



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪019号

辽宁华锦通达化工股份有限公司：

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发行的“辽宁华锦通达化工股份有限公司公司债券”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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年四月二十二日

辽宁华锦通达化工股份有限公司公司债券 2013 年跟踪评级报告

发行主体	辽宁华锦通达化工股份有限公司		
发行规模	人民币 27 亿元		
存续期限	2012/09/24—2017/09/24		
上次评级时间	2012 年 7 月 13 日		
上次评级结果	债项级别 AA ⁺	评级展望	稳定
	主体级别 AA ⁺		
跟踪评级结果	债项级别 AA ⁺	评级展望	稳定
	主体级别 AA ⁺		

概况数据

辽通化工	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益 (亿元)	66.17	75.46	73.88	72.97
总资产 (亿元)	265.36	285.36	327.53	309.16
总债务 (亿元)	168.43	125.34	188.76	186.23
营业总收入 (亿元)	239.27	375.57	360.09	106.07
营业毛利率 (%)	16.48	14.33	12.03	10.75
EBITDA (亿元)	22.54	28.73	24.47	-
所有者权益收益率 (%)	6.24	11.16	0.27	-4.70
资产负债率 (%)	75.06	73.56	77.44	76.40
总债务/EBITDA	7.47	4.36	7.72	-
EBITDA 利息倍数	2.65	3.29	2.47	-

分析师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn
王 维 wwang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2013 年 4 月 22 日

基本观点

2012 年, 辽宁华锦通达化工股份有限公司 (以下简称“辽通化工”或“公司”) 化肥业务运营顺畅, 尿素等产品产销量保持增长, 收入规模提升, 对公司石化业务形成有效补充, 为公司整体业务规模保持稳定做出贡献; 同时公司不断完善化肥和石化产业链, 项目建设的持续促使公司资产规模不断提升。此外, 我们也关注到公司化肥业务面临一定成本上行压力、石化业务收入和盈利水平受宏观环境影响较大, 以及公司负债水平偏高且存在进一步上升的可能等因素, 这些都将在一定程度上影响到公司的信用水平。

中诚信证评维持“辽宁华锦通达化工股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AA⁺, 辽宁华锦通达化工股份有限公司主体信用等级 AA⁺, 评级展望稳定。

正 面

- 化肥业务运营顺畅。2012 年公司化肥业务产销量保持增长, 收入规模和毛利水平稳步提升, 为公司整体业务规模稳定做出有效贡献。同时, 公司煤头尿素项目正在建设, 建成后公司尿素产能将进一步提升, 尿素的原料和成本结构将得到优化。
- 石化业务具备强有力的股东支持。公司实际控制人兵器集团在海外拥有丰富的原油储备, 辽通化工作为兵器
- 集团整个石化产业链上关键的一环, 在原油采购及石化产品销售等方面得到兵器集团强有力的支持, 保障了公司石化业务的顺利开展。
- 较好的获现能力。作为重资产企业, 近年来公司折旧、利息支出是公司 EBITDA 的主要构成, 未来随着公司项目建设的持续, 公司仍将保持较好的获现能力, 对债务偿还提供保障。

关 注

- 化肥业务面临一定成本上行压力。中国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继续上涨，气头尿素产品的成本优势或将不断缩小。
- 石化业务盈利水平波动。石化行业具有一定的周期性，且价格波动受国内外经济环境等因素影响明显。鉴于石化业务占公司主营业务收入的比重较高，石化业务盈利的波动对公司整体盈利情况形成的影响值得关注。
- 负债水平偏高且存在进一步上升的可能。目前公司财务杠杆比率较高，考虑到公司在建项目尚存在较大融资压力，债务规模的扩大将推动公司负债水平进一步上升。

募集资金专项说明

本次公司债于2012年9月24日发行，以5.6%的发行利率共计发行公司债券27亿元。此次发行共募集资金27亿元，扣除发行费共计人民币3,343.62万元后，募集资金净额266,656.38万元。截至2013年3月31日，公司已使用募集资金人民币10亿元，主要用于偿还短期融资券，其余资金用于补充流动资金。

