

鲁西化工集团股份有限公司

2022 年度债项跟踪评级报告

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mttian@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 28 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 2127 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：

维持“19 鲁西化工 MTN001”、“21 鲁西化工 MTN001”和“18 鲁西 01”的债项信用等级为 AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持“19鲁西化工 MTN001”、“21鲁西化工 MTN001”和“18鲁西 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了鲁西化工集团股份有限公司（以下简称“鲁西化工”或“公司”）明显的产业链一体化、集约化、园区化、智能化优势、较为畅通的融资渠道、股东背景雄厚且支持力度大、盈利及获现能力提升等优势对其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、短期债务占比较高及拟吸收合并鲁西集团有限公司等因素对其经营和整体信用状况的影响。

概况数据

鲁西化工（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	302.10	318.74	321.16	327.78
所有者权益合计（亿元）	113.17	143.86	180.70	193.98
总负债（亿元）	188.94	174.88	140.45	133.79
总债务（亿元）	158.19	138.79	96.27	94.47
营业总收入（亿元）	180.82	175.92	317.94	76.51
净利润（亿元）	16.92	8.25	46.20	13.21
EBIT（亿元）	25.88	15.01	65.01	--
EBITDA（亿元）	44.20	34.35	85.85	--
经营活动净现金流（亿元）	30.96	30.11	94.64	12.19
营业毛利率(%)	18.67	15.81	30.42	28.64
总资产收益率(%)	8.93	4.78	20.32	--
资产负债率(%)	62.54	54.87	43.73	40.82
总资本化比率(%)	58.30	49.10	34.76	32.75
总债务/EBITDA(X)	3.58	4.04	1.12	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.61	6.53	15.30	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **产业链一体化、集约化、园区化、智能化优势明显。**2021 年以来，公司不断完善一体化优势，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，新项目陆续投产及在建项目推进将令其化工循环产业链更加完善，综合竞争优势增强，能够一定程度分散市场价格波动风险。

■ **股东背景雄厚，支持力度大。**中国中化控股有限责任公司（以

下简称“中国中化”）是国务院国资委直属大型中央企业，其经营地位突出，协调资源能力强，综合实力雄厚，在公司成立工程化技术创新中心，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。

■ **盈利及获现能力显著提升。**受益于主要产品价格上涨，公司 2021 年经营性业务利润大幅上升，经营获现能力亦显著提升。

■ **融资渠道较为畅通。**公司为深圳证券交易所上市公司，资本市场融资渠道较为畅通；另外，2022 年 3 月末公司未使用授信额度为 125.47 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，2022 年以来，上游原材料价格保持高位，受此影响化工产品毛利率有所下降。

■ **短期债务占比较高。**公司债务以短期借款和应付债券为主，截至 2022 年 3 月末，短期债务/总债务比例为 59.95%，且货币资金余额较低，自有资金对短期债务的覆盖能力有待提升。

■ **公司拟吸收合并鲁西集团有限公司。**公司拟通过向鲁西集团有限公司（以下简称“鲁西集团”）的全部股东发行股份的方式对鲁西集团实施吸收合并，截至目前，本次事项尚需通过公司董事会、中国中化、股东大会、中国证监会等其他有权机关批准或核准等程序，后续进展尚存在不确定性，中诚信国际将对此事项后续进展保持关注。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 鲁西 01	AAA	AAA	2021/05/21	9.00	7.35	2018/12/13~2023/12/13 (3+2)	票面利率选择权， 回售条款
19 鲁西化工 MTN001	AAA	AAA	2021/05/21	10.00	10.00	2019/08/28~2024/08/28 (3+2)	票面利率选择权， 回售条款
21 鲁西化工 MTN001	AAA	AAA	2021/08/18	10.00	10.00	2021/08/25~2024/08/25	--

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，“18 鲁西 01”募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，其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。

近期关注

2021 年化工¹行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张，新冠肺炎疫情虽有所反复，但全球经济逐步回暖，化工行业需求回升，主要产品价格上涨，行业景气度处于较好水平；2022 年，需关注海外地缘政治、经济摩擦、疫情反复、政策限制等不确定性因素对化工行业景气度的影响

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2021 年初，随着国内新冠肺炎疫情得到有效控制，各行业于疫情冲击后逐步复苏并推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦大幅回暖，对化工品需求持续回升。但下半年以来受疫情反复、政策调控、原材料价格波动等多重因素影响，下游整体需求增速呈逐步减缓趋势。出口方面，2021 年以来海外疫情反复，供给端修复较慢，同时国内外疫情防控呈现明显分化，国内经济率先实现复苏，化工行业出口在国内产能扩张及海外订单增加的双重影响下强势反弹。预计 2022 年化工行业国内需求增速将持续低位震荡，海外市场恢复或将拉升出口量，但变异毒株的出现一定程度上增加了其不确定性，疫情的后续走势及各国防控措施或将影响 2022

