



信用等级通知书

信评委函字[2019]G244-F1号

中化能源股份有限公司：

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“中化能源股份有限公司2019年公开发行公司债券（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
二零一九年六月十日

中化能源股份有限公司 2019年公开发行公司债券（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	中化能源股份有限公司
发行总额	本期债券发行规模为不超过人民币30亿元（含30亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种。品种一为3年期固定利率债券，品种二为5年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券为固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定
还本付息方式	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
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金

概况数据

中化能源	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	225.53	289.85	293.78
总资产（亿元）	907.35	987.84	868.77
总债务（亿元）	375.20	341.33	285.33
营业总收入（亿元）	2,651.50	3,942.06	4,563.04
营业毛利率（%）	4.87	3.42	2.47
EBITDA（亿元）	91.77	99.20	81.32
所有者权益收益率（%）	19.98	17.62	10.45
资产负债率（%）	75.14	70.66	66.18
总债务/EBITDA（X）	4.09	3.44	3.51
EBITDA 利息倍数（X）	10.59	11.92	12.14

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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“中化能源股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（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。

中诚信证评评定发行主体中化能源股份有限公司（以下简称“中化能源”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体中化能源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。中诚信证评肯定了中化能源股东背景较强、对公司支持力度大、行业地位较高、产业链条完善以及炼化业务竞争力较强等因素对公司业务发展和信用质量的支持。同时，中诚信证评亦关注到期货交易风险、安全环保风险、原油价格波动和汇兑风险、部分国家政治、经济环境的不稳定以及面临一定资本支出压力等因素对公司整体信用状况的影响。

正面

- 股东背景较强，对公司支持力度大。公司实际控制人中化集团综合实力强，在管理、资金和市场渠道等方面对公司支持力度大。近年中化集团通过内部资源重组，将旗下能源领域主要资产注入公司，公司现已成为中化集团旗下最核心的能源业务运营主体。2017 年 10 月，公司股东中化股份和中化勘探分别对公司增资 30 亿元和 5 亿元，公司资本实力大幅提升。
- 行业地位较高。公司（透过中化集团）拥有贸易业务的齐全牌照，是中国仅有的 5 家拥有国营原油进口贸易资质和 5 家拥有成品油出口配额的国营石油贸易企业之一，拥有较高的行业地位和知名度，综合竞争实力较强。
- 产业链条完善。目前公司形成了石油贸易、炼化、仓储物流和石化销售等一体化的产业布局，通过参与石油石化业务链各个环节的运

分析师

梅楚霖 clmei@ccxr.com.cn

梅楚霖

周飞 fzhou@ccxr.com.cn

周飞

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月10日

营，实现了不同板块之间的协同效应，有助于提高公司整体竞争实力和抗风险能力。

- 炼化业务竞争力较强。公司石油炼化业务核心工厂泉州炼化系目前国内在用单套装置规模最大的炼厂，其炼油规模、生产工艺、配套设备均处于亚洲先进水平。此外，该项目地处泉州市中化泉惠工业园区，区位优势及运输成本优势明显。

关注

- 期货交易风险及对公司盈利的影响。公司通过期货产品进行套期保值，使其面临一定市场及操作风险。公司因期货交易的相关损益计入投资收益和公允价值变动损益，2016~2018年，公司投资收益分别为-11.51亿元、-10.82亿元和-26.36亿元；公允价值变动收益分别为-4.92亿元、-4.61亿元和28.46亿元。中诚信证评持续关注公司套期保值业务的风险控制情况及其对盈利的影响。
- 安全环保风险。石化行业存在一定安全环保隐患，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。
- 原油价格波动及汇兑风险。近年国际原油价格及人民币汇率波动频繁，未来国际原油价格及人民币汇率走势受国际经济形势、地区局势等影响存在较大不确定性，中诚信证评将持续关注未来国际油价及人民币汇率对公司盈利水平产生的影响。
- 部分国家政治、经济环境的不稳定或对公司石油贸易业务产生不利影响。公司向伊拉克、沙特阿拉伯、安哥拉及赤道几内亚等国家的供应商采购原油，上述国家政治、经济环境的不稳定或对公司石油贸易业务产生不利影响。
- 面临一定资本支出压力。截至2018年末，公司主要在建项目计划总投资约325亿元，截至2018年末已投资64.63亿元，后期尚需投入260.37亿元，公司面临一定资本支出压力。

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

发债主体概况

中化能源股份有限公司（以下简称“中化能源”或“公司”）前身为成立于 1993 年 4 月的中化国际实业公司（全民所有制企业），初始注册资本为人民币 300 万元，中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）系其唯一出资人。2009 年 6 月，中化国际实业公司改制为有限责任公司并更名为中化实业有限公司（以下简称“中化实业”）。2009 年 7 月，根据《中化实业有限公司股东决定》及《股权转让协议》，中化集团将其持有的中化实业 100% 股权转让至中国中化股份有限公司（以下简称“中化股份”）。公司成立以来经多次增资，截至 2015 年末，公司注册资本增至 348,159.27 万元。

2017 年，根据中化创新[2017]80 号《关于同意能源事业部重组方案及开展股份制改造工作的批复》，中化实业作为中化集团能源事业部实体化平台，实施境内外资产重组（“整体重组”）。整体重组事项包括：（1）中化股份将所持中化石油有限公司（以下简称“中化石油”）100% 股权无偿划转至中化实业；（2）中化股份将所持海南太平洋石油实业股份有限公司 36.5% 股权无偿划转至中化实业全资子公司中化石油销售有限公司（以下简称“中化石油销售”）；（3）中化集团全资子公司 Greatpart Limited 将其所持银色海棠有限公司 100% 股权协议转让至中化国际石油（巴哈马）有限公司（以下简称“巴哈马石油”），转让价格以经专业机构出具的净资产评估或估值结果为基准，后中化香港（集团）有限公司（以下简称“中化香港集团”）将所持巴哈马石油 100% 股权转至中化实业全资子公司中化能源香港有限公司（以下简称“中化能源香港”），转让对价为 1 美金；（4）中化欧洲集团公司将其所持有中化国际石油（伦敦）有限公司 100% 股权以 1 美元对价转让给中化能源香港；（5）中化香港石油国际有限公司（以下简称“中化香港石油”）将其持有的南通嘉民港储有限公司（以下简称“南通嘉民”）33.33% 股权以及北京吉利石油产品服务有限公司（以下简称“吉利石油”）25.12% 股权分别协议转让至中化能源香港，转让对价均为 1 美

金；（6）中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“中化国际”）将其所持中化兴中石油转运（舟山）有限公司（以下简称“中化兴中”）44.8% 股权协议转让至中化实业，转让价格以经专业机构出具的净资产评估或估值结果为基准。

同时，根据上述批复及增资协议，中化股份和中化石油勘探开发有限公司（系中化股份全资子公司，以下简称“中化勘探”）于 2017 年 10 月 23 日，以现金方式增资中化实业，增资金额分别为人民币 300,000.00 万元（其中计入实收资本人民币 300,000.00 万元）和人民币 50,000.00 万元（其中计入实收资本人民币 14,363.24 万元，资本公积人民币 35,636.76 万元）。增资后中化实业的注册资本由人民币 348,159.27 万元变更为人民币 662,522.51 万元，中化股份与中化勘探持股比例分别为 97.83% 和 2.17%。上述整体重组事项是在中化集团为同一控制方下主导的同一控制企业合并，于 2017 年 10 月 31 日完成。

2018 年，根据中化创新[2018]7 号《关于同意中化实业有限公司进行股份制改制及相关事项的批复》，中化集团同意中化实业按账面净资产折股的方式整体变更为股份有限公司，并更为现名。

根据国务院国有资产监督管理委员会于 2018 年 4 月 28 日发布的国资产权[2018]216 号《关于中化能源股份有限公司（筹）国有股权管理有关问题的批复》，公司被准许由有限责任公司整体变更为股份有限公司，根据截至 2017 年 10 月 31 日，公司人民币 25,812,664,000 元的净资产按照 1.5184:1 的比例折为股份公司股本，折股后总股本变更为 17,000,000,000 股，中化股份与中化勘探持股比例分别为 97.83% 和 2.17%。截至 2018 年末，公司注册资本为 170 亿元，控股股东中化股份持股比例为 97.83%，实际控制人为中化集团，最终控制方为国务院国资委。

公司系中化集团旗下能源板块运营主体，定位为石油石化产业运营商及综合服务商，业务主要包括石油贸易、石油炼化、仓储物流、石化销售以及能源科技等。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 868.77

亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 293.78 亿元，资产负债率为 66.18%；2018 年公司实现营业收入 4,563.04 亿元，净利润 30.70 亿元，经营活动净现金流 149.82 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	中化能源股份有限公司
债券名称	中化能源股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元）。
债券利率	本期债券为固定利率。
债券期限	本期债券分为两个品种。品种一为 3 年期固定利率债券，品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。
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。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金。

