

中国昊华化工（集团）总公司跟踪评级分析报告

主体

长期信用: A
评级展望: 稳定

债项

07 昊华 CP01
15 亿元人民币, 2007/3/30~2008/3/29, A-1

跟踪评级时间: 2008 年 01 月 11 日

上次评级时间: 2007 年 6 月 29 日

主要数据:

项 目(万元)	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 9 月
资产总额	855205.81	1598916.26	2014015.57	2804676.57
所有者权益	346851.09	438144.53	531224.00	602153.04
主营业务收入	601431.40	1017465.55	1371107.02	1757909.13
利润总额	21434.58	36367.30	51778.07	62193.26
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年 9 月
资产负债率(%)	55.77	65.22	65.97	69.80
全部债务资本化比率(%)	32.43	49.28	48.67	58.23
净资产收益率(%)	4.96	5.98	4.97	----
流动比率(%)	103.59	92.31	86.49	86.90
EBITDA 利息倍数(倍)	5.01	3.30	4.63	----
债务保护倍数(倍)	0.17	0.07	0.12	----

注: 公司 2007 年 9 月底财务数据未经审计

分析师

李慧鹏

电话 010-85679696-8881

邮箱 lihuipeng@lianheratings.com.cn

刘雪城

电话 010-85679696-8853

邮箱 lxc@lianheratings.com.cn

传真

010-85679688

地址

100022

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http://www.lianheratings.com.cn

一、企业基本情况

中国昊华化工（集团）总公司（以下简称“中国昊华”或“公司”）成立于 1993 年 2 月，是经国经贸企[1992]639 号文批准组建的全民所有制国有独资企业，目前注册资本 269697 万元。公司曾先后隶属原化学工业部、原国家石油和化学工业局，1999 年政企脱钩后，先后归属原中央企业工委和国务院国资委管理。2004 年 5 月，中国化工集团公司组建后，公司成为其全资子公司。

公司产品涉及基础化学品、农用化学品、特殊化学品、橡胶轮胎及化工机械五大类别，核心产品包括聚氯乙烯（PVC）、烧碱、化肥、轮胎、橡胶机械等。

截至 2007 年 9 月底，公司拥有全资二级子公司 16 家、控股二级子公司 18 家，下设办公室、人事部、财务部、经济运行部、企业策划部、企业管理部、政策研究室、资产部、营销部、外事办、科技部、规划发展部、监事部、审计部等 14 个部门。

截至 2007 年 9 月底，公司合并资产总额为 2804676.57 万元，所有者权益 602153.04 万元；2007 年前三季度，公司实现合并主营业务收入 1757909.13 万元，利润总额 62193.26 万元，经营活动产生的现金流量净额为 71935.09 万元。

公司注册地址：北京市朝阳区小营路 19 号；法定代表人：王印海。

二、行业分析

1、氯碱行业

聚氯乙烯和烧碱是化工行业的重要原料，拥有较为广泛的应用领域，近年来随着国民经济的持续增长，氯碱行业扩张势头明显。目前中国已成为全球第一大烧碱生产国和第二大

PVC 生产国,据中国石油化工协会的统计,2006 年中国共有 PVC 产能 1158 万吨/年,实际产量 824 万吨,消费 919 万吨;2006 年中国烧碱产能已达 1810 万吨/年;消费量 1379 万吨,氯碱行业产能增长过快,未来可能面临过剩压力。

成本上升推动氯碱价格上涨

2007 年,由于受到国家继续落实差别电价政策以及《电石行业准入条件》的影响,电石企业电价优惠被取消,原料供应出现紧缺,导致电石价格出现持续、大幅上升。根据商务网的统计数据,从 2007 年 7 月份开始,西北地区电石价格一直保持在 2700 元/吨的高位,较 2006 年同期增加 600 元/吨;而华东地区的送到价甚至超过了 3200 元/吨,同比增长超过 20%。

电石价格的上涨给中国的氯碱生产企业带来了较大的成本压力,也在一定程度上推动了 PVC 和烧碱产品价格的上扬。华南市场的电石法 PVC 价格曾在 2007 年 8 月份一度突破 8300 元/吨的近年来高位,2007 年平均价格较 2006 年上涨近 600 元/吨。烧碱价格相对稳定,除华东、华北市场波动较大外,价格基本平稳,但整体均价较 2006 年仍有近 10%的涨幅。可见,尽管面临着较大的成本上涨压力,但氯碱企业还是具备一定的成本转嫁能力的,而拥有上游资源的企业将具备明显的竞争优势。

产业政策提升行业壁垒

2007 年 11 月,国家发改委发布了《氯碱(聚氯乙烯、烧碱)行业准入条件》(下称“准入条件”),从氯碱产业布局、生产规模、工艺与装备的先进性等方面,提出了准入的硬指标。准入条件要求东部地区原则上不允许新建电石法氯碱装置;要求新建、改扩建烧碱及 PVC 项目规模不能低于 30 万吨/年;并且规定了现有和新建氯碱项目的能耗和资源消耗限额。

产业布局方面,准入条件的出台将大力推动中国氯碱工业向中西部地区迁移,并靠近电石、原盐等原料产地;产业结构方面,准入条件将促进氯碱行业的优胜劣汰,根据中国氯碱

工业协会 2006 年的统计,中国拥有 30 万吨以上 PVC 产能的企业总产量仅占全行业的 27.48%,拥有 20 万吨以上产能企业的产量也仅为全行业的 42.7%,未来将有一大批落后产能遭到淘汰。

