



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪017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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年四月十五日

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（2016）

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	2012/11/09-2017/11/09		
上次评级时间	2015 年 05 月 18 日		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 负面
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

华锦股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	72.31	86.40	92.17
总资产（亿元）	284.44	307.47	299.20
总债务（亿元）	179.22	185.68	168.53
营业总收入（亿元）	415.58	360.82	309.09
营业毛利率（%）	10.17	7.18	15.89
EBITDA（亿元）	21.66	6.90	24.72
所有者权益收益率（%）	-2.22	-19.95	4.06
资产负债率（%）	74.58	71.90	69.19
总债务/EBITDA（X）	8.27	26.91	6.82
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	0.79	3.46

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

分析师

邵敏军 mjwu@ccxr.com.cn

曹梅芳 mfcao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 4 月 15 日

基本观点

2015年，北方华锦化学工业股份有限公司（以下简称“公司”或“华锦股份”）通过优化产品结构，扩大高附加值产品的业务占比，并加强生产成本控制，降低原油采购成本，使得石化板块盈利能力大幅提升，加之投资收益的流入，最终实现扭亏为盈。但是，由于市场需求疲软、大面积设备技改以及新疆化肥生产基地出让等因素的负面影响，公司各业务板块均呈现收入萎缩态势，且在当前市场需求疲软的行情下，设备改造完成后投放的产能以及新增产能尚存在较大的释放压力。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司负债率仍处于较高水平，债务期限结构不合理，短期偿债压力较大，上述因素都将对公司未来整体经营及偿债能力形成制约。

综上，中诚信证评维持华锦股份主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持“北方华锦化学工业股份有限公司2012年公司债券”信用等级为AA。

正面

- 实际控制人的支持。公司实际控制人中国兵器工业集团有限公司系由国务院直接管理的中国最大的武器装备制造企业，综合实力雄厚，能够在原油供应、产品销售、融资渠道等多方面给予公司大力支持，为公司业务发展提供有力支撑。
- 盈利好转。2015年公司通产品结构的优化以及生产成本的有效控制，使得石化板块毛利率由2014年的7.21%上升至17.35%，加之投资收益的流入，最终实现扭亏为盈，同期取得净利润3.63亿元。
- 总债务逐步下降。公司采取谨慎的财务策略，并逐步降低债务水平，使得总债务逐年下降。截至2015年末，公司总债务168.53亿元，同比减少9.23%。

关 注

- 项目投资风险仍较大。当前公司在建项目较多，总投资规模较大，其中重点项目投资预算额达 94.57 亿元，截至 2015 年末已累计投入 16.04 亿元，未来投融资压力较大。同时，中诚信证评关注到，公司内蒙古煤化工项目投资进度滞后，在当前及未来一段时间化肥市场总体产能过剩的行情下，仍面临一定的投资风险。
- 长短期债务比逐年上升，期限结构有待优化。2013~2015 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.35、3.31 和 3.64，指标呈逐年上升趋势。截至 2015 年末，公司短期债务 132.21 亿元，短期债务偿付压力较大，债务期限结构合理性有待优化。
- 盈利稳定性不足。公司化肥板块受到产品价格低位运行以及生产成本上涨等不利因素，经营持续亏损；同时石化板块后期原材料低价采购优势能否维持尚存在不确定性，中诚信证评对公司后期盈利稳定性予以关注。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

重大事项

(1) 退市风险警示

鉴于公司2013年、2014年连续两年亏损，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第13.2.1条的有关规定，公司股票自2015年4月15日起被实施退市风险警示特别处理，证券简称由“华锦股份”变更为“*ST华锦”（股票代码：000059）。

为争取撤销退市风险警示，公司加快产业结构调整，优化资源配置，强化营销管理，2015年实现扭亏为盈。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的本公司2015年度“标准无保留意见”的审计报告显示，2015年公司取得净利润36,253万元，归属于上市公司股东的净利润32,869万元。

根据《深圳证券交易所股票上市规则》13.2.10条规定，经公司第五届董事会第四十五次会议审议通过，公司于2016年3月23日向深圳证券交易所提交了关于撤销公司股票交易退市风险警示的申请。但公司股票能否撤销退市风险警示特别处理，尚需深圳证券交易所核准，中诚信证评对此予以关注。

(2) 债券暂停上市

由于公司2013年、2014年连续两年发生亏损，深圳证券交易所根据《深圳证券交易所公司债券上市规则（2012修订）》第6.3条等有关规定，于2015年4月23日对公司做出了《关于辽宁华锦通达化工股份有限公司2012年公司债券暂停上市的决定》（深证上[2015]168号）。根据该决定，公司发行的2012年公司债券（债券代码：112129，债券简称：ST华锦债）将于2015年5月5日起正式在集中竞价系统和综合协议交易平台暂停上市。

根据《深圳证券交易所公司债券上市规则》第7.2条规定，公司最近二年连续亏损的情形已消除，也不触及其他暂停上市处理的情形。经公司五届四十六次董事会审议通过，公司已于2016年3月30日向深圳证券交易所提交了恢复“12华锦债”上市交易的申请，但该事项尚需深圳证券交易所核准，中诚信证评对此予以关注。