年需求端变化。

2021 年以来化工行业固定资产投资完成额逐步回升，行业产能有所扩张。上半年，随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。下半年，受限电及能耗双控等政策影响，行业开工率有所下降，化工产品产量增速有所放缓。

表 1：我国化工行业部分产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2020		2021	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,492.0	1.6	19,897.6	2.4
天然气	1,888.5	9.8	2,052.6	8.2
原油加工量	67,440.8	3.0	70,355.4	4.3
硫酸(折 100%)	8,332.3	-1.2	9,382.7	5.0
烧碱(折 100%)	3,643.2	5.7	3,891.3	5.2
纯碱(碳酸钠)	2,812.4	-2.9	2,913.3	3.4
乙烯	2,160.0	4.9	2,825.7	18.3
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,395.8	-0.9	5,446.0	0.8
化学农药原药(折有效成分 100%)	214.8	-1.1	249.8	7.8
初级形态塑料	10,355.3	7.0	11,039.1	5.8
合成橡胶	739.8	0.5	811.7	2.6
化学纤维	6,167.9	3.4	6,708.5	9.1
橡胶轮胎外胎	81,847.7	1.7	89,910.8	10.8
塑料制品	7,603.2	-6.4	8,004.0	5.9

注：1,113 立方米天然气折算 1 吨原油。

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2021 年以来，在 OPEC+ 执行减产协议且全球经济复苏的背景下，原油价格呈震荡上涨趋势。具体来看，2021 年原油价格波动与疫情的反复密切相关，2021 年 3 月末，全球多国疫情反弹，欧洲、南美和印度的疫情恶化，欧洲多国进一步收紧封锁政策，原油价格承压。各国石油部长决定 5 月起逐步放松减产，但因增量仍无法覆盖全球石油产品需求增长幅度，原油供需处于紧平

¹ 文中所提化工行业及企业，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。

衡状态，美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货和布伦特原油期货价格维持高位震荡。受德尔塔病毒的蔓延引发原油需求端的不确定性，原油价格暴跌；随后受美国飓风影响，原油供应减少，且英国燃油供应链受阻，原油价格快速回升；2021年10月26日，WTI期货结算价和布伦特原油期货结算价分别上升至84.65美元/桶和86.40美元/桶，达到全年最高水平。但受奥密克戎毒株的快速传播影响，欧盟、英国等多国推出限制措施，变异毒株带来了原油消费需求的不确定性，原油价格承压。2021年全年WTI期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为68.11美元/桶和70.95美元/桶，同比分别大幅上涨28.53美元/桶和12.49美元/桶。近期随着俄乌冲突的不断演化，国际原油价格急速走高，2022年3月8日，WTI期货结算价和布伦特原油期货结算价分别攀升至123.7美元/桶和127.98美元/桶。俄罗斯作为国际原油第二大出口国，在OPEC+增产有限，伊朗核谈未有实质性进展的背景下，俄乌冲突使得未来国际原油价格走势存在较大不确定性。受夏季高温干旱、冬季寒冷影响，2021年天然气价格呈现季节性变化，随着下半年天然气消费量的上升，天然气价格明显上升，全年均价同比上升52.42%。2020~2021年煤炭新增产能明显减少，叠加从澳洲进口煤炭受限，从蒙古进口煤炭亦受疫情影响，煤炭供应较为紧缺；同时疫情后国内制造业景气度提升，电力等行业对煤炭的需求量加大，供需错配使得煤炭价格快速攀升。2021年10月末，国内无烟煤（2号洗中块）市场价格为2,678.6元/吨，较年初的900元/吨大幅上升197.62%。在国家强力的煤炭保供政策下，国内煤炭市场价格有所回落。总体来看，2021年化工行业主要原材料和产品价格整体上涨，且原油价格的大幅提高及需求增加等令主要化工产品全年均价同比上升；在原油价格大幅上涨的背景下，近原油端的产品价格受原油价格影响亦大幅上升，而接近消费端的化工品的价格更取决于自身的供需变化。

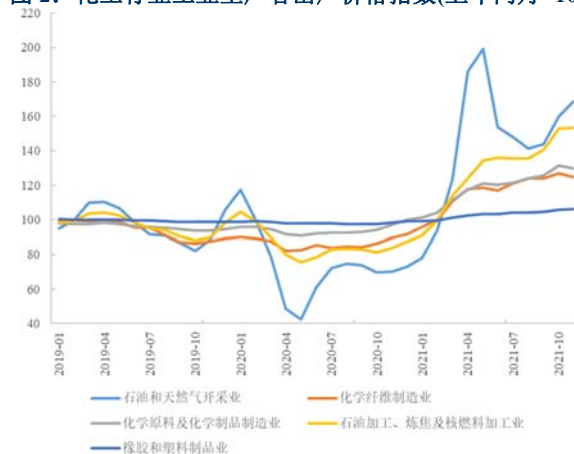
图1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021年以来，随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产且出口需求修复改善，多数化工产品价格上涨并维持高位运行。从工业价格指数来看，自2021年以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均强于上年同期且分化较为明显。2022年一季度，地缘政治等因素导致国际能源价格剧烈波动，推动国内化工各子行业PPI大幅上涨；原材料价格持续高位运行，预计将对2022年全年各化工子行业PPI形成一定支撑。