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，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。2017 年以来，石油和化工行业多个基础品种价格上涨超预期，行业景气度边际改善明显，经济运行总体稳中向好。同时，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 2018 年末，石油和化工行业规模以上企业 27,813 家，全年增加

值同比增长 4.6%，比上年提高 0.6 个百分点；主营业务收入 12.4 万亿元，同比增长 13.6%；利润总额 8,393.8 亿元，同比增长 32.1%，分别占全国规模工业主营收入和利润总额的 12.1%和 12.7%；出口交货值 7,018.7 亿元，同比增长 22.0%；资产总计 12.81 万亿元，同比增加 5.3%，占全国规模工业总资产的 11.3%，资产负债率 54.56%，比上年下降 1.4 个百分点。2018 年，石化业规模以上企业主营收入利润率为 6.77%，同比上升 0.95 点；其中，石油和天然气开采业利润大增 587.2%，石油加工业利润下降 3.4%，化学工业利润增幅 16.3%。总体来看，2018 年行业经济运行呈现出效益保持较快增长态势、经济结构继续优化升级、出口好于预期、能源消费增长加快等主要特点。

在石化行业经济高速增长背景下，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。2018 年，我国原油进口量达 4.62 亿吨，同比增长 10.1%；原油加工量 6.04 亿吨，同比增长 6.8%，原油对外依存度达到 70.9%，同比提高 2.5 个百分点；当年，天然气进口量达到 1,257.2 亿立方米，同比增幅高达 31.9%，进口量首次超过日本，成为全球第一大天然气进口国，对外依存度升至 43.2%，同比增长 4.8 个百分点。我国石油及天然气原料对外依存度不断升高，资源约束愈发严峻。

产能仍显过剩。经多年持续发力，化工行业化解过剩产能、尤其是淘汰落后产能工作取得了一定成效。但据 2019 年 1 月 14 日中国石化发布的《2019 中国能源化工产业发展报告》显示，2019 年国内炼油能力预计增加 4,500 万吨，达 8.8 亿吨，增量全部来自民营炼厂；2020 年，预计全国炼油产能将再增 1,500 万吨，突破 9 亿吨关口。在此背景下，我国炼油产能过剩矛盾日益突出，目前我国原油一次加工能力已超过 8 亿吨，而 2017 年原油实际加工能力仅有 5.68 亿吨，产能利用率不足 70%，与世界平均水平仍存在十几个百分点的差距。

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年以来氯碱、聚氯乙烯新增产能亦较多。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。2018年，全行业贸易逆差2,832.6亿美元，同比增长43.8%，其中进口有机化学品681.18亿美元，同比增长21.3%，逆差164.4亿美元，同比增长12.0%；合成橡胶进口量441万吨，增幅1.20%；乙二醇进口量980万吨，同比增长12.8%；二甲苯（PX）进口量1,621万吨，同比增长9.5%。

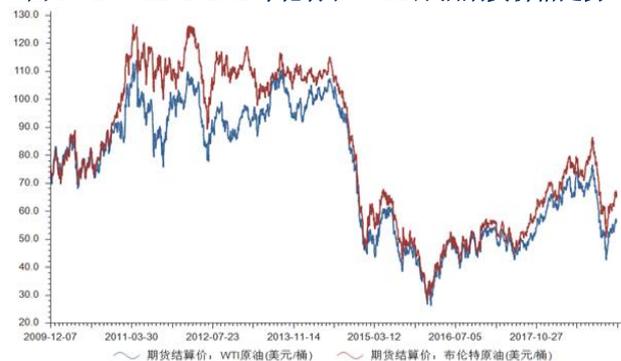
安全环保压力加大。2016年以来中央环保督察多次进驻天津、山西、辽宁、安徽、福建、湖南、贵州等地进行环保督查，对部分化工企业的开工率带来一定压力。2017年11月27日，国家环保部印发了《重点排污单位名录管理规定（试行）》，对重点排污单位的筛选原则进一步明确，要求设区的市级人民政府环境保护主管部门结合企业污染物排放量、重点行业、排污许可证管理的重点企业等条件，确定本辖区内重点排污单位名录并按《企业事业单位环境信息公开办法》的规定向社会公开。下一阶段，环保部将开展依证执法，打击无证排污企业，实现核发一个行业，清理一个行业，达标一个行业，规范一个行业，全面提高固定污染源管理效能。2017年12月5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。

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、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了《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。

国际原油价格方面，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，下半年整体维持上涨态势。2018年油价呈先扬后跌趋势，上半年，OPEC减产效果显著，美国退出伊核协议，重启对伊朗制裁，多国响应减少或停止对伊原油进口，原油供给趋紧，价格震荡上扬。10月3日，Brent/WTI达到86.29/76.41美元/桶，为近四年来新高，但随着沙特记者卡舒吉遇害事件不断发酵，开启下跌通道。沙特为换取美国支持增产，美国对伊制裁给予8个国家和地区180天的豁免期，同时中美贸易战愈演愈烈，市场对2019年原油需求相对悲观。

图1：2008.12~2019.2布伦特和WTI原油期货价格走势



资料来源：Choice，中诚信证评整理

从短期来看，欧佩克国家和俄罗斯等国的原油供给量将会减少，减产政策将促使国际原油价格具有温和上涨的空间。从中期而言，受供求关系、全球流动性收紧等因素影响，国际原油价格将继续呈现下跌的态势。从需求角度看，2019年全球经济增速有所下滑，原油需求规模下降；供给方面，尽管俄罗斯和欧佩克国家之间已经达成减产协议，但各方力量博弈之中，美国原油供给步伐将进一步加快，弥补减产缺口。美国或将继续扩大其原油产量，俄罗斯和欧佩克国家长期大规模减产动力仍显不

足，国际原油供给过剩态势仍将持续。同时，美元流动性收紧，能源去金融化进程仍将继续，也将使原油价格维持中低位。

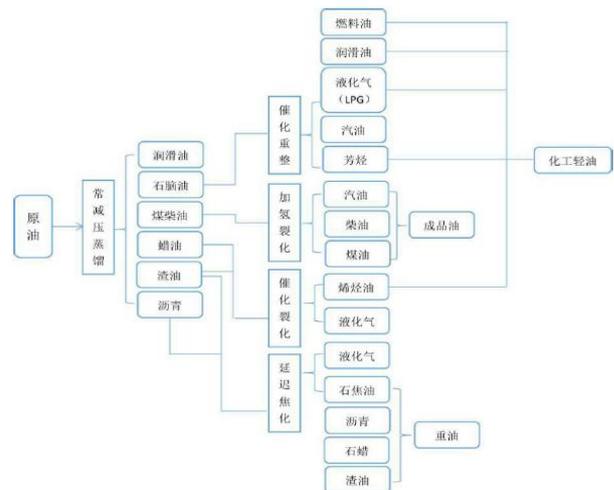
目前美国、沙特和俄罗斯三大产油国原油产量处在记录高位，叠加预期 2019 年全球经济增长放缓，市场担忧供应过剩而需求趋弱。在原油需求不旺的情况下，当前决定油价的核心因素依然为供给侧，2019 年 1 月 OPEC 原油产量继续大幅减少，中美贸易谈判进展良好，短期内国际油价将延续温和和上涨的走势；但未来油价或将维持中低位波动态势。

整体而言，当前油价处于中低位，同时我国石油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、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、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 2：炼油行业产业链



资料来源：《石油化工概论》

根据中国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。根据石油商报数据，截至 2018 年末，全球共有炼油厂 767 座，合计炼油能力 49.05 亿吨/年，较上年提高 1.3%，炼厂大型化趋势明显，2018 年平均规模达 640 万吨/年，较 2017 年和 2014 年分别提升 1.4%和 7.2%。

全球原油供需方面，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。

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。近年，我国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。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，2017 年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，对外进口原因依赖程度较高。2018 年，我国原油产量 1.89 亿吨，同比下降 2%，原油表观消费量 6.25 亿吨，同比增长 2.5%，首次突破 6 亿吨大关，但消费税和地方炼厂开工率降低导致增幅较上年明显回落。消费端和供给端的不平衡导致原油净进口量持续较快增长，原油对外依存度持续攀升。2018 年我国原油净进口量达到 4.6 亿吨，同比增长 10.9%。2016~2018 年我国原油对外依存度分别为 65.7%、68.6%、73.6%。

图 3：我国原油产量和表观消费量



数据来源：公开资料，中诚信证评整理

近年来，我国炼油市场形成了以中石油、中石化两大集团为主，中海油、中国化工、中化、中国兵器、地方炼厂、民营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，民营和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%，2018 年我国原油一次加工能力为 8.3 亿吨，较 2017 年净增 0.22 亿吨，超过全球净增量的一半，同时全年原油加工量仅为 6 亿吨，产能出现明显过剩。