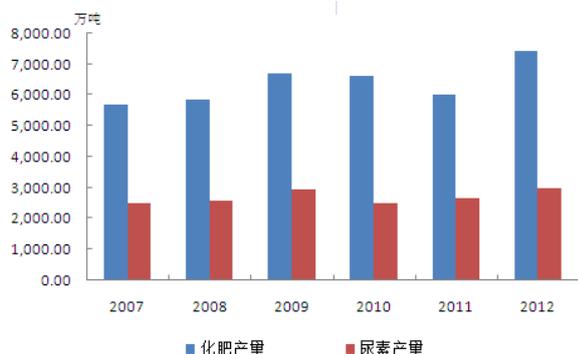
公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

行业关注

2012年国内尿素行业供需两旺，尿素价格高位运行。受原材料供应影响，煤头尿素企业利润空间提升，而气头尿素企业普遍开工率不足，生产成本增加。

2012年，我国化肥行业总体呈现平稳发展态势，化肥产品产量稳步增长。国家统计局数据显示，2012年化肥全行业生产化肥7,432万吨(折纯，下同)，同比增长10.9%。其中，氮肥产量4,947万吨，同比增长11.3%；磷肥产量1,956万吨，同比增长10.7%；钾肥产量530万吨，同比增长7.8%；氮肥依旧是农业生产中需求量最大的化肥品种。

图1：2007~2012全国化肥、尿素产量

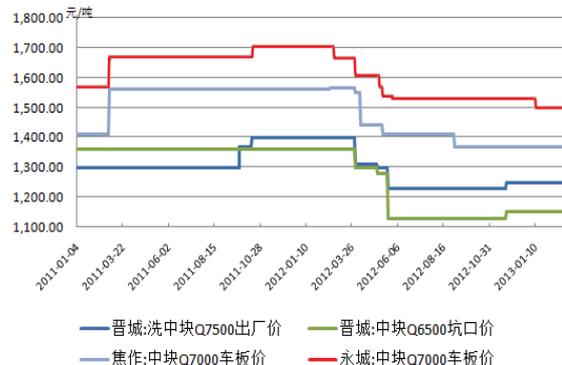


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

尿素作为氮肥制造业的主要产品，近年来产量始终保持在较高水平。2012年，我国尿素产量承接2011年的增长态势，全年产量达3,003.83万吨，同比增长13.92%。作为资源密集型产业，受“富煤、

贫油、少气”的资源限制，我国尿素生产企业60%以上的以煤炭为生产原料，其余约30%的企业采用天然气为生产原料。

图2：2011~2012年国内煤炭价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

煤头尿素方面，2012年我国煤炭市场供需总体处于相对宽松局面，尤其是5月份后煤炭供大于求态势明显，煤炭库存较快上升、价格大幅下降，至年末煤炭价格仍处于低位徘徊。得益于煤炭供给的充足和价格的下降，煤头尿素企业整体开工情况良好，生产成本明显降低，企业利润空间逐步提升。

气头尿素方面，2012年国内天然气需求保持较快增长，然而天然气自产量增速相对较缓，进口天然气量明显增长，造成国内天然气价格上升。同时，受冬季用气量激增和“限工业、保民用”的原则影响，国内部分地区天然气短缺现象严重，在很大的程度上影响了气头尿素的开工率和产量。2012年10~12月，国内的气头尿素开工率逐月降低，分别为74.5%、67.0%和50.2%，部分企业出现停产；而我国主要气头尿素产区川渝地区的气头尿素企业由于缺气已经导致全年开工率不足50%。

气源的短缺和天然气价格的上升，使得气头尿素成本优势削弱，气头尿素生产企业盈利能力受到影响。未来，随着《天然气“十二五”规划》的逐步落实，天然气供应稳定将有助于其价格的稳定，对于气头尿素企业来说有利于保证生产成本的平稳。但短期内气源不足情况仍将困扰气头尿素企业，拓展煤头尿素业务可能成为部分气头尿素企业的发展方向。

图3：2011~2012年国内尿素销售价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

在销售方面，由于尿素是农业生产必需品，其每年农作物生长需多次使用尿素，因此国内尿素的产销情况较为理想。2012年在国家强农惠农政策的支持下，国内化肥的需求量也保持增长。2012年全国化肥表观消费量累计7,125.1万吨，同比增长10.9%；其中尿素表观消费量为2,957.70万吨，同比增长12.62%。同时，在国际尿素价格大幅上涨、需求旺盛，以及国内关税新政影响下，我国尿素出口量大幅增长。2012年我国尿素出口量达694.74万吨，同比增长95.5%，其中7~10月低关税期的出口量达353.07万吨，占全年出口额的50.82%。在国内外需求旺盛的支持下，国内尿素价格承接2011年增长势头，保持高位运行。2012年国内尿素均价为2,130.92元/吨，同比增长2.14%。

