

中国化学工程集团有限公司公开发行 2018 年可续期公 司债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：杨 韵 [yyang02@ccxi.com.cn](mailto:y yang02@ccxi.com.cn)

项目组成员：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

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

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

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1554 号

中国化学工程集团有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 化学 Y1”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

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中国化学工程集团有限公司（以下简称“中国化学工程”或“公司”）的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“18 化学 Y1”的信用等级为**AAA**。中诚信国际肯定了公司行业龙头地位巩固、产业链完善，跟踪期内新签合同额大幅上升，经营业绩稳步增长，银企关系良好、融资渠道畅通、货币资金充裕等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到化工行业发展周期性较强，持续扩大的海外业务面临的风险有所上升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中国化学工程（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	891.81	1,122.06	1,302.45
所有者权益合计（亿元）	326.42	420.61	488.00
总负债（亿元）	565.40	701.45	814.45
总债务（亿元）	78.72	110.37	134.95
营业总收入（亿元）	599.65	869.51	1,104.53
净利润（亿元）	14.54	21.12	30.99
EBIT（亿元）	24.67	33.09	43.52
EBITDA（亿元）	33.43	43.84	54.99
经营活动净现金流（亿元）	27.18	45.56	-1.96
营业毛利率（%）	15.01	11.35	10.90
总资产收益率（%）	2.82	3.29	3.59
资产负债率（%）	63.40	62.51	62.53
总资本化比率（%）	19.43	20.79	21.66
总债务/EBITDA（X）	2.35	2.52	2.45
EBITDA 利息倍数（X）	8.49	8.88	11.02

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

正面

- **行业龙头地位稳固，产业链完善。**公司拥有从规划、勘察、设计到建筑施工的完善产业链，各环节实力很强且协同效应显著，跟踪期内仍保持着突出的竞争优势和行业龙头地位。
- **跟踪期内新签合同额大幅上升。**2019 年，公司新签合同额大幅上升，同比增长 49.80% 至 3,025.00 亿元，其中化学工程板块新签合同额同比增长 99.70% 至 2,299.00 亿元，充足的项目储备对其未来收入构成有力的支撑。

同行业比较

2019 年部分建筑施工企业主要指标对比表						
公司名称	新签合同额（亿元）	营业总收入（亿元）	净资产收益率（%）	总资本化比率（%）	总债务/EBITDA	营业周期（天）
中国铁建	17,455.82	8,304.52	9.64	49.91	5.10	199
中国交建	9,626.83	5,547.92	8.07	56.47	6.79	166
中国中冶	7,506.47	3,386.38	6.90	49.92	7.09	231
中国化学	2,272.03	1,041.29	9.05	18.65	1.87	132
中国化学工程	3,025.00	1,104.53	6.82	21.66	2.44	142

注：1、“中国交建”为“中国交通建设股份有限公司”简称，“中国铁建”为“中国铁建股份有限公司”简称，“中国中冶”为“中国冶金科工股份有限公司”简称；“中国化学”为“中国化学工程股份有限公司”简称；2、总债务/EBITDA 为三年平均值。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 化学 Y1	AAA	AAA	45.00	45.00	2018/12/24~2021/12/24（3+N）

■ **经营业绩稳步增长。**受益于项目的不断推进及结算的加快，2019 年公司收入与利润规模稳步提升，经营业绩稳步提升。

■ **银企关系良好，融资渠道畅通，货币资金充裕。**公司银企关系良好，截至 2019 年末，共获得各银行综合授信额度 2,292.15 亿元，其中未使用授信额度 1,758.59 亿元。具备极强的财务弹性。同时，公司近年来货币资金充裕，对短期债务覆盖能力很强，也能够为主业发展提供有力的资金支持。

关注

■ **化工行业发展周期性较强。**2019 年化工行业景气度延续较好状态，但仍面临成本高位运行、环保及安全压力、投资疲软等风险，化工行业的周期性发展将对公司业务发展产生一定影响。