从区域分布来看，目前，我国炼能主要集中在华北地区，拥有产能 3.02 亿吨，全国占比 37%；此外，东北、华南和华东亦属于炼油集中地，三个地区炼能合计占全国比重为 44%；2018 年东北地区炼能提高明显，炼能占比同比增长 2.00%。我国炼厂开工率始终较低，2017 年我国主营炼厂开工率下降，全国平均开工率约为 73.7%，明显低于世界 83% 的平均水平；2018 年全国炼厂平均开工率为 72.9%，位全球最低水平。未来，随着 2020 年前恒力石化、浙江石化、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: 国内原油加工量和一次加工能力比较 (万吨)



资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

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。2018 年, 我国有 19 家炼化一体化企业, 总产能约 2.3 亿吨, 约占全国的 28%, 但全国炼厂平均炼能仅 412 万吨, 远低于世界炼厂 759 万吨的平均规模。炼油装置规模较小直接导致我国现阶段炼厂的单位能耗水平较低, 且各炼厂技术水平参差不齐——标准油单位能耗低于 8.5kg/吨的产能仅占总产能的 21%, 炼油总能耗过大, 落后产能依旧严重, 具有先进技术水平的产能相对较少, 从而变相提高我国炼厂生产成本。

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%。2018 年, 我国成品油消费量约为 3.20 亿吨, 较 2017 年下降 1%, 由增长转为下降, 总量基本与 2015 年消费水平相当。分油品消费量来看, 2018 年汽油表观消费量达到 1.26 亿吨, 同比增长 3%, 主要系乘用车销量疲软增速下降、新能源汽车、高铁和公共出行等可替代出行方式兴起等因素导致; 柴油表观消费量达到 1.56 亿吨, 同比降低 6%, 2010 年以来, 消费柴汽比已经降低近 1 倍, 柴油需求将进入长期下行通道, 2018 年柴油汽车实现销量 305 万辆, 同比下降了 4.09%, 直接导致柴油消费疲软; 另外, 2018 年煤油表观消费量达到 3,716 万吨, 同比增长 13.05%。总体来看, 2018 年需求端总体表现为汽柴煤油增速分化——汽柴油下降、煤油上升。

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。2018 年, 随着炼油能力不断增长, 我国成品油产量持续增加, 成品油净出口量再创新高。2018 年全年净出口成品油约为 4,078 万吨, 同比增长 12%, 其中, 汽、柴、煤油净出口量分别为 1,243 万吨、1,781 万吨、1,054 万吨, 同比分别增长 18%、8%、12%。虽然我国原油对外依存度已经达到 70%, 但成品油净出口量也在不断攀升, 并已突破 4,000 万吨大关。原油的大量进口在满足国内市场需求的的同时, 通过提高附加值, 形成了对外出口贸易, 成品油净出口量显著增加, 有助于平衡国内供需矛盾, 扩大在国际市场上的影响力。

整体来看, 我国炼油行业已形成多元化产业格局, 地炼和民营炼厂发展快速, 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。

竞争优势

股东背景较强, 对公司支持力度大

公司实际控制人中化集团系国有大型骨干中央企业, 业务涉及能源、农业、化工、地产、金融五大领域, 是中国最大的农业投入品 (化肥、种子、农药) 一体化经营企业。中化集团已 28 次入围《财富》全球 500 强, 2018 年 7 月 20 日, 《财富》发布了最新的世界 500 强排行榜, 中化集团排名第 98 位, 综合实力强。

公司定位为中化集团在能源领域的运营主体, 近年来, 中化集团通过内部资源重组将旗下能源领域主要资产注入公司, 目前中化集团仅保留上游的原油及天然气勘探及生产业务, 中下游业务 (包括原油贸易、原油的运输、储存以及原油加工和成品油分销等) 均已注入公司。此外, 公司可共享中化集团的业务资源和渠道, 公司已获得中化集团在管理、资金和市场渠道等方面的大力支持。2017 年 10 月, 公司股东中化股份和中化勘探分别对公司增

资 30 亿元和 5 亿元，公司资本实力大幅提升。

行业地位较高、产业链条完善

公司（透过中化集团）拥有贸易业务的齐全牌照，是中国仅有的 5 家拥有国营原油进口贸易资质和 5 家拥有成品油出口配额的国营石油贸易企业之一，拥有较高的行业地位和知名度，综合竞争实力较强。

目前公司形成了石油贸易、炼化、仓储物流和石化销售等一体化的产业布局，通过参与石油石化业务链各个环节的运营，实现了不同板块之间的协同效应，有助于提高公司整体竞争实力和抗风险能力。首先，公司石油贸易业务能给石油炼化业务提供及时稳定、种类丰富、可灵活调整的原油，以保持其高效生产；同时，公司亦可利用成品油出口配额实现成品油境内及海外销售的灵活切换，实现炼化产品的经济效益最大化。其次，石油炼化业务不仅可为石油贸易业务提供稳定的原油进口需求和成品油出口供应，还可为石化销售业务供应成品油及化工产品。其次，公司的仓储物流业务是市场化和产业链布局的重要环节，在对外经营、获取盈利的同时，亦可为自身石油贸易、石油炼化以及石化销售各板块提供储备和物流网络，使各板块形成有机结合和补充。最后，石化销售业务为石油炼化分部的成品油和化工产品提供了灵活的销售渠道，在强化公司品牌形象的同时，亦有助于挖掘公司传统板块以外的新增长点。

炼化业务竞争力较强

公司炼化业务运营主体为中化泉州石化有限公司（以下简称“中化泉州”），系中化集团旗下最大的石油炼化企业，其核心工厂为泉州炼化厂（以下简称“泉州炼化”）。泉州炼化系目前国内在用单套装置规模最大的炼厂，该炼厂一期项目设计产能为 1,200 万吨/年（该产能假设每年不中断生产 8,400 小时），系于 2011 年 8 月开工建设，2014 年 7 月建成投产，其炼油规模、生产工艺、配套设备均处于亚洲先进水平。二期扩建项目包括新增 100 万吨乙烯及其衍生物产能和 300 万吨包括对二甲苯在内的芳香烃产品产能，预计于 2020 年上半年正式投产，二期投产后公司整体炼油设计产能将扩增至 1,500

万吨/年。泉州炼化生产的主要产品有高品质汽油、航空煤油、柴油、液化气和聚丙烯等 20 余种，目前汽柴油产品全部达到国 VI 质量标准。

区域优势方面，泉州炼化位于福建省湄州湾腹地，坐落于中化泉惠工业园区（系中化集团能源板块专属的石化园区），该园区拥有 33.8 平方公里的土地资源，充足的土地资源和政府政策支持为公司未来新项目的建设以及产业链下游公司的入驻提供了广阔空间。同时，泉州市大陆海岸线长 541 公里，有大小港湾 14 个，且面向东南亚市场，泉州炼化所需原油进口以及产品出口至东南亚市场，具有天然的区域优势和运输成本竞争力。此外，福建省系我国纺织企业及其上游原料供货商聚集区域，区位优势明显。

业务运营

公司系中化集团能源板块的主要运营主体，定位为石油石化产业运营商及综合服务商。近年来，通过中化集团内部资源整合，公司已逐步形成了石油贸易、石油炼化、仓储物流、石化销售以及能源科技等业务板块。2016~2018 年，公司分别实现营业收入总收入 2,651.50 亿元、3,942.06 亿元和 4,563.04 亿元；其中 2018 年，石油贸易、石油炼化、仓储物流、石化销售、总部及科技业务占比分别为 84.24%、11.16%、0.32%、23.04%和 0.00%，其中分部间抵消占比 18.76%。

表 2：2016~2018 年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%

业务名称	2016			2017			2018		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石油贸易	2,316.81	87.38	1.43	3,453.56	87.61	0.87	3,843.73	84.24	0.32
石油炼化	249.50	9.41	26.43	320.97	8.14	19.24	509.04	11.16	11.11
仓储物流	11.90	0.45	46.13	11.56	0.29	43.94	14.55	0.32	35.19
石化销售	286.82	10.82	8.73	507.83	12.88	7.74	1,051.53	23.04	3.89
总部及科技	0.02	0.00	100.00	0.01	0.00	100.00	0.01	0.00	100.00
分部间抵消	-213.55	-8.05	0.24	-351.89	-8.93	0.38	-855.82	-18.76	0.23
总计	2,651.50	100.00	4.87	3,942.06	100.00	3.42	4,563.04	100.00	2.47

注：总部及科技板块主要业务包括 1、为公司其他业务分部提供品牌管理及运营管控，并以商标特许费等形式赚取服务费；2、进行互联网及相关行业技术的研发，为能源行业的客户推出新产品及服务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

石油贸易

公司石油贸易业务板块境内运营主体为中化石油，境外运营主体为中化国际石油（伦敦）有限公司、中化新加坡国际石油有限公司和巴哈马石油，主要从事原油、成品油的进出口贸易业务，其中成品油主要包括汽油、柴油、燃料油及煤油等。公司石油贸易业务始于 20 世纪 50 年代，系公司传统优势业务。目前公司拥有贸易业务的齐全牌照，是中国仅有的 5 家国营拥有原油进口贸易资质和 5 家拥有成品油出口配额（透过中化集团）的国营石油贸易企业之一。

