

四川和邦股份有限公司

2013 年公司债券(第二期)
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。

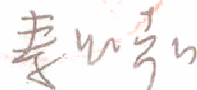
本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：



四川和邦股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：5 年

发行主体长期信用等级：AAA

发行规模：4 亿元

评级日期：2014 年 06 月 27 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”）本期拟发行的4亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于和邦股份的经营环境、经营状况、财务实力以及发展前景等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	562,730.63	558,242.96	504,643.44	367,118.02
股东权益（万元）	332,144.32	329,017.20	340,471.22	137,677.31
资产负债率	40.98%	41.06%	32.53%	62.50%
流动比率	1.08	1.44	2.63	0.86
营业收入（万元）	39,242.86	160,266.40	173,777.09	189,997.01
利润总额（万元）	3,374.39	7,048.60	38,977.83	48,728.99
有息债务 ¹ （万元）	198,525.76	194,999.41	140,800.00	188,350.00
投资收益（万元）	1,552.18	3,173.44	2,737.57	1,814.43
综合毛利率	23.79%	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）	22,864.14	-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：

- ▶ 依托资源产业链和市场优势，公司联碱业务盈利能力及毛利率均位于同类上市公司前列；
- ▶ 2014 年随着双甘磷、草甘磷和武骏玻璃项目的陆续投产，预计公司收入和利润将有较大幅度的提升空间。

关注：

- ▶ 目前纯碱行业产能过剩，业内企业面临经营压力；
- ▶ 2013 年以来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资金占用风险；
- ▶ 公司在建项目未来建设资金需求较大，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；
- ▶ 公司原材料工业盐和动力煤由关联公司提供，若交易价格不公允，存在由关联交易可能引致的风险；
- ▶ 2012 年以来公司应收账款、存货和预付款项均有所增长，有一定的营运资金压力，目前整体资金面偏紧。

分析师

姓名：易美连 王一峰

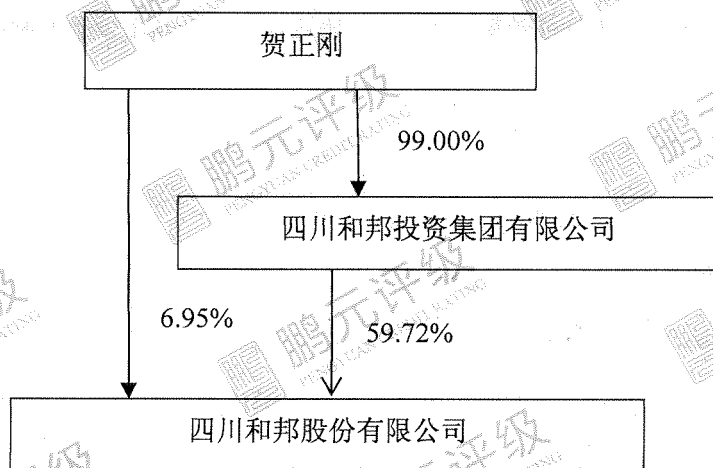
电话：0755-82872736

邮箱：yiml@pyrating.cn

一、发行主体概况

公司前身为四川乐山和邦化工有限公司，系由四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”）和张丽华共同出资 4,800 万元人民币于 2002 年 8 月组建的有限责任公司。2008 年 2 月，根据《四川和邦股份有限公司创立大会暨第一次股东大会决议》以及《发起人协议》，公司以截至 2008 年 1 月 31 日净资产折股整体变更为股份有限公司。截至 2008 年 1 月 31 日公司净资产为 36,344.97 万元，按 1.2115:1 的比例折合股本 30,000 万元，差额部分 6,344.97 万元转作资本公积。2010 年 12 月，为优化公司资产负债结构，并解决公司收购盐矿及采盐相关资产的资金需求，公司以 5 元/股的价格向哈尔滨恒世达昌科技有限公司、杭州万川吉股权投资合伙企业、北京硅谷天使创业投资有限公司等 8 家机构投资者定向增资扩股 5,000 万股，其中 5,000 万元作为公司新增股本，其余 20,000 万元溢价计入资本公积。2012 年 7 月，经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】704 号文核准，公司公开发行人民币普通股（A 股）10,000 万股，募集资金净额 16.93 亿元。公司股票于 2012 年 7 月 31 日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“和邦股份”，股票代码为“603077”。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 45,000 万元，实际控制人贺正刚先生直接和间接持有公司 66.67% 的股份。

图 1 截至 2014 年 3 月 31 日公司产权及实际控制关系



资料来源：公司提供

公司主营业务为纯碱、氯化铵的生产和销售，盐矿的开采和开发。公司以联碱的方法生产氯化铵和纯碱，目前拥有 80 万吨/年纯碱和 80 万吨/年氯化铵产能，210 万吨/年盐矿产能。

截至 2014 年 3 月底，纳入公司合并报表范围的一级子公司情况如下表所示，公司均持有这些公司 100.00% 的股份。

表 1 截至 2014 年 3 月底纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	公司简称	注册资本	主营业务
四川和邦磷矿有限公司	和邦磷矿	28,600.00	磷矿开发和开采
四川和邦盐矿有限公司	和邦盐矿	6,000.00	采盐和销售盐卤
四川桥联商贸有限责任公司	桥联商贸	1,000.00	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	玻璃制造
乐山和邦设备有限公司	和邦设备	1,000.00	生产设备的施工和安装、维修
乐山市新维自动化工程有限公司	新维自动化	300.00	电气设备、仪表等安装、调试、维护服务
四川合江和邦化学有限公司	和邦化学	2,000.00	蛋氨酸生产和销售

资料来源：公司提供

截至 2014 年 3 月 31 日，公司总资产为 562,730.63 万元，股东权益为 332,144.32 万元，资产负债率为 40.98%，2014 年 1-3 月经营活动现金流量净额为 22,864.14 万元。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。

二、本期债券概况

债券名称：四川和邦股份有限公司 2013 年公司债券（第二期）；

发行规模：4 亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为 5 年，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；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，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；

上调票面利率选择权：公司有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率，调整幅度为 0 至 100 个基点（含本数），其中 1 个基点为 0.01%；

投资者回售选择权：公司发出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券的第 3 个计息年度的付息日将持有的本期债券按面值全部或部分回售给公司。

三、本期债券募集资金用途

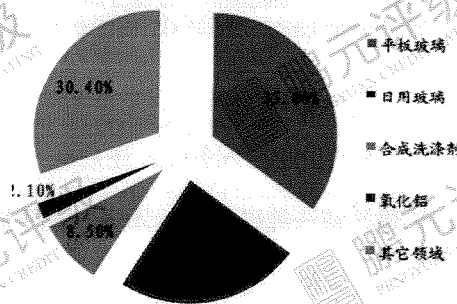
本期债券拟全部用于补充流动资金。

四、运营环境

近年我国纯碱行业发展迅速，短期内纯碱产能过剩难以改变，业内企业面临较大的经营压力，长期来看，该行业仍具有一定的市场空间

纯碱作为基础化工原材料，广泛用于建材，冶金，轻工等行业，其中玻璃行业是纯碱的主要下游行业，近年来房地产和汽车产业的发展带动了玻璃消费量的增加，也间接推动了纯碱行业的发展。