行业关注

当前石油和化工行业产能过剩严重，企业成本高位运行，税负加重，投资疲软，行业经济运行仍不稳定，下行压力依然很大

2015年国内经济增速持续放缓，石油和化工行业基本实现了行业经济的平稳运行。2015年全国油气总产量为3.29亿吨油当量，同比增长2.1%。其中原油产量为2.15亿吨，同比增长1.7%；天然气产量为1,271.4亿立方米，同比增长2.9%。进口原油3.35亿吨，同比增长8.8%；进口天然气616.5亿立方米，同比增长3.4%。全年原油加工量为5.22亿吨，同比增长3.8%；成品油产量为3.38亿吨，同比增长6.1%。

产量总体增长。2015年，石化行业增加值同比增长7.2%，化工行业增加值同比增长9.3%，大部分行业生产实现了不同程度的增长。其中，合成材料总产量1.23亿吨，同比增长8.2%；苯产量783.1万吨，同比增长6.6%；乙烯产量1,714.5万吨，同比增长1.6%；硫酸产量8,975.5万吨，同比增长4.0%；纯碱产量2,591.7万吨，同比增长3.1%；甲醇产量4,010.5万吨，同比增长8.3%；农药产量374.1万吨，同比增长2.3%；化肥总产量7,627.3万吨，同比增长7.3%；轮胎行业受美国“双反”的影响，产量为9.25亿条，同比下降4.0%。

全行业效益总体下滑。2015年石油和化工行业的经营实现主营业务收入12.74万亿元，同比下降6.1%；利润总额为6,265.2亿元，同比下降18.3%。其中石化行业实现主营业务收入3.9万亿元，同比下降20.53%；利润总额1,615.6亿元，同比下降50.99%。化工行业实现主营业务收入8.84万亿元，同比增长1.9%；利润总额4,603.4亿元，增幅6.3%。

结构调整逐步加快。2015年，合成材料、专用化学品、精细化学品等附加值较高的行业引领增长。其中，合成材料制造业增加值增幅达11.6%，专用化学品制造增长11.1%，涂（颜）料制造业增长9.5%，增速明显高于其它行业。基础化学原料增速明显放缓，无机化学原料产量增幅只有1.9%。产品生产增长结构进一步优化。天津港“8.12”事故之后，在中央专项建设基金的引导下，城镇人口密集区高风险危险化学品生产企业搬迁改造加速，化工

生产企业进入化工园区的比例进一步提升。

能源效率继续提高。2015年，全行业重点产品能耗继续下降，行业能效明显提升。前三季度，我国吨原油加工量综合能耗下降1.0%，吨乙烯产量综合能耗下降0.1%，吨烧碱产量综合能耗下降2.0%，电石和合成氨分别下降1.1%和1.0%。石油和化工行业总能耗增长1.6%，同比回落近5个百分点，为三年来同期最低增幅。化学工业万元收入耗标煤同比下降1.1%。

目前我国石油和化工行业仍存在一系列问题：

1、产能过剩严重。炼油业和化工行业产能总体过剩，化工行业结构性过剩更为突出。近年来，去产能化虽取得了一定成效，但氯碱、化肥、轮胎、基础化学原料制造等行业过剩问题依然十分严重，企业之间竞争异常激烈。由于市场供需失衡，价格一跌再跌，一些大宗化工产品价格长期低迷。市场监测显示，2015年，PVC通用树脂市场年均价格跌幅逾12%；尿素价格在连续两年大跌后，受成本支撑，均价仅比上年略有上升；烧碱价格降幅6%；电石价格降幅12%；甲醇价格降幅更是达到20%。相关数据和调查显示，氮肥、氯碱等出现行业性亏损；无机盐、甲醇、轮胎制造等行业利润连续两年或三年下降。在产能过剩的环境下，企业经营普遍困难。

2、行业要素成本上升。2015年以来，石化企业用工成本、融资成本、物流成本、环保成本、用电成本等呈上升趋势，尽管原材料等成本下降，但仍不足以抵消总成本上升带来的压力。2015年，全行业100元主营收入成本在84.09元；全行业财务费用同比增长3.4，而同期全国规模工业财务费用增幅仅为1.1。石化行业的融资成本明显高于全国规模工业平均水平。

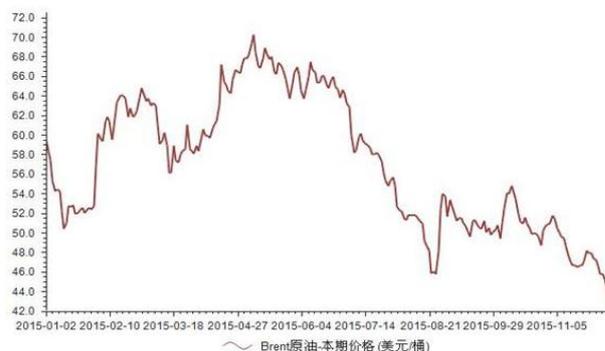
3、行业税负加重。2015年，全行业税金总额同比增长5.0%，占全国规模工业税金总额的20.7%，与全行业收入下降6.1%、利润降幅18.2%形成明显反差。其中，化工行业税金总额同比增长约5.1%，收入却增长不足2%；而同期全国规模工业税金总额增长仅3.1%。化工行业高速增长的税负使行业的再生产能力和竞争力都受到很大影响，使得相当一部分企业生产经营陷入困难。

4、安全环保压力加大。随着我国工业经济和城镇化快速发展，原有的安全和职业卫生防护距离不断缩小，另一方面，随着生活水平的提高，人民群众对环保的要求不断提高，石化行业安全环保压力随之增大，城镇化与企业之间矛盾逐渐凸显。同时，随着国家环保部门对石化行业的环保整治力度不断加大，业内企业普遍面临着较大的安全环保压力。

