

# 跟踪评级公告

联合[2016]454号

---

安徽金禾实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对安徽金禾实业股份有限公司主体长期信用状况和发行的“14金禾债”进行跟踪评级，确定：

**安徽金禾实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**安徽金禾实业股份有限公司发行的“14金禾债”信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十四日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 安徽金禾实业股份有限公司

## 2014年公司债券跟踪评级分析报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项简称：14金禾债

本次债券发行规模：2亿元

本次债券期限：3年（2+1）

债项信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

上次评级时间：2015年5月18日

跟踪评级时间：2016年5月24日

主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	33.71	36.37	38.66
所有者权益(亿元)	21.35	21.96	23.13
长期债务(亿元)	3.24	2.69	2.70
全部债务(亿元)	5.73	7.26	9.17
营业收入(亿元)	32.15	33.28	8.37
净利润(亿元)	1.38	1.84	1.37
EBITDA(亿元)	4.56	5.01	--
经营性净现金流(亿元)	3.72	5.18	1.58
营业利润率(%)	14.44	15.30	18.76
净资产收益率(%)	6.63	8.49	6.08
资产负债率(%)	36.66	39.64	40.17
全部债务资本化比率(%)	21.15	24.84	28.39
流动比率	2.28	1.98	1.82
EBITDA全部债务比	0.80	0.69	--
EBITDA利息倍数(倍)	10.89	11.82	--
EBITDA/本期偿债倍数(倍)	2.28	0.83	--

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2016年1季度财务报表未经审计。

评级观点

安徽金禾实业股份有限公司（以下简称“公司”或“金禾实业”）作为国内食品添加剂细分行业的龙头生产企业，公司在品牌知名度、产业链延伸、循环经济、多产品协同、产业规模、产品质量、技术研发和运输成本等方面仍保持优势。

跟踪期内，公司所处基础化工行业整体市场需求低迷，产品价格波动较大，公司主动调整发展速度、强化内部管理、提高装置运行质量、加大技术创新，实现了营业收入的稳定增长与毛利率的大幅提高。受益于原料价格大幅下降，以及公司精细化工主要产品市场地位提高导致产品价格提升，公司营业利润增长较快，经营现金流情况较好。同时联合评级也关注到，基础化工行业低迷的市场情况仍将持续、我国环保政策日趋严格、安全生产面临一定压力、贸易摩擦风险加大以及公司债务规模有所上升等因素对公司信用水平产生不利影响。

未来，随着精细化工市场地位进一步加强、逐步完善自主研发能力以及深化企业管理，公司盈利水平有望提升。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“14金禾债”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 2015年公司收入稳定增长，收入质量较好，主导产品毛利率较高且呈上升态势，经营现金流情况较好。

