

成都市新都化工股份有限公司

2012 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
【46】号 01

债券剩余规模：8 亿元
债券到期日期：2017 年
03 月 08 日
债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
最后一期利息随本金一
起支付；附第 3 年末发
行人上调票面利率选择
权与投资者回售选择权

分析师

姓名：
范刚强 李琳
电话：
0755-82870017
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

成都市新都化工股份有限公司 2012 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
本期债券信用等级	AA	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 04 月 27 日	2015 年 05 月 06 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对成都市新都化工股份有限公司（以下简称“新都化工”或“公司”）及其 2012 年 3 月 8 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2016 年度跟踪评级结果为：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。该评级结果是考虑到跟踪期内公司复合肥、联碱产品与新增的川菜调味品及磷化工产品产销状况良好，公司营业收入和利润增幅明显，盈利能力良好；同时也关注到，公司营运资金压力有所增加，有息债务规模增加，短期内面临较大债务偿还压力等风险因素。

正面：

- 跟踪期内，公司复合肥产销状况良好，销售收入增幅明显。2015 年，公司复合肥生产量与销售量同比分别上升 20.51%与 27.46%，产能利用率与产销率较上年分别提高 8.62 个百分点与 5.39 个百分点。复合肥业务实现营业收入 37.54 亿元，同比增长 24.84%。
- 联碱产品业务收入增加，新增川菜调味品与磷化工产品销售状况良好。2015 年国内纯碱行情好转，公司实现联碱产品营业收入 7.13 亿元，较上年增加 9.03%。2015 年，公司新增川菜调味品与磷化工产品销售业务，分别为公司贡献营业收入 0.34 亿元与 2.17 亿元。
- 跟踪期内公司营业收入和利润增幅明显，盈利能力良好。2015 年公司实现营业收入 583,772.96 万元，同比增长 25.08%；利润总额 3.25 亿元，同比增长 30.84%。

- **跟踪期内公司资本实力有所提升。**2015年8月公司非公开发行新股7,300万股，实际募集资金净额10.95亿元。2015年9月21日公司实施了资本公积金转增股本的方案（每10股转增15股）后，公司总股本增加到101,010万元。截至2016年3月底，公司注册资本101,010万元，资本实力较上年有所提升。

关注：

- **营运资本占用规模较大，营运资金压力有所增加。**2015年末公司应收账款与存货较上一年末分别增加128.25%与35.91%，公司净营业周期与总资产周转天数较上年有所增加；由于公司应收账款与存货占用营运资金较大，公司营运资金压力有所增加；此外应收账款规模的大幅上升可能会增加公司应收账款坏账风险。
- **公司债务规模进一步上升，短期有息债务偿还压力较大。**截至2015年底，公司资产负债率为65.16%，较上年同期上升2.65个百分点。截至2015年底，公司有息债务合计411,656.18万元，同比增长27.18%，2016-2018年分别需要偿还30.98亿元，8.53亿元与0.84亿元，短期债务偿还压力较大。
- **跟踪期内农村电商业务未贡献利润，预计未来仍有资金投入需要。**在跟踪期内，公司农村电商业务板块尚未贡献利润。由于农村电商在项目前期需投入较大资金用于营销推广，预计未来公司在该业务上仍有资金投入需要。此外，还应关注“哈哈财神”理财产品出现违约情况下可能给公司带来的声誉损失。

主要财务指标：

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产（万元）	891,789.67	886,577.85	667,557.72	556,790.27
所有者权益合计（万元）	313,801.60	308,902.58	250,287.56	239,871.78
有息债务（万元）	441,336.96	411,656.18	323,670.94	190,990.78
资产负债率	64.81%	65.16%	62.51%	56.92%
流动比率	0.78	0.76	0.72	0.78
速动比率	0.51	0.46	0.39	0.46
营业收入（万元）	151,494.41	583,772.96	466,704.32	384,871.72
营业利润（万元）	5,009.99	24,697.46	22,290.06	15,148.88
利润总额（万元）	7,073.32	32,502.79	24,842.31	19,956.70
综合毛利率	17.69%	17.64%	17.65%	15.34%
总资产回报率	-	6.36%	6.34%	5.46%
EBITDA（万元）	-	94,790.58	75,765.48	47,715.79

EBITDA 利息保障倍数	-	4.65	5.18	4.35
经营活动现金流净额（万元）	1,787.37	23,691.45	25,120.65	29,052.73

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准成都市新都化工股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]1788号）核准，公司于2012年3月8日发行5年期8亿元公司债券，票面利率为7.35%。

本期债券的起息日为2012年3月8日，按年计息，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。2013年至2017年每年的3月8日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售权，则回售部分债券的付息日为2013年至2015年每年的3月8日。跟踪期内，公司已于2016年3月8日支付了上一计息年度的利息5,880.00万元。

根据公司2015-002和2015-007号公告，在本期债券存续期的第3年末，公司决定不进行票面利率调整，即票面利率仍为7.35%，并在债券存续期后2年（2015年3月8日至2017年3月8日）固定不变；债券回售有效申报数量为0张，回售金额为0元。

本期债券所募集资金用于补充公司流动资金。截至报告日，募集资金已全部使用完毕。截至2016年3月底，本期债券本息兑付情况如下表所示。

表 1 截至 2016 年 3 月 31 日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3月8日	0	5,880.00	80,000.00
2014年3月10日	0	5,880.00	80,000.00
2015年3月9日	0	5,880.00	80,000.00
2016年3月8日	0	5,880.00	80,000.00
合计	0	23,520.00	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2015年8月公司非公开发行新股7,300万股，实际募集资金净额10.95亿元，总股本由33,104万元变更为40,404万元。2015年9月21日，公司实施了资本公积金转增股本的方案（每10股转增15股），公司总股本由40,404万元增加到101,010万元。截至2016年3月底，公司注册资本101,010万元。截至2016年3月底，公司前三大股东分别为宋睿、牟嘉云和深圳市平安创新资本投资有限公司，持股比例分别为41.91%、16.16%和4.95%。

2015年公司新纳入财务报表合并范围的子公司16家，截至2015年底公司拥有合并

子公司共 45 家，具体情况详见表 2 和附录五。

表 2 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
	直接	间接			
成都新繁食品有限公司		95.00%	3,000.00	调味品业务	收购
贵州盐业集团商贸有限责任公司		60.00%	3,000.00	品种盐业务	收购
四川望红食品有限公司		80.00%	2,400.00	调味品业务	收购
成都益盐堂调味品有限公司	100.00%		3,000.00	调味品业务	新设
荣成益新凯普海洋科技有限公司		70.00%	1,000.00	海藻碘加工销售	新设
嘉施利（荆州）化肥有限公司		100.00%	10,000.00	化肥业	新设
广西益盐堂健康盐有限公司		65.00%	2,000.00	品种盐业务	新设
辽宁益盐堂制盐有限公司		58.00%	1,500.00	品种盐业务	新设
雷波凯瑞电子商务有限公司		100.00%	3,000.00	农村电商业务	新设
应城明思电子商务有限公司		100.00%	3,000.00	农村电商业务	新设
四川益盐堂川菜调味品科技有限公司		100.00%	1,000.00	调味品业务	新设
成都市哈哈农庄电子商务有限公司	100.00%		20,000.00	农村电商业务	新设
成都兴繁亚盛商贸有限公司		100.00%	50.00	食品销售	收购
师宗新繁食品有限公司		100.00%	706.0606	调味品业务	收购
成都瑞冠企业管理有限公司		100.00%	50.00	投资管理	收购
成都古味觉食品有限公司		100.00%	500.00	调味品业务	收购

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

截至2016年3月31日，公司资产总额为89.18亿元，归属于母公司的所有者权益为30.26亿元，资产负债率为64.81%；2015年度，公司实现营业收入58.38亿元，利润总额3.25亿元，经营活动现金流净额2.37亿元；2016年1-3月，公司实现营业收入15.15亿元，利润总额0.71亿元，经营活动现金流净额0.18亿元。

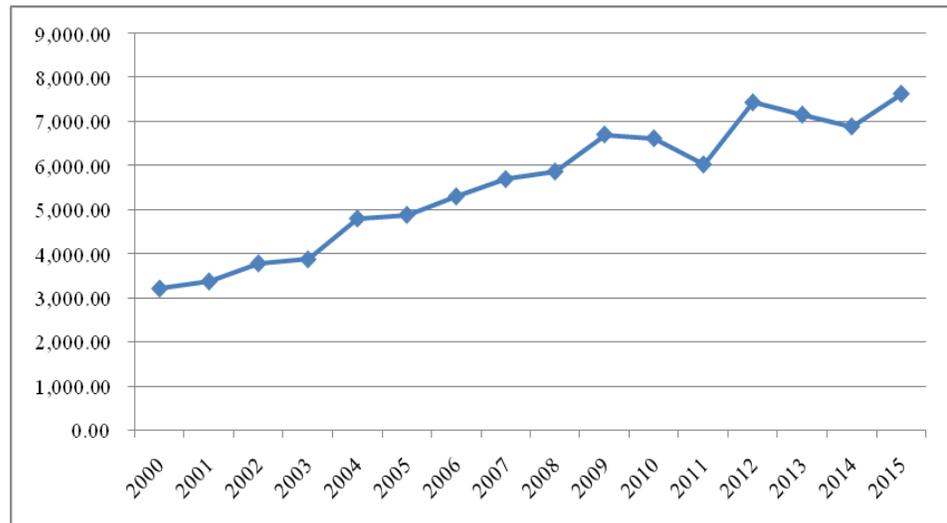
三、运营环境

在产能过剩和环保压力等背景下，传统化肥去产能进程加快，行业产品结构转型升级势在必行，未来行业集中度有望提升

中国产业信息网数据显示，2014年我国化肥总产能已达到13,167万吨（折纯量，下同），产能过剩严重。2015年，我国共生产化肥7,267.36万吨，比上年同期增长7.3%。2015化肥

