

四川和邦生物科技股份有限公司

**2013 年公司债券 2016 年跟踪  
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：



报告编号：  
鹏信评【2016】跟踪第  
【155】号 01

债券简称：  
第一期，13 和邦 01；第  
二期，13 和邦 02

债券剩余规模：  
8 亿元（其中：第一期 4  
亿元，第二期 4 亿元）

债券到期日期：  
第一期：2020 年 04 月  
22 日，第二期：2019 年  
11 月 25 日

债券偿还方式：  
单利按年计息，不计复  
利，逾期不另计息；每  
年付息一次，到期一次  
还本，最后一期利息随  
本金的兑付一起支付

分析师

姓名：  
范刚强 王一峰

电话：  
0755-82870071

邮箱：  
fangq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法，该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

## 四川和邦生物科技股份有限公司 2013 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2016 年 05 月 23 日	2015 年 04 月 16 日

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对四川和邦生物科技股份有限公司（以下简称“和邦股份”或“公司”）及其 2013 年 04 月 22 日发行的第一期公司债券 13 和邦 01 与 2014 年 11 月 25 日发行的第二期公司债券 13 和邦 02 的 2016 年度跟踪评级结果为：13 和邦 01 债券信用等级维持为 AA，13 和邦 02 债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司玻璃及双甘磷产能大幅增长，且随着新增产能的逐步释放，公司营业收入及盈利能力均有所提升，非公开发行业股票的顺利实施大幅增强了公司的资本实力；同时我们也关注到，联碱、玻璃行业产能过剩，给公司带来一定的经营压力，且公司主要在建项目资金压力较大、短期有息债务偿债压力较大等风险因素。

### 正面：

- 营业收入及盈利能力均有所提高。2015 年，公司玻璃及双甘磷产能大幅增长，随着新增产能的逐步释放，玻璃及双甘磷业务收入均大幅增长；收购 S.T.K，新增农药业务，进一步推动公司营业收入及盈利能力的提升。2015 年公司实现营业收入 286,264.41 万元，同比增长 30.98%；实现归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 18,145.20 万元，同比增长 385.40%。
- 资本实力大幅提升。2015 年 5 月，公司实施非公开发行股票，净募集资金合计 136,651.30 万元，大幅提升了公司的资本实力，增强了公司抗风险能力。2016 年 3 月中国证监会审核通过公司 3,000 吨 PAN 基高性能碳纤维项目非公开发行股票事

项，若本次非公开发行股票能顺利实施，将进一步提升公司资本实力，增强公司债务偿付能力。

## 关注：

- **联碱及玻璃行业产能过剩给公司带来一定的经营压力。**2015 年联碱行业虽然有所回暖，但行业去产能压力仍然存在，氯化铵量价齐升的局面难以长期持续，预计公司联碱业务经营业绩大幅提升的可能性不大，且后续存在波动的可能性。另外，受产能过剩的影响，2015 年公司玻璃产品市场销售价格有所下降，业务毛利率亦相应有所下滑。
- **公司扩张速度相对较快，若投资项目进展不达预期或管理能力无法同步提升，公司项目能否实现预期收益将存在不确定性。**公司投资项目涉及蛋氨酸、草甘膦、高性能碳纤维、磷矿开发等领域，投资项目能否如期达产并实现预期收益存在不确定性，且项目投产后，公司管理能力能否跟上亦面临一定的挑战。
- **面临一定的资金压力。**截至 2015 年底，公司在建项目总投资达 954,328.34 万元，剔除公司非公开发行股票的募投项目 3,000 吨 PAN 基高性能碳纤维项目、蛋氨酸项目，磷矿开发等自筹项目未来仍需投入资金规模为 117,752.03 万元，面临一定的资金压力。
- **短期偿债压力较大。**截至 2016 年 3 月底，公司短期有息债务合计 271,428.20 万元，占有息债务比例为 77.36%，短期有息负债规模较大，面临较大的偿债压力。

**主要财务指标:**

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	1,130,562.51	1,119,743.92	913,218.81	559,007.14
所有者权益合计(万元)	663,377.59	658,238.53	475,209.43	329,017.20
有息债务(万元)	350,853.81	357,303.65	327,310.90	194,999.41
资产负债率	41.32%	41.22%	47.96%	41.14%
流动比率	0.59	0.63	0.53	1.14
速动比率	0.39	0.41	0.26	0.77
营业收入(万元)	66,848.37	286,264.41	218,569.86	160,266.40
投资收益(万元)	947.95	4,447.23	66,312.50	3,173.44
营业利润(万元)	5,469.94	21,874.83	67,872.66	7,033.52
利润总额(万元)	6,264.59	28,227.39	67,943.92	7,048.60
综合毛利率	23.16%	21.93%	20.97%	19.17%
总资产回报率	-	3.96%	11.05%	2.87%
EBITDA(万元)	-	72,535.92	108,191.69	35,010.29
EBITDA利息保障倍数	-	3.76	5.02	3.25
经营活动现金流净额(万元)	11,402.73	44,919.74	20,467.44	-40,747.80

资料来源: 公司 2013 年、2014 年、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表, 鹏元整理

## 一、债券本息兑付及募集资金使用情况

2013年3月经中国证监会“证监许可[2013]264号”文核准，公司获准公开发行不超过人民币8亿元的公司债券，其中，第一期债券（13和邦01）于2013年04月22日发行，发行规模为人民币4亿元，票面年利率为5.80%；第二期债券（13和邦02）于2014年11月25日发行，发行规模为人民币4亿元，票面年利率为6.40%。

13和邦01期限为7年，起息日为2013年4月22日，附第5年末（2018年4月22日）公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；13和邦02期限为5年，起息日为2014年11月25日，附第3年末（2017年11月25日）公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

**表1 13和邦01、13和邦02债券基本要素（单位：万元）**

债券名称	规模	利率	期限	起息日	特殊条款
13和邦01	40,000	5.80%	7年	2013年4月22日	第五年末公司上调票面利率选择权和投资者回收选择权
13和邦02	40,000	6.40%	5年	2014年11月25日	第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回收选择权

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

13和邦01和13和邦02均采用单利按年计息，逾期不另计利息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。跟踪期内，公司于2015年4月22日、2016年4月22日各支付13和邦01第二期、第三期利息2,320万元、2,320万元，于2015年11月25日支付13和邦02第一期利息2,560万元。

**表2 2015年初至2016年5月13日13和邦01、13和邦02本息兑付情况（单位：万元）**

债券名称	本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
13和邦01	2015年4月22日	0.00	2,320.00	40,000.00
	2016年4月22日	0.00	2,320.00	
13和邦02	2015年11月25日	0.00	2,560.00	40,000.00
<b>合计</b>		<b>0.00</b>	<b>7,200.00</b>	<b>80,000.00</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2016年3月31日，13和邦01募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金，13和邦02募集资金已全部用于补充流动资金。

## 二、发行主体概况

经股东会审议通过，2015年7月底公司名称由四川和邦股份有限公司变更为现名。

2015年5月，经股东会批准和中国证监会核准，公司向申万菱信基金管理有限公司、渤海证券股份有限公司等7家投资者合计发行92,984,676股股份，扣除发行费用后实际募集资金合计136,651.30万元，用于蛋氨酸项目及补充流动资金，本次股份发行后公司股本变更为1,104,079,526股。2015年9月，经股东会批准，公司以资本公积向全体股东每10股转增20股，转增后公司股本变更为3,312,238,578股。

截至2016年3月31日，公司股份为3,312,238,578股，四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”）持有公司股份48.68%，为公司第一大股东，贺正刚持有和邦集团99%股权，同时直接持有公司股份5.66%，为公司实际控制人。截至2016年3月底，公司前十大股东明细如下表所示。

**表 3 截至 2016 年 3 月 31 日公司前十大股东明细（单位：股）**

股东名称	持股数量	持股占比
四川和邦集团有限公司	1,612,440,000	48.68%
四川省盐业总公司	333,284,550	10.06%
贺正刚	187,560,000	5.66%
渤海证券-工商银行-渤海分级汇金 8 号集合资产管理计划	43,770,000	1.32%
申万菱信资产-工商银行-瑞林定向增发 4 号资产管理计划	41,400,000	1.25%
申万菱信基金-宁波银行-茅智华	37,500,000	1.13%
海通证券股份有限公司	36,900,400	1.11%
东海基金-工商银行-鑫龙 123 号资产管理计划	28,765,101	0.87%
香港中央结算有限公司	12,108,681	0.37%
中国证券金融股份有限公司	11,618,172	0.35%
<b>合计</b>	<b>2,345,346,904</b>	<b>70.80%</b>

