

2007年云天化集团有限责任公司 10亿元企业债券信用跟踪评级报告

评级主体：云天化集团有限责任公司

跟踪评级结果：AAA

跟踪评级时间：2007年4月24日

评级历史

时间	结果
初次评级：2006年4月7日	AAA

主要财务指标

人民币：百万元	2003	2004	2005	2006
营业额	2,619.61	4,315.79	10,779.5	14,757.3
EBIT	192.92	377.79	1,720.38	1,849.07
总债务	3,899.10	4,864.15	8,338.58	13,484.7
净债务	1,880.11	2,384.16	5,208.57	9,524.71
资本总额	7,605.84	9,835.74	16,545.6	23,348.1
毛利率 (%)	31.67	34.54	31.05	24.44
EBIT 收益率 (%)	7.36	8.75	15.96	12.53
EBIT 利息偿付 (x)	1.24	1.93	4.64	3.82
净债务/EBITDA (x)	3.56	3.12	1.97	3.18
总债务/资本总额 (%)	51.26	49.45	50.40	57.75

注：2003-2006年数据来源为公司审计报告；
表中数据计算公式参见附录2。
2005年与2006年的EBIT利息偿付计算中未包含资本化利息支出项目

分析员：柳樱

评级机构：上海远东资信评估有限公司

电话：0086-021-61428000（总机）

传真：0086-021-61428018

网址：www.fareast-cr.com

E-mail: fareast@fareast-cr.com

注：本报告表述了远东资信的跟踪评级观点，报告中引用的企业资料主要由发行人提供，远东资信不对引用资料的真实性负责。

评级观点

上海远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）对云天化集团有限责任公司（以下简称“云天化集团”或“公司”）2006年发行的10亿元企业债券的信用评级维持AAA级，主要是基于以下因素：

- 经过产业整合，云天化集团主营六大产业已形成一定的规模优势、资源优势和技术优势，其化工行业的龙头地位已得到确立，整体抗风险能力优于行业平均水平；

- 公司财务结构历年来较稳定，主营业务收入呈现增长态势，磷复肥产品成为公司重要的利润增长点；

- 近年来公司总债务水平随投资规模增大而呈上升水平，但较稳定的经营性现金净流量以及主营业务良好的发展态势使公司保持较强的偿债能力；

- 债券募集资金投资项目进展顺利，项目的陆续投产为公司创造了良好的效益；

- 担保机构中国农业银行拥有较强的担保偿付能力，为本期企业债券本息的按期偿付提供了有力的保障。

远东资信同时关注公司信用评级中的风险因素：

- 天然气、电力等原材料成本的上升以及运输成本的影响仍是制约公司经营效益提高的重要因素；

- 随着公司业务规模的扩大以及产能的增加，公司资本性支出金额较大，对其未来现金流状况产生一定影响，偿债压力将有所增加。

跟踪评级报告

业务运营

通过2005年云南省化工行业的整合,云天化集团磷复肥产品的生产能力快速扩大,2005年其磷复产品的销售收入占主营业务收入的比重达到了55%,使公司主营收入较2004年有较大幅度的增长,同比增长了149.77%。2006年,随着公司所投入的主营产品阔增产能的项目(年产120万吨磷酸二氨和10万吨/年烧碱和10万吨/年聚氯乙烯项目)陆续投入投产,公司主营业务收入水平继续呈现良好的增长态势,实现主营业务收入147.57亿元,同比上升了36.90%,使其在大规模的兼并重组后经营达到了较理想的状态。但由于公司主营产品的主要原材料天然气、电力价格上涨以及运输成本的上升,2006年公司主营业务成本大幅上涨,使云天化集团的毛利率水平较2005年有所下降,为24.44%,公司的经营效益有所下降,EBIT收益率也下降为12.53%。

公司近年来均处于投入扩建期,每年均有大量的在建项目,2006年公司在建的项目有下属子公司云南天安化工有限公司的年产50万吨合成氨项目、云南三环化工股份有限公司的年产120万吨磷酸二氨、云南磷化集团有限公司的200万吨/年磷矿采选以及玻纤业务方面的产能增加项目。大量的资金投入使云天化集团2006年的总债务较上年有大幅上涨达到了134.85亿元,较2005年增加了61.70%,公司的整体负债水平有所上升,2006年的总债务与资本总额的比率为57.75%。大量的资本性支出对于资金的需求以及大量项目在建而未能发挥经营效益使公司短期内偿债压力有所提升。在今后几年中,预计公司资本性支出仍比较大,偿债压力仍比较大。

虽然偿债压力有所上升,但2005年行业整合之后公司仍保持较强的偿债能力,公司2005年和2006年经营性现金净流入分别为18.23亿元和15.78亿元,与期末总债务的比率分别为21.87%和11.70%,EBIT利息偿付分别为4.64和3.82。2006年相较于2005年来说,虽然主营业务收入有所增长,由于主营业务成本上升而导致利润空间被压缩以及大规模投资带来的债务增加,使2006年的财务表现较2005年有所减弱。

公司采取“以肥为主,相关多元”的发展战略,努力培育化肥、有机化工和新材料三个效益增长点。公司目前主营业务收入中比重较大的是磷复肥,目前已形成420万吨的年产量,而生产磷复肥的主要原材料为磷矿。由于磷矿资源日益稀缺,我国磷矿石资源在磷化工行业中的地位日益突出,目前国内磷矿石价格继续走高,受到需求增长带动以及国内磷矿整治的影响,未来磷矿石价格也将保持在较高的水平。云天化集团通过股权收购、政府划转等方式掌握了全省70%—80%的磷矿资源开采权,在磷化工产业已形成了完整的产业链。随着200万吨/年磷矿采选工程2007年7月的投入使用,公司在磷复肥方面的生产优势将会更加突出,同时将进一步提升其2007年的业绩。近年来,国务院把发展农业摆在头等重要的位置,在地少人多的中国发展农业则将使化肥的需求进一步增加,特别是农业结构的调整将有助于化肥

