



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪080号

## 鲁西化工集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“鲁西化工集团股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月十四日

## 鲁西化工集团股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2014）

<b>发行主体</b>	鲁西化工集团股份有限公司		
<b>担保主体</b>	鲁西集团有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 19 亿元		
<b>存续期限</b>	2011/7/6-2018/7/6		
<b>上次评级时间</b>	2013/6/18		
<b>上次评级结果</b>	主体级别: <b>AA</b>	债项级别: <b>AA</b>	评级展望: 稳定
<b>跟踪评级结果</b>	主体级别: <b>AA</b>	债项级别: <b>AA</b>	评级展望: 稳定

注: 山东聊城鲁西化工集团有限责任公司 2013 年更名为鲁西集团有限公司。

### 概况数据

鲁西化工	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益 (亿元)	51.07	53.04	56.11	57.05
总资产 (亿元)	131.74	159.24	178.81	179.79
总债务 (亿元)	61.53	79.37	92.12	94.69
营业总收入 (亿元)	93.16	102.41	110.56	29.43
营业毛利率 (%)	14.51	12.26	13.41	14.36
EBITDA (亿元)	15.19	14.87	17.05	-
所有者权益收益率 (%)	8.29	6.38	5.45	5.86
资产负债率 (%)	61.23	66.69	68.62	68.27
总债务/EBITDA (X)	4.05	5.34	5.40	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.04	3.27	3.28	-

鲁西集团	2011	2012	2013
所有者权益 (亿元)	60.22	60.84	63.80
总资产 (亿元)	143.79	164.31	183.30
总债务 (亿元)	63.38	79.62	92.77
营业总收入 (亿元)	93.35	104.70	113.96
营业毛利率 (%)	14.68	12.67	13.91
EBITDA (亿元)	15.33	15.48	17.36
所有者权益收益率 (%)	6.99	6.20	5.82
资产负债率 (%)	58.12	62.97	65.20
总债务/EBITDA (X)	4.13	5.14	5.34
EBITDA 利息倍数 (X)	3.96	3.40	2.96

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益; 2014 年一季度所有者权益收益率为年化数据。

### 基本观点

2013 年, 受尿素、复合肥价格下行的影响, 鲁西化工集团股份有限公司 (以下简称“鲁西化工”或“公司”) 化肥板块收入规模不及上年, 但得益于煤价的持续下跌, 公司化肥板块利润空间有所提升, 产品盈利能力增强, 对当年整体经营业绩形成较好支撑。化工板块方面, 公司根据市场行情调整产品结构, 降低市场波动对经营造成的不利影响, 加上 2013 年新增产品生产装置运行稳定, 化工板块业务收入明显提升, 利润空间较为稳定。同时, 中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 也注意到化肥和化工产品价格波动较大; 财务杠杆偏高, 且未来资本支出规模较大; 债务规模提升导致财务费用增加明显等因素可能对公司信用水平产生的影响。

中诚信证评维持鲁西化工主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定, 维持“鲁西化工集团股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别 **AA**。本级别考虑了鲁西集团有限公司 (以下简称“鲁西集团”或“集团”) 提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

### 正面

- 化工新材料产业园布局初步完成。公司目前已形成了较为完整的煤化工、盐化工、氟硅化工的产品链条, 园区内各产品与装置之间协同发展, 有利于公司“一体化、集约化、园区化”优势的发挥。
- 化肥主业具有一定规模优势, 盈利能力增强。公司目前尿素产能为 180 万吨, 复合肥产能 150 万吨, 产能位于行业前列, 具有一定规模优势; 且其粉煤气化炉装置有效降低尿素生产成本, 随着年内煤价下跌及天然气成本的上升, 公司毛利水平与与行业内的气头尿素企业差距明显缩小。
- 化工板块品种持续丰富, 产能提升明显。公司通过化肥板块主副产品实现部分原料自给, 化工品种丰富多样。己内酰胺等项目的投产使得

园区化工产品整体产能提升明显，产品结构更加合理。公司根据各产品市场行情进行柔性生产，有利于提高其综合抗风险能力。

## 关 注

- ▶ 化肥化工产品价格波动加大。我国多数化工产品产能过剩，随着经济的波动，周期性越发明显。受经济形势、产能过剩以及国家出口政策的影响，国内化肥化工产品价格波动的不确定加大。此外，煤炭、天然气等原燃料价格波动也将加大企业的成本控制压力。
- ▶ 未来资本支出规模较大，财务杠杆有一进步上升压力。截至 2014 年一季度末，公司资产负债率及总资本化比率分别达到 68.27%和 62.40%。根据公司规划，未来大力发展化工板块，多个拟建在建化工项目使得公司未来资本支出较大，财务杠杆有一进步上升压力。截至 2014 年一季度末，公司短期债务规模为 65.01 亿元，需对公司面临的短期偿债压力加以关注。
- ▶ 债务规模提升导致财务费用增加明显。公司化工产品品种持续丰富，多个拟建在建化工项目加大了公司的资金需求，公司对外融资规模持续提升，财务费用规模提升明显，吞噬其利润空间，对其盈利增长造成一定的不利影响。

## 分 析 师

邵津宏 jhsnao@ccxr.com.cn

姜 珊 sjiang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月14日

## 行业分析

### 化肥行业

2012年2月，工信部出台《化肥工业“十二五”发展规划》，旨在推进化肥行业上优汰劣，推广节能减排技术，提高资源保障，优化化肥品种结构并建立规范标准，提升生产企业农化服务。规划提出了2015年主要产品的生产能力目标，化肥总产能控制在7760万吨左右。其中，氮肥5110万吨，磷肥2150万吨，钾肥500万吨。2013年，全国化肥产量为7153.7万吨（折纯量），同比增长4.89%。其中，氮肥产量4927.46万吨，同比增加5.87%；磷肥产量1632.87万吨，同比下降1.37%；钾肥产量593.02万吨，同比增加16.3%。

自2013年7月10日起，发改委对国内天然气门站价格进行调整，其中化肥用气存量气门站价提高不超过0.25元/立方米，增量气提价幅度较大（约为1.5元/立方米）。气价上涨后，气头尿素企业的生产成本增加，同时对气头尿素产能的新增构成极大制约，煤头尿素的成本优势逐渐显现。天然气价格的提高对煤头尿素企业形成长期利好。

此外，2013年12月，国务院关税税则委员会审议通过《2014年关税实施方案》，自2014年1月1日起实施。2014年化肥出口关税，尤其是尿素和磷铵的出口关税较2013年出现放宽，对于2014年的出口行情有一定支撑作用。

