

跟踪评级公告

联合信评字[2006] 467 号

联合资信评估有限公司通过对烟台万华华信合成革有限公司 2006 年 4.7 亿元短期融资券的信用状况进行跟踪评级, 确定烟台万华华信合成革有限公司 2006 年 4.7 亿元短期融资券的信用等级为 A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零六年十月十九日



烟台万华华信合成革有限公司

2006 年 4.7 亿元短期融资券跟踪评级分析报告

跟踪评级结果:

信用等级: A-1

跟踪评级时间: 2006 年 10 月 19 日

初次评级结果:

信用等级: A-1⁺

初次评级时间: 2006 年 1 月 12 日

主要数据:

项 目	2003 年	2004 年	2004 年 调整	2005 年	2006 年 6 月
资产总额 (万元)	300084.38	449373.17	445001.08	570032.47	611896.90
所有者权益 (万元)	101778.97	117654.68	114744.79	117033.03	131455.06
主营业务收入 (万元)	172538.44	236871.54	236871.54	357723.84	219447.12
利润总额 (万元)	4003.02	34179.03	29806.95	62187.74	46783.39
负债比率(%)	49.01	59.86	60.45	65.76	64.36
全部资本化 比率(%)	39.34	53.15	53.76	57.76	56.84
流动比率(%)	78.73	108.99	108.99	66.14	74.98
净资产收益 率(%)	-3.93	6.41	3.55	13.36	11.61
利息倍数(倍)	5.82	12.35	12.21	15.97	13.10
债务保护倍数 (倍)	0.16	0.23	0.21	0.29	0.26

注: “2004 年调整”数为经调整的 2005 年年初数。

分析员

张志军

电话

8610-64912118-836

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

HTTP: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

烟台万华华信合成革有限公司(以下简称“公司”或“万华华信”)为一家以异氰酸酯(MDI)、合成革、聚氨酯树脂等为主导产品的化工企业,其主要子公司烟台万华聚氨酯股份有限公司为A股上市公司,是目前国内除上海巴斯夫、亨斯曼等合资的上海联合异氰酸酯项目外唯一一家具有MDI生产技术和生产能力的企业,是国内唯一能生产束状超细纤维合成革系列产品的技术密集型企业,也是我国第一个人工制革工业基地。公司“万华”牌异氰酸酯(MDI)荣获2006年“中国名牌”称号。截止2006年6月底,公司具有27万吨/年MDI和1000万m²/年人工制革的生产能力,MDI产能位居亚太地区第一、世界第五位。

1、行业发展变化情况

截至2005年,全球MDI产能为406.7万吨/年,较2004年的354.0万吨/年增长近15%。2005年底至2006年底,全球MDI产能增长预计达到44万吨,增速在10%左右,增加量中90%在中国,主要是2005年11月投产的公司宁波大榭岛16万吨MDI项目和2006年8月投产的巴斯夫、亨斯曼等合资的上海联合异氰酸酯(MDI)24万吨项目。

2005年,我国MDI消费量为46.2万吨,较2004年增长15.6%。其中纯MDI、聚合MDI消费量分别为16.7万吨,29.5万吨,较2004年分别增长7.74%、19.5%。同期国内MDI产能仅13万吨/年,产品自给率仅为28%。2006年,我国MDI产能将达51万吨/年,较2005年剧增约40万吨/年,实际产量预计为31.69万吨,较2005年的10.5万吨增长约200%,其中纯MDI12.82万吨、聚合MDI18.87万吨。万华华信产量将达到22.09万

吨,其中纯MDI 9.94万吨、聚合MDI 12.15万吨、上海联恒9.60万吨,其中纯MDI 2.88万吨,聚合MDI 6.72万吨。2006年国内MDI产品自给率将有较大幅度的上升。

预计未来5年,作为聚氨酯生产的重要原材料,国内MDI消费量将以15%左右的速度增长,到2009年需求量将达到85万吨左右,从目前的产能情况来看,供应仍然紧张。但如果公司的扩建和新建计划能在2008和2009年建成投产,其它公司拟建装置也能在2009年投产,则到2009年中国MDI的生产能力将上升到139万吨/年左右,届时国内的MDI将可能呈现供过于求的状态。

2006年10月,市场上MDI公开报价在22000~24000元/吨之间波动,较2005年上半年价格最高点下跌了约10000元/吨,但仍在高位运行。预计未来几个月由于MDI下游行业生产销售进入淡季,MDI价格将在目前的价位上略有下跌。