整体来看,2007 年电石价格上涨给氯碱企业带来了较大的成本压力,而随着差别电价和节能减排等政策的深入实施,未来电石价格仍有继续上涨的可能。准入条件的出台将促进氯碱企业的规模化、一体化,在推动氯碱行业整合的过程中也将进一步增强大型企业的竞争优势。

2、化肥行业

近年来中国化肥行业受制于原材料价格上涨和产能过剩的双重挤压,利润水平有所下滑。

从 2007 年中国市场尿素价格的走势来看,上半年尿素市场处于“旺季不旺”的供求态势,尿素价格处于近年来的低位,平均零售价基本维持在 1700 元/吨左右,至 8 月份更是下滑至 1600 元/吨以下;但下半年由于国际市场的带动,中国市场尿素价格出现强劲反弹,至 2007 年底超过 1900 元/吨。

原料供应方面,国家发改委于 2007 年 11 月上调了工业用天然气出厂价格,尽管不会直接推动化肥用天然气成本的上升,但可能会在一定程度上影响天然气厂家对气头化肥企业的原料供应,进而影响其生产的稳定性。煤炭价格 2007 年继续保持上涨趋势,但较 2006 年增速有所放缓,根据中国煤炭工业协会的统计,2007 年前 11 个月,原中央财政煤炭企业商品煤平均售价达 320 元/吨,较 2006 年均价上涨超过 5%。可见,无论对于煤头还是气头尿素生产企业,成本上升的压力依然存在。

受制于产能过剩、出口受限、价格大幅波动和原料成本上涨等多重因素的作用,中国尿素行业已步入大规模的产业整合时期。在这一时期,实现产业链的上下游对接将成为尿素产业整合的主要方向,一种方式是大型煤炭企业

利用资源优势向下游延伸；另一种是尿素企业通过收购、联合等方式拓展上游资源。而无论采用哪种方式，尿素行业都将面临新一轮的“洗牌”，产业集中度将进一步提高，拥有资源和成本优势的大型企业有望借此机会继续壮大，而小企业所面临的生存形势将更加严峻。

3、轮胎行业

中国汽车工业的快速发展带动了轮胎产业大举扩张。根据中国橡胶工业协会轮胎分会的统计，2006 年轮胎分会 44 家会员企业综合外胎产量 1.89 亿条，同比增长 11.38%；共完成销售收入 898.30 亿元，同比增长 23.43%，销售规模已占全球市场的 9%，中国轮胎市场的成长速度居全球首位。

尽管近年来中国轮胎产业增长较快，但由于橡胶、石油等原材料价格的上涨，导致轮胎生产企业总体盈利水平下降，根据中国橡胶工业协会的统计，2006 年轮胎分会 44 家会员平均利润同比减少 29.20%。

从产品结构来看，子午胎的统治地位更加突出，2006 年轮胎分会 44 家会员共生产子午胎 1.27 亿条，同比增长 21.07%；销售收入达 604.30 亿元，同比增长 31.00%，中国市场轮胎子午化率达到 67.10%。

总体来看，由于汽车工业的带动作用，中国轮胎产业仍将保持比较稳定的发展态势，目前原材料价格上涨和进出口政策的调整会在一定程度上压缩生产企业的利润空间，但未来随着行业整合的不断深入，拥有较强技术实力和规模优势的企业仍将获得更加良好的发展环境。

三、公司经营

1、重大事项

根据国务院国资委国有产权[2007]545号文和证监会证监公司字[2007]168号文的批复，河南轮胎集团有限责任公司正式将所持有的1

亿股风神轮胎股份有限公司（下称“风神股份”，600469，SH）国有股股权无偿划拨给中国昊华，并于2007年6月并入中国昊华财务报表。收购完成后，公司持有风神股份39.22%的股份，成为其第一大股东（河南轮胎集团有限责任公司仍持有风神股份17.39%的股权，为其第二大股东）。

风神股份在工程胎、载重胎等特种轮胎市场拥有较强的竞争力，目前拥有载重斜交胎110万套/年、工程斜交胎33万套/年、载重子午胎300万套/年的生产能力。在国内的工程斜交胎和载重胎市场，风神股份分别占有25%和6%的市场份额。截至2007年9月底，风神股份资产总额351945.41万元，所有者权益90355.91万元，资产负债率达74.24%，债务负担较重；2007年前三季度，风神股份实现营业收入447853.38万元，利润总额14095.93万元。2007年以来，由于轮胎消费税税率的下调和内部成本控制工作的加强，风神股份的盈利能力明显提高。

表1 风神股份近年来主要财务指标

项 目(万元)	2006 年	2007 年 9 月
资产总额	310852.22	351945.41
所有者权益	80069.26	90355.91
主营业务收入	501583.95	447853.38
利润总额	3295.89	14095.93
指 标	2006 年	2007 年 9 月
主营业务利润率(%)	10.50	12.82
资产负债率(%)	74.32	74.24
净资产收益率(%)	1.54	10.45
流动比率(%)	81.00	81.00

数据来源：风神股份2006年财报和2007年三季报

为作大轮胎产业，风神股份拟增发股份募集资金13.54亿元，用于新建15万套工程子午胎项目，其中公司投入的资金将不少于3亿元。目前发行方案已经拟定，并已经董事会审议通过，尚须股东大会审议通过和报证监会批准。该项目审批手续、土地、环评批复均已完备（豫焦市工[2006] 0088号文、焦政土字[2007] 49号文、豫环审[2007] 19号文），根据风神股

份测算，项目建成后，预计年平均实现销售收入129942万元，年平均利润总额24486万元，投资利润率23.24%，将进一步巩固风神股份在国内工程机械轮胎市场的龙头地位。

