

2013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

跟踪评级

企业债券信用等级: **AAA**

评级展望: **稳定**

时间: 2013年5月31日

债券存续期间: 2006.4.28 - 2021.4.27

评级历史

	时间	结果
初次评级:	2006年4月7日	AAA
上次跟踪评级:	2012年12月13日	AAA

主要财务指标

人民币: 亿元	2010	2011	2012	2013.3
营业额	376.66	461.39	598.79	122.73
EBIT	24.42	37.35	27.48	3.81
总资产	670.66	803.49	854.50	895.68
所有者权益	149.10	176.14	192.83	188.31
总债务	411.00	469.26	534.04	580.30
毛利率 (%)	22.97	22.33	15.66	15.27
EBIT 收益率 (%)	6.57	8.20	4.65	3.17
EBIT 利息偿付 (x)	1.74	1.77	0.88	0.50
净债务/EBITDA (x)	6.41	4.91	7.87	--
总债务/资本总额	73.38	72.71	73.47	75.50
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.75	5.29	5.21	--
净资产收益率 (%)	5.41	8.58	-1.05	--

注: 1、2010-2012年数据来源于公司年度审计报告; 2013年1季度数据来源于公司未审计财务报表;
2、表中数据计算公式参见附录2。

分析员: 陈红如 邵志洁

评级机构: 上海远东资信评估有限公司

电话: 0086-021-61428000 (总机)

E-mail: jessicashao08@163.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:

- 云天化集团六大产业的规模优势、资源优势和技术优势较突出, 加强了其在化工行业的龙头地位, 具有一定的整体抗风险能力;

- “十二五”规划明确提出将促进基础肥料向优势企业、资源产地集中, 公司作为化肥行业龙头企业, 将从中受益; 2013年化肥关税政策在一定程度上将有利于增加出口、缓解国内产能过剩;

- 2012年黄磷行业准入条件的出台或将为公司黄磷业务的持续发展提供良好的外部环境;

- 下属子公司云天化股份完成资产重组, 注入资产涵盖了从上游的磷矿采选到下游的磷肥及磷化工的完整产业链, 有利于充分发挥集团协同效应;

- 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, 其自身资本实力强, 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:

- 公司磷肥生产原材料硫磺对外依存度过高, 加大了成本控制压力; 氮肥生产短期内仍受天然气供应紧张及价格上涨的制约;

- 国家通过关税调整以保障化肥物资安全, 使得化肥生产企业经营面临不确定性;

- 公司玻纤产品出口依赖较大, 近年来主要进口国需求低迷影响了公司经营及盈利的稳定性; 因国内聚甲醛产能严重过剩, 市场需求低迷, 产品价格下跌较快, 导致有机化工业务出现亏损;

- 公司资本性支出需求主要依赖银行借款来满足, 资产负债率高, 利息负担重, 而公司现金流表现一般, 未来面临一定的偿债压力;

- 2012年公司主营业务收入保持增长, 但毛利空间收窄, 加之期间费用刚性制约, 当年出现经营亏损, 公司整体经营效益欠佳。

评级展望

远东资信对云天化集团本期企业债券的信用评级展望为稳定。

跟踪评级报告

企业概况

云天化集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身系创建于 1974 年的云南天然气化工厂，是我国 70 年代初首批引进国外成套设备建成的 13 家大型氮肥生产企业之一。1997 年 3 月，经云南省人民政府批准整体改制为省政府授权经营的国有独资有限责任公司，变更为现名，注册资本为人民币 6.80 亿元。后经增资等事宜，截至 2011 年末，公司注册资本为 26.80 亿元，为云南省人民政府国有资产监督管理委员会下的国有独资公司。2012 年 12 月，云南省国资委与云南省能源投资集团有限公司（以下简称“能投集团”）签订了《云天化集团有限责任公司增资扩股协议》，能投集团向公司投资 30.00 亿元，其中 3.00 亿元计入“实收资本”科目，27.00 亿元计入“资本公积”科目。此次增资后，公司注册资本增至 29.80 亿元，云南省国资委与能投集团分别持有公司 89.93%、10.07% 的股权。公司拥有二级子公司 28 家（全资子公司 16 家，控股子公司 12 家），其中包括 2 家上市公司¹，即云南云天化股份有限公司（SH600096，公司持股 55.83%）、云南盐化股份有限公司（SZ 002053，公司持股 43.38%）。

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重要发展方向的大型综合性产业集团。公司是全国 512 家重点企业之一和云南省重点扶持的 10 家企业集团之一；在中国企业联合会和中国企业家协会评选的 2012 年中国企业 500 强中位于第 213 位。

截至 2012 年末，公司总资产为 854.50 亿元，同比增长 6.35%；净资产 192.83 亿元，同比增长 9.48%；2012 年实现营业收入 598.79 亿元，较上年增长 29.78%；净亏损 1.94 亿元。