■ **持续扩大的海外业务面临的风险有所上升。**跟踪期内公司海外业务规模进一步扩大，但 2020 年以来随着新冠肺炎疫情的全球蔓延以及贸易摩擦的持续，使公司面临的政治、法律、汇率、政策波动等风险有所上升。

评级展望

中诚信国际认为，中国化学工程集团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。经营及业务承揽规模大幅下降；工程回款明显弱化；债务过度扩张且投资回报率未及预期。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

经中国证监会于2018年12月10日签发的“证监许可【2018】2046号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币120亿元（含120亿元）的可续期公司债券，“中国化学工程集团有限公司公开发行2018年可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）已发行45.00亿元。截至2019年末，本期募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金，均已使用完毕。

宏观经济和政策环境

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

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

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

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

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性

动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

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

近期关注

2019 年以来国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令景气度下行；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

化工行业是我国的支柱产业之一，渗透到社会生活的各个方面，与人民的衣、食、住、行密切相关，在我国的国民经济中起着举足轻重的作用。根据国家统计局数据显示，2019 年，石油和化工行业全年增加值同比增长 4.8%，主营业务收入同比增长 1.3% 至 12.27 万亿元，增加值增速有所回升，营业收入保持稳定增长。

行业景气度方面，2019 年在国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足背景下，化工行业景气度呈下行趋势。2019 年，石油和主要化学品市场价格大幅波动，总体疲软，价格总水平在连续两年上涨后再度下降，当年石油和天然气开采业出厂价格指数同比下跌 3.6%；化学原料和化学品制造业同比跌幅为 3.9%，使得石油和化工行业利润总额同比

下降 14.9% 至 6,683.7 亿元。此外，2019 年，受海外经济下行、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，石油和化工行业进出口总额 7,222.1 亿美元，同比下降 2.8%，占全国进出口总额的 15.8%。其中，出口总额 2,269.5 亿美元，同比下降 1.8%；进口总额 4,952.6 亿美元，同比下降 3.3%。

固定资产投资方面，自从 2011 年~2012 年期间化工行业达到固定资产投资高峰期后，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额的增速逐渐放缓，2016 年~2017 年甚至出现负增长。受益于 2019 年降准等经济相关政策频出、中美贸易关系存在缓和预期等因素，在石油价格和化工产品价格下行的背景下，行业固定资产投资增速有所放缓但仍保持增长，全年投资同比增长 4.2%。同时，中诚信国际关注到，化工行业已过固定资产投资的高峰期，国家亦在大力推进供给侧改革以及安全环保督查工作，行业进入去杠杆、去产能阶段。目前化工过剩行业去产能工作取得一定进展，环保安全生产、退城进园等方案颁布实施亦对化工企业固定资产投资方面进行了约束，部分高污染、过剩行业受政策限制较难新建产能，仅少数龙头企业有扩产行为。化工行业发展周期性较强，行业固定资产投资波动将影响化工工程施工需求，项目承揽量存在较大不确定性，行业内企业竞争仍很激烈。

中诚信国际认为，2020 年化工产品下游终端需求或将企稳，但需求大幅改善的难度较大，加之中美贸易摩擦的不确定性疫情影响，行业景气度和固定资产投资增速仍将承受一定压力。

改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2018 年以来，国内基建投资受到地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP 项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降至 3.8%。2019 年，在基建补短板的支撑下，基建投资增速逐步企稳，但“稳增长”效果仍显不足。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2019 年下半年来国家陆续出台相关鼓励政策。6 月，中共中央、国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；9 月，国务院常务会议提出要提前下达 2020 年部分专项债额度，确保年初即可使用见效，并强调专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；同月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，制定了我国交通建设三个阶段的目标；11 月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，资本金比例最多可下调 5 个百分点；同月，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，短期内铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到充分体现，对基建施工企业的稳健发展提供支撑。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫

