



# 信用等级通知书

信评委函字 [2009] 339号

## 辽宁华锦通达化工股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司长期信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零零九年十一月十七日

## 2010 年辽宁华锦通达化工股份有限公司信用评级报告

评级主体 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

### 概况数据

| 辽通化工                    | 2006  | 2007  | 2008   | 2009.9 |
|-------------------------|-------|-------|--------|--------|
| 总资产(亿元)                 | 44.81 | 89.80 | 167.63 | 187.47 |
| 所有者权益(含少数股东权益)(亿元)      | 18.07 | 56.74 | 60.21  | 62.58  |
| 总负债(亿元)                 | 26.74 | 33.06 | 107.41 | 124.88 |
| 总债务(亿元)                 | 21.79 | 27.54 | 98.87  | 120.58 |
| 主营业务收入(营业总收入)(亿元)       | 24.80 | 33.52 | 36.69  | 21.78  |
| EBIT(亿元)                | 2.53  | 4.51  | 6.27   | --     |
| EBITDA(亿元)              | 4.96  | 4.51  | 9.10   | --     |
| 经营活动净现金流(亿元)            | 2.90  | 5.17  | 8.19   | 1.67   |
| 主营业务毛利率(营业毛利率)(%)       | 20.46 | 29.73 | 31.08  | 34.84  |
| EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%) | 20.01 | 13.46 | 24.81  | --     |
| 总资产收益率(%)               | 5.85  | 5.02  | 4.87   | --     |
| 资产负债率(%)                | 59.67 | 36.81 | 64.08  | 66.62  |
| 总资本化比率(%)               | 54.67 | 32.68 | 62.15  | 65.83  |
| 总债务/EBITDA(X)           | 4.39  | 6.10  | 10.86  | --     |
| EBITDA 利息倍数(X)          | 3.86  | 3.16  | 5.23   | --     |

### 分析师

李 敏

mli@ccxi.com.cn

范 彬

bfan@ccxi.com.cn

杨微楠

adyang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2009 年 11 月 17 日

### 基本观点

中诚信国际评定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”)信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了中国农业稳步发展的趋势带动下化肥行业的稳定发展、公司尿素业务的规模和成本优势以及由此带来的良好的盈利能力和现金流水平, 并考虑了公司股东的有力支持等信用优势。同时, 我们也关注到化工行业的周期性波动、公司生产所需的天然气供应紧张以及新投资项目导致的资金压力等因素对公司整体信用状况的影响。

### 优势

- **化肥行业有利的外部环境。**鉴于化肥在国民经济中重要的支农作用, 政府在保障化肥行业能源供应、产品运输、税收、补贴等方面一直给予大力支持; 同时, 中国农业的稳定发展、政府对农业的持续扶持都为化肥行业发展提供了有利的外部环境。
- **具有规模及成本优势, 市场竞争力强。**公司的尿素总体生产规模超过 150 万吨/年, 是国内大型气头尿素生产企业之一, 具有明显的规模成本优势; 公司所属的三大化肥厂均在各自区域均享有较高的市场占有率, 具有较强的市场竞争力。
- **股东支持。**公司的实际控制人为国资委直属央企中国兵器工业集团公司, 作为后者在石化产业的运营平台, 公司将可以得到其在石油资源、融资等方面的支持。
- **主业稳定的盈利能力, 在建项目对未来盈利能力有良好支持。**公司主营尿素业务的盈利能力和现金获取能力较强, 近几年利润和现金流稳定增长。公司“45 万吨乙烯和配套原料工程项目”进展顺利, 有望 2010 年正式投产, 增强公司的盈利能力。

### 关注

- **原材料供应风险。**公司尿素生产的主要原料天然气供应紧张, 预计原料供应瓶颈短期内不能得到缓解, 而天然气价格远期还面临进一步上涨的可能。
- **负债持续增加, 负债比例上升。**过去几年中, 公司的炼油及乙烯项目投资金额较大, 负债规模增长较快, 2009 年 9 月末的资产负债率超过 65%, 给公司带来了较大的资金压力。

## 公司概况

辽宁华锦通达化工股份有限公司成立于 1996 年，经深圳市政府批准，由原盘锦辽河化工（集团）有限责任公司（现更名为辽宁华锦化工（集团）有限责任公司，以下简称“华锦集团”）、深圳通达化工总公司共同发起，其中原辽河化工集团以化肥业务的经营性净资产 45,011 万元出资、深圳通达以实物资产 1,091 万元和货币资产 2,398 万元出资，并向社会公开发行人人民币普通股 13,000 万股，以募集方式设立股份有限公司，于 1997 年 1 月 30 日在深圳证券交易所上市。2002 年 9 月 27 日公司迁至辽宁省，并在辽宁省工商行政管理局变更登记，公司更名为辽宁华锦通达化工股份有限公司。截止 2008 年末，公司总股本为 12.01 亿股，其中华锦集团持有 6.14 亿股，持股比例为 51.14%。华锦集团主要业务涉及塑料加工、精细化工、石油化工等。根据辽宁省省长办公会 2005 年第 8 次会议纪要，中国兵器工业集团公司（以下简称“兵器集团”）以增资 15 亿元的方式取得华锦集团 60% 的股权，成为华锦集团第一大股东，因此公司的实际控制人为兵器集团。

公司目前主营为化肥行业，主要致力于尿素的生产与销售。公司拥有三家尿素生产实体，目前具备 90 万吨合成氨/年、152 万吨尿素/年的生产规模，是国内大型尿素生产企业之一。公司“华锦”牌尿素在辽宁省市场占有率超过 90%，在新疆南疆地区市场占有率超过 50%。2007 年公司启动的“45 万吨乙烯及配套原料工程项目”（以下简称“石化项目”）进展顺利，该项目投产后，公司主营产品将涉及化肥与炼油及乙烯生产两个行业，由单一的化肥生产企业转变为综合性石化企业。

截至 2008 年末，公司总资产 167.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.21 亿元；2008 年，公司共实现营业总收入 36.69 亿元，净利润 3.85 亿元，与 2007 年相比，分别增长 9.45% 和 60.28%，公司经营活动现金净流量 8.19 亿元。截至 2009 年 9 月底，公司总资产达到 187.47 亿元，资产负债率 66.62%；前三季度，公司实现营业总收入 21.78 亿元，比去年同期下降 24.86%。

