东阿县自然资源和规划局签订《收回国有土地使用权协议书》，确认土地、房屋构筑物、设备、停产停业损失补偿金额 18.11 亿元，并完成了整体搬迁，根据补偿项目分别计入资产处置收益、递延收益及营业外收入。截至 2019 年

分散市场价格波动风险；大额搬迁补偿款能对利润总额形成较好补充，但未来盈利能力稳定性需持续关注

受化工行业景气度下滑等因素影响，2019 年公司主要化工及化肥产品下游需求不足、销售价格均有不同程度下跌，当年营业总收入同比下降 15.05%，营业毛利率同比下滑 9.66 个百分点，利润空间收缩。2020 年一季度，受原油价格超预期暴跌及新冠疫情等影响，主要产品价格持续下滑，收入及毛利率进一步下降。

司盈利能力的影响。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	14.69	19.80	20.83	4.90
期间费用率	9.32	9.30	11.52	14.58
经营性业务利润	25.46	39.35	12.17	0.23
营业外损益	0.11	-1.21	4.95	-0.03
资产处置收益（损失）	-0.45	0.04	3.05	-
利润总额	24.76	38.29	20.15	0.20
净利润	19.50	30.67	16.92	0.15
EBIT	28.45	42.81	25.88	--
EBITDA	42.01	59.67	44.20	--
EBITDA 利润率	26.65	28.04	24.45	--
总资产收益率	10.77	15.41	8.93	--

注：营业外损益为“营业外收入”和“营业外损失”的合计。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着经营规模的扩大以及在建项目的推进，2019 年以来公司总资产、总负债和所有者权益均同步增长，

末，公司已收到退城进园搬迁补偿款 2.74 亿元，将根据协议约定预计 2020 年 12 月 31 日之前收到的搬迁补偿款 7.60 亿元计入其他应收款，将预计 2020 年 12 月 31 日之后收到的搬迁补偿款 7.80 亿元折现后计入长期应收款（聊城市自然资源和规划局 5.23 亿元、东阿县自然资源和规划局 2.55 亿元）。

但以短期债务为主的债务结构仍有待调整

随着经营规模的扩大以及在建项目的推进，2019 年以来公司总资产规模持续增长，截至 2020 年 3 月末以固定资产和在建工程为主的非流动资产占比保持在 90% 左右。受退城进园一体化项目、年产 20 万吨甲酸项目等转固影响，2019 年末固定资产同比上升、在建工程有所下降；2020 年以来，公司加大项目建设投入，3 月末在建工程有所增加，但计提折旧令同期末固定资产规模有所下降。此外，公司货币资金仍处于较低水平，截至 2020 年 3 月末有 1.19 亿元使用受限，受限比例较高；2019 年末其他应收款和长期应收款大幅增加，主要是新增应收搬迁补偿款所致。

表 12：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	7.72	5.79	5.19	5.63
其他应收款	0.13	0.20	7.70	7.75
固定资产	178.70	203.79	211.76	208.79
在建工程	40.32	30.31	28.93	31.30
长期应收款	-	-	7.34	7.34
总资产	277.75	277.87	302.10	303.92
总负债	172.83	168.01	188.94	190.55
短期债务	117.78	108.88	125.63	127.15
总债务	134.15	136.27	158.19	161.07
股本	14.65	14.65	14.65	14.65
资本公积	21.84	21.80	21.80	21.80
其他权益工具	24.96	5.00	-	-
未分配利润	37.04	60.65	68.38	68.54
所有者权益合计	104.92	109.85	113.17	113.38
资产负债率	62.22	60.47	62.54	62.70
总资本化比率	56.11	55.37	58.30	58.69

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于经营规模扩大，公司总负债规模同步增加，以有息债务为主。随着对运营资金需求的提升，短期债务规模整体增长，截至 2020 年 3 月末短期债务/总债务为 78.94%，占比较高，以短期为主的债务结构仍有待调整。

受益于利润积累，2019 年末公司所有者权益同比增长 3.02%，受偿还全部 5 亿元可续期委托贷款以及分红 7.32 亿元影响，同期末增幅较小。由于债务规模增长较快，2019 年以来资产负债率和总资本

化比率均呈小幅上升态势。

2019 年以来公司盈利及获现能力下降，相关偿债指标有所弱化，但仍能有效覆盖利息支出，货币等价物规模较小，对债务本息覆盖能力有限

2019 年以来，受主要产品价差收窄影响，公司经营净现金流有所下降，但获现能力仍处于较好水平；随着在建项目的推进，投资活动现金流仍保持净流出态势；筹资活动现金流方面，2019 年以来公司加大债务融资力度，筹资活动现金净流出规模有所下降，2020 年一季度筹资活动净现金由负转正。偿债指标方面，2019 年以来盈利及获现能力的下降使得相关偿债指标有所弱化；此外，公司货币等价物规模较小，对债务覆盖能力有限，令公司面临一定短期偿债压力。