2. 公司安赛蜜与甲、乙基麦芽酚销量居全球前列。公司安赛蜜产品主要竞争对手苏州浩波破产重整，进一步加强了公司的市场地位。

3. 公司以甲基麦芽酚为基础，向下游延

伸生产医药中间体 PHC（吡啶盐），为公司向医药原料领域发展奠定了基础。

#### 关注

1. 公司所处基础化工行业市场竞争激烈、全行业产能过剩局面短期内难以改观，市场需求不足、产品价格回升缓慢。

2. 随着我国政府环保力度不断加强，未来可能出来更严格的环保标准，对公司经营产生一定影响。

3. 公司精细化工产能位居全球前列，大量产品出口国外，境外市场份额不断扩大，公司面临一定贸易摩擦风险。

4. 公司主要产品处于满产甚至超产状态，固定资产成新率不高，安全监控设备尚未覆盖完全，公司面临一定安全生产管理压力。

5. 公司海外市场占比较高，公司面临一定汇兑损失风险。

#### 分析师

周馥

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

闫欣

电话：010-85172818

邮箱：yanxin@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
  
联合信用评级有限公司

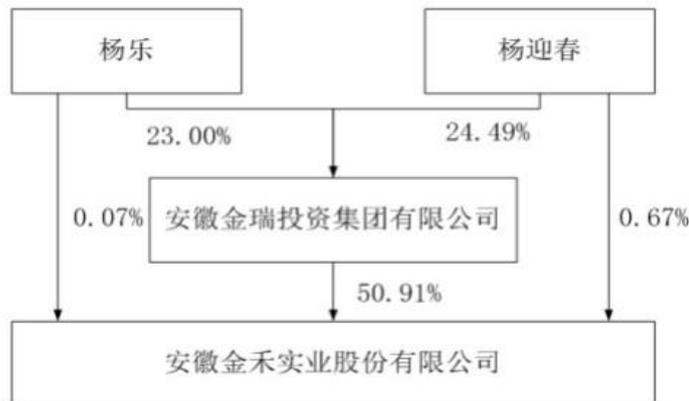
## 一、主体概况

安徽金禾实业股份有限公司（以下简称“公司”或“金禾实业”）是由安徽金瑞投资集团有限公司（以下简称“金瑞投资”）、安徽省定远县大江医疗用品有限责任公司（以下简称“大江医疗”）和来安县长安混凝土外加剂有限公司（以下简称“长安混凝土”）于 2006 年 12 月共同发起设立的股份有限公司，初始注册资本 8,000 万元，其中金瑞投资以其与化工产品相关的生产经营净资产出资 15,530.64 万元，折为股本 7,824 万元，占公司股权的 97.80%，大江医疗以现金出资 198.50 万元，占 1.25% 股权，长安混凝土外加剂以现金出资 150.86 万元，占 0.95% 股权。

根据公司 2010 年第五次临时股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2011]964 号文《关于核准安徽金禾实业股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，2011 年 7 月 7 日，公司在深圳证券交易所公开发行 A 股股票 3,350 万股（股票简称“金禾实业”，股票代码“002597”），至此，公司股本增至 13,350 万元。

经历次增资等变更后，截至 2015 年底，公司注册资本 56,825.40 万元，金瑞投资持有公司 50.91% 的股权，为公司控股股东；公司实际控制人为杨迎春，合计间接控制公司 13.36% 的股权。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2015 年，公司新增 1 家控股子公司，截至 2015 年底，公司下辖 8 家控股子公司，总部设有行政事业部、人力资源部、财务部、设备部、证券部、安全环保部、销售部、质量管理部、采购部、生产部、综合办和研发中心等职能部门（见附件 1）。截至 2015 年底，公司拥有在职员工 2,519 人。

公司主要从事硝酸、液氨、三聚氰胺、乙基麦芽酚、新戊二醇、碳铵、安赛蜜、季戊四醇、甲醛和甲基麦芽酚的生产和销售。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 36.37 亿元，负债合计 14.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.96 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 20.19 亿元。2015 年公司实现营业总收入 33.28 亿元，净利润（含少数股东损益）1.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.14 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 5.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 38.66 亿元，负债合计 15.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.13 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 21.42 亿元。2016 年 1~3 月公司实现

营业总收入 8.37 亿元，净利润（含少数股东损益）1.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.42 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 1.58 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.96 亿元。

公司注册地址：安徽省滁州市来安县城东大街 127 号；法定代表人：杨迎春。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]73 号文核准，公司于 2014 年 7 月 2 日发行公司债“安徽金禾实业股份有限公司 2014 年公司债券”，发行规模为 2 亿元，募集资金净额为 19,740 万元；债券存续期限为 3 年，自 2014 年 6 月 30 日起至 2017 年 6 月 30 日止，并附第二年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券票面利率为 7.18%，采用单利按年计息，不计复利，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，起息日为 2014 年 6 月 30 日。

本次债券于 2014 年 8 月 21 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称为“14 金禾债”，证券代码为“112210”。2015 年 6 月 30 日，公司向投资者按期支付利息。

2015 年，本期债券募集资金全部用于补充公司流动资金。

## 三、行业分析

公司主要从事化工行业中的基础化工和食品添加剂等化工材料及其制品的生产和销售，主要产品涉及安赛蜜、甲/乙基麦芽酚、三聚氰胺、液氨、甲醛、硝酸、新戊二醇和碳酸氢铵等。

### 1、基础化工行业

#### 行业概况

行业需求方面，2015 年全行业受下游需求不振的影响，主要化工产品表观消费量呈下降态势。2015 年硫酸表观消费量为 9,072 万吨，较上年增长 1.00%，增幅较上年下降 8.64 个百分点；硝酸表观消费量为 280 万吨，较上年下降 4.44%；2015 年甲醛表观消费量为 4,548 万吨，较上年下降了近 3%。随着制造业的不景气、国内节能减排、环保监管趋严以及国际经济环境的低迷，下游结构难有明显改善，进一步抑制了硝酸的消费。此外，在我国经济增速放缓的宏观背景下，煤化工产业链延伸其他产品也面临着下游需求不足和开工率较低的压力。

行业原料供给方面，随着全球经济形势严峻、页岩气等新能源崛起、国际煤价暴跌以及进口煤炭大量倾销国内市场，国内煤炭市场持续低迷。2015 年以来，受下游需求低迷影响，秦皇岛港普通混煤平仓价（Q4500K）价格一路大幅下跌，2015 年 12 月 31 日报收 283 元/吨，较年初下跌 197 元/吨。

