

跟踪评级公告

联合[2012] 1349 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持四川化工控股（集团）有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为负面，并维持“10川化MTN1” AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三十一日
评级业务专用章

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

四川化工控股（集团）有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：负面
上次评级结果：AA 评级展望：负面

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 川化 MTN1	10 亿元	2010/5/31-2013/5/31	AA	AA

跟踪评级时间：2012 年 12 月 31 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.56	28.50	17.56	38.01
资产总额(亿元)	140.21	192.15	200.16	246.43
所有者权益(亿元)	61.43	68.19	64.92	63.86
短期债务(亿元)	34.15	39.71	53.95	70.31
全部债务(亿元)	60.93	102.76	112.97	156.08
营业收入(亿元)	78.47	67.61	73.85	60.72
利润总额(亿元)	1.41	-7.72	-4.58	-3.79
EBITDA(亿元)	10.75	2.84	5.76	--
经营性净现金流(亿元)	17.09	-6.19	9.83	6.18
营业利润率(%)	17.07	12.57	15.62	14.90
净资产收益率(%)	1.40	-10.92	-7.09	--
资产负债率(%)	56.19	64.51	67.56	74.09
全部债务资本化比率(%)	49.80	60.11	63.50	70.97
流动比率(%)	83.47	104.30	64.14	80.40
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	36.20	19.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	0.91	0.99	--
经营现金流流动负债比(%)	32.87	-10.31	12.98	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

姚德平 祖宇

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

四川化工控股（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）跟踪期内天然气供给不稳定，开工负荷较低。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到，公司原料成本上升，债务负担不断加重等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

近年来，受西南地区天然气供应紧张影响，公司尿素、液氨等化工产品生产受到一定制约，公司整体盈利能力有所下滑；2012 年 7 月份以来，公司天然气供给有一定改善，但受成本上升及产品价格下滑等不利因素影响，公司优势未能体现。联合资信对公司的评级展望为负面。

综合考虑，联合资信维持四川化工控股（集团）有限责任公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“10 川化 MTN1” AA 的信用级别。

优势

1. 公司是中国传统大型尿素生产企业，生产规模大，品牌认知度高，产品竞争力强。
2. 公司具备较强的科研实力，拥有一批自主知识产权和专有技术，技术优势明显。

关注

1. 公司天然气供给依赖外购，近年天然气采购价格持续上涨，公司面临一定成本压力。
2. 跟踪期公司持续亏损，公司经营性净现金流波动大。
3. 公司债务负担重，在建项目规模较大，随着在建项目的推进，公司债务负担可能进一步加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与四川化工控股（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与四川化工控股（集团）有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因四川化工控股（集团）有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由四川化工控股（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于四川化工控股（集团）有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

四川化工控股（集团）有限责任公司（以下简称“四川化工”或“公司”）成立于 2000 年 11 月，是经四川省人民政府川府函（2000）141 号文批准，在川化集团有限责任公司（以下简称“川化集团”）、泸天化（集团）有限责任公司（以下简称“泸天化集团”）等基础上重组设立的国有大型企业，截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 20.08 亿元，四川省国资委是公司的实际控制人。

公司经营范围：化工产品销售、技术服务、项目投资，以及组织、协调、开展经济技术合作等。公司产品主要包括尿素、三聚氰胺、复合肥、硝铵、1,4-丁二醇、甲醇、硝酸等化肥、化工产品。

截至 2011 年底，公司拥有 17 家一级子公司，其中四川泸天化股份有限公司（股票代码：000912，下称“泸天化股份”）和川化股份有限公司¹（股票代码：000155，下称“川化股份”）是境内 A 股上市公司，也是公司的主要生产基地。公司本部设有企业管理部、安全环保及经济运行部、投资发展部、资产财务部、投资证券部、人力资源部、群团工作部、监察审计部、技术中心等 11 个职能管理部门。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 200.16 亿元，所有者权益合计 64.92 亿元（含少数股东权益 35.60 亿元）；2011 年公司实现营业收入 73.85 亿元，利润总额-4.58 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 246.43 亿元，所有者权益合计 63.86 亿元（其

中少数股东权益 37.24 亿元）；2012 年 1~9 月公司实现营业收入 60.72 亿元，利润总额-3.79 亿元。

公司注册地址：成都市二环路南三段15号；
法定代表人：陈晓军。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。