产量增长的主要原因是新增化肥产能较多，同时2015年上半年化肥价格相对较高，企业维持了较高的开工率。

图1 2000-2015中国农用氮磷钾化肥产量（折缩量，单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

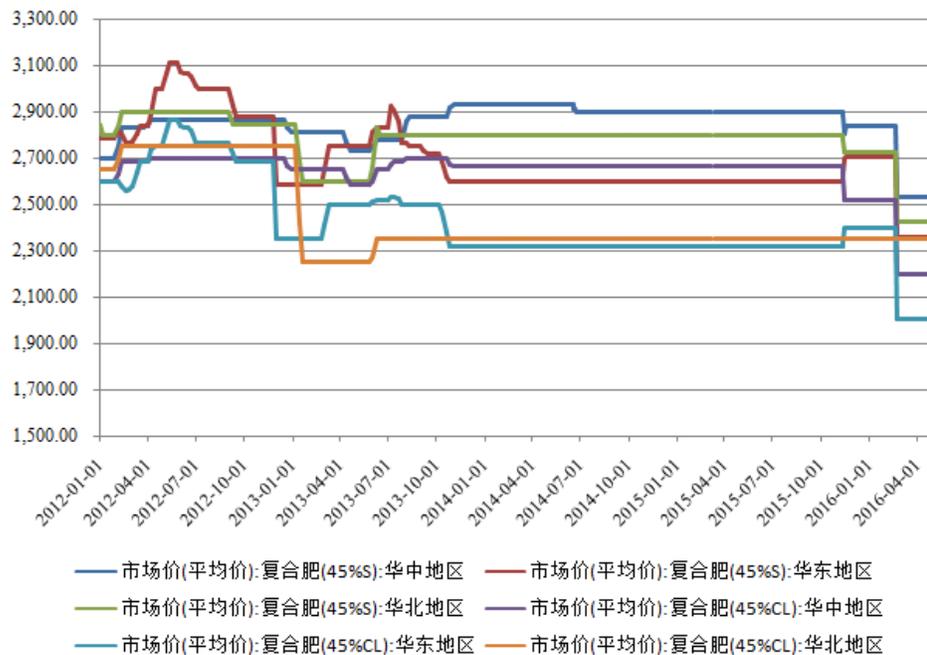
2015年2月17日，农业部印发《到2020年化肥使用量零增长行动》，大力推进化肥减量提效，2015年7月29日，国家工业和信息化部发布《关于推进化肥行业转型发展的指导意见》（以下简称“指导意见”），重申严格按照《到2020年化肥使用量零增长行动》要求推动行业化解产能。除了面临产能过剩等传统问题外，行业优惠政策的相继取消亦增大了化肥生产企业经营压力。2015年国家发改委相继取消了对化肥行业的运价、气价、电价的优惠，并于2015年9月1日对化肥恢复征收增值税。在此一系列政策背景下，未来化肥生产去产能进程将进一步加快，相关优惠政策的取消在一定程度上提高化肥企业成本，能够加速淘汰规模小、设备落后、盈利能力差的中小化肥生产企业，有助于化肥行业产业集中度的提高。

除了解决产能过剩问题，指导意见对原料结构改善、产品结构升级等提出详细要求，指出要以提高化肥利用率和产品质量为目标，大力发展新型肥料，力争到2020年，我国新型肥料的施用量占总体化肥使用量的比重从目前的不到10%提升到30%，氮肥、磷肥企业非肥料产品销售收入比重达到40-50%。在此政策背景下，符合现代农业发展理念和生产需要的硝基复合肥、水溶性复合肥、缓控释复合肥等新型复合肥需求将上升。

据中国磷复肥工业协会统计，2015年复混肥行业利润为246.7亿元，利润同比增加23.2%。行业主营利润率为5.35%，比上一年度3.99%略增。2015年复合肥价格走势是前稳后跌。在2015年春耕销售旺季，复合肥价格维持与2014年一致，制约行情上涨的主要是由

于原料行情低迷，复合肥成本没有得到明显支撑。尿素价格直至3月中旬才出现回升势头，错过了销售季节。磷酸一铵国内外需求平淡，价格低位盘整。钾肥报价虽有小幅上扬，但也不足以支撑复合肥提价。夏季市场利好增多，带动价格小幅上扬。5月份迎来销售旺季，在需求、成本等多重利好因素的作用下，复合肥迎来了首轮稳中价升的行情。10月份以后，复合肥价格开始缓步下滑。一方面，全年需求进入淡季；另一方面，原料下跌，成本缺少支撑。市场信心严重受损，冬储迟迟不启动，这种影响一直蔓延到2016年初。综合来看，前三季度复合肥平稳的行情主要靠市场需求支撑。而第四季度，需求和原料都没有利好，降价成为必然。

图2 2012-2015国内复合肥价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

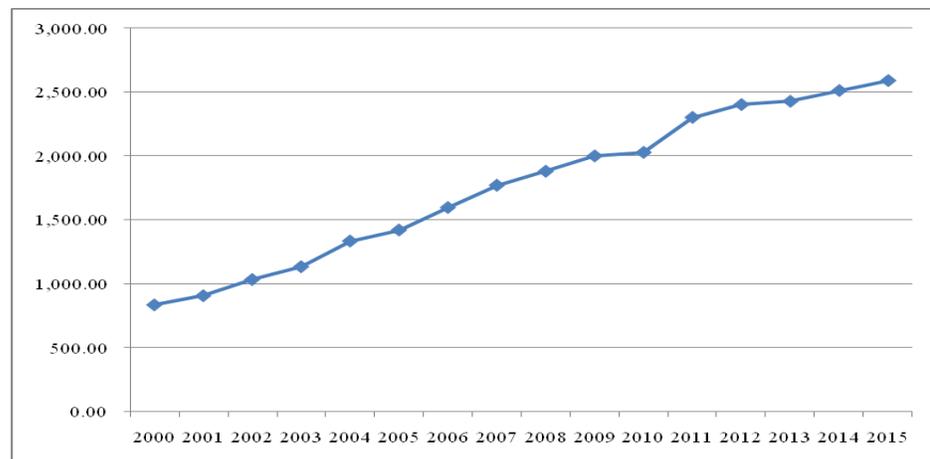
纯碱行业产能增长空间有限；2015年，洗涤剂、无机盐、氧化铝等需求增长推动国内纯碱行情，纯碱出口增幅明显，但未来纯碱外部竞争将增大，维持出口价格将出现难度

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。但值得注意的是，虽然目前国内纯碱扩能势头较之前有所收敛，但每年新增产能仍以百万吨计，纯碱产能仍然过剩。根据中国纯碱工业协会公布的数据，纯碱产能由2002年的1,100万吨/年，上升到2014年的3,100万吨/年，复合增长率达到9%。图3显示，我国纯碱产量近年一直呈现增长趋势，2015年纯碱产量达到2,591.80万吨。从市场需求来看，目

前我国纯碱主要下游消费结构占比情况为：玻璃占约40%—50%，化工无机盐约为20%，合成洗衣粉和氧化铝各占5%，其余占20%。受房地产不景气影响，玻璃对纯碱的需求量减少，而受洗涤剂、无机盐、氧化铝等需求增长驱动，2015年国内对纯碱需求同比增长1.5%。由图5至图7可以看出，2015年平板玻璃产量下降，而合成洗涤剂及氧化铝产量上升。在外需方面，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%。虽然出口极大的缓解了国内纯碱市场的压力，但东南亚、西亚等我国纯碱传统出口地区近年来也加快纯碱建设步伐，陆续有装置相继投产，国内纯碱出口将受到越来越大的阻力，维持出口价格将出现难度。