表 1：2012 年末公司主要业务板块/产品产能情况

业务板块	产品名称	产能（万吨）	业务板块	产品名称	产能（万吨）
化肥	氮肥	76	磷矿采选	磷矿开采	1223
	磷肥	814		磷矿擦洗	620
玻纤新材料	玻璃纤维	53.9		磷矿浮选	400
有机化工	聚甲醛	9	盐及盐化工	食用盐	40
	季戊四醇	1.2		工业盐	60
磷化工	黄磷	18.7		烧碱	10
	三聚磷酸钠	21.5		PVC	10

资料来源：公司提供，远东资信整理

¹ 公司原控股三家上市公司，分别为云南云天化股份有限公司、云南盐化股份有限公司、云南马龙产业集团股份有限公司（简称“马龙产业”，SH 600792）。由于马龙产业持续亏损，2009 年 10 月 12 日，马龙产业因重大资产重组事项停牌。2011 年 10 月，马龙产业与昆明钢铁控股有限公司（简称“昆钢控股”）进行了资产重组，马龙产业名称变更为“云南煤业能源股份有限公司”（简称“云煤能源”）。重组后，昆钢控股持有云煤能源 27400 万股，占总股本比例 68.46%；云天化集团持有云煤能源 6628.05 万股，占总股本比例 16.56%。

业务运营

公司主营业务分为化肥、磷矿采选、磷化工、玻璃纤维、盐及盐化工、有机化工六大板块，未来将继续推进“肥为基础、肥化并举、相关多元、转型升级”的战略发展规划，有助于提升整体抗风险能力。

化肥板块

2012 年公司化肥板块实现营业收入 169.61 亿元，同比增长 6.74%，其中磷肥营业收入为 150.79 亿元，氮肥（尿素为主）营业收入为 18.82 亿元；该板块实现营业利润 51.93 亿元，同比减少 1.83%，其中磷肥营业利润为 46.07 亿元，氮肥实现主营业务利润为 5.86 亿元。2012 年公司磷肥主要生产平台-云南云天化国际化工股份有限公司实现净利润为 6.70 亿元，氮肥主要生产平台-云天化股份有限公司净亏损 5.48 亿元。

公司磷肥业务具有规模优势，但主要原材料硫磺对外依存度较高，公司面临一定成本控制压力

截至 2012 年末，公司磷肥产能 814 万吨（其中，高浓度磷复肥产能约 750 万吨），产能位居亚洲第一、世界第二。2012 年公司磷酸一铵产销量分别为 95.05 万吨、102.38 万吨；磷酸二铵产销量分别为 331.43 万吨、379.65 万吨。相比国内磷肥生产企业，公司在原料获取、经营规模、市场占有率等方面优势明显，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。

公司磷肥生产原材料主要包括磷矿石、合成氨、硫磺。以 P_2O_5 保有储量计算，公司保有资源量 6.7 亿吨，自供率约为 73.5%；合成氨亦由公司配套生产装置供应，自供率约为 93%。因拥有较明显的资源优势，公司磷肥毛利率保持在 25% 左右，高于 15% 的行业平均水平（2012 年公司磷肥毛利率达 30.55%）。但我国硫资源相对有限，对外依存度高达 60%；公司生产所需的硫磺主要从国外进口，由云天化联合商务公司统一集中采购，采购地包括北美、中东、中亚、西欧和东南亚。近年来硫磺价格波动幅度较大，一定程度上影响了公司磷肥业务的盈利稳定性（2009 年公司因高价硫磺而出现亏损）。

此外，为解决我国磷铵产能过剩问题和提高磷矿资源的利用，2011 年工信部发布了《磷铵生产准入条件（征求意见稿）》，规定三年内原则上不再新建或改扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置；按照区域规划需要搬迁的企业再新建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置时，必须有磷、硫资源保障。该准则的出台有助于规范磷复肥行业发展，遏制行业盲目投产建设，为公司磷肥业务的持续发展提供了良好的外部环境。

公司氮肥生产受天然气供应紧张及其价格上涨的制约；煤代气项目正式投产后，公司氮肥经营稳定性或将有一定程度的提高

公司氮肥生产规模位居云南省第一，截至 2012 年末，公司氮肥产能 76.00 万吨，当年产量 52.65 万吨，销量 55.18 万吨（大部分在云南省内销售）。天然气是公司氮肥生产的主要原

料，约占其生产成本的 50%-60%，并由川渝气田输送；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。云南省油气公司每年都要安排省内各大企业 30 天左右的停气时间，导致氮肥生产季节性开工不足。同时，随着天然气定价机制改革²的推进和先进煤造气技术的应用，以天然气为原料的氮肥生产企业亦面临成本上升压力。2012 年云天化股份有限公司氮肥装置检修停车共计 122 天，氮肥产量较上年下降；而同期外购天然气比重增加，推动公司氮肥生产成本增加³。受此影响，2012 年公司氮肥毛利率由上年的 54.19% 降至 31.14%。