行业主要产品价格方面，近三年，国内硝酸价格年均下降 10.06%，2015 年末收于 1,270 元/吨；甲醛价格年均下降 19.82%，2015 年末收于 1,080 元/吨；液氨价格年均下降 12.44%，2015 年末价格收于 2,070 元/吨；碳酸氢铵价格年均下降 2.33%，收于 620 元/吨；硫酸价格呈现先涨后跌的趋势，2015 年末国内价格收于 380 元/吨。上述产品价格趋势主要受到以下因素的影响：一方面，由于国内外宏观经济持续低迷同时行业产能严重过剩，我国基础化工行业出现更加激烈的价格竞争以及行业结构的深入调整；另一方面，行业下游需求放缓使得部分下游产品同样面临产能过剩，抑制了煤化工行业产品的需求。

行业政策方面，2015 年 1 月正式实施的新《环境保护法》，在区域污染物总量控制、项目环评审批、项目建成后的环保监管方面更加严格，对企业违法排污行为“按日计罚、上不封顶”。目前，

煤化工产业仍具有资源消耗大、耗水量大、二氧化碳排放量大、污染重等特点，而随着国家持续加大对化工企业的安全环保整治力度，化工企业特别是煤化工企业的环保门槛提高。2015年2月，工信部、财政部联合编制《工业领域煤炭清洁高效行动计划(2015-2020)》提出，到2020年，力争节约煤炭消耗1.6亿吨以上，减少烟尘排放量100万吨、二氧化碳排放量120万吨、氮氧化物80万吨。2015年3月，工信部印发《2015年工业绿色发展专项行动实施方案》，明确到2015年底，减少煤炭消耗400万吨以上。2015年4月，国务院办公厅印发《关于加强节能标准化工作的意见》，确定到2020年建成指标先进、符合国情的节能标准体系，主要高耗能行业实现能耗限额标准全覆盖，80%以上的能效指标达到国际先进水平，标准国际化水平明显提升。2015年5月19日，财政部印发《节能减排补助资金管理暂行办法》，确定了节能减排补助资金重点支持范围：包括重点领域、重点行业、重点地区节能减排，重点关键节能减排技术示范推广和改造升级等。

总体看，行业下游持续需求市场饱和，对煤化工行业发展产生一定不利影响；行业原材料煤炭受产能过剩影响，价格持续走低，对行业运行有积极影响；受经济持续地位运行及行业产能过剩影响，行业内主要产品价格持续下降；我国政府对化工尤其是煤化工行业的环保力度不断加强。

### 行业关注

#### (1) 行业产能明显过剩，化工产品价格持续下行

基础化工领域进入门槛较低，行业处于充分竞争结构，集中度较低，结构性产能过剩，2004年以来，焦炭、电石、尿素行业的产能利用率一直处于较低水平。企业间的恶性竞争，导致产品的价格下降，经营风险显著上升，增长空间受到一定的限制。未来，我国仍将严格控制传统煤化工的发展，淘汰落后产能、调整产业结构。

#### (2) 国家环保要求不断提高，可能对化工行业产生一定的不利影响

公司属于化工生产行业，产品品种丰富，在生产过程中涉及到环境保护等相关问题。随着我国政府环境保护力度的不断加强，可能在未来出台更为严格的环保标准，从而对化工生产企业提出更高的环保要求，这可能会对化工行业的生产经营带来一定的影响。

### 未来发展

基础化工行业盈利整体底部企稳，结构性行情仍将延续。在需求端难有明显改善的情况下，供给端的变化成为决定行业景气的主要因素。目前大部分化工子行业产能过剩的局面仍在消化之中，下游需求增速放缓则延缓了行业供求恢复平衡的时间，因而近两年来大多数化工品呈现旺季不旺的局面，预计相应产品价格短期而言难有明显起色。

随着我国可持续发展环境承载能力达到极限，政府出台日益严格的环保法规与政策，基础化工行业中拥有较为完整的污水、废气、危化物排泄处理设施的基础化工企业会在未来的竞争中凸显优势。

总体看，未来基础化工行业主要产品价格仍为低位运行；随着政府出台严格的环保法规和政策，拥有较为完善的环保处理设施的企业会有明显优势。

## 2、食品添加剂

行业需求方面，2015年，全国规模以上食品工业增加值增速在6.5%左右，比2010年的6.3万亿元增长了84.1%，年均递增约13.0%；我国食品工业总产值占全国工业总产值的比重达到12.0%，比2010年的8.8%提高3.2个百分点，食品工业在国民经济中的支柱产业地位进一步提升。十三五期间，我国将食品由生存性消费向健康性、享受型消费转变，由吃饱、吃好向基本保障食品安全、健康，满足食品消费多样化转变。