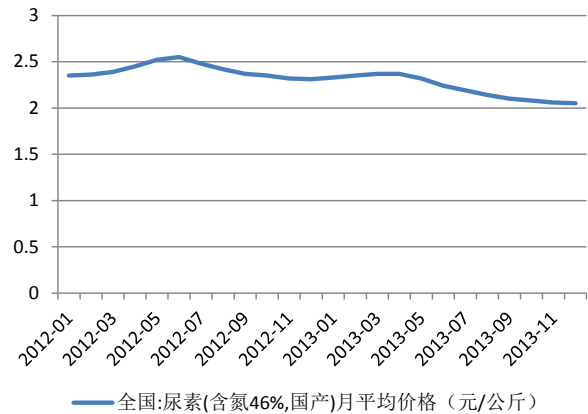
总体来看，2013年天然气价格的上升增加了气头尿素企业的生产成本，也增强了煤头尿素企业的竞争优势；进入2014年化肥出口关税调整，政策总体趋松，有利于增加淡季窗口期间相关化肥出口利润以及化肥生产企业和流通企业合理安排经营，国内产能过剩压力有望减小。

### 尿素

2013年，尿素市场由前几年的强劲走势逐渐转为疲弱。具体来看，年初价格走势相对较好，但3月下旬后，尿素价格持续走低，由年初的2.33元/公斤降至年末的2.05元/公斤。尿素价格的下跌原因包括产能过剩、煤炭价格下跌以及国际尿素价格下跌等原因，同时市场信心不足以及急于抛售库存

等因素也加剧了市场下跌。进入2014年以来，受产能过剩及煤炭市场低迷的影响，尿素价格持续下行。

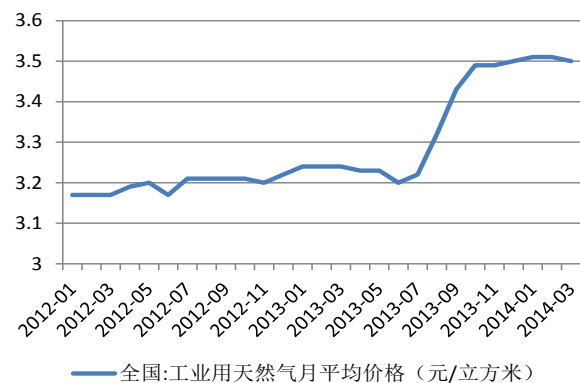
图1：2012~2013年国内尿素价格走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

生产成本方面，煤炭和天然气是生产氮肥的主要原料。2013年上半年，国内天然气价格走势相对平稳，基本稳定在3.20-3.24元/立方米。2013年7月，发改委对天然气价格进行调整后，下半年价格大幅走高，年末已达3.50元/立方米。天然气成本的大幅上升导致气头尿素的成本优势明显弱化，对煤头尿素企业经营形成积极影响。

图2：2012.1~2014.3年国内工业用天然气价格走势

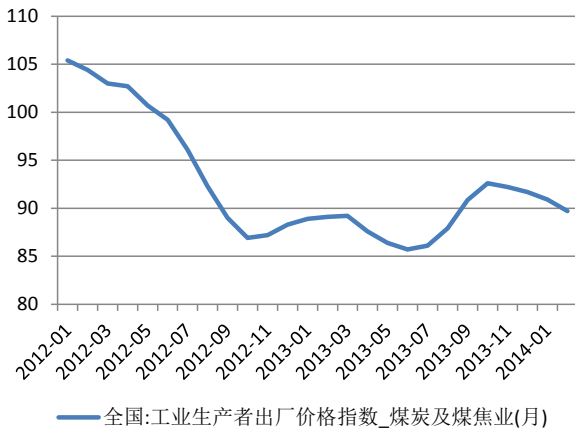


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013年，煤炭价格整体呈现先抑后扬的走势。上半年虽然国内煤炭需求实现了恢复性增长，但由于煤炭进口保持较快增长，下游用户特别是电厂用户持续去库存，产量下降未能很快扭转市场观望心理。后受澳元等贬值、国际市场采购需求减弱等因素影响，5月起国内煤价大幅下挫。9月份之后，受原煤产量回落、煤炭需求形势好转以及国际煤价反弹等多重因素影响，炼焦煤、化工煤等价格逐步止跌回升。2013年12月，全国煤炭工业品出厂价格

指数为 91.7，较年初的 88.9 上升了约 3.15%。

图 3：2012~2013 年全国煤炭工业品出厂价格指数

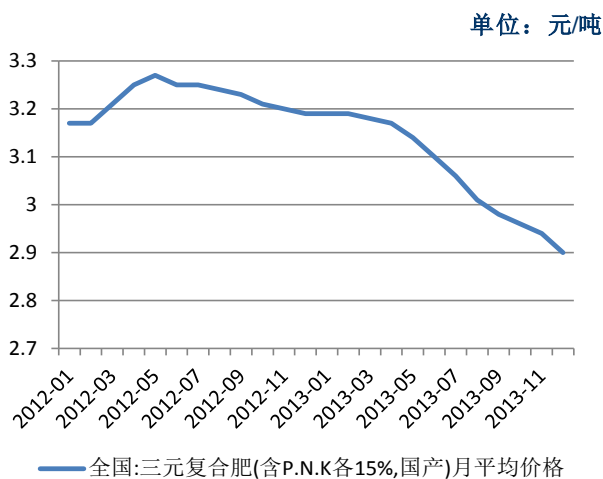


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

### 复合肥

由于上游原材料价格大幅下跌以及国际市场疲软导致复合肥出口低迷，2013 年国内复合肥市场价格持续走低。2013 年初，全国三元复合肥月平均价格 3.19 元/公斤，年末跌至 2.9 元/公斤，降幅达到约 9%。进入 2014 年，主要化肥产品的出口关税政策较 2013 年大幅放宽，化肥价格触底，市场信心逐步恢复，冬储拉动行情平缓推进。

图 4：2012~2013 年复合肥价格走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

### 化工行业

化工行业的主要原材料是煤炭和石油，因煤炭和石油是国际大宗能源产品，价格波动幅度较大，呈现出明显的周期性，因此化工行业整体的景气度也具有明显的周期性。化工细分行业种类繁多，各个产品的发展前景区别较大，总体而言，基础化工竞争较为激烈。

### 甲烷氯化物

公司的甲烷氯化物中用于出售的产品主要是三氯甲烷，三氯甲烷主要用于生产制冷剂，占消耗总量约 88%，其余用于医药，作为药物萃取剂和麻醉剂等。2013 年年中，由于主产区山东厂家降低开工率，致使库存处于低位，加上原料液氯价格探底反弹，国内三氯甲烷价格随之回升，价格从年初的 1980 元/吨升至年末的 2605 元/吨，涨幅超过 30%。