面对原料天然气供应紧张和涨价的风险，公司积极规划和实施煤代气生产合成氨、尿素项目。一是水富煤代气技改项目，建设产能 26 万吨甲醇装置和副产 0.65 万吨硫磺生产装置，原计划总投资额 9.47 亿元，2011 年调整为 17.92 亿元，2012 年末已投入 17.76 亿元。二是煤头尿素项目，建设年产 50 万吨合成氨和年产 80 万吨尿素项目，原计划总投资额 31.50 亿元，2012 年调整为 49.34 亿元，2012 年末本项目及其配套项目（“型煤”项目、“污水零排放”项目）合计投入了 49.72 亿元。截至 2012 年末，上述煤代气项目进入全面调试和整改阶段；预计 2013 年底正式投产后，将改变公司传统氮肥产业对天然气资源高度依赖的局面，推动公司氮肥原料结构调整，保障公司传统优势产业的盈利水平。

“十二五”规划明确提出将促进基础肥料向优势企业、资源产地集中，公司作为化肥行业龙头企业，将从中受益；2013 年化肥关税政策在一定程度上有利于增加出口、缓解国内产能过剩，但国家通过关税调整以保障化肥物资安全，亦使化肥生产企业经营面临不确定性

农业是关系国计民生的基础产业，化肥是现代农业的重要生产资料。“十二五”规划进一步明确了提升粮食生产能力和保持农民收入持续较快增长的目标；在可耕地有限的情况下，作为“粮食的粮食”，化肥需求仍将呈稳步增长态势。

“十二五”期间，化肥产业的重要任务之一是加快结构调整，一方面通过加快兼并重组、优化产业布局，促进基础肥料向优势企业集中，逐步形成以大型化肥企业为主导的生产经营格局。其中，氮肥企业将减少到 200 家以下，大中型企业产能比重达到 80% 以上；磷肥减少到 150 家以下，大型磷肥企业产能比重达到 70% 以上；钾肥将集中打造 3-4 家大型钾肥企业集团。另一方面，则是促进基础肥料向资源产地集中，包括支持企业在能源产地和有条件的粮

² 根据国家发展和改革委员会发改电〔2010〕211 号文件“国家发展改革委关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知”与发改价格〔2010〕789 号文件“国家发展改革委关于调整天然气管道运输价格的通知”，国产陆上天然气（川渝气田）出厂基准价格从 2010 年 6 月 1 日起每立方米提高 0.23 元，国家统一运价的天然气管道运输价格从 2010 年 4 月 25 日起每立方米提高 0.08 元。2011 年底，国家发改委宣布在广东广西两地率先实施天然气改革试点。2012 年 10 月，国家发改委发布了《天然气利用政策》，内容涉及“将继续深化天然气价格改革，完善价格形成机制，加快理顺天然气价格与可替代能源比价关系；建立并完善天然气上下游价格联动机制”等方面。

³ 在一定范围内，公司可享受国家计划气优惠价格。

棉主产区建设大型尿素生产基地；在滇、黔、鄂、川等磷资源产地，依托现有企业完善大型磷肥基地建设。公司作为化肥行业龙头企业，将从中受益。

化肥行业直接与农业生产相关联，关系到国家粮食生产的安全。同时，我国化肥行业的结构性供需矛盾依然比较突出，除钾肥需要一定量的进口外，氮肥和磷肥产能过剩，氮肥一直是最大的化肥出口品种。2005 年以来，国家频繁出台化肥行业的政策法规，在税收、运输、原材料供应等方面给予了化肥行业诸多优惠政策，一方面，保证国内市场供应，稳定化肥价格，保障农民种粮收益；另一方面，当国内化肥产能过剩时，增加出口消化企业过剩产能，增加化肥企业效益。其中，关税调整是国家政策影响化肥价格与产量的重要手段。国务院关税税则委员会 2012 年 12 月 17 日审议通过《2013 年关税实施方案》，自 2013 年 1 月 1 日起实施。其中，对化肥的出口税率做了多项调整。主要如下：尿素旺季特别出口税率由 110% 下调至 75%，淡季出口基准价由 2100 元/吨上调至 2260 元/吨，淡季出口基准税率由 7% 下调至 2%。磷肥出口关税的调整：DAP、MAP 的暂定税率由 2012 年的旺季 35%、淡季 7% 下调至 2013 年的全年 5%；淡季出口窗口期延长 1 个月（5 月 16 日-10 月 15 日）；DAP 淡季出口基准价上调 100 元至 3500 元，MAP 出口基准价上调 300 元至 3200 元。重过磷酸钙的暂定税率由 7% 下调至 5%，淡季时间与 DAP、MAP 一致。从 2013 年的化肥关税政策看，总基调是放松出口限制，一定程度上有助于缓解氮肥、磷肥行业产能过剩。但是，国家通过调节化肥出口关税以保障化肥物资安全，也给化肥生产企业的经营带来不确定性。

