



信用等级通知书

信评委函字 [2011] 31号

辽宁方大集团实业有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2012年辽宁方大集团实业有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁻，本期公司债券的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一一年七月十八日

2012 年辽宁方大集团实业有限公司公司债券信用评级报告

公司债券信用等级 AA
发行主体信用等级 AA⁻
发行主体 辽宁方大集团实业有限公司
发行规模和发行期限
品种一 5 亿元 6 年, 附第 4 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
品种二 5 亿元 7 年, 附第 5 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权
质押资产 方大炭素新材料科技股份有限公司 10 亿元市值股票、乌兰浩特钢铁有限责任公司 100% 的股权、沈阳炼焦煤气有限公司 100% 的股权

概况数据

方大集团 (合并口径)	2008	2009	2010
总资产(亿元)	82.34	164.75	227.82
所有者权益(亿元)	33.80	46.29	75.88
总负债(亿元)	48.54	118.46	151.94
总债务(亿元)	27.48	67.86	98.32
营业总收入(亿元)	66.18	63.88	197.38
EBIT(亿元)	12.64	2.95	29.70
EBITDA(亿元)	14.36	5.90	38.03
经营活动净现金流(亿元)	1.19	-4.18	2.53
营业毛利率(%)	26.96	11.58	12.56
EBITDA/营业总收入(%)	21.70	9.24	19.27
总资产收益率(%)	15.35	1.79	13.04
资产负债率(%)	58.95	71.90	66.69
总资本化比率(%)	44.85	59.45	56.44
总债务/EBITDA(X)	1.91	11.49	2.59
EBITDA 利息倍数(X)	13.37	4.41	11.93
方大集团 (母公司口径)	2008	2009	2010
总资产(亿元)	25.25	41.59	52.63
所有者权益(亿元)	12.77	14.10	14.21
总负债(亿元)	12.49	27.49	38.42
总债务(亿元)	4.78	16.20	27.75
营业总收入(亿元)	0.00	0.00	0.02
EBIT(亿元)	11.67	1.61	0.89
EBITDA(亿元)	11.68	1.62	0.90
经营活动净现金流(亿元)	0.29	-2.31	-2.17
营业毛利率(%)	—	—	9.83
EBITDA/营业总收入(%)	—	—	3788.36
总资产收益率(%)	46.21	3.88	1.69
资产负债率(%)	49.45	66.11	73.01
总资本化比率(%)	27.24	53.47	66.14
总债务/EBITDA(X)	0.34	10.04	30.81
EBITDA 利息倍数(X)	234.23	5.71	0.86

注: 1、财务报告均按新会计准则编制; 2、所有者权益包含少数股东权益;
3、2008-2010 年财务数据未考虑资本化利息支出。

分析师

游昊 myou@ccxi.com.cn
王立 lwang03@ccxi.com.cn
电话: (010)66428877
传真: (010)66426100
2011 年 7 月 18 日

基本观点

中诚信国际评定辽宁方大集团实业有限公司(以下简称“方大集团”、“公司”或“发行人”)主体信用等级为 AA⁻, 评级展望为稳定; 评定 2012 年辽宁方大集团实业有限公司公司债券信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了钢铁产业链一体化建设、炭素产品结构调整以及收购化工业务、推进四大板块布局等对公司发展的积极作用; 同时中诚信国际也关注到多元化经营的管理问题和化工业务盈利前景的不确定性、资本性支出压力较大、债务结构有待改善对公司未来发展的影响。

此外, 中诚信国际还考虑了股权质押对本期债券到期还本付息的保障作用。

优势

- **钢铁业务细分市场领先, 一体化进程加快。** 公司拥有 60 万吨/年弹簧扁钢、13.5 万吨/年汽车板簧的生产能力, 市场占有率分别超过 45% 和 20%。公司积极收购矿产资源, 增加铁矿石储备, 产业链向上游延伸。
- **炭素业务产品线齐全, 向高附加值产品转型。** 公司炭素产品包括石墨电极、高炉炭砖和特种石墨, 能够生产从普通电极到超高功率电极的全系列产品。公司积极调整产品结构, 增加高附加值产品比例, 盈利能力进一步提高。
- **收购化工业务, 四大板块布局稳步推进。** 公司成功收购*ST 化工, 将以此为平台发展化工业务。公司炭素、钢铁、化工和医药四大板块的战略布局更进一步。
- **偿债保障措施有力。** 公司以方大炭素市值 10 亿元股票、乌兰浩特钢铁有限责任公司 100% 的股权、沈阳炼焦煤气有限公司 100% 的股权为本期债券进行质押担保, 对本期债券的本息偿付起到了较强的保障作用。

关注

- **多元化经营增加管理难度。** 作为一家以实业投资为主的大型控股集团, 公司组织指导下属企业的生产经营, 多元化布局对公司的专业化管理、统筹协调能力等提出挑战。
- **化工业务盈利前景具有不确定性。** 化工业务为公司新收购的业务, 尽管收购当年已经实现主营业务的扭亏为盈, 但化工行业自身的周期性波动风险对公司盈利前景具有较大影响。
- **资本支出压力较大。** 为了提升市场竞争力, 公司未来在新产品研发、产能建设以及上游资源并购方面将有较大规模的投入, 同时公司可能择机进行新产业板块的并购, 由此形成的资本支出将对公司形成压力。
- **短期债务占比较高, 流动性压力较大。** 公司的短期债务占总债务的比重在 90% 以上, 流动性风险较高。

发行主体概况

方大集团成立于 2000 年 4 月，成立时注册资本 1 亿元。截至 2010 年 12 月末，公司注册资本增至 4 亿元，股东北京方大国际实业投资有限公司（以下简称“方大国际”）、抚顺市兰岭矿业有限责任公司分别持有其 98% 和 2% 的股权，实际控制人是方威。

公司是一家以实业投资为主的大型控股集团，2002 年以来成功收购了 9 家国有企业，包括 3 家上市公司：方大炭素新材料科技股份有限公司（股票简称：方大炭素，股票代码：600516）、方大特钢科技股份有限公司（股票简称：方大特钢，股票代码：600507）和方大锦化化工科技股份有限公司（股票简称：*ST 化工，股票代码：000818，以下简称“方大化工”）。公司主要产品包括炭素制品、钢铁、焦炭、铁精矿粉、氯碱化工产品等，在炭素、钢铁领域都拥有独特的拳头产品。在炭素领域，方大炭素拥有 20 万吨/年石墨极和 3 万吨/年炭砖的生产能力，专利产品超微孔高炉炭砖市场占有率达到 70%。在钢铁领域，方大特钢拥有 100 万吨/年弹簧扁钢和 25 万吨/年汽车板簧的生产能力，弹簧扁钢市场占有率超过 45%，汽车板簧市场占有率超过 20%。在化工领域，方大化工拥有 29 万吨/年烧碱、

13 万吨/年 PVC、12 万吨/年环氧丙烷和 10 万吨/年聚醚的生产能力，方大集团对其实施破产重组以来已经实现了主营业务的扭亏为盈。

截至 2010 年末，公司合并口径下总资产 227.82 亿元，所有者权益 75.88 亿元；2010 年，公司实现营业总收入 197.38 亿元，净利润 23.58 亿元，经营活动现金净流量 2.53 亿元。

本期债券概况

公司发行 10 亿元公司债券，分为 6 年期和 7 年期两个品种，发行额度均为 5 亿元，分别在第 4 年末和第 5 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

发行人以其持有的方大炭素 10 亿元市值股票、乌兰浩特钢铁有限责任公司 100% 的股权和沈阳炼焦煤气有限公司 100% 的股权对本期债券进行质押担保。

募集资金用途

本期债券募集资金 10 亿元，其中 8 亿元用于年产 3,100 吨的碳纤维项目，另 2 亿元用于补充营运资金。

表 1：募集资金用途

项目名称	投资主体	投资内容	项目工期	投资总额 (亿元)	募集资金投入 (亿元)
年产 3,100 吨碳纤维项目	抚顺方泰精密碳材料有限公司	年产 3,100 吨 PANCF 生产线，设百吨线和千吨线。	总建设期计划为 36 个月，其中百吨线在 16 个月内完成，千吨线在 36 个月内完成。截至 2011 年 2 月 28 日，项目已进入初期建设阶段，预计将于 2012 年上半年完工投产。	14.76	8.00
补充营运资金	—	—	—	—	2.00
合计	—	—	—	—	10.00

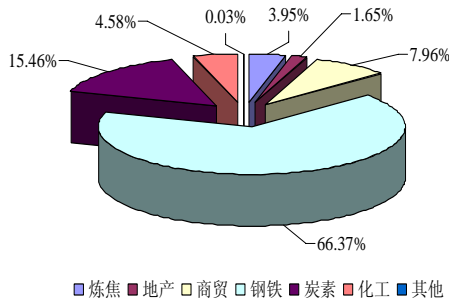
资料来源：方大集团

业务运营

公司业务以钢铁、炭素和化工为主要支撑，分别以方大特钢、方大炭素和方大化工为运营平台，辅以焦化、地产和高贸等其他业务，主营架构明晰。2010 年，公司实现主营业务收入 194.11 亿元，其中钢铁业务收入规模最大，2010 年该板块共实现营业收入 128.83 亿元，占主营业务收入的 66.37%；炭素业务是公司的第二大业务板块，占主营业务收

入的 15.46%；化工业务为公司 2010 年新进入的业务领域，当前收入规模较小，2010 年营业收入仅为 8.89 亿元，占比为 4.58%。

图 1：2010 年公司主营业务收入构成



资料来源：方大集团

钢铁业务

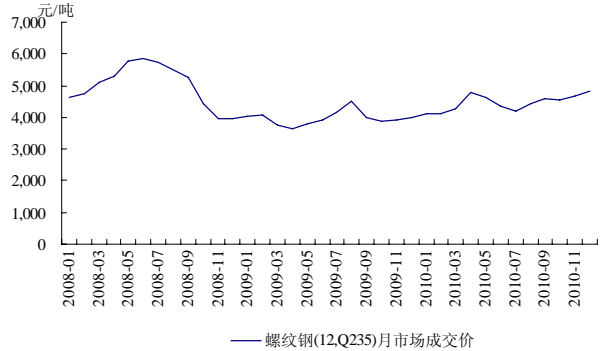
根据公司与江西省冶金集团公司签订的《股权转让协议》，公司于 2009 年 9 月受让江西省冶金集团公司持有的南昌钢铁有限责任公司（以下简称“南昌钢铁”）57.97% 的股权。由于南昌钢铁及其控股子公司江西汽车板簧有限公司合计持有长力股份 68.48% 的股权，公司通过产权交易成为长力股份的间接控股股东。2009 年 12 月，长力股份股票简称变更为“方大特钢”。为消除方大特钢与全资子公司乌兰浩特钢铁有限责任公司（以下简称“乌钢公司”）可能存在的同业竞争，公司将其持有的乌钢公司股权托管给方大特钢，并按照乌钢公司净利润的百分之一向方大特钢支付管理费用。

目前，方大特钢、乌钢公司分别拥有 380 万吨/年和 100 万吨/年钢坯的生产能力，除螺纹钢以外，方大特钢还具备汽车零部件用钢→汽车零部件的完善产业链。

螺纹钢属于小型型钢钢材，主要用于建筑工程领域，方大特钢的生产能力为 150 万吨/年，乌钢公司的生产能力为 60 万吨/年。尽管产品上有所重合，但二者的销售区域存在较大差异，方大特钢生产的螺纹钢以江西省内市场为主，而乌钢公司生产的螺纹钢集中在黑龙江、辽宁、吉林等东北地区销售。价格方面，螺纹钢价格主要受到上游铁矿石价格和下游房地产业用钢需求量的影响。2009 年以来，在需求的推动下，螺纹钢价格呈现震荡上行的态势。2010 年 5 月，由于房地产调控政策的出台，螺纹钢价格有所回调，7 月为 4,206 元/吨（螺纹钢 12 Q235），累计跌幅为 11.79%。但随后在节能减排政策影响下，螺纹钢市场供给减少，价格再度回升。

