

2010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

评级观点

跟踪评级结果：AAA

跟踪评级时间：2010年8月20日

评级历史

时间 结果

初次评级：2006年4月7日 AAA

第一次跟踪评级：2007年4月24日 AAA

第二次跟踪评级：2008年4月30日 AAA

第三次跟踪评级：2009年5月07日 AAA

主要财务指标

人民币：百万元	2007	2008	2009年
营业额	22646.81	30488.18	25726.23
EBIT	2665.89	2341.81	-1603.54
总资产	39814.16	55175.22	57642.12
所有者权益	12638.38	15363.51	13606.83
资产负债率(%)	68.26	72.16	76.39
主营业务毛利率(%)	23.29	28.85	10.75
EBIT 收益率(%)	11.77	7.68	-6.23
EBIT 利息偿付(x)	3.36	1.6	-1.43
经营性净现金流/流动负债(%)	20.02	5.91	6.55
净资产收益率(%)	12.72	4.85	-17.56

注：1、2007年和2008年数据来源于公司2008年审计报告，2009年数据来源于公司2009年审计报告；
2、表中数据计算公式参见附录2；
3、EBIT利息偿付计算中未包含资本化利息支出数。

分析员：丁奎

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: alexdingkui@gmail.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。

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：

- 为支持国内化肥行业发展，2009年国家将化肥行业列入石化产业调整振兴规划，并采取了取消化肥出厂限价、下调化肥出口关税等措施，这将有利于化肥行业的长远发展和行业整体盈利能力的改善；

- 云天化集团主营六大产业的规模优势、资源优势和技術优势较突出，加强了其在化工行业的龙头地位，整体抗风险能力较强；

- 公司的资本性资金需求主要依赖银行借款满足，资产负债率因而上升，财务结构稳健性有所减弱；

- 原材料采购和税金支出的减少使得公司2009年经营性现金流较上年有所改善，但磷肥产品价格的下跌导致公司经营亏损，经营效益下滑；

- 中国农业银行股份有限公司为本期债券本息提供了不可撤销连带责任保证担保，加之其自身资本实力较强，为本期债券本息的按期偿付提供了有力保障。

远东资信同时关注公司信用评级中的风险因素：

- 公司氮肥业务仍受上游天然气供应紧张制约，短期内无法得到有效解决，且2010年天然气价格上调将增加公司氮肥业务生产成本；

- 国内氮磷肥产能过剩使相关产品市场价格面临一定的下行压力，可能对公司盈利能力产生不利影响；

- 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，偿债压力将会有所增加。

跟踪评级报告

业务运营

云天化集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为成立于1974年的云南天然气化工厂；1997年3月，经云南省政府批准，云南天然气化工厂完成公司制改革，成为云南省政府授权经营的国有独资有限责任公司。经过多年的发展，公司已从单一氮肥为主的化肥生产企业，发展成为以化肥为核心业务，以玻璃纤维、盐及盐化工、有机化工、磷矿开采和磷化工为主要发展方向的大型产业集团。公司旗下拥有多家全资、控股子公司，员工人数达到34000余人。除氮肥业务受天然气供应紧缺影响外，公司在磷矿及磷化工、盐及盐化工等领域均建立起较为完善的产业链；在玻璃纤维和有机化工领域，公司也具有较大的影响力。