情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

受益于“一带一路”政策的支持以及沿线国家对基础化工原料和产品的需求快速增长，2019 年公司新签合同额大幅增长，但同时较大的海外项目规模易受政治及汇率波动影响，对公司风险管控能力提出更高要求

公司是一家集研发、投资、勘察、设计、采购、建造和运营一体化的知识密集型建筑工程企业，是目前行业内资质最齐全、功能最完备、业务链最完整、知识技术相对密集的国际工程建设集团。

建筑施工是公司的核心业务，业务种类覆盖化工、石油化工及煤化工等行业，在境内工程承包领域具有领先的行业地位。2019 年，公司积极进行结构调整，在深耕化工、石油化工等传统市场的同时，拓展基础设施、环保等领域，并注重加大投融资带动项目的跟踪、承揽力度，积极推进经营模式转型，同时公司大力拓展海外市场，2019 年新签合同额同比增长 49.80% 至 3,025 亿元，充足的项目储备对其未来收入构成有力的支撑。

从施工领域来看，化工、石油化工与煤化工所构成的化学工程领域依然是公司的核心主业，2019 年受益于“一带一路”政策的支持以及沿线国家对基础化工原料和产品的需求快速增长，公司在境外斩获俄罗斯波罗的海化工综合体项目“千亿大单”，该项目将是全球最大的乙烯一体化项目，也是目前

全球石化领域单个合同额最大的项目；此外，公司还在中俄两国元首的共同见证下，签署了纳霍德卡甲醇项目，该项目是全球单系列最大的甲醇项目之一，上述因素带动公司当期化学工程新签合同额同比增长 99.70% 至 2,299.00 亿元，同时也使得公司境外新签合同额占当期新签合同额的比重超过 50%。

表 1：近年来公司新签合同额业务构成（单位：亿元，%）

业务类型	2019	同比变化
化学工程	2,299.00	99.70
基础设施	582.00	-23.90
环境治理	85.00	61.90
实业及现代服务业	59.00	16.60
合计	3,025.00	49.80

资料来源：公司提供

区域布局方面，截至 2019 年末，公司在全球 60 多个国家和地区设立超过 130 个境外机构，全球化网络布局日益完善，有利于推动海外新签项目的顺利落地。**中诚信国际注意到**，海外项目所处区域的政治、经济、政策环境可能发生波动，或将影响项目的推进速度；不同国别在合同条款的履行上可能存在商业习惯和法律定义的差异，海外项目的合同履行或不及预期；此外，海外收入的提升也会增加汇率波动带来的相关风险，需对公司海外业务的开展及推进情况保持关注。

表 2：近年来公司新签合同额区域分布（单位：亿元，%）

业务区域	2017	2018	2019
境内	630.99	1,481.50	1,463.00
境外	336.84	537.50	1,562.00
合计	967.83	2,019.00	3,025.00

资料来源：公司提供

2020 年以来，随着新冠肺炎疫情的全球蔓延以及贸易摩擦的持续，考虑到公司海外业务新签合同额占比较大，预计将会对全年新签合同额的增长带来一定挑战。

跟踪期内以勘探设计为主的经营性业务不断拓展，多元化经营布局为收入增长起到了较好补充作用

公司在巩固发展工程建筑施工主业的基础上，不断优化产业结构，加快完善相关业务多元化发展

格局。跟踪期内，公司以勘探设计为主的经营性业务均得到了一定发展。

勘察设计是公司在工程技术服务领域中最具竞争优势的业务环节，由于化工工程设计专业性很强，且涉及水资源管理、环境保护和征地移民等诸多专业问题，极高的行业技术竞争壁垒赋予公司化学工程设计领域很强的竞争力及话语权。截至目前，公司拥有工程设计综合甲级、工程勘察综合甲级等一系列设计勘察领域最高等级资质，自成立发展至今，已承担了国内多项化工类重大标志性项目。同时，公司在勘察设计方面具有雄厚的研发实力，通过自主研发、产学研协同以及商业模式创新等形式取得了显著的成效，并加快技术创新成果向经营成果转化的速度。