但长期来看，螺纹钢社会库存量仍处于高位，消化高库存势必对价格形成冲击。近期，房地产调控政策频繁出台也将对螺纹钢价格后期走势造成一定的影响。2010 年，公司合计销售螺纹钢 183.97 万吨，平均销售价格为 3,504.61 元/吨。

图 2：2008~2010 年螺纹钢价格走势



资料来源：聚源数据

表 2：2008~2010 年公司螺纹钢销售情况

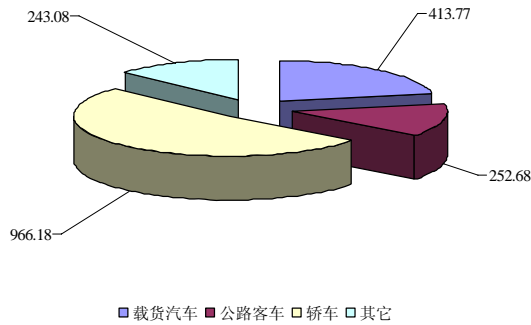
	2008	2009	2010
方大特钢			
销量(万吨)	143.13	132.76	132.04
平均销售价格(元/吨)	3,984.39	3,035.23	3,486.33
乌钢公司			
销量(万吨)	30.11	39.95	51.92
平均销售价格(元/吨)	4,172.40	3,087.99	3,551.11

资料来源：方大集团

由于传统建筑用钢存在严重的产能过剩问题，且公司钢材产能相较于国内大型钢厂不具备规模优势，方大特钢近年来主要致力于在汽车零部件这一细分行业的发展。目前，方大特钢具备“冶炼—轧制弹扁—板簧”的完整产业链，汽车板簧的年产能达到 13.5 万吨，市场占有率超过 20%。

板簧是汽车悬架的重要组成部分，起着缓冲和减震的作用，主要为载重汽车和大型客车配套。随着汽车工业的发展，汽车板簧的需求量日益增长。2010 年，我国汽车整车产量达到 1,875.71 万辆，较上年增长 31.87%，其中载重汽车 413.77 万辆、公路客车 252.68 万辆、轿车 966.18 万辆。仅考虑载重汽车和公路客车的生产，按每辆车板簧重量 150 千克计算，汽车板簧需求量接近 100 万吨。目前，我国汽车板簧生产企业超过 160 家，具备规模生产能力（生产规模超过 0.8 万吨）的企业约 80 家，主要包括东风汽车悬架弹簧有限公司、一汽集团辽阳汽车弹簧厂等。

图 3：2010 年汽车整车产量(万辆)



资料来源：聚源数据

2010 年，方大特钢生产汽车板簧 17.88 万吨，较上年增长 26.80%。针对客户差异化的需求，公司采取个性化的订单和定价方式，适时地调整生产计划，以有效应对市场需求的变化。2010 年 7 月，方大特钢组建江西方大特钢汽车悬架集团有限公司，进一步整合内部板簧资源。方大特钢生产板簧所需的弹簧扁钢基本实现完全自给。由于弹簧扁钢市场容量较小，大型钢厂一般不涉及该项业务，而单个小型钢厂又通常不能满足弹簧扁钢多品种、规格的需求。作为国内弹簧扁钢品种规格最为齐全的生产企业之一，随着弹簧扁钢产能的提升，方大特钢的原材料优势将得到进一步体现。

在积极布局下游的同时，公司产业链也逐渐向上游铁矿石延伸。铁矿石约占钢材生产成本的 50%。目前，我国需要的铁矿石主要依赖进口，2010 年进口铁矿石 61,863 万吨，对外依存度高达 63%。从铁矿石长协价格谈判来看，由于全球 75% 的高品位铁矿石产量和贸易量都集中在巴西淡水河谷、澳大利亚必拓、必和必拓三大国际矿业巨头手中，铁矿石供应商的议价能力极强。2010 年以来，不仅铁矿石长协价格大幅上涨，而且定价周期趋向短期化和指数化。三大矿商采用前一季度我国现货市场价格指数均价来确定当季的铁矿石长协价格。2010 年第四季度，三大矿商首次下调铁矿石价格，下调幅度约 10%，但仍比去年同期高出近 120%。2010 年，公司铁矿石需求量为 500 万吨，其中 40% 依赖进口。为了提高自供能力，公司 2010 年以来先后收购了郴州兴龙矿业有限责任公司（含间接持有汝城县荣兴矿业有限公司的股权）、萍乡市天子山铁矿有限公司、新余市中创矿业有限公司和本溪满族自治县

同达铁选有限责任公司，加上方大炭素所属的抚顺莱河矿业有限公司（以下简称“莱河矿业”），铁精矿粉总产能达到 220 万吨/年。

表 3：公司铁精矿粉产能分布

公司名称	产能(万吨/年)
抚顺莱河矿业有限公司 (方大炭素所属)	100
郴州兴龙矿业有限责任公司	20
本溪满族自治县同达铁选有限责任公司 (方大特钢所属)	50
萍乡市天子山铁矿有限公司	20
新余市中创矿业有限公司	30
合计	220

资料来源：方大集团

莱河矿业位于辽宁省清原满族自治县，矿区占地 261 万平方米，2010 年 7 月完成扩建 40 万吨铁精矿粉工程以后，铁精矿粉年产能达到 100 万吨。2008~2010 年，莱河矿业铁精矿粉产量分别为 59.47 万吨、62.81 万吨和 67.16 万吨。另外，公司计划分别投资 3 亿元和 8 亿元对郴州兴龙矿业有限责任公司和萍乡市天子山铁矿有限公司进行技术改造，使其铁精矿粉生产能力分别达到 30 万吨/年和 100 万吨/年，进一步提高公司铁矿石自给率。

长期来看，公司将形成铁矿石自给、进口协议矿和现货矿各占 1/3 的原料供应布局，降低进口铁矿石短期定价带来的经营风险。同时，公司将通过兼并收购小型板簧生产企业，进一步深化在各个区域市场的渗透能力。通过与汽车生产企业的专业化分工合作，公司产业链逐渐向下游汽车零部件等领域延伸，最终形成从钢铁冶炼到汽车零部件生产的完善产业链。

炭素业务

公司的炭素业务以旗下方大炭素作为经营主体。方大炭素为上交所上市公司，原名“兰州海龙新材料科技股份有限公司”，曾是兰州炭素集团有限责任公司（以下简称“兰炭集团”）的控股子公司。2006 年，方大集团成功竞得兰炭集团持有的海龙科技的 51.62% 股份，取代兰炭集团成为其控股股东，股票简称变更为“方大炭素”。2007 年以来，方大炭素先后收购了抚顺炭素有限责任公司（以下简称“抚顺炭素”）、成都蓉光炭素股份有限公司（以下简

称“蓉光炭素”)、合肥炭素有限责任公司(以下简称“合肥炭素”)、成都炭素有限责任公司(以下简称“成都炭素”)的股权,并成立了北京方大炭素科技有限公司(以下简称“方大科技”)作为销售公司,形成了目前的炭素生产经营框架。公司炭素业务主要包括石墨电极、高炉炭砖和特种石墨三大类支柱产品,分别形成了20万吨/年、4万吨/年和0.9万吨/年的产能,目前方大炭素已经成为亚洲最大、世界第三的炭素生产企业。

表 4: 方大炭素产能分布

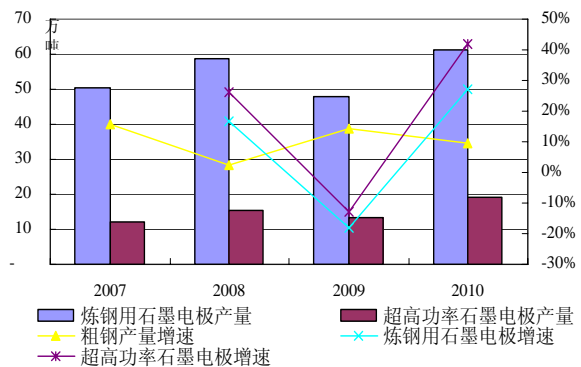
产品	生产企业	产能(万吨/年)
石墨电极	方大炭素本部、合肥炭素、抚顺炭素、蓉光炭素	20.0
高炉炭砖	方大炭素本部	4.0
特种石墨	成都炭素	0.5
高纯石墨	方大炭素本部	0.4

资料来源:方大集团

石墨电极是以石油焦为骨料,煤沥青为粘结剂,经过破碎、焙烧、浸渍、石墨化等工艺生产的导电材料,主要用于炼钢电弧炉、精炼炉、矿热炉及其他利用电弧产生高温的熔炼炉。根据使用时功率和电流的不同,石墨电极可以分为普通功率石墨电极、高功率石墨电极和超高功率石墨电极。而高炉炭砖则是以无烟煤或冶金焦为原材料,具有耐高温、抗腐蚀的性质,主要用作砌筑高炉内衬。钢铁生产形成了对石墨电极和高炉炭砖的主要需求。从2007~2010年国内石墨电极产量变化来看,电极产量主要受钢铁产量预期推动,实际变化落后于钢铁产量变化一定周期。2008年金融危机导致的钢铁产量下滑,市场对于2009年的钢铁生产形势极度悲观,导致2009年石墨电极产量出现负增长;而随着2009年国内经济迅速复苏,拉动钢铁行业增长,2010年的电极生产也很快走出低谷,电极产量创下近年来新高。未来,国内钢铁产能建设进度和需求增长之间仍然会表现出周期性的不匹配,电极需求也将随之波动。而从需求类型来看,在铁矿石和电价等原材料和动力上涨的生产环境下,超高功率电极由于具备更高的钢铁生产效率,获得更多钢铁生产厂家的青睐,市场需求处于上升周期,近年来增

速均要高于同期普通石墨电极增速,表现出了更为突出的成长性和抗风险能力。高炉炭砖基本维持了和石墨电极相同的市场供需情势。

图 4: 2007~2010 年石墨电极产量和粗钢增速情况



资料来源:中华商务网,中诚信国际整理

方大炭素是国内石墨电极行业重要的供应商之一,也是少数几个能够生产从普通电极到超高功率电极等全系列产品的厂家之一,在高功率和超高功率石墨电极生产上,公司的业务和技术优势比较明显。由于超高功率石墨电极的国内需求持续增加,其价格较普通电极和高功率电极高出较多,产品在应对行业周期性波动时竞争力突出,而高功率和普通功率电极随着技术壁垒的逐渐下降,其市场竞争力也被不断削弱。因此公司已将市场重点放在超高功率电极的营销上,2008~2010年,公司的超高功率电极产品销量占国内该类型总产量的比例分别是15.31%、16.80%和13.08%,高功率电极的市场份额则分别达到20.48%、18.48%和23.44%,整体的产品结构调整初见效果。