原油贸易方面，公司主要依托长约及现货合约采购进口原油以满足中国国内市场需求，同时向亚洲其他地区、欧洲及北美等地区的炼油厂转口销售。成品油贸易方面，公司向国内外炼油厂以及贸易公司采购成品油，再将成品油销售给海外客户，同时协助石油炼化分部出口成品油产品。公司一般在承诺向供货商购买或出售定量原油、成品油产品之前与上下游客户进行磋商，协议条款涵盖交易产品类型、规格、数量、交货地点、日期、合约价、付款方式及运输条款等。

目前，公司与世界主要石油公司和相关金融机构在油品进口、转口和风险管理方面保持长期稳定的战略合作，具备了稳定的境外石油供应渠道。目前，公司已锁定了逾 7,000 万吨/年的原油采购长约，包括科威特、伊拉克、沙特阿拉伯、阿曼、安哥拉及赤道几内亚等多个国家的供货商。但上述国家政治、经济环境的不稳定或对公司石油贸易业务产生

不利影响，中诚信证评对此表示持续关注。采购结算方面，公司一般在提货后 30 天内付款，主要采用信用证结算。

凭借良好的品牌信誉、经营渠道及专业服务优势，公司已形成了稳定、广泛的全球销售渠道，可为客户提供原产地及质量各异的原油，以满足国内及海外各类客户的需要。目前公司营销团队主要位于中国、英国和新加坡，贸易范围遍布世界多个国家和地区，客户类型主要为国内外炼厂和石油贸易商。结算方面，公司根据客户经营情况及历史信用情况打分，再给予不同等级客户不同的信用额度及账期，一般是提货日后 30 天内付款，结算方式主要为信用证。2016~2018 年，公司石油贸易交易总量（不含对内部销售量）分别为 11,696.38 万吨、13,412.68 万吨和 10,747.31 万吨，其中 2018 年公司更聚焦于原油进口业务，主动对海外转口业务规模进行了调整，导致当年石油贸易交易量同比有所减少。此外，公司石油贸易业务为炼化业务提供原材料原油。2016~2018 年中化石油与石油炼化分部的原油交易量分别为 1,434.90 万吨、1,211.77 万吨和 1,250.76 万吨。

贸易风险管理方面，公司采用原油衍生金融工具及远期外汇合约等方式降低原油价格波动及汇兑风险，以确保盈利稳定性。近年国际原油价格及人民币汇率波动频繁，未来国际原油价格及人民币汇率走势受国际经济形势、地区局势等影响存在较大不确定性，中诚信证评将持续关注未来国际油价及人民币汇率变化对公司盈利水平产生的影响。

运输方面，公司主要通过船舶向世界各地的客户运输原油及成品油产品，目前拥有五艘超大型油轮（VLCC）。此外，公司亦向全球大型船东租船，

为客户提供快速、便捷及高效的国际运输服务；选择使用自有油轮或租船主要取决于市场需要及第三方租船的相对成本。

表 3：公司石油贸易业务经营情况

单位：万吨、%

项目	2016		2017		2018	
	交易量	占比	交易量	占比	交易量	占比
原油	11,061.36	94.57	12,366.55	92.20	9,252.58	86.09
成品油	635.02	5.43	1,046.13	7.80	1,494.73	13.91
总计	11,696.38	100.00	13,412.68	100.00	10,747.31	100.00

注：公司原油交易量不包括对石油炼化业务分部的销售

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，凭借悠久的历史，良好的品牌信誉、经营渠道及专业服务优势，公司已与众多供货商及客户建立稳定的合作关系，近年整体经营情况良好，但原油价格波动风险对公司盈利能力的的影响值得关注。

石油炼化

公司石油炼化业务板块运营主体为中化泉州，下属工厂为泉州炼化，主要从事成品油和石化产品的生产、销售。

泉州炼化系目前国内在用单套装置规模最大的炼厂，一期项目设计产能为 1,200 万吨/年（该产能假设每年不中断生产 8,400 小时），于 2011 年 8 月开工建设，2014 年 7 月建成投产，主要产品包括高品质汽油、航空煤油、柴油、液化气和聚丙烯等 20 余种，目前汽柴油产品全部达到国 VI 质量标准。另外，泉州炼化二期项目已于 2017 年 10 月开工建设，预计于 2019 年 12 月完成中交，2020 年上半年正式投产，总投资约 325 亿元，截至 2018 年末已投资 64.63 亿元，后期尚需投入 260.37 亿元。二期扩建项目计划新增 100 万吨乙烯及其衍生物产能和

300 万吨包括对二甲苯在内的芳香烃产品产能，投产后，公司整体炼油设计产能将扩增至 1,500 万吨/年。

公司石油炼制过程涉及五个主要程序，即常减压蒸馏、渣油加氢处理、催化裂化、加氢裂化和延迟焦化。常减压蒸馏是整个生产过程的第一步骤，在该过程中，原油被蒸馏为具有不同馏程的馏分。通过精心设计的方式将馏分送至其他深加工设施，公司能生产各种成品油产品及石化产品。公司每年对泉州炼化进行定期保养及维修，每四年进行一次大修，最近一次大修于 2017 年 12 月 3 日至 2018 年 1 月 16 日期间进行。另为避免装置意外关闭影响生产，公司使用多套装置生产不同类型产品，因此，部分装置发生故障总体上不会影响炼厂的运行或终端产品的生产。截至 2018 年末，公司拥有 19 个生产装置，自 2014 年投产以来，各装置运行情况良好，产能利用率高，2016~2018 年公司原油加工量分别为 1,161 万吨、1,188 万吨和 1,280 万吨，产能利用率分别为 96.75%、99.00% 和 106.67%。

表 4：公司主要石油炼化产品产销情况

单位：万吨

项目	2016		2017		2018	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
成品油	719	728	656	660	765	757
石化产品	252	248	255	261	274	268
其他	69	64	170	175	125	120
合计	1,040	1,040	1,081	1,096	1,164	1,145

注：其他主要包括硫磺、沥青、石油焦、粗白油、MTBE 及苯

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司石油炼化的产品主要有两类，一类是以汽油、柴油及煤油为主的成品油，一类是石化产品，主要包括石脑油、液化石油气、醚后碳四、二甲苯、甲苯、三甲苯和聚丙烯等。成品油为公司核心的炼化产品，近年来产量有所波动，2016~2018 年公司成品油产量 719 万吨、656 万吨和 765 万吨，其中 2017 产量减少主要受当年 12 月公司进行设备大修影响所致。同期炼化产品总产量分别为 1,040 万吨、1,081 万吨和 1,164 万吨，总销量分别为 1,040 万吨、1,096 万吨和 1,145 万吨。整体来看，近年公司炼化产品整体产量逐年提升，产销衔接情况良好。

供销方面，原油是公司石油炼化的主要原料。公司通过石油贸易分部获得所有原油供应，泉州炼化可以及时从贸易业务获得种类丰富、可灵活调整的原油品种，保证其高效、低成本运行；并且贸易业务可以利用其拥有的成品油出口配额帮助泉州炼化实现成品油境内及海外销售的灵活切换，实现炼化产品的经济效益最大化。与此同时，公司炼化业务对原油进口的稳定需求也对石油贸易业务形成了有效支持。此外，公司向第三方供货商采购多种辅助材料，包括天然气、甲醇和各类催化剂等。公司主要通过石化销售分部和石油贸易分部向国内外客户销售成品油产品及石化产品，关联交易价格以市场价格为定价基础，均遵循公平合理的定价原则。

运输方面，泉州炼化位于福建省湄洲湾腹地，坐落于中化泉惠工业园区（系中化集团能源板块专属的石化园区）。公司在湄洲湾附近拥有码头，为成品油出口及原油进口提供便利。同时，泉州市大陆海岸线长 541 公里，有大小港湾 14 个，且面向东南亚市场，公司炼化所需原油进口以及产品出口至东南亚市场具有天然的优势和运输成本竞争力。此外，福建省系我国纺织企业及其上游原料供货商聚集区域，区位优势明显。

在安全环保方面，公司建有环保设施来处理生产过程中产生的污水和废气，污水处理设施对污水进行处理后，将污水输送至污水处理厂；废气经脱硫脱氮后直接排入空气中。目前公司的污染物排放

指标均达到国家标准，且近年来无重大安全环保问题。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。

总体来看，公司石油炼化业务凭借原料供应优势、技术优势、运输优势以及产业链优势，近年产能快速释放，成为公司新的收入和利润增长点；未来随着乙烯和芳香烃等精细化工品投产，公司产业链将进一步延伸，进而增强炼化业务盈利能力，但项目运营资金需求较大，将给公司带来一定资金压力。