货币政策方面，2011 年，央行共 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规

¹ 川化股份由于连续两年亏损目前为*ST

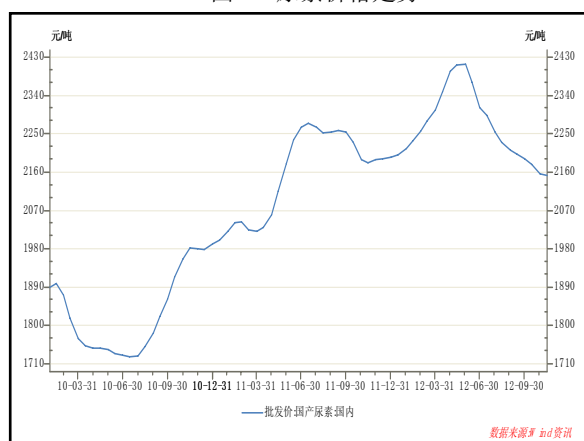
模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2012 年 5 月国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

行业环境

图 1 尿素价格走势



资料来源：Wind 资讯

化肥是农资产品的重要组成部分，占农业生产成本的 25% 左右，2009 年尿素价格市场化改革开始破冰，根据发改价格[2009]268 号文，自 2009 年 1 月 25 日起，国产化肥出厂价格由政府指导价改为市场调节价。随着化肥出厂限价政策的取消，大型化肥生产企业的定价话语权和产品的附加值优势将得到体现。

2011 年春节过后，随着北方农用肥季节的到来以及经销商淡季储备不足的双重因素拉动，尿素价格出现上涨，并一路上行延续至三

季度。进入 2011 年 10 月份，尿素市场出现一轮下行波动，随后逐步企稳反弹。2012 年前五个月，继续延续前期涨势，随着国内用肥季节逐步结束及出口窗口打开，国内氮肥转为出口，受国际市场行情偏弱影响，氮肥出口受挫，国内供过于求，价格出现下行态势。

尿素作为重要农业生产资料，其价格波动对农业生产有较大影响，中国目前尿素价格虽然以市场调节为主，但出于保障农业正常生产考虑，中国政府可能对尿素价格高企采取一定政策限制。

区域经济环境

2011 年，四川省地区生产总值（GDP）突破 2 万亿元，达到 21026.7 亿元，2011 年全省经济增长 15.0%，增幅比全国平均水平高 5.8 个百分点，位居全国各省（市、区）前列，在前 10 位万亿元经济大省中位居第一。同时，保持了灾后恢复重建以来全省经济快速恢复发展的较快增长势头。第一产业增加值 2983.5 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 11027.9 亿元，增长 20.7%；第三产业增加值 7015.3 亿元，增长 10.9%。总体来看，2011 年四川省经济实现了较快增长，经济运行良好，有利于区域内企业经营、发展。

从天然气资源来看，中贵输气管道（简称“中贵线”）北起宁夏中卫首站，经甘肃、陕西、四川、重庆，至贵阳末站，线路全长 1613 公里，输气能力 150 亿方/年。中贵线进入四川省后，在四川省南部县、南充市、武胜县，重庆市铜梁县、江津区分别与西油公司大口径输气干管北外环、北干线、北内环和南干线连接，同时，通过各区县预留分输口及相国寺地下储气库与现有终端管网连接，可以为沿途用户提供气源。

中贵线四川省南部分输站于 2012 年 7 月 17 日正式向外供气，最大日输气量可以达到 1200 万方/日，有望解决当前川渝地区气源不足的问题。今后川渝地区天然气管网将与全国大

网并网运行，区域内供气可靠性和安全性将得到大幅提高。

五、基础素质分析

公司是在川化集团和泸天化集团基础上组建的大型化工生产企业，被国家认定为“特大型企业”和中国 18 个大型化工基地之一。公司下属子公司川化股份和泸天化股份是中国传统大型尿素生产企业，尿素是公司的优势产品。公司先后建成了中国第一套国产化中型氮肥装置和第一套国产化大型合成氨装置。目前，公司旗下共有“工农”、“天府”、“天华”三个品牌，均为国家免检品牌，其中“工农”牌尿素是中国驰名商标，品牌效应显著，市场认可度高。

公司先后开展国家、省、部级科研项目 500 余项，获国家级、省部级和行业科技进步奖 120 余项。2009~2011 年，集团公司共获得 16 项发明专利授权；9 项省部级科技进步奖；承担 2 项国家 863 计划项目，其中 1 项已完成并通过国家验收；并有多项科技成果通过了省级技术鉴定。

六、管理分析

中国证券监督管理委员会四川监管局于 2012 年 5 月对公司子公司四川泸天化股份有限公司（以下简称“泸天化”）下达了行政监管措施决定书（【2012】5 号）和提示整改函（川证监上市【2012】50 号），同时四川监管局于 2012 年 6 月对公司子公司川化股份有限公司下达了行政监管措施决定书（【2012】4 号）。公司存在管理漏洞。公司管理仍存在不完善的方面，公司管理有待完善。

