

# 中国中化股份有限公司公开发行 2020 年可续期 公司债券（面向专业投资者）（第三期）信用评级 报告

---

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 洋 yyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 8 月 12 日

## 声 明

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

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

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

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

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

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

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]3011D 号

## 中国中化股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国中化股份有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（面向专业投资者）（第三期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际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；本期可续期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年八月十二日

**发行要素**

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	偿付顺序	发行目的
中国中化股份有限公司	不超过40亿元(含40亿元)	品种一: 2+N年; 品种二: 3+N年	除非发生强制付息事件,公司于每个付息日可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受到任何递延支付利息次数的限制;在不行使递延支付利息权的情况下,每年付息一次;不行使续期选择权则全额到期兑付	在破产清算时劣后于发行的普通债券和其他债务且优先于股东	偿还有息债务

**评级观点:** 中诚信国际评定中国中化股份有限公司(以下简称“中化股份”或“公司”)主体信用等级为AAA,评级展望为稳定;评定“中国中化股份有限公司公开发行2020年可续期公司债券(面向专业投资者)(第三期)”的债项信用等级为AAA。中诚信国际肯定了公司多元化经营有利于分散市场风险、能源板块竞争力较强、炼化产品产量逐年增长、房地产板块品牌和区域布局优势显著、净利润持续增长、融资渠道畅通以及财务弹性极强等方面的优势对整体信用实力提供了有力支持。同时,中诚信国际关注到经济和市场环境波动对公司经营影响较大、债务规模持续增长、资产负债率处于较高水平、合联营项目运营和资金管理情况有待持续关注等因素对其经营及信用状况造成的影响。

**概况数据**

中化股份(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	4,113.76	4,691.27	5,477.76	6,078.54
所有者权益合计(亿元)	927.35	1,340.49	1,724.78	1,727.02
总负债(亿元)	3,186.42	3,350.78	3,752.97	4,351.52
总债务(亿元)	1,711.70	1,917.33	1,940.32	2,607.04
营业总收入(亿元)	5,110.95	5,851.25	5,446.87	1,114.71
净利润(亿元)	86.33	135.59	141.14	-8.93
EBIT(亿元)	193.04	258.44	248.19	--
EBITDA(亿元)	253.10	312.38	299.52	--
经营活动净现金流(亿元)	-191.33	96.81	151.43	-291.75
营业毛利率(%)	6.50	6.17	5.90	3.10
总资产收益率(%)	4.86	5.77	4.88	--
资产负债率(%)	77.46	71.43	68.51	71.59
总资本化比率(%)	64.86	58.85	52.94	60.15
总债务/EBITDA(X)	6.76	6.14	6.48	--
EBITDA利息倍数(X)	3.19	3.35	2.56	--

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

**正面**

■ **多元化经营有利于分散市场风险。**作为大型央企,公司在产业政策、资金、战略发展等方面能获得更多的支持。同时公司经营范围广、经营规模大,在保持传统贸易优势的同时,业务延伸至能源、化工、房地产、金融等多个核心板块,多元化经营有利于分散市场风险。

■ **能源板块竞争力较强,炼化产品产量逐年增长。**公司传统核心业务能源板块贸易业务牌照齐全,拥有国营原油进口贸易资质和成品油出口配额,石油贸易、炼化、石化销售一体化经营优势显著,行业地位和知名度较高,炼化产品产量逐年增长。

■ **房地产板块品牌和区域布局优势显著。**公司在住宅及商业物业领域已形成了“金茂”品牌,具有广泛的市场影响力;同时,项目储备集中于一、二线城市,区域布局较好,可为其未来发展提供有力保障。

**同行业比较**

部分化工企业主要指标对比表

公司名称	总资产(亿元)	总债务(亿元)	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)
中国化工	8,882.73	5,274.66	79.37	4,543.46	27.56
中石油股份	27,273.03	4,895.11	47.61	25,168.10	670.10
中化股份	6,078.54	2,607.04	71.59	5,446.87	141.14

注:“中国化工”为“中国化工集团有限公司”简称;“中石油股份”为“中国石油天然气股份有限公司”简称;表中营业总收入和净利润为2019年数据,总资产、总债务和资产负债率为2020年3月末数据。

资料来源:中诚信国际整理

■ **净利润持续增长。**2018年随着业务板块发展及原油价格上涨,公司经营性业务利润增加带动净利润较快增长;2019年得益于长期股权投资收益增长、处置理财产品和金融资产等,投资收益增长较快并推动净利润持续增长。

■ **融资渠道畅通,财务弹性极强。**公司多次在资本市场融资,下属控股及参股多家境内外上市公司,直接融资渠道顺畅;截至2019年末,公司及下属子公司尚有未使用授信余额6,004亿元,备用流动性充沛,整体融资能力强。

**关注**

■ **经济和市场环境波动、行业政策对公司经营影响较大。**受国内外宏观经济环境、国家相关产业及金融政策、行业运行周期等因素的影响,化工和能源类产品价格波动较大,2020年一季度原油价格超预期下行对公司盈利产生影响;因城施策等房地产行业调控政策仍在持续,行业利润不断收窄,公司盈利稳定性易受上述因素影响。

■ **债务规模持续增长,资产负债率处于较高水平。**公司债务规模较大且持续增长,截至2020年3月末增至2,607.04亿元,资产负债率和总资本化比率分别为71.59%和60.15%,处于较高水平。

■ **合联营项目运营和资金管理情况。**近年来公司房地产合作项目明显增多,与合联营公司及合作方保持很大规模资金往来,合联营项目的运营和资金管理情况需保持关注。

**评级展望**

中诚信国际认为,中国中化股份有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**产品价格超预期下行、超预期停产、新投产项目产能释放不足等令净利润出现连续大幅亏损,财务杠杆大幅攀升,流动性恶化,安全事故严重影响生产经营或其他导致信用水平显著下降的因素。