化工产品生产与销售方面，主要由子公司中国天辰工程有限公司与福州耀隆化工集团公司共同出资设立了福建天辰耀隆新材料有限公司（以下简称“天辰耀隆”）负责运营，双方出资比例分别为 60% 和 40%。天辰耀隆主营化工产品生产与销售，其主要产品为己内酰胺，副产品包括硫酸铵等。2019 年受己内酰胺市场价格下行因素影响，天辰耀隆实现净利润 2.94 亿元，同比下降 39.11%。

此外，公司在四川南充化工园区建设了 100 万吨/年精对苯二甲酸项目（以下简称“PTA 项目”），四川晟达化学新材料有限责任公司是 PTA 项目的投资主体，公司及子公司中国成达工程有限公司（以下简称“成达公司”）对其合计持股 80%，中国石油四川石化有限责任公司对其持股 20%。该项目预计总投资为 45.32 亿元，近年来受产品价格和开发区配套公用工程完工滞后等因素影响，项目建设进度缓慢，2018 年公司与四川省能源投资集团有限责任公司（以下简称“四川能源投资公司”）签署了《PTA 资产租赁合同》，将 PTA 项目整体资产以租赁方式交由四川能源投资公司经营，并于当年计提减值准备为 3.96 亿元。2019 年受益于产品价格的稳定，当期 PTA 项目未存在继续减值现象。

公司电力运营业务主要由印尼中化巨港电站有限公司（以下简称“中化巨港电站”）负责运营，中化巨港电站由公司及其子公司成达公司和印尼PTSUMBERGASSAKTIPRIMA（以下简称“SSP”）共同出资设立，持股比例分别为50%、40%和10%，股东方约定自项目商业运行日起第18周年的开始日，中方股东将其所持有的中化巨港电站全部股份转让与SSP，该项目已完成全部投资并于2006年1月开始商业运行。中化巨港电站在印尼运营的火力发电项目承担着印尼南苏省巨港市约1/3的发电任务，并装备了苏门答腊南部地区电厂中最大机组容量的AGP燃气轮机发电机，2019年经营情况保持稳定，实现净利润1.00亿元，同比下降11.99%。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年~2019年审计报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，评级报告中所用财务数据均为各期财务报表期末数。

跟踪期内公司经营业绩稳步增长，单位资本获利能力进一步增强，但资产减值损失亦相应增加且保持在较大规模，对利润增长构成一定压力

公司经营业务主要涉及化学工程和基础设施建设等领域。2019年，随着公司加大市场拓展力度以及推动项目建设进度，加之我国城镇化进程的持续推进带来的巨大需求，公司营业总收入突破千亿大关，同比增长26.46%至1,104.53亿元，其中工程施工是公司传统的核心业务，是收入和利润的主要来源，该业务板块营业收入同比增长39.93%至994.19亿元，占当期营业总收入的比重为90.42%；勘察设计及服务业务受行业需求下降影响，营业收入同比下降30.97%至17.56亿元，占当期营业总收入的比重亦下降至1.60%。

表3：2019年公司营业总收入构成情况（亿元、%）

业务板块	收入	占比	同比增减
工程施工	994.19	90.42	39.93
勘察设计及服务	17.56	1.60	-30.97
其他	87.82	7.99	-34.26
合计	1,104.53	100.00	26.46

注：合计数因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2019年，公司营业毛利率整体同比小幅下降，其中工程施工毛利率水平受益于业绩的稳定提升，同比有所上升；勘察设计及服务业务毛利率受收入规模下降促使相关支出减少影响，毛利率水平同比有所上升。