图2：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

2020年9月，国家明确提出“碳中和”及“碳达峰”目标，并在2021年10月提出到2025年单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%，单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%，非化石能源消费比重达到20%左右。对业内企业来说，在工艺技术水平提升和改造、绿色生产方面固定资产等建设、以及碳捕集利用与封存技术创新

各环节将面临更大的资金投入压力，预计部分企业资本支出压力将有所加大。此外，《完善能耗消费强度和总量双控制度方案》提出，对国家重大项目实行能耗统筹；坚决管控高能耗高排放项目；鼓励地方增加可再生能源消费；鼓励地方超额完成能耗强度降低指标；推行用能指标市场化交易。为积极响应“能耗双控”政策，全国多地实行限电限产政策，通过限制高耗能企业用电促进能耗减排。短期看，限电限产政策使得国内化工企业开工率快速下降，供给端明显收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，环保标准的持续提升和“双碳”政策的推行将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

中诚信国际认为，2022 年，国内宏观经济及海外地缘政治、经济摩擦仍存不确定性，加之变异毒株的出现令全球疫情不断反复，叠加“双碳”政策、限电限产等政策的限制，化工行业景气度的变化存在一定不确定性。

公司具备明显的一体化及产业链循环经济优势，产品品种较多且产品间协同效应较强，可一定程度降低生产成本和市场风险，随着产能逐步释放及下游需求上升，产品产销量有所上升，同时原油价格上涨推动公司主要产品价格上升，中诚信国际将持续关注未来产品价格以及成本波动对其盈利能力的影

随着新材料产业园区建设的推进，目前，公司可生产百余种化工产品，其中甲酸市场占有率位于国内第一，规模优势明显。公司利用园区化、一体化、集约化、智能化以及产业链循环经济优势，根据不同产品的市场价格、盈利能力变化以及下游需求情况，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，实施采购、生产、销售、物流和财务一体化联动，有效保证了生产物资供应和效益最大化的平衡，一定程度降低了生产成本和市场风险。

化工新材料产品方面，2021 年随着产能的提升

及逐步释放，己内酰胺产量大幅提升，其中自产己内酰胺主要自用于下游尼龙 6 生产，直接对外销量较低。受益于下游需求增长，多元醇产销量上升，但公司根据产品盈利能力调节产品生产结构，聚碳酸酯产销量同比进一步下降。基础化工产品方面，2021 年疫情逐步缓和，下游需求陆续回升，公司加大主要基础化工产品生产排期，当年甲酸、烧碱、甲烷氯化物和甲酸钠产销量均有所提升，产销率保持较高水平。2022 年 1~3 月，主要产品产销量持续增加。

表 2：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			
		2019	2020	2021	2022.1~3
己内酰胺	40	22.24	34.60	44.72	6.82
聚碳酸酯	26.5	18.68	15.98	12.17	3.71
尼龙 6	40	17.34	27.11	29.74	6.07
甲酸	40	23.35	26.77	36.13	7.63
多元醇	75	70.33	72.83	84.72	19.58
烧碱	40	27.80	38.55	41.36	9.93
甲烷氯化物	22	23.78	23.93	26.56	6.86
甲酸钠	10	5.20	8.04	10.90	2.66
氯磺酸	10	7.02	7.42	7.49	2.12
合计	303.5	215.74	255.23	293.79	65.38

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售价格方面，2021 年，全球油气价格大幅上涨，成本端推动公司主要产品价格明显上涨。2022 年 1~3 月，受上年末能耗双控、下游开工受阻、节后下游需求恢复较慢等因素影响，部分产品价格回调，但受益于国内外装置检修、供需趋紧叠加原油价格持续高位运行，主要产品价格仍保持上行。

表 3：近年来公司化工产品销售情况（万吨、元/吨）

产品		2019	2020	2021	2022.1~3
己内酰胺	销量	8.01	7.42	4.26	0.80
	销售均价	12,063	9,393	13,581	13,193
聚碳酸酯	销量	18.84	15.69	12.48	3.08
	销售均价	14,542	13,544	23,510	21,094
尼龙 6	销量	17.41	26.61	30.26	5.55
	销售均价	13,273	10,604	14,160	15,034
甲酸	销量	23.17	26.94	36.13	7.57
	销售均价	2,728	2,169	4,506	6,092
多元醇	销量	70.30	72.42	84.77	19.33
	销售均价	6,819	6,770	13,120	11,147
烧碱	销量	27.78	37.61	41.63	9.70
	销售均价	2,293	1,526	2,232	3,121
甲烷氯化物	销量	23.71	23.80	25.07	6.41
	销售均价	3,022	2,414	3,980	5,273