仓储物流

公司仓储物流业务板块运营主体为中化南通石化储运有限公司和中化珠海石化储运有限公司，其主要提供原油、成品油及石化产品的仓储物流服务以及卡车、船舶及管道的转运、装卸等其他增值服务。

公司主要在沿海沿江地区开展原油、成品油及化工品储运和中转服务，是国内最大的第三方仓储服务提供商。截至 2018 年末，公司自有产权的石化仓储容量 512 万立方米，其中约 95%用于为第三方客户提供服务，目前已形成了覆盖长三角、珠三角和环渤海沿海地区的石化仓储物流网络，以及从 3,000 吨级到 30 万吨级多种规模的配套码头体系，石化仓储物流网络以及原油、成品油中转基地建设完善，商业石化仓储规模位居国内前列。此外，公司还承担了国家原油战略储备建设和收储任务，在国家石油安全战略中的地位稳固。2016~2018 年，公司油品仓储中转量分别为 5,054.24 万吨、5,117.87 万吨和 5,141.50 万吨，呈稳步上升趋势；同期储罐平均使用率均保持在 90%左右。

整体来看，依托国内领先的石化仓储服务商地位及完善的石化仓储物流网络，公司近年罐容使用率保持较高水平，仓储业务整体经营情况较好。

石化销售

公司石化销售业务板块运营主体为中化石油

销售和中石化销售有限公司，其业务以成品油产品的零售、批发为主，同时包括石化产品的销售。在成品油方面，公司主要通过自营加油站经营成品油的零售，并经营非油业务，包括经营便利店及提

供其他增值汽车服务，同时公司通过批发形式为国内客户批发成品油产品，亦协助分销公司石油炼化业务分部的成品油产品。

表 5：公司按营销渠道划分的成品油产品销量

单位：万吨、%

项目	2016		2017		2018	
	销售量	占比	销售量	占比	销售量	占比
零售	164.64	27.82	189.32	22.26	209.29	19.86
批发	427.10	72.18	661.18	77.74	844.50	80.14
合计	591.74	100.00	850.50	100.00	1,053.79	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：公司按产品类型划分的成品油产品销量

单位：万吨、%

项目	2016		2017		2018	
	销售量	占比	销售量	占比	销售量	占比
汽油	303.99	51.37	533.07	62.68	675.31	64.08
柴油	273.95	46.30	288.05	33.87	349.68	33.18
其他	13.81	2.33	29.38	3.45	28.80	2.84
合计	591.74	100.00	850.50	100.00	1,053.79	100.00

注：其他主要包括煤油、燃料油及石脑油

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

成品油零售方面，公司已建立起覆盖东北、华北、华东和华南主要市场及核心城市的成品油零售网络，在湖南等内陆地区的销售网络也日趋成熟，同时，公司在福建和广东地区自主建设的加油站网络持续快速发展，与法国道达尔集团在环渤海地区和长三角地区共同开发的加油站网络规模不断扩大，“中化石油”品牌知名度和市场影响力不断扩大。2016~2018 年末，公司自主经营加油站分别为 539 个、568 个和 615 个。

凭借加油站的高交通流量，公司还在自营加油站经营便利店并为客户提供其他增值汽车服务，包括洗车及发动机机油更换服务。通过此等服务，公司将加油站定位为“为有车 E 族打造便捷的生活驿站”。2016~2018 年，公司非油业务收入分别为 3.22 亿元、4.37 亿元和 4.73 亿元。

成品油批发方面，公司通过向加油站、工厂、建筑工地、车队及其他国有石油公司等国内客户出售汽油、柴油、燃油及煤油经营批发业务。近年来，公司已成功扩大产品分销网络，截至 2018 年末，公司在北京、上海、福建、广东等 17 个省市以及

60 个分销库从事批发业务。在上述多种客户中，加油站是公司重要的批发业务客户。公司与多个第三方加油站合作，准许其使用“中化”的品牌名。截至 2018 年末，公司与 445 个加油站订立许可协议，准予使用公司的设计，包括商标、广告牌及其他装饰，并向每个第三方加油站收取年服务费平均约 50,000 元。公司要求“中化”品牌的第三方加油站：（1）提供经营加油站所需一切执照及地方政府规定的其他相关许可证；（2）按照公司的规格仅在“中化”品牌第三方加油站及其公开材料使用公司的设计；（3）向公司采购若干金额的成品油产品。除许可协议外，公司亦与“中化”品牌的第三方加油站订立单独销售协议，并通常于收到全款后提供成品油产品。

石化产品销售方面，公司既分销从外部炼油厂及贸易公司采购的石化产品，主要包括乙二醇、对二甲苯、聚丙烯、聚乙烯及茂金属；亦协助销售公司石油炼化业务分部所生产的石化产品，包括苯、甲苯、二甲苯、硫磺及聚丙烯。

综合来看，近年公司凭借中化品牌优势，大力

拓展油品销售网络建设，零售和批发能力稳步提升，加油站数量不断增加；同时公司积极开拓非油业务，对整体收入规模形成有力补充。

公司管治

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》等法律、法规、规范性文件的要求，不断完善公司的法人治理结构，规范公司运作。公司设立了股东大会、董事会、监事会和经营层，其中股东大会是公司的权力机构；董事会成员由 9 名董事组成，设董事长 1 人，董事会对股东大会负责；监事会由 3 名监事组成，包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表比例不低于 1/3；公司设总经理 1 名，设副总经理若干名，均由董事会聘任或解聘。

管理架构方面，公司坚持精简、高效的原则，设立了财务部、创新与战略部、监察审计部、流程与信息化部等职能部门。在制度建设上，公司结合自身特点和管理需要，根据公司章程，不断完善内控制度，确保正常、高效运营。

资金管理方面，为获取外部优质资源，并根据业务需求在公司内部进行合理配置，以降低综合资金成本，规避财务风险，改善资本结构，公司制定了资金管理办法。公司资金实行资源统一调配、集中管理，包括资金预算集中管理、现金集中管理、融资集中管理、银行账户集中管理、汇率衍生品集中管理、金融资产投资集中管理等，本部和各级子公司资金资源获取和使用均由公司根据规定统筹安排。具体来看，财务部是公司资金集中管理的职能部门，由其责拟订融资计划、年度资金预算方案、规避财务风险方案等，管理和控制公司资本结构、信用资源、现金头寸。

流动性管理方面，为提高资金使用效率，控制流动性风险，公司制定了流动性管理程序。从主要流程看，首先，公司财务部审核二级经营单位的融资申请，测算本部的资金余缺，编制本部资金计划，进而统筹公司整体资金流动性安排。其次，中化集团财务有限责任公司按照公司本部及二级经营单位财务部指令完成融资。最后，二级经营单位通过

管理二级单位本部及所属企业流动性，及时做好资金计划，发起外部（外部是指公司以外）融资申请，提交融资所需文件，经公司批准后，办理相关融资手续。

财务管理方面，公司实行财务工作统一领导，预算安排资金运作、资金使用、统一财产购置、费用开支、财产损失处理；结算中心统一管理资金，各项支出严格按照预算控制及审批程序规定执行。公司设集团财务部，设集团财务部主要负责组织、控制财务收支和全面核算，监督各公司业务，为各项经济决策提供准确的信息，同时做好各项财务收支预测、计划、控制、核算分析和决算、考核工作，有效利用企业的各项资产，提高经济效益。

银行授信管理方面，为统筹银行授信资源，规范银行授信额度的获取、展期、使用等流动，规范担保及安慰函的新增出具、展期及统计、管理工作，公司制定了银行授信管理工作指引。公司本部、二级经营将的银行授信获取、展期、变更及担保、安慰函新增出具、展期等需求文件提交给公司财务部，经公司财务部确认并审核后，上报公司财务总监审批。另外，公司各级子公司需定期汇报授信额度获取、展期、变更、使用、成本等情况，以便公司及时监控授信额度使用情况。

总体来看，公司已建立较健全的内部控制和管理制度，并在此基础上实施规范运作和有效监督。

战略规划

中化集团是中国四大国有石油公司之一，从事石油业务已有 60 多年的历史，经过多年稳步发展，已成为具有国际化特色、产业链完整、营销服务能力突出的现代企业；中化能源作为中化集团旗下的能源业务公司，是一家科技驱动、创新成长的石油石化产业运营商及综合服务商，以炼化和石化一体化业务为支点，汇聚贸易、仓储、分销等多项协同业务的中国领先能源公司并致力成为中国能源行业变革的引领者。在将公司发展为一体化运作、可持续、可盈利的国家石油化工公司的基础上，致力于连接石油石化行业的每一个参与者，以极致创新重塑行业格局。

具体投资方面，目前公司主要在建项目为泉州炼化二期扩建项目，该项目计划总投资约 325 亿元，截至 2018 年末该项目已投资 64.63 亿元，后期尚需投入 260.37 亿元，后续投资规模依然较大，公司面临一定资本支出压力。中诚信证评将持续关注公司项目投资的后续进展。

