

四川和邦股份有限公司

2013 年公司债券(第一期)

2014 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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。



四川和邦股份有限公司

2013年公司债券(第一期)2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果:

本期债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

债券剩余规模: 4 亿元

债券到期日期: 2020 年 4 月 22 日

评级日期: 2014 年 05 月 22 日

首次信用评级结果:

本期债券信用等级: AA

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

债券规模: 4 亿元

评级日期: 2013 年 02 月 05 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对四川和邦股份有限公司(以下简称“和邦股份”或“公司”)及其 2013 年 4 月 22 日发行的 2013 年公司债券(第一期)(以下简称“本期债券”)2014 年跟踪评级结果为:本期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。

主要财务指标:

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产(万元)	558,242.96	504,643.44	367,118.02
股东权益(万元)	329,017.20	340,471.22	137,677.31
资产负债率	41.06%	32.53%	62.50%
流动比率	1.44	2.63	0.86
营业收入(万元)	160,266.40	173,777.09	189,997.01
利润总额(万元)	7,048.60	38,977.83	48,728.99
有息债务 ¹ (万元)	194,999.41	140,800.00	188,350.00
投资收益(万元)	3,173.44	2,737.57	1,814.43
综合毛利率	19.17%	37.55%	42.49%
总资产回报率	2.87%	11.67%	18.17%
EBITDA(万元)	35,010.30	70,377.43	81,911.46
EBITDA 利息保障倍数	3.25	5.69	6.32
经营活动产生的现金流量净额(万元)	-40,747.80	13,495.98	55,256.31

资料来源:公司提供

¹ 有息债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

正面：

- 2014 年随着双甘膦、草甘膦及浮法玻璃项目的陆续投产，预计公司收入和利润有较大的提升空间；
- 与同行业其它上市公司相比，公司盈利能力仍相对较好。

关注：

- 目前纯碱行业产能过剩严重，业内企业面临较大经营压力；
- 受氮肥行业产能过剩以及旱情影响，公司氯化铵销量大幅下降；
- 跟踪期内氯化铵销售价格持续下滑，短期内预计该趋势难以扭转，需关注库存氯化铵的跌价风险；
- 受氯化铵销量下滑、纯碱和氯化铵销售均价下降以及天然气价格上涨等因素的影响，公司盈利能力和盈利水平大幅下滑；
- 公司应收账款、存货和预付款项增长迅速，营运资金压力大幅增加，经营净现金流持续恶化；
- 公司在建项目未来建设资金缺口较大，面临一定的资金压力，且存在一定的产能消化、市场开拓、项目实施和安全生产风险；
- 公司有息债务增长迅速，存在较大的债务偿还压力。

分析师

姓名：易美连 王一峰

电话：0755-82872736

邮箱：yiml@pyrating.cn

一、本期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，首期发行人民币4亿元，募集资金净额3.95亿元，票面年利率为5.80%。

本期债券期限为7年，起息日为2013年4月22日，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，第5年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券的本息兑付情况如下表所示：

表1 跟踪期内本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年4月22日	0.00	2,320.00	40,000.00
合计	0.00	2,320.00	40,000.00

资料来源：公司提供

截至2014年3月31日，募集资金已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股本情况、注册资本和实际控制人均未发生变化。主营业务依然为纯碱、氯化铵的生产和制造，以及盐矿、磷矿的开发。

合并范围方面，2013年2月公司独家发起设立了四川桥联商贸有限责任公司，并于2013年6月完成了四川武骏特种玻璃制品有限公司（以下简称“武骏玻璃”）100.00%股权的收购。

表2 跟踪期内新纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	主营业务
四川桥联商贸有限责任公司	桥联商贸	1,000.00	100.00%	销售材料和化肥
四川武骏特种玻璃制品有限公司	武骏玻璃	40,000.00	100.00%	玻璃制造

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司总资产为558,242.96万元，归属于母公司所有者权益为329,017.20万元，资产负债率为41.06%。2013年度，公司实现营业收入160,266.40万元，利润总额7,048.60万元，经营活动现金流量净额-40,747.80万元。