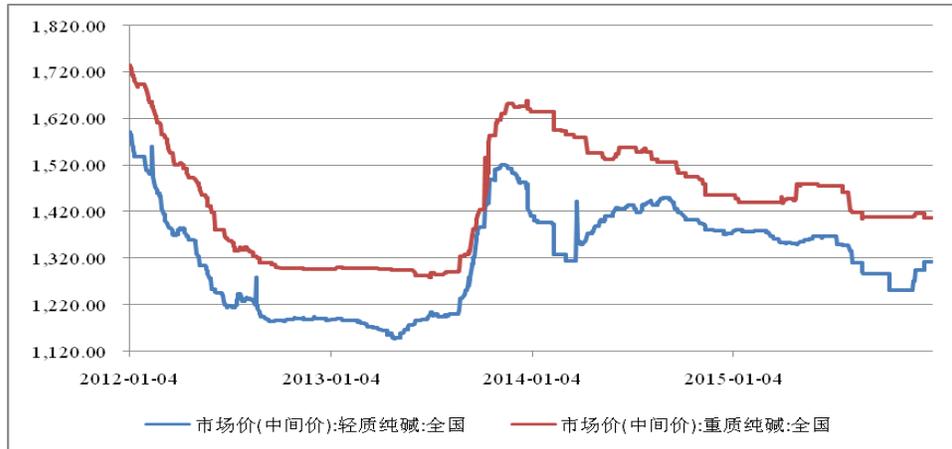
在价格方面，2015年纯碱价格先抑后扬。受下游需求低迷及产能过剩拖累，2015年10月份前纯碱价格下跌明显。由于前期纯碱价格大幅下跌及氯化铵价格于低位徘徊致使联碱企业纷纷关停，联碱法占整个纯碱产能的50%以上，从而导致纯碱行业库存远低于正常水平，纯碱价格从2015年10月份开始上涨。

图3 2000-2015国内纯碱产量走势（单位：万吨）



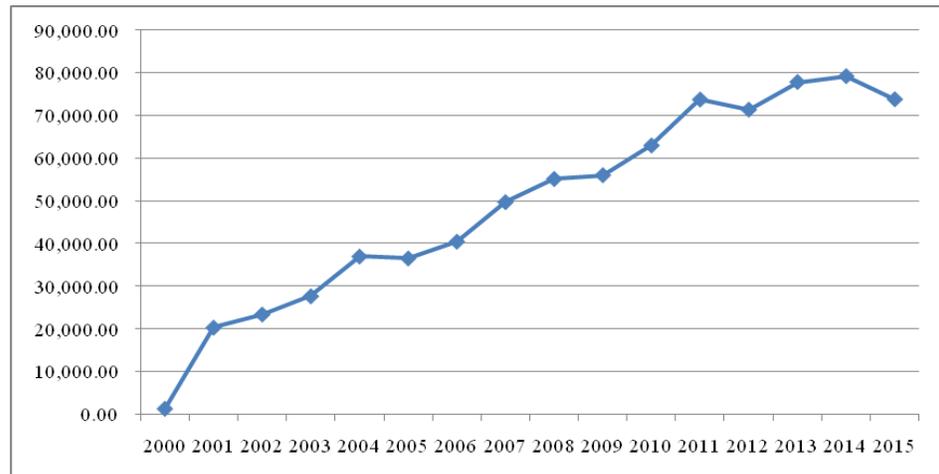
资料来源：Wind，鹏元整理

图4 2012-2015国内纯碱价格走势（单位：元/吨）



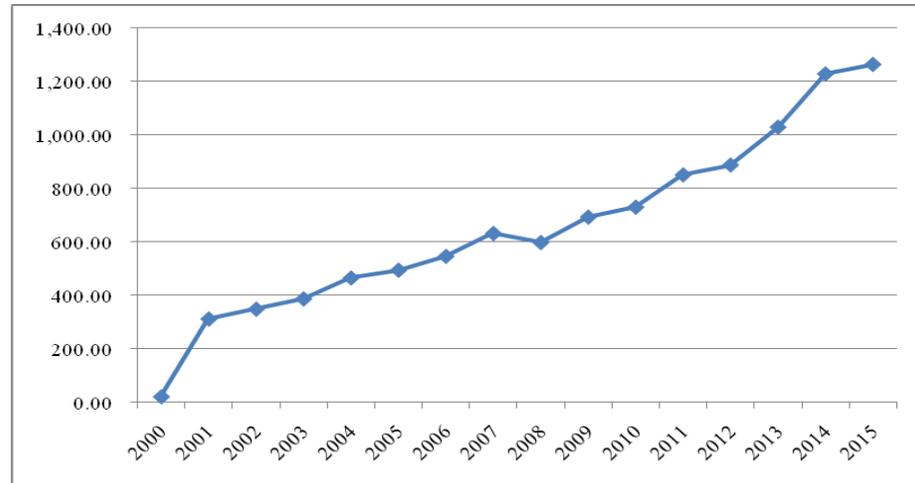
资料来源：Wind，鹏元整理

图5 2000-2015平板玻璃产量（单位：万重量箱）



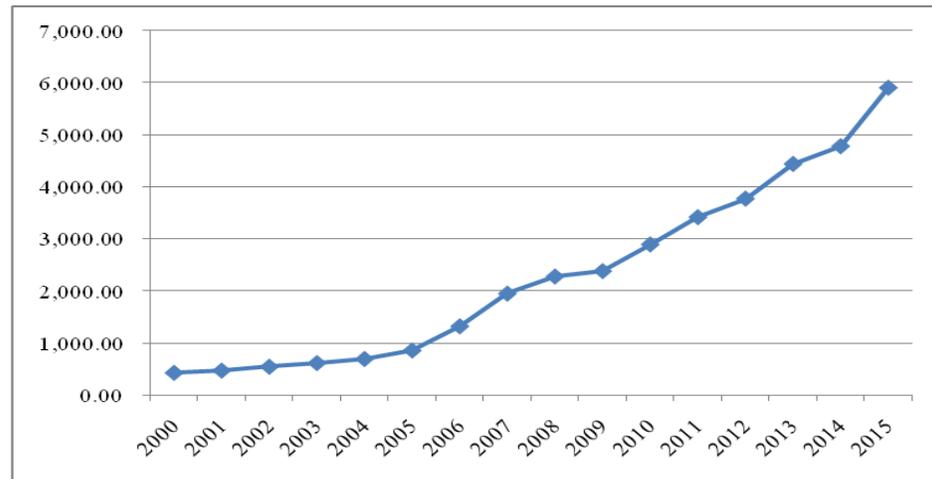
资料来源：Wind，鹏元整理

图6 2000-2015合成洗涤剂产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图7 2000-2015氧化铝产量（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

调味品行业成为我国食品行业中新的经济增长点；盐业体制改革将加剧食盐行业竞争；川味调味品行业发展迅速，未来行业可整合空间大

调味品行业是我国食品工业的重要组成部分，随着我国居民生活水平的不断提升以及餐饮业的快速发展，我国调味品行业发展势头强劲，并始终保持较高的市场增长率，已成为我国食品行业中新的经济增长点。

在食用盐行业方面，2011年11月，中国盐业协会发布的《盐行业“十二五”发展规划》将“深化盐业体制改革，建立新型食盐管理体系”列为“十二五”期间盐业重点任务之一。

2014年11月工信部确认我国将从2016年起取消食盐专营，允许现有食盐产品定点经营企业退出市场，允许食盐流通企业跨区经营，放开所有盐产品价格，放开食盐批发、流通经营。2016年3月31日，国务院批转国家发改委《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》，明确指出要出台盐业体制改革方案，推进食盐生产批发管理体制、食盐政府定价机制、食盐储备体系等改革。若盐业体制改革方案实施，预期盐业公司的食盐销售行政垄断地位将被打破，市场竞争将会加强，相互之间也将面临竞争。综合实力强的食用盐生产企业将凭借产品、渠道及品牌优势等进入食盐市场终端消费领域并发展成为龙头，没有竞争优势的企业将会面临淘汰，行业集中度有望提升。

川菜调味品行业作为调味品的一个新兴子行业，起步产生相对较晚，但近几年川菜的发展带动了川菜调味品行业迅猛发展，川菜调味品已成为具有浓郁地域特色且具有广阔发展前景的调味品细分市场。因其具有明显的地域文化特征，主要生产企业基本集中在四川和重庆地区，地域集中度较高。根据中国调味品协会的统计数据，2006年至2011年，川味复合调料行业销售收入年均增速为21.24%；2011年，川味复合调味料的销售规模约为53亿元，预计2016年销售规模将达到133亿元左右。

我国川味调味料行业属于完全竞争市场，业内生产企业多，目前已形成若干全国性品牌主导市场、部分区域品牌作为补充的竞争格局。在行业发展的初期，由于进入门槛较低，市场参与者较多，随着《中华人民共和国食品卫生法》、《中华人民共和国国境卫生检疫法》、《中华人民共和国农产品质量安全法》、《中华人民共和国食品安全法》等相关法律法规相继出台，部分不规范的加工企业逐渐被市场淘汰，生产企业家数有所减少。近年来，虽然行业内品牌企业销售规模不断扩大，但总体而言，行业内小企业数量仍较多，市场集中度有待提高。未来行业进入门槛将不断提高，市场竞争将由单一的价格竞争逐渐转向技术、品质、品牌和营销等全方位的综合实力竞争，利润率水平较高的品牌类产品及高档产品的销售比重将逐步提高，市场份额也将进一步向优势企业集中。

