

北方华锦化学工业股份有限公司：

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，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年八月二十六日

2019 年度北方华锦化学工业股份有限公司信用评级报告

受评主体 北方华锦化学工业股份有限公司
主体信用等级 AAA
评级展望 稳定

概况数据

华锦股份	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	313.71	309.68	324.61	294.54
所有者权益合计(亿元)	110.84	126.64	137.33	141.08
总负债(亿元)	202.86	183.04	187.28	153.45
总债务(亿元)	161.19	142.70	139.70	130.49
营业总收入(亿元)	291.04	337.14	366.83	86.11
净利润(亿元)	18.48	19.41	11.24	3.63
EBIT(亿元)	28.47	31.26	18.91	--
EBITDA(亿元)	42.04	45.79	33.25	--
经营活动净现金流(亿元)	42.24	29.65	23.73	-8.41
营业毛利率(%)	28.19	23.82	17.21	18.26
总资产收益率(%)	9.29	10.03	5.96	--
资产负债率(%)	64.67	59.11	57.69	52.10
总资本化比率(%)	59.25	52.98	50.43	48.05
总债务/EBITDA(X)	3.83	3.12	4.20	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.22	7.19	6.42	--

注：公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2019 年一季报未经审计；中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款调至长期债务。

分析师

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn
项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn
田梦婷 mtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 8 月 26 日

基本观点

中诚信国际评定北方华锦化学工业股份有限公司（以下简称“华锦股份”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了实际控制人综合实力极强且对其支持力度大，公司自身具备一定生产规模、原料供应稳定、成本优势较强、资本结构稳健、融资渠道畅通以及收入和获现能力处于较高水平等优势。同时，中诚信国际也关注到所在炼油产业结构性产能过剩、产品面临市场波动风险以及资产减值对营业利润形成侵蚀等因素对其整体信用状况的影响。

优势

- **实际控制人综合实力极强且对公司支持力度大。**公司实际控制人中国兵器工业集团有限公司（以下简称“兵器集团”）为中央直接管理的特大型国有重要骨干企业之一，综合竞争实力极强。同时，兵器集团在上游拥有多家国际大型油田的原油配额，下游拥有利用石化乙烯系列产品作为原材料的二十多家化工科研单位、生产企业和贸易公司，在原油采购及产品销售等多方面能够给予公司大力支持，为业务发展提供有力保障。
- **规模化优势。**公司是国内炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，是国内重要的成品油、中间石化产品、ABS 合成树脂和尿素生产企业，其工艺及技术实力达到国内先进水平，具备一定的规模化优势。截至 2019 年 3 月末，公司具有 800 万吨/年的炼油能力，可生产柴油 180 万吨/年、聚乙烯 30 万吨/年、聚丙烯 29 万吨/年、煤油 80 万吨/年、丁二烯 10 万吨/年、ABS 制品 14 万吨/年、润滑油 50 万吨/年以及沥青 80 万吨/年等。
- **稳定的原料供应及成本优势。**公司通过兵器集团下属子公司以协议定价的方式进口原油，能够有效地保障进口原油的稳定供应。同时，公司实行炼油、化工一体化运营，并配备有独立的公用工程、环境保护工程以及供热供电等配套设施，有效地降低了生产成本及管理成本。
- **资本结构稳健，融资渠道畅通。**公司资本结构稳健，截至 2019 年 3 月末，资产负债率为 52.10%，且未来投资支出规模不大；同期末，公司获得银行授信总额为 371.27 亿元，尚未使用授信额度为 280.72 亿元，具备良好的财务弹性。此外，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。
- **收入和获现能力处于较高水平。**近年来，公司营业总收入逐年增长，2018 年实现 366.83 亿元；2016-2018 年，公司经营活动净现金流分别为 42.24 亿元、29.65 亿元和 23.73 亿元，获现能力处于较高水平。

关 注

- **炼油产业结构性产能过剩。**近年来，我国炼油产业结构性产能过剩，未来随着新建炼油项目建成投产，产能过剩压力将更为严峻。
- **市场波动风险。**公司以经营油品、化工产品和化肥等大宗基础原材料及下游产品为主，普遍具有较强的周期性特征，其价格受宏观经济形势的波动以及产品供需情况影响较大，产品价格走势的不确定性易对公司盈利造成影响。
- **资产减值对营业利润造成侵蚀。**因计提大额存货跌价损失及在建工程减值损失，2016~2019 年一季度公司发生资产减值损失 10.26 亿元、5.75 亿元、4.94 亿元和 0.92 亿元，对营业利润形成一定侵蚀。中诚信国际将对公司后续运营中可能因市场行情变化和产品价格波动等不利因素产生的资产减值及其对盈利的影响予以关注。

本次评级适用评级方法和模型：化工（030400_2019_02）

北方华锦化学工业股份有限公司打分卡结果				
重要因素	序号	指标名称	指标数据	对应分数
规模（25%）	1	营业总收入(亿元)	331.67	10
	2	固定资产(亿元)	135.13	8
盈利能力（15%）	3	EBITDA利润率(%)	12.36	7
	4	总资产收益率(%)	8.43	8
财务政策与偿债能力（30%）	5	总资本化比率(%)	50.43	8
	6	总债务/EBITDA(X)	3.72	10
	7	EBITDA利息保障倍数(X)	6.61	8
	8	经营活动净现金流/总债务(%)	21.32	8
运营实力（30%）	9	产品结构及竞争力	8	8
	10	技术水平	8	8
打分结果				aa+
BCA(Baseline Credit Assessment)基础信用评估				aa+
支持评级调整				1
评级模型级别				AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（aa+）的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性、企业特殊事件及安全环保等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

评级历史关键信息

北方华锦化学工业股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA ⁺ /稳定	-	2013/05/31	李敏、段晓菲	-	阅读全文
AA ⁺ /稳定	-	2011/08/31	王娟、王立	-	阅读全文
AA/正面	-	2010/09/08	游旻、王立	-	阅读全文
AA/稳定	-	2009/11/17	李敏、范彬、杨傲楠	-	阅读全文

声 明

一、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。

二、中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

三、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。

四、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。

五、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

六、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。

七、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。

八、本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为一年。主体评级有效期内，中诚信国际将不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象的主体等级。

公司概况

北方华锦化学工业股份有限公司原名为辽宁华锦通达化工股份有限公司，成立于1996年3月，是由北方华锦化学工业集团有限公司（以下简称“华锦集团”）和深圳通达化工总公司共同发起，通过资产重组以社会募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会[1996]424号文批准，公司于1997年1月3日向社会公开发行A股13,000万股，并于1997年1月30日在深圳证券交易所挂牌上市，发行上市后总股本为61,500万股。2006年3月，中国兵器工业集团有限公司通过现金方式出资对华锦集团进行增资扩股，取得其60%的股权，从而成为公司的实际控制人。2014年2月17日，公司更为现名，证券简称由“辽通化工”变更为“华锦股份”，证券代码仍为“000059”。经中国证监会证监许可[2014]1071号文核准，公司于2014年12月25日向华锦集团等8名符合条件的特定投资者非公开方式发行398,936,170股A股，总股本变更为159,944.25万股。截至2019年3月末，公司股本为15.99亿元，华锦集团为公司控股股东，持股比例为32.16%；兵器集团通过华锦集团、振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”）和中兵投资管理有限责任公司间接持有公司47.86%的股份，为公司实际控制人；公司最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

截至2018年末，公司总资产为324.61亿元，所有者权益为137.33亿元，资产负债率为57.69%；2018年，公司实现营业总收入366.83亿元，净利润11.24亿元，经营活动净现金流23.73亿元。

截至2019年3月末，公司总资产294.54亿元，所有者权益为141.08亿元，资产负债率为52.10%；2019年一季度，公司实现营业总收入86.11亿元，净利润3.63亿元，经营活动净现金流-8.41亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2019年上半年，虽然“稳增长”政策发力和改革开放持续推进在一定程度上缓冲了经济下行压力，但供需两弱格局并未根本改观，经济增长稳步放缓。上半年GDP同比增长6.3%，较上年同期回落0.5个百分点，较上年全年回落0.3个百分点。

- 需求端不同程度下行：投资内部走势分化，基建投资回稳，房地产投资高位增长，制造业投资等内生性投资疲弱；消费增速低于上年同期；出口增速回落。
- 生产受需求放缓拖累表现较为疲弱，三大产业增速同比均放缓，工业和制造业增长趋缓，第三产业占比同比下降。
- 通胀走势分化，猪肉、鲜果价格上涨带动CPI持续攀升，供给侧改革力度边际减弱PPI低位运行，后续CPI涨势或将放缓，PPI或有通缩之忧。
- 金融数据有所改善，宽信用基调下金融业增速回升，M2与社融走势基本平稳，随着全球货币政策趋于宽松人民币贬值压力缓解。

宏观政策：在经济下行压力下，逆周期宏观调控政策在坚持稳增长、防风险双底线同时，仍侧重于稳增长。预计下半年政策“稳增长”基调仍将延续：

- 货币政策有望继续保持稳健基调，结构性调整持续。
- 财政政策继续加力提效，减税降费激活微观主体活力，在一般公共财政和政府性基金收支压力较大情况下，专项债有望在稳增长方面发挥更大作用。
- 金融监管仍将以“稳”为主，并注重防范“处置风险的风险”。