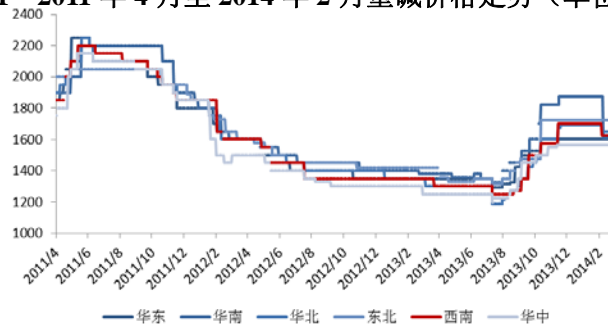
三、运营环境

2013年纯碱行业产能过剩依旧明显，价格整体低迷，短期内业内企业仍面临较大的经营压力

根据中国化工信息网、Wind 资讯和中国纯碱工业协会统计，2013 年底，我国纯碱产能为 3,100 万吨，2013 年纯碱产量为 2,393.15 万吨，表观消费量为 2,281.41 万吨，行业产能过剩较为明显。中国化工信息网显示，进入 2014 年，除 2013 年形成的 230 万吨/年产能会完全释放外，上半年还将有包括青海盐湖钾肥股份有限公司的 50 万吨/年及福州耀隆化工集团公司的 40 万吨/年，共 90 万吨/年新增产能投产，因此预计 2014 年纯碱资源量和市场供应量将超过 2013 年，而在下游需求及出口没有明显利好的情况下，预计短期内纯碱行业产能过剩仍难以明显改善，业内企业面临较大的经营压力。

受产能过剩影响，2013 年上半年纯碱价格持续低迷，9 月份后受工厂开工率低、产品供应偏紧的影响，纯碱价格有所回升。

图 1 2011 年 4 月至 2014 年 2 月重碱价格走势（单位：元/吨）

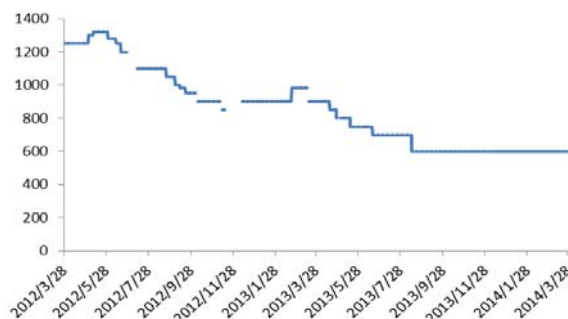


数据来源：百川资讯，国金证券研究所

2013 年我国氯化铵市场处于供大于求状态，价格阴跌不止

2013 年氯化铵下游需求不畅，复合肥开工不高，现用现买，且氮肥行业产能过剩，总体景气度较差。另外，由于国际需求不旺，氯化铵出口情况总体也不太好。国家统计局数据显示，2013 年前 11 个月，我国共出口肥料用氯化铵 36.90 万吨，同比下降 31.90%。受以上两方面因素的影响，据中国纯碱工业协会统计，2013 年我国氯化铵市场处于供大于求状态，全年氯化铵产量为 1,186.87 万吨，销量为 1,094.90 万吨，价格阴跌不止。

图 2 2012 年 3 月至 2014 年 3 月我国氯化铵价格走势（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯，国金证券研究所

四、经营与竞争

公司主营业务为纯碱和氯化铵的生产和销售、盐矿的开采和开发，2013年由于氯化铵销量的缩水，以及纯碱和氯化铵销售均价的下降，公司实现主营业务收入159,575.11万元，同比减少7.78%。2013年公司将联碱业务的中间体液氨部分销给关联方四川顺城化工股份有限公司用于双甘磷产品的生产，因此新增液氨销售收入。

表 3 公司主营业务分产品收入构成情况及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
纯碱	115,078.84	14.01%	86,935.13	25.41%
氯化铵	34,409.00	29.02%	78,804.77	48.98%
卤水	6,840.00	56.15%	7,293.20	57.39%
其他	3,247.27	4.97%	0.00	0.00%
合计	159,575.11	18.87%	173,033.10	37.49%

资料来源：公司提供

2013 年在氯化铵销量下滑、纯碱和氯化铵销售均价下降以及天然气价格上涨等因素的影响下，公司联碱业务毛利率大幅下滑

2013 年公司联碱产能与 2012 年相比无变化，依然为 80 万吨/年。公司以天然气为原料，采用联碱法生产纯碱，联产氯化铵，氯化铵与纯碱产量大约为 1:1。公司按生产计划进行生产，2013 年生产纯碱 88.89 万吨，同比增长 2.92%，生产氯化铵 91.41 万吨，同比增长 1.45%，两产品产能利用率均维持较高水平。

表 4 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2013 年	2012 年
纯碱	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	88.89	86.37
	产能利用率	111.11%	107.96%
氯化铵	产能（万吨/年）	80.00	80.00
	产量（万吨）	91.41	90.10
	产能利用率	114.26%	112.63%