原油价格方面，2015年国际油价总体呈现一季度续跌、二季度大涨、下半年再创新低的走势。截至2015年12月31日，纽约WTI、布伦特原油期货价格分别为37.07美元/桶、37.60美元/桶，环比分别下降10.67%、15.52%，同比分别下降30.98%、33.43%。2016年，在世界经济温和复苏、能源结构调整持续、行业供应过剩以及高库存压力等环境下，原油价格中短期仍将维持低位运行。

图 1：2015 年 1~12 月 Brent 原油价格走势

单位：美元/桶



数据来源：前瞻网，中诚信证评整理

总体来看，2015年我国石油和化工行业生产增长结构优化，企业转型升级和产品结构调整加快，能源效率继续提高，但由于行业产能过剩严重、企业成本高位运行、税负加重、投资疲软等因素影响，当前行业经济运行仍不稳定，下行压力依然很大。

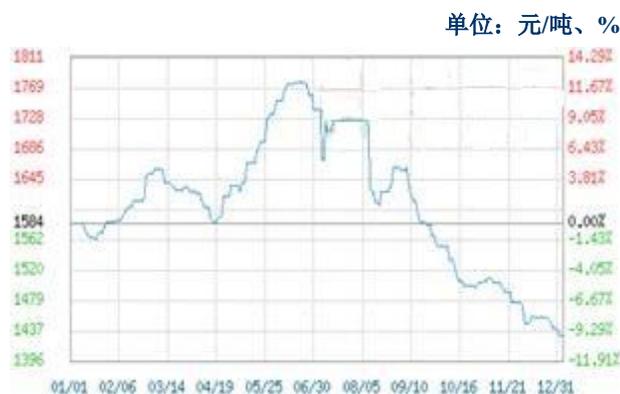
国内尿素产能过剩严重，供求矛盾突出，预期尿素价格仍将维持低位震动运行

目前国内尿素产能过剩严重，尿素产业发展极不均衡，新疆、内蒙古企业凭借优厚的资源、政策优势及较为先进的生产工艺，近年来发展迅猛；而传统生产区域如山东、华中、华北（主要指山东、山西、河南地区）则受其低价货源冲击加之自身成

本、工艺等限制，生存状况堪忧。近年来新上装置陆续投产，制约并影响现货供应，2015年全国尿素总产能约为8,300万吨左右，其中仅内蒙古自治区尿素装置产能约1,000万吨左右，其中包含在建暂未投产的项目。

2015年，国内尿素市场价格总体呈现“先扬后抑”的走势，年初厂家报价在1,584元/吨，年底厂家平均报价维持在1,430.8元/吨左右，尿素价格下跌9.29%。当前尿素产能过剩严重，市场需求持续低迷，且行业内恶性竞争加剧，尿素价格上涨缺乏支撑，预期2016年尿素价格仍将维持低位震荡运行。

图 2：2015 年尿素价格走势



数据来源：生意社，中诚信证评整理

总体来看，当前尿素产能过剩严重，供求矛盾突出，尿素价格上涨缺乏支撑，后期仍将维持低位震荡运行。

业务概况

公司主要从事石化产品、化肥类产品和精细化工产品等化工产品的产销业务，其中石化产品销售收入占2015年营业总收入的88.54%，化肥类产品和精细化工产品的业务占比分别为6.26%和2.95%。此外，公司还经营塑料制品等其他业务板块。

2015年，公司为降低固定生产成本、提升生产效率，加快了对生产设备的技改工作，同时，对于运营状况不佳的下属生产基地予以整改或出让，以此来改善自身资产质量以及提升经营效益。由于市场需求疲软、大面积设备技改以及新疆化肥生产基地出让等因素的负面影响，2015年公司各业务板块均呈现收入萎缩态势，营业总收入较2014年出现较大程度的下滑，同比下降14.34%。

表 1：2014-2015 年公司营业总收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
石化产品	314.73	7.21	273.66	17.35
化肥类产品	21.07	3.95	19.34	0.97
精细化工产品	17.69	5.68	9.12	5.87
其他	7.33	-	6.97	-
合计	360.82	7.18	309.09	15.89

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年期间设备停产改造导致石化产品产销量同步下滑，加之产品价格持续走低，收入规模大幅萎缩；但得益于生产成本的有效控制以及产品结构的优化，盈利能力有所回升

目前公司拥有炼油常减压装置、乙烯装置等多套石化生产设备，2015年期间由于部分设备停产改造，导致产品产量大幅下降。目前公司乙烯联合装置节能优化改造项目正逐步推进，部分设备已完成改造并陆续实现开车投产，截至2015年末已累计投入8,379万元，尚余投资缺口约11,646万元。此外，公司还投建了“30万吨环烷基”项目，总投资81,695万元，截至2015年末已累计投入11,583万元，尚余投资缺口约70,112万元。

从主要产品来看，2015年公司共生产油品85.64万吨，同比减少45.11%；生产聚合物54.47万吨，同比减少19.06%，主要产品产量较2014年均出现了较大幅度的下滑。同时，由于油品、聚烯烃产品价格下行，2015年公司石化板块收入规模大幅萎缩，全年实现收入273.66亿元，同比下降13.05%。