值得一提的是，在当前中国经济高杠杆、高资产价格约束持续存在的背景下，政策“稳增长”的力度和效果仍将受到一定程度制约，对经济的提振作用仍然有限。

宏观风险：当前我国正处于防范化解重大风险的关键时期，经济运行中结构性风险仍存：

- 上半年在“稳增长”政策带动下宏观杠杆率增长加快，非金融企业杠杆率由降转升，政策“稳增长”仍需警惕债务风险加剧。
- 实体经济疲弱有效融资需求不足，宽货币释放的大量货币或有可能进入股市、债市及商品等领域寻找逐利机会，进而引发结构性泡沫。
- 在减税降费及财政支出发力背景下，财政尤

其是地方财政平衡压力加大。

- 在包商银行被接管事件的冲击下流动性分层加剧，中小银行和非银机构面临的流动性压力加大，有可能加大对中小银行和非银机构依赖较大的民企融资难度，加剧民企信用风险。

宏观展望：下半年经济运行中结构性下行因素仍存，经济下行压力或将进一步加大。

- 从内外环境看，政策“稳增长”面临多重约束，中美贸易冲突不确定性仍存。
- 投资“稳增长”受制约：随着房地产融资收紧后续房地产投资增速大概率回落，财政收支压力较大基建稳增长仍受限，内生性投资动力不足也给投资整体带来拖累。
- 居民部门收入增长放缓制约其消费能力和消费意愿。
- 全球经济复苏放缓、中美贸易冲突不确定性仍存背景下出口边际放缓压力持续。

中诚信国际认为，当前中国经济供需两端均存在走弱压力，大国博弈背景下外部不确定性持续存在，短期经济仍有进一步下行压力。但是，鉴于扩大内需仍有一定空间，宏观政策在“稳增长”方面的努力虽然受到约束但也能在一定程度上发挥经济下行“缓冲垫”的作用，中国经济增长仍有一定韧性。

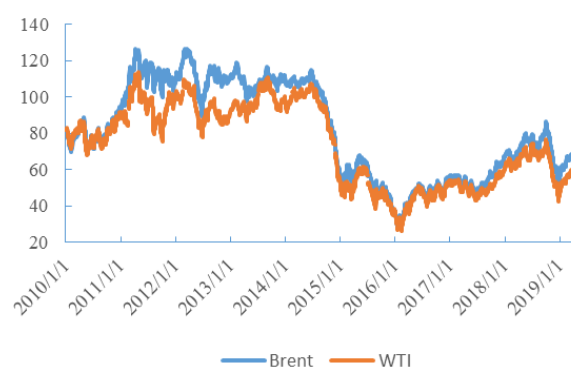
行业及区域经济环境

原油

原油是目前世界上最重要的一次性能源之一，其价格受到供求关系、地缘政治等多种因素影响。2018年石油价格波动较大，油价呈现不确定性。前三季度，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。10月中旬至年末，受美国原油产量及库存增加、沙特记者卡舒吉遇害事件不断发酵，沙特为换取美国支持而增产以及美国对伊制裁给予8个国家和地区180天的豁免期等因素影响，国际油价大幅下跌，

Brent和WTI价格最低降至50.47美元/桶和42.53美元/桶；2018年12月以来随着OPEC减产以及美国进一步加大对委内瑞拉的制裁，国际油价再次反弹，截至2019年4月30日，Brent和WTI价格分别升至72.80美元/桶和63.91美元/桶。美国政府宣布2019年5月2日起将取消对伊朗石油进口的制裁豁免，加之近期委内瑞拉和利比亚国内局势持续恶化，全球原油供给端不确定性逐步加大，原油价格走势仍存在很大的不确定性。

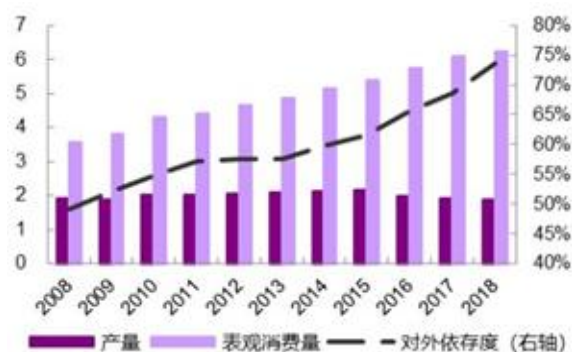
图 1: Brent 和 WTI 原油期货价格走势 (美元/桶)



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

随着国家工业化的快速发展，我国对原油的消费不断增加，但受国内原油储量及原油生产开采条件变化等因素影响，自产原油不能满足消费需求，从而需通过进口原油弥补缺口。2018年国内原油产量继续下滑至1.89亿吨，同比1.1%；同期，原油表观消费量为6.48亿吨，同比增长6.95%。在国内产量下降而消费量持续增加的情况下，我国原油对外依存度继续上升，2018年原油进口量达4.62亿吨，同比增长10.1%，对外依存度达到70.8%。

图 2: 我国原油产量和表观消费量 (亿吨)



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，我国原油对外依存度高且不断增大，2018年以来国际原油价格波动频繁，中诚信国际将

对原油价格走势持续关注。

成品油

截至2018年末，我国炼油能力为8.3亿吨/年，同比净增2,225万吨/年；当年，我国原油加工量为5.88亿吨，同比增长4.6%，炼油能力严重过剩，全国炼厂平均开工率为72.9%，为全球最低水平。2018年是民营炼厂进一步发展壮大的一年，当年我国新增的3,390万吨炼油能力中，民营炼厂贡献了主要力量，市场多元化格局进一步显现。我国炼油行业中的主营炼厂规模已达到世界平均水平，但由于国内其他炼厂规模小，全国炼厂平均炼油能力仅为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，根据《石化和化学工业发展规划（2016~2020年）》，“十三五”期间我国炼油产能预计将退出10%~15%，对象包括规模较小、原料配置不合理及油品质量不达标的炼油企业。随着恒力石化、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以及中小型民营炼厂加速整合，我国炼油行业将逐步向规模化、一体化趋势发展。

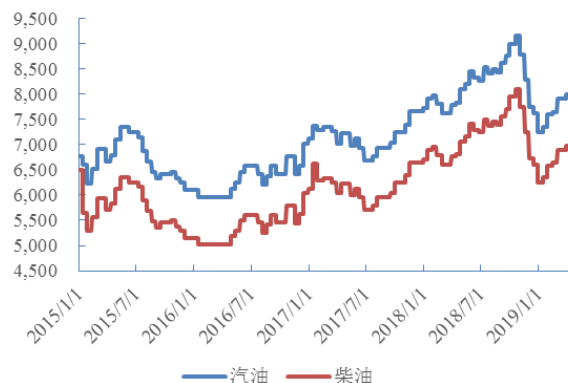
需求方面，根据发改委数据，2018年我国成品油消费量约为3.25亿吨，同比增长6.0%，其中汽油同比增长7.8%，柴油同比增长4.1%。总体来看，2018年需求端总体消费保持增长，其中汽油消费增速继续下降，柴油消费增速回升。

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，成品油净出口量再创新高，当年净出口成品油约为4,078万吨，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，分别同比增长18%、8%、12%，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。

成品油价格方面，2018年国内成品油价格经历“十三升十二降一搁浅”，汽油标准品价格累计下调490元/吨，柴油标准价格累计下调465元/吨。国内成品油价格走势与国际市场油价变化趋势基本保

持一致。

图 3：近年来国内汽柴油价格走势（元/吨）



资料来源：东方财富网，中诚信国际整理

整体来看，我国炼油行业已形成多元化产业格局并逐步向规模化、一体化趋势发展，但炼油市场产能过剩，成品油供大于求，未来行业竞争将更加激烈。

尿素

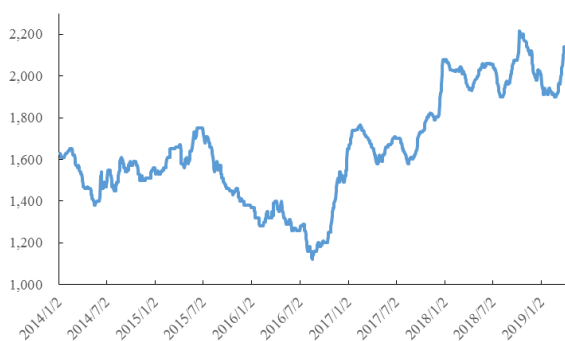
尿素作为含氮量最高的中性速效氮肥，是我国目前用量最大的氮肥品种，不但可以作为单一肥料，还可以与磷肥、钾肥混合制成复合肥料。工业用尿素可以用来生产三聚氰胺，与甲醛缩聚制得的树脂，加工后色泽鲜艳、耐久、硬度好，是优良的高聚合物合成材料，主要用于建筑、装修和家具业等领域。据中国氮肥协会统计，2017~2018年末，我国尿素产能分别为7,276万吨/年和6,954万吨/年，产量分别为5,716万吨和5,200万吨，呈逐年下降态势。2018年受供给侧改革、安全环保趋严、原材料价格上涨、下游需求波动等因素影响，尿素行业开工率维持在61%左右。