七、经营分析

公司化肥产品以尿素和复合肥为主；化工产品主要包括甲醇、二甲醚、三聚氰胺、1,4-丁二醇等。其中，化肥（尿素、复合肥及外购化肥）一直是公司的主导产品，在公司业务构成中地位突出；甲醇、二甲醚、三聚氰胺等化工产品具备较大规模的生产能力，但由于近年供气不稳定，实际生产规模波动较大。

2011 年，公司实现主营业务收入 73.85 亿元，同比增长 22.90%。其中尿素产品实现主营业务收入 22.95 亿元，占比 31.07%，实现毛利率 24.21%，较 2010 年上升 2.43 个百分点，主要由于 2011 年尿素价格上涨所致。

表1 公司主营业务收入情况

产 品	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1-9 月	
	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	收入 (万元)	占比 (%)
尿素	349611.59	48.14	214212.06	35.65	229472	31.07	232032	38.22
复合肥	49192.74	6.77	40029.96	6.66	47855	6.48	26626	4.38
农药	16080.14	2.21	15777.84	2.63	17069	2.31	21935	3.61
外购化肥	121040.79	16.67	55861.90	9.30	37304	5.05	37355	6.15
1,4-丁二醇	18146.17	2.50	31498.25	5.24	30980	4.19	16342	2.69
二甲醚	6248.55	0.86	8159.09	1.36	12237	1.66	8159	1.34
甲醇	5567.93	0.77	6977.54	1.16	6121	0.83	8119	1.34
硝酸铵	29340.44	4.04	40315.12	6.71	64807	8.78	42125	6.94
三聚氰胺	50315.81	6.93	56818.24	9.46	51505	6.97	29089	4.79
其他	80632.41	11.10	131278.08	21.85	241187	32.66	185466	30.54
合计	726176.56	100.00	600928.08	100.00	738537	100.00	607248	100.00

资料来源：公司提供

公司2011年主要产品的毛利率有所改善，一方面得益于公司成本控制力度的加强；另一方面，得益于公司部分产品价格的上涨，2011年尿素平均价格同比增长20.76%，三聚氰胺同比增长1.98%，硝铵同比增长25.37%，1,4-丁二醇同比增长，20.63%。然而2011年公司受制于天然气供给不足的限制，开工率较低，综合维护成本高，造成公司亏损局面。

表2 公司主要产品毛利率(%)

项目	2010年	2011年	2012年1-9月
尿素	21.78	24.21	25.49
复合肥	3.51	0.56	1.37
外购化肥	-5.82	2.10	0.47
农药	15.38	20.18	14.40
1,4-丁二醇	30.94	33.46	6.13
二甲醚	-6.74	9.01	-11.88
甲醇	-6.88	-23.74	-8.87
硝铵	12.85	27.50	15.14
三聚氰胺	11.22	9.65	7.37
其他	10.80	11.51	12.93
合计	13.28	16.33	15.59

资料来源：公司提供

2012年1~9月，公司实现主营业务收入60.72亿元，产品结构较上年变化不大，其中尿素实现营业收入23.20亿元，本期受尿素价格冲高回落，整体价位较2011年仍处于较好水平的影响，尿素毛利率较2011年小幅增长。受公司其他主要产品盈利出现不同程度下滑影响，公司整体毛利率较2011年有所下降。

从原料采购来看，公司生产所需原料主要为天然气和煤炭，其中煤炭主要作为燃料使用，公司目前煤、气资源全部依赖外购。天然气是公司化工生产的主要原料，近年由于天然气供应紧张，公司获得的供气量逐年减少，公司装置停车大修时间不断延长，而且各运行装置近年运行负荷较低，2011年公司由于天然气供应量下降，平均生产负荷仅47.80%。天然气供应不足导致公司三套大化肥和两套中化肥装置相

继长时间停车大修，产品产量同比大幅下降，公司主导产品尿素产量同比下降29.60%。自2012年7月以来，受益于中贵线四川省南部分输站正式向外供气，公司天然气供给有所好转，7~9月公司天然气供应量为4.92亿立方米。公司近80%的天然气属计划内化肥用气，享受化肥用气限价优惠政策，但由于天然气供给不足，价格优势不能充分体现，另外公司近年天然气价格逐年增长，2011年均价为1.369元/立方米，2012年为1.67元/立方米。2009年以来煤炭采购价格持续上涨，2010年公司煤炭采购均价为501.00元/吨。而2011年公司的煤炭采购均价上升至730.63元/吨。2012年煤炭价格虽有所松动，但依旧处于较高水平。整体看，公司短期仍将面临原料供需矛盾，并具有一定成本控制压力。

