



信用等级通知书

信评委函字[2012] 038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拟发行的“2012年辽宁华锦通达化工股份有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一二年七月十三日

2012 年辽宁华锦通达化工股份有限公司公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	辽宁华锦通达化工股份有限公司
申请规模	不超过 30 亿元
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
债券利率	由发行人和保荐人（主承销商）通过市场询价结果协商确定。
偿还方式	按年付息、到期一次还本；利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

概况数据

辽通化工	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	65.57	66.17	75.46	77.28
总资产（亿元）	220.54	265.36	285.26	291.96
总债务（亿元）	150.90	168.43	125.34	125.84
营业总收入（亿元）	28.85	239.27	375.57	97.34
营业毛利率（%）	33.56	16.48	14.33	14.68
EBITDA（亿元）	7.38	22.54	30.51	-
所有者权益收益率（%）	3.16	6.24	11.16	8.89
资产负债率（%）	70.27	75.06	73.55	73.53
总债务/EBITDA（X）	20.45	7.47	4.11	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.28	2.65	3.50	-

注：1、公司 2012 年一季度所有者权益收益率指标已年化；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“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”）公司债券”信用等级为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定辽通化工主体信用等级为 AA⁺，该级别反映了公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。中诚信证评认为石化行业发展前景良好、公司尿素业务具备明显的成本优势和品牌效应、股东方对公司石化业务的顺利开展提供了有力支持以及公司良好的现金获取能力均对债务的偿付形成有力支撑；此外，我们也关注到公司化肥业务面临一定成本上行压力、石化业务盈利水平波动以及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。

正 面

- 石化行业发展前景良好。石油化工行业是国民经济的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。长期以来中国乙烯等产品一直呈现供应偏紧的局面，推动了石化行业快速发展，而石化产业振兴规划和石化工业“十二五”发展指南的出台也为行业发展创造了有利条件。
- 尿素业务具有明显的成本优势和品牌效应。公司生产的“华锦”牌尿素在辽宁和新疆南疆地区拥有很高的品牌知名度和市场占有率。同时，公司现有 152 万吨/年的尿素产能全部为气头尿素，2011 年其尿素产品毛利率达到 31.35%，明显高于同期国内主要上市公司尿素产品毛利率水平。
- 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。
- 较强的现金获取能力。公司各业务板块销售回

分 析 师

曹张琪 zqcao@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 7 月 13 日

款均较为及时，2011 年其 EBITDA 和经营性现金净流入分别达到 30.51 亿元和 31.97 亿元。较强的现金获取能力为公司债务的偿付提供有力支撑。

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。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 73.55%和 62.42%，处于同行业偏高水平。未来，考虑到公司在建及拟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。

概 况

发债主体概况

辽宁华锦通达化工股份有限公司¹（以下简称“辽通化工”或“公司”）成立于1996年3月，由北方华锦化学工业集团有限公司（以下简称“北方华锦”，2010年10月26日更名前为“辽宁华锦化工（集团）有限责任公司”）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。1998年9月11日，公司向全体股东配售48,225,214股A股，配股后总股本变更为663,225,214股。2007年12月27日，公司向北方华锦等10名特定投资者非公开发行537,281,153股A股。截至2012年3月31日，公司总股本为12.01亿股，其中北方华锦持有公司51.14%的股权。2006年3月，中国兵器工业集团（以下简称“兵器集团”）通过现金方式出资对北方华锦进行增资扩股，取得其60%的股权，从而成为公司的实际控制人。

公司主要从事石化产品和化学肥料的生产和销售。目前，公司共拥有500万吨的年原油加工能力，最终产品包括乙烯、高密度聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯以及甲苯、二甲苯系列产品、柴油、石油焦等。此外，公司也是国内大型气头尿素生产企业之一，共拥有90万吨合成氨/年、152万吨尿素/年的生产能力。

截至2011年12月31日，公司资产总计285.26亿元，所有者权益合计（包含少数股东权益）75.46亿元，合并报表资产负债率73.55%。2011年公司实现营业收入375.57亿元，净利润8.42亿元，经营活动现金流为31.97亿元。

截至2012年3月31日，公司资产总计291.96亿元，所有者权益合计（包含少数股东权益）77.28亿元，合并报表资产负债率73.53%；2012年第一季度，公司实现营业收入97.34亿元，净利润1.72亿元，

¹ 原名为“深圳辽河通达化工股份有限公司”，于2002年10月8日更为现名。

经营活动现金流18.10亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	2012年辽宁华锦通达化工股份有限公司
发行总额	不超过30亿元
债券期限	不超过5年（含5年）
债券利率	由发行人和保荐人（主承销商）通过市场询价结果协商确定
发行价格	按面值发行
付息方式	按年付息、到期一次还本；利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付
募集资金用途	偿还银行借款和补充流动资金

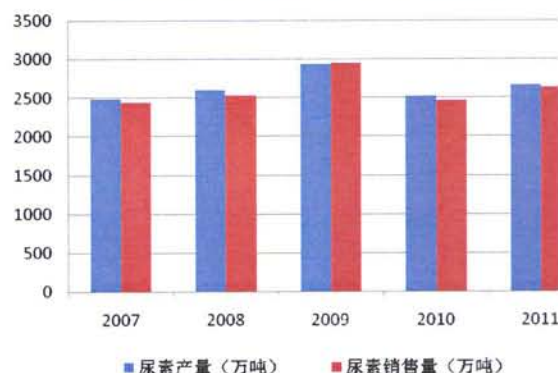
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

化肥行业

行业概况

化肥行业可细分为氮肥、磷肥、钾肥等多个子行业，其中氮肥是农业生产中需求量最大的化肥品种。尿素含氮量高，是氮肥制造业的主要产品。从生产方法来看，尿素的生产主要包括气头、煤头、油头三种，即分别以天然气、煤炭、石油为原料生产尿素。中国受“富煤、贫油、少气”的资源限制，60%以上的企业以煤炭为原料生产尿素，剩约30%的企业采用天然气为生产原料。目前气头尿素的平均成本比煤头尿素低超过300元/吨，气头尿素的成本优势较为明显。

图 1：2007~2011 年国内尿素产销情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

目前，中国是世界上最大的尿素生产国和消费国，产量约占世界总产量的30%，消费量约占世界总消费量的29.7%。2007~2009年间国内尿素产量，呈逐年增长趋势，复合增长率达8.61%，2009年全国尿素产量达到2,932.42万吨，为近年来的最高年

产量。2010 年，由于国内煤炭、天然气资源的供应偏紧，因此尿素生产企业出现生产停车情况，加之 10 月份开始节能减排影响，全年累计生产尿素产量有所减少，2010 年全国尿素产量为 2,453.10 万吨，同比减少了 14.20%。

