



信用等级通知书

信评委函字[2018]G400-F1号

北方华锦化学工业股份有限公司：

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拟发行的“北方华锦化学工业股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一八年十月十五日

北方华锦化学工业股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	北方华锦化学工业股份有限公司
发行规模	本期债券发行总规模不超过 25 亿元，其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 15 亿元（含 15 亿元）。公司和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使超额配售权。
债券期限	本期债券的期限为 5 年期，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。
债券利率	本期债券为固定利率。本期债券票面利率由公司和主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。若债券持有人在本期债券存续期的第 3 年末行使回售选择权，回售部分债券的票面面值加第 2 年的利息在投资者回售支付日一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，将全部用于偿还公司有息债务。

概况数据

华锦股份	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益(亿元)	92.17	110.84	126.64	130.04
总资产(亿元)	299.20	313.71	309.68	308.48
总债务(亿元)	168.53	161.19	142.70	147.17
营业总收入(亿元)	309.09	291.04	337.14	81.33
营业毛利率(%)	15.89	28.19	23.82	20.09
EBITDA(亿元)	24.72	42.04	45.79	-
所有者权益收益率(%)	3.93	16.67	15.33	9.94*
资产负债率(%)	69.19	64.67	59.11	57.84
总债务/EBITDA(X)	6.82	3.83	3.12	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.46	6.22	7.19	-

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；
2.2018 年第一季度带“*”指标经年化处理；
3.长期应付款中应付融资租赁款为有息债务，将其调整计入“长期债务”。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“北方华锦化学工业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定北方华锦化学工业股份有限公司（以下简称“华锦股份”或“公司”）主体信用级别为 AAA，评级展望稳定。该级别反映了发行主体华锦股份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。中诚信证评肯定了公司实际控制人极强的综合实力及对公司的多方支持、具备的规模化优势及成本优势、较强的获现能力以及稳健的财务结构等有利因素对其未来业务发展和信用水平提供的支撑。同时，中诚信证评也关注到公司面临的市场波动风险、资产减值损失风险和短期偿债压力较大等因素对公司信用水平的影

正 面

- 实际控制人综合实力极强，能够给予公司多方支持。公司实际控制人中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵器集团”）为中央直接管理的特大型国有重要骨干企业之一，综合竞争实力极强。同时，兵器集团在上游拥有多家国际大型油田的原油配额，下游拥有利用石化乙烯系列产品作为原材料的二十多家化工科研单位、生产企业和贸易公司，在原油采购及产品销售等多方面给予公司大力支持，为公司业务发展提供有力保障。
- 规模化优势。公司是国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，是国内重要的成品油、中间石化产品、ABS 合成树脂和尿素生产企业，其工艺及技术实力达到国内先进水平，具备一定的规模化优势。同时，随着装置升级改造完成、产品结构不断优化以及未来重

分析师

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

陆楚云 chylu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年10月15日

要工程项目的推进，公司具备较强的可持续发展能力。

- 稳定的原料供应及成本优势。公司通过兵器集团下属子公司以协议定价的方式进口原油，能够有效地保障公司进口原油的稳定供应，且原材料采购价格优势对其石化板块盈利提供正面支持。同时，公司实现炼油、化工一体化运营，加之配备有独立的公用工程、环境保护工程以及供热供电等配套设施，有效地降低了生产成本及管理成本，具备一定的成本优势。
- 获现能力较强，财务结构稳健。公司自有资本实力稳步增强，财务杠杆比率逐年下降，截至2018年3月末资产负债率和总资本化比率分别为57.84%和53.09%，财务结构稳健。同时，公司业务获现能力较强，2015~2017年EBITDA分别为24.72亿元、42.04亿元和45.79亿元，EBITDA对债务本息的保障程度较好。

关注

- 市场波动风险。公司以经营油品、化工产品和化肥等大宗基础原材料及下游产品为主，普遍具有较强的周期性特征，价格受宏观经济形势的波动以及产品供需情况影响较大，产品价格走势的不确定性易对公司盈利造成一定影响。
- 资产减值损失风险。因计提大额存货跌价损失及在建工程减值损失，2015~2018.Q1公司发生资产减值损失7.18亿元、10.26亿元、5.75亿元和0.24亿元，对营业利润形成一定侵蚀。中诚信证评对公司后续运营中可能因市场行情变化和产品价格波动等不利因素产生的资产减值及其对盈利的影响予以关注。
- 短期偿债压力较大。2015~2018.Q1，公司总债务分别为168.53亿元、161.19亿元、142.70亿元和147.17亿元，其中短期债务分别为132.21亿元、150.32亿元、140.56亿元和140.80亿元，债务集中于短期债务，短期偿债压力较大。
- 面临较大的环保压力。我国环保监管力度趋严，多次开展环保督查巡检，整顿环保违规事件，预计未来国内仍将保持环保高压态势，公司生产环节将持续面临的较大环保压力。

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。

概 况

发行主体概况

北方华锦化学工业股份有限公司（以下简称“华锦股份”或“公司”）原名为辽宁华锦通达化工股份有限公司，成立于1996年3月，由北方华锦化学工业集团有限公司（以下简称“华锦集团”）和深圳通达化工总公司共同发起，通过资产重组以社会募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会[1996]424号文批准，公司于1997年1月3日向社会公开发行A股13,000万股，并于1997年1月30日在深圳证券交易所挂牌上市，发行上市后总股本为61,500万股。2006年3月，中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵器集团”）通过现金方式出资对华锦集团进行增资扩股，取得其60%的股权，从而成为公司的实际控制人。2014年2月17日，公司更为现名，证券简称由“辽通化工”变更为“华锦股份”，证券代码仍为“000059”。经中国证监会证监许可[2014]1071号文核准，公司于2014年12月25日向华锦集团等8名符合条件的特定投资者非公开方式发行398,936,170股A股，股本变更为159,944.25万股。截至2018年3月末，公司总股本159,944.25万股，兵器集团通过华锦集团（兵器集团持股85.58%）、振华石油控股有限公司（中国北方工业公司持股98%，兵器集团持有中国北方工业公司56.70%股权）和中兵投资管理有限责任公司（兵器集团持股100%）分别持有公司32.16%、12.89%和2.81%的股份间接控制公司，为公司实际控制人。

公司系国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，是国内重要的成品油、中间石化产品、ABS合成树脂和尿素生产企业。目前，公司主要业务包括石油化工产品和化学肥料的生产与销售，其中石化板块产品包括柴油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、ABS、船用燃料油、工业硫磺、石油甲苯和石油混合二甲苯等；化肥板块产品包括尿素、甲醇和液氨等。2015~2018.Q1，公司营业总收入分别为309.09亿元、291.04亿元、337.14亿元及81.33亿元，其中石化板块收入占比分别为91.49%、94.98%、95.70%和95.46%，为公司收入和利润的主要来源；化肥板块收入占比分别为6.26%、3.24%、

2.45%和3.04%。

截至2017年末，公司总资产为309.68亿元，所有者权益为126.64亿元，资产负债率为59.11%；2017年，公司实现营业收入337.14亿元，净利润19.41亿元，经营活动净现金流29.65亿元。

截至2018年3月末，公司总资产308.48亿元，所有者权益为130.04亿元，资产负债率为57.84%；2018年1~3月，公司实现营业收入81.33亿元，净利润3.23亿元，经营活动净现金流-16.43亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	北方华锦化学工业股份有限公司
债券名称	北方华锦化学工业股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	发行总规模不超过 25 亿元（含 25 亿元）；其中基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 15 亿元（含 15 亿元）。公司和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使超额配售权
债券期限	本期债券为 5 年期，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
债券利率	本期债券为固定利率，本期债券票面利率由公司和主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。若债券持有人在本期债券存续期的第 3 年末行使回售选择权，回售部分债券的票面面值加第 2 年的利息在投资者回售支付日一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后将全部用于偿还公司有息债务

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

石油和化工行业概况

自《中华人民共和国环境保护法》实施以来，2016年至2017年，合计四批次中央环保督察组在全国范围内巡查，以及京津冀及周边地区“2+26”城市大气污染治理均体现了国家治理环境的力度与决心。在环保趋严大背景下，供给侧改革叠加环保高压常态化，2017年石油和化学行业坚持深化供给侧结构性改革，大力推进创新驱动和转型升级，行业经济取得显著成绩。多个基础化工品种价格上涨

超预期，行业景气度边际改善明显。在需求端相对稳定甚至回暖的状态下，小企业产能主动或被动出清，产能向龙头公司进一步集中趋势明显，各细分行业龙头公司将成为景气度持续改善的最大受益者。

根据国家统计局数据显示，截至 2017 年末，石油和化工行业规模以上企业 29,307 家，资产总计 13.03 万亿元，同比增长 5.4%，占全国规模工业总资产的 11.6%，资产负债率 54.03%，全年实现主营业务收入 13.78 万亿元，同比增长 15.7%；利润总额 8,462 亿元，同比增长 51.9%，分别占全国规模工业主营业务收入和利润总额的 11.8% 和 11.3%；主营收入利润率为 6.14%，同比上升 1.47 个百分点；每 100 元主营收入成本为 83.19 元，同比下降 0.4 元；产成品存货周转天数为 13.5 天；应收账款平均回收期为 25.8 天。行业亏损面为 12.8%，同比下降 0.8 个百分点。2017 年全行业进出口贸易总额 5,833.7 亿美元，同比增长 22.1%，占全国进出口贸易总额的 14.2%，其中出口 1,929.8 亿美元，增幅 12.9%，占全国出口贸易总额的 8.5%；逆差 1,974.2 亿美元，同比扩大 45.1%。

虽然 2017 年石化行业经济实现高速增长，但值得关注的是，行业发展仍然存在着诸多挑战和制约因素。

资源制约日益严峻。2017 年，我国原油进口量达 4.2 亿吨，同比增长 10.2%；原油加工量 5.68 亿吨，原油对外依存度达到 68.4%，同比提高 3 个百分点。天然气进口达到 955.2 亿方，同比增长 27%；表观消费量 2,394 亿方，对外依存度 38.4%，同比提升 3.8 个百分点，资源约束越来越严峻。

产能结构性矛盾仍然突出。一方面传统产能过剩尚未根本改变，去产能任务仍较艰巨，特别是随着近两年价格的回升，一些过剩投资冲动回升，炼油行业近年来在成品油供需矛盾加大、装置开工水平低位情况下，一批项目仍在新建或扩能，2017 年氯碱、聚氯乙烯新增产能也比较多。另一方面高端产品和专用化学品依然短缺，战略新兴产业发展仍显滞后。2017 年，全行业贸易逆差 1,974 亿美元，同比增长 45.1%。主要表现在：有机化学品逆差

146.8 亿美元，同比增长 38.6%，进口总量 6,222.7 万吨，再创历史新纪录，同比增长 6.3%；合成树脂逆差 354.5 亿美元，同比增长 8.5%；合成橡胶逆差 96 亿美元，同比增长 93.4%，进口量 584 万吨，增幅达 74.1%；乙二醇逆差 74.8 亿美元，同比增长 52.6%，进口量 875 万吨，同比增长 15.5%；专用化学品逆差 32 亿美元，同比增长 33.7%；PX 逆差 120 亿美元，同比增长 25.5%，进口量 1,443.8 万吨，同比增长 16.8%。