化肥板块

公司该板块业务主要以生产氮肥（尿素为主）和磷复肥为主，2007年随着子公司云南中寮矿业开发投资有限公司在老挝建设5万吨试验性生产装置，公司开始涉足钾肥业务。截至2009年末，公司尿素产能98万吨（以天然气为主要原材料使公司具有一定的成本优势，其尿素生产装置为国内生产能力最大的生产装置之一，2009年新增产能为17万吨），当年产量为75.83万吨左右，产能利用率在77.38%左右，当年销售71.05万吨（大部分在云南省内销售）。公司尿素生产所用天然气由川渝气田输送，除公司外，西南地区其他化肥企业如四川泸天化股份有限公司、贵州赤天化股份有限公司等所用天然气也由该气田供应。近几年来，天然气供应紧张成为制约公司氮肥业务进一步发展的瓶颈。为解决这一问题，同时也为应对未来天然气价格上涨对氮肥生产成本的不利影响，2008年公司以6.12亿元增资内蒙古呼伦贝尔金新化工有限公司（以下简称“金新化工”），增资后公司持有金新化工51%股权，以利用该地区丰富煤炭资源生产氮肥，该项目设计产能合成氨50万吨/年、尿素80万吨/年，目前该项目仍处于建设阶段。2009年末，公司磷复肥产能625万吨/年（产能位居亚洲第一、世界第二，当年新增产能144万吨），当年产量346.11万吨，当年销量339万吨，已成为国际知名的生产各类高浓度磷复肥和专用复合肥的大型磷化工企业。2009年公司化肥板块实现营业收入143.82亿元，其中磷复肥营业收入为128.06亿元，仍占主导地位，氮肥营业收入为15.76亿元；2009年氮肥业务实现税前利润为0.76亿元；因磷肥产品价格下跌，2009年磷肥业务亏损27.93亿元，直接导致公司整体亏损。

玻璃纤维

因F09项目建成，2009年公司玻璃纤维产能增加至50.85万吨，其作为中国玻璃纤维行业三大生产基地之一的地位得到进一步增强。2009年公司玻璃纤维产量为28.69万吨，当年销量30.00万吨。2009年玻璃纤维板块实现营业收入22.76亿元，税前利润0.66亿元。

有机化工

有机化工方面，公司主要产品为聚甲醛和季戊四醇。2009 年公司聚甲醛和季戊四醇产能分别为 7 万吨/年和 1.2 万吨/年，当年产量分别为 4.24 万吨和 0.89 万吨，分别销售 4.50 万吨和 1.25 万吨。2009 年公司有机化工板块实现营业收入 4.45 亿元，亏损 0.96 亿元。

盐及盐化工

公司是云南省内最大的食盐、工业盐和烧碱生产企业，也是云南省唯一具有食盐生产、批发许可证的企业，拥有云南省 96% 的盐矿资源，在云南省设立了 4 个食盐生产基地和遍布全省的 16 个分公司、25 个碘盐配送中心，形成了产销一体化的经营体系；加之食盐专营政策，使公司该业务在云南市场居于垄断地位（市场份额为 96%）。2009 年末，公司食用盐和工业盐产能分别为 40 万吨和 60 万吨，当年产量分别为 34.04 万吨和 53.79 万吨，2009 年销量分别为 35.20 万吨和 45.00 万吨。此外，2009 年公司还生产烧碱 9.41 万吨、PVC10.00 万吨。2009 年公司盐及盐化工板块实现营业收入 14.46 亿元，税前利润 0.21 亿元。

磷矿开采

磷矿开采业务是公司业务发展的基础产业，在公司整个产业结构中起着举足轻重的作用。公司控制着云南省 70% 以上磷矿资源，拥有国内最大的大型现代化露天磷矿，所生产磷矿主要用来生产磷肥以及磷化工产品，少部分外销。2009 年公司采矿能力和选矿能力分别达到 1230 万吨/年（国内第一、世界第三）、1010 万吨/年。2009 年磷矿开采业务实现营业收入 20.10 亿元，税前利润 4.03 亿元。

磷化工

公司磷化工业务主要以基础磷化工产品的生产和销售为主，主要产品为黄磷。2009 年末公司已形成 18.72 万吨黄磷生产能力，因市场价格较低，2009 年公司黄磷产能仍未能得到充分发挥，公司下属主要黄磷生产子公司云南马龙产业集团股份有限公司（以下简称“马龙产业”）年开工月数较少，全年实际运行率仅为 50.27%。2009 年公司生产黄磷 7.26 万吨，当年销售 8.50 万吨；此外，截至 2009 年末，公司已形成 20 万吨三聚磷酸钠产能，当年生产三聚磷酸钠 4.74 万吨。2009 年公司磷化工业务实现营业收入 13.25 亿元，亏损 3.14 亿元。

