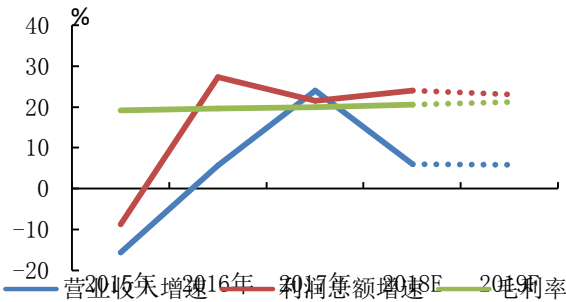




# 化工行业 2019 年信用风险展望

## 环保趋严 优胜劣汰

行业营业收入、利润总额及毛利率走势图



**行业政策:** 环境整治工作持续推进, 部分化工企业被停产限产整顿, 预计在环保限产影响下, 2019 年行业集中度将进一步提升。

**供需格局:** 原料涨价、供给端偏紧以及下游需求相对旺盛等因素推动化工产品价格有所上升, 预计 2019 年行业供需格局将持续改善。

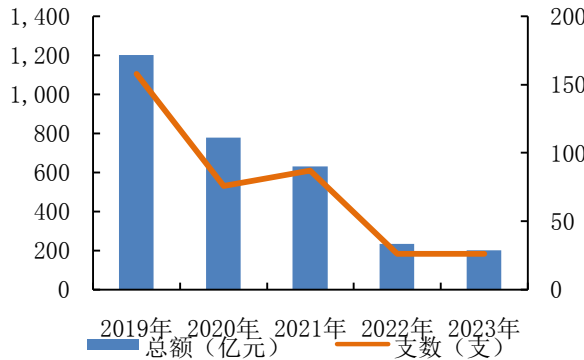
**产业格局:** 企业延伸上游产业链有利于对冲行业风险、增强原料保障, 进而提升行业盈利能力; 2019 年重点关注荣盛控股、恒逸集团等在建项目进展对行业格局带来的冲击。

**盈利能力:** 2018 年化工行业景气度仍处于近三年以来历史高位, 行业营业收入及利润总额均有所提升, 预计化工行业景气度将持续到 2019 年, 行业盈利空间将进一步拓展, 但预计盈利增速将有所放缓。

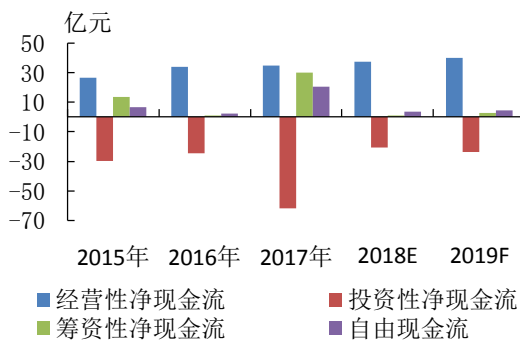
**债务压力:** 2019 年化工企业债券兑付到期较多, 企业债务集中兑付压力较大。

**信用质量:** 2018 年化工行业信用水平整体有所下降, 债务违约大幅增加; 预计 2019 年, 在盈利能力持续提升和环保政策的影响下, 行业内企业信用水平将进一步分化, AA 及以下级别的企业将面临一定风险。

2019~2023 年行业存续债走势图 (单位: 亿元)



行业现金流走势图 (单位: 亿元)



### 作者

大公化工行业小组

负责人: 赵茜 费颖 张国攀

客服电话: 4008-84-4008

Email : rating@dagongcredit.com



## 概要

2018 年以来，化工行业仍是环保监控、整改重点，环保政策相对于去年更为严格。2018 年 1 月 1 日起《中华人民共和国环境保护税》正式实施；2018 年下半年，中央生态环境保护督察“回头看”工作持续推进，截至 2018 年 11 月末，中央级的环保督查已完成对全国 20 个省份的覆盖；2019 年还将启动新一轮中央环保督察，力争用三年左右时间再次实现全覆盖。在环保政策的持续高压下，许多化工企业继续处于停产限产整顿状态，各主流产品价格也出现不同幅度的上涨行情。2018 年前三季度，化工行业综合景气指数月平均值达到 103.50，景气度处于近 3 年以来历史高位，景气指数同比增长 1.35%，增速较上年同期下降 0.35 个百分点。同时，2018 年前三季度化工行业营业收入同比增长 18.29%；行业营业利润同比大幅增长 49.80%。2018 年，化工企业债券发行量仍保持较大规模，行业违约债券数量大幅增加，信用水平有所下降，各子行业信用水平继续分化；由于受地区产能整合转移政策，以及企业自身经营水平下降、区域企业互保代偿风险爆发等影响，2018 年化工行业共有 9 家企业发生 27 个债项级别下调。

预计 2019 年，在环保执法督察影响下，环保执法将更加规范，行业集中度将进一步提升；行业供需格局将持续改善；行业盈利空间将进一步拓展；化工企业债券兑付到期及回售较多，关注企业债务集中兑付压力；行业内企业信用水平将进一步分化，资金、技术实力强的企业，债项级别能维持不变或者调高，而中小企业或受环保政策影响较大的企业则可能面临债项级别下调甚至信用违约局面。