甲酸钠	销量	5.49	8.31	10.85	2.74
	销售均价	2,748	1,867	2,489	3,548
氯磺酸	销量	7.03	7.55	7.51	2.13
	销售均价	621	657	1,006	1,185

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，公司主要化工产品均通过自身电子商务平台“鲁西商城”进行销售和结算，价格实施“集合定价”模式，可以根据客户需求和产品报价情况灵活调整销售结构，有助于减少中间环节，保证利润空间。公司产品主要销往周边地区，物流运输通过“鲁西商城”和“鲁西物流”两个平台的有机结合，实现客户下单后，运输车辆竞价配载、配送，有助于降低物流成本，提高发运效率。公司下游客户主要为化工企业，2021年前五大客户占比为13.48%，客户较为分散。公司产品销售采取先款后货的结算方式，仅少部分出口产品采用信用证结算，应收账款维持在极低水平，对资金占用较少。

公司化工产品主要原材料为苯、丙烯、甲醇、原盐等。其中，公司苯用于生产己内酰胺，因公司控制库存，提高存货周转速度，2021年采购量同比小幅下降；甲醇用于生产甲烷氯化物、甲酸、甲酸钠、DMF等，丙烯主要用于多元醇生产，多元醇原料路线改造项目完成后，以甲醇作为原材料可实现自产丙烯用于生产多元醇，原盐用于生产盐化工产品，双酚A用于聚碳酸酯的生产。2021年以来受需求大幅增加影响，上述原材料采购量均有所增加。2022年一季度，由于相关装置计划性检修，苯采购量同比小幅下降，但其他原材料采购量均同比有所提升。采购价格方面，2021年以来，主要原材料采购价格均大幅提升，对成本控制形成一定挑战。其中，2022年一季度，由于终端需求不及预期，双酚A采购价格有所下降。中诚信国际关注到，公司主要原材料及产品价格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稳定性的影响需持续关注。

表4：近年来公司原材料采购情况（万吨、元/吨）

	2019		2020		2021		2022.1~3	
	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
苯	21.01	4,327.00	33.32	3,845.68	30.50	7,139.79	6.89	7,901.58
丙烯	49.36	7,535.00	47.96	7,041.96	49.40	8,038.14	11.85	8,189.19
甲醇	9.75	2,258.00	39.39	1,662.42	88.43	2,650.52	26.90	2,693.55
原盐	29.49	231.00	46.02	198.29	54.65	251.46	12.05	451.37
双酚A	16.38	11,125.00	9.78	11,549.58	10.09	20,829.56	3.41	17,544.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司根据原料供应稀缺程度采取不同的采购模式。针对纯苯等大宗原料，公司主要向大型国有供应商寻求战略合作，以获取量价互保，结算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，主要通过自主开发的“鲁西采购网”采购，按日开展线上竞价，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。2021年，公司前五大供应商占比为23.62%，较为分散。

2021年以来公司持续推进产业转型升级，战略性收缩化肥业务规模

公司持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，2021年化肥整体产销量有所下降；受原材料价格上升及下游需求好转影响，2021年以来复合肥销售均价持续上涨。

表5：近年来公司化肥产销情况（万吨/年、万吨、元/吨）

产品		2019	2020	2021	2022.1~3
复合肥	产能	170	170	170	170
	产量	52	52	49	16
	销量	52	52	48	19
	销售均价	2,268	2,232	2,589	3,196

注：产量数据四舍五入保留至整数位；2020年以来尿素停止生产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料采购方面，受化肥产品生产战略性收缩影响，2021 年磷酸一铵采购量同比下降，但由于下游需求回暖，化肥产品原材料采购均价大幅提升。

公司拥有国家级研发平台，技术研发实力较强

近年来公司持续推进技术及产品研发工作，目前拥有国家级企业技术中心等多个研发与成果转化平台，同时，配置齐全和经验丰富的专业研发团队亦为技术创新和产品开发提供了较强的实力支撑。近年来，公司主要围绕产品及装备制造创新、智能园区系统建设、安全环保管控、降本增效技改等领域开展研发工作，研发制造了多项具有自主知识产权的关键核心装备和技术，成为公司转型升级的重要支撑。2021 年，公司研发投入为 11.22 亿元，占营业总收入的比重为 3.53%，研发实力处于较高水平。

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，未来仍保持一定投资支出规模

未来，公司将继续实施新旧动能转换重大工程，充分发挥“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。截至 2022 年 3 月末，公司在建项目总投资为 40.90 亿元，已投入 11.70 亿元，20 万吨双酚 A 项目及己内酰胺·尼龙 6 一期工程亦投入项目建设资金，预计于未来两年内陆续投产。随着在建项目投产，原材料自给率将进一步提升，公司运营实力有所增强，但仍将保持一定投资支出规模。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

	计划投资	已投入	2022.4-12 计划投入	2023 计划 投入
20 万吨双酚 A 项目	7.90	4.35	3.55	--
己内酰胺·尼龙 6 一	33.00	7.35	8.39	17.26