## 发行主体概况

中国中化股份有限公司成立于 2009 年 6 月 1 日，是由中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）与中国远洋运输有限公司（原名：中国远洋运输（集团）总公司，以下简称“中远集团”）共同发起设立的股份有限公司，注册资本 398 亿元，中化集团和中远集团持股比例分别为 98% 和 2%。2020 年 2 月 18 日，中远集团将其持有股权转让予中化投资发展有限公司（中化集团全资子公司），自此中化集团对公司控股比例上升为 100%，公司实际控制人始终为国务院国资委。中化股份主要业务包括能源、化工、地产和金融四大板块，是我国四大国家石油公司之一、领先的化工产品综合服务商，并在城市开发运营和非银行金融领域具有较强的影响力。

产权结构：截至 2020 年 3 月末，公司实收资本 398 亿元，中化集团对公司控股比例为 100%，实际控制人为国务院国资委。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
中化能源股份有限公司	中化能源
中化香港（集团）有限公司	中化香港
中化国际（控股）股份有限公司	中化国际（600500.SH）
中国金茂控股集团有限公司	中国金茂（00817.HK）

注：中国金茂的控股股东为中化香港。

## 本期债券概况

本期债券发行规模为不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一基础期限为 2 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期（即延长 2 年）；品种二基础期限为 3 年，在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期（即延长 3 年）。公司不行使续期选择权则全额到期兑付。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制。

利率确定方式方面，本期债券采用固定利率形

式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网站（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网站（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。强制付息事件包括：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。在公司不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次。本期债券附公司赎回选择权，行使该选择权的情形包括：（1）公司因税务政策变更进行赎回；（2）公司因会计准则变更进行赎回。若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择全额兑付本期债券，则该计息年度的付息日即为本期债券的兑付日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个交易日，顺延期间付息款项不另计利息）。

本期债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务且优先于股东。

本期债券募集资金扣除必要的发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比持续正增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

**宏观风险：**当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。

第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

**宏观政策：**“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑保增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

**宏观展望：**考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

**中诚信国际认为，**得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020 年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球 GDP 依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

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

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

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除原油加工量增幅基本维持稳定、受下游行业需求减弱等因素影响烧碱和硫酸同比负增长外，其他产品产量增幅均较上年同期有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发，从短期来看，安全环保事故引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

**表 2：近年我国部分化工产品产量统计**  
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6

<sup>1</sup> 本文中所述化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石

化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平，中美两国于 2019 年 1 月 16 日正式签订贸易第一阶段协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 2020 年 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求，而医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求大幅增加。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分

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。

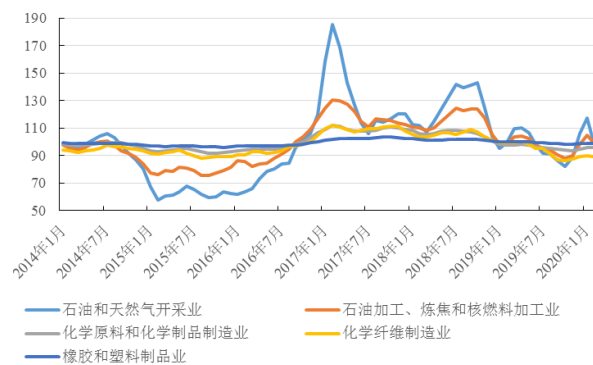
劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

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

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自2018年10月开始大幅回落，并于2019年1月同比增速首次由正转负，之后化工

品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI持续下滑，价格处于相对低位区间。

图1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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

表3：2019年化工行业主要经济指标（亿元、%）

行业	行业亏损企业占比		营业收入		利润总额	
	2019	同比	2019	同比	2019	同比
石油和天然气开采业	35.65	-5	8,675.6	-0.8	1,606.1	1.8
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4	1,279	-42.5
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1	3,481	-25.6
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4	311	-19.8
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2	1,374.8	12
<b>化工行业</b>	<b>16.19</b>	<b>0.005</b>	<b>156,827.4</b>	<b>1.29</b>	<b>8,051.9</b>	<b>-20.26</b>

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

**中诚信国际认为**，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需

求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

## 业务运营

公司业务涵盖能源、化工、地产以及金融四大板块，其中能源板块占比最高，是收入的主要来源。2018年国际原油价格上涨带动石化产品价格上涨，炼化规模和石化销售规模扩大令能源板块收入扩张，同时地产板块经营良好，收入持续增长，带动营业总收入较快增长。2019年公司石油贸易量下降叠加原油和成品油价格震荡下跌，能源板块收入缩减；城市运营及物业开发收入稳步增长带动地产板块收入继续增长；农业板块转出对收入规模产生一定影响；因化工物流业务置出<sup>2</sup>、轻量化材料主营产品ABS、PC等市场价格低位等因素影响，含农用化学品的化工板块收入同比有所减少，综上，当期营业总收入下降。2020年一季度，受原油价格大幅下跌及疫情期间石化产品需求大幅缩减影响，能源和化工板块收入同比减少；疫情期间全国范围停工、停售对公司推盘及销售造成一定冲击，地产板块收入亦大幅减少。

表 4：公司主营业务收入结构及占比（亿元，%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
能源	3,938.74	4,564.14	4,436.69	939.87
地产	315.93	387.50	435.16	51.28
农业	264.50	338.05	--	--
化工	549.58	519.67	542.26	112.69
其他	42.20	41.89	32.76	10.87
<b>营业总收入</b>	<b>5,110.95</b>	<b>5,851.25</b>	<b>5,446.87</b>	<b>1,114.71</b>
占比	2017	2018	2019	2020.1~3
能源	77.06	78.00	81.45	84.32
地产	6.18	6.62	7.99	4.60
农业	5.18	5.78	--	--
化工	10.75	8.88	9.96	10.11

注：2017~2018年农业板块收入含农用化学品收入，2019~2020年3月将农用化学品收入计入化工板块。

资料来源：公司提供

### 近年能源板块保持较强竞争力和稳健发展态势，但受国际油价波动及国内石化行业供给过剩压力加大影响，炼化裂解价差处于历史较低水平，2020年一季度炼化业务出现亏损

公司是我国四大国家石油公司之一，能源板块

系公司传统核心业务，主要运营主体为中化能源，业务涵盖石油贸易、石油炼化、仓储物流和石化销售等，产业链完善，竞争实力较强。

石油贸易是公司的传统优势业务，主要包括原油、成品油的进出口。公司是中国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（依托中化集团）的国营石油贸易企业之一。原油贸易方面，公司依托长约及现货合约采购进口原油以满足国内市场需求，同时向亚洲其他地区、欧洲及北美等地区的炼油厂进行转口销售，目前拥有进口原油长约超过7,000万吨/年，境外石油获取能力较强。除此之外，公司亦经营成品油贸易业务，从国内外炼油厂以及贸易公司采购成品油，再将其销售给海外客户，同时协助石油炼化分部出口成品油产品。