### 烧碱

烧碱又名氢氧化钠 (NaOH)，是一种重要的基础化工原料。中国烧碱消费量约占全球消费总量的 30%，是全球最大的烧碱消费市场。2013 年，国内烧碱行情呈现震荡下行的走势，其中 3 月和 9 月出现了两个低谷。3 月由于下游需求不足，氯碱企业虽然采取了降产的措施，但烧碱价格下行的格局未减。9 月前后烧碱市场进入传统的销售旺季，但下游氧化铝、造纸及印染纺织等耗碱行业整体表现疲软，下游企业盈利状况不佳，市场价格持续低位徘徊。

### 业务运营

2013 年，公司初步完成化工新材料产业园区总体布局，新增多种化工品种，新建项目产能逐步释放，化工业务比重大幅提升；而受化肥价格下跌的影响，公司化肥业务占比明显下滑。2013 年公司实现营业收入 110.56 亿元，其中化肥业务实现营业收入 65.57 亿元，同比下降 18.62%；化工业务实现营业收入 43.77 亿元，同比增长 111.60%。2013 年公司化肥业务和化工业务占比分别为 59.31% 和 39.59%，分别同比下降 20.10 个百分点和上升 19.11 个百分点。

表 1：2013 年公司各业务收入情况

年度	化肥板块	化工板块
收入 (亿元)	65.57	43.77
收入同比增减 (%)	-18.62	111.60
收入占比 (%)	59.31	39.59
收入占比同比增减 (百分点)	-20.10	19.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

### 化肥板块

截至 2013 年 12 月 31 日，公司拥有总产能 180

万吨的尿素装置，产能位于行业前列，全年尿素产量为 191.09 万吨，产能利用率较高，达到 106.16%。复合肥方面，公司目前拥有 150 万吨复合肥产能，其 60 万硝基复合肥及配套项目将在 2014 年 6 月投产，复合肥产能有望增至 210 万吨。2013 年公司加强复合肥营销力度，以销定产，当年产量达到 130.63 万吨，较 2012 年大幅增长了 23.47%，产能利用率为 87.09%。

**表 2：2013 年公司化肥板块经营情况**

单位：万吨/年、亿元、%

业务板块	产能	产量	销量	产量同比变动	销量同比变动	产能利用率	产销率
尿素	180	191.09	191.77	1.49	2.01	106.16	100.36
复合肥	150	130.63	130.63	23.47	21.92	87.09	100.00
合计	330	321.72	322.40	-	-	-	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年公司尿素产品销售情况良好，为 191.77 万吨，较上年基本持平。复合肥方面，2013 年公司复合肥销量较上年大幅增长了 21.92%。2013 年尿素和复合肥的产销率分别达到 100.36% 和 100.00%，公司化肥产品的产销率均保持在较高水平。

销售区域分布方面，2013 年公司尿素主要销售区域集中在聊城及周边地区（山东其他粮食蔬菜主产区、河南、河北），共计占到公司销售总量的 57.17%；其次是东北三省，占到公司销售总量的 26.30%；南方地区占比相对较低，占公司销售总量的 15.38%。复合肥主要销售区域在山东省内和周边平原地区（河南、河北），2013 年该区域销量合计占公司复合肥总销售总量的 61.20%。

**表 3：2011~2013 年公司尿素产品销售地区分布情况**

	2011	2012	2013
聊城地区	32.46%	22.20%	28.80%
周边地区	28.34%	22.90%	28.37%
东北三省	18.06%	16.30%	26.30%
南方地区	15.02%	35.38%	15.38%
出口	6.12%	3.22%	1.15%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**表 4：2011~2013 年公司复合肥产品销售地区分布情况**

	2011	2012	2013
省内地区	23.72%	27.20%	31.50%
周边地区	48.12%	30.50%	29.70%
东北三省	15.62%	20.00%	21.98%
西北地区	3.23%	2.30%	2.30%
南方地区	5.55%	20.00%	14.52%
出口	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，近三年公司尿素销售价格受市场行情影响，呈下跌趋势，2013 年均价为 1876 元/吨，较上年下降了 12.61%；复合肥方面，其价格受基础肥料市场影响较大，2013 年均价为 2286 元/吨，较上年下降了 17.63%，也呈现走低态势。由于年内磷肥市场低迷，公司磷酸二铵实际产量较低，未进行单独统计。

**表 5：2011~2014.Q1 公司化肥产品销售价格情况**

单位：元/吨

	2011	2012	2013	2014.Q1
尿素	1986.67	2146.61	1876.00	1683.15
复合肥	2642.94	2774.94	2285.70	2032.36
磷酸二铵	3111.48	3049.07	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年公司尿素产销情况稳定，但年内产品价格大幅下滑，尿素板块收入随之减少，当年实现收入 32.50 亿元，较上年大幅降低了 29.74%。得益于煤价的下跌以及粉煤气化炉装置的稳定运行，公司尿素产品的利润空间持续提高，2013 年公司尿素业务毛利率为 20.55%，较上年提高了 5.50 个百分点。

**表 6：2011~2013 年公司尿素业务收入及毛利情况**

	2011	2012	2013
收入（亿元）	30.09	46.26	32.50
收入同比增幅	5.30%	53.74%	-29.74%
毛利率	12.11%	15.05%	20.55%
毛利率同比变动（百分点）	3.47	2.94	5.50

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，公司尿素收入规模在行业内位居前列，受年内煤价下跌以及天然气成本的大幅上升影响，气头尿素企业的成本优势明显弱化，公司毛利水平与与行业内的气头尿素企业差距明显缩小。

表 7：2013 年尿素行业主要上市公司收入及毛利情况

单位：亿元

公司名称	工艺	尿素收入	收入同比	尿素毛利率	毛利变动(百分点)
云天化	气头	68.96	30.37%	9.16%	-5.46
湖北宜化	煤/气头	67.17	-12.10%	21.74%	-11.39
<b>鲁西化工</b>	<b>煤头</b>	<b>32.50</b>	<b>-29.74%</b>	<b>20.55%</b>	<b>5.50</b>
华鲁恒升	煤头	29.05	-0.62%	21.45%	-5.71
华锦股份	气头	25.06	-29.28%	26.00%	-11.45
泸天化	气头	21.62	21.80%	18.32%	-15.36
四川美丰	煤/气头	14.60	-12.16%	23.64%	6.95

注：湖北宜化是指湖北宜化化工股份有限公司；四川美丰是指四川美丰化工股份有限公司；华鲁恒升是指华鲁恒升化工股份有限公司；泸天化是指四川泸天化股份有限公司；华锦股份是指北方华锦化学工业股份有限公司；云天化是指云天化股份有限公司。