2011 年国内尿素生产有所恢复，产量达 2,626.30 万吨，但生产原材料紧张的问题依旧没有得到全面改善。由于煤炭、天然气、生产用电、运输费用等上涨，致使尿素生产成本大幅上升。据化肥行业协会统计，2011 年 1-5 月份，全国平均到厂原料煤 1456 元/吨，比去年同期上涨 340 元/吨。化肥用天然气从 2010 年 6 月开始普调 40% 左右，且持续供应紧张，2011 年 5 月份仍有缺气停产的尿素产能 1.08 万吨/日，占停产的尿素产能 30.6%；2011 年上半年，尿素企业开工率仅 76.5%，累计产能发挥率仅为 84.3%。未来原材料价格及供应充足与否，将直接影响尿素及化肥产品的产量和价格。

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，近年来国内尿素产销率维持在 97% 以上。价格方面，国内尿素价格在生产成本和供需关系的影响下波动。由于 2009 年尿素产量大增，在惯性的影响下，自 2010 年 2 月下旬尿素价格出现下跌以来，尿素的市场价格从 2010 年 2 月的 1,810 元/吨下降至 6 月的 1,640 元/吨。但随后，产量下降影响显现，8 月份起国内尿素价格反弹，达到 1,920 元/吨，并持续上涨。目前尿素价格高位运行，维持在 2,300 元/吨左右。由于原材料供应偏紧、生产成本上涨和尿素需求平稳，预计国内尿素价格在未来一段时间内高位运行。

图 2：长三角地区 2008~2011 年尿素（46%）价格走势

单位：元/吨



数据来源：化工在线，中诚信证评整理

行业政策

化肥产品与农业生产息息相关，近年来，国出台多项财政和税收政策保障化肥企业生产，保障市场供给稳定。

2009 年 1 月 24 日，国家发改委、财政部联合下发《关于改革化肥价格形成机制的通知》（以下简称“《通知》”），取消了化肥价格限制政策，将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口价格由政府指导价改为市场调节价。化肥产品市场化定价机制的改革有利于行业长期发展。同时，《通知》也保留了对化肥生产用电、用气和铁路运输实行的价格优惠政策以及对化肥生产、流通实行的税收优惠政策，并采取综合措施保持化肥市场的稳定。

2012 年 1 月起，根据国家财政部发布《2012 年关税实施方案》，调整尿素和磷肥出口关税，在保留主要大品种化肥分淡旺季征收差别关税的基础上，对出口税率的计算方法进行了调整，出口基准价中不再含关税，相当于变相上调基准价格。对小品种化肥按淡旺季开始征收关税，以保证国内化肥价格维持在正常水平，防止出口带动国内化肥价格大幅上涨，达到控通胀、稳物价的目的。

总体看，在政府加大节能减排和产业调整力度的背景下，国内化肥产能扩张和产量的增长都将减速，促使行业并购整合增多，产业集中度有望提高，具备技术和成本优势的大型化肥生产企业将拥有较强的行业地位。

石油化工行业

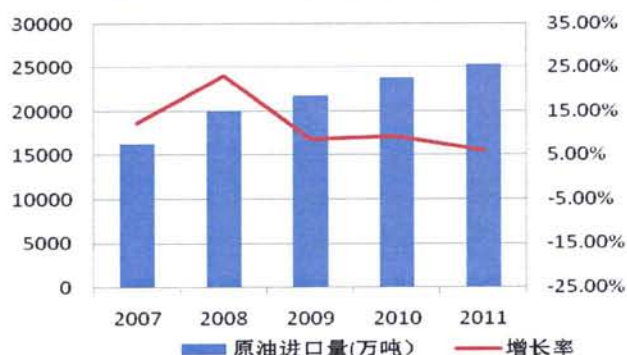
原油

石油化工行业是指以石油和天然气为原料的炼制工业和化学工业。石油炼制工业把原油经过各种加工，制成汽油、煤油、柴油、润滑油、石蜡、沥青等产品。石油化学工业以石油、天然气为主要原料，以乙烯生产为核心，经过多次化学加工生产各种化学品和合成材料。石油化工行业是国民经济的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。2011 年石油和化工行业规模以上企业 26,832 家，累计总产值 11.28 万亿元，同比增长 31.5%。

我国石油产量较为有限，对于进口原油的依赖程度较高。2011 年我国原油加工量 4.48 亿吨，而

当年原油产量仅 2.04 亿吨，对进口原油依赖程度达 54.46%。据国家统计局数据显示，2011 年我国原油进口数量达 2.54 亿吨，同比增长 6%，进口金额 1,966.64 亿美元，同比增长 45.30%。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 3：2007~2011 年我国原油进口情况

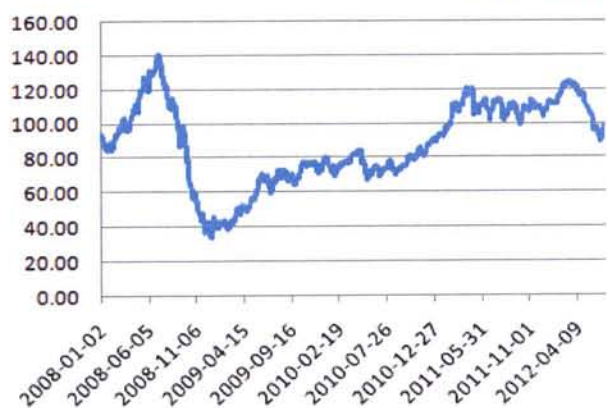


数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

原油价格方面，2008 年金融危机爆发后，国际油价从 7 月下旬开始高点滑落，至 2009 年初已经多次跌破 40 美元/桶，半年的时间内跌幅超过 70%。2009 年 3 月份以后，随着国际经济形势的逐步好转，国际原油价格企稳回升，2010 年末，国际油价价格回升至 90 美元/桶。2011 年上半年，原油价格继续保持上涨势头，在美元贬值、中东北非动乱的影响下大幅上升，最高达到 120.9 美元/桶；2011 年下半年，受欧债和美债危机的影响，原油价格涨势得到了遏制。2012 年第一季度，原油价格小幅上涨，已恢复到 2011 年的高位。虽然二季度以来原油价格持续下跌，但我们预计未来一段时间内，石油作为经济发展不可或缺的资源产品，在稳定有效替代能源出现之前仍其价格将保持高位震荡格局。

图 4：2008~2012 年 6 月 OPEC 一揽子原油价格走势

单位：美元/桶



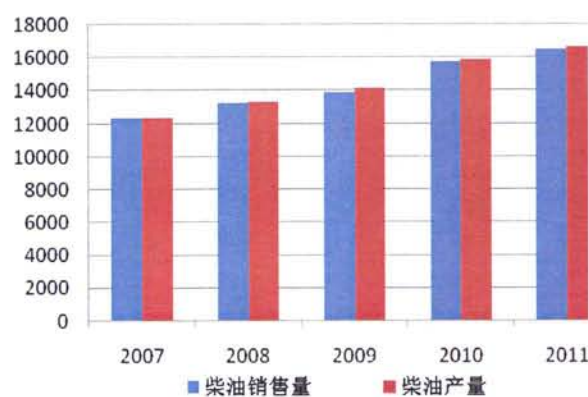
数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