联合资信认为，风神股份的划入提升了公司的资产、收入和利润规模，但也在一定程度上加重了公司的债务负担。从产业布局方面看，该部分资产的注入加大了公司的产业跨度，并为其橡胶产业链的纵向整合奠定基础。

2、资产重组

公司2007年继续加强对旗下资产的整合力度，通过主辅分离、资产清理、内部重组、对外扩张等多种方式整合优质资产、剥离辅业、改善企业层级结构、提升管理水平。

2007年，公司继续通过主辅分离、改制分流、层级上划等方式消减四级、五级子公司。2007年1~11月，公司共完成清理工作23家，其中三级企业3家，四级企业12家，五级企业8家。此外，公司为提升内部管理效率，缩短管理链条，在二级子公司的管理上也做了多项工作。公司于2007年10月从下属西南化工研究设计院划转了四川天一科技股份有限公司（下称“天一科技”）23.13%的股权，天一科技由三级子公司提升为二级；2007年7月，公司对下属二级子公司昊华海通投资公司（下称“昊华海通”）进行重组，将中昊国际贸易公司等9家公司整合到昊华海通旗下，目前已有3家完成报批。经过这一系列的内部重组，公司组织层级有所改善，五级以下公司明显减少，有利于公司管理效率的提高和整体战略的执行。

3、投资项目

2007年公司各投资项目建设进展顺利，其中昊华宇航化工有限责任公司（下称“昊华宇航”）年产20万吨PVC和20万吨烧碱项目已完工，并于10月9日试车；昊华南方（桂林）橡胶有限责任公司（下称“南方公司”）年产1万条全钢巨胎项目基建工程已基本完成，部分设备

已开始安装调试，预计2008年9月投产；昊华骏化集团有限公司（下称“昊华骏化”）20万吨/年醋酸项目土建工程已完成57%、设备购置完成71%，目前投资已完成预算的57%，预计2008年建成投产。

总体来看，目前公司在建项目均按计划顺利进行。氯碱项目已提前完工，公司PVC和烧碱总产能分别达到46万吨/年和63万吨/年，居全国前列，规模优势明显。未来两年，随着公司轮胎和醋酸项目的完工，公司产品线将更加丰富，产品附加值将有所提高，盈利能力有望增强。

4、生产经营

2007年前三季度，公司共实现主营业务收入1757909.13万元，是2006年全年收入的1.28倍；共实现利润总额62193.26万元，是2006年全年利润的1.20倍，其中风神股份的加入对公司收入和利润增长贡献较大。

2007年前三季度，公司主要产品产量同比均有较大增幅，其中，生产PVC20.21万吨，同比增长21.47%；烧碱33.75万吨，同比增长27.71%；尿素68.73万吨，同比增长26.36%；复合肥46.15万吨，同比增长14.53%。公司主要生产装置运行情况良好，开工负荷率基本保持在95%以上。

安全生产方面，公司2007年前三季度共提取安全费用2844万元，开展日常检查3643次，整改安全隐患3035项，无论在安全投入还是整改力度上都较2006年有明显提高。公司2007年前三季度共发生重伤事故1起，轻伤事故4起，千人事故率为0.09‰，安全事故发生率较2006年明显下降。

公司下属骨干企业经营业绩稳定增长，2007年前三季度共有9家二级子公司主营业务收入超过5亿元（2006年全年收入超过5亿元的有8家），占中国昊华整体主营业务收入的83.27%。主要产品销售情况良好，PVC、烧碱、尿素、农药等都保持了90%以上的产销率。此

外，化工机械、特殊化学品等公司传统的优势业务经营情况良好，收入和利润均较去年同期有所增加。相比而言，部分非优势产业经营情况不够理想，上海乳胶厂一度因迁址形成亏损（至2007年年底实现扭亏），湖南吴华因区域市场不景气造成销售不畅。整体来看，2007年公司产品和收入结构均有所改善，骨干企业、优势主业地位更加突出。

2007年前三季度，公司实现主营业务收入1757909.13万元，利润总额62193.26万元，均超过初次评级时的全年预测值，公司预测实现程度好。

表2 公司经营预测实现情况

项 目（万元）	2007年E	2007年9月
预计营业收入	1600000	1757909.13
预计利润总额	49000	62193.26
预计净利润	31000	28733.37

数据来源：公司提供

总体来看，公司2007年前三季度生产情况比较稳定，业绩稳步提升，氯碱、化肥、轮胎、化工机械等优势主业地位更加突出，整体经营状况良好。

四、财务分析

本期报告主要采用2007年9月底财务报表数据（未经审计）进行财务分析，与2006年底相比，公司合并范围增加一家（风神轮胎股份有限公司），减少一家（利华房地产开发公司），由于风神股份的资产规模在公司资产总额所占比重大于10%，收入规模在公司收入总额中所占比重大于20%，公司财务报表可比性受到一定影响。

截至2007年9月底，公司合并资产总额为2804676.57万元，所有者权益602153.04万元；2007年前三季度，公司实现合并主营业务收入1757909.13万元，利润总额62193.26万元，经营活动产生的现金流量净额为71935.09万元。

1、资产构成

2007年公司通过无偿划转接收了风神股份，收购完成后，公司资产规模得到大幅提升。

截至2007年9月底，公司合并资产总额2804676.57万元，较2006年底增长39.30%，其中流动资产、长期投资、固定资产、无形资产及其他资产分别占比47.40%、10.70%、38.52%和3.36%，与2006年底相比，资产构成未发生实质性的变化。