复合肥方面，虽然公司复合肥产量大幅提升，但其市场价格持续走低，2013 年复合肥业务收入为 33.07 亿元，较上年下降了 3.64%。由于上游原料价格下跌，2013 年公司复合肥业务毛利率为 13.73%，较上年增加了 3.81 个百分点。另外，公司 60 万吨硝基复合肥及配套项目投产后可对公司化工副产品进行循环利用，具有一定成本优势，有利于公司复合肥业务毛利率进一步提升。

表 8：2011~2013 年公司复合肥业务收入及毛利情况

	2011	2012	2013
收入(亿元)	33.60	34.32	33.07
收入同比增幅	20.88%	2.14%	-3.64%
毛利率	10.49%	9.92%	13.73%
毛利率同比变动(百分点)	-3.17	-0.57	3.81

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，近年来随着产销量的提升，公司煤炭总采购数量持续增长。具体来看，得益于粉煤气化炉项目的建成，公司对价格相对高昂的白煤采购量逐年减少，而对价格相对低廉的烟煤采购量持续大幅提升，2013 年烟煤采购量为 266 万吨，较 2012 年上升了 10.26%。采购价格方面，受煤炭价格下跌影响，2013 年公司烟煤平均采购价格较上年大幅下滑 16.04%，有利于公司原料成本压力的缓解。

表 9：2011~2014.Q1 公司煤炭采购情况

单位：万吨、元/吨

	2011		2012		2013		2014.Q1	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
白煤	85	1409	70	1277	68	1061	14	953
烟煤	192	820	241	759	266	637	64	569
沫煤	62	601	68	839	94	693	20	659

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司尿素、复合肥市场价格均有不同程度的下跌，导致化肥板块收入较上年明显下滑。但公司尿素产能规模处于行业前列，2013 年产销情况较为稳定，而复合肥产量大幅提升，加上煤价下跌致使产品利润空间提升，对公司经营业绩形成较好支撑。

### 化工板块

公司化工产品包括丁辛醇、氯化苈、甲烷氯化物、烧碱和己内酰胺等，以甲烷氯化物、烧碱和丁辛醇为主。2013 年，甲烷氯化物市场景气度总体不及上年，公司年内甲烷氯化物产量为 20.13 万吨，较上年下降了 21.40%，产能利用率 91.50%。烧碱方面，2013 年公司烧碱产量为 58.86 万吨，较上年小幅增长 8.22%。2013 年 3 月，公司年产 25 万吨的丁辛醇项目试车投产，年内产量为 17.47 万吨。2013 年 10 月，一期 10 万吨己内酰胺项目正式投产，该装置采用环乙炔法，安全环保，且具有一定成本优势，2013 年产量为 1.76 万吨。2013 年 12 月，新型粉煤煤气化炉开始投产，有利于降低合成气成本，由于合成气是公司化工产业链中重要原料之一，合成气成本的降低将有利于后续多种化工产品成本的降低。此外，2012 年下半年投产的甲酸、甲酸钠项目产能在 2013 年逐步释放，全年产量分别达到 6.98 万吨和 9.71 万吨，产能利用率分别为 69.80% 和 97.10%。整体来看，虽然我国多数化工产品产能过剩，公司根据市场行情实行柔性生产，以降低市场因素变化对经营造成的不利影响，2013 年新增产品生产运行稳定，化工板块收入规模大幅增长。

公司将在 2014 年内投产的项目主要有 10 万吨甲酸二期项目及 25 万吨丁辛醇二期项目，将进一步增加公司甲酸和丁辛醇产能，更好地满足市场需

求。公司 2013 年 12 月开工的聚碳酸酯项目预计将于 2015 年 2 月投产，其化工品种进一步丰富。同时，由于化工板块各产品价格波动较大，项目投产后能否实质提升公司的盈利能力需加以关注。

表 10：公司化工产品产量及产能情况

单位：万吨

产品	产能		产量		
	目前	规划	2011	2012	2013
烧碱	30	30	28.31	54.39	58.86
甲烷氯化物	22	22	13.13	25.61	20.13
氯磺酸	10	10	6.32	5.15	8.07
氯化苈	8	8	5.88	5.04	6.89
甲酸钠	10	10	-	5.29	9.71
丁辛醇	25	25	-	-	17.47
己内酰胺	10	50	-	-	1.76
甲酸	10	20	-	2.57	6.98

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司化工板块规模不断扩大，多个化工项目仍在继续建设中，未来资本支出规模依然较大。项目投产后，园区的产品结构将会更加合理，有利于公司规避产品单一而产生的市场价格波动风险，提高其综合抗风险能力。依靠园区一体化及装备设计能力，公司成本优势将会凸显，有利于产品盈利能力的提升。

表 11：截至 2014 年 3 月 31 日公司拟建在建项目概况

单位：亿元

项目	计划投资额	尚需投资额	投产日期
煤气化改造项目	9.16	2.35	2013 年 12 月
甲酸二期项目	2.53	0.55	2014 年 6 月
60 万硝基复合肥及配套项目	4.20	0.08	2014 年 6 月
丁辛醇二期项目	4.50	2.85	2014 年 8 月
聚碳酸酯项目	8.32	8.01	2015 年 2 月
园区公用工程	4.78	0.69	-
合计	33.49	14.53	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司化工原料主要包括磷矿石、氯化钾和硫磺。2013 年化工板块原材料价格以下行为主，公司成本压力得到一定程度的缓解，有利于在化工市场价格走低的情况下维持化工板块的毛利空间。2014 年一季度，由于磷酸二铵产量较低，公司未进行磷矿采购，主要利用库存进行生产。

表 12：2011~2014.Q1 公司部分原料采购情况

单位：万吨、元/吨

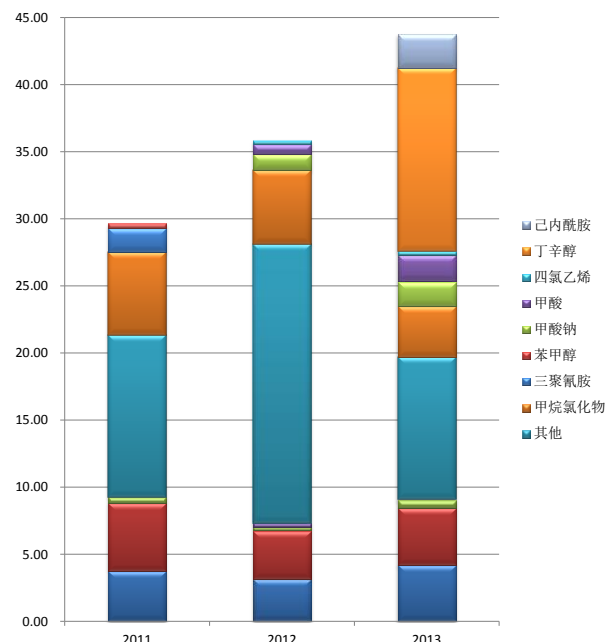
	2011		2012		2013		2014.Q1	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
磷矿	92	631	77	710	90	664	-	-
氯化钾	21	2966	21	2966	23	2327	7	2007
硫磺	22	1801	18	1675	19	1029	4	1224