行业原料供给方面，硫磺等主要原材料价格震荡偏弱，有利于食品添加剂行业成本降低，但仍需注意原材料价格波动对行业成本控制能力提出了更高的要求。以主要原材料硫磺为例，我国硫磺33%需进口，受外盘价格下降、市场供给充足而下游需求情况不佳影响，2015年以来华东硫磺价格呈震荡下行趋势，自2015年10月以来，硫磺价格大幅下滑，2015年12月31日收于1,025元/吨。未来预计国际硫磺价格继续下滑，国内略显趋稳，供需面均显谨慎。

行业竞争方面，2015年公司安赛蜜产品主要竞争对手苏州浩波在激烈竞争之后也出现各方面问题，已进入破产重整。经过市场竞争后，目前有效运行的大型安赛蜜生产商为金禾实业与德国Nutrinova。2015年，能够提供稳定产量甲、乙基麦芽酚产品的公司仅为金禾实业和北京天利海香精香料有限公司（以下简称“北京天利海”），市场形成双寡头垄断格局，其中金禾实业市占率约为66.67%，北京天利海约为33.33%。

总体看，受食品行业的快速发展，食品添加剂行业下游需求稳定增长；上游原料价格呈震荡下降态势，对行业发展有一定积极影响；食品添加剂行业安赛蜜和甲、乙基麦芽酚产品竞争呈双寡头垄断态势。

#### 四、管理分析

2016年3月15日，公司召开第四届董事会第一次会议，会议任命了新一届高管人员，戴世林先生不再担任总经理职务，夏家信先生担任总经理，孙彩军先生担任副总经理，其他人员不变。

公司总经理夏家信先生，1969年出生，中国国籍，本科学历。2006年12月至2009年12月任安徽金禾实业股份有限公司总经理助理；2009年12月至2016年3月任安徽金禾实业股份有限公司副总经理；2016年3月起，担任公司董事兼总经理。

2015年，公司主要管理制度未发生变化。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司主要从事精细化工和基础化工产品的生产、研发和销售。目前，公司精细化工产品主要包括安赛蜜、甲基麦芽酚、乙基麦芽酚；基础化工产品主要包括液氨、碳酸氢铵、甲醛、三聚氰胺、硝酸、硫酸、新戊二醇等。

2015年，公司营业收入中主营业务收入占比99.34%，主营业务十分突出。2015年公司实现主营业务收入33.06亿元，较上年增长11.51%，主要系公司增加化工品贸易业务所致。其中，2015年基础化工业务较为稳定，实现收入24.30亿元，较上年下降5.00%，主要系基础化工行业产能过剩，产品价格下降所致；精细化工产品实现营业收入5.84亿元，较上年增加3.36%，主要系公司精细化工产品需求稳定增长以及产品价格增长较快所致。从销售地区看，受公司甲基麦芽酚出口额增加以及高价值的基础化工产品季戊四醇、双季戊四醇和PHC吡啶盐出口增长，公司外销销售收入有所增加，2015年公司实现外销收入2.94亿元，较上年增加4.62%，占主营业务收入比重8.88%；公司实现内销收入30.12亿元，占主营业务收入比重91.12%。

表1 2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项 目	2014年			2015年		
	收入	毛利率	收入占比	收入	毛利率	收入占比
基础化工	255,831.25	11.72	80.47	243,030.62	12.52	73.52

精细化工	56,534.25	25.02	17.78	58,423.07	35.49	17.67
贸易	-	-	-	22,913.18	0.52	6.93
其他产品	5,569.95	20.49	1.75	6,210.83	9.47	1.88
<b>合计</b>	<b>317,935.45</b>	<b>14.24</b>	<b>80.47</b>	<b>330,577.70</b>	<b>15.69</b>	<b>100.00</b>
内销	289,867.21	13.42	90.69	301,224.70	13.98	91.12
外销	28,068.23	22.71	9.31	29,353.00	33.18	8.88
<b>合计</b>	<b>317,935.45</b>	<b>14.24</b>	<b>100.00</b>	<b>330,577.70</b>	<b>15.69</b>	<b>100.00</b>

资料来源:公司年报

注:数据尾数差异为计算过程四舍五入所致。

从毛利率来看,2015年,受益于原材料价格下降幅度超过基础化工产品价格下降幅度、公司不断进行生产技术改进降低生产成本以及精细化工产品价格提高的影响,公司产品综合毛利率较上年提高1.45个百分点至15.69%。其中,基础化工产品毛利率为12.52%,精细化工毛利率为35.49%,分别较上年提高0.80和10.47个百分点。