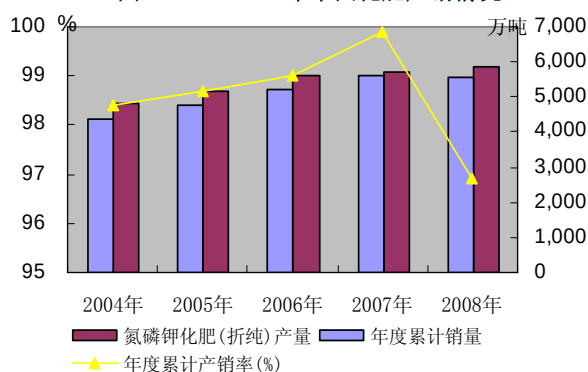
## 行业分析

### 化肥行业

中国的农业是生物密集型农业，对化肥的依赖程度很高，目前每年化肥施用量（折纯）超过 4,300 万吨，占全球化肥使用量的 1/3 左右，居世界第一。2007 年以来，农产品价格的上扬使农民对农业生产投入的积极性有所提高。作为一个拥有 9 亿农民的农业大国，在农产品价格上涨和政策性扶持农业的宏观环境中，全国用肥量持续增长。消费量最大的尿素，目前的年需求量约 5,000 万吨。

供给方面，据 2008 年统计公报数据显示，中国 2008 年化肥产量（折纯）达到 6,012.7 万吨，是世界最大的化肥生产国。其中尿素的产能在近两年增长较快，预计 2009 年末的产能将达到 6,200 万吨左右，产能过剩超过 1,000 万吨。在国内市场需求保持稳定或小幅增长的情况下，国内尿素出口量的多少，将影响全行业的供需形势和产能利用率，并将进一步决定国内尿素产商的盈利状况。

图1：2004~2008年中国化肥产销情况



资料来源：Wind 资讯

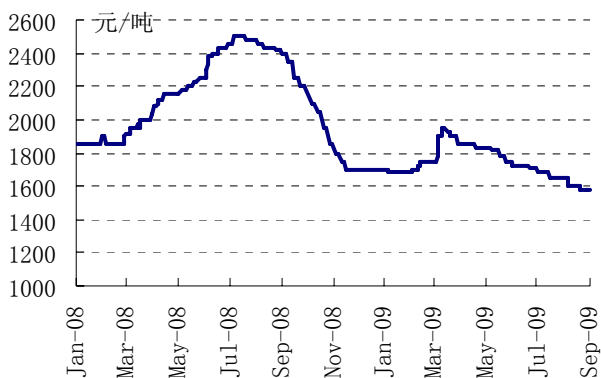
在 2008 年 8 月之前，主要原材料煤炭和天然气价格持续上涨，使尿素的生产成本大幅上升。上游成本的增加影响了尿素生产企业开工率；另一方面，2008 年上半年化肥销售旺季也使市场对尿素的需求量增加。在成本推动和市场需求拉动的双重作用下，2007 年下半年以来，尿素价格持续上涨，由 2007 年 10 月的约 1,800 元/吨上升至 2008 年 7、8 月间的约 2,300 元/吨。

2008 年上半年国际市场尿素价格快速上涨，拉

动了国内尿素出口的大幅增加，其中 1~6 月尿素出口 378 万吨，同比增长 206.9%，为了抑制国内部分化肥产品出口增长过快局面，确保国内化肥市场的供应和价格稳定，中国在 2008 年 10 月之前对化肥产品实行高出口关税政策，其中氮肥及合成氨的出口关税最高达 185%，高出口关税明显抑制了国内尿素出口，国产尿素的出口在 2008 年下半年急剧下降。

在 2008 年 8 月达到价格高点以后，随着国际能源价格的回落，国际市场化肥需求观望气氛渐浓，同时国内销售淡季的来临，使产能过剩压力凸现，加之国家的高关税政策抑制了出口，国内的化肥价格快速回落。11 月中旬，山东、河北等地的尿素，出厂价已出现低于 1,550 元/吨的低价。成本压力下尿素企业开工率显著下降。根据 wind 资讯的统计，2008 年，全国共生产尿素 2,591 万吨（折纯），增速为 4.24%，远低于去年同期 11.34% 的增速。进入 2009 年，受春季用肥需求的带动，尿素的价格在 3 月一度有所上扬，但很快重新走弱，至 2009 年 10 月已跌至 1,500~1,550 元/吨，多数尿素生产企业仍面临着较大的经营困难。

图2：2008年1月以来尿素价格走势



资料来源：化工在线

2008 年 11 月 13 日，为缓解当时化肥价格过快下跌给化肥生产企业带来的经营压力，中国调整了化肥产品的出口关税和征税方法。根据下调后的税率，尿素产品在淡季出口关税在不低于 2,300 元/吨基准价的情况下最低可至 10%。2009 年 7 月，中国再次调整化肥关税政策，尿素的淡季期间延长了一个月。尽管目前国际市场尿素价格较低，国内尿素

出口并不具有明显的价格优势，但高关税的取消，仍然给国内过剩的尿素出口提供了可能，一部分尿素转向国际市场，将可以缓解国内市场的过剩压力。

2009 年 1 月，抓住化肥价格处于周期性低谷的契机，中国推进了化肥价格改革，取消实施多年的化肥限价政策，建立以市场为主导的化肥价格形成机制。根据 2009 年 1 月 24 日发改委和财政部的通知，自 2009 年 1 月 25 日起，将国产化肥的出厂价格，除钾肥外的进口化肥港口交货价格由政府指导价改为市场调节价；化肥批发、零售价格继续实行市场调节价。在行业产能总体过剩的情况下，限价政策的取消并不会构成化肥价格的大幅上涨。但长期来看，市场化定价机制的形成，将解除化肥行业发展的体制性束缚。随着行业整合的深入和过剩产能的消化，具有技术、规模优势的化肥企业将逐步体现出其竞争实力，从而有利于整个行业的健康发展。为保农支农，通知中还明确了对化肥行业的一系列优惠政策。化肥生产用电、用气和铁路运输实行的价格优惠以及对化肥生产、流通环节实行的税收优惠政策得以保留。同时，通知还要求采取进出口调节、储备调控等综合措施保持化肥市场稳定，完善农资综合补贴调整机制，加强化肥市场价格监测和监督检查。优惠政策将有助于缓解化肥企业的成本压力，气头尿素企业受益尤其明显；而政策性调控措施也将使化肥行业避免重复 2008 年的大起大落，保证化肥行业支农作用的发挥。