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2013 年公司化工产品业务收入占比大幅提升，占业务收入比重为 39.59%，较上年增长了 19.11 个百分点。虽然受化工行业不景气、下游需求不振影响，2013 年化工产品价格以下跌为主，但公司根据市场行情优化产品结构，提升盈利能力较强产品的产量，且新增化工产品产销情况良好，当年公司化工板块收入为 43.77 亿元，较上年大幅增长了 110.64%。毛利率方面，由于公司适时调整产品结构，根据市场行情规划生产，综合毛利水平尚属稳定，2013 年化工板块毛利率为 7.01%，较上年基本持平。

图 5：近三年公司化工产品销售收入分类

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司是国内较少拥有独立化工园区的企业之一，化工项目设备自给率较高。2013 年，公司根据市场行情调整产品结构降低价格波动风险，同时丁辛醇、己内酰胺等项目的投产带动化工板块收入增长，收入规模大幅提升。2014 年，丁辛



醇二期和甲酸二期项目的投产将进一步提升化工板块产能，煤气化改造项目的持续运营将有利于后续多种化工产品成本的降低；但由于化工板块各产品价格波动较大，项目投产后能否实质提升公司的盈利能力仍需加以关注。

## 财务分析

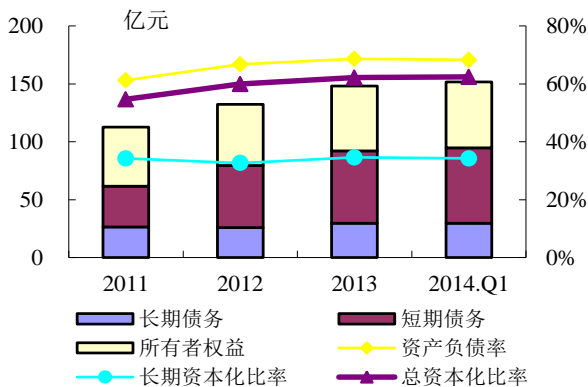
以下财务分析是基于公司提供的经信永中和会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留审计意见的2011~2013年财务报告及未经审计的2014年一季度合并财务报表。

## 资本结构

近年来随着公司产能扩张及业务规模的不断扩大，公司资产规模持续提升。截至2013年12月31日，公司总资产为178.81亿元，较上年增长12.29%；所有者权益为56.11亿元，较上年增长5.80%。截至2014年3月31日，公司总资产达到179.79亿元，所有者权益57.05亿元。

伴随着公司产业园区多个化工项目的建设，公司资本支出不断增加，资金需求不断加大，债务规模也持续上升。截至2013年12月31日，公司负债总额达到122.70亿元，较上年增长15.53%；总债务92.12亿元，较上年增长16.06%。截至2014年3月31日，公司负债总额为122.74亿元，总债务为94.69亿元；同期资产负债率及总资本化比率分别为68.27%、62.40%，财务杠杆在行业内略有偏高。

图6：2011~2014.Q1公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

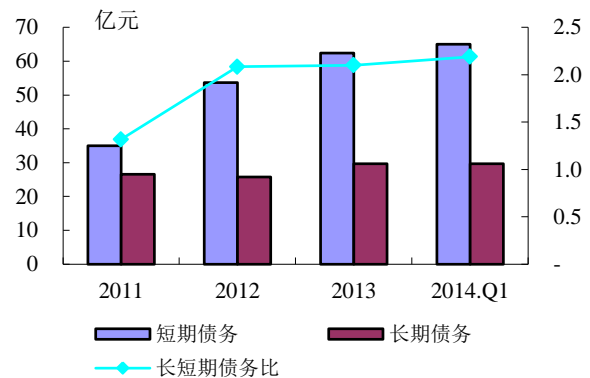
表13：截至2013年12月31日部分化工类上市公司资本结构比较

名称	资产总计	资产负债率
云天化	656.69	85.25%
泸天化	133.57	80.14%
湖北宜化	353.55	78.89%
*ST川化	29.33	74.21%
<b>鲁西化工</b>	<b>178.81</b>	<b>68.62%</b>
六国化工	64.27	62.04%
沧州大化	46.02	60.00%
赤天化	80.75	56.02%
华鲁恒升	123.78	52.59%
四川美丰	48.23	37.04%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构看，截至2014年一季度末，公司总债务为94.69亿元，其中长期债务29.69亿元，短期债务为65.01亿元，短期债务/长期债务指标为2.19，长短期债务比持续增高。由于公司现阶段资本支出规模较大，其以短期债务为主的债务期限结构不利于保证中长期发展资金来源的稳定，债务期限结构有待改善。

图7：2011~2014.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

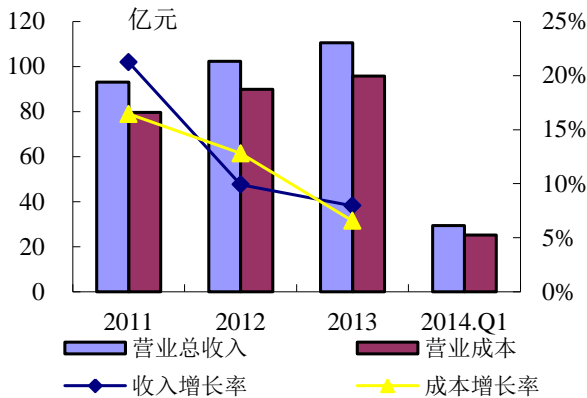
总体来看，近年来公司业务规模的扩大使得公司资产和负债规模持续提升，目前公司财务杠杆略高，根据规划，公司将不断扩大化工板块规模，多个在建拟建项目使得公司未来几年资金需求较大，公司债务规模可能进一步扩张，杠杆比率将面临上行压力。

## 盈利能力

2013年，受市场价格下滑影响，公司尿素、复合肥业务收入有不同程度的降幅，但得益于化工板

块收入规模的快速增长,2013 年公司营业总收入达到 110.56 亿元,较上年增长了 7.96%。2014 年一季度,新增化工产品提升其收入规模,公司共实现营业收入 29.43 亿元,同比增长了 13.10%。

图 8: 2011~2014.Q1 公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利率方面,2013 年尿素和复合肥毛利率均呈上升态势,使得公司整体营业毛利率小幅增长。2013 年,公司营业毛利率为 13.41%,较上年增长了 1.15 个百分点。2014 年一季度,公司化工产品市场价格以增长为主,当期营业毛利率为 14.36%。