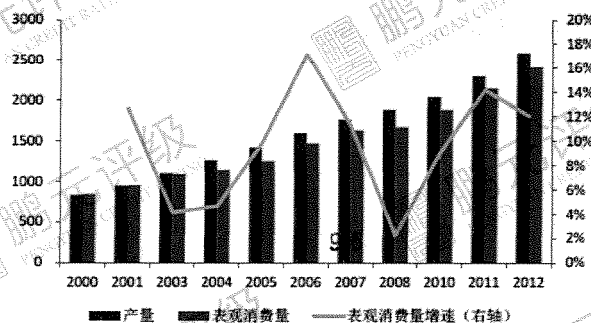
图 2 2012 年我国纯碱消费结构



资料来源：国泰君安证券 2012 年 7 月研究报告

根据中商情报网监测数据，2005 年，我国纯碱生产能力为 1,500 万吨/年，到 2012 年底达到 2,800-3,000 万吨/年，产能自 2005 年以来一直保持着年均约 10.00% 的增长趋势。另一方面，纯碱产量则由 2005 年的 1,421 万吨增长到 2012 年的 2,403 万吨，增速低于产能增速。另外，从下图也可以看到，近年我国纯碱产量均高于表观消费量，行业产能过剩。根据中国化工信息网、Wind 资讯和中国纯碱工业协会统计，截至 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，2013 年纯碱表观消费量为 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/年产能会在该年完全释放外，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均会超过 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的局面仍难以得到明显改善，业内企业面临较大的经营压力。

图 3 近年我国纯碱产量、表观消费量及增速（单位：万吨）



资料来源：信达证券研发中心

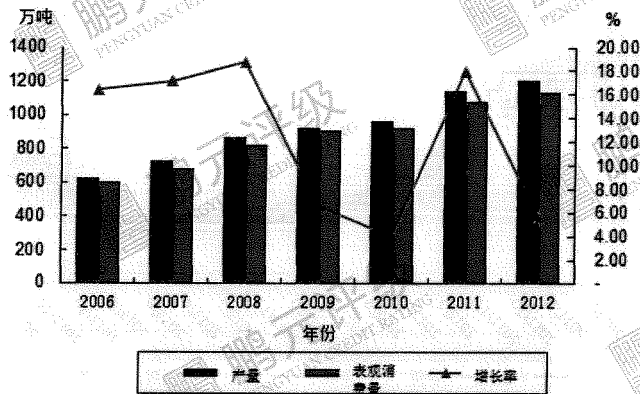
长期来看，纯碱作为基础化工原料仍具有一定的市场空间。“十八大”政府工作报告明确提出加快城镇化建设，城镇化从局限于“区域协调发展”上升至“全面建设小康社会载体”，地位日益凸显。我国城市化进程持续推进，离不开房地产行业的平稳健康发展，虽然国家针对房地产市场制定了一系列宏观调控措施，但其根本目的是防止房地产价格泡沫，而非抑制市场供给，同时政府主导的保障房建设的加快，将长期拉动纯碱消费；另外，随着我国经济的持续平稳增长，下游汽车用玻璃、合成洗涤剂、氧化铝等行业也将稳定增长，从而带动纯碱的需求提升。

政府政策方面，为了控制产能过剩的局面继续恶化，国家工信部于2010年5月1日公布《纯碱行业准入条件》，提出“新建纯碱项目氨碱厂设计能力不得小于120万吨/年，联碱厂设计能力不得小于60万吨/年”。《纯碱行业准入条件》还规定：中、东部地区和东北、华北、西南地区，不再审批新建、扩建氨碱法纯碱项目，不再审批不同时具备靠近能源产地、有自备盐场并能保证原盐自给、靠近纯碱和氯化铵市场、交通运输方便等条件的新建、扩建联碱项目。已经出台的《纯碱行业“十二五”发展规划》（以下简称“《规划》”）针对产能进一步过剩的趋势，提出控制纯碱产品总量，保持纯碱供需基本平衡的任务指标，计划到2015年将纯碱产能控制在3,000万吨/年。《规划》还提出，将鼓励对产业升级有重大作用的大型纯碱企业，通过技改、重组等方式做大做强。《纯碱行业准入条件》、《规划》等政策的实施，将给大型纯碱企业带来发展机遇。

氯化铵行业近年增长迅速，未来发展主要取决于复合肥市场的发展

氯化铵（ NH_4Cl ）属于化学肥料中的氮肥，在我国氯化铵95.00%以上用于农肥，其中90.00%以上又用于制造复合肥。2006年以来，随着氯化铵下游行业复合肥的需求增长，氯化铵价格走高，因此联碱企业经济效益开始好于氨碱法生产企业，从而促进联碱生产能力的快速增长。2008年金融危机后，氯化铵产能增速有所放缓。2010年下半年纯碱价格大幅上涨，促使联碱厂家高负荷生产，进一步增加了氯化铵的供应量。延续2010年的发展态势，2011年纯碱价格继续上涨，氯化铵产能和供应量进一步增加。2012年氯化铵产量达到1,201万吨，同比增长5.65%，表观消费量约1,036万吨。根据中国纯碱工业协会数据，2013年全年氯化铵产量为1,186.87万吨，销量为1,094.90万吨。

图 4 2006-2012 年国内氯化铵市场供需情况（单位：万吨）



数据来源：中国纯碱工业协会

氯化铵行业未来的发展，主要取决于复合肥市场的发展。2008 年，国内复合肥用量占总施肥量的 30.07%，据此数据推算，国内化肥的复合化率在 30.00%左右，而目前世界平均水平为 50.00%，发达国家高达 65.00-75.00%。根据发达国家的经验以及国内农民对复合肥料认识程度的加深，国内复合肥用量占总施肥量的比率将不断提升。中国石油和化学工业协会最新提出，力争 2015 年中国化肥施用复合化率达到 40.00%以上。

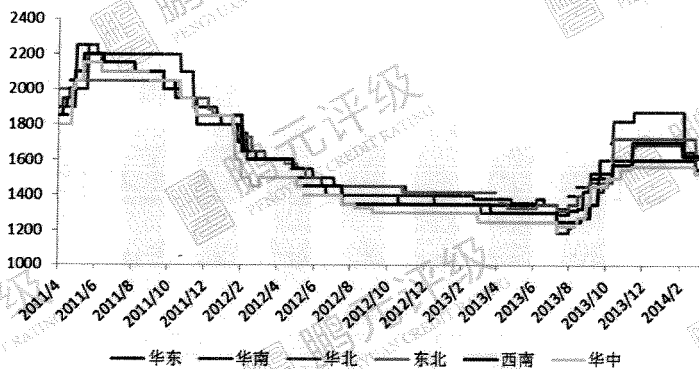
另外，随着农业结构战略性调整步伐的加快，经济作物种植面积将进一步扩大，对复合肥的需求将增加；农业生产集约化水平的提高，也将促进复合肥的需求上升。据中国化工信息中心预计，2010-2015 年中国复合肥施用量年均增长约 5.20%，到 2015 年中国复合肥的施用量将达到 2,300 万吨（折纯）。随着复合肥需求的增长，氯化铵的需求预计仍有一定的增长空间。