表4：2019年公司营业毛利率情况（%、百分点）

业务板块	毛利率	同比增减
工程施工	10.25	0.94
勘察设计及服务	28.09	0.83
其他	14.81	-4.36
合计	10.90	-0.45

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司期间费用支出以管理费用和销售费用为主。2019年，随着公司人员薪酬的增加、对施工技术的升级和勘察设计等研发投入的加大，管理费用相应增长；同期，随着项目承揽规模的扩大，公司销售费用亦相应增长。公司财务费用主要为债务形成的利息支出，近年来规模均保持在较低水平，主要系公司债务规模较少且货币资金充裕，利息收入维持在较高水平，加之汇兑收益亦对财务费用有一定冲减作用所致。跟踪期内，公司期间费用总额保持增长，但受益于营业总收入的增加，期间费用率同比有所下降。

从利润构成来看，跟踪期内公司经营性业务利润随业务规模扩大同比明显增加，带动利润总额相应增长，但以坏账损失为主的资产减值损失亦相应增加，则一定程度上削弱了公司的盈利状况。跟踪期内公司业务规模快速拓展带动收入和利润均保持增长，EBITDA亦相应增加，使得公司EBITDA利润率与去年基本持平；净资产收益率随着经营业绩的提升而有所增加，单位资本获利能力相应增强。

表 5: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2017	2018	2019
销售费用	2.92	3.77	4.50
管理费用	42.09	51.26	61.33
财务费用	5.87	1.70	2.52
期间费用合计	50.88	56.73	68.34
期间费用率	8.48	6.52	6.19
经营性业务利润	36.83	38.77	54.17
资产减值损失	-16.06	-12.37	-16.32
利润总额	21.30	28.28	38.59
EBITDA 利润率	5.58	5.04	4.98
净资产收益率	4.55	5.65	6.82

注: 中诚信国际分析时将研发费用计入管理费用, 将信用减值损失计入资产减值损失。

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

跟踪期内公司资产和负债规模稳步增长, 经营效率有所提升; 财务杠杆比率小幅上升, 但仍处于行业较低水平

跟踪期内公司经营稳健, 其资产规模实现了稳定增长。从资产结构来看, 施工行业的特征决定了公司流动资产占比较高, 近年来始终维持在 70% 以上, 主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。具体来看, 公司账面上货币资金较为充裕, 为其提供了极强的流动性支持, 其中 2019 年末受限货币资金为 25.33 亿元, 主要为保函、保证金及存款准备金等。跟踪期内公司应收账款随经营规模扩大有所增加, 由于公司所承接的项目多数为投资金额大、周期长的工程总承包项目, 项目实施期限及决算时间相对较长, 因此公司每年均会计提一定规模的坏账准备, 从应收账款主要客户来看, 2019 年末公司前五大客户应收账款总额占比为 11.32%, 客户分布较为分散。公司存货主要由库存商品、已完工未结算款等构成, 跟踪期内随着在手项目建设进度的推进带动已完工未结算款有所增长, 使得公司存货相应增加。2019 年, 公司营业周期为 142 天, 较上年经营效率有所提升, 且低于建筑行业平均水平。公司其他应收款主要为在项目建设过程中产生的代垫单位款, 跟踪期内随着公司业务规模的扩大而相应增长。

公司非流动资产主要由固定资产和无形资产

构成。其中, 固定资产主要为房屋建筑物和相关机器设备, 跟踪期内随着折旧的计提而有所减少; 无形资产主要为土地使用权, 跟踪期内有所增加主要系公司建设项目产生的特许经营权增加所致。

表 6: 近年来公司主要资产情况 (亿元)

	2017	2018	2019
货币资金	233.20	352.42	364.07
应收账款	167.78	183.57	289.25
存货	165.88	172.57	178.77
其他应收款	23.35	48.36	70.46
流动资产	721.15	901.75	1,006.27
固定资产	86.33	101.48	96.37
无形资产	19.53	21.16	26.26
非流动资产	170.66	220.30	296.18

注: 中诚信国际分析时将合同资产计入存货, 将应收款项融资计入应收账款。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

