



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪087号

北方华锦化学工业股份有限公司：

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“北方华锦化学工业股份有限公司2012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，将贵公司AA⁺的主体信用等级和本期债券AA⁺的债项信用等级列入信用评级观察名单。

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

北方华锦化学工业股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	北方华锦化学工业股份有限公司			
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	2013 年 4 月 22 日			
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	主体级别	AA ⁺
	评级展望	稳定		
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	主体级别	AA ⁺
	列入信用评级观察名单			

概况数据

华锦股份	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	75.46	73.88	72.31	69.16
总资产（亿元）	285.36	327.53	284.44	306.73
总债务（亿元）	125.34	188.76	179.22	199.16
营业总收入（亿元）	375.57	360.09	415.58	82.94
营业毛利率（%）	14.33	12.03	10.17	7.15
EBITDA（亿元）	28.73	24.47	21.66	-
所有者权益收益率（%）	11.16	0.27	-2.24	-18.50
资产负债率（%）	73.56	77.44	74.58	77.45
总债务/EBITDA	4.36	7.72	8.27	-
EBITDA 利息倍数	3.29	2.47	2.49	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2014 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理；

基本观点

2013年，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”）石化业务产能利用率充分释放，石化板块收入实现增长，但受新疆化肥装置停产技改的影响，公司化肥业务产销规模下降，盈利能力大幅下滑，导致业务整体发生亏损。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司负债水平较高，债务期限结构不甚合理，短期偿债压力较大，且公司化肥业务短期内仍面临较大的成本上行压力，上述因素都将对公司未来业绩表现及偿债能力形成制约。

综上，中诚信证评将北方华锦化学工业股份有限公司2012年公司债券AA⁺的债项等级和华锦股份AA⁺的主体信用等级列入信用评级观察名单。

正面

- 石化业务产能释放。2013年公司炼油装置技改完毕投入运行，炼油常减压、新乙烯装置有效运转率分别为97%和101%；年生产负荷分别为100%和98%，石化业务收入规模大幅增加，带动公司整体业务规模实现增长。
- 保持一定的获现能力。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，2011~2013年公司EBITDA分别为28.73亿元、24.47亿元和21.66亿元，对利息偿还提供了保障。

分析师

张一弛 yezhang@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月14日

关 注

- 化肥业务成本上行压力。国内天然气紧缺局面难以改善，2013 年尿素行业产能过剩导致供需矛盾日益加深，或将推动天然气价格继续上涨，气头尿素产品成本压力加大，盈利空间被逐步压缩。
- 负债水平偏高。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.58% 和 71.25%，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。截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别升至 77.45% 和 74.23%
- 短期债务规模大。截至 2013 年 12 月 31 日，公司短期债务 102.97 亿元，长期债务 76.25 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.35，短期债务规模大，对项目建设的资金调配造成很大压力。截至 2014 年 3 月 31 日，公司长短期债务比升至 1.61，债务压力进一步上升。

重大事项

2014年2月，公司通过了非公开发行预案（修订稿），本次非公开发行拟募集资金总额（含发行费用）不超过30亿元，拟用于向内蒙古华锦化工有限公司增资实施100万吨/年合成氨、160万吨/年尿素项目。

2014年2月17日，公司由原名“辽宁华锦通达化工股份有限公司”更名为“北方华锦化学工业股份有限公司”，公司在深交所的证券简称变更为“华锦股份”，于深交所上市的公司债券简称变更为“12华锦债”。

行业关注

2013年国内成品油产销量均有所增长，但油品对外依存度仍较高，国际原油价格小幅下滑，化工行业景气度仍较为低迷

2013年国内经济增速有所放缓，我国石油和化学工业运行总体保持平稳态势。工信部数据显示，2013年国内石油和化学工业实现主营业务收入12.94万亿元，同比增长8.94%；全年原油产量为2.08亿吨，同比增长1.65%；原油加工量4.79亿吨，同比增长3.31%，增幅均有所下滑。