表1：2011~2012年化肥行业主要产业政策

部门	文件	时间	涉及内容
发改委	产业结构调整指导目录	2011.6.1	将部分品种的化肥项目作为限制类。
工信部	合成氨行业准入条件征求意见稿	2012.6.1	原则上三年内不再新建配套尿素的合成氨装置，并对落后合成氨产能实行退出机制。

数据来源：公开资料，中诚信证评整理

国内近些年上马尿素项目较多，截至2012年末，全国尿素总产能达到7,130万吨，产能利用率不足50%，产能过剩情况明显。同时，随着前期投建尿素项目逐渐投产，近两年国内尿素年新增产能都在500万吨以上，预计到2015~2017年，全国尿素总产能将达9,000余万吨。为此，发改委、工信部相继出台调控政策，抑制产能过快增长。2012年，化肥行业完成投资1,408亿元，同比增长12.3%，低于同期全国固定资产投资增速8.3个百分点；其中，氮肥

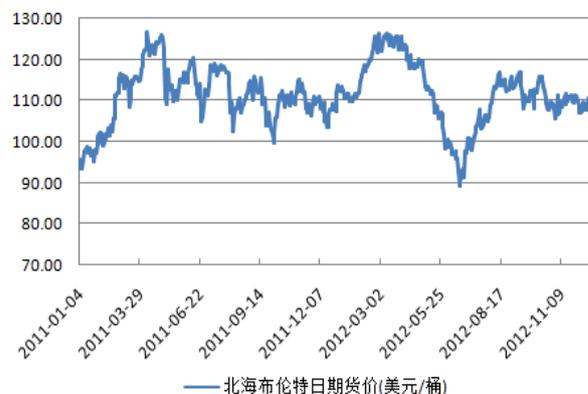
行业完成投资389亿元，占行业总投资比重由上年的33.4%下降至27.6%，施工项目和新开工项目同比分别下降19.9%和21%，调控政策对过剩产能的抑制作用开始显现。但未来，尿素行业产能过剩情况可能逐步显现，中诚信证评将对行业运行态势保持关注。

目前我国原油对外依存度较高，国内原油市场同国际市场高度相关。受宏观经济形势影响，2012年国内成品油需求增速总体放缓，化工产品需求不振。

原油供给方面，2012年国际石油市场供需形势相对宽松，受地缘政治动荡及市场投机因素影响，国际原油价格高位波动。一季度布伦特原油现货价格攀升至128美元/桶，二季度从高位大幅下跌到90美元/桶左右，随后油价快速反弹，呈高位区间震荡走势。普氏布伦特原油现货价格全年平均为111.60美元/桶，同比增长0.3%，创历史新高。

我国石油产量较为有限，对于进口原油的依赖程度较高。2012年我国原油加工量4.68亿吨，而当年原油产量仅2.05亿吨，对进口原油依赖程度达56.20%。据海关总署数据显示，2012年我国原油进口数量达2.71亿吨，同比增长6.80%，进口金额2206.66亿美元，同比增长12.10%。较高的原油进口依赖，使得国内原油市场同国际市场高度相关。

图4：2011~2012年国际原油价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

成品油市场方面，2012年受宏观经济形势影响，国内成品油需求增速总体放缓，柴油消费增速大幅下降，汽油消费刚性较快增长。据统计，2012年国内成品油产量2.57亿吨，同比增长4.1%，其中汽油8,175万吨，同比增长8.2%，柴油15,444万吨，