表 2：2014-2015 年公司主要石化产品产量情况

单位：万吨、%

产品	2014 年	2015 年	同比增长
柴油	119.10	65.48	-45.02
燃料油	29.40	16.03	-45.48
聚乙烯	37.40	28.81	-22.97
聚丙烯	27.90	22.68	-18.71
聚苯乙烯	2.00	2.98	49.00
石油甲苯	13.20	11.85	-10.23

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 3: 2014~2015 年公司石化板块收入构成情况

单位: 亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
原油加工及石油制品	193.76	6.70	204.93	15.09
聚烯烃类产品	94.61	4.55	55.91	24.59
芳烃类产品	26.36	20.52	12.81	21.82
合计	314.73	7.21	273.66	17.35

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面, 公司通过开发新牌号产品、生产高附加值产品带动盈利提升。近年公司陆续开发了聚丙烯K7726等多种新牌号产品, 而高附加值聚合物市场需求相对较好, 聚烯烃产品价格较为稳定, 同时公司还通过设备升级, 生产国4标准柴油、航空煤油和-35号柴油等高附加值产品, 加之原材料采购成本的有效控制, 使得2015年石化产品毛利率由2014年的7.21%上升至17.35%。

表 4: 2014~2015 年公司主要石化产品销量

单位: 万吨、元/吨

产品	2014 年		2015 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
柴油	103.20	6,390	68.14	4,637
燃料油	29.40	6,227	17.5	4,113
聚乙烯	37.60	9,736	27.14	8,067
聚丙烯	28.70	9,646	21.69	6,966
聚苯乙烯	2.10	10,668	2.77	7,963
石油甲苯	13.40	6,346	11.72	4,444

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

采购方面, 公司生产所需的原油以进口为主, 2015年原油采购量747.65万吨, 其中进口原油737.65万吨。由于国际原油价格在2015年下半年持续下挫, 使得公司原油平均采购价格下降为2,492元/吨, 同比下降47.19%, 较大程度上缓解了成本压力, 并为产品获利提供了充足的空间。

总体来看, 公司设备停产改造导致产品产量大幅减少, 加之产品价格持续走低, 石化板块收入规模大幅萎缩; 此外, 在当前市场需求疲软的行情下, 设备改造完成投放产能以及新增产能的释放仍存在较大的压力。同时, 公司通过原油低价采购优势以及产品结构优化, 使得石化板块的盈利水平得到提升, 但原油采购易受到市场价格波动的影响, 成

本优势不具备可持续性, 中诚信证评对公司石化板块后续的经营情况将保持关注。

因化肥市场需求疲软、尿素价格低位运行、辽河化肥开车率低以及新疆化肥出让等多重因素影响, 公司化肥板块运行低迷, 收入规模持续萎缩, 且经营亏损状态未有好转

公司化肥类产品包括尿素、液氨和甲醇等, 其中尿素为主导产品, 占2015年化肥板块业务收入的96.79%。公司化肥板块运营单位原为内蒙古华锦化工有限公司、锦西天然气化工有限责任公司和阿克苏华锦化肥有限责任公司三家子公司, 生产基地包括辽河化肥、锦西化肥和新疆化肥。由于新疆化肥基地长期亏损经营, 公司于2015年6月出让阿克苏华锦化肥有限责任公司(即新疆化肥基地)的全部股权, 现生产基地仅为辽河化肥和锦西化肥两处。

表 5: 2015 年公司尿产能及产量情况

单位: 万吨

公司简称	尿素年产能	尿素产量	年产能利用率
辽河化肥	50	33.40	66.8%
锦西化肥	50	58.22	116.44%
新疆化肥	80	26.89	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2015年, 因化肥市场需求疲软、尿素价格低位运行、辽河化肥开车率低以及新疆化肥出让等多重因素的影响, 公司化肥板块整体运行低迷, 全年产销量同比大幅下降。2015年公司实现尿素总产量118.51万吨, 销量127.34万吨, 产销衔接情况较好, 当年尿素销售取得收入18.72亿元, 同比下降6.86%。2015年公司化肥板块共实现收入19.34亿元, 同比下降8.20%, 收入规模持续萎缩。

表 6: 2014~2015 年公司化肥板块收入构成情况

单位: 亿元、%

业务类别	2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
尿素	20.10	4.07	18.72	1.44
液氨	0.40	-4.15	0.35	5.58
甲醇	0.57	5.69	0.27	-36.95
合计	21.07	3.95	19.34	0.97

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

由于国内尿素市场需求不旺、产能过剩等因素, 尿素价格低位运行, 2015年公司尿素的销售均

价为1,444元/吨，较2014年销售均价小幅下降3.57%。同时，在当前市场行情不佳的背景下，公司尿素销售价格上涨动力不足，预期未来销售价格仍将维持低位运行，必将加大其成本控制压力。

原材料成本方面，近年来国内工业用天然气价格总体呈上升态势，而待进入冬季后居民用气量激增和限工业用气的影响也将严重影响企业的开工率和产量。近年公司天然气使用成本呈现上升趋势，2015年天然气采购均价2.08元/立方米，较2014年上涨了0.73元/立方米，加重了成本控制压力。

此外，公司正投建内蒙古煤化工项目，计划新增尿素产能160万吨，项目总投资811,087万元，截至2015年末已累计投入35,346万元。由于当前尿素市场需求不旺，行业产能过剩严重，公司该项目投资进度滞后，后期投资计划尚不明确，中诚信证评对该项目投资风险表示关注。