从公司各主要产品来看,2015年受我国基础化工产能过剩影响,硝酸、甲醛价格降幅快于煤炭价格降幅,导致其毛利率下降很快;液氨、碳氨毛利率有所提高,主要系公司液氨与碳氨产品价格较为稳定,而原料煤炭与尿素价格降幅较大所致;硫酸与双氧水毛利率提高较快,主要系公司硫酸与双氧水价格增长所致。新戊二醇与季戊四醇毛利率呈波动态势,主要系公司新戊二醇与季戊四醇产品价格波动以及上述两种产品为伴生产品(一种产品的需求增长都会对另一种产品的单位生产成本的下降有所贡献)的共同影响所致。2015年,随着公司在精细化工的市场地位不断加强以及下游需求稳定增长,安赛蜜、甲/乙基麦芽酚价格呈逐年增长态势,导致上述产品的毛利率稳定增长。

表2 公司各主要产品毛利情况 (单位:万元、%)

项目	2014年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
安赛蜜	21,761.48	16.16	23,432.34	28.29
甲基麦芽酚	8,307.56	27.92	10,309.18	44.44
乙基麦芽酚	23,079.43	33.03	21,847.05	40.21
硝酸	57,578.70	9.78	48,110.98	1.65
液氨	25,028.55	14.92	24,801.48	12.46
三聚氰胺	38,817.18	1.74	40,836.28	5.84
新戊二醇	25,593.26	5.79	17,194.06	12.15
碳氨	23,696.87	9.61	21,473.56	14.78
甲醛	10,920.88	7.17	8,734.05	-1.05
季戊四醇	14,359.36	12.21	15,922.67	6.98
硫酸	24,671.37	29.28	30,382.17	41.10
双氧水	5,069.39	13.92	13,437.35	20.55
其他主营业务	39,051.42	19.34	111,667.63	8.21
<b>合计</b>	<b>317,935.45</b>	<b>14.24</b>	<b>315,236.35</b>	<b>16.84</b>

资料来源:公司提供

2016年1~3月,公司营业收入8.37亿元,较上年同期增长9.77%;公司净利润1.37亿元,较上年同期增长337.77%,主要系公司投资收益增长较快所致。

总体看,受基础化工市场低迷以及精细化工业务增长的双重作用,公司主营业务收入保持稳定,且公司精细化工业务毛利润占比快速扩大;受煤炭等大宗商品价格下滑以及精细化工销售情况良好的影响,公司综合毛利率有所提高;公司海外市场占比较高。

## 2. 原料采购

2015 年，受上游大宗商品价格大幅下降的影响，公司主要原料煤炭、尿素价格下滑较快，对公司的成本下降有积极影响。硫磺、糖醛等精细化工重要原料价格保持稳定。

表 3 公司 2014~2015 年主要原材料采购情况表

品种	项目	2014 年	2015 年
块煤	均价（元/吨）	897.87	711.41
	采购量（吨）	434,820.02	427,652.44
	采购金额（万元）	39,041.19	30,423.62
粉煤	均价（元/吨）	519.45	423.39
	采购量（吨）	122,106.00	113,655.15
	采购金额（万元）	6,342.80	4,812.05
硫磺	均价（元/吨）	1,056.35	1,049.36
	采购量（吨）	286,285.00	342,015.27
	采购金额（万元）	30,241.72	35,889.71
尿素	均价（元/吨）	1,565.42	1,449.11
	采购量（吨）	247,480.13	388,942.05
	采购金额（万元）	38,741.03	56,361.98
电	均价（元/千瓦时）	0.47	0.48
	采购量（千瓦时）	744,230,710.00	722,410,006.00
	采购金额（万元）	34,978.84	34,675.68

资料来源：公司提供

2014 年和 2015 年公司原材料供应商采购情况如表 4 所示。2015 年公司对前五大供应商的采购额总计占比为 35.48%，采购集中度较上年提高 9.70 个百分点，集中度较高，但是除电力与运输供应外，其他原料的单一客户供应商占比不大。