截至2007年9月底，公司流动资产1329303.78万元，较2006年年底增长46.96%。从流动资产构成来看，货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款、存货均有不同程度的增长，在流动资产中的占比分别达22.36%、19.95%、17.87%、13.18%和22.61%，应收款项和存货所占比重大略有上升，货币资金所占比重有所下降。预计随着年底货款回笼的增加，公司应收款项所占比重大有望减少，流动资产结构将有所改善。

截至2007年9月底，公司固定资产合计1080224.78万元，较2006年年底增长40.26%，除风神股份的资产划入外，吴华宇航20万吨PVC-烧碱项目2007年建成，在建工程项目较2006年底也有大幅增加，从而导致公司固定资产大幅增加。

总体来看，风神股份的划入明显扩大了公司的资产规模，但资产构成比例并未出现明显变化。公司资产构成合理，流动性较好。

2、负债及所有者权益

截至2007年9月底，公司所有者权益合计602153.04万元，较2006年年底增长18.64%，增长主要源于公司未分配利润的增加。

截至2007年9月底，公司负债合计1957839.92万元，较2006年底增长47.34%，其中流动负债占78.13%，长期负债占21.73%，负债构成比例变动不大。

随着风神股份的划入以及年初15亿元短期融资券的发行，公司有息债务进一步增加。

截至 2007 年 9 月底，公司资产负债率为 69.80%，全部债务资本化比率为 58.23%，债务负担较 2006 年底加重。

截至 2007 年 9 月底，公司共有逾期未还短期借款 31609.49 万元，较 2006 年年底略有减少，占全部短期借款余额的 9.03%；公司逾期未还长期借款 8546.93 万元，较 2006 年底（16222.71 万元）大幅减少，占全部长期借款余额的 2.68%。上述逾期借款来源于下属子公司，多为并入公司前的历史遗留问题，未来公司将继续加强该部分债务的解决工作。

3、盈利能力

2007 年前三季度公司实现主营业务收入 1757909.13 万元，是 2006 年全年的 1.28 倍；实现利润总额 62193.26 万元，是 2006 全年的 1.20 倍。

由于电石、煤炭等原材料价格的上涨，2007 年前三季度，公司主营业务利润率为 12.80%，略低于 2006 年全年水平。

总体看，随着风神股份的划入，公司收入规模和利润规模明显增长，但利润率未有明显改善。

4、现金流量

2007 年前三季度，公司销售商品提供劳务收到的现金为 1862990.89 万元，是 2006 年全年的 1.38 倍；经营活动产生的现金流入 2362023.22 万元，是 2006 年全年的 1.53 倍；经营活动产生的现金流量净额为 71935.09 万元，是 2006 年全年的 1.06 倍。公司现金收入比为 105.86%，收入实现质量较 2006 年明显改善。

2007 年公司先后在 PVC-烧碱、巨型轮胎、子午胎、醋酸等多个项目上进行了投入，2007 年前三季度公司投资活动产生现金流出为 217642.02 万元，占 2006 全年的 84.73%；投资活动产生的现金流量净额为-192736.65 万元，是 2006 全年的 1.12 倍。

随着公司生产规模和投资规模的加大，公司对外的资金需求增加，2007 年前三季度，公司筹资活动现金流入为 1213766.98 万元，是 2006 全年的 1.90 倍，主要来自银行借款和短期融资券的发行；2007 年前三季度，筹资活动现金流量净额 128749.01 万元。

表 3 公司 2007 年现金流预测实现情况

项目（亿元）	2006 年	2007 年 E	2007 年 9 月
经营活动产生的现金流入	154.41	161.11	186.3
经营活动产生现金流量净额	6.81	6.01	7.19
投资活动产生的现金流出	25.68	13.66	21.76
投资活动产生的现金流量净额	-17.19	-13.17	-19.27
筹资活动产生的现金流入	63.81	74.21	121.38
筹资活动产生的现金流量净额	14.59	12.18	12.87
现金及现金等价物净增加额	4.25	5.02	0.84

数据来源：公司提供

表 3 为公司 2006 年时对 2007 年全年现金流的预测以及 2007 年前三季度的实现情况，由于当时未考虑到风神股份的并表，预测指标可比性受到影响。从中可见，公司经营活动获现能力超过全年的预测值，但投资活动现金支出明显超过预测水平，从而影响现金净流入规模。目前来看，公司完成 2007 年全年现金及现金等价物净增加额的预测目标有难度。

总体看，2007 年前三季度公司经营活动获取现金的规模增大，投资规模增长，对外筹资需求加强，公司现金流量状况正常。

5、偿债能力

2007 年 9 月底，公司流动比率为 86.90%，速动比率为 67.25%，与 2006 年底水平相近；2007 年前三季度筹资活动前现金流量净额为负值。公司短期偿债能力未出现明显变化。

2007 年前三季度，公司债务规模增长，但同时折旧摊销规模和利润规模等也明显增长，公司长期偿债能力未出现明显变化。

公司本期 15 亿元短期融资券将于 2008 年 3 月 29 日到期偿付。从公司现金流情况看,2007 年 9 月底,公司现金类资产余额(货币资金+应收票据+短期投资)为 337251.82 万元,是本期短券额度的 2.25 倍。2007 年前三季度,公司经营现金流入为 2362023.22 万元,是本期短券额度的 15.75 倍;经营性现金流量净额 71935.09 元,是本期短券额度的 0.48 倍。

公司与多家银行建立了良好的合作关系,截至 2007 年 9 月底,公司共获得银行授信总额 122.30 亿元,尚有 29.04 亿元授信额度未使用。

总体来看,跟踪期内,公司短期偿债能力未出现明显变化,长期偿债能力保持正常水平。公司现金类资产和经营活动产生的现金流量规模大,对本期短期融资券具有较好的覆盖能力。

6、财务变动评价

由于风神股份的划入,公司资产、收入、利润和现金流量规模都有较大提升,资产构成和负债结构未有明显变化,但债务负担加重。总体来看,公司 2007 年前三季度的财务状况正常。