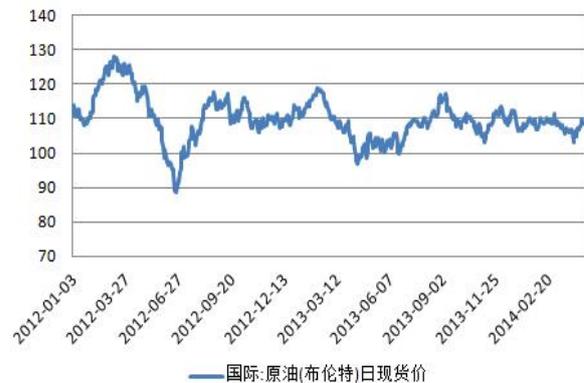
国际环境方面，2013年国际石油市场持续供需相对宽松的形势，受发达国家货币宽松政策以及地缘政治因素的影响，国际原油价格总体仍呈现高位震荡态势。一季度布伦特原油现货价格攀升至119美元/桶，二季度从高位大幅下跌到97美元/桶左右，进入下半年后，宽松的供需基本面不支撑油价走高，但非基本面因素仍支撑油价位于较高位区间内震荡。总体看，2013年布伦特原油现货均价为108.66美元/桶，同比下降2.7%，价格小幅回落。

需求方面，国内经济总量的增长带动了对原油需求的上升，而我国石油产量较为有限，对于进口原油的依赖程度较高。2013年我国原油加工量4.79亿吨，而国内原油产量仅为2.08亿吨，由此可见，我国对进口原油依赖程度仍较高。工信部数据显示，2013年我国原油进口量达2.82亿吨，同比增长4.03%，原油对外依存度达到57.39%，较上年同期上升约1个百分点。由于我国原油进口依赖度较高，

国内原油市场走势与国际油价波动关系密切。

图1：2012年至今国际原油价格

单位：美元/桶

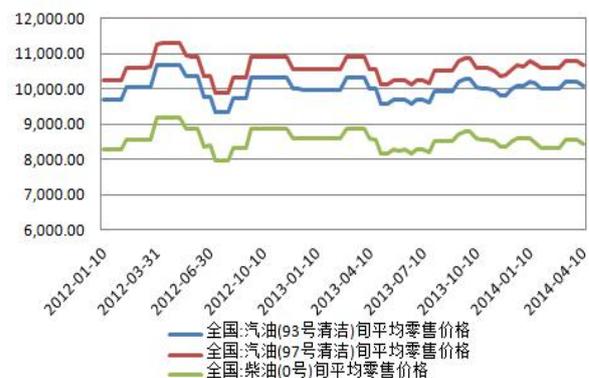


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

成品油市场方面，2013年国内油品需求总体有所增长，其中汽油、煤油需求增速较快，柴油消费量基本维持2012年水平。国家统计局数据显示，2013年国内汽油产量为9,833万吨，同比增长9.48%；柴油产量为17,273万吨，同比增长0.32%。需求方面，全年国内汽油销量为9,739万吨，同比增长11.55%；柴油销量为17,181万吨，同比增长1.06%。

图2：2012年至今国内汽油、柴油价格

单位：元/吨



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

价格方面，国家发改委于2013年3月26日公布了成品油定价完善机制，主要内容包括：（1）将成品油调价周期由现行22个工作日缩短至10个工作日。同时将计价办法由原来的22个工作日移动平均价格，改为10个工作日的平均价格；（2）取消国际市场油价波动4%的调价幅度限制；（3）根据国内原油进口结构变化，适当调整了挂靠油种。此外，还规定当汽、柴油调价幅度低于每吨50元时不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。

新机制出台后，2013年国内成品油市场发生

“八升七降”共计十五次调价，调价次数为近五年最高值。全年汽油累计上调5元/吨，柴油累计下调15元/吨，价格走势总体平稳。

化工产品市场方面，2013年国内化工市场走势呈现周期性波动，年初受备货需求拉动的影响，行业走势向好，主要产品价格上涨；3月上旬至7月初，国际原油价格持续低迷，加之受国内国际需求双重疲软的影响，产品价格逐步下滑；进入下半年后，国际原油价格上涨支撑了下游产品价格的回升，市场走势逐渐反弹，直至“金九银十”传统旺季结束，市场进入短暂整理期；后随着氯碱、氟化工、溴化工、芳烃、中间体等权重板块的复苏，产品价格逐步回升。

据统计，2013年国内乙烯表观消费量同比增长约9.5%，合成树脂表观消费量同比增长6.5%，合成纤维表观消费量同比下降2%。基础原料市场需求增长较2012年有所上升，合成材料需求增速较低，行业景气度整体仍较为低迷，对生产企业盈利能力造成较大影响。