2005年我国人造革合成革总产量为120万吨,其中规模以上企业人造革产量67.33万吨,比上年增长7.24%,合成革产量51.42万吨,比上年增长9.56%,增幅较前两年有所下降。2005年人造革合成革企业工业总产值为310.49亿元,同比增长25.3%;销售收入301.64亿元,同比增长24.21%。2005年,国内合成革行业不仅遭遇俄罗斯鞋事件、欧盟鞋类反倾销、安全评价等尴尬,同时由于产能相对过剩,市场竞争激烈,在原料和产品价格的双重压力下,合成革行业利润率有所下降。

总体来看,未来两年内国内MDI仍然处于供不应求的局面,但长远来看面临供大于求的发展趋势;人造革合成革产业竞争激烈,但对于具有技术优势和较好市场地位的企业,仍具有一定的发展空间。

2、生产经营

从表1可以看出,与2004年相比,公司2005年生产MDI119685吨,增长9.22%;生产树脂类产品30708吨,增长20.65%;生产革类产品451

万m²,略有下降,但变化不大;发电14440万kW·h,减少14.60%;生产蒸气1116257吨,增长18.39%。2006年上半年公司生产MDI95962吨,较2005年同期有较大程度的增长。从中可以看出,MDI在公司主导产品中的地位越来越突出。

表1 公司近两年及2006年上半年主要产品产量

项目	2004年	2005年	增长率	2006年1-6月
MDI(吨)	109578	119685	9.22%	95962
其中:MR(吨)	57260	66712	16.51%	57365
MT(吨)	52318	52973	1.25%	38597
树脂类(吨)	25453	30708	20.65%	17908
革类产品(万m ²)	462	451	-2.48%	228
发电量(万kW·h)	16910	14440	-14.60%	8112
蒸汽(吨)	942901	1116257	18.39%	569127

初次评级报告中,公司预测的2005年MDI产量为119010吨,革类产品452万m²,从实际情况看,公司较好地完成了产量预测目标。

初次评级报告中预测2006年公司MDI产量为23万吨,革类产品750万m²。公司总经理曲进胜先生《在2006年工作会议上的讲话》中预计公司2006年MDI产量为22.5万吨,革类产品820万m²。由于液氯、盐酸等资源瓶颈的制约,公司宁波16万吨MDI项目产能受到影响,此外革类产品受到国内外市场的影响,产销量远低于预测水平,因此从2006年上半年产量完成情况来看,公司完成2006年预测产量目标存在一定困难。2006年前9个月公司MDI平均出厂价格为18600元/吨,较上年同期减少6710元/吨,但仍具有较好的盈利空间。

公司2006年计划投资25041万元,截至2006年9月30日累计完成投资9953万元,为计划投资额的39.75%。投资进度较缓的主要原因在于投资10000万元的宁波16万吨/年MDI装置扩能改造项目,因氯气供应配套问题未解决,尚未开工。

尽管受到一些不良因素影响,总体来看,公司生产经营仍然较为正常。

3、财务状况

(1) 财务构成

截止2005年底,公司资产总额570032.47万元,较2004年底增长了28.10%,增速较快。从构成比例来看,以固定资产和流动资产为主,分别占68.21%和26.01%。流动资产以货币资金、应收帐款和存货为主,分别占17.43%、24.74%和39.04%。由于2005年基本建设项目投资较大,固定资产占比较2004年底有所上升,流动资产占比有所下降。截止2006年6月底,公司资产总额611896.90万元,较2005年底增长7.34%,资产构成中固定资产和流动资产比例分别为59.89%和35.07%,流动资产中,货币资金和应收帐款有较大幅度的增加,而存货占比则有所减少,与2005年底相比,资产构成更为合理,资产流动性有所提高。

截止2005年底,负债总额374837.39万元,比2004年底增加39.35%。公司流动负债总额224165.81万元,比2004年增长66.71%,长期负债150671.58万元,较2004年增长12.00%。截止2006年6月底,负债总额393816.26万元,比2005年底略有增长,其中流动负债总额286164.59万元,比2005年底增长27.66%,长期负债107651.67万元,比2005年底减少28.55%,主要由于2006年4月发行短债增加了流动负债,同时偿还了部分长期借款所致。公司负债比率和全部资本化比率2005年底分别达到65.76%和57.76%,债务负担近年来呈增长趋势。截止2006年6月,公司负债比率和全部资本化比率分别为64.36%和56.84%,与2005年底相比略有下降。但公司整体债务负担仍较重。