受宏观经济及市场供需的影响，纯碱和氯化氨的价格波动较频繁

纯碱作为基础化工产品，其产品为标准化产品，同质性较强，市场价格公开、透明，很难被少数企业操纵。从近年来价格走势看，纯碱价格表现出了较强的波动性和周期性。

2010 年末至 2011 年初，随着纯碱供给增加，纯碱价格出现回落；2011 年 5 月以来，在纯碱市场需求旺盛的背景下，纯碱价格持续上涨。2011 年四季度，纯碱价格稍有回落。2012 年受下游需求萎缩，产量不断释放的影响，纯碱销售价格较 2011 年大幅下降。2013 年上半年纯碱价格持续低迷，进入 9 月份以来，受工厂开工率低、产品供应偏紧的影响，纯碱价格有所回升，下游需求方面，玻璃市场持续好转，对纯碱价格也产生了一定的支撑作用。

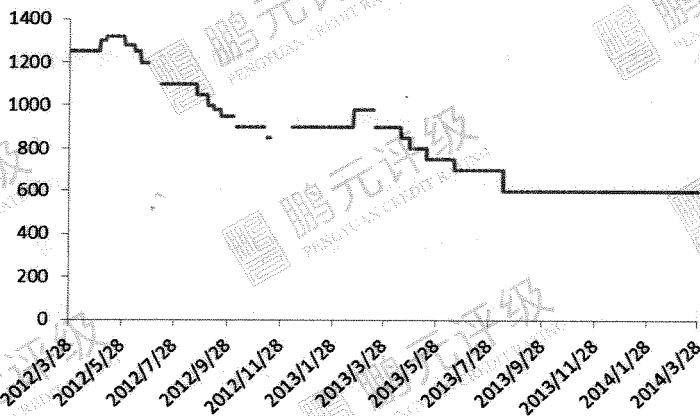
图5 2011年4月至2014年2月重碱价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

氯化铵价格的变动主要取决于三方面因素，其一，氯化铵主要用于生产复合肥，受化肥价格影响较大；其二，氯化铵作为氮肥的一种，销售价格受尿素等氮肥价格影响，尿素价格高企时，氯化铵价格随之上涨，尿素供大于求时，氯化铵价格也受其不利影响；其三，氯化铵受市场供给量变动影响，氯化铵主要来源联碱法生产，当纯碱价格上涨时，联碱生产厂商提高产能利用率，从而放大了氯化铵供应量，对其价格产生抑制作用。2012年3月份以来，由于受到复合肥企业良好、厂家推涨、尿素价格上涨带动等多种因素影响，氯化铵价格呈现大幅上涨走势，1-12月干氯化铵销售价格平均为974.33元/吨，同比上涨14.21%。2013年氯化铵下游需求不畅，复合肥开工不高，现用现买，另外，由于国际需求不旺，2013年氯化铵出口情况总体不太好。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，2013年我国氯化铵市场处于供大于求状态，价格阴跌不止。

图6 2012年3月至2014年3月我国氯化铵价格走势（单位：元/吨）



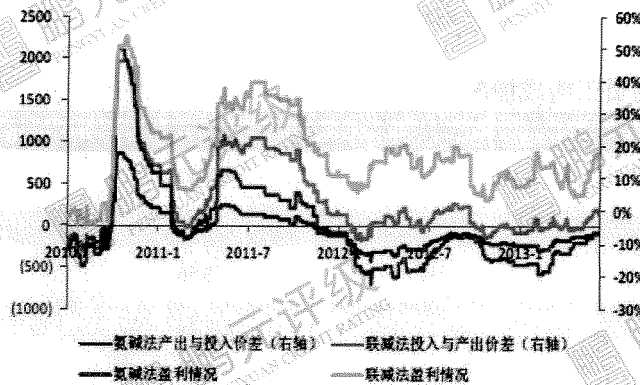
资料来源：信达证券研发中心

我国纯碱生产以氨碱法和联碱法为主，联碱法经济效益优于氨碱法

我国纯碱生产技术经历了近 150 年的发展，已经十分成熟。目前纯碱的生产方法可分为天然碱法和化学合成法两种，其中化学合成法又可分为联碱法和氨碱法两种。在美国等天然碱富集的国家主要以天然碱法生产纯碱，其他国家则以合成法生产纯碱为主。在我国，由于天然碱资源缺乏，纯碱生产以合成法为主。根据中国纯碱行业协会统计数据，截至 2012 年底，我国氨碱法生产纯碱的比重为 43.34%，联碱法为 49.47%。

联碱法包括合成氨和联碱生产两个阶段，这种生产方式较氨碱法而言，有两个特点可以有效降低了纯碱和氯化铵的成本，提高联碱法生产企业的经济效益。第一，可以使盐的利用率提高到96.00%以上，应用同量的盐比氨碱法生产更多的纯碱；第二，两个生产阶段可以相互结合，合成氨过程中产生的废气二氧化碳转变为制造纯碱的主要原料；纯碱合成过程中无效的成分氯离子与合成氨结合来制取氯化铵，消除了废渣，降低了纯碱和氯化铵的成本。

图 7 氨碱法和联碱法投入产出比



注：联碱法的产出按重质碱50%进行假设

资料来源：信达证券研发中心

五、公司治理和管理

近年来，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构，权力机构、决策机构、监督机构及经营管理层之间权责明确，公司运作规范化。公司董事会结合上交所发布的《上市公司内部控制指引》，按照上市公司的治理准则以及《公司章程》，制定并逐步完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》以及董事会各专门委员会工作细则等一系列规章制度，已形成了比较系统的治理框架文件。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会制定了《总经理工作细则》，对总经理的工作职责与权限进行了明确和规范，公司经营管理层成员责任分工明确。公司总经理

下设三位副总经理，分别分管成本和财务、和邦磷矿和盐矿、公司生产，除此之外，另设工艺纪律检查委员会、后勤部、办公室、销售部、采供部、人事部等职能部门（具体见附录四所示）。目前公司组织机构设置与公司业务规模、管理特征总体匹配程度较好。

此外，为加强内部控制，防范经营风险，公司按照《公司法》、《企业内部控制基本规范》、《上市公司内部控制指引》等规范性文件的要求，针对公司业务实际情况，建立了一系列内部控制制度，具体包括《关联交易管理制度》、《独立董事工作制度》、《对外担保管理制度》、《内部审计制度》、《募集资金使用管理办法》、《内幕信息登记管理制度》、《投资者关系管理制度》、《信息披露管理制度》。