资料来源：公司提供

销售方面，2013 年公司纯碱产销基本平衡，但销售均价较 2012 年下降 8.47%。氯化铵

受制于氮肥行业产能过剩以及 2013 年旱情影响，全年仅销售 48.85 万吨，同比下降 39.25%。另外 2013 年氯化铵出口行情也不乐观，这使得国内氯化铵出现供求失衡，价格阴跌不止，公司氯化铵 2013 年平均销售价格为 704.43 元/吨，较 2012 年下降 28.12%。2014 年在氯化铵市场开工率高，库存高，但下游需求依旧疲软的影响下，氯化铵销售价格进一步下滑，根据中国纯碱工业协会统计，2014 年 1-4 月，全国氯化铵销售均价干铵 514 元/吨，湿铵 400 元/吨。目前氯化铵市场仍以市场弱势低位运行为主，受各种利空因素冲击，预计短期回暖较为困难，需关注公司库存氯化铵的跌价风险。

表 5 公司主要产品的销售情况

产品	项目	2013 年	2012 年
纯碱	销量（万吨）	102.68	71.00
	均价（元/吨）	1,120.71	1,224.41
	产销率	115.51%	82.20%
氯化铵	销量（万吨）	48.85	80.41
	均价（元/吨）	704.43	979.99
	产销率	53.44%	89.25%

资料来源：公司提供

天然气是公司最主要原材料，约占公司生产成本的 30.00%，公司每年根据氯化铵的生产量拥有部分化肥用气指标，按国家发改委规定，化肥用气价格低于普通工业用气价格，因此公司天然气采购价格较低。不过目前四川省天然气价格改革已启动，2012 年 12 月，四川省发展和改革委员会公布了《关于我省实行天然气综合价格的通知》，调整了化肥生产用气价格，调整后的化肥生产用气实行全省统一化肥生产用气最高门站价格，其价格标准为每立方米 1.34 元，受此影响，2013 年公司天然气平均采购价格为 1.68 元/立方米，较 2012 年提升 7.69 个百分点。另外，2013 年公司采购的燃料煤价格也有一定程度的上涨，幅度达 12.09%。

表 6 公司主要原材料采购价格（不含税）

原材料	2013 年	2012 年
天然气（元/立方米）	1.68	1.56
工业盐（元/吨）	264.03	273.32
电力（元/度）	0.43	0.44
燃料煤（元/吨）	314.01	280.14

资料来源：公司提供

总之，2013 年受氯化铵销量减少，纯碱和氯化铵销售均价下降、以及主要原材料天然气和燃料煤涨价等因素影响，公司联碱业务毛利率下降 19.16 个百分点，全年实现收入 149,487.84 万元，同比减少 9.81%，实现毛利润 26,102.70 万元，同比减少 56.99%。

2014 年随着双甘磷、草甘磷项目的陆续投产，预计公司收入和利润有一定提升空间，但项目实施后存在一定的产能消化、市场开拓、安全生产风险

公司计划逐步打通 IDAN 法²全产业链，正在投资建设 5 万吨/年草甘磷生产项目，并通过定向增发的方式取得了乐山和邦农业科技有限公司（以下简称“和邦农科”）51.00%的股份（和邦农科成为公司全资子公司），进入双甘磷生产领域。

草甘磷是一种非选择性、无残留灭生性除草剂，主要用于转基因作物的除草，其生产工艺路线按照其中间产物的不同，可以分为甘氨酸路线和IDA路线（IDA为亚氨基二乙酸的缩写），其中IDA路线的关键中间产品为双甘磷。目前国内草甘磷行业也存在一定程度的产能过剩，景气度下滑，不过由于公司距离天然气坑口比较近，天然气成本较低，并且公司产业链完整，较其他企业而言生产草甘磷有一定的成本优势。公司5万吨/年草甘磷生产项目预计总投资50,100.00万元，截至2013年底，已完成投资15,848.03万元，预计将于2014年10月份建成投产。

2014 年 3 月公司非公开发行股份购买了四川省盐总公司持有的和邦农科 51.00%的股份。截至 2013 年 11 月 30 日和邦农科经审计股东全部权益为 31,370.06 万元，根据中联评估出具的《资产评估报告》（中联评报字[2013]第 999 号），和邦农科股东全部权益评估值为 159,671.62 万元，本次交易标的和邦农科 51%股权对应的评估值即支付对价为 81,432.5262 万元，评估增值率 408.99%。

表 7 2011-2013 年 11 月和邦农科备考主要财务数据（单位：万元）

项目	2013 年 11 月 30 日	2012 年	2011 年
总资产	180,328.18	110,564.91	67,064.81
负债	148,958.12	79,164.91	35,664.81
净资产	31,370.06	31,400.00	31,400.00
项目	2013 年 1-11 月	2012 年	2011 年
主营业务收入	0.00	0.00	0.00
利润总额	-35.22	0.00	0.00
净利润	-29.94	0.00	0.00

资料来源：四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司出具的和邦农科备考财务报告

和邦农科成立于2013年11月27日，系由顺城化工派生分立，四川省盐总公司持有其51%股权；公司持有其49%股权。和邦农科拥有13.50万吨/年双甘磷产能（两条生产线组成，每条产能6.75万吨），2014年底将扩至15万吨。其中1号和2号生产线已分别于2014年1月及2014年4月正式投产。2014年1季度，公司已分别与江苏好收成韦恩农化股份有限公司、南通江山