生态环境执法督察工作持续推进，环保税开始征收，部分化工企业处于停产限产整顿状态，化工行业产能集中度持续改善；2019年预计在生态环境执法督查的影响下，行业集中度将进一步提升

2018年，中央环境保护工作持续推进。2017年基本完成《大气污染防治行动计划》和《水污染防治行动计划》重点行业及产能过剩行业企业排污许可证核发。2018年1月1日起，《中华人民共和国环境保护税》正式实施，该法规定：“直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者”为纳税人，确定大气污染物、水污染物、固体废物和噪声为应税污染物。该税与排污费相比更加细化，关注重点是对有毒有害物质征税。同时，2018年生态环境部启动中央生态环境保护督察“回头看”工作，截至2018年10月末，第一批河北、宁夏等10省（区）中央环境保护督察“回头看”全部完成督察反馈工作；第二批对山西、辽宁等10省份的中央级的环保督查也已全面启动，从2019年开始还将启动第二轮中央环保督察工作，力争用三年左右时间再次实现全覆盖。

环保重压下，2018年一大波化工企业面临关停淘汰。其中，山东全省化工园区和专业化工园区认定数量控制在100家以内，化工生产企业户数在各市公告的7,595家基础上减少20%以上；南京扎实开展“263”专项行动，重点推进减煤、减化、减铸造，全年关停化工企业40家、整治铸造企业42家；浙江依照《危险化学品生产企业安全生产许可证实施办法》等相关规定，决定注销61家企业危险化学品安全生产许可证。受环保关停、化工原料飞涨等诸多因素影响，下游企业的利润越来越少，不得不出台相应对策，化工企业集体涨价。

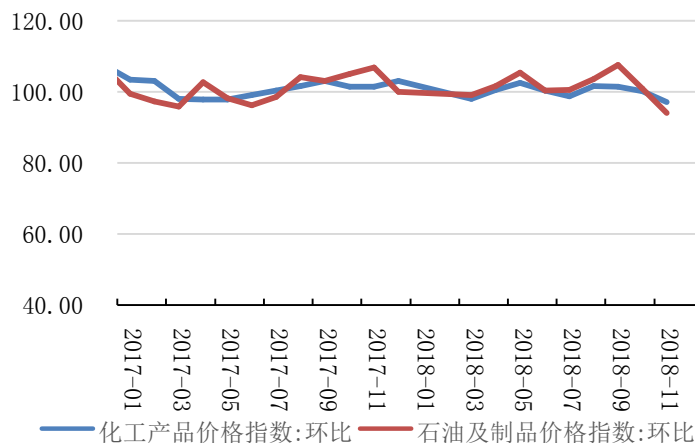
预计2019年，在生态环境执法督查的影响下，将有更多省份的中小化工企业面临关停风险，优质企业行业地位将会进一步巩固，整个行业集中度也将提升。



2018年，原料涨价、供给端偏紧、下游需求相对稳定等因素导致化工产品价格波动上升；10月份开始，受原油价格下跌影响，化工产品价格开始下跌；2018年，行业新增产能投放量有限，仅化学纤维制造业固投增速维持高位；预计2019年，行业供需格局将持续改善

化工行业门类复杂、品种多样，但是追溯源头发现，一次能源主要包括原油、天然气、煤炭、原盐以及矿石五大类。这五类主要原材料的价格变动将直接对各化工产品价格产生联动效果。从原料及供给端看，在国际政治形势、国内环保督查和去产能政策的多重作用下，2018年原油、煤炭以及天然气等价格波动攀升，直接推动了化工品价格的上涨。但从2018年10月开始，原油价格持续下跌，受此影响，化工产品价格也相应下跌。