值得注意的是，公司收购武骏玻璃和乐山和邦农业科技有限公司（以下简称“和邦农科”）后，在采购、生产、管理等整合方面将对公司整体管理水平提出一定挑战。

截至 2013 年底，公司现有在岗职工 2,723 名，从专业构成来看，主要表现为生产技术人员和行政人员，占比分别为 83.10%、13.26%。从教育程度来看，高中、中专及以下人员居多，占比达 80.91%，与公司员工专业构成情况较为相符。

表 2 截至 2013 年底公司员工构成情况

专业构成类别	专业构成人数（个）	占总员工的比重
生产人员	1,907	70.03%
销售人员	67	2.46%
技术人员	356	13.07%
财务人员	32	1.18%
行政人员	361	13.26%
合计	2,723	100.00%
教育程度类别	构成人数（个）	占总员工的比重
本科及以上学历	136	4.99%
大专学历	384	14.10%
高中及中专学历	1,259	46.24%
高中及以下	944	34.67%
合计	2,723	100.00%

资料来源：公司提供

总体而言，公司部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。

六、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，其中纯碱和氯化铵的

产品销售收入为公司主要收入和利润来源，2011-2013年两者收入合计占主营业务收入的比重分别达95.14%、95.79%、93.68%。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（以下简称“顺城化工”）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及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年		2011年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
纯碱	115,078.84	14.01%	86,935.13	25.41%	107,697.97	43.78%
氯化铵	34,409.00	29.02%	78,804.77	48.98%	72,814.87	37.95%
卤水	6,840.00	56.15%	7,293.20	57.39%	9,156.04	63.03%
其他	3,247.27	4.97%	0.00	0.00%	57.23	16.10%
合计	159,575.11	18.87%	173,033.10	37.49%	189,726.11	42.46%

注：2013年其他收入为液氨收入。

资料来源：公司提供

依托特殊生产工艺，及拥有的资源和地理优势，公司盈利能力表现相对较强，近年联碱业务毛利率均位于同类上市公司前列

公司原只有20万吨/年联碱装置，为突破产能限制并发挥规模经济效应，于2008年开始兴建60万吨/年联碱装置，2010年7月该装置投产后公司纯碱和氯化铵的产能提升至80万吨/年。2010年12月公司收购盐矿资源及相关资产后，新增卤水开采能力2,200万标方/年，折盐210万吨/年。

公司按生产计划进行生产，近三年公司主要产品纯碱和氯化铵的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	2011年
纯碱	产能（万吨/年）	80.00	80.00	80.00
	产量（万吨）	88.89	86.37	78.68
	产能利用率	111.11%	107.96%	98.35%
氯化铵	产能（万吨/年）	80.00	80.00	80.00
	产量（万吨）	91.41	90.10	81.57
	产能利用率	114.26%	112.63%	101.96%
盐卤	产能（万标方/年）	2,200.00	2,200.00	2,200.00
	产量（万标方）	1,592.42	1,675.35	1,899.24
	产能利用率	72.38%	76.15%	86.33%

资料来源：公司提供

依托特殊生产工艺，及拥有的资源和地理优势，公司盈利能力表现相对较强，2012年及2013年联碱产品（包括纯碱和氯化铵两个产品）毛利率均位于同类上市公司前列。这主要体现在公司的成本优势，具体如下：

首先，公司以天然气作为原材料以联碱法生产形成的优势。联碱法可以提高盐的使用率，并且可以同时生产氯化铵，降低两产品生产成本。另外，四川省为天然气富产区，管道输送距离短，目前公司使用的天然气就通过中石油管道直接输送至厂区，使公司取得天然气的价格低于非产区的价格，同时作为化肥生产企业，公司每年还获得部分化肥用气指标，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。值得注意的是，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》，将化肥生产用气价格做了调整指示，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，但调价后公司化肥用气的价格仍低于普通工业用气约0.64元每立方米。据安迅思息旺能源（ICIS C1）分析，2012年我国天然气进口依存度约30.00%左右，天然气价格急需形成市场化的机制，以保障资源供应，所以公司天然气采购价格后续有可能将进一步上扬，届时若公司产品销售价格未同步上涨，则公司盈利能力将下滑。

其次，卤水代替工业盐形成的成本优势以及工业盐采购的价格优势。2010年公司新建成投产的60万吨/年联碱装置，通过卤水净化处理装置，直接采用卤水替代工业盐作为原料的生产工艺，相比传统工艺，生产成本降低。2010年公司收购了和邦集团马踏盐矿和罗城盐矿的采矿权，两座盐矿总储量达2亿吨，采盐规模210万吨/年，与此同时，公司向四川和邦盐化有限公司收购了采盐相关经营性资产。收购盐矿和采盐经营性资产后，公司60万吨/年联碱装置生产所需卤水全部自给，成本优势得到加强。

此外，公司工业盐全部向参股子公司顺城化工采购。公司紧邻顺城化工，向其采购工业盐通过传送带输送，无需包装，因此工业盐采购价格也具备一定优势。

表5 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

2012 年以来受氯化铵销量下滑、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下滑，短中期内预计公司联碱业务经营业绩仍难以大幅改善

纯碱属基础化工原料，主要用于建材、冶金、轻工等行业，这些行业受宏观经济状况影响较大。2012 年以来受我国宏观经济下滑纯碱下游主要产品产量增幅下降，纯碱产业产能过剩竞争激烈的影响，公司纯碱销售均价逐步下滑。2013 年公司纯碱销售均价为 1,120.71 元/吨，较 2011 年下降 29.38%。

氯化铵主要用作化肥生产，受复合肥企业经营良好需求增加、厂家推涨、尿素价格上涨带动等多种因素影响，2012 年公司氯化铵的平均销售价格同比增长 21.60%。2013 年受制于氮肥行业产能过剩以及旱情影响，公司全年仅销售氯化铵 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%。

公司拥有盐矿资源储量 2 亿吨，从事卤水开采业务，在供应公司 60 万吨/年联碱装置以及 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）的同时，也供应公司持股 49.00%的顺城化工用于制盐，少量外卖。2011-2013 年，由于联碱业务规模逐步增大增加了卤水自身的消耗量，因此对外销量逐步减少。

产销率方面，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 1:1，2012-2013 年在公司纯碱产量继续保持高位的情况下，公司氯化铵产量远大于销售量，产销率逐步较低，库存量增加。

总体而言，2012 年以来受氯化铵销量下滑、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持续下滑，综合毛利率由 2011 年的 42.49% 下降至 2013 年的 19.17%，2012 年实现净利润 33,489.37 万元，同比下降 19.54%，2013 年实现净利润 6,442.91 万元，同比下降 80.76%。

表 6 公司主要产品的销售情况

产品	项目	2013 年	2012 年	2011 年
纯碱	销量（万吨）	102.68	71.00	67.87
	均价（元/吨）	1,120.71	1,224.41	1,586.91

	产销率	115.51%	82.20%	86.26%
氯化铵	销量(万吨)	48.85	80.41	90.35
	均价(元/吨)	704.43	979.99	805.88
	产销率	53.44%	89.25%	110.76%
卤水	销量(万标方)	973.32	1,032.75	1,899.24
	均价(元/标方)	7.03	7.06	7.05
	产销率	100%	100%	100.00%