农村电商市场空间巨大，各类企业重金投入加速布局

继城镇电商市场规模突破万亿后，农村电商市场将成为未来几年的发展重点。根据2010年人口普查数据，乡村人口为6.7亿，超过总人口50%。现阶段城镇居民年均可支配收入约为农村的3倍，而自2010年以来农村居民纯收入增速开始超过城市，城乡收入差距逐步缩窄。2015年乡村社会消费品零售总额超过4.1亿，占国内社会消费品零售总额比重为13.9%，具备较大的提升空间。中国互联网络信息中心发布的《2014年农村互联网发展状况研究报告》显示，截至2014年底12月：中国农村网民规模达1.78亿，年增长率为1%；农村网民网络购物用户规模为7,714万，年增长率高达40.6%，而城镇网民网络购物用户规模

为2.84亿，增幅16.9%，远低于农村网民；农村网民网上支付用户规模为6,276万，较去年增长38.1%，农村网民网上支付增幅高于城镇网民。随着互联网普及成本的逐步降低，互联网+农村将释放巨大的市场空间。阿里研究院2014年发布的《农村电子商务消费报告（2014）》显示，2014年中国农村网购规模约1,800亿元，预计2016年将大幅提升至4,600亿元。

2015年来，中央专项资金支持、商务部互联网+流通行动计划等一系列政策均大力支持农村电商发展，农村电商进入快速发展通道。具有一定资源和相对优势的企业开始积极布局农村电商市场，投入巨资打造深入农村的配送体系和服务网点，在此基础上实现日用品进农村、农产品走出来的双向通道。2010年8月，中国邮政与TOM集团联手打造O2O电商平台“邮乐网”，旨在帮助农产品外销并满足农村居民网购需求。2014年10月阿里巴巴启动“千县万村”计划，将在未来3-5年内投资100亿元，京东推出京东帮服务点和“星火计划”进驻农村，苏宁将在未来5年开设一万家服务站，覆盖全国四分之一的乡镇。除了积极将商品与服务向农村渗透外，阿里巴巴、京东、苏宁还将打造农产品特色馆作为重要的战略布局，意在提升农产品外销效率，从根本上持续巩固农民创收能力，做大农村消费市场。除了邮政与三大电商巨头，多个涉农企业亦成立农村电商公司，凭借农资分销体系进军农村电商市场，例如金正大于2015年5月上线电商平台“农商1号”，拟为种子、化肥、农药、农资设备领域的国际、国内知名企业搭建一个产品合作平台。

四、经营与竞争

2015年公司实现主营业务收入56.04亿元，较上一年增加11.03亿元，同比增长24.50%。具体来看，2015年新增的磷化工产品业务及川菜调味品业务分别实现营业收入2.17亿元与0.34亿元；在公司2015年的主营业务中，除去品种盐、工业盐及其他化工产品业务的营业收入出现下滑外，其他业务产品所实现的营业收入均有所上升。受产品及原料价格波动的影响，相关产品毛利率存在一定的波动，其中联碱、品种盐、其他化工产品及其他产品的毛利率有所上升，复合肥、工业盐的毛利率有所下滑。

表 3 公司营业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
复合肥	375,367.39	16.62%	300,683.22	17.44%
联碱产品	71,345.86	17.15%	65,436.95	8.15%
品种盐	40,989.86	46.44%	43,749.75	45.30%
磷化工产品	21,717.12	10.32%	-	-

其他化工产品	26,691.35	6.15%	27,670.48	2.32%
工业盐	4,375.32	26.31%	5,197.28	26.45%
川菜调味品	3,368.39	21.11%	-	-
其他产品	16,525.41	8.39%	7,357.99	7.21%
主营业务收入合计	560,380.71	17.98%	450,095.66	17.81%
其他业务收入	23,392.25	9.39%	16,608.65	13.48%
合计	583,772.96	17.64%	466,704.32	17.65%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

2015 年公司复合肥产销情况优于上年；存在复合肥产能过剩风险及产品和原材料价格波动风险

2015年公司复合肥年产能440万吨，同比上年减少2.87%，主要是由于公司复合肥业务转型升级，主动对新都、峨眉、崇州、汉中4个复合肥生产基地的落后产能装置陆续关停所致。此外，四川眉山25万吨新型复合肥、新疆5万吨新型复合肥、湖北荆州20万吨新型复合肥在2015年相继投产，新型复合肥产能有所增加，2015年公司新型复合肥产能达390万吨/年，占复合肥产能88.64%。2015年公司复合肥产量较上年同期有所增长，产能利用率及产销率均高于上年同期值。

表4 2014-2015年公司复合肥产销情况

项目	2015年	2014年	同比增减
销售量（万吨）	184.67	144.88	27.46%
生产量（万吨）	186.99	155.17	20.51%
库存量（万吨）	20.99	19.74	6.31%
年产能（万吨）	440	453	-2.87%
产能利用率	42.50%	33.88%	8.62个百分点
产销率	98.76%	93.37%	5.39个百分点

资料来源：公司提供

2015年公司采取了多样化的推广方法促进复合肥销售，例如开展“万亩示范田”、“种植大户推广”等工作重点针对水溶肥、冲施肥、硝基肥、缓释肥等高端复合肥产品进行示范推广及交流，贯彻“万亩一分销”原则以优化产品分销渠道，加大在央视及平面媒体上的品牌宣传力度，在公司总部及各销售大区增设销售人员和农技推广人员。2015年公司复合肥销量大幅增长，全年销售184.67万吨，同比增长27.46%，带动了该业务收入的增长。

表5 2014-2015年公司复合肥销售均价和主要原料采购均价情况（单位：元/吨）

名称	销售/采购均价		同比增减	
	2015年	2014年		
产品	复合肥	2,032.64	2075.35	-2.06%
原料	氯化铵	432.48	365.38	18.36%
	尿素	1,520.35	1,663.43	-8.60%
	低白磷粉	138.43	156.44	-11.51%

高中白磷粉	324.24	387.86	-16.40%
磷酸一铵	2,199.99	2,041.14	7.78%
氯化钾	2,000.10	1,625.48	23.05%
硫酸钾	2,856.91	3,036.19	-5.90%

资料来源：公司提供

公司预计在2016年四川眉山年生产能力5万吨水溶肥与湖北荆州年生产能力40万吨缓控释肥项目将陆续投产，届时公司复合肥产能将进一步扩大至485万吨/年。公司产能规模的扩大对公司的市场开拓能力提出了更高要求，也将给公司当前的采购、生产、销售等各个环节带来严峻的考验。并且未来市场如果发生重大变化，也可能出现产能过剩的市场风险。

纯碱行情回暖，公司联碱产品业务收入增加；雷波项目达产，公司新增磷化工产品营业收入

2015年公司纯碱年产能水平与上年一致，联碱产品对外销售情况基本不变，产量较上一年增加11.48%，联碱产能利用率有所提升。由于2015年第四季度复合肥市场上的经销商储备存货少，公司预计2016年年初市场所需复合肥量会增加，从而公司增加复合肥储备，由于公司为复合肥生产储备材料，2015年公司联碱产品库存量较上一年大幅增长。

表6 2014-2015年公司联碱产品产销情况

项目	2015年	2014	同比增减
销售量（万吨）	85.87	85.22	0.76%
生产量（万吨）	118.08	105.92	11.48%
库存量（万吨）	8.83	3.33	165.01%
年产能（万吨）	120	120	0
产能利用率	98.40%	88.27%	10.13个百分点
产销率	72.72%	80.45%	-7.73个百分点

资料来源：公司提供

得益于前期联碱产品整体行业产能下降导致纯碱库存减少及2015年纯碱产品下游的洗涤剂、无机盐、氧化铝等产品需求增长，2015年国内纯碱行情好转，纯碱价格有所回升，公司联碱产品营业收入较上年增加。联碱业务毛利率17.15%，大幅提升9个百分点，主要是受益于氯化铵价格上涨以及原材料煤与原盐采购价格较2014年的下降。

表7 2014-2015年公司联碱产品销售均价和原料采购均价情况（元/吨）

名称	销售/采购均价		同比增减	
	2015年	2014年		
产品	联碱产品	830.89	767.87	8.21%
原料	煤	434.05	522.03	-16.85%
	原盐	95.72	115.10	-16.84%

资料来源：公司提供

2013年12月3日，公司收购成都市思瑞丰投资有限公司持有的雷波凯瑞磷化工有限责任公司100%的股权。通过收购，公司拥有了四川省雷波县牛牛寨磷矿北矿区的普查探矿权。跟踪期内，公司持续开展对磷矿探矿权的探矿工作。得益于雷波年产6万吨黄磷、20万吨磷酸盐项目达产，2015年公司磷化工产品产销量增加，贡献营业收入占公司全年所有营业收入3.72%。2015年公司磷化工产品的毛利率是10.32%，未来雷波矿山开采项目达产，公司将能够控制产业链上游磷矿资源，保障资源供应和低成本生产。

表8 2014-2015年公司磷化工产品产销情况

项目	2015年
销售量（万吨）	1.91
生产量（万吨）	2.41
库存量（万吨）	0.50
年产能（万吨）	6.00
产能利用率	40.12%
产销率	79.19%

资料来源：公司提供

表9 2014-2015年公司磷化工产品销售均价和原料采购均价情况（元/吨）

名称		销售/采购均价		同比增减
		2015年	2014年	
产品	磷化工产品	11,391.49	-	--
原料	磷矿	175.92	179.49	-1.99%
	焦炭	874.69	-	-