图1 2017年以来石油及制品价格指数、化工产品价格指数环比情况表（上月=100）



数据来源: Wind, 大公整理

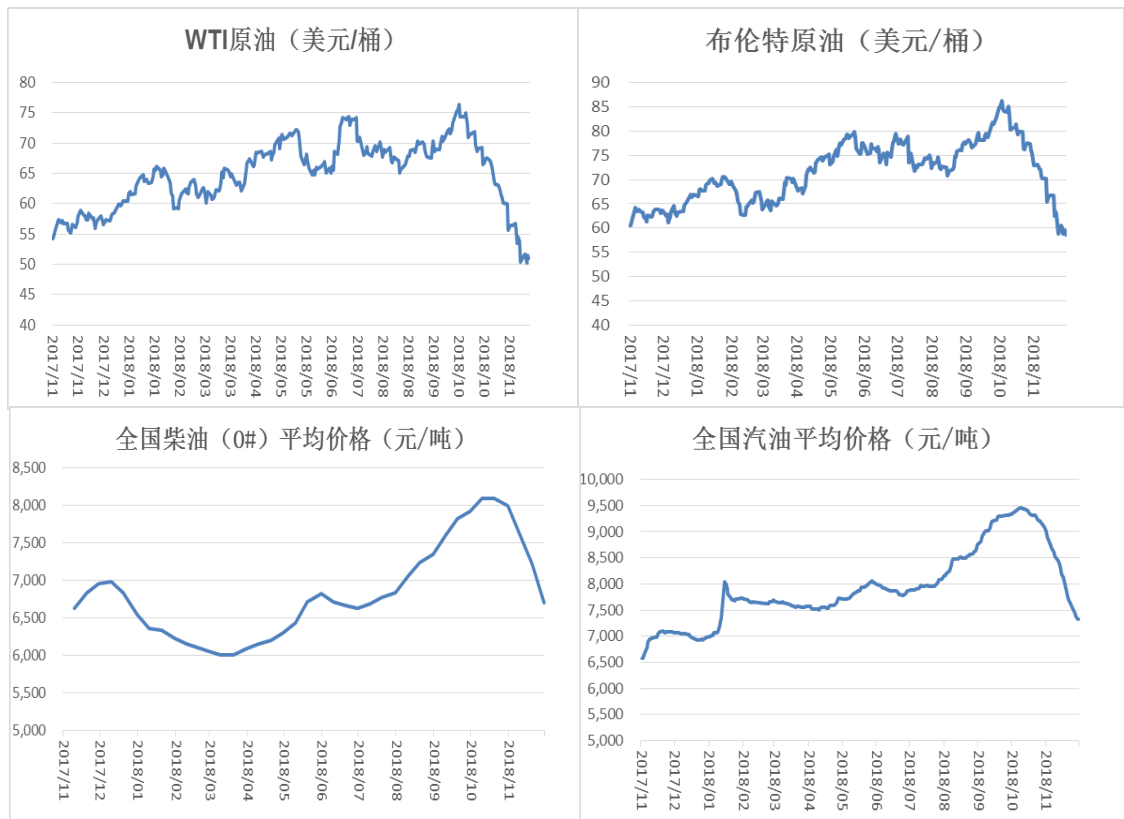
从细分行业来看，石油化工<sup>1</sup>行业受原材料波动影响较大。2018年1~9月，受委内瑞拉原油产量快速下滑导致OPEC超额减产及地缘政治等因素影响，油价处于震荡上行的行情，布伦特原油价格于2018年10月3日上涨至最高点86.29美元/桶；同期，受益于产品价差，我国石油加工企业主营业务收入3.45万亿元，同比增长14.39%；利润总额为2,019.00亿元，同比增长24.12%。但2018年10月初以来，

<sup>1</sup>截至2018年11月末，根据Wind数据统计，石油、煤炭及其他燃料加工企业数量为2,002个。



供给端由于美国原油产量不断攀升，美国对伊朗制裁有所缓解，OPEC 减产力度存疑以及俄罗斯减产情绪微弱等因素使得原油市场供应量较充足；需求端由于全球经济增速下滑，煤头、气头路线制备化工产品的兴起等因素，原油需求将有所下滑，综合作用下原油价格单边大幅下跌。根据 Wind 数据显示，2018 年 1~8 月，石油化工行业固定资产投资完成额增速维持小幅下降趋势，9、10 月增速小幅上升，总体来看新增产能较少。随着 2018 年 12 月 7 日石油输出国组织 OPEC 与以俄罗斯为首的非 OPEC 产油国关于减产协议的达成，OPEC+ 将从 2019 年 1 月份起减产 120 万桶/日，阻止原油价格进一步下跌，预计 2019 年油价短期有望企稳，布伦特原油价格将处于 60~70 美元/桶波动。

**图 2 2018 年以来 WTI 原油、布伦特原油和国内汽油、柴油平均价格**



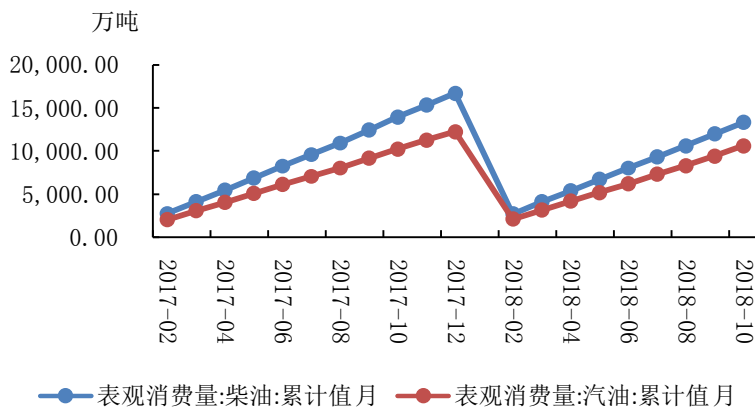
数据来源: Wind, 大公整理

作为石油化工主要产品之一，我国汽、柴油的价格波动趋势与原油价格趋势基本一致，2018 年 10 月份之前大幅上升，10 月份之后大幅下跌。整体来看，2018 年以来汽、柴油的表观消费量与去年基本