资料来源：公司提供

未来经营业绩方面，目前国内纯碱价格已开始逐步企稳，但预计国内纯碱行业短期内仍难以扭转产能过剩的局面。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。因此短中期内，我们预计公司联碱业务经营业绩要大幅改善的可能性较小，且需关注公司库存氯化铵的资金占用风险。

公司主要原材料和动力供应稳定，但同时公司面临一定的供应商集中度较高的风险及关联交易可能引致的风险

公司生产所需的主要原料有天然气、工业盐和卤水，所需能源主要为电力和煤炭，根据2013年公司生产成本的统计结果，天然气、工业盐及卤水、电力、煤炭占公司生产成本的比重分别为33.71%、10.08%、17.08%和8.80%，这些原料和能源供应的稳定性及价格波动对公司经营影响较大。

公司近年主要原料天然气全部从中国石油天然气股份有限公司西南油气田分公司采购，主要动力电力从四川省电力公司乐山电业局采购，由于天然气和电力均是国有控股企业垄断，因此公司近年来前五大供应商的采购比重较高，这虽然在一定程度上有利于保证公司主要原材料和动力供应的稳定，但也使公司面临较大的供应商集中度较高的风险，一旦主要供应商提高供货价格，将对公司经营造成较大影响。

公司原有的20万吨/年联碱装置所需要的工业盐目前主要由关联公司顺城化工提供，顺城化工紧邻公司厂区，通过传送带输送至公司，几乎无运输成本。燃料煤方面，和邦集团控股子公司四川和邦集团乐山吉祥煤业有限责任公司（以下简称“吉祥煤业”）红旗煤矿位于乐山市五通桥区和犍为县交界处，距公司厂区仅20公里左右，运输成本较低，出于便利性和经济性的考虑，公司所需煤炭大多向吉祥煤业采购。2011-2013年公司关联方采购额占总采购额的比重分别为17.73%、16.19%和14.28%。公司向关联方采购物品均采用市场化定价

原则，对于公司提出的采购计划，顺城化工和吉祥煤业都优于其他第三方安排保障供应，这有利保障公司生产的稳定性，但也使公司存在因该等关联交易可能引致的风险。

表 7 公司前五大供应商情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
前五名供应商合计采购金额	87,917.51	82,879.75	76,024.59
前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例	78.45%	80.81%	87.36%

资料来源：公司提供

原材料采购价格方面，2011 年以来天然气呈逐步上升趋势，给公司带来了一定的成本压力。电力价格基本保持稳定，工业盐采购价格逐步下降，燃料煤采购价格呈现一定的波动，2012 年燃料煤的平均采购价格（不含税）较 2011 年同比下降 17.64%，主要原因为国内经济放缓导致煤炭需求疲弱、煤炭企业去库存等因素使得国内煤炭行业供大于求。

表 8 公司主要原材料采购价格（不含税）

原材料	2013 年	2012 年	2011 年
天然气（元/立方米）	1.68	1.56	1.37
工业盐（元/吨）	264.03	273.32	291.01
电力（元/度）	0.43	0.44	0.41
燃料煤（元/吨）	314.01	280.14	340.13

资料来源：公司提供

公司客户集中度不高，销售区域主要集中在西南地区

经过多年的发展，公司已形成了完整的销售体系和稳固的客户群体。销售网络设置方面，公司在西南、华中、华南等地区分别设置办事处，由专人负责各地的市场开发和销售服务。销售模式方面，目前公司产品绝大部分通过自己的销售部门直接向最终用户销售。纯碱主要客户为国内大型玻璃、洗涤剂以及氧化铝制造商，包括中国南玻集团股份有限公司、台玻集团成都玻璃有限公司、明达玻璃（成都）有限公司、宝洁公司、纳爱斯集团有限公司以及中国铝业股份有限公司等。氯化铵主要客户为：国内大型农业化工复合肥制造商以及农资经销商，主要包括中国中化集团公司、湖北新洋丰肥业股份有限公司、山东金正大生态工程股份有限公司等。2011-2013 年公司前五大客户的销售额和销售占比如下表所示。公司不存在向单个客户的销售额超过营业收入 50.00% 的情形，避免了客户集中度较高的风险。

表 9 公司主要产品前五大客户销售额和销售占比（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
前五名客户销售金额合计	38,322.60	33,989.35	40,489.77
前五名客户销售金额占销售金额比重	23.91%	19.57%	21.31%

资料来源：公司提供

销售区域方面，由于纯碱、氯化铵均属大宗商品，具有一定的经济运输半径，2011-2013年四川及西南地区（除四川）销售额占总销售额的比重均在 60.00%左右。

表 10 公司分区域产品销售情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
四川	64,923.02	40.68%	73,216.67	42.31%	75,579.07	39.84%
西南地区（除四川）	44,160.16	27.67%	44,995.72	26.00%	38,175.56	20.12%
国内其他地区	50,491.93	31.64%	54,820.71	31.68%	74,948.66	39.50%
国外	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1,022.82	0.54%
合计	159,575.11	100.00%	173,033.10	100.00%	189,726.11	100.00%

资料来源：公司提供

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较大提升空间，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

公司计划逐步打通草甘磷全产业链，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和邦农科 51.00%的股份，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双甘磷路线。目前国内草甘磷行业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。

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 11 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/年双甘膦产能（两条生产线组成，每条产能6.75万吨），2014年底有望通过技改方式将产能扩充至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，产品生产成本约1,2000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。与此同时，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，但该政策同时也将在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：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12 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	90,460.00	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	411,657.34	177,290.40
----	------------	------------

注：双甘磷、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、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月公司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用设备并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。

七、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2009-2011年连审审计报告、2012年-2013年审计报告以及未经审计的2014

年1季度报表。

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。

近三年一期公司合并范围的情况如下表所示，2013年2月公司独家发起设立了桥联商贸，并于2013年4月完成了武骏玻璃100%股权的收购。2014年1季度公司分别投资设立了和邦设备、新维自动化和和邦化学。

表13 近三年一期纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
和邦磷矿	和邦磷矿	和邦磷矿	和邦磷矿
和邦盐矿	和邦盐矿	和邦盐矿	和邦盐矿
桥联商贸	桥联商贸	-	-
武骏玻璃	武骏玻璃	-	-
和邦设备	-	-	-
新维自动化	-	-	-
和邦化学	-	-	-

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年公司应收账款和存货增长迅速，应收账款坏账风险和存货资金占用风险加大

受益于 2012 年公司公开发行人民币普通股募集资金的到位，及 2013 年公司债第一期的成功发行，公司资产规模增长明显，2014 年 3 月底达到 562,730.63 万元，较 2011 年增长 53.28%。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	35,843.37	6.37%	30,890.43	5.53%	135,184.53	26.79%	35,818.61	9.76%
应收票据	9,708.98	1.73%	44,524.17	7.98%	24,314.47	4.82%	21,702.39	5.91%
应收账款	37,677.47	6.70%	30,081.01	5.39%	15,539.24	3.08%	6,509.85	1.77%
预付款项	49,522.70	8.80%	50,571.03	9.06%	14,887.27	2.95%	4,364.74	1.19%