资料来源：公司 2016 年 1 季报，鹏元整理

2015年6月，公司与以色列S.T.K. Stockton Group Ltd（以下简称“S.T.K”）、自然人Ziv Tirosh签订《股权转让协议》，约定公司通过投资9,000万美元获得S.T.K控制权，拥有其51%股份及董事会多数席位。公司分别于2015年7月14日和7月17日两次完成投资资金支付，并于2015年10月14日取得S.T.K股权变更证明，获得了S.T.K51%股权，纳入公司合并报表范围。公司收购S.T.K51%股权合计支付对价为人民币56,680.00万元，大于购买日S.T.K可辨认净资产公允价值30,760.59万元，形成商誉25,919.41万元。S.T.K主要从事生物农药及生物兽药的研发、生产与销售，购买日至2015年末该公司实现收入9,442.59万元，扣除登记费用等各项费用后，实现净利润-231.32万元。

2015年6月，公司投资50,000万元设立乐山和邦新材料科技有限公司（以下简称“和邦



新材料”），从事碳纤维产品的生产和销售，并计划投资建设3,000吨PAN基高性能碳纤维项目，截至2015年底该项目仍处于前期准备阶段。

2015年6月，公司出资20,000万元设立四川和邦电子商务有限公司（以下简称“和邦电子商务”），投资建设服务农业产业的电子商务平台，从事农业服务、农资及农产品等的销售。

2015年10月公司注销全资子公司四川合江和邦化学有限公司，自注销之日起该公司不再纳入公司合并报表范围。

**表 4 2015 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

2015 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式（新设、投资或收购等）
S.T.K. Stockton Group Ltd	51%	10 万新锡克尔	生物农药及生物兽药的研发、生产与销售	收购
乐山和邦新材料科技有限公司	100%	50,000	碳纤维等产品的生产和销售等	新设
四川和邦电子商务有限公司	100%	20,000	电子商务	新设
2015 年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
四川合江和邦化学有限公司	100%	2,000	化工	注销

资料来源：公司 2015 年年报，鹏元整理

公司收购S.T.K后新增农药的生产和销售，设立和邦电子商务后新增电商农产品业务。2015年公司业务范围涵盖化工、采盐、玻璃制造、电商零售等行业，主要产品包括联碱产品、卤水、双甘磷、玻璃、农药、电商农产品等。

截至2016年3月31日，公司资产总额为113.06亿元，所有者权益为66.34亿元，资产负债率为41.32%；2015年度，公司实现营业收入28.63亿元，利润总额2.82亿元，经营活动现金流净额4.49亿元。

### 三、运营环境

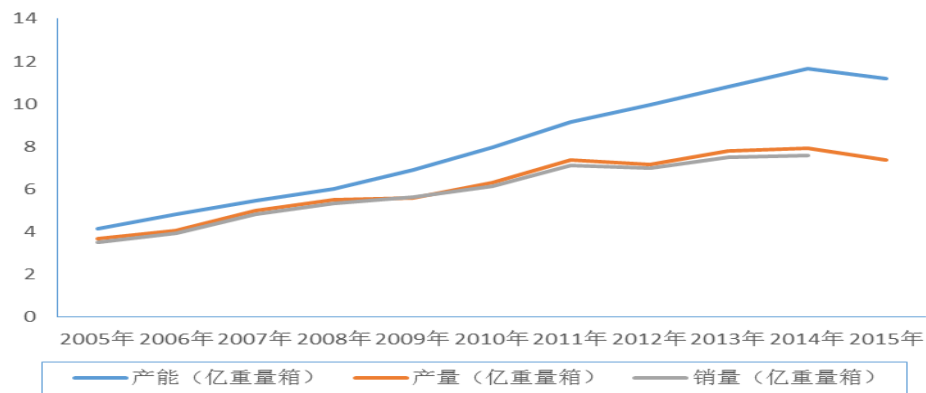
**受下游房地产市场回暖等因素影响，2015年下半年浮法玻璃价格有所回升，但行业产能过剩情况仍然较为严重，短期内仍面临较重的去产能压力**

平板玻璃下游主要为房地产、汽车等行业，其新建产能建设周期相对较长，行业产能的调整对下游市场需求的变化具有一定的滞后性。前几年，受经济持续增长及房地产快速发展的影响，平板玻璃行业固定资产投资持续维持在较高水平，平板玻璃产能由2005年的



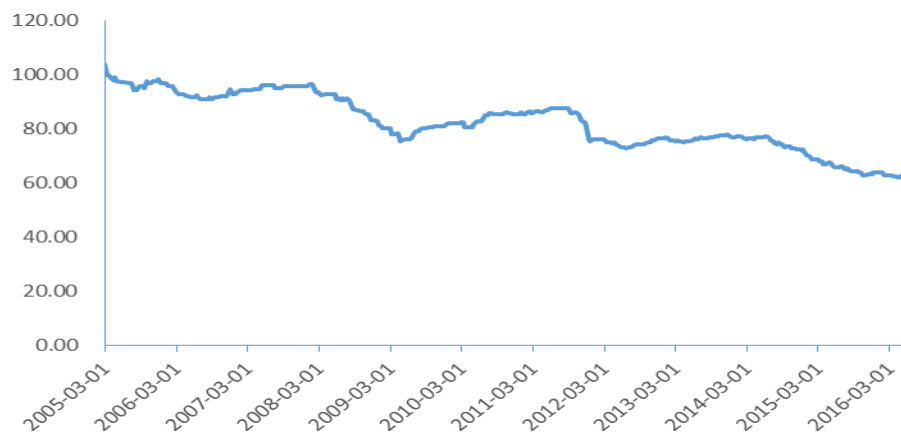
4.13亿重量箱增至2014年的11.67亿重量箱，复合增长率达12.23%，但同期平板玻璃的产销量复合增长率仅为8.97%。随着平板玻璃产能的快速增长，行业开工率持续下降，其中浮法玻璃生产线开工率由2005年3月1日的104%下降至2014年的底的70.92%，产能过剩较为严重。产能的严重过剩导致行业竞争日趋激烈，浮法玻璃现货平均价格持续下滑，同时叠加环保成本上升的影响，产品毛利率持续下降，部分企业面临较重的生存压力，其中民营玻璃巨头华鲁润玻璃产业股份有限公司于2015年10月破产倒闭。另外，自2009年起国务院就将玻璃行业定性为六大产能过剩行业之一，积极推动行业落后产能的淘汰。受益于部分企业的倒闭及落后产能的淘汰，2015年玻璃行业产能由2014年的11.67亿重量箱下降至11.21亿重量箱，行业产能有所下降。

图 1 2005-2015 年平板玻璃产能、产量与销量情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图 2 2005-2015 年浮法玻璃生产线开工率情况 (单位：%)

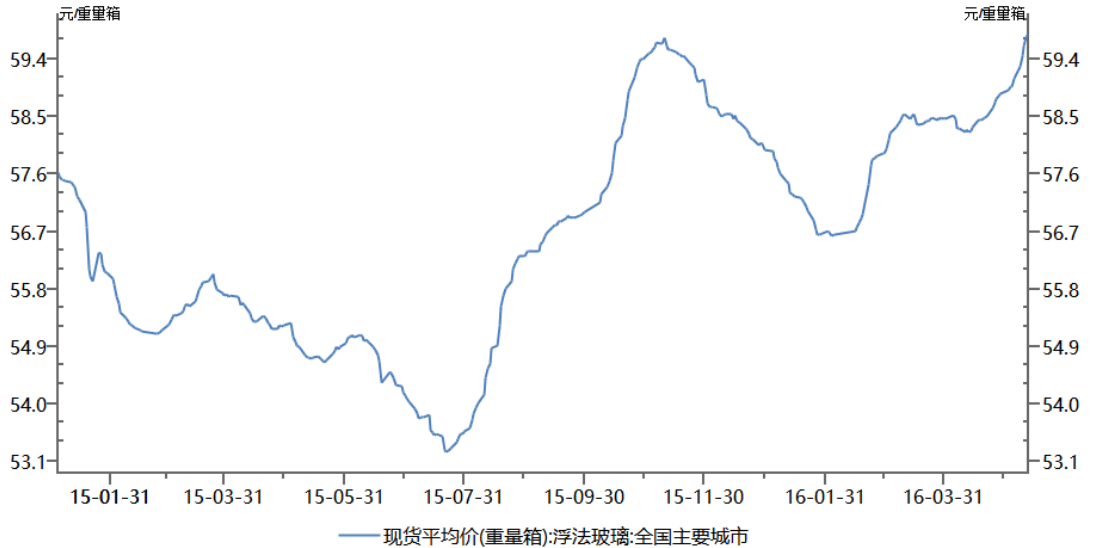


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2015年上半年，受宏观调控的影响，房地产市场较为低迷，平板玻璃市场价格持续下行，产量有所下降。2015年下半年，为刺激经济，房地产调控政策有所放松，且开始实施