投资连续下降。2017 年是石油和化工行业投资连续第三年下降，全行业固定资产投资总额 2 万亿元，同比下降 2.8%。其中，化工行业降幅达 5.2%，同比上升 2.5 个百分点，连续第二年下降。主要原因：一是新旧动能转换慢。大宗产品如合成氨、化肥、甲醇、氯碱、电石和轮胎等产能过剩，投资需求不旺；高端专用化工产品创新能力有待提高，产业化水平依然较低，投资动力尚未形成。二是宏观环境影响。近年来，环保督察逐年严格，去产能力度加大，对石化化工行业投资产生较大影响。

安全环保压力加大。2016 年以来中央环保督察多次进驻天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南及贵州等地进行环保督查，对部分化工企业的开工率带来一定压力。2017 年 11 月 27 日，国家环保部印发《重点排污单位名录管理规定（试行）》，对重点排污单位的筛选原则进一步明确，要求设区的市级人民政府环境保护主管部门结合企业污染物排放量、重点行业及排污许可证管理的重点企业等条件，确定本辖区内重点排污单位名录并按《企业事业单位环境信息公开办法》的规定向社会公开。下一阶段，环保部将开展依证执法，打击无证排污企业，实现核发一个行业，清理一个行业，达标一个行业，规范一个行业，全面提高固定污染源管理效能。2017 年 12 月 5 日，国家发展改革委、工业和信息化部两部委联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，从更高的层面完善行业绿色标准，建立绿色发展长效机制，推动石化产业绿色可持续发展。

行业安全事故频发。目前，全国有近 30 万家危化品生产经营单位，其中安全保障能力比较差的

小化工占 80%以上，安全事故时有发生。2017 年 11 月份以来，石油和化工行业相继发生湖北宜昌“11·11”中毒事故、辽宁大连西太公司“11·18”承包商中毒事故、新疆乌鲁木齐石化公司“11·30”事故、江苏连云港“12·9”爆炸事故和山东潍坊“12·19”爆燃事故等 5 起较大、重大事故，造成多人伤亡和财产损失，这在一定程度上反映出石油和化工行业面临的安全生产形势仍然十分严峻，也暴露出当前行业在安全生产方面存在着一些深层次的突出问题。特别是进入冬季后，气温低，恶劣天气多，随着化工市场效益明显上扬，部分企业赶工期、追抢产量愿望强烈，诱发事故的因素增加，不利于安全生产。2017 年 12 月 26 日，针对近期石油和化工行业事故多发的严峻形势，石化联合会发布了关于加强石油和化工行业安全管理工作的通知》，针对行业安全管理工作提出六项具体要求。据安全监管总局披露，2017 年，化工行业共发生事故 218 起，死亡 271 人，国内石化行业产业布局不尽合理，部分危险化学品生产企业临近城镇人口密集区，严重影响周边人民群众生命和财产安全，亟待开展搬迁改造，消除安全隐患。另外，研发投入偏低、新旧动能转换慢、效益水平有待进一步提升以及贸易摩擦加剧等因素也制约着行业的高质量发展。

2017 年采暖季，同时是大气污染防治行动计划、京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案等环保政策实施期，供暖区煤改气使得京津冀等华北地区以及南方多省出现天然气价格大幅上涨、供应不足和下游企业因限气而停产等现象。中石油发布通知，从 2017 年 12 月 10 日起，川渝地区所有化肥化工全部停车，以保华北用气，包括气头尿素、气头甲醇。纯碱企业也受天然气供应短缺、价格上涨面临一定成本上升，甚至限产、停产压力。2017 年 12 月 19 日，国家发改委再次印发《关于进一步加强冬季采暖价格监管切实保障群众温暖过冬的通知》，部署各级价格主管部门开展全国供气、供暖领域价格重点检查。目前，市场上大部分天然气价格已经放开，国家发改委在这些领域主要查处哄抬价格、恶意囤积、价格垄断等违法行为。

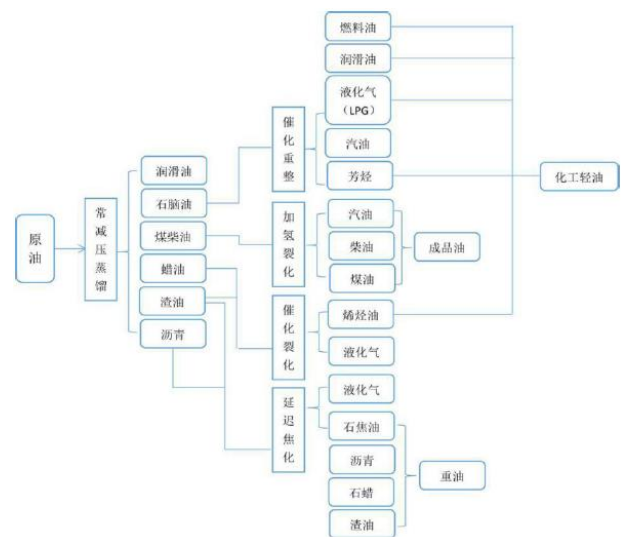
整体而言，2017 年石化化工行业坚持深化供给

侧结构性改革，大力推进创新驱动和转型升级，行业经济运行实现高速发展，但行业产能结构性过剩矛盾和风险仍存、投资持续疲软和安全环保压力加大等问题依然困扰行业发展。

石油炼化行业

炼油一般是指石油炼制，指原油经过一系列工艺加工过程，得到有用的各种石油产品，即把原油等裂解为符合内燃机使用的煤油、汽油、柴油和重油等燃料，并生产化工原料，如烯烃、芳烃等，副产物为石油气和渣油，是比燃料油重的组成成分，它又通过热裂化、催化裂化等工艺化学转化为燃料油。最重的减压渣油经溶剂脱沥青过程生产出脱沥青油和石油沥青，或经过延迟焦化工艺使重油裂化为燃料油组份，并副产石油焦。润滑油型炼油厂经溶剂精制、溶剂脱蜡和补充加氢等工艺，生产出各种发动机润滑油、机械油、变压器油、液压油等各种特殊工业用油。

图 1：炼油行业产业链



资料来源：《石油化工概论》

根据中石油经济技术研究院数据，2017 年全球炼油能力净增 2,900 万吨/年，总炼油能力增至 49 亿吨/年，年增长率约为 5.95%，全球炼油工业继续规模化发展。其中，全球新增炼油能力 7,849 万吨/年，减少的炼油能力达 4,947 万吨/年，我国地炼淘汰炼油能力 2,240 万吨/年。2017 年全球炼厂总数约为 650 座，平均规模约为 754 万吨/年，炼油加工能力前五的企业依次为中国石化（2.6 亿吨/年）、埃克森美孚（2.49 亿吨/年）、中国石油（2.02 亿吨/年）、

壳牌和道达尔。

原油供需方面，根据国际能源署发布的《石油市场报告》数据，2017年石油需求量为9,780万桶/日，较2016年增长160万桶/日，年增长率为1.6%。2017年原油供应量达到9,770万桶/日，较2016年增加60万桶/日，年增长率为6%，石油市场基本面由2016年的供应过剩90万桶/日下降到供不应求10万桶/日，供需基本面趋向平衡，目前仍是限产背景下的供给端偏宽松环境。

根据《2017年国内外油气行业发展报告》数据显示，2017年全球炼厂原油加工量约8,058万桶/日，首次突破8,000万桶/日，同比增长1.8%。全球炼厂开工率在近年来稳定在80%的基础上进一步提升至约84%，且平均炼油毛利率较2016年增长。开工率提升原因主要系下游油品需求增加、上游原油价格中位运行，毛利率提高的原因主要由于突发的自然环境变化和正在实行的行业结构改革导致供给端紧缩使毛利率短期上升，同时油品的需求增长和上游原油库存成本低。未来世界炼油业将继续生产质量更高、含硫更少的燃料，提升炼化一体化程度，持续较低的油价、需求增加、实施降低船用燃料含硫量标准等利好因素，将使世界炼油业在2020年前都可能保持较好的利润。此外，全球一些主要国家的油品标准升级速度加快，清洁燃料标准加速升级将对炼油行业的生产技术提出更高的要求。为配合环保法规的新要求，炼油行业的门槛有望进一步提高，未来炼化行业将继续向规模化发展，行业集中度将进一步提升。

近年国际原油价格波动较大。2014年下半年以来受地缘政治不稳定、世界经济不景气等因素影响，原油价格长期震荡下行，至2015年末达到低点。2016年受OPEC多次减产、原油供给过剩阶段性改善等因素影响，价格开始缓慢回升，2017年国际及国内主要原油价格总体延续上升态势，但年中波动仍然较大，布伦特原油期货结算价一度下跌至45美元/桶左右，下半年维持上涨态势至2018年1月出现小幅回调。

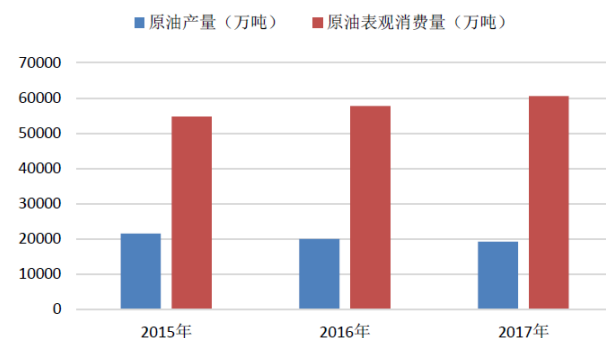
图2：世界原油价格走势分析（单位：美元/桶）



数据来源：wind

从国内情况来看，作为必需的不可再生的战略性能源，随着国家工业化的快速发展，我国对原油的消费不断增加。由于世界原油分布极不均衡，我国原油的开采技术相对落后，自产原油远不能满足消费需求，需通过进口原油弥补缺口。原油表观消费量增速较快，但产量持续下降，产量与消费量间呈现不平衡态势。2017年我国能源消费总量44.9亿吨标准煤，其中原油占比18%，为仅次于煤炭的第二大能源。从增长速度来看，煤炭消费量增长仅0.4%，而原油消费量增长达4.9%，增速显著高于煤炭。在经济企稳向好，获得进口原油使用权及原油进口“两权”的地方炼厂数量增加等因素影响下，国内炼油能力由近两年的停滞转而进入增长轨道，拉动石油消费增长，全年原油表观消费量为6.06亿吨，同比增长4.9%。2017年我国原油产量1.92亿吨，同比下降4.0%，自产原油不能满足我国工业化发展需求，原油的表观消费量为原油产量的3倍多，对外进口原因依赖程度较高。

