

中化能源股份有限公司 2020 年公开发行 可续期公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 28 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与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）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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1568 号

中化能源股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司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“20 能源 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

二零二一年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持中化能源股份有限公司（以下简称“中化能源”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 能源 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东实力雄厚并对公司支持力度大、公司行业地位较高、产业链条完善及产能增加令炼化业务竞争力进一步增强对其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到部分国家政治、经济环境的不稳定及石油及相关化工产品价格波动可能对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中化能源（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	869.97	1,070.13	999.34
所有者权益合计（亿元）	295.40	373.91	402.26
总负债（亿元）	574.57	696.22	597.09
总债务（亿元）	181.11	235.20	280.81
营业总收入（亿元）	4,563.08	4,435.74	2,915.71
净利润（亿元）	31.62	32.62	32.09
EBIT（亿元）	50.80	46.84	40.01
EBITDA（亿元）	80.04	77.18	70.11
经营活动净现金流（亿元）	159.74	26.66	29.54
营业毛利率(%)	2.42	2.54	3.15
总资产收益率(%)	5.47	4.83	3.87
资产负债率(%)	66.04	65.06	59.75
总资本化比率(%)	38.01	38.61	41.11
总债务/EBITDA(X)	2.26	3.05	4.01
EBITDA 利息倍数(X)	11.95	6.97	8.42

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理。

正面

■ **股东实力雄厚，对公司支持力度大。**公司实际控制人中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）系国有大型骨干中央企业，综合实力极强，公司系其能源业务运营主体，近年来在运营、管理等方面获得股东大力支持。

■ **行业地位较高，产业布局完善。**公司拥有齐全的贸易业务牌照，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；并形成了石油贸易、炼化、仓储物流和石化销售等一体化

的产业布局，发挥了不同板块之间的协同效应，提高了公司整体竞争实力和抗风险能力。

■ **2020 年中化泉州炼化二期项目陆续投产，炼化业务竞争力进一步增强。**公司炼化规模、生产工艺、配套设备均处于亚洲先进水平；2020 年中化泉州石化有限公司（以下简称“中化泉州”）炼化二期项目陆续投产，炼化产能提升至 1,500 万吨/年，相关业务竞争力进一步增强。

关注

■ **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。**公司向沙特阿拉伯及安哥拉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。

■ **石油及相关化工产品价格波动对公司经营产生一定影响，2020 年公司经营性业务业绩下滑。**石油及相关化工产品价格的大幅波动对公司业务规模及盈利能力产生一定影响；受新冠疫情及国际油价下跌等影响，2020 年公司石油贸易及炼油化工业务收入大幅下滑。

评级展望

中诚信国际认为，中化能源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严重不足等令净利润出现连续大幅亏损，财务杠杆大幅攀升，流动性严重恶化，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。

同行业比较

2020 年部分化工企业主要指标对比表					
公司名称	炼化产能（万吨/年）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率(%)
上海石化	1,600	747.05	6.28	447.49	34.40
中化能源	1,500	2,915.71	32.09	999.34	59.75

注：“上海石化”为“中国石化上海石油化工股份有限公司”简称。

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	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 能源 Y1	AAA	AAA	2020/06/24	20.00	20.00	2020/04/16~2023/04/16 (3+N)	公司续期选择权、票面利率选择权、赎回条款

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

中化能源股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）（以下简称“20 能源 Y1”）发行规模为 20.00 亿元，募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金及偿还有息债务，募集资金实际使用情况与《中化能源股份有限公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）》中承诺的用途和使用计划一致，且已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产能保持正向修复，叠加输入因素影响，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增长下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年化工¹行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工产品

的需求；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 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美成功当选总统，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品及其下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间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，其中湖北省内化工行业以及其他省份部分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；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工复产加

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

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工产品生产负荷企稳回升。

表 1: 我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸(折100%)	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱(折100%)	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱(碳酸钠)	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学肥料(折纯)	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药(折有效成分100%)	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4月20日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期货5月结算价暴跌至-37.63美元/桶；随后主要原油生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020年全年WTI期货结算价和布伦特原油期货均价分别约为39.58美元/桶和43.21美元/桶，同比分别下降约17.45美元/桶和20.96美元/桶。由于疫情及国际天然气供给增长的影响，2020年上半年天然气价格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG市场价格较上半年增长7.99%，不过全年均价仍同比下降约16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大幅上涨后已趋于平稳，2020年以来呈小幅下降态

势，整体降幅较为平稳，截至12月末国内无烟煤（2号洗中块）市场价为900元/吨，较年初下降15.75%。总体来看，2020年原油价格的超预期下跌将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利形成冲击；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。预计2021年，OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