柴油

柴油方面，随着原油加工量的上升，国内市场柴油供应量逐年增加。2011 年，中国柴油年累计产量为 1.67 亿吨，较上年增长 5.38%。尽管近年来柴油的总体供应水平有所提高，但除了国际金融危机期间库存高企以外，国内柴油市场一直呈现供应偏紧的局面。2010 年 9 月开始的节能减排，使得企业大规模使用柴油发电，进一步加大了国内柴油需求。

图 5：2007~2011 年国内柴油产销

单位：万吨



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

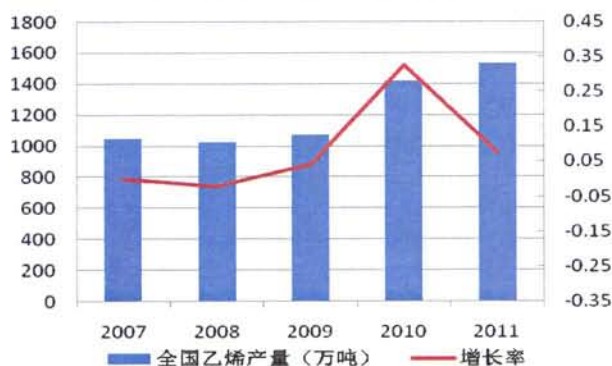
尽管目前我国石化行业已经形成相当规模，但是国内炼化企业整体盈利能力仍存在较大波动性。一方面，国际原油价格波动影响炼化企业生产采购成本；另一方面，我国现行的成品油定价机制造成成品油市场价格和实际成本、供需关系的关联性较弱，炼化企业难以通过市场机制调整成品油价格，从而维持稳定利润空间。因此炼化企业面对原油价格的波动，可能承受来自成本和销售的双重压力。

乙 烯

乙烯方面，作为生产三大合成材料和各种有机化工产品的基础原材料，乙烯产品广泛用于国民经济的各个领域。2008 年，全球金融危机抑制了乙烯行业的发展，直至 2010 年，在全球经济复苏和国内经济增长的带动下，乙烯行业发展较为迅速。2010 年国内乙烯产量达 1,366.30 万吨，同比增长 28.44%，2011 年产量达到 1,524.70 万吨，同比增长 7.40%。目前中国已经成为仅次于美国的全球第二大乙烯生产国，预计到 2015 年国内乙烯产能将增至 2,260 万吨/年，其中 42% 的新增产能将在未来两

年内投产。

图 6：近年国内乙烯产量及增速



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

随着国民经济的增长，对乙烯下游产品的需求逐年增加，2011 年国内乙烯表观消费量已达 2,575.34 万吨，自给率为 59.20%。“十二五”期间，随着新建乙烯装置的逐步投产，国内自给率将快速提高。

表 2：近年中国乙烯表观消费量

	单位：万吨		
	2009	2010	2011
国内产量	1,063.77	1,366.30	1,524.7
净进口	959.24	781.89	1,050.64
表观消费量	2,023.01	2,148.19	2,575.34
自给率	52.58%	63.60%	59.20%

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从价格来看，乙烯的价格主要受原油价格变化影响，近年两者波动形态基本一致，同时，乙烯价格变化也与行业供需结构相关。在中东低价乙烯装置密集投产的冲击下，亚洲乙烯价格自 2010 年 4 月末持续下探，最低跌至 7 月末的 800 美元/吨。同时，国内乙烯出厂价格也偏离原油价格走势，出现连续下跌的局面。进入 8 月以后，乙烯价格止跌回升，并在原油价格高企的支撑下于 2011 年 4 月中旬价格升至 1,370 美元/吨，随后，在欧债危机的影响下，下游需求不确定性的担忧使得价格有所回落。2012 年以来，在原油价格持续上升等因素的推动下，乙烯价格出现回升，目前已基本恢复到 2011 年的高位。

图 7：2008~2012 年 6 月西北欧乙烯 CIF 价格

单位：美元/吨



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

行业政策

石化产业在国民经济发展中地位重要，我国作为石化产品的生产和消费大国，对石化产品的需求仍然处于快速增长时期。但目前，炼化企业面临着原油价格上涨、环保改造、石化产品需求不均衡等问题，为此石化产业正进行结构调整，欲达到炼化企业大型化、炼化一体化。

表 3：近年来主要石化产业政策

时间	文件	主要内容
2009.2	《石化产业调整和振兴规划》	抓紧实施炼油、乙烯等重大项目，落实油品储备，完善成品油价格形成机制，大力推进渣油加氢处理等技术改造。
2009.5	《石化产业调整和振兴规划细则》	要求“十一五”规划内在建的炼油和乙烯装置重大项目力争 2011 年全部建成投产；炼油乙烯行业重点推广液化气制高辛烷值汽油、渣油加氢处理、资源梯级使用等技术，提高石油资源利用率。
2011.4	《石油和化学工业“十二五”发展指南》	装置规模化，形成若干个 2000 万吨级的炼油基地，全国炼厂平均规模超过 600 万吨/年，乙烯装置平均规模达到 60 万吨/年以上；产业结构合理化，提高油品环保质量，油品比例趋于合理；乙烯下游产品专用料比例上升，品种进一步丰富；原料结构多元化，煤、重油制烯烃的比重提高到 20%以上；产业布局合理化，化工产业向园区化、基地化、规范化发展。
2012.3	《国内成品油定价机制改革方案》（上报国务院）	一是调价标准的微调，包括时间周期的缩短，挂靠原有的调节；二是调价操作方式的调整，由此前发改委规定最高限价，改为由中立机构发布，企业据此自行调节。预计对于原调价公式中对于炼厂利润的计算会相应抬高。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

近年来，针对石化行业，国家先后推出了《石化产业调整和振兴规划细则》和《石油和化学工业“十二五”发展指南》等政策，一方面鼓励新项目、新技术使用，推动中国石化产业向高端发展，满足经济发展需求，并提升资源利用效率，降低能耗污染；另一方面推动石化产业规模，合理产业布局和产品结构，提升炼化企业规模化相应。同时，国家也开始着手改革国内成品油定价机制，改善炼化企业的盈利能力，弱化原油价格波动所带来的负面影响。

总体看，石化行业作为国民经济的支柱产业，在我国经济的持续增长的影响下，未来发展前景较好。但目前国内炼化企业受国际原油价格波动和国内市场价格机制不成熟的影响较大，企业利润空间和盈利能力难以保持稳定。为此国家针对石化行业面临问题，不断出台相关政策，政策导向将有助于石油化工行业的发展，促进产业结构升级，规范行业发展，这将使产业链完整、资源保障程度较高、具有技术和规模优势的企业具有更强的市场竞争力。