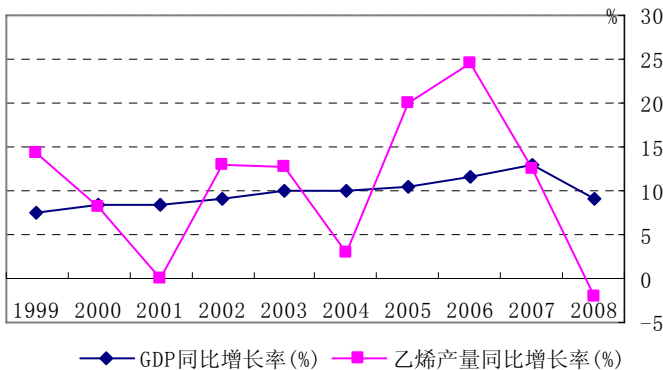
作为产能总体过剩的化肥生产大国，中国化肥行业存在结构性问题，化肥生产企业超过 2,000 家，小化肥企业占到总企业数的 70% 以上。目前国内氮肥生产企业中，年产 30 万吨合成氨以上的大型企业不足 40 家，企业规模普遍偏小，产业集中度低，竞争能力差距较大。在行业重组和整合的大环境下，行业竞争加速优胜劣汰，大中型化肥企业将面临良好的发展机遇。当化肥价格逐步放开走向市场化的时候，一些规模较小、成本较高的企业面临较大冲击，而具有规模优势、靠近资源、技术先进、能耗低的企业将有明显优势。



## 乙烯行业

乙烯是石油化学工业重要的基础原料之一。乙烯工业是以石油为原料，生产三大合成材料及各种有机化工产品的基础原材料工业，产品广泛应用于国民经济、人民生活、国防科技等各个领域。上世纪 90 年代以来，中国乙烯消费处于快速增长时期，消费量年均增长速度达到 16.1%，同期 GDP 年均增长 9.3%，弹性系数 1.7。经过近几年的快速扩张，中国的乙烯产能不断上升。2008 年，随着美国金融危机向实体经济蔓延，世界经济增长的势头放缓，中国经济在下半年也出现放缓，从 2008 年开始中国乙烯产量出现萎缩。但作为基础化工产品，乙烯的需求量仍有一定量的保障，预计今后几年，中国乙烯当量需求的年均增长速度为 4%~5%，2010 年中国的乙烯生产能力将超过 1,300 万吨，乙烯当量需求量将在 2,000 万吨以上。中国社会科学院发布的 2009 年《经济蓝皮书》，预测 2009 年中国 GDP 增长率虽然可能将有所回落，但仍有望保持 9% 以上。2009 年，中国经济增长形势的好转将有利于乙烯需求的增长和价格走出低谷。

图 3：GDP 与乙烯产量同比增长率(%)比较



资料来源：Wind 资讯

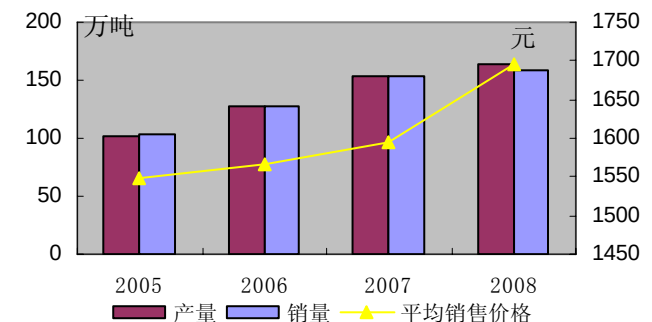
中国乙烯行业高度集中，具有较高的行业壁垒，乙烯装置主要集中在中石化和中石油大集团公司内。由于面临来自中东具有成本优势的乙烯的竞争，今后几年，国内的乙烯企业之间竞争将更加激烈，小乙烯（20 万吨/年以下）生存更加艰难，具有规模优势的乙烯企业将更具竞争力。

## 业务运营

## 化肥业务

辽通化工目前主营业务为尿素的生产销售，2008 年尿素的销售收入占公司营业总收入的 73.21%。目前，公司拥有三家化肥生产实体，分别是辽宁省的辽河化肥厂、锦西天然气化工有限责任公司（以下简称“锦天化”）和新疆的新疆阿克苏华锦公司（以下简称“新疆化肥”）。2008 年，公司尿素产量共计 164.39 万吨，销售 158.39 万吨。2005 至 2008 年，公司化肥产销量逐年上升，除少数产品留作季节性储备库存外，基本保持产销比 100%；而尿素产品的价格逐年上升也推动公司的主营业务收入稳步增加。2008 年公司营业收入达到 36.69 亿元，与 2007 年相比增长 9.45%，其中尿素产品实现收入 26.86 亿元，同比增长 11.25%。

图 4：辽通化工 2005~2008 年尿素产销和价格变化



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司生产规模较大，能耗水平较低。辽河化肥厂拥有 30 万吨合成氨/年、48 万吨尿素/年的生产规模。辽河化肥厂建于 20 世纪 70 年代，经过多次技术改造升级后，合成氨平均综合能耗为 38.9GJ/t，尿素耗氨平均为 578.9kg/t，处于国内中等水平。通过推迟大修、优化工艺、补充乙烯甲烷气等措施，辽河化肥厂克服了气源供给不足的困难，合成氨、尿素 2008 年全年有效运转 357 天，生产尿素 48 万吨，达到“十一五”以来的最好水平。2009 年一季度，在天然气供应不足的情况下，生产尿素 10.6 万吨。锦天化建成于 20 世纪 90 年代，拥有 30 万吨合成氨/年、52 万吨尿素/年的生产规模。合成氨平均综合能耗为 32.79GJ/t，尿素耗氨平均为 576.4kg/t。通过压缩大修时间、争取供气指标、提高生产负荷，锦天化的尿素装置 2008 年有效运转比 2007 年增加

12 天，产量达到 59.2 万吨的历史最高纪录。2009 年一季度生产尿素 14.2 万吨。新疆化肥是公司 2004 年以 1.90 亿元从华锦集团购得，经过投资建设后于 2006 年 2 月投产。新疆化肥拥有 30 万吨合成氨/年、52 万吨尿素/年的生产规模。建成后，新疆化肥的生产效率不断提高，能耗逐渐降低，尿素耗氨由 2007 年的 602 GJ/t 降到 2008 年的 582GJ/t，合成氨、尿素装置有效运转分别达到 339.44 天和 336.61 天，全年生产尿素 57 万吨。2009 年上半年，公司共生产尿素 77.05 万吨。

表 1：公司生产规模及实际产量对比

|       | 生产规模<br>(万吨/年) | 2007<br>(万吨) | 2008<br>(万吨) | 增长率%  |
|-------|----------------|--------------|--------------|-------|
| 辽河化肥厂 | 48.00          | 46.60        | 48.00        | 3.00  |
| 锦天化   | 52.00          | 57.20        | 59.20        | 3.50  |
| 新疆化肥  | 52.00          | 50.60        | 57.00        | 12.65 |