图3：2012年至今国内聚乙烯、聚丙烯价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013年11月，《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，要推进水、石油、天然气、电力、交通、电信等领域价格改革，放开竞争性环节价格，油、气、电、水定价机制将向市场化加速推进，在与国际原油价格挂钩的基础上，国内成品油定价将更多考虑国内市场的供需情况，进一步完善市场化定价机制。未来，随着国内外经济景气度逐步恢复及需求的改善，国内石油化工行业仍将保持较好的发展空间。

2013年国内尿素产能过剩导致行业供需矛盾升级，尿素价格走势疲软，企业盈利能力下降

2013年国内化肥行业运行总体平稳，工信部数据显示，2013年全国氮、磷、钾化肥产量为7,154万吨(折纯量，下同)，同比增长4.89%。从各品种看，全年氮肥产量4,928万吨，同比增长5.87%；磷肥产量1,633万吨，同比下降1.30%；钾肥产量593万吨，同比增长16.30%；氮肥依旧是农业生产中需求量最大的化肥品种。

图4：2009~2013年全国化肥、尿素产量



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

作为氮肥主要产品，2013年我国尿素产量保持增长态势，全年产量达3,333.00万吨，同比增长10.96%。产能结构方面，煤头尿素占国内尿素总产能的60%以上，其余约30%的企业采用天然气作为生产原料。

从需求看，国内尿素80%以上为农业需求，其余约20%的尿素用于工业，其中三聚氰胺、胶合板等传统需求较为平稳，新兴的工业需求如火力发电厂脱硝、车用尿素等将成为尿素消费的新增长点。2013年，受气候异常导致用肥季节推迟、人造板等传统需求增速下滑等因素影响，国内尿素需求疲软，市场下行压力加大。

出口方面，2013年尿素淡旺季关税整体较2012年略为宽松，在国内需求不佳的局面下，企业加大了出口力度，海关数据显示，2013年我国尿素出口总量达826万吨，同比增长18.95%，但由于尿素价格下滑，全年出口额26.05亿美元，同比减少1.2%，平均出口价格约315美元/吨。

图5：2012年至今国内煤炭价格

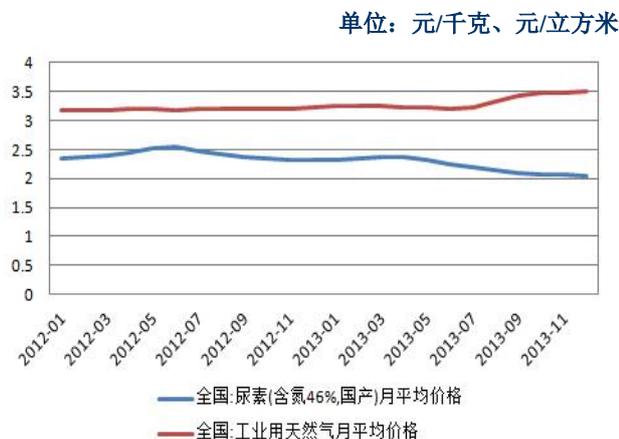


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

价格方面，2013年我国煤炭市场供给充裕使得煤头尿素生产企业整体开工情况良好，但煤炭价格下行以及供需矛盾持续突出导致尿素出厂价格不断下跌，年内尿素主流出厂报价最低跌至1,550元/吨，煤头尿素企业的盈利能力大幅下滑。

气头尿素方面，2013年国内天然气自产量增速缓慢，天然气对外依存度持续上升，造成国内天然气价格上升。同时，受冬季居民用气量激增和限工业用气的影响，国内气头尿素企业开工率和产量骤降，至2013年12月国内气头尿素企业开工率降至56%，企业减产检修情况频出，影响到企业的正常运作。综上因素，气头尿素生产企业盈利能力受到较大影响。中诚信证评认为，虽然未来《天然气“十二五”规划》将逐步稳定天然气供应及价格，但短期内气源不足情况仍将困扰气头尿素企业，其盈利能力短期内仍难以显著好转。

图6：2012~2013年国内尿素销售价格走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013年国内共有18个合成氨、尿素项目投产，其中尿素产能新增800万吨。截至2013年末，全国

尿素总产能达到7,950万吨；至“十二五”末，预计全国尿素产能将超过9,000万吨。为落实《关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》（国发〔2009〕38号），依据《合成氨行业准入条件》（工业和信息化部公告2012年第64号），工信部出台了《合成氨行业准入公告管理暂行办法》，以抑制产能的过快增长。对此，中诚信证评将对化肥行业的运行及投资情况保持关注。

