

四川和邦生物科技股份有限公司

**2013 年第一期、第二期公司
债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。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证券信
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

四川和邦生物科技股份有限公司 2013 年 第一期、第二期公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【131】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。其中，第一期附
第 5 年末公司上调票面
利率选择权和投资者回
售选择权；第二期附第
3 年末公司上调票面利率
选择权和投资者回售选
择权

分析师

姓名：
卢参参 王一峰

电话：
0755-82871601

邮箱：
lucc@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

	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	2017 年 05 月 22 日	2016 年 05 月 23 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 2017 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营业收入及盈利有所提高，非公开发行业务的顺利实施增强了公司的资本实力；同时鹏元也关注到，联碱、玻璃、草甘膦行业仍然产能过剩，公司仍面临一定的经营压力，未来公司碳纤维产品的应用性和盈利情况尚待市场检验，公司投资建设的项目较多且规模较大，面临较大的投资风险和一定的管理风险，且面临一定的资金压力等风险因素。

正面：

- 营业收入及盈利能力均有所提高。2016 年，公司纯碱和玻璃产品销售收入增幅较大；随着草甘膦项目的投产，公司草甘膦和双甘膦业务收入也大幅增长；以色列 STK 生物农药（以下简称“以色列 STK”）经营业绩较好，为公司贡献了农药收入，进一步推动公司营业收入及盈利能力的提升。2016 年公司实现营业收入 346,255.15 万元，同比增长 20.96%；实现归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 29,042.51 万元，同比增长 60.06%。
- 非公开发行股票增强了公司资本实力。2016 年 9 月，公司实施非公开发行股票募

集资金净额合计 387,092.47 万元，用于投资建设 PAN 基高性能碳纤维项目和偿还银行贷款，增加了公司的资本实力。

关注：

- **联碱、玻璃、草甘膦行业仍属于产能过剩行业，仍给公司带来一定的经营压力。**2016 年联碱、玻璃、草甘膦行业部分落后产能出清，供需结构有所改善，但整体来看仍属于产能过剩行业，去产能压力仍然存在，公司后续经营业绩仍存在波动的可能性。
- **未来公司碳纤维产品的应用性和盈利性尚待市场检验。**2016 年公司实施非公开发行股票募集资金净额 387,092.47 万元，其中 243,101 万元用于投资建设 PAN 基高性能碳纤维项目，但目前项目尚在商务洽谈阶段，未来公司碳纤维产品的应用性和盈利情况尚待市场检验，存在较大的不确定性。
- **公司投资建设的项目较多且规模较大，项目预期收益存在较大的不确定性，公司面临较大的投资风险和一定的管理风险。**截至 2016 年末，公司在建项目较多且规模较大，精细磷酸盐综合开发项目由于产品经济性不高，已暂停投资，开工时间尚不确定；蛋氨酸项目、环氧虫啉项目等项目亦存在投资收益不及预期的风险，公司面临较大的投资风险。此外，未来公司管理能力的同步提升亦存在一定的不确定性。
- **面临一定的资金压力。**截至 2016 年底，公司在建项目总投资达 633,699.34 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和蛋氨酸项目，环氧虫啉项目未来仍需投入资金规模为 17,785.34 万元，若精细磷酸盐综合开发项目推进，公司将面临一定的资金压力。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	1,297,810.63	1,292,778.75	1,119,743.92	913,218.81
归属于母公司所有者权益合计(万元)	1,062,725.34	1,045,677.05	628,786.88	475,209.43
有息债务(万元)	113,638.18	123,909.14	357,303.65	327,310.90
资产负债率	15.67%	16.65%	41.22%	47.96%
流动比率	2.99	2.71	0.63	0.53
速动比率	2.10	2.06	0.41	0.26
营业收入(万元)	92,814.70	346,255.15	286,264.41	218,569.86
营业利润(万元)	19,778.84	33,900.79	21,874.83	67,872.66
利润总额(万元)	20,418.24	36,959.48	28,227.39	67,943.92
综合毛利率	32.41%	23.87%	21.93%	20.97%
总资产回报率	-	4.00%	3.96%	11.05%
EBITDA(万元)	-	90,007.35	72,535.92	108,191.69
EBITDA利息保障倍数	-	5.21	3.76	5.02
经营活动现金流净额(万元)	-19,100.94	57,525.72	44,919.74	20,467.44

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表, 鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

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。

截至2015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

2016年9月，经股东会批准和中国证监会核准，公司向西部利得基金管理有限公司、建信基金管理有限责任公司、北信瑞丰基金管理有限公司、红塔红土基金管理有限公司合计发行701,966,071股，募集资金净额3,870,924,650.99元，发行后公司总股本增至4,014,204,649股，注册资本和实收资本均增至4,014,204,649.00元。

截至2017年3月31日，公司股份为4,014,204,649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33.25%，仍为公司第一大股东，贺正刚持有和邦集团99%股权，同时直接持有公司股份4.67%，仍为公司实际控制人。和邦集团多次将其持有的公司股份用于质押，截至2017年5月22日，和邦集团已质押的公司股份合计1,171,245,440股，占其持有公司股份总数的比例为87.74%，占公司总股本比例为29.18%。

截至2017年3月底，公司前十大股东明细如下表所示。

表 1 截至 2017 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 (%)
四川和邦投资集团有限公司	1,334,912,092	33.25
四川省盐业总公司	333,284,550	8.30
西部利得基金—兴业银行—华鑫国际信托—华鑫信托·慧智投资77号集合资金信托计划	200,307,142	4.99
贺正刚	187,560,000	4.67
西部利得基金—兴业银行—华鑫国际信托—华鑫信托·慧智投资	187,500,000	4.67

78号集合资金信托计划		
建信基金—兴业银行—华鑫国际信托—华鑫信托·慧智投资 75号集合资金信托计划	128,878,573	3.21
北信瑞丰基金—宁波银行—华鑫国际信托—华鑫信托·慧智投资 76号集合资金信托计划	113,851,785	2.84
红塔红土基金—浙商银行—渤海国际信托—和邦生物平层投资单一资金信托	71,428,571	1.78
香港中央结算有限公司	58,151,036	1.45
何昌珍	46,093,400	1.15
合计	2,661,967,149	66.31

资料来源：公司 2016 年 1 季报，鹏元整理

2016年11月公司新设立全资子公司和邦生物（香港）投资有限公司（以下简称“和邦香港”），拟作为公司海外业务拓展的平台。和邦香港注册资本港币1万元，由公司认缴100%，自设立日起纳入公司合并报表范围。

表 2 2016 年公司合并报表范围变化情况

2016 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）
和邦生物（香港）投资有限公司	100%	港币 1 万元	投资	新设

资料来源：公司 2016 年年报，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为129.28亿元，归属于母公司所有者权益为104.57亿元，资产负债率为16.65%；2016年度，公司实现营业收入34.63亿元，利润总额3.70亿元，经营活动现金流净额5.75亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为129.78亿元，归属于母公司所有者权益为106.27亿元，资产负债率为15.67%；2017年第一季度，公司实现营业总收入9.28亿元，利润总额2.04亿元，经营活动现金流净额-1.91亿元。

