



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪301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，上调贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；上调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
二零一七年六月廿六日

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（2017）

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	2016 年 04 月 15 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

华锦股份	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	86.40	92.17	110.84	115.59
总资产（亿元）	307.47	299.20	313.71	327.77
总债务（亿元）	185.68	168.53	159.30	154.79
营业总收入（亿元）	360.82	309.09	291.04	77.82
营业毛利率（%）	7.18	15.89	28.19	23.83
EBITDA（亿元）	6.90	24.72	42.04	-
所有者权益收益率（%）	-18.32	3.93	16.67	16.09
资产负债率（%）	71.90	69.19	64.67	64.73
总债务/EBITDA（X）	26.91	6.82	3.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.79	3.46	6.22	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；
2、2017 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

邬敏军 mjwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 6 月 16 日

基本观点

2016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”）主动缩减经营持续亏损的化肥业务板块，积极调整优化业务结构，加之生产成本得到有效控制，整体盈利能力大幅提升。同时，公司自有资本实力稳步增强，财务杠杆比率得到有效控制，财务结构稳健性有所改善。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司盈利稳定性不足、资产减值风险以及短期偿债压力等因素都将对公司业务运营及信用水平带来的影响。

综上，中诚信证评上调华锦股份主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定；上调“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

- 实际控制人综合实力雄厚，能够给予公司多方支持。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、产品销售以及资金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。
- 业务结构调整优化推动盈利提升。2016年公司主动缩减经营持续亏损的化肥业务板块，积极调整优化业务结构，加之生产成本得到有效控制，盈利能力大幅提升。2016年及2017年1~3月，公司营业毛利率分别为28.19%和23.83%，最终实现净利润分别为18.48和4.65亿元。
- 财务结构稳健性有所改善。公司自有资本实力稳步增强，财务杠杆比率得到有效控制，截至2017年3月末资产负债率和总资本化率分别为64.73%和57.25%，财务结构稳健性有所改善。

关 注

- 关注盈利稳定性。当前化工行业经济运行基础仍不稳定，在当前宏观经济下行、市场需求疲软、原油及大宗产品价格波动的行情下，公司石化板块产品价格及原油进口价格均存在波动风险，中诚信证评对其盈利稳定性予以关注。
- 资产减值损失风险。公司在建乙烯联合装置节能优化改造项目和内蒙古煤化工项目（项目已终止），因市场行情不及预期，2016 年末共计计提减值 4.36 亿元，加之因主导产品价格剧烈波动而计提存货跌价准备 4.34 亿元，全年共计计提资产减值损失 10.26 亿元，对整体盈利能力造成较大的负面影响。中诚信证评对公司后续运营中可能因市场行情恶化、产品价格波动等不利因素产生的资产减值及其对盈利的影响予以关注。
- 债务期限结构有待优化。公司总债务规模逐年下降，但债务结构集中于短期债务，截至 2016 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 16.74 倍，债务期限结构有待优化。

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委托方构成委托关系外，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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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，并按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

当前石油和化工行业经济运行的基础仍不稳定，产能结构性过剩矛盾和风险仍存，加之企业运营成本上升、投资疲软及安全环保等问题仍较突出，未来行业下行压力仍存

2016年我国石油和化工行业运行呈现行业经济增长分化、结构调整加快、产业提质增效取得进展、价格触底回升、出口贸易结构改善、能源效率继续提升等特点，但值得关注的是，产能结构性过剩矛盾和风险依然存在、企业运营成本上升和投资环境亟待改善、油气开采业效益恶化、行业投资总体疲软、国际化工市场压力增大、行业安全环保问题仍较突出等问题依然存在并困扰行业发展。

图 1：石化行业主营业务收入及利润变化情况



数据来源：中国石油新闻中心，中诚信证评整理

根据统计局数据显示，2016年石油和化学工业规模以上企业29,624家，全行业增加值同比增长7.0%；实现主营业务收入13.29万亿元，同比增长1.7%；利润总额6,444.4亿元，与上年基本持平。其中，石油加工行业增加值同比增长7.3%，主营业务收入2.88万亿元，同比下降2.0%，利润总额1,703.6亿元，增幅120.4%；化学工业增加值增幅8%，主营业务收入9.21万亿元，同比增长5.3%，利润总额5,073.2亿元，增幅11.7%。

行业经济增长显著分化。从增加值看，2016年全行业增加值同比增长7.0%，较上年回落1.5个百分点。其中，化学工业增幅8.0%，炼油业增长7.3%，油气开采业则下降3.6%；而化学工业中，专用化学品、农药和合成材料制造等增加值增速较高，分别为10.8%、10.8%和10.0%；但化肥制造和化学矿采选等增加值增速只有3.6%和5.4%。从主营业务收入

看，油气开采降幅达17.3%；石油加工业同比下降2.0%；化学工业同比增长5.3%，其中专用化学品和合成材料收入增幅较快，均为7.6%，基础化学原料制造增幅为6.7%，橡胶制品业同比增长2.6%，而化肥行业同比下降4.5%。