² IDAN 为草甘磷的一种生产技术，即用双甘磷—空气—催化氧化法制备草甘磷

农药化工股份有限公司、江苏杨农化工股份有限公司等知名企业签订了双甘膦产品购销合同，产品销售均价约16,000元/吨，产品生产成本低约1,200元/吨，吨毛利约4,000元，盈利能力较好。

总体而言，2014年随着双甘膦、草甘膦项目的投产，公司主营业务将由联碱业务变为以农化产品、精细化工产品为主，公司收入和利润水平预计也将有较大幅度的提升。不过，双甘膦、草甘膦为公司新产品，面临一定的市场开拓、项目实施和安全生产风险，后续若市场开拓不力，也面临较大的产能消化风险。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查，新的环保法也将由2015年1月1日施行，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公司支付更多的环保费用，成本压力增大。另外，我们也注意到，和邦农科资产负债率较高，该公司纳入公司合并报表后，将加大公司债务压力。

公司在建项目较多，面临较大的资金压力；联碱技改项目、浮法玻璃项目需关注产能消化风险

为进一步扩大经营规模，完善产业链，除双甘膦和草甘膦生产项目外，公司目前其他正在实施的项目主要有：60万吨/年联碱装置技术改造为90万吨/年联碱装置项目（以下简称“6改9”项目），100万吨/年采矿、200万吨/年选矿工程项目，浮法玻璃生产及深加工项目，蛋氨酸生产项目等。

表8 截至2013年底公司主要在建项目明细（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已完成投资
6改9项目	90,46.00	46,351.56
100万吨/年采矿、200万吨/年选矿工程项目	152,713.34	51,223.09
浮法玻璃生产及深加工项目	118,384.00	63,867.72
5万吨/年草甘膦生产项目	50,100.00	15,848.03
合计	321,197.34	177,290.40

注：双甘膦、蛋氨酸为2014年新开展项目，故未列入该表。

资料来源：公司提供

公司6改9项目于2012年开始实施，目前正在投建中，投产后公司联碱产能将提升至110万吨/年，该项目预计将于2014年投产。不过在目前纯碱行业产能过剩的背景下，公司6改9项目存在较大的产能消化风险。

公司全资子公司四川和邦磷矿有限公司（以下简称“和邦磷矿”）2009年12月通过竞拍获得烟峰磷矿采矿权，磷矿资源储量3,174.10万吨，矿区面积1.29平方公里，设计开采年限20年，采选能力100万吨/年。目前和邦磷矿已开始磷矿开采的前期准备工作，将根据项目用地落实情况开工。黄磷为双甘磷生产所需的主要原材料，15万吨双甘磷一年大约需消耗2.60万吨黄磷，因此该项目投产后将有助于加强双甘磷产品生产的成本优势。

2013年4月公司完成了武骏玻璃100.00%的股权收购，将业务范围延伸至浮法玻璃的生产和销售。武骏玻璃目前拥有两条浮法玻璃生产线在建，年产量约46.50万吨，预计将于2014年2季度正式投入运营。后续武骏玻璃计划实施的建设项目还包括玻璃深加工厂、余热发电站、石英砂矿。该项目投产后将进一步深化纯碱一体化产业链，每年有望内部消化纯碱10.50万吨，预计年均利润总额17,747.47万元。

另外，2014年3月与日本国日挥株式会社、欧洲公司（根据合同保密条款要求，不予披露）分别签订合同，取得蛋氨酸制造的全套技术及其专有设备和获得相关的技术服务，合同总金额折合人民币约18,956.00万元，截至2014年3月底已付款5,171.62万元，开始正式启动10万吨/年蛋氨酸项目一期工程（5万吨/年）的投资建设。该工程预计总投资约17.00亿元。

综上，公司目前在建项目较多，这些项目若能顺利建设和投产，将进一步完善公司产业链，丰富产品结构，形成新的利润增长点。但在目前纯碱、浮法玻璃行业产能过剩的背景下，公司6改9项目、浮法玻璃生产及深加工项目存在一定的产能消化风险。另外，这些项目与双甘磷、草甘磷一起后续投资支出在30.00亿元以上，将使公司面临较大的资金压力。

五、财务分析

财务分析基础说明

本篇报告所引用的财务数据来源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2011-2013年审计报告。

根据国家税务总局2012年第12号《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》的规定，公司已于2012年5月完成了2011年度企业所得税汇算清缴工作，经主管税务机关审核确认，公司企业所得税按15%缴纳。因2011年度财务报表审计及对外报出时，上述文件尚未颁布，公司2011年度财务报告全部按25%的所得税率计算编制，公司针对上述差异情况，在编制2012年度财务报告时对2010-2011年度财务报表进行了追溯调整。本