² 60 万吨/年己内酰胺·尼龙 6 项目采取分步建设，该项目为一期工程，投资规模为 33.00 亿元，主要包括 30 万吨己内酰胺、30 万吨尼龙 6 及

期工程 ²				
合计	40.90	11.70	11.94	17.26

资料来源：公司提供，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 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。中诚信国际分析时均采用财务报表期末数，同时将“其他流动负债”中的短期应付债券以及“其他应付款”中的鲁西集团借款调整至短期债务，将“长期应付款”中的鲁西集团借款调整至长期债务。

受益于主要产品销售量价齐升，2021 年公司经营性盈利能力增强，2022 年一季度各产品价格维持高位，利润规模同比进一步增长

2021 年受益于化工板块主要产品量价齐升，公司化工板块盈利能力同比提升明显。受益于复合肥价格上涨，但成本涨幅较大，该板块盈利水平有所弱化，但由于收入占比不大，对公司整体盈利能力影响较小。2022 年一季度，部分产品价格回落，但原材料价格保持高位，化工新材料业务毛利率有所下降，带动当期营业毛利率亦小幅下降，但整体仍处于较好水平。

表 7：近年来公司主要板块毛利率情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
化工产品	19.88	17.02	32.47	30.57
其中：化工新材料	20.88	17.46	31.01	24.04
基础化工	15.79	15.54	35.72	40.72
化肥产品	9.63	4.05	0.54	11.33
其他产品	8.24	0.59	9.06	22.22
营业毛利率	18.67	15.81	30.42	28.64

资料来源：公司提供

2021 年，公司债务规模下降使得财务费用有所减少，受职工薪酬上升和研发投入力度加大影响，期间费用有所提升，但由于营业总收入大幅增长，期间费用率仍保持下降态势。受益于主要产品销售量价齐升及费用管控较好，经营性业务利润大幅增

配套生产设施和公用工程等辅助设施，主要通过公司自筹、银行贷款及其他融资等方式，预计未来年可新增销售收入 42.6 亿元，利税 7.6 亿元。

加，带动利润总额亦明显上升；由于公司支付诉讼赔偿款 8.34 亿元，当期营业外支出明显增加，且存货跌价损失及固定资产减值损失增加使当年资产减值损失上升，对利润总额形成一定侵蚀。盈利指标方面，2021 年 EBIT 及 EBITDA 同比上升，相关盈利指标明显优化，盈利能力有所增强。2022 年一季度，主要化工产品价格维持高位，公司经营业务利润及利润总额同比进一步提升。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	6.07	0.66	0.71	0.14
管理费用	3.27	3.99	4.45	1.14
研发费用	5.72	5.80	10.41	1.90
财务费用	5.76	5.39	4.65	1.01
期间费用合计	20.83	15.84	20.21	4.18
期间费用率	11.52	9.00	6.36	5.46
经营性业务利润	12.17	11.42	75.21	17.27
资产减值损失合计	-0.06	-0.71	-5.91	-0.13
营业外损益	4.95	0.07	-8.85	-0.04
利润总额	20.15	10.94	60.47	17.13
净利润	16.92	8.25	46.20	13.21
EBIT	25.88	15.01	65.01	--
EBITDA	44.20	34.35	85.85	--
EBITDA 利润率	24.45	19.53	27.00	--
总资产收益率	8.93	4.78	20.32	--

注：2019 年数据为追溯调整前数据；资产减值损失合计包含“资产减值损失”和“信用减值损失”；资产减值损失以“-”记。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来公司总资产规模保持增长态势，利润积累使得所有者权益规模进一步扩大，资本实力大幅提升；债务偿还力度加大令总债务规模和财务杠杆下降，但以短期为主的债务结构仍有待进一步优化

受益于在建项目的持续推进以及预付长期资产购置款增加，2021 年以来公司总资产规模保持增长态势，截至 2022 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 91.23%。基于审慎性原则，公司对固定资产进行减值测试，2021 年计提固定资产减值损失 3.69 亿元，同时计提部分折

³ 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 2019 年的资产处置收益、递延收益及营业外收入；公司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

旧，使得年末固定资产有所下降；随着己内酰胺·尼龙 6 一期工程及 20 万吨双酚 A 项目的持续建设，2021 年末在建工程同比增长。同期末，受预付长期资产购置款增加影响，其他非流动资产大幅增加。此外，公司货币资金规模仍处于较低水平，截至 2022 年 3 月末受限货币资金为 0.59 亿元；其他应收款主要为退城进园拆迁补偿款³，2021 年以来大幅下降。