结构调整加快推进。一是在政府引导下，行业和企业加大去产能的力度；二是产品结构加快调整；三是兼并重组增多，集中度提高；四是化工搬迁入园工作加快实施；五是企业在环保、安全、科技、智能制造方面的投入加大。

产业提质增效取得进展。2016年炼油业产品结构调整继续加快，国V汽柴油升级改造全面完成，自2017年1月1日起全国实行国V标准。由于成本下降和优质优价，2016年炼油业效益持续高速增长，利润总额逾1,700亿元，增幅超120%。化学工业效益持续改善，利润增幅近12%；特别是基础化学原料提质增效最为显著，利润增速达38.1%，对化工行业利润贡献率达70%；合成材料利润也呈现高速增长态势，增幅达41.8%，位居化工各行业之首，贡献率超过38%。

价格触底回升。2016年，石油和化工行业价格总水平连续第5年下降。石油和主要化学品市场呈现触底回升走势，价格降幅不断收窄，特别是进入第三季度后，回升明显加快。当年，布伦特原油期货平均收盘价较2015年下降15.8%，降幅较2015年同期大幅缩窄30.3个百分点。石油和天然气开采业全年价格总水平下降16.4%，同比收窄约21个百分点，较上半年收窄12.8个百分点；化学原料和化学品制造业下降2.8%，为5年来最低降幅，同比收窄3.9个百分点，较上半年收窄2.8个百分点。

出口贸易结构改善。2016年，行业总能耗增速继续放缓，能源效率继续提升。数据显示，全年石油和化工行业总能耗增长1.3%，增速创历史新低，同比回落1.6个百分点。其中，化学工业总能耗增长1.0%，同比回落2.2个百分点。石油和化工行业万元收入耗标煤同比下降0.4%，近年来首次下降。其中，化学工业万元收入耗标煤同比下降4.0%，创历史最好水平。

虽然2016年石油和化工行业经济运行实现稳

中有进目标，但行业经济运行的基础仍不稳定，下行压力依然较大，矛盾和问题仍较突出。特别是产能结构性过剩矛盾和风险依然存在，企业运营成本上升，投资环境亟待改善。在一些产能严重过剩行业，落后产能和“僵尸企业”仍未完全退出，在价格低位和环保核查严格环境下，有些仅暂时性歇产或减产，一旦价格回升或环保核查放松，仍有可能重新对市场运行带来压力和困扰。同时，一些产能利用率较低的行业，如炼油的投资热情仍很高，而一些价格好转效益改善的行业投资冲动又将复苏。

此外，2016年我国共遭遇27个国家和地区发起的119起贸易救济调查案件，涉案金额143.4亿美元，案件数量和涉案金额同比分别上升了36.8%和76%，其中化工产品占比较大，美国在2015年对我国乘用车胎发起双方调查后，2016年再次对客货商用车胎“双反”。另一方面，受中东、韩国等新增产能装置投产加快的影响，国外化工产品对国内市场的冲击加大。海关数据显示，2016年，我国有机化学原料进口持续高速增长，进口量达到5,854.1万吨，同比增幅26.0%，净进口4,565.7万吨，增幅达33.1%。其中，混合芳烃进口达1,170.1万吨，同比增长81.2%；甲醇进口880.3万吨，增幅58.9%。2016年我国合成材料进口亦处于高位，进口量4,498.4万吨，同比小幅下降1.4%；净进口量3,585.3万吨。其中，合成橡胶进口量增幅达64.1%。此外，其他一些大宗化工产品进口持续快速增长，进一步加剧了国内市场无序竞争。而目前外需市场依然不振，2016年化工行业出口总额同比下降6.1%，连续20个月累计下降，出口压力仍在加大。

行业安全环保问题仍然突出。2016年，石油和化工行业安全爆炸事故偏多，环保不达标情况仍普遍存在，对行业平稳健康运行带来较大干扰。一批涉化工业园区离规划先行、管理规范、绿色发展还有不小的差距；同时，环境保护，绿色发展中石化企业面临的挑战和任务都很艰巨，行业“三废”（废水、废气、废固）问题如何努力解决，这对行业企业的绿色发展和可持续发展将产生深远影响。

总体来看，当前石油和化工行业经济运行的基础仍不稳定，产能结构性过剩矛盾和风险仍存，加

之企业运营成本上升、行业投资疲软、国际化工市场压力增大以及安全环保等问题，未来行业下行压力仍存。

化肥行业产能过剩，供需严重失衡，行业整体运行低迷，亏损面不断扩大，加之优惠政策取消、安全环保整治趋严等因素影响，行业效益难以快速好转

近年来，中国化肥行业发展迅速，行业总产能快速扩张，氮肥、磷肥和复合肥产能过剩问题突出，行业整体景气度低迷。2016年化肥行业面对“去产能、调结构以及安全环保”等政策指向，加之国内外宏观经济下行，下游市场需求减弱，行业竞争日趋激烈，同时面临着区域竞争、成本竞争、产品及企业品牌的竞争、资本竞争、销售模式竞争、技术和人才资源等多方面的竞争。