2018年以来公司更聚焦于原油进口业务，收缩转口业务规模，原油贸易量持续下降；同时，加大成品油贸易规模，贸易产品结构逐步调整。2018年四季度国际原油价格下跌幅度较大，2019年整体震荡下跌，令贸易板块收入和毛利率有所波动。2020年一季度，受国际油价大幅下跌及疫情影响，石化产品需求急剧下滑，贸易量有所减少。此外，公司采用原油衍生金融工具进行套期保值，对降低原油价格波动风险、稳定盈利空间起到一定作用。

表 5：公司石油贸易交易量情况（万吨）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
原油	12,367	9,253	8,434	1,835
成品油	1,046	1,495	1,937	473
<b>总计</b>	<b>13,413</b>	<b>10,748</b>	<b>10,371</b>	<b>2,308</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

石油炼化方面，石油炼化运营主体为中化泉州石化有限公司（以下简称“中化泉州”），地理位置优越，2019年公司炼化产能保持1,200万吨/年，单套装置规模保持国内前列，其炼油规模、生产工艺、配套设备均处于亚洲先进水平，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

范围，物流业务亦随之终止。

<sup>2</sup> 2018年12月31日，公司完成中化国际物流有限公司（以下简称“中化物流”）100%股权转让及交割手续，中化物流不再纳入公司合并报表

种。公司炼化生产效率保持较高水平，炼化产品产量和销量逐年增长，但受国际油价波动及下游需求疲弱，炼化产品价格下降幅度较大等影响，公司炼化裂解价差处于历史较低水平，炼化业务毛利率呈下降趋势。2020年一季度，受国际原油价格大幅下跌和疫情期间炼化产品需求急剧缩减影响，炼化业务毛利率下滑至-12.58%，出现较大幅度亏损。同时，公司在建的泉州炼化二期项目计划新增100万吨乙烯及其衍生物产能和200万吨包括对二甲苯在内的芳香烃产品产能，该项目总投资324.94亿元，截至2019年末已投资187.61亿元，未来投资规模较大，公司面临一定资本支出压力。该项目已于2019年12月完成中交，预计于2020年下半年正式投产，届时公司整体炼油设计产能将扩增至1,500万吨/年，将更有利于公司发挥炼化一体化优势，提升炼化板块竞争力。

**表 6：公司炼化产品产量情况（万吨）**

项目	2017	2018	2019	2020.1-3
成品油	656	765	844	174
石化产品	255	274	269	67
其他产品	170	125	111	22
<b>合计</b>	<b>1,081</b>	<b>1,164</b>	<b>1,224</b>	<b>263</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司还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2020年3月末，公司自有产权的石化仓储容量约为520万立方米，其中约98%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，具有从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。

石化销售方面，公司主要通过自营加油站经营成品油的零售，同时通过批发形式向国内客户批发成品油产品，亦协助分销石油炼化分部的成品油产

品；并分销从外部炼油厂及贸易公司采购的石化产品和协助销售炼化分部生产的石化产品。近年公司成品油零售网络进一步扩大，目前已建立起覆盖东北、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，截至2020年3月末，公司自主经营加油站增至608个，成品油零售规模增长较快，2019年达到347万吨。截至2020年3月末，公司在北京、上海、福建、广东等17个省市以及54个分销库从事成品油批发业务，近年批发量亦保持较高增速，2019年达到1,179万吨。2020年一季度受新冠疫情影响，交通通行量大幅下降，令公司成品油零售量和批发量显著减少。

**化工板块产业链布局完善，整体竞争实力较强；近年天然橡胶价格波动下降，公司压缩非核心贸易产品，聚焦主营产品，令化工板块业务规模和收入呈下降趋势**

公司化工板块主要包括天然橡胶及橡胶化学品、精细化工、化工分销与贸易等领域，主要运营主体为中化国际等。

**表 7：中化国际主要板块收入构成（亿元）**

	2017	2018	2019
高性能材料及中间体	78.36	90.71	61.55
聚合物添加剂	27.92	29.40	25.66
农用化学品	33.89	33.02	86.54
天然橡胶	153.10	143.95	131.89
医药健康	25.67	31.09	31.34
轻量化材料	202.74	211.76	146.38
其他业务	50.60	0.33	45.10
化工物流	52.37	59.30	--
<b>营业总收入</b>	<b>624.66</b>	<b>599.57</b>	<b>528.46</b>

注：1、江苏扬农化工集团有限公司（以下简称“扬农集团”）系高性能材料及新材料业务的运营主体，由于统计方式和口径变化，2017~2018年扬农集团将部分农用化学品收入计入高性能材料及中间体业务，2019年和2020年1~3月末进行此类调整；2、2017~2018年中化国际部分农用化学品、高性能材料及中间体收入计入公司合并口径的农业板块收入；3、因四舍五入，存在尾差。

资料来源：中化国际定期报告

天然橡胶方面，目前公司系国内最大的橡胶经营服务商，业务覆盖天然橡胶种植、生产加工到贸易分销的全产业链，截至2020年3月末，在马来

西亚、喀麦隆和科特迪瓦等国家拥有橡胶种植园，可种植面积合计 11.16 万公顷，已种植面积 3.77 万公顷；具备 160 万吨/年的天然橡胶生产加工能力；分销网络遍布全球 350 座城市，全球市场份额已超过 11%，市场地位突出。2017~2019 年公司天然橡胶销量分别为 113 万吨、140 万吨和 128 万吨，由于下游需求下降，2018 年销售均价同比下降 22.57% 至 9,935 元/吨，2019 年供需关系未得到有效改善，销售均价为 10,282 元/吨，持续低位震荡，导致天然橡胶收入下滑；此外，原料主产区东南亚地区受干旱天气、病虫害等影响，供给持续紧张，工厂采购成本上升，该板块盈利空间有所压缩。公司虽通过套期保值等策略抵御天然橡胶价格波动风险，但国外市场气候等不可控因素较大，天然橡胶价格震荡波动易对该板块业务收入和盈利稳定性产生影响，中诚信国际将对此保持关注。