同比增长0.9%。成品油表观消费量2.51亿吨，同比增长3.3%，其中汽油7,773万吨，同比增长7.8%，柴油15,334万吨，同比仅增长0.6%。

图5：2011~2012年国内汽油、柴油价格

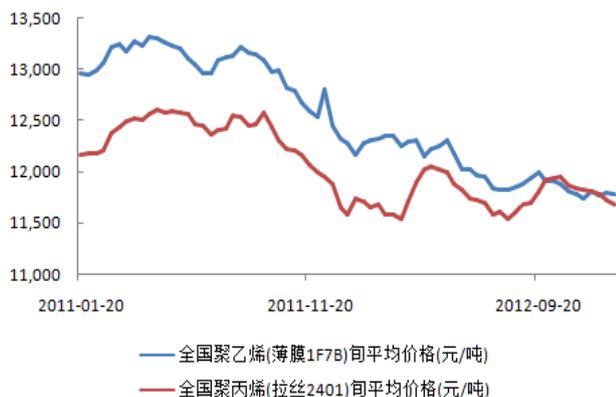


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

价格方面，2012年我国政府对成品油价格进行了四升四降共八次调整，汽油和柴油标准品价格累计分别上调250元/吨和290元/吨，逐步减少了价格不到位的程度，缓解了油企炼油亏损的局面。

化工产品市场，2012年国际化工产品需求不旺，同时受来自中东和北美地区的部分低成本化工产品冲击的影响，价格大幅下滑。国内化工产品市场形势与国际化工产品市场走势基本一致。上半年，受欧债危机及其引起的全球第二次探底担忧影响，国内化工市场需求萎缩，主要产品价格连续下降。下半年，随着欧债危机的缓解，市场需求逐步恢复，化工产品价格从底部缓慢回升。据统计，2012年国内合成树脂、合成纤维、合成橡胶三大合成材料表观消费量同比分别增长1.9%、11.7%和5.3%，国内乙烯当量表观消费量同比仅增长2.7%。化工产品销售价格的下降和需求不振，对生产企业盈利能力造成较大冲击。

图6：2011~2012年国内聚乙烯、聚丙烯价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

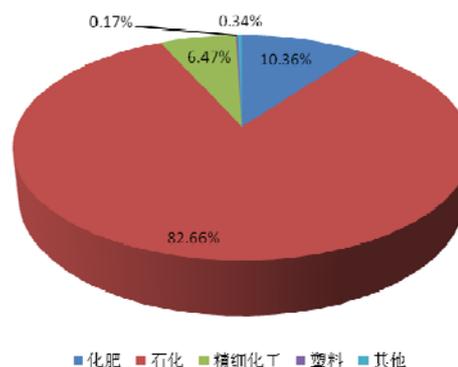
进入2013年，随着《能源发展“十二五”规划》的颁布，我国能源供应和消费结构将逐步优化调整。3月26日，国家发改委公布了新的成品油定价机制。在新的成品油定价机制下，国内成品油价格将定期调整，使得成品油价格与原油价格的联系更加密切，从而稳定炼油业务盈利。未来随着全球经济的逐步恢复，以及产业结构的优化调整，我国石化行业仍将保持较好的发展空间。

业务经营

公司化肥业务运营顺畅，业务规模保持增长；但石化业务受宏观环境影响，收入和盈利能力有所降低。公司两业务板块的相互补充，保障公司整体业务平稳。

2012年，公司各业务板块运营平顺，其主要产品分为化肥类产品和石油类产品两部分，其中石油产品为公司最主要的收入来源。2012年公司实现营业收入360.09亿元，同比较少4.12%，业务规模基本保持稳定。其中，化肥类产品收入36.76亿元，同比增长23.19%，占营业总收入的10.36%；石化类产品收入293.28亿元，同比较少7.07%，占营业总收入的82.66%。公司收入结构较上年保持一致。

图7：2011年公司营业收入构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

化肥业务

化肥业务为公司传统优势业务板块，主要产品包括尿素、液氨和甲醇，其中以尿素为主。目前公司尿素产能全部为气头尿素，2012年公司下属辽河化肥、锦西化肥和新疆化肥三家子公司天然气气源充足，化肥装置运行良好。2012年，公司尿素产能利用率超过100%，辽河化肥和新疆化肥设备利用率超过90%，尿素总产量达175.36万吨，同比增长