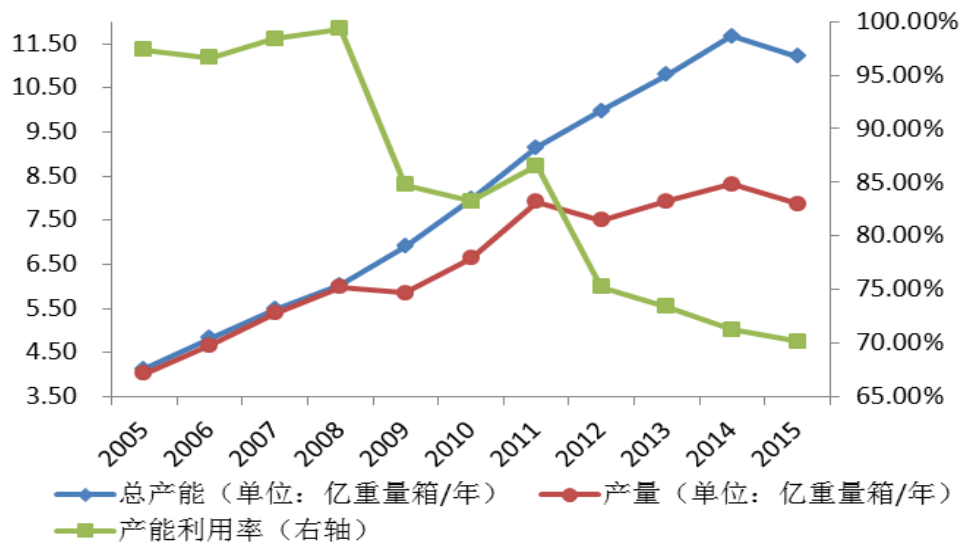
三、运营环境

2016年平板玻璃的价格有所回升，但平板玻璃行业仍属于产能过剩行业，在去产能的大背景下，平板玻璃行业整体短期内仍面临较大的经营压力

2016年，国务院发布《政府核准的投资项目目录（2016年本）》，平板玻璃行业仍被列为产能严重过剩行业。经过前些年基建和地产的快速发展，平板玻璃总产能由2005年的4.13亿重量箱/年增至2015年的11.21亿重量箱/年，产能峰值为2014年的11.51亿重量箱/年；而产能利用率从2005年的97.36%下滑至2015年的70.16%。从库存水平来看，自2011年起浮

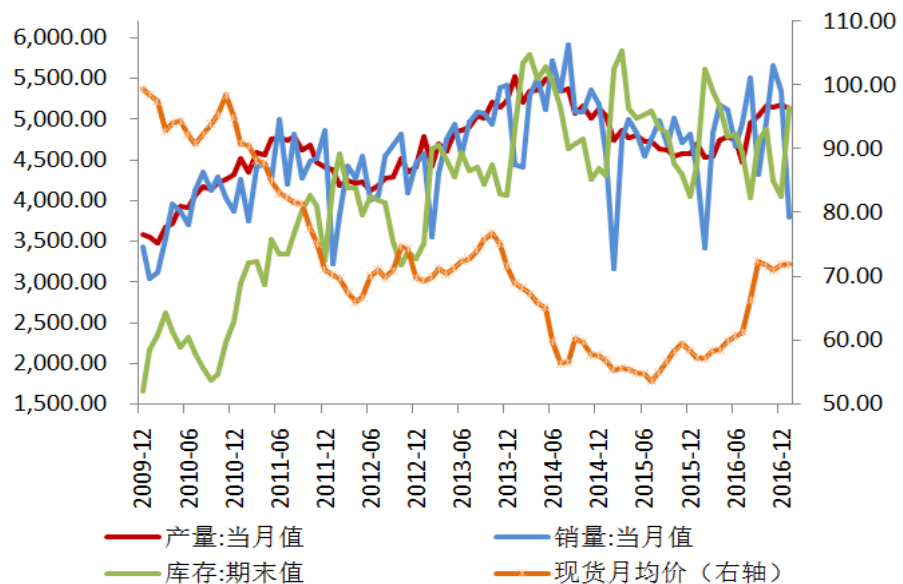
法玻璃¹的库存逐步上升，2014年达到峰值。在2015年至2016年去产能的政策背景下，浮法玻璃的产量有所下滑，同时库存水平有所下降，但仍然维持在4,000-5,000万重量箱左右。2016年12月末，浮法玻璃的库存为4,053万重量箱，而当月全国浮法玻璃月产量为5,178万重量箱，月销售量为5,343万重量箱，虽然去库存达到了一定效果，但浮法玻璃行业整体产能过剩、库存高企的问题依旧较为严重。

图1 平板玻璃产能、产量及产能利用率情况



数据来源：wind，鹏元整理

图2 平板玻璃产、销、存及价格情况 (单位：万重量箱，元/重量箱)

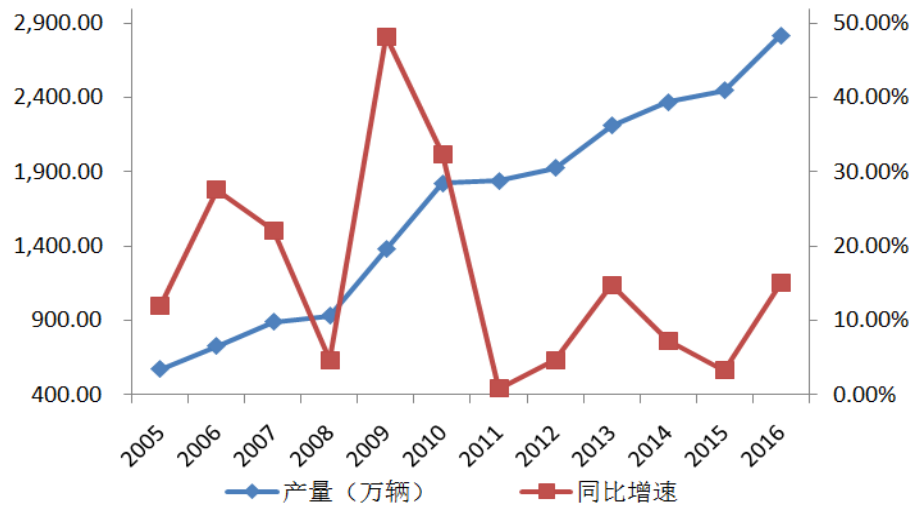


数据来源：wind，鹏元整理

¹ 浮法玻璃为平板玻璃的生产工艺之一，目前大部分平板玻璃均采用浮法玻璃工艺。

平板玻璃的用途主要为建筑用玻璃和汽车用玻璃。在建筑用玻璃方面，根据国家统计局的基建数据，2016年房屋新开工面积166,928万平方米，同比增长8.1%，增速提高0.5个百分点；房屋竣工面积为106,128万平方米，同比增长6.1%，增速回落0.3个百分点，由此，2016年建筑用玻璃的需求也同步提高，对平板玻璃的价格提供了支撑。汽车用玻璃方面，根据国家统计局的数据，2016年汽车产量为2,819.30万辆，同比增速为15.06%，车用玻璃的需求也对平板玻璃的价格提升起到了提振作用，平板玻璃行业企业的经营压力有所缓解。

图3 2005-2016年汽车产量情况



数据来源：wind，鹏元整理

整体看来，虽然2016年下游需求对平板玻璃的价格起到了提振作用，但平板玻璃行业仍属于产能过剩行业，价格的决定因素在于供给端，在去产能的大背景下，平板玻璃行业内整体企业短期内仍面临较大的经营压力。

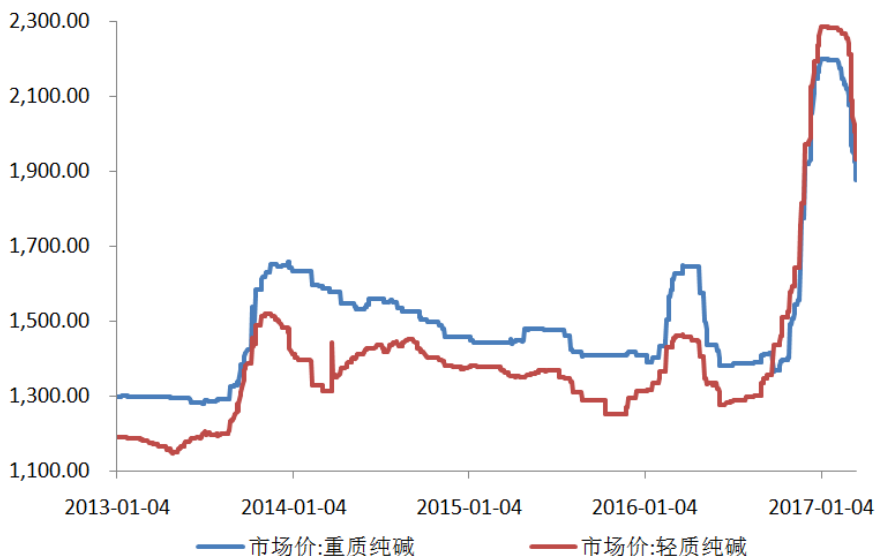
去产能政策深化，纯碱行业的落后产能进一步淘汰，2016年纯碱行业的开工率有所上升，在下游需求支撑和环保政策趋严的双重作用下，纯碱价格2016年下半年大幅上升，受下游厂商压价影响，2017年1季度纯碱价格快速回落