报告中有关 2011 年度财务数据的分析及指标的计算以调整后的数据为准。2013 年新纳入公司合并报表范围的子公司情况如表 1 所示。

资产结构与质量

2013 年公司资产规模进一步增长，但资产流动性有所减弱

受益于本期债券的成功发行，2013 年公司资产规模进一步增长，达到 558,242.96 万元，同比增长 10.62%。资产结构方面，由于新增在建项目较多，2013 年公司非流动资产占总资产的比重同比提升了 8.41 个百分点，流动性有所减弱。

2013 年货币资金余额大幅减少，主要系公司收购武骏玻璃，及 6 改 9 项目、武骏玻璃生产线建设等支出较多所致。公司应收票据全部为银行承兑汇票，应收账款均按照会计政策计提了坏账准备，2013 年末账龄一年以内的占比 98.53%。2013 年公司应收账款增长迅速，主要原因为宏观经济走势对纯碱销售市场不利，为促进产品销售，公司对部分长期合作客户收款期由次月收款延迟至 2 个月左右，回收风险加大。预付款项主要为预付原材料款及工程设备款，2013 年同比增长 239.69%，主要原因为预付“6 改 9 项目”、非同一控制下企业合并取得的“武骏玻璃项目”工程款项增加。公司存货主要为纯碱、氯化铵等产成品和工业盐、燃料煤等原材料，2013 年由于氯化铵需求量减少而导致库存上升，公司存货同比增长 22.17%。2014 年以来，氯化铵行业持续低迷，销售价格逐步下跌，预计短期回暖较为困难，需关注公司库存氯化铵的跌价风险。

2013 年公司增加对乐山市商业银行股份有限公司股权投资支出 5,002.42 万元，使得长期股权投资进一步增长。固定资产与 2012 年相比变化不大，在建工程同比增长 441.55%，主要系增加了 6 改 9 项目、非同一控制下企业合并取得的武骏玻璃项目等在建工程项目投资所致。跟踪期内，公司无形资产进一步增加，主要系公司通过收购武骏玻璃新获得土地使用权所致。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	30,890.43	5.53%	135,184.53	26.79%
应收票据	44,524.17	7.98%	24,314.47	4.82%
应收账款	30,081.01	5.39%	15,539.24	3.08%
预付款项	50,571.03	9.06%	14,887.27	2.95%
存货	54,847.05	9.82%	44,892.32	8.90%

流动资产合计	213,440.38	38.23%	235,376.54	46.64%
长期股权投资	35,079.83	6.28%	29,817.38	5.91%
固定资产	145,515.39	26.07%	159,777.91	31.66%
在建工程	69,581.27	12.46%	12,848.56	2.55%
无形资产	79,253.34	14.20%	64,550.65	12.79%
非流动资产合计	344,802.58	61.77%	269,266.90	53.36%
资产总计	558,242.96	100.00%	504,643.44	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

运营效率

公司运营效率大幅降低，营运资金压力明显加大

2013 年公司应收账款及应收票据周转天数大幅增长，主要原因为营业收入下降，且公司对部分长期合作客户延长了收款期导致应收账款余额增长较快。

存货周转方面，2013 年公司存货周转天数进一步提升，主要系公司产品氯化铵的需求量减少使得库存大幅提升。

从应付账款周转天数和净营业周期两指标来看，供应商给到公司的结算账期逐年在缩短，2013 年净营运周期较 2012 年延长 71.20 天，营运资金压力明显加大。

受流动资产周转速度下降，且在建工程增长速度大于营业收入规模增长速度的影响，2013 年公司总资产周转天数较 2012 年延长 290.78 天。

表 10 公司主要运营效率指标（单位：天）

项 目	2013 年	2012 年
应收账款及应收票据周转天数	64.28	35.25
存货周转天数	138.58	112.40
应付账款周转天数	57.43	73.42
净营业周期	145.43	74.23
总资产周转天数	1,193.76	902.98

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

盈利能力

2013 年受氯化铵销量下滑、纯碱和氯化铵销售均价下降以及天然气价格上涨等因素的影响，公司盈利能力和盈利水平大幅下滑

2013 年公司实现营业收入 160,266.40 万元，较 2012 年下降 8.43%，主要原因为：纯碱受下游需求影响，整个行业都在去库存化导致销售均价下降；氯化铵受制于氮肥行业产能过