图3：我国原油产量和表观消费量



数据来源：wind

近年来，我国炼油市场形成以中石油、中石化两大集团为主，中海油、中国化工、中化、中国兵

器及地方炼厂等多元化主体参与的发展格局，行业集中度逐步提高，行业趋于规模化。随着 2009 年炼油消费税改革、2015 年“双权”（进口原油使用权、原油进口配额权）放开等政策调整，以及国际油价走低，炼油毛利率提高，民营地炼企业原料获取渠道拓宽、原料结构优化，炼油格局呈现多元化发展。根据《2016 年国内外油气行业发展报告》，国内炼厂 187 家，其中三桶油约 80 家，地方炼厂约 100 家。近年来，我国炼油行业快速发展，结构性过剩问题凸显，2015~2017 年炼油产能年均增长率为 5.4%，2017 年炼油能力达到 8.3 亿吨/年，相对 5.6 亿吨的原油加工量，产能出现明显过剩。2017 年主营炼厂开工率有所下降，地炼开工率上升，当年全国平均开工率约为 73.7%，明显低于世界 83% 的平均水平。2017 年国内炼油产能增量主要来自云南炼厂 1,300 万吨/年及惠州炼厂二期 1,000 万吨/年。2020 年前随着恒力石化、舟山石化及盛虹石化等千万吨级民营炼化一体化大项目陆续建成，地方炼厂产能将达到 2.3 亿吨/年，炼化产能过剩形势或将延续，成品油市场的竞争将更为激烈。

图 4：2007~2017 年我国炼油能力增长情况



资料来源：中石油经济技术研究院

我国炼油行业趋于规模化，主营炼厂规模达到世界平均水平，但由于国内其他炼厂规模小，国内整体规模距世界仍有较大差距。根据《2017 年国内外油气行业发展报告》的数据，全国千万吨级炼厂 25 家，同比增加 1 家，合计炼油能力 3.37 亿吨/年，占全国的 43.7%，较上年提高 1.7%。主营炼厂中石化、中石油的炼厂平均规模（分别为 743、746 万吨/年）已基本达到世界炼厂平均规模（754 万吨/年），但由于国内地炼企业规模较小，国内炼厂平均规模仅 413 万吨/年。

需求方面，2017 年，工业、交通等领域出现回

暖，拉动成品油消费重归增长区间。全年成品油消费量约为 3.3 亿吨，同比增长 2.3%，其中，汽油增速降至 2.0%，柴油增速升至 1.2%。汽油消费增速下降，主要受乘用车销量增速下降、新能源汽车高速发展及高铁显著改变人们出行方式等原因影响。柴油消费反弹，主要是工业生产回升及监管加强影响，特别是制造业回升拉动相关行业好转利好终端柴油消费。从国内成品油产量和表观消费量对比说明，炼油市场产能过剩，成品油市场供给充裕，产量大于需求，需要出口缓减供给压力。2017 年，国家收紧出口配额，全年出口成品油约 4,090 万吨，增速降至 7.1%，而过去五年成品油出口平均增速高达 50% 左右。

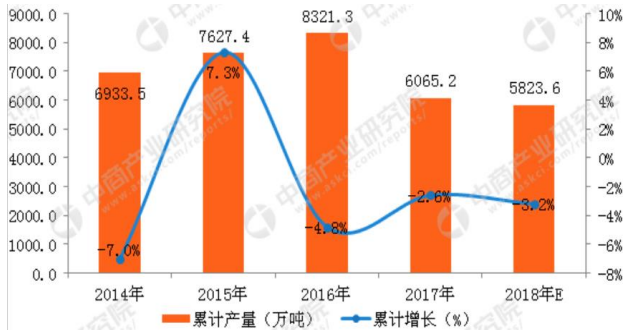
整体来看，我国炼油行业已形成多元化产业格局，地炼和主营炼厂发展快速，原油加工量持续增加，但行业仍存在结构性产能过剩问题、上游原油对外依存度较高和下游成品油供大于求等问题，同时炼厂间技术经济指标高低、高端高清洁油品生产水平、一体化水平等方面也存在不平衡，低端产能的过剩，高端产能明显缺乏，未来行业竞争将更加激烈。

化肥行业

近年来，我国化肥行业发展迅速，行业总产能快速扩张，氮肥、磷肥和复合肥产能过剩问题突出，行业整体景气度低迷，且整体面临去产能、调结构以及安全环保整治等方面的问题。

2017 年，我国化肥市场表现依然疲软，但化肥价格较上年上涨，行业利润提升。受环保高压、原材料价格上涨等影响，当年国内化肥市场整体呈现产量、出口量、库存量和需求均呈现下降，进口量增加。全年，我国累计生产化肥 6,065.22 万吨（折纯，下同），同比下降 2.6%；氮肥产量减少，磷肥、钾肥少量增加，其中氮肥、磷肥、钾肥产量分别为 3,834.88 万吨、1,627.44 万吨及 599.69 万吨，同比减少 4.4%、增加 0.7% 及增加 0.3%。化肥产量减少主要受尿素与磷酸二铵产量下降影响，2017 年我国尿素、磷酸二铵产量分别为 2,629.36 万吨、1,502.40 万吨，同比下降 9.2% 和 3.8%。

图 5：我国化肥产量情况及预测



数据来源：中商产业研究院大数据库

根据国家统计局数据，2016 年化肥行业盈利状态不佳，较以前年度呈现大幅下滑，行业亏损面扩大，其中氮肥和磷肥系下滑最为明显的两个子行业。2017 年，化肥行业经营效益有所改善，营业收入同比增长，实现扭亏为盈。全年，规模以上化肥企业 2,543 个，其中亏损企业 361 个，同比减少 46 家，亏损企业亏损额同比下降 50.4%。化肥行业主营收入为 8,374.755 亿元，同比增长 8.1%；利润总额为 291.57 亿元，实现扭亏为盈。

2017 年，我国化肥消费量稳中有降。2017 年，我国尿素消费量同比下降 10.69%，磷肥、钾肥同比增长 4.31%、4.15%。农用化肥施用量呈现下降趋势，其中农用氮肥、磷肥、钾肥施用量分别下降 2.16%、1.55%、0.84%。进出口方面，根据海关统计，2017 年我国共进口各类矿物肥料及化肥 906.88 万吨（实物量，下同），同比增长 9.78%；出口各种矿物肥料及化肥 2,518.97 万吨，同比下降 9.58%。其中，氯化钾进口同比增长 10.48%，尿素出口同比下降 47.51%，氯化钾进口增加主要因为国内价格高于国外价格，进口获益；尿素出口减少主要因为国际市场产能提高加上国内生产成本较高、国际价格低于国内价格，我国尿素出口竞争力下降。

图 6：尿素企业开工率情况



资料来源：中国产业信息网

由于原材料价格上涨，环保安全检查、企业开工率下降，国际市场价格带动等原因影响，国内化肥价格呈现上升趋势。根据中国农资流通协会统计，2017 年尿素、磷酸二铵、进口氯化钾、复合肥批发价格指数分别上涨 14.48%、8.61%、2.52%、4.34%。根据 2018 年 3 月 5 日，最新的尿素、磷酸二铵、进口氯化钾和复合肥全国平均批发价格分别为 2,010.3 元/吨、2,868.8 元/吨、2,346.3 元/吨及 2,257.7 元/吨。以上品种批发价格均处于近 3~5 年来的高位，其中尿素价格已经超过近五年的平均批发价格。

图 7：尿素价格走势分析



数据来源：中国产业信息网

随着供给侧改革的不断深入，化肥行业的氮肥和磷肥落后产能逐渐退出，行业提质增效明显。根据中国氮肥工业协会测算，2018 年氮肥有效产能预计在 7,000 万吨左右；中国磷复肥工业协会也提出加速推进磷复肥行业供给侧改革，后期在行业转型升级的背景下，淘汰落后产能的趋势仍将持续。

总体来看，2017 年，受益于原材料价格上涨、国际市场价格带动等因素，国内化肥价格上扬，行业效益有所好转，但产能过剩仍较严重，企业开工率持续下降，加之安全环保监管力度不断加大，行业运行压力依然严峻。

竞争优势

股东支持

公司实际控制人兵器集团为中央直接管理的特大型国有重要骨干企业之一，集中了中国兵器工业的骨干研制和生产能力。兵器集团主营业务包括石油化工与特种化工、重型机械与装备、光电信息与新能源新材料以及海外战略资源等。通过实施

“走出去”国际化战略，兵器集团以能源贸易、海外资源项目及国际工程承包为主的海外战略资源板块已成为集团收入规模占比最大的板块。此外，兵器集团在海外拥有丰富的原油储备，并拥有多个矿产项目，稀有矿产储备丰富。目前，公司生产所用原油主要向兵器集团下属振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”）采购。公司与振华石油紧密协作，稳定原油供给，建立了高效的价格调整体系。依据市场要求，分别制定了出厂买断价、到站（港）买断价、异地库出厂买断价、批量梯度价等，原则上取消了挂牌价，使定价更趋合理，更贴近市场；有效保障了公司石化业务充足的原材料供应，且原材料采购价格优势对公司石化板块盈利提供了正面支持。

目前兵器集团在上游拥有多家国际大型油田的原油配额，下游拥有利用石化乙烯系列产品作为原材料的二十多家军民结合型化工科研单位、生产企业和贸易公司。公司石化业务的有效衔接，使得兵器集团形成了采油、炼油、石化、精细化工于一体的产业链。具体而言，公司上游可利用兵器集团下属振华石油的海外石油资源。公司本身具备炼油化工一体化配套优势，实现炼油化工优势互用，资源共享。下游产品销售将得到兵器集团化工产业规划的支持，从而充分发挥石化、特化产业内部相互衔接、相互配套的协同效应，提高公司石化产业的整体经营规模和经济效益。

石油炼化业务竞争力强

公司是国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，具有较强的整体规模实力，是国内重要的成品油、中间石化产品、ABS 合成树脂和尿素生产企业，并拥有独立的公用工程、环境保护系统，及铁路运输、公路运输配套设施。

公司石油炼化业务在产品质量、地理位置和纵向一体化生产方面具备较强竞争优势。产品质量方面，公司拥有 40 多年的尿素生产经营和管理经验，积累了较为深厚的客户资源，通过全面加强质量管理和品牌建设，产品曾多次获全国和地方政府的优质产品奖。公司不断调整优化产品结构，改进产品质量及品种，完善航煤项目、小乙烯燃料油项目等，

以市场为导向推进新产品研发，包括新牌号的聚烯烃、板材级高抗冲 ABS 树脂。公司聚乙烯产品被评为辽宁省重点名牌产品，丁二烯、ABS 树脂被评为辽宁省名牌产品，控股股东华锦集团获 2017 年度盘锦市市长质量奖。

公司地处中国东北老工业基地，拥有完备的物流系统和各项配套设施，邻近多数客户，这一地理位置使得公司拥有铁路运输、公路运输等运输便利，在运输成本和交货及时方面具备竞争优势。公司利用炼油化工一体化的优势实现了炼油、化工一体化建设，安全、消防及公用辅助设施，有效降低了投资，在生产、经营方面实现集约化管理，降低生产成本及管理成本。另外，公司在石化板块积极推进现有炼化一体化装置的优化升级以提高关键性上游装置的能力，提高了企业资源的深度利用和综合利用效率。

重大项目方面，公司现有基地炼化一体化优化升级节能改造项目是 2017 年辽宁省重点推进的项目之一，有望在下一轮炼化产能投放高峰前达产，项目建成后将提高公司炼化装置效益。另外，控股股东华锦集团与沙特阿拉伯石油公司（以下简称“沙特阿美”）、盘锦鑫诚实业集团有限责任公司（以下简称“盘锦鑫诚”）合资建设“中国兵器精细化工及原料工程”项目受到两国领导人的关注和支持，已被列入国家石化产业规划布局和东北老工业基地振兴规划的重大项目，目前已进入前期工作阶段。该项目将有助于集团完善从石油开发到贸易化工的完备产业链，增强公司精细化工生产能力。沥青业务方面，为实现延长石化板块产业链的目标，2017 年公司完成两套加氢装置的检修工作，并形成 90 万吨/年润滑油基础油的生产能力。公司加快沥青板块产品结构调整，提高产品附加值，增强了公司石化业务整体竞争实力。