竞争优势

尿素业务具有明显的成本优势和品牌效应

目前，公司共拥有 152 万吨/年的气头尿素生产产能，为国内大型尿素生产企业之一。虽然目前国内天然气供应较为紧缺，但截至 2011 年 12 月 31 日，公司下属尿素生产企业天然气供应充足，保证了其尿素生产设备很高的运转率。得益于充足的天然气供应以及气头尿素较煤头尿素天然的成本优势，公司 2011 年尿素毛利率达到 31.35%，明显高于同期国内主要上市公司尿素产品毛利率水平（表 4）。未来，随着公司化肥业务板块产能的进一步扩充，其规模优势有望得到进一步显现，对其毛利率的稳定性形成有力支撑。

此外，公司尿素等化肥产品也具有一定的客户粘合度，其生产的“华锦”牌尿素在主要销售市场品牌认知度高，在辽宁省市场占有率超过 90%，在新疆南疆地区市场占有率接近 50%。

表 4：2011 年公司与主要上市公司尿素板块毛利对比

公司简称	产品及产能	毛利率(%)
鲁西化工	煤头尿素 180 万吨/年	12.11
湖北宜化	煤头尿素 152 万吨/年；气头尿素 104 吨/年	31.39
华鲁恒升	煤头尿素 150 万吨/年	17.68
四川美丰	140 万吨/年，以气头尿素为主	16.41
云天化	气头尿素 76.2 万吨/年	20.47
辽通化工	气头尿素 152 万吨/年	31.35

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

股东方对石化业务的顺利开展提供有力支持

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，主营业务包括军品、民品和战略资源三大板块，其中军品主要涉及重型装备与汽车、石油化工与特种化工、光电材料与器件等领域，战略资源主要是石油矿产资源开发等海外事业。兵器集团在海外拥有丰富的原油储备，其从事的特种化工行业需要乙烯等石化产品作为原材料，因此辽通化工是兵器集团整个石化产业链上关键的一环，也是兵器集团石油化工资产运作的重要平台。

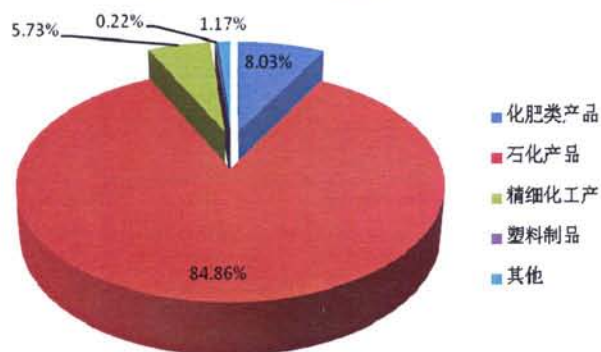
目前，公司生产所用原油主要由兵器集团下属的振华石油提供，同时，双方还对用油地址、种类、性质、用量、供油价格及结算方式等进行约定，保障了公司石化业务充足的原材料供应。此外，兵器集团也能为公司提供外部融资方面的支持，截至 2012 年 3 月 31 日，公司由兵器集团提供的连带责任担保贷款为 50.72 亿元。

业务运营

根据实际控制人兵器集团的战略安排，公司在 2007 年非公开发行净募集资金 37.13 亿元，收购北方华锦“45 万吨乙烯及配套原料工程项目”（以下简称“十一五项目”）相关资产，并于 2009 年 12 月正式投料；2010 年 2 月，“十一五项目”建成投入运营后，公司实现了从单纯化肥生产企业向石油化工企业的转型。2009~2011 年，公司分别完成主营业务收入 28.27 亿元、236.91 亿元和 371.88 亿元，主营业务收入实现飞跃式增长。2012 年 1 季度，公司完成主营业务收入 95.77 亿元，同比增长 8.50%。从主营业务收入构成来看，2009 年，化肥类产品占公司主营业

务收入的比重为88.12%。随着“十一五”项目的投产，2010、2011年及2012年1季度，公司化肥类产品主营业务收入占比分别下降至10.47%、8.03%和10.01%；而石化产品成为公司最主要的收入来源，期间，其主营业务收入占比均超过80%。

图 8：2011 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。虽然“十一五项目”的投产使得化肥类产品主营业务收入占比大幅下降，但2009~2011年公司化肥类产品分别实现主营业务收入24.91亿元、24.81亿元和29.84亿元。其中2011年得益于化肥价格的上涨，收入规模实现较大幅度的增长。与此同时，得益于“华锦”牌尿素在辽宁及新疆等地区明显的品牌优势，公司化肥类产品一直以来维持了较高且稳定的毛利率，2009~2012年1季度，公司化肥类产品毛利率分别为34.93%、30.65%、30.61%和33.79%。

表 5：截至 2012 年 3 月末公司尿素生产能力

公司简称	产能
辽河化肥	30 万吨合成氨/年、48 万吨尿素/年
锦西化肥	30 万吨合成氨/年、52 万吨尿素/年
新疆化肥	30 万吨合成氨/年、52 万吨尿素/年
合计	90 万吨合成氨/年、152 万吨尿素/年

资料来源：公司提供

表 6：公司 2009 年~2012 年 3 月尿素产量

	单位：万吨			
	2009	2010	2011	2012.3
辽河化肥	35.18	31.53	34.17	14.17
锦西化肥	56.60	57.17	55.90	15.41
新疆化肥	52.22	56.61	56.02	15.87
合计	144.00	145.31	146.09	45.45

资料来源：公司提供

目前，公司拥有90万吨合成氨/年、152万吨尿素/年的生产能力，由辽河化肥、锦西化肥和新疆化肥²三家子公司进行生产。从产能利用情况来看，近年来锦西化肥和新疆化肥得益于充足的天然气供应，一直处于满负荷运作状态。辽河化肥则由于天然气供应紧张因素制约，2009和2010年产能利用率分别为73%和66%，产能利用率较低且处于亏损状态。2011年9月29日，“西气东输”化肥用天然气正式引入辽河化肥装置。伴随西气东输天然气资源的落实，辽河化肥正常开工有了保障，供气后设备达到满负荷生产状态，全年平均设备利用率达到71%。从2012年1季度的运行情况来看，辽河化肥、锦西化肥和新疆化肥的产量均超过2011年产量的1/4，其中，辽河化肥的产量已达到2011年的45.10%，产能利用率大幅提高。

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公司尿素业务的最重要因素。公司下属锦西化肥和新疆化肥天然气供应充足，其中锦西化肥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；新疆化肥位于新疆自治区阿克苏地区，为“西气东输”的起点，使用中石化西北分公司天然气。辽河化肥由中石油辽河油田盘锦分公司供气，公司与中石油辽河油田盘锦分公司签订了合同，每年所用天然气由国家发改委和中石油统一计划调配。近几年辽河油田天然气供需矛盾突出，计划内指标已经不能满足辽河化肥的生产需要，2011年9月29日，“西气东输”化肥用天然气已正式引入辽河化肥装置，有效解决了这一问题。