截止2005年底公司所有者权益合计117033.03万元,较2004年底略有增长。公司所有者权益构成近年来变化不大,构成比例基本保持稳定。截止2006年6月底,公司所有者权益合计131455.06万元,较2005年底增长12.32%,主要是未分配利润增加所致。

(2) 盈利能力

公司2005年实现主营业务收入357723.84

万元和主营业务利润125029.67万元,较好地完成了2005年的预测目标,较2004年分别增长了51.02%和36.96%,增速较快。尽管由于产品价格因素的影响,公司主营业务利润率略有下降,但公司2005年整体盈利能力较2004年有了较大改观,总资本收益率和净资产收益率分别为14.74%和13.36%,处于较高水平。

2006年上半年公司实现销售收入219447.12万元,利润总额69360.38万元。由于下半年生产形势较为严峻,加之受市场因素的影响,公司完成2006年销售收入和利润目标的存在一定难度。预计公司2006年盈利能力较2005年略有下降,但仍保持在较高水平。

(3) 现金流状况

2005年,公司销售商品、提供劳务收到的现金为411938.10万元,经营活动产生的现金流量净额为77813.47万元,均较2004年有大幅增长。但由于2005年保持了较大的对外投资规模,公司仍然需要对外筹资以满足投资活动的现金需求。由于筹资活动规模较2004年有所减少,公司2005年现金及现金等价物净增加额由正转负,为-22416.71万元。

2006年截止6月底,公司销售商品、提供劳务收到的现金为264935.34万元,经营活动产生的现金流量净额为35990.14万元,现金及现金等价物净增加额29878.62万元,2006年上半年现金流状况良好。

(4) 偿债能力

由于流动负债增加较多,而流动资产变化很小,公司2005年底流动比率和速动比率大幅下降,分别为66.14%和40.32%,2006年6月底两项指标分别为74.98和56.18%,公司短期支付能力弱。

2005年,公司EBITDA利息倍数和债务保护倍数分别为15.97倍和0.29倍,长期偿债能力有所提升。由于筹资活动前现金流量净额为负值,公司2005年筹资活动前现金流量净额对债务不具备保护能力。

(5) 对本期短期融资券的分析

公司2006年4月27日发行的本期4.7亿元短期融资券募集资金主要用于补充万华华信本部及下属公司在日常运营过程中对流动资金的需求和置换高成本贷款。

从公司2006年半年报数据来看，公司2006年6月资产负债率和全部债务资本化比率均较2005年底略有下降，本期短期融资券的发行没有明显加重公司债务负担。

公司于2006年10月19日公告了2006年三季度财务报表，从该报表来看，截止9月底，公司资产总额、负债及所有者权益分别比6月底略有增长，但变化均不大；公司1~9月实现主营业务收入374515.19万元，利润总额75705.40万元，主营业务收入和利润总额同比增长加快，从三季度报表来看，完成初评报告中预测的2006年主营业务收入487966万元和利润总额104596万元的目标的可能性加大。从现金流情况来看，三季度现金流仍然保持了较好的态势。

从公司目前的货币资金存量和2005年、2006年上半年经营活动的现金流情况（见附件1）来看，均能较好地覆盖本期短期融资券额度，公司对本期短期融资券具有较强的偿还能力，本期短期融资券信用等级为“A-1”（初次评级级别为“A-1+”，根据主管部门的规定，短期融资券信用评级符号体系变更，取消了原“A-1+”的信用等级，现最高信用等级为“A-1”）。