生产方面，公司化肥产品以尿素为主。近年公司尿素产能保持稳定，合成氨、尿素的产量受限于天然气供气量下降影响出现下滑的趋势。其中，公司尿素产量2009~2011年分别为189.66万吨、145.23万吨和110.02万吨。同时，公司的硝酸产量基本维持稳定。产能产量的变化显示天然气供应不足是公司业绩下滑的主要原因。公司正逐步实现由单一氮肥向复合肥转变，实现化肥产品系列化。公司现有硝铵及氮磷复合肥产能37万吨，近年公司复合肥生产平稳，2011年共生产复合肥38.63万吨。此外，公司还顺应国家推行测土配方施肥工程，开展配肥个性化服务，根据各地区各异的农作物、土地土壤情况而配制不同的生产配方，定制生产化肥，充分满足不同地区的实际需要。目前，公司先后在重庆、广西、安徽、山东等地建立了测土配肥生产基地。

销售方面，公司已构筑了直达乡村的化肥分销、物流配送体系，先后在四川、重庆、贵州、广西、广东、江西、湖南、湖北、陕西、甘肃、河北、河南、安徽、江苏、山东等15个省市自治区构建了化肥配送中心100多个，网络零售成员店10000多家。另外，随着近年公司

化工产品生产规模的扩大，公司先后在泸州、张家港建立了化学品贸易分公司，甲醇、二甲醚、三聚氰胺等化工产品依托长江水道便利的交通优势，销往西南、华中、华东地区。

未来公司计划增加在尿素、精细化工等多个领域的投入，丰富产品组合，延伸产业链条，提高资源的自给能力和利用能力。公司计划重点建设宁夏大化肥、泸天化煤气化、PTMEG等项目，共计划投资126.34亿元，2013年计划投资17亿元。整体看，公司在建项目投资规模较大，未来公司可能面临一定对外融资压力。

总体看，公司作为中国传统大型尿素生产企业，规模优势明显，区域市场竞争力强，销售情况稳定。但公司上游资源自给率较低，近年天然气供应不稳导致公司产能无法完全释放，同时也制约了公司化工产品的正常生产，上游原料供给不稳制约了公司的发展。

八、财务分析

公司提供了的2009~2011年度财务报告，其中2009年和2011年财务报告经由四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司审计出具了标准无保留意见的审计结论；公司2010年财务报告经由四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司审计出具了带强调事项段的²的无保留意见的审计结论。2011年公司纳入合并范围的一级子公司为17家。

根据公司2011年审计报告披露，公司间接控制的泸州热电有限公司（以下简称“泸州热电”）已处于非持续经营状态，泸州热电于2011年12月20日召开了董事会会议和临时股东会会议，董事会会议和临时股东会会议分别同意泸州热电向人民法院申请破产清算，基于此，公司2011年审计报告未将泸州热电纳入合并

报表范围，考虑到泸州热电经营规模相对公司较小，且2010年已处于非持续经营状态，故而该合并范围变化不影响公司财务数据的可比性。

截至2011年底，公司（合并）资产总额200.16亿元，所有者权益合计64.92亿元（含少数股东权益35.60亿元）；2011年公司实现营业收入73.85亿元，利润总额-4.58亿元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额246.43亿元，所有者权益合计63.86亿元（其中少数股东权益37.24亿元）；2012年1~9月公司实现营业收入60.72亿元，利润总额-3.79亿元。

1. 盈利能力

2011年公司全年实现营业收入73.85亿元，同比增长9.23%。2011年公司营业成本61.79亿元，同比增长5.39%，小于当期营业收入的增长幅度。2011年，公司营业利润率为15.62%。

期间费用方面，2011年公司期间费用占营业收入比重为22.13%，所占比重较高；公司期间费用中，管理费用及财务费用增长较快。

从盈利指标看，2011年公司营业利润率较上年增长3.05个百分点，同期总资产收益率和净资产收益率分别为0.68%和-7.09%。

2012年1~9月份，公司实现营业收入60.72亿元，利润总额-3.79亿元。

总体上，公司受制于天然气供应限制，开工率下降，公司盈利能力差。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011年公司销售商品、提供劳务收到的现金年为81.73亿元；公司现金收入比有所波动，2011年为110.67%，收入实现质量尚可；2011年公司经营活动现金流入量为83.97亿元；2011年公司经营活动现金流出主要是购买商品、接受劳务支付的现金以及支付给职工以及为职工支付的现金。同期公司

² 强调事项：公司控股子公司泸天化（集团）有限责任公司的重要孙公司泸州热电有限公司已处于非持续经营状态，四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司无法判断将其按照持续经营假设编制2010年度财务报表是否适当。