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司的三大化肥厂均处在油气资源丰富的区域，区位优势明显。辽河化肥厂地处天然气资源丰富的辽河油田地区，锦天化邻近渤海，是中国海洋油气资源最为丰富的地区之一；新疆化肥厂也得益于新疆地区丰富的天然气资源。公司的主要原材料天然气的供应受政策调控。天然气属于中央定价商品，实施分行业分档定价的政策，国家对于气头尿素行业一直执行较为优惠的价格政策。2005 年底，国家发改委下发了《关于改革天然气出厂价格形成机制及近期适当提高天然气出场价格的通知》，按现有国家宏观经济环境及国内、外能源供应形势估计，国内天然气价格在未来几年呈上升趋势。另外，天然气的使用量目前也属于计划供给，供气方与政府主管部门每年通过计划分配方式将供气指标下达用户。受供需矛盾的影响，全国大部分气头尿素生产企业均面临着不同程度的气源不足情况，体现为较长时间的停车检修，辽河化肥厂在公司三大生产基地中受影响最大。2009 年 1 月，发改委和财政部相关文件通知明确了化肥生产用气继续实行优惠政策，在保增长、支农业的政策背景下，我们预计公司的天然气原料在远期价格上调的可能性较大，而近期仍将保持价格稳定、供应偏紧的局面。

销售方面。公司所在的辽宁及周边地区、南疆地区是中国重要的农业产区，是公司产品的主要销售市场，公司在区域市场拥有较高的市场占有率。2009 年 1 月，化肥出厂限价取消后，公司在辽宁和南疆地区的尿素出厂价都有不同程度的上升，但尿素市场整体需求仍然低迷，价格在短期反弹后再次下滑，预计未来公司的盈利能力将会因为市场情况的变化而有所波动。

除尿素业务外，公司现有一套 5 万吨/年 ABS、配套 2.5 万吨/年丁二烯装置，由于主要原材料基本为外购，生产成本居高不下，盈利能力较低，目前，随着盘锦乙烯有限责任公司破产，公司 ABS 产品所需原料中断，处于停车整修状态。

在 2008 年化肥行业大幅波动的情况下，公司的尿素业务凭借其自身的规模、成本、市场等方面的优势，保持了稳定增长。作为重要的支农产业，尿素行业具有较好的稳定性，因此，我们预计，未来几年，公司的主营尿素业务仍将保持稳定发展的态势。

## 在建项目

目前，公司主要在建项目为“45 万吨乙烯和配套原料工程项目”。该项目原定由华锦集团和辽通化工共同组建项目公司、由辽通化工绝对控股的方式实施，2008 年 5 月，公司以 4.60 亿元从华锦集团购入该项目，并继续投资建设。

表 2：在建石化项目主要产品产能

| 产品     | 产能（万吨/年） |
|--------|----------|
| 乙烯裂解料  | 176.74   |
| 柴油     | 182.07   |
| 商品液化气  | 12.65    |
| 聚合级乙烯  | 15.00    |
| 高密度聚乙烯 | 29.11    |
| 聚丙烯    | 22.51    |
| 苯乙烯    | 10.43    |

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

按项目规划，45 万吨乙烯的配套原料工程为 400 万吨炼油项目。该项目每年可生产 176.74 万吨石脑油等裂解原料、182.07 万吨柴油、12.65 万吨

商品液化气、以及重整生成油、石油焦等产品，其中，乙烯裂解料中，约 130 万吨将配套供应 45 万吨/年乙烯项目，其余部分供应华锦集团下属盘锦乙烯 18 万吨/年乙烯项目。公司的乙烯项目年生产乙烯 45 万吨，其中约 30 万吨为高密度聚乙烯产品，其他产品包括低密度聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯、甲苯、二甲苯、裂解燃料油等。

目前对该项目产品的销售规划中，聚乙烯和聚丙烯产品主要以东北、华北、华东市场为主。苯乙烯产品中，部分用于生产 ABS 产品，其余部分在市场销售。苯和甲苯等产品，则主要供给兵器集团下属企业生产火药、炸药和 TDI 产品，其余部分在市场销售。

石化项目得到公司实际控制人兵器集团的有力支持。兵器集团旗下的振华石油控股有限公司（以下简称“振华石油”）在海外拥有约 100 万吨/年的原油产量和约 350 万吨/年的贸易原油。该项目所需主要原料为俄罗斯的乌拉尔原油。2008 年 11 月，公司和振华石油在原 2007 年 6 月签订的《关于原油供应的战略合作框架协议》基础上，签订了《原油供销协议》，对用油地址、种类、性质、用油量、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、配额油资源及其和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石化项目的原油供应，并约定供应价格参考北海布伦特原油价格，原则上不高于国际原油市场到岸价。

2007 年末，公司成功完成了定向增发，净募集资金 37.13 亿元，同时，增加了向银行的借款融资，用于石化项目建设。根据公司公告，截止 2009 年 9 月 30 日，该项目进展顺利，其中：乙烯项目各装置已全部机械竣工，目前正在进行三剂添加、工艺处理、三查四定等工作，预计 10 月末进行联动试运转。乙烯原料工程各装置已全部机械竣工，目前正在进行三剂添加、工艺处理、三查四定等工作，预计 11 月份进行投料试车。

石化项目投产后，公司的主业将明显的扩展，由单纯的化肥产销企业发展成为综合石化类企业。公司的主业将更深程度地受到原油价格走势的影

响，乙烯等石油炼化产品的波动也对公司业绩的稳定性构成影响。但石化项目有效地整合了华锦集团和兵器集团的石化业务资产，使公司形成了以天然气为原料的化肥产业链和以石油为原料，石脑油、乙烯等一系列石化产品产业链，有助于分散公司主营业务较为单一的风险，更加有效地利用兵器集团的资源。

## 竞争实力

化肥属于区域性市场，优势企业的地区垄断程度较高，中国东北地区尿素需求较大而尿素生产厂家相对较少，地区性供给紧张的情况明显。最近几年，辽通化工在其所处的辽宁地区始终占有 90% 以上的市场份额，其“华锦”牌尿素在辽宁省的品牌忠诚度高，产销率 100%，公司在辽宁地区具有明显的竞争优势。公司的新疆化肥厂位于新疆南疆地区。新疆市场厂商较多，但是由于地理因素导致的运输成本的问题（天山山脉阻断了南北疆市场），使得南北疆市场相对独立。公司主要目标市场在南疆地区，目前在该地区市场占有率超过 50%。