积极因素

1、2005年底公司宁波16万吨MDI项目投资，生产布局得以进一步优化，整体生产规模大幅提升，公司在国际国内的市场地位得以提高。

2、近两年国内MDI仍将保持供不应求的局面。

3、公司出口创汇2005年为6000万美元，2006年1~9月就达7800万美元，呈现快速增长趋势，表明公司在海外市场的开拓取得了良好的进展。

关注

1、亚太地区MDI产能的迅速扩大和国内革类产品的产能相对过剩，导致市场竞争趋于激烈，产品销售价格面临进一步下跌，对公司长远发展将产生不利影响。

2、液氯、盐酸等原辅材料供应的不稳定对公司正常生产经营产生了不利影响。

3、公司MDI产业结构单一，业绩受行业发展影响较大。

4、公司流动比率和速动比率较低，短期支付压力较大。

附件 1 主要财务数据

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2004 年调 整	2005 年	变动率(%)	2006 年 6 月
货币资金	38413.21	48266.06	48266.06	25849.34	-17.97	55727.97
应收账款净额	20119.27	24260.69	24260.69	22504.64	5.76	64700.33
存货净额	22378.14	35729.09	35729.09	57882.67	60.83	53788.38
流动资产合计	97222.10	146549.79	146549.79	148266.01	23.49	214566.86
资产总计	300084.38	449373.17	445001.08	570032.47	37.83	611896.90
短期借款	62009.06	70928.25	70928.25	101916.03	28.20	87004.26
应付票据	10343.00	15000.00	15000.00	7800.00	-13.16	21830.00
应付帐款	25239.37	25395.77	25395.77	50042.69	40.81	52369.41
预收帐款	6332.20	5766.52	5766.52	10936.83	31.42	11374.07
应交税金	1755.76	2580.09	2580.09	11744.27	158.63	13535.11
其他应付款	5947.80	6553.52	6553.52	12110.38	42.69	8789.72
一年内到期的长期负债	7800.00	1260.00	1260.00	17149.18	48.28	31393.67
流动负债合计	123489.34	134467.75	134467.75	224165.81	34.73	286164.59
长期借款	19089.03	117467.10	117467.10	140064.31	170.88	99980.97
应付债券						47000.00
专项应付款	4480.77	17053.61	17053.61	10607.27	53.86	6405.03
负债合计	147059.15	268994.22	268994.22	374837.39	59.65	393816.26
少数股东权益	51246.26	62724.27	61262.07	78162.05	23.50	86625.58
所有者权益合计	101778.97	117654.68	114744.79	117033.03	7.23	131455.06
主营业务收入	172538.44	236871.54	236871.54	357723.84	43.99	219447.12
主营业务成本	116095.56	144121.78	144121.78	230077.01	40.78	148701.38
主营业务利润	55162.69	91290.18	91290.18	125029.67	50.55	69360.38
投资收益	-2439.98	-7183.14	-7183.14	475.51	——	1435.84
利润总额	4003.02	34179.03	29806.95	62187.74	294.15	46783.39
净利润	-4219.64	7032.84	4122.96	15677.55	——	14422.02
销售商品、提供劳务收到的现金	224910.16	277989.91	——	411938.10	35.34	264935.34
经营活动产生的现金流量净额	39625.70	11965.41	——	77813.47	40.13	35990.14
投资活动产生的现金流量净额	-53231.12	-139427.09	——	-147699.10	66.57	-21786.16
筹资活动产生的现金流量净额	21901.81	137314.53	——	47550.39	47.35	15704.74
现金及现金等价物净增加额	8296.38	9852.85	——	-22416.71	——	29878.62
指 标	2003 年	2004 年	2004 年调 整	2005 年	平均值*	2006 年 6 月
销售债权周转次数(次)	13.71	11.20	11.20	11.28	12.06	4.84
存货周转次数(次)	5.84	4.96	4.96	4.92	5.24	2.66
总资产周转次数(次)	0.68	0.63	0.64	0.70	0.67	0.37
主营业务利润率(%)	31.97	38.54	38.54	34.95	35.15	31.61
现金收入比(%)	130.35	117.36	——	115.16	120.96	120.73
总资本盈利率(%)	2.80	10.27	8.15	14.74	9.27	11.81
净资产收益率(%)	-3.93	6.41	3.55	13.36	5.28	11.61
资产负债率(%)	49.01	59.86	60.45	65.76	58.21	64.36
长期债务资本化比率(%)	11.09	39.44	40.03	41.78	30.77	31.43
全部债务资本化比率(%)	39.34	53.15	53.76	57.76	50.08	56.84
EBITDA	16115.68	47221.00	42848.91	76582.64	46639.77	62664.67
筹资活动前现金流量净额	-13605.43	-127461.68	——	-69885.63	-70317.58	14203.97
流动比率(%)	78.73	108.99	108.99	66.14	84.62	74.98
速动比率(%)	60.61	82.41	82.41	40.32	61.11	56.18
EBITDA 利息倍数(倍)	5.82	12.35	11.21	15.97	11.38	13.10
债务保护倍数(倍)	0.16	0.23	0.21	0.29	0.23	0.26
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.92	-33.35	——	-14.57	-17.61	2.97
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力(倍)	-0.13	-0.61	——	-0.26	-0.33	0.06

*注: 平均值为依据 2003 年、2005 年和未经调整的 2004 年年末数据计算所得。

附件 2 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= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
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	
应收账款周转次数	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
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%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
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	
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息保护倍数=EBITDA/支出利息
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-存货) / 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

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 3 短期融资券信用级别设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发〔2006〕95 号）的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。等级含义如下表：

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息