原材料成本方面，从天然气供应价格来看，根据《国家发展改革委关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》（发改电[2010]211号），自2010年6月1日起国内陆上天然气售价平均上调0.23元。2010年下半年开始该政策对公司天然气采购成本的影响显现。2009~2012年1季度，公司天然气采购单价分别为0.692元、0.75元、0.87元和0.99元。虽然目前气头尿素较煤头尿素仍具备较为明显的成

² “辽河化肥”全称为“辽河化肥厂”；“锦西化肥”全称为“锦西天然气化工有限责任公司”；“新疆化肥”全称为“新疆阿克苏化肥有限责任公司”。

本优势，但长远来看，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，气头尿素产品的成本优势或将不断缩小。此外，公司生产耗用的能源还包括电、蒸汽和煤炭（表7）。

近几年，煤炭价格高位运行；电价也有不同程度的上调，总体来看，公司未来仍面临一定的成本上升压力。

表 7：公司 2009 年~2012 年 3 月化肥产品原燃料采购情况

	2009		2010		2011		2012.Q1	
	采购量	采购单价 (元/单位)	采购量	采购单价 (元/单位)	采购量	采购单价 (元/单位)	采购量	采购单价 (元/单位)
天然气(万立方米)	102,630	0.692	105,731	0.75	106,542	0.87	31,090	0.99
电(万千瓦时)	57,638	0.585	22,748	0.50	151,373	0.51	42,791	0.53
煤炭(万吨)	35.69	446	167.7	415	158.84	462.18	49.17	418.48

资料来源：公司提供

销售方面，公司化肥类产品销售全部通过10家左右的大型经销商实现，每年对经销商资格进行重新审查并确认。值得一提的是，公司与经销商采取“现款现货”的方式结算，部分需要提供一定比例的预付款，这保证了公司化肥业务良好的回款情况。从销售区域来看，由于尿素等化肥类产品具有一定的销售半径，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。同时，尿素等化肥产品也具有一定的客户粘合力，公司生产的“华锦”牌尿素在主要销售市场品牌认知度高，因此在上述地区保持了较高的市场占有率，公司的尿素产品产销率接近100%。

表 8：公司 2009 年~2012 年 3 月尿素销量及价格情况

	2009	2010	2011	2012.3
销量(万吨)	148.52	144.69	146.06	45.35
销售收入(亿元)	24.38	23.78	28.51	9.23
销售均价(元/吨)	1,642	1,644	1,952	2,036

资料来源：公司提供

总体来看，公司化肥业务运行较为稳定，产能利用率高且在主要销售市场拥有很高的市场占有率。同时，作为国内大型气头尿素生产企业之一，公司具有较为明显的成本优势。但考虑到天然气、电等原料和能源价格处于上行通道，公司未来仍面临一定成本上升压力。

石化业务

公司石化业务自2009年12月正式投料生产以来开展顺利，2010~2012年1季度分别完成主营业务收入194.41亿元、315.58亿元和77.70亿元，占主营业务收入的比重分别为82.06%、84.86%和81.12%。盈利能力方面，公司石化产品受宏观经济及国际油

价变化影响较大，近几年毛利率有所波动，2010~2012年1季度，公司石化产品毛利率分别为12.92%、9.40%和9.55%。其中，聚烯烃和芳烃类产品受经济环境和行业竞争加剧影响，毛利率波动尤为明显。

表 9：2010~2012.Q1 公司石化产品主营业务收入及毛利率

产品明细	单位：亿元、%		
	2010	2011	2012.Q1
主营业务收入			
原油加工及石油制品	131.53	206.43	49.30
聚烯烃类产品	48.45	79.99	23.69
芳烃类产品	14.43	29.16	4.71
合计	194.41	315.58	77.70
毛利率			
原油加工及石油制品	16.83	14.54	18.93
聚烯烃类产品	0.97	-7.47	-15.63
芳烃类产品	17.41	19.31	38.08
合计	12.92	9.40	9.55

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司石化产品设备全部收购自北方华锦“十一五项目”相关资产，其中炼油装置于2009年12月正式投料；乙烯装置于2010年2月开车生产。目前，公司炼油装置年原油加工能力为500万吨，产品包括柴油182.07万吨/年、乙烯裂解料176.74万吨/年等（表10）。以乙烯裂解料为原料，乙烯装置计划每年生产聚合级乙烯15万吨、高密度聚乙烯29.11万吨、聚丙烯22.51万吨、苯乙烯10.43万吨等。

表 10：公司“十一五项目”规划产能及近期产量

产品	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)		
		2010	2011	2012.3
乙烯裂解料	176.74	164.44	200.32	49.35
石脑油	95.00	125.04	152.00	36.76
加氢裂化尾油	81.74	39.4	48.32	12.59
柴油	182.07	168.18	104.5	22.95
商品液化气	12.65	5.68	1.16	0.81
聚合级乙烯	15.00	10.58	15.94	4.36
高密度聚乙烯	29.11	22.4	22.62	11.27
聚丙烯	22.51	18.22	26.27	6.48
苯乙烯	10.43	9.91	9.56	4.58

资料来源：公司提供

从产能利用情况来看，2011年全年，公司石化装置保持连续高负荷运转，炼油常减压、新乙烯装置有效运转率分别达到100%和99.99%；年生产负荷分别达到99.94%和101.93%。全年公司共加工原油522.43万吨、生产成品油178.04万吨、合成树脂62.8万吨。2012年1~3月，公司炼化装置实现有效运转91天，运转率达100%，期间，公司加工原油129.58万吨、生产柴油22.95万吨、聚乙烯11.27万吨、聚丙烯6.48万吨。产业配套方面，“十一五项目”本身就具备了炼化一体化的优势，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%；另一方面，生产乙烯的过程中产生的氢气等可以供应给炼油装置，从而实现“炼油—化工”循环经济。

原材料采购方面，公司生产所用原油主要由兵器集团下属的振华石油提供。振华石油是中国授权从事海外石油项目开发、投资管理的6家企业之一，具备原油和燃料油进口资质。2007年6月，公司与振华石油签订了《关于原油供应的战略合作框架协议》（以下简称“框架协议”），约定在“十一五项目”投产后，振华石油将按照“保证供应、同等优先、不高于市场价格”的原则确保公司石化业务的原油供应。2008年11月，公司和振华石油在框架协议的基础上签订了《原油供销协议》，对用油地址、种类、性质、用量、供油价格及结算方式等进行了约定。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，并约定供应价格参考布伦特原油价格，原则上不高于国际原

油市场到岸价。2009年，公司原油采购流程已经打通，全年进口原油78万吨，保证了炼油装置开车的需要。2011年公司进口原油507.88万吨，以满足公司高负荷生产，平均采购价格为5,320.44元/吨；2012年1~3月，公司进口原油128.61万吨，平均采购价格为5,483.06元/吨。