纯碱是基本的化工原料，大部分用于轻工、建材、和化学工业。我国生产纯碱有三种生产工艺，分别为氨碱法、联碱法与天然碱法，三种方式各有优缺点；由于我国受限于天然碱法的原料不足，纯碱生产主要以氨碱法和联碱法为主，而氨碱法污染较大、联碱法前期投资较大。我国纯碱行业发展较快，产能从2004年的1,297万吨/年增加到2014年的3,159万吨/年，受去产能政策的影响，近两年淘汰了部分落后产能后，2016年产能为2,942万吨/年，较2014年降低6.87%。同时，纯碱行业产能利用率有所上升，从2011年的71.90%上升至2015年的89.90%，纯碱行业产能过剩情况有所改善。

由于过去几年纯碱行业的景气度较低，行业整体处于被动去产能状态，纯碱企业扩产意愿不足，且受《产业结构调整目录》和《纯碱行业准入条件》规定，新建纯碱项目已被列入限制性发展项目，审批难度加大。此外，由于我国纯碱主要生产方式之一的氨碱法工艺生产过程中会产生大量的废渣与废水，而我国环保政策日益趋严，因此纯碱的落后、污染较大的产能会进一步淘汰。

纯碱的下游主要用于平板玻璃、日用玻璃、印染、氧化铝、洗涤剂。其中，平板玻璃是占比最大的应用。平板玻璃主要用于房地产、汽车等方面，受益于2016年房屋新开工面积的增长和汽车生产量的增加，平板玻璃的需求较为稳定，从而使得纯碱的需求端得到了一定的刚性支撑。

图4 全国纯碱市场价（单位：元/吨）



数据来源：wind，鹏元整理

2016年7月以来，中央成立环保督查小组开展环保督查工作，受此影响，部分污染较高的纯碱企业停工停产，加剧了纯碱市场供应端的紧缩局面，因而纯碱价格有所上升。2016年下半年起，纯碱价格逐渐上升，2017年1月达到近四年来最高点。然而，受下游以“零库存”、“按需订货”的方式集体压价的影响，2017年1季度纯碱价格快速回落。

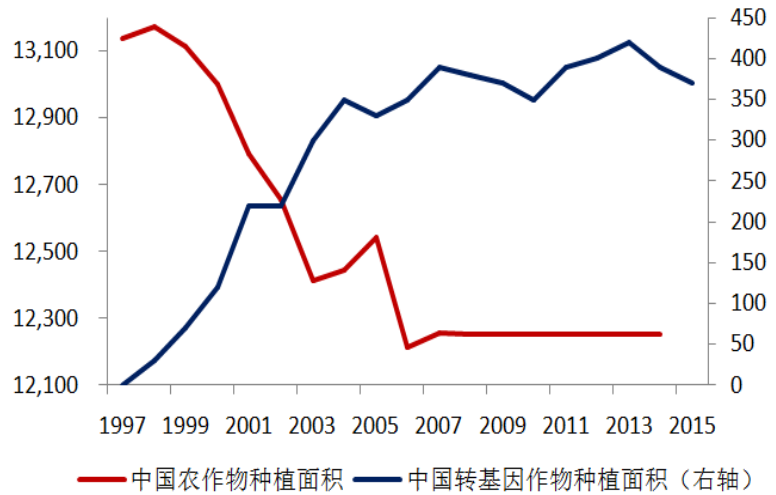
总体来看，受去产能政策的深入执行影响，纯碱行业的落后产能逐渐淘汰，开工率也有所提升，在去产能和下游平板玻璃等刚性需求支撑的双重作用下，纯碱价格有所回升。此外，2016年下半年的环保巡查导致纯碱企业的落后产能进一步关停、淘汰，供应端的收紧对纯碱的价格起到了刺激作用。

双甘磷、草甘磷行业面临产能过剩的问题，产品以对外出口为主；经历了近年来草甘磷价格持续低迷的影响，部分落后产能已陆续淘汰出清，草甘磷价格有所回升

双甘膦是农药化工行业的一种重要的中间体，主要用于生产除草剂草甘膦，因而双甘膦的价格及供求关系与草甘膦密切相关。草甘膦主要的生产方法有IDAN法和甘氨酸法，根据公开数据显示，截至2017年初我国草甘膦行业装置总共为21套，其中甘氨酸法装置13套，IDAN法装置8套，总产能77.20万吨/年。

草甘膦主要用于抗除草剂转基因作物，截至2015年底，我国转基因作物种植面积为370万公顷，约占当年我国农作物种植面积的3%左右，因此，我国对草甘膦的需求较小，草甘膦主要用于对外出口。

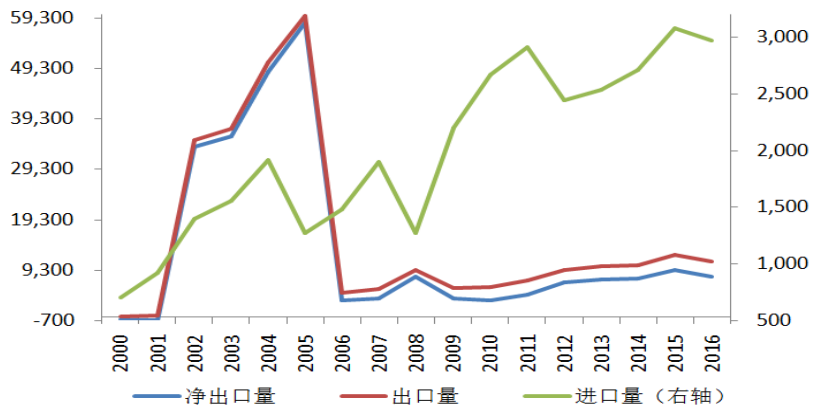
图5 中国农作物和转基因作物种植面积（单位：万公顷）



数据来源：wind，鹏元整理

根据海关总署的数据，我国草甘膦出口数量在2005年达到峰值59,666.43吨，此后一路下行，2016年草甘膦的出口数量仅为11,050.24吨，与之相对的是2016年我国草甘膦企业的开工率仅为60%左右。草甘膦行业也面临产能严重过剩的问题。

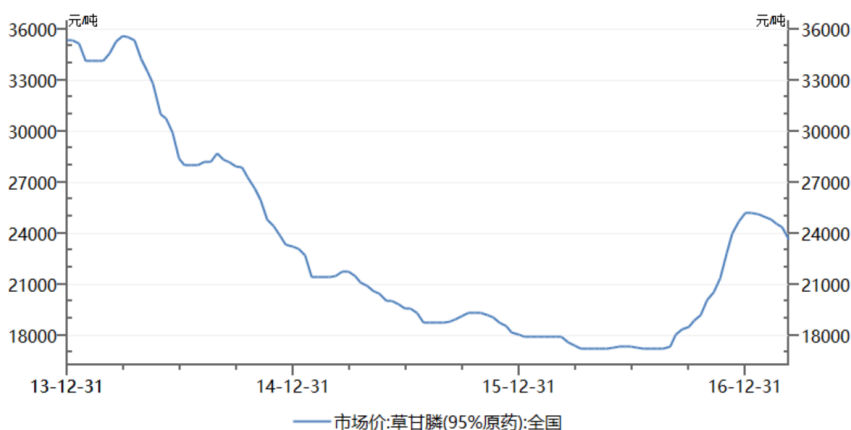
图6 我国草甘膦进出口情况（单位：吨）



数据来源：海关总署，鹏元整理

受产能过剩的影响，草甘膦近年来价格持续下跌，2016年均价为18,684.09元/吨，较2015年全年均价下跌6.73%。由于草甘膦价格持续低迷，部分落后产能出清，2016年底草甘膦价格有所回升。由于国家环保政策趋严，已淘汰草甘膦产能复产的成本较高，复产可能性降低。

图7 中国草甘膦（95%原药）市场价



数据来源：wind，鹏元整理

整体看来，草甘膦（双甘膦）行业面临产能过剩的问题，经历了草甘膦价格持续低迷的影响，部分落后产能已陆续淘汰出清，草甘膦价格有所回升。

四、经营与竞争

2016年随着纯碱行业和玻璃行业在去产能的政策下，产业结构有所改观，纯碱和玻璃价格有所回升，公司联碱产品和玻璃产品收入增长；同时，随着草甘膦生产线的投产，新增草甘膦的销售收入，双甘膦和草甘膦产业链打通，双甘膦营业收入也大幅增长；此外，受益于以色列STK全年纳入合并报表，农药业务收入大幅增长318.24%。受上述因素拉动，2016年公司主营业务收入大幅提升，同比增长21.29%。