总体来看，公司作为兵器集团石油化工资产运作的重要平台，能够在原油供应、产品销售等方面获得股东支持；且其石化业务在产品质量、地理位置及纵向一体化生产方面具备较强优势。未来随着装置升级改造完成、产品结构不断优化以及重要工程项目的推进，公司具备较强的可持续发展能力。

业务运营

公司主营业务包括石油化工产品和化学肥料的生产与销售，其中石化板块主要包括石化产品和精细化工产品，具体有柴油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、ABS、船用燃料油、工业硫磺、石油甲苯及石油混合二甲苯等；化肥板块产品包括尿素、甲醇和液氨等。近年来公司不断推进产品结构调整，提升石化板块高附加值产品的销售比例，2015年~2017年，公司石化板块收入占比分别为91.49%、94.98%和95.70%，收入占比逐年提升，为公司收入

和利润的主要来源。同期，公司营业总收入分别为309.09亿元、291.04亿元和337.14亿元，三年复合增长率为4.45%。其中，石化产品销售收入分别为273.66亿元、262.45亿元和301.69亿元，呈现波动增长态势；精细化工产品销售收入分别为9.12亿元、13.98亿元和20.94亿元，收入规模较快增长；化肥产品销售收入分别为19.34亿元、9.43亿元和8.27亿元，呈现逐年下滑态势。2018年1-3月，公司实现营业总收入81.33亿元；其中石化板块和化肥板块收入占比分别为95.46%和3.04%。

表 2：2015~2018.Q1 公司收入构成情况

单位：亿元、%

分行业	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
石化产品	273.66	88.54	262.45	90.18	301.69	89.49	71.55	87.97
精细化工	9.12	2.95	13.98	4.80	20.94	6.21	6.09	7.49
化肥行业	19.34	6.26	9.43	3.24	8.27	2.45	2.47	3.04
其他	6.97	2.26	5.17	1.78	6.23	1.85	1.22	1.50
合计	309.09	100.00	291.04	100.00	337.14	100.00	81.33	100.00

注：收入构成中其他包括塑料制品等其他产品。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

石化板块

公司石化板块自2009年12月正式投料生产以来逐步取代化肥业务，成为公司的主营优势产业。石化板块由石化产品和精细化工产品构成，近三年公司石化产品收入规模总体呈现波动上升趋势；精细化工产品“量价齐升”，近三年收入规模保持快速上涨态势。盈利方面，受宏观经济以及国际原油价

格变化影响，公司石化板块产品毛利率波动较大，2015~2017年石化产品综合毛利率分别为17.35%、30.16%和28.81%；精细化工产品综合毛利率分别为5.87%、29.43%和10.83%。公司石化板块产品毛利率波动明显，但得益于产品结构的调整以及生产成本控制能力的提升，公司石化板块盈利能力总体处于较高水平。

表 3：2015~2018.Q1 公司石化板块收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	产品	2015年		2016年		2017年		2018.Q1	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石化产品	原油加工及石油制品	204.93	15.09	180.82	29.42	217.80	24.16	54.01	18.42
	聚烯烃类产品	55.91	24.59	61.49	37.14	64.99	29.65	13.06	21.87
	芳烃类产品	12.81	21.82	20.14	15.44	18.91	15.67	4.49	35.23
	合计	273.66	17.35	262.45	30.16	301.69	24.81	71.55	20.10
精细化工产品	ABS制品及副品	2.46	-25.40	5.32	5.58	10.19	-2.75	4.23	2.29
	丁二烯	6.66	17.42	8.67	44.05	10.75	23.71	1.86	31.15
	合计	9.12	5.87	13.98	29.43	20.94	10.83	6.09	11.09

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司石化产品主要包括柴油、燃料油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、石油甲苯、煤油和沥青等；精

细化工产品主要系ABS制品及副品、丁二烯。产业配套方面，公司目前拥有炼油常减压装置、乙烯

装置等多套石化生产设备。公司炼油装置可以提供石脑油、加氢尾油等裂解原料，使乙烯装置的原料自给率达到 100%；生产乙烯的过程中产生的氢气等可以供应给炼油装置；另外，公司石化项目副产品可作为下游高附加值的丁二烯等精细化工产品的原材料，从而实现“炼油-化工”循环经济。公司利用炼油化工一体化优势，不断调整产品结构，成功推出 7 个聚烯烃新牌号，产品结构得到进一步优化。近年，公司先后完成对小乙烯燃料油储存及装车改造项目、炼油装置重要机泵抗晃电项目、大乙烯废碱萃取系统加回流项目等技改项目，提高了装置运行的稳定性及高效性，并降低了生产过程中的能耗及污染排放。截至 2018 年 3 月末，公司炼油装置年原油加工能力为 600 万吨/年，可生产柴油 260 万吨/年、乙烯 50 万吨/年、丁二烯 10 万吨/年和 ABS 制品 14 万吨/年等。

生产方面，公司产品按照订单需求生产，近三年及一期各产品产量随设备改造、市场需求变化以及产品结构调整等因素波动。2015 年期间由于部分设备停产改造，当年公司产品产量大幅下降；2016 年随着停产改造装备逐步投运，主要石化产品及精细化工产品产量均实现增长；2017 年受益于石化行业回暖以及各装置稳定、高负荷运行，公司主要石化产品及精细化工产品继续保持增长。近年来因实施产品结构调整，公司主动缩减燃料油产品的产能及产量，使得燃料油产量波动下降。公司沥青、润滑油业务由盘锦北方沥青股份有限公司（以下简称

“北沥公司”）独立运营，北沥公司系公司于 2015 年 11 月向华锦集团和中兵投资管理有限公司收购并于当年 12 月并表，截至 2018 年 3 月末，公司持有其 79.98% 的股权。北沥公司采用常减压蒸馏加半氧化工艺生产沥青，原油加工能力为 230 万吨/年。目前，公司已逐步将道路沥青作为“十三五”期间主要的发展方向之一，并对沥青板块加快产品结构调整，提高产品附加值，同时逐步增加润滑油基础油成品化比例。2017 年公司完成两套加氢装置的检修工作，最终形成 90 万吨/年润滑油基础油以及 80 万吨/年沥青生产能力。但公司沥青润滑油业务仍处于市场摸索阶段，订单量不足使得近三年产量有所波动。公司精细化工产品产量近年来呈现逐年增长态势，但总体规模较为有限。根据公司石化产业“十三五”规划，公司未来将向石化产业链下游延伸，重点发展精细化工产品。

产能利用情况方面，在石化全行业产能过剩趋势尚未根本扭转的情况下，公司通过控制新增产能规模，维持产能利用率在较好水平。2015 年期间公司停产改造设备逐步投运，2016~2017 年各装置保持稳定、高负荷运行。得益于装置的有效运转，公司石化板块产品除燃料油因产品结构调整及润滑油因订单量不足产能利用率不足外，其他产品产能利用率均维持在较高水平。2018 年一季度，公司对主要石油炼化设备进行大检修，一定程度上影响了产能的有效释放。

表 4：2015~2018.Q1 公司石化板块主要产品生产情况

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	
石化产品	柴油	产能 (万吨/年)	118.60	95	120	-
		产量 (万吨)	65.48	95.84	127.26	30.72
		产能利用率 (%)	55.21	100.88	106.05	-
	燃料油	产能 (万吨/年)	23	46.50	28.61	-
		产量 (万吨)	16.03	33.88	14.33	2.14
		产能利用率 (%)	69.70	72.86	50.09	-
	聚乙烯	产能 (万吨/年)	30	30	30	-
		产量 (万吨)	28.81	31.41	29.78	7.40
		产能利用率 (%)	96.03	104.70	99.27	-
	聚丙烯	产能 (万吨/年)	29	29	29	-
		产量 (万吨)	22.68	23.79	24.25	6.47
		产能利用率 (%)	78.21	82.03	83.62	-

	产能 (万吨/年)	4	4	4	-	
聚苯乙烯	产量 (万吨)	2.98	4.27	4.28	0.95	
	产能利用率 (%)	74.50	106.75	107.00	-	
	产能 (万吨/年)	12.43	13.53	13.38	-	
石油甲苯	产量 (万吨)	11.85	13.30	13.24	3.14	
	产能利用率 (%)	95.33	98.30	98.95	-	
	产能 (万吨/年)	17.50	80	80	-	
煤油	产量 (万吨)	17.83	82.60	94.85	24.41	
	产能利用率 (%)	101.89	103.25	118.56	-	
	产能 (万吨/年)	90	80	80	-	
沥青	产量 (万吨)	78.98	84.90	75.13	15.56	
	产能利用率 (%)	87.76	106.13	93.91	-	
	产能 (万吨/年)	51.80	49.60	49.60	-	
润滑油	产量 (万吨)	26.92	27.36	26.50	1.32	
	产能利用率 (%)	51.97	55.16	53.43	-	
	产能 (万吨/年)	14	14	14	-	
精细化化工产品	ABS 制品及副品	产量 (万吨)	8.91	13.59	16.23	4.82
	产能利用率 (%)	63.64	97.07	115.93	-	
	产能 (万吨/年)	10	10	10	-	
丁二烯	产量 (万吨)	7.99	8.83	8.49	2.21	
	产能利用率 (%)	79.90	88.30	84.90	-	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

安全生产及环保方面，公司坚持“质量安全第一，并重效益”的指导方针，认真贯彻落实各级安全监督主管部门的工作指示，把安全管理工作作为头等大事来抓，确保达到“三废”排放标准，并接受国家有关环保部门的检查。公司近年来不断加大安全生产建设投入，积极提高生产设备和作业环境的安全度，不断改进和完善各种安全预防措施，近三年及一期生产经营稳定，未发生过重大安全环保问题及安全生产事故。但需要关注的是，石化及化工业务属于危险行业，生产中涉及的物料危险性大，生产工艺技术复杂，存在一定安全生产风险；此外，随着我国政府环境保护力度的不断加大，公司未来或存在由于国家环保政策的变化对公司经营带来合规风险，同时大量增加环保投入将加大公司投资支出压力。

原材料采购方面，公司外购原油、燃动力约占成本比重的 80% 以上，与上游供应商一般采取信用证或现汇结算方式，先款后货。公司生产所用原油主要采购自振华石油，振华石油是国家授权从事海外石油项目开发以及投资管理的公司之一，具备原

油和燃料油进口资质。为保障公司石化项目原油供应，公司和振华石油达成原油供应的长期合作关系，按照公司需求签订《原油代理进口协议》，对用油地址、种类、性质、用量、供油价格及结算方式等进行约定。振华石油以其拥有的海外份额油、配额油资源及其与市场知名原油供应商的长期稳定合作关系获得的石油资源保证公司的原油供应，并约定供应价格原则上不高于国际原油市场到岸价。除振华石油以外，公司还与多家国内外大型石油贸易企业建立合作关系，2017 年自主采购原油 139 万吨，提升了市场化运作能力。另外，公司利用集团的采购电子商务平台，通过网上采购、集中采购方式降低物资采购成本，一定程度上节约了采购费用。2017 年公司石化业务前五大供应商采购额共计 222.71 亿元，占采购总额的 85.31%，其中向振华石油采购占采购总额的 83.08%。