业务经营

2013年，公司业务运营仍由石化和化肥两大板块构成，全年实现营业收入415.58亿元，同比增长15.41%。得益于炼油装置改造完毕投入生产，公司石化业务实现收入362.73亿元，同比增长23.68%，占营业收入的87.28%；化肥板块受生产装置停产以及行业景气度低迷的影响，实现收入26.31亿元，同比减少28.44%，占营业收入的6.33%，石化业务收入的比重有所上升。

2013年公司石化装置产能完全释放，产销量增长使收入大幅上升，盈利能力有所恢复

2013年，公司共加工原油608.51万吨，同比提升约100万吨，生产油品和液化产品742万吨、聚合物78.4万吨，主要产品柴油132万吨、聚乙烯44万吨、聚丙烯31万吨。从产能利用情况来看，公司炼油装置在停车检修及技改后产能已完全释放，2013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97%和101%；年生产负荷分别为100%和98%，生产设备利用率高。

表1：公司2013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	132.00	25.05%
燃料油	60.00	56.00	-64.53%
聚乙烯	42.50	44.00	10.00%
聚丙烯	30.00	31.00	10.40%
聚苯乙烯	4.00	4.00	7.24%
石油甲苯	13.35	15.00	11.94%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

原材料采购方面，2013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，全年公司进口原油609万吨，同比增长16.04%，

平均采购价格为5,069元/吨，同比下降5.58%。

销售方面，得益于石化产品销量的增加以及主要产品价格走势相对平稳，2013年公司实现石化业务收入362.73亿元，同比增长23.68%，其中原油加工及石油制品收入226.95亿元，同比增长46.66%。

表 2：2012~2013 年公司石化产品收入及毛利率

单位：亿元、百分点

产品	2013		2012	
	收入	毛利率	收入	毛利率
原油加工及石油制品	226.95	10.15%	154.75	12.86%
聚烯烃类产品	105.99	6.89%	88.95	-4.15%
芳烃类产品	29.79	9.64%	49.58	20.29%
合计	362.73	9.15%	293.28	8.96%

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，2013年国内柴油下游需求较为低迷，公司原油加工及石油制品毛利率较2012年下降2.71个百分点；聚烯烃产品需求有所好转，公司全年销量增加，产品价格上升，全年毛利率为6.89%，业务情况大幅好转。

表 3：公司 2012~2013 年主要石化产品销量及售价

单位：万吨、元/吨

产品	2013		2012	
	销量	销售均价	销量	销售均价
柴油	138.00	6,938	100.32	7,320
燃料油	20.00	6,726	57.28	6,995
聚乙烯	45.00	9,377	38.78	8,963
聚丙烯	30.00	9,318	27.04	9,130
聚苯乙烯	4.00	11,539	3.73	10,856
甲苯	15.00	7,068	13.17	7,430

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，2013年公司石化业务板块表现好转，营业收入规模大幅增加，利润空间有所上升。未来随着国内宏观经济的逐步复苏和国内成品油市场化定价机制逐步发挥作用，公司石化业务盈利能力有望进一步恢复。

2013 年新疆阿克苏化肥停产改造，导致公司化肥设备开工率下降，尿素产量减少，化肥板块盈利能力大幅下滑

2013年公司新疆阿克苏合成氨、尿素装置进行了50%增产节能改造，导致子公司全年的开工率大

幅下降，尿素产量同比下降59.41%，年设备利用率仅为32.50%；公司下属辽河辽河化肥和锦西化肥开工情况良好，设备利用率都超过100.00%。总体上，公司2013年尿素总产量为138万吨，较2012年末下降21.30%。

表 4：公司 2013 年尿素产量情况

单位：万吨

公司简称	尿素产能	尿素产量	产量增长	年设备利用率
辽河化肥	48	52	-5.98%	108.33%
锦西化肥	52	60	7.16%	115.38%
新疆化肥	80	26	-59.41%	32.50%

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2013年国内天然气供应整体紧缺，天然气价格保持大幅增长态势，公司天然气采购均价为1.55元/立方米，同比增长44.86%，原材料成本的快速上升使得公司产品的利润空间大幅下降。

表 5：公司 2012~2013 年化肥产品原材料采购情况

	2013		2012	
	采购量	单价 (元/单位)	采购量	单价 (元/单位)
天然气 (万 M ³)	106,938	1.55	130,090	1.07
煤炭(万吨)	181	342	189	403