20.04%。

表 2：公司 2012 年尿素产量情况

公司简称	尿素产能	尿素产量	产量增长	单位：万吨
				年均设备利用率
辽河化肥	50	55.31	61.87%	93.50%
锦西化肥	50	55.99	0.16%	89.36%
新疆化肥	50	64.06	14.35%	98.66%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料成本方面，从天然气供应来看，公司下属锦西化肥和新疆化肥毗邻天然气产地，因此气源保障充足；辽河化肥方面，2011年9月末，“西气东输”化肥用天然气已引入辽河化肥生产，气源供应得到保障。但从价格方面看，由于2012年国内天然气供应整体紧缺，公司天然气采购价格较2011年提升明显。2012年公司天然气采购均价为每单位1.07元，同比增长22.99%，近三年的复合增长率为19.44%，天然气价格继续上涨，使得公司气头尿素产品的成本优势不断缩小，对公司盈利能力造成一定影响。

表3：公司2012年化肥产品原燃料采购情况

	采购量	增长率	单价 (元/单位)	增长率
天然气(万 M ³)	130,090	22.10%	1.07	22.99%
电(万千瓦时)	33,140	-78.11%	0.54	5.88%
煤炭(万吨)	189	18.99%	403	-12.80%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司生产的尿素主要销往生产基地所在的辽宁省和新疆南疆地区，产品认知度高，在当地保持了较高的市场占有率。2012年，公司承接往年的销售势头，尿素产销率接近100%。同时，在国内尿素销售旺盛的带动下，公司尿素销售均价较上年有所提升，为2,024元/吨。在销售量和销售价格上升的带动下，2012年公司尿素产品收入同比增长24.24%，达35.43亿元。毛利水平方面，公司化肥产品保持较好的毛利率，2012年为36.81%，同比提升6.2个百分点。

表 4：公司 2012 年尿素销量及价格情况

	数量	同比增长率
销量(万吨)	175	19.81%
销售收入(亿元)	35.43	24.24%
销售均价(元/吨)	2,024	3.69%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司化肥业务运营顺畅，产能利用率高，全年尿素产销量提升明显，为公司收入和利润作出较大贡献。但考虑到我国天然气资源紧缺，价格处于上行通道，公司短期内仍面临一定成本上升压力。未来，随着内蒙古160万吨煤头尿素项目的建成，公司将摆脱对单一气头尿素的依赖，尿素原料和成本结构将得到优化。

石化业务

2012年，公司共加工原油500万吨、产成成品油162万吨、合成树脂74万吨，主要产品柴油105.56万吨、聚乙烯40万吨、聚丙烯28.08万吨。从产能利用情况来看，2012年全年，公司石化装置保持连续较高负荷运转，炼油常减压、新乙烯装置有效运转率分别为90.95%和89.59%；年生产负荷分别为98.85%和93.90%，但均较上年有所降低，主要系公司石化及配套系统历经35天停车检修，使得产能利用情况略有降低。但此次大修后，公司三年内将不再进行大规模的停车检修，保障未来生产连续进行。

表 5：公司 2012 年主要石化产品产能及产量

	单位：万吨		
	产能	产量	产量增长
柴油	182.00	105.56	1.01%
燃料油	60.00	56.38	-31.97%
聚乙烯	42.50	40.00	15.14%
聚丙烯	30.00	28.08	2.93%
聚苯乙烯	4.00	3.73	354.88%
石油甲苯	13.55	13.40	0.98%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

在原材料采购方面，2012年公司生产所用原油依旧由兵器集团下属的振华石油提供，原油供应有保障。2012年，公司进口原油524.84万吨，同比增长3.34%，平均采购价格为5,368.46元/吨，同比增长0.90%。

销售方面，在公司股东方兵器集团的支持下，通过多年的发展，公司已建立了以市场销售部门为核心的市场销售体系，与主要客户建立了长期稳定的业务关系。2012年公司石化类产品收入293.28亿元，同比减少7.07%。其中原油加工及石油制品收入154.75亿元，同比减少25.04%。究其原因，一方面是由于柴油等主要产品的下游需求不振，对收入

贡献有所降低；另一方面是由于新疆小乙烯项目的并入，使得公司原用于销售的部分石脑油产品全部改为自用，造成公司该板块业务收入规模下降明显。

表 6：2012 年公司石化产品主营业务收入及毛利率

单位：亿元、百分点

营业收入	收入	增长率	毛利率	增长
原油加工及石油制品	154.75	-25.04%	12.86%	-1.68
聚烯烃类产品	88.95	11.21%	-4.15%	3.32
芳烃类产品	49.58	70.01%	20.29%	0.98
合计	293.28	-7.06%	8.96%	-0.44