磷矿采选

凭借磷矿资源基础和采选技术优势，公司磷矿采选业务保持较强的盈利能力

磷矿采选业务是公司业务发展的基础产业，所产磷矿主要用于生产磷肥以及磷化工产品，少部分外销，在公司整个产业结构中起着举足轻重的作用。2012 年公司采矿能力为 1223 万吨/年、擦洗能力 620 万吨/年、浮选能力 400 万吨/年，均位居全国第一。2012 年公司开采磷矿 1242.80 万吨，磷矿开采业务实现营业收入 11.70 亿元，同比增长 17.71%；主营业务利润 6.48 亿元，同比增长 25.10%。公司磷矿采选的主要经营实体为全资子公司云南磷化集团有限公司，2012 年实现净利润 2.57 亿元。

公司所在的云南省是我国磷矿资源储量最大的省份，目前拥有磷矿资源储量 38.63 亿吨；并且资源分布相对集中，开采条件相对较好。公司目前建设有昆阳磷矿、海口磷矿、晋宁磷矿和尖山磷矿 4 座大型露天矿山。同时，公司中低品位磷矿开采技术优势明显，自主研发了浮选工艺技术和选矿药剂，回采率达到 90% 以上；而随着磷矿石品位的逐步下降，公司成本优势更加凸显⁴。2012 年，公司磷矿采选业务的毛利率达 55.34%（2011 年为 52.11%）。

⁴ 我国磷储量位居世界第二；但贫矿多、富矿少，难选矿多、易选矿少，适宜地下开采的多、露矿少。品位在 30% 以上的富矿仅占储量的 8%，平均品位仅有 17%；中低品位的磷矿采选难度大，富集成本高。在现有技术和经济条件下，国内磷矿企业平均回采率仅 60% 左右；而国家不允许“采富弃贫”，要求矿业公司贫富矿一起采，造成矿业企业成本较高。

磷化工

受当地电力供应不足及电价上涨影响，公司黄磷产能未能得到充分利用，毛利率下降；但 2012 年黄磷行业准入条件的出台或将为公司黄磷业务的持续发展提供良好的外部环境

公司磷化工⁵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。2012 年末公司黄磷产能 18.70 万吨，具有一定的规模优势；但受丰水期、枯水期影响，云南省电力供应对黄磷行业持续实行限电措施，公司黄磷生产装置开工时间不足，产能未能得到充分利用。2012 年公司黄磷产量 10.08 万吨，销量 12.39 万吨。

2012 年公司磷化工板块实现营业收入 38.52 亿元，同比增长 10.72%，营业利润 2.09 亿元，同比减少 63.59%；毛利率由上年的 16.50% 降至 5.43%，一方面是受国内黄磷产能相对过剩、产品价格下滑⁶等因素影响，另一方面是因为近年来电价上涨导致生产成本上升（公司没有配套的自备电厂、而电力成本在其磷化工生产成本中占比较高，约为 60%）。

总体上看，目前我国黄磷行业处于过度竞争的局面，产品价格波动较大、利润空间较小。2012 年 1 月，国家工信部公示了首批符合《黄磷行业准入条件》企业名单，其中湖北 9 家、四川 3 家、贵州 11 家、云南 22 家，或将在一定程度上加快黄磷行业落后产能淘汰进程⁷和抑制低水平重复建设，为公司黄磷业务的持续发展提供良好的外部环境。

玻璃纤维

作为我国第二大玻纤生产企业，公司具有一定的规模优势；但公司玻纤产品出口依赖较大，近年来主要进口国需求低迷影响了公司经营及盈利的稳定性

公司是国内玻璃纤维⁸三大生产基地之一，2012 年公司玻璃纤维产能 53.90 万吨，产量 38.16 万吨，销量 38.70 万吨。2012 年公司玻璃纤维板块实现营业收入 34.12 亿元（出口地区包括欧盟、北美、印度、日本等，结算币种以美元和欧元为主），同比减少 0.99%；主营业务利润 4.67 亿元，同比减少 38.23%。2012 年玻纤毛利率由上年的 21.94% 降至 13.68%，主要是受进口国经济疲软及国内经济增速放缓的影响，玻纤行业景气下滑、市场需求持续低迷，产品均价由 9090 元/吨降至 8315 元/吨。此外，公司玻纤产品对出口的依赖性仍较大（2012 年玻纤产品出口业务占比为 56.91%），主要进口国经济疲软、人民币升值预期或将对公司造成一定影响。2012 年 3 月，欧盟委员会发布公告，撤销对中国玻璃纤维出口商的诉讼；但是，未来公司仍面临主要出口国产业政策变动的风险。