表 5: 2008~2010 年方大炭素经营情况

	2008	2009	2010
普通电极			
销量(万吨)	2.15	1.63	6.41
市场占有率(%)	11.19	10.46	37.71
平均销售价格(元/吨)	12,428.21	9,197.23	10,995.06
销售收入(亿元)	5.80	3.75	7.05
毛利率(%)	28.07	-7.22	16.49
高功率电极			
销量(万吨)	4.92	3.53	5.89
市场占有率(%)	20.48	18.48	23.44
平均销售价格(元/吨)	15,104.50	12,182.71	14,001.58
销售收入(亿元)	9.54	5.50	8.25
毛利率(%)	26.07	0.54	15.92
超高功率电极			
销量(万吨)	2.36	2.25	2.52
市场占有率(%)	15.31	16.80	13.08

平均销售价格(元/吨)	24,192.88	21,287.37	25,199.52
销售收入(亿元)	5.71	4.80	4.98
毛利率(%)	34.90	17.24	15.36
炭砖			
销量(万吨)	1.40	1.01	1.70
平均销售价格(元/吨)	13,143.32	12,958.48	10,812.39
销售收入(亿元)	1.84	1.31	1.84
毛利率(%)	49.68	43.33	41.93

注：市场份额=公司销量/国内产量

资料提供：方大集团、中国炭素行业协会、中诚信国际整理

炭素产品对于原材料成本较为敏感，原材料成本占炭素产品的 50%~70%之间。原材料主要为石油焦和沥青，包括一般的石油焦、煅后焦和针状焦，上述产品均为石油炼化企业的下游产品，其价格走势和石油价格相关性较强。2008~2010 年，国际原油价格经历了从价格巅峰跌至谷底而后缓慢回升的过程，石油焦的价格也基本展现出相同的趋势。

表 6：2008-2010 年方大炭素原材料采购情况

	2008		2009		2010	
	采购量(万吨)	平均采购价格(元/吨)	采购量(万吨)	平均采购价格(元/吨)	采购量(万吨)	平均采购价格(元/吨)
石油焦	11.35	2,500	7.45	931	14.74	2,087
煅后焦	5.89	3,908	3.44	931	7.13	2,891
针状焦	6.21	9,328	3.44	13,166	4.57	11,855
沥青	8.88	2,032	5.34	2,185	8.33	2,504

资料来源：方大集团

为了进一步增强公司应对上游原材料价格变化的能力，并提升盈利水平，公司努力向炭素产业链的高端—特种石墨延伸。目前，公司开发出的特种石墨产品包括等静压石墨、核石墨等。等静压石墨的最大需求来自光伏多晶硅行业，主要用于单晶硅、多晶硅的还原炉和铸锭炉，国内年总需求在 2~3 万吨左右。随着国内多晶硅项目的大量上马，未来等静压石墨的需求可能迎来爆发期。公司的等静压石墨主要依托成都炭素进行生产。成都炭素成立于 2004 年，系国内较早从事等静压石墨生产的企业之一，2009 年被公司并购，2010 年以股权转让的方式注入方大炭素。成都炭素现有等静压石墨产能 0.4 万吨，由于技术壁垒较高、国内竞争对手较少，等静压石墨的价格一直保持在较高的水平，是公司炭素板块利润的重要支撑。公司的核石墨产品为核电站的碳堆内构件，公司拥有国内唯一的碳堆内构件生产线，虽然目前还未形成产能，但公司已经与华能、中核等企业签订了供货合同，预计 2011 年以

以 1#A 石油焦价格为例，2008 年年中，1#A 石油焦价格曾一度达到 4,000 元/吨，而在 2009 年初则迅速下滑至 1,500 元/吨左右，下降幅度超过 60%，随后价格逐渐回暖，目前已经逐步接近 3,000 元/吨。随着经济的继续回暖导致的需求回升以及石油价格的持续攀升，石油焦等原料价格也将同步上涨。

由于我国石油进口和加工主要控制在三大石油公司手中，公司对于原材料的议价能力很弱，对于市场价格以被动接受为主，采自国内的石油焦和煅后焦价格呈现出明显的波动，对公司的成本影响较大，也是炭素产品毛利率大幅变动的重要原因之一。这一采购局面在短期内难以获得突破，如何应对采购成本变化将是炭素板块面对的重要课题之一。

后，核石墨将成为公司炭素业务的另一个突破点。

同时，公司也投入大量资源进行新产品研发和产能建设。2010 年 11 月，方大炭素拟与成都市政府签订战略合作投资建设协议书，在成都资阳工业发展区设立方大科技产业园，该园区占地 1,200 亩，总投资金额约为 21.2 亿元，拟建特种石墨生产基地项目、蓉光炭素建设项目以及新型炭材料研发中心项目等。该园区由公司统一规划筹建，资金主要由公司筹集，项目建设完成后，公司的特种石墨业务将和传统的石墨电极以及高炉炭砖将形成三足鼎立之势，公司在特种石墨方面的技术和产能优势也将获得进一步的巩固。

化工业务

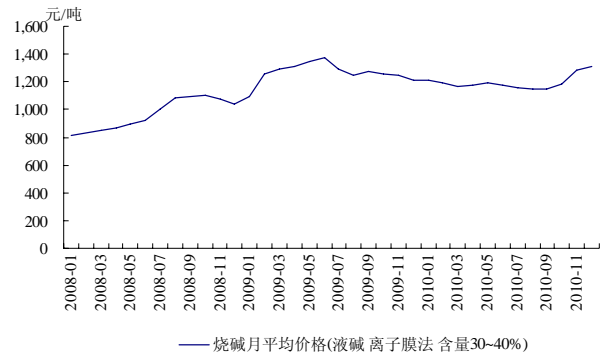
方大化工是由锦化化工（集团）有限责任公司（以下简称“锦化集团”）作为发起人，采用募集方式设立的股份有限公司，原实际控制人是葫芦岛市国资委。近年来，方大化工连年亏损，陷入了严重

的财务危机，原控股股东锦化集团和同受葫芦岛市政府控股的葫芦岛华天实业有限责任公司（以下简称“华天实业”）也资不抵债。为了解决财务危机，葫芦岛市政府拟定了“两破一重整”的重组思路，即对锦化集团实施政策性破产、对华天实业实施破产清算、对*ST 化工实施破产重组。

2010 年 7 月，方大集团竞拍取得锦化集团持有的方大化工 1.9 亿股股份（占方大化工总股本的 55.92%）及其与氯碱产业相关的经营性资产，并将氯碱产业相关的经营性资产按照竞拍价格转让给方大化工。2010 年 8 月，方大化工协议受让华天实业与氯碱产业相关的经营性资产，包括 13 万吨/年 PVC 装置，其中电石法装置的生产能力为 5 万吨/年，乙烯法装置的生产能力为 8 万吨/年。资产整合以后，方大化工具备了较为完善的氯碱化工产业链。2010 年 12 月，锦化集团以资本公积金按每 10 股转增 10 股共计转增 3.4 亿股，并让渡其转增股份的 60%即 2.4 亿股清偿方大化工各类债务 7.93 亿元。同时，在方大集团的资金支持下，方大化工主要装置恢复正常运转，产品产量较上年同期大幅增加，并通过技术改造降低了生产能耗，主营业务盈利能力有所提高。

目前，方大化工拥有 29 万吨/年烧碱的生产能力。烧碱作为重要的化工原料，不仅可以用于造纸、印染、纺织等领域，还可以用于制药、精细化工、轻纺、食品等行业。近年来，我国烧碱产能持续增长，截至 2010 年末超过 3,100 万吨，国内需求仅在 2000 万吨左右，产能过剩比较严重。尽管供过于求的矛盾较为突出，但产能扩张的步伐并未停止。2010 年下半年，由于节能减排政策的推升，烧碱价格不断走高，12 月达到 1,308 元/吨（离子膜法烧碱、含量 30~40%），为 18 个月以来最高水平。但长期来看，产能严重过剩仍将是制约价格上涨的根本因素，在淘汰落后产能政策指引下，烧碱行业将逐步实现规模化发展，提高产业集中度。

图 5：2008~2010 年烧碱价格走势



资料来源：聚源数据

方大化工主要生产含量为 45% 和 50% 的液碱，采用较为先进的离子膜法制碱技术，2010 年折 100% 产量为 26.42 万吨。由于液碱受运输半径的限制，方大化工生产的液碱产品主要在辽宁省内销售，2010 年液碱 45%、液碱 50% 的平均销售价格分别为 649.29 元/吨和 595.91 元/吨。

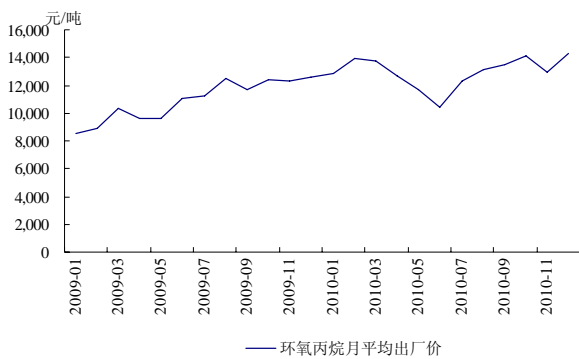
表 7：2008~2010 年方大化工烧碱销售情况

	2008	2009	2010
液碱 45%			
销量(万吨)	2.48	2.05	2.72
平均销售价格(元/吨)	1,014.86	734.23	649.29
液碱 50%			
销量(万吨)	1.81	7.97	17.70
平均销售价格(元/吨)	1,167.07	661.75	595.91

资料来源：方大集团

烧碱的副产品氯气可用于制备环氧丙烷，每生产 1 吨环氧丙烷消耗氯气 1.35~1.85 吨。环氧丙烷是重要的有机化工合成原料，主要用于生产聚醚、丙二醇等。目前，我国环氧丙烷产能接近 160 万吨/年，年需求量在 100 万吨左右，原料丙烯价格上涨和下游聚醚产能扩张推动了环氧丙烷价格上涨，2010 年累计涨幅达到 10.81%。2010 年 12 月，环氧丙烷月平均出厂价为 14,252.38 元/吨，接近历史高点。由于 2011 年上半年没有新增产能，环氧丙烷供应偏紧的局面短期内或将延续。方大化工拥有 12 万吨/年环氧丙烷的生产能力，2010 年生产环氧丙烷 7.07 万吨，销售环氧丙烷 5.53 万吨，平均销售价格为 10,571.79 元/吨。

图 6：2009-2010 年环氧丙烷价格走势



资料来源：隆众石化

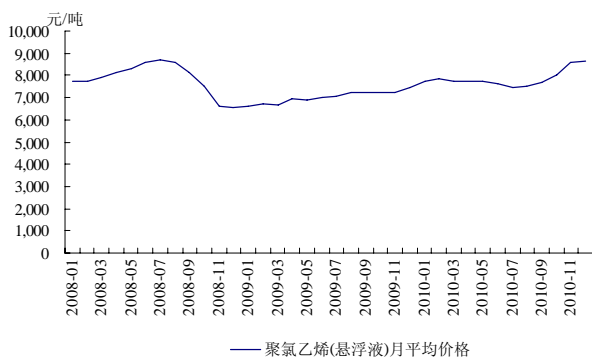
表 8：2008-2010 年方大化工环氧丙烷产销情况

	2008	2009	2010
产量(万吨)	7.15	4.51	7.07
销量(万吨)	4.99	3.55	5.53
平均销售价格(元/吨)	11,050.98	8,917.37	10,571.79