总体来看，在当前化肥行业低迷的背景下，2015年公司出让了新疆化肥的全部股权，而在运营的辽河化肥开车率低，且新增扩产项目投资进度严重滞后，加之尿素价格低位运行，成本控制压力加重，化肥板块运行情况不佳，收入规模持续萎缩，且经营亏损状态未有好转迹象。

财务分析

以下分析基于公司提供的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2013~2015年度审计报告。

资本结构

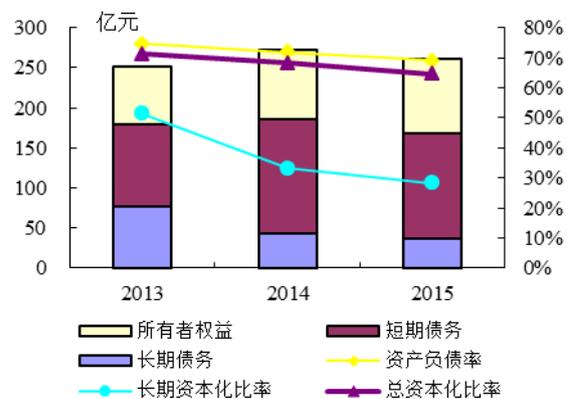
2015年公司转亏为盈，股东利润留存使得自有资本实力得到充实。截至2015年末，公司所有者权益合计92.17亿元，同比增长6.69%。

从资产规模来看，截至2015年末，公司资产总额299.20亿元，其中非流动资产合计210.98元，占资产总额的70.51%，资产以长期资产为主。当年末公司非流动资产主要包括固定资产149.62亿元、在建工程19.88亿元、无形资产16.84亿元和其他非流动资产18.71亿元，其中其他非流动资产主要系公司于2015年9月24日向振华石油控股有限公司收购2015年1月1日至2022年12月31日间振

华石油从振华海外石油资产项目所获取的收益中49%的收益权利。流动资产方面，当年末公司流动资产主要包括货币资金31.97亿元、存货32.99亿元和其他流动资产13.26亿元，其中存货主要系原材料（26.59亿元）和库存商品（11.03亿元），在当前市场需求疲软以及产品价格下行压力下，存货面临一定的滞销及跌价风险；其他流动资产主要系购买的理财产品以及增值税留抵税额。此外，公司年末应收账款和应收票据余额分别为1.17亿元和1.96亿元，销售回款较为及时，且应收对象以长期客户为主，回收风险相对可控。

从负债结构来看，截至2015年末，公司负债合计207.03亿元，其中流动负债合计168.50亿元，占负债总额的比例为81.39%，负债以流动负债为主。当年末公司流动负债主要集中于短期借款125.06亿元、应付账款18.27亿元、预收款项7.23亿元、应交税费3.80亿元、其他应付款6.18亿元和一年内到期的非流动负债7.05亿元；同期非流动负债主要包括长期借款9.46亿元和应付债券26.86亿元。

图3：2013~2015年公司资本结构分析



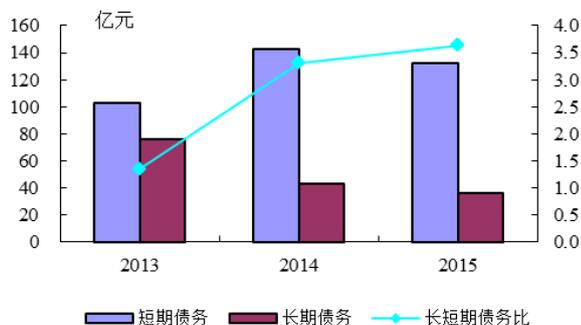
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务杠杆方面，2015年末公司资产负债率和总资本化率分别为69.19%和64.64%，较2014年末分别下降2.71和3.6个百分点，财务杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平。同时，中诚信证评关注到，公司在建项目尚存在较大投资缺口，未来资本性支出压力较高，财务杠杆比率或将上升。

从期限结构来看，随着公司长短期各项债务的逐步偿付，总债务规模有所下降。截至2015年末，公司总债务168.53亿元，同比减少9.23%；其中短

期债务 132.21 亿元，同比减少 7.27%，长期债务 36.32 亿元，同比减少 15.74%。但公司长短期债务比指标呈逐年上升趋势，2013~2015 年末长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.35、3.31 和 3.64，债务期限结构合理性有待优化。

图4：2013~2015年公司债务结构分析

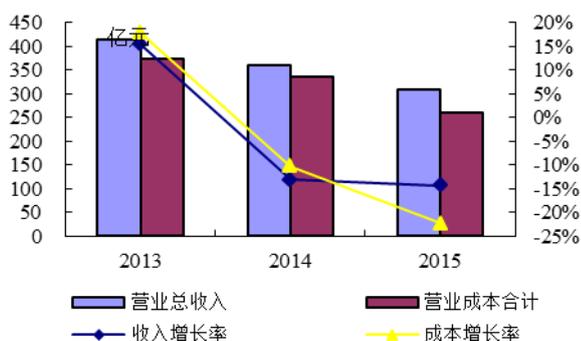


资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司采取谨慎的财务策略，并逐步降低债务水平，使得总债务规模逐年下降，但以短期为主的债务结构仍有待优化。同时，公司在建项目尚存较大的投资缺口，未来资本性支出压力较大，财务杠杆比率或将上升。