较为宽松的货币政策，推动了房地产市场景气度的回暖，受此影响玻璃价格小幅回升，行业内企业生存压力有所缓解。但考虑到，目前行业产能过剩较为严重，行业内企业开工率严重不足，短期内行业仍面临较重的去产能压力。

图3 2015年以来国内重点城市浮法玻璃价格（单位：元/重量箱）



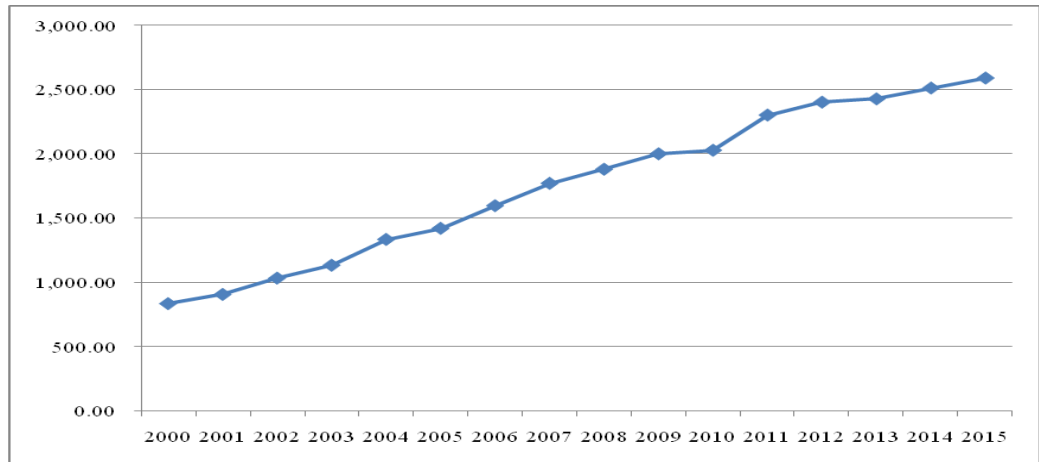
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

### 2015年纯碱及氯化铵行情均有所回暖，联碱法制碱企业经营压力有所缓解，但行业产能仍然过剩

作为最基础的化工原料，纯碱犹如工业的“粮食”，有着最基本的刚需，但其行情仍受供需关系的影响。从市场供给来看，在纯碱行业规划及环保压力下，未来行业的新增产能有限。根据中国纯碱工业协会公布的数据，2014年纯碱产能为3,100万吨/年，同期纯碱产量和表观消费量仅为2,514.70万吨和2,340.60万吨，产能依旧过剩。

2015年，下游玻璃产量小幅下降，但受洗涤剂、无机盐、氧化铝等需求增长驱动，国内对纯碱需求同比增长1.5%。同时受益于东南亚、东亚国家建筑和汽车工业的增长，2015年纯碱出口大幅增长，前11个月累计出口量达到196万吨，比上年同期的159万吨高出23.27%。随着出口及国内需求的增长，我国纯碱产量持续增长，2015年纯碱产量达到2,591.80万吨，同比增长3.1%。

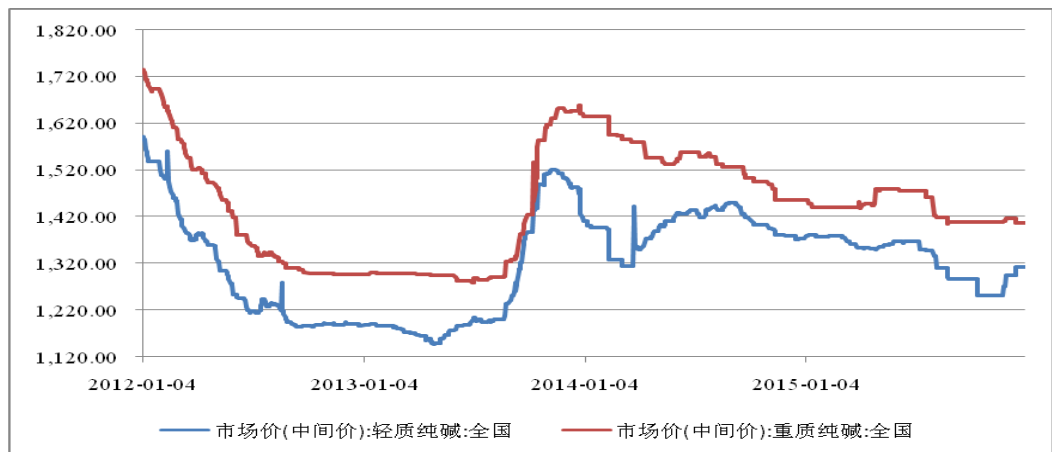
图 4 2000-2015 国内纯碱产量走势（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

从价格方面看，2015年纯碱价格先抑后扬。受下游需求低迷及产能过剩拖累，2015年10月份前纯碱价格下跌明显。由于前期纯碱价格大幅下跌及氯化铵价格于低位徘徊致使联碱企业纷纷关停，从而导致纯碱行业库存远低于正常水平，纯碱价格从2015年10月份开始回升。

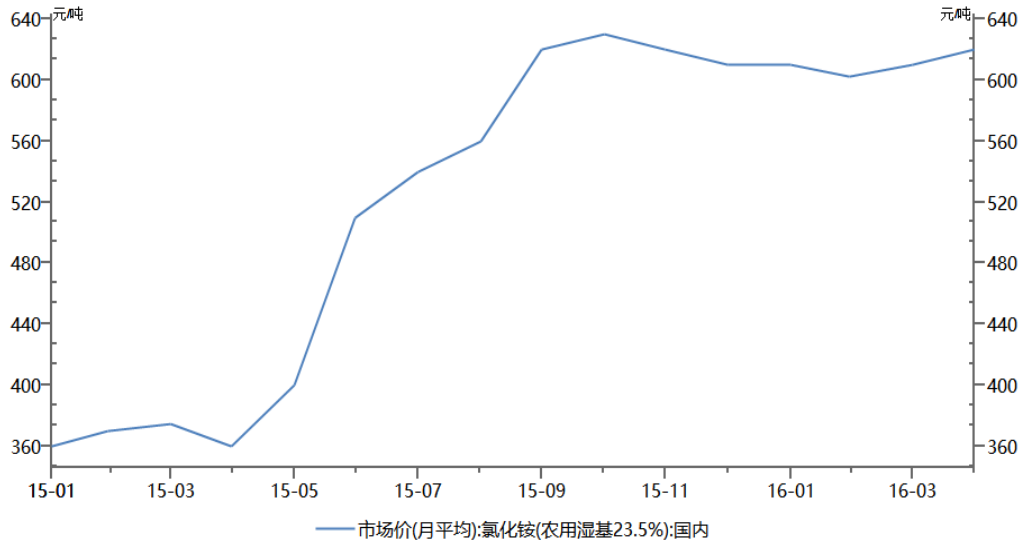
图 5 2012-2015 国内纯碱价格走势（单位：元 / 吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

前期，氯化铵及纯碱价格的持续下降使得联碱生产企业纷纷停产或减产，行业开工率较低，氯化铵货源供应偏紧，库存明显降低；同时在取消肥料用氯化铵淡旺季政策后，氯化铵出口量大幅增长，叠加备肥期氯化铵国内季节性需求增长的影响，2015年氯化铵市场价格大幅攀升。

图 6 2015 以来国内氯化铵价格走势（单位：元 / 吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

总体来看，前期产品价格的低迷导致联碱企业纷纷停工或减产，随着库存的消化，2015 年氯化铵及纯碱行情回暖且价格止跌回升，使得联碱法制碱企业经营压力有所缓解，但行业产能过剩格局仍然未有改善，后续联碱法制碱企业仍会面临一定的经营压力。