资料来源：方大集团

烧碱的副产品氯气和氢气还可用于生产 TDI，且在生产 TDI 的过程中，氯气全部转化为氯化氢，而氯化氢又可作为生产 PVC 的原料。PVC 是五大通用树脂之一，具有耐酸碱、耐磨损、阻燃和绝缘的特性，被广泛的用于建材、轻工、农业等领域。近年来，我国 PVC 产能进入扩张高峰期，年均增长率接近 20%，截至 2010 年末达到 2,000 吨/年。产能扩张的速度远远超过需求增长的速度，从而引发了 PVC 激烈的价格竞争，2008 年 11 月一度探低至 6,593 元/吨（PVC 悬浮液，下同）。2010 年下半年，节能减排政策同样推动了 PVC 价格的走高，12 月达到 8,645 元/吨。

图 7：2008-2010 年 PVC 价格走势



资料来源：聚源数据

方大化工与中国兵器工业集团公司合作建设 5 万吨/年 TDI 项目，方大化工持股 40%。生产 TDI 所需的氯气和氢气由方大化工提供，副产品氯化氢

直接供应方大化工 5 万吨/年电石法 PVC 装置，供应价格为 100 元/吨，而合成氯化氢的成本约为 1,400~1,500 元/吨。烧碱-TDI-PVC 联产装置大幅降低了 PVC 生产成本，提高了 PVC 产品的利润空间。

尽管目前方大化工已经实现主营业务的扭亏为盈，但由于近几年连年亏损，方大化工存在较多的管理漏洞，包括提高运营效率、控制成本费用、强化执行力等将是公司在实际经营中亟待解决的问题。中诚信国际将持续关注方大化工的重整进展和经营情况。

其他业务

除了炭素、钢铁和化工三大主业之外，公司兼营焦化、房地产等产业，形成了多元化的经营格局。

焦化方面，全资子公司沈阳炼焦煤气有限公司（以下简称“沈阳炼焦”）是焦化业务的经营主体。沈阳炼焦是沈阳市唯一的人工煤气气源生产企业，目前拥有焦炭 45 万吨/年、煤气 1.9 亿立方米/年、焦油 19,500 吨/年、硫铵 5,000 吨/年、粗苯 5,000 吨/年的生产能力。沈阳炼焦采取订单生产的模式，根据销售合同安排生产计划。其生产的煤气除直接作为回炉煤气用于生产外，剩余 50% 供给沈阳煤气总公司，日供应量约为 28 万立方米，占沈阳市燃气日需求量的 30%；焦炭集中在辽宁省内销售，主要客户包括抚顺新钢铁有限责任公司、凌元钢铁有限公司、鞍山宝得钢铁有限公司、后英集团海城钢铁有限公司、五矿营口中板厂等，客户源较为稳定。

2010 年，沈阳炼焦销售煤气 78,666 千立方米，全部供给沈阳煤气总公司，实现销售收入 6,265.42 万元；销售焦炭 40.21 万吨，主要供给东北地区钢铁企业，实现销售收入 6.56 亿元。

表 9：2008-2010 年沈阳炼焦销售情况

	2008	2009	2010
焦炭			
销量(万吨)	38.47	44.89	40.21
销售收入(亿元)	7.37	6.60	6.56
煤气			
销量(千立方米)	76,021	88,091	78,666
销售收入(万元)	4,280.45	7,010.83	6,265.42

资料来源：方大集团

目前，沈阳炼焦正在实施整体搬迁项目，新厂区占地面积 30 万平方米，新建两座 50 孔 JN60 型

现代焦炉。该项目总投资 9.80 亿元，投产后生产能力可达焦炭 98 万吨/年、煤气 4.2 亿立方米/年、焦油 50,000 吨/年、硫铵 13,000 吨/年、粗苯 13,000 吨/年。该项目主体已经完工并投入运营。

房地产方面，经营主体包括抚顺方大房地产开发有限公司（以下简称“方大地产”）和沈阳方大房地产开发有限公司。方大地产成立于 2006 年 7 月，具备房地产开发三级资质。其开发的“方大·上上城”项目占地面积 50 万平方米，建筑面积 70 万平方米，分五期开发。其中一期建筑面积 22 万平方米，于 2009 年 10 月交房入住。

管 理

根据现代企业制度的要求，公司设立了董事会和监事会，日常经营活动由总经理负责。近年来，公司通过完善各项议事规则和内部控制制度，保证了各项经营活动的有序运行。

公司结合自身业务特点设置了运营管理部、技术质量部、证券部、财务部等职能部门。运营管理部负责公司中长期发展战略的制定，生产运营活动的协调和督导，并为下属企业提供行业政策分析、竞争对手分析等信息支持。证券部负责指导上市公司法人治理、信息披露、募集资金及其项目管理、关联交易、对外担保等规范运作，同时根据公司发展规划，运用资本市场进行并购重组。

战略规划

根据方大集团中长期发展战略，公司将以方大研究院和设计院为依托，大力发展炭素、钢铁、化工和医药业务。以炭素业务为核心，公司将按照优先发展炭素新材料、重点发展炭砖、稳定发展石墨电极的发展思路，加快产品结构调整，优化资源配置，做优做强精石墨电极、炭砖和炭素新材料三大拳头产品，进一步巩固炭素行业领先地位。

钢铁方面，结合钢铁和汽车行业发展趋势，公司提出“四个转向”的发展思路，调整品种结构，实现普转优、优转特，提高产品附加值。到“十二五”

末，公司优质钢材产能达到 600 万吨/年，成为汽车零部件用钢和汽车零部件精品这一细分行业龙头企业。

化工业务以环氧丙烷和聚醚等主导产品为基础，大力发展相关的延续产品和高附加值产品，加快聚氨酯产品的深加工，发展聚醚、聚氨酯及配套产业，延伸产业链。公司正在规划中的项目包括 50 万吨/年 CPP 项目、20 万吨/年乙烯氯化法聚氯乙烯、扩建 5 万吨/年 TDI 项目、5 万吨/年聚氨酯组合料等。

此外，公司还将择机进入医药行业，实现“四大板块一个研究院”的远景目标。2011~2013 年，公司将通过并购重组适当扩张，实现营业收入 380 亿元、利润总额 40 亿元的经营目标。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的 2008~2010 年三年连审的财务报告，上述报告均经天职国际会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的审计报告。

2008 年末，纳入公司合并报表范围的一级控股子公司 8 家，分别是抚顺方大房地产开发有限公司、沈阳炼焦煤气有限公司、抚顺市方大运输有限公司、清原满族自治县莱河方大运输公司有限公司、辽宁方大集团国贸有限公司、沈阳方大房地产开发有限公司、方大炭素、乌兰浩特钢铁有限责任公司。2009 年度公司与方大国际合资设立抚顺方泰精密碳材料有限公司，同时通过产权交易方式收购南昌钢铁有限责任公司 57.97% 的股权，公司纳入合并范围的子公司增至 10 家。2010 年，公司通过拍卖方式取得方大锦化化工科技股份有限公司、葫芦岛锦化进出口有限公司、葫芦岛锦化技达精细化工有限公司、葫芦岛锦化化工工程设计有限公司、葫芦岛锦化公路运输有限公司等企业的控股权，同时设立了全资子公司方大工业技术研究院有限公司，公司纳入合并范围的子公司达到 16 家。

表 10：公司合并报表范围变化

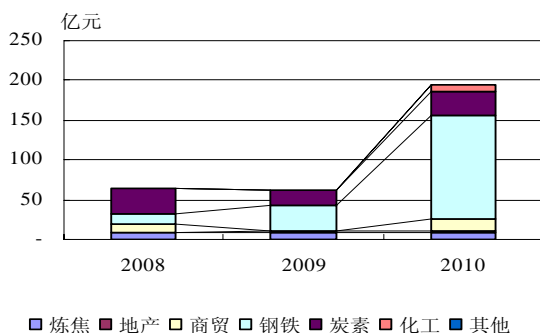
子公司名称	新增/减少	股权比例	合并日期	取得方式	是否同一控制下合并
2009 年					
抚顺方泰精密碳材料有限公司	新增	60.00%	2009-03	投资设立	—
南昌钢铁有限责任公司	新增	57.97%	2009-11	并购	否
2010 年					
葫芦岛锦化进出口有限公司	新增	100.00%	2010-08	并购	否
葫芦岛锦化技达精细化工有限公司	新增	100.00%	2010-08	并购	否
方大锦化化工科技股份有限公司	新增	55.92%	2010-08	并购	否
葫芦岛锦化化工工程设计有限公司	新增	85.50%	2010-11	并购	否
葫芦岛锦化公路运输有限公司	新增	52.00%	2010-08	并购	否
方大工业技术研究院有限公司	新增	100.00%	2010-12	投资设立	—

资料来源：公司财务报告

盈利能力

2008~2010 年，公司分别实现营业总收入 66.18 亿元、63.88 亿元和 197.38 亿元，收入规模在 2010 年增长迅速。公司收入的增长主要源自钢铁业务板块收入的不断扩张，2008~2010 年，钢铁板块分别实现营业收入 13.82 亿元、32.42 亿元和 128.83 亿元，年均复合增长率达到 205.36%。钢铁收入的增长受公司钢铁业务板块并购的推动。2009 年公司以 9.10 亿元自江西省冶金集团公司处获得了南昌钢铁的控股权，从而将上市公司方大特钢纳入控制范围，根据方大特钢的年报，2008~2010 年，其实现的营业收入分别是 134.32 亿元、109.59 亿元和 121.60 亿元。由于 2009 年公司只合并了方大特钢 11 月和 12 月的经营收入，因此收入变化并不明显，2010 年方大特钢的全部经营收入都纳入公司的合并报表，收购对于公司经营的影响得到了全面的体现。2010 年，公司再次通过并购获得化工业务，由于合并日期限制，2010 年仅实现 8.89 亿元的化工营业收入，预计 2011 年该板块的并购效果才能完全体现，公司营业收入有望实现新的增长。

图 8：2008~2010 年公司分业务增长情况



资料来源：公司财务报告

虽然公司近年来收入增长明显，但毛利率水平并没有出现相应的提高。2008 年，公司的毛利率为 25.95%，炭素、炼焦等产业较高的毛利率支撑起了公司的盈利。2009 年，随着下游需求收缩引起的产品价格下滑影响逐渐深入，公司的炭素和炼焦业务毛利率显著降低，压低了公司整体的毛利率水平。2010 年，公司炼焦业务受到煤炭价格回稳以及下游复苏乏力的双头挤压，加之搬迁的影响，毛利率水平较 2009 年进一步下降；炭素业务盈利能力在超高功率电极、等静压石墨等高端产品的推动下虽有所上升，但距 2008 年的高峰水平尚有差距；钢铁板块虽然贡献收入较大，但铁矿石的提价使得该板块业务利润在低谷徘徊，对总体毛利的贡献尚不如炭素产品。在上述因素的共同影响下，公司 2010 年毛利率较 2009 年虽有所提高，但提高幅度不大。公司目前正在进行铁矿石等原材料资源的并购，同时也致力于研发特种石墨等具有更高技术含量和更强盈利能力的产品，上述经营战略如果取得突破，将有助于毛利率的长期提升。

表 11：2008~2010 年公司分业务毛利率情况

	2008		2009		2010	
	毛利 (亿元)	毛利率 (%)	毛利 (亿元)	毛利率 (%)	毛利 (亿元)	毛利率 (%)
炼焦	2.58	30.84	1.25	16.56	0.65	8.45
地产	0.19	20.95	0.35	16.81	1.18	36.80
商贸	0.52	5.80	—	—	4.92	31.83
钢铁	-1.58	-11.47	0.44	1.35	7.27	5.65
炭素	15.01	46.37	4.75	23.11	10.04	33.46
化工	—	—	—	—	-0.23	-2.58
其他	—	—	—	—	0.05	68.72
主营业务	16.71	25.95	6.78	10.84	23.89	12.31
营业总收入	17.84	26.96	7.40	11.58	24.81	12.57