橡胶化学品方面，中化国际子公司圣奥化学科技有限公司是全球最大的防老剂及其中间体 RT 培司的生产商之一，6PPD 在全球及本土市场保持领先地位，截至 2020 年 3 月末，橡胶防老剂产能为 14.50 万吨/年，产能利用率保持在 90% 以上。近年该板块收入呈波动趋势，2019 年受国际贸易摩擦及轮胎市场低迷影响，收入同比有所下降。

精细化工业业务包括高性能材料及中间体业务和农用化学品业务。高性能材料及中间体业务方面，公司下属扬农集团生产环氧氯丙烷、烧碱、二氯苯系列、硝基氯苯、氯化苯等产品，自主研发的二氯苯系列产品全球领先。近年主要产品产销率保持在较高水平，大部分产品销售情况良好。不过 2019 年以来上游原材料大宗商品价格大幅回落，加之市场竞争激烈等影响，主要产品销售均价同比下滑。受益于 2019 年 1 月完成对 Elix Polymers, S.L.（以下简称“Elix”）<sup>3</sup> 收购并纳入公司合并范围后，积极推进 ABS 产品认证与销售工作，2019 年公司高性能材料

及中间体业务收入同比大幅增长 62.34%<sup>4</sup>。2020 年一季度，厂区搬迁和疫情等对部分产品产销有所影响。

农用化学品方面，随着环保趋严、行业内部分产能出清等，公司杀虫剂（主要有拟除虫菊酯等产品）具有较强的竞争优势，其中菊酯类产品品种数量排名世界前列，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，并通过聚焦重点产品并提高高毛利产品占比，近年保持良好的产销情况，产品销售均价整体呈上升趋势。除草剂方面，公司麦草畏产能居全球领先地位，近年除草剂销量有所波动，其中，2019 年由于以美国市场为主的大豆受天气影响减产，加之持续的国际贸易摩擦导致出口承压等，麦草畏等产品下游需求持续低迷，除草剂销量大幅下降。

轻量化材料和贸易业务方面，主营产品 ABS、PC 等市场经营承压，在控制风险的前提下，公司聚焦工程塑料、汽车料和精细化工领域，积极开发上下游资源，同时继续缩减非核心产品贸易规模，近年收入呈波动下降趋势。此外，公司在医药健康业务方面继续布局保健品、医疗器械和医药贸易业务，同时优化了产品结构，发展高毛利的定制药品业务和医疗器械业务。近年医疗健康收入相对稳定。

### **地产板块销售业绩持续提升，新增项目储备面积持续增长，区域布局较好，为未来发展奠定基础；城市运营业务持续推进，项目储备资源充足；投资物业及酒店业务整体运营平稳**

公司地产板块主要由中国金茂负责经营，涵盖高端地产开发、城市运营、商业租赁、酒店投资与经营、零售商业开发与运营，在全国范围内具有较高的品牌知名度，并形成以“金茂府”为代表的高端住宅产品系列。

项目获取方面，2019 年，公司继续积极获取土地储备，在北京、南京、广州、杭州及苏州等一、

<sup>3</sup> 截至购买日 2019 年 1 月 9 日，Elix 资产账面价值为 7.24 亿元，负债账面价值为 5.93 亿元，净资产账面价值为 1.31 亿元，购买日至 2019 年末 Elix 的收入和净利润分别 14.52 亿元和 0.44 亿元。

<sup>4</sup> 由于统计方式和口径发生变化，扬农集团将 2018 年部分农用化学品

业务收入计入高性能材料及中间体板块收入计入中，剔除上述因素影响，2019 年高性能材料及中间体业务收入同比增长 62.34%，农用化学品业务收入与上年基本持平。

二线城市共计获取 52 个项目，新增土地全口径计容总建筑面积为 1,390 万平方米，其中 40% 为城市运营项目贡献；权益口径计容建筑面积为 906 万平方米，权益占比为 65.18%，土地储备得到很好补充；从土地价款来看，2019 年公司新增土地总价款为 1,046 亿元，权益土地价款为 556 亿元，同比增长 45.17%；受益于城市运营项目的增加，公司当期平均拿地成本为 0.75 万元/平方米，同比下降 7.41%。公司拥有充沛的土地储备，截至 2020 年 2 月末，公司土地储备（含一级开发）规划建筑面积合计为 8,585 万平方米，其中二级开发土地储备规划建筑面积合计为 5,857 万平方米。从储备项目城市能级分布来看，一、二线城市占比较高，区域分布良好。从二级开发土地储备来看，公司前十大城市土地储备规划建筑面积合计占比 54%。

项目销售方面，受益于上海、青岛、无锡、合肥、嘉兴等主要一、二线城市项目推盘入市，2018 年以来销售面积和销售收入增幅较大，2019 年合同销售金额同比增长 25.63%，前十大城市销售金额占比 66.49%。2020 年 1~4 月，公司实现全口径签约销售金额和销售面积分别同比增长 9.69% 和 28.15% 至 451 亿元和 259 万平方米。根据克尔瑞统计的 2019 年全国房地产开发企业销售额排名，公司位列第 19 位。

**表 8：近年来公司物业开发运营情况**  
 (万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2017	2018	2019
销售面积	346	501	748
销售金额	693	1,280	1,608
其中：物业开发销售	580	1,212	1,546
销售单价	2.45	2.89	2.30

注：销售面积和销售金额数据包括一级土地开发项目。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

公司城市运营业务涵盖从一级开发、二级开发到运营的全业务链，在促进城市价值成长的同时，为公司提供更多潜在的收益。公司城市项目采取滚动开发、分批投入的方式，以减少资金占用，加强资金周转率。公司目前主要的城市运营项目包括长