盈利能力

图5：2013~2015年公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司营业总收入主要来源于石化板块和化肥板块，由于市场需求疲软、大面积设备技改以及新疆化肥生产基地出让等因素的负面影响，2015年公司各业务板块均呈现收入萎缩态势，全年实现营业总收入309.09亿元，同比下降14.34%。2015年公司营业毛利率15.89%，同比上升8.71个百分点，盈利提升的原因主要系因为石化板块盈利水平的大幅提升。公司通过优化产品结构，扩大高附加值产品的业务占比，并且加强了生产成本控制，降低原油

采购成本，使得石化板块的毛利率由2014年的7.21%上升至17.35%。而公司化肥板块由于产品价格持续低位运行，天然气等生产成本不断上升，产品获利空间受到挤压，该业务毛利率由2014年的3.95%下降至0.97%。

表7：2013~2015年公司期间费用分析

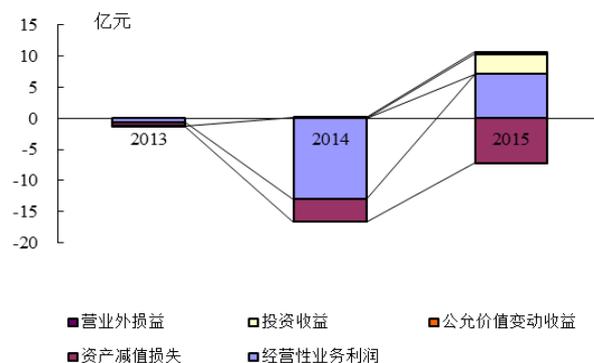
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	3.89	2.25	2.92
管理费用	15.31	12.73	15.14
财务费用	6.51	9.18	8.41
三费合计	25.71	24.16	26.48
营业总收入	415.58	360.82	309.09
三费收入占比	6.19%	6.70%	8.57%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015年公司期间费用包括销售费用2.92亿元、管理费用15.15亿元和8.41亿元，其中销售费用主要系运输费、销售人员薪资及差旅费等，由于运输费率提高等因素，导致全年销售费用同比增加29.62%；管理费用主要系管理人员薪酬、折旧及设备维修费等；财务费用为利息收支、汇兑损益以及其他手续费等，因付息债务规模下降，当年利息支出减少，财务费用同比下降8.35%。2015年，公司三费合计26.48亿元，同比增加9.58%；三费占比上升至8.57%，较2014年提高1.87个百分点，期间费用控制能力削弱。

图6：2013~2015年公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015年公司经营性业务实现扭亏为盈，全年取得经营性业务利润7.12亿元，为最终获利提供良好支撑。当年公司取得投资收益3.13亿元，主要系振华海外石油公司收益权本期收益2.61亿元和理财

产品收益 0.37 亿元。此外，由于原材料及产品价格下行，公司本期对原材料及相关产品确认了存货跌价损失，全年发生资产减值损失 7.18 亿元，大幅削弱了整体盈利能力。2015 年公司实现利润总额 3.43 亿元，实现扭亏为盈。公司在振华海外石油公司收益权存续期内（2015 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日），能够持续获得收益流入，但后期收益流入规模不确定；同时公司经营性业务实现收益主要得益于原油低价采购优势，而后期成本优势能否维持尚存在不确定性，中诚信证评对公司后期盈利稳定性予以关注。

偿债能力

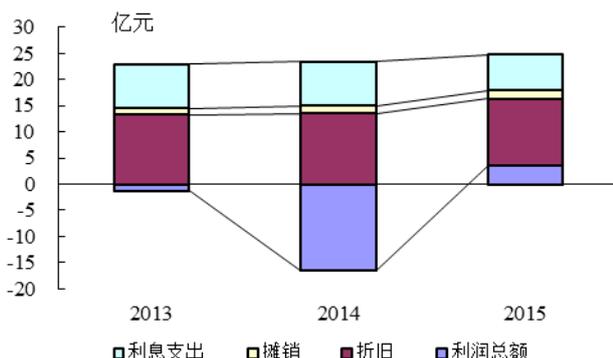
表 8：2013~2015 年公司偿债能力分析

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	102.97	142.57	132.21
总债务（亿元）	179.22	185.68	168.53
EBITDA（亿元）	21.66	6.90	24.72
资产负债率（%）	74.58	71.90	69.19
总资本化率（%）	71.25	68.24	64.64
经营净现金流/总债务（X）	0.10	-0.02	0.28
总债务/EBITDA（X）	8.27	26.91	6.82
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	0.79	3.46

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出及利润总额构成。2015 年公司扭亏为盈，利润总额增多使得 EBITDA 由 2014 年的 6.90 亿元增加至 24.72 亿元。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看，2015 年公司总债务/EBITDA 指标为 6.82 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.46 倍，EBITDA 对债务本息的保障有所提高，但由于债务规模较大，公司仍存在较大的偿债压力。

图 7：2013~2015 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营性现金流方面，2015 年公司扭亏为盈，经营性现金流实现净流入，当年经营活动净现金流为 46.77 亿元，但由于债务规模较大，同期经营活动净现金流/总债务仅为 0.28 倍。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司未清担保余额 2.69 亿元，担保对象系纳入合并范围的子公司，包括盘锦辽河富腾热点有限公司（1.49 亿元）、锦西天然气化工有限责任公司（1.00 亿元）和盘锦锦阳化工有限公司（0.20 亿元）。