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，公司费用支出随着业务规模的逐步扩大不断提高，自 2008 年的 6.35 亿元提高至 2010 年的 15.27 亿元。管理费用增长是公司费用支出大幅增加的主要推动力。2010 年，公司收购方大化工以及锦化集团相关资产之后，长期资产和员工规模较 2009 年有很大提升，职工薪酬福利支出和折旧摊销也随之增长。同时并购引起了税金、咨询服务费等费用支出出现大幅增长。未来随着公司管理整合的深入以及研发方面投入加大，管理费用将进一步上升。销售费用的增长一定程度上也是由于并购的影响，不过公司对于销售费用的控制较为有力，虽然绝对数额不断提高，但占营业收入的比重却在不断下降，销售费用的支出效率持续提升。2008 年，公司对方大炭素改制前的银行借款及利息实施债务重组后，融资结构得到优化，使得 2009 年财务费用大幅下降。总体上，公司对于费用的控制较为出色，期间费用的增长在过去三年平均增速小于营业收入的增速，三费占比有了一定的下降，有助于公司盈利能力的提升。

表 12：2008~2010 年公司分业务毛利率情况

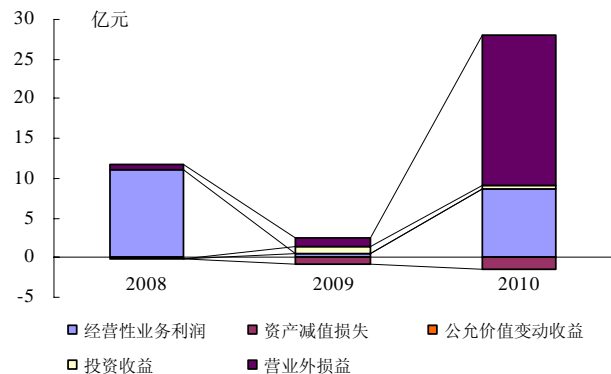
单位：亿元	2008	2009	2010
销售费用	1.37	1.32	2.50
管理费用	3.32	4.06	9.17
财务费用	1.65	1.19	3.60
三费合计	6.35	6.57	15.27
营业总收入	66.18	63.88	197.38
三费收入占比	9.60%	10.29%	7.74%

资料来源：公司财务报告

2008~2010 年，公司分别实现利润总额 11.56 亿元、1.61 亿元和 26.51 亿元，波动极大。2009 年利润总额的大幅下降是公司炭素业务受到金融危机的极大冲击造成的；2010 年公司的经营业务逐渐恢复，特钢产品经营收益全面释放使得经营性业务利润有较大程度的增加。不过支撑公司利润当年迅速增长的因素是由于公司在对方大化工和锦化集团其他资产破产重组后获得的超过 17 亿元的重组收益。由于重组收益不可持续，虽然 2011 年公司化工业务盈利将在报表上获得全面反映，但公司的经营环境并未获得根本性改善，利润预计将在现有基础上有所回落。不过，随着公司高端产品和原材料资源获取上获得进展，长期盈利能力将获得提

升。

图 9：2008~2010 年利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告

总的来看，公司目前处于业务扩张期，相继并购了南昌钢铁、方大化工之后，盈利潜力得到极大的提升，不过由于金融危机导致公司外部经营环境恶化，近年来公司的盈利状况并不稳定；公司正在不断加大高技术含量产品在业务收入中的比重，同时通过资源并购等方式加强自身的原材料保障，产业链逐步完善之后，公司业务抵御风险的能力将获增强，盈利能力也将提高到新的水平。

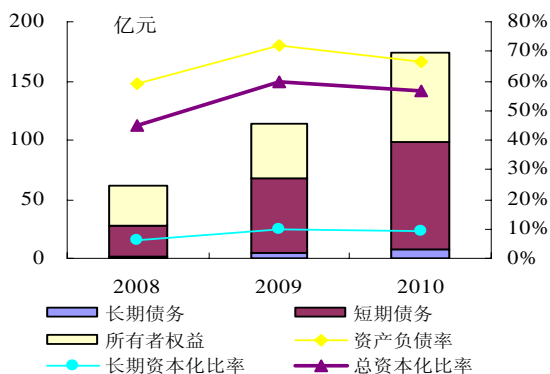
资本结构

近年来，公司资产和负债总额在外部并购的推动下出现较大增长，资产总额由 2008 年的 82.34 亿元增至 227.82 亿元，提高了 176.69%，负债总额由 2008 年的 48.54 亿元增至 151.94 亿元，提高了 213.04%。公司的资产增加主要体现在货币资金、存货、应收票据、固定资产和无形资产等科目。其中货币资金在 2009 年和 2010 年分别增加 8.35 亿元和 11.46 亿元，方大特钢纳入 2009 年合并报表在当年末增加了约 7 亿元的货币资金，而 2010 年则是公司通过票据融资以及发行 10 亿元短期融资券等方式获得了一定的资金。存货等科目在 2009 年和 2010 年的增长则是并购影响所致。公司负债的增加主要体现在短期借款、应付账款、应付票据、预收账款、其他应付款以及其他流动负债等科目。其中短期借款在 2009 年增加 33.14 亿元，除了吸纳南昌钢铁使得账面短期借款增加 17 亿元外，公司本部和方大炭素各新增短期借款 7.9 亿元和 6 亿元以满足公司流动性资金需求；其他应付款 2009 年增加

8.66 亿元，主要原因为应付部分股权收购款及报表合并范围增加所致；其他流动负债在 2010 年的大幅增加则是当年方大炭素发行 10 亿元短期融资券所致。公司的所有者权益主要来自经营积累以及合并范围增加后导致的少数股东权益增加，2008~2010 年末，公司的所有者权益总额分别是 33.80 亿元、46.29 亿元和 75.88 亿元，年均复合增长率为 49.83%。

过去三年，由于资产、负债的大幅波动，导致公司的资产负债率、资本化比率等指标出现较大的变动，2009 年，公司的资产负债率曾一度突破 70%，而资本化比率也接近 60%，2010 年公司并入化工业务，由于破产重组已经完成，该板块的债务负担相对较轻，拉低了公司的整体负债率。预计未来公司在资源并购、新产品研发投资等方面将投入较多资金，公司债务负担存在上升压力。

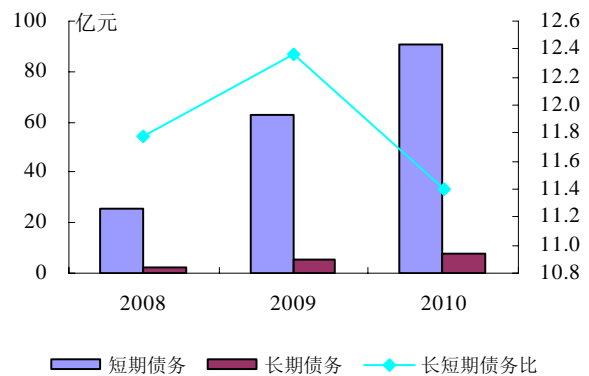
图 10：2008~2010 年公司资本结构



资料来源：公司财务报告

债务期限结构方面，公司以短期债务为主，2008~2010 年，短期债务在公司债务的比重分别是 92.17%、92.51% 和 91.94%。公司采用目前的债务结构，一方面是公司旗下上市公司平台较多，可以利用权益融资渠道解决长期资金的需求；另一方面，上市公司之间的互保以及票据类型的融资能够以较低成本迅速完成短期资金的借入。短期债务过高使得公司的流动性风险处于较高水平，尤其在目前银行贷款收紧的形势下，公司的短期借款是否能够实现滚动，保障资金流转需要关注。

图 11：2008~2010 年公司债务结构



资料来源：公司财务报告

总体上，公司在并购的推动下实现了资产总量的快速增长，但相应的负债提升也较快，公司的债务负担处于较高的水平；公司主要采取短期债务方式融资，对自身资金流转的安全性要求较高，流动性风险偏高。

现金流

近年来炭素等产品的价格出现大幅波动，导致公司经营现金流也出现相应的起伏，2008~2010 年公司实现经营活动净现金流 1.19 亿元、-4.36 亿元和 2.53 亿元，基本和近几年公司的整体经营变化趋势一致。公司在过去三年的产能投资建设、资产股权并购方面力度较大，投资活动现金持续流出，2008~2010 年投资活动净现金流分别是 -7.99 亿元、-3.20 亿元和 -16.12 亿元。投资需求增大了公司资金缺口，2008~2010 年公司自由现金流缺口均在 6.5 亿元以上，2010 年甚至超过了 13 亿元。为了应对公司发展中的资金需求，公司利用多种方式进行了融资。其中 2008 年公司通过上市公司方大炭素平台，融资超过 11 亿元，解决了部分炭素高端产品研发和产业化的资金问题；同时公司也进行了大量的直接和间接债务融资，2010 年方大炭素成功发行了 10 亿元短期融资券，为降低公司整体融资成本，拓宽融资渠道做出了一定贡献。通过积极运作，公司 2008~2010 年的筹资现金流净流入分别为 13.41 亿元、15.50 亿元和 18.25 亿元，基本覆盖了公司的资金缺口。预计未来公司的投资仍将保持高位，而经营活动现金流在短期内难以完全满足资金需求，融资在近期内将会维持较大规

模。

表 13: 2008~2010 年公司现金流情况

单位: 亿元	2008	2009	2010
经营活动产生现金流入	71.72	60.86	187.63
经营活动产生现金流出	70.53	65.03	185.10
经营活动净现金流	1.19	-4.18	2.53
投资活动产生现金流入	0.11	6.47	7.25
投资活动产生现金流出	8.10	9.67	23.38
投资活动净现金流	-7.99	-3.20	-16.12
筹资活动产生现金流入	24.21	42.84	94.03
其中: 吸收投资所收到的现金	11.24	0.32	0.11
借款所收到的现金	12.97	42.51	75.78
筹资活动产生现金流出	10.80	27.34	75.77
其中: 偿还债务所支付的现金	9.73	23.71	71.51
筹资活动净现金流	13.41	15.50	18.25
现金及现金等价物净增加额	6.59	8.12	4.64

资料来源: 公司财务报告

公司收入及时转化为现金流入的能力偏低, 2008~2010 年, 其收现比均在 80% 以下。方大特钢和方大炭素作为公司现金流和收入的主要贡献源, 收现比徘徊在 70%~80% 左右, 是公司整体收现比不高的主要原因。不过, 公司较低的付现比水平保障了业务资金的正常流转。由于近几年公司经营受到外部经济环境影响巨大, 其 EBITDA/营业总收入以及经营活动净现金流/净利润等指标出现较大幅度波动, 经营稳定性相对较弱, 且整体指标偏低, 收益质量需要提高。

表 14: 2008~2010 年公司收益质量

	2008	2009	2010
收现比(X)	0.78	0.66	0.76
付现比(X)	0.76	0.61	0.71
EBITDA/营业总收入(%)	21.70	9.24	19.27
经营活动净现金流/净利润(X)	0.14	-7.68	0.11

资料来源: 公司财务报告

总体上, 公司经营活动现金流受到金融危机的影响比较明显, 在过去几年出现大幅波动, 应对行业的强周期性风险需要公司在产业链整合、高端产品研发的方面投入更多的资源, 因此未来公司在投融资方面将保持较高强度, 从而对公司的融资渠道有效性和多样性形成更高要求。