持平。预计 2019 年，受新能源汽车行业的冲击以及汽车销量相对疲软的情况下，我国的汽、柴油的表观消费量将略有回落。

**图 3 2017 年以来国内汽油、柴油表观消费量累计值（单位：万吨）**



数据来源: Wind, 大公整理

化学原料及化学制品<sup>2</sup>方面，2018 年供给增长状况好于上年。据国家统计局统计数据显示，2018 年 1~10 月，化学原料及化学制品出厂价累计同比增长 7.1%，11 月出厂价同比增幅有所下降；产量较大的化工品主要包括纯碱、烧碱、硫酸、乙烯等。2018 年 1~11 月，纯碱产量为 2,350.4 万吨，同比减少 0.2%；烧碱产量 3,111.4 万吨，同比增长 1.6%；硫酸产量为 7,760.6 万吨，同比增长 0.9%；另外主要有有机类产品初级形态塑料、乙烯的产量分别为 7,786.3 万吨、1,680.7 万吨。2018 年 1~8 月，化学原料及化学制品行业完成额增速维持小幅下降趋势，9~11 月增速有所提高。未来 1-2 年内，预计供给端仍将呈上升趋势，但新增产能有限。化学原料及化学制品行业的核心下游为房地产、基建、汽车、纺织服装等行业。其中，房地产作为此细分行业最大的下游，对化学原料产品如涂料等的需求大都处在建设后期，因此需求对房地产投资而言存在一定滞后。根据 Wind 数据显示，2018 年 1~11 月，房地产开发投资额累计 110,083.00 亿元，同比增长 9.66%；汽车销量为 2,541.97 万辆，同比减少 1.65%。预计 2019 年，化学原料及化学制品行业的供需将保持相对稳定。

<sup>2</sup>截至 2018 年 11 月末，根据 Wind 数据统计，化学原料及化学制品类企业数量为 23,535 个。



化学纤维制造行业<sup>3</sup>方面，原材料依赖进口且产业链较短。对于传统PTA-涤纶产业链来说，PX是重要的原材料，但国内PX产能不足导致对外依存度较高，采购成本无法得到有效控制。此外，相对较短的产业链使得企业暴露于周期性风险当中。为了对冲行业风险、增强原料保障，进而提升盈利能力，部分行业龙头已经开始进行大产业链布局，将PTA-涤纶产业链延伸至上游炼化领域，形成石脑油-PTA-纤维的产业链结构，且行业集中度进一步提升。根据Wind数据统计，2018年1~11月，化纤产量累计值为4,571.30万吨，同比增长7.60%，增速同比有所上升。化纤行业下游需求是纺织业，2018年1~11月，我国纺织服装业累计实现主营业务收入26,817.40亿元，同比增长1.70%；实现利润总额1,164.10亿元，同比增长4.90%。2018年1~11月我国化学纤维制造业的主营业务收入和利润总额分别为7,280.60亿元和351.00亿元，分别同比增长13.40%和12.90%，仍保持较大规模。需求旺盛导致化学纤维完成额增速同比明显增长，预计2019年到2021年化学纤维新增产能将明显增长，且部分长期停产装置重启，将再次拓宽供给面，加之贸易摩擦可能导致外需市场的转移或需求量下滑。预计2019年，化学纤维行业供需紧平衡可能被打破。

化肥行业持续低迷，行业内企业经营风险增加。2016~2017年，化肥行业供需矛盾凸显，产品产销量及价格下降，尿素和复合肥开工率均低。进入2018年，伴随落后产能逐步退出市场，化肥行业整体的产能过剩状态逐步改善，化肥产量持续下滑；化肥上游原材料合成氨、硫磺、磷矿石等产品价格整体居高位，市场呈现供需微幅偏紧的状态，10月份化肥价格已经位于历史高位，企业的盈利水平状况也有所好转。预计2019年化肥行业新增产能减少，行业供需矛盾有望继续缓解。

<sup>3</sup>截至2018年11月末，根据Wind数据统计，我国化学纤维制造企业数量为1,831个。

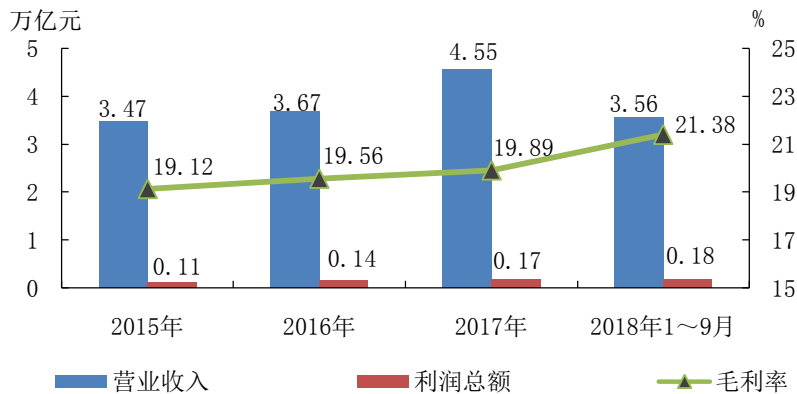


**2018年化工行业景气度仍维持高位，行业营业收入及利润总额均有所提升；预计化工行业景气度将持续到2019年，行业盈利空间将进一步拓展，但增速预计有所放缓**

从需求端来看，虽然国内需求增速有所下滑，终端需求仍保持在较好水平；从供给端来看，环保监管及供给侧改革去落后产能无疑将成为未来国内化工行业供给端最主要的影响因素，而落后产能的退出势逐渐提高整个化工行业的规范化水平，改善行业竞争环境，普遍提高规范化企业的盈利能力。基于以上原因，2018年化工行业景气度仍处于历史高位，预计2019年行业景气度将持续，但受国际贸易摩擦等因素影响，预计增速将有所放缓。