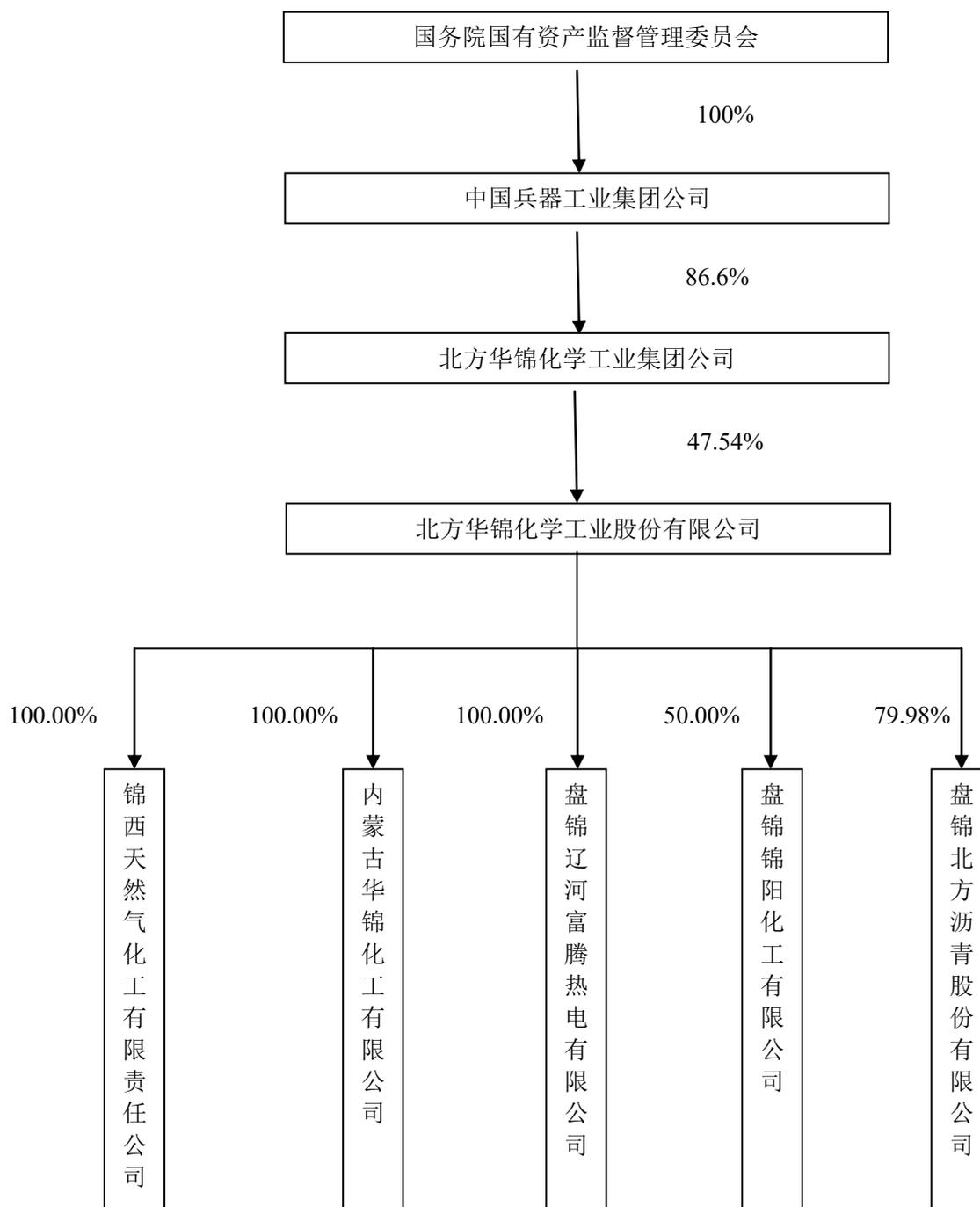
融资渠道方面，公司与中国银行、中国建设银行和中国农业银行等多家银行具有长期稳定的信贷业务关系，截至 2015 年末，公司共获得银行授信额度为 481.02 亿元，尚未使用授信额度为 317.37 亿元，具有一定的备用流动性。

综合分析，2015 年公司通过产品结构的优化以及生产成本的有效控制，最终实现扭亏为盈；同时公司采取谨慎的财务策略，总债务规模逐步下降，但以短期为主的债务结构仍有待优化，且未来资本性支出压力较大，财务杠杆比率仍需加强控制。