表 1 2009 年公司在建的主要项目

开工时间	计划投产时间	投资项目名称	投资总额(亿元)	项目建设内容	项目进展情况
2006	2012	200 万吨/年磷矿采选	6.16	采用露天开采的方式在安宁县街建设 200 万吨/年磷矿采矿装置及采用正反浮选工艺的 200 万吨/年浮选装置, 配套尾矿库、输送管线和公用工程	选矿项目已经基本完工, 正在进行试生产; 采矿项目还在前期准备阶段。
2008	2009	cpic 一分厂项目-F09	3.93	通过改造达到 6.5 万吨/年玻纤生产能力	已建成、待点火
2008	2009	CPIC 长寿 7.5 万吨玻纤项目-F10	7.54	建设年产 7.5 万吨玻纤维生产线。	土建基本完成, 进入设备招投标工作
2007	2010	450 万吨/年磷矿采选项目	11.08		正进行土建工程施工, 尾矿管道隧道挖掘已完成总量的 60%, 完成浮选柱试验, 进行部分设备的安装
2008	2011	呼伦贝尔金新化“5080”项目	31.47	建设年产 50 万吨合成氨、80 万吨尿素(煤头)	主体工程已安装完成, 正在安装关键设备
2008	2011	云南水富煤代气技改工程	9.50		土建工作已完成, 完成设备招标工作, 及关键设备的安装。
2008	2011	青海云天化国际磷复肥项目	31.14	建设年产 20 万吨合成氨、30 万吨熔融尿素、12 万吨磷酸、24 万吨磷酸二铵和 40 万吨 NPK	一期已建成投产, 二期在进行设备安装。
2008	2011	云天化国际低温位热能利用项目	6.91	采用低温位热能回收技术, 改造硫磺制酸装置, 使硫酸装置生产过程中的热能回收利用利用率由 60% 提高到 90%以上	进入试运行阶段。

资料来源: 公司提供及远东资信整理

为维持公司持续发展、降低化肥业务对天然气供应依赖度以及完善磷化工产业链等目的, 2009 年公司投资续建包括 200 万吨/年磷矿采选项目、呼伦贝尔煤化工在内的多个项目, 加之公司购置的机器设备等固定资产、无形资产以及对外长期股权投资, 2009 年公司资本性支出约为 59.88 亿元。公司主要通过银行借款等融资方式筹集资金, 使得 2009 年末公司负债总额上升至 440.35 亿元, 资产负债率亦提高至 76.39%, 公司财务结构稳健性有所弱化。从公

司债务期限结构看，流动负债总额为 257.84 亿元，占比为 58.55%，其中银行借款（短期借款及一年内到期长期借款）为 129.08 亿元，在一定程度上增加了公司的短期偿债压力。

2009 年公司实现主营业务收入 257.26 亿元，同比下降 15.62%，其中化肥板块主营业务收入为 143.82 亿元，占比为 55.90%，依然为公司主导业务。受产品价格下降的影响，2009 年公司毛利率由上年 28.85% 降至 10.75%，当年净亏损 25.43 亿元，经营效益明显下降。2009 年公司经营性现金净流入由上年的 13.52 亿元增加至 17.36 亿元，经营性净现金流与流动负债的比率由上年的 5.91% 小幅上升至 6.73%，但营业亏损使得公司依靠自身经营按期偿付利息能力减弱，整体而言，公司偿债能力仍较弱。