表 13：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	40.07	52.65	30.96	4.82
投资活动净现金流	-34.43	-30.83	-31.77	-5.52
筹资活动净现金流	-7.55	-21.81	-0.39	1.31
EBITDA 利息保障倍数	7.16	9.45	6.61	--
经营活动净现金流/利息支出	6.83	8.33	4.63	--
总债务/EBITDA	3.19	2.28	3.58	--
经营活动净现金流/总债务	0.30	0.39	0.20	0.12*
货币等价物/短期债务	0.07	0.05	0.04	0.04

注：带“*”指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司受限资产规模较为可控，畅通的股权融资渠道和外部授信能够对整体偿债能力提供一定支持，但需持续关注仲裁事项后续进展情况

截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保事项。受限资产方面，同期末公司有 1.19 亿元资产使用受限，均为用于银行承兑及信用证保证的货币资金。此外，同期末，鲁西集团持有公司 4.92 亿股股票，持股比例为 33.60%，其中 1.96 亿股股票被质押给中国农发重点建设基金有限公司，用于公司退城进园及园区智能生产改造项目借款，占其持有公司股份的比例为 39.88%。

截至 2020 年 3 月末，公司共在各家金融机构获得授信额度 173.37 亿元，其中尚未使用授信额度

为 77.01 亿元，且公司为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通。

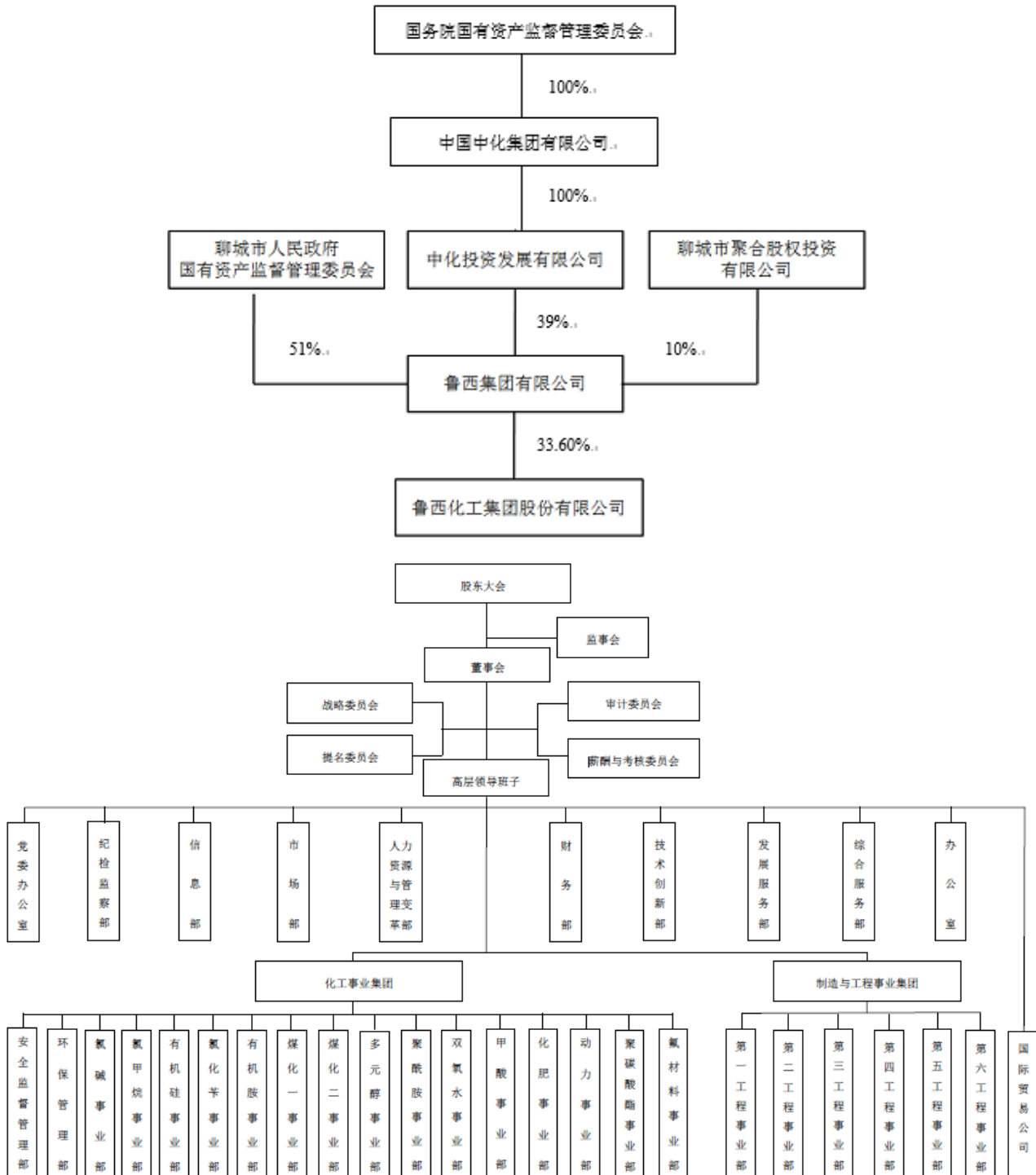
或有事项方面，2015 年 12 月 25 日申请人庄信万丰戴维科技有限公司、陶氏环球技术有限责任公司以公司违反《低压羰基合成技术不使用和保密协议》为由，在斯德哥尔摩商会仲裁机构提出仲裁申请。2017 年 11 月，仲裁庭宣布公司使用了受保护信息设计、建设、运营其丁辛醇工厂，因此违反了并正继续违反《低压羰基合成技术不使用和保密协议》，应当向申请人进行赔偿，赔偿金额合计约 7.49 亿元，并对公司第四工厂下达禁令。公司认为该仲裁程序存在严重瑕疵，仲裁员存在严重的偏见，仲裁结果明显不公正。2019 年 7 月 2 日山东省聊城中级人民法院（以下简称“市中院”）对申请承认及执行外国仲裁裁决一案进行听证，申请人就公司提交的证据发表了初步质证意见且尚未提交反驳证据，就后续的举证、质证及双方辩论等事宜，市中院将依法另行安排。由于暂无法判断该仲裁事项对公司本期利润及期后利润的影响，中诚信国际将对该事项后续进展保持关注。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至 2020 年 6 月 1 日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