2015~2016年化肥行业落后产能退出速度加快，两年共退出合成氨产能820万吨，尿素产能675万吨，但是产能过剩量仍有15%左右，短期内产能过剩的局面难以化解。2016年国内化肥总产量（折纯）7,004.9万吨，同比下降4.8%，行业产能利用率不足70%，产能利用效率低下。

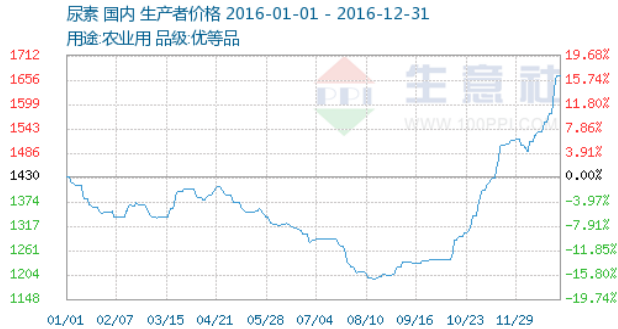
2016年化肥行业盈利状态不佳，较以前年度呈现大幅下滑，行业亏损面扩大，其中氮肥和磷肥系下滑最为明显的两个子行业。其中肥料制造业主营业务收入9,039亿元，同比减少4.5%，利润总额57.16亿元，同比减少82.9%；主营业务收入利润率仅为0.63%，较上年下降2.9个百分点；亏损面为16.1%，同比增加2.9%。当年化肥行业亏损企业的亏损总额达346.2亿元，亏损额同比增加141.7%；其中，亏损主要来自氮肥制造业，氮肥行业的亏损企业亏损总额高达281.4亿元，亏损额同比增加141.9%。

2016年化肥产品价格整体呈现下行趋势。2016年1-10月尿素的平均出厂价为1,298元，价格一直低位运行。而我国产能占比在55%的固定床法尿素（煤头）的生产成本在1,359元/吨，占比17%的水煤气法成本在1,210元/吨左右，气头尿素生产成本更高达1,495元，成本倒挂导致尿素生产企业的持续亏损。尽管尿素价格自11月起开始反弹，但原料无烟煤价格自三季度以来大幅暴增又增加了煤头尿素生产

成本，加之电价、运输、免征增值税等优惠政策相继取消以及天然气价格全面市场化，进一步筑高了尿素生产成本，尿素生产企业成本压力仍较大，行业亏损状态短期难以扭转。

图 2：2016 年尿素价格走势

单位：元/吨



数据来源：生意社，中诚信证评整理

图 3：2017.1.14~2017.4.14 尿素价格走势

单位：元/吨



数据来源：生意社，中诚信证评整理

尽管2016年四季度以来化肥市场有所回暖，但行业产能过剩仍严重、下游市场需求较疲软，同时

面对行业优惠政策的取消、原料和运输等成本的上升以及安全保护政策趋严的环境下，行业形势仍较为严峻。2017年化肥行业去产能、调结构的政策指向不会改变，同时在节能环保、安全生产等方面仍将加大监督、整改力度，相关企业面临的环保投入或存在上升，加之电价、运输、免征增值税等优惠政策相继取消以及原料煤炭价格仍可能面临上涨，企业经营压力将进一步加大。出口方面，在取消尿素、磷酸二铵等产品出口暂定关税、降低复合肥出口关税等情况下，化肥行业出口政策环境利好，有利于提供企业出口积极性，缓解国内产能过剩压力，但国内外市场需求仍疲软，未来出口形势仍存在不确定性。

业务概况

公司经营业务包括石油化工产品和化学肥料的生产与销售，其中石化板块主要包括石化产品和精细化工产品，系公司主要的收入及利润来源；化肥板块产品包括尿素、甲醇和液氨等。2016年公司实现营业收入291.04亿元，同比减少5.84%；其中石化产品销售收入262.45亿元，同比减少4.09%，占营业收入的比重为90.18%；精细化工产品销售收入13.98亿元，同比增长53.34%，业务占比为4.80%；化肥产品销售收入9.43亿元，同比大幅减少51.24%，业务比重下降至3.24%。

表 1：2014~2016 年公司收入构成情况

单位：亿元、%

产品名称	2014		2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
石化产品	314.73	7.21	273.66	17.35	262.45	30.16
精细化工产品	17.69	5.68	9.12	5.87	13.99	29.43
化肥产品	21.07	3.95	19.34	0.97	9.43	-20.42
其他	7.33	-	6.97	-	5.17	-
合计	360.82	7.18	309.09	15.89	291.04	28.19

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于产品结构优化以及有效的成本控制，2016年公司石化板块盈利能力大幅提升，但需关注产品价格及原油进口价格波动对盈利稳定性的影响

公司系国内特大型炼油化工一体化综合性石

油化工企业之一，目前拥有炼油常减压装置、乙烯装置等多套石化生产设备。近年，公司先后完成了对小乙烯燃料油储存及装车改造项目、炼油装置重要机泵抗晃电项目、大乙烯废碱萃取系统加回流项目等技改项目，提高了装置运行的稳定性及高效