产业的发展。而在产业政策上，未来化肥出厂价格将逐步放开，化肥流通过程中的行政干预措施以及各种优惠、补贴政策将逐步取消，价格放开所提升的销售价格将大于取消优惠政策而带来的成本上升，有利于公司经营效益的提高。而在有机化工和新材料方面，主营产品分别为聚甲醛和玻璃纤维，公司分别拟投资建成6万吨/年聚甲醛生产能力和10万吨/年玻纤生产能力，给公司带来新的利润增长点。

值得关注的是，公司的黄磷产能尚未能得到充分发挥。电力是生产黄磷的主要原材料，也是影响黄磷成本的重要因素。由于云南省工业经济的快速增长近年来电力供应趋于紧张，为平衡电力供需矛盾云南省启动了全省计划用电，对黄磷等高耗能生产实行停产让电，导致公司下属主要生产黄磷的子公司云南马龙产业集团股份有限公司年开工月数较少，使公司的这块业务经营效益较差。今后公司若能解决电力问题使黄磷的产能得到充分发挥将进一步提升公司的业绩。

募集资金项目进展

公司2006年4月发行了10亿元15年期企业债券，募集资金用于公司本部及下属4个子公司共6个项目，项目总投资为57.06亿元目前各项目均按计划进行，资金使用情况良好。

项目所属子公司	项目	项目总投资 (亿元)	项目进展	项目投资回 收期(年)
云南天安化工有限公司	年产50万吨合成氨	23.30	2007年10月投产	9.0
云南富瑞化工有限公司	年产120万吨磷酸二氨	16.80	已于2006年投产	7.1
云南盐化股份有限公司	10万吨/年烧碱和10万吨 /年聚氯乙烯	6.70	已于2006年投产	5.7
	1万吨/年氯化聚氯乙烯			
云南云天化股份有限公司	2万吨/年聚甲醛	4.10	2006年投产	7.44
云天化集团有限责任公司	200万吨/年磷矿采选	6.16	2007年7月投入使用	9.78

担保主体

中国农业银行（以下简称“农行”）是四大国有独资商业银行之一，是中国金融体系的重要组成部分，总行设在北京。在国内，农行网点遍布城乡，资金实力雄厚，是中国最大的商业银行之一。在海外，农行同样通过自己的努力赢得了良好的信誉，被《财富》评为世界500强企业之一。

2005年，中国农业银行牢固树立和落实科学发展观，坚持加快有效发展与稳健经营，切实转变业务增长方式，着力开拓优质市场，深化内部机制改革，实施全面风险管理，主要经营指标创历史新高，综合竞争力进一步提升。截至2005年末，中国农业银行资产总额达47710.19亿元，同比增加7572.49亿元，增幅18.87%；本外币各项存款增加5453.05亿元，本外币储蓄存款增量居同业首位；本外币各项贷款增加2392.19亿元，同比少增824.6亿元，贷款结构持续优化，全年优良客户贷款增量占比95.54%；各项中间业务快速发展，全年实现中间业务收入96.13亿元，同比增加24.4亿元，增幅34.02%。实现投资收益232.82亿元，非

利息收入占净利息收入比重提高到 14.06%；银行卡发卡量、银行间市场交易量、债市通交易量、基金代销规模、国际结算和结售汇业务增长率等业务指标均居国内同业首位。

2005 年，中国农业银行实现经营利润 424.83 亿元，同比增加 105.09 亿元；实现税前利润 78.78 亿元，消化历史包袱 346.05 亿元。由于政策和历史原因，农行过去长期从事某些收益较低的专项贷款业务，导致农行的不良资产比率在四大国有银行中最高，不良资产规模最为庞大。但近年来，农行实施全面风险管理，初步构建信用风险、市场风险、操作风险相结合的全面风险管理模式，使风险管理技术不断提升，防范各类风险的能力不断提高，不良贷款的比率逐年下降，2005 年不良贷款占比为 26.17%，比上年下降 0.56 个百分点，而 2006 年末不良贷款比率则继续下降为 23.55%。

继中、建、工行初步完成股改后，2007 年 1 月 23 日农行宣布，将以“整体改制，择机上市”作为总体目标，目前正在为整体改制和上市做准备。因此，农行作为四大国有商业银行之一，在我国金融体系中有举足轻重的作用，其未来将保持稳健的发展态势。

附录1：长期信用等级符号及释义

银行间债券市场长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示分别为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。等级释义如下：

AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	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	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	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	不能偿还债务。

除AAA级，CCC级（含）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。

附录 2: 主要财务指标定义

营业额 = 报告期主营业务收入;

EBIT = 报告期息、税前盈余 (扣除非经常性损益);

总债务 = 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额 + 一年内到期的长期负债余额 + 年末长期借款余额 + 年末应付债券余额;

净债务 = 总债务 - 年末货币资金余额;

短期债务 = 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额 + 一年内到期的长期负债余额

资本总额 = 总债务 + 年末股东权益 + 年末少数股东权益;

毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 营业额 * 100%;

EBIT 收益率 = EBIT / 营业额 * 100%;

EBIT 利息偿付 = EBIT / (报告期发生的利息支出 + 报告期资本化利息);

净债务 / EBITDA = 净债务 / (EBIT + 报告期提取的折旧 + 报告期长期资产摊销额);

总债务 / 资本总额 = 总债务 / 资本总额 * 100%。