五、或有事项

1、对外担保

截至2007年9月底,公司对外担保余额 46686万元,较2006年年底下降32.50%,占2007年9月底所有者权益的7.75%。

截至2007年9月底,公司对外担保中逾期担保金额10588万元,较2006年底下降32.26%,其中公司本部为湖北恒日化工股份有限公司提供的500万元担保已逾期,该笔逾期担保系中国昊华为辽阳市进出口公司与恒日化工之间的购销合同提供担保所引起,鉴于债权人为黑社会犯罪集团所属公司,且主债务形成原因较为复杂,现当地政府正在妥善协商解决中。公司本部对洛阳中昊化学工业有限公司12043万元的逾期担保,已于2007年2月取消担保责任。此外,下

属多家子公司也存在一定额度的逾期担保,其中以风神股份和昊华南方橡胶有限责任公司额度较大,均为合并前形成的担保,详情请见表1。

表 4 公司逾期担保情况(单位:万元)

担保单位名称	逾期金额
中国昊华化工(集团)总公司(本部)	500
原平昊华化工股份有限公司	50
风神轮胎股份有限公司	7000
昊华南方橡胶有限责任公司	2098
昊华宇航化工有限责任公司	940
合 计	10588

资料来源:公司提供

2、涉及诉讼案件情况

公司下属子公司昊华海通于2006年2月27日存入农业银行平谷支行新平东路分理处3000万元人民币,后发现款项未经授权被划走。农行平谷支行已于2006年4月28日将其中2300万元人民币划回本公司账户,其余700万元人民币及相应利息此后一直未还,故公司已向北京市第一中级人民法院提起诉讼,要求农业银行平谷支行新平东路分理处偿还本公司700万元人民币本金及利息。截至2007年9月,该案尚未有最新进展。

截至2006年12月31日,周口骏马化工有限公司欠公司下属子公司昊华骏化各项代付款2885.51万元,公司已经就其欠付的代垫款对周口骏马化工有限公司提起诉讼。2006年9月1日,河南省驻马店市中级人民法院[2006]驻民一初字第39-2号民事判决书判决周口骏马化工有限公司归还本公司欠款2870.53万元,以设备等资产抵帐。现设备已运抵昊华骏化,经河南金鼎资产评估有限公司资产评估,评估价值为2885万元,周口骏马化工有限公司已完成对昊华骏化的债务偿还,本案执行完毕。

风神股份为河北宝硕股份有限公司7000万元银行借款提供连带担保责任涉诉。风神股份因不服天津市高级人民法院判决其向中信银行股份有限公司天津分行承担7000万元借款的连带给付责任([2006]津高民二初字第0045号民事判决书),向最高人民法院提起上诉。2007年

12月12日，最高人民法院判决驳回了风神股份的上诉(最高人民法院[2007]民二终字第36号民事判决书)，维持原判，本判决为终审判决。风神股份扣除2006年度计提的预计负债1400万元，其余部分将对其2007年度利润造成影响。

六、综合评价

公司作为多元化经营的化工企业，在氯碱、化肥农药、化工机械、橡胶轮胎、化工新材料、特殊化学品等子行业中都拥有规模经济优势和较强的技术实力。经过近年来的整合，公司发展战略更加清晰，主营业务更加突出，主导产业竞争力有所增强。

目前，公司经营情况良好，资产规模增长快，资产构成及资产质量正常，但债务负担较重；公司收入规模增长快，或有风险有所降低；公司经营现金流量规模大，对本期短期融资券的覆盖程度较高。

联合资信认为，跟踪期内，公司产能规模优势逐渐体现，主业板块更加清晰，资产和收入规模均有大幅增长，但债务负担加重。总体看，公司主体长期信用水平保持稳定，本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