表 9：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	5.19	3.64	3.79	2.39
其他应收款	7.70	7.38	0.19	0.19
存货	11.70	18.91	17.71	19.50
流动资产	30.99	36.97	28.17	29.48
固定资产	211.76	215.15	210.43	216.37
在建工程	28.93	31.67	37.45	34.75
长期应收款	7.34	7.34	8.68	8.68
无形资产	14.48	19.22	19.89	19.67
其他非流动资产	3.80	5.29	12.91	15.39
总资产	302.10	318.74	321.16	327.78
其他应付款	6.52	18.35	3.37	2.47
总负债	188.94	174.88	140.45	133.79
短期债务	125.63	116.54	58.42	56.64
总债务	158.19	138.79	96.27	94.47
股本	14.65	19.04	19.04	19.04
资本公积	21.80	47.87	47.87	47.87
未分配利润	68.38	67.52	102.08	115.28
所有者权益合计	113.17	143.86	180.70	193.98
资产负债率	62.54	54.87	43.73	40.82
总资本化比率	58.30	49.10	34.76	32.75

注：2019 年数据为追溯调整前数据。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年以来，公司以有息债务为主的总负债规模呈下降态势，主要系 2021 年偿还短期借款和到期应付债券，使得短期债务规模下降所致。此外，公司归还鲁西集团借款⁴，期末其他应付款大幅下降。债务结构方面，2022 年 3 月末短期债务/总债务降至 59.95%，但债务结构仍有待进一步优化。

2021 年末，受益于利润累积，未分配利润有所

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）。截至 2021 年末，公司已收到退城进园搬迁补偿款 8.15 亿元。

⁴ 截至 2021 年末，其他应付款中鲁西集团借款为 0.73 亿元；长期应付款中无鲁西集团借款，均已于 2021 年归还。

增长带动所有者权益亦大幅提升，资本实力进一步提升。2021 年，公司现金分红为 38.09 亿元，较大分红规模对利润累积形成影响。杠杆水平方面，得益于债务规模减少以及资本实力提升，2021 年以来资产负债率及总资本化比率均明显下降，且处于较好水平。

2021 年以来公司获现能力大幅提升，对投资支出及债务偿还提供较好保障，相关偿债指标明显优化，但货币等价物对短期债务覆盖程度有限

受益于收入规模扩大，经营获现水平提升，2021 年经营活动净现金流同比明显增加，对投资支出及债务偿还提供较好保障。随着在建项目的陆续推进，2021 年以来投资活动现金保持净流出态势。筹资活动现金流方面，公司继续偿还有息债务，筹资活动现金净流出规模增加。偿债指标方面，2021 年盈利能力增强使得 EBITDA 相关偿债指标明显优化，且经营获现水平有所提升，总债务规模下降，相关偿债指标明显好转。但是，公司货币等价物规模较小，对短期债务覆盖程度有限。

表 10：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2019	2020	2021	2022.1-3
经营活动净现金流	30.96	30.11	94.64	12.19
投资活动净现金流	-31.77	-25.89	-36.72	-10.05
筹资活动净现金流	-0.39	-5.66	-57.25	-3.78
EBITDA 利息保障倍数	6.61	6.53	15.30	--
经营活动净现金流/利息支出	4.63	5.73	16.87	--
总债务/EBITDA	3.58	4.04	1.12	--
经营活动净现金流/总债务	0.20	0.22	0.98	0.52*
货币等价物/短期债务	0.04	0.03	0.06	0.04

注：2018-2019 年数据为追溯调整前数据；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

截至 2022 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 0.59 亿元货币资金使用受限，主要为银行承兑及信用证保证金，占总资产的 0.18%。

股权质押方面，截至 2022 年 3 月末，公司股东无股权质押情况。

截至 2022 年 3 月末，公司共在各家金融机构获得授信额度 170.28 亿元，其中尚未使用授信额度为 125.47 亿元，一定程度上增强了公司的财务弹性。此外，公司在中化集团财务有限责任公司（以下简称“中化财务公司”）获得授信额度 30 亿元，截至 2021 年末尚未使用授信额度为 20.50 亿元。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道畅通。

关联交易方面，2021 年公司采购商品和接受劳务的关联交易金额为 14.96 亿元，占同类交易比例为 74.91%；出售商品的关联交易金额为 2.49 亿元，占同类交易比例为 0.71%。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司无重大未决诉讼事项。

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 2022 年 5 月 21 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。

外部支持

公司实际控制人背景雄厚，未来实际控制人将继续通过扩大投资、技术支持、管理提升和产业协同等方式支持公司建设一流的化工新材料产业园

公司控股股东为中化投资，中化投资所属中国中化为国务院国资委监管的国有重要骨干企业。中国中化业务范围覆盖生命科学、材料科学、石油化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，在全球超过 150 个国家和地区拥有生产基地和研发设施，以及完善的营销网络体系，是全球规模最大的综合性化工企业，拥有 17 家境内外上市公司。中国中化具备很强的市场竞争力和经营实力，在协调政府和金融机构等方面具有很强的优势，对公司支持能力很强。