从需求来看，尿素主要用途包括农业（氮肥及复合肥）、工业（人造板及三聚氰胺等）和饲料（反刍动物饲料的非蛋白添加剂）等，其中，农业生产占据约67%的尿素消费，工业生产占据约24%的尿素消费。受化肥使用结构变化、农作物种植结构改变及单位作物施肥量下降等因素影响，近年来我国尿素消费量呈下滑态势，据化工在线统计，2017~2018年尿素表观消费量分别为5,262万吨和4,972万吨，同比分别下降2.77%和5.51%。农用尿素需求方面，随着我国化肥生产技术的提升，以缓控释肥、功能性微生物肥等为代表的增值肥料不断发

展，传统氮肥尿素市场逐步被挤占。工业尿素需求主要包括三聚氰胺、胶合板等，较为平稳，而如火力发电厂脱硝、车用尿素等的快速发展已成为尿素市场的新增长点。不过，工业用肥整体体量仍较小，在当前以农用为主的消费结构下，国内尿素整体消费量或仍将呈现下降态势。

价格方面，2018年以来，环保及安全生产检查持续高压、部分企业检修停产，使得尿素行业整体处于紧平衡状态，价格亦保持在高位震荡，2019年4月29日价格为2,090元/吨，较上年同期增长5.29%。未来，尿素价格的走势将更多取决于我国尿素供给侧改革的成效以及供需关系的变化。

图4：近年来中国尿素（46%）价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

总体来看，我国尿素过剩产能加速出清，供需矛盾逐步缓解。2018年以来，受环保及安全督查趋严、部分企业检修停产等因素影响，尿素供给处于紧平衡状态，市场价格高位震荡。

竞争及抗风险能力

实际控制人综合实力极强且对公司支持力度大

公司实际控制人兵器集团为中央直接管理的特大型国有重要骨干企业之一，集中了中国兵器工业的骨干研制和生产能力。兵器集团主营业务包括石油化工与特种化工、重型机械与装备、光电信息与新能源新材料以及海外战略资源等。通过实施“走出去”国际化战略，兵器集团以能源贸易、海外资源项目及国际工程承包为主的海外战略资源板块已成为集团收入规模占比最大的板块。此外，兵器集团在海外拥有丰富的原油储备并拥有多个矿产项目，稀有矿产储备丰富。目前，公司生产所

用原油主要向兵器集团下属振华石油采购，有效保障了石化业务充足的原材料供应。

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

石油炼化业务竞争力强

公司是国内炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，具有一定规模优势，是国内重要的成品油、中间石化产品、ABS合成树脂和尿素生产企业，并拥有独立的公用工程、环境保护系统及铁路运输、公路运输配套设施。截至2019年3月末，公司炼油装置年原油加工能力为800万吨/年，同时具有柴油180万吨/年、聚乙烯30万吨/年、聚丙烯29万吨/年、聚苯乙烯4万吨/年、石油甲苯13.55万吨/年、煤油80万吨/年、丁二烯10万吨/年、ABS制品14万吨/年、润滑油50万吨/年、加氢尾油40万吨/年以及沥青80万吨/年等多种产品的生产加工能力。

公司石油炼化业务在产品质量、地理位置和纵向一体化生产方面具备较强竞争优势。公司不断调整优化产品结构，改进产品质量及品种，以市场为导向推进新产品研发，包括新牌号的聚烯烃、板材级高抗冲ABS树脂。公司聚乙烯产品被评为辽宁省重点名牌产品，丁二烯、ABS树脂被评为辽宁省名牌产品，控股股东华锦集团获2017年度盘锦市市长质量奖。

公司地处中国东北老工业基地，拥有完备的物流系统和各项配套设施，这一地理位置使得公司拥有铁路运输、公路运输等运输便利，在运输成本和交货及时性方面具备竞争优势。公司利用炼油化工一体化的优势以及在生产、经营方面实现的集约化

管理，有效降低了生产成本及管理成本。另外，公司在石化板块积极推进现有炼化一体化装置的优化升级以提高关键性上游装置的能力，提高了企业资源的深度利用和综合利用效率。

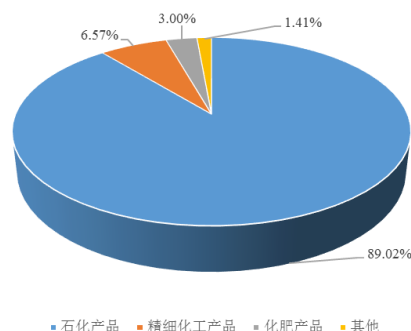
重大项目方面，控股股东华锦集团与沙特阿拉伯石油公司（以下简称“沙特阿美”）、盘锦鑫诚实业集团有限责任公司（以下简称“盘锦鑫诚”）合资建设“中国兵器精细化工及原料工程”项目受到两国领导人的关注和支持，已被列入国家石化产业规划布局和东北老工业基地振兴规划的重大项目，目前处于交易架构和工艺设计的研究阶段。该项目将有助于完善从石油开发到贸易化工的完备产业链，增强公司精细化工生产能力。沥青业务方面，为实现延长石化板块产业链的目标，2017年公司完成两套加氢装置的检修工作，并形成90万吨/年润滑油基础油的生产能力。公司加快沥青板块产品结构调整，提高产品附加值，增强了石化业务整体竞争实力。

总体来看，公司作为兵器集团石油化工资产运作的重要平台，能够在原油供应、产品销售等方面获得股东支持；且其石化业务在产品质量、地理位置及纵向一体化生产方面具备较强优势。未来随着产品结构不断优化以及重要工程项目的推进，公司竞争及抗风险能力将不断增强。

业务运营

公司系国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，是国内重要的成品油、中间石化产品、ABS合成树脂和尿素生产企业。目前，公司主要业务包括石油化工产品和化学肥料的生产与销售，其中石化板块产品包括柴油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、ABS、船用燃料油、工业硫磺、石油甲苯和石油混合二甲苯等；化肥板块产品包括尿素、甲醇和液氨等。2018年公司实现营业总收入366.83亿元，其中石化板块（包括石化产品和精细化工产品）实现收入350.66亿元，化肥板块实现收入10.99亿元，占营业总收入的比例分别为95.59%和3.00%。2019年一季度，公司营业总收入为86.11亿元，同比增长5.89%。

图 5：2018 年公司收入构成情况



资料来源：根据公司提供数据整理

石化业务

生产

石化板块运营主体为公司本部和子公司盘锦北方沥青股份有限公司（以下简称“北沥公司”），所生产石化产品主要包括柴油、燃料油、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、石油甲苯、煤油和沥青等；精细化工产品主要包括ABS制品及副品、丁二烯等。北沥公司系2015年11月公司向华锦集团和中兵投资管理有限公司收购并于当年12月并表，主要生产沥青和润滑油并单独运营，截至2019年3月末，公司持有其79.98%的股权。

产业配套方面，公司目前拥有炼油常减压装置、乙烯装置等多套石化生产设备。公司炼油装置可以提供石脑油、加氢尾油等裂解原料，使乙烯装置的原料自给率达到100%；生产乙烯的过程中产生的氢气等可以供应给炼油装置；另外，公司石化项目副产品可作为下游高附加值丁二烯等精细化工产品的原材料，从而实现“炼油-化工”循环经济。公司利用炼油化工一体化优势，不断调整产品结构，成功推出7个聚烯烃新牌号，产品结构得到进一步优化。近年来，公司先后完成乙烯燃料油储存及装车改造项目、炼油装置重要机泵抗晃电项目、大乙烯废碱萃取系统加回流项目等技改项目，提高了装置运行的稳定性及高效性，并降低了生产过程中的能耗及污染排放。截至2019年3月末，公司炼油装置年原油加工能力为800万吨/年，可生产柴油180万吨/年、聚乙烯30万吨/年、聚丙烯29万吨/年、聚苯乙烯4万吨/年、石油甲苯13.55万吨/年、煤油80万吨/年、丁二烯10万吨/年和ABS制品14万吨/年等。其中，北沥公司采用常减压蒸馏加半氧化工艺生产沥青，具

备200万吨/年原油加工能力，2017年北沥公司完成两套加氢装置的检修工作，最终形成50万吨/年润滑油、40万吨/年加氢尾油以及80万吨/年沥青生产能力。

生产方面，在石化全行业产能过剩的情况下，公司控制新增产能规模，产能利用率维持在较好水平。公司产品按照订单需求生产，近年来各产品产量随设备改造、市场需求变化以及产品结构调整等因素波动。2016年公司生产装置稳定运行，主要石化产品及精细化工产品产量均实现增长，其中，受益于当年航空煤油项目建成投产，煤油产量大幅提升；由于燃料油大部分产量均来自于原油炼化过程中的副产品产出，无法衡量该部分产能，因此，设计产能仅为乙烯装置中的5.4万吨/年，导致产量远大于设计产能。2017年公司常减压装置运转率提升，