从原油采购价格来看，公司能够从集团下属关联企业以协议定价的方式进口原油，原材料采购价格具备一定的优势。2015~2017 年及 2018 年一季度，公司原油采购均价整体呈波动上涨趋势，对公司的

成本控制能力提出了更高的要求。考虑到原油价格波动对公司石化业务盈利能力影响较大，中诚信证评对原油价格波动对整体盈利产生的影响予以持续关注。

表 5：2015~2018.Q1 公司原油采购量及采购价格情况

单位：万吨、元/吨

原料	项目	2015	2016	2017	2018.Q1
原油	采购量	733.52	711.45	769.11	183.81
	单位均价	2,492	2,105	2,811	2,943

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司通过炼油，一方面对外供应成品油，另一方面向集团内及下属化工企业提供原材料。公司成品油销售主要至中石油、中石化等大型企业，先款后货且按月结算，保障了公司货款的及时回收。近年来公司不断加大力度开发大客户和直供客户，2017 年油品大客户达到 36 家，油品直销比例达到 80%。同时，公司为适应产品规模扩大和市场变化，先后尝试在塑料加工企业密集、市场辐射范围较广的华北、华东、华南等区域建立了 15 个异地库，主要存储和销售聚合物产品；在东北区域建立了 3 个异地库，主要存储和销售油品。公司沥青、润滑

油产品尚处于摸索阶段，市场认知度不高，2017 年公司沥青产品增加省内销量 1 万吨，并成功中标内蒙古国道 307 项目；且公司通过官网商城销售沥青产品，销量同比增加 4 万吨。此外，公司将业务拓展至军用柴油领域，2017 年公司军用柴油认证工作与军方达成初步共识，北沥公司军舰用燃料油已完成第三方机构的检测验证和设计方案，以上事项将对公司柴油和燃料油业务的增长提供有效的支撑。2017 年公司石化板块前五大客户销售总额共计 73.54 亿元，占公司石化板块全年营业收入比例为 22.79%，其中公司向兵器集团销售占比 8.06%。

销售区域方面，公司成品油主要销往东北及蒙东地区；聚烯烃类产品销售区域涵盖东北、华北、华东、华南等多个地区；芳烃类产品以辽宁省为中心向外辐射，部分产品发送至河北、山东地区；丁二烯主要供应下游合成胶及胶乳厂，市场集中在山东和河北地区；ABS 制品主要供应下游板材、片材厂、箱包加工厂、改性厂等，销售区域集中于华东和华南地区。

表 6：2015~2018.Q1 公司石化板块主要产品销售情况

单位：万吨、元/吨、%

项目	2015			2016			2017			2018.1~3		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
柴油	68.14	4,637	104.06	93.96	4,106	98.04	121.29	4,804	95.31	27.98	4,950	91.08
燃料油	17.50	4,113	109.17	32.74	3,602	96.64	14.68	4,172	102.44	1.79	4,479	83.64
聚乙烯	27.14	8,067	94.20	32.72	7,890	104.17	29.47	8,564	98.96	7.21	9,426	97.43
聚丙烯	21.69	6,966	95.63	24.01	6,827	100.92	24.23	7,568	99.92	6.69	8,004	103.40
聚苯乙烯	2.77	7,963	92.95	4.35	7,608	101.87	4.15	9,855	96.96	0.92	9,798	96.84
石油甲苯	11.72	4,444	98.90	13.45	4,162	101.13	12.97	4,460	97.96	3.44	4,633	109.55
煤油	17.83	4,427	100.00	82.6	3,898	100.00	94.85	4,386	100.00	24.31	4,737	99.59
沥青	79.85	2,320	101.10	81.42	1,526	95.90	77.45	2,209	103.09	13.76	2,259	88.43
润滑油	28.51	4,805	105.91	28.61	4,283	104.57	24.47	5,225	92.34	1.28	5,486	96.97
ABS 制品及副品	9.35	5,546	104.94	14.03	5,876	103.24	16.08	8,128	99.08	4.94	8,576	102.49
丁二烯	7.73	8,615	96.75	8.66	10,013	98.07	8.41	12,787	99.06	2.38	7,797	107.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售情况来看，公司坚持“以销定产，没有订单决不盲目开工”的原则控制产销率，使得各产品产销率保持较高水平。定价方面，公司石油化工产品一般按市场价格定价，分类制定差异化的产品

定价原则及调整模式。2016 年在国际原油价格下跌的背景下，石油化工市场供应过剩加剧，行业竞争激烈，公司油品及聚烯烃销售均价存在不同程度的下跌；2017 年在原油价格上涨推动下，公司石化产

品销售均价呈现大幅上涨，全年调价 419 次，产品价格始终保持同行业较高水平。近三年及一期，公司柴油销售均价分别为 4,637 元/吨、4,106 元/吨、4,804 元/吨和 4,950 元/吨；燃料油销售均价分别为 4,113 元/吨、3,602 元/吨、4,172 元/吨和 4,479 元/吨；沥青产品销售均价分别为 2,320 元/吨、1,526 元/吨、2,209 元/吨和 2,259 元/吨；此外，聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、石油甲苯及煤油产品销售均价均不同程度的上涨。精细化工产品方面，近三年受国内市场无有效产能增加、市场供应偏紧影响，公司 ABS 制品及丁二烯产品价格持续走高。ABS 制品销售均价分别为 5,546 元/吨、5,876 元/吨和 8,128 元/吨，三年复合增长率达到 21.06%。丁二烯产品销售均价分别为 8,615 元/吨、10,013 元/吨和 12,787 元/吨，三年复合增长率达到 21.83%；2018 年一季度，国内丁二烯市场四套新装置入市投产，市场供应量增加影响丁二烯价格迅速回落，公司丁二烯销售均价较年初下降 39.02% 至 7,797 元/吨。

总体来看，公司石化业务凭借稳定的原材料供应和炼油化工一体化优势，近年来产能释放良好，产销衔接率高。同时，公司积极调整产品结构，且生产效率提升及综合能耗下降降低了生产成本，公司生产成本控制能力得到加强，从而推动石化板块盈利能力提升。但石化行业具有一定的周期性，业

内企业盈利水平易受国内外经济环境变化、原油进口价格以及产品价格波动等因素影响，中诚信证评对公司石化业务盈利稳定性予以关注。

化肥业务

化肥业务为公司的传统业务板块，近年来国内化肥市场低迷，行业内产能出清加速，在业内企业普遍经营亏损的行情下，公司主动缩减化肥产能，于 2015 年 6 月出让阿克苏华锦化肥有限责任公司（即新疆化肥基地）的全部股权，2016 年 10 月以来对辽河化肥分公司装置停车检修，当年 12 月终止 160 万吨尿素年产能的内蒙古煤化工项目的建设，从而导致化肥生产能力大幅下降。目前，公司化肥板块业务主要由锦西天然气化工有限责任公司（以下简称“锦天化公司”）开展，化肥产品主要包括尿素、甲醇和液氨等，其中尿素为主导产品。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司化肥业务收入分别为 19.34 亿元、9.43 亿元、8.27 亿元和 2.47 亿元；综合毛利率分别为 0.97%、-20.42%、15.45% 和 30.91%。公司化肥收入规模因产量缩减逐年下降，但得益于市场供给侧改善及公司内部实施转型升级和减亏增效取得成效，化肥业务盈利水平逐年提升。

表 7：2015~2018.Q1 公司化肥板块收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
尿素	18.72	1.44	9.2	-20.01	8.01	15.62	2.47	30.91
液氨	0.35	5.58	0.01	35.89	0.01	0.53	-	-
甲醇	0.27	-36.95	0.22	-40.43	0.25	10.30	-	-
合计	19.34	0.97	9.43	-20.42	8.27	15.45	2.47	30.91

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司拥有 30 万吨/年合成氨、52 万吨/年尿素和 6 万吨/年甲醇的生产能力。从产能利用情况来看，2016 年化肥行业下游市场需求持续低迷，公司辽河化肥设备利用率约 60%，而锦天化公司设备利用率保持在 90% 以上，公司整体产能利用效率一般。得益于主动缩减化肥产能，2017 年公司尿素装置生产负荷保持在较高水平，产能利用率有较大提升；因产品结构调整以及天然气供应量

不足，公司甲醇和液氨产品产能利用率较低。从产销情况来看，在化肥产能缩减以及市场需求不足背景下，近三年公司化肥产品产销量逐年减少，其中，尿素产量分别为 118.52 万吨、80.62 万吨和 58.75 万吨；销量分别为 127.34 万吨、80.68 万吨和 55.32 万吨。2018 年一季度，受国家天然气冬季保民用政策影响，公司液氨和甲醇产品因天然气供应不足未进行生产。从销售价格来看，2016 年在化肥市场行

情不佳的背景下，公司尿素销售价格上涨动力不足。2017 年以来受化肥行业市场回暖，化肥产品价格上行，当年尿素销售均价同比上涨 25.80% 至 1,409 元/吨，2018 年一季度进一步上涨至 1,706 元/吨。

表 8：2015-2018.Q1 公司化肥产品产销情况

单位：万吨、元/吨、%

项目	2015	2016	2017	2018.3	
尿素	产能	100	100	56	-
	产量	119.93	82.19	60.22	13.87
	销量	128.74	82.10	56.86	32.57
	销售均价	1,454	1,120	1,409	1,706
	产能利用率	119.93	82.19	107.54	-
液氨	产能	32	32	32	-
	产量	2.57	0.04	0.05	0
	销量	2.57	0.04	0.05	0
	销售均价	1,349	2,929	1,774	-
	产能利用率	8.03	0.13	0.16	-
甲醇	产能	6	6	6	-
	产量	1.86	1.39	1.05	0
	销量	1.77	1.46	1.07	0
	销售均价	1,551	1,529	2,341	-
	产能利用率	31.00	23.17	17.50	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料方面，公司现有产能全部为气头尿素，天然气的供应能力及价格成为制约公司尿素业务的最重要因素。锦天化公司位于辽宁省葫芦岛市，紧邻渤海油气田，使用中海油渤海公司天然气，2017 年公司化肥板块前五大供应商采购金额共计 5.76 亿元，占当期营业成本比重的 2.24%，其中向中海石油有限公司采购额占当期营业成本比重的 1.78%。近年来受冬季天然气限供、“南气北调”等因素影响，化肥市场天然气供需矛盾突出，以天然气为主要原料的生产企业受到较大的影响。从天然气供应情况来看，因化肥产量萎缩，公司天然气采购量大幅下降，近三年及一期分别采购天然气 66,310 万吨、56,393 万吨、37,268 万吨和 8,622 万吨。同时，随着天然气价格全面市场化，公司天然气采购成本有所降低，近三年及一期采购单位均价分别为 2.03 元/立方米、1.39 元/立方米、1.23 元/立方米和 1.23 元/立方米。公司化肥板块随着产品销售价格的提升以及采购成本的下降，盈利能力大