⁵ 磷化工产品是指除大宗磷肥外的其他磷酸盐、磷化物和有机磷产品，包括大宗基础磷化工产品 and 精细磷化工产品。

⁶ 2012 年 1-9 月，公司黄磷平均售价较 2011 年下降 281.57 元/吨。评估小组未能获得其全年售价。

⁷ 2005 年开始，云南、贵州等黄磷生产大省就展开了落后产能的淘汰工作，并于 2009 年扩展至全国，但在小型黄磷企业被关停的同时，国内又有不少新扩建黄磷产能投产，使得目前我国黄磷行业的产能过剩依然严重。

⁸ 玻纤广泛应用于建筑、交通和制造业等高新技术领域，是替代传统材料的新型复合材料，与碳纤维等其他增强材料相比，具有一定价格优势。从下游细分市场来看，交通运输和建筑领域的需求占总需求量的 70% 左右，30% 应用于印制电路板、风电叶片的制造。

盐及盐化工

受益于完整的食盐生产产业链及云南省食盐专营资质等优势，公司食盐业务经营较为稳定；但氯碱业务在规模和成本控制方面竞争力稍弱

公司是云南省最大的食盐、工业盐和氯碱生产企业，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。公司在省内设立了 4 个食盐生产基地、15 个分公司、28 个碘盐配送中心，形成了产销一体化的经营体系，产品在省内市场占有率为 96% 以上。2012 年公司食用盐产能 40 万吨，产量、销量分别为 39.71 万吨、36.51 万吨。在现有食盐专营经营体制下，公司食盐业务经营较稳定，并保持了较高的盈利水平。工业盐产能 140 万吨，产量、销量分别为 78.35 万吨、62.38 万吨，在云南省的市场占有率约 70%。公司氯碱产品主要为烧碱和 PVC，产能各为 10.00 万吨，2012 年产量分别为 8.04 万吨、6.34 万吨。

2012 年公司盐及盐化工板块实现营业收入 14.84 亿元，同比减少 10.98%；主营业务利润 2.78 亿元，同比减少 66.51%。受宏观经济增速放缓、下游需求疲弱等因素影响，2012 年以来氯碱、工业盐等产品售价有所下降；加之同期 80 万吨/年制盐项目转固，使得折旧费用增加，2012 年公司毛利率由上年的 25.07% 降至 18.73%。

有机化工

有机化工方面，公司主导产品为聚甲醛和季戊四醇，产能分别为 9 万吨、1.2 万吨⁹。2012 年公司有机化工板块实现营业收入 7.81 亿元，同比增长 29.73%；净亏损 0.96 亿元（2011 年该业务板块实现营业利润 0.88 亿元）。主要是因为国内聚甲醛产能严重过剩，加之市场需求低迷，同质化竞争加剧，产品价格下跌较快（聚甲醛华东地区¹⁰市场价格同比下降 13% 左右），而原材料成本高居不下。

表 2：2012-2013 年公司在建的主要项目

开工时间 (年)	计划投产 时间(年)	投资项目 名称	投资总额 (亿元)	项目建设内容	项目进展情况
2007	2013	450 万吨/年 磷矿采选项目	16.87	建设 450 万吨/年磷矿采矿和 浮选工程项目	2012 年 9 月末试生产基本正常，拟定 2013 年 1 月正式投产。
2008	2013	呼伦贝尔金 新化“5080” 项目	49.34	建设年产 50 万吨合成氨、80 万吨尿素（煤头）	目前处于试车和整改阶段。关键设备的交货时间晚于原预订时间，导致设备安装延后，且冬季极寒气候影响了项目整体进度。

⁹ 公司未介绍其 2012 年聚甲醛和季戊四醇的产销量情况。

¹⁰ 公司聚甲醛主要销往上海、佛山等地。

2008	2013	水富煤代气技改工程	17.92	建设以煤为原料的年产 26 万吨甲醇装置和 3 万吨硫酸生产装置	工程已于 2012 年 3 月通过竣工验收，目前正进行全面试车调试。因供电状况不稳定，影响了项目整体进度。
2009	2012	尖山磷矿 100 万吨/年采矿工程	4.18	建设 100 万吨/年磷矿采矿工程	2012 年底完成全部基建剥离，完成部分土地、林地手续工作，主体工程初步设计、施工图设正在完善中。

资料来源：公司提供，远东资信整理

财务分析

公司资本性支出需求主要依赖银行借款来满足，资产负债率高，利息负担重，而现金流表现一般，公司面临一定的偿债压力

为扩大生产规模、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，2012 年公司投资续建包括呼伦贝尔煤化工、水富煤代气技改工程、450 万吨/年磷矿采选在内的多个项目，资本性支出需求较大。