表 14: 2013 年公司收入构成及毛利分析

项目	营业收入 (亿元)	毛利率%	营业收入同比增减%	毛利率同比增减 (百分点)
尿素	32.50	20.55	-29.74	5.50
复合肥	33.07	13.73	-3.67	3.81
化工产品	43.77	7.01	110.64	-0.40
其他产品	0.32	12.50	190.91	8.50
其他业务收入	0.90	55.56	-3.23	-14.33
<b>合计</b>	<b>110.56</b>	<b>13.41</b>	<b>7.96</b>	<b>1.15</b>

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 15: 2011~2014.Q1 公司主要产品毛利率情况

	2011	2012	2013	2014.Q1
尿素	12.11%	15.05%	20.55%	11.73%
复合肥	10.72%	9.92%	13.73%	14.58%
氯化苜	5.33%	-0.62%	3.30%	7.70%
烧碱	45.93%	41.04%	21.39%	26.24%
氯磺酸	14.13%	11.33%	34.93%	45.60%
甲烷氯化物	40.77%	12.80%	-6.60%	15.20%
甲酸钠	-	13.55%	9.35%	10.25%
甲酸	-	25.84%	23.95%	10.35%
四氯乙烯	-	18.06%	-4.13%	20.60%
丁辛醇	-	-	8.69%	1.05%
己内酰胺	-	-	21.28%	14.56%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 16: 2013 年部分化工类上市公司收入盈利比较

	营业总收入	毛利率	净利润
云天化	558.96	12.85%	4.88
湖北宜化	192.80	14.70%	2.00
<b>鲁西化工</b>	<b>110.56</b>	<b>13.41%</b>	<b>3.06</b>
华鲁恒升	84.69	13.52%	4.09
四川美丰	57.68	6.93%	1.69
六国化工	57.15	6.32%	-0.10
赤天化	41.50	12.56%	0.19
泸天化	40.71	12.84%	-3.67
沧州大化	34.91	19.51%	1.06
*ST 川化	18.11	6.02%	-0.79

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

三费方面,随着业务规模的持续扩大,公司期间费用近三年呈逐年上升趋势。其中销售费用为 3.43 亿元,较上年增加了 0.98 亿元,主要是随着业务规模的增加,运输费和销售人员薪酬等支出相应增加。同年财务费用为 4.30 亿元,较上年增加了 1.35 亿元,主要是借款规模增大导致利息支出增加,以及相关项目完工后利息资本化停止所致。受财务费用和销售费用大幅上升的影响,2013 年公司期间费用占营业总收入比例由上年的 8.35% 升至 9.93%。

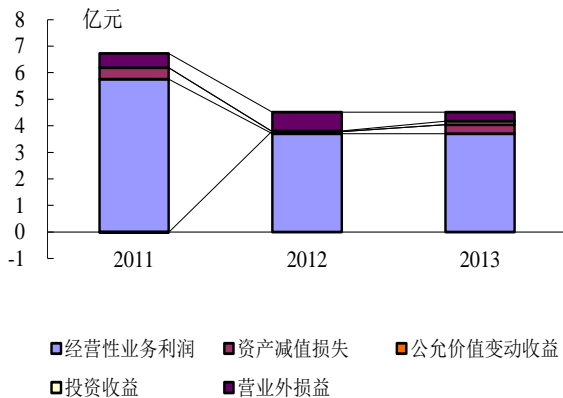
表 17: 2011~2014.Q1 公司三费占比情况

	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	1.86	2.45	3.43	1.19
管理费用	3.02	3.15	3.24	0.75
财务费用	2.67	2.95	4.30	1.31
三费合计	7.56	8.55	10.98	3.25
营业总收入	93.16	102.41	110.56	29.43
三费收入占比	8.11%	8.35%	9.93%	11.05%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2013 年公司营业收入和毛利空间均较上年有所提升,但受期间费用规模增幅较大的影响,公司实现利润总额 3.83 亿元,较上年下降了 11.85%。就其构成而言,经营性业务利润依然是利润的主要来源,公司当期实现经营性业务利润 3.70 亿元,与上年基本持平。

图 9：利润总额构成图



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年公司取得净利润 3.06 亿元，同比下降 9.63%，净资产收益率和总资产净利率分别为 5.61% 和 1.81%。2014 年一季度，虽然收入规模和毛利率均同比有所增长，但较高财务费用吞噬利润，当期净利润 0.84 亿元，同比下降 38.69%。

总体来看，2013 年公司整体收入规模和毛利空间均有所提升，但期间费用增幅较大，导致当年公司盈利水平有所下降。

## 偿债能力

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 92.12 亿元，其中长期债务为 29.71 亿元，短期债务为 62.41 亿元，主要由银行借款和应付债券构成。截至 2014 年一季度末，公司总债务规模为 94.69 亿元，其中长期债务 29.69 亿元，短期债务 65.01 亿元，公司面临一定的短期偿债压力。

现金流方面，公司年末对供应商货款进行集中支付，应付票据和应付账款余额均有明显下降，经营活动净现金流相应较上年有所下降，2011~2013 年分别为 7.73 亿元、15.27 亿元和 5.98 亿元，公司经营净现金流对于总债务的覆盖能力亦呈现一定波动，2011~2013 年分别为 0.13、0.19 和 0.06。

EBITDA 对债务本息的保障方面，虽然 2013 年公司债务规模有所提升，但其 EBITDA 规模亦提升明显，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较去年基本持平。2013 年，公司总债务/EBITDA 为 5.40 倍，EBITDA 利息倍数分别为 3.28 倍。

表 18：公司 2011~2014.Q1 年部分偿债能力指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
短期债务 (亿元)	34.97	53.63	62.41	65.01
长期债务 (亿元)	26.56	25.74	29.71	29.69
长短期债务比	1.32	2.08	2.10	2.19
总债务 (亿元)	61.53	79.37	92.12	94.69
经营性净现金流 (亿元)	7.73	15.27	5.98	3.05
经营净现金流/短期债务 (X)	0.22	0.28	0.10	0.19
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.19	0.06	0.13
EBITDA (亿元)	15.19	14.87	17.05	-
总债务/EBITDA	4.05	5.34	5.40	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.04	3.27	3.28	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来公司一直与金融机构保持良好合作关系，截至 2014 年 3 月 31 日，公司获得授信总额 160 亿元，其中未使用授信额度为 73 亿元，备用流动性充足。担保方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司担保金额为 4.62 亿元，全部为对子公司的担保，无对外担保，担保余额占净资产比例为 8.24%，担保规模有限，公司整体的或有负债风险较小。