积极因素

1. 跟踪期内，由于风神股份的并入，以及内部整合力度的加大，公司资产和收入规模持续增长，整体抗风险能力有所增强。

2. 目前公司已经确立了氯碱、化肥、橡胶、化工机械等主导产业，投资项目建设进展顺利，未来随着项目的完成，主业优势将更加突出。

3. 公司现金类资产较为充足，经营活动产生的现金流量规模持续增长，对本期短期融资券的保护能力增强。

关注

1. 公司组织结构庞大，层级众多，未来内部整合任务仍然较重。

2. 公司主导产业多为化工行业下游板块，2007年来电石、煤炭等原料价格上涨给公司带来较大的成本压力。

3. 公司近年来在建项目较多，投资支出增加，资金需求量大，2007年以来债务负担加重。

4. 少数下属公司仍然存在历史性逾期借款和逾期担保。

附件 1 2007 年 9 月纳入合并报表的境内子公司列表

序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	昊华西南化工有限责任公司	100.00	107199.00
2	昊华精细化工总公司	100.00	4136.40
3	昊华北方化工公司	100.00	38596.00
4	益阳橡胶塑料机械集团有限公司	100.00	5000.00
5	西南化工研究设计院	100.00	950.00
6	北京橡胶工业研究设计院	100.00	4948.00
7	黎明化工研究院	100.00	4991.80
8	天华化工机械及自动化研究设计院	100.00	5000.00
9	光明化工研究设计院	100.00	2659.00
10	大连化工研究设计院	100.00	1185.00
11	中化化工标准化研究所	100.00	873.00
12	锦西化工研究院	100.00	1095.00
13	昊华华东化工公司	100.00	5600.00
14	昊华海通投资管理有限公司	100.00	5000.00
15	中化地质矿山总局	100.00	
16	中联橡胶 (集团) 总公司	100.00	5000.00
17	昊华工程有限公司	96.84	5000.00
18	湖南昊华化工有限责任公司	95.00	3000.00
19	四平昊华化工有限公司	92.30	16084.08
20	河北辛集化工集团有限责任公司	61.55	6191.90
21	昊华南方 (桂林) 橡胶有限责任公司	61.38	17739.00
22	德阳昊华清平磷矿有限公司	51.00	8899.06
23	中达化工发展有限公司	67.00	3000.00
24	昊华资产管理有限公司	90.00	10000.00
25	中昊国际贸易有限公司	70.00	3000.00
26	昊华中机橡塑机械 (北京) 有限公司	82.96	3616.00
27	中昊碱业有限公司	17.85	1930.00
28	东方化肥有限公司	76.10	4600.00
29	华凌涂料有限公司	30.67	1271.40
30	原平昊华化工有限公司	80.00	4639.00
31	深圳通达化工总公司	29.40	8180.00
32	昊华宇航化工有限责任公司	29.82	11400.00
33	昊华骏化集团有限公司	35.00	10831.00
34	风神轮胎股份有限公司	39.22	25500.00

附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 9 月
流动资产					
货币资金	89226.99	225718.1	268092	73.34	297170.25
短期投资	2130.17	1304.69	1444.07	-17.66	1383.26
短期投资净额	2130.17	1304.69	1444.07	-17.66	1383.26
应收票据	6137	15235.98	16583.31	64.38	38698.31
应收股利	0.3	747	1620.03	7289.49	480.69
应收利息	0	0	99.93	0	9.2
应收账款	78142.98	118924.9	149624.36	38.37	265234.62
其他应收款	65100.03	113785.32	150869.83	52.23	237535.96
应收款项净额	143243.01	232710.22	300494.2	44.84	502770.58
预付货款	67918.65	102842.13	132915.48	39.89	175251.83
应收补贴款	-61.17	466.98	93.17	0	515.48
存货	102036.36	149857.14	181934.49	33.53	300575.03
存货净额	102036.36	149857.14	181934.49	33.53	300575.03
待摊费用	989.79	1567.3	1971.02	41.12	9307.31
待处理流动资产净损失	0	0	0	0	-11.21
一年内到期的长期债权投资	0	0	60	0	744.14
其他流动资产	32.15	222.43	492.86	291.55	2408.91
流动资产合计	411653.25	730671.96	905800.55	48.34	1329303.78
长期投资					
长期股权投资	221488.75	217130.78	231265.59	2.18	282282.05
长期债权投资	457.82	652.25	1336.44	70.86	230.44
其它	0	0	0	0	1428.8
长期投资合计	221946.57	217783.03	232602.04	2.37	283941.29
减：长期投资减值准备	0	0	0	0	0
合并差价	137.77	390.31	16660.28	0	16046.15
其他长期投资	0	0	0	0	1428.8
长期投资净额	222084.34	218173.35	249262.31	5.94	299987.45
固定资产					
固定资产原值	277257.3	758938.96	951247.06	85.23	1195329.88
减：累计折旧	93958.35	261127.49	341982.86	90.78	380474.7
固定资产净值	183298.95	497811.47	609264.19	82.32	814855.18
减：固定资产减值准备	1656.59	1665.78	1077.71	-19.34	985.61
固定资产净额	181642.36	496145.69	608186.48	82.98	813869.58
工程物资	450.93	4555.49	6003.16	264.87	7337.71
在建工程	25718.32	89114.47	156694.18	146.83	258907.38
固定资产清理	698.03	86.35	89.69	-64.15	110.11
待处理固定资产净损失	0	0	0	0	0
其他固定资产	0	0	0	0	0
固定资产合计	208509.64	589902	770973.51	92.29	1080224.78
无形资产及其他资产					
无形资产	11698.25	56971.53	80024.43	161.55	80251.43
开办费	0	0	0	0	0
长期待摊费用	1260.33	3178.47	4785.79	94.87	11662.35
其他长期资产	0	0	459.01	0	2379.88
其他	0	0	2685.44	0	0
无形资产及其他资产合计	12958.58	60150	87954.67	160.53	94293.66
递延税项					
递延税项借项	0	18.96	24.53	0	866.9
资产总计	855205.81	1598916.26	2014015.57	53.46	2804676.57