性，并降低了生产过程中的能耗及污染排放。随着2015年期间停产改造设备逐步投运，2016年公司各装置保持稳定、高负荷运行，主要石化产品及精细化工产品产销量均实现增长。但公司油品及聚烯烃销售均价下行，导致全年石化产品收入出现小幅下滑，当年实现销售收入262.45亿元，同比减少4.09%。公司精细化工主要产品“量价同升”，业务规模实现快速回升，当年实现销售收入13.99亿元，同比增长53.34%。

表 2：2015~2016 年公司石化板块收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	产品	2015 年		2016 年	
		收入	毛利率	收入	毛利率
石化产品	原油加工及石油制品	204.93	15.09	180.82	29.42
	聚烯烃类产品	55.91	24.59	61.49	37.14
	芳烃类产品	12.81	21.82	20.14	15.44
	合计	273.66	17.35	262.45	30.16
精细化工产品	ABS 制品及副产品	2.46	-25.40	5.32	5.58
	丁二烯	6.66	17.42	8.67	44.05
	合计	9.12	5.87	13.99	29.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司石化产品主要包括柴油、燃料油、沥青、聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯、石油甲苯和石油混合二甲苯等；精细化工产品主要系ABS制品及副产品、丁二烯。公司利用炼油化工一体化的优势，积极调整产品结构，并成功推出7个聚烯烃新牌号，产品结构得到进一步优化。2016年公司的石化板块主要产品产销量实现增长，当年石化板块各类产品产量为750.92万吨，同比增加9.33%。

表 3：2016 年公司石化板块主要产品产能及产销情况

单位：万吨/年、万吨、元/吨

产品	产能	产量	销量	销售均价
柴油	180.00	95.84	94.96	4,106
燃料油	140.00	116.00	115.00	3,814
聚乙烯	42.00	31.00	32.73	7,891
聚丙烯	31.00	24.16	24.37	6,815
聚苯乙烯	4.00	4.00	4.35	7,608
石油甲苯	135.00	13.30	13.40	4,162
ABS 制品及副产品	14.00	14.48	14.94	5,629
丁二烯	12.00	7.93	7.76	7,184

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

石化产品方面，因市场供应过剩加剧，行业竞争激烈，公司油品及聚烯烃销售均价存在不同程度的下跌。2016年公司柴油和燃料油销售均价分别为4,106元/吨和3,814元/吨，分别同比下降11.45%和7.27%；沥青产品销售均价下跌尤为严重，同比下降34.67%，为1,516元/吨；此外，聚乙烯、聚丙烯、聚苯乙烯及石油甲苯产品销售均价均存在不同程度的下跌。但公司原油进口价格大幅下降，当年采购原油711.45万吨（绝大部分为进口原油），采购均价由2015年的2,492元/吨下降至1,978元/吨，降幅达20.63%。受2016年国际原油低价及成品油定价机制影响，加之公司生产效率提升以及综合能耗下降，大幅降低了生产成本，推动了石化板块盈利提升。

精细化工产品方面，2016年以来公司ABS制品及丁二烯产品价格上扬，当年销售均价分别为5,629元/吨和7,184元/吨，其中丁二烯价格涨幅较大，销售均价同比上升33.13%；加之生产成本得到有效控制，ABS制品及副产品实现扭亏，且丁二烯产品获利大幅提升，当年公司精细化工产品整体毛利率大幅提升至29.43%。

公司拥有原油进口权，可自主进口原油，同时还通过母公司中国兵器工业集团有限公司下属子公司以协议定价的方式进口原油，有效地保障了公司进口原油的稳定供应，且原材料采购价格优势对其石化板块盈利提供正面支持。同时，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、产品销售以及资金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。

总体来看，公司积极调整产品结构，且生产效率提升及综合能耗下降大幅降低了生产成本，加之原材料采购成本大幅下降，生产成本控制能力得到加强，从而推动了石化板块盈利能力提升。但在当前宏观经济下行、市场需求疲软、原油及大宗产品价格波动的行情下，公司石化板块产品价格及原油进口价格存在波动风险，中诚信证评对其盈利稳定性予以关注。

因化肥行业行情转淡，公司化肥板块经营持续亏损，近年主动缩减产能，且终止了扩产项目并计提了大量减值损失，评估小组对公司该板块经营的稳定性及业绩状况予以关注

近年来化肥市场低迷，行业去产能加快，加之行业内企业普遍经营亏损的行情下，公司主动缩减化肥产能，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，2016年10月以来对辽河化肥分公司部分装置停车检修，当月12月终止内蒙古煤化工项目的建设，从而导致化肥生产能力大幅下降。目前，公司化肥生产基地仅为辽河化肥（部分装置停产）和锦西化肥两处，化肥产品主要包括尿素、甲醇和液氨等，其中尿素为主导产品。