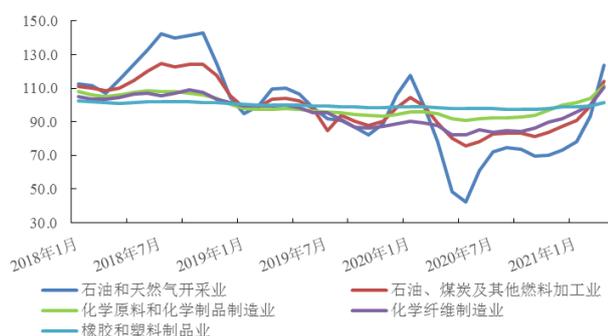
图 1: 国际原油价格走势情况(美元/桶)



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020年1~5月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来看，自2020年2月以来化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年同期且分化较为明显。

图 2: 化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点, 据应急管理部数据, 2020 年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降 15.5% 和 8.3%, 化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020 年, 国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动, 化工行业环保水平不断提升, 落后不达标企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念,《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿色化改造; 全面实行排污许可制, 推进排污权、用

能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严, 短期看, 不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构, 对化工存量产能形成一定约束; 长期看, 安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020 年一季度受新冠疫情影响较大, 化工企业²普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷, 叠加原油价格大幅下跌, 营业总收入同比下降, 亏损企业数量大幅增至 89 家。进入二季度后, 随着国内疫情逐步得到控制, 企业开工率有所回升, 4~6 月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升; 但由于原油及其炼化产品价格处于低位, 石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降, 且仍呈亏损状态。三季度以来, 在国内疫情防控措施得力的背景下, 工业生产保持快速增长, 各行业需求持续复苏, 第三季度营业总收入环比增长; 行业亏损企业数量降至 43 家。总体来看, 2020 年化工行业营业总收入同比下降, 盈利能力有所弱化, 但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等, 盈利能力持续修复。

表 2: 2020 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额 (亿元)		营业收入 (亿元)		利润总额 (亿元)	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

中诚信国际认为, 2021 年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下, 终端行业将延续回暖态势或实现边际改善, 国内化工产品整体需求或将提升, 但仍需关注阶段性

需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

公司石油贸易综合竞争力较强, 但 2020 年受新冠疫情及国际油价下跌等影响, 全球原油市场需求量

其中包括石油开采企业 3 家, 石油化工企业 19 家, 化学原料企业 36 家、化学制品企业 228 家, 化学纤维企业 24 家, 塑料和橡胶制品企业 51 家。

²根据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, 中诚信国际选取 A 股 381 家化工上市公司, 剔除 2019 年以来上市但缺少单一季度数据的 20 家公司后保留 361 家为样本进行分析,

下降，公司原油及成品油销量明显下降，该板块业务收入降幅较大

石油贸易及服务是公司收入的主要来源。公司是中国 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（依托中化集团）的国营石油贸易企业之一，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，为全球多个国家和地区的炼厂和石油贸易商提供产品。此外，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关系，目前已锁定了逾 7,000 万吨/年的原油采购长约，包括伊拉克、沙特阿拉伯及安哥拉等多个国家的供货商。但上述国家政治、经济环境潜在的不稳定性或对公司石油贸易业务产生不利影响，中诚信国际将对此保持关注。

受新冠疫情及国际油价下跌等影响，全球原油市场需求量下降，2020 年公司石油贸易业务销量下滑幅度较大。其中，原油销量降至 7,631.82 万吨，同时受新冠疫情期间炼化行业整体开工率不足，成品油消费量下降等影响，公司成品油销量亦降至 1,337.55 万吨。由于销量及油价下降，2020 年石油贸易及服务业务收入大幅下滑，令公司业绩承压。对此，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。中诚信国际认为，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一定不确定性，中诚信国际将持续关注未来国际油价、人民币汇率变化及套期保值对公司盈利水平产生的影响。

表 3：公司石油贸易及服务业务经营情况（万吨）

项目	2018		2019		2020	
	采购量	销售量	采购量	销售量	采购量	销售量
原油	10,032.35	10,033.21	9,131.73	9,118.68	7,638.20	7,631.82
成品油	1,366.39	1,348.56	1,823.94	1,840.87	1,354.52	1,337.55
合计	11,398.74	11,381.77	10,955.67	10,959.55	8,992.72	8,969.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中化泉州炼化二期项目陆续投产令烯烃及芳烃类产品产能提升，带动 2020 年石化产品产量及销量同比增长，但成品油产量销量下降，加之成品油及石化产品销售价格下跌使得炼化业务收入大幅下滑

炼化化工业务板块为公司利润的主要来源，运营主体为中化泉州，其炼化装置位于福建省湄洲湾腹地中化集团专属石化园区中化泉惠工业园区，并在湄洲湾附近拥有码头。优越的地理位置使得公司业务同时覆盖市场缺口较大的东南亚、中东、欧洲及澳洲地区，令公司在原油进口以及产品出口方面维持较强运输成本优势。