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 9 月
流动负债					
短期借款	125794.22	252606.23	349730.58	66.74	588734.96
应付票据	5188	91773.18	63300.39	249.3	110153.08
应付账款	84431.52	160336.77	194911.31	51.94	321199.3
预收账款	67754.89	99143.14	116272.97	31	133955.42
应付工资	5703.61	7715.12	7433.54	14.16	4232.68
应付福利费	10892.53	14831.22	15377.17	18.82	13318.2
应付股利	126.73	363.49	2550.35	348.61	1810.7
应交税金	8791.24	9184.56	19102.65	47.41	21780.2
其他应交款	2989.85	3194.23	3609.45	9.87	4519.35
其他应付款	77980.93	133389.56	244625.81	77.12	140550.72
预提费用	5227.62	5378.98	2806.54	-26.73	12595.31
一年内到期的长期负债	600	12097	22460	511.83	21031.17
其他流动负债	1778.37	1560.73	5117.24	69.63	155724.04
流动负债合计	397369.1	791574.21	1047298.02	62.34	1529605.13
长期负债					
长期借款	49924.66	183838.44	214207.1	107.14	318898.81
应付债券	0	0	0	0	14194
长期应付款	4515.95	14385.28	21341.51	117.39	24077.34
专项应付款	20193.97	49117.21	41746.69	43.78	52741.63
住房周转金	0	0	0	0	0
其他长期负债	4934.76	3973.36	4132.05	-8.49	18322.69
长期负债合计	79569.33	251314.29	281427.35	88.07	428234.47
负债合计	476938.43	1042888.5	1328725.69	66.91	1957839.92
少数股东权益	31416.29	117883.23	154065.88	121.45	244683.61
股东权益					
实收资本（或股本）	304080.59	328024.59	339270.69	5.63	349626.2
资本公积	59901.13	97387.71	143769.16	54.92	156856.93
盈余公积	4412.13	6737.5	9375.82	45.77	11540
其中：公益金	0	2360.12	0	0	0
未确认的投资损失	-19759.47	-20227.48	-11196.45	-24.72	-1369.9
未分配利润	-1760.39	26244.79	50004.77	0	85499.8
其他	-22.9	-22.59	0	0	0
外币报表折算差额	0	0	0	0	0
股东权益合计	346851.09	438144.53	531224	23.76	602153.04
负债及股东权益合计	855205.81	1598916.26	2014015.57	53.46	2804676.57

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率 (%)	2007 年 9 月
一、主营业务收入	601431.4	1017465.55	1371107.02	50.99	1757909.13
主营业务收入净额	601431.4	1017465.55	1371107.02	50.99	1757909.13
减: 主营业务成本	509704.28	856046.81	1156405.02	50.62	1519202.97
主营业务税金及附加	3970.79	5974.25	7193.57	34.6	12505.62
其它	-335.92	-358.49	-213.33	-20.31	1230.33
二、主营业务利润	88092.26	155802.98	207721.76	53.56	224970.21
加: 其他业务利润	7529.58	8977.28	12889.22	30.84	4586.42
减: 存货跌价损失	0	0	0	0	0
营业费用	19404.88	36580.49	43398.47	49.55	49972.62
管理费用	59226.41	83095.39	114055.57	38.77	94622.63
财务费用	7267.72	17786.51	25371.5	86.84	35977.89
三、营业利润	9722.83	27317.87	37785.44	97.14	48983.48
加: 投资收益	-463.89	1022.35	4198.07	0	4261.4
补贴收入	14162.43	9507.2	13919.35	-0.86	8478.17
营业外收入	480.06	1011.12	2429.47	124.96	3070.89
其它	392.18	1.86	0.18	-97.88	0
减: 营业外支出	2825.19	2480.47	6554.43	52.32	2600.68
其他支出	33.83	12.62	0	0	0
四、利润总额	21434.58	36367.3	51778.07	55.42	62193.26
减: 所得税	3730.1	1474.79	8821.23	53.78	13114.2
少数股东损益	2290.96	11489.55	16550.75	168.78	18672.85
加: 未确认的投资损失	1795.96	2800.55	1.07	-97.56	-1672.84
五、净利润	17209.48	26203.49	26407.16	23.87	28733.37
加: 年初未分配利润	-16361.9	3057.1	26244.79	0	0
盈余公积转入数	0	0	0	0	0
减: 合资企业提取奖福基金	24.04	0	8.86	-39.28	0
六、可供分配的利润	823.54	29260.6	52643.09	699.52	28733.37
减: 提取法定盈余公积	1751.49	2010.54	2638.32	22.73	0
提取法定公益金	832.45	1005.27	0	0	0
七、可供股东分配的利润	-1760.39	26244.79	50004.77	0	28733.37
减: 应付优先股股利	0	0	0	0	0
提取任意盈余公积	0	0	0	0	0
应付普通股股利	0	0	0	0	0
转作股本的普通股股利	0	0	0	0	0
八、未分配利润	-1760.39	26244.79	50004.77	0	28733.37

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	2007 年 9 月
一、经营活动产生的现金流量					
销售商品、提供劳务收到的现金	623960.22	912872.54	1350706.62	47.13	1862990.89
收到的税费返还	2507.37	8466.62	11415.84	113.38	4027.89
收到的其他与经营活动有关的现金	107888.74	57140.33	182027.08	29.89	495004.44
经营活动现金流入小计	734356.33	978479.5	1544149.53	45.01	2362023.22
购买商品、接受劳务支付的现金	512214.79	740597.01	1066953.72	44.33	1579056.07
支付给职工以及为职工支付的现金	54993.23	73611.14	119515.09	47.42	113844.14
支付的各项税费	19004.2	42932.72	62485.82	81.33	71984.38
支付的其他与经营活动有关的现金	130548.89	88806.34	227062.65	31.88	525203.53
经营活动现金流出小计	716761.1	945947.2	1476017.28	43.5	2290088.13
经营活动产生的现金流量净额	17595.22	32532.29	68132.25	96.78	71935.09
二、投资活动产生的现金流量					
收回投资所收到的现金	12835.36	3669.01	67667.11	129.61	3788.21
取得投资收益收到的现金	1073.57	551.56	3339.39	76.37	6686.12
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	358.61	713.96	857.28	54.61	1630.8
收到的其他与投资活动有关的现金	319.61	85405.32	13075.24	539.61	12800.23
投资活动现金流入小计	14587.14	90339.85	84939.02	141.31	24905.37
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	38111.56	73279.13	166392.77	108.95	178200.3
投资支付的现金	30433.81	15933.98	76680.64	58.73	15576.5
支付的其他与投资活动有关的现金	-362.46	4163.6	13765.72	0	23865.21
投资活动现金流出小计	68182.91	93376.71	256839.13	94.09	217642.02
投资活动产生的现金流量净额	-53595.77	-3036.86	-171900.11	79.09	-192736.65
三、筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	17507.23	6984.49	4318.71	-50.33	15529.81
取得借款收到的现金	129506.24	221945.71	633533.62	121.18	822548.02
收到的其他与筹资活动有关的现金	2908.66	54008.26	269.8	-69.54	375689.14
筹资活动现金流入小计	149922.14	282938.46	638122.14	106.31	1213766.98
偿还债务所支付的现金	104340.55	183469.49	419825.81	100.59	619431.71
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9386.11	15899.85	36332.66	96.75	44130.66
支付的其他与筹资活动有关的现金	4076.26	21625.89	36114.45	197.65	421455.58
筹资活动现金流出小计	117802.92	220995.24	492272.92	104.42	1085017.96
筹资活动产生的现金流量净额	32119.22	61943.23	145849.22	113.09	128749.01
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0	-104.24	391.54	0	449.09
五、现金及现金等价物净增加额	-3881.32	91334.42	42472.9	0	8396.54