幅提升。

表 9：2015-2018.Q1 公司天然气采购情况

单位：万吨、元/立方米

项目	2015	2016	2017	2018.3	
天然气	采购量	66,310	56,393	37,268	8,622
	单位均价	2.03	1.38	1.23	1.23

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司化肥产品主要以经销商营销的方式销售，对尿素销售采取“区域指定经销商”的制度，按照“指定区域、严格资质、协议经销、长期合作”的原则进行选定；对工业肥用户实行统一政策、统一服务、统一管理的销售管理措施。定价方面，公司化肥产品定价模式与石化产品一致。公司与经销商采取先款后货的方式结算，保证公司化肥业务良好的回款情况。从销售区域来看，由于尿素等化肥产品具有一定的销售半径，公司生产的尿素主要在辽宁省内销售，且市场品牌认知度较高，具有一定的客户粘合度，在省内农资市场占有率达到 60% 以上。2017 年公司前五大客户销售额共计 6.26 亿元，占化肥板块营业收入比重为 75.71%，客户集中度较高。

表 10：2017 年公司化肥业务前 5 大客户情况

单位：亿元、%

客户名称	销售金额	占比
辽宁锦禾农资有限责任公司	3.52	42.62
庆丰集团辽宁宇丰农资有限公司	1.74	21.03
辽宁恒富农业生产资料有限责任公司	0.35	4.25
灯塔市帅龙农资销售有限公司	0.33	4.04
凌海市日出农资经销处	0.31	3.76
合计	6.26	75.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年我国化肥行业市场低迷，下游需求不振，公司通过资产出让以及主动缩减产能等措施减亏增效，维持较高的产能利用率。2017 年随着尿素市场的回暖以及化肥产品价格上涨，公司化肥板块实现扭亏为盈。未来随着公司产品结构升级以及重大项目的推进，该板块盈利能力或持续改善。但中诚信证评也关注到，中国作为天然气紧缺的国家，供需矛盾的日益加深可能推动天然气价格持续上涨，加之我国化肥行业产能过剩趋势或将长期存在，化肥产品价格后期仍有下调风险，公司该

板块未来仍面临一定的成本控制和经营压力。

公司管理

公司治理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司章程指引》以及《深圳证券交易所股票上市规则》等相关规定的要求，建立健全并规范了公司治理结构，形成公司权力机构、决策机构、监督机构与经理层之间权责分明、各司其职、有效制衡、科学决策、规范运作的法人治理结构。股东会是公司的最高权力机构。董事会是公司的经营决策机构，由9名董事组成，设董事长1人；公司董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会，并制订了各个委员会的实施细则，各委员会职责明确。监事会由3名监事组成，其中包括2名股东监事和1名职工代表监事，对公司财务以及公司董事、总经理及其它高级管理人员履行职责的合法性、合规性进行监督。公司设总经理1人，由董事会聘任或解聘，负责主持生产经营和管理工作，对董事会负责。

内部管理

公司根据自身业务特点以及经营发展的需要，建立了较为健全的管理体系和风险控制制度。公司设立了政策研究院、战略规划部、信息管理部、人力资源部、财务管理部、改革与资产管理部、精益运营与绩效管理、生产与质量管理部、设备管理部、科学技术部、安全环保部、原油采购部、招标管理部和审计部等职能部门。同时，公司还结合实际情况建立健全了一系列内部控制制度，在日常管理及投资决策、采购供应管理、生产管理、质量管理、销售管理、对外担保及关联交易控制和内部监督控制等方面均建立了相应管理制度，确保公司经营管理的合法性、安全性和规范性，保证各项工作有章可循。

公司在日常经营中，严格遵照《总经理工作细则》、《劳动合同管理办法》、《所属单位领导人员管理办法》、《精益运营综合计划管理办法》、《供应商管理办法》、《统计工作管理制度》和《生产设施安

全管理制度》等相关制度，重点工作坚决按照“三重一大”集体决策精神，对重大事项实行集体决策。公司对所属全资及控股下属公司也都按相关规定明确了授权审批控制的权限和流程，保障公司的运营和安全。

公司在物资采购过程中严格按照已制定的《采购管理办法》、《合同管理办法》、《物资管理绩效考核办法》、《比质比价采购管理办法》、《承兑汇票管理办法》、《营销系统综合统计管理办法》等规定执行；在生产管理方面，严格按照已制定的《生产信息报告制度》、《生产装置开停车管理规定》、《生产企业备用设备管理规定》等相关规定执行。此外，公司在质量管理方面制定了《产品质量事故管理规定》，积极实施品牌战略，以质量为中心，将组织的各种管理体系进行整合，通过企业内部持续的改进活动，实现质量、成本、交付期同时达到最优，从而提升企业核心竞争力。

销售管理方面，公司在营销方面制定了《公司营销管理规定》、《公司产品定价管理规定》、《销售总公司合同管理规定》、《产品信息管理规定》、《客户档案管理规定》等相关规定，公司对销售管理控制严格、充分及有效。

对外担保及关联交易控制方面，公司制定了《担保管理办法》，明确规定了对外担保的基本原则、对外担保对象的审查程序、对外担保的审批程序及管理程序等。公司制定了《关联交易管理制度》，明确了关联人及关联交易认定、关联人及关联交易管理的组织机构、关联交易决策程序及披露、关联交易定价和关联交易应当披露的内容等。

公司依据《审计法》、《企业会计准则》等制定了《内部审计工作制度》，并针对公司财务活动、重点业务事项、内部控制与风险管理、领导人员任期经济责任与绩效等制定了具体的审计办法和 workflow；内部审计部根据工作计划，对下属公司进行检查，审计监督内容包括下属公司财务预算的执行、财务决算、财务收支及其内部控制制度的健全性、合理性和有效性。

总体来看，公司建立了较为规范的法人治理结构和符合自身经营的企业管理制度，为长期运营发

展奠定了基础。同时，随着未来业务的发展和公司规模实力的壮大，公司将继续推进组织结构的优化和管理制度的完善，进一步提高公司的管理水平。

战略规划

公司贯彻国家“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念和兵器集团“创新驱动、质量为先、结构调整、改革助推、绿色发展、人才为本”的发展方针，深入落实精益管理战略，以提升总体竞争力和盈利能力为核心，坚持市场导向和问题导向、坚持有进有退和结构调整，坚持创新驱动和精益管理，围绕降成本、优结构、促改革三条主线全面推进产业优化升级和企业转型发展，构建质量效益型可持续发展模式；进一步提高对原油进口、成品油出口、期货市场和汇率市场的运作能力，提升驾驭现代化大型化工装置的经营能力，实现从生产组织型向产品经营、资产与资本运营相结合的现代企业转型发展，打造国内领先、国际一流的军民融合石油化工和精细化工产业基地。

“十三五”期间，公司将继续以石油化工、化学肥料和道路沥青为主要发展方向，推进三大主导产业优化升级，努力形成三大主导产业的核心竞争优势。

石油化工板块，公司石化产业“十三五”规划拟采取一体化、集群化、规模化及精细化模式，向石化产业链下游延伸，重点发展精细化工产品，建设精细化工产业园，将产品向种类齐全和高端化转型。产业园建设以市场需求为导向，面向全球合理配置各类资源，采用国际先进水平的工艺技术及管理模式，积极引进世界一流企业入驻及合资合作，打造高起点的可承载兵器集团特种化工产业可持续发展的国内领先、世界一流的千亿级绿色化工园区。同时，公司将对现有炼化一体化装置实施优化升级节能改造，力争以最小的投入，最大限度地提升装置的盈利能力和市场竞争能力。对于沥青产品，公司重点推进产品的升级换代，提高产品档次和附加值；同时推进资源的优化利用，实现测线油全部加氢升级，扩大润滑油基础油生产规模。

公司化肥产业将实施转型发展，围绕合成气利用，积极开发尿素深加工新技术，延伸产业链，提

高产品附加值；充分依托专长，形成化肥产业自有核心技术和竞争优势。公司正在有序推进车用尿素项目，用于采用 SRC 系统（选择性催化还原）的柴油汽车的尾气处理，以降低 NO_x 和 PM 排放。公司第一阶段考核任务已完成，确认生产能力达到 15 吨/小时，满足设计产能。目前该项目处于第二阶段工程，已完成自动灌装和包装系统的考察工作，并完成车用尿素溶液灌装和包装线方案文件，准备建设 10 万吨/年的车用尿素生产线。该项目建成后将丰富公司高附加值化肥产品结构，增强该板块盈利能力。

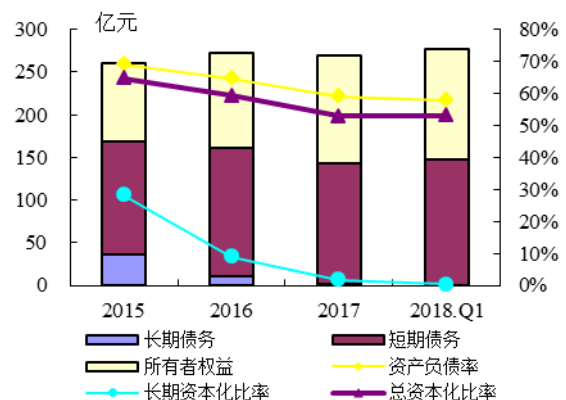
总体而言，公司发展战略思路明晰，重点围绕石油化工、化学肥料和道路沥青三大主导产业发展，同时积极向产业链下游延伸，实现各业务板块共同发展战略。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。所有财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

图 8：2015~2018.Q1 公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

得益于较好经营获利以及股东利润留存积累，公司净资产规模逐年上升，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末所有者权益合计分别为 92.17 亿元、110.84 亿元、126.64 亿元和 130.04 亿元。同期，公司资产总额分别为 299.20 亿元、313.71 亿元、309.68 亿元

和 308.48 亿元，规模呈现小幅波动；受益于自有资本实力增强，公司外部融资规模有所下降，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末负债总额分别为 207.03 亿元、202.86 亿元、183.04 亿元和 178.43 亿元。从财务杠杆比率来看，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 69.19%、64.67%、59.11% 和 57.84%，同期总资本化比率为 64.64%、58.97%、52.67% 和 53.09%，财务杠杆比率逐年降低，且处于合理水平。

从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2015~2018.Q1 非流动资产分别为 210.98 亿元、191.92 亿元、176.79 亿元和 173.61 亿元，占资产总额的比重分别为 70.51%、61.18%、57.09% 和 56.28%。公司非流动资产集中于固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产。2015~2018.Q1 公司固定资产分别为 149.62 亿元、143.45 亿元、139.85 亿元和 137.35 亿元，主要系房屋建筑物及设备；同期，在建工程分别为 19.88 亿元、13.07 亿元、6.96 亿元和 7.03 亿元，随着乙烯联合装置节能优化改造、内蒙古煤化工项目和 30 万吨环烷基加氢项目等在建项目逐步转入固定资产，在建工程规模逐年减少；无形资产主要系土地使用权，2015~2018.Q1 规模分别为 16.84 亿元、15.94 亿元、15.24 亿元和 14.99 亿元；同期，其他非流动资产分别为 18.71 亿元、12.38 亿元、10.68 亿元和 10.36 亿元，主要系振华海外石油公司收益权¹，2015~2017 年该收益权取得投资收益分别为 2.61 亿元、1.05 亿元和 1.33 亿元。