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2013年公司新疆化肥装置的停产改造使得全年尿素产销量大幅下滑，国内尿素产能过剩使尿素市场价格走势低迷，公司2013年尿素销售均价为1,819元/吨，较2012年的均价下降10.13%。受上述不利因素的影响，2013年公司尿素产品实现销售收入25.06亿元，同比减少29.28%；全年尿素毛利率为26%，较上年下降11.44个百分点。

表 6：公司 2012~2013 年尿素销量及价格情况

	2013	2012
销量 (万吨)	138	175
销售收入 (亿元)	25.06	35.43
销售均价 (元/吨)	1,819	2,024

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，受天然气价格上涨、新疆化肥装置停产改造等因素的影响，2013年公司气头尿素产销量下降，收入和利润规模大幅减少，业务运营亏损。从2014年公司尿素开工情况来看，辽河化肥和锦西化肥装置开工情况正常，新疆化肥装置扩产改造已于3月完成并投入运行。但短期内，供需矛盾的持续突出导致国内尿素行业景气度低位运行，公司化肥板块盈利能力难以显著恢复，中诚信证评将对公司气头尿素业务的收入和盈利情况保持关注。

财务分析

以下的分析基于公司提供的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，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2013年合并财务报表，

资本结构

从资产规模来看，截至2013年12月31日，公司资产总计284.44亿元，同比下降13.16%，主要由于货币资金、存货、预付账款等流动资产项目规模减小所致，其中货币资金26.44亿元，同比下降54.20%，主要由于偿还贷款及在建项目投入增加；存货45.94亿元，同比下降28.53%，系石化产品销量大幅增加使得库存量下降；预付账款3.37亿元，同比下降72.60%，主要由于2013年公司预付进口原油增值税大幅降低及预付工程款结算所致。截至2014年3月31日，公司资产总额上升至306.73亿元。

固定资产方面，截至2013年12月31日，公司固定资产为167.77亿元，同比减少9.61%；在建工程方面，随着新疆阿克苏合成氨、尿素增产节能项目投入的增加，公司在建工程规模迅速扩大，截至2013年12月31日，公司在建工程为18.66亿元，增幅达到470.65%。截至2014年3月31日，公司固定资产上升至180.66亿元，在建工程下降至4.59亿元，主要是由于新疆化肥项目改造完毕转入固定资产所致。

从负债规模来看，截至2013年12月31日，公司负债合计212.13亿元，同比下降16.37%，其中应付账款9.58亿元，同比下降69.77%，主要原因是2012年暂估材料入库导致年末应付账款余额较高；预付款项4.05亿元，同比下降51.79%，主要由于2013年

公司销售结算增加所致。截至2014年3月31日，公司负债总额上升至237.57亿元。

从杠杆比率来看，2013年公司负债规模仍保持较高水平，截至2013年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为74.58%和71.25%，同比分别下降2.86和0.62个百分点。截至2014年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别升至77.45%和74.23%。

图 7：2011~2014.Q1 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2013年12月31日，公司总债务179.22亿元，同比下降5.05%，其中短期债务102.97亿元，长期债务76.25亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为1.35，短期债务规模大，对公司目前在建项目建设的资金调配造成较大压力。截至2014年3月31日，公司长短期债务比升至1.61，债务压力进一步上升。

图 8：2011~2014.Q1 公司债务结构分析

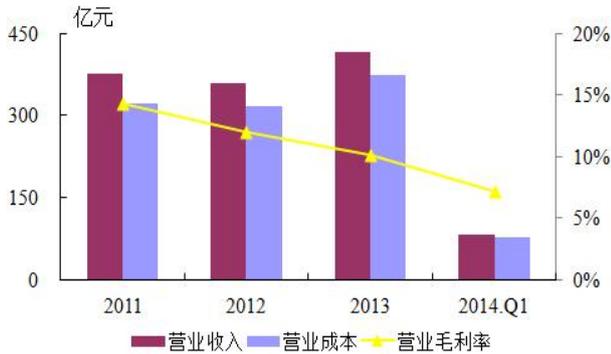


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司日常运营及项目投资对于资金的需求较大，公司近年的财务杠杆比率维持于较高水平。目前内蒙华锦新建生产线资金缺口仍然存在，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