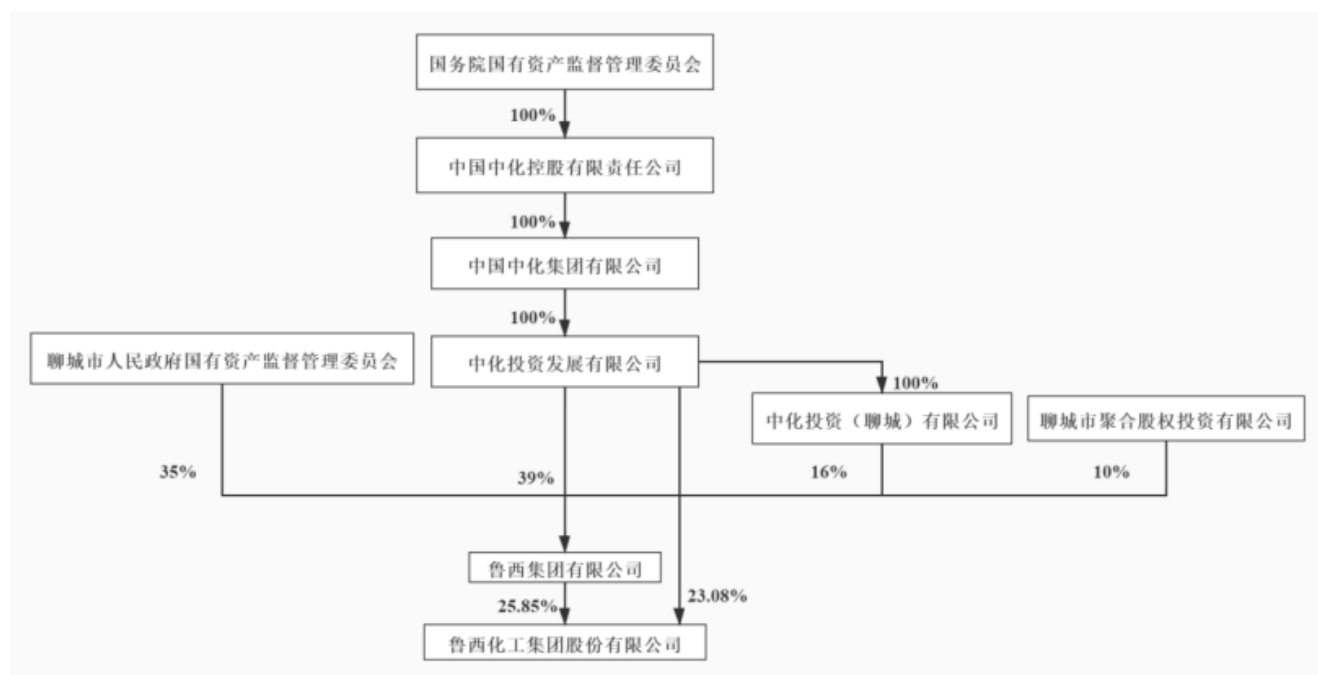
整体来看，公司在中国中化中具有重要战略地位，能获得股东较大支持。中国中化在公司成立工程化技术创新中心，并通过中化财务公司为公司提

供授信额度，未来其将继续通过扩大投资、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；同时公司将借助中国中化强大的背景和资源，继续发挥其与中化体系内各业务板块间的协同效应，提升核心竞争力。

评级结论

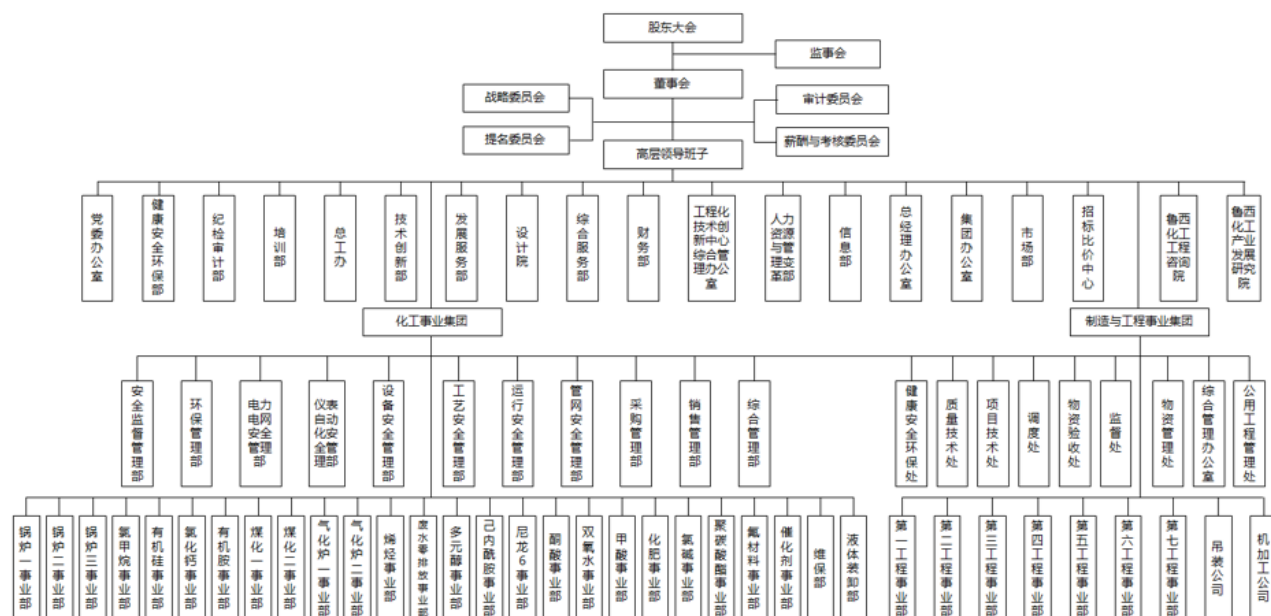
综上所述，中诚信国际维持“19 鲁西化工 MTN001”、“21 鲁西化工 MTN001”和“18 鲁西 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2022 年 3 月末）