沙梅溪湖项目、南京青龙山国际生态新城、宁波生命科学城、青岛中欧国际城、温州瓯江国际新城、青岛即墨国际智慧新城、温州瑞安生态科学城、苏州张家港智慧科学城等，其中较为成熟的主要为长沙梅溪湖项目及南京青龙山国际生态新城。截至 2020 年 3 月末，公司城市运营项目一级土地开发总体规划建筑面积 3,279.97 万平方米，累计出让总体规划建筑面积为 1,058.01 万平方米，未售面积合计 2,221.96 万平方米；其中较为成熟的长沙梅溪湖国际新城项目和南京青龙山国际新城项目为出让面积分别为 225.53 万平方米和 1,435.50 万平方米。未来随着公司城市运营项目的持续推进，将为公司二级开发业务提供充足土地资源。但土地一级开发类项目投资规模较大，且运作过程中易受当地城市规划调整、政府审批环节、拆迁进度等因素影响大，对公司项目进度把控管理提出了挑战。

物业租赁方面，公司专注于高端精品项目的开发，截至 2019 年末，在北京、上海、南京等地持有多个商业及写字楼物业，其中持有的北京凯晨世贸中心、中化大厦、金茂大厦和南京玄武湖金茂广场均为区域内最核心商业区的地标性建筑，出租率维持很高水平，近年投资物业租金收入相对稳定，2017~2019 年分别为 13.70 亿元、14.50 亿元和 14.47 亿元。

酒店投资与经营方面，公司围绕高端精品路线，选择国际著名酒店管理集团合作，截至 2019 年末，在全国共拥有 10 家豪华酒店，分别位于北京、上海、三亚、深圳、南京和长沙的核心地段或旅游景区附近。受国内经济增长放缓影响，近年来客户价格敏感度有所提高，部分传统度假酒店市场需求出现一定程度减少，该板块收入呈缓慢下降趋势。2020 年 6 月 12 日，公司酒店运营主体中国金茂子公司金茂（中国）酒店投资管理有限公司（以下简称“金茂酒店”）与中国金茂联合发布公告，中国金茂拟以 32 亿港元回购金茂酒店其他股东所持股份

5, 将其私有化。

2020 年新冠疫情对公司酒店和商业经营造成一定不利影响, 其中酒店入住率出现明显下降; 商业物业方面, 公司对所有商铺提供 17 天租金免除政策, 中诚信国际将关注相关业态经营恢复情况。

### 公司金融板块业务种类丰富且处于稳步发展态势

公司金融业务涵盖信托、证券投资基金、人寿保险和财务公司等领域, 非银行金融业务牌照齐全。

信托业务方面, 公司从事信托业务的专门机构为中国对外经济贸易信托有限公司(以下简称“外贸信托”), 是中国银监会直接管理的信托公司和中国信托业协会副会长单位之一。截至 2019 年末, 外贸信托净资产 177.17 亿元, 管理的信托资产规模 4,457.65 亿元, 与上年末基本持平, 2019 年累计为客户分配信托收益 207.99 亿元。

证券投资基金方面, 公司通过外贸信托参股投资诺安基金和宝盈基金。截至 2020 年 3 月末, 诺安基金管理 61 只基金, 管理资产规模增至 1,008.73 亿元; 宝盈基金管理 37 只基金, 管理资产规模增至 324.28 亿元, 已构建了涵盖股票型基金、债券型基金、指数型基金、混合型基金和货币市场基金等较完备的产品线。

人寿保险方面, 公司与加拿大宏利人寿保险(国际)有限公司合资组建的中宏人寿保险有限公司(以下简称“中宏保险”)是国内首家中外合资人壽保险公司, 目前在上海、北京、广东、浙江、江苏、四川、山东、福建、重庆、辽宁、天津、湖北、河北和湖南等地区进行业务拓展。

财务公司方面, 公司下属的中化集团财务有限责任公司于 2008 年成立, 是银监会直接监管的财务公司之一, 其业务类型涵盖资金池建设、融资服

务、资产管理、金融中介等, 为公司资金管理提供了更加完善的操作平台。

### 农业板块划出对业务规模造成一定影响, 但农业化学品业务未来可依托两化整合实现产业协同, 提升竞争力

2020 年 1 月, 中化集团与中国化工对农业板块进行整合(以下简称“两化整合”), 将中化集团旗下农业板块的 8 家公司股权划转至先正达集团股份有限公司(以下简称“先正达集团”)及其关联方, 划转资产主要包括中化化肥控股有限公司(以下简称“中化化肥”, 00297.HK) 52.65% 的股权、扬农集团 39.88% 的股权<sup>6</sup>和中化现代农业有限公司(以下简称“中化现代农业”) 100% 的股权等。相关划转已先后完成股权变更。此次资产重组完成后, 除扬农集团仍为公司附属企业外, 中化化肥和中化现代农业等不再纳入 2019 年年报合并范围, 导致当期公司农业板块收入降为零, 对整体业务规模造成一定影响。但先正达集团是中国化工旗下的农业资产运营主体, 涉及农药、化肥和种子等板块, 在中国化工的统筹管理下, 公司农用化学品业务未来能够更好的依托产业内上下游资源, 并通过中化集团、中国化工的资源协调、技术支持等实现产业协同效应, 进一步提升竞争力。

### 战略规划及管理

#### 公司将继续以石油化工为基础, 拓展新材料和新能源等领域, 并同步发展地产和金融板块; 在建泉州炼化二期项目将更有利于公司发挥炼化一体化优势, 提升炼化业务竞争力

公司的战略定位为“以石油化工为基础、以材料科学和生命科学为引领的创新型的综合性化工企业, 涵盖地产和金融的有限多元化投资控股公司”, 未来, 能源板块将加快建设炼化一体化项目,

<sup>5</sup> 截至 2020 年 6 月 12 日, 中国金茂及其一直行动人持有金茂酒店 66.81% 股份。

<sup>6</sup> 2020 年 1 月 5 日, 中化集团、中化浙江化工有限公司(以下简称“中化浙江”)分别与中国化工下属先正达集团签订《股权划转协议》, 中化集团和中化浙江分别将其持有的扬农集团 0.04% 和 39.844% 的国有股权