表 11：公司 2010 年~2012 年 3 月主要石化产品销售情况

	2010		2011		2012.3	
	销量 (万吨)	均价 (元/吨)	销量 (万吨)	均价 (元/吨)	销量 (万吨)	均价 (元/吨)
柴油	171.59	5,916.74	104.1	7,191.08	23.38	7,404.62
聚乙烯	22.62	7,845.91	34	8,852.57	11.38	8,784
聚丙烯	18.26	9,047.77	27.12	9,893.72	7.73	8,547

资料来源：公司提供

销售方面，成品油销售主要与中石油、中石化合作，同时公司也计划建立成品油自主销售体系，提高自销能力；聚乙烯、聚丙烯产品销售以东北、华北、华东市场为主；根据“十一五项目”销售规划，苯乙烯产品部分用于 ABS 生产，部分在市场销售；苯和甲苯等产品则主要供给兵器集团下属企业用于火药、炸药和 TDI 的生产。2010 年以来公司石化产品保持了很高的产销率，同时，受原油价格上涨推动，2011 年，公司石化产品平均售价有所上涨，但原油价格上涨仍然对产品盈利能力有所削弱。

总体来看，得益于兵器集团在原油供应、销售渠道等方面给予的大力支持，公司石化业务自2009年12月开车以来整体运行情况良好，带动了整体销售收入的大幅增长。与此同时，考虑到石化产品受国际油价波动以及宏观经济等外围因素影响较大，盈利存在周期性波动。鉴于石化业务占公司主营业务收入的比重较高，中诚信证评也将对石化业务盈利波动对公司整体盈利情况产生的影响予以关注。

战略发展

根据公司的发展战略，辽通化工将依托东北老工业基地改造的政策环境和辽宁省、新疆地区丰富的天然气资源，利用兵器集团的资源、资金优势，充分发挥公司规模效应，继续巩固现有化肥基地的战略地位；并以化肥业务为基础，形成以石油为原料的石脑油、乙烯等一系列石化产品产业链，从而成为国内具有一定规模的石油化工企业。

具体到化肥业务，“十二五”期间，公司将继续

做强做大化肥产业，实施现有合成氨和尿素生产线的扩产改造，扩大现有生产规模、巩固市场优势地位，同时积极调整产品结构，优化产业布局、逐步形成集约化产业格局。其中辽河化肥要加强与辽河油田的供气协调，增加天然气供应量，促进增产增效；锦西化肥要以市场为导向，发展高浓度化肥、大颗粒缓释尿素等产品，争取更高市场效益；新疆化肥要以增产改造为重点，利用天然气资源优势，实现降耗增产。截至 2012 年 6 月底，新疆化肥增产项目已投入资金 2.05 亿元，项目总投资约 8.3 亿元，预计将在 2013 年 5 月建成投产。届时，新疆化肥合成氨和尿素年产量将分别提升至 52 万吨和 80 万吨。

此外，公司在 2012 年 7 月 2 日公布非公开发行预案，拟以不低于 7.63 元/股的价格向不超过 10 名的特定投资者非公开发行不超过 4 亿股，募集资金总额不超过 30 亿元。发行资金拟用于向内蒙古华锦化工有限公司（以下简称“华锦化工”）增资实施 100 万吨/年合成氨、160 万吨/年尿素项目（煤头尿素），预计在 2014 年年底完成。项目建成后，公司将同时拥有煤头、气头尿素产能共计 340 万吨/年³，成为国内最大的尿素生产企业之一。

石化业务方面，公司将以“十一五项目”优化运行为目标，尽快实现装置达产达效，保证装置连续、稳定生产。此外，公司将进一步整合北方华锦石化资产，完善自身产业链，形成整体规模优势，把石油化工业务培育成公司新的利润增长点。预计到“十二五”末，公司原油加工量将达到 1,000 万吨/年，乙烯产量将达到 80 万吨/年，从而进入国家千万吨级炼油基地行业。

表 12：截至 2012 年 3 月公司主要在建及拟建项目情况

单位：万元

项目名称	总投资	截至 2012 年 3 月已投资	持股比例
19.2 万吨/年重整及裂解 C9 深加工装置	28,143	23,000	50%
本体 ABS	115,508	127,180	100%
新疆化肥增产	83,000	20,500 ¹	100%
华锦化工	811,087	-	100%

注 1：此处为截至 2012 年 6 月底数据
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

³ 考虑新疆化肥增产后数据。

总体来看，公司“十二五”期间发展规划明确，化肥业务产能将大幅提升，规模效应进一步显现；石化产业链不断延伸，高附加值产品的逐步充实，炼化业务盈利能力将得到稳步增强。与此同时，公司目前在建及拟建项目资金需求压力依然存在，我们将对公司相关项目的资金配套予以持续关注。

管 理

治理结构

根据《公司法》及相关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求，公司建立了股东会、董事会、监事会、经理层等规范的法人治理结构，制定了股东会、董事会、监事会议事规则及总经理工作细则。董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬及考核委员会、提名委员会共 4 个专门委员会，为董事会重大决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业化和高效化。公司三会之间职责权清晰，股东大会为公司的权力机构，董事会根据其授权履行其决策职能，经理层能够对公司日常生产经营实施有效控制，监事会起到了对公司决策层和经营管理层的实行监督的职能。

公司现任董事会由 9 名成员组成，其中独立董事 3 名，董事会的人数及人员构成符合相关法律法规要求。公司全体董事能够依据相关法律法规开展工作，认真出席董事会，积极参加培训，熟悉有关法律法规；独立董事能够不受影响地独立履行职责。公司监事会由 3 名成员组成，其中 1 人为职工代表，监事会能够认真履行自己的职责，按规定的程序召开了监事会，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

总体看，公司建立了比较健全的治理结构，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的长远发展打下了良好的基础。

内部管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司内部控制指引》等法律法规和规范性文件的要求，建立健全了较为完善的内部控制制度管理体系。内部控制活动涵盖了财务管理、

内部经营管理、商品采购、销售管理、对外投资、行政管理、关联交易、融资担保、资金管理、信息披露等整个生产经营过程，形成了规范的管理体系。

财务管理方面，公司结合生产经营的实际情况，在应收账款管理、资金管理、借款管理、存货管理等各个方面都制定了与公司相适应的业务流程。同时，公司总部、下属分公司、子公司均建立了独立的会计机构，并实行统一的财务管理制度，由公司所属分公司、全资子公司的财务负责人员统一管理、统一委派。

安全生产方面，公司针对火灾爆炸、毒性、噪声等安全隐患制订了一系列安全生产的规章制度，并采取各项防护措施。“十一五”期间，公司加强了工程建设和投料开车的安全管理，相继开展了施工现场安全管理整顿，易燃物料引进装置后的现场机动车、动火作业、禁烟等的管理，认真审查建设和试车安全方案，加强现场安全监察，汇编事故案例进行全员教育。