整体来看，公司战略规划契合国家政策导向及行业发展方向，通过产业链延伸以及能源互联网商业模式融合，有望提升整体竞争实力；但后续资本支出压力值得关注。

财务分析

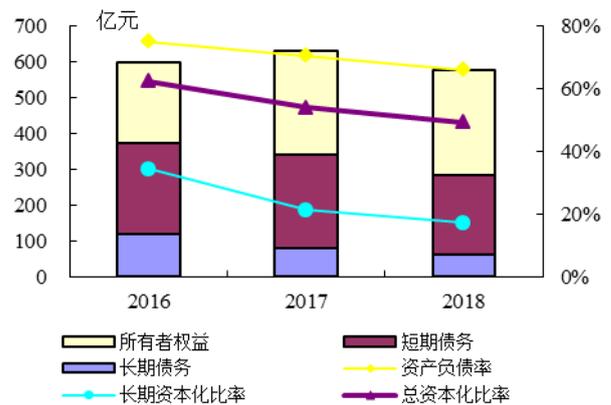
以下财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告。公司所有数据均为合并口径。

资本结构

2016~2018 年末，公司总资产分别为 907.35 亿元、987.84 亿元和 868.77 亿元；同期负债总额分别为 681.82 亿元、697.99 亿元和 574.98 亿元，均呈现一定波动。自有资本方面，受益于现金增资、盈利经营以及利润留存，公司所有者权益逐年增加，近三年末分别为 225.53 亿元、289.85 亿元和 293.78 亿元，其中近三年末未分配利润分别为 22.80 亿元、60.64 亿元和 62.22 亿元，实收资本分别为 34.82 亿元、66.25 亿元和 170.00 亿元，资本公积分别为 153.26 亿元、146.97 亿元和 47.49 亿元，2018 年股份制改革中，公司以 2017 年 10 月 31 日净资产按照 1.5184:1 的比例折为股本，导致 2018 年末资本公积减少、实收资本增加。

财务杠杆方面，2016~2018 年末，公司资产负债率分别为 75.14%、70.66%和 66.18%；同期总资本化比率分别为 62.46%、54.08%和 49.27%，财务杠杆比率逐年下降。

图 5：2016~2018 年公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。2016~2018 年末，公司流动资产分别为 548.52 亿元、623.79 亿元和 466.30 亿元，占总资产比例分别为 60.45%、63.15%和 53.67%，主要由货币资金、衍生金融资产、应收票据及应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。具体来看，2016~2018 年末公司货币资金分别为 18.13 亿元、34.77 亿元、25.98 亿元，主要为不受限的银行存款。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为公司持有的原油期货合约和远期合约，由于所从事的石油业务产品价格波动较大，公司使用衍生金融工具来管理部分风险，2016~2018 年末公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产账面价值为 4.66 亿元、4.73 亿元和 38.04 亿元；近三年末应收票据及应收账款分别为 301.93 亿元、401.51 亿元和 273.87 亿元，其中应收票据分别为 0.14 亿元、0.57 亿元和 0.15 亿元，基本为银行承兑汇票；公司应收账款主要为贸易应收款，大部分为无抵押不计息，2018 年末应收账款余额前五名合计金额为 134.78 亿元，占年末应收账款余额比例为 49.21%；公司应收账款账龄集中于一年以内，近三年末坏账准备余额分别为 0.08 亿元、0.15 亿元和 0.15 亿元。2016~2018 年末公司其他应收款分别为 98.38 亿元、25.91 亿元和 24.00 亿元，主要为期货保证金和往来款，2016 年公司向关联方提供借款导致年末其他应收款规模较大，2018 年末前五大债务人合计为 22.03 亿元，占年末余额比重为 87.88%，2018 年末公司其他应收款坏账准备余额为 1.11 亿元，主要系 2017 年对石家庄中信石化有限公司 1.10 亿元全额

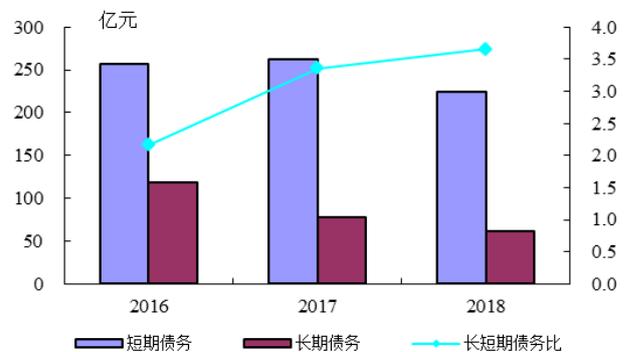
计提坏账准备所致。为保障石油炼化和石化销售业务的稳定开展，公司需维持一定规模的存货，近三年末存货账面价值分别为 68.10 亿元、68.17 亿元和 84.14 亿元，受原油价格波动影响，近三年末存货跌价准备余额分别为 0.18 亿元、0.73 亿元和 8.12 亿元。近三年末，公司其他流动资产分别为 52.97 亿元、74.92 亿元和 12.33 亿元，2018 年公司收回 69.60 亿元委托贷款，使得 2018 年末其他流动资产大幅减少，期末余额主要为待抵扣增值税进项税和预缴所得税款。2016~2018 年末，公司非流动资产分别为 358.83 亿元、364.05 亿元和 402.47 亿元，占总资产比例分别为 39.55%、36.85%和 46.33%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2016~2018 年末公司固定资产分别为 298.61 亿元、274.93 亿元和 264.11 亿元，固定资产折旧导致其逐年减少。公司在建工程项目较多，近年中化泉州下属项目推进使得在建工程规模逐年扩大，2016~2018 年末分别为 12.80 亿元、26.61 亿元和 38.08 亿元，2019 年公司仍将推进泉州炼化二期项目，后续投资规模依然较大。近三年末，无形资产分别为 31.91 亿元、34.36 亿元和 38.87 亿元，主要为土地使用权。近三年末，公司其他非流动资产分别为 0.10 亿元、3.43 亿元和 30.09 亿元，预付工程款增加 19.83 亿元导致 2018 年末其他流动资产规模大幅上升。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，2016~2018 年末，流动负债分别为 561.17 亿元、617.00 亿元和 507.86 亿元，占总负债的比例分别为 82.30%、82.30%和 88.40%。公司流动负债主要包括短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债，其中短期借款全部为信用贷款，2016~2018 年末分别为 87.66 亿元、89.94 亿元和 46.30 亿元；同期，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债分别为 10.89 亿元、12.94 亿元和 17.50 亿元，主要为原油期货合约；近三年末，应付票据及应付账款分别为 317.76 亿元、347.81 亿元和 343.16 亿元，其中应付票据分别为 74.70 亿元、63.91 亿元和 146.99 亿元，应付账款分

别为 243.06 亿元、283.90 亿元和 196.17 亿元，公司应付账款账龄基本在 1 年以内；其他应付款近三年末分别为 34.54 亿元、40.90 亿元和 38.45 亿元，主要包括期货保证金、滞期费和工程材料及设备款、往来款等；一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。非流动负债方面，公司非流动负债集中于长期借款，近三年末非流动负债分别为 120.65 亿元、80.98 亿元和 67.12 亿元，其中长期借款分别为 118.55 亿元、78.37 亿元和 61.24 亿元，以信用借款为主。

从债务期限结构来看，2016~2018 年末，公司总债务分别为 375.20 亿元、341.33 亿元及 285.33 亿元；同期末，短期债务分别为 256.65 亿元、269.95 亿元和 224.10 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.16 倍、3.36 倍和 3.66 倍，2018 年末应付票据增加以及部分长期借款重分类至一年内到期的非流动负债使得长短期债务比大幅上升。总体来看，公司总债务中短期债务仍占比较高，债务期限结构有待改善。

图 6：2016~2018 年末公司债务情况



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，随着自有资本实力增强以及对负债规模的控制，公司财务杠杆比率逐年下降。但泉州石化二期项目后续投资规模依然较大，公司短期仍将面临一定资本支出压力。

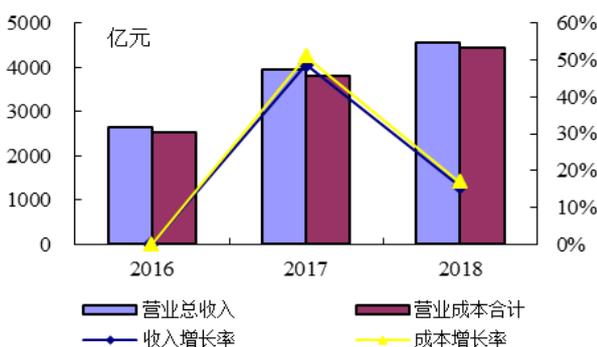
盈利能力

随着原油价格上涨以及公司石油贸易、石化销售以石油炼化等板块的持续发展，公司整体收入规模呈稳步增长趋势，2016~2018 年营业总收入分别为 2,651.50 亿元、3,942.06 亿元和 4,563.04 亿元；同期，营业毛利率分别为 4.87%、3.42%和 2.47%，