无偿划转至先正达集团。同日, 中化集团下属的中化国际(控股)股份有限公司与先正达集团签订《一致行动协议》, 控制先正达集团持有的扬农集团 39.884% 的股权表决权, 并直接持有扬农集团 39.995% 的股权, 仍是扬农集团的控股股东。

发展能源化工互联网，促进贸易、分销、仓储、零售等业务构建新的商业模式；化工板块将聚焦精细化工领域，并大力发展锂电池材料等新材料产品，延伸发展锂电池等相关新能源；地产板块将坚持“城市运营商”的战略定位，继续聚焦核心业务，并加强教育、医疗等资源导入，助力城市升级与产业升级，在保持高端定位的同时，实现业务规模适度扩张；金融板块将以外贸信托为重点，大力发展小微金融等主动管理业务，进一步强化公司金融业务比较优势，并设立系列产业投资基金，通过财务公司等开展供应链金融业务，推进产融协同。

### 法人治理结构较为完善，内控机制良好

公司严格按照公司法及相关法律法规的要求进行各项制度建设。股东大会是公司的权力机构，下设董事会、监事会。董事会由5名董事组成，其中包括1名职工代表董事，设董事长1人，董事会对股东大会负责。非由职工代表担任的董事由股东大会选举产生，职工代表董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会由3名监事组成，其中包括1名职工代表监事，设主席一人。监事会主席由全体监事过半数选举产生，职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司实行董事会领导下的管理层负责制，设总经理1名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。

公司已制定了较为完善的财务管理制度、预算管理制度、筹资管理制度、采购和销售管理制度、对外担保和关联交易制度、对下属子公司的管理制度等，管理体制和管理模式适应自身特点和发展需要，内控机制良好。

### 财务分析

以下财务分析是基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的2017~2019年财务报告以及未经审计的2020年一季度财务报表，各期数据均使用财务报告期末数。

### 盈利能力

**近年受原油价格波动以及能源贸易收入占比提高影响，营业毛利率下降，经营性业务利润波动较大，投资收益对利润水平形成有力支撑；2020年一季度石油炼化业务盈利弱化导致经营性亏损**

由于公司收入中以石油贸易为主的能源板块占比较高，贸易业务毛利率水平较低，导致公司营业毛利率处于较低水平；近年能源板块收入占比上升，使得营业毛利率呈下降趋势。2018年受益于物业销售结转项目毛利率增长、高毛利率的土地开发收入占比提升等，地产板块毛利率上升；2019年受当期结转项目土地价格较高的影响，地产板块毛利率下滑。受益于销售策略调整和提高高毛利产品占比，2019年化工板块毛利率提升。2020年一季度，受原油价格超预期下跌加之疫情影响石化产品需求大幅缩减，炼化业务亏损，能源板块毛利率由正转负，导致当期营业毛利率大幅下滑。

表9：公司主要板块毛利率构成(%)

	2017	2018	2019	2020.1~3
能源	3.31	2.43	2.62	-0.25
地产	33.01	37.77	30.11	29.19
农业	14.01	14.15	--	--
化工	9.29	9.12	12.59	16.01
<b>营业毛利率</b>	<b>6.50</b>	<b>6.17</b>	<b>5.90</b>	<b>3.10</b>

注：2017~2018年农业板块含农用化学品，2019~2020年3月将农用化学品分类至化工板块。

资料来源：公司提供

近年公司期间费用和期间费用率有所波动，其中，2018年随着公司业务规模和总债务上升，期间费用上涨，但受益于营业总收入增长较快，期间费用率小幅下降；由于业务规模缩减及较多利息支出计入资本化利息，2019年销售费用和财务费用下降，带动期间费用减少，但营业总收入减少较多，期间费用率略有上升。2020年一季度，营业总收入同比下降较多令期间费用率进一步上升，对盈利造成较大侵蚀。

近年公司收入规模的波动带来经营性业务利润的波动。资产减值损失主要系对存货及固定资产计提减值增加所致，对利润总额造成一定影响。公

司持有的期货合约公允价值变动导致公允价值变动损益波动较大。投资收益对公司盈利形成有力补充，2017~2018 年主要来源于处置长期股权投资和可供出售金融资产；2019 年因长期股权投资收益增长、处置理财产品和金融资产、取得控制权时股权按公允价值重新计量产生利得等，投资收益大幅增长，使得当期利润总额保持较好水平。整体来看，近年来利润总额整体上升。2020 年一季度，炼化业务亏损导致经营性业务利润和净利润由正转负。

近年公司 EBITDA 利润率呈小幅提升趋势；2018 年利润总额涨幅较大带动总资产收益率上升，2019 年总资产增长较快，总资产收益率有所下滑。

**表 10：公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	61.49	70.06	63.31	14.52
管理费用（含研发费用）	80.41	87.04	88.78	25.82
财务费用	47.23	49.49	44.80	8.86
期间费用合计	189.13	206.59	196.90	49.20
期间费用率(%)	3.70	3.53	3.61	4.41
经营性业务利润	129.70	149.86	113.17	-12.00
资产减值损失（含信用减值损失）	-25.50	-18.74	-1.05	-0.98
公允价值变动收益（损失）	-3.20	31.50	-18.72	-0.57
投资收益	32.14	31.07	97.84	9.22
利润总额	135.35	195.16	191.70	-3.34
净利润	86.33	135.59	141.14	-8.93
EBIT	193.04	258.44	248.19	--
EBITDA	253.10	312.38	299.52	--
EBITDA 利润率(%)	4.95	5.34	5.50	--
总资产收益率(%)	4.86	5.77	4.88	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**总资产和总负债逐年增长，所有者权益呈上升态势，但少数股东权益占比高，财务杠杆率处于较高水平，债务结构较为合理**

随着各业务板块的发展，公司资产规模逐年上升，流动资产和非流动资产占比相对均衡。流动资产方面，公司货币资金较为充裕，2020 年 3 月末受限部分 92.05 亿元，受限比例 17.28%。应收账款保持较大规模，主要为贸易应收款。公司房地产合作