#### 草甘膦和双甘膦价格持续下跌，对业内企业盈利水平产生一定负面影响；环保核查及新环保法的实施将加快行业整合

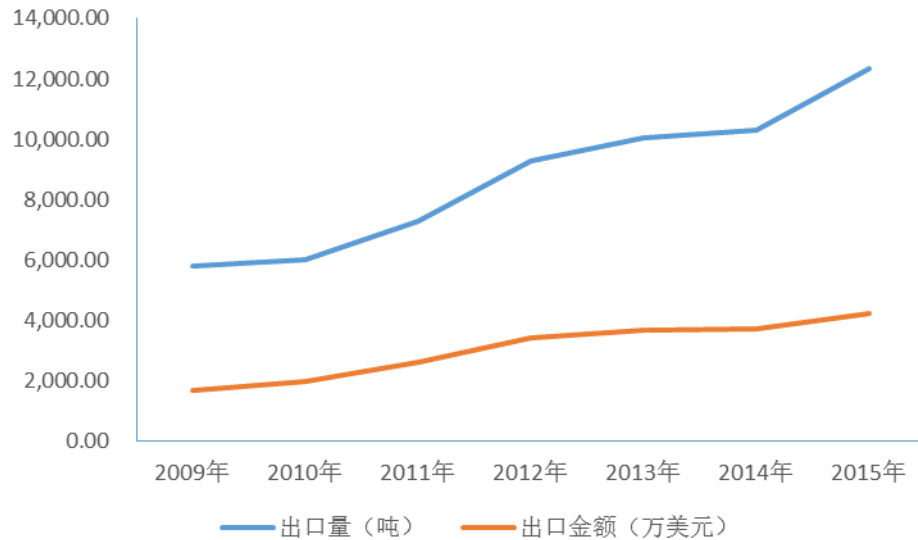
双甘膦是农药化工行业一种重要的中间体，主要用于生产高效、低毒、非选择性、无残留灭生性除草剂草甘膦。因此双甘膦行业除受行业自身供求关系影响外，与农药特别是草甘膦行业的景气度有密切关系。

草甘膦主要运用于转基因农作物，由于国内转基因农作物尚未推广，因此草甘膦国内需求较小，产品主要用于出口。近年随着全球转基因农作物种植面积的增加，草甘膦市场需求持续攀升，2015 年我国草甘膦出口数量及金额分别为 1.23 万吨和 4,214.44 万美元，同比分别增长 19.75% 和 12.84%。

由于前几年草甘膦行业利润率较高，大量企业蜂拥进入，导致近年来市场供给大幅增加，草甘膦及双甘膦价格持续下降，2015 年底草甘膦（95% 原药）1.86 万元/吨，较 2014 年底下降 20.09%。价格的下降对业内企业盈利水平产生一定的负面影响，但整体行业毛利率仍维持在相对较高水平。

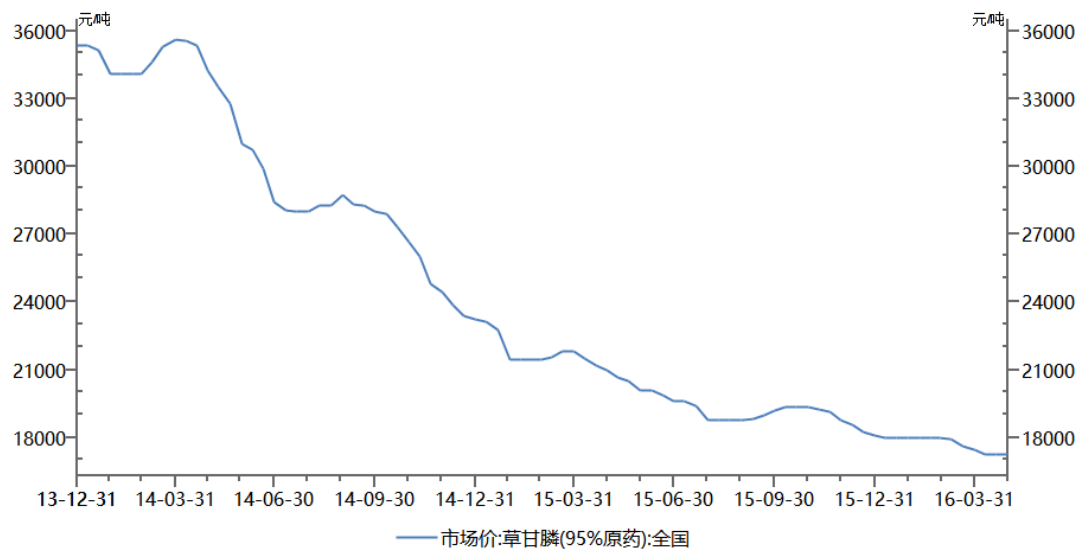


图 7 近年草甘膦原粉出口量及出口金额情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图 8 近年草甘膦价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2013年，我国环境保护部发布了《草甘膦（双甘膦）生产企业环保核查指南》，加强了对双甘膦、草甘膦生产企业的环保核算，新的环保法也于2015年1月1日实施，环保政策的趋严，有利于草甘膦（双甘膦）整个行业的产业整合，规模较小、缺乏资金和技术优势的企业，将面临环保不达标而逐步淘汰的风险，而具有规模、资金、技术和环保优势的草甘膦（双甘膦）生产企业优势将进一步体现，但该政策同时也将一定程度上可能使企业支

付更多的环保费用，成本压力增大。

## 四、经营与竞争

2015年公司收购S.T.K后新增农药业务收入，且随着玻璃及双甘膦新增产能的陆续释放，公司玻璃业务及双甘膦业务收入大幅增长。受上述两方面因素拉动，公司主营业务收入大幅提升。从毛利率方面来看，随着新增产能的释放，公司双甘膦业务规模效应有所体现，业务毛利率小幅提升，且新增农药业务毛利率相对较高，共同推动了公司主营业务毛利率的小幅攀升。2014-2015年公司主营业务收入及毛利率情况如下表所示。

**表 5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
联碱产品	127,781.33	15.55%	133,255.63	15.32%
双甘膦	96,998.53	30.58%	71,737.98	27.50%
玻璃	42,297.56	15.21%	4,281.48	18.21%
农药	9,398.36	28.35%	0.00	-
卤水	4,461.94	53.24%	6,683.27	53.28%
电商农产品	28.69	1.21%	0.00	-
其他（液氨、硫酸铵、亚氨基二乙腈）	2,738.40	52.02%	1,449.16	31.43%
<b>合计</b>	<b>283,704.82</b>	<b>22.00%</b>	<b>217,407.52</b>	<b>20.67%</b>

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

**2015年，公司联碱产能利用率小幅下降，且部分纯碱用于玻璃的生产，联碱业务收入有所下滑；短期内纯碱及氯化铵行业产能过剩状况仍难以改善，公司联碱业绩存在波动的可能性**

公司通过联碱法生产纯碱，联产氯化铵，氯化铵与纯碱产量大约为1:1。2015年公司联碱产品产能与2014年相比无变化，依然为80万双吨/年；生产模式亦未发生变化，仍为按生产计划进行生产。受生产线检修的影响，2015年公司纯碱及氯化铵产能利用率分别较2014年下降7.53个百分点和9.44个百分点；实际生产纯碱78.72万吨，生产氯化铵79.43万吨，分别同比下滑7.10%和8.68%。

**表 6 近两年公司联碱产品的产能、产量和产能利用率情况**

产品	项目	2015 年	2014 年
纯碱	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	78.72	84.74

	产能利用率	98.40%	105.93%
氯化铵	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	79.43	86.98
	产能利用率	99.29%	108.73%

资料来源：公司提供

销售方面，公司销售模式亦未发生变化。2015年公司玻璃新增产能较大，内部消化的纯碱产量大幅增加，同时受下游需求不畅及纯碱市场价格下行的影响，公司纯碱产品销量及销售均价均有所下降。2015年公司纯碱对外销售64.44万吨，同比下降33.05%；销售均价为1,190.57元/吨，较2014年下降53元/吨。受下游需求不振的影响，公司纯碱产品产销率有所下降，纯碱库存增加。

受下游库存减少的影响，2015年下半年氯化铵市场需求放量增长，市场价格触底反弹。2015年公司氯化铵销量及销售均价均大幅提高，全年销售氯化铵108.44万吨，远大于同期产量，消化了部分库存；全年平均销售价格为471元/吨，同比增长14.33%。氯化铵销售价格的上涨，在一定程度上有助于提升公司纯碱业务的毛利率水平。

整体来看，2015年公司纯碱产品销量大幅下滑，纯碱销售收入大幅下降，但受氯化铵量价齐升的支撑，公司联碱业务收入仅下滑4.11%。

**表 7 近两年公司联碱产品的销售情况**

产品	项目	2015 年	2014 年
纯碱	销量（万吨）	64.44	96.30
	均价（元/吨）	1,190.57	1,242.30
	产销率	92.70%	113.64%
	自用量（万吨）	8.54	1.36
氯化铵	销量（万吨）	108.44	33.04
	均价（元/吨）	470.90	411.89
	产销率	136.53%	37.99%