经营活动产生的现金流量净额为 9.83 亿元。公司经营活动现金流量净额波动较大。

从投资活动看，2011 年公司投资活动现金流入为 0.74 亿元。公司投资活动现金流出数量较大，2011 年为 24.62 亿元，由于近年公司项目投资规模较大，同期的投资活动产生的现金流量净额为-23.88 亿元。

从筹资活动来看，2011 年公司筹资活动现金流入为 60.65 亿元，主要为取得借款收到的现金。2011 年公司筹资活动现金流出为 56.53 亿元。公司筹资活动流出主要是偿还债务所支付的现金和一定的股利和银行利息支出。2011 年公司筹资产生的现金净流量为 4.11 亿元。

2012 年 1~9 月份，公司经营活动产生的现金流净额为 6.18 亿元，投资活动产生的现金流净额为-21.33 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 34.49 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量净额波动明显，公司投资规模较大，对外筹资压力较大，公司债务负担可能进一步加重。

3. 资本及债务结构

截至 2011 年底，公司资产总额为 200.16 亿元，同比增长 4.17%，公司本年流动资产比重有所下降，占比为 24.26%。公司流动资产比重下降主要由于本年在建项目投入较大，导致现金存量下降，同时在建项目的投入也促使非流动资产大幅上升。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 246.43 亿元，较 2011 年底增长 23.12%。公司本期资产快速增长主要系公司为在建项目的顺利推进而扩大对外融资规模所致。

跟踪期由于在建项目的投入规模较大，公司非流动资产快速增长，公司主要在建项目尚未投产，随着在建项目达产预计公司开工负荷有望改善，综合来看，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计为

64.92 亿元（其中少数股东权益为 35.60 亿元），同比下降 4.78%，系本期亏损所致。2011 年根据四川省财政厅财务企【2011】105 号“四川省财政厅关于拨付 2011 年省级国有资本经营预算支出项目资金的通知”增加公司国有资本金 400 万元。2011 年公司归属于母公司权益构成实收资本占 68.47%，资本公积占 40.09%，专项储备占 3.97%，盈余公积占 0.66%和未分配利润占-13.18%。

截至 2012 年 9 月底，公司受持续亏损影响，所有者权益继续下降。总体看，跟踪期内，由于公司连续亏损，所有者权益持续下降，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2011 年底，公司负债合计 135.23 亿元，同比增长 9.10%；截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 182.58 亿元，较 2011 年底增长 35.01%。跟踪期内公司负债快速增长，主要系公司为保障在建项目资金而扩大对外融资规模所致。其中截至 2012 年 9 月底，公司长期应付款较 2011 年底增加 9.72 亿元，主要系公司融资租赁所致。

公司跟踪期内有息债务规模快速增长，截至 2011 年底，公司全部债务为 112.97 亿元，同比增长 9.94%，其中短期债务占 47.76%，长期债务占 52.24%，公司短期债务比重较 2010 年有所上升；截至 2012 年 9 月底，公司全部债务为 156.08 亿元，较 2011 年底增长 40.07%，公司本期有息债务结构较 2011 年变化不大。

从财务结构来看，截至 2011 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 67.56%、63.50%和 47.62%；截至 2012 年 9 月底，以上指标分别上升至 74.09%、70.97%和 57.32%。

跟踪期公司为保障在建项目顺利进行，融资规模不断扩大，目前公司债务负担较重，考虑到公司在建项目规模较大，短期仍需较大规模投资，公司债务负担有进一步加重的可能性。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011 年公司的流动比率和速动比率分别为 64.14%和 43.35%，2012 年 9 月底，以上两指标分别为 80.40%和 64.31%。公司经营现金流动负债比 2011 年为 12.98%。总体上，公司的短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2011 年公司 EBITDA 为 5.76 亿元；EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 0.99 倍和 19.62 倍。受债务负担上升的影响，公司整体偿债能力呈下滑态势，公司长期偿债能力弱。

截至 2012 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得各大商业银行授信总额 202.52 亿元，其中已使用额度 138.38 亿元，未使用额度 75.78 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

截至 2012 年 9 月底，公司存续期债券为额度 10 亿元、期限 3 年的中期票据“10 川化 MTN1”。2009~2011 年，公司实现 EBITDA 三年平均为 5.88 亿元，2011 年为 5.76 亿元，分别为存续期债券的 0.59 倍和 0.58 倍，EBITDA 对本期中票保障能力一般。2009~2011 年，公司经营活动现金流入量波动下降，三年平均为 79.61 亿元，2011 年为 83.97 亿元，分别为存续期债券的 7.96 倍和 8.40 倍。2009~2011 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动大，三年平均为 6.47 亿元，2011 年为 9.83 亿元，分别为存续期债券的 0.65 倍和 0.98 倍。整体看，公司对存续期债券具有一定保障能力。