项目增多，与关联方资金往来规模扩大推动其他应收款持续增长。存货（含“合同资产”，下同）主要包括在产品、库存商品、地产板块土地储备和相关项目投入，2018 年末同比下降主要是因会计准则调整，将合并口径原来列示于“存货”科目的一年以上的在建物业调整至“其他非流动资产”所致，2019 年随着新增房地产项目储备增多以及已有项目的持续投入，期末存货同比增幅较大。非流动资产方面，公司长期股权投资投资对象以房地产公司为主，随着对联营和合营的房地产企业增资以及 2019 年对远东宏信有限公司追加投资 62.08 亿元，呈逐年增长趋势。投资性房地产系中国金茂的相关物业资产，2018 年公司将投资性房地产的计量方法由成本计量模式变更为公允价值计量模式，年末评估增值使得投资性房地产账面价值同比增长 6.17%。固定资产主要为机器设备和房屋及建筑物，因资产划转及折旧逐年减少。随着在建炼化项目投入增加，2019 年末在建工程增长较快。其他非流动资产主要为一年以上的在建物业。2020 年一季度，随着公司对房地产合作项目的关联方拆借资金增加、对房地产项目的不断投入以及债务融资带来货币资金增长，期末总资产进一步增长。

公司负债规模亦呈扩张趋势，且以有息债务为主。2020 年一季度公司加大借款和债券融资力度，推动期末总负债和总债务快速增长。截至 2020 年 3 月末，长期债务占比 61.91%，以长期债务为主的债务结构符合公司主要业务板块发展特征。

随着公司发行永续债券、未分配利润积累、少数股东向中国金茂进行增资等，近年公司所有者权益呈增长趋势，亦带动财务杠杆率下行。2020 年 3 月末所有者权益同比保持稳定，但债务融资规模扩大令财务杠杆率回升；期末其他权益工具全部为永续债，少数股东权益占所有者权益比重为 58.35%，权益稳定性较弱。

**表 11：公司主要资产、负债及资本结构情况（亿元）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	377.63	324.09	347.77	532.56
应收账款	407.43	300.11	347.28	287.01
其他应收款	382.04	566.53	652.51	967.25
存货	1,137.12	815.36	1,090.68	1,151.86
流动资产	2,816.41	2,457.68	2,732.58	3,125.16
长期股权投资	121.59	195.81	335.30	334.91
投资性房地产	109.62	265.73	291.57	280.27
固定资产	474.49	467.75	424.53	436.43
在建工程	60.79	78.73	264.31	282.39
其他非流动资产	51.72	739.24	899.87	1,046.92
总资产	4,113.76	4,691.27	5,477.76	6,078.54
总负债	3,186.42	3,350.78	3,752.97	4,351.52
短期债务	626.07	679.64	736.75	993.06
总债务	1,711.70	1,917.33	1,940.32	2,607.04
其他权益工具	-	159.70	219.62	219.62
少数股东权益	670.81	845.44	1,011.95	1,007.65
所有者权益	927.35	1,340.49	1,724.78	1,727.02
资产负债率(%)	77.46	71.43	68.51	71.59
总资本化比率(%)	64.86	58.85	52.94	60.15

注：中诚信国际在分析时将“合同资产”计入“存货”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债能力

### 经营获现能力增强，2019 年投资活动现金净流出规模缩减；经营活动净现金流偿债指标增强，EBITDA 偿债指标有所波动

公司经营活动净现金流波动较大，其中，2017 年大幅净流出主要系公司大力拓展地产板块，土地储备量和在建物业开发项目大幅增加所致；2018 年公司加强货款回收，同时中国金茂取得关联方往来款项增加，加之下属中化能源、中化国际、中国金茂等子公司经营性现金流均呈净流入状态，使得当年经营性现金流呈现净流入；2019 年较大规模的关联方往来使得公司支付和收到其他与经营活动有关的现金均同比大幅增加，得益于中国金茂地产业务的良好回款，经营活动净现金流大幅增长。公司各期均保有一定资本支出，2018 年因中国金茂投资支出较多，投资活动现金净流出规模扩大。2019 年因借款融资规模缩小，筹资活动净现金流由正转负。2020 年一季度，因销售回款减少以及收到往来款资金减少，经营活动现金净流出规模较大；当期公司借款融资规模大幅增长，令筹资活动现金净流

入规模显著扩大。

2017~2019 年经营获现能力好转带来经营活动净现金流对债务本息的保障程度上升；EBITDA 波动导致其对债务本息的覆盖能力有所波动。由于公司债务规模大，偿债指标仍整体偏弱。

**表 12：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）**

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-191.33	96.81	151.43	-291.75
投资活动净现金流	-52.11	-415.85	-92.27	-174.91
筹资活动净现金流	280.05	236.31	-64.02	756.83
EBITDA 利息保障倍数	3.19	3.35	2.56	--
经营活动净现金流/利息支出	-2.41	1.04	1.30	--
总债务/EBITDA	6.76	6.14	6.48	--
经营活动净现金流/总债务	-0.11	0.05	0.08	-0.45*
货币等价物/短期债务	0.66	0.55	0.48	0.57

注：带\*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债能力提供支持

公司拥有中化国际、中国金茂和江苏扬农化工股份有限公司等境内外上市公司，股权融资渠道畅通。同时，公司备用流动性充足，截至 2019 年末，公司获得授信额度总计 7,312 亿元，其中未使用的授信额度约为 6,004 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 843.44 亿元，占净资产的比重为 48.84%，其中主要包括货币资金 92.05 亿元、存货 596.41 亿元和投资性房地产 129.03 亿元，货币资金因金融机构按比例限制预收房款、计提法定准备金等而受限，其余各项均因作为贷款抵押而受限。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无对外担保；公司及其合并报表范围内主要中国子公司不存在作为被告且单笔案件金额超过人民币 5,000 万元的未决诉讼和仲裁案件。

随着公司房地产合作项目增多，与关联方资金往来规模增大，截至 2019 年末，公司关联方应收、预付款项余额合计 461.33 亿元；关联方应付、预收款项合计 101.19 亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 6 月 2 日，公司借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**控股股东中化集团在石油和化工领域具有领先地位；公司作为中化集团旗下最重要的经营主体，能在资源协调及各业务板块协同运作等方面获得有力的支持**