剩以及 2013 年旱情影响，销量较上年同期下滑明显，另外氯化铵出口行情也不乐观，氯化铵行业供求失衡较为严重，销售均价也出现了较大幅度的下滑。

表11 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
营业收入	160,266.40	173,777.09
投资收益	3,173.44	2,737.57
营业利润	7,033.52	38,421.84
利润总额	7,048.60	38,977.83
净利润	6,442.91	33,489.37
综合毛利率	19.17%	37.55%
期间费用率	14.89%	15.04%
总资产回报率	2.87%	11.67%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

盈利能力方面，在纯碱、氯化铵销售均价大幅下降，且主要原料天然气价格上涨的带动下，公司综合毛利率由 2012 年的 37.55% 下降至 19.17%，下降幅度达 18.38 个百分点。但与同行业其他企业相比，公司盈利能力仍相对较好，不过后续若天然气采购价格进一步上扬，预计公司盈利能力的相对优势将逐步减少。

由于参股公司顺城化工、乐山市商业银行股份有限公司经营业绩较好，2013 年合计为公司贡献投资收益 3,173.44 万元，对公司盈利水平形成了较好的补充作用。

表 12 同行业上市公司纯碱和联碱产品毛利率比较

上市公司简称	工艺	产品名称	2013 年	2012 年
三友化工	氨碱法	纯碱	15.19%	15.34%
山东海化	氨碱法	纯碱	3.88%	-1.07%
青岛碱业	氨碱法	纯碱	-2.64%	-7.90%
华昌化工	“煤头”联碱法	联碱产品	6.46%	5.27%
新都化工	“煤头”联碱法	联碱产品	12.49%	14.69%
双环科技	“煤头”联碱法	联碱产品	-0.41%	14.19%
和邦股份	“气头”联碱法	联碱产品	17.46%	36.62%

注：联碱产品包括纯碱和氯化铵。

资料来源：根据公开资料整理

现金流

跟踪期内，公司经营净现金流持续恶化，后续在建项目投资建设资金需求大，面临较大的资金压力

2013 年由于公司净利润及收现比的大幅下降，而应收账款、应收票据和存货进一步增长并处于高位，对营运资金占用较多，公司经营活动净现金流持续恶化，净流出额达 40,747.80 万元。

受公司收购武骏玻璃，及 6 改 9 项目、浮法玻璃项目等投资建设支出较多的影响，2013 年公司投资活动表现为净支出 89,885.82 万元。由于公司在建项目后续投资建设资金需求仍然较大，预计未来公司仍面临较大的资金压力。

受本期债券发行成功募集资金的影响，2013 年公司筹资活动表现为净流入 23,942.40 万元。

表 13 公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比	0.66	0.85
净利润	6,442.91	33,489.37
FFO	31,871.57	61,838.36
营运资本的变化	-72,619.37	-48,342.38
存货的减少	-9,954.72	-22,017.13
经营性应收项目的减少	-37,189.63	-18,501.87
经营性应付项目的增加	-25,475.02	-7,823.38
经营活动产生的现金流量净额	-40,747.80	13,495.98
投资活动产生的现金流量净额	-89,885.82	-24,354.20
筹资活动产生的现金流量净额	23,942.40	110,225.82
现金及现金等价物净增加额	-106,699.71	99,365.92

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

财务安全性

公司有息债务规模增长迅速，面临较大的债务压力

由于银行借款的增加，及本期债券的成功发行，2013 年公司债务规模增长明显，达到 229,225.76 万元，同比增长 39.63%。

从负债构成来看，公司有息债务规模较大，且增长迅速，2013 年底达到 194,999.41 万元，同比增长 38.49%，占负债总额的比重达 85.07%，面临较大的债务压力。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	65,500.00	28.57%	33,000.00	20.10%

应付账款	26,476.03	11.55%	14,854.10	9.05%
一年内到期的非流动负债	49,000.00	21.38%	33,300.00	20.28%
流动负债合计	148,651.27	64.85%	89,598.18	54.58%
长期借款	41,000.00	17.89%	74,500.00	45.38%
应付债券	39,499.41	17.23%	0.00	0.00%
非流动负债合计	80,574.50	35.15%	74,574.04	45.42%
负债合计	229,225.76	100.00%	164,172.22	100.00%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

从主要偿债指标看，2013 年末公司资产负债率为 41.06%，仍处于较适中水平，但流动比率、速动比率、EBITDA 利息保障倍数均下降，短期偿债能力及偿付借款利息的能力下滑明显。

表 15 公司主要偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	41.06%	32.53%
负债/所有者权益	0.70	0.48
流动比率	1.44	2.63
速动比率	1.07	2.13
EBITDA（万元）	35,010.30	70,377.43
EBITDA 利息保障倍数	3.25	5.69

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

六、或有事项

公司 20 万吨/年联碱装置工程由四川泸天化弘旭工程建设公司（以下简称“弘旭公司”）负责安装，并签订了《二十万吨联碱项目系统工程安装合同》（以下简称“《安装合同》”）。