根据Wind数据显示，2018年前三季度，化工行业综合景气指数月平均值达到103.50，同比增长1.35%，但增速较上年同期下降0.35个百分点。

**图4 2015年以来样本化工企业营业收入、利润总额和毛利率（平均值）情况**



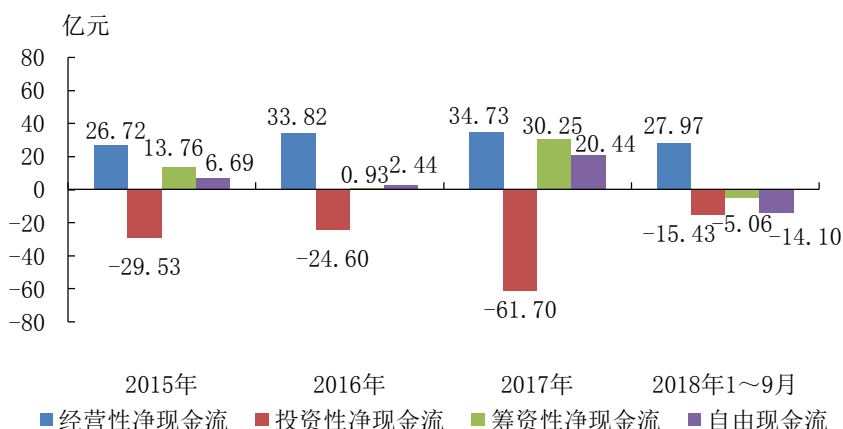
数据来源：Wind，大公整理

2015年以来，样本化工企业<sup>4</sup>营业收入、毛利润及毛利率持续增长。2018年1~9月，样本化工企业的营业收入合计为3.56万亿元，同比增长16.05%；样本化工企业的利润总额合计1,784.91亿元，同比增长41.07%；样本企业的毛利率平均值为21.38%，同比有所增加。预计2019年化工行业的盈利空间将进一步扩展。

<sup>4</sup> 样本化工企业包括113家发债化工企业。



图 5 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月样本化工企业现金流（平均值）情况



数据来源: Wind, 大公整理

2015~2017 年，样本化工企业经营性净现金流<sup>5</sup>不断增长，一直保持净流入状态。同期，投资性现金流始终为净流出，其中 2017 年净流出规模同比大幅增加，主要是 2017 年主要化工企业购建固定资产等所支付的现金及投资所支付的现金大幅增加所致。根据相关公开资料披露，2017 年中国石油化工股份有限公司（以下简称“中国石化”）项目建设以及收购上海赛科石油化工有限责任公司，导致资本支出大幅增加；浙江荣盛控股集团有限公司（以下简称“荣盛控股”）的舟山炼化项目处于大规模集中投入期；浙江恒逸集团有限公司（以下简称“恒逸集团”）增加文莱项目投资以及对参股企业追加投资或资金拆借等，以上企业 2017 年投资性净现金流大幅流出。同期，样本化工企业筹资性现金流保持净流入状态，2017 年筹资性现金流净流入规模大幅增加，主要是化工企业借款规模增加所致。

2018 年 1~9 月，样本化工企业经营性现金流净流入同比增长 26.50%，投资性现金流净流出规模同比大幅下降 73.55%，主要是中国石化、中国化工集团有限公司等企业投资支出大幅减少所致；筹资性现金流由净流入转为净流出，主要是由于样本企业 2018 年集中偿还债务规模整体增加。

从细分行业来看，石油化工企业由于其行业特点，现金流流入和

<sup>5</sup>此处指的是平均值，投资性净现金流、筹资性净现金流均指的是平均值，下同。

流出规模均较大,随后依次为化学纤维、化学原料、化学制品类企业,塑料和橡胶类企业现金流规模均较小。主要化纤企业 2018 年以来进行产业链延伸,打通“原油-PX-PTA-PET-涤纶长丝-化纤织造”的产业链,其中核心利润来源于其中的“PX-PTA”环节。预计 2019 年,化工行业经营性净现金流仍将保持净流入稳步增长,投资性现金流将继续大幅净流出,部分企业在建项目支出压力较大或因实行收并购的扩张计划导致资金链较紧张。

**表 1 2018 年 1~9 月细分行业化工样本企业现金流(平均值)情况(单位:亿元)**

指标	化学纤维	化学原料	化学制品	石油化工	塑料	橡胶
经营性净现金流	14.09	12.53	11.04	216.49	6.21	1.99
投资性净现金流	-59.93	-9.94	-12.13	-10.05	-5.37	-4.49
筹资性净现金流	72.44	3.86	-5.70	-113.78	-1.68	4.81