## 担保实力

### 业务运营

本次债券的担保方为鲁西集团有限公司（以下简称“鲁西集团”或“集团”）。目前集团主要职能为控股投资平台，其主要资产均在上市公司鲁西化工，其化肥和化工两块主营业务也由鲁西化工负责运营。除了化肥和化工两块业务外，集团下属子公司经营的业务规模很小，主要包括相关生产装备的设计制造、上游资源的投资开发以及催化剂的生产业务，对鲁西化工的生产运营形成一定支持。

### 财务表现

以下财务分析是基于公司提供的经信永中和会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留审计意见的 2011 年财务报告，经聊城华越有限责任会计师事务所有限责任公司审计并出具标准无保留审计意见的 2012~2013 年财务报告。

资本结构方面，随着业务规模的增长和化工板块的扩张，集团资产规模持续提升。截至 2013 年 12 月 31 日，集团总资产达到 183.30 亿元，较同期

提高了 11.56%。

集团由单一的化肥企业向集化工新材料、精细化工、生物化工于一体的综合性化工基地转型，多个化工项目的建设使得集团有较大的资金需求，集团负债规模保持在较高水平。截至 2013 年 12 月 31 日，集团总负债和总债务分别为 119.51 亿元和 92.77 亿元，分别较上年增长了 15.50% 和 16.51%。2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 65.20% 和 59.25%，分别较上年增加了 2.22 个百分点和 2.57 个百分点。债务期限结构方面，截至 2013 年 12 月 31 日集团短期债务/长期债务比为 2.12，主要以短期债务为主，集团面临一定的短期偿债压力。

盈利能力方面，随着营业规模的扩大，集团营业收入逐年提高，2011~2013 年集团分别实现营业收入 93.35 亿元、104.70 亿元、113.96 亿元。得益于煤价的下跌，集团化肥板块利润空间提升，2013 年营业毛利率为 13.91%，较上年提高了 1.25 个百分点。

从利润构成看，集团的利润主要由经营性业务利润构成。2013 年集团经营性业务利润规模为 4.66 亿元，较上年上升了 0.40 亿元。2011~2013 年集团分别实现净利润 4.21 亿元、3.77 亿元、3.71 亿元。

EBITDA 对债务本息的保障方面，2013 年公司债务规模明显增加，但其 EBITDA 规模亦有所提升，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较去年小幅弱化。2013 年，公司总债务/EBITDA 为 5.34 倍，EBITDA 利息倍数分别为 2.96 倍。

**表 19：2011~2013 年集团部分偿债能力指标**

	2011	2012	2013
总债务（亿元）	63.38	79.62	92.77
资产负债率（%）	58.12	62.97	65.20
总资本化率（%）	51.28	56.68	59.25
长期资本化率（%）	30.60	29.73	31.77
经营净现金流/总债务（X）	0.11	0.14	0.04
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	3.40	2.96
总债务/EBITDA（X）	4.13	5.14	5.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

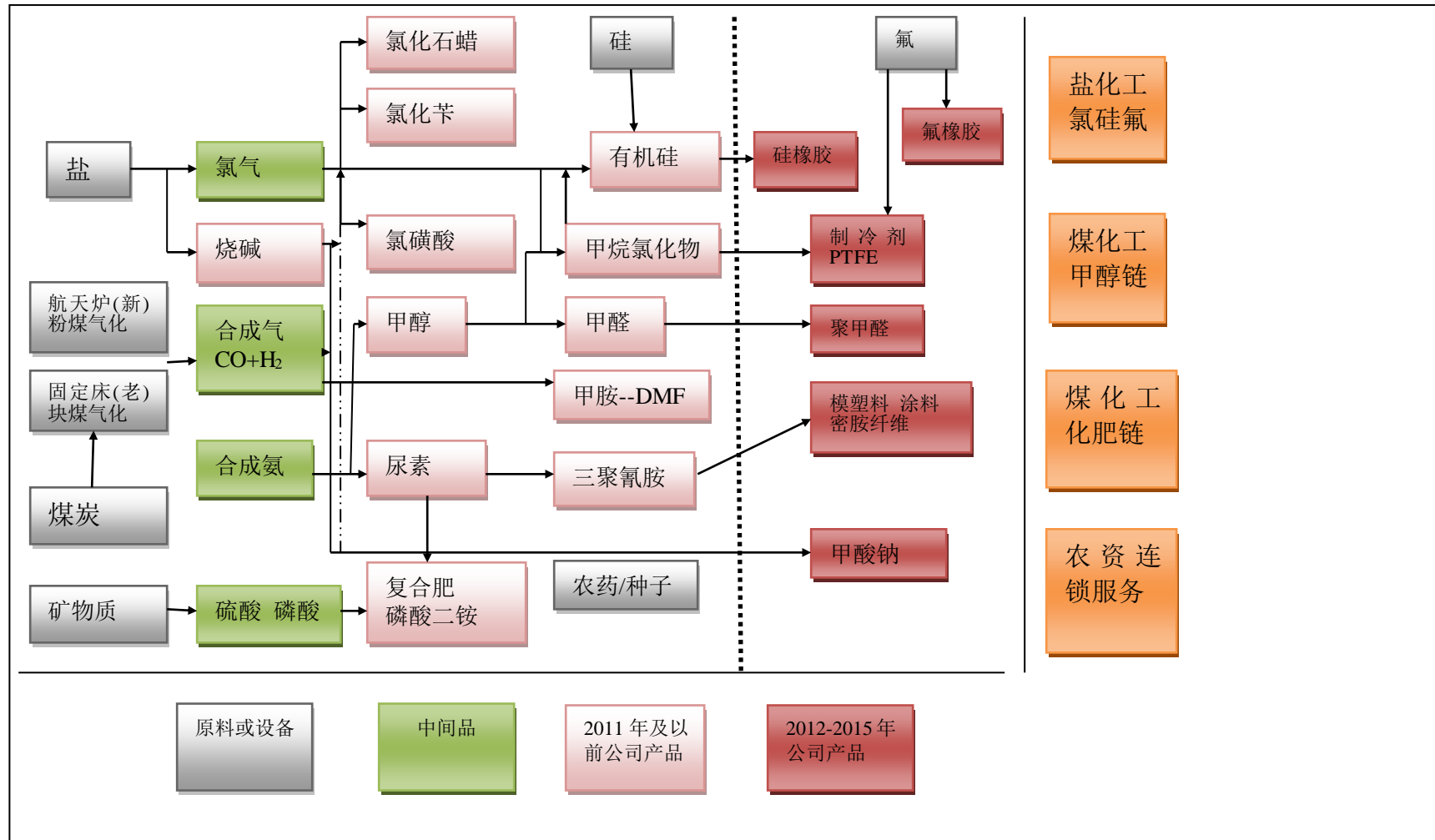
总体看，虽然集团负债规模持续增长，但资产负债率尚属适中，面临的偿债压力和融资压力较为可控。且考虑到 2013 年集团收入规模和综合毛利