从各业务毛利率看，2016年联碱产品毛利率变动不大；双甘膦由于原材料价格上涨及销售均价的下滑，导致毛利率下降；草甘膦行业整体维持微利状态，因而毛利率较低；玻璃产品受下游需求带动以及产品竞争力提高的影响，毛利率相应提高；农药产品在全球各地销售情况较好，毛利率有所提高。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率

联碱产品	142,912.88	16.00%	137,168.16	14.50%
双甘膦	128,069.10	21.71%	107,583.68	27.94%
草甘膦	27,810.13	3.19%	-	0.00%
玻璃	68,937.27	20.06%	42,297.56	11.21%
农药	39,307.70	31.05%	9,398.36	28.35%
卤水	8,599.08	39.22%	9,207.28	37.69%
电商农产品	578.12	-10.10%	28.69	1.21%
其他（液氨、硫酸铵、亚氨基二乙腈）	6,338.97	15.06%	8,087.78	17.61%
合并抵减	-78,455.74	-	-30,066.70	-
合计	344,097.53	23.68%	283,704.82	22.00%

注：为保持数据口径一致性，2015年和2016年各产品营业收入均为抵减前数据，以下分析数据均为内部抵减前数据。

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

2016年联碱行业供给端情况有所改观，公司联碱产品销量和销售收入均有所提升，但仍需持续关注行业产能过剩对公司经营业绩的影响

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。2016年11月，“6改9项目”建成完工试生产，公司新增30万双吨/年产能，预计2017年2季度投产，届时公司联碱产品产能将达到110万双吨/年。公司的联碱产品生产模式亦未发生变化，仍为按生产计划进行生产。受益于技术进步和生产管理能力的加强，2016年公司纯碱及氯化铵产能利用率分别较2015年上升4.48个百分点和5.67个百分点；实际生产纯碱82.30万吨，氯化铵83.97万吨。

表4 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	2016年	2015年
纯碱	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	82.30	78.72
	产能利用率	102.88%	98.40%
氯化铵	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	83.97	79.43
	产能利用率	104.96%	99.29%

资料来源：公司提供

受益于2016年纯碱下游行业需求提振及纯碱行业“供给侧改革”的影响，纯碱行业有所复苏，同时，受益于2016年公司玻璃46.50万吨产能的完全释放，公司2016年纯碱产品销量为73.73万吨，同比上升14.42%，纯碱产品的产销率为89.59%，同比提高7.73个百分点，从而2016年纯碱产品库存相应下降。2017年1季度，受纯碱下游集体压价影响，纯碱价格快

速回落，仍整体好于2016年同期价格水平，需持续关注纯碱市场价格波动对公司的业绩影响。销售方面，公司销售模式未发生变化。氯化铵主要用于氮肥，受联碱生产企业停车检修及下游复合肥市场影响，2016年氯化铵价格波动较大，2016年下半年进入下行通道，导致2016年公司氯化铵销售均价下滑至396.15元/吨；受益于供给侧改革，部分竞争对手的氯化铵产能关停，公司2016年销售情况较好，全年销售氯化铵109.15万吨，大于同期产量，消化了部分库存。

整体来看，2016年公司纯碱产品销量大幅增长，纯碱销售收入相应大幅提升，联碱业务毛利率上升1.50个百分点，但受氯化铵市场价格下滑影响，公司联碱业务收入仅同比增长4.19%。

表 5 近两年公司联碱产品的销售情况

产品	项目	2016年	2015年
纯碱（碳酸钠）	销量（万吨）	73.73	64.44
	均价（元/吨）	1,171.51	1,190.57*
	产销率	89.59%	81.86%
	武骏玻璃自用量（万吨）	11.23	8.54
氯化铵	销量（万吨）	109.15	108.44
	均价（元/吨）	396.15	470.90
	产销率	129.99%	136.53%

注：2016年纯碱销量含外购纯碱销量1.59万吨，计算产销量时扣除了外购贸易的销量，并加上自用的数量。

资料来源：公司提供

公司联碱产品主要以天然气、工业盐和燃料煤作为原材料，其中，工业盐系从关联企业四川顺城盐品股份有限公司以市场价格采购，燃料煤系从四川和邦集团乐山吉祥煤业有限公司、乐山市犍为寿保煤业有限公司、四川和邦投资集团有限公司犍为桅杆坝煤矿以市场价格采购。2016年公司联碱原材料成本约占生产成本的42.95%，占比较2015年上升1.25个百分点，主要为燃料煤的采购价格上涨所致。由于天然气调价影响，2016年公司天然气平均采购价格小幅下降；受市场价格影响，2016年工业盐平均采购价格下降为191.13元/吨；2016年电力价格与2015年基本持平；而煤炭行业由于去产能导致供给侧有所改观，燃料煤价格于2016年下半年大幅上涨，因而公司燃料煤采购价格随之上升，导致2016年燃料和动力成本占生产成本的比重为30.82%，同比上升4.44个百分点。原材料采购成本的上升，在一定程度上提高了联碱产品的生产成本，降低了公司联碱产品的盈利空间。

表 6 近两年公司联碱产品主要原材料采购价格（不含税）

原材料	2016年	2015年
天然气（元/立方米）	1.52	1.75

工业盐（元/吨）	191.13	200.44
电力（元/度）	0.46	0.45
燃料煤（元/吨）	231.15	182.79

资料来源：公司提供

总体来看，受益于下游需求的提振以及纯碱行业供给侧改革的影响，公司2016年纯碱产品销量同比增加14.42%，纯碱产品销售收入上升，但受氯化铵价格下降的影响，公司联碱产品业务收入仅同比增长4.19%，同时由于纯碱产品销售收入的增长，公司联碱业务毛利率小幅提升。短期来看，国内纯碱行业仍属于产能过剩行业，近年落后产能的淘汰使得供给端产能过剩的情况有所改观，2016年纯碱市场整体价格回升，但受2017年1季度纯碱下游集体压价影响，纯碱价格快速回落；氯化铵受下游复合肥市场影响，价格有所下滑，仍需持续关注行业产能过剩、联碱产品下游市场对公司业绩的影响。

2016年，随着草甘膦的投产，公司新增草甘膦产品销售收入，同时带动上游双甘膦产销量增长；未来随着产业链的进一步深化，公司该业务板块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”）主要生产双甘膦，目前拥有双甘膦产能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。2016年7月，公司新增5万吨/年草甘膦产能，草甘膦为双甘膦下游产品，公司产业链进一步延伸。

由于草甘膦主要用于转基因农作物，目前国内对草甘膦和双甘膦的需求较少，公司双甘膦和草甘膦产品主要出口销售，采取直销的方式。2016年公司销售双甘膦13.51万吨，同比增长49.28%，产销率为107.22%，为公司贡献收入128,069.1万元。由于草甘膦行业产能过剩情况有所改观，2016年草甘膦价格回升，公司双甘膦销售均价为9,478.66元/吨，同比下滑11.53%，贡献毛利27,800.69万元，为公司利润的主要来源。

表7 近两年公司双甘膦产品的产销情况

产品	项目	2016年	2015年
双甘膦	当年实际投产产能（万吨）	13.50	13.50
	产量（万吨）	12.60	9.88
	产能利用率	93.33%	73.19%
	销量（万吨）	13.51	9.05
	均价（元/吨）	9,478.66	10,713.70
	产销率	107.22%	91.60%
	收入（万元）	128,069.10	107,583.68
草甘膦	当年实际投产产能（万吨）	2.5	-

产量（万吨）	2.32	-
产能利用率	92.80%	-
销量（万吨）	1.45	-
均价（元/吨）	17,830.8	-
产销率	62.5%	-
收入（万元）	27,810.13	-

注：（1）双甘磷销售收入中包含内销收入；（2）2016 年产草甘磷水剂 0.37 万吨，销售草甘磷水剂 0.36 万吨，草甘磷水剂均价为 5,622.22 元/吨。