数据来源: Wind, 大公整理

行业总体资产负债率处于适中水平,但流动资产对债务的保障能力较弱,且细分行业偿债能力存在一定差异;短期有息债务占比较高,部分企业短期偿债压力较大

近年来,化工行业资产负债率在 50%~60%之间,处于适中水平;2018 年 1~9 月,化学原料、化学纤维行业资产负债率相对较高,塑料、橡胶行业资产负债率相对较低。细分行业中,由行业特性决定,石油化工行业资产、负债规模较大,其次分别为化学制品、化学纤维、化学原料行业,塑料及橡胶行业的资产、负债规模相对较小;从资产构成来看,除塑料和橡胶行业,其他行业均以非流动资产为主,其中化学纤维行业、石油化工、化学原料细分行业的流动资产占总资产比重均相对较低;从负债构成来看,各细分行业均以流动负债为主,且各行业流动负债占总负债的比重较相近。化工行业流动比率水平较低,细分行业的流动比率在 1.00~2.96 的区间浮动,流动资产对债务的保障能力较弱;速动比率水平一般,在 0.75 到 2.37 的区间浮动,其中,石油化工企业、化学纤维及化学原料行业的流动、速动比率水平相对较差,短期偿债能力较弱;橡胶及塑料企业的流动、速动比率水平较好,短期偿债能力较强。此外,化工行业短期有息债务占比较大,



部分企业短期偿债压力较大。

**表 2 2018 年 1~9 月存续债化工细分行业企业财务指标 (平均值) (单位:亿元、%)**

指标	化学纤维	化学原料	化学制品	石油化工	塑料	橡胶	化工行业
资产	429.53	370.04	432.02	2,709.71	154.88	98.82	575.74
流动资产/资产	38.97	39.79	46.42	38.99	57.57	55.67	45.34
负债	280.64	249.36	296.45	1,334.81	75.27	59.41	351.23
流动负债/负债	68.92	68.75	68.65	67.47	67.48	67.10	68.43
资产负债率	59.03	60.46	56.65	55.45	50.32	51.76	56.67
流动比率	1.00	1.12	1.37	1.05	1.79	2.96	1.41
速动比率	0.75	0.92	1.04	0.86	1.52	2.37	1.10

数据来源: Wind, 大公整理

化工行业2019年到期债券较多,部分企业集中兑付压力较大,预计2019年行业融资需求将有所上升

从发债情况来看,2018 年前三季度,化工企业债券发行量共计 123 只,同比增加 9 只债券;发行金额总计 800.68 亿元,同比减少 30.26 亿元。分板块来看,化学制品由于发债企业较多,成为债券市场的主力军;化学纤维发债企业数量较少,但受到产业链扩张战略影响,融资需求较大,6 家发债企业贡献了 154.33 亿元的发行额度;石油化工、化学原料、塑料和橡胶企业发债情况同比变化不大。

**表 3 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月样本企业发行债券情况 (单位:只、亿元)**

项目	2018 年 1~9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
石油化工	15	68.80	18	100.80	30	338.20	29	935.20
化学原料	30	171.96	32	206.30	57	379.50	61	423.40
化学制品	50	360.99	70	571.80	106	813.55	106	831.50
化学纤维	22	154.33	32	221.59	41	249.00	30	192.50
塑料	5	20.40	7	45.03	10	53.00	9	39.00
橡胶	2	26.20	3	10.40	3	14.50	2	14
合计	124	802.68	162	1,155.92	247	1,847.75	237	2,435.60

数据来源: Wind, 大公整理

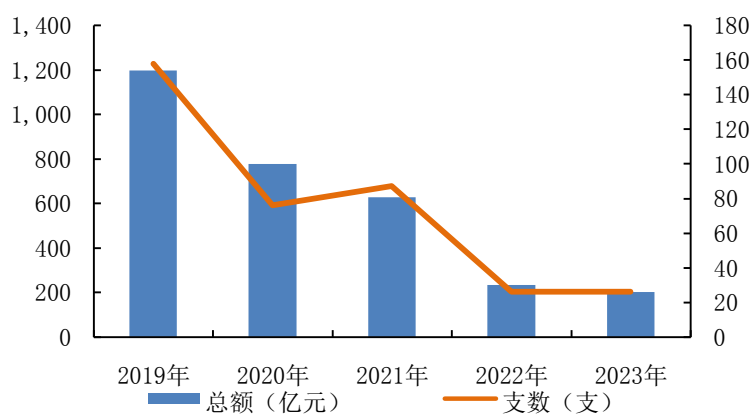
从债券品种来看,2018 年前三季度,化工行业短期融资券、超短期融资券发行数量及金额同比显著下降,但仍保持较大规模;其中,超短期融资券占总发债金额的比重最大,为 42.71%。同期,公司债发行金额同比明显增长。

从发债主体级别来看,与 2017 年情况相似,2018 年 1~9 月,

主体级别为 AA+ 的发债企业最多，共计 74 次；而 AA 的企业债券发行规模及数量同比大幅下降，说明在市场预期欠佳的情况下，AA 及以下水平的企业融资难度有所增加，信用资质对企业的债券发行影响较大。

截至 2018 年 12 月 31 日，化工企业存续债 386 只，发行总额合计 3,149.83 亿元，偿付压力主要集中在 2019~2021 年，其中 2019 年到期债券余额合计 1,025.21 亿元，集中兑付压力很大，因此预计化工行业 2019 年融资需求将明显上升。