《安装合同》约定由弘旭公司负责安装整个联碱项目工程，总包价 1,650 万元。该工程于 2004 年 11 月 10 日安装完工。

2005 年 7 月 13 日，公司 20 万吨/年联碱项目工程中由德阳市新泰自动化仪表有限公司（以下简称“新泰公司”）提供的、弘旭公司安装的节流装置发生了质量事故，造成了公司的经济损失。为此，公司停止支付弘旭公司进度款，并起诉追索新泰公司和弘旭公司赔偿损失。2010 年 11 月 24 日，四川省高级人民法院出具（2010）川民终字第 522 号民事判决书，做出终审判决：判决新泰公司赔偿公司 3,624,510.01 元，并承担相关费用 260,440 元；判决弘旭公司赔偿公司 1,115,233.85 元及相关费用 95,720 元。截至 2011 年 3 月 31 日，公司已收到新泰公司的全部赔偿款 3,884,950.01 元，并冲抵弘旭公司应付工程款 1,210,953.85 元。

由于上述事故原因，公司停止支付弘旭公司工程款，为此弘旭公司于2009年9月向乐山市中级人民法院起诉公司，要求法院判令公司向其支付拖欠的工程款13,660,917.00元，及逾期付款利息，并承担本案诉讼费用。

公司对弘旭公司要求支付的其承建的二十万吨联碱项目系统工程安装合同工程款13,660,917.00元中的增量工程造价人民币6,585,917.00元所依据的证据不予认可，弘旭公司即请求受理该案的乐山市中级人民法院委托第三方鉴定机构对以上事项进行鉴定。第三方鉴定机构经现场勘察及工程造价计算后，于2013年10月10日出具司法鉴定书，该鉴定书结论为：增量工程造价金额为人民币700,536.37元。鉴定结论送达双方后，公司经梳理核实，发现该鉴定结论仍存在误算增加工程量，漏算减少工程量的情形，即向乐山市中级人民法院书面提出补充鉴定申请。鉴定结论作出后，乐山市中级人民法院进行了开庭审理，审理过程中，弘旭公司及公司均认为鉴定结论并不充分完整，要求进行补充鉴定，为查明事实，法院也同意进行补充鉴定。目前，补充鉴定工作仍在进行当中。

截至2013年12月31日，该案相应司法鉴定尚未完毕。因该案判决结果难以预计，公司未确认相关预计负债。

七、评级结论

2013年在天然气价格上涨，氯化铵销量下滑，以及纯碱和氯化铵销售均价下降等因素的影响下，公司主营业务毛利率和利润水平大幅下滑。2014年随着双甘膦、草甘膦项目的陆续投产，预计公司收入和利润有较大的提升空间。另外，除双甘膦、草甘膦外，公司其他在建的项目也较多，后续若这些项目进展顺利，将完善公司产业链，丰富产品结构，形成新的利润增长点，但项目实施后也存在一定的产能消化、市场开拓、安全生产风险，同时大额投资支出也将使公司面临较大的资金压力。由于资金需求的增加，跟踪期内，公司有息债务增长迅速，存在较大的债务偿还压力。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级和本期债券信用等级均维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	30,890.43	135,184.53	35,818.61
应收票据	44,524.17	24,314.47	21,702.39
应收账款	30,081.01	15,539.24	6,509.85
预付款项	50,571.03	14,887.27	4,364.74
应收利息	0.00	493.57	0.00
应收股利	2,352.00	0.00	980.00
其他应收款	174.70	65.14	32.42
存货	54,847.05	44,892.32	22,875.19
流动资产合计	213,440.38	235,376.54	92,283.20
长期股权投资	35,079.83	29,817.38	29,128.41
固定资产	145,515.39	159,777.91	176,537.05
在建工程	69,581.27	12,848.56	2,183.05
工程物资	12,476.55	311.18	0.00
无形资产	79,253.34	64,550.65	64,923.00
递延所得税资产	2,896.20	1,961.23	2,063.30
非流动资产合计	344,802.58	269,266.90	274,834.81
资产总计	558,242.96	504,643.44	367,118.02
短期借款	65,500.00	33,000.00	53,050.00
应付账款	26,476.03	14,854.10	29,412.26
预收款项	3,457.52	6,787.15	6,926.98
应付职工薪酬	1,443.83	1,473.88	1,464.86
应交税费	-310.66	-144.97	2,818.58
应付利息	1,846.23	287.79	394.40
其他应付款	1,238.31	40.23	73.63
一年内到期的非流动负债	49,000.00	33,300.00	13,000.00
流动负债合计	148,651.27	89,598.18	107,140.70
长期借款	41,000.00	74,500.00	122,300.00
应付债券	39,499.41	0.00	0.00
递延所得税负债	75.09	74.04	0.00
非流动负债合计	80,574.50	74,574.04	122,300.00
负债合计	229,225.76	164,172.22	229,440.70
股本	45,000.00	45,000.00	35,000.00
资本公积	174,724.61	174,725.12	15,436.95
专项储备	119.11	16.37	0.00
盈余公积	12,279.46	11,819.65	8,639.46