由于尿素市场行情不佳，行业产能过剩严重，公司于2016年12月终止了160万吨尿素年产能的内蒙古煤化工项目的建设，截至2016年末已累计投入1.87亿元，当年计提减值准备1.47亿元，对公司整体盈利表现造成了较大的负面影响。

表 4：2016 年公司化肥板块主要产品产能及产销情况

单位：万吨/年、万吨、元/吨

产品	产能	产量	销量	销售均价
尿素	100.00	80.65	80.32	1,107
甲醇	6.00	1.39	1.46	1,532

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年以来化肥行业下游市场需求持续低迷，公司辽河化肥设备利用率约60%，而锦西化肥设备利用率保持在90%以上，整体产能利用效率一般。由于化肥可利用产能的缩减以及市场需求不足，当年公司化肥产品产销量大幅减少，2016年化肥产品产量82.13万吨，同比减少45.21%；销量83.60万吨，同比减少47.25%。2016年前三季度化肥产品价格持续下行，当年公司尿素销售均价下降至1,107元/吨，同比下降23.34%。由于化肥产品销量及销售价格的同步下行，公司化肥板块业务收入大幅下滑，全年实现销售收入9.43亿元，同比减少51.24%。

表 5：2015~2016 年公司化肥板块收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
尿素	18.72	1.44	9.20	-20.01
液氨	0.35	5.58	0.01	35.89
甲醇	0.27	-36.95	0.22	-40.43
合计	19.34	0.97	9.43	-20.42

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，因化肥产量大幅萎缩，公司天然气采购量大幅减少，2016年天然气采购量50,267.16万立方米，同比减少30.01%。同时，随着天然气价格全面市场化，公司天然气采购成本有所降低，当年采购均价为1.28元/立方米，较上年下降0.8元/立方米。但2016年以来，运输、免征增值税等优惠政策相继取消，加之尿素价格大幅下跌以及固定生产成本增加，当年公司化肥板块继续亏损。

总体来看，当前化肥行业运行低迷，市场需求疲软，公司化肥板块经营持续亏损，近年通过资产出让以及主动缩减产能等措施来缓解经营压力，加之2016年底终止了内蒙古煤化工项目，评估小组对公司化肥板块经营的稳定性、持续性 & 未来经营业绩状况予以关注。

财务分析

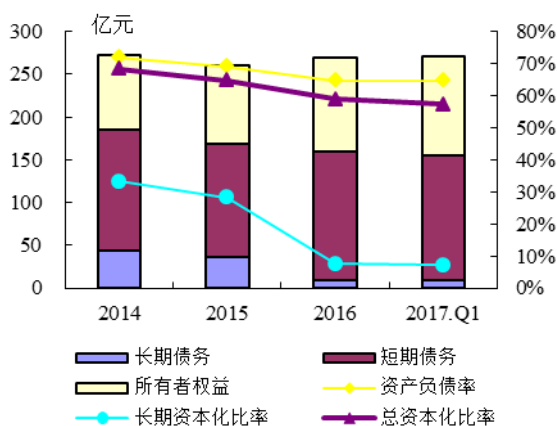
以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014~2016年度审计报告以及未经审计的2017年一季度财务报告。

资本结构

2016年公司整体盈利能力提升，股东利润留存使得自有资本实力增强，当年末所有者权益合计110.84亿元，同比增长20.25%。随着公司自有资本实力的增强，公司财务杠杆比率得到有效控制，当年末资产负债率和总资本化率分别为64.67%和58.97%，同比分别下降4.53个百分点和5.68个百分点，财务杠杆比率有所下降。截至2016年末，公司资产总额313.71亿元，同比增加4.85%；同期，负债总额202.86亿元，同比减少2.01%。截至2017年3月末，公司资产总额327.77亿元，负债总额

212.18 亿元，所有者权益合计 115.59 亿元，同期资产负债率和总资本化比率分别为 64.73% 和 57.25%。

图 4：2014~2017.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

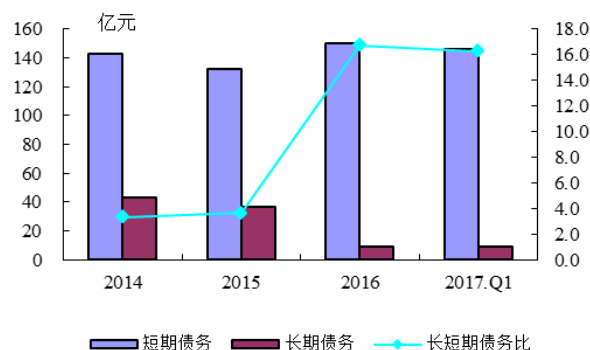
从资产规模来看，截至 2016 年末，公司资产总额 313.71 亿元，其中非流动资产合计 191.92 亿元，占资产总额的 61.18%，主要包括固定资产 143.45 亿元、在建工程 13.07 亿元、无形资产 15.94 亿元和其他非流动资产 12.38 亿元。其中，在建工程同比减少 6.82 亿元，除部分在建工程转入固定资产外，其余系当期对乙烯联合装置节能优化改造项目和内蒙古煤化工项目分别计提减值 2.89 亿元和 1.47 亿元；其他非流动资产主要系公司于 2015 年 9 月 24 日向振华石油控股有限公司收购 2015 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间振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合计 121.79 亿元，主要包括货币资金 41.03 亿元、预付账款 18.66 亿元、存货 36.23 亿元和其他流动资产 22.57 亿元，其中货币资金主要系银行存款，流动性强；预付账款同比增加 11.86 亿元，主要系因为预付关联方进口原油采购款及保证金大幅增加，且截至 2017 年 3 月末进一步增加至 37.43 亿元；当年末存货计提跌价准备 4.34 亿元，鉴于石化产品价格及原油进口价格均存在波动性风险，中诚信证评关注公司未来存货跌价风险；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。