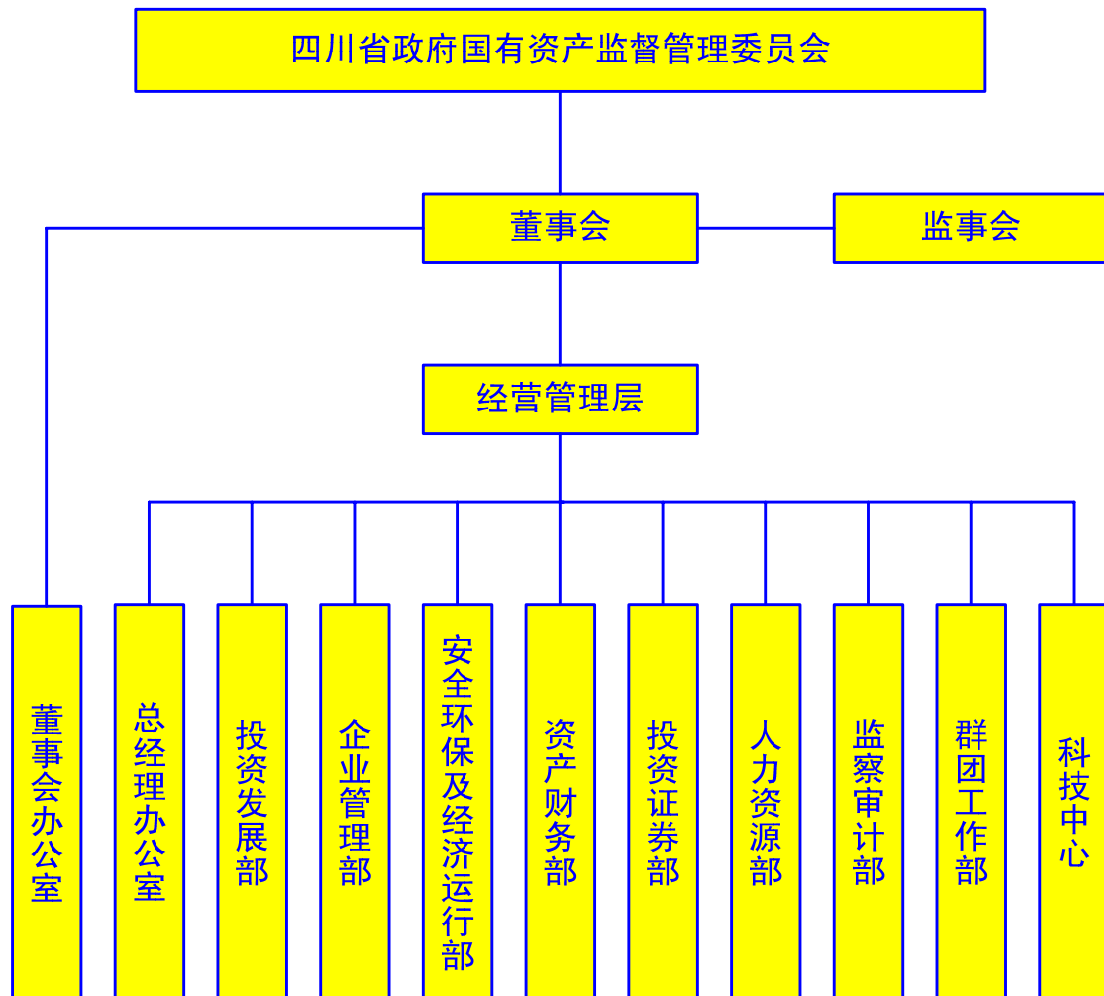
5. 抗风险能力

公司为传统大型尿素生产企业，规模优势突出；同时公司在基础化工领域，已形成一定生产规模，拓宽了公司收入来源。公司受限于原料供给不足的影响，生产负荷较低，产能无法充分释放，规模经济效益难以发挥。综合来看，公司抗风险能力一般。