原油是石油炼化的主要原料，占炼化板块采购金额的比例超过 90%，且通过石油贸易板块内部采购，供应稳定性较强。销售方面，中化泉州主要通过内部石化销售分部和石油贸易分部向国内外客

户销售，并且可以利用贸易分部拥有的成品油出口配额帮助炼化板块实现境内及海外销售的灵活切换。

炼化产能方面，中化泉州炼化二期项目于 2020 年 9 月投料试车，当年新增 100 万吨/年乙烯及其衍生物产能和 80 万吨/年对二甲苯产能，年末炼油规模扩能至 1,500 万吨/年。目前，中化泉州单套装置规模保持国内前列，炼油规模、生产工艺、配套设备均处于亚洲先进水平，主要产品包括以汽油、柴油为主的成品油以及以基础化工原料、芳烃类为主的石化产品等。

2020 年，受成品油需求下滑等影响，公司成品油产销量同比下降；烯烃及芳烃类产品产能提升带动当年石化产品产销量同比上升。中化泉州根据对国内外市场的产品销售价格预判以及生产能耗统计，制定效益最大化的产品产量，当年产销率保持

较好水平。但由于 2020 年成品油及石化产品销售价格下跌，炼化业务收入出现较大幅度下滑，盈利水平亦有所下降。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，目前公司的污染物排放指标均达到国家标准，且 2020 年以来无重大安全环保事故。

表 4：公司主要炼化化工产品产销情况（万吨）

项目	2018		2019		2020	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
成品油	771.11	762.96	817.16	824.26	738.80	739.94
其中：汽油	216.20	216.43	227.85	228.14	170.35	171.23
柴油	300.82	298.45	317.51	321.59	283.41	282.46
其他	254.08	248.08	271.80	274.52	285.04	286.25
石化产品	392.98	382.11	380.64	384.46	445.21	440.83
其中：烯烃类	21.75	21.61	21.43	21.54	65.97	63.22
芳烃类	113.01	110.27	105.19	105.73	119.76	118.70
基础化工原料	186.77	179.83	169.66	173.71	166.53	167.11
其他产品	71.45	70.40	84.36	83.48	92.94	91.80
合计	1,164.08	1,145.07	1,197.80	1,208.72	1,184.01	1,180.76

注：1、成品油中的其他主要包括 3 号喷气燃料、煤油等；烯烃类主要包括聚丙烯、EVA、高密度聚乙烯（HDPE）、环氧乙烷（EO）、环氧丙烷、苯乙烯、丁二烯、丁烯-1 等；芳烃类主要包括苯、甲苯、混合二甲苯、裂解碳五、裂解碳九、对二甲苯等；基础化工原料主要包括石脑油、石油液化气、醚后碳四、MTBE、甲醇、乙二醇（MEG）、二乙二醇（DEG）、三乙二醇（TEG）、丙二醇等；石化产品中的其他主要包括石油焦、硫磺、沥青、变性燃料乙醇等；2、因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司不断拓展油品销售网络，2020 年成品油销量保持增长，第三方仓储业务规模稳居行业前列

公司油品及化工品销售业务板块运营主体为中化石油销售和中化石化销售，其业务包括成品油和石化产品的零售、批发等。公司主要从中化泉州和外部炼厂等供应商采购成品油及石化产品，并通过自营加油站经营成品油的零售，通过批发形式向国内客户批发成品油及石化产品，同时经营便利店及提供其他增值汽车服务等非油业务。

成品油零售方面，2020 年公司成品油零售网络持续扩大，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，在福建和广东地区自主建设的加油站网络持续快速发展，但受新冠疫情影响公众出行意愿降低，导致汽柴油需求减少，2020 年成品油零售量下降较大。随着公司成品油零售业务不断向轻资产模式转型，2020 年加盟站及合作站数量增幅明显，同时，凭借加油站的高交通流量，公司还在加油站经营便利店并为客户提供其他增值汽车服务，亦为公司带来一定收入。

表 5：公司油品及化工品销售业务内容

业务	模式	主要客户	主要产品/服务
成品油	批发	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	汽油、柴油等
	零售	车主	销售汽油、柴油产品，经营便利店，提供其他增值汽车服务
	管服	加盟站、第三方油站、车主会员	提供基础管理服务、营销代运营、油品检测服务
石化产品	统销	化工企业、化工品贸易商	销售炼化板块生产的石化产品
	自营		销售外部炼厂等外部供应商的石化产品