从负债结构来看，截至 2016 年末，公司负债合计 202.86 亿元，其中流动负债合计 189.68 亿元，占负债总额的比例为 93.50%，负债以流动负债为

主。当年末公司流动负债集中于短期借款 123.23 亿元、应付账款 20.62 亿元和一年内到期的非流动负债 27.08 亿元，其中一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的应付债券 26.93 亿元，为“12 华锦债”（即本次债券）将于 2017 年 9 月 24 日到期；同期非流动负债主要包括长期借款 8.98 亿元和长期应付款 2.71 亿元。

从债务期限结构来看，公司总债务规模逐年下降，但债务结构集中于短期债务。截至 2016 年末，公司总债务 159.30 亿元，同比减少 5.48%；其中短期债务 150.32 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 16.74 倍，债务期限结构有待优化。截至 2017 年 3 月末，公司总债务 154.79 亿元，长短期债务比为 16.29 倍。

图 5：2014~2017.Q1 公司债务结构分析

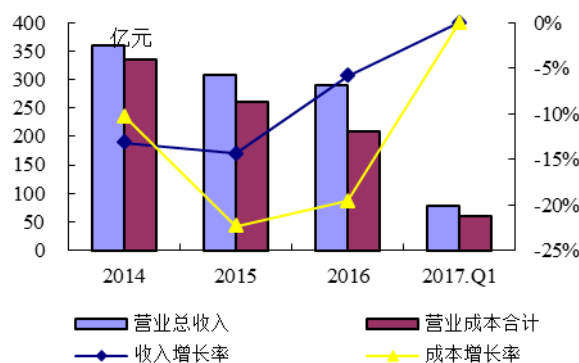


资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司自有资本实力逐步增强，财务杠杆比率有所下降，但以短期债务为主的负债结构仍有待优化。

盈利能力

图 6：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016 年公司积极调整优化业务结构，主动缩减

经营持续亏损的化肥业务板块，且石化产品销售收入因产品销售均价下行而出现下滑，从而导致全年收入规模同比下降。当年公司实现营业收入291.04亿元，同比减少5.84%。但得益于业务结构的调整优化以及生产成本控制能力加强，当年整体营业毛利率为28.19%，较上年上升12.30个百分点。

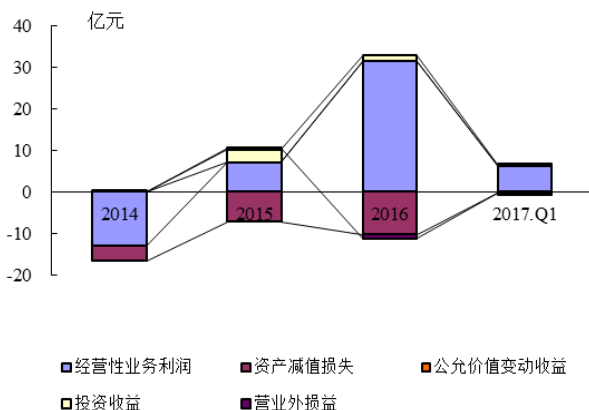
表 6：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元				
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	2.25	2.92	3.28	0.81
管理费用	12.73	15.14	15.96	5.70
财务费用	9.18	8.41	7.50	1.42
三费合计	24.16	26.48	26.74	7.94
营业总收入	360.82	309.09	291.04	77.82
三费收入占比	6.70%	8.57%	9.19%	10.20%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年公司期间费用合计26.74亿元，包括销售费用3.28亿元、管理费用15.96亿元和7.50亿元，其中销售费用同比增加12.25%，主要因为运输费率提高导致产品储运费支出增加；随着管理人员薪资待遇提升，管理费用支出增加；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10.86%。当年公司三费占比上升至9.19%，期间费用控制能力有待优化。2017年1~3月，公司期间费用合计7.94亿元，三费占比上升至10.20%。

图 7：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年公司盈利能力提升，经营性业务利润增加至31.49亿元，同时取得投资收益1.37亿元（主要系振华海外石油公司收益权取得的本期收益以及理财产品收益），对利润总额提供良好的支撑。