附件 4-2 现金流量补充报表

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)	2007 年 9 月
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动	0	0	0	0	0
以固定资产偿还债务	0	0	0	0	0
以投资偿还债务	0	0	0	0	0
以固定资产进行长期投资	0	0	0	0	0
以存货偿还债务	0	0	0	0	0
债务转为资本	0	0	0	0	0
一年内到期的可转换公司债券	0	0	0	0	0
融资租赁固定资产	0	0	0	0	0
二、将净利润调节为经营活动的现金流量	0	0	0	0	0
净利润	16358.15	16358.15	26407.16	27.06	28733.37
加: 少数股东损益	-512.86	-512.86	16550.75	0	18672.85
减: 未确认的投资损失	0	0	0	0	-1672.84
加: 计提的坏帐准备或转销的坏帐	5158.71	5158.71	6761.04	14.48	0
资产减值准备	12819.72	12819.72	50931.03	99.32	605.96
固定资产折旧	765.67	765.67	2086.44	65.08	53580.28
无形资产摊销	464.93	464.93	1657.79	88.83	2733.32
长期待摊费用摊销	384.69	384.69	1002.33	61.42	1393.36
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	-1166.25	-1166.25	179.32	0	-285.69
待摊费用减少(减:增加)	236.73	236.73	-1789.56	0	-5032.84
预提费用增加(减:减少)	270.95	270.95	330.22	10.4	9030.11
固定资产报废损失	0	0	0	0	1449.29
财务费用	6713.41	6713.41	25865.47	96.29	33982.47
投资损失(减:收益)	1359.13	1359.13	-4198.07	0	28734.6
递延税款贷项(减:借项)	0	0	24.53	0	0
存货的减少(减:增加)	-15878.3	-15878.3	-20691.78	14.16	-59621.36
经营性应收项目的减少(减:增加)	-69040.11	-69040.11	-157402.39	50.99	-146664.58
经营性应付项目的增加(减:减少)	61415.63	61415.63	118939.04	39.16	117756.76
其他	-1754.97	-1754.97	1478.95	0	-14805.64
经营性活动产生的现金流量净额	17595.22	17595.22	68132.25	96.78	71935.09
三、现金及现金等价物净增加情况	0	0	0	0	0
货币资金的期末余额	93969.81	93969.81	268092	68.91	297170.25
减: 货币资金的期初余额	97851.14	97851.14	225718.1	51.88	295003.44
现金等价物的期末余额	0	0	99	0	6644.21
减: 现金等价物的期初余额	0	0	0	0	414.48
现金及现金等价物净增加额	-3881.32	-3881.32	42472.9	0	8396.54

附表 5 主要计算指标

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	7.14	9.32	9.13	8.79
存货周转次数(次)	5	6.8	6.97	6.52
总资产周转次数(次)	0.7	0.83	0.76	0.77
盈利能力				
主营业务利润率(%)	14.65	15.31	15.15	15.1
总资本收益率(%)	5.06	5.44	5.41	5.35
净资产收益率(%)	4.96	5.98	4.97	5.27
现金收入比率(%)	103.75	89.72	98.51	96.92
现金利润比率(%)	82.09	89.45	131.59	109.05
财务构成				
资产负债率(%)	55.77	65.22	65.97	63.71
全部债务资本化比率(%)	32.43	49.28	48.67	45.6
长期债务资本化比率(%)	11.66	24.85	23.81	21.69
偿债能力				
流动比率(%)	103.59	92.31	86.49	91.66
速动比率(%)	77.92	73.37	69.12	72.15
经营现金流动负债比率(%)	4.43	4.11	6.51	5.37
EBITDA 利息倍数(倍)	5.01	3.30	4.63	4.31
债务保护倍数(倍)	0.17	0.07	0.12	0.12

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= 【(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1】×100%
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)
本期短期融资券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) / 本期短期融资券到期偿还额
注: 长期债务=长期借款+应付债券 短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销 全部债务=长期债务+短期债务 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额	

附件 7 信用等级的定义

企业主体长期信用等级的定义

企业主体长期信用等级划分成9级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

AAA级：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级：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级：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级：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级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B级：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级：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级：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级：不能偿还债务。

中长期债信用等级的定义同企业主体。

短期融资券信用等级的定义

短期债信用等级的设置采用6级制，符号表示为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

A-1级：还本付息能力最强，安全性最高；

A-2级：还本付息能力较强，安全性较高；

A-3级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响；

B级：还本付息能力较低，有一定的违约风险；

C级：还本付息能力很低，违约风险较高；

D级：不能按期还本付息。

长、短期债信用等级的对应关系