存货	60,430.25	10.74%	54,847.05	9.82%	44,892.32	8.90%	22,875.19	6.23%
流动资产合计	195,758.31	34.79%	213,440.38	38.23%	235,376.54	46.64%	92,283.20	25.14%
长期股权投资	36,632.02	6.51%	35,079.83	6.28%	29,817.38	5.91%	29,128.41	7.93%
固定资产	140,978.01	25.05%	145,515.39	26.07%	159,777.91	31.66%	176,537.05	48.09%
在建工程	94,012.21	16.71%	69,581.27	12.46%	12,848.56	2.55%	2,183.05	0.59%
无形资产	82,812.61	14.72%	79,253.34	14.20%	64,550.65	12.79%	64,923.00	17.68%
非流动资产合计	366,972.32	65.21%	344,802.58	61.77%	269,266.90	53.36%	274,834.81	74.86%
资产总计	562,730.63	100.00%	558,242.96	100.00%	504,643.44	100.00%	367,118.02	100.00%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 1 季度报表

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。2012 年由于公开发行普通股募集资金的到位，公司货币资金大幅增加。2013 年该科目余额大幅减少，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，应收账款已按照会计政策充分计提了坏账准备。2013 年末应收账款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，坏账风险加大。预付款项主要为公司预付原材料款及工程设备款，2013 年同比增长 239.69%，主要为预付“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。2012 年末存货余额大幅增加，主要系纯碱产量增加，但受宏观经济影响，纯碱市场价格走低，公司增加纯碱库存储备所致。2013 年存货余额进一步增长，主要系氯化铵需求量减少导致库存量大幅上升。在目前氯化铵价格持续下滑的背景下，需关注库存商品的资金占用风险。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。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，使得长期股权投资增长较快。固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，由于折旧，近三年公司固定资产账面价值逐步减少。受 6 改 9 项目、员工培训中心和磷矿开发项目，及浮法玻璃项目逐步开工及建设的影响，2012 年以来公司在建工程增长迅速。无形资产主要是土地使用权、盐卤采矿权和磷矿采矿权，2013 年无形资产增长较多，主要缘于公司通过收购武骏玻璃新获得了土地使用权。

总体而言，近年来在主要产品外部运营环境景气度下滑的影响下，公司应收账款、存货增长迅速，应收账款坏账风险和存货资金占用风险加大。

运营效率

公司近年整体运营效率降低，营运资金压力加大

近年公司应收账款及应收票据周转天数逐步增加，其中 2012 年以来受收入下降，且公司对部分长期合作客户延长收款期的影响，增长尤为明显，2013 年达到 64.28 天，较 2011 年增加 40.58 天。

存货周转方面，自 2011 年四季度以来，受宏观经济走弱的影响，纯碱市场价格较低，公司增加产品库存使存货余额持续增长，并且增长幅度大于营业成本的增长幅度，存货周转天数增加。2013 年，存货周转天数进一步提升，主要系氯化铵需求量减少使得库存大幅上升。

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，2012 年净营业周期开始由负数转为正数并呈现逐步快速增长趋势，表明公司营运资金压力加大。

表 15 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
应收账款及应收票据周转天数	64.28	35.25	23.70
存货周转天数	138.58	112.40	64.58
应付账款周转天数	57.43	73.42	95.00
净营业周期	145.43	74.23	-6.72
总资产周转天数	1,193.76	902.98	641.94

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

盈利能力

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，近年来公司盈利能力和盈利水平下滑

2012 年以来受氯化铵销量下滑，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下滑，综合毛利率由 2011 年的 42.49% 下降至 2013 年的 19.17%，2012 年实现净利润 33,489.37 万元，同比下降 19.54%，2013 年实现净利润 6,442.91 万元，同比下降 80.76%。

表 16 公司主要盈利能力指标

项目	2014 年 1-3 月	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入（万元）	39,242.86	160,266.40	173,777.09	189,997.01

投资收益 (万元)	1,552.18	3,173.44	2,737.57	1,814.43
营业利润 (万元)	3,374.22	7,033.52	38,421.84	48,729.27
利润总额 (万元)	3,374.39	7,048.60	38,977.83	48,728.99
净利润 (万元)	3,104.92	6,442.91	33,489.37	41,624.57
综合毛利率	23.79%	19.17%	37.55%	42.49%
期间费用率	16.64%	14.89%	15.04%	16.21%
总资产回报率	-	2.87%	11.67%	18.17%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 1 季度报表

公司期间费用较高，近三年期间费用率均在 15.00% 左右，一定程度上削弱了公司整体盈利能力。

参股公司顺城化工、乐山市商业银行股份有限公司近年经营业绩较好，近三年又一期合计分别为公司贡献投资收益 1,814.43 万元、2,737.57 万元、3,173.44 万元和 1,552.18 万元，对公司盈利水平形成了较好的补充作用。

现金流

公司目前整体资金面偏紧，且后续在建项目投资建设资金需求大，公司仍面临一定的资金压力

2013 年公司经营净现金流表现为净流出 -40,747.80 万元，主要原因为：1、受收入下降和盈利能力下滑的影响，净利润水平降低；2、存货和应收项目大幅增加占用的资金较多。

近三年公司投资活动产生的现金流量净额均为负数，这主要系公司不断收购上游原材料资源，及对在建工程投入、购建固定资产和技改项目支出等所致。2013 年，公司收购武骏玻璃，及 6 改 9 项目、浮法玻璃项目投资建设支出较多，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，预计公司未来仍面临一定的资金压力。

2012 年公司上市募集资金 170,375.00 万元，使得筹资活动产生的现金净流入大幅增加，现金及现金等价物净增加额较 2011 年同比增长 303.13%。2013 年，由于经营净现金明显恶化，而对外投资仍保持较高规模，公司整体资金面表现较为紧张，现金及现金等价物净增加额表现为净流出 10.67 亿元。

表 17 公司主要现金流量指标 (单位：万元)

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	6,442.91	33,489.37	41,624.57
FFO	31,871.57	61,838.36	73,152.64

营运资本的变化	-72,619.37	-48,342.38	-17,896.34
存货的减少	-9,954.72	-22,017.13	-6,549.34
经营性应收项目的减少	-37,189.63	-18,501.87	-4,502.21
经营性应付项目的增加	-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
投资活动产生的现金流量净额	-89,885.82	-24,354.20	-37,610.51
筹资活动产生的现金流量净额	23,942.40	110,225.82	7,037.97
现金及现金等价物净增加额	-106,699.71	99,365.92	24,648.32

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告

财务安全性

2013 年以来公司有息债务规模增长迅速，面临一定的债务压力

2011-2014 年 3 月公司负债水平有所波动，2012 年 7 月公司成功上市后，资金面较为宽裕，公司偿还了较多的银行借款使得负债水平有所下降，所有者权益对债务的保证程度大幅提升。2013 年，受银行借款增加，及 2013 年公司债券第一期的成功发行，公司债务规模增长明显，资产负债率提升。