公司控股股东中化集团为国务院国有资产监督管理委员会监管的国有重要骨干企业，是领先的石油和化工产业综合运营商。作为一家立足市场竞争的综合性跨国企业，“中化”和“SINOCHEM”的品牌在国内外享有良好声誉。中化集团是最早入围《财富》全球 500 强榜单的中国企业之一，并已 29 次上榜，2019 年名列第 88 位，连续两年被《财富》评为“全球最受赞赏公司”，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，支持能力很强。公司是中化集团旗下最重要的经营主体，其总资产、营业总收入和净利润占中化集团的比例极高，因此中化集团对公司的支持意愿极强。同时，中化集团通过能源、农业、化工、地产和金融五大事业部对下属职能相关、相近的业务板块合并管理，有利于加强公司下属各公司间的协同作用，提高公司的管理效率。2020 年以来，中化集团正与中国化工化筹划战略重组，其中扬农集团已作为重要资产参与两化下属农业板块整合，有利于实现产业协同，提升竞争力。整体来看，公司是中化集团旗下最重要的经营主体，能获得股东很大支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定中国中化股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“中国中化股份有限公司公开发行 2020 年可续期

公司债券（面向专业投资者）（第三期）”的债项信用等级为 **AAA**。

## 中诚信国际关于中国中化股份有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（面向专业投资者）（第三期）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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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。

本评级机构将根据监管要求或约定关注发行人可续期公司债券的特殊发行事项，包括但不限于发行人是否行使续期选择权，发行人是否触发强制付息事件，并及时在跟踪信用评级报告中披露。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

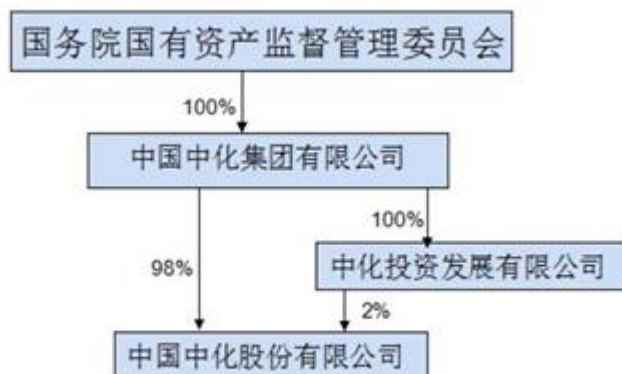
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 8 月 12 日

### 附一：中国中化股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：中国中化股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,776,276.93	3,240,896.45	3,477,652.90	5,325,639.50
应收账款净额	4,074,254.78	3,001,093.88	3,472,824.18	2,870,074.04
其他应收款	3,820,420.27	5,665,259.79	6,525,134.25	9,672,549.29
存货净额	11,371,246.66	8,153,571.38	10,906,761.91	11,518,575.91
长期投资	2,949,357.74	4,015,200.55	5,650,682.53	5,935,365.21
固定资产	4,744,878.35	4,677,543.55	4,245,250.98	4,364,267.64
在建工程	607,850.35	787,318.88	2,643,060.54	2,823,867.13
无形资产	1,129,798.17	1,183,031.87	1,221,916.64	1,224,960.21
总资产	41,137,635.32	46,912,697.50	54,777,554.16	60,785,405.02
其他应付款	2,838,206.57	3,752,653.52	3,599,069.47	4,781,517.46
短期债务	6,260,718.30	6,796,353.96	7,367,526.23	9,930,616.89
长期债务	10,856,237.87	12,376,938.17	12,035,715.37	16,139,796.93
总债务	17,116,956.18	19,173,292.12	19,403,241.60	26,070,413.82
净债务	13,340,679.25	15,932,395.67	15,925,588.70	20,744,774.32
总负债	31,864,181.07	33,507,751.69	37,529,724.45	43,515,245.77
费用化利息支出	576,929.22	632,774.00	564,901.32	--
资本化利息支出	215,781.00	300,301.82	604,138.94	--
所有者权益合计	9,273,454.25	13,404,945.81	17,247,829.71	17,270,159.25
营业总收入	51,109,544.55	58,512,545.90	54,468,677.44	11,147,118.13
经营性业务利润	1,296,999.35	1,498,593.82	1,131,657.98	-119,957.96
投资收益	321,409.26	310,723.09	978,439.65	92,174.25
净利润	863,264.53	1,355,854.70	1,411,389.61	-89,327.39
EBIT	1,930,384.43	2,584,392.79	2,481,887.99	--
EBITDA	2,530,985.44	3,123,801.99	2,995,215.50	--
经营活动产生现金净流量	-1,913,299.20	968,109.03	1,514,334.90	-2,917,477.81
投资活动产生现金净流量	-521,092.85	-4,158,521.01	-922,693.42	-1,749,087.89
筹资活动产生现金净流量	2,800,472.47	2,363,144.49	-640,188.08	7,568,296.26
资本支出	604,459.76	1,148,050.69	2,034,120.19	293,908.51
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	6.50	6.17	5.90	3.10
期间费用率(%)	3.70	3.53	3.61	4.41
EBITDA 利润率(%)	4.95	5.34	5.50	--
总资产收益率(%)	4.86	5.77	4.88	--
净资产收益率(%)	8.84	11.43	9.21	-2.07*
流动比率(X)	1.36	1.20	1.11	1.18
速动比率(X)	0.81	0.80	0.67	0.75
存货周转率(X)	4.68	7.57	5.36	3.83*
应收账款周转率(X)	12.89	15.77	15.49	13.42*
资产负债率(%)	77.46	71.43	68.51	71.59
总资本化比率(%)	64.86	58.85	52.94	60.15
短期债务/总债务(%)	36.58	35.45	37.97	38.09
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	0.05	0.08	-0.45*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.31	0.14	0.21	-1.18*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.41	1.04	1.30	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-18.68	-0.98	-0.42	--
总债务/EBITDA(X)	6.76	6.14	6.48	--
EBITDA/短期债务(X)	0.40	0.46	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.19	3.35	2.56	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.44	2.77	2.12	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”中的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务；3、将“合同资产”和“合同负债”分别计入“存货”和“预收账款”，将“研发费用”计入“管理费用”，“资产减值损失”中包含“信用减值损失”；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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

## 附四：信用等级符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。