乙烯装置运行水平改善，主要石化产品及精细化工产品产量继续保持增长；但因调整产品结构，燃料油产量有所减少。2018年，公司对38套石化及配套装置实施三年一次的例行检修，以提升装置运行的稳定性及高效性，降低生产过程中的能耗及安全环保隐患。经过装置检修，炼油装置生产负荷达到100%，吨原油加工能耗64.57千克标油，达到近7年最好水平，炼油综合损失率保持在0.44%的历史最优值。乙烯装置5炉高负荷运行，最高达到110%，综合收率达到99.81%的行业先进水平；乙烯装置能耗和双烯收率分别达到705千克标油/吨和46.60%的历史最好水平。受装置检修影响，当年大部分石化板块产品产量呈现不同程度下滑，但装置检修后将提高生产效率并降低能耗，有利于公司后续盈利能力提升。

表 1：近年来公司石化板块主要产品生产情况

项目		2016	2017	2018	2019.1~3
石化产品	产能（万吨/年）	180	180	180	180
	产量（万吨）	95.84	127.26	90.65	16.76
	产能利用率（%）	53.24	70.70	50.36	--
	产能（万吨/年）	5.4	5.4	5.4	5.4
	产量（万吨）	33.88	14.33	15.94	6.81
	产能利用率（%）	627.41	265.37	295.19	--
	产能（万吨/年）	30	30	30	30
	产量（万吨）	31.41	29.78	29.72	7.55
	产能利用率（%）	104.70	99.27	99.07	--
	产能（万吨/年）	29	29	29	29
	产量（万吨）	23.79	24.25	26.29	6.54
	产能利用率（%）	82.03	83.62	90.66	--
	产能（万吨/年）	4	4	4	4
	产量（万吨）	4.27	4.28	3.62	0.96
	产能利用率（%）	106.75	107.00	90.50	--
	产能（万吨/年）	13.55	13.55	13.55	13.55
	产量（万吨）	13.30	13.24	11.90	3.15
	产能利用率（%）	98.15	97.71	87.82	--
	产能（万吨/年）	80	80	80	80
	产量（万吨）	82.60	94.85	128.94	42.75
	产能利用率（%）	103.25	118.56	161.18	--
	产能（万吨/年）	80	80	80	80
	产量（万吨）	84.90	75.13	73.98	18.44
	产能利用率（%）	106.13	93.91	92.48	--
	产能（万吨/年）	20	50	50	50
	产量（万吨）	27.36	26.50	13.79	6.65
	产能利用率（%）	55.16	53.43	27.80	--

精细化工产品	ABS 制品及副品	产能（万吨/年）	14	14	14	14
		产量（万吨）	13.59	16.23	11.16	2.79
		产能利用率（%）	97.07	115.93	79.71	--
	丁二烯	产能（万吨/年）	10	10	10	10
		产量（万吨）	8.83	8.49	16.60	3.79
		产能利用率（%）	88.30	84.90	166.00	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

安全生产及环保方面，近年来公司不断加大安全生产建设投入，提高生产设备和作业环境的安全度，不断改进和完善各种安全预防措施，生产经营保持稳定，未发生过重大安全环保问题及安全生产事故。但需要关注的是，石化及化工业务属于高风险行业，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，公司未来或存在环保政策变化带来的合规压力，同时大量增加环保投入将加大公司投资支出水平。

采购

原材料采购方面，公司外购原油约占生产成本比重的80%。原油采购主要来自关联方振华石油，振华石油是国家授权从事海外石油项目开发以及投资管理的企业之一，具备原油和燃料油进口资质。为保障公司石化项目原油供应，公司和振华石油达成原油供应的长期合作关系，按照公司需求签订《原油代理进口协议》，对用油地址、种类、性质、用量、供油价格及结算方式等进行约定。振华石油以其拥有的海外份额油、配额油资源及其与市场知名原油供应商的长期稳定合作关系获得的石油资源保证公司的原油供应，且供应价格原则上不高于国际原油市场到岸价。除振华石油以外，公司还与多家国内外大型石油贸易企业建立合作关系，2018年自主采购原油210.85万吨，提升了市场化运作能力。另外，公司利用兵器集团的采购电子商务平台，通过网上采购、集中采购方式降低物资采购成本，一定程度上节约了采购费用。2018年公司石化业务前五大供应商采购额共计276.97亿元，占采购总额的91.20%，其中向振华石油采购占该板块采购总额的85.80%。结算方式方面，公司与上游供应商一般采取信用证或现汇结算方式，先款后货。

从原油采购价格来看，公司能够以协议定价的

方式从振华石油采购原油，近年来原油采购有所波动，对其成本控制能力提出了更高的要求，亦对石化业务盈利能力影响较大，中诚信国际将对此予以持续关注。

表 2：近年来公司原油采购情况（万吨、元/吨）

原料	项目	2016	2017	2018	2019.1~3
原油	采购量	711.45	769.11	735.96	188.10
	单位均价	2,105	2,811	3,440	3,035

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售

公司通过炼油，一方面对外供应成品油，另一方面向集团内及下属化工企业提供原材料。公司成品油主要销售至中石油、中石化等大型企业，先款后货且按月结算，保障了货款的及时回收。近年来公司不断加大客户和直供客户的开发力度，2018年成品油自主渠道销售比例达到80%以上，并提高了聚烯烃产品在东北地区的销售比例和大厂直供率。当年，公司石化板块前五大客户销售总额共计85.27亿元，占石化板块全年营业收入比例的23.98%，其中向兵器集团销售占比10.43%。

销量方面，石化板块产品销量波动较大，2016年为适应产能规模扩大和市场变化，先后尝试在塑料加工企业密集、市场辐射范围较广的华北、华东、华南等区域建立了15个异地库，主要存储和销售聚合物产品；在东北区域建立了3个异地库，用于存储和销售油品，因此当年石化产品和精细化工产品销量均实现不同程度的增长。2017年，公司将业务拓展至军用柴油领域，令柴油销量大幅增长；其他产品销量随产量而有所波动。2018年，公司持续优化产品结构，增加高附加值产品销量，当年-35号柴油销售创历史新高，聚烯烃高附加值产品销售比例达到63%。当年，公司聚乙烯和聚丙烯实现销量30.29万吨和26.62万吨，同比分别增长2.78%和9.86%；丁二烯为ABS制品及副品的原材料之一，在ABS制品

及副品盈利情况明显低于丁二烯盈利情况时，公司关停ABS装置并将丁二烯全部外卖，2018年销售ABS制品及副品同比下降30.85%至11.12万吨，销售丁二烯同比增长9.62%至17.09万吨。

公司产品销售均价受供需关系和原油价格影响较大，2017年在原油价格上涨推动下，石化产品销售均价大幅上涨，产品价格始终保持同行业较高水平；2018年我国市场供需持续改善，加之当年前三季度原油价格大幅提升，公司石化产品除润滑油销售均价同比略有下滑外，其他产品均实现不同程度涨价。另外，精细化工产品销售均价方面，2018年国内丁二烯市场新装置投产，市场供应增加，令

该类产品销售均价较上年小幅下降。但考虑到公司可利用炼化一体化优势实现丁二烯原材料的自供，该板块业务具备较强成本优势。

销售区域方面，公司成品油主要销往东北及蒙东地区；聚烯烃类产品销售区域涵盖东北、华北、华东、华南等多个地区；芳烃类产品以辽宁省为中心向外辐射，部分产品销往河北、山东地区；丁二烯主要供应下游合成胶及胶乳厂，市场集中在山东和河北地区；ABS制品主要供应下游板材、片材厂、箱包加工厂、改性厂等，销售区域集中于华东和华南地区。目前来看，较为分散的销售区域有助于抵御单一省份市场波动风险。

表 3：近年来公司石化板块主要产品销售情况（万吨、元/吨、%）

项目	销量	2016 销售 均价	产销率	销量	2017 销售 均价	产销率	销量	2018 销售 均价	产销率	销量	2019.1~3 销售 均价	产销率
柴油	93.96	4,106	98.04	121.29	4,804	95.31	92.98	5,565	102.57	19.76	4,989	117.90
燃料油	32.74	3,602	96.64	14.68	4,172	102.44	16.36	5,728	102.63	6.83	4,829	100.29
聚乙烯	32.72	7,890	104.17	29.47	8,564	98.96	30.29	9,102	101.92	7.02	8,024	92.98
聚丙烯	24.01	6,827	100.92	24.23	7,568	99.92	26.62	8,371	101.26	6.53	8,022	99.85
聚苯乙烯	4.35	7,608	101.87	4.15	9,855	96.96	3.78	10,051	104.42	0.96	9,372	100.00
石油甲苯	13.45	4,162	101.13	12.97	4,460	97.96	12.18	5,025	102.35	3.14	4,216	99.68
煤油	82.6	3,898	100.00	94.85	4,386	100.00	133.18	5,110	103.29	42.75	4,445	100.00
沥青	81.42	1,526	95.90	77.45	2,209	103.09	71.83	2,592	97.09	19.09	2,706	103.52
润滑油	28.61	4,283	104.57	24.47	5,225	92.34	14.84	5,192	107.61	6.83	4,757	102.71
ABS 制品 及副品	14.03	5,876	103.24	16.08	8,128	99.08	11.12	11,463	99.64	3.00	9,575	107.53
丁二烯	8.66	10,013	98.07	8.41	12,787	99.06	17.09	6,618	102.95	3.92	5,858	103.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司石化业务凭借稳定的原材料供应和炼油化工一体化优势，近年来产能释放良好，产销衔接率高。但石化行业具有一定的周期性，盈利水平易受国内外经济环境变化、原油价格以及产品价格波动等因素影响，中诚信国际对公司石化业务盈利稳定性将予以关注。