总体来看，公司严格按照法律法规的规定制定了一系列管理制度，内部控制制度较为完善，保障了公司生产经营活动的正常进行。同时，我们注意到，公司原油采购要面向国际市场，新装置投产后需要磨合调整，对新技术进行消化、吸收，新增产品市场需要开拓，这些都对公司经营管理提出了更高要求。

财务分析

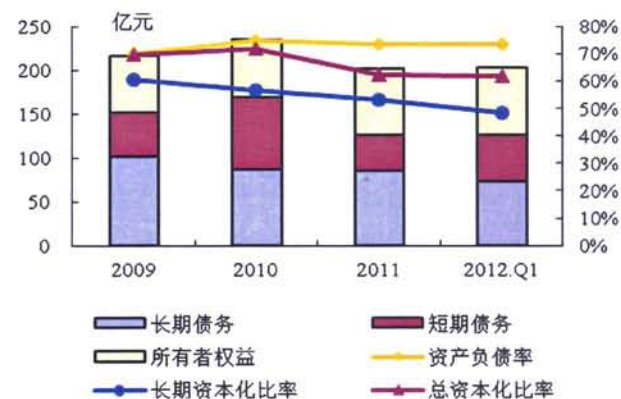
以下的分析基于公司提供的经深圳市鹏城会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2009、2010年合并财务报告、经国富浩华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011年合并财务报告以及未经审计的2012年一季度合并财务报表，其中2009年财务数据为2010年年初数。

资本结构

随着“十一五”项目的建成投产，公司固定资产规模增长较快，带动资产规模的大幅上升，截至2011年12月31日，公司资产总额为285.26亿元，三年（2009~2011年）复合增长率为13.73%。同期，

公司负债规模呈现同比增长，近三年资产负债率分别为70.27%、75.06%和73.55%；总资本化比率分别为69.71%、71.79%和62.42%，负债水平较高且处于同行业偏高水平。

图 9：2009~2012.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

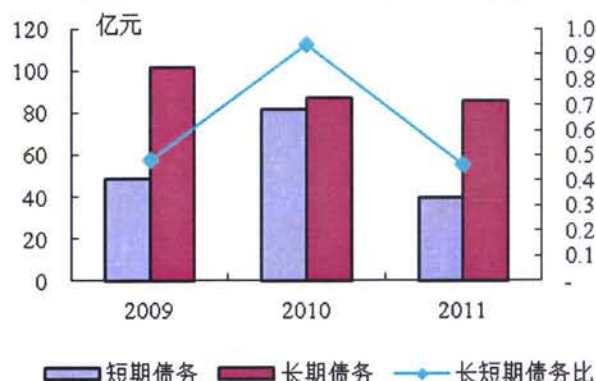
表 13：2011 年部分化工类上市公司资本结构比较

公司简称	资产负债率	总资本化比率
四川美丰	44.93%	36.77%
华鲁恒升	52.31%	47.99%
六国化工	52.95%	38.02%
泸天化	64.09%	60.41%
云天化	68.99%	62.63%
辽通化工	73.55%	62.42%
湖北宜化	73.64%	69.76%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务结构来看，由于公司目前在建项目较多，因此其债务融资以长期为主。2009~2012 年一季度，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.48、0.94、0.46 和 0.74，债务结构较为合理。

图 10：2009~2012.Q1 公司债务结构分析



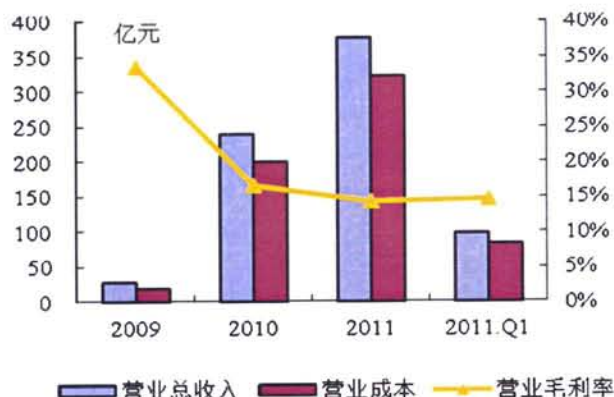
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着业务规模的扩大，公司近年资产和负债规模稳步增长，负债处于行业偏高水平。

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

图 11: 2009~2012.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

“十一五项目”的建成投产带来了公司业务结构的转变,同时也带动其营业收入规模大幅提升,2009~2012 年 1 季度,公司分别完成营业收入 28.85 亿元、239.27 亿元、375.57 亿元和 97.34 亿元。毛利率方面,公司化肥类产品毛利率高且较为稳定,一直维持在 30%以上。自 2009 年底石化项目投产以来,受制于石化产品较低的毛利率,公司综合毛利空间有所降低,2009~2012 年 1 季度,公司综合营业毛利率分别为 33.56%、16.48%、14.33%和 14.68%。

表 14: 2009~2012.Q1 公司分产品主营业务毛利率

	单位: %			
	2009	2010	2011	2012.Q1
化肥类产品	34.93	30.65	30.61	33.79
石化产品	25.08	12.92	9.40	9.55
精细化工产品	-39.60	32.47	48.60	26.64
其他	33.13	35.45	52.73	47.41

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面,2009~2011 年,公司分别发生三费合计 6.95 亿元、18.99 亿元和 23.82 亿元,期间费用增长较快。同期,在石化项目投产的带动下,公司营业收入规模迅速上升,因此三费收入占比下降较快。2009~2012 年 1 季度,公司三费收入占比分别为 23.08%、7.93%、6.34%和 7.90%,费用控制较为得当。

表 15: 2009~2012.Q1 公司期间费用变化

单位: 亿元

	2009	2010	2011	2012.Q1
销售费用	0.27	1.12	2.06	0.75
管理费用	4.92	10.30	14.02	4.48
财务费用	1.75	7.56	7.75	2.46
三费合计	6.95	18.99	23.82	7.69
三费收入占比	24.08%	7.93%	6.34%	7.90%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

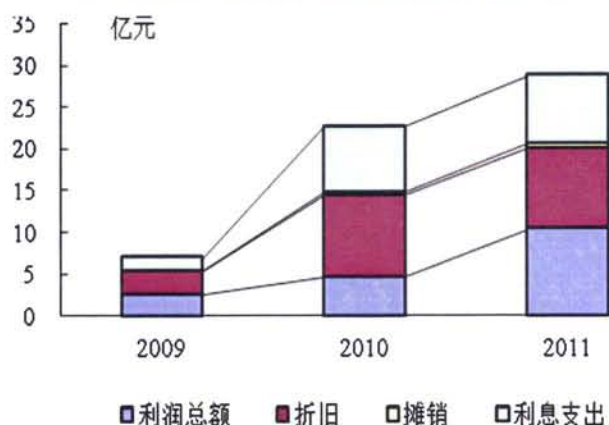
利润方面,2009~2011 年,公司分别取得利润总额 2.60 亿元、4.66 亿元和 10.39 亿元,盈利逐年大幅增长。其中,经营性业务利润为公司利润最主要的来源,2009~2011 年分别达到 2.69 亿元、4.71 亿元和 10.56 亿元。2012 年 1 季度,公司利润总额为 22.46 亿元,虽然石化产品受到原油价格波动影响盈利空间有所下滑,但公司整体仍保持了较强的盈利能力。