注：计算纯碱的产销率时销量包含了自用量。

资料来源：公司提供

公司联碱产品主要以外购天然气和工业盐作为原材料，2015年公司联碱产品原材料成本约占生产成本的40.62%，占比较2014年下降4.46个百分点，主要为原材料采购价格下降所致。2015年公司天然气平均采购价格小幅下降，为1.75元/立方米，较2013年下降0.03元/立方米；工业盐平均采购价格大幅下降，为200.44元/吨，同比下降20.41%。2015年公司电力和燃料煤对外采购价格基本与2014年相持平，燃料和动力成本占生产成本的比例变动不大。原材料采购成本的下降，在一定程度上压低了联碱产品的生产成本，提升了公司联碱产品的盈利空间。

**表 8 近两年公司联碱产品主要原材料采购价格（不含税）**

原材料	2015 年	2014 年
天然气（元/立方米）	1.75	1.78
工业盐（元/吨）	200.44	251.86
电力（元/度）	0.45	0.42
燃料煤（元/吨）	271.04	271.04

资料来源：公司提供

总体来看，2015年公司联碱产能利用率小幅下降，且部分纯碱用于玻璃的生产，纯碱业务销售收入大幅下滑，但受氯化铵量价齐升的支撑，公司联碱业务收入下降幅度不大，同时受益于原材料采购成本的降低及氯化铵价格的增长，公司联碱业务毛利率小幅提升。短期来看，国内纯碱及氯化铵行业仍难以扭转产能过剩的局面，氯化铵量价齐升的局面难以长期持续，预计公司联碱业务经营业绩明显提升的可能性较小，需持续关注行业产能过剩对公司业绩的影响。

**2015年，随着新增产能的释放，公司双甘磷产销量均有所增长，且毛利率小幅提升，带动了公司收入及利润的增长；未来随着草甘磷生产线的投产，公司收入及利润规模有望进一步提升**

公司于2014年收购的乐山和邦农业科技有限公司（以下简称“和邦农科”）主要生产双甘磷，目前拥有双甘磷产能13.50万吨/年（两条生产线组成，每条产能6.75万吨），其中1号和2号生产线已分别于2014年1月及2014年10月正式投产。2015年双甘磷2号线产能按全年计算，产能较2014年增长59.95%。受益于产能增长及下游需求的持续攀升，公司双甘磷产量小幅提升，2015年双甘磷产量合计9.88万吨，同比增长20.05%。但受新增产能规模较大的影响，产能利用率有所下降，2015年双甘磷产能利用率为73.18%，同比下降24.36个百分点。

**表 9 近两年公司双甘磷产品的产销情况**

项目	2015 年	2014 年
当年实际投产产能（万吨）	13.50	8.44
产量（万吨）	9.88	8.23
产能利用率	73.18%	97.54%
销量（万吨）	9.05	7.27
均价（元/吨）	10,713.70	12,963.27
产销率	91.60%	88.34%

资料来源：公司提供

由于目前国内对草甘磷和双甘磷的需求较少，公司双甘磷产品主要出口销售，采取直销的方式销售产品。2015年公司双甘磷对外销售9.05万吨，同比增长24.48%，产销率为



91.60%，为公司贡献收入96,998.53万元。受下游草甘膦价格持续走低影响，双甘膦价格亦不断下跌，2015年公司双甘膦销售均价为10,713.70万元，同比下降17.35%。

双甘膦的原材料主要包括亚氨基二乙腈、黄磷、液碱、液氯等，占产品单位成本的比重约分别为42.49%、21.66%、7.35%、6.35%，其中亚氨基二乙腈由公司自产，黄磷及其他原材料主要外购。受益于规模效应的体现及燃料动力采购成本的下降，公司双甘膦业务毛利率有所提升，2015年全年毛利率达到30.58%，贡献毛利29,659.98万元，成为公司利润的主要来源。

为进一步延伸产业链，提升盈利空间，公司投资在建1条5万吨草甘膦生产线，该项目计划总投资5.01亿元，截至2015年底已完成投资4.97亿元。公司生产1吨草甘膦约需消耗1.45吨双甘膦，草甘膦达产后每年约消耗7.25万吨双甘膦，有利于延伸公司产业链，提升盈利空间。

总体来看，随着产能的增加，公司双甘膦产销量均有所提升，收入及利润亦有不同程度的增长，未来随着新建草甘膦生产线的投产，公司该业务板块收入及利润规模有望进一步攀升。

**2015年，受益于新增产能的释放，公司玻璃业务收入及利润均大幅增长，但受产能过剩的影响，市场销售价格有所下降，玻璃业务毛利率有所下滑**

公司下属四川武骏特种玻璃制品有限公司（以下简称“武骏玻璃”）主要从事平板玻璃的生产和销售，拥有两条浮法玻璃生产线，1号线产能550吨/日，2号线产能700吨/日，其中1号线于2014年11月正式投产；2号生产线于2015年7月开始投产，实际投产产能增长至32.96万吨/年。受新增产能及产能陆续释放的影响，公司玻璃产量亦大幅增加，2015年公司实际生产玻璃36.97万吨。

公司玻璃产品下游包括广告行业、会展行业、高端物业、汽车行业、基础建材行业。由于玻璃销售半径约300公里，在公司玻璃销售半径内规模较大的厂商较少，区位优势明显，且产品质量较好，公司玻璃产品区域竞争力较强。随着新增产能的释放，公司玻璃产销量亦随之大幅提高，2015年公司对外销售玻璃原片35.07万吨，实现销售收入37,546.41万元；加工玻璃制品68.93万平方米，对外销售66.77万平方米，实现销售收入4,751.15万元，两者合计贡献毛利6,432.99万元。

受行业产能过剩的影响，近年玻璃价格持续下滑，2015年公司玻璃销售均价为1,070.65元/吨，同比下降11.79%，受此影响公司玻璃业务毛利率有所下滑。

**表 10 2014 年公司玻璃原片产品的产能、产量和产能利用率情况**

项目	2015 年	2014 年
当年实际投产产能（万吨）	32.96	3.36
产量（万吨）	36.97	3.65
产能利用率	112.17%	108.49%
销量（万吨）	35.07	3.52
均价（元/吨）	1,070.65	1,213.71
产销率	92.51%	96.70%
实现收入（万元）	37,546.41	4,281.48

资料来源：公司提供

总体来看，随着公司新增产能的陆续释放，玻璃业务收入与及利润均大幅增长，但受行业产能过剩的影响，玻璃市场销售价格下滑，业务毛利率有所下降。

**2015年公司收购S.T.K、设立和邦电子商务，投资建设蛋氨酸项目，并计划投资PAN基高性能碳纤维项目，向农药、农业电商、蛋氨酸及碳纤维等领域拓展，有助于进一步分散业务风险、带动公司营业收入及利润规模的提升，且实施增发在一定程度上提升了公司的资本实力，增强了公司的抗风险能力**

2015年10月公司完成对S.T.K股权的收购，该次收购合计支付价款56,680万元，收购完成后公司获得S.T.K51%股权及多数董事会席位。S.T.K为一家生产生物农药和生物兽药的以色列公司，其产品广泛用于有机农产品、绿色农产品的种植以及水产品的养殖和运输，已获20多个国家的认证，并在全球18个国家设立了全资子公司，在35个国家建立销售网络。购买日至2015年末，S.T.K实现销售收入9,442.59万元，实现净利润-231.32万元。公司收购S.T.K后有望推动营业收入的大幅增长，但短期内能否为公司贡献利润尚存在不确定性。

2015年公司设立和邦电子商务，从事农业服务、农资及农产品等的销售，旨在为农业生产者提供农资产品的同时，帮助农业生产者销售农产品。2015年公司实现电商农产品业务收入28.69万元，目前公司电商业务仍处于前期推广阶段，且电商行业竞争较为激烈，短期内能否为公司贡献利润存在不确定性。

2015年5月，经股东会批准和中国证监会核准，公司实施非公开发行股票，净募集资金合计136,651.30万元，用于蛋氨酸项目及补充流动资金。蛋氨酸可作为医药中间体、食品添加剂和动物饲料添加剂等，目前国内市场需求主要依赖进口解决，市场空间广阔。

另外，2016年3月中国证监会审核通过了公司非公开发行股票事项，公司拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过393,101万元，用于3,000吨PAN基高性能碳纤维项目的投资和偿还银行贷款，该募投项目产品主要为碳纤维，可广泛用于航空航天、汽车、新能源、体育器材等产品领域，目前国内需求主要依赖进口，具有较好的市场前景。