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利水平方面，公司原油加工及石油制品的市场化程度较高，尽管我国政府对成品油价格进行多次调整，但公司仍受到需求不振等因素影响，原油加工及石油制品毛利率降低1.68个百分点。聚烯烃类产品方面，受市场需求疲软和行业竞争加剧影响，依旧出现成本倒挂，但较上年有所好转，毛利率回升3.32个百分点。

表 7：公司 2012 年主要石化产品销量及售价

单位：万吨、元/吨

	销量	增长率	销售价格	增长率
柴油	100.32	-3.63%	7,320	1.79%
燃料油	57.28	-31.17%	6,995	-1.85%
聚乙烯	38.78	14.06%	8,963	1.27%
聚丙烯	27.04	-0.29%	9,130	-7.71%
苯乙烯	3.73	410.96%	10,856	9.92%
甲苯	13.17	-2.95%	7,430	-8.45%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司石化业务生产运营较为平稳，但由于产品市场化程度较高，在国内外经济放缓的影响下，营业收入出现下滑，盈利能力有所降低。未来随着经济的逐步复苏和国内成品油新定价机制发挥作用，公司石化业务收入和盈利能力有望得以恢复。

财务分析

以下的分析基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2010年合并财务报告，经国富浩华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011、2012

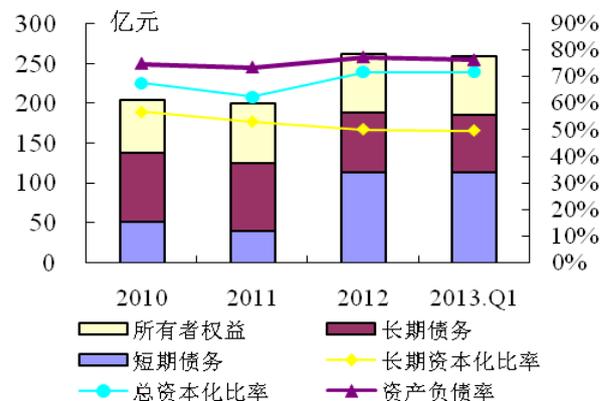
年合并财务报告。

资本结构

近年来，公司在建项目规模较大，随着项目建设的推进，公司资产规模持续增长；同时，为满足项目建设的资金需求，公司负债规模的也同步提升。截至2012年12月31日，公司资产总额为327.53亿元，同比增14.78%；负债总额253.65亿元，同比增长20.84%；资产负债率和总资本化比率分别为77.44%和71.87%，较上年分别提高3.89和9.45个百分点，公司保持较高的负债水平。截至2013年3月31日，公司资产总额为309.16亿元，负债总额236.19亿元，资产负债率和总资本化比率分别为76.40%和71.85%

公司于2012年7月2日公布非公开发行预案，募集资金总额不超过30亿元，用于内蒙古煤头尿素项目。

图 8：2010~2013.Q1 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，截至 2012 年 12 月 31 日，公司总债务 188.76 亿元，同比增长 50.60%，其中短期债务 114.36 亿元，长短期债务比为 1.54。由于公司目前在建项目较多，投资回报周期较长，因此较高的短期债务占比对公司资金调配造成一定压力。

总体来看，随着业务规模的扩大，公司近年资产和负债规模稳步增长，财务杠杆比率较高。考虑到内蒙华锦新建生产线及新疆化肥扩产项目资金缺口仍然存在，公司未来一段时间内债务规模将有所扩大，负债水平可能进一步上升。

盈利能力

表 9：2010~2012 年公司期间费用变化



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司 2012 年实现营业收入较上年基本保持稳定，为 360.09 亿元，其中主要板块化肥业务收入 36.76 亿元，同比增长 23.19%，石化类产品收入 293.28 亿元，同比降低 7.06%。毛利率方面，公司化肥类产品毛利率高且较为稳定，2012 年为 36.81%，同比提升 6.20 个百分点。石化业务方面，由于产品市场化程度较高，该毛利水平相对有限，2012 年受宏观经济放缓、产品下游需求不振影响，毛利水平进一步收窄，为 8.96%，同比降低 0.44 个百分点。此外，2012 年精细化工等业务毛利率也出现不同程度的下滑。受此影响，2012 年公司综合毛利水平下降 2.30 个百分点至 12.03%。