由于建筑施工企业对营运资金需求较高, 属于高杠杆经营行业, 因此负债水平较高是行业的普遍特征。从负债构成来看, 公司负债以经营性负债为主, 受益于很强的工程议价能力, 以应付材料款和应付分包商款为主的应付账款和以预收工程款以及已结算未完工程款为主的预收款项是流动负债的主要构成, 近年来上述科目均保持高位, 跟踪期内受生产经营规模的扩大和款项的结算影响呈波动变化。受益于对业主和上游供应商较好的议价能力, 公司有息债务总体维持在较低水平, 且债务期限结构主要为项目贷款形成的长期债务, 近年来短期债务占总债务的比重维持在 30% 左右。

所有者权益方面, 受益于经营累积、发行永续债券和子公司吸收投资者使得少数股东权益快速增长等因素, 近年来公司权益规模不断增加, 截至 2019 年末, 公司其他权益工具金额为 49.32 亿元, 占当期末所有者权益合计的 10.11%。受益于较强的资金周转效率, 公司财务杠杆比率近年来均保持在行业较低水平。

表 7：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
应付账款	262.53	328.92	419.78
预收款项	159.44	179.67	169.43
短期债务	23.55	28.16	38.73
长期债务	55.17	82.21	96.23
所有者权益合计	326.42	420.61	488.00
资产负债率	63.40	62.51	62.53
总资本化比率	19.43	20.79	21.66

注：中诚信国际分析时将合同负债计入预收款项。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受承接项目增加及垫款较多影响，跟踪期内公司经营活动现金流呈小幅净流出状态；受益于经营业绩的提升，公司偿债指标有所增强

经营活动方面，跟踪期内受公司承接项目增加支出加大但回款滞后以及垫款较多影响，经营活动净现金流呈小幅净流出状态。

投资活动方面，公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、购买理财产品等支出，投资活动现金流入主要系收回理财收到的现金。2019 年公司购置固定资产虽有所减少，但用于购买理财支付的现金仍保持高位，当期投资活动现金流仍呈净流出态势。

筹资活动方面，2019 年以来，为满足基建及环保领域长期投资需求，公司加大债务融资力度，使得当期筹资活动现金流仍维持净流入态势，很强的融资能力为其业务扩张提供了良好支持。

从偿债能力指标分析，跟踪期内受益于经营业绩的提升，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强，受短期债务增加以及款项回收滞后影响，经营活动现金流入对短期债务的覆盖能力有所弱化，但仍维持在较高水平。此外，公司货币资金充裕，近年来可以完全覆盖各期末短期债务，偿债压力较小。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	27.18	45.56	-1.96
投资活动净现金流	-11.32	-24.02	-23.42
筹资活动净现金流	24.64	53.64	53.76
总债务	78.72	110.37	134.95
货币资金/短期债务	29.91	25.51	28.70
经营活动现金流入/短期债务	23.88	28.20	24.64
总债务/EBITDA	2.35	2.52	2.45
EBITDA 利息倍数	8.49	8.88	11.02

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司财务弹性良好，公开市场无信用违约记录，或有负债事项风险可控，受限资产比例较小

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对外担保金额 21.86 亿元，对外担保比例为 4.48%，主要为对安徽华塑股份有限公司担保余额 2.53 亿元，对内蒙古东源科技有限公司担保余额 14.60 亿元，系公司 2011 年与东源科技签订 EPC 总承包合同的担保借款，同时东源科技股东及其关联方向成达公司提供反担保和资产抵押、质押。中诚信国际将对公司对外担保情况保持关注。

未决诉讼方面，截至 2019 年末，公司无重大未决诉讼情况。

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2019 年末，公司共获得各银行综合授信额度 2,292.15 亿元，其中未使用额度 1,758.59 亿元，备用流动性良好。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产账面价值为 131.55 亿元，占当期末总资产的比重为 10.10%，主要为保证金等受限货币资金以及用于取得抵质押借款的长期应收款和固定资产等。