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来成品油零售网络建设情况（座）

	2018	2019	2020
自营及合作经营站	606	612	591
其中：自营站	589	583	533
合作站	17	29	58
加盟站	389	678	814

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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、柴油等产品经营批发业务。2020 年，公司继续大力拓展批发业务，提升公司在成品油市场的

地位，截至当年末公司在北京、上海、福建、广东等 17 个省市以及 54 个分销库从事批发业务，但受新冠疫情期间公众出行量下降，汽柴油需求减少令 2020 年成品油批发量增幅亦相对有限。化工品销售方面，除了销售内部炼油化工板块的石化产品外，

公司还与全球一流的石化供应商保持稳固的合作关系，相关业务经营范围辐射福建省及华东、华南地区，2020 年基础化工原料销量增长令石化产品销量同比有所上升。

表 7：公司按产品类型划分的成品油及石化产品采购量及销量（万吨）

项目	2018		2019		2020	
	采购量	销售量	采购量	销售量	采购量	销售量
成品油	1,050.28	1,051.36	1,402.36	1,402.99	1,942.92	1,937.02
其中：汽油	671.83	673.79	880.20	877.27	937.28	938.13
柴油	347.53	348.67	489.84	491.24	531.63	524.91
其他	30.92	28.90	32.32	34.48	474.01	473.98
石化产品	810.02	811.17	785.74	788.80	848.95	846.33
其中：烯烃类	97.03	96.02	105.20	108.01	128.05	127.42
芳烃类	168.59	170.55	149.60	150.10	148.83	147.49
基础化工原料	430.16	430.56	443.56	443.67	480.18	478.65
其他产品	114.24	114.04	87.37	87.02	91.89	92.76
合计	1,860.39	1,862.53	2,188.61	2,191.79	2,792.31	2,783.35

注：1、上表不包含代理业务、非油业务；2、因四舍五入存在尾数差异。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

仓储物流方面，公司在沿海沿江地区持续开展原油、成品油及化工品的仓储和槽车、船舶及管道的转运、装卸等其他增值服务，保持国内最大的第三方仓储服务提供商地位。截至 2020 年末，公司拥有 6 大库区，仓储容量为 512.27 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，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。

泉州炼化三期项目有利于公司发挥规模和产业链优势，协同各业务提升公司整体竞争力，同时也需关注面临的资本支出压力；首次公开发行股票拟募集资金 110 亿元，目前仍处于在会审核阶段

随着炼化二期项目陆续投产，目前中化泉州正在规划三期项目，若三期项目实施，届时中化泉州将具有 3,500 万吨/年炼油、340 万吨/年乙烯、500

万吨/年芳烃规模，成为集炼油化工为一体的世界级石油化工产业基地，更有利于公司发挥规模和产业链优势，协同公司各业务板块，提升公司整体竞争力，实现高质量发展。**中诚信国际认为**，该项目投资规模较大，未来将持续关注公司项目建设进度、资本支出压力和投后收益情况。

此外，2021 年 6 月 16 日，公司发布《中化能源股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》称，拟向社会公众发行不超过 629,629.33 万股人民币普通股，不超过发行后总股本的 25%，拟募集资金 110 亿元，扣除发行费用后用于建设中化泉州 100 万吨/年乙烯项目、中化兴中六期扩建项目和补充流动资金³，届时公司资本实力和资本结构有望进一步提升。假设发行比例为发行后总股本的 25%，中化股份、中化勘探和战略投资者所持股份比例将分别降至 58.54%、1.46% 和 15.00%，控股股东仍为中化股份，最终控制方仍为国务院国资委。此次首次公开发行事项仍处于在会审核阶段，具有一定不确定性，中诚信国际将持续关注该事项后续进展。

³ 其中 70 亿元用于建设中化泉州 100 万吨/年乙烯项目，7 亿元用于建

设中化兴中六期扩建项目，33 亿元用于补充流动资金。

表 8：公司首次公开发行后股本结构情况（亿股、%）

股东名称	发行前		发行后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
中化股份	147.42	78.05	147.42	58.54
中化勘探	3.69	1.95	3.69	1.46
农银金融资产投资有限公司	16.35	8.65	16.35	6.49
工银金融资产投资有限公司	9.81	5.19	9.81	3.89
北京诚通工银股权投资基金（有限合伙）	6.54	3.46	6.54	2.60
青岛中鑫鼎晖股权投资合伙企业（有限合伙）	3.92	2.08	3.92	1.56
中信证券投资有限公司	1.16	0.62	1.16	0.46
A 股其他投资者	-	-	62.96	25.00
合计	188.89	100.00	251.85	100.00

资料来源：公开资料获取，中诚信国际整理

财务分析

以下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 2018~2020 年审计报告，所用数据均为财务报告本期数或期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“其他应付款”的有息债务调至短期债务。