表 8：2010~2012 年公司分产品主营业务毛利率

	2010	2011	2012
化肥类产品	30.65%	30.61%	36.81%
石化产品	12.92%	9.40%	8.96%
精细化工产品	32.47%	48.60%	12.82%
其他	35.45%	52.73%	27.70%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012 年，公司三费合计 25.20 亿元，同比增长 5.78%，期间费用进一步增长。具体看来，公司销售费用规模基本保持稳定；2012 年公司引入精细化管理使得当年管理费用出现降低；但公司财务费用增幅明显，由 2011 年的 7.75 亿元增至 9.83 亿元，主要系公司付息债务规模扩大导致利息支出增长。2012 年公司三费收入占比 7.00%，较大规模的期间费用吞噬了公司部分利润。

单位：亿元

	2010	2011	2012
销售费用	1.12	2.06	2.74
管理费用	10.30	14.02	12.63
财务费用	7.56	7.75	9.83
三费合计	18.99	23.82	25.20
三费收入占比	7.93%	6.34%	7.00%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

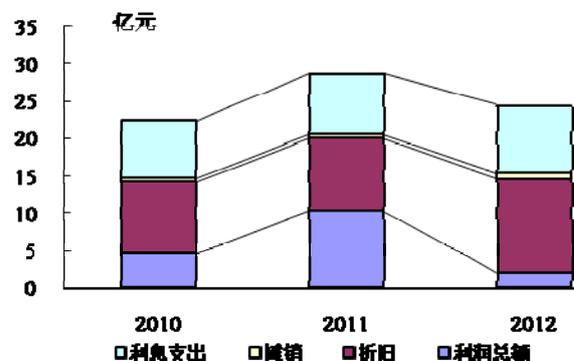
受毛利水平降低，期间费用规模较大的影响，公司 2012 年取得利润总额 2.20 亿元，同比降低 78.85%。其中，经营性业务利润为 2.11 亿元，仍为公司利润最主要的构成。

总体来看，受石化业务影响，公司盈利能力有所弱化，但化肥板块保持较好盈利能力，对公司整体利润形成有效补充，两板块业务的相互补充仍使得公司保持一定的盈利能力。

偿债能力

获现能力方面，2012 年，公司 EBITDA 24.47 亿元，同比降低 14.84%。近年来，公司固定资产及债务规模的相应增长导致利息支出及折旧规模上升，成为公司 EBITDA 的主要构成，因此尽管 2012 年公司盈利能力有所减弱，但公司维持了较好的获现能力。未来随着公司固定资产规模的增长和利息支出的持续，公司获现能力仍将维持。经营性现金流方面，2012 年公司产生经营活动净现金流 -21.03 亿元，主要系公司偿还前期原油款 42 亿元所致。

图 10：2010~2012 年公司 EBITDA 变化趋势



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从主要偿债指标来看，随着新疆、内蒙古等项目建设的持续，公司债务规模再度提升，2010~2012 年，公司总债务/EBITDA 指标分别为 7.47、4.11 和 7.72 倍，公司债务压力有所上升。但是，公司较强

的获现能力为利息支付提供有力保障，2010~2012年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.65、3.29 和 2.47 倍。然而，中诚信证评也关注到，公司“十二五项目”的实施尚存在较大资金压力，未来债务规模存在上升的可能，偿债压力可能进一步加大。

表 10：2010~2012 年公司偿债能力分析

	2010	2011	2012
总债务（亿元）	168.43	125.34	188.76
长期债务（亿元）	86.93	85.59	74.41
EBITDA（亿元）	22.54	30.51	24.47
EBITDA 利息倍数（X）	2.65	3.50	2.47
总债务/EBITDA（X）	7.47	4.11	7.72
经营活动净现金/ 利息支出（X）	1.74	3.67	-2.12
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.09	0.26	-0.11

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司共获得各家银行授信总额 367.78 亿元，尚未使用额度为 152.25 亿元。