从负债结构来看，公司有息债务规模较大，且增长迅速，2014 年 3 月底达到 198,525.76 万元，较 2012 年增长 41.00%，占负债总额的比重达 86.10%，债务压力较大。

应付账款主要为应付货款、设备款和工程款，2012 年应付账款较 2011 年减少 49.50%，主要系支付了磷矿采矿权尾款所致。受在建工程投资项目工程款、设备款的增加，2013 年应付账款同比增长 78.24%。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年 3 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	100,000.00	43.37%	65,500.00	28.57%	33,000.00	20.10%	53,050.00	23.12%
应付账款	25,075.50	10.87%	26,476.03	11.55%	14,854.10	9.05%	29,412.26	12.82%
一年内到期的非流动负债	49,000.00	21.25%	49,000.00	21.38%	33,300.00	20.28%	13,000.00	5.67%
流动负债合计	180,989.42	78.49%	148,651.27	64.85%	89,598.18	54.58%	107,140.70	46.70%
长期借款	10,000.00	4.34%	41,000.00	17.89%	74,500.00	45.38%	122,300.00	53.30%
应付债券	39,525.76	17.14%	39,499.41	17.23%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	49,596.89	21.51%	80,574.50	35.15%	74,574.04	45.42%	122,300.00	53.30%
负债合计	230,586.31	100.00%	229,225.76	100.00%	164,172.22	100.00%	229,440.70	100.00%

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 1 季度报表

从主要偿债指标看，2011年，公司资产负债率水平较高，所有者权益对负债的覆盖程度较低，流动比率和速动比率均处于较低水平。2012年公司上市募集资金后，各项主要偿债指标均有大幅改善，但随着融资规模的扩大，2013年公司各项长短期偿债能力指标均有所弱化。

表 19 公司主要偿债能力指标

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
资产负债率	40.98%	41.06%	32.53%	62.50%
负债/所有者权益	0.69	0.70	0.48	1.67
流动比率	1.08	1.44	2.63	0.86
速动比率	0.75	1.07	2.13	0.65
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

资料来源：公司 2011-2013 年审计报告及未经审计的 2014 年 1 季度报表

八、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。

九、本期债券条款分析

（一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行规模人民币4亿元，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，在存续期内每年付息一次，到期支付本金及最后一期利息。

（二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

本期债券本息偿付资金将主要来源于公司日常经营活动产生的现金流。2011-2014年3月，公司合并报表范围实现的营业收入分别为189,997.01万元、173,777.09万元、160,266.40万元和39,242.86万元，净利润分别为41,624.57万元、33,489.37万元、6,442.91万元和3,104.92万元，实现的经营净现金流分别为55,256.31万元、13,495.98万元、-40,747.80万元和22,864.14万元。2014年随着双甘麟、草甘麟项目的陆续投产，预计公司收入、利润和经营净现金流表现均将有所改善。但我们同时关注到，公司主要原料天然气采购价格有逐年上升趋势，后续若公司产品销售价格未同步上涨，则公司盈利能力将下滑从而对经营净现金流表现产生一定负面影响。另外，新产品投产将对公司市场开拓、经营管理造成一定压力，未来能否达到预期收益存在不确定性。

公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。首先，公司可通过流动资产变现来补充偿债资金，截至2014年3月末，公司流动资产为195,758.31万元。在公司现金流量不足的情况下，可以通过流动资产变现来获得必要的偿债资金。但同时我们也关

注到应收款项的催收难度与存货变现存在的折价情况。另外，公司可通过变卖非流动资产获取偿债资金，截至 2014 年 3 月末，公司非流动资产为 366,972.32 万元，主要是房屋、机器设备、无形资产，必要时，公司可以变卖部分资产以偿债，但这将影响到公司的可持续经营。

附录一 合并资产负债表 (单位: 万元)

项目	2014年3月	2013年	2012年	2011年
货币资金	35,843.37	30,890.43	135,184.53	35,818.61
应收票据	9,708.98	44,524.17	24,314.47	21,702.39
应收账款	37,677.47	30,081.01	15,539.24	6,509.85
预付款项	49,522.70	50,571.03	14,887.27	4,364.74
应收利息	0.00	0.00	493.57	0.00
应收股利	2,352.00	2,352.00	0.00	980.00
其他应收款	223.54	174.70	65.14	32.42
存货	60,430.25	54,847.05	44,892.32	22,875.19
流动资产合计	195,758.31	213,440.38	235,376.54	92,283.20
长期股权投资	36,632.02	35,079.83	29,817.38	29,128.41
固定资产	140,978.01	145,515.39	159,777.91	176,537.05
在建工程	94,012.21	69,581.27	12,848.56	2,183.05
工程物资	9,523.03	12,476.55	311.18	0.00
无形资产	82,812.61	79,253.34	64,550.65	64,923.00
递延所得税资产	3,014.44	2,896.20	1,961.23	2,063.30
非流动资产合计	366,972.32	344,802.58	269,266.90	274,834.81
资产总计	562,730.63	558,242.96	504,643.44	367,118.02
短期借款	100,000.00	65,500.00	33,000.00	53,050.00
应付账款	25,075.50	26,476.03	14,854.10	29,412.26
预收款项	2,795.88	3,457.52	6,787.15	6,926.98
应付职工薪酬	653.14	1,443.83	1,473.88	1,464.86
应交税费	-215.51	-310.66	-144.97	2,818.58
应付利息	2,434.52	1,846.23	287.79	394.40
其他应付款	1,245.89	1,238.31	40.23	73.63
一年内到期的非流动负债	49,000.00	49,000.00	33,300.00	13,000.00
流动负债合计	180,989.42	148,651.27	89,598.18	107,140.70
长期借款	10,000.00	41,000.00	74,500.00	122,300.00
应付债券	39,525.76	39,499.41	0.00	0.00
递延所得税负债	71.14	75.09	74.04	0.00
非流动负债合计	49,596.89	80,574.50	74,574.04	122,300.00
负债合计	230,586.31	229,225.76	164,172.22	229,440.70
股本	45,000.00	45,000.00	45,000.00	35,000.00
资本公积	174,724.61	174,724.61	174,725.12	15,436.95
专项储备	141.31	119.11	16.37	0.00
盈余公积	12,279.46	12,279.46	11,819.65	8,639.46

未分配利润	99,998.94	96,894.01	108,910.09	78,600.90
归属于母公司股东权益合计	332,144.32	329,017.20	340,471.22	137,677.31
股东权益合计	332,144.32	329,017.20	340,471.22	137,677.31
负债和股东权益总计	562,730.63	558,242.96	504,643.44	367,118.02