由于在辽宁和南疆地区的化肥行业支柱地位，除享受化肥企业的税收优惠外，公司还享受一些地方性税收优惠政策。根据《财政部、国家税务总局关于暂免尿素产品增值税的通知》（财税[2005]87）的有关规定，自 2005 年 7 月 1 日起，公司生产销售的尿素产品暂免征收增值税；2008 年 5 月 22 日根据《财政部国家税务总局关于贯彻落实国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策有关问题的通知》（财税[2008]21 号）免征阿克苏华锦公司 2009 至 2010 年度企业所得税；并经阿克苏地区地方税务局地税函[2006]19 号文批复，免征阿克苏华锦公司 2006 年至 2010 年房产税、车船使用税及建设期内的土地使用税。

2006 年，兵器集团通过收购辽通第一大股东华锦集团 60% 的股份，间接控股辽通化工，成为公司的实际控制人。兵器集团主营业务涉及军品、民品和战略资源三大板块，其中民品主要是重型装备与汽车、特种化工与石油和光电等三大产业领域，战略资源主要是由于对外军贸的溢出效应，根据国家对于世界性资源的战略性考虑，与部分友好国家开展



了获取战略资源的一些活动，如对油田、矿山的获得。兵器集团在海外拥有较大的原油储备，而兵器集团所从事的特种化工产品，需要乙烯等原料，因此收购辽通化工将使兵器集团打通了整个产业链。相应地，兵器集团的丰富资源，也将为辽通化工的发展提供有力支持。除石化项目中在油源方面的支持外，石化产品的销售方面，由于公司生产的乙烯、聚乙烯等产品是兵器集团从事特种化工产品的重要原料，因此公司的部分产能得到兵器集团的消化，销售压力减小，营业收入可以得到部分保证。此外，在资金方面，兵器集团也提供了融资支持，2008年8月，兵器集团为减轻公司新项目上的资金压力，通过下属兵器财务有限责任公司贷款29亿元人民币，期限为7年。兵器集团在资金上的支持有助于拓宽公司的融资渠道。

## 战略规划

根据公司战略规划，辽通化工未来将依托东北老工业基地改造的政策环境和辽宁省和新疆自治区丰富的天然气资源，并利用兵器集团的资源、资金，充分发挥公司规模优势，巩固公司现有化肥基地的战略地位，形成以天然气为原料的化肥产业链和以石油为原料，石脑油、乙烯等一系列石化产品产业链。公司计划到2010年，原油加工量达到500万吨，化肥产量200万吨以上，乙烯产量45万吨。未来几年内，在完成石化项目的基础上，公司还将完成40万吨/年大颗粒缓释尿素、接枝ABS胶粉、超高分子量聚乙烯纤维的产业化、MUSP肥中试和设计、脲酶抑制剂放大实验、包裹造粒技术等项目，进一步增强公司竞争力。

## 公司管理

### 法人治理结构

公司在深圳证券交易所上市，经多年的发展，公司已经建立了比较完善的法人治理机构和组织体系。公司按《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等相关法律法规的规定，制定了《公司章程》、《总经理工作细则》、股东大会、董事会和监事会议事制度，公司的法人治理结构较为完善。

## 经营管理

公司制订的《公司章程》形成了比较完善的决策机制和程序，涵盖财务、内审、生产、人力资源等一系列规章制度，包括资金管理办法、采购与付款内控制度、内部审计工作手册、突发事件应急管理预案、部门职责与岗位规范等，保证了公司生产经营的顺利进行。

根据实际生产需要，公司建立了生产管理体系，针对各机构及生产控制制定了《维修工上岗巡检制度》、《备机抢修不过夜制度》、《生产操作人员上岗巡检制度》、《生产交接班制度》、《润滑油管理制度》，并在实践过程中予以持续改进，确保系统的先进性和有效性。

总体来看，公司现有的管理制度较为规范和完善，公司通过各职能部门的协作控制了其业务运营中的关键风险点，有效地保证了生产经营。

## 环保治理

作为大型化工企业，公司一直对安全环保非常重视。公司通过了ISO14000环境管理体系认证，并按要求制定了一系列环境保护管理制度，包括对废水、废气、固体污染物、噪音等污染的处理。另外，公司做到了项目建设和环保工作的同时设计、同时施工、同时投产，严格遵守了国家和地方环保的法律、法规，符合国家环保要求。

## 财务实力

本报告关于公司财务实力的分析若无特别说明均基于公司2006~2008年经深圳鹏城会计师事务所审计的无保留意见财务报告以及2009年三季度未经审计财务报表。

## 资本结构

2006~2008年，公司的总资产规模呈跨越式增长态势，2008年末公司的总资产为167.63亿元，较2006年末增长2.74倍。从资本结构来看，2007和2008两年公司的资产增长缘于不同的原因。

2007年公司资产的增长主要来自于当年定向增发成功带来的所有者权益大幅增长。2007年公司



总资产增加 44.99 亿元，其中权益总额增加 38.67 亿元，当年 12 月公司定向增发净募集资金 37.13 亿元，而总债务只增加了 5.75 亿元。资产负债率和总资本化比率则相应大幅降低，2007 年末分别同比降低 22.86 个百分点和 21.99 个百分点。2008 年公司总资产增加 77.83 亿元，总债务增加 71.33 亿元，为在建石化项目举债融资是公司 2008 年资产增长的主要原因，当年末公司的资产负债率和总资本化比率分别上升至 64.08% 和 62.15%。2009 年 9 月底，公司资本结构的变化延续了 2008 年的趋势，债务和资产持续增长，资产负债率和总资本化比率分别为 66.62% 和 65.83%。

**表 3：2006~2009 年 9 月末公司资本结构**

|             | 2006  | 2007  | 2008   | 2009.9 |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 总资产（亿元）     | 44.81 | 89.80 | 167.63 | 187.47 |
| 所有者权益（亿元）   | 18.07 | 56.74 | 60.21  | 62.58  |
| 总债务（亿元）     | 21.79 | 27.54 | 98.87  | 120.58 |
| 长期债务（亿元）    | 9.75  | 6.17  | 77.71  | 85.77  |
| 资产负债率（%）    | 59.67 | 36.81 | 64.08  | 66.62  |
| 总资本化比率（%）   | 54.67 | 32.68 | 62.15  | 65.83  |
| 短期债务/总债务（X） | 55.25 | 77.61 | 21.40  | 28.87  |