截至2015年底，除蛋氨酸及3,000吨PAN基高性能碳纤维项目外，公司主要投资项目还有6改9项目、磷矿开发项目、草甘膦项目等，其中6改9项目属于联碱生产线的技改项目，投产后公司联碱产能将提升至110万吨/年，在目前氯化铵行业产能过剩的背景下，公司6改9项目存在一定的产能消化风险；草甘膦项目为双甘膦的下游产业，建成后将利用双甘膦为中间体生产草甘膦，实现产业链的延伸；磷矿开发项目原本计划为双甘膦生产提供原材料，但由于目前黄磷市场价格较低，为减缓资金压力，公司暂缓对该项目的投资。

**表 11 截至 2015 年底公司主要在建、拟建项目明细（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	计划完工日期	资金来源
6改9项目	90,460.00	77,623.72	2016年三季度	自筹
磷矿开发项目	152,713.34	52,960.99	暂无计划	自筹
武骏玻璃项目	118,384.00	113,340.84	2016年12月	首次发行股票募投项目
双甘膦项目	170,000.00	174,539.00	2016年二季度	自筹
草甘膦项目	50,100.00	49,979.76	2016年二季度	自筹
蛋氨酸项目	129,570.00	92,383.41	2017年	非公开发行股票
3,000吨PAN基高性能碳纤维项目	243,101.00	275.13	-	非公开发行股票
<b>合计</b>	<b>954,328.34</b>	<b>561,102.85</b>	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司通过收购S.T.K、设立和邦电子商务，投资建设蛋氨酸项目，并计划投资PAN基高性能碳纤维项目，向农药、农业电商、蛋氨酸及碳纤维等领域拓展，有助于进一步分散业务风险、带动公司营业收入及利润规模的提升，且实施增发在一定程度上提升了公司的资本实力，增强了公司的抗风险能力。但我们也关注到，公司扩张速度较快，公司管理能否跟上存在一定的不确定性，且剔除非公开发行的募投项目外，自筹项目投资规模亦相对较大，后续随着磷矿开发等项目的推进，公司可能会面临一定的资金压力。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告及未经审计的2016年1季度财务报表。公司财务报表均采用新会计准则编制。2015年，纳入合并范围的子公司新增三家、减少一家，明细见表4。

### 资产结构与质量

2015年，公司实施非公开发行股票，推动资产规模大幅增长，但资产主要为固定资产、在建工程及商誉等，流动性一般

2015年公司非公开发行股票，资产规模大幅增长。截至2016年3月底，公司总资产规模达1,130,562.51万元，较2014年末增长23.80%。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2016年3月底非流动资产占比为79.95%。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51,876.06	4.59%	56,854.69	5.08%	14,617.86	1.60%
应收账款	63,727.73	5.64%	62,764.14	5.61%	46,689.63	5.11%
存货	77,995.16	6.90%	82,057.63	7.33%	90,190.54	9.88%
<b>流动资产合计</b>	<b>226,625.32</b>	<b>20.05%</b>	<b>234,427.15</b>	<b>20.94%</b>	<b>178,433.45</b>	<b>19.54%</b>
固定资产	332,999.10	29.45%	340,362.86	30.40%	289,801.58	31.73%
在建工程	192,024.64	16.98%	167,462.31	14.96%	167,206.07	18.31%
无形资产	97,279.23	8.60%	96,557.61	8.62%	88,285.94	9.67%
商誉	152,237.92	13.47%	152,237.92	13.60%	126,318.51	13.83%
其他非流动资产	95,786.88	8.47%	95,705.16	8.55%	35,215.49	3.86%
<b>非流动资产合计</b>	<b>903,937.19</b>	<b>79.95%</b>	<b>885,316.77</b>	<b>79.06%</b>	<b>734,785.36</b>	<b>80.46%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,130,562.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,119,743.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>913,218.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

2015年公司非公开发行股票净募集资金136,651.30万元，用于蛋氨酸项目的建设及补充流动资金，受此影响公司货币资金大幅增长。截至2015年底，公司货币资金为56,854.69万元，同比增长288.94%，货币资金主要为银行存款，无使用受限资金。2015年氯化铵市场需求回暖，且随着双甘膦、玻璃新增产能的释放，公司营业收入大幅增长，应收账款规模亦相应有所提高。2015年底公司应收账款为62,764.14万元，一年以内的应收账款占比为76.98%，前五大应收对象合计占应收账款期末余额的48.29%，集中度相对较高。受益于氯化铵市场回暖，公司氯化铵库存大幅减少，公司存货规模相应小幅回落，2015年底公司存货规模为82,057.63万元，其中库存商品为65,709.14万元，占存货账面价值的80.08%，主要为纯碱、氯化铵等产品库存。

截至2015年末，公司固定资产为340,362.86万元，同比增长17.45%，主要为武骏玻璃2号生产线等转入固定资产所致。随着6改9项目、草甘膦项目的投入，公司在建工程有所提升，2015年底公司在建工程为167,462.31万元，主要为6改9项目、草甘膦项目、蛋氨酸项目等，后续随着该部分项目的陆续投产，有望推动公司收入的增长。2015年公司溢价收购



S.T.K，增加商誉25,919.41万元；预付蛋氨酸项目设备等款项增加，使得公司非流动资产大幅增长。2015年末，公司无形资产为96,557.61万元，与2014年相比变动不大，仍主要为土地使用权、盐卤采矿权和磷矿采矿权等。截至2015年底，公司固定资产及无形资产中抵押资产账面价值分别为238,563.78万元和31,514.55万元，两者合计占公司资产总额的24.12%。

总体来看，非公开发行股票推动公司资产规模大幅增长，但资产主要为固定资产、在建工程及商誉等，流动性一般。

### 资产运营效率

**2015年，公司营运资金周转效率有所提升，但受在建产能投入增加的影响，总资产运营效率下滑**

2015年，随着氯化铵等市场需求的回暖，公司库存有所回落，存货周转天数有所缩短；受益于双甘膦、玻璃产能的逐步释放，公司营业收入持续快速增长，应收账款规模亦相应不断增长，应收账款周转天数小幅延长；同时近年公司在建项目较多，工程竣工但暂未决算款项不断增加，应付账款规模持续攀升，应付账款周转天数略微延长。整体来看，2015年随着公司收入的增长，虽然应收账款占款增加，但库存占款减少，且对在建项目施工方占款有所提高，公司净营业周期大幅回落，营运资金周转效率有所提升。

近年公司扩张较快，蛋氨酸项目、草甘膦项目、6改9项目、磷矿开发项目仍在建设期，暂未产生相应收入，受此影响公司总资产周转天数小幅增加，总资产运营效率有所下滑。

**表 13 公司资产运营效率指标**

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	68.82	63.22
存货周转天数	138.73	151.13
应付账款周转天数	127.82	111.11
净营业周期（天）	79.73	103.25
总资产周转天数	1,278.31	1,212.43

资料来源：公司 2014 年、2015 年审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

**2015年，随着双甘膦及玻璃新增产能的释放，公司营业收入大幅提升，且盈利能力有所增强**

受双甘膦、玻璃新增产能的释放及并购S.T.K的影响，公司营业收入大幅增长，2015

年公司实现营业收入286,264.41万元，同比增长30.97%。近年公司扩张较快，在投项目包括提升联碱产能的6改9项目、产业链延伸的草甘膦项目及磷矿开发项目、蛋氨酸项目及3,000吨PAN基高性能碳纤维项目，未来随着该部分在建项目的陆续投产，公司业务将更加多元化，且有望带动公司营业收入的持续增长。

受新增农药毛利率较高及双甘膦业务毛利率小幅提升的影响，2015年公司综合毛利率同比增长0.96个百分点。同时受益于玻璃、双甘膦新增产能的释放，营业收入大幅增长，公司管理费用虽有所提高但增幅不大，期间费用率小幅下降。受以上两方面因素的影响，公司实际盈利能力有所提升，2015年实现归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润为18,145.20万元，同比增长385.40%。2015年公司实现营业利润21,874.83万元，较2014年同比大幅减少，主要原因为2014年公司合并和邦农科溢价较高，公司原持有的其49%股权按公允价值重新计量产生的利得较大所致。

2015年，公司收到泸州市市级财政国库支付中心拨付的武骏玻璃税收优惠补助6,200万元，受此影响营业外收入大幅提高，进一步增厚了公司的利润规模。

总体来看，随着双甘膦及玻璃新增产能的释放，公司营业收入大幅提升，且受益于新增农药业务毛利较高及双甘膦业务规模效应的体现，公司实际盈利能力有提高。公司在建项目较多，未来随着该部分在建项目的陆续完工投产，有望推动公司营业收入的持续增长。