化肥业务

化肥业务为公司的传统业务板块，近年来国内化肥市场低迷，行业内产能出清加速，公司主动缩减产能，于2015年6月出让阿克苏华锦化肥有限责任公司（即新疆化肥基地）的全部股权，2016年10月对辽河化肥分公司（以下简称“辽河化肥”）装置停车检修，截至目前尚未复产；当年12月终止由内

蒙古华锦化工有限公司（以下简称“内蒙化工”）运营的内蒙古煤化工项目，从而导致化肥生产能力大幅下降；2018年7月对内蒙化工实施了吸收合并，内蒙化工于当年末注销。目前，公司化肥板块业务主要由锦西天然气化工有限责任公司（以下简称“锦西化工”）开展，化肥产品主要包括尿素、甲醇和液氨等，其中尿素为主导产品。

截至2019年3月末，公司拥有32万吨/年合成氨、52万吨/年尿素和6万吨/年甲醇的生产能力。从产能利用情况来看，2016年化肥行业下游市场需求持续低迷，辽河化肥设备利用率约60%，锦西化工设备利用率保持在90%以上；得益于主动缩减化肥产能，2017年以来公司尿素装置生产负荷保持在较高水

平，产能利用率超过100%；因产品结构调整以及天然气供应量不足，近年来公司甲醇和液氨产品产能利用率处于较低水平。从产销情况来看，在化肥产能缩减以及行业开工率不足的背景下，公司尿素产量逐年减少，产销率处于较高水平。公司液氨主要用于生产尿素，2018年以来因天然气供应不足未进行生产，当年甲醇因市场供应偏紧，价格高位运行，公司根据市场变化适时增加甲醇产销量。从销售价格来看，受供给侧改革、环保限产等因素影响，近年来公司化肥产品销售均价整体实现上涨，2019年一季度受下游需求减弱影响，销售均价小幅下滑。

表 4：近年来公司化肥产销情况

(万吨/年、万吨、元/吨、%)					
项目	2016	2017	2018	2019.1~3	
尿素	产能	100	56	52	52
	产量	82.19	60.22	57.56	14.12
	销量	82.10	56.86	60.52	13.67
	销售均价	1,120	1,409	1,762	1,749
	产能利用率	82.19	107.54	110.69	-
液氨	产能	32	32	32	32
	产量	0.04	0.05	-	-
	销量	0.04	0.05	-	-
	销售均价	2,929	1,774	-	-
	产能利用率	0.13	0.16	-	-
甲醇	产能	6	6	6	6
	产量	1.39	1.05	1.52	-
	销量	1.46	1.07	1.40	0.06
	销售均价	1,529	2,341	2,363	2,125
	产能利用率	23.17	17.50	25.33	-

注：2017~2018 年末尿素产能不包括辽河化肥产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

原材料方面，公司现有产能全部为气头尿素，天然气的供应能力及价格成为制约尿素业务的最重要因素。锦西化工位于辽宁省葫芦岛市，紧邻渤海油气田，使用中海油渤海公司天然气，2018年公司化肥板块前五大供应商采购金额共计5.67亿元，占当期营业成本比重的72.47%，其中向中海石油有限公司采购额占比达57.38%，单一供应商依赖度较大。受冬季天然气限供、“南气北调”等因素影响，化肥市场天然气供需矛盾突出，以天然气为主要原料的生产企业受到较大影响。从天然气供应情况来看，因化肥产量萎缩，公司天然气采购量逐年下降，

同时，随着天然气价格全面市场化，采购成本略有波动，2016~2019年一季度采购单位均价分别为1.38元/立方米、1.23元/立方米、1.24元/立方米和1.24元/立方米。

表 5：近年来公司天然气采购（万立方米、元/立方米）

项目	2016	2017	2018	2019.1~3
天然气	采购量	56,393	37,268	35,881
	单位均价	1.38	1.23	1.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司化肥产品主要以经销商营销的方式销售，对农用尿素销售采取“区域指定经销商”的制度，按照“指定区域、严格资质、协议经销、长期合作”的原则进行选定；对工业肥用户实行统一政策、统一服务、统一管理的销售管理措施。定价方面，公司化肥产品定价模式与石化产品一致，均受原油价格波动影响较大。公司与经销商采取先款后货的方式结算，保证公司化肥业务良好的回款情况。从销售区域来看，由于尿素等化肥产品具有一定的销售半径，公司主要在辽宁省内销售，且市场品牌认知度较高，具备一定的客户粘合力，在省内农资市场占有率达到60%以上。2018年该板块前五大客户销售额共计7.18亿元，占化肥板块营业收入比重为65.33%，客户集中度较高。

总体来看，公司通过资产出让以及主动缩减产能等措施减亏增效，维持尿素较高的产能利用率，且伴随2018年相关产品价格上行。但中诚信国际也关注到，中国作为天然气紧缺的国家，供需矛盾的日益加深可能推动天然气价格持续上涨，加之我国化肥行业产能过剩趋势或将长期存在，化肥产品价格后期仍有下调风险，公司该板块未来面临一定的成本控制和经营压力。

管 理

产权结构

截至2019年3月末，公司股本为人民币15.99亿元，控股股东为北方华锦化学工业集团有限公司，持股比例为32.16%；实际控制人为中国兵器工业集团有限公司，通过华锦集团、振华石油和中兵投资管理有限责任公司间接持有公司47.86%的股份；最终控制人为国务院国有资产监督管理委员会。同期

末，公司拥有全资及控股二级子公司5家。

法人治理结构

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

管理水平

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

公司在日常经营中严格遵照《总经理工作细则》、《劳动合同管理办法》、《所属单位领导人员管理办法》、《精益运营综合计划管理办法》、《供应商管理办法》、《统计工作管理制度》和《生产设施安全管理制度》等相关制度，重点工作坚决按照“三重一大”集体决策精神，对重大事项实行集体决策。

公司对所属全资及控股下属公司也都按相关规定明确了授权审批控制的权限和流程，保障公司的运营和安全。

公司在物资采购过程中严格按照已制定的《采购管理办法》、《合同管理办法》、《物资管理绩效考核办法》、《比质比价采购管理办法》、《承兑汇票管理办法》、《营销系统综合统计管理办法》等规定执行；在生产管理方面，严格按照已制定的《生产信息报告制度》、《生产装置开停车管理规定》、《生产企业备用设备管理规定》等相关规定执行。

公司在质量管理方面制定了《产品质量事故管理规定》，积极实施品牌战略，以质量为中心，将各种管理体系进行整合，通过企业内部持续的改进活动，实现质量、成本、交付期同时达到最优，从而提升企业核心竞争力。

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

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

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

总体来看，公司建立了较为规范的法人治理结构和符合自身经营的企业管理制度，为长期运营发展奠定了基础。同时，随着业务的发展和规模实力的壮大，公司将继续推进组织结构的优化和管理制度的完善，进一步提高管理水平。

战略规划

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

石油化工板块，公司石化产业“十三五”规划将继续向一体化、集群化、规模化及精细化方向发展，以市场需求为导向，面向全球合理配置各类资源，采用国际先进水平的工艺技术及管理模式，积极引进世界一流企业入驻及合资合作，打造高起点的可承载兵器集团特种化工产业可持续发展的国内领先、世界一流的千亿级绿色化工企业。同时，公司将对现有炼化一体化装置实施优化升级节能改造，力争以最小的投入，最大限度地提升装置的盈利能力和市场竞争能力。对于沥青产品，公司将重点推进产品的升级换代，提高产品档次和附加值；同时推进资源的优化利用，实现全部加氢升级，扩大润滑油基础油生产规模。

公司化肥产业将实施转型发展，围绕合成气利用，积极开发尿素深加工新技术，延伸产业链，提高产品附加值；充分依托专长，形成化肥产业自有核心技术和竞争优势。

在建、拟建项目方面，公司计划投资总额为0.90亿元，截至2019年3月末已投入0.033亿元，未来投资支出压力很小。

表 6：截至 2019 年 3 月末公司在建、拟建项目情况（亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	未来投入	
			2019.4~12	2020
盘锦辽河富腾热电有限公司锅炉烟气超低排放工程脱硝改造项目	0.19	0.03	0.09	0.07
乙烯分公司轻质油浮顶罐更换全接液浮盘项目	0.08	0.003	0.05	0.03
厂区生活水老旧管网改造项目	0.60	-	0.06	-
热电分公司空压站扩建项目	0.03	-	0.03	-
合计	0.90	0.033	0.23	0.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