资料来源：公司定期报告

与氮肥类上市公司比较，公司负债比率高于行业平均水平。而业内几家具有较强竞争力的上市公司负债比率普遍较高，说明了业内领先公司积极新建项目、扩大自身规模优势是目前行业的普遍现象。

**表 4：2008 年末氮肥类上市公司资本结构**

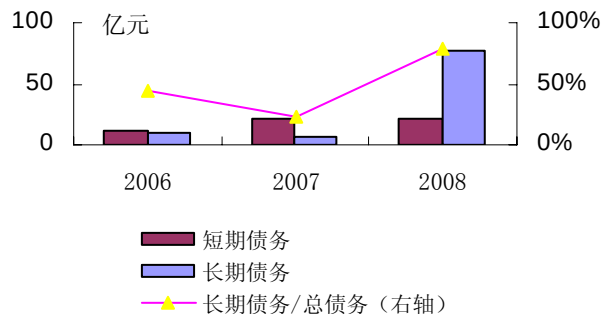
|      | 资产负债率(%) | 总资本化比率(%) |
|------|----------|-----------|
| 辽通化工 | 64.08    | 62.15     |
| 湖北宜化 | 72.27    | 61.08     |
| 泸天化  | 52.88    | 46.50     |
| 云天化  | 69.24    | 65.37     |
| 华鲁恒升 | 54.30    | 49.66     |
| 行业平均 | 56.06    | 47.81     |

资料来源：wind 资讯；申万行业分类氮肥类 17 家上市公司。

从债务结构上看，公司 2008 年债务的增长主要为长期债务，2008 年末长期债务占总债务的比重达 78.60%，这与在建石化项目资金需求期限较长的

情况相匹配。2009 年前三季度，公司增加的债务也主要为长期债务，9 月末长期债务占总债务的比重为 71.13%。

**图 5：2006~2008 年末公司债务结构**



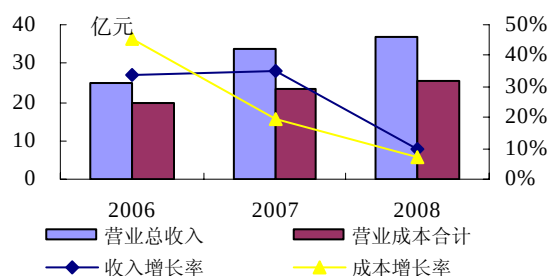
资料来源：公司定期报告

由于在建项目带来较大的融资需求，目前公司的资本结构中负债比率较高。预计未来两年公司仍将保持较高的负债比例，石化项目建成投产后，随着石化产品和尿素产品销售现金的回流，公司的负债比例有望下降。

## 盈利能力

2006~2008 年，公司分别实现主营业务收入（营业总收入）24.80 亿元、33.52 亿元和 36.69 亿元，呈逐年增长态势。2007 年公司营业收入增长超过 30%，其中主营产品尿素在 2007 年实现量价齐升，尿素销售收入同比增长 20.96%；另外，公司在新增 ABS 工程塑料产品，实现销售收入 3.76 亿元，也提升了公司的收入规模。2008 年公司营业收入同比增长 9.46%，各主要产品均实现稳定增长，其中，尿素的产量和销售价格均有所提高，当年实现销售收入 26.86 亿元，同比增长 11.25%，是公司收入增长的主要动力。2009 年前三季度，公司实现营业总收入 21.78 亿元，比去年同期下降 24.86%，ABS 装置停产、尿素价格下跌、以及公司部分装置在三季度停产大修导致产量下降，是今年公司收入减少的主要原因。

图 6：2006~2008 年公司收入成本变化



资料来源：公司定期报告

与收入增长相对应，公司 2006~2008 年的成本总额也持续增长，但增速不断下降。其中，主业尿素产品的销售价格不断提高，同时公司的生产装置运转有效、能耗不断降低，因此尿素业务近三年毛利率分别为 25.15%、36.18% 和 39.21%，是带动公司毛利率不断提高的主要原因。2008 年，公司实现三费前利润 11.34 亿元，连续三年增长。2009 年前三季度，公司毛利率回升至 34.84%。公司前三季度实现三费前利润 7.57 亿元，比去年同期减少 1.36 亿元，除了尿素量价下跌和 ABS 业务的停产整修是公司主业利润同比下降的主要原因。

表 5：2006~2008 年公司盈利能力指标

|            | 2006  | 2007  | 2008  |
|------------|-------|-------|-------|
| 主营业务利润（亿元） | 5.02  | 9.89  | 11.34 |
| 毛利率（%）     | 20.46 | 29.73 | 31.08 |
| 三费收入比（%）   | 14.79 | 19.28 | 16.71 |
| 总资产收益率（%）  | 5.85  | 5.02  | 4.87  |

注：2007 和 2008 年为三费前利润。

费用方面，财务费用的变化较为明显。2007 年公司债务总额增长，同期贷款利率升高，公司的利息支出增加，是公司三费收入比上升的主要原因；而 2008 年尽管公司的债务增长导致利息支出增加，但部分利息支出资本化，当年公司增发募集资金带来利息收入增长，同时外币贷款也带来近 3,000 万的汇兑收益，这些因素使公司的财务费用和三费总额都有所降低，2008 年的三费收入比降至 16.71%。

表 6：2008 年末氮肥类上市公司盈利能力

|      | 毛利率(%) | 净资产收益率(%) |
|------|--------|-----------|
| 辽通化工 | 31.08  | 6.39      |

|      |       |       |
|------|-------|-------|
| 湖北宜化 | 17.09 | 13.41 |
| 泸天化  | 17.65 | 12.41 |
| 云天化  | 23.02 | 17.89 |
| 华鲁恒升 | 22.11 | 15.81 |
| 行业平均 | 19.05 | 8.23  |

资料来源：wind 资讯；申万行业分类氮肥类 17 家上市公司行业。

与同行业上市公司相比，公司的毛利率处于行业领先水平，这主要由于公司作为大型气头尿素企业所具有的成本和规模优势。净资产收益率较低，则是因为辽通化工在 2007 年定向增发后净资产规模显著扩大，扣除增发募集资金模拟计算，公司在 2008 年末的净资产收益率为 16.68%，处于行业较好水平。

总体来看，公司的尿素主业具有较强的盈利能力，且近年来保持稳定增长。尽管 2008 年下半年以来受到全球性经济危机影响，尿素市场需求一度走弱，价格阶段性下跌，但尿素作为主要的化肥品种，有较为稳定的市场需求。公司是大规模气头尿素企业，规模和成本优势将保证公司的尿素业务在未来继续享有稳定的盈利能力。而目前在建的 45 万吨/年乙烯及配套原料工程项目建成后的运营状况，将很大程度上影响公司未来整体的盈利能力。对于该项目未来盈利前景的判断，我们认为，主要产品乙烯裂解料目前国内供给不足，未来一段时期应有较好的盈利能力；另一主要产品柴油作为主要的能源消费品，国家理顺能源机制的导向将促使柴油生产的盈利能力保持稳定。石化项目的投产，可能给公司未来的总体盈利能力带来更大的弹性，同时也将增大公司的盈利规模。