资料来源：公司提供

2015年公司工业盐外销减少，营业收入及毛利率均弱于上年；品种盐业务进行积极布局，迎接盐业体制改革；2015年公司川菜调味品业务销售良好

2015年，公司工业盐年产能与2014年维持一致水平，品种盐年产能较上年增加20.00%。自2011年以来，公司先后与国内15家盐业公司建立了品种盐供应关系。品种盐的销售量与生产量分别较上一年增加1.35%与3.38%，增幅远小于2014年的45.09%与28.89%的增幅，这主要是由于2014年之前与公司合作的盐业公司数目基数小，2014年新增了与多家盐业公司的合作，因此品种盐的产销量增幅较大，但2015年新增的合作盐业公司数目有限，因此品种盐的产销规模增长幅度下降。

2014年11月工信部确认我国将从2016年起取消食盐专营，2016年3月31日，国务院批转国家发改委《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》，明确指出要出台盐业体制改革方案。未来盐业体制改革的推行会给公司带来几个改革红利：首先，扩大品种盐销售范围，盐改之后公司能够通过与盐业公司合作在全国范围内销售盐；其次，除了与盐业

公司的合作，公司还可以自主打造零售终端渠道；此外，公司能够建设自有品牌，根据市场需求自主决定所生产产品种类。

自2011年开始，公司先后与15家盐业公司建立了品种盐供应关系。公司利用盐业公司现有渠道，并辅以发展新渠道，先以与盐同渠道的调味品销售打开渠道，待盐业体制改革后，再用调味品渠道带动食用盐的销售。目前，公司与盐业公司合作已在湖北、广西、广东、河南、辽宁等地建立食用盐生产分装基地。公司在食用多品种盐领域开发了低钠盐、海藻碘盐、调味盐等多种差异化产品，能够适应消费者对食用盐的不同需求。跟踪期内，控股子公司益盐堂（应城）健康盐制盐有限公司与荣成凯普生物工程有限公司在山东荣成市共同投资设立荣成益新凯普海洋科技有限公司，以加强海藻碘盐原料控制。公司已在营销、食用盐产业链、品种研发、产地布局等多方面积极为盐业体制改革做准备。

目前工业盐市场行情是产大于销，工业盐产能过剩，市场低迷，2015年公司工业盐的销售量较上一年下降26.15%。得益于公司对工业盐的自用量增加，2015年工业盐产能利用率较上年增加17个百分点。

表10 2014-2015年公司工业盐和品种盐产销情况

产品	项目	2015年	2014年	同比增减
工业盐	销售量（万吨）	19.56	26.49	-26.15%
	生产量（万吨）	111.24	109.84	1.27%
	库存量（万吨）	0.11	0.19	-39.51%
	产能（万吨/年）	80	80	0.00%
	产能利用率	139.04%	122.04%	17.00%
	产销率	17.58%	24.11%	-6.53%
品种盐	销售量（万吨）	29.18	28.79	1.35%
	生产量（万吨）	29.14	28.18	3.38%
	库存量（万吨）	2.04	2.09	-2.15%
	产能（万吨/年）	36	30	20.00%
	产能利用率	80.94%	93.93%	-12.99%
	产销率	100.15%	102.16%	-2.01%

资料来源：公司提供

表11 2014-2015年公司工业盐和品种盐的产品销售均价和原料采购均价情况（元/吨）

名称		销售/采购均价		同比增减
		2015年	2014年	
产品	工业盐	223.69	246.24	-9.16%
	品种盐	1,404.59	1,519.44	-7.56%
原料	原料盐	135.21	115.10	17.47%

资料来源：公司提供

2015年，公司原料盐的采购价格较2014年上升17.47%，公司工业盐与品种盐的销售均价较2014年分别下降9.16%与7.56%。由于原料价格上升及销售均价的下降，2015年工业盐

的毛利率有所下降。

跟踪期内，公司收购了以四川泡菜为主营业务的成都新繁食品有限公司95%股权及以郫县豆瓣为主营业务的四川望红食品有限公司80%股权，以川菜复合调味料生产的必备原料“郫县豆瓣”和“四川泡菜”为切入点，进军川菜调味品行业。目前公司对川菜调味品的销售主要是借助其原有销售网络及已有的盐业公司销售渠道，并新建KA等销售渠道，2015年川菜调味品的产销率处于较好水平。2015年，川菜调味品业务所创造的营业收入占公司全年营业收入的0.58%。跟踪期内，公司在全资子公司四川益盐堂川菜调味品科技有限公司下设“益盐堂川菜调味品科技研究院”，为公司发展川菜调味品奠定技术基础，以期打造标准化川菜调味品，并在川渝地区及全国广大区域推广。

表12 2015年公司川菜调味品产销情况

产品	项目	2015年
川菜调味品	销售量(万吨)	1.00
	生产量(万吨)	1.02
	库存量(万吨)	0.35
豆瓣	年产能(吨)	2.3
	产能利用率	31.57%
	产销率	99.5%
泡菜	年产能(吨)	1.3
	产能利用率	71%
	产销率	107.39%

资料来源：公司提供

表13 2014-2015年公司的川菜调味品的产品销售均价和原料采购均价情况(元/吨)

名称	销售/采购均价		同比增减	
	2015年	2014年		
产品	川菜调味品	3,354.96	-	-
原料	鲜青菜	390	264	47.73%
	豆瓣	5,200	5,100	1.96%

资料来源：公司提供

川菜调味品的主要原材料为青菜、辣椒等农副产品，其价格受到天气、产量、市场状况等因素的影响较大，价格波动较为频繁，对川菜调味品的成本会造成较大影响。

公司涉足农村电子商务，跟踪期内该板块尚未贡献利润

近年，国务院和部委等相继出台了多个文件，支持农村电商发展。公司以自身积累的复合肥营销渠道为基础，以期打造“传统主营业务+互联网”的农村电商模式，农村电商板块业务是公司未来重点打造的业务板块之一。2015年，公司投资设立了成都市哈哈农庄电子商务有限公司(以下简称“哈哈农庄”)，哈哈农庄与网信集团有限公司(以下简称“网信集团”)共同投资设立北京财益通投资有限公司。

公司以解决农村三大刚需瓶颈（即生产资料贵、理财增值难、娱乐方式少）为切入点，通过哈哈农庄电商公司推动公司农村电商业务发展。目前哈哈农庄已上线四个服务板块，其中：哈哈商城主要为农民家庭提供优惠的农资商品，以期解决农村生产资料贵的瓶颈；哈哈财神为农民提供门槛低、收益高的互联网金融理财产品，以期解决农民理财增值难的问题；哈哈游戏在线上提供农村传统棋牌类游戏，以期解决农村娱乐方式少的问题；哈哈试用打造农村免费试吃试用平台，可增加哈哈农庄用户粘性。目前，哈哈农庄已在云南、重庆、山东、河北、湖北、湖南、河南、陕西、江苏等地召开线下推广活动200余场，注册会员数已突破8万名，哈哈财神理财累计成交额已达5亿元。

在跟踪期内，公司农村电商业务板块尚未贡献利润。由于农村电商在项目前期需投入较大资金用于营销推广以提高市场占有率，预计未来公司农村电商板块的业务仍有资金投入需要。此外，在农村电商板块，公司面临淘宝、苏宁和京东等传统电商巨头的竞争，未来公司能否发挥自身优势在竞争中脱颖而出占领农村电商市场，进而为公司贡献利润尚属未知。此外，哈哈财神理财资金投向于网信集团提供的P2P理财产品，倘若出现P2P理财产品违约情况，可能会给公司声誉造成损失。

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告，以及未经审计的2016年第一季度报告，财务报表均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模持续提升，资产以非流动资产为主

截至2015年底，公司资产总额合计88.66亿元，同比增长32.81%，增幅较上年有较大提高。从结构上看，公司非流动资产占比较大，资产整体流动性不高，但流动性较2014年底有所提高，公司流动资产规模有较大幅度增长。

2015年底流动资产中，货币资金包括7.09亿元的已质押定期存款、应付票据及信用证保证金。应收账款较上年底有较大幅度增长，绝大部分账款账龄为1年以内，前五大款项占比为22.16%，截至2015年底公司计提了0.13亿元的坏账准备。2015年公司应收账款大规

模增加可能会增大公司应收账款坏账风险。公司预付款项主要用于采购原材料，较2014年底小幅下降。截至2015年底，公司存货规模为13.79亿元，较上年末增长35.91%，其中原材料和库存商品分别为6.51亿元和6.95亿元。存货增加的原因主要系公司黄磷达产增加存货及为2016年的销售储备复合肥原料及成品所致；相关原料和产品存在价格波动，面临一定的跌价风险。

非流动资产中，固定资产规模在2015年底较2014年底增加10.58亿元，增幅达36.98%，主要是新设公司、收购公司增加的固定资产以及前期在建工程转为固定资产所致。截至2015年底公司在建工程合计3.91亿元，主要包括雷波年产6万吨黄磷及20万吨磷酸盐项目、雷波矿山开采项目、应城化工公司技改项目、荆州30万吨/年硫基复合肥、10万吨/年缓控释肥、5万吨/年氯化钙、20万吨/年磷铵及配套项目、10万吨澳洲海盐生产项目、50万吨海盐加工生产项目及眉山45万吨/年复合肥项目，其中雷波矿山开采项目、10万吨澳洲海盐生产项目、50万吨海盐加工生产项目及眉山45万吨/年复合肥项目未来还需进行建设，预计未来仍将投入3.57亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额89.18亿元，较2015年底提高0.59%，资产结构变化不大，仍以非流动资产为主，存货和固定资产规模较大。