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 5 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据公司提供企业信用报告，截至 2020 年 6 月 16 日，公司本部借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

公司作为骨干央企，在业务拓展、信用背书、融资渠道等诸多方面均获得股东的大力支持

公司是我国化学工程领域资质最为齐全、功能最为完备、业务链最为完整的工业工程集团公司，近年来在业务拓展、科学研究、信用背书等方面获得股东强大的支持。同时，公司每年均能获得一定规模的政府补助资金，亦充实了其利润规模。

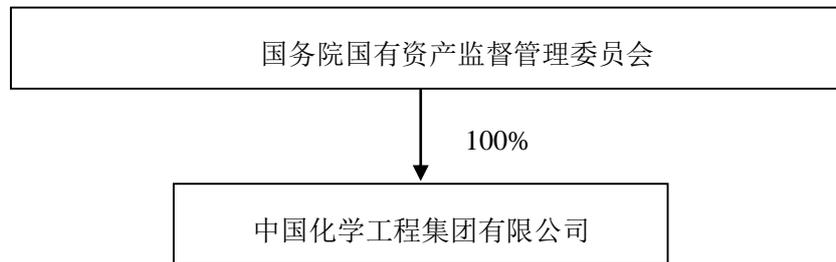
截至 2019 年末，公司拥有 11 家国家级研发平台、1 家国家能源研发中心、5 家省级企业技术中心、8 家省级工程技术研究中心、18 家国家高新技术企业、6 家国家级博士后科研工作站，专业领域覆盖公司主营业务范围，科研实力极强。此外，公司还积极组织参与国家标准、行业标准、团体标准编制工作，共编制完成并发布《岩土工程勘察安全标准》等 2 项国家标准和《烧碱装置安全设计标准》等 2 项团体标准，牵头制定《化工园区开发和建设导则》团体标准及园区配套系列标准，承担中国工程建设标准化协会《国际工程建设项目系列标准》编制工作，具有很高的行业话语权。

同时，旗下子公司中国化学作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，并在 ENR 最新排名的全球承包商 250 强、国际承包商 250 强中均跻身前 30 强，是 2019 年 ENR 排名上升幅度最大的企业。而且，公司作为国内大型建筑企业，一直以来都能得到银行等金融机构的大力支持，充足的授信额度为公司各类业务开展奠定了良好基础。