## 偿债能力

公司的经营活动净现金流和 EBITDA 金额都随公司的收入和利润而逐渐增长。从 EBITDA 的构成可以看出近三年 EBITDA 增长的推动力所在，利润总额、折旧和利息支出是 EBITDA 的主要构成部分，其中，利润总额对 EBITDA 的贡献力度最大。公司主业盈利和收现能力的稳定保证了经营活动净现金流和 EBITDA 的持续增长。

由于主业规模扩大和在建石化项目资金需求

较大，公司的债务总额不断增长，利息支出金额则随债务规模的扩大和融资利率的上升而增加。

偿债指标方面，2008 年公司债务总额的快速增长，使总债务/EBITDA 由 2007 年末的 4.42 倍提高至 10.86 倍；经营活动净现金对总债务的保障倍数下降至 0.08。利息支出金额的增加，也使 EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的覆盖倍数显著降低。公司在建石化项目的巨额融资，给公司带来了较大的偿债压力。2009 年前三季度，公司经营活动净现金流为 1.67 亿元，较上年同期大幅下降 75.30%，主要由于尿素量价下跌导致销售现金流入减少，以及石化项目试车期间公司采购原油所致；同时，公司债务随着对在建项目的投入而不断增加，因此经营活动净现金对债务的保护能力有所下降。

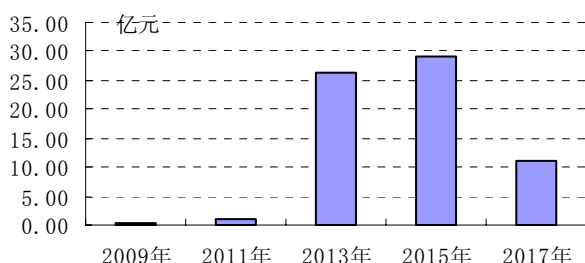
表 7：2006~2008 年公司偿债能力指标

|                | 2006 | 2007 | 2008  |
|----------------|------|------|-------|
| 经营活动净现金(亿元)    | 2.90 | 5.17 | 8.19  |
| EBITDA(亿元)     | 4.96 | 6.23 | 9.10  |
| 总债务/EBITDA(X)  | 4.39 | 4.42 | 10.86 |
| 经营净现金/总债务(X)   | 0.13 | 0.19 | 0.08  |
| EBITDA 利息倍数(X) | 3.86 | 4.36 | 1.95  |
| 经营净现金利息倍数(X)   | 2.25 | 3.62 | 1.75  |

资料来源：公司定期报告

从公司债务分布看，为石化项目融资，公司以长期债务为主，2013 年和 2015 年是公司的偿债高峰期，短期内偿债压力较小。

图 7：公司长期债务分布



资料来源：公司定期报告

公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2009 年 9 月底，公司在各银行授信总额 205.13 亿元，未使用额度约 72.29 亿元，同时考虑到兵器集团可能对公司给予的融资支持，我们认为公司的财

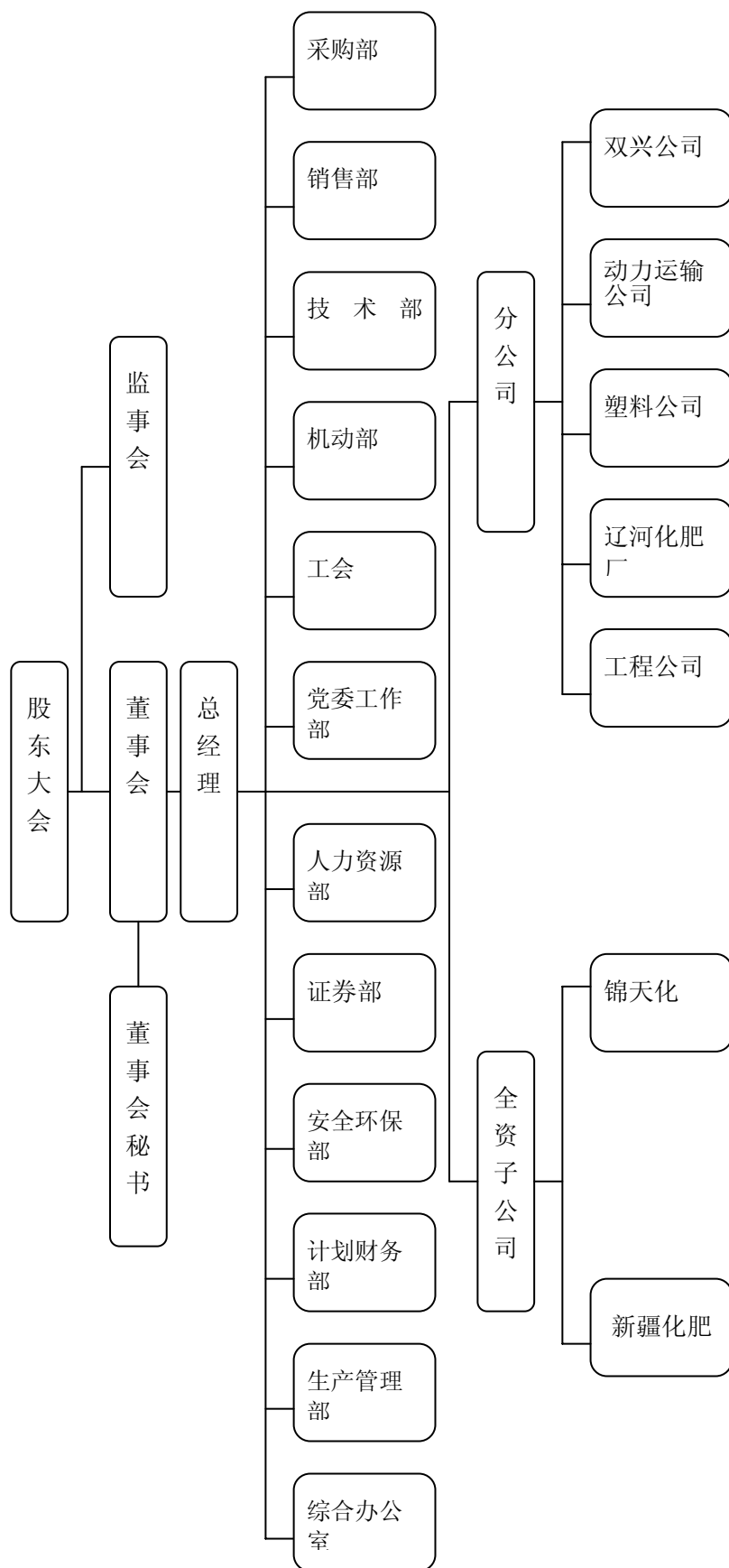
务弹性较好，能够保障公司整体的偿债能力。截至 2009 年 9 月底，公司未对控股子公司和其他单位提供担保。