偿债能力

随着公司业务的扩张和资产规模的扩大, 公司的债务规模也出现了快速的增长, 2008 年末公司的总债务仅为 27.48 亿元, 而在 2010 年末, 公司的债

务规模已经膨胀至 98.32 亿元, 债务负担显著增加。虽然公司账面有将近 40 亿元的货币资金, 但公司在组织架构上以上市公司为主, 资金并不实行统一调配, 同时上市公司的资金用途受到严格的监管, 因此公司可支配的货币资金并不十分充裕, 对债务的支持也不是特别明显, 局部的债务风险仍需关注。

偿债指标上, 公司经营波动使得总债务/EBITDA、总债务/经营活动净现金流等指标也出现相应的波动。不过从总体上看, 经营活动对于债务的支撑能力相对较弱, 由于公司的债务以短期债务为主, 在公司在建和拟建项目产生足够的经营收益之前, 债务偿还主要还是依靠债务周转。对利息的覆盖上, EBITDA 利息保障系数相对较高, 但按实际收到的现金计算, 经营活动净现金流利息保障力度明显减弱, 公司需要通过提高现金流质量来有效提升公司的偿债能力。

表 15: 2008~2010 年公司偿债指标

	2008	2009	2010
长期债务(亿元)	2.15	5.08	7.93
总债务(亿元)	27.48	67.86	98.32
净债务(亿元)	8.00	40.03	59.03
财务费用(亿元)	1.65	1.19	3.60
经营活动净现金流(亿元)	1.19	-4.18	2.53
EBITDA(亿元)	14.36	5.90	38.03
总债务/经营活动净现金流(亿元)	23.09	-16.25	38.87
总债务/EBITDA(X)	1.91	11.49	2.59
EBITDA 利息保障系数(X)	13.37	4.41	11.93
经营活动净现金流利息保障系数(X)	1.11	-3.12	0.79
资本化比率(%)	44.85	59.45	56.44
长期资本化比率(%)	5.98	9.89	9.46
资产负债率(%)	58.95	71.90	66.69

资料来源: 公司财务报告

此外, 公司和银行等金融机构保持了良好的合作关系, 截至 2010 年 12 月 31 日, 各金融机构给予公司的授信总额度为 30.75 亿元, 尚未使用额度为 8.65 亿元。

截至 2010 年底, 公司长期债务为 7.93 亿元, 在债务期限结构方面, 未来五年公司本部到期长期借款分别为 3 亿元、0.5 亿元和 5 亿元。

未决诉讼方面, 截至 2010 年 12 月 31 日, 方大炭素有未决诉讼一项, 乌钢公司有未决诉讼三项。其中方大炭素已经确认 6,000 万元损失, 乌钢公司无法确定应赔和获赔金额, 上述事项可能对公

司偿债能力造成一定影响。

表 16: 2008-2010 年公司未决诉讼

诉讼主体	相对人	诉讼标的	目前进展	财务处理
方大炭素	农行陕县支行	方大炭素对三门峡惠能热电有限责任公司 2 亿元借款的连带责任保证义务	已移至河南省高院, 目前尚未开庭	确认 6,000 万元损失
乌钢公司	长城资产管理公司呼和浩特办事处	乌钢公司技改借款本金 2,000 万元及利息(经测算为 1,972.55 万元)	目前此未决诉讼正在审理中	无法确定应赔偿的金额
乌钢公司	哈尔滨龙晟电气设备有限公司	乌钢公司对哈尔滨市瑞兴电气有限公司货款 38.04 万元、违约金赔偿款 43.50 万元的连带法律及经济责任	目前此未决诉讼正在审理中	无法确定应赔偿的金额
乌钢公司	高广秀	高广秀应付乌钢公司的 42 万元货款及利息	目前此未决诉讼正在审理中	无法确定应得赔偿的金额

资料来源: 公司财务报告

在或有负债方面, 截至 2010 年末, 公司除方大化工对外担保 3.79 亿元、方大炭素(含抚顺炭素)对外担保 2.20 亿元、方大特钢对外担保 0.33 亿元外, 不存在其他对外担保。其中方大炭素 2 亿元对外担保目前涉及诉讼, 担保风险提请关注。

表 17: 2010 年末公司对外担保情况(亿元)

担保方	被担保方	担保金额	担保方式
方大炭素	三门峡惠能热电有限责任公司	2.00	保证
抚顺炭素	抚顺大伙房水泥有限责任公司	0.20	保证
方大特钢	河源市资金天鸥矿业有限公司	0.33	保证
方大化工	葫芦岛华天实业有限公司	2.27	保证
方大化工	辽宁北方锦化聚氨酯有限公司	1.52	保证
合计		6.32	

资料来源: 公司财务报告

在抵押质押资产方面, 截至 2010 年末, 公司以上市公司股权、应收账款、房地产、土地使用权等多项资产进行质押和抵押, 向多家单位获得银行借款 29.41 亿元(不含方大化工资产部分)。在其他受限资产方面, 存在以下事项: 1) 子公司方大化工持有的辽宁北方锦化聚氨酯有限公司的 20.76% 股权被判决给辽宁宏程塑料型材有限公司抵偿债务, 宏程塑料可持裁定书到有关机构办理相关产权过户登记手续, 截至财务报告日, 公司子公司方大

化工持有辽宁北方锦化聚氨酯有限公司的 20.76% 股权尚未办理过户手续, 公司拟通过其他方式协助方大化工偿还欠款, 以保证对辽宁北方锦化聚氨酯有限公司所拥有的股权不被执行, 目前沟通工作正在进行中, 故其股权暂未作账务处理; 2) 方大化工被判给付锦州银行 2,800 万元本金及利息等(其中 800 万元已偿还), 作为该项诉讼的保全措施, 方大化工所持锦州银行 2,000 万股股权被冻结; 3) 葫芦岛市中级人民法院裁定葫芦岛华天实业有限公司依法进行破产清算, 2010 年 8 月 16 日, 方大化工通过协议转让方式以 19,222 万元受让了葫芦岛华天实业有限公司合法拥有的已办理抵押权登记的土地使用权、厂房、机器设备等资产, 由于葫芦岛华天实业有限公司尚未清偿被担保债权, 亦未取得法院破产终裁, 故方大化工受让的存在担保等所有权受限的资产仍处于抵押状态; 4) 2009 年 6 月 22 日, 葫芦岛市人民政府国有资产监督管理委员会的葫国资【2009】24 号文件同意了方大化工对 TDI 项目锦化配套装置进行抵押的请示, 公司与辽宁北方锦化聚氨酯有限公司签订抵押合同, 合同约定将 TDI 项目锦化配套装置的部分资产作价 7,500 万元用于抵押担保, 向辽宁锦化聚氨酯有限公司借款 6,500 万元, 目前抵押资产的解押手续正在办理之中。

表 18: 2010 年末公司抵质押资产情况

资产所有主体	受限资产	借款单位	贷款余额(亿元)	受限方式
南昌钢铁	位于昆明的评估价值为 0.45 亿元两项土地使用权	招商昆明滇池路支行	0.24	抵押
南昌钢铁	昆明钢板弹簧厂价值 0.19 亿元土地使用权	民生银行昆明分行	0.04	抵押
南昌钢铁	重庆 27 台机器设备	—	0.06	抵押
南昌钢铁	重庆红弹原值为 3,223 万元的房屋	—	0.60	抵押

南昌钢铁	成都 12 台机器设备、建筑面积 5,555.34 平方米的厂房、19,790.60 平方米的土地使用权	—	0.06	抵押
方大炭素	机器设备	工行红古支行	0.50	抵押
方大炭素	土地及地上建筑物	农行红古支行	0.55	抵押
方大炭素	土地及地上建筑物	农行红古支行	0.40	抵押
方大炭素	土地及地上建筑物	农行红古支行	1.00	抵押
方大炭素	土地及地上建筑物	农行红古支行	1.00	抵押
方大炭素	土地使用权抵押	上海银行成都分行	0.04	抵押
方大炭素	机器设备抵押	中行农泉驿支行	0.02	抵押
方大炭素	改制前遗留问题	长城资产管理公司	0.07	抵押
乌钢公司	烧结机生产线、高炉、变电站、炼铁厂、炼钢厂、轧钢厂等总评估价值为 46,216 万元	工行乌兰浩特支行	1.46	抵押
沈阳炼焦	位于沈阳市经济技术开发区土地，抵押土地评估价值为 14,481 万元	华夏银行、沈阳盛京银行	0.86	质押
公司本部	方大炭素股票 7,000 万股	中信银行沈阳分行	1.50	质押
公司本部	方大炭素 4,000 万股	渤海银行北京分行	1.25	质押
	方大炭素 28,400 万股	吉林省信托有限责任公司	9.50	质押
南昌钢铁	应收云南力帆骏马车辆有限公司的货款	—	0.06	质押
方大炭素	四川蓉光炭素有限公司股权	—	2.20	质押
公司本部	方大炭素股份 13,000 万股	华夏银行沈阳分行	3.00	质押
公司本部	方大特钢股份 18,700 万股(转增后质押股份相应为 35,530 万股)	华夏银行沈阳分行	5.00	质押
合计			29.41	

数据来源：公司财务报告

偿债保障措施

发行人以其持有的方大炭素 10 亿元市值股票、乌钢公司 100% 的股权和沈阳炼焦 100% 的股权对本期债券进行质押担保。质押担保范围包括本期债券项下的债权本金、利息、违约金、损害赔偿金以及实现质权的费用。

为维护本期债券全体债券持有人的利益，发行人聘请海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）作为本期债券的受托管理人，由海通证券依据本协议的约定和相关法律、法规的规定行使权利和履行义务。

质押资产

方大炭素原名“兰州海龙新材料科技股份有限公司”，2002 年 8 月 30 日在上交所挂牌上市。2006 年 9 月，方大集团竞拍取得方大炭素 51.62% 的股权，成为其控股股东。方大炭素主营业务为石墨及炭素制品的生产加工，炭素制品综合生产能力为 24.9 万吨/年，是亚洲最大、世界第三的炭素生产企业。截至 2010 年末，方大炭素总资产 62.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）31.49 亿元；2010 年，方大炭素实现主营业务收入 32.16 亿元，净利

润 4.22 亿元，经营活动现金净流量-0.38 亿元。

乌钢公司前身是乌兰浩特钢铁厂，2007 年成为方大集团全资子公司。乌钢公司主要经营钢铁冶炼、钢材压延、钢渣水泥制造、机械加工等，是内蒙古地区除包钢外唯一的钢铁联合企业。截至 2010 年末，乌钢公司总资产 13.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）3.69 亿元；2010 年，乌钢公司实现主营业务收入 2.00 亿元，净利润 0.48 亿元，经营活动现金净流量 0.13 亿元。

沈阳炼焦前身是沈阳市煤气公司二厂，经过四次股权转让，于 2008 年 10 月成为方大集团全资子公司。沈阳炼焦是沈阳市唯一的人工煤气气源生产企业，具有焦炭 45 万吨/年、煤气 1.9 亿立方米/年、焦油 19,500 吨/年、硫铵 5,000 吨/年、粗苯 5,000 吨/年的生产能力。截至 2010 年末，沈阳炼焦总资产 17.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）6.41 亿元；2010 年，沈阳炼焦实现主营业务收入 7.80 亿元，净利润 1.93 亿元，经营活动现金净流量-1.47 亿元。

法律意见

经发行人董事会、股东会审议，同意将其合法

拥有的方大炭素 10 亿元市值股票、乌钢公司 100% 股权和沈阳炼焦 100% 股权设定质押担保。北京市德恒律师事务所在《法律意见书》中出具了对该质押资产合法性的法律意见，明确该质押资产为发行人合法拥有，可为本期债券的全体持有人设定质押担保。