发展，未来项目投资规模性小，资本支出压力可控。

其他事项

2015年9月24日，公司与振华石油控股有限公司签署《关于振华海外石油公司的收益权转让协议》，收购2015年1月1日至2022年12月31日间振华石油从其海外石油资产伊拉克艾哈代布油田项目所获取的收益中49%的收益权利，支付转让款23.77亿元。2015~2017年，公司分别收到振华石油8.60亿元、6.58亿元和4.83亿元的净利润分配款，按摊余成本法分别确认投资收益2.61亿元、1.05亿元和1.33亿元。2018年12月29日，公司发布关于终止《关于振华海外石油公司收益权转让协议》的公告（以下简称“终止协议”）称，2018年，由于不可抗力因素，导致振华海外石油公司所经营的油田产量持续较大幅度下降，并预计这种情况将在以后年度延续，这将严重影响华锦股份2018~2022年该项目收益权的实现，经双方协商一致，终止该协议，并于2018年末收到振华石油支付清算款项9.10亿元。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年度审计报告以及未经审计的2019年一季度财务报表。所有财务报表均按照新会计准则编制。中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调至“长期债务”。

资本结构

公司总资产规模小幅波动，2016~2019年3月末分别为313.71亿元、309.68亿元、324.61亿元和294.54亿元。资产结构方面，公司非流动资产占总资产的比重总体略有波动，2019年3月末为52.30%，固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产是非流动资产的主要组成部分。具体来看，公司固定资产主要为房屋建筑及设备，呈逐年小幅下降趋势，2019年3月末为131.93亿元，主要系处置或报废、正式转固调整及计提折旧等所致；2016~2018年末在建工程分别为13.07亿元、6.96亿元和1.85亿元，随着乙烯联合装置节能优化改造和30万吨环烷基加氢项目等在建项目逐步转计固定

资产，在建工程规模不断减少，2019 年 3 月末为 3.72 亿元；无形资产主要系土地使用权，2019 年 3 月末为 13.64 亿元。其他非流动资产主要为振华海外石油公司收益权，2016~2019 年 3 月末分别为 12.38 亿元、10.68 亿元、1.68 亿元和 0.18 亿元，由于 2018 年公司终止收益权转让协议，减少振华海外石油公司收益权 8.77 亿元，其他非流动资产大幅下降。

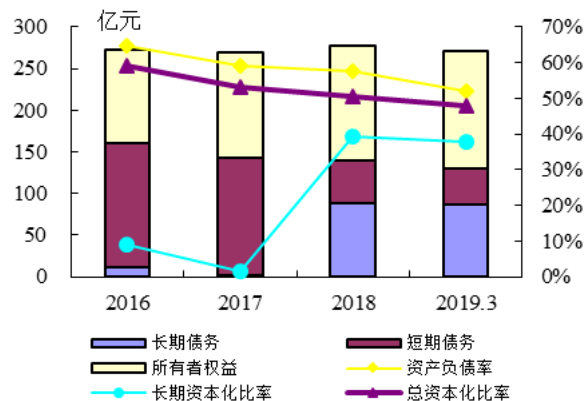
公司流动资产主要由货币资金、存货、预付款项和应收票据组成。2016~2019 年 3 月末货币资金分别为 41.03 亿元、63.33 亿元、86.50 亿元和 67.21 亿元，主要为银行存款，其中 2017 年末收回银行理财产品令货币资金大幅增长，2018 年末债务融资增加推动货币资金继续增长，当期末受限货币资金为 0.10 亿元，规模很小。公司存货主要包括原材料和库存商品，2016~2019 年 3 月末分别为 36.23 亿元、40.59 亿元、42.08 亿元和 40.62 亿元，鉴于石化产品价格及原油进口价格均存在波动，2016~2018 年分别确认存货跌价损失 4.34 亿元、5.53 亿元和 3.76 亿元，中诚信国际将对公司存货跌价风险保持关注。2016~2018 年末预付款项分别为 18.66 亿元、21.46 亿元和 28.00 亿元，随着业务规模扩大，预付关联方进口原油采购款及保证金不断增加，2019 年 3 月末有所下降，为 17.51 亿元。2016~2019 年 3 月末应收票据分别为 1.51 亿元、2.01 亿元、6.32 亿元和 7.60 亿元，主要系关联方以银行承兑汇票方式结算的货款逐年增加所致。

所有者权益方面，主要得益于利润积累，所有者权益呈逐年上升态势，2019 年 3 月末为 141.08 亿元，其中资本公积和未分配利润分别为 62.02 亿元和 51.37 亿元，是所有者权益的主要构成。

负债方面，公司总负债略有波动，2016~2019 年 3 月末分别为 202.86 亿元、183.04 亿元、187.28 亿元和 153.45 亿元。非流动负债方面，同期末分别为 13.18 亿元、5.26 亿元、90.99 亿元和 88.43 亿元，2016~2017 年随着“12 华锦债”转入一年内到期的非流动负债并于 2017 年到期兑付，非流动负债规模缩减，2018 年公司改善融资结构，增加长期借款并进行中长期债务融资，推升当期末非流动负债大幅上升。2019 年 3 月末，非流动负债占总负债的比

重进一步增至 57.63%，其中长期借款和应付债券分别为 59.79 亿元和 24.97 亿元。受益于较强的经营获现能力，近年来公司缩减外部融资规模，加之部分债务到期偿还，总债务规模持续下降，2019 年 3 月末为 130.49 亿元。受益于此，公司财务杠杆比率逐年降低，2019 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别降至 52.10%和 48.05%，处于较合理水平。

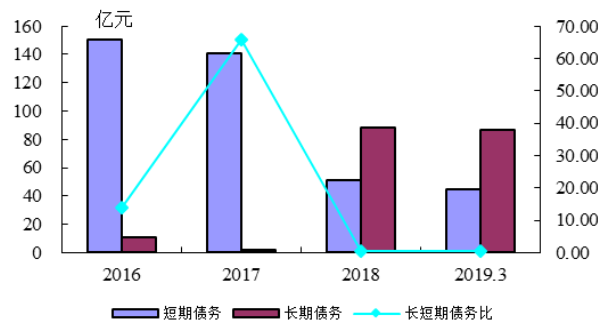
图 6：近年来公司资本结构情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务结构来看，2016~2019 年 3 月末长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 13.83 倍、65.65 倍、0.58 倍和 0.52 倍，其中部分长期借款临近到期重分类至一年内到期的非流动负债，使得 2017 年末长短期债务比大幅上升；2018 年公司通过增加长期借款和债务融资置换短期债务，债务结构得到显著优化。

图 7：近年来公司债务结构情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，公司总资产小幅波动，自有资本实力稳步增强，债务规模逐年下降，财务杠杆比例亦逐步降至适中水平，2018 年以来通过增加中长期借款和债务融资工具置换短期债务，债务结构得到显著优化，短期偿债压力亦得到一定缓解。

盈利能力

近年来，公司积极调整优化业务结构，主动缩

减盈利能力欠佳的化肥业务，同时大力发展石油化工业务，2016~2018 年实现营业总收入分别为 291.04 亿元、337.14 亿元和 366.83 亿元，三年平均复合增长率达 12.27%。分产品看，石化产品是公司最主要收入组成，2016~2018 年销售收入分别为 262.45 亿元、301.69 亿元和 326.56 亿元，受益于石化产品销量及价格的提升，逐年推升该业务收入规模；同期精细化工产品销售收入分别为 13.98 亿元、20.94 亿元和 24.10 亿元，在业务结构调整及产业链向下游延伸的背景下，该板块收入规模亦逐年上升；2016~2018 年化肥产品销售收入分别为 9.43 亿元、

8.27 亿元和 10.99 亿元，受行业影响公司主动缩减化肥产能，2018 年部分化肥产品销量及销售价格回升，行业整体效益良好，该业务板块收入有所提升。2019 年一季度公司实现营业总收入 86.11 亿元，同比增长 5.89%。

公司营业毛利率受石化业务影响较大，原油价格波动令 2016~2018 年毛利率逐年下降，2019 年一季度营业毛利率略升至 18.26%；受益于公司根据市场变化调整产品结构，加之产品价格上涨，2017 年以来化肥业务获利大幅提升，2019 年一季度化肥产品毛利率进一步升至 35.89%。

表 7：近年来公司主要业务收入及毛利率情况（亿元、%）

产品名称	2016		2017		2018		2019.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石化产品	262.45	30.16	301.69	24.81	326.56	17.50	77.25	18.21
精细化工产品	13.98	29.43	20.94	10.83	24.10	8.82	5.17	9.02
化肥产品	9.43	-20.42	8.27	15.45	10.99	31.00	2.40	35.89
其他	5.18	--	6.24	--	5.18	--	1.29	--
合计	291.04	28.19	337.14	23.82	366.83	17.21	86.11	18.26