九、结论

综合考虑，联合资信维持四川化工控股（集团）有限责任公司AA的主体长期信用等级，评级展望为负面，并维持“10川化MTN1”AA的信用级别。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	115620.56	254419.44	160257.18	17.73	353610.27
交易性金融资产	1350.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
应收票据	28633.82	30617.02	15329.50	-26.83	26501.54
应收账款	16940.88	14658.95	13251.73	-11.56	24206.47
预付款项	100841.19	139420.02	127497.61	12.44	183687.99
应收利息					
应收股利	0.00	90.50	0.00		0.00
其他应收款	9581.57	13259.74	10732.27	5.83	17674.27
存货	157741.53	170764.81	157376.10	-0.12	151718.00
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	3273.11	3206.93	1172.16	-40.16	1027.54
流动资产合计	433982.66	626437.41	485616.56	5.78	758426.09
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	36401.94	13397.49	20428.41	-25.09	23978.41
投资性房地产	21683.72	20610.59	19852.47	-4.32	19473.86
固定资产	564431.54	687845.25	681742.99	9.90	642428.32
在建工程	215076.75	376564.67	480346.00	49.44	696687.39
工程物资	38421.61	40778.00	114258.95	72.45	98621.56
固定资产清理	968.99	778.54	779.43	-10.31	785.10
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	34459.72	91670.13	128271.38	92.93	147924.84
开发支出	0.00	458.48	822.87		2718.27
商誉	43950.99	43950.99	43944.59	-0.01	43944.59
合并价差					
长期待摊费用	1481.04	1919.35	2246.75	23.17	1941.14
递延所得税资产	11219.12	15358.35	19765.49	32.73	21972.15
其他非流动资产	0.00	1698.00	3509.90		5428.12
非流动资产合计	968095.43	1295029.85	1515969.22	25.14	1705903.76
资产总计	1402078.09	1921467.26	2001585.78	19.48	2464329.85

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	287996.00	366426.00	349155.10	10.11	568626.06
交易性金融负债					
应付票据	30430.00	0.00	23562.65	-12.00	99114.92
应付账款	28069.46	59973.84	63760.51	50.72	100893.98
预收款项	55786.15	43570.36	44295.33	-10.89	77320.56
应付职工薪酬	43284.27	37045.64	30195.83	-16.48	25493.71
应交税费	-4324.67	46.84	-13135.70	74.28	-33946.68
应付利息	3069.79	6433.39	6231.13	42.47	2258.05
应付股利	6.05	0.00	0.00	-100.00	183.62
其他应付款	52521.80	56430.34	84893.99	27.14	68001.15
预计负债					
一年内到期的非流动负债	23035.00	30660.34	166769.77	169.07	35325.00
其他流动负债	62.03	44.31	1380.58	371.78	97.13
流动负债合计	519935.88	600631.06	757109.20	20.67	943367.49
非流动负债：					
长期借款	163227.89	416628.40	474825.45	70.56	661725.45
应付债券					
长期应付款	0.00	4886.19	4174.88		101394.15
专项应付款	0.00	3592.00	873.00		4565.99
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	104648.19	213866.07	115363.60	4.99	114718.83
非流动负债合计	267876.08	638972.65	595236.94	49.07	882404.43
负债合计	787811.96	1239603.71	1352346.14	31.02	1825771.92
所有者权益：					
实收资本(或股本)	200000.00	200400.00	200800.00	0.20	200800.00
资本公积	112414.25	112236.40	117575.29	2.27	117575.29
减：库存股					
专项储备	4522.81	9661.79	11642.57	60.44	12971.56
盈余公积	1923.11	1923.11	1923.11	0.00	1923.11
未分配利润	53830.14	-2703.11	-38665.44		-67111.16
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	372690.30	321518.18	293275.53	-11.29	266158.80
少数股东权益	241575.83	360345.36	355964.12	21.39	372399.13
所有者权益合计	614266.13	681863.54	649239.65	2.81	638557.93
负债和所有者权益总计	1402078.09	1921467.26	2001585.78	19.48	2464329.85

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	784743.83	676121.28	738537.28	-2.99	607248.35
减: 营业成本	647302.24	586317.81	617923.84	-2.30	512578.76
营业税金及附加	3501.53	4842.28	5235.25	22.28	4191.37
销售费用	14823.45	15357.94	13472.69	-4.66	11608.96
管理费用	90780.84	108231.42	115389.51	12.74	92340.28
财务费用	22247.15	31409.28	34545.25	24.61	38131.23
资产减值损失	926.32	10757.29	11909.87	258.57	47.81
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-794.96	-1396.58	-48.99	-75.18	6289.43
其中: 对合营企业投资收益	-2053.55	-3696.59	-43.55	-85.44	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	4367.35	-82191.33	-59988.11		-45360.63
加: 营业外收入	11357.36	16354.13	15041.80	15.08	8639.81
减: 营业外支出	1663.39	11355.94	826.00	-29.53	1153.18
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	327.75		0.00
三、利润总额	14061.31	-77193.14	-45772.32		-37874.00
减: 所得税费用	5488.72	-2703.69	233.51	-79.37	-146.80
四、净利润	8572.59	-74489.45	-46005.83		-37727.20
其中: 归属于母公司的净利润	-5185.67	-57818.41	-37565.95	169.15	-28445.72
少数股东损益	13758.26	-16671.04	-8439.88		-9281.47