总体来看,伴随石化项目的顺利投入运营,公司营业收入规模呈现快速增长态势。与此同时,我们也关注到,石化产品毛利空间相对较低,且易受到原油价格波动影响,盈利能力存在一定波动。未来随着石化项目运营的逐步成熟以及向高附加值的精细化工领域延伸,公司综合盈利能力仍有望得到提升。

偿债能力

获现能力方面,2009~2011 年,公司 EBITDA 分别达到 7.38 亿元、22.54 亿元和 30.51 亿元。随着石化项目的投产,公司利润总额增长较快;与此同时,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,带动 EBITDA 呈现逐年上升态势。经营性现金流方面,公司化肥产品主要采取现款现货方式结算,石化业务也以先款后货和月结为主,整体销售回款较为及时,经营活动现金流表现良好。2009~2012 年 1 季度,公司经营性现金净流入分别为 3.93 亿元、14.81 亿元、31.97 亿元和 18.10 亿元。

图 12: 2009~2011 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“十一五项目”的完工, 公司债务规模有所下降, 债务压力逐年减轻。2009~2011 年, 公司总债务/EBITDA 指标分别为 20.45、7.47 和 4.11。同时, 公司较强的获现能力也为利息支付提供有力保障, 2009~2011 年, 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.28、2.65 和 3.50; 同期, 经营活动净现金利息保障倍数分别为 0.70、1.74 和 3.67, 偿付能力逐年增强。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, 偿债压力将有所加大。

表 16: 2009~2012.Q1 公司偿债能力分析

	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务 (亿元)	150.90	168.43	125.34	125.84
长期债务 (亿元)	101.92	86.93	85.59	72.46
EBITDA (亿元)	7.38	22.54	30.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.28	2.65	3.50	-
总债务/EBITDA (X)	20.45	7.47	4.11	-
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.68	1.74	3.67	-
经营活动净现金/总债务 (X)	0.03	0.09	0.26	0.58

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 3 月 31 日, 公司共获得各家银行授信总额 95.89 亿元, 尚未使用额度为 49.39 亿元。

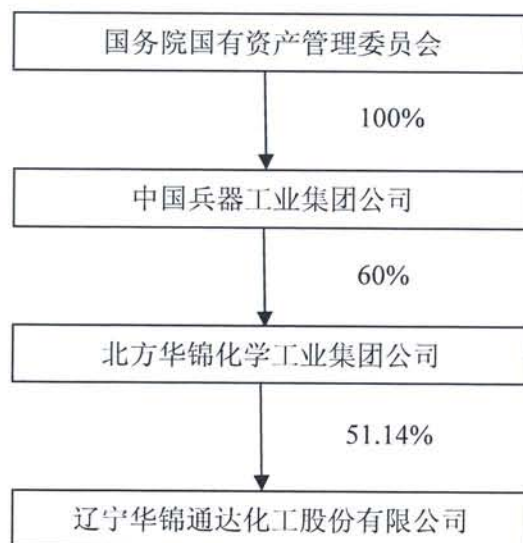
或有负债方面, 截至 2012 年 3 月 31 日, 公司无对外担保, 仅对其控股子公司盘锦锦阳化工有限公司 7,000 万元的银行借款提供 50%连带责任保证担保。总体来看, 公司或有负债规模较小, 风险可控。

整体而言, 随着“十一五项目”的建成投产, 公司业务规模实现快速扩张, 主营业务收入增长较快。同时, 良好的现金获取能力为公司债务的偿还提供有力支撑。但公司目前负债水平偏高, 且考虑到在建及拟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。

结 论

综上, 中诚信证评认为本期公司债券信用质量很高, 信用风险很低; 中诚信证评认为辽通化工在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：辽宁华锦通达化工股份有限公司股权结构图（截至 2011 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)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	71,161.76	231,800.75	193,068.59	343,967.35
应收账款净额	299.12	5,676.68	18,912.56	3,175.56
存货净额	34,084.95	414,818.33	440,023.75	452,062.96
流动资产	558,631.35	751,206.91	812,532.47	869,261.00
长期投资	500.00	500.00	500.00	500.00
固定资产合计	1,578,584.99	1,796,193.66	1,888,098.85	1,899,542.24
总资产	2,205,384.36	2,653,641.78	2,852,636.08	2,919,616.03
短期债务	489,730.93	815,010.59	397,520.00	533,820.00
长期债务	1,019,248.17	869,290.17	855,879.92	724,591.91
总债务（短期债务+长期债务）	1,508,979.10	1,684,300.76	1,253,399.92	1,258,411.91
总负债	1,549,661.36	1,991,912.73	2,097,996.57	2,146,832.15
所有者权益（含少数股东权益）	655,723.00	661,729.05	754,639.51	772,783.88
营业总收入	288,549.93	2,392,733.03	3,755,703.41	973,443.10
三费前利润	96,388.07	236,983.75	343,838.80	98,144.20
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	20,736.08	41,265.80	84,200.21	17,176.12
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	73,778.26	225,445.28	305,074.38	-
经营活动产生现金净流量	39,310.33	148,133.87	319,678.41	180,965.73
投资活动产生现金净流量	-595,600.71	-44,179.87	-148,301.84	-11,733.63
筹资活动产生现金净流量	167,524.58	56,684.99	-210,108.74	-18,333.33
现金及现金等价物净增加额	-388,765.80	160,638.99	-38,732.16	150,898.77
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	33.56	16.48	14.33	14.68
所有者权益收益率（%）	3.16	6.24	11.16	8.89
EBITDA/营业总收入（%）	25.57	9.42	8.12	0.00
速动比率（X）	1.01	0.30	0.31	0.30
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.09	0.26	0.58
经营活动净现金/短期债务（X）	0.08	0.18	0.80	1.36
经营活动净现金/利息支出（X）	0.68	1.74	3.67	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.28	2.65	3.50	-
总债务/EBITDA（X）	20.45	7.47	4.11	-
资产负债率（%）	70.27	75.06	73.55	73.53
总债务/总资本（%）	69.71	71.79	62.42	61.95
长期资本化比率（%）	60.85	56.78	53.14	48.39

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、2012.Q1所有者权益收益率指标经年化处理。

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。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

关于2012年辽宁华锦通达化工股份有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。