资料来源：公司提供

生产工艺方面，公司采用纯氧化双甘磷的方式生产草甘磷，每生产 1 吨草甘磷约需消耗 1.45 吨双甘磷，草甘磷达产后每年约消耗 7.25 万吨双甘磷，约占现有双甘磷产能的 53.70%，剩余的双甘磷用于对外销售，公司双甘磷内销对提升其产能利用情况有一定作用。

双甘磷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。由于 2016 年下半年原材料黄磷价格大幅上涨，导致双甘磷生产成本上涨，此外，受双甘磷销售均价格同比下滑影响，2016 年公司的双甘磷产品毛利率下降 6.23 个百分点至 21.71%；2017 年 1 季度，黄磷价格已上涨至近两年峰值，双甘磷成本大幅上涨。草甘磷行业整体毛利率较低，公司因拥有双甘磷、草甘磷产业链而产生规模效应，从而保持草甘磷产品在微利状态，2016 年毛利率为 3.19%，截至 2017 年 4 月底，公司草甘磷生产线已满负荷生产。产销率方面，由于公司草甘磷生产线于 2016 年下半年投产，市场尚未完全打开，且草甘磷价格于 2016 年下半年位于上涨周期，公司对草甘磷产品进行压货，导致其产销率较低。

受益于草甘磷产能投产及下游需求的增长，公司双甘磷产量小幅提升，2016 年双甘磷产量合计 12.60 万吨，同比增长 27.53%，产能利用率亦有所提升，2016 年双甘磷产能利用率为 93.33%，同比提升 20.15 个百分点。

根据四川省盐业总公司承诺并经公司与其确认，和邦农科承诺 2014 年度实现净利润²不低于 13,714.14 万元，2015 年度和邦农科实现净利润不低于 21,125.17 万元，2016 年度实现净利润不低于 21,480.28 万元。2014-2016 年，和邦农科已全部实现其业绩承诺。总体来看，2016 年草甘磷的投产使得公司新增草甘磷销售收入，且随着公司“双甘磷—草甘磷”产业链的完善，双甘磷的产销量均有所提升，收入及利润亦有不同程度的增长，未来随着产业链的进一步深化，公司该业务板块收入及利润规模有望进一步提升。

2016 年，玻璃产能完全释放，受益于下游需求对平板玻璃价格的提升以及公司玻璃产

² 均指扣除非经常性损益后的净利润。

品竞争力提高的影响，2016年公司玻璃销售收入大幅增长，对公司利润形成较大补充

公司子公司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，2016年产能完全释放，实际投产产能增长至46.50万吨/年。受产能完全释放的影响，公司玻璃产量亦大幅增加，2016年实际产量为51.70万吨，同比增长39.84%。

公司玻璃产品为平板玻璃以及经过深加工后的智能玻璃、特种玻璃等，主要用于电子、商业、广告、建筑、汽车、家电等行业。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。2016年7月，武骏玻璃与福耀玻璃（重庆）配件有限公司（以下简称“福耀玻璃”）等公司签订了《合作协议》，约定自2016年6月1日至2016年12月30日期间，福耀玻璃向武骏玻璃订购约3万吨汽车玻璃，公司玻璃产销量亦随之大幅提高。2016年公司对外销售玻璃原片48.72万吨，实现销售收入57,878.29万元；加工玻璃制品121.61万平方米，对外销售178.05万平方米（含外购的玻璃制品销量58.34万平方米），实现销售收入11,058.99万元，两者合计贡献毛利13,826.03万元。

受益于下游需求对平板玻璃价格的提振以及公司玻璃产品竞争力提高的影响，2016年公司玻璃原片销售均价为1,187.94元/吨，同比上升10.96%，毛利率也随之上升，对公司利润形成较大补充。

表 8 2015-2016 年公司玻璃原片、制品的产能、产销量和产能利用率情况

类别	项目	2016 年	2015 年
原片	当年实际投产产能（万吨）	46.50	32.96
	产量（万吨）	51.70	36.97
	产能利用率	111.18%	112.17%
	销量（万吨）	48.72	35.07
	均价（元/吨）	1,187.94	1,070.65
	产销率	94.24%	94.86%
	实现收入（万元）	57,878.29	37,546.41
类别	项目	2016 年	2015 年
制品	产量（万平方米）	121.61	39.09
	销量（万平方米）	178.05	38.29
	均价（元/吨）*	62.11	77.55
	产销率	98.44%	97.95%
	实现收入（万元）	11,058.99	4,751.15

注：（1）2016年玻璃制品销量含外购的玻璃制品销量58.34万平方米；（2）尾差系四舍五入所致；（3）*玻璃制品为“按需生产”，包含的品种较多，销售价格按照加工工艺的不同而有所不同，因此均价的可比性不佳。

资料来源：公司提供

公司实施非公开发行股票用于投资建设PAN基高性能碳纤维项目，但项目是否能按期完工，未来公司产品的应用性和盈利情况尚待市场检验，均存在较大的不确定性

2016年9月，经中国证监会核准，公司向西部利得基金管理有限公司、建信基金管理有限责任公司、北信瑞丰基金管理有限公司、红塔红土基金管理有限公司合计发行701,966,071股，募集资金净额3,870,924,650.99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，根据《2015年度非公开发行股票预案》（以下简称“《预案》”），公司拟将此次非公开发行募集资金中的15亿元用于偿还银行贷款。

PAN基高性能碳纤维项目即2014年10月公司与德国某工程公司³签订合同购买的高性能碳纤维项目交钥匙工程，工程内容包括PAN聚合装置、前驱体生产装置、碳纤维生产装置、一揽子技术服务以及最终产品质量保证服务，计划总投资为243,101万元，其中建设投资为238,201万元，流动资金为4,900万元。根据德国某工程公司与公司签订的《碳纤维生产装置（包括PAN基聚合与前体生产）前期设计合同》（以下简称“《前期设计合同》”），德国某工程公司作为碳纤维项目交钥匙工程总承包方，负责组织碳纤维设备、技术团队，团队成员除了德国某工程公司外，还包括德国某非织布公司、德国某设备制造公司及德国某咨询公司。

截至2017年4月底，PAN基高性能碳纤维项目按计划实施，尚在前期商务洽谈阶段，投产时间尚不确定。

该PAN基高性能碳纤维项目产品主要为碳纤维，特点为重量轻、强度大，可用于航空航天、汽车、新能源、体育器材等产品领域。航空航天领域是碳纤维材料的主要需求来源，但进入门槛较高，而民用航空领域碳纤维供应商被日本东丽、东邦碳纤维、三菱Rayon等公司垄断，市场空间有限；碳纤维在国内的汽车、新能源、体育器材等领域的应用尚不成熟，市场全面打开尚需时日。且目前国内尚无同规格、同参数碳纤维产品工业化常年供应，碳纤维产品的市场需求暂不确定。目前该项目仍在建设中，公司正在与下游部分厂商进行接触和意向性商洽。考虑到未来该项目是否能按计划完工，公司产品的应用性和盈利情况尚待市场检验，均存在较大的不确定性。

2016年以色列STK经营业绩较好，为公司贡献了营业收入和利润；四川和邦电子商务有限公司（以下简称“和邦电商”）未来的盈利情况尚不确定；公司投资建设的项目较多且

³ 由于保密性原因，未披露该德国公司名称。

规模较大，项目预期收益存在较大的不确定性，公司面临较大的投资风险和一定的管理风险与资金压力

公司于2015年10月完成对以色列STK股权的收购，持股51%。以色列STK是生产生物农药和生物兽药的公司，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。2016年以色列STK经营业绩较好，目前主要产品包括TIMOREX GOLD和AQUAMOR。TIMOREX GOLD为天然杀菌剂，2016年底在中国获得农药登记，商品中文名“田梦金”，于2017年2月投放中国市场，2016年销量为237,488.90升；AQUAMOR为水产制剂，用于鱼类运输、养殖中的病害防治，已投放南美市场，并在全球各地开展登记实验，2016年销量为11,829.00升，2016年以色列STK合计为公司贡献农药业务收入39,307.70万元，受销售状况较好影响，毛利率略有提高，有效提升了公司的营业收入和利润规模。考虑到以色列STK正在不断进行市场拓展，且以色列STK的研发能力较强，目前共有10个专利族，随着以色列STK生物农药的新品研发、实验登记的不断获得，预期未来可持续为公司贡献农药业务收入。