资料来源：公司提供

期间费用方面，2016~2018 年公司期间费用合计分别为 26.74 亿元、25.17 亿元和 24.50 亿元，呈逐年下降态势，令三费收入占比亦不断降低，同期分别为 9.19%、7.47% 和 6.68%。随着运输费和储运费支出减少，销售费用逐年下降；管理费用主要系管理人员薪资和修理费等，因薪资待遇的提升，管理费用支出不断增加，2018 年装置检修亦推升当期费用；债务规模下降则带动财务费用逐年缩减。2019 年一季度，公司三费合计为 5.58 亿元，三费收入占比进一步降至 6.48%。得益于降本增效及融资规模下降，公司期间费用控制能力不断提升。

表 8：近年来公司期间费用结构（亿元、%）

	2016	2017	2018	2019.1~3
销售费用	3.28	3.05	2.53	0.88
管理费用	15.96	16.23	17.32	3.60
财务费用	7.50	5.89	4.65	1.09
三费合计	26.74	25.17	24.50	5.58
三费收入占比	9.19	7.47	6.68	6.48

注：中诚信国际在分析时将研发费用计入管理费用。

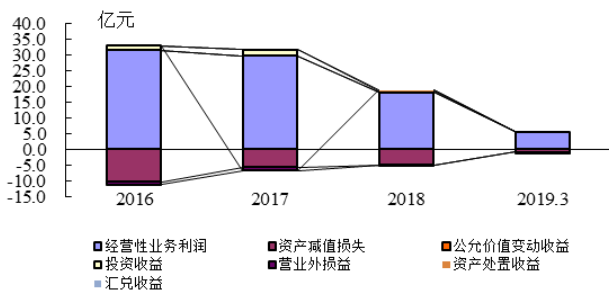
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2016~2018 年公司利润总额分别为 21.72 亿元、24.90 亿元和 13.74 亿元，主要由经营性业务利润和

投资收益构成，其中经营性业务利润分别为 31.49 亿元、29.64 亿元和 17.97 亿元，油价攀升令采购成本增幅较快，使得经营性业务利润逐年下降；同期投资收益分别为 1.37 亿元、2.05 亿元和 0.41 亿元，主要系振华海外石油公司收益权取得的收益以及理财产品收益，2018 年因公司终止振华海外石油公司的收益权，当期投资收益大幅下降。此外，因原材料价格波动等因素而计提大额存货减值准备及在建工程减值准备等，2016~2018 年公司发生资产减值损失 10.26 亿元、5.75 亿元和 4.94 亿元，对营业利润形成较大侵蚀。2019 年一季度，公司利润总额和经营性业务利润分别为 4.64 亿元和 5.56 亿元，其中发生资产减值损失 0.92 亿元。

根据公告，2019 年上半年公司实现营业总收入 183.29 亿元，利润总额 6.66 亿元，其中发生资产减值损失 -2.85 亿元。

图 8：近年来公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，公司积极调整优化业务结构，大力发展石油化工和精细化工业务，收入规模不断扩大，但原油价格波动对公司盈利影响较大，同时资产减值损失对营业利润形成较大侵蚀，中诚信国际将对未来原油价格波动和资产减值情况对公司利润的影响予以关注。

现金流

经营活动现金流方面，公司整体保持较强的获现能力，2016~2018 年经营活动净现金流分别为 42.24 亿元、29.65 亿元和 23.73 亿元，其中 2017 年以来原油等材料采购价格上涨，购买商品等支付现金增加，现金净流入规模有所下降。2019 年一季度受季度性波动影响，公司经营活动净现金流为-8.41 亿元。

投资活动现金流方面，2016~2018 年公司投资活动净现金流分别为-17.85 亿元、21.27 亿元和 7.84 亿元，波动较大。2017 年收回上年购买银行理财产品且减少理财产品购买规模，使得投资活动净现金流呈大幅流入态势；2018 年收回理财产品减少但收到振华海外石油公司清算资金 9.10 亿元，投资活动现金流仍保持净流入态势。2019 年一季度，公司投资活动净现金流为-0.52 亿元。

筹资活动现金流方面，近年来公司保持了较强的经营获现能力，同时投资支出逐渐减少，对外融资需求下降使得筹资活动现金流呈净流出状态，2016~2019 年一季度公司筹资活动净现金流分别为-15.10 亿元、-28.64 亿元、-8.44 亿元和-10.36 亿元。

表 9：近年来公司现金流分析（亿元）

	2016	2017	2018	2019.1~3
经营活动现金流入	338.90	397.69	423.47	96.26
经营活动现金流出	296.66	368.04	399.74	104.67

经营活动净现金流	42.24	29.65	23.73	-8.41
投资活动现金流入	28.87	26.52	11.76	0.00
投资活动现金流出	46.72	5.26	3.92	0.52
投资活动净现金流	-17.85	21.27	7.84	-0.52
筹资活动现金流入	149.16	133.79	165.21	5.00
其中：吸收投资	-	0.07	-	-
借款	147.26	132.55	140.25	5.00
筹资活动现金流出	164.26	162.43	173.65	15.36
其中：偿还债务	156.76	151.21	167.96	14.14
筹资活动净现金流	-15.10	-28.64	-8.44	-10.36
现金及现金等价物净增加额	9.06	22.28	23.13	-19.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总体来看，公司经营活动获现能力虽有所下降，但仍保持较高水平，同时投资活动资金需求减少，加之债务偿还力度加大，筹资活动现金流呈净流出态势。

偿债能力

偿债能力方面，EBITDA 随着公司盈利能力有所波动，2016~2018 年分别为 42.04 亿元、45.79 亿元和 33.25 亿元，对债务本息保障能力亦有所波动，同期总债务/EBITDA 分别为 3.83 倍、3.12 倍和 4.20 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 6.22 倍、7.19 倍和 6.42 倍。近年来公司经营活动净现金流呈流入态势，但对债务本息的保障力度不断降低，2018 年经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.17 倍和 4.58 倍。2019 年一季度，经营活动现金流呈净流出态势，无法覆盖债务本息。

表 10：近年来公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.1~3
总债务（亿元）	161.19	142.70	139.70	130.49
EBITDA（亿元）	42.04	45.79	33.25	--
经营活动净现金流（亿元）	42.24	29.65	23.73	-8.41
资产负债率（%）	64.67	59.11	57.69	52.10
总资本化比率（%）	59.25	52.98	50.43	48.05
经营活动净现金流/总债务（X）	0.26	0.21	0.17	-0.26*
总债务/EBITDA（X）	3.83	3.12	4.20	--
EBITDA 利息倍数（X）	6.22	7.19	6.42	--
经营活动净现金流/利息支出（X）	6.25	4.66	4.58	--
货币等价物/短期债务（X）	0.28	0.46	1.81	1.68

注：加*指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司实

际担保余额 4.00 亿元，占净资产比重为 2.84%，担保对象均为下属子公司，或有负债风险相对可控。

银行授信方面，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 371.27 亿元，其中未使用授信额度为 280.72 亿元，较为充裕的备用流动性在一定程度上增强了公司的财务弹性。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产为 0.10 亿元，均为货币资金，受限规模较小。

关联交易方面，2018 年，公司关联方采购额为 259.89 亿元，关联方销售额为 48.69 亿元，占销售总额的 13.27%，截至 2018 年末，公司关联方应收项目和应付项目余额分别为 33.97 亿元和 27.73 亿元；2019 年一季度，公司关联方采购额为 74.48 亿元，关联方销售额为 13.02 亿元，占销售总额的 15.12%，截至 2019 年 3 月末，公司关联方应收项目和应付项目余额分别为 20.99 亿元和 15.29 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供的资料，公司近三年未出现延迟支付借款本金及其利息的情况。

债务融资工具方面，截至本评级报告出具日公司未到期债务融资工具均按期支付本息。

表 11：截至目前公司存续债务融资工具情况

债券名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	起息日	到期日
18 华锦 01	25	3+2	2018-11-21	2023-11-21

资料来源：中诚信国际根据公开信息整理

评级展望

中诚信国际肯定了华锦股份实际控制人综合实力极强且对其支持力度大，公司自身具备一定生产规模、原料供应稳定、成本优势较强、资本结构稳健、融资渠道畅通以及收入和获现能力处于较高水平等优势。同时，中诚信国际也关注到所在炼油产业结构性产能过剩、产品面临市场波动风险以及资产减值对营业利润形成侵蚀等因素对其整体信用状况的影响。