盈利水平较低的石油贸易业务和石化销售业务盈利波动下降导致营业毛利率呈逐年下降趋势。

分板块¹来看，公司石油贸易业务占合并抵消前收入比重为 70%~80%，系收入的主要来源，近三年该板块收入分别为 2,316.81 亿元、3,453.56 亿元和 3,843.73 亿元，原油价格上涨推动该板块收入逐年增加，但贸易业务盈利水平较低，近三年毛利率分别为 1.43%、0.87%和 0.32%；由于原油单桶毛利波动幅度较小，在国际油价大幅上涨形势下，公司该板块呈逐年下滑趋势。公司第二大收入来源为石化销售业务，近三年该板块收入分别为 286.82 亿元、507.83 亿元和 1,051.53 亿元，占合并抵消前收入比重分别为 10.01%、11.83%和 19.41%，同期毛利率分别为 8.73%、7.74%和 3.89%，盈利较低的批发业务比重增加导致该板块毛利率亦逐年下降。随着泉州石化产能释放以及产品价格上涨，公司石油炼化业务收入亦快速增长，2016~2018 年分别为 249.50 亿元、320.97 亿元和 509.04 亿元，同期毛利率分别为 26.43%、19.24%和 11.11%，毛利率下降主要系成品油和石化产品价格波动幅度滞后于原油采购价格所致，另外，2017 年末至 2018 年初，泉州石化进行四年一次的大检修作业，亦负面影响当期盈利形。公司仓储物流业务相对稳定，近三年收入分别为 11.90 亿元、11.56 亿元和 14.55 亿元，同期毛利率分别为 46.13%、43.94%和 35.19%。

图 7：2016~2018 年公司收入成本情况



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

近年公司期间费用呈上升趋势，2016~2018 年分别为 34.23 亿元、48.94 亿元和 54.52 亿元，但受益于收入增加，近三年公司期间费用占收入的比重

始终较低，分别为 1.29%、1.24%和 1.19%。公司期间费用中销售费用占比较高，且在业务规模扩大下，运输费、仓储保管费、租赁费、销售人员薪酬及福利等支出均逐年上升，导致 2017 年和 2018 年销售费用分别同比增长 29.91%和 25.50%。管理费用主要为修理费、职工薪酬及福利，2017 年修理费增加导致管理费用同比增长 106.50%。公司设立了研发部和创新战略部专门从事专利研究和开发，研究领域集中于石油炼化技术，近年研发支出逐年增加。公司借款利息较低，财务费用规模相对较小，近三年财务费用分别为 5.53 亿元、5.86 亿元和 3.71 亿元，2018 年财务费用下降明显，一方面系收到政府补助贷款贴息 2.20 亿元，冲减本年利息支出，另一方面系获得汇兑收益 2.44 亿元。总体来看，近年公司期间费用控制较为合理。

表 7：2016~2018 年公司期间费用情况

项目名称	2016	2017	2018
销售费用 (亿元)	21.23	27.58	34.62
管理费用 (亿元)	7.38	15.24	15.37
研发费用 (亿元)	0.09	0.26	0.82
财务费用 (亿元)	5.53	5.86	3.71
期间费用合计 (亿元)	34.23	48.94	54.52
营业总收入 (亿元)	2,651.50	3,942.06	4,563.04
期间费用/收入 (%)	1.29	1.24	1.19

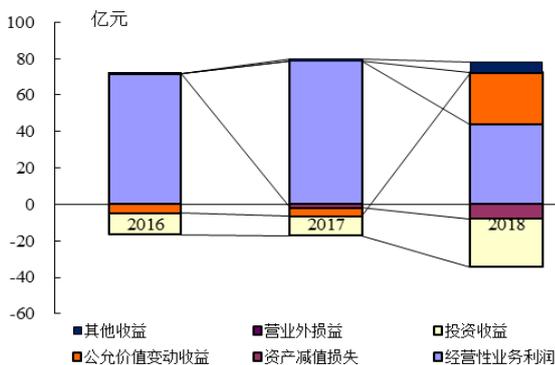
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016~2018 年公司利润总额分别为 55.33 亿元、62.42 亿元和 43.62 亿元，其中经营性业务利润（营业收入-营业成本-营业税金及附加-期间费用）分别为 71.52 亿元、78.81 亿元和 43.80 亿元，是利润的主要来源，其中 2018 年石油贸易量减少以及炼化业务盈利下滑等因素导致经营性业务利润同比下降 44.43%。除经营性业务利润外，近年资产减值损失、公允价值变动损益、投资收益、其他收益以及营业外损益等亦对公司利润形成一定影响。具体来看，2016~2018 年公司发生资产减值损失分别为 -0.09 亿元、1.84 亿元和 8.01 亿元，其中 2017 年主要系对其他应收款中的石家庄中信石化有限公司 1.10 亿元款项全额计提坏账准备所致，2018 年主要来自存货跌价损失；近三年，公司取得其他收益分别为 0.20 亿元、0.67 亿元和 5.57 亿元，2018 年公司获得政府的扶持石化产业专项资

¹ 分板块收入规模、收入占比、毛利率均为合并抵消前的数据。

金补助 5.15 亿元；近三年，公司发生投资损失分别为 11.51 亿元、10.82 亿元和 26.36 亿元，主要系期货交易损失；近三年，公司公允价值变动收益分别为 -4.92 亿元、-4.61 亿元和 28.46 亿元，主要系期货公允价值变动所致；近三年，公司获得营业外净收益分别为 0.18 亿元、0.04 亿元和 0.15 亿元。整体来看，公司通过期货产品进行套期保值，使其面临一定市场及操作风险，中诚信证评持续关注公司套期保值业务的风险控制情况及其对其盈利的影响。

图 8：2016~2018 年公司利润总额构成



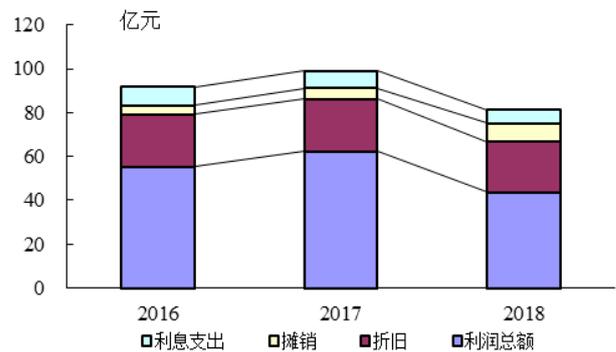
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，在原油价格上涨以及批发零售等业务扩张带动下，近年公司收入逐年增长。但受原油国际贸易业务量减少以及炼化板块成本上涨等因素影响，2018 年公司盈利规模大幅减少。另外，公司所经营的业务品种具有明显的周期性特征，需关注原油及大宗商品价格的波动对公司收入及盈利所产生的影响。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、折旧和利息支出构成。2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 91.77 亿元、99.20 亿元和 81.32 亿元；同期，总债务/EBITDA 分别为 4.09 倍、3.44 倍和 3.51 倍；EBITDA 利息保障倍数为 10.59 倍、11.92 倍和 12.14 倍。整体来看，公司近年获现能力对债务本息的保障程度较高。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2016~2018 年公司经营活动净现金流保持净流入状态，分别为 95.20 亿元、14.43 亿元和 149.82 亿元；同期，经营活动净现金/总债务分别为 0.25 倍、0.04 倍和 0.53 倍；经营活动净现金/利息支出分别为 10.99 倍、1.73 倍和 22.36 倍。公司经营性现金流表现较好，能够对债务本息提供良好保障。

表 8：2016~2018 年公司偿债能力分析

项目名称	2016	2017	2018
短期债务 (亿元)	256.65	262.95	224.10
长期债务 (亿元)	118.55	78.37	61.24
长短期债务比 (X)	2.16	3.36	3.66
总债务 (亿元)	375.20	341.33	285.33
经营性净现金流 (亿元)	95.20	14.43	149.82
经营净现金流/总债务 (X)	0.25	0.04	0.53
EBITDA (亿元)	91.77	99.20	81.32
总债务/EBITDA (X)	4.09	3.44	3.51
EBITDA 利息倍数 (X)	10.59	11.92	12.14

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司存在 4,146,121.00 元人民币使用权受到限制，系存放于上海国际能源交易中心股份有限公司的期货保证金。

财务弹性方面，截至 2018 年末，公司获得授信额度总计 1,220.99 亿元，其中未使用的授信额度为 1,074.40 亿元。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司无对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2018 年末，公司合并范围内涉诉金额超过 5,000 万元的重大未决诉讼主要情况如下：

1、与杭州湾化纤有限公司仓储合同纠纷案

2014年5月5日，杭州湾化纤有限公司因仓储合同纠纷，向天津海事法院提起诉讼，请求法院判令天津港中化石化码头有限公司、中化天津港石化仓储有限公司交付货物或赔偿损失。