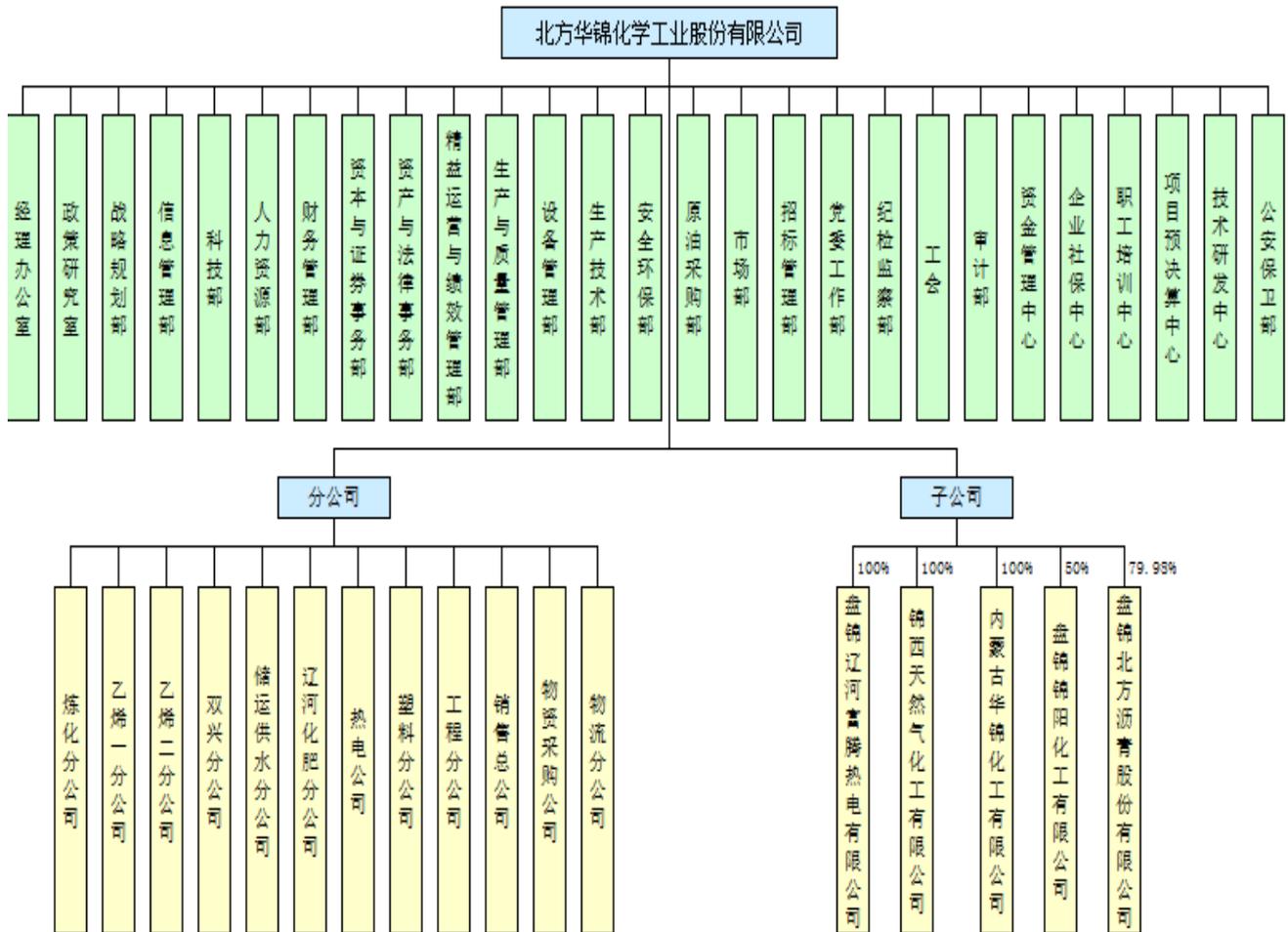
结论

综上，中诚信证评评定北方华锦化学工业股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“北方华锦化学工业股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AA**。

附一：北方华锦化学工业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年末）



附二：北方华锦化学工业股份有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



附三：北方华锦化学工业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	264,410.06	441,915.76	319,723.02
应收账款净额	1,239.14	37,671.38	11,682.54
存货净额	459,377.47	485,813.15	329,898.36
流动资产	797,104.29	1,069,521.77	882,240.59
长期投资	500.00	500.00	8,335.69
固定资产合计	1,866,533.46	1,802,931.42	1,711,516.97
总资产	2,844,402.69	3,074,667.26	2,992,028.54
短期债务	1,029,715.57	1,425,673.51	1,322,083.83
长期债务	762,522.51	431,085.36	363,217.02
总债务	1,792,238.08	1,856,758.87	1,685,300.85
总负债	2,121,278.00	2,210,695.70	2,070,291.79
所有者权益（含少数股东权益）	723,124.69	863,971.56	921,736.75
营业总收入	4,155,791.14	3,608,203.56	3,090,931.99
三费前利润	250,723.84	112,088.59	336,008.03
投资收益	0.00	0.00	31,300.48
净利润	-16,198.65	-158,288.49	36,253.06
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	216,648.02	69,001.58	103,128.83
经营活动产生现金净流量	182,059.51	-36,453.93	467,695.62
投资活动产生现金净流量	-131,473.46	-48,071.11	-441,116.12
筹资活动产生现金净流量	-188,014.02	260,164.45	-208,683.48
现金及现金等价物净增加额	-137,427.96	175,639.40	-177,551.19
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	10.17	7.18	15.89
所有者权益收益率（%）	-2.22	-19.95	4.06
EBITDA/营业总收入（%）	5.21	1.91	8.00
速动比率（X）	0.25	0.33	0.33
经营活动净现金/总债务（X）	0.10	-0.02	0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	0.18	-0.03	0.35
经营活动净现金/利息支出（X）	2.09	-0.42	6.55
EBITDA 利息倍数（X）	2.49	0.79	3.46
总债务/EBITDA（X）	8.27	26.91	6.82
资产负债率（%）	74.58	71.90	69.19
总资本化比率（%）	71.25	68.24	64.64
长期资本化比率（%）	51.33	33.29	28.27

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

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 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 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)

附五：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。