较上年同期均有所提升，以及集团拥有的良好的银企关系，集团实际所具有的偿债能力很强。综上，中诚信证评认为鲁西集团提供的无条件的不可撤销的连带责任保证担保将对本次公司债券按期偿还提供有力保障。

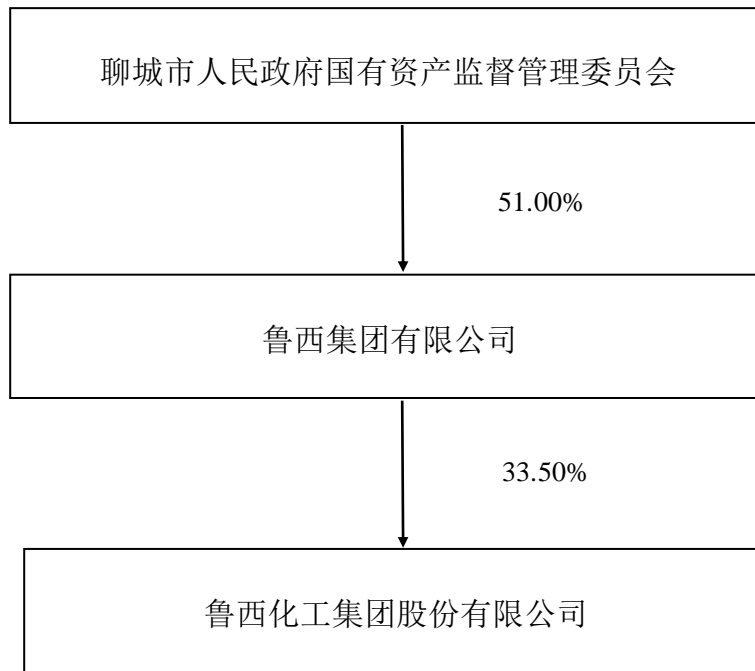
## 结 论

中诚信证评维持发行主体鲁西化工主体级别 **AA**、本次公司债券的信用等级 **AA**，评级展望稳定。

附一：鲁西化工集团股份有限公司主要生产流程



附二：鲁西化工集团股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月 31 日）



**附三：鲁西化工集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	73,007.02	92,693.17	53,035.96	60,071.12
应收账款净额	90.01	469.25	845.97	3,896.38
存货净额	164,133.70	144,481.76	174,266.07	196,871.10
流动资产	277,811.56	277,562.55	278,298.85	320,142.74
长期投资	3,013.10	8,013.69	9,632.22	11,653.04
固定资产合计	986,320.07	1,256,173.89	1,362,121.65	1,333,328.34
总资产	1,317,365.88	1,592,411.40	1,788,104.55	1,797,861.80
短期债务	349,710.82	536,303.01	624,091.88	650,057.55
长期债务	265,563.79	257,369.87	297,067.68	296,885.87
总债务(短期债务+长期债务)	615,274.61	793,672.88	921,159.57	946,943.42
总负债	806,672.01	1,062,050.10	1,226,958.59	1,227,379.78
所有者权益(含少数股东权益)	510,693.87	530,361.31	561,145.96	570,482.02
营业总收入	931,644.81	1,024,081.59	1,105,640.67	294,348.36
三费前利润	133,150.86	122,453.84	146,793.91	41,957.68
投资收益	-175.67	293.64	1,223.43	439.91
净利润	42,342.77	33,852.92	30,592.15	8,353.41
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	151,948.68	148,721.90	170,512.56	-
经营活动产生现金净流量	77,313.83	152,712.76	59,791.97	30,462.76
投资活动产生现金净流量	-216,415.01	-244,955.98	-212,253.44	-50,318.87
筹资活动产生现金净流量	165,290.10	91,801.45	123,898.11	12,199.46
现金及现金等价物净增加额	25,952.36	-740.21	-28,564.47	-7,658.89
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	14.51	12.26	13.41	14.36
所有者权益收益率(%)	8.29	6.38	5.45	5.86
EBITDA/营业总收入(%)	16.31	14.52	15.42	-
速动比率(X)	0.21	0.17	0.12	0.14
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.19	0.06	0.13
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	0.28	0.10	0.19
经营活动净现金/利息支出(X)	2.06	3.36	1.15	2.00
EBITDA 利息倍数(X)	4.04	3.27	3.28	-
总债务/EBITDA(X)	4.05	5.34	5.40	-
资产负债率(%)	61.23	66.69	68.62	68.27
总债务/总资本(%)	54.64	59.94	62.14	62.40
长期资本化比率(%)	34.21	32.67	34.61	34.23

**附四：鲁西集团有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	157,963.30	111,325.79	60,593.15
应收账款净额	11,278.76	763.94	1,194.79
存货净额	170,010.32	150,203.61	184,045.70
流动资产	389,352.46	306,132.21	301,429.96
长期投资	0.00	400.00	2,297.12
固定资产合计	996,602.82	1,268,225.07	1,371,281.38
总资产	1,437,883.41	1,643,087.38	1,833,032.68
短期债务	368,210.82	538,803.01	630,591.88
长期债务	265,563.79	257,369.87	297,067.68
总债务(短期债务+长期债务)	633,774.61	796,172.88	927,659.57
总负债	835,679.74	1,034,695.98	1,195,068.79
所有者权益(含少数股东权益)	602,203.67	608,391.40	637,963.89
营业总收入	933,515.08	1,046,979.42	1,139,632.63
三费前利润	134,881.35	129,199.39	156,487.41
投资收益	-175.52	-97.44	364.78
净利润	42,103.32	37,704.56	37,124.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	153,323.35	154,776.09	173,624.28
经营活动产生现金净流量	68,052.67	114,281.97	39,351.61
投资活动产生现金净流量	-215,912.67	-240,151.50	-216,505.66
筹资活动产生现金净流量	258,570.84	59,104.10	126,422.52
现金及现金等价物净增加额	110,474.29	-67,063.86	-50,732.64
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	14.68	12.67	13.91
所有者权益收益率(%)	6.99	6.20	5.82
EBITDA/营业总收入(%)	16.42	14.78	15.24
速动比率(X)	0.39	0.21	0.13
经营活动净现金/总债务(X)	0.11	0.14	0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	0.18	0.21	0.06
经营活动净现金/利息支出(X)	1.76	2.51	0.67
EBITDA 利息倍数(X)	3.96	3.40	2.96
总债务/EBITDA(X)	4.13	5.14	5.34
资产负债率(%)	58.12	62.97	65.20
总债务/总资本(%)	51.28	56.68	59.25
长期资本化比率(%)	30.60	29.73	31.77



**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。