根据 IFA 预测，2010 年全球氮肥产量为 1.556 亿吨，需求约为 1.512 亿吨，而磷肥供给将超出需求 550 万吨，全球氮肥及磷肥市场价格存在下行压力。从国内情况看，2010 年国内尿素产量将突破 6500 万吨，而市场需求约为 5200.00 万吨，产能过剩 1300 万吨左右。根据中投顾问数据，2010 年国内磷肥产能为 2000 万吨，而需求量将在 1200 万吨左右，产能过剩 800 万吨，国内氮肥及磷肥市场价格仍面临一定的下行风险，但因相关产品市场价格已经较低，若价格继续下行导致化肥生产企业无法弥补变动成本，部分化肥生产企业将关闭生产装置以待市场价格回升，这使得氮磷肥产品价格下降幅度将被限定在一定范围内。随着上海蓝星聚甲醛有限公司 6 万吨和公司 4 万吨聚甲醛项目于 2009 年投产以及中海石油天野化工股份有限公司等公司新建的聚甲醛项目于 2010 年投产，国内聚甲醛行业面临着产能过剩的风险，聚甲醛市场价格面临着下行压力，可能会对公司经营效益产生不利影响。就盐及盐化工领域来看，凭借公司在云南省内的垄断地位以及食用盐产品特征，远东资信认为 2010 年盐及盐化工营业收入和毛利率仍将保持稳定。

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 个子项目共 6 个项目，项目总投资为 57.06 亿元，目前各项目均按计划投产，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	2008 年 6 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 1 万吨/年氯化聚氯乙烯	6.70	已于 2006 年投产	5.7
云南云天化股份有限公司	2 万吨/年聚甲醛	4.10	2006 年已投产	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 10 月投产	9.78

资料来源：公司提供

担保主体

中国农业银行股份有限公司（以下简称“农行”）前身为成立于 1951 年的中国农业银行，

2009 年 1 月 15 日,中国农业银行由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司并更名为现名。农行是国有四大商业银行之一,是中国金融体系的重要组成部分。农行国内网点遍布城乡,总数达到 2.41 万个;资金实力也较为雄厚,2008 年获得中央汇金投资公司 1300 亿元注资后,农行资本实力进一步增强。

农行已按照《公司法》等相关法律法规要求建立起较为完善的治理结构;明确了股东大会、董事会、监事会职责、制定了相应的议事规则。根据《中国农业银行股份有限公司首次公开发行股票(A股)招股说明书》披露的信息,农行董事会由 13 名董事组成,其中外部独立董事 3 人,所有董事均具有多年银行业工作经验或拥有较为丰富的财务、审计等专业知识;监事会由 5 人组成,均具有多年的监事工作经验且拥有监事工作所要求的必要的财务、法律等方面专业知识。在建立及完善治理结构的同时,为适应其发展需要,农行对其内部组织结构也进行了调整,例如,农行将总行各部门划分为三农金融业务、对公业务、个人业务、风险管理、资金财务、科技产品和行政支持等 7 部门,以提高市场响应速度和管理决策效率;未来一段时间,农行将按照总行 7 大职能划分对分支行管理体系进行调整。总的来看,农行基本形成了独立运作、密切配合、相互制衡和有效监督的现代商业银行公司治理机制。

2009 年,农行认真贯彻落实国家宏观调控政策,着力推进经营战略转型,严格控制营运风险,全面推进股改工作,主要经营指标创历史新高,综合竞争力进一步提升。截止 2009 年末,农行资产总额达 88825.88 亿元,同比增长 26.63%。其中客户贷款及垫款净额为 40114.95 亿元、现金及中央银行存款 15178.06 亿元,同比分别增长 33.05%和 32.46%。2009 年农行通过积极推进经营战略,经营方式和盈利模式转型,切实增加优质资产,贷款结构持续优化。从公司类贷款地区结构上看,珠三角、长三角及环渤海经济圈贷款占比为 59.60%;从公司类贷款行业分布情况看,房地产贷款占比为 14.40%,公用事业行业贷款占比为 13.9%。截至 2009 年 12 月 31 日,农行负债总额 85396.63 亿元,其中客户存款总额为 74976.18 亿元,较上年增加 14001.90 亿元。从客户存款结构上看,个人存款占比 58.20%,公司客户存款占比 38.7%,分别较上年增加 6284.69 亿元和 7373.73 亿元;从存款期限结构上看,定期存款比重由上年的 43.18%降至 41.40%,而活期存款占比则上升到 55.50%。