**表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
营业收入	286,264.41	218,569.86
投资收益	4,447.23	66,312.50
营业利润	21,874.83	67,872.66
营业外收入	6,386.31	71.27
利润总额	28,227.39	67,943.92
净利润	23,873.24	67,176.30
综合毛利率	21.93%	20.97%
期间费用率	14.08%	15.62%
总资产回报率	3.96%	11.05%

资料来源：公司2015年审计报告，鹏元整理

## 现金流

2015年，公司经营活动现金流进一步改善，但后续随着磷矿开发等项目的推进，公司将面临一定的资金压力

2015年，公司营业收入大幅增长，且综合毛利率微升、期间费用率微降，实际盈利能力相应有所提升，公司FFO较2014年有所增长。虽然公司2015年运营资本运营效率有所增强，但受营业收入大幅增长的影响，公司营运资本投入亦相应有所增加，但增加幅度不大。受益于FFO的增长，公司经营现金净流入规模增加，2015年公司经营活动产生的现金净流入44,919.74万元，较2014年增加24,452.30万元。

近年，公司扩张较快，蛋氨酸项目、草甘膦项目、武骏玻璃等项目投入较大，同时收购S.T.K股权支出较大，公司投资活动资金支出规模较大，2015年公司投资活动现金净流出125,366.56万元。

截至2015年底，公司在建项目总投资达954,328.34万元，剔除公司非公开发行股票的募投项目3,000吨PAN基高性能碳纤维项目及蛋氨酸项目投资，磷矿开发等自筹项目未来仍需投入资金规模为117,752.03万元，仍面临一定的资金压力。

为匹配在建项目投入，2015年公司非公开发行股票净募集资金136,651.30万元，同时有息债务规模净增29,992.75万元，筹资活动现金净流入合计122,662.76万元。2016年3月中国证监会审核通过了公司非公开发行股票事项，公司拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过393,101万元，用于3,000吨PAN基高性能碳纤维项目的投资和偿还银行贷款，若本次非公开发行能顺利实施，将大幅减轻公司项目投资压力。

**表 15 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
净利润	23,873.24	67,176.30
<b>FFO</b>	<b>65,327.04</b>	<b>48,014.63</b>
营运资本变化	-20,407.30	-27,547.18
其中：存货减少（减：增加）	12,591.12	-35,343.49
经营性应收项目的减少（减：增加）	-22,548.62	-14,344.80
经营性应付项目的增加（减：减少）	-10,449.80	22,141.11
经营活动产生的现金流量净额	44,919.74	20,467.44
投资活动产生的现金流量净额	-125,366.56	-61,217.73
筹资活动产生的现金流量净额	122,662.76	26,165.86
现金及现金等价物净增加额	42,906.90	-14,537.03

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，且主要为短期债务，短期偿债压力较大，未来非公开发行股票如能顺利实施，有利于缓解公司债务压力

2015年公司非公开发行股票成功实施，所有者权益大幅增长，但负债总额变动不大，公司产权比率有所下降，权益对债务的覆盖程度相应提高。

**表 16 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
负债总额	467,184.91	461,505.39	438,009.38
所有者权益	663,377.59	658,238.53	475,209.43
产权比率	70.43%	70.11%	92.17%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

2016年3月末公司负债总额和有息债务规模较2014年末均小幅增长，分别为467,184.91万元和350,853.81万元，有息债务规模相对较大。从负债结构来看，2016年3月底，公司流动负债占比小幅升至82.36%，短期有息负债为271,428.20万元，占有息债务比例为77.36%，短期有息负债规模较大，面临较大的偿债压力。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款占比最高。近年，受业务规模扩张及在建项目较多的影响，公司短期借款增加幅度较大，2016年3月末公司短期借款为250,800万元，较2014年末增长59.75%。公司应付账款主要为应付货款、设备款和工程款，近年变动不大；预收款项主要为预收货款等，2016年3月底预收款项大幅增加，主要为氯化铵市场行情较好，客户预付款项增加所致。

**表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	250,800.00	53.68%	255,800.00	55.43%	157,000.00	35.84%
应付账款	75,599.97	16.18%	78,552.14	17.02%	80,153.11	18.30%
预收款项	23,096.90	4.94%	10,287.26	2.23%	5,547.09	1.27%
一年内到期的非流动负债	20,628.20	4.42%	15,128.20	3.28%	70,128.20	16.01%
<b>流动负债合计</b>	<b>384,770.92</b>	<b>82.36%</b>	<b>372,073.34</b>	<b>80.62%</b>	<b>335,091.19</b>	<b>76.50%</b>
长期借款	0.00	0.00%	7,000.00	1.52%	21,000.00	4.79%
应付债券	79,425.61	17.00%	79,375.45	17.20%	79,182.70	18.08%
<b>非流动负债合计</b>	<b>82,413.99</b>	<b>17.64%</b>	<b>89,432.05</b>	<b>19.38%</b>	<b>102,918.19</b>	<b>23.50%</b>
<b>负债合计</b>	<b>467,184.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>461,505.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>438,009.38</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	350,853.81	75.10%	357,303.65	77.42%	327,310.90	74.73%

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，受益于非公开发行股票的实施，公司所有者权益大幅增加，资产负债率、流动比率及速动比率均有所改善。2015年，受投资收益等非经常性损益规模下

降的影响，公司EBITDA相应下滑，EBITDA利息保障倍数有所下降。公司目前正在筹划的非公开发行股票事项，拟募集资金不超过393,101万元，其中150,000万元拟用于偿还银行借款，本次非公开发行股票如能顺利实施，可在一定程度上缓解公司债务压力。

**表 18 公司偿债能力指标**

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	41.32%	41.22%	47.96%
流动比率	0.59	0.63	0.53
速动比率	0.39	0.41	0.26
EBITDA（万元）	-	72,535.92	108,191.69
EBITDA 利息保障倍数	-	3.76	5.02
有息债务/EBITDA	-	4.93	3.03

资料来源：公司 2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

## 六、或有事项分析

截至2015年底，公司对外担保金额为5,300万元，被担保方未提供反担保措施，存在一定的或有负债风险。

**表 19 截至 2015 年底公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保企业名称	担保金额	担保期限	担保类型	是否有反担保
四川顺城盐品股份有限公司	5,300	2015/6-2016/6	保证担保	否

资料来源：公司提供，鹏元整理

## 七、评级结论

2015年，公司玻璃及双甘膦产能大幅增长，且随着新增产能的逐步释放，公司玻璃及双甘膦业务收入均大幅增长；收购S.T.K，新增农药业务，进一步推动公司营业收入及盈利能力的提升；同时公司投资项目较多，涉及行业范围较广，有助于进一步分散业务风险，并有望带动公司营业收入规模的持续提升；另外，非公开发行股票的顺利实施，大幅提升了公司的资本实力，且目前公司正在筹划3,000吨PAN基高性能碳纤维项目的非公开发行股票事项，若本次非公开事项能顺利实施，将进一步提升公司资本实力，增强公司债务能力。

同时我们也关注到，联碱、玻璃行业产能过剩，给公司带来一定的经营压力；且公司主要在建项目投资资金压力较大、短期有息债务偿债压力较大等风险因素。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，维持13和邦01和13和邦02债券信用等级为AA。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	51,876.06	56,854.69	14,617.86	30,890.43
应收票据	14,790.24	12,004.82	7,593.75	44,524.17
应收账款	63,727.73	62,764.14	46,689.63	30,081.01
预付款项	8,179.83	11,915.84	11,909.27	6,952.14
其他应收款	249.76	141.28	152.33	174.70
应收股利	0.00	0.00	0.00	2,352.00
存货	77,995.16	82,057.63	90,190.54	54,847.05
其他流动资产	9,806.54	8,688.75	7,280.07	744.32
<b>流动资产合计</b>	<b>226,625.32</b>	<b>234,427.15</b>	<b>178,433.45</b>	<b>170,565.81</b>
可供出售金融资产	8,002.42	8,002.42	8,002.42	8,002.42
长期股权投资	18,888.78	17,940.83	13,988.15	27,077.41
固定资产	332,999.10	340,362.86	289,801.58	145,515.39
在建工程	192,024.64	167,462.31	167,206.07	69,581.27
工程物资	618.77	941.65	1,097.68	12,476.55
无形资产	97,279.23	96,557.61	88,285.94	79,253.34
开发支出	415.31	250.17	0.00	0.00
商誉	152,237.92	152,237.92	126,318.51	0.00
递延所得税资产	5,684.14	5,855.84	4,869.54	2,896.20
其他非流动资产	95,786.88	95,705.16	35,215.49	43,638.75
<b>非流动资产合计</b>	<b>903,937.19</b>	<b>885,316.77</b>	<b>734,785.36</b>	<b>388,441.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,130,562.51</b>	<b>1,119,743.92</b>	<b>913,218.81</b>	<b>559,007.14</b>
短期借款	250,800.00	255,800.00	157,000.00	65,500.00
应付账款	75,599.97	78,552.14	80,153.11	26,476.03
预收款项	23,096.90	10,287.26	5,547.09	3,457.52
应付职工薪酬	2,514.72	3,452.18	3,888.28	1,443.83
应交税费	5,869.71	5,057.14	2,311.66	453.52
应付利息	3,996.94	2,188.89	2,249.71	1,846.23
其他应付款	2,264.48	1,607.53	13,813.14	1,238.31
一年内到期的非流动负债	20,628.20	15,128.20	70,128.20	49,000.00
<b>流动负债合计</b>	<b>384,770.92</b>	<b>372,073.34</b>	<b>335,091.19</b>	<b>149,415.45</b>
长期借款	0.00	7,000.00	21,000.00	41,000.00
应付债券	79,425.61	79,375.45	79,182.70	39,499.41
预计负债	0.00	0.00	57.29	0.00
递延收益	2,716.35	2,774.24	2,355.67	0.00