受新冠疫情、国际油价下跌及化工产品销售价格整体下行等影响，2020 年公司营业总收入大幅下滑；公司通过期货产品进行套期保值，可以一定程度上减少石油贸易过程中由于石油价格波动产生的风险，当年利润总额和净利润降幅较小，需关注后续原油价格走势及其对公司利润水平的影响

2020 年，公司营业总收入同比下降 34.27%，主要系受新冠疫情及国际油价下跌等影响，化工产品需求不足令其销售价格整体下行所致。当年公司营业毛利率有所提升，主要系毛利率较低的石油贸易收入占比进一步下降，石化产品占比上升带动炼油化工板块毛利率上升，且石油仓储需求旺盛导致仓储物流板块毛利率大幅上升所致。但由于石油贸易及服务板块占比仍超过 70%，且油品及化工品销售板块毛利率下降，公司营业毛利率水平仍相对较低。中诚信国际关注到，公司石油贸易业务易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，且石油及相关化工产品

价格的频繁大幅波动亦对公司业务规模及盈利能力影响较大，未来中诚信国际将对其产品价格波动及盈利状况的稳定性保持关注。

表 9：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
石油贸易及服务	3,843.73	3,644.34	2,051.60
炼油化工	509.04	495.71	356.11
油品及化工品销售	1,051.57	1,125.44	1,118.17
仓储物流	14.55	13.50	16.57
其他	0.01	0.49	0.36
分部间抵消	-855.82	-843.75	-627.11
营业总收入	4,563.08	4,435.74	2,915.71
毛利率	2018	2019	2020
石油贸易及服务	0.30	0.88	1.01
炼油化工	11.11	6.29	6.40
油品及化工品销售	3.72	4.07	3.73
仓储物流	35.24	38.01	47.61
营业毛利率	2.42	2.54	3.15

注：因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年，公司销售费用随业务规模下降而大幅减少，管理费用亦有所下降；同时，由于公司调整债务结构，更多采用公司债等融资成本较低的方式，加之泉州石化二期项目逐步建设，予以资本化的利息增加，当年财务费用亦大幅下降。受上述因素影响，2020 年期间费用总额下降，但由于当年营业收入降幅较大，期间费用率小幅上升。

经营性业务利润是公司利润总额的主要来源，其中，受福建省泉州市政府为鼓励和扶持中化泉州炼化二期项目提供的专项发展资金减少影响，2020 年其他收益大幅下降，加之营业收入明显下滑，当年经营性业务利润出现较大幅度下降；但公司通过期货产品进行套期保值，可以一定程度上降低石油贸易中由于原油价格波动产生的风险，当年衍生金融工具公允价值变动损失同比大幅减少，使得 2020 年利润总额及净利润降幅相对较小。盈利指标方面，当年 EBIT 及 EBITDA 同比下滑，总资产收益率亦继续下降，但由于收入降幅较大以及毛利率有所提升，EBITDA 利润率同比有所上升。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020
销售费用	31.96	32.67	25.72

管理费用	16.26	14.60	13.30
财务费用	3.71	5.31	0.36
其中：汇兑收益	2.44	1.73	1.98
期间费用合计	51.92	52.58	39.38
期间费用率	1.14	1.19	1.35
其他收益	5.57	8.90	3.89
经营性业务利润	49.44	55.99	37.63
公允价值变动收益（损失）	28.46	-21.63	-6.12
投资收益	-26.36	6.88	5.28
利润总额	44.55	40.02	37.78
净利润	31.62	32.62	32.09
EBIT	50.80	46.84	40.01
EBITDA	80.04	77.18	70.11
EBITDA 利润率	1.75	1.74	2.40
总资产收益率	5.47	4.83	3.87

注：研发费用计入管理费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

应收账款及应付账款随贸易板块业务规模下降令 2020 年末总资产和总负债有所下降；利润积累及发行永续债带动所有者权益不断增长

2020 年末公司总资产小幅下滑，其中流动资产占比进一步降至 39.72%，主要系当年新冠疫情导致贸易板块业务规模下降及国际油价下跌令年末应收账款余额大幅下降，加之中化泉州炼化二期项目建设持续推进令年末固定资产及在建工程总额上升所致。此外，由于当年偿付部分债务且项目投资仍保持一定规模，2020 年末货币资金有所下降；同期末其他应收款大幅下降，主要系当年公司收回对中化亚特兰蒂斯（SINOCHEM ATLANTIC RESOURCES B.V.）的 13.40 亿元关联方借款，同时与中化集团签订《往来款项安排协议》⁴，抵消应收中化集团往来款，截至 2020 年末其他应收款主要为应收惠安县财政局扶持石化产业专项资金补助款 9.36 亿元和期货款项 4.04 亿元；公司增加原材料备货令同期末存货规模上升；待抵扣及待认证的增值税进项税进一步增加使得其他流动资产保持较快增速。非流动资产方面，中化泉州炼化二期项目部分转固令 2020 年末固定资产及以土地使用权