评级结论

综上所述，中诚信国际将鲁西化工集团股份有限公司的主体信用等级由 **AA⁺**调升至 **AAA**，评级展望为稳定；将“18 鲁西 01”的债项信用等级由 **AA⁺**调升至 **AAA**。

附一：鲁西化工集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：鲁西化工集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	77,161.56	57,936.39	51,916.15	56,286.34
应收账款净额	10,213.35	10,221.00	9,240.50	16,450.78
其他应收款	1,310.69	2,040.44	76,957.38	77,533.19
存货净额	151,188.05	105,255.11	117,002.76	114,614.84
长期投资	20,283.54	19,296.85	22,726.46	22,776.56
固定资产	1,787,040.03	2,037,875.04	2,117,635.41	2,087,855.16
在建工程	403,190.23	303,145.71	289,316.31	312,976.89
无形资产	140,092.13	145,790.12	144,831.59	143,640.55
总资产	2,777,472.41	2,778,654.47	3,021,032.80	3,039,202.68
其他应付款	44,153.03	43,602.88	65,152.56	48,671.74
短期债务	1,177,832.34	1,088,821.06	1,256,346.04	1,271,454.84
长期债务	163,700.00	273,883.23	325,602.34	339,253.44
总债务	1,341,532.34	1,362,704.29	1,581,948.38	1,610,708.28
净债务	1,264,370.79	1,304,767.90	1,530,032.23	1,554,421.94
总负债	1,728,272.57	1,680,139.98	1,889,381.06	1,905,452.31
费用化利息支出	36,894.61	45,215.84	57,295.00	--
资本化利息支出	21,799.85	17,957.36	9,589.97	--
所有者权益合计	1,049,199.84	1,098,514.49	1,131,651.74	1,133,750.37
营业总收入	1,576,180.03	2,128,484.84	1,808,157.63	335,723.81
经营性业务利润	254,555.68	393,531.38	121,660.67	2,281.24
投资收益	681.40	1,218.90	509.84	50.10
净利润	194,990.69	306,657.54	169,194.68	1,527.43
EBIT	284,466.28	428,149.36	258,836.28	--
EBITDA	420,067.41	596,734.08	442,037.17	--
经营活动产生现金净流量	400,678.30	526,512.62	309,580.89	48,247.70
投资活动产生现金净流量	-344,269.41	-308,348.97	-317,704.83	-55,183.57
筹资活动产生现金净流量	-75,466.61	-218,145.53	-3,880.24	13,073.26
资本支出	353,166.88	311,409.71	327,208.15	55,183.57
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	26.06	28.33	18.67	15.64
期间费用率(%)	9.32	9.30	11.52	14.58
EBITDA 利润率(%)	26.65	28.04	24.45	--
总资产收益率(%)	10.77	15.41	8.93	--
净资产收益率(%)	20.38	28.56	15.17	0.54*
流动比率(X)	0.22	0.17	0.21	0.21
速动比率(X)	0.12	0.09	0.13	0.14
存货周转率(X)	7.62	11.90	13.23	9.78*
应收账款周转率(X)	217.39	208.32	185.82	104.54*
资产负债率(%)	62.22	60.47	62.54	62.70
总资本化比率(%)	56.11	55.37	58.30	58.69
短期债务/总债务(%)	87.80	79.90	79.42	78.94
经营活动净现金流/总债务(X)	0.30	0.39	0.20	0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.34	0.48	0.25	0.15*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.83	8.33	4.63	--
总债务/EBITDA(X)	3.19	2.28	3.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.55	0.35	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.16	9.45	6.61	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析财务时将“其他流动负债”中的短期应付债券以及“其他应付款”中的关联方借款调整至短期债务，将“长期应付款”中的关联方借款调整至长期债务，将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。