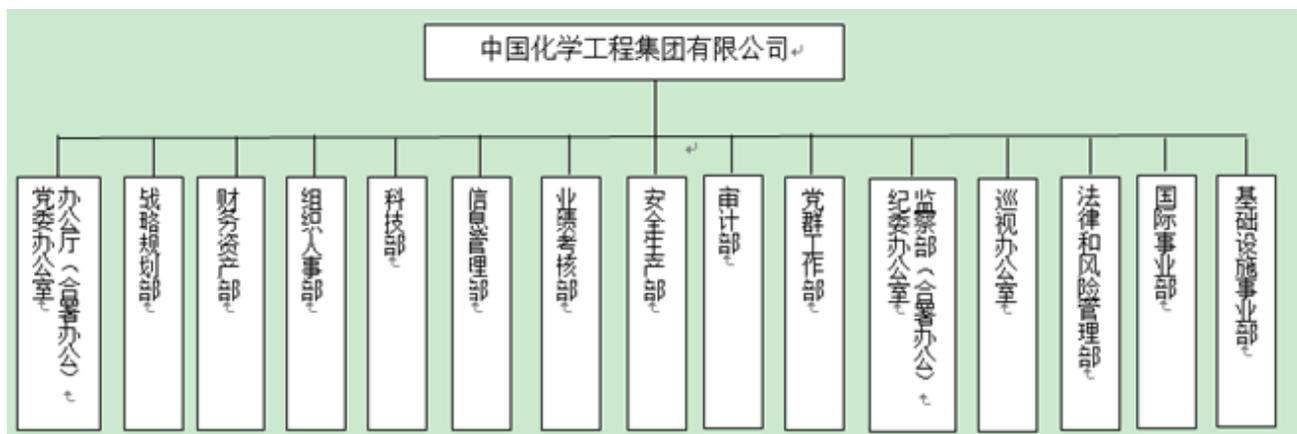
评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国化学工程集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 化学 Y1”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国化学工程集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附二：中国化学工程集团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
货币资金	2,331,996.22	3,524,206.89	3,640,747.12
应收账款净额	1,677,782.51	1,835,652.21	2,892,519.14
其他应收款	233,481.23	483,592.46	704,599.19
存货净额	1,658,758.39	1,725,660.51	1,787,658.30
长期投资	174,730.43	315,700.38	403,919.78
固定资产	863,333.17	1,014,776.39	963,726.00
在建工程	235,598.08	101,484.05	56,577.13
无形资产	195,250.99	211,598.30	262,610.75
总资产	8,918,115.58	11,220,557.15	13,024,473.55
其他应付款	343,346.61	449,439.13	440,353.68
短期债务	235,451.06	281,562.84	387,266.08
长期债务	551,720.30	822,115.56	962,269.96
总债务	787,171.36	1,103,678.40	1,349,536.04
净债务	-1,544,824.85	-2,420,528.49	-2,291,211.08
总负债	5,653,950.27	7,014,498.72	8,144,460.27
费用化利息支出	33,622.44	48,123.13	49,317.65
资本化利息支出	5,761.26	1,264.36	592.20
所有者权益合计	3,264,165.31	4,206,058.42	4,880,013.28
营业总收入	5,996,524.65	8,695,061.83	11,045,294.98
经营性业务利润	368,342.66	387,727.06	541,719.12
投资收益	8,335.84	14,932.76	8,518.04
净利润	145,363.49	211,208.45	309,905.18
EBIT	246,655.78	330,878.44	435,228.36
EBITDA	334,319.59	438,422.84	549,948.07
经营活动产生现金净流量	271,817.00	455,599.90	-19,617.17
投资活动产生现金净流量	-113,169.07	-240,242.87	-234,247.00
筹资活动产生现金净流量	10,860.43	863,162.47	323,086.41
资本支出	152,841.39	101,526.92	78,829.42
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	15.01	11.35	10.90
期间费用率(%)	8.48	6.52	6.19
EBITDA 利润率(%)	5.58	5.04	4.98
总资产收益率(%)	2.82	3.29	3.59
净资产收益率(%)	4.55	5.65	6.82
流动比率(X)	1.46	1.51	1.45
速动比率(X)	1.13	1.22	1.19
存货周转率(X)	2.86	4.56	5.58
应收账款周转率(X)	3.85	4.95	4.65
资产负债率(%)	63.40	62.51	62.53
总资本化比率(%)	19.43	20.79	21.66
短期债务/总债务(%)	29.91	25.51	28.70
经营活动净现金流/总债务(X)	0.35	0.41	-0.01
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.15	1.62	-0.05
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.90	9.23	-0.39
经调整的经营净现金流/总债务(%)	25.52	33.47	-13.09
总债务/EBITDA(X)	2.35	2.52	2.45
EBITDA/短期债务(X)	1.42	1.56	1.42
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.49	8.88	11.02
EBIT 利息保障倍数(X)	6.26	6.70	8.72

注：中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))
	现金及其等价物/货币等价物	货币资金(现金)+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业总收入/应收账款平均净额
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	营业周期-应付账款平均净额×360天/年采购成本 营业周期=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
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
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	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
	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-营业税金及附加-期间费用+其他收益
	净资产收益率/净资产回报率	净利润/净资产平均余额
	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	RCF	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)
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流	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
偿债能力	EBIT利息覆盖倍数	EBIT/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	EBITDA利息覆盖倍数	EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	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

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。