此外，当年公司发生资产减值损失10.26亿元，主要系发生的存货跌价损失（4.34亿元）和在建工程减值损失（4.36亿元），大规模资产减值损失一定程度上削弱了整体盈利能力。当年公司利润总额21.72亿元，最终取得净利润18.48亿元，整体盈利能力较强。

总体来看，2016年公司调整优化业务结构，加之生产成本控制能力加强，整体盈利能力大幅提升，但大规模的资产减值损失对最终盈利造成一定侵蚀。

偿债能力

表 7：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

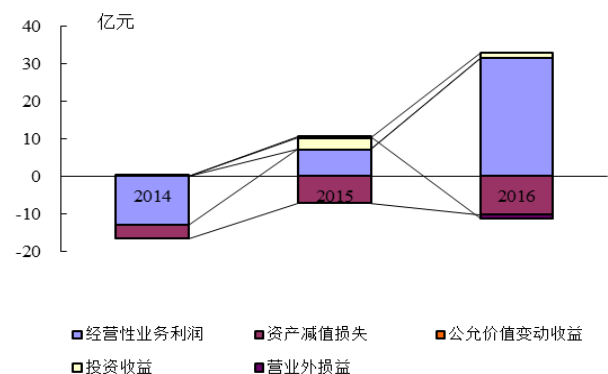
	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	142.57	132.21	150.32	145.83
总债务（亿元）	185.68	168.53	159.30	154.79
EBITDA（亿元）	6.90	24.72	42.04	-
资产负债率（%）	71.90	69.19	64.67	64.73
总资本化率（%）	68.24	64.64	58.97	57.25
经营净现金流/总债务（X）	-0.02	0.28	0.27	-0.17
总债务/EBITDA（X）	26.91	6.82	3.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.79	3.46	6.22	-

注：2017年一季度经营净现金流/总债务指标经年化处理；

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。得益于利润总额的大幅增加，2016年公司EBITDA增至42.04亿元，同比增加70.08%。当年公司总债务/EBITDA指标由2015年的6.82倍下降至3.79倍，EBITDA利息保障倍数由2015年的3.46倍上升至6.22倍，EBITDA对债务本息的保障能力提高。

图 8：2014~2016 年末公司 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，2016 年公司经营活动净现金流为 42.24 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.27 倍和 6.25 倍，经营性现金流对债务利息形成一定的保障。

财务弹性方面，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 2016 年末，公司共获得银行授信额度为 491.04 亿元，尚未使用授信额度为 316.03 亿元，备用流动性较好。

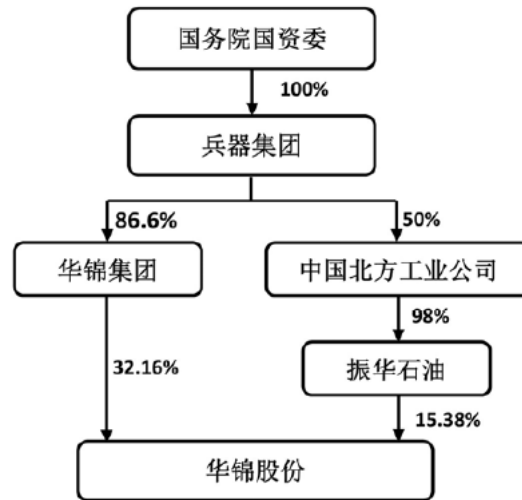
或有负债方面，截至 2016 年末，公司未清担保余额 1.57 亿元，担保对象均为下属子公司，担保余额占公司净资产的比率为 6.10%，或有负债风险相对可控。

综合分析，公司自有资本实力逐步增强，财务杠杆比率有所下降，但以短期债务为主的负债结构仍有待优化。2016 年公司业务结构优化以及生产成本控制能力加强，整体盈利大幅提升，EBITDA 和经营性现金流对债务本息形成一定保障，整体偿债风险相对可控。