公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹集资金。2012 年 8 月，公司发行 2012 年第一期中期票据，面值为 10 亿元，期限为 5 年；2012 年 9 月，公司三级子企业--重庆国际复合材料有限公司发行非公开定向融资债券，实际发行金额 3 亿元，期限为 3 年。截至 2012 年末，公司应付债券余额由上年的 50.58 亿元增至 56.82 亿元；银行借款余额由上年末的 353.39 亿元增至 400.04 亿元。2012 年末公司负债总额为 661.67 亿元，同比增长 5.47%。因各类建设及技改工程项目较多、长期股权投资增加，公司资产规模持续扩大，2012 年末资产总额为 854.50 亿元，同比增长 6.35%，资产负债率为 77.43%，与上年基本持平。从资本结构变动趋势来看，2012 年末，公司总债务¹¹为 534.04 亿元，总债务与资本总额的比率为 73.47%，处于较高水平。

公司负债构成以流动负债为主。2012 年末公司流动负债余额 451.35 亿元，占负债总额的比重为 68.21%。公司流动负债主要由银行借款构成，2012 年末公司短期银行借款余额 264.54 亿元（包括 1 年内到期的银行借款余额 33.09 亿元），占流动负债的比重为 58.61%。非流动负债余额为 210.32 亿元，其中长期银行借款余额 135.50 亿元，应付债券余额 56.82 亿元。作为一家大型生产型企业集团，公司资产以长期资产为主。2012 年末公司长期资产余额为 519.90 亿元，占总资产的比重为 60.84%。整体来看，公司资产与负债期限结构不甚匹配，2012 年末公司流动比率仅为 74.13%。

2012 年 12 月公司向云南能源投资集团有限公司投资 30.00 亿元，加之多个项目在建，2012 年公司投资性现金净流出由上年的 50.96 亿元增至 86.12 亿元；经营性现金净流入由上年的 20.33 亿元增至 23.50 亿元，经营性净现金流与流动负债的比率为 5.21%，经营性净现金流对

¹¹ 总债务=短期借款+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付票据+交易性金融负债+应付债券

债务和利息的偿付程度仍处于较低水平。2012 年公司实现息税前利润 27.48 亿元，同比减少 26.43%；息税前利润对利息的保障倍数为 0.88 倍，公司有息债务规模较大，利息负担较重。整体来看，公司面临一定的偿债压力。

表 3：2009-2012 公司部分指标变动情况

指标	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
总债务/资本总额	72.26%	73.38%	72.71%	73.47%
资产负债率	76.39%	77.77%	78.08%	77.43%
短期债务/总债务	50.72%	56.27%	63.21%	63.99%
流动比率	88.17%	77.52%	81.10%	74.13%
EBIT 利息偿付	-2.13	1.74	1.77	0.88
净债务/EBITDA	204.42	6.41	4.91	7.87
经营性经现金流/流动负债	6.55	2.75	5.29	5.21

数据来源：公司 2009-2012 年审计报告

2012 年公司主营业务收入保持增长，但毛利空间收窄，加之期间费用刚性制约，当年出现经营亏损，公司整体经营效益欠佳

2012 年公司实现主营业务收入 591.24 亿元，同比增长 29.73%，主要受益于商贸板块收入较上年增长 109.50%；2012 年玻璃纤维、盐及盐化工板块收入规模略有收缩。

2012 年玻纤、有机化工等行业景气度下滑、产品价格下降明显，而原材料、电、气等价格持续上涨，当年公司综合毛利率由 2011 年的 22.33% 降至 15.66%。除磷矿采选板块毛利率有所提升，公司其他板块盈利能力均出现下滑；其中，氮肥毛利率降幅最大，由 2011 年的 54.19% 降至 31.14%。

整体来看，近年来化肥板块的营业收入比重有所下降，但仍是公司的核心业务。该板块下的磷肥为公司重要的收入及利润来源，2012 年公司磷肥实现主营业务收入 150.79 亿元，占比 25.18%；主营业务利润 46.07 亿元，占全部主营业务利润的比重达 48.82%。虽然公司商贸收入规模逐年扩大，2012 年公司实现商贸营业收入为 287.08 亿元，占比 48.56%；但主要商贸品种（化肥、农产品、硫磺）为基础生产资料，毛利空间不大，对公司利润贡献一般。

表 4：2011-2012 年公司各板块主营业务收入及毛利率变动情况

业务板块	2011 年			2012 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
化肥	158.9	34.87%	33.60%	169.61	28.69%	30.62%
玻纤新材料	36.23	7.95%	21.25%	34.12	5.77%	13.69%
磷化工	34.79	7.63%	16.50%	38.52	6.52%	5.43%
盐及盐化工	16.67	3.66%	25.07%	14.84	2.51%	18.73%
磷矿采选	9.94	2.18%	52.11%	11.7	1.98%	55.30%
有机化工	9.43	2.07%	10.18%	7.81	1.32%	12.29%
商贸收入	163.76	35.93%	9.48%	287.08	48.56%	5.79%
其他	26.02	5.71%	34.86%	27.55	4.66%	32.49%
合计	461.39	100.00%	22.33% ^注	598.78	100.00%	15.66% ^注