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	39,242.86	160,266.40	173,777.09	189,997.01
其中：营业收入	39,242.86	160,266.40	173,777.09	189,997.01
二、营业总成本	37,420.82	156,406.32	138,092.82	143,082.17
其中：营业成本	29,908.03	129,546.99	108,521.09	109,260.70
营业税金及附加	592.48	2,194.75	2,919.51	2,944.84
销售费用	2,161.45	8,155.69	5,189.47	8,164.80
管理费用	1,831.74	8,564.22	10,188.03	9,664.94
财务费用	2,538.50	7,138.85	10,760.44	12,970.23
资产减值损失	388.62	805.82	514.27	76.67
加：投资收益（损失以“-”号填列）	1,552.18	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	1,552.18	2,612.04	2,648.96	1,772.43
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	3,374.22	7,033.52	38,421.84	48,729.27
加：营业外收入	0.17	15.08	556.00	7.93
减：营业外支出	0.00	0.00	0.01	8.20
其中：非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.01	5.03
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	3,374.39	7,048.60	38,977.83	48,728.99
减：所得税费用	269.46	605.69	5,488.45	7,104.42
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,104.92	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）

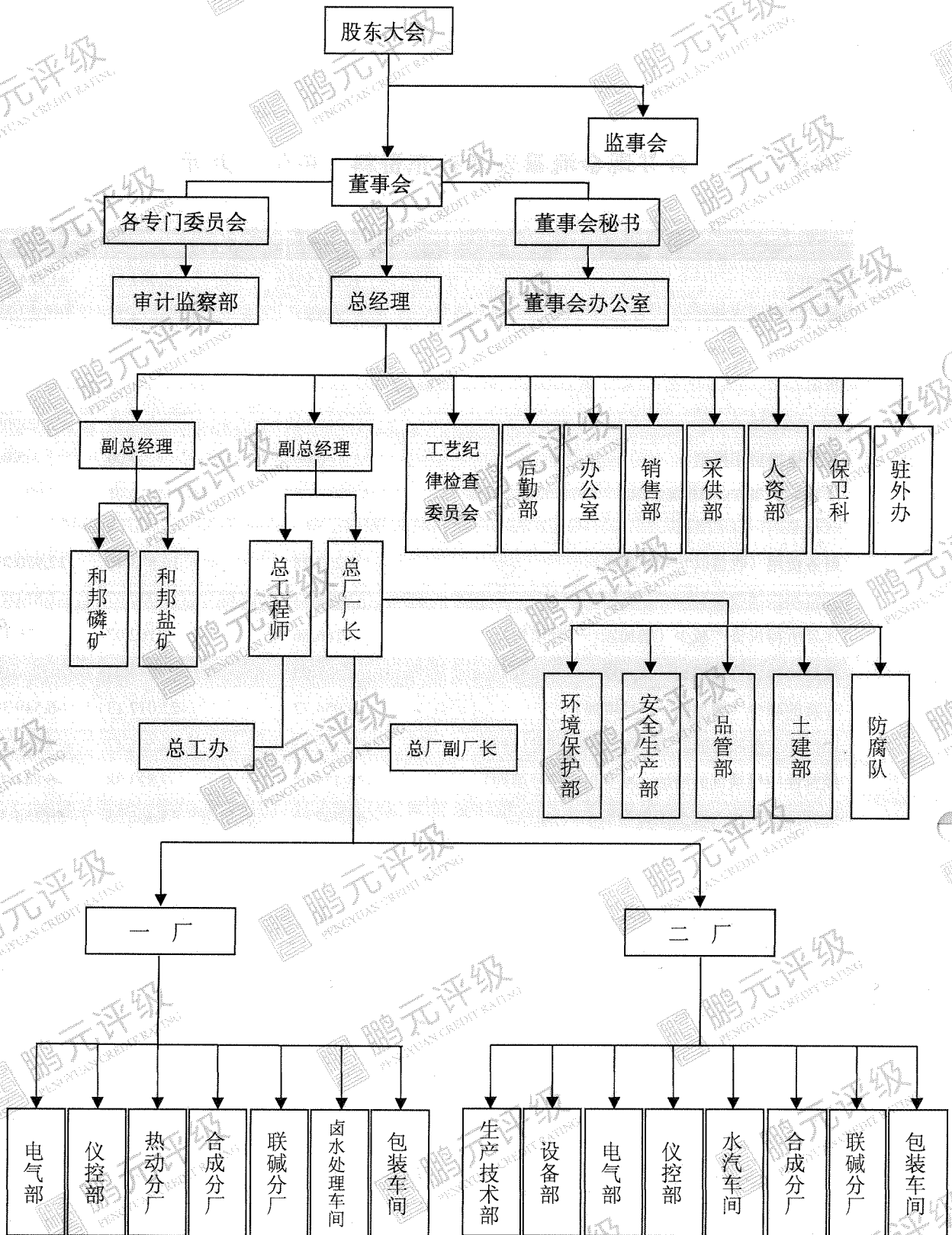
项目	2014年1-3月	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	64,020.05	105,513.20	147,492.94	168,259.86
收到的其他与经营活动有关的现金	14.06	1,154.68	832.12	20.25
经营活动现金流入小计	64,034.11	106,667.88	148,325.06	168,280.11
购买商品、接受劳务支付的现金	33,805.37	118,501.38	92,804.18	71,782.81
支付给职工以及为职工支付的现金	2,892.30	10,652.39	11,419.12	10,257.54
支付的各项税费	1,243.19	7,091.61	20,338.76	18,638.10
支付的其他与经营活动有关的现金	3,229.10	11,170.30	10,267.02	12,345.34
经营活动现金流出小计	41,169.97	147,415.69	134,829.08	113,023.80
经营活动产生的现金流量净额	22,864.14	-40,747.80	13,495.98	55,256.31
收回投资所收到的现金	0.00	100,440.45	0.00	0.00
取得投资收益所收到的现金	0.00	120.95	3,028.61	42.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.20	0.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	56.18	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	56.38	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	12,587.70	59,853.45	27,382.80	34,516.51
投资所支付的现金	0.00	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	0.00	25,591.36	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	1,152.89	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	13,740.59	190,447.22	27,382.80	37,652.51
投资活动产生的现金流量净额	-13,684.21	-89,885.82	-24,354.20	-37,610.51
吸收投资所收到的现金	0.00	0.00	170,375.00	0.00
取得借款收到的现金	56,500.00	85,500.00	42,500.00	97,550.00
发行债券收到的现金	0.00	39,500.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	17.92	493.57	379.75	59.92
筹资活动现金流入小计	56,517.92	125,493.57	213,254.75	97,609.92
偿还债务支付的现金	57,000.00	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	2,479.50	27,376.57	12,331.51	12,125.33
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	3,374.61	647.43	246.63
筹资活动现金流出小计	59,479.50	101,551.18	103,028.94	90,571.96
筹资活动产生的现金流量净额	-2,961.59	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	2.41	-8.48	-1.68	-35.45
现金及现金等价物净增加额	6,220.75	-106,699.71	99,365.92	24,648.32
加：期初现金及现金等价物余额	28,484.82	135,184.53	35,818.61	11,170.29

期末现金及现金等价物余额	34,705.57	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 截至2013年底公司组织结构图



附录五 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对发行主体开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，在受评债券存续期内发行主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据发行主体信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整发行主体信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据发行主体公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站（www.pyrating.cn）公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。