表 4 公司 2014~2015 年前 5 大供应商情况表（单位：万元、%）

年份	供应商	采购金额	采购金额占比	采购项目
2014 年	国家电网	40,834.70	12.34	电
	江苏灵谷化工有限公司	19,632.53	5.93	原料
	中石化炼油销售（福建）有限公司	9,392.09	2.84	硫磺
	安徽昊源化工集团有限公司	8,199.22	2.48	煤
	扬子石化-巴斯夫有限责任公司	7,273.12	2.2	异丁醛
	合计	<b>85,331.66</b>	<b>25.78</b>	--
2015 年	供电部门	41,007.37	17.11	电
	江苏灵谷化工有限公司	13,451.29	5.61	尿素
	苏州得亦名商贸有限公司	12,383.03	5.17	硫磺
	中石化炼油销售（福建）有限公司	9,827.87	4.10	硫磺
	来安县祥瑞运输工贸有限公司	8,373.36	3.49	运费
	合计	<b>85,042.92</b>	<b>35.48</b>	--

资料来源：公司提供

总体看，2015 年除电力外，公司主要原材料采购价格均有不同程度下降，对公司盈利水平有一定积极影响。除电力与运输外，公司原料供应商集中度一般。

### 3. 生产销售

2015年，针对化工行业低迷的市场行情，公司在基础化工方面制定了“不扩张产能，降低生产成本”的生产策略，维持现有产能并保持高产能利用率，依托循环经济生产链条并根据市场需求择机开发新产品。公司重视研发，不断改进生产工艺技术，提高各种产品的得率与收率，降低单位生产成本。针对精细化工业务，公司在保持现有市场竞争力的同时，不断改进生产工艺；跟踪食品甜味剂发展趋势，开展新产品的生产工艺研发，择机建设新产品生产装置。公司以甲基麦芽酚为基础，向下游延伸生产医药中间体 PHC（吡啶盐）。公司加强安全生产方面的投入力度，在重要生产环节安装了安全生产监控设备，但仍有 20% 的老旧设备尚未安装。

2015年，公司各主要产品产能未发生变化，各产品产量和产能利用率与上年相比都较为稳定。2015年，安赛蜜产能利用率为 78.66%，较上年下降 4.55 个百分点，主要系设备检修所致。甲、乙基麦芽酚产能利用率有所波动，主要系甲、乙基麦芽酚生产工序相同，最后一道工序稍作变动两种产品可以切换，公司根据市场需求调整分别调整甲、乙基麦芽酚两种联产产品的产量所致。碳氨产量为 374,919.99 吨，产能利用率为 83.32%，产能利用率较上年下降了 10.58%，主要系碳铵对农业生产的增肥效果不如其他替代化肥产品所致。双氧水产量增幅较大，2015 年产量为 157,101.80 吨，较上年增长了 97.04%，产能利用率为 104.73%，主要系江浙地区对双氧水需求较大，扩大双氧水产量所致。

表 5 公司 2014~2015 年主要产品产能、产量情况表（单位：吨、%）

品名	2014 年			2015 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
安赛蜜	9,000.00	7,488.75	83.21	9,000.00	7,079.46	78.66
甲基麦芽酚	1,000.00	811.62	81.16	1,000.00	1,477.00	147.70
乙基麦芽酚	3,000.00	3,196.56	106.55	3,000.00	2,769.12	92.30
硝酸	450,000.00	479,008.30	106.45	450,000.00	471,830.99	104.85
三聚氰胺	90,000.00	73,178.63	81.31	90,000.00	78,969.46	87.74
新戊二醇	23,000.00	24,206.32	105.24	23,000.00	23,738.70	103.21
液氨	300,000.00	277,040.11	92.35	300,000.00	278,821.43	92.94
浓硫酸	900,000.00	965,893.92	107.32	900,000.00	1,088,885.34	120.99
碳氨	450,000.00	422,539.20	93.90	450,000.00	374,919.99	83.32
季戊四醇	20,000.00	19,455.63	97.28	20,000.00	22,581.40	112.91
甲醛	200,000.00	183,473.00	91.74	200,000.00	181,851.52	90.93
双氧水	150,000.00	79,730.23	53.15	150,000.00	157,101.80	104.73

资料来源：公司提供

从销售方面来看，公司在基础化工领域由中小客户群体逐渐向中高端企业客户群体转移，以保证产品毛利率与应收账款的安全性，但是中、高端客户群较为强势，拉长了公司的结算期，部分外资以及中外合资企业结算期延长至 60~90 天。

2015年，公司安赛蜜产品国内最大的竞争对手苏州浩波进入破产重整程序，进一步加强了公司在安赛蜜领域的产能第一的市场地位。公司基础化工产品中除三聚氰胺和新戊二醇外，其他产品都有一定的销售半径，公司基础化工产品主要销往江、浙、沪以及滁州市周边区域的下游厂商，在上述地区市场占有率较高。

2015年，随着苏州浩波进入破产重整程序，公司安赛蜜产品的市场地位进一步增强，以及 2015 年公司安赛蜜生产设备检修等因素导致产品价格增长较快，同比增长 2.55%，2015 年销售价格为