⁴由于期货款项往来业务，公司子公司中化国际石油（巴哈马）有限公司（以下简称“巴哈马石油”）对中化集团形成其他应付款，子公司中化石油有限公司（以下简称“中化石油”）对中化集团存在其他应收款。截止到 2020 年 9 月 18 日，三方确认往来款金额为 18.80 亿元。2020 年 9 月中化集团和巴哈马石油以及中化石油三方签署《往来款项安排协议》，由巴哈马石油直接承担向中化石油清偿人民币 1,879,512,498.29 元的偿

为主的无形资产大幅上升，在建工程相应下降。

表 11：公司主要资产结构情况（亿元）

	2018	2019	2020
货币资金	26.72	22.83	16.73
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	38.04	2.66	1.65
应收账款	271.56	308.05	190.77
其他应收款	25.79	46.65	15.69
存货	85.00	86.47	96.44
其他流动资产	12.33	34.61	59.36
流动资产	467.68	512.45	396.94
固定资产	264.11	247.03	395.50
在建工程	38.08	232.76	112.19
无形资产	38.87	43.07	53.78
非流动资产	402.29	557.68	602.40
总资产	869.97	1,070.13	999.34

注：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

公司总负债主要为应付账款、其他应付款及有息债务，2020 年末有所下降。其中，应付账款主要为石油贸易业务所产生的应付货款，2020 年贸易规模缩减及国际油价下跌令年末应付账款大幅下降；由于签订《往来款项安排协议》抵消应付关联方款项，加之归还中化集团资金拆借款，2020 年末其他应付款大幅减少，主要由应付工程物资及设备款构成。同期末，中化泉州炼化项目建设令总债务继续上升，主要通过发行公司债等方式融资，2020 年末短期债务占总债务的比重进一步降至 57.13%，债务结构相对合理。受益于利润积累及 2020 年发行 20 亿元永续债，年末所有者权益保持增长态势，2020 年公司现金分红为 14.05 亿元⁵。财务杠杆方面，年末资产负债率有所下降，但总债务规模扩大令总资产本化比率有所上升。

表 12：公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
应付账款	318.30	330.39	207.29
其他应付款	37.82	113.12	56.66
短期债务	119.87	141.47	160.43
总债务	181.11	235.20	280.81

还义务，巴哈马石油对中化集团的等额应付款与中化集团对中化石油的等额应付款同时解除。

⁵ 利润分配方案已于 2021 年 4 月 26 日通过公司董事会决议，截至《中化能源股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》签署日，相关事项尚待年度股东大会批准。

总负债	574.57	696.22	597.09
实收资本	170.00	188.89	188.89
资本公积	47.99	86.92	86.35
其他权益工具	--	--	20.42
未分配利润	63.34	82.05	90.99
所有者权益	295.40	373.91	402.26
资产负债率	66.04	65.06	59.75
总资本化比率	38.01	38.61	41.11

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，经营活动现金净流入上升令其对利息支出的覆盖能力增强，但总债务规模上升使得相关偿债指标有所弱化

2020年，公司经营活动现金流保持增长；中化泉州炼化二期项目陆续投产令当年投资活动净流出规模明显下降；筹资活动现金净流入规模亦大幅下降，主要系当年借款取得的现金同比大幅下降所致。

偿债指标方面，由于公司更多采用成本较低的方式进行债务融资令利息支出有所下降，2020年EBITDA及经营活动净现金流对利息支出的覆盖能力增强，但总债务规模继续扩大令相关偿债指标有所弱化，且货币资金等价物下降令其对短期债务的覆盖能力继续下降。

表 13：公司现金流及偿债指标情况（亿元）

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	159.74	26.66	29.54
投资活动净现金流	3.74	-151.98	-50.19
筹资活动净现金流	-172.07	121.43	14.65
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.95	6.97	8.42
经营活动净现金流/利息支出(X)	23.84	2.41	3.55
总债务/EBITDA(X)	2.26	3.05	4.01
经营活动净现金流/总债务(X)	0.88	0.11	0.11
货币等价物/短期债务	0.54	0.18	0.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

备用流动性充足，能够为整体偿债能力提供支持

银行授信方面，截至2020年末，公司获得银行及其他金融机构授信额度总计约1,000亿元，其中未使用的授信额度约为900亿元，备用流动性充足。

截至2020年末，公司受限资产账面价值9.38亿元，其中包括受限固定资产6.96亿元、无形资产2.42亿元及少量受限货币资金，受限资产规模小。

同期末，公司无对外担保，未决重大诉讼案件（标的金额超过1,000万元）7件，涉案金额不大。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2021年5月20日，公司无未还清的不良信贷记录；根据公开资料显示，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