2009 年农行实现营业收入 2222.74 亿元,其中利息净收入 1816.39 亿元、中间业务收入¹356.40 亿元,中间业务收入占比为 16.03%。2009 年,农行实现净利润 650.02 亿元,同比增长 26.33%,总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.82%和 20.53%²。2009 年末农行资本充足率为 10.07%,不良贷款率由上年的 4.32%下降到 2.91%,拨备覆盖率由 2008 年的 63.53%上升至 105.37%。

根据《中国农业银行股份有限公司首次公开发行股票(A股)招股说明书》披露的信息,农行的发展目标是凭借其在城市和县域地区的领先地位,成为一家世界级的金融企业。为实

¹ 手续费及佣金收入。

² 全面摊薄净资产收益率。

现其发展目标，农行将通过关注重点客户、重点区域，推广创新型、高附加值的产品和服务，强化其在城市地区的领先地位；通过抓住县域地区城镇化、工业化进程，为县域地区的客户提供综合化的金融服务解决方案、满足县域中高端个人客户的金融需求，积极拓展与新型农村养老保险和合作医疗保险相关的金融服务机会等措施来巩固其在县域地区的优势；另外，农行还将继续优化多渠道分销网络、扩大产品和服务组合和强化风险管理和内部控制。总的来看，随着农行上市，其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，使其能够为本期债券本息的按期偿付提供有力保障。

重大事项提示

- 2009年11月8日，公司及下属控股子公司云南马龙产业集团股份有限公司（以下简称“马龙股份”）、昆明钢铁控股有限公司（以下简称“昆明钢铁”）达成重大资产重组协议，拟先由马龙股份将其原有资产、负债出售给公司，而后昆明钢铁将煤焦化资产注入马龙股份。本次重大资产重组完成后，昆明钢铁持有马龙股份68.46%股权，成为其实际控制人。截至报告日，马龙股份正在按照证监会行政许可申请材料补正通知书的要求进行相关材料补正。

- 2009年11月3日，欧盟玻璃纤维制造商协会（APFE）向欧盟委员会提起申请，对原产自中国的玻璃纤维产品进行反倾销调查。2010年5月20日，欧盟委员会公告称将针对原产自中国的玻璃纤维产品进行反倾销调查。

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（新会计准则下为营业收入）；

EBIT = 报告期息、税前盈余；

毛利率 = (主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 * 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)；

净资产收益率 = 净利润 / 年初末平均净资产 * 100%；

资产负债率 = 总负债 / 总资产 * 100%；

经营性净现金流/流动负债(%) = 经营性现金流量净额 / ((期初流动负债 + 期末流动负债) / 2) * 100%。

上海远东资信评估有限公司声明

- 一、除因本次评级事项上海远东资信评估有限公司与云天化集团有限责任公司构成受托委托关系外，上海远东资信评估有限公司、本次评级分析员与云天化集团有限责任公司不存在任何直接或间接的利益关系。
- 二、上海远东资信评估有限公司本次评级分析员履行了尽职调查与诚信尽责的义务，保证出具的评级报告的客观、准确、公正、及时。本报告中引用的资料主要由发行人提供，上海远东资信评估有限公司不对引用资料的真实性负责。
- 三、上海远东资信评估有限公司本次对云天化有限责任公司的评级结果不是向投资者提供购买或出售云天化集团有限责任公司已经存在或日后发行的有价证券的建议。
- 四、上海远东资信评估有限公司出具的评级结论是根据上海远东资信评估有限公司内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因被评对象和其他任何组织及个人的任何影响改变评级意见。
- 五、本评级报告版权归上海远东资信评估有限公司所有，未经上海远东资信评估有限公司书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发、和出售报告的信息。