未分配利润	96,894.01	108,910.09	78,600.90
归属于母公司股东权益合计	329,017.20	340,471.22	137,677.31
股东权益合计	329,017.20	340,471.22	137,677.31
负债和股东权益总计	558,242.96	504,643.44	367,118.02

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	160,266.40	173,777.09	189,997.01
其中：营业收入	160,266.40	173,777.09	189,997.01
二、营业总成本	156,406.32	138,092.82	143,082.17
其中：营业成本	129,546.99	108,521.09	109,260.70
营业税金及附加	2,194.75	2,919.51	2,944.84
销售费用	8,155.69	5,189.47	8,164.80
管理费用	8,564.22	10,188.03	9,664.94
财务费用	7,138.85	10,760.44	12,970.23
资产减值损失	805.82	514.27	76.67
加：投资收益（损失以“-”号填列）	3,173.44	2,737.57	1,814.43
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,612.04	2,648.96	1,772.43
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	7,033.52	38,421.84	48,729.27
加：营业外收入	15.08	556.00	7.93
减：营业外支出	0.00	0.01	8.20
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.01	5.03
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	7,048.60	38,977.83	48,728.99
减：所得税费用	605.69	5,488.45	7,104.42
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	6,442.91	33,489.37	41,624.57

附录三-1 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	105,513.20	147,492.94	168,259.86
收到的其他与经营活动有关的现金	1,154.68	832.12	20.25
经营活动现金流入小计	106,667.88	148,325.06	168,280.11
购买商品、接受劳务支付的现金	118,501.38	92,804.18	71,782.81
支付给职工以及为职工支付的现金	10,652.39	11,419.12	10,257.54
支付的各项税费	7,091.61	20,338.76	18,638.10
支付的其他与经营活动有关的现金	11,170.30	10,267.02	12,345.34
经营活动现金流出小计	147,415.69	134,829.08	113,023.80
经营活动产生的现金流量净额	-40,747.80	13,495.98	55,256.31
收回投资所收到的现金	100,440.45	0.00	0.00
取得投资收益所收到的现金	120.95	3,028.61	42.00
投资活动现金流入小计	100,561.40	3,028.61	42.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	59,853.45	27,382.80	34,516.51
投资所支付的现金	105,002.42	0.00	3,136.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	25,591.36	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	190,447.22	27,382.80	37,652.51
投资活动产生的现金流量净额	-89,885.82	-24,354.20	-37,610.51
吸收投资所收到的现金	0.00	170,375.00	0.00
取得借款收到的现金	85,500.00	42,500.00	97,550.00
发行债券收到的现金	39,500.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	493.57	379.75	59.92
筹资活动现金流入小计	125,493.57	213,254.75	97,609.92
偿还债务支付的现金	70,800.00	90,050.00	78,200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27,376.57	12,331.51	12,125.33
支付其他与筹资活动有关的现金	3,374.61	647.43	246.63
筹资活动现金流出小计	101,551.18	103,028.94	90,571.96
筹资活动产生的现金流量净额	23,942.40	110,225.82	7,037.97
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-8.48	-1.68	-35.45
现金及现金等价物净增加额	-106,699.71	99,365.92	24,648.32
加：期初现金及现金等价物余额	135,184.53	35,818.61	11,170.29
期末现金及现金等价物余额	28,484.82	135,184.53	35,818.61

附录三--2 合并现金流量表及补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	6,442.91	33,489.37	41,624.57
加：资产减值准备	805.82	514.27	76.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	19,359.08	19,150.42	19,773.73
无形资产摊销	373.81	372.35	440.66
长年待摊费用摊销	0.00	0.00	5.03
处置固定资产、无形资产和其他长年资产的损失（收益以“-”号填列）	-8.08	0.01	0
财务费用（收益以“-”号填列）	8,237.28	10,873.40	12,970.23
投资损失（收益以“-”号填列）	-3,173.44	-2,737.57	-1,814.43
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-166.86	102.07	76.18
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	1.05	74.04	0
存货的减少（增加以“-”号填列）	-9,954.72	-22,017.13	-6,549.34
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-37,189.63	-18,501.87	-4,502.21
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-25,475.02	-7,823.38	-6,844.79
经营活动产生的现金流量净额	-40,747.80	13,495.98	55,256.31

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	全部债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / \text{计入财务费用利息支出}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 全部债务比	$\text{EBITDA} / \text{全部债务}$
	债务资本比率	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益})$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

（二）债务人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。