综上所述，中诚信国际认为北方华锦化学工业股份有限公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

结论

中诚信国际评定北方华锦化学工业股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

中诚信国际关于北方华锦化学工业股份有限公司 的跟踪评级安排

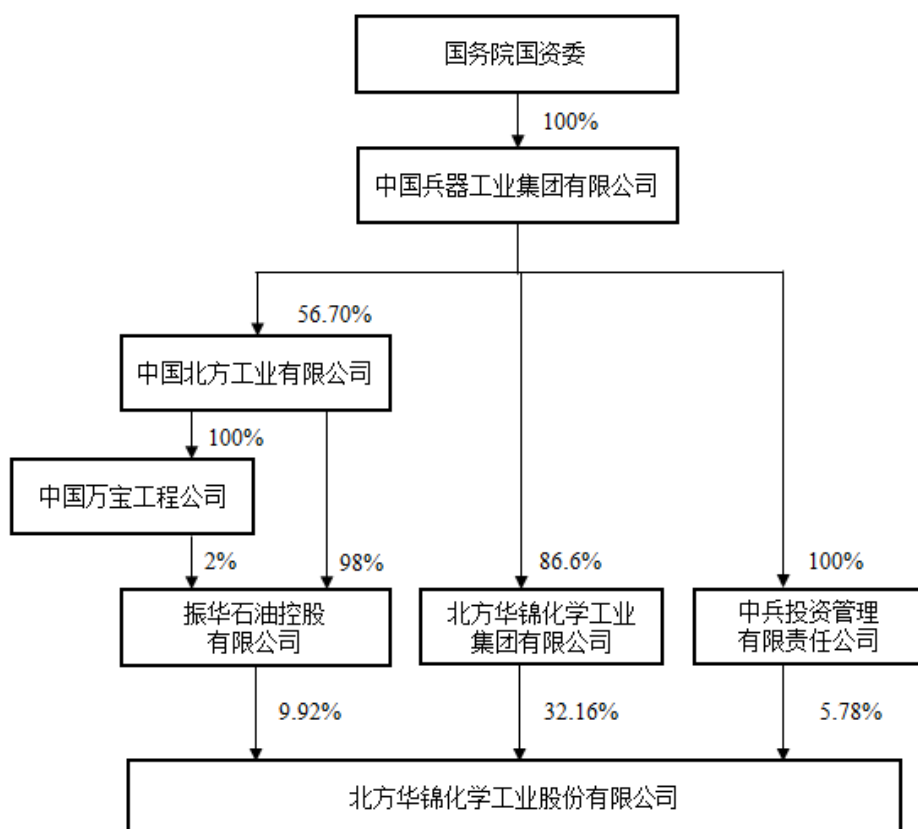
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对北方华锦化学工业股份有限公司每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在北方华锦化学工业股份有限公司的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注北方华锦化学工业股份有限公司公布的季度报告、年度报告及相关信息。如北方华锦化学工业股份有限公司发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2019 年 8 月 26 日

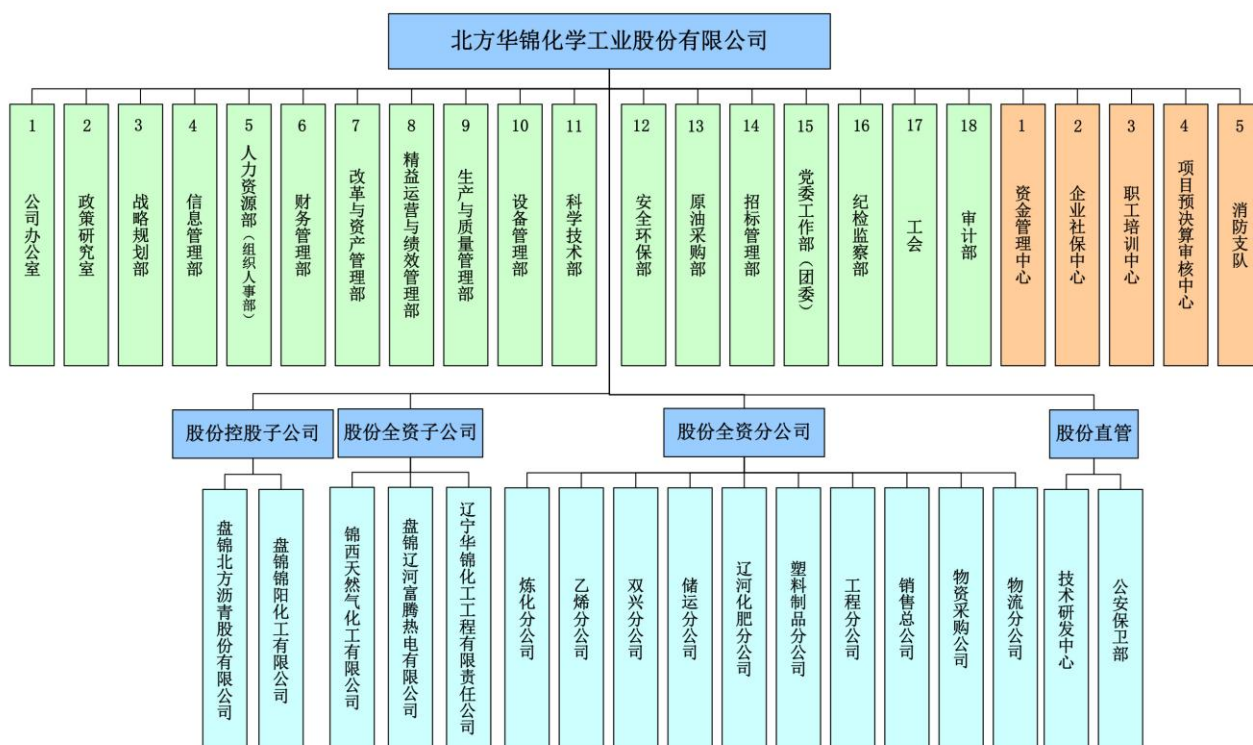
附一：北方华锦化学工业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



序号	子公司名称	实收资本（万元）	持股比例（%）	业务性质
1	锦西天然气化工有限公司	59,532.60	100.00	化肥
2	盘锦辽河富腾热电有限公司	20,013.00	100.00	热电
3	辽宁华锦化工工程有限责任公司	917.77	100.00	施工
4	盘锦锦阳化工有限公司	13,000.00	50.00	化工
5	盘锦北方沥青股份有限公司	80,981.61	79.98	化工

资料来源：公司提供

附二：北方华锦化学工业股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：北方华锦化学工业股份有限公司主要财务数据和财务指标(合并口径)

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	410,280.04	633,343.16	865,039.87	672,085.17
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	-	-	-
应收账款净额	17,314.47	37,369.75	27,489.64	33,503.64
其他应收款	532.48	933.41	416.21	526.43
存货净额	362,314.02	405,912.09	420,779.82	406,192.59
长期投资	8,877.53	9,263.38	9,640.07	9,640.07
固定资产	1,434,537.03	1,398,478.11	1,351,299.09	1,319,269.45
在建工程	130,656.50	69,563.95	18,496.88	37,157.06
无形资产	159,385.68	152,389.79	138,623.90	136,371.21
总资产	3,137,060.86	3,096,814.89	3,246,067.75	2,945,351.96
其他应付款	36,354.52	34,787.05	17,011.58	25,858.00
短期债务	1,503,174.44	1,405,552.46	511,460.46	444,433.70
长期债务	108,675.82	21,409.61	885,572.30	860,492.21
总债务	1,611,850.25	1,426,962.07	1,397,032.76	1,304,925.90
净债务	1,201,570.21	793,618.91	531,992.90	632,840.73
总负债	2,028,648.00	1,830,383.37	1,872,767.97	1,534,512.93
费用化利息支出	67,538.42	63,687.29	51,763.98	--
资本化利息支出	-	-	-	--
所有者权益合计	1,108,412.86	1,266,431.52	1,373,299.78	1,410,839.03
营业总收入	2,910,394.23	3,371,378.06	3,668,329.05	861,139.02
三费前利润	582,320.97	547,800.02	424,386.58	111,200.53
投资收益	13,686.08	20,527.89	4,147.03	0.00
净利润	184,814.45	194,115.48	112,373.55	36,342.93
EBIT	284,728.15	312,637.62	189,131.90	--
EBITDA	420,412.14	457,942.04	332,478.40	--
经营活动产生现金净流量	422,384.41	296,500.18	237,315.22	-84,082.81
投资活动产生现金净流量	-178,537.23	212,657.95	78,355.05	-5,237.61
筹资活动产生现金净流量	-150,951.00	-286,407.27	-84,378.59	-103,634.27
现金及现金等价物净增加额	90,554.37	222,750.86	231,291.67	-192,954.69
资本支出	97,343.45	52,567.20	39,202.21	5,238.21
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	28.19	23.82	17.21	18.26
三费收入比(%)	9.19	7.47	6.68	6.48
EBITDA/营业总收入(%)	14.45	13.58	9.06	--
总资产收益率(%)	9.29	10.03	5.96	--
流动比率(X)	0.64	0.75	1.73	2.16
速动比率(X)	0.45	0.52	1.29	1.54
存货周转率(X)	6.04	6.69	7.35	6.81*
应收账款周转率(X)	200.74	123.30	113.12	112.95*
资产负债率(%)	64.67	59.11	57.69	52.10
总资本化比率(%)	59.25	52.98	50.43	48.05
短期债务/总债务(%)	93.26	98.50	36.61	34.06
经营活动净现金流/总债务(X)	0.26	0.21	0.17	-0.26*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.28	0.21	0.46	-0.76*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.25	4.66	4.58	--
总债务/EBITDA(X)	3.83	3.12	4.20	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.33	0.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	6.22	7.19	6.42	--

注：所有财务报告均按照新会计准则编制；2019 年一季报未经审计；中诚信国际在分析时将公司计入“长期应付款”的融资租赁款调至“长期债务”；将研发费用计入管理费用；带“*”财务指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

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+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

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

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入 / 应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

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。

附五：主体信用等级的符号及定义

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。