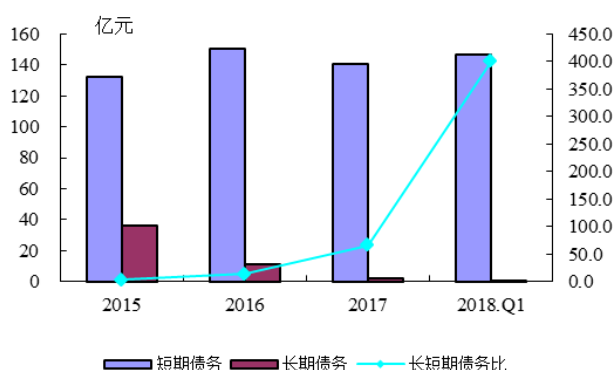
流动资产方面，2015~2018.Q1，公司流动资产分别为 88.22 亿元、121.78 亿元、132.89 亿元和 134.86 亿元，占资产总额的比重分别为 29.49%、38.82%、42.91% 和 43.72%。公司流动资产集中于货币资金、预付款项、存货和其他流动资产，2015~2018.Q1 货币资金分别为 31.97 亿元、41.03 亿元、63.33 亿元和 50.32 亿元，主要系银行存款，

流动性强；同期，预付款项分别为 6.80 亿元、18.66 亿元、21.46 亿元和 25.43 亿元，因预付关联方进口原油采购款及保证金大幅增加，导致预付款项逐年上升；同期，存货分别为 32.99 亿元、26.23 亿元、40.59 亿元和 42.57 亿元，因业务规模波动，存货规模呈现一定起伏；截至 2017 年末存货主要包括原材料（27.13 亿元）、在产品（1.61 亿元）和库存商品（16.23 亿元）；鉴于石化产品价格及原油进口价格均存在波动，2015~2017 年因原材料和库存商品可变现净值低于成本而确认的存货跌价损失分别为 7.20 亿元、4.34 亿元和 5.53 亿元，中诚信证评关注公司未来存货跌价风险；其他流动资产主要系购买的理财产品及增值税留抵税额，2015~2018.Q1 规模分别为 13.26 亿元、22.57 亿元、1.31 亿元和 6.33 亿元。

从负债结构来看，公司负债集中于流动负债，2015~2018.Q1 流动负债分别为 168.50 亿元、189.68 亿元、177.78 亿元和 173.66 亿元，占负债总额的比重分别为 81.39%、93.50%、97.13% 和 97.32%。公司流动负债集中于短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债，截至 2017 年末分别为 131.75 亿元、12.03 亿元和 8.81 亿元；其中，短期借款包括信用借款 90.45 亿元和保证借款 41.30 亿元；应付账款主要系原材料采购款，账龄一年以内的占 87.91%；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款（8.61 亿元）和一年内到期的长期应付款（0.20 亿元）。2015~2018.Q1 公司非流动负债分别为 38.53 亿元、13.18 亿元、5.26 亿元和 4.78 亿元，2017 年 9 月 24 日“12 华锦债”到期兑付，且随着长期借款逐步到期偿付，非流动负债规模逐年缩减。截至 2017 年末，公司非流动负债主要集中于长期应付款（2.56 亿元），长期应付款主要系应付融资租赁款。

¹ 2015 年 9 月 24 日公司与振华石油控股有限公司签署《关于振华海外石油公司的收益权转让协议》收购 2015 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日间振华石油从振华海外石油资产项目所获取的收益中 49% 的收益权利，支付转让款 23.77 亿元，本期摊销 3.43 亿元，累计摊销 15.00 亿元，期末余额 8.77 亿元。

图 9：2015~2018.Q1 公司长短期债务情况



注：长期应付款中应付融资租赁款为有息债务，将其调整计入“长期债务”。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，得益于自有资本实力的增强，公司外部融资规模有所缩减。2015~2018.Q1，公司总债务分别为 168.53 亿元、161.19 亿元、142.70 亿元和 147.17 亿元，其中短期债务分别为 132.21 亿元、150.32 亿元、140.56 亿元和 140.80 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 3.64 倍、13.83 倍、65.65 倍和 399.68 倍，债务高度集中于短期债务，期限结构有待改善。

总体来看，公司自有资本实力稳步增强，财务杠杆比率逐年下降，且处于适中水平，但债务高度集中于短期债务，期限结构有待改善。

盈利能力

2015~2018.Q1，公司实现营业收入分别为 309.09 亿元、291.04 亿元、337.14 亿元和 81.33 亿元，业务规模呈现一定波动。近年，公司积极调整

优化业务结构，主动缩减盈利能力欠佳的化肥业务，同时大力发展石油化工业务，2017 年以来业务规模呈现回升态势。分产品看，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司化肥业务实现销售收入分别为 19.34 亿元、9.43 亿元、8.27 亿元和 2.47 亿元，收入规模逐年下降；同期，石化产品销售收入分别为 273.66 亿元、262.45 亿元、301.69 亿元和 71.55 亿元，其中 2017 年受益于石化产品销量及价格的提升，收入规模实现大幅增长；同期，精细化工产品实现销售收入分别为 9.12 亿元、13.98 亿元、20.94 亿元和 6.09 亿元，在业务结构调整及产业链向下游延伸的背景下，该板块收入规模逐年上升。

从营业毛利率看，公司调整优化业务结构，2016 年以来业务获利能力明显改善，但由于原油价格快速上涨以及石化产品价格波动等因素影响，整体营业毛利率仍呈现一定波动，2015~2018.Q1 营业毛利率分别为 15.89%、28.19%、23.82% 和 20.09%。具体来看，公司石化板块盈利受原油价格波动影响较大，2015~2018.Q1 石化产品营业毛利率分别为 17.35%、30.16%、24.81% 和 20.10%，精细化工产品营业毛利率分别为 5.87%、29.43%、10.83% 和 11.09%；受益于化肥行业回暖及产品价格上涨，2017 年以来化肥业务获利大幅提升，2015~2018.Q1 化肥板块营业毛利率分别为 0.97%、-20.42%、15.45% 和 30.91%。

表 11：2015~2018.Q1 公司营业收入构成及毛利率情况

产品名称	2015		2016		2017		2018.Q1	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石化产品	273.66	17.35	262.45	30.16	301.69	24.81	71.55	20.10
精细化工产品	9.12	5.87	13.99	29.43	20.94	10.83	6.09	11.09
化肥产品	19.34	0.97	9.43	-20.42	8.27	15.45	2.47	30.91
其他	6.97	-	5.17	-	6.23	-	1.22	-
合计	309.09	15.89	291.04	28.19	337.14	23.82	81.33	20.09

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从期间费用来看，2015~2018.Q1 公司期间费用分别为 26.48 亿元、26.74 亿元、25.17 亿元和 7.39 亿元。公司销售费用主要系产品储运费及销售人员薪

资等，2017 年因产品储运费有所减少，使得当年销售费用同比下降 6.89%；管理费用主要系管理人员薪资和修理费等，因薪资待遇的提升，管理费用支

出逐年增加；财务费用主要系利息支出，由于债务规模有所降低，财务费用支出减少。2015~2018.Q1 公司三费收入占比分别为8.57%、9.19%、7.47%和9.09%，期间费用控制能力尚可。

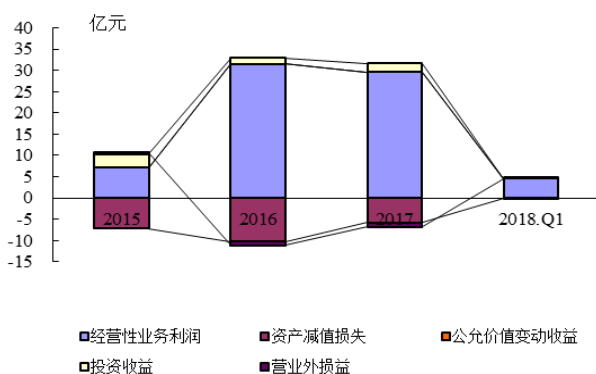
表 12：2015~2018.Q1 公司三费分析

	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	2.92	3.28	3.05	0.71
管理费用	15.14	15.96	16.23	5.48
财务费用	8.41	7.50	5.89	1.20
三费合计	26.48	26.74	25.17	7.39
营业总收入	309.09	291.04	337.14	81.33
三费收入占比	8.57%	9.19%	7.47%	9.09%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，公司利润总额的主要构成部分为经营性业务利润和投资收益。2015~2018.Q1 公司利润总额分别为3.43亿元、21.72亿元、24.90亿元和4.35亿元，其中经营性业务利润分别为7.12亿元、31.49亿元、29.61亿元和4.57亿元。2015~2017年公司取得投资收益分别为3.13亿元、1.37亿元和2.05亿元，主要系振华海外石油公司收益权取得的收益以及理财产品收益。此外，因计提大额存货跌价损失及在建工程减值损失，2015~2018.Q1 公司发生资产减值损失7.18亿元、10.26亿元、5.75亿元和0.24亿元，对营业利润形成一定侵蚀。2015~2018.Q1，公司取得净利润分别为3.63亿元、18.48亿元、19.41亿元和3.23亿元，所有者权益收益率分别为3.93%、16.67%、15.33%和9.94%，整体盈利能力良好。

图 10：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



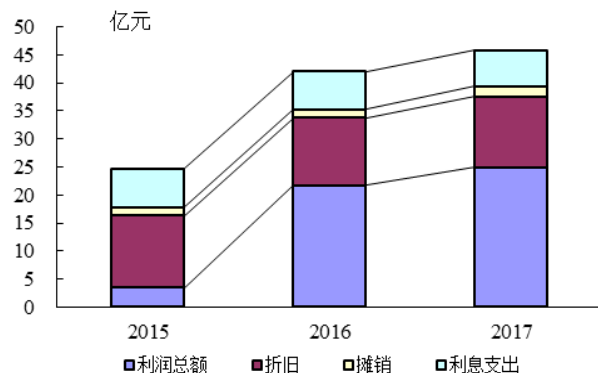
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司积极调整优化业务结构，大力

发展石油化工业务，2017 年以来业务规模呈现回升态势，且整体盈利能力表现良好。但原油价格波动对公司的盈利影响较大，近三年公司营业毛利率呈现一定波动，中诚信证评对未来原油价格波动以及对公司盈利的影响予以关注。

偿债能力

图 11：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成，2015~2017 年 EBITDA 分别为 24.72 亿元、42.04 亿元和 45.79 亿元，获现能力趋好。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 6.82 倍、3.83 倍和 3.12 倍，同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.46 倍、6.22 倍和 7.19 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力逐年提高。

经营活动方面，公司销售回款及时，盈利能力良好，经营性现金流保持持续净流入状态。2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 46.77 亿元、42.24 亿元和 29.65 亿元，经营活动净现金/总债务分别为 0.28 倍、0.26 倍和 0.21 倍，经营活动净现金流/利息支出分别为 6.55 倍、6.25 倍和 4.66 倍，经营性现金流对债务利息提供一定保障。根据公司的经营特性，2018 年一季度公司加大进口原油采购量，因而导致经营性现金流出大幅增加，当期经营性现金流状况不佳，2018 年 1~3 月经营活动净现金流为-16.43 亿元。