中化集团综合竞争力和经营实力很强，公司系其能源业务主要运营主体，整体获得股东支持力度很大

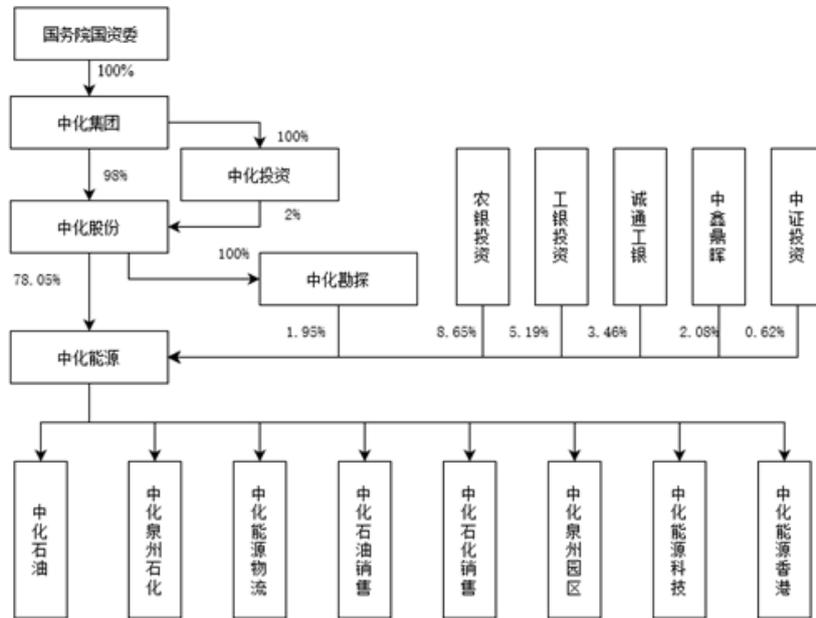
公司控股股东中化集团为国务院国有资产监督管理委员会监管的国有重要骨干企业，是领先的石油和化工产业综合运营商。作为一家立足市场竞争的综合性跨国企业，“中化”和“SINOCHEM”的品牌在国内外享有良好声誉。中化集团是最早入围《财富》全球500强榜单的中国企业之一，并已30次上榜，2020年名列第109位，具备很强的市场竞争力和经营实力，在协调政府和金融机构等方面具有很强的优势，支持能力很强。中化能源是中化集团能源业务主要运营主体，在中化集团中具有较高且明显的战略地位，公司借助中化集团的成品油出口配额开展贸易业务，并在股东的支持下引入战略投资者，整体获得股东支持力度很大。

2021年3月31日，经国务院国资委批准，中化集团与中国化工实施联合重组（以下简称“两化整合”），新设由国务院国资委代表国务院履行出资人职责的新公司，中化集团和中国化工整体划入该新公司；5月8日新公司正式成立并命名为中国中化控股有限责任公司，公司控股股东和实际控制人未发生变化，中诚信国际将关注两化整合对公司未来战略定位和业务开展及运营的影响。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中化能源股份有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**；维持“20能源Y1”的债项信用等级为**AAA**。

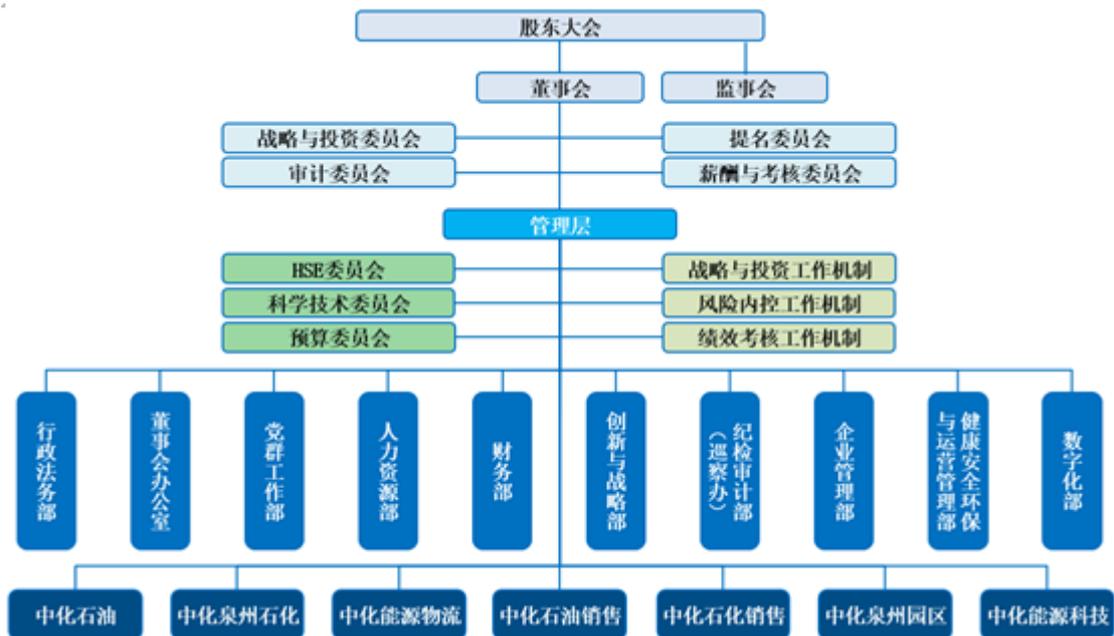
附一：中化能源股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 4 月末）