中诚信国际对偿债保障措施有效性的分析基于上述法律意见书的内容。

质押资产价值评估

本期债券存续期间，发行人每年聘请具有合法资质且经海通证券认可的评估机构对质押的非上市公司股权进行评估并出具年度评估报告。年度评估报告的评估基准日应为本期债券存续期间内每年的 12 月 31 日，出具时间应不迟于该等非上市公司出具年度审计报告后的 20 个工作日。

根据沃克森（北京）国际资产评估有限公司出具的资产评估报告书，以 2010 年 12 月 31 日为评估基准日，乌钢公司 100% 股权的评估价值为 54,871.66 万元，沈阳炼焦 100% 股权的评估价值为 85,900.98 万元。

质押资产操作办法

发行人以其持有的方大炭素 10 亿元市值股票、乌钢公司 100% 的股权和沈阳炼焦 100% 的股权对本期债券进行质押担保。其中，初始质押股票数量等于 10 亿元除以每股价格后的数量（该数量不为整数的取整数计算），每股价格为本期债券获得国家发改委批复日前 60 个交易日收盘价（除权价）的算术平均价，初次质押的估值日为本期债券获得国家发改委批复日。

本期债券存续期间，发行人应当保证担保资产（包括非上市公司股权、上市公司股票以及追加担保的资产等全部担保资产）的担保能力。质押股权价值为最近一年评估价值，质押股票价值为质押股票数量乘以股票每股 60 日均价，每股 60 日均价为估值日前 60 个交易日质押股票收盘价（除权价）的算术平均价。质押股权价值每年评估一次，质押股票价值每个交易日计算一次。

一、追加担保资产

本期债券存续期间，如果担保资产总价值低于本期债券未偿本金的 1.6 倍，或担保资产中质押股票价值低于本期债券未偿本金的 8/12，且持续 10 个交易日，发行人应按照债券受托管理人要求设计追加担保的方案，做好追加担保的准备。

如果担保资产总价值低于本期债券未偿本金的 1.4 倍，或担保资产中质押股票价值低于本期债券未偿本金的 7/12，且持续 10 个交易日，发行人应按照债券受托管理人要求追加担保。

发行人应在接获债券受托管理人要求追加资产的通知后 20 个工作日内，向债券受托管理人提供追加担保资产方案。若债券受托管理人对追加担保资产方案在 3 个工作日内未提出异议或追加担保资产方案经债券持有人会议通过后 20 个工作日内，未办理追加担保资产方案经债券持有人会议通过，发行人应在 10 个工作日内办理并完成相关追加担保的手续。

发行人拟追加的担保资产为现金、有价证券或者其他现金等价物，则追加担保资产的方案仅需经过债券受托管理人认可；发行人拟追加的担保资产为现金、有价证券或者其他现金等价物以外的资产，则发行人需在提交追加担保资产方案的同时，向债券受托管理人另行提供具备合法资质的且经其认可的资产评估机构出具的资产评估报告，且追加担保资产方案需提请债券持有人会议审议。

二、处置担保资产

本期债券存续期间，如果发生下列情形之一时，债券受托管理人应按照债券持有人会议的授权，变卖或拍卖担保资产：

1、发行人未按照《募集说明书》的规定按期、足额将本期债券利息和 / 或本金划入本期债券登记托管机构指定的银行账户，且该违约持续 30 个连续工作日仍未解除；

2、担保资产的总价值低于本期债券未偿本金的 1.4 倍，或担保资产中质押股票市值低于本期债券未偿本金的 7/12，且持续 10 个交易日，而发行人未在规定时间内提供追加担保资产的方案、未办理相关手续或拒绝追加担保资产；

3、发行人丧失清偿能力、被法院指定接管人

或已开始相关的诉讼程序，以及其他对本期债券的按期兑付产生重大不利影响的情形；

4、其他不履行或违反《募集说明书》项下的任何承诺，将实质影响发行人对本期债券的还本付息义务，且经债券受托管理人书面通知，或经单独或合并持有本期未偿还债券本金总额 25% 以上的债券持有人书面通知，该违约持续 30 个连续工作日仍未解除。

三、置换担保资产

本期债券存续期间，发行人可根据经营需要向债券受托管理人申请对担保资产进行置换。置换后的担保资产需满足担保资产的总价值大于本期债券未偿本金的 1.8 倍，且担保资产中质押股票价值不低于本期债券未偿本金的 9/12。

置换的新担保资产为现金、有价证券或者其他现金等价物，则在担保置换方案得到债券受托管理人认可后方可执行；置换的新担保资产为现金、有价证券或者其他现金等价物以外的资产，则需另行向债券受托管理人提供具备合法资质的且经其认可的资产评估机构出具的资产评估报告，并将置换担保资产方案提请债券持有人会议审议。

四、释放担保资产

本期债券存续期间，当且仅当置换后担保资产总价值大于本期债券未偿本金的 2.4 倍，且担保资产中质押股票价值大于本期债券未偿本金，且持续 10 个交易日，发行人可向债券受托管理人申请释放部分担保资产。释放后的担保资产需满足担保资产的总价值大于本期债券未偿本金的 2 倍，且担保资产中质押股票价值大于本期债券未偿本金的 10/12。

债券持有人会议规则

根据《债券持有人会议规则》，债券持有人会议具有以下权利：

1、就发行人变更募集说明书的约定作出决议，但债券持有人会议不得作出决议同意发行人不支付本期债券本息、变更本期债券利率；

2、在发行人不能偿还本期债券本息时，决定委托受托管理人通过诉讼等程序强制发行人偿还债券本息，或者决定委托受托管理人参与发行人的整顿、和解、重组或者破产的法律程序；

3、决定发行人发生减资、合并、分立、解散时债券持有人依据《公司法》享有的权利的行使；

4、应发行人提议，决定是否变更抵质押担保或者担保方式；

5、决定变更受托管理人；

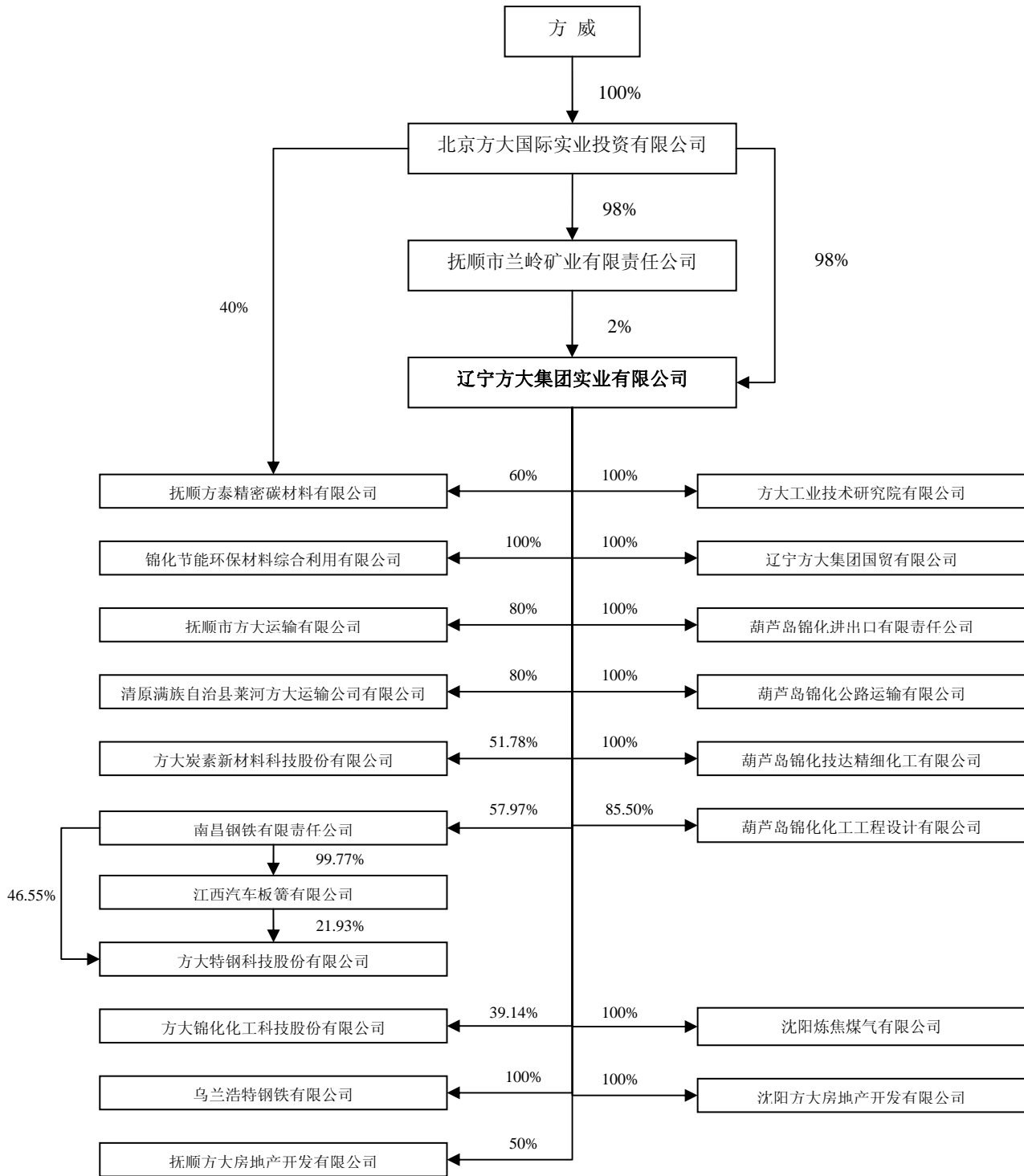
6、决定是否同意发行人与受托管理人达成的《债券受托管理协议》之补充协议；

7、法律、行政法规和部门规章规定应当由债券持有人会议作出决议的其他情形。

评级展望

综上，中诚信国际认为公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：辽宁方大集团实业有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



附二：辽宁方大集团实业有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010
货币资金	194,834.47	278,328.60	392,955.13
短期投资	34.64	74.63	124.67
应收账款净额	53,229.02	76,879.35	84,055.02
存货净额	221,124.16	317,951.77	425,908.05
其他应收款	26,017.84	43,298.10	44,789.05
长期投资	2,620.38	24,912.92	43,842.07
固定资产(合计)	208,482.43	579,001.74	805,051.25
总资产	823,377.33	1,647,491.45	2,278,194.14
其他应付款	44,000.32	130,686.90	151,964.72
短期债务	253,335.50	627,799.33	903,927.01
长期债务	21,510.00	50,800.00	79,280.00
总债务	274,845.50	678,599.33	983,207.01
净债务	80,011.02	400,270.73	590,251.87
总负债	485,373.66	1,184,584.76	1,519,403.98
财务性利息支出	10,740.05	13,387.87	31,874.38
资本化利息支出	—	—	—
所有者权益	338,003.67	462,906.68	758,790.16
主营业务收入	661,768.76	638,815.68	1,973,842.06
主营业务利润	175,152.77	70,616.24	239,909.82
投资收益	-296.92	9,034.55	2,624.61
EBIT	126,385.02	29,506.64	297,007.58
EBITDA	143,601.28	59,042.21	380,336.19
经营活动产生现金净流量	11,902.23	-41,755.16	25,297.87
投资活动产生现金净流量	-79,919.19	-32,045.05	-161,247.29
筹资活动产生现金净流量	134,132.37	155,001.07	182,529.88
现金及现金等价物净增加额	65,930.54	81,194.98	46,402.72
资本支出	56,018.29	60,088.37	114,638.33
财务指标	2008	2009	2010
主营业务毛利率(%)	26.96	11.58	12.56
三费收入比(%)	9.60	10.29	7.74
EBITDA/主营业务收入(%)	21.70	9.24	19.27
总资产收益率(%)	15.35	1.79	13.04
流动比率(X)	1.23	0.81	0.82
速动比率(X)	0.74	0.52	0.51
存货周转率(X)	2.19	1.78	4.05
应收账款周转率(X)	12.43	8.31	23.48
资产负债率(%)	58.95	71.90	66.69
总资本化比率(%)	44.85	59.45	56.44
短期债务/总债务(%)	92.17	92.51	91.94
经营活动净现金/总债务(X)	0.04	-0.06	0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.05	-0.07	0.03
经营活动净现金/利息支出(X)	1.11	-3.12	0.79
总债务/EBITDA(X)	1.91	11.49	2.59
EBITDA/短期债务(X)	0.57	0.09	0.42
EBITDA 利息倍数(X)	13.37	4.41	11.93