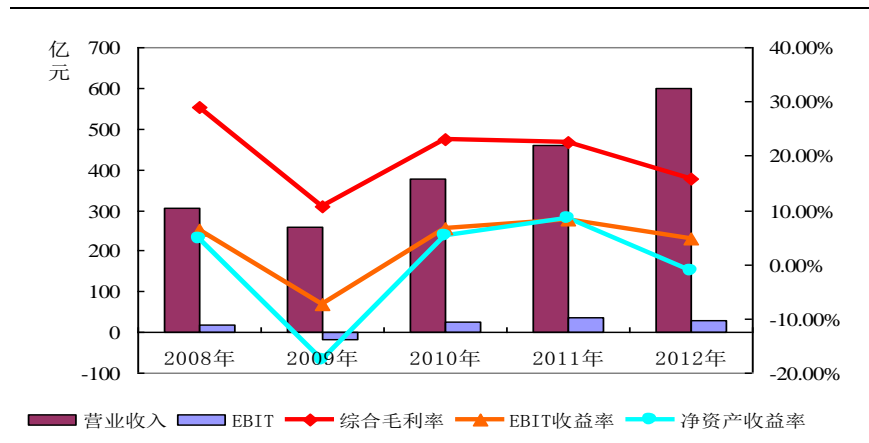
注：综合毛利率

数据来源：公司 2012 年审计报告

2012 年公司期间费用为 88.97 亿元，期间费用率为 14.86%；财务费用为 24.54 亿元，其中利息支出为 26.19 亿元，较上年增加 5.11 亿元。

如上所述，2012 年公司毛利空间收窄，加之税金及期间费用的刚性制约，导致营业亏损 0.73 亿元；2012 年公司获得政府补助 2.25 亿元，但其经营效益仍难有实质性改善，当年发生净亏损 1.94 亿元。2012 年公司 EBIT 收益率为 4.65%，同比下降 3.55 个百分点，整体经营效益较弱。

图 1：2008-2012 年公司营业收入及经营效益情况



数据来源：公司 2008-2012 年审计报告

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。

表 5：本债务募集资金用途及进展

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	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。2010 年 7 月 15 日、16 日，农行分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。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，总数近 2.35 万个农行境内分支机构攻击 23472 个；资金实力较为雄厚，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。2012 年，在美国《财富》杂志全球 500 强排名中，农行位列第 84 位。

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 15 名董事组成，其中外部独立董事 5 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 7 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。

2012 年农行围绕服务实体经济要求和本行战略导向，着力优化信贷结构，积极支持国家重点建设项目、“三农”、小微企业及战略性新兴产业发展，客户和业务结构持续优化；其中小微企业贷款增速高出全行业平均水平 11.2 个百分点；A+级以上优质法人客户贷款占比提升 4.3 个百分点。截至 2012 年末，农行资产总额达 132443.42 亿元，同比增长 13.42%，市值排名位于全球银行业第 6 位。其中客户贷款及垫款净额为 64333.99 亿元，现金及中央银行存款 26131.11 亿元，分别同比增长 14.07%和 5.07%。从贷款地区结构上看，珠三角、长三角及环

渤海经济圈的贷款占比为 57.60%；在保持长三角、珠三角和环渤海地区信贷投放力度的同时，信贷资源配置适当向信贷需求相对旺盛的中部、西部和东北部地区倾斜，加大国家重点区域和主体功能区的信贷投放力度。2012 年，中部、西部和东北部地区发放贷款和垫款总额合计 24302.99 亿元，占发放贷款和垫款总额 37.80%，较上年末增加了 0.3 个百分点。从贷款结构来看，2012 年末农行公司类贷款行业中制造业、交通运输及仓储和邮政业、电力热力燃气及水生产和供应业、批发和零售业、房地产业五大行业贷款余额合计占公司类贷款总额的 74.00%，较上年末下降 1.2 个百分点，行业集中度有所下降。其中，房地产贷款占比 10.40%，占比下降最多。

2012 年面对激烈的同业竞争和利率市场化的挑战，农行积极开展产品创新，拓展营销渠道，提升存款利率精细化管理水平，发挥理财产品对存款的带动效应，实现存款业务平稳增长。截至 2012 年末，农行负债总额 124929.88 亿元，吸收客户存款余额为 108629.35 亿元，同比增长 12.90%。从客户存款结构上看，个人存款占比 59.1%，公司客户存款占比 36.6%，分别较上年增加 7957.99 亿元和 3369.21 亿元；从存款期限结构上看，定期存款比重由上年的 39.70% 升至 41.30%，而活期存款占比则由上年的 56.70% 降至 54.40%。2012 年末农行存贷比为 59.22%，较上年增长 0.72 个百分点。