截至 2021 年 4 月末公司主要子公司（%）

全称	持股比例	主营业务
中化石油有限公司	100%	石油贸易及服务
中化泉州石化有限公司	100%	炼油化工
中化能源香港有限公司	100%	投资控股平台
中化石化销售有限公司	100%	化工品销售
中化石油销售有限公司	100%	油品销售
中化能源物流有限公司	100%	仓储物流

注：表中持股比例为直接持股和间接持股比例的加总。



资料来源：公司提供

附二：中化能源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)	2018	2019	2020
货币资金	267,211.51	228,299.09	167,260.71
应收账款净额	2,715,632.61	3,080,462.90	1,907,651.08
其他应收款	257,905.83	466,507.05	156,878.21
存货净额	849,991.03	864,705.89	964,377.15
长期投资	78,072.76	98,543.87	148,001.50
固定资产	2,641,122.07	2,470,260.76	3,954,954.64
在建工程	380,764.38	2,327,613.58	1,121,912.29
无形资产	388,715.37	430,671.56	537,821.83
总资产	8,699,712.21	10,701,292.36	9,993,426.50
其他应付款	378,216.26	1,131,244.92	566,601.83
短期债务	1,198,704.93	1,414,680.74	1,604,291.69
长期债务	612,369.77	937,280.43	1,203,802.32
总债务	1,811,074.70	2,351,961.17	2,808,094.01
净债务	1,543,863.19	2,123,662.08	2,640,833.30
总负债	5,745,697.86	6,962,233.84	5,970,861.07
费用化利息支出	62,516.15	68,198.91	22,317.13
资本化利息支出	4,481.53	42,509.91	60,907.67
所有者权益合计	2,954,014.35	3,739,058.51	4,022,565.43
营业总收入	45,630,796.27	44,357,357.40	29,157,122.55
经营性业务利润	494,443.26	559,905.85	376,300.11
投资收益	-263,552.56	68,837.71	52,760.31
净利润	316,158.79	326,242.90	320,912.03
EBIT	508,017.99	468,422.78	400,127.27
EBITDA	800,449.74	771,793.23	701,117.58
经营活动产生现金净流量	1,597,352.90	266,613.04	295,433.01
投资活动产生现金净流量	37,387.56	-1,519,783.50	-501,935.32
筹资活动产生现金净流量	-1,720,679.90	1,214,309.96	146,455.51
资本支出	653,562.97	1,400,849.16	616,065.45
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	2.42	2.54	3.15
期间费用率(%)	1.14	1.19	1.35
EBITDA 利润率(%)	1.75	1.74	2.40
总资产收益率(%)	5.47	4.83	3.87
净资产收益率(%)	10.79	9.75	8.27
流动比率(X)	0.92	0.86	0.84
速动比率(X)	0.75	0.71	0.64
存货周转率(X)	58.14	50.42	30.88
应收账款周转率(X)	13.61	15.31	11.69
资产负债率(%)	66.04	65.06	59.75
总资本化比率(%)	38.01	38.61	41.11
短期债务/总债务(%)	66.19	60.15	57.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.88	0.11	0.11
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.33	0.19	0.18
经营活动净现金流/利息支出(X)	23.84	2.41	3.55
经调整的经营净现金流/总债务(%)	67.78	5.17	-3.16
总债务/EBITDA(X)	2.26	3.05	4.01
EBITDA/短期债务(X)	0.67	0.55	0.44
EBITDA 利息保障倍数(X)	11.95	6.97	8.42
EBIT 利息保障倍数(X)	7.58	4.23	4.81

注：中诚信国际分析时将公司计入其他应付款的有息负债调整至短期债务，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。

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+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
经营效率	总资产化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
	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
盈利能力	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	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）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出	

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

附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。