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 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	838961.55	663656.87	817347.40	-1.30	635472.23
收到的税费返还	5227.21	2692.82	3563.67	-17.43	1728.75
收到其他与经营活动有关的现金	9112.90	19148.94	18757.98	43.47	20112.36
经营活动现金流入小计	853301.66	685498.63	839669.05	-0.80	657313.35
购买商品、接受劳务支付的现金	483640.76	538092.34	516739.63	3.37	424291.34
支付给职工以及为职工支付的现金	122502.06	132585.03	151937.54	11.37	115996.48
支付的各项税费	39667.72	26709.55	35552.61	-5.33	29596.45
支付其他与经营活动有关的现金	36574.27	50046.41	37179.05	0.82	25663.95
经营活动现金流出小计	682384.81	747433.32	741408.83	4.24	595548.22
经营活动产生的现金流量净额	170916.85	-61934.70	98260.22	-24.18	61765.13
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1397.59	11230.00	1300.00	-3.55	21.82
取得投资收益收到的现金	249.64	227.17	0.96	-93.80	6.99
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	547.93	1450.67	269.29	-29.90	3116.11
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	4907.95		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	29136.95	920.00		6039.37
投资活动现金流入小计	2195.16	42044.79	7398.19	83.58	9184.29
购建固定资产、无形资产等支付的现金	169470.64	197449.89	239027.28	18.76	211778.64
投资支付的现金	15501.12	9983.20	2150.00	-62.76	3650.00
取得子公司等支付的现金净额	2635.85	0.00	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	5044.18		7086.70
投资活动现金流出小计	187607.61	207433.09	246221.46	14.56	222515.34
投资活动产生的现金流量净额	-185412.45	-165388.30	-238823.27	13.49	-213331.05
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	800.00	42835.80	6100.00	176.13	980.00
取得借款收到的现金	488200.00	737346.00	595557.72	10.45	807558.89
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	2790.13	3418.59	4819.74	31.43	8584.65
筹资活动现金流入小计	491790.13	783600.39	606477.46	11.05	817123.55
偿还债务支付的现金	449891.21	381615.16	515572.13	7.05	397783.54
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	25929.42	34324.99	48737.33	37.10	67592.38
支付其他与筹资活动有关的现金	890.04	1852.61	1036.13	7.90	6828.50
筹资活动现金流出小计	476710.67	417792.76	565345.59	8.90	472204.42
筹资活动产生的现金流量净额	15079.46	365807.63	41131.87	65.16	344919.12
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.01	314.26	268.92	19758.85	-0.11
五、现金及现金等价物净增加额	583.87	138798.88	-99162.25		193353.09
加: 期初现金及现金等价物余额	115036.69	115620.56	254419.44	48.72	160257.18
六、期末现金及现金等价物余额	115620.56	254419.44	155257.18	15.88	353610.27

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	8572.59	-74489.45	-46005.83
加：资产减值准备	926.32	10757.29	11909.87
固定资产折旧及其他	67749.85	70864.60	61859.67
无形资产摊销	2541.11	3300.35	3258.29
长期待摊费用摊销	100.00	349.47	1625.93
处置固定资产、无形资产等损失	902.47	-949.94	114.49
固定资产报废损失	0.00	473.37	115.98
公允价值变动损失			
财务费用	22247.15	31409.28	34545.25
投资损失	794.96	1396.58	48.99
递延所得税资产减少	1813.14	-3793.26	-4418.25
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	115710.51	-13544.43	27362.73
经营性应收项目的减少	-29211.21	33201.27	-20220.03
经营性应付项目的增加	-21230.04	-120909.84	28063.13
其他			
经营活动产生的现金流量净额	170916.85	-61934.70	98260.22

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	17.22	14.88	20.00	17.91	--
存货周转次数(次)	4.10	3.57	3.77	3.77	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.41	0.38	0.42	--
现金收入比(%)	106.91	98.16	110.67	106.16	104.65
盈利能力					
营业利润率(%)	17.07	12.57	15.62	14.99	14.90
总资本收益率(%)	2.92	-2.52	0.68	0.16	--
净资产收益率(%)	1.40	-10.92	-7.09	-6.54	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	30.37	48.04	47.62	44.30	57.32
全部债务资本化比率(%)	49.80	60.11	63.50	59.75	70.97
资产负债率(%)	56.19	64.51	67.56	64.37	74.09
偿债能力					
流动比率(%)	83.47	104.30	64.14	80.05	80.40
速动比率(%)	53.13	75.87	43.35	55.06	64.31
经营现金流动负债比(%)	32.87	-10.31	12.98	9.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	0.91	0.99	1.56	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.67	36.20	19.62	21.80	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.02	-0.22	-0.12	-0.13	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.53	-7.26	-2.42	-3.49	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

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	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	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+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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
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	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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
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，违约风险较高
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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。