表 13：近年来公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务（亿元）	132.21	150.32	140.56	146.80
长期债务（亿元）	36.32	10.87	2.14	0.37
总债务（亿元）	168.53	161.19	142.70	147.17
资产负债率（%）	69.19	64.67	59.11	57.84
总资本化比率（%）	64.64	59.25	52.98	53.09
EBITDA（亿元）	24.72	42.04	45.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	6.22	7.19	-
总债务/EBITDA（X）	6.82	3.83	3.12	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	6.55	6.25	4.66	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.28	0.26	0.21	-0.45*

注：2018 年一季度经营活动净现金流/总债务指标经年化处理；长期应付款中应付融资租赁款为有息债务，将其调整计入“长期债务”

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司未清担保总额为 1.80 亿元，担保对象为下属子公司锦西天然气化工有限责任公司和盘锦辽河富腾热电有限公司。此外，公司无重大诉讼或仲裁形成的或有事项负债。

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年 3 月末已获得的银行授信额度共计 427.31 亿元，其中未使用额度 262.51 亿元。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

综合来看，公司积极调整业务结构，大力发展石油化工业务，2017 年以来业务规模呈现回升态势，且整体盈利能力表现良好。同时，公司自有资本实力稳步增强，财务杠杆比率逐年下降，且处于适中水平，财务结构稳健，且获现能力良好，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定北方华锦化学工业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“北方华锦化学工业股份有限公司 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 **AAA**。

关于北方华锦化学工业股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

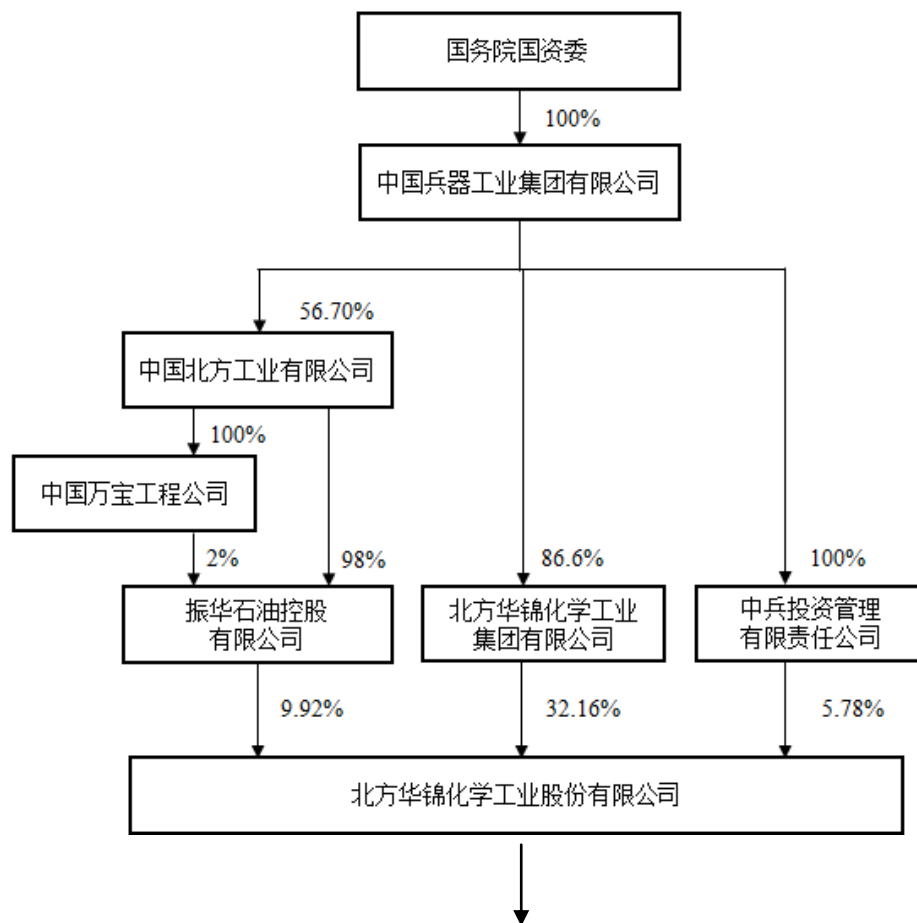
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

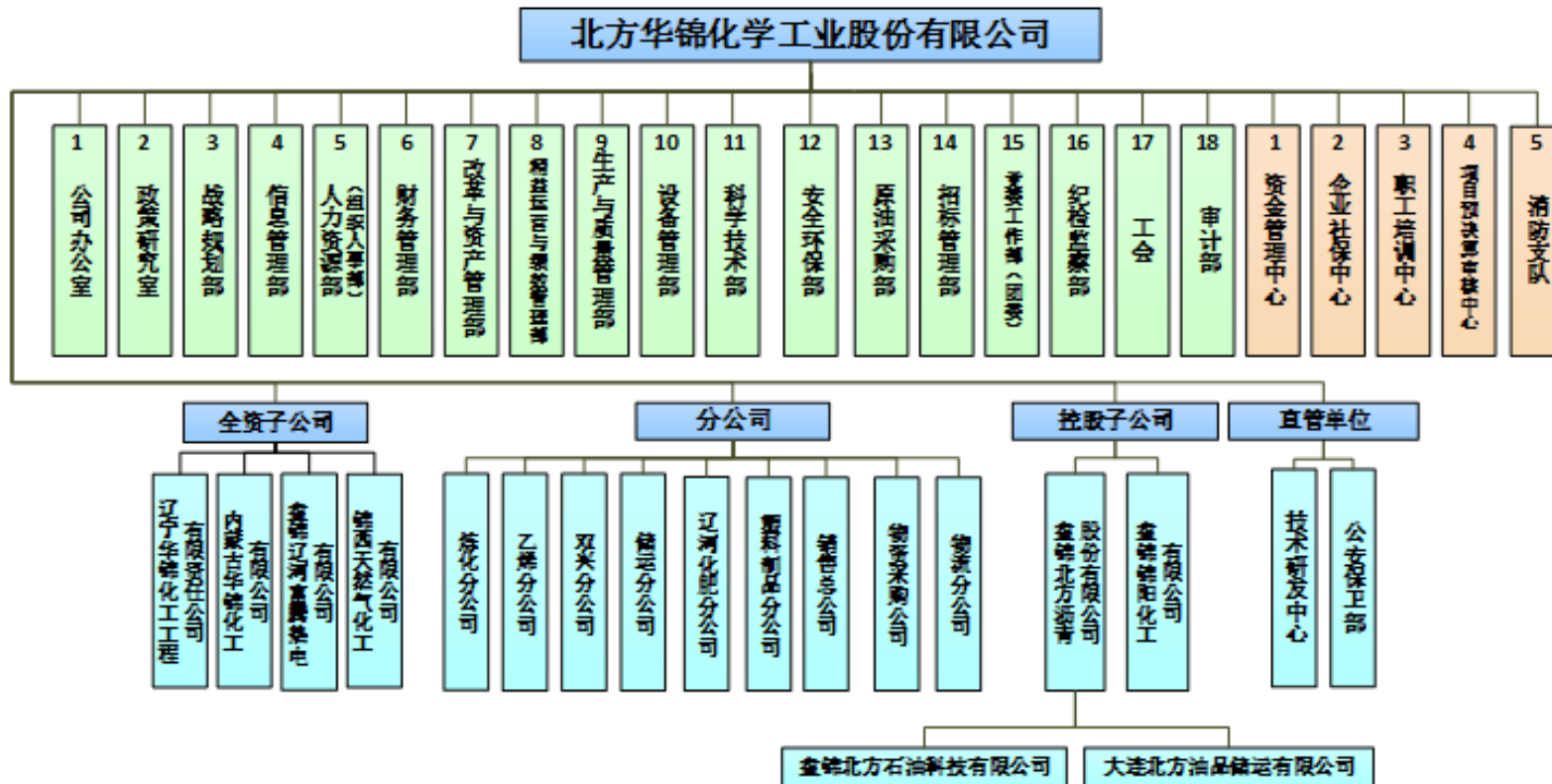
附一：北方华锦化学工业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月末）



序号	子公司名称	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
1	锦西天然气化工有限责任公司	59,532.60	100.00	化肥
2	盘锦辽河富腾热电有限公司	20,013.00	100.00	热电
3	内蒙古华锦化工有限公司	1,000.00	100.00	化工
4	辽宁华锦化工工程有限责任公司	700.00	100.00	施工
5	盘锦锦阳化工有限公司	13,000.00	50.00	化工
6	盘锦北方沥青股份有限公司	80,981.61	79.98	化工

资料来源：公司提供

附二：北方华锦化学工业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：北方华锦化学工业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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	319,723.02	410,280.04	633,343.16	503,221.65
应收账款净额	11,682.54	17,314.47	37,369.75	82,198.23
存货净额	329,898.36	362,314.02	405,912.09	425,733.22
流动资产	882,240.59	1,217,839.77	1,328,879.35	1,348,642.52
长期投资	8,335.69	8,877.53	9,263.38	9,263.38
固定资产合计	1,711,516.97	1,590,348.19	1,468,981.90	1,445,183.27
总资产	2,992,028.54	3,137,060.86	3,096,814.89	3,084,754.83
短期债务	1,322,083.83	1,503,174.44	1,405,552.46	1,467,982.13
长期债务	363,217.02	108,675.82	21,409.61	3,672.86
总债务（短期债务+长期债务）	1,685,300.85	1,611,850.25	1,426,962.07	1,471,654.99
总负债	2,070,291.79	2,028,648.00	1,830,383.37	1,784,326.26
所有者权益（含少数股东权益）	921,736.75	1,108,412.86	1,266,431.52	1,300,428.57
营业总收入	3,090,931.99	2,910,394.23	3,371,378.06	813,265.64
三费前利润	336,008.03	582,320.97	547,800.02	119,677.79
投资收益	31,300.48	13,686.08	20,527.89	0.00
净利润	36,253.06	184,814.45	194,115.48	32,305.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	247,178.52	420,412.14	457,942.04	43,535.06
经营活动产生现金净流量	467,695.62	422,384.41	296,500.18	-164,257.77
投资活动产生现金净流量	-441,116.12	-178,537.23	212,657.95	-13,539.50
筹资活动产生现金净流量	-208,683.48	-150,951.00	-286,407.27	47,675.76
现金及现金等价物净增加额	-177,551.19	90,554.37	222,750.86	-130,121.51
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	15.89	28.19	23.82	20.09
所有者权益收益率（%）	3.93	16.67	15.33	9.94*
EBITDA/营业总收入（%）	8.00	14.45	13.58	-
速动比率（X）	0.33	0.45	0.52	0.53
经营活动净现金/总债务（X）	0.28	0.26	0.21	-0.45*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.35	0.28	0.21	-0.45*
经营活动净现金/利息支出（X）	6.55	6.25	4.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.46	6.22	7.19	-
总债务/EBITDA（X）	6.82	3.83	3.12	-
资产负债率（%）	69.19	64.67	59.11	57.84
总资本化比率（%）	64.64	59.25	52.98	53.09

注：1、公司所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；2、2018 年一季度带“*”指标经年化处理。3、长期应付款中应付融资租赁款为有息债务，将其计入“长期债务”。

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

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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

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

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 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。