2017年3月10日，天津海事法院作出一审判决，判令驳回杭州湾化纤有限公司的诉讼请求。杭州湾化纤有限公司不服，向天津市高级人民法院提起上诉。2017年12月28日，天津市高级人民法院做出二审判决，驳回杭州湾化纤有限公司的上诉。

2018年2月2日，杭州湾化纤有限公司向最高人民法院申请再审，请求改判中化天津港石化仓储有限公司支付约12,806.11万元及利息。2018年5月15日，最高人民法院向中化天津港石化仓储有限公司发出应诉通知书。截至本评级报告出具之日，本案尚在最高人民法院再审立案审查过程中。

2、与 Front Saga Inc.共同海损纠纷

2015年4月23日，Front Saga Inc.因共同海损纠纷一案，向上海海事法院提起诉讼，请求判令中化石油和中国平安财产保险股份有限公司北京分公司支付共同海损分摊费约752.10万美元及利息。

2017年11月30日，上海海事法院作出一审判决，判决中化石油和中国平安财产保险股份有限公司北京分公司支付共同海损分摊费约143.72万美元及相应的利息损失。

2017年12月20日，中化石油向上海市高级人民法院提起上诉。截至本评级报告出具之日，本案尚在审理过程中。

过往债务履约情况方面，公司与银行等金融机构建立了长期的合作关系，根据公司提供的资料，公司近三年借款均能够按时还本付息，不存在逾期而未偿还的债务。

综合来看，公司定位为中化集团在能源领域的运营主体，产业链完善，行业地位显著，且近年业务规模逐年增长，经营性现金流及EBITDA对债务本息的保障程度较高，整体偿债能力极强。

结 论

综上，中诚信证评评定中化能源股份有限公司主体信用级别为**AAA**，评级展望为稳定；评定“中

化能源股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)”信用等级为**AAA**。

关于中化能源股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

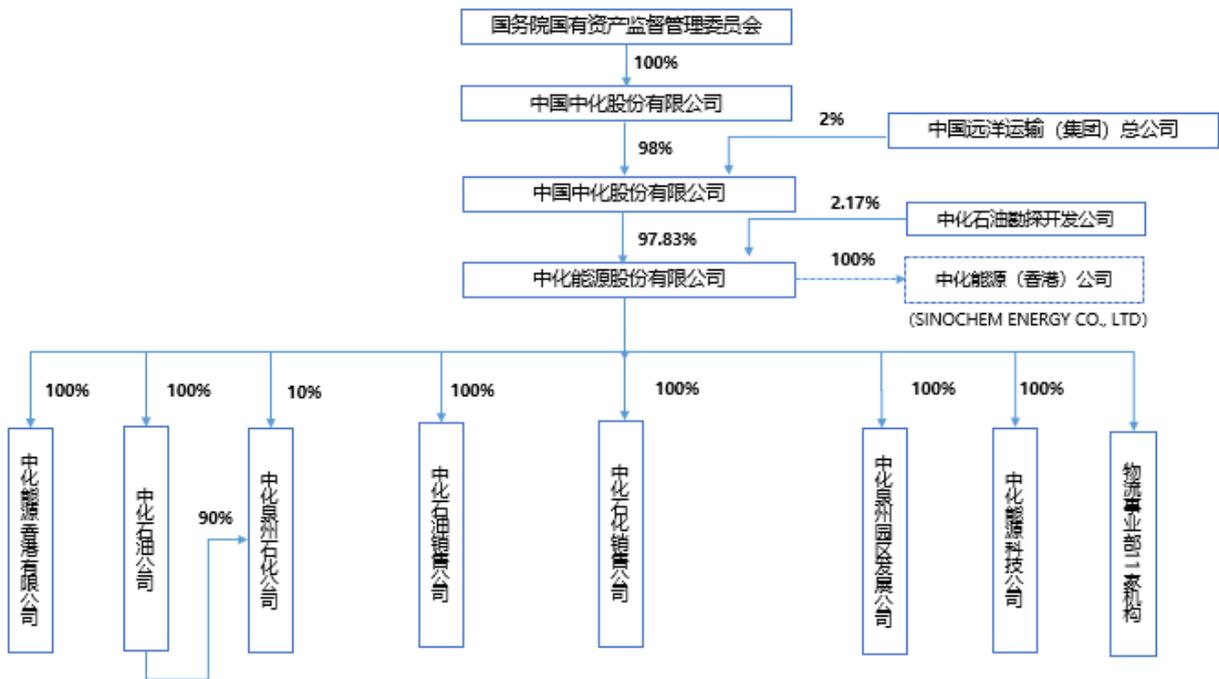
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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。

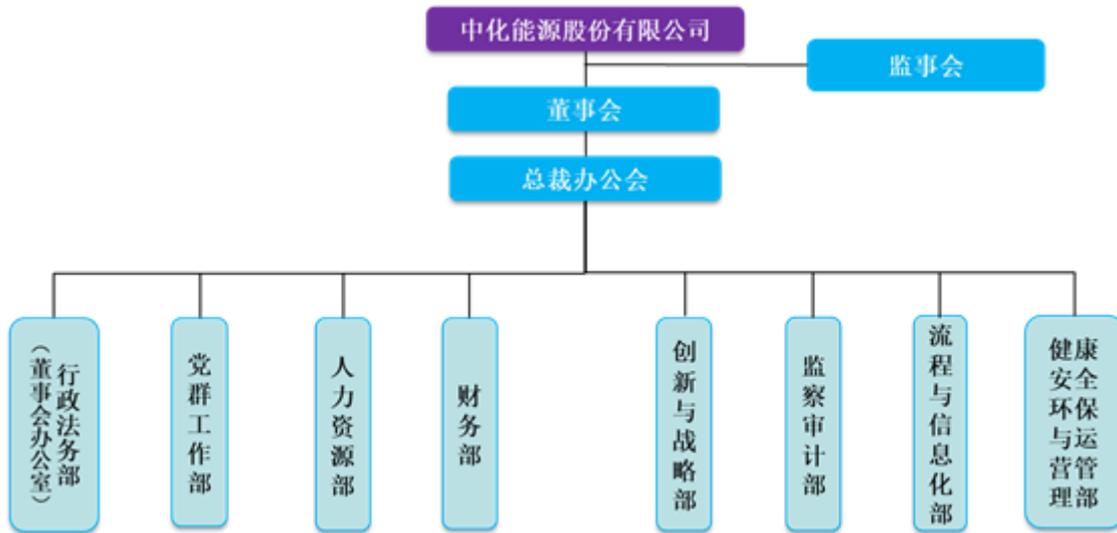
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中化能源股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：中化能源股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：中化能源股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	181,312.95	347,682.87	259,758.95
应收账款净额	3,019,276.64	4,015,098.25	2,738,699.90
存货净额	680,975.49	681,650.39	841,397.91
流动资产	5,485,169.94	6,237,930.21	4,662,958.47
长期投资	44,034.05	65,484.66	78,072.76
固定资产合计	3,115,093.23	3,016,596.73	3,022,991.45
总资产	9,073,458.71	9,878,397.73	8,687,661.88
短期债务	2,566,519.27	2,629,541.72	2,240,955.09
长期债务	1,185,511.73	783,729.77	612,369.77
总债务	3,752,031.00	3,413,271.50	2,853,324.86
总负债	6,818,201.34	6,979,857.19	5,749,823.01
所有者权益（含少数股东权益）	2,255,257.37	2,898,540.54	2,937,838.87
营业总收入	26,514,967.32	39,420,560.70	45,630,351.03
三费前利润	1,057,501.08	1,277,553.07	983,211.91
投资收益	-115,093.68	-108,161.06	-263,552.56
净利润	450,705.79	510,598.48	307,040.22
EBITDA	918,608.69	991,965.18	813,236.70
经营活动产生现金净流量	952,039.42	144,270.62	1,498,199.60
投资活动产生现金净流量	-1,367,445.21	301,245.82	-12,744.25
筹资活动产生现金净流量	241,099.70	-276,407.89	-1,575,349.81
现金及现金等价物净增加额	-170,760.91	166,369.92	-88,338.53
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	4.87	3.42	2.47
所有者权益收益率（%）	19.98	17.62	10.45
EBITDA/营业总收入（%）	3.46	2.52	1.78
速动比率（X）	0.86	0.90	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	0.25	0.04	0.53
经营活动净现金/短期债务（X）	0.37	0.05	0.67
经营活动净现金/利息支出（X）	10.99	1.73	22.36
EBITDA 利息倍数（X）	10.60	11.92	12.14
总债务/EBITDA（X）	4.08	3.44	3.51
资产负债率（%）	75.14	70.66	66.18
总资本化比率（%）	62.46	54.08	49.27
长期资本化比率（%）	34.45	21.28	17.25

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他一年内到期的付息债务}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期付息债务}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金支出} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$
$$\text{经营性业务利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本合计} - \text{营业税金及附加} - \text{三费}$$

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。