2012 年农行实现营业收入 4219.64 亿元，其中利息净收入 3481.79 亿元、中间业务收入（手续费及佣金收入）748.44 亿元，中间业务收入占比为 17.74%。2012 年，农行实现净利润 1451.31 亿元，同比增长 19.00%，总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.11% 和 20.46%。2012 年农行进一步健全风险管理组织体系，资产质量保持稳定，2012 年末农行资本充足率为 12.61%（核心资本充足率为 9.67%），不良贷款率由 2011 年的 1.55% 下降至 1.33%，拨备覆盖率由 2011 年的 263.10% 上升至 326.14%。

农行作为四大国有商业银行之一，在我国金融体系中有着举足轻重的作用，未来将保持稳健的发展态势。农行资本实力较雄厚，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

- 2012 年 3 月 28 日，欧盟委员会发布公告，撤销对中国玻璃纤维出口商的诉讼。

- 2012 年 6 月 6 日，公司下属子公司云天化股份公布《云南云天化股份有限公司向特定对象发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》。根据预案，云天化股份拟通过发行股份购买资产、支付现金、发行股份募集资金等方式购买云天化集团等 9 家企业持有或有权处置的云南云天化国际化工股份有限公司 100% 股权等资产，同时拟向不超过 10 名投资者发行股份募集资金，从而实现云天化集团主营业务整体上市。2012 年 12 月 10 日，公司召开股东大会审议重大资产重组事宜，相关议案获高票通过。

本次重组注入资产为云天化国际、磷化集团、天安化工、三环中化、联合商务、天达化工等公司股权和集团直属资产，其中磷化集团属于磷矿业务板块，云天化国际、三环中化、

天安化工、天达化工均属于磷肥业务板块。具体而言，磷化集团是国家重点化学矿山企业，国家级云南磷复肥基地的磷矿采选基地；云天化国际、三环中化主要生产磷肥终端产品，天安化工主要生产制造磷肥所需的合成氨，天达化工主要生产制造磷肥所需的磷酸并提供水、电等公用工程服务。本次注入云天化股份的资产涵盖了从上游的磷矿采选到下游的磷肥及磷化工的完整产业链，是云天化集团最具竞争力、盈利能力和发展潜力的业务板块。重组完成后，云天化股份将成为全国最大的磷矿采选企业，亚洲第一、世界第二的磷复肥生产商。

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；

总债务 = 年末短期借款余额 + 年末应付票据余额+ 交易性金融负债（新会计准则）+ 一年内到期的非流动负债 + 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+ 交易性金融负债（新会计准则）+ 一年内到期的非流动负债；

长期债务=年末长期借款余额 + 年末应付债券余额；

资本总额 = 总债务 + 年末所有者权益（包括年末少数股东权益）；

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 / 主营业务收入 * 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%。

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%。

附录 3：主要财务数据

资产负债表项目		2012年	2011年	2010年
资产总额		8545043.44	8034945.26	6706613.22
	流动资产	3346014.40	3539582.22	2578526.62
	其中：货币资金	1118697.52	1,322,107	1033926.49
	存货	1309184.01	1311074.24	749566.35
	应收票据及应收账款	493427.47	392970.68	375533.26
	其他应收款	70118.13	65161.99	38938.33
	其他	354587.27	448268.31	380562.19
	长期资产	5199029.05	4495363.04	4128086.6
	其中：长期股权投资	434629.58	125299.86	114503.76
	固定资产净额	2509834.94	2465217.96	2432784.86
	在建工程	1236892.29	1052341.03	779942.08
	其他	1017672.24	852504.19	800855.90
负债总额		6616715.60	6273550.14	5215602.27
	流动负债	4513501.30	4364554.06	3326988.37
	其中：短期借款及一年内到期的长期借款	2576300.74	2313592.41	1865544.37
	应付票据及应付账款	1157297.03	1162756.59	959820.36
	其他应付款	144787.31	141001.42	122222.56
	其他	635116.22	747203.64	379401.08
	长期负债	2103214.30	1908896.08	1888613.91
	其中：长期借款	1354950.08	1220359.56	1493196.84
	应付债券	568227.45	505841.87	304298
	长期应付款	104921.37	123400.22	25398.86
	专项应付款	2891.18	8595.38	31725.49
	其他	72224.22	50699.05	33994.72
少数股东权益		758158.85	818741.01	654851.49
归属于母公司的所有者权益总额		1170168.99	942664.11	836159.45
	实收资本	298000	268000	268000
	未分配利润	115557.51	134996.4	54950.97
	其他	756611.49	539667.71	513208.48
利润表项目		2012年	2011年	2010年
主营业务收入		5912395.55	4557344.05	3718379.16
主营业务利润		925636.88	1017506.21	854313.16
其他业务利润		18160.95	15388.37	3926.7
营业利润		-7250.88	158174.83	99121.16
投资收益		3939.97	45844.27	457.81
利润总额		12871.81	162696.37	103546
少数股东本期收益		-6255.26	53130.12	42533.32
净利润		-19399.65	139520.73	77182.3

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。