3,138.95 元/吨。2015 年，公司甲、乙基麦芽酚产品售价分别为 8,9370 元/吨和 77,193.74 元/吨，价格较上年小幅增长，主要系公司以稳定价格增长以保持高市场占有率，同时利用其生产规模优势提高潜在竞争对手的市场进入壁垒。

2015 年，公司基础化工主要产品均有不同程度的下降，主要系基础化工产能过剩所致；公司碳氨、硫酸以及双氧水价格有所上升，主要系公司在销售区域内竞争力较强所致。公司基础化工产品产销率较高，主要系公司在销售区域内竞争力较强，同时公司加大营销力度所致。

表 6 公司 2014~2015 年主要产品产销情况表（单位：吨、元/吨、%）

产 品	2014 年			2015 年		
	销量	销售均价	产销率	销量	销售均价	产销率
三聚氰胺	73,469.68	5,283.42	100.40	79,296.92	5,023.88	104.41
硝酸	476,964.41	1,270.19	99.57	471,686.37	1,008.74	99.97
乙基麦芽酚	2,886.29	79,962.28	90.29	2,830.17	77,193.74	102.20
甲醛	93,125.28	1,172.71	50.76	84,989.50	1,014.20	46.74
安赛蜜	7,111.00	30,601.57	94.96	7,466.82	31,381.95	105.47
液氨	113,274.43	2,209.55	40.89	115,641.55	2,130.36	41.48
碳氨	421,626.26	562.03	99.78	363,593.52	590.59	97.00
硫酸	857,177.85	287.82	88.74	966,537.77	314.34	88.76
甲基麦芽酚	986.00	84,255.12	121.49	1,206.70	89,370.00	81.67
新戊二醇	24,326.70	10,520.65	100.50	23,476.92	7,323.82	98.90
双氧水	72,698.82	697.31	91.18	151,696.32	854.17	98.76

资料来源：公司提供

注：公司对 2014 年数据进行了修正

从公司前五大销售商情况来看，公司的销售客户较为分散，前 5 大客户采购金额合计占比维持在 4.67%左右，公司对主要销售客户的依赖度较低。

表 7 公司 2013 年和 2014 年前 5 大销售客户情况表（单位：万元、%）

年份	客户名称	采购金额	购买金额占比
2014 年	福州联盛化工有限公司	6,184.45	1.92
	帝兴树脂（昆山）有限公司	4,458.95	1.39
	南京健业化工有限公司	4,263.95	1.33
	CHINA LONG-CHEM COMPANY LIMITED	3,499.03	1.09
	新浦化学（泰兴）有限公司	3,323.44	1.03
	<b>合计</b>	<b>21,729.82</b>	<b>6.76</b>
2015 年	安徽泰合森能源科技有限责任公司	3,558.33	1.07
	东乡县远成实业有限公司	3,261.39	0.98
	帝兴树脂（昆山）有限公司	3,219.98	0.97
	湖北祥云（集团）化工股份有限公司	2,766.68	0.83
	铜陵和友化工有限公司	2,725.26	0.82
	<b>合计</b>	<b>15,531.64</b>	<b>4.67</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司针对化工低迷的市场环境坚持不扩张产能，实施技术改进以降低成本的生产策略，保持较高的产能利用率；公司精细化工产品市场占有率较高，价格总体保持稳中有升的态势，基础化工产品价格有所下降；公司客户群向中高端群体转移，有助于保持毛利水平，但是销售回款

周期有所延长。

#### 4. 科研与技术水平

2015 年，公司继续加大科技投入和人才队伍建设。2015 年公司研发和技改支出金额为 18,304.89 万元，较 2014 年增加 8,302.90 万元；占公司合并营业收入的 5.49%。2015 年，公司已受理专利 20 件，其中发明专利 14 件，实用新型专利 6 件；获得专利授权 1 件；截至 2015 年底，公司累计获得专利授权 66 件，其中发明专利 30 件，实用新型专利 33 件，外观设计专利 3 件。

总体看，2015 年公司科研投入较大，拥有多项技术专利，公司具有较强的自主创新能力。

#### 5. 经营效率

2015 年，公司应收账款周转次数为 25.52 次，较上年下降 1.62 次，主要系公司逐渐向高端客户群体转移结款周期延长所致；存货周转次数为 5.74 次，较上年下降 2.01 次，主要系子公司金丰投资有限责任公司政府拆迁土地转入导致存货增加所致；总资产周转次数 0.95 次，较上年下降 0.05 次，主要系公司资产规模增加所致。