图 6 2019~2023 年化工行业到期债券金额及数量情况（单位：亿元）



数据来源: Wind, 大公整理

受益于行业景气度处于较高水平，2015 年以来化工行业净利润和净利率持续增长，且净资产收益率总体呈上升趋势。2015~2017 年，化工行业 EBITDA 对利息费用覆盖倍数分别为 10.22 倍、4.82 倍和 3.05 倍，EBITDA 对利息费用的保障程度呈减弱趋势，但 EBIT 对利息费用保障能力呈总体增强趋势，由此可知化工行业主营业务的盈利能力持续增强，但主营业务产生现金流的能力有所减弱。考虑到 2019 年化工行业到期债务余额规模较大，在行业基本面无太大变化情形下，预计 2019 年 EBITDA 对债务和利息的保障程度将有所减弱。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，化工行业应收账款周转率分别为 35.54、31.47、37.71 和 27.36，2018 年以来应收账款周转效率明显下降，对化工企业的资金使用效率造成一定不利影响；同期，存货周转率分



别为 7.44、7.43、8.18 和 6.04，2018 年以来存货周转率明显下滑。由于行业资产规模增长，2018 年以来化工行业总资产周转效率有所下滑。

**表 4 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月化工行业主要指标 (平均值) (单位:亿元、%)**

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
净利润	7.75	9.61	12.77	16.44
净利率	5.41	5.69	5.87	7.18
ROE	7.95	5.43	13.41	5.94
EBIT	14.79	17.94	21.21	26.89
EBIT/利息费用 <sup>6</sup>	7.11	8.39	8.19	9.04
EBITDA	31.19	35.46	40.18	-
EBITDA/利息费用	10.22	4.82	3.05	-
全部债务/EBITDA	7.73	12.25	4.54	-
应收账款周转率	35.54	31.47	37.71	27.36
总资产周转率	0.83	0.80	0.84	0.57
存货周转率	7.44	7.43	8.18	6.04
流动比率	1.34	1.41	1.36	1.41
速动比率	1.01	1.09	1.03	1.10

数据来源: Wind, 大公整理

总体来看，化工企业的偿债能力一般，流动资产对债务的保障能力较弱，石油化工、化学纤维及化学原料行业的短期偿债能力较弱，橡胶及塑料行业的短期偿债能力较强。2018 年前三季度，化工企业发债规模及数量同比均有所下降，但存续债债务规模仍较大，其中 2019 年债券兑付到期较多，企业集中兑付压力较大，预计 2019 年化工行业融资需求将有所上升。

**2018 年，部分中小型地方化工企业受到去产能及整改政策的影响，经营及财务情况恶化，以及部分区域担保代偿风险频发，到期债务违约现象凸显；预计 2019 年，行业内企业信用水平将进一步分化，呈现强者恒强态势**

2015 年以来，化工行业主体信用级别变动以调升为主，但调降次数有所增长，企业信用水平分化开始显现。2018 年，主体信用级别调升企业数同比显著下降，共有 8 家企业级别上调；同期，主体评

<sup>6</sup>利息费用= (利息支出-利息资本化金额) -利息收入





级调降企业数同比明显增长，共有 9 家企业级别下调，信用水平整体同比有所下降。债项调级方面，2015 年以来债项级下调愈发频繁；2018 年，化工行业 27 只债项级别下调，同比大幅增加，且主要集中在发行时主体级别为 AA 的企业。

**表 5 2015~2018 年化工行业债项级别预警 (单位:只)**

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
评级调低	3	11	15	27
隐含评级调低	0	0	0	98
列入评级观察名单	1	4	12	20

数据来源: Wind, 大公整理

**表 6 2018 年化工企业主体级别调升情况**

企业名称	级别调整时间	信用级别	展望	评级机构	调级方向
浙江恒逸集团有限公司	2018.07.30	AA+	稳定	联合	调升
	2018.06.27	AA+	稳定	大公国际	
东华能源股份有限公司	2018.06.11	AA+	稳定	大公国际	调升
	2018.01.05	AA+	稳定	联合	
中国巨石股份有限公司	2018.06.29	AAA	稳定	中诚信	调升
内蒙古君正能源化工集团股份有限公司	2018.07.20	AA+	稳定	大公国际	调升
北方华锦化学工业股份有限公司	2018.11.15	AAA	稳定	中诚信	调升
湖北兴发化工集团股份有限公司	2018.05.30	AA+	稳定	中证鹏元	调升
深圳市新纶科技股份有限公司	2018.04.29	AA-	正面	中证鹏元	调升
合盛硅业股份有限公司	2018.06.07	AA+	稳定	中诚信	调升

数据来源: Wind, 大公整理

**表 7 2018 年化工企业主体级别调降情况**

企业名称	级别调整时间	信用级别	展望	评级机构	调级方向
浙江古纤道新材料股份有限公司	2018.02.06	A	负面	大公国际	调降
	2018.01.12	AA-	负面	大公国际	
江苏辉丰生物农业股份有限公司	2018.08.23	A+	负面	中证鹏元	调降
	2018.06.22	AA-	负面	中证鹏元	
洪业化工集团股份有限公司	2018.08.20	CC	-	中诚信	调降
同益实业集团有限公司	2018.10.24	C	-	大公国际	调降
湖北宜化化工股份有限公司	2018.02.06	A	-	中诚信	调降
	2018.02.02	A	-	联合	
湖北宜化集团有限责任公司	2018.02.06	A	-	中诚信	调降
山东金茂纺织化工集团有限公司	2018.12.04	C	-	上海新世纪	调降
	2018.11.29	CCC	-	上海新世纪	
	2018.11.29	C	-	大公国际	
	2018.09.21	BB	负面	大公国际	
	2018.06.27	A	负面	大公国际	
	2018.06.20	BBB	-	上海新世纪	
宝塔石化集团有限公司	2018.12.24	BB	-	联合	调降
	2018.11.19	A+	负面	联合	
东辰控股集团有限公司	2018.12.13	A+	负面	大公国际	调降