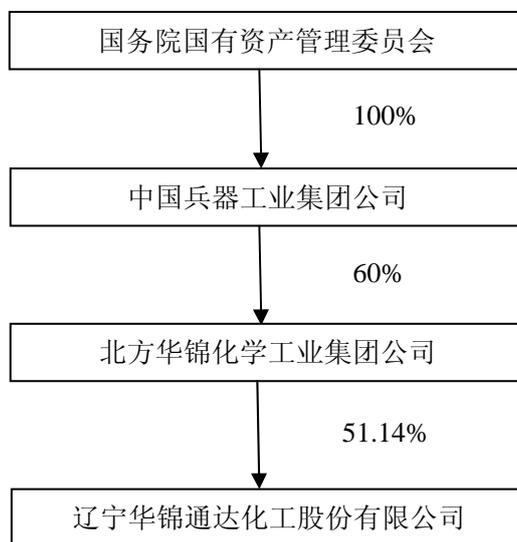
或有负债方面，截至 2012 年 12 月 31 日，公司无对外担保，仅对其子公司锦西天然气化工有限责任公司和盘锦辽河富腾热电有限公司自兵器财务公司分别借入的 2.1 亿元和 0.19 亿元提供连带责任保证，以及子公司盘锦锦阳化工有限公司自中国农业银行盘锦市双台子支行借入的银行借款 1.00 亿元提供 50% 连带责任保证。总体来看，公司或有负债规模较小，风险可控。

整体而言，随着项目建设的持续，公司资产规模逐步扩张，但公司目前负债水平偏高，且考虑到在建项目融资压力仍然存在，其负债水平存在进一步上升的可能。盈利方面，公司石化业务的收入和盈利水平受经济环境影响出现下滑，但得益于尿素业务的补充，公司仍保持一定的盈利能力和获现能力，对到期债务偿还提供良好保障。

结 论

综上所述，中诚信证评维持公司债项评级 **AA⁺**，主体评级 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：辽宁华锦通达化工股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



附二：辽宁华锦通达化工股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	231,800.75	193,068.59	401,838.02	280,610.67
应收账款净额	5,676.68	18,912.56	16,520.23	17,367.25
存货净额	414,818.33	440,023.75	642,723.94	637,527.60
流动资产	751,206.91	812,532.47	1,201,646.16	1,038,603.75
长期投资	500.00	500.00	500.00	500.00
固定资产合计	1,796,193.66	1,888,098.85	1,890,786.12	1,869,618.36
总资产	2,653,641.78	2,852,636.08	3,275,327.84	3,091,620.29
短期债务	815,010.59	397,520.00	1,143,581.16	1,141,459.75
长期债务	869,290.17	855,879.92	744,064.88	720,856.70
总债务(短期债务+长期债务)	1,684,300.76	1,253,399.92	1,887,646.04	1,862,316.45
总负债	1,991,912.73	2,097,996.57	2,536,482.54	2,361,875.26
所有者权益(含少数股东权益)	661,729.05	754,639.51	738,845.30	729,745.02
营业总收入	2,392,733.03	3,755,703.41	3,600,870.11	1,060,670.82
三费前利润	236,983.75	343,838.80	273,076.71	70,582.60
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	41,265.80	84,200.21	1,993.34	-8,572.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	225,445.28	305,074.38	244,664.16	-
经营活动产生现金净流量	148,133.87	319,678.41	-210,348.46	-54,238.16
投资活动产生现金净流量	-44,179.87	-148,301.84	-117,198.35	-25,575.13
筹资活动产生现金净流量	56,684.99	-210,108.74	535,863.39	-41,414.07
现金及现金等价物净增加额	160,638.99	-38,732.16	208,316.58	-121,227.35
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	16.48	14.33	12.03	10.75
所有者权益收益率(%)	6.24	11.16	0.27	-4.70
EBITDA/营业总收入(%)	9.42	8.12	6.79	-
速动比率(X)	0.30	0.31	0.32	0.25
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.26	-0.11	-0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	0.18	0.80	-0.18	-0.10
经营活动净现金/利息支出(X)	1.74	3.67	-2.12	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.65	3.50	2.47	-
总债务/EBITDA(X)	7.47	4.11	7.72	-
资产负债率(%)	75.06	73.55	77.44	76.40
总债务/总资本(%)	71.79	62.42	71.87	71.85
长期资本化比率(%)	56.78	53.14	50.18	49.69

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附四：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。