2015年公司设立和邦电商，从事农业服务、农资及农产品等的销售。2016年公司实现电商农产品收入578.12万元，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。

截至2016年末底，除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”、精细磷酸盐综合开发项目、蛋氨酸项目、环氧虫啉项目等，其中“6改9项目”系联碱生产线的技改项目，已经于2016年11月试生产，预计于2017年2季度投产，届时公司联碱产品规模将扩大至110万双吨/年；精细磷酸盐综合开发项目原本计划为双甘磷生产提供原材料，但由于目前黄磷项目的经济性不佳，公司暂缓对该项目的投资，截至2017年4月底，公司已完成前期工作。蛋氨酸项目设计产能5万吨/年，产品主要应用于饲料营养剂、医药中间体、食品营养剂等，目前正在建设中；环氧虫啉是一种新烟碱类杀虫剂，公司拟投资17,855万元用于建设投资2,000吨/年环氧虫啉原药及5,000吨/年10%环氧虫啉粉剂项目，目前尚在建设中。

表 9 截至 2016 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	89,432.76	2017年2季度	自筹
精细磷酸盐综合开发项目	152,713.34	53,010.70	择机	自筹
蛋氨酸项目	129,570.00	97,721.88	2018年	募集
PAN基高性能碳纤维项目	243,101.00	1,518.61	-	募集
环氧虫啉项目	17,855.00	69.66	-	自筹

合计	633,699.34	241,753.61	-	-
----	------------	------------	---	---

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年以色列STK的经营业绩较好，有效地提升了公司的营业收入和利润水平；和邦电商仍在前期推广阶段，预期收入尚不明确；PAN基高性能碳纤维项目尚在商务洽谈阶段，下游需求和未来产品的盈利情况尚不确定；精细磷酸盐综合开发项目由于产品经济性不高，已暂停投资，开工时间尚不确定。蛋氨酸项目、环氧虫啉项目等项目有助于公司向新材料、新型农业等领域拓展，但仍存在投资收益不及预期的风险。整体看来，公司的在建项目均存在较大的投资风险。此外，公司在建的项目较多，未来公司管理能力的同步提升亦存在一定的不确定性。资金压力方面，剔除非公开发行业股票的募投项目和已试生产的“6改9项目”外，自筹项目环氧虫啉项目尚需投资17,785.34万元，后续若精细磷酸盐综合开发项目继续推进，仍需投资99,702.64万元，公司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2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1季度财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。2016年纳入合并范围的子公司新增一家，详见表2。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但资产主要为固定资产、在建工程及商誉等，流动性一般

2016年非公开发行股票实施后，公司资产规模有所增长。截至2017年3月底，公司总资产规模达129.78亿元，较2015年末增长15.90%。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2017年3月底非流动资产占比为72.19%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24,442.83	1.88%	30,871.71	2.39%	56,854.69	5.08%
应收账款	76,792.22	5.92%	63,572.66	4.92%	62,764.14	5.61%
存货	107,995.70	8.32%	86,419.24	6.68%	82,057.63	7.33%
一年内到期的非流动资产	103,876.05	8.00%	138,482.63	10.71%	0.00	0.00%

流动资产合计	360,898.48	27.81%	360,921.26	27.92%	234,427.15	20.94%
固定资产	409,385.85	31.54%	416,576.97	32.22%	340,362.86	30.40%
在建工程	124,320.15	9.58%	116,662.25	9.02%	167,462.31	14.96%
无形资产	103,017.53	7.94%	102,643.03	7.94%	96,557.61	8.62%
商誉	152,237.92	11.73%	152,237.92	11.78%	152,237.92	13.60%
其他非流动资产	94,892.97	7.31%	90,738.08	7.02%	95,705.16	8.55%
非流动资产合计	936,912.15	72.19%	931,857.49	72.08%	885,316.77	79.06%
资产总计	1,297,810.63	100.00%	1,292,778.75	100.00%	1,119,743.92	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

截至2016年底，公司货币资金为30,871.71万元，同比减少45.70%，系偿还银行借款以及投资理财产品所致。货币资金主要为银行存款，无使用受限的资金。公司于2017年1月19日公告继续使用1.9亿元闲置募集资金临时补充流动资金，使用期限不超过12个月，尚未到期归还。公司的应收账款为63,572.66万元，其中账龄在一年以内的应收账款占比为90.33%，账龄在1-2年的占比为8.26%，主要是公司给客户的铺底资金；从应收对象来看，前五大欠款对象占应收账款期末余额的比例为28.80%，整体看来，由于公司给予客户的账期均在1-2个月左右，因此应收账款账龄较短，应收对象较为分散，整体风险可控。受益于纯碱市场回暖，公司联碱产品的销量增长，库存相应减少，2016年底公司存货中库存商品为62,511.21万元，同比减少4.87%，主要为双甘膦、草甘膦及氯化铵产品的库存，由于2016年氯化铵价格波动较大，年底价格快速回升，公司转回对氯化铵计提的部分存货跌价准备；发出商品已有订单且价格固定，存货跌价风险较小。整体看来，由于公司存货中库存商品均面临产能过剩的行业风险，价格波动较大，仍存在一定的跌价风险。2016年末，公司一年内到期的非流动资产账面价值为138,482.63万元，系公司购买的银行理财产品。

随着草甘膦项目的建成投产并转入固定资产，2016年末公司固定资产增加至416,576.97万元，同比增加22.39%。截至2016年末，公司在建的主要项目包括6改9项目、精细磷酸盐综合开发项目、蛋氨酸项目和PAN基高性能碳纤维项目等，后续随着该部分项目的陆续建成投产，有望推动公司收入的增长。公司的无形资产余额为102,643.03万元，主要为土地资产、盐卤采矿权和磷矿采矿权，相比2015年末变动不大。公司的商誉由溢价收购和邦农科形成的126,318.51万元和溢价收购以色列STK形成的25,919.41万元构成，其中，和邦农科已实现其2014-2016年的业绩承诺，以色列STK公司无业绩承诺要求，商誉均未发生减值，但考虑到商誉规模较大，仍需持续关注商誉未来的减值风险。

2016年末，其他非流动资产规模为90,738.08万元，由建设蛋氨酸项目的预付款项90,545.94万元和待抵扣增值税192.14万元构成。

截至2016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25,595.91万元和

1,858.61万元，均用于银行抵押借款，两者合计占公司资产总额的2.12%。

总体来看，受益于非公开发行股票，公司资产规模有所增长。公司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

2016年，公司在收入增长和库存降低的双重作用下，应收账款和存货周转效率有一定提升

2016年，随着联碱产品销售情况好转，公司库存有所回落，存货周转天数较2015年缩短23.69天；随着于草甘膦、双甘膦、玻璃产能的逐步释放，公司营业收入持续快速增长，供应端产能减少提高了公司产品议价能力，公司应收账款规模仅小幅增长，应收账款周转天数小幅缩短；同时2016年公司在建项目竣工决算，应付账款规模下降，应付账款周转天数大幅缩短。整体来看，由于2016年联碱行业供需结构有所改观，联碱产品销售情况好转，使得库存商品规模下降，存货对资金的占用减少；得益于公司议价能力的提高，应收账款对资金的占用亦有所减少，但对在建项目施工方的占款有所减弱，使得公司净营业周期略有上升。

2016年各主要产品销售情况较好，提高了公司的营业收入并降低了产品库存，受此影响公司应收账款和存货周转效率有一定提升。

表 11 公司资产运营效率指标

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	65.68	68.82
存货周转天数	115.04	138.73
应付账款周转天数	99.43	127.82
净营业周期（天）	81.29	79.73
总资产周转天数	1,254.14	1,278.31

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年，受联碱市场回暖、草甘膦投产、玻璃销量增加及以色列STK贡献收入的影响，公司产品多元化程度增强、营业收入大幅增长、盈利水平有所提升；但也应关注公司产品处于产能过剩行业，未来盈利情况存在一定不确定性

受联碱市场回暖、草甘膦投产、玻璃销量增加及以色列STK贡献收入的影响，公司营

业收入同比增长20.96%，近年公司扩张较快，在建项目包括提升联碱产能的6改9项目、蛋氨酸项目、PAN基高性能碳纤维项目以及环氧虫啉项目，若上述在建项目顺利投产，公司业务将更加多元化，但目前看来预期收益仍存在较大的不确定性。