表 14 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	116,830.85	13.10%	95,915.15	10.82%	41,140.59	6.16%
应收账款	49,302.38	5.53%	49,449.81	5.58%	21,665.04	3.25%
预付账款	45,465.98	5.10%	36,091.05	4.07%	41,933.57	6.28%
其他应收款	7,757.25	0.87%	7,034.61	0.79%	2,579.26	0.39%
存货	121,652.19	13.64%	137,880.74	15.55%	101,447.53	15.20%
流动资产合计	361,153.67	40.50%	351,480.06	39.64%	222,671.57	33.36%
长期股权投资	817.04	0.09%	554.75	0.06%	2.29	0.00%
固定资产	380,835.94	42.70%	391,949.04	44.21%	286,136.75	42.86%
在建工程	35,579.05	3.99%	39,128.95	4.41%	73,054.29	10.94%
无形资产	62,468.58	7.00%	61,584.41	6.95%	47,459.19	7.11%
长期待摊费用	8,535.75	0.96%	6,938.08	0.78%	4,820.70	0.72%
递延所得税资产	3,050.66	0.34%	3,134.53	0.35%	2,882.41	0.43%
其他非流动资产	28,111.45	3.15%	20,679.06	2.33%	27,544.74	4.13%
非流动资产合计	530,636.00	59.50%	535,097.79	60.36%	444,886.15	66.64%
资产总计	891,789.67	100.00%	886,577.85	100.00%	667,557.72	100.00%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年第一季度报告，鹏元整理

资产运营效率

公司运营指标有所下降，整体资产运营效率一般

2015年公司应收账款周转天数较上年有较大增加，主要是由于公司盐业产品及黄磷销售采取赊销的销售政策。由于2015年底公司存货增加较大，公司存货周转天数有所上升，存货变现速度变慢。应付账款周转天数与上年接近，净营业周期较上年有较大增加，公司的运营压力有所增加。流动资产周转天数较上一年有所增加，公司利用流动资产的效率有所下降。固定资产周转天数与上年基本持平，总资产周转天数较上年有所增加。总体而言，公司运营指标有所下降，资产整体运营效率一般。

表 15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收账款周转天数	21.93	12.65
存货周转天数	89.60	82.51
应付账款周转天数	36.30	37.30
净营业周期	75.22	57.86
流动资产周转天数	177.03	154.89
固定资产周转天数	209.08	209.42
总资产周转天数	479.20	472.21

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内公司营业收入与利润有所提升，盈利能力良好

2015年公司实现营业收入583,772.96万元，同比增长25.08%。从结构看，复合肥、联碱及其他产品是主要的收入增长点，分别较上一年增长24.84%、9.03%与124.59%，增长的主要原因在于其产销量较上一年有较大幅度增长，且联碱产品价格2015年有所上升；作为2014年收入增长点的品种盐和其他化工产品的营业收入在2015年出现一定程度下降，下降主要由此二类产品的公司销售均价下滑导致。由于产品原材料价格上升，2015年公司复合肥产品及工业盐毛利率有所下降；而得益于原材料价格下降，2015年公司联碱与其他化工产品毛利率有所上升；总体而言，2015年公司综合毛利率与上年维持基本一致。

2015年公司期间费用率较2014年期间费用率有小幅提高，主要是由于产销规模的扩大使得职工薪酬、广告宣传费及折旧费用增加所致，但得益于公司营业收入增加，公司营业利润仍比2014年提高10.80%。公司营业外收入主要为政府补助，2015年获得财政补贴款0.74亿元，较2014年上升193.57%，占2015年利润总额比例为22.87%。2015年公司利润总

额和净利润分别较2014年提高了30.84%与31.74%。

2016年1-3月，公司实现营业收入15.15亿元，同比上年同期提高4.14%，综合毛利率相对稳定。总体而言，跟踪期内营业收入和利润有所提高，盈利能力良好。

表 16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入	151,494.41	583,772.96	466,704.32
营业利润	5,009.99	24,697.46	22,290.06
营业外收入	2,103.11	8,159.49	2,926.38
利润总额	7,073.32	32,502.79	24,842.31
净利润	5,566.86	24,637.04	18,701.58
综合毛利率	17.69%	17.64%	17.65%
期间费用率	14.13%	12.70%	11.85%
营业利润率	3.31%	4.23%	4.78%
总资产回报率	-	6.36%	6.34%
净资产收益率	-	8.81%	7.63%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告，鹏元整理

现金流

公司主营业务的现金生成能力有所提高，但营运资金压力有所增加

得益于净利润的提高及非付现费用规模较大，2015年公司实现FFO 8.92亿元，较2014年提高了1.74亿元，增幅达24.19%，公司主营业务的现金生成能力进一步提高。值得注意的是，由于存货及经营性应收项目增加较大，导致2015年公司的营运资本变化为-6.49亿元，营运资金压力较2014年进一步提高。2015年公司经营活动产生的现金流量净额较2014年减少了0.14亿元。

2015年公司投资活动现金净流出8.98亿元，净流出额较2014年减少1.80亿元，主要是由于2015年公司投资活动产生的现金支出较上一年有所减少所致。2015年公司投资活动产生的现金支出主要用于投资雷波年产6万吨黄磷及20万吨磷酸盐、雷波矿山开采、眉山45万吨/年复合肥等项目，预计未来还将投入3.57亿元。

为缓解公司产业结构调整过程中面临的流动资金压力及满足公司业务扩展所需资金，2015年公司筹资活动现金流呈现大额净流入，主要来源为公司非公开发行股票及银行借款。2015年8月公司定向增发实际募集资金净额10.95亿元。2015年底的公司借款中，短期借款和长期借款分别较2014年底增加5.91亿元和0.25亿元。截至2015年底，公司在各银行共获得授信额度32.66亿元，剩余额度为6.46亿元。

总体而言，公司主营业务的现金生成能力有所提高，但营运资金压力较上年进一步提高；得益于投资活动所产生的现金支出较上年同期的减少及筹资活动带来的净现金流入，2015年公司的现金及现金等价物净增加额较2014年有大幅提高。

表 17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	24,637.04	18,701.58
非付现费用	47,339.78	39,418.42
非经营损益	17,242.36	13,718.73
FFO	89,219.19	71,838.73
营运资本变化	-64,940.33	-46,313.15
其中：存货减少（减：增加）	-35,901.81	-26,983.69
经营性应收项目的减少（减：增加）	-30,680.95	-25,023.64
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,642.43	5,694.18
其他	-587.41	-404.93
经营活动产生的现金流量净额	23,691.45	25,120.65
投资活动产生的现金流量净额	-89,818.65	-107,837.69
筹资活动产生的现金流量净额	79,008.15	75,715.94
现金及现金等价物净增加额	12,876.39	-7,058.07

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2015年公司有息债务规模增加，短期内面临较大债务偿还压力

截至2016年3月底，公司负债总额57.80亿元，较2015年底提高0.05%；所有者权益合计31.38亿元，较2015年底增长1.59%；公司负债与所有者权益比率为184.19%，较2015年底有小幅下降。总体而言，公司净资产对负债的保障程度偏低。

表 18 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	577,988.07	577,675.27	417,270.17
所有者权益	313,801.60	308,902.58	250,287.56
负债与所有者权益比率	184.19%	187.01%	166.72%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告，鹏元整理

截至2015年底，公司所有者权益30.89亿元，较上一年末增加23.42%，增加的原因主要是2015年8月公司定向增发募得10.95亿元资金以及2015年公司利润增加。截至2015年底，公司负债总额57.77亿元，较2014年增长38.44%；其中流动负债和非流动负债分别占比80.14%与19.86%。具体来看，短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款有较大幅度

增长。其中，短期借款均为保证借款，其增加的原因是产销规模扩大从而货币资金需求上升所致；应付票据较上一年同期增加2.44亿元，主要是由于2015年末，公司开具用于各种付款的票据未到期金额增加所致；应付账款较2014年底增加2.00亿元，增幅达51.99%，主要是应付原材料款与应付工程款大幅上升所致；其他应付款较2014年底增加4.65亿元，其他应付款绝大部分为2015年9月公司收购益盐堂（应城）健康盐制盐有限公司49%的股权应支付的剩余收购款。截至2015年底，公司有息债务合计411,656.18万元，占负债总额的比重为71.26%，规模较上一年同期增加27.18%。从未来本金偿付计划表可以看出，公司未来几年内面临较大的有息债务偿付压力。