数据来源: Wind, 大公整理



债券违约方面，2018 年以来，化工行业违约债券大幅增加。其中，同益实业集团有限公司由于未能于 2018 年 10 月 19 日按期足额偿付“16 同益 02”利息及回售本金，且担保人亦未能履行担保责任，构成实质性违约。东辰控股集团有限公司（以下简称“东辰控股”）因债务逾期被诉讼，且部分股权被冻结，偿债能力弱化。自 2018 年 5 月以来，东辰控股主营化工业务开工率下降，业务规模大幅收缩，盈利能力大幅下降；此外，东辰控股对外担保企业区域集中度很高，2018 年 11 月以来，担保对象山东胜通集团有限公司和山东胜通钢帘线有限公司由于债务逾期涉诉；担保对象山东大海集团有限公司（以下简称“大海集团”）和山东金信新材料有限公司已进入破产重整程序，东辰控股面临的或有风险进一步上升。山东金茂纺织化工集团有限公司（以下简称“金茂纺织”）应于 2018 年 11 月 26 日完成“15 金茂债”和“16 金茂 01”部分兑付，但由于资金紧张，上述债券均未能按照约定完成兑付工作；同时，金茂纺织及其子公司东营金茂铝业高科技有限公司处于破产重整。

2018 年以来，东营地炼互保圈风险事件频发，企业经营较为困难，既面临行业下行、税收制度改革、区域同业整合等压力，也因核心互保圈以外被担保企业资质较弱而面临较多失信及被金融机构诉讼的事项。未来随着金茂纺织违约及大海集团破产事件持续发酵，东营地炼互保圈的风险传递速度或将进一步加快，需重点关注互保圈中自身经营情况欠佳、接收风险途径较多，以及因被担保企业重组、违约、失信、涉诉等可能面临的担保损失较多的企业。

**表 8 2015 年以来化工行业违约债券情况 (单位: 亿元)**

债券简称	发行人	发行规模	违约发生日	违约类型
12 圣达债	四川圣达集团有限公司	3.00	2015.12.07	未按时兑付回售款及利息
13 百川债	广州华工百川科技有限公司	2.00	2016.12.16	未按时兑付本息
16 博源 SCP001	内蒙古博源控股集团有限公司	11.00	2016.12.05	未按时兑付本息
12 博源 MTN1	内蒙古博源控股集团有限公司	11.00	2017.11.21	未按时兑付本息
16 博源 SCP002	内蒙古博源控股集团有限公司	8.00	2017.02.03	未按时兑付本息
13 博源 MTN001	内蒙古博源控股集团有限公司	8.00	2018.07.18	未按时兑付本息
16 东辰 03	东辰控股集团有限公司	6.00	2018.11.23	技术性违约
16 同益 02	同益实业集团有限公司	4.50	2018.10.19	未按时兑付回售款及利息
15 金茂债	山东金茂纺织化工集团有限公司	10.00	2018.11.26	提前到期未兑付
16 金茂 01	山东金茂纺织化工集团有限公司	5.00	2018.11.26	提前到期未兑付
14 鲁金茂 MTN001	山东金茂纺织化工集团有限公司	10.00	2018.11.26	提前到期未兑付

数据来源: Wind, 大公整理

经分析发现,影响化工企业信用水平的因素如下:第一,行业具有周期性,行业内发债企业信用水平受宏观经济波动影响较大,各子行业信用水平区别较大。第二,企业盈利能力和未来发展战略是判断信用等级关键,在行业偏弱情况下,部分企业通过兼并重组、重新定位发展方向等方式盘活资产,不但扭亏为盈更使得信用水平大幅提升。第三,信用级别变动具有一定的延续性。由于化工企业往往资产负债重、利润薄、对流动资金要求高,如盈利能力持续下降就很可能出现继续恶化的情况且短期内难以扭转,此时信用级别调降之后,往往短期内回调可能性较小,甚至会在短期内出现信用级别持续下降的情况。在企业盈利能力向好和环保政策的影响下,预计 2019 年,行业内企业信用水平将进一步分化,呈现强者恒强态势。第四,2018 年以来,由于部分化工企业债券到期及回售集中,以及企业自身盈利能力下降,对外担保代偿风险凸显使得企业资金出现流动性不足,部分企业进入破产重整,由此引起债务提前到期未能兑付的违约事件增加;预计 2019 年,化工行业到期及回售债券规模较大,部分化工企业的信用风险将进一步上升。第五,主体级别为 AA 及以下的化工企业面临较大压力,此类企业公募发行债券难度较大,且近年来化工行业整合落后产能,中小化工企业存在较大的经营及财务风险。