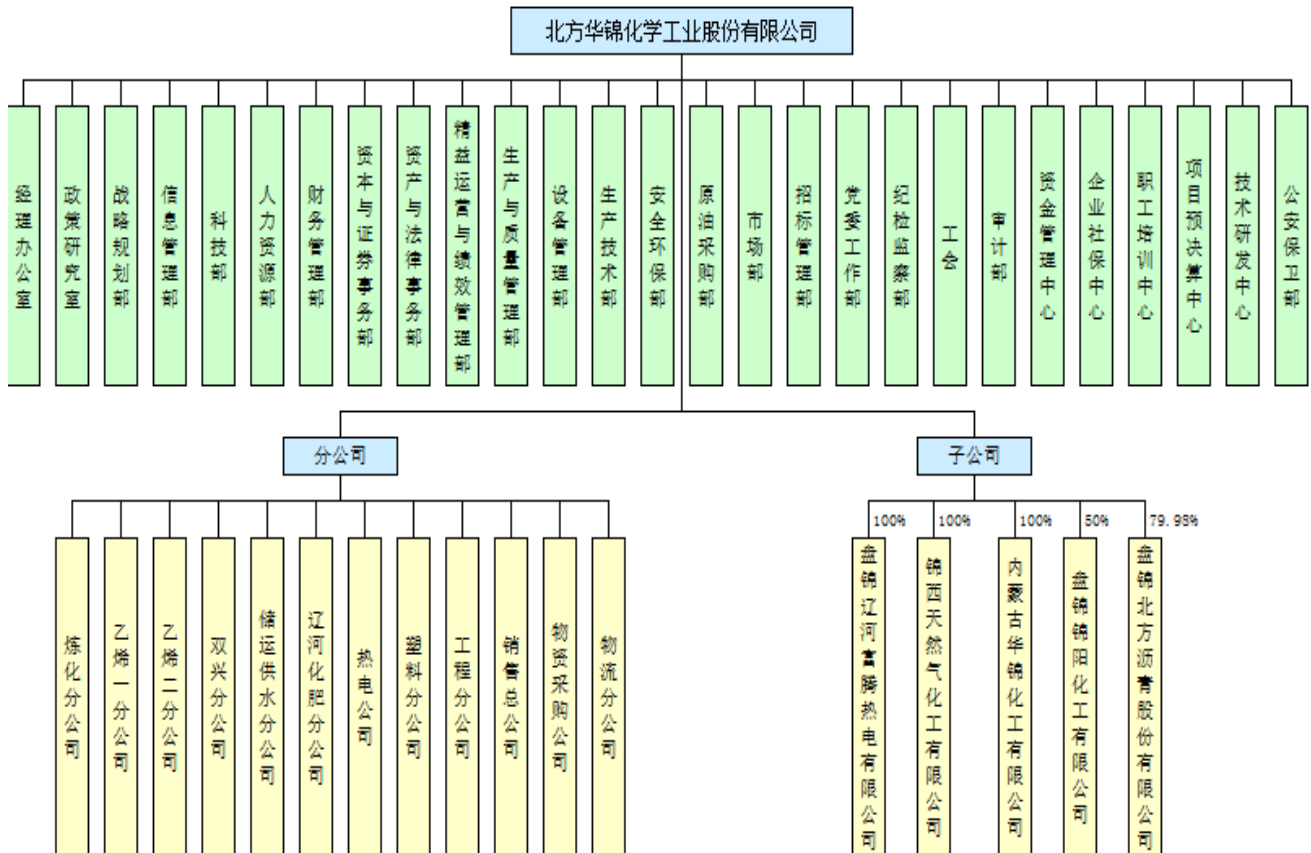
结 论

综上，中诚信证评上调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；上调“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 2016 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 2016 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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	441,915.76	319,723.02	410,280.04	420,786.70
应收账款净额	37,671.38	11,682.54	17,314.47	61,880.66
存货净额	485,813.15	329,898.36	362,314.02	434,660.96
流动资产	1,069,521.77	882,240.59	1,217,839.77	1,384,360.01
长期投资	500.00	8,335.69	8,877.53	8,877.53
固定资产合计	1,802,931.42	1,711,516.97	1,590,348.19	1,567,326.05
总资产	3,074,667.26	2,992,028.54	3,137,060.86	3,277,707.38
短期债务	1,425,673.51	1,322,083.83	1,503,174.44	1,458,326.08
长期债务	431,085.36	363,217.02	89,776.09	89,531.32
总债务	1,856,758.87	1,685,300.85	1,592,950.53	1,547,857.40
总负债	2,210,695.70	2,070,291.79	2,028,648.00	2,121,814.92
所有者权益（含少数股东权益）	863,971.56	921,736.75	1,108,412.86	1,155,892.46
营业总收入	3,608,203.56	3,090,931.99	2,910,394.23	778,191.17
三费前利润	112,088.59	336,008.03	582,320.97	142,702.76
投资收益	0.00	31,300.48	13,686.08	3,592.88
净利润	-158,288.49	36,253.06	184,814.45	46,508.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	69,001.58	103,128.83	420,412.14	-
经营活动产生现金净流量	-36,453.93	467,695.62	422,384.41	-64,270.91
投资活动产生现金净流量	-48,071.11	-441,116.12	-178,537.23	131,180.47
筹资活动产生现金净流量	260,164.45	-208,683.48	-150,951.00	-56,402.89
现金及现金等价物净增加额	175,639.40	-177,551.19	90,554.37	10,506.66
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	7.18	15.89	28.19	23.83
所有者权益收益率（%）	-18.32	3.93	16.67	16.09
EBITDA/营业总收入（%）	1.91	8.00	14.45	-
速动比率（X）	0.33	0.33	0.45	0.48
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.28	0.27	-0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.03	0.35	0.28	-0.18
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.42	6.55	6.25	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.79	3.46	6.22	-
总债务/EBITDA（X）	26.91	6.82	3.79	-
资产负债率（%）	71.90	69.19	64.67	64.73
总资本化比率（%）	68.24	64.64	58.97	57.25
长期资本化比率（%）	33.29	28.27	7.49	7.19

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、2017 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流/短期债务指标经年化处理。

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。