受玻璃和农药业务毛利率提升的影响，2016年公司综合毛利率同比提升1.94个百分点。期间费用方面，由于公司承担运费导致销售费用增加，全年合并以色列STK以及缴纳排污费和环保支出增加导致管理费用增加，公司期间费用率小幅上涨。2016年公司实现营业利润33,900.79万元，同比增长54.98%。整体看来，公司实际盈利能力有所提升，2016年实现归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润为29,042.51万元，同比增长60.06%。

此外，2016年公司收到四川省经信委拨付工业开局工作天然气使用激励奖金1,050万元，泸州市龙马潭区人民政府拨付污染防治资金590万元，以色列STK欧盟补助项目406.10万元，双甘磷项目计划补助128.20万元等各项政府补助共计2,236.02万元，有效地提高了公司的利润水平。

总体来看，受联碱市场回暖、草甘磷投产、玻璃销量增加及以色列STK贡献收入的影响，公司营业收入大幅提升，且实际盈利能力有所提高。但值得注意的是公司的联碱产品、玻璃、草甘磷及双甘磷产品均为产能过剩行业，近年在去产能政策影响下供给端有所改观，但仍需持续关注产能过剩对公司经营的影响，未来盈利情况仍存在一定不确定性。

表 12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	346,255.15	286,264.41
投资收益	4,144.01	4,447.23
营业利润	33,900.79	21,874.83
营业外收入	3,173.74	6,386.31
利润总额	36,959.48	28,227.39
净利润	32,146.68	23,873.24
综合毛利率	23.87%	21.93%
期间费用率	15.40%	14.08%
总资产回报率	4.00%	3.96%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

2016年，公司经营活动现金流进一步改善，但公司在建项目较多，若精细磷酸盐综合开发项目推进，公司将面临一定的资金压力

2016年，公司营业收入大幅增长，实现净利润32,146.68万元，同比增长34.66%，实际盈利能力相应有所提升，公司FFO较2015年有所增长。虽然公司2016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，2016年公司经营活动产生的现金净流入57,525.72万元，较2015年增加12,605.98万元。

2016年公司通过非公开发行股票募集资金净额387,092.47万元用于建设PAN基高性能碳纤维项目和偿还银行贷款，筹资活动现金净流入合计133,334.88万元，减轻了公司的资金压力。

近年公司投资项目较多，且蛋氨酸项目、PAN基高性能碳纤维项目、环氧虫啉项目等项目投入较大，公司投资活动资金支出规模较大，2016年公司投资活动现金净流出218,179.70万元。截至2016年末，公司在建项目中6改9项目已基本完工，蛋氨酸项目和PAN基高性能碳纤维项目已经通过非公开发行股票募集资金，环氧虫啉项目未来仍需投入资金规模为17,785.34万元，若精细磷酸盐综合开发项目推进，公司将面临一定的资金压力和较大的投资风险。

表 13 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
净利润	32,146.68	23,873.24
FFO	73,353.92	65,327.04
营运资本变化	-15,828.21	-20,407.30
其中：存货减少（减：增加）	1,733.39	12,591.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	-9,452.40	-22,548.62
经营性应付项目的增加（减：减少）	-8,109.20	-10,449.80
经营活动产生的现金流量净额	57,525.72	44,919.74
投资活动产生的现金流量净额	-218,179.70	-125,366.56
筹资活动产生的现金流量净额	133,334.88	122,662.76
现金及现金等价物净增加额	-25,982.98	42,906.90

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

随着非公开发行股票的实施及银行贷款的偿还，公司负债总额及有息负债规模均大幅减少

2016年公司非公开发行股票募集资金净额387,092.47万元，用于建设PAN基高性能碳纤维项目和偿还银行贷款，因此2017年3月末公司所有者权益为1,094,475.27万元，较2015年

末大幅增长66.27%；负债总额减少至203,335.36万元，较2015年末下降55.94%。因此公司产权比率大幅下降，权益对债务的覆盖程度相应提高。

表 14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	203,335.36	215,184.41	461,505.39
所有者权益	1,094,475.27	1,077,594.35	658,238.53
产权比率	18.58%	19.97%	70.11%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

2017年3月末公司负债总额为203,335.36万元，有息债务规模为113,638.18万元，分别较2015年末下降55.94%和68.20%，主要原因系公司用非公开发行股票募集的资金偿还银行贷款所致。从负债结构来看，2016年末，公司流动负债占负债总额的比重下降至61.86%，较2015年末下降18.76个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款和预收账款构成，其中应付账款占比最高。受公司偿还银行贷款所致，2016年末公司短期借款为44,200.00万元，较2015年减少82.72%。公司应付账款主要是应付给供应方的货款及尚未决算的工程款，2016年末账面余额为67,065.95万元，其中占比68.15%的账龄在1年以内，短期内面临一定的支付压力。预收款项主要是公司收取的联碱产品的货款，变动不大。

由于2016年公司偿还了长期借款，公司的非流动负债主要由应付债券构成。2016年末，公司应付债券账面价值为79,580.94万元，即“13和邦01”和“13和邦02”。

公司的有息负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成，随着银行贷款的偿还，有息债务规模大幅减少，2016年末有息负债规模为123,909.14万元，同比减少65.32%。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	33,875.60	16.66%	44,200.00	20.54%	255,800.00	55.43%
应付账款	68,908.64	33.89%	67,065.95	31.17%	78,552.14	17.02%
预收款项	6,280.04	3.09%	10,381.96	4.82%	10,287.26	2.23%
流动负债合计	120,675.17	59.35%	133,123.23	61.86%	372,073.34	80.62%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	7,000.00	1.52%
应付债券	79,634.38	39.16%	79,580.94	36.98%	79,375.45	17.20%
非流动负债合计	82,660.19	40.65%	82,061.18	38.14%	89,432.05	19.38%
负债合计	203,335.36	100.00%	215,184.41	100.00%	461,505.39	100.00%

其中：有息债务	113,638.18	55.89%	123,909.14	57.58%	357,303.65	77.42%
---------	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，受益于非公开发行业务的实施，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。2016年，受利润增加的影响，公司EBITDA相应增长，EBITDA利息保障倍数有所提高，债务压力得到一定缓解。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	15.67%	16.65%	41.22%
流动比率	2.99	2.71	0.63
速动比率	2.10	2.06	0.41
EBITDA（万元）	-	90,007.35	72,535.92
EBITDA 利息保障倍数	-	5.21	3.76
有息债务/EBITDA	-	1.38	4.93

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2016年，纯碱行业结构的改善及下游需求的提振的影响下，公司纯碱产品及玻璃销量增幅较大，且随着草甘膦项目的投产，公司草甘膦和双甘膦业务收入也大幅增长；以色列STK经营情况较好，为公司贡献了农药业务收入，进一步提高公司营业收入及盈利能力。另外，公司通过非公开发行股票募集资金用于项目建设和偿还银行贷款，大幅提升了公司的资本实力。

同时我们也关注到，联碱、玻璃、草甘膦行业仍产能过剩，公司仍面临一定的经营压力；公司目前扩张速度较快，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；且公司自筹的主要在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力等风险因素。