图 9：2011~2014.Q1 公司收入及毛利率情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年公司炼化装置节能改造完成投入运营，使得公司产销量实现增长，全年公司实现营业收入 415.58 亿元，同比增长 15.41%。从主要业务版块来看，公司化肥业务实现收入 26.31 亿元，同比减少 28.44%，石化业务实现收入 362.73 亿元，同比增长 23.68%。此外，精细化工业务实现收入 20.15 亿元，同比减少 12.16%；2014 年一季度，公司实现营业收入 82.94 亿元，较上年同期下降 21.80%。

毛利率方面，受天然气价格上涨、自身开工率下降等因素影响，2013 年公司化肥业务毛利率下滑至 25.00%，较上年同期下降 11.81 个百分点；石化产品 2013 年市场需求有所恢复，但总体形势仍较为低迷，2013 年石化产品毛利率为 9.15%，同比微升 0.19 个百分点。此外，公司精细化工业务毛利率也呈下滑态势。2013 年公司营业毛利率为 10.17%，较上年下降 1.86 个百分点；2014 年一季度，公司营业毛利率下降至 7.15%。

表 7：2011~2013 年公司分产品主营业务毛利率

	2011	2012	2013
化肥类产品	30.61%	36.81%	25.00%
石化产品	9.40%	8.96%	9.15%
精细化工产品	48.60%	12.82%	7.35%
其他	52.73%	27.70%	42.22%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2013 年公司三费合计 25.71 亿元，同比增长 2.03%，期间费用规模小幅上升。具体看来，2013 年公司产品储运费增加，导致销售费用规模上升，由 2012 年的 2.74 亿元增至 3.89 亿元；2013 年公司修理费支出增加导致当年管理费用规模上升，全年公司发生管理费用 15.31 亿元，同比

增长 21.29%；由于汇兑收益增加使得公司 2013 年财务费用出现明显下降，由 2012 年的 9.83 亿元下降至 6.51 亿元，同比减少 66.21%。2013 年公司三费收入占比 6.19%，较大规模的期间费用吞噬了公司部分利润。

表 8：2011~2013 年公司期间费用变化

	单位：亿元		
	2011	2012	2013
销售费用	2.06	2.74	3.89
管理费用	14.02	12.63	15.31
财务费用	7.75	9.83	6.51
三费合计	23.82	25.20	25.71
三费收入占比	6.34%	7.00%	6.19%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受化肥业务毛利水平大幅降低、期间费用规模较大的影响，2013 年公司经营性业务利润为-0.64 亿元，同比下降 130.42%，主营业务发生亏损。短期内，国内天然气源不足的问题仍将严重影响气头尿素企业的开工率，加之国内石化行业需求低迷及价格波动仍将持续，均会对公司的经营业绩形成冲击，进而影响公司业务的盈利水平。

偿债能力

获现能力方面，2013 年公司经营发生亏损，固定资产折旧及利息支出成为 EBITDA 的主要构成，2013 年公司实现 EBITDA 21.66 亿元，同比下降 11.45%。但得益于当年石化产品销量增加，公司年末存货规模大幅下降，现金流状况大幅好转，2013 年经营性现金净流入由 2012 年的-21.03 亿元上升至 18.21 亿元，现金流对债务利息偿还的保障能力有所增强。

从主要偿债指标来看，2011~2013 年，公司总债务/EBITDA 指标分别为 4.11、7.72 和 8.27 倍，公司债务压力逐步上升。但同时公司保持了一定的获现能力，为同期利息支付提供了保障，2011~2013 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.50、2.47 和 2.49 倍。值得关注的是，公司在建内蒙古煤头尿素项目尚存在较大的融资需求，未来公司债务规模或将继续上升，偿债压力可能进一步加大。

表 9：2011~2014.Q1 公司偿债能力分析

	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务（亿元）	125.34	188.76	179.22	199.16
长期债务（亿元）	85.59	74.41	76.25	76.23
EBITDA（亿元）	30.51	24.47	21.66	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.50	2.47	2.49	-
总债务/ EBITDA (X)	4.11	7.72	8.27	-
经营活动净现金/ 利息支出 (X)	3.67	-2.12	2.09	-39.34
经营活动净现金/ 总债务 (X)	0.26	-0.11	0.10	-0.10

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 2013 年 12 月 31 日，公司共获得各家银行授信总额 500 亿元，尚未使用额度为 240 亿元。