注：1、公司财务报告均按新会计准则编制；
 2、2008-2010年财务数据未考虑资本化利息支出情况。

附三：辽宁方大集团实业有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010
货币资金	10,035.09	33,723.92	60,877.55
短期投资	—	—	—
应收账款净额	—	—	—
存货净额	—	—	—
其他应收款	18,999.28	61,832.60	69,776.91
长期投资	221,816.62	320,262.99	383,513.04
固定资产(合计)	147.84	17.05	232.49
总资产	252,529.03	415,878.51	526,289.96
其他应付款	36,115.04	72,162.72	65,027.72
短期债务	47,800.00	126,960.00	222,499.74
长期债务	0.00	35,000.00	55,000.00
总债务	47,800.00	161,960.00	277,499.74
净债务	37,764.91	128,236.08	216,622.20
总负债	124,865.14	274,917.11	384,221.64
财务性利息支出	—	—	—
资本化利息支出	—	—	—
所有者权益	127,663.89	140,961.40	142,068.32
主营业务收入	—	—	240.92
主营业务利润	—	—	-27.77
投资收益	117,559.97	18,045.13	10,006.34
EBIT	139,823.62	16,134.24	8,890.15
EBITDA	139,823.62	16,134.24	8,890.15
经营活动产生现金净流量	2,917.03	-23,083.10	-21,620.21
投资活动产生现金净流量	-23,198.47	-64,197.02	-55,583.16
筹资活动产生现金净流量	20,237.00	110,968.95	54,327.00
现金及现金等价物净增加额	-44.44	23,688.83	-22,876.37
资本支出	0.00	0.00	4,030.98
财务指标	2008	2009	2010
主营业务毛利率(%)	—	—	9.83
三费收入比(%)	—	—	4,573.80
EBITDA/主营业务收入(%)	—	—	3,690.03
总资产收益率(%)	55.37	3.88	1.69
流动比率(X)	0.32	0.45	0.47
速动比率(X)	0.32	0.45	0.47
存货周转率(X)	—	—	—
应收账款周转率(X)	—	—	—
资产负债率(%)	49.45	66.11	73.01
总资本化比率(%)	27.24	53.47	66.14
短期债务/总债务(%)	100.00	78.39	80.18
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	-0.14	-0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.06	-0.18	-0.10
经营活动净现金/利息支出(X)	5.85	-8.14	-2.06
总债务/EBITDA(X)	0.34	10.04	31.21
EBITDA/短期债务(X)	2.93	0.13	0.04
EBITDA 利息倍数(X)	280.35	5.69	0.85

注：1、公司财务报告均按新会计准则编制；
 2、2008-2010年财务数据未考虑资本化利息支出情况。

附四：沈阳炼焦煤气有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010
货币资金	5,559.29	19,633.00	35,502.65
短期投资	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	6,540.85	3,543.05	4,408.70
存货净额	4,228.70	3,987.12	15,186.52
其他应收款	19,719.61	2,167.77	30,212.18
长期投资	3,665.22	90.01	0.00
固定资产(合计)	4,713.75	30,095.78	64,662.41
总资产	65,854.44	127,867.35	177,071.18
其他应付款	7,488.13	11,319.46	1,703.89
短期债务	16,107.67	54,757.30	88,798.75
长期债务	0.00	2,800.00	4,000.00
总债务	16,107.67	57,557.30	92,798.75
净债务	10,548.38	37,924.30	57,296.10
总负债	34,036.13	84,153.08	122,984.16
财务性利息支出	441.63	98.93	219.89
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益	31,818.30	43,714.27	54,087.02
主营业务收入	83,933.30	77,801.10	78,209.22
主营业务利润	25,310.93	14,384.04	7,753.47
投资收益	0.00	0.00	-3.45
EBIT	21,958.53	19,776.67	20,014.87
EBITDA	22,808.37	20,737.80	21,182.33
经营活动产生现金净流量	4,328.36	-4,188.60	-14,735.85
投资活动产生现金净流量	-7,762.50	-15,817.16	12,558.25
筹资活动产生现金净流量	1,325.60	22,901.07	1,580.11
现金及现金等价物净增加额	-2,108.54	2,895.31	-597.48
资本支出	4,987.50	15,154.61	13,292.46
财务指标	2008	2009	2010
主营业务毛利率(%)	31.04	18.81	10.01
三费收入比(%)	4.74	7.21	7.79
EBITDA/主营业务收入(%)	27.17	26.65	27.08
总资产收益率(%)	42.12	15.47	13.13
流动比率(X)	1.39	0.91	0.83
速动比率(X)	1.27	0.86	0.70
存货周转率(X)	19.38	15.84	7.34
应收账款周转率(X)	13.24	21.96	19.67
资产负债率(%)	51.68	65.81	69.45
总资本化比率(%)	33.61	56.83	63.18
短期债务/总债务(%)	100.00	95.14	95.69
经营活动净现金/总债务(X)	0.27	-0.07	-0.16
经营活动净现金/短期债务(X)	0.27	-0.08	-0.17
经营活动净现金/利息支出(X)	9.80	-42.34	-67.02
总债务/EBITDA(X)	0.71	2.78	4.38
EBITDA/短期债务(X)	1.42	0.38	0.24
EBITDA 利息倍数(X)	51.65	209.61	96.33

注：2009年财务数据引用自2010年年初数。

附五：乌兰浩特钢铁有限责任公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010
货币资金	11,432.31	17,915.19	492.13
短期投资	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	4,623.69	1,152.35	306.97
存货净额	40,667.24	29,713.14	33,254.09
其他应收款	11,064.73	6.11	487.31
长期投资	4,045.48	0.00	0.00
固定资产(合计)	47,126.01	93,648.97	88,123.36
总资产	153,812.23	156,225.10	127,346.24
其他应付款	3,653.23	10,090.17	9,985.80
短期债务	34,251.00	40,355.76	14,599.00
长期债务	3,925.00	0.00	0.00
总债务	38,176.00	40,355.76	14,599.00
净债务	26,743.69	22,440.56	14,106.87
总负债	109,053.00	129,590.41	96,321.92
财务性利息支出	1,469.11	1,115.58	867.29
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	44,759.24	26,634.70	31,024.32
主营业务收入	159,324.60	144,558.53	201,411.62
主营业务利润	8,309.85	-4,815.18	12,072.83
投资收益	-6.28	0.00	0.00
EBIT	6,103.98	-11,350.02	5,256.92
EBITDA	9,660.31	-5,525.08	11,731.32
经营活动产生现金净流量	57,871.26	-1,478.84	1,309.21
投资活动产生现金净流量	-42,461.81	-1,507.11	-239.02
筹资活动产生现金净流量	-5,338.74	-2,737.58	-917.29
现金及现金等价物净增加额	10,070.70	-5,723.53	152.90
资本支出	41,461.81	1,602.84	273.40
财务指标	2008	2009	2010
主营业务毛利率(%)	5.59	-3.21	6.26
三费收入比(%)	3.35	3.54	2.32
EBITDA/主营业务收入(%)	6.06	-3.82	5.82
总资产收益率(%)	4.86	-7.27	4.13
流动比率(X)	0.97	0.48	0.40
速动比率(X)	0.59	0.25	0.06
存货周转率(X)	4.32	5.02	5.68
应收账款周转率(X)	38.56	125.45	656.13
资产负债率(%)	70.90	82.95	75.64
总资本化比率(%)	46.03	60.24	32.00
短期债务/总债务(%)	89.72	100.00	100.00
经营活动净现金/总债务(X)	1.52	-0.04	0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	1.69	-0.04	0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	39.39	-1.33	1.51
总债务/EBITDA(X)	3.95	-7.30	1.24
EBITDA/短期债务(X)	0.28	-0.14	0.80
EBITDA 利息倍数(X)	6.58	-4.95	13.53

注：1、2009年财务数据引用自2010年年初数；
 2、2008年财务数据为母公司口径。

附六：方大炭素新材料科技股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010
货币资金	160,468.33	113,108.49	109,178.17
短期投资	34.64	2.83	42.07
应收账款净额	40,098.75	45,927.16	50,331.59
存货净额	158,691.21	145,953.12	161,164.83
其他应收款	6,229.45	2,773.43	4,396.33
长期投资	1,233.12	3,866.80	6,540.68
固定资产(合计)	126,157.11	145,238.38	165,294.41
总资产	571,125.86	541,558.04	626,495.27
其他应付款	18,450.53	10,636.13	11,648.38
短期债务	147,676.83	180,297.86	233,691.05
长期债务	21,510.00	5,000.00	0.00
总债务	169,186.83	185,297.86	233,691.05
净债务	8,718.49	72,189.37	124,512.88
总负债	273,154.68	260,647.08	311,589.30
财务性利息支出	0.00	0.00	8,936.54
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益(含少数股东权益)	297,971.18	280,910.96	314,905.97
主营业务收入	334,269.81	212,188.93	321,648.57
主营业务利润	129,866.07	44,721.60	104,255.58
投资收益	-296.92	-19.90	165.01
EBIT	94,559.57	7,505.22	65,636.65
EBITDA	106,654.79	20,084.19	80,991.30
经营活动产生现金净流量	-30,382.18	-9,311.85	-3,832.67
投资活动产生现金净流量	-16,987.14	-20,116.85	-46,694.94
筹资活动产生现金净流量	120,993.40	31,224.32	52,131.27
现金及现金等价物净增加额	73,439.21	1,792.83	1,593.00
资本支出	15,107.20	17,862.15	24,115.70
财务指标	2008	2009	2010
主营业务毛利率(%)	39.18	21.67	32.91
三费收入比(%)	15.01	18.88	16.09
EBITDA/主营业务收入(%)	31.91	9.47	25.18
总资产收益率(%)	20.77	1.35	11.12
流动比率(X)	1.65	1.40	1.34
速动比率(X)	0.99	0.81	0.81
存货周转率(X)	1.69	1.09	1.39
应收账款周转率(X)	8.79	4.93	6.68
资产负债率(%)	47.83	48.13	49.74
总资本化比率(%)	36.22	39.75	42.60
短期债务/总债务(%)	87.29	97.30	100.00
经营活动净现金/总债务(X)	-0.18	-0.05	-0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.21	-0.05	-0.02
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.24	-1.54	-0.43
总债务/EBITDA(X)	1.59	9.23	2.89
EBITDA/短期债务(X)	0.72	0.11	0.35
EBITDA 利息倍数(X)	7.87	3.33	9.06

注：1、公司财务报告均按新会计准则编制；
 2、2008-2010年财务数据未考虑资本化利息支出情况。

附七：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）= 短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附八：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附九：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。