表 19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年1-3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27,3177.00	47.26%	208,386.00	36.07%	149,255.48	35.77%
应付票据	61,764.96	10.69%	96,095.18	16.63%	71,670.21	17.18%
应付账款	68,749.56	11.89%	58,485.83	10.12%	38,481.08	9.22%
预收款项	15,659.06	2.71%	34,030.61	5.89%	34,305.75	8.22%
其他应付款	33,768.48	5.84%	49,100.75	8.50%	2,649.87	0.64%
流动负债合计	465,805.86	80.59%	462,942.11	80.14%	308,691.78	73.98%
长期借款	21,085.00	3.65%	21,865.00	3.78%	19,375.00	4.64%
应付债券	79,834.93	13.81%	79,791.39	13.81%	79,620.25	19.08%
非流动负债合计	112,182.21	19.41%	114,733.16	19.86%	108,578.39	26.02%
负债合计	577,988.07	100.00%	577,675.27	100.00%	417,270.17	100.00%
其中：有息债务	441,336.96	76.36%	411,656.18	71.26%	323,670.94	77.57%

资料来源：公司2014-2015年审计报告及2016年第一季度报告，鹏元整理

表 20 截至2015年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	偿付金额				
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
短期借款	208,386.00				
应付票据	96,095.18				
长期借款	5,310.00	5,310.00	8,435.00	6,560.00	1,560.00
应付债券		80,000.00			
合计	309,791.18	85,310.00	8,435.00	6,560.00	1,560.00

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司资产负债率为65.16%，较上年同期有小幅上升，整体债务水平有所增加。2015年底公司流动比率与速动比率仍维持较低水平。2015年底公司EBITDA为9.48

亿元，较上一年增加1.90亿元，增幅为25.11%；由于公司有息债务规模较上年同期大幅增大，导致EBITDA利息保障倍数较上年有所下降，且2015年的EBITDA/有息债务仅为23.03%，较上年有所下降，虽然公司经营所创造的利润能够保障利息的支付，但对债务本金的保障却偏低。

表 21 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	64.81%	65.16%	62.51%
流动比率	0.78	0.76	0.72
速动比率	0.51	0.46	0.39
EBITDA（万元）	-	94,790.58	75,765.48
EBITDA 利息保障倍数	-	4.65	5.18
EBITDA/有息债务	-	23.03%	23.41%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告，鹏元整理

表 22 列举了部分同行业可比上市公司的 2013-2015 年资产负债率等指标，可以看出，公司资产负债率与同行业上市公司相比处于相对较高的水平，流动比率、速动比率与 EBITDA/有息债务相对于同行业上市公司相比处于较低的水平。

表 22 2013-2015 同行业可比上市公司偿债能力指标对比情况表

项目		2015年	2014年	2013年
资产负债率	芭田股份	50.62%	48.89%	41.15%
	金正大	30.84%	36.52%	52.29%
	史丹利	39.37%	39.96%	37.76%
	双环科技	86.59%	85.31%	83.50%
	和邦生物	-	47.96%	41.06%
	同行业平均	51.86%	51.73%	51.15%
	新都化工	65.16%	62.51%	56.92%
流动比率	芭田股份	0.83	1.03	3.19
	金正大	1.83	1.87	1.37
	史丹利	1.52	1.8	2.11
	双环科技	0.78	0.68	0.67
	和邦生物	-	0.53	1.44
	同行业平均	1.24	1.18	1.76
	新都化工	0.76	0.72	0.78
速动比率	芭田股份	0.59	0.77	2.59
	金正大	1.35	1.32	0.68

	史丹利	1.02	1.26	1.6
	双环科技	0.30	0.23	0.28
	和邦生物	-	0.26	1.07
	同行业平均	0.82	0.77	1.24
	新都化工	0.46	0.39	0.46
EBITDA/有息债务	芭田股份	0.18	0.20	0.26
	金正大	1.18	0.67	0.46
	史丹利	0.77	0.68	0.79
	双环科技	0.11	0.11	-0.02
	和邦生物	-	0.33	0.17
	同行业平均	0.56	0.4	0.33
	新都化工	0.23	0.23	0.25

资料来源：Wind，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司复合肥、联碱产品、其他产品及新增的磷化工产品与川菜调味品产销情况良好，带动公司营业收入大幅增长。2015年公司品种盐业务收入较上年有所下降，未来品种盐业务对公司贡献收入能力取决于国家盐业体制改革政策的推行。公司积极开拓农村电商市场，目前公司农村电商业务板块尚未贡献利润，面临淘宝、苏宁和京东等传统电商巨头的竞争，未来公司能否发挥自身优势在竞争中脱颖而出占领农村电商市场，进而为公司贡献利润尚属未知。

在财务方面，跟踪期内，公司资产规模持续上升，但公司营运资本占用规模较大。公司营业收入和利润同比增幅明显，公司主营业务的现金生成能力有所提高，但营运资金压力有所增加。公司债务规模进一步上升，面临较大有息债务偿还压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级为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	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	116,830.85	95,915.15	41,140.59	35,395.11
应收票据	7,074.05	6,087.71	7,692.67	9,757.02
应收账款	49,302.38	49,449.81	21,665.04	11,124.31
预付款项	45,465.98	36,091.05	41,933.57	38,397.50
应收利息	485.89	464.55	215.95	133.75
其他应收款	7,757.25	7,034.61	2,579.26	2,437.37
存货	121,652.19	137,880.74	101,447.53	74,723.19
划分为持有待售的资产	1,811.99	1,784.61	-	-
其他流动资产	10,773.10	16,771.84	5,996.96	6,953.27
流动资产合计	361,153.67	351,480.06	222,671.57	178,921.52
可供出售金融资产	3,095.74	3,142.35	199.95	-
长期股权投资	817.04	554.75	2.29	649.80
固定资产	380,835.94	391,949.04	286,136.75	256,858.26
在建工程	35,579.05	39,128.95	73,054.29	41,715.56
工程物资	-	-	2,341.11	2,083.02
生产性生物资产	581.70	436.38	444.73	334.58
无形资产	62,468.58	61,584.41	47,459.19	45,424.84
开发支出	9.85	-	-	-
商誉	7,550.24	7,550.24	-	-
长期待摊费用	8,535.75	6,938.08	4,820.70	1,710.81
递延所得税资产	3,050.66	3,134.53	2,882.41	1,985.56
其他非流动资产	28,111.45	20,679.06	27,544.74	27,106.31
非流动资产合计	530,636.00	535,097.79	444,886.15	377,868.74
资产总计	891,789.67	886,577.85	667,557.72	556,790.27
短期借款	273,177.00	208,386.00	149,255.48	72,000.00
应付票据	61,764.96	96,095.18	71,670.21	36,529.58
应付账款	68,749.56	58,485.83	38,481.08	41,164.69
预收款项	15,659.06	34,030.61	34,305.75	49,332.79
应付职工薪酬	1,305.98	1,155.09	761.60	615.26
应交税费	3,813.76	3,721.79	3,028.44	5,276.48
应付利息	389.56	4,789.35	4,789.35	4,789.35
应付股利	1,867.50	1,867.50	-	167.39
其他应付款	33,768.48	49,100.75	2,649.87	15,606.03
一年内到期的非流动负债	5,310.00	5,310.00	3,750.00	3,000.00
流动负债合计	465,805.86	462,942.11	308,691.78	228,481.58
长期借款	21,085.00	21,865.00	19,375.00	-

应付债券	79,834.93	79,791.39	79,620.25	79,461.20
预计负债	329.36	1,783.82	400.49	847.00
递延所得税负债	934.03	932.08	926.38	964.07
递延收益-非流动负债	9,998.88	10,360.88	8,256.27	-
其他非流动负债	-	-	-	7,164.64
非流动负债合计	112,182.21	114,733.16	108,578.39	88,436.91
负债合计	577,988.07	577,675.27	417,270.17	316,918.49
实收资本(或股本)	101,010.00	101,010.00	33,104.00	33,104.00
资本公积金	113,637.71	113,637.71	128,322.04	128,353.92
其它综合收益	-681.91	-630.00	-8.49	-
专项储备	119.14	734.85	1,322.26	1,727.19
盈余公积金	7,970.38	7,970.38	7,155.10	4,706.03
未分配利润	80,519.00	75,401.51	62,778.99	60,491.31
外币报表折算差额	-	-	-	0.16
归属于母公司所有者权益合计	302,574.31	298,124.44	232,673.90	228,382.61
少数股东权益	11,227.29	10,778.13	17,613.66	11,489.16
所有者权益合计	313,801.60	308,902.58	250,287.56	239,871.78
负债和所有者权益总计	891,789.67	886,577.85	667,557.72	556,790.27

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告

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
营业总收入	151,494.41	583,772.96	466,704.32	384,871.72
其中：营业收入	151,494.41	583,772.96	466,704.32	384,871.72
营业总成本	146,496.71	559,072.96	443,966.70	368,614.22
其中：营业成本	124,698.97	480,804.13	384,312.36	325,850.96
营业税金及附加	395.96	2,199.86	1,918.66	1,790.94
销售费用	6,150.16	21,647.63	15,960.33	12,040.21
管理费用	9,868.36	36,612.69	25,944.50	19,963.32
财务费用	5,383.25	15,870.80	13,378.86	7,780.56
资产减值损失	-	1,937.84	2,451.99	1,188.23
其他经营收益	12.29	-2.54	-447.56	-1,108.63
投资净收益	12.29	-2.54	-447.56	-1,108.63
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	12.29	-2.54	-447.56	-1,123.22
营业利润	5,009.99	24,697.46	22,290.06	15,148.88
加：营业外收入	2,103.11	8,159.49	2,926.38	4,950.56
减：营业外支出	39.77	354.16	374.13	142.74
其中：非流动资产处置净损失	6.26	260.11	277.09	53.71
利润总额	7,073.32	32,502.79	24,842.31	19,956.70
减：所得税	1,506.46	7,865.75	6,140.73	5,858.86
净利润	5,566.86	24,637.04	18,701.58	14,097.85
减：少数股东损益	449.37	4,578.44	7,350.01	3,428.66
归属于母公司所有者的净利润	5,117.49	20,058.60	11,351.56	10,669.19