综合以上因素，我们认为公司整体偿债能力很强。

## 评级展望

基于对未来一定时期中国化工市场供需形势和国家化工行业政策趋势的判断，我们认为化肥和石化行业长期来看仍具有良好的发展前景。从辽通化工自身来看，公司的尿素业务在辽宁省和新疆南疆地区的区位优势明显，市场占有率高，公司保持了在行业内领先的盈利能力和现金获取能力；另一方面，天然气供应的紧张和价格的上涨预期一定程度上影响了公司的尿素生产。公司在建石化项目在最近几年内给公司带来了较大的资金压力，投产后的运营状况将显著影响公司的盈利能力。综合来看，我们认为辽通化工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



资料来源：2008年公司财务报告



## 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)             | 2006       | 2007        | 2008         | 2009.9       |
|-------------------------|------------|-------------|--------------|--------------|
| 货币资金                    | 43,486.44  | 464,144.59  | 458,731.32   | 132,451.15   |
| 短期投资(交易性金融资产)           | 0.00       | 0.00        | 0.00         | 0.00         |
| 应收账款净额                  | 1,733.96   | 2,846.64    | 245.75       | 2,371.07     |
| 存货净额                    | 24,525.18  | 29,121.86   | 31,377.38    | 170,652.52   |
| 其他应收款                   | 907.27     | 699.31      | 2,846.54     | 4,802.15     |
| 长期投资                    | 500.00     | 500.00      | 500.00       | 500.00       |
| 固定资产(合计)                | 365,329.94 | 385,339.04  | 705,900.52   | 1,066,373.96 |
| 总资产                     | 448,066.11 | 897,970.69  | 1,676,282.61 | 1,874,652.38 |
| 其他应付款                   | 3,824.36   | 4,039.46    | 25,775.74    | 115,519.85   |
| 短期债务                    | 120,410.00 | 213,760.00  | 211,576.42   | 348,155.25   |
| 长期债务                    | 97,516.74  | 61,666.43   | 777,085.74   | 857,690.55   |
| 总债务                     | 217,926.74 | 275,426.43  | 988,662.16   | 1,205,845.80 |
| 净债务                     | 174,440.29 | -188,718.17 | 529,930.84   | 1,073,394.65 |
| 总负债                     | 267,354.90 | 330,555.84  | 1,074,149.54 | 1,248,843.47 |
| 财务性利息支出                 | 12,471.99  | 14,271.37   | 17,398.49    | --           |
| 资本化利息支出                 | 387.88     | 0.00        | 29,363.30    | --           |
| 所有者权益(含少数股东权益)          | 180,711.21 | 567,414.85  | 602,133.06   | 625,808.91   |
| 主营业务收入(营业总收入)           | 248,036.00 | 335,213.99  | 366,880.32   | 217,782.14   |
| 主营业务利润(三费前利润)           | 50,220.39  | 98,935.73   | 113,363.49   | 75,686.26    |
| 投资收益                    | 0.00       | 0.00        | 0.00         | 0.00         |
| EBIT                    | 25,255.91  | 45,116.34   | 62,661.12    | --           |
| EBITDA                  | 49,621.69  | 62,276.12   | 91,021.87    | --           |
| 经营活动产生现金净流量             | 28,992.79  | 51,656.56   | 81,877.93    | 16,703.23    |
| 投资活动产生现金净流量             | -15,997.35 | -16,357.85  | -479,246.82  | -373,332.17  |
| 筹资活动产生现金净流量             | -1,757.60  | 385,359.44  | 391,955.62   | 30,348.77    |
| 现金及现金等价物净增加额            | 11,237.84  | 420,658.15  | -5,413.28    | -326,280.17  |
| 资本支出                    | 15,997.35  | 8,139.91    | 454,678.03   | 353,820.70   |
| 财务指标                    | 2006       | 2007        | 2008         | 2009.9       |
| 主营业务毛利率(营业毛利率)(%)       | 20.46      | 29.73       | 31.08        | 34.84        |
| 三费收入比(%)                | 14.79      | 19.28       | 16.71        | 22.19        |
| EBITDA/主营业务收入(营业总收入)(%) | 20.01      | 18.58       | 24.81        | --           |
| 总资产收益率(%)               | 5.85       | 5.02        | 4.87         | --           |
| 流动比率(X)                 | 0.51       | 1.98        | 3.19         | 1.95         |
| 速动比率(X)                 | 0.35       | 1.87        | 3.08         | 1.51         |
| 存货周转率(X)                | 8.68       | 8.09        | 8.36         | 1.87         |
| 应收帐款周转率(X)              | 75.92      | 117.76      | 237.28       | 221.93       |
| 资产负债率(%)                | 59.67      | 36.81       | 64.08        | 66.62        |
| 总资本化比率(%)               | 54.67      | 32.68       | 62.15        | 65.83        |
| 短期债务/总债务(%)             | 55.25      | 77.61       | 21.40        | 28.87        |
| 经营活动净现金/总债务(X)          | 0.13       | 0.19        | 0.08         | 0.02         |
| 经营活动净现金/短期债务(X)         | 0.24       | 0.24        | 0.39         | 0.06         |
| 经营活动净现金/利息支出(X)         | 2.25       | 3.62        | 1.75         | --           |
| 总债务/EBITDA(X)           | 4.39       | 4.42        | 10.86        | --           |
| EBITDA/短期债务(X)          | 0.41       | 0.29        | 0.43         | --           |
| EBITDA 利息倍数(X)          | 3.86       | 4.36        | 1.95         | --           |

### 附三：基本财务指标的计算公式

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

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额 / 应收账款平均净额

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））

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

#### 附四：主体信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义                                  |
|------|-------------------------------------|
| AAA  | 受评对象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   | 受评对象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    | 受评对象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  | 受评对象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   | 受评对象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    | 受评对象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  | 受评对象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   | 受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C    | 受评对象不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。