递延所得税负债	272.03	282.37	322.53	75.09
<b>非流动负债合计</b>	<b>82,413.99</b>	<b>89,432.05</b>	<b>102,918.19</b>	<b>80,574.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>467,184.91</b>	<b>461,505.39</b>	<b>438,009.38</b>	<b>229,989.94</b>
股本	331,223.86	331,223.86	101,109.49	45,000.00
资本公积	105,972.49	105,814.77	199,277.84	174,724.61
其他综合收益	-265.17	11.14	0.00	0.00
专项储备	724.97	500.61	494.52	119.11
盈余公积	12,914.27	12,914.27	12,279.46	12,279.46
未分配利润	183,682.32	178,322.24	162,048.12	96,894.01
归属于母公司所有者权益合计	634,252.74	628,786.88	475,209.43	329,017.20
<b>少数股东权益</b>	<b>29,124.86</b>	<b>29,451.65</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
所有者权益合计	663,377.59	658,238.53	475,209.43	329,017.20
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,130,562.51</b>	<b>1,119,743.92</b>	<b>913,218.81</b>	<b>559,007.14</b>

资料来源：公司 2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
<b>一、营业总收入</b>	<b>66,848.37</b>	<b>286,264.41</b>	<b>218,569.86</b>	<b>160,266.40</b>
其中：营业收入	66,848.37	286,264.41	218,569.86	160,266.40
<b>二、营业总成本</b>	<b>62,326.39</b>	<b>268,836.82</b>	<b>217,009.70</b>	<b>156,406.32</b>
其中：营业成本	51,369.23	223,489.07	172,738.22	129,546.99
营业税金及附加	762.91	2,364.30	1,907.62	2,194.75
销售费用	4,838.10	14,681.86	10,127.55	8,155.69
管理费用	4,030.56	13,284.38	10,275.17	8,564.22
财务费用	2,422.69	12,335.68	13,730.95	7,138.85
资产减值损失	-1,097.11	2,681.53	8,230.19	805.82
投资收益（损失以“-”号填列）	947.95	4,447.23	66,312.50	3,173.44
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	947.95	3,952.68	2,934.96	2,612.04
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>5,469.94</b>	<b>21,874.83</b>	<b>67,872.66</b>	<b>7,033.52</b>
加：营业外收入	796.42	6,386.31	71.27	15.08
其中：非流动资产处置利得	0.00	17.86	0.00	0.00
减：营业外支出	1.76	33.75	0.00	0.00
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.61	0.00	0.00
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>6,264.59</b>	<b>28,227.39</b>	<b>67,943.92</b>	<b>7,048.60</b>
减：所得税费用	1,117.37	4,354.15	767.62	605.69
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>5,147.23</b>	<b>23,873.24</b>	<b>67,176.30</b>	<b>6,442.91</b>

资料来源：公司 2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	59,756.10	273,815.55	166,057.22	105,513.20
收到的税费返还	148.15	275.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,122.51	6,349.08	107.92	1,154.68
经营活动现金流入小计	61,026.76	280,439.63	166,165.14	106,667.88
购买商品、接受劳务支付的现金	37,276.26	178,925.56	113,197.47	118,501.38
支付给职工以及为职工支付的现金	6,173.70	19,673.75	11,230.57	10,652.39
支付的各项税费	4,076.98	15,888.83	8,574.34	7,091.61
支付其他与经营活动有关的现金	2,097.08	21,031.76	12,695.33	11,170.30
经营活动现金流出小计	49,624.03	235,519.89	145,697.70	147,415.69
经营活动产生的现金流量净额	11,402.73	44,919.74	20,467.44	-40,747.80
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-	-
收回投资收到的现金	0.00	12,000.00	0.00	100,440.45
取得投资收益收到的现金	0.00	12,794.55	2,748.75	120.95
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.45	0.20	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	6,200.00	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	24,795.00	8,948.95	100,561.40
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,656.54	113,047.43	71,676.87	59,853.45
投资支付的现金	0.00	12,000.00	0.00	105,002.42
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	18,914.14	-1,510.20	25,591.36
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	6,200.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	6,656.54	150,161.56	70,166.68	190,447.22
投资活动产生的现金流量净额	-6,656.54	-125,366.56	-61,217.73	-89,885.82
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>	-	-	-	-
吸收投资收到的现金	0.00	136,778.60	0.00	0.00
取得借款收到的现金	74,000.00	413,100.00	178,300.00	85,500.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	39,600.00	39,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	670.07	7,068.66	493.57
筹资活动现金流入小计	74,000.00	550,548.67	224,968.66	125,493.57
偿还债务支付的现金	80,500.00	383,300.00	176,300.00	70,800.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,889.15	37,872.84	21,496.11	27,376.57
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	6,713.06	1,006.70	3,374.61

筹资活动现金流出小计	83,389.15	427,885.91	198,802.80	101,551.18
筹资活动产生的现金流量净额	-9,389.15	122,662.76	26,165.86	23,942.40
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>-335.67</b>	<b>690.97</b>	<b>47.40</b>	<b>-8.48</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-4,978.63</b>	<b>42,906.90</b>	<b>-14,537.03</b>	<b>-106,699.71</b>

资料来源：公司 2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
<b>净利润</b>	<b>23,873.24</b>	<b>67,176.30</b>	<b>6,442.91</b>
加：资产减值准备	2,681.53	8,230.19	805.82
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	31,380.73	26,359.03	19,359.08
无形资产摊销	896.05	511.59	373.81
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-17.24	-0.17	-8.08
财务费用（收益以“-”号填列）	11,986.43	13,776.09	8,237.28
投资损失（收益以“-”号填列）	-4,447.23	-66,312.50	-3,173.44
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-986.31	-1,973.34	-166.86
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-40.16	247.44	1.05
存货的减少（增加以“-”号填列）	12,591.12	-35,343.49	-9,954.72
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-22,548.62	-14,344.80	-37,189.63
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-10,449.80	22,141.11	-25,475.02
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>44,919.74</b>	<b>20,467.44</b>	<b>-40,747.80</b>

资料来源：公司2014、2015年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
有息债务(万元)	350,853.81	357,303.65	327,310.90	194,999.41
资产负债率	41.32%	41.22%	47.96%	41.14%
流动比率	0.59	0.63	0.53	1.14
速动比率	0.39	0.41	0.26	0.77
产权比率	70.43%	70.11%	92.17%	69.90%
应收账款周转天数	-	68.82	63.22	51.24
存货周转天数	-	138.73	151.13	138.58
应付账款周转天数	-	127.82	111.11	57.43
净营业周期(天)	-	79.73	103.25	132.39
综合毛利率	23.16%	21.93%	20.97%	19.17%
期间费用率	16.89%	14.08%	15.62%	14.89%
总资产回报率	-	3.96%	11.05%	2.87%
EBITDA(万元)	-	72,535.92	108,191.69	35,010.29
EBITDA 利息保障倍数	-	3.76	5.02	3.25
有息债务/EBITDA	-	4.93	3.03	5.57

资料来源：公司 2014、2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理



## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
	存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
	应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
	净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	净利润 / 营业收入 $\times 100\%$
	净资产收益率	净利润 / $( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / \{ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 \} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
资本结构及财务安全性	利息保障倍数	EBIT / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / ( 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出 )
	产权比率	负债总额 / 所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务	

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。