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	113,634.59	378,295.44	305,032.07	282,689.07
收到的税费返还	48.83	554.73	724.26	572.92
收到其他与经营活动有关的现金	3,355.41	16,146.33	11,503.09	14,646.58
经营活动现金流入小计	117,038.84	394,996.50	317,259.43	297,908.57
购买商品、接受劳务支付的现金	89,176.98	256,820.92	200,878.36	211,163.34
支付给职工以及为职工支付的现金	13,799.74	57,477.08	41,862.76	25,671.15
支付的各项税费	6,341.95	25,511.47	15,758.77	12,971.95
支付其他与经营活动有关的现金	5,932.79	31,495.57	33,638.89	19,049.39
经营活动现金流出小计	115,251.47	371,305.06	292,138.78	268,855.84
经营活动产生的现金流量净额	1,787.37	23,691.45	25,120.65	29,052.73
收回投资收到的现金	-	-	-	14,999.95
取得投资收益收到的现金	-	-	-	14.60
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.02	124.32	105.98	1,882.93
收到其他与投资活动有关的现金	-	3,312.96	2,023.84	4,706.43
投资活动现金流入小计	0.02	3,437.28	2,129.82	21,603.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,608.85	85,588.75	97,118.88	60,449.79
投资支付的现金	-	4,106.07	-	14,999.95
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	250.00	2,995.09	10,889.95	2,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	-	566.02	1,958.69	-
投资活动现金流出小计	2,858.85	93,255.93	109,967.51	77,449.74
投资活动产生的现金流量净额	-2,858.83	-89,818.65	-107,837.69	-55,845.82
吸收投资收到的现金	-	110,640.00	400.00	40.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	850.00	400.00	40.00
取得借款收到的现金	142,151.00	408,016.00	223,211.52	97,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,000.00	7,500.00	-	33,146.09
筹资活动现金流入小计	143,151.00	526,156.00	223,611.52	130,186.09
偿还债务支付的现金	78,140.00	357,538.89	125,871.90	75,600.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,458.32	27,867.85	21,443.68	20,710.69
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	626.70	550.24	3,199.18
支付其他与筹资活动有关的现金	50,695.84	61,741.11	580.00	31,634.38
筹资活动现金流出小计	137,294.17	447,147.85	147,895.58	127,945.07
筹资活动产生的现金流量净额	5,856.83	79,008.15	75,715.94	2,241.01
汇率变动对现金的影响	0.67	-4.56	-56.97	0.71

现金及现金等价物净增加额	4,786.04	12,876.39	-7,058.07	-24,551.37
--------------	----------	-----------	-----------	------------

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告

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
净利润	24,637.04	18,701.58	14,097.85
加：资产减值准备	1,937.84	2,451.99	1,188.23
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	42,243.30	34,405.68	17,260.09
无形资产摊销	1,304.58	977.60	849.53
长期待摊费用摊销	1,854.07	1,583.15	629.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	203.34	253.98	-1,590.49
财务费用	16,885.84	13,187.37	8,505.84
投资损失	2.54	447.56	1,108.63
递延所得税资产减少	144.94	-132.49	-348.12
递延所得税负债增加	5.70	-37.69	-223.02
存货的减少	-35,901.81	-26,983.69	17,712.01
经营性应收项目的减少	-30,680.95	-25,023.64	-30,337.14
经营性应付项目的增加	1,642.43	5,694.18	-54.81
其他	-587.41	-404.93	254.22
间接法-经营活动产生的现金流量净额	23,691.45	25,120.65	29,052.73
现金的期末余额	24,983.81	12,107.42	19,110.29
减：现金的期初余额	12,107.42	19,165.48	43,661.66
间接法-现金及现金等价物净增加额	12,876.39	-7,058.07	-24,551.37

资料来源：公司 2013-2015 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
流动资产占比	40.50%	39.64%	33.36%
非流动资产占比	59.50%	60.36%	66.64%
流动负债占比	80.59%	80.14%	73.98%
非流动负债占比	19.41%	19.86%	26.02%
负债与所有者权益比率	184.19%	187.01%	166.72%
资产负债率	64.81%	65.16%	62.51%
流动比率	0.78	0.76	0.72
速动比率	0.51	0.46	0.39
应收账款周转天数	-	21.93	12.65
存货周转天数	-	89.60	82.51
应付账款周转天数	-	36.30	37.30
净营业周期(天)	-	75.22	57.86
流动资产周转天数	-	177.03	154.89
固定资产周转天数	-	209.08	209.42
总资产周转天数	-	479.20	472.21
综合毛利率	17.69%	17.64%	17.65%
期间费用率	14.13%	12.70%	11.85%
总资产回报率	-	6.36%	6.34%
FFO(万元)	-	89,219.19	71,838.73
EBITDA((万元)	-	94,790.58	75,765.48
EBITDA利息保障倍数	-	4.65	5.18

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年第一季度报告

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本(万元)	持股比例(%)		主营业务
		直接	间接	
嘉施利(应城)化肥有限公司	5,000	75		复合肥生产、销售
嘉施利(眉山)化肥有限公司	3,000	69	20	复合肥生产、销售
成都市洋洋复合肥有限公司	50	100		复合肥销售
益盐堂(应城)健康盐制盐有限公司	1,000	49	51	含盐日化系列产品生产、销售
嘉施利(农业)服务有限公司	10,000		100	货物及技术进出口
应城市新都进出口贸易有限公司	2,000		100	煤炭、钢材、五金材料销售
应城市新都化工塑业有限公司	1,000		100	塑料编织袋等的生产、销售
遵义新都化工有限责任公司	5,000	100		复合肥生产、销售
广西北部湾兴桂农资有限责任公司	1,000	60		销售化肥、农用机械
美盐集(应城)日化有限公司	100		100	日用化工产品
威海益新九洋海藻科技有限公司	200		70	海藻加工销售
(株)韩新物产	11,000(万韩元)		90.91	进出口贸易
眉山市新都化工复合肥有限公司	5,000	100		复合肥生产销售
嘉施利(宁陵)化肥有限公司	30,000	100		复合肥生产销售
嘉施利(平原)化肥有限公司	20,000	100		复合肥生产销售
利川市新都生态农业综合开发有限公司	500		100	农业开发
鄂州市新都生态农业开发有限公司	50		100	农业开发
应城市新都化工有限责任公司	40,000	100		纯碱、氯化铵生产销售
崇州市凯利丰复合肥有限责任公司	300	100		复合肥生产销售
汉中汉山复合肥有限公司	1,600	100		复合肥生产销售
应城市新都化工复合肥有限公司	18,000		100	复合肥生产销售
雷波凯瑞磷化工有限责任公司	43,000	100		磷化工产品生产销售
成都土博士化工有限公司	1,000	80		复合肥销售
孝感广盐华源制盐有限公司	22,600		96.55	盐的生产、销售
嘉施利(宣城)化肥有限公司	22,000		99	复合肥、磷酸一铵等的生产销售
益盐堂(宁陵)健康盐制盐有限公司	1,000		75	制盐业
嘉施利(越南)有限公司	50(万美元)		100	复合肥销售
嘉施利(应城)水溶肥有限公司	5,000		100	化肥业
嘉施利(新疆)水溶肥有限公司	1,000	100		化肥业
成都新繁食品有限公司	3,000		95	调味品业务

贵州盐业集团商贸有限责任公司	3,000		60	品种盐业务
四川望红食品有限公司	2,400		80	调味品业务
成都益盐堂调味品有限公司	3,000	100		调味品业务
荣成益新凯普海洋科技有限公司	1,000		70	海藻加工销售
嘉施利（荆州）化肥有限公司	10,000		100	化肥业
广西益盐堂健康盐有限公司	2,000		65	品种盐业务
辽宁益盐堂制盐有限公司	1,500		58	品种盐业务
雷波凯瑞电子商务有限公司	3,000		100	农村电商业务
应城明思电子商务有限公司	3,000		100	农村电商业务
四川益盐堂川菜调味品科技有限公司	1,000		100	调味品业务
成都市哈哈农庄电子商务有限公司	20,000	100		农村电商业务
成都兴繁亚盛商贸有限公司	50		100	食品销售
师宗新繁食品有限公司	706.0606		100	调味品业务
成都瑞冠企业管理有限公司	50		100	投资管理
成都古味觉食品有限公司	500		100	调味品业务

资料来源：公司 2015 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
	期间费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入
现金流	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
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/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+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 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。