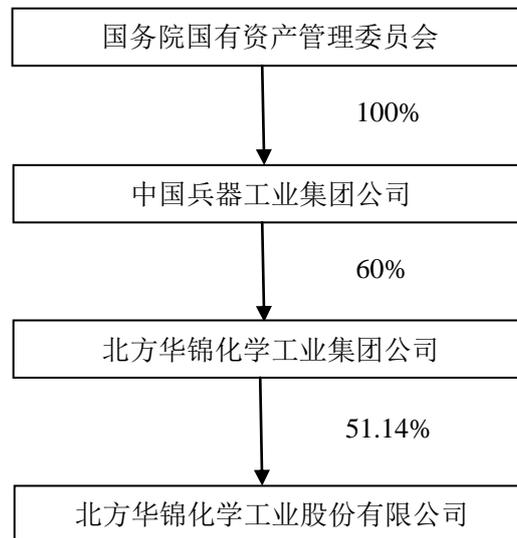
或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司无对外担保，仅对其子公司锦西天然气化工有限责任公司、盘锦辽河富腾热电有限公司及阿克苏华锦化肥有限责任公司自兵器财务公司分别借入的 1.3 亿元、1.19 亿元和 4.00 亿元提供连带责任保证，以及子公司盘锦锦阳化工有限公司自中国农业银行盘锦市双台子支行借入的银行借款 0.80 亿元提供 50% 连带责任保证。总体来看，公司或有负债风险可控。

总体看，目前公司负债水平偏高，在建项目融资规模较大，未来公司负债或将进一步上升。得益于产能的释放，公司石化业务收入和盈利能力上升，弥补了化肥板块因设备停产改造导致的业务亏损，使公司仍保持一定的获现能力，对利息偿还提供了保障。

结 论

综上，中诚信证评将公司 2012 年公司债券 **AA⁺** 的债项信用等级和公司 **AA⁺** 的主体信用等级列入信用评级观察名单。

附一：北方华锦化学工业股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：北方华锦化学工业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	193,068.59	401,838.02	264,410.06	234,903.58
应收账款净额	18,912.56	16,520.23	1,239.14	21,460.52
存货净额	440,023.75	642,723.94	459,377.47	596,258.35
流动资产	812,532.47	1,201,646.16	797,104.29	1,031,184.40
长期投资	500.00	500.00	500.00	500.00
固定资产合计	1,888,098.85	1,890,786.12	1,866,533.46	1,858,363.94
总资产	2,852,636.08	3,275,327.84	2,844,402.69	3,067,274.89
短期债务	397,520.00	1,143,581.16	1,029,715.57	1,229,304.51
长期债务	855,879.92	744,064.88	762,522.51	762,267.69
总债务(短期债务+长期债务)	1,253,399.92	1,887,646.04	1,792,238.08	1,991,572.19
总负债	2,097,996.57	2,536,482.54	2,121,278.00	2,375,692.17
所有者权益(含少数股东权益)	754,639.51	738,845.30	723,124.69	691,582.72
营业总收入	3,755,703.41	3,600,870.11	4,155,791.14	829,410.99
三费前利润	343,838.80	273,076.71	250,723.84	31,417.28
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	84,200.21	1,993.34	-16,198.65	-31,992.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	305,074.38	244,664.16	216,648.02	-
经营活动产生现金净流量	319,678.41	-210,348.46	182,059.51	-198,570.35
投资活动产生现金净流量	-148,301.84	-117,198.35	-131,473.46	-13,060.74
筹资活动产生现金净流量	-210,108.74	535,863.39	-188,014.02	182,124.60
现金及现金等价物净增加额	-38,732.16	208,316.58	-137,427.96	-29,506.48
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	14.33	12.03	10.17	7.15
所有者权益收益率(%)	11.16	0.27	-2.24	-18.50
EBITDA/营业总收入(%)	8.12	6.79	5.21	-
速动比率(X)	0.31	0.32	0.25	0.27
经营活动净现金/总债务(X)	0.26	-0.11	0.10	-0.40
经营活动净现金/短期债务(X)	0.80	-0.18	0.18	-0.65
经营活动净现金/利息支出(X)	3.67	-2.12	2.09	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.50	2.47	2.49	-
总债务/EBITDA(X)	4.11	7.72	8.27	-
资产负债率(%)	73.55	77.44	74.58	77.45
总债务/总资本(%)	62.42	71.87	71.25	74.23
长期资本化比率(%)	53.14	50.18	51.33	52.43

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。