截至 2021 年末公司主要子公司情况

截至 2021 年末公司主要子公司情况		
全称	主要业务	持股比例(%)
聊城鲁西聚酰胺新材料科技有限公司	己内酰胺等产品生产销售	100.00
聊城鲁西多元醇新材料科技有限公司	多元醇等产品生产销售	100.00
聊城鲁西聚碳酸酯有限公司	聚碳酸酯等产品生产销售	100.00
聊城鲁西甲胺化工有限公司	二甲基甲酰胺等产品生产销售	100.00
聊城鲁西双氧水新材料科技有限公司	双氧水产品生产销售	100.00



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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	51,916.15	36,385.39	37,866.91	23,940.09
应收账款净额	9,240.50	6,770.14	9,084.97	9,964.33
其他应收款	76,957.38	73,832.80	1,929.27	1,851.13
存货净额	117,002.76	189,130.17	177,136.22	194,988.70
长期投资	22,726.46	5,255.13	5,165.71	5,016.74
固定资产	2,117,635.41	2,151,536.98	2,104,289.00	2,163,658.36
在建工程	289,316.31	316,741.25	374,500.31	347,472.18
无形资产	144,831.59	192,155.65	198,908.29	196,717.98
总资产	3,021,032.80	3,187,401.78	3,211,553.36	3,277,759.29
其他应付款	65,152.56	183,479.88	33,720.97	24,749.51
短期债务	1,256,346.04	1,165,398.65	584,244.91	566,389.68
长期债务	325,602.34	222,507.29	378,434.68	378,323.81
总债务	1,581,948.38	1,387,905.94	962,679.58	944,713.49
净债务	1,530,032.23	1,351,520.55	924,812.67	920,773.40
总负债	1,889,381.06	1,748,803.67	1,404,542.31	1,337,921.92
费用化利息支出	57,295.00	40,674.99	45,378.50	--
资本化利息支出	9,589.97	11,893.15	10,731.80	--
所有者权益合计	1,131,651.74	1,438,598.12	1,807,011.06	1,939,837.37
营业总收入	1,808,157.63	1,759,245.46	3,179,433.92	765,136.64
经营性业务利润	121,660.67	114,247.95	752,069.65	172,718.73
投资收益	509.84	1,686.84	1,535.56	101.03
净利润	169,194.68	82,497.45	461,961.96	132,064.92
EBIT	258,836.28	150,074.71	650,081.61	--
EBITDA	442,037.17	343,528.06	858,494.41	--
经营活动产生现金净流量	309,580.89	301,057.49	946,432.60	121,902.21
投资活动产生现金净流量	-317,704.83	-258,942.25	-367,209.85	-100,472.47
筹资活动产生现金净流量	-3,880.24	-56,603.00	-572,547.36	-37,761.00
资本支出	327,208.15	290,092.44	376,063.03	101,647.74
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	18.67	15.81	30.42	28.64
期间费用率(%)	11.52	9.00	6.36	5.46
EBITDA 利润率(%)	24.45	19.53	27.00	--
总资产收益率(%)	8.93	4.78	20.32	--
净资产收益率(%)	15.17	6.38	28.47	28.20*
流动比率(X)	0.21	0.26	0.31	0.35
速动比率(X)	0.13	0.13	0.11	0.12
存货周转率(X)	13.23	9.28	12.08	11.74*
应收账款周转率(X)	185.82	195.99	401.06	321.33*
资产负债率(%)	62.54	54.87	43.73	40.82
总资本化比率(%)	58.30	49.10	34.76	32.75
短期债务/总债务(%)	79.42	83.97	60.69	59.95
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.22	0.98	0.52*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.25	0.26	1.62	0.86*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.63	5.73	16.87	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.80	11.26	83.42	--
总债务/EBITDA(X)	3.58	4.04	1.12	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.29	1.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	6.61	6.53	15.30	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.87	2.85	11.59	--

注：1、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；2、带“*”指标已经年化处理；3、2019年数据为追溯调整前数据。

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/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
盈利能力	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：信用等级的符号及定义

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。