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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	24,442.83	30,871.71	56,854.69	14,617.86
应收票据	29,042.44	25,447.64	12,004.82	7,593.75
应收账款	76,792.22	63,572.66	62,764.14	46,689.63
预付款项	9,627.83	7,693.64	11,915.84	11,909.27
应收利息	81.44	92.08	0.00	0.00
其他应收款	287.06	154.94	141.28	152.33
存货	107,995.70	86,419.24	82,057.63	90,190.54
一年内到期的非流动资产	103,876.05	138,482.63	0.00	0.00
其他流动资产	8,752.91	8,186.73	8,688.75	7,280.07
流动资产合计	360,898.48	360,921.26	234,427.15	178,433.45
可供出售金融资产	25,194.99	24,144.23	8,002.42	8,002.42
长期股权投资	21,843.62	20,934.18	17,940.83	13,988.15
固定资产	409,385.85	416,576.97	340,362.86	289,801.58
在建工程	124,320.15	116,662.25	167,462.31	167,206.07
工程物资	36.33	32.58	941.65	1,097.68
无形资产	103,017.53	102,643.03	96,557.61	88,285.94
开发支出	627.22	558.91	250.17	0.00
商誉	152,237.92	152,237.92	152,237.92	126,318.51
长期待摊费用	51.11	20.39	0.00	0.00
递延所得税资产	5,304.45	7,308.94	5,855.84	4,869.54
其他非流动资产	94,892.97	90,738.08	95,705.16	35,215.49
非流动资产合计	936,912.15	931,857.49	885,316.77	734,785.36
资产总计	1,297,810.63	1,292,778.75	1,119,743.92	913,218.81
短期借款	33,875.60	44,200.00	255,800.00	157,000.00
应付账款	68,908.64	67,065.95	78,552.14	80,153.11
预收款项	6,280.04	10,381.96	10,287.26	5,547.09
应付职工薪酬	2,609.89	3,472.55	3,452.18	3,888.28
应交税费	3,621.79	3,843.69	5,057.14	2,311.66
应付利息	3,054.36	1,823.62	2,188.89	2,249.71
其他应付款	2,196.65	2,207.26	1,607.53	13,813.14
一年内到期的非流动负债	128.20	128.20	15,128.20	70,128.20
流动负债合计	120,675.17	133,123.23	372,073.34	335,091.19
长期借款	0.00	0.00	7,000.00	21,000.00
应付债券	79,634.38	79,580.94	79,375.45	79,182.70

递延收益	2,796.33	2,239.93	2,774.24	2,355.67
预计负债	0.00	0.00	0.00	57.29
递延所得税负债	229.48	240.31	282.37	322.53
非流动负债合计	82,660.19	82,061.18	89,432.05	102,918.19
负债合计	203,335.36	215,184.41	461,505.39	438,009.38
实收资本	401,420.46	401,420.46	331,223.86	101,109.49
资本公积	422,710.63	422,710.63	105,814.77	199,277.84
其他综合收益	1,315.01	1,582.30	11.14	0.00
专项储备	377.97	258.31	500.61	494.52
盈余公积	14,960.16	14,960.16	12,914.27	12,279.46
未分配利润	221,941.12	204,745.19	178,322.24	162,048.12
归属于母公司所有者权益合计	1,062,725.34	1,045,677.05	628,786.88	475,209.43
少数股东权益	31,749.93	31,917.30	29,451.65	0.00
所有者权益合计	1,094,475.27	1,077,594.35	658,238.53	475,209.43
负债和所有者权益总计	1,297,810.63	1,292,778.75	1,119,743.92	913,218.81

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业收入	92,814.70	346,255.15	286,264.41	218,569.86
营业总成本	74,797.95	316,498.37	268,836.82	217,009.70
减：营业成本	62,735.22	263,618.29	223,489.07	172,738.22
税金及附加	582.04	3,666.66	2,364.30	1,907.62
销售费用	6,195.84	24,518.59	14,681.86	10,127.55
管理费用	5,000.04	19,111.97	13,284.38	10,275.17
财务费用	110.07	9,679.16	12,335.68	13,730.95
资产减值损失	174.73	-4,096.30	2,681.53	8,230.19
加：投资收益（损失以“-”号填列）	1,762.08	4,144.01	4,447.23	66,312.50
营业利润（亏损以“-”号填列）	19,778.84	33,900.79	21,874.83	67,872.66
加：营业外收入	651.31	3,173.74	6,386.31	71.27
减：营业外支出	11.90	115.05	33.75	0.00
利润总额（亏损总额以“-”号填列）	20,418.24	36,959.48	28,227.39	67,943.92
减：所得税费用	3,269.14	4,812.80	4,354.15	767.62
净利润（净亏损以“-”号填列）	17,149.10	32,146.68	23,873.24	67,176.30

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	2017年 1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	41,644.30	319,848.44	273,815.55	166,057.22
收到的税费返还	77.32	1,761.21	275	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	801.84	2,263.67	6,349.08	107.92
经营活动现金流入小计	42,523.47	323,873.33	280,439.63	166,165.14
购买商品、接受劳务支付的现金	43,934.22	195,149.51	178,925.56	113,197.47
支付给职工以及为职工支付的现金	7,547.58	22,665.84	19,673.75	11,230.57
支付的各项税费	3,858.93	21,259.00	15,888.83	8,574.34
支付其他与经营活动有关的现金	6,283.68	27,273.26	21,031.76	12,695.33
经营活动现金流出小计	61,624.41	266,347.61	235,519.89	145,697.70
经营活动产生的现金流量净额	-19,100.94	57,525.72	44,919.74	20,467.44
收回投资收到的现金	35,000.00	10,500.00	12,000.00	0.00
取得投资收益收到的现金	733.44	492.57	12,794.55	2,748.75
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	36.04	1,584.89	0.45	0.20
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	867.00	0.00	6,200.00
投资活动现金流入小计	35,769.47	13,444.47	24,795.00	8,948.95
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,958.28	67,744.52	113,047.43	71,676.87
投资支付的现金	1,377.22	163,879.65	12,000.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	18,914.14	-1,510.20
支付其他与投资活动有关的现金	140.00	0.00	6,200.00	0.00
投资活动现金流出小计	12,475.50	231,624.17	150,161.56	70,166.68
投资活动产生的现金流量净额	23,293.97	-218,179.70	-125,366.56	-61,217.73
吸收投资收到的现金	0.00	387,204.48	136,778.60	0.00
取得借款收到的现金	4,774.60	200,607.29	413,100.00	178,300.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	39,600.00
收到其他与筹资活动有关的现金	887.30	0.00	670.07	7,068.66
筹资活动现金流入小计	5,661.90	587,811.78	550,548.67	224,968.66
偿还债务支付的现金	15,100.00	434,207.29	383,300.00	176,300.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	426.15	19,839.17	37,872.84	21,496.11
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	430.43	6,713.06	1,006.70
筹资活动现金流出小计	15,526.15	454,476.90	427,885.91	198,802.80
筹资活动产生的现金流量净额	-9,864.25	133,334.88	122,662.76	26,165.86
汇率变动对现金的影响	-758.58	1,336.12	690.97	47.4

现金及现金等价物净增加额	-6,429.80	-25,982.98	42,906.90	-14,537.03
--------------	-----------	------------	-----------	------------

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	2016年	2015年	2014年
净利润	32,146.68	23,873.24	67,176.30
加：资产减值准备	-4,096.30	2,681.53	8,230.19
固定资产折旧	39,080.53	31,380.73	26,359.03
无形资产摊销	2,679.01	896.05	511.59
长期待摊费用摊销	14.72	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-769.03	-17.24	-0.17
财务费用	9,937.48	11,986.43	13,776.09
投资损失	-4,144.01	-4,447.23	-66,312.50
递延所得税资产减少	-1,453.10	-986.31	-1,973.34
递延所得税负债增加	-42.06	-40.16	247.44
存货的减少	1,733.39	12,591.12	-35,343.49
经营性应收项目的减少	-9,452.40	-22,548.62	-14,344.80
经营性应付项目的增加	-8,109.20	-10,449.80	22,141.11
经营活动产生的现金流量净额	57,525.72	44,919.74	20,467.44

资料来源：公司2014-2016年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
有息债务(万元)	113,638.18	123,909.14	357,303.65	327,310.90
资产负债率	15.67%	16.65%	41.22%	47.96%
流动比率	2.99	2.71	0.63	0.53
速动比率	2.10	2.06	0.41	0.26
产权比率	18.58%	19.97%	70.11%	92.17%
应收账款周转天数	-	65.68	68.82	63.22
存货周转天数	-	115.04	138.73	151.13
应付账款周转天数	-	99.43	127.82	111.11
净营业周期(天)	-	81.29	79.73	103.25
综合毛利率	32.41%	23.87%	21.93%	20.97%
期间费用率	12.18%	15.40%	14.08%	15.62%
总资产回报率	-	4.00%	3.96%	11.05%
EBITDA(万元)	-	90,007.35	72,535.92	108,191.69
EBITDA利息保障倍数	-	5.21	3.76	5.02
有息债务/EBITDA	-	1.38	4.93	3.03

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
	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	$360 / \{ \text{营业总收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业总收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	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	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	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 + 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。