总体看，公司经营效率较上年有所下降。

#### 6. 在建项目

公司在建项目集中在循环经济生产链的延伸产品生产线、技改项目以及环保项目。公司计划大批生产第五代甜味剂三氯蔗糖，以巩固公司在甜味剂市场的领先地位，目前三氯蔗糖工程为一套实验装置，通过规模化工业试生产探求工艺的优化，产能 500 吨，产品得率 38% 左右，预计调试完成后可以放量生产。华东地区的双氧水市场潜力较大，公司双氧水生产处于满产状态，新上 20 万吨/年双氧水项目，有助于扩大公司双氧水生产能力。硫酸技改项目、300 吨/天制氨水项目和抵押蒸汽发电项目是公司技改项目，用于降低基础化工生产的成本。为了满足环保监管要求，公司增加一个污水处理池项目。截至 2015 年底，公司在建工程合计完成投资 0.56 亿元，未来还需投入 1.36 亿元。

表 17 截至 2015 年末公司在建工程情况（单位：万元、%）

项目名称	总投资	资金来源	项目进度	2015 年末投资完成额	2016 年计划投资
三氯蔗糖工程	6,000.00	自有资金	88.25	5,294.72	705.28
2015 年硫酸技改项目	500.00	自有资金	19.32	96.61	403.39
300 吨/天制氨水项目	19.00	自有资金	99.75	18.95	0.05
年产 20 万吨双氧水项目	11,500.00	自有资金	0.71	81.11	11,418.89
低压蒸汽发电项目	137.00	自有资金	15.93	21.82	115.18
TGS 废水处理项目	1,000.00	自有资金	7.34	73.45	926.55
<b>合计</b>	<b>19,156.00</b>	<b>-</b>	<b>29.16</b>	<b>5,586.66</b>	<b>13,569.34</b>

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目对公司保持市场地位，降低生产成本与提高公司环境治理有积极影响，在建项目计划投资额较小，不会对公司产生较大的融资压力。

#### 7. 重要事项

2014 年 9 月，应德国 Nutrinova 公司的申请，欧盟委员会对包括本公司在内的中国企业生产的安赛蜜产品出口欧洲进行反倾销调查，2015 年 10 月 30 日，欧盟对安赛蜜反倾销案做出终裁，

对自中国进口的安赛蜜产品征收每公斤 2.46~4.58 欧元的反倾销税。由于公司出口欧盟的安赛蜜量较小，该反倾销税的征收对公司的生产经营影响较小。但是，不排除德国 Nutrinova 继续在全球其他国家（如：美国）继续申请反倾销调查，以及外国其他公司申请对甲、乙基麦芽酚产品进行反倾销调查，如果对其他国家/地区对上述产品征收反倾销税，则会对公司精细化工业务产生不利影响。

2016 年 3 月 17 日，公司第四届董事会第二次通过了《关于本次公开发行可转换债券的议案》，本次债券发行总额度不超过人民币 6 亿元。公司本次可转换债券募集资金计划投资于年产 400 吨吡啶盐项目和年产 1,500 吨三氯蔗糖项目。

总体看，德国 Nutrinova 申请的反倾销调查未来可能对公司的精细化工产品产生不利影响；公司预发行可转换债券有利于公司发展新产品，增加精细化工竞争力。

## 8. 经营关注

### 基础化工产能过剩，主要产品价格持续下行

目前，我国基础化工全行业处于产能过剩态势，市场竞争日益激烈局面短期内难以改善，会进一步使基础化工主要产品价格低位运行甚至继续下行。基础化工产品价格下行会进一步降低公司基础化工产品毛利率，对公司盈利能力产生不利影响。

### 公司面临较大环保压力

公司属于化工生产企业，随着我国政府环境保护力度的不断加强，可能在未来出台更为严格的环保标准，从而对化工生产企业提出更高的环保要求，这将会对公司的生产经营带来一定的影响。

### 公司面临一定安全生产管理压力

公司大部分化工产品都在高温、高压环境下生产，有一定生产安全风险。目前，公司主要产品生产线都处于满产甚至超产状态，且公司还有 20% 的老旧设备没有完全安装安全生产监控设备，公司面临一定安全生产管理压力。

### 公司精细化工出口面临贸易摩擦风险

公司在安赛蜜与甲、乙基麦芽酚产品全球市场占有率很高，目前已有德国 Nutrinova 公司申请反倾销调查并且欧盟已作出相关裁决。不排除德国 Nutrinova 继续在全球其他国家（如：美国）继续申请反倾销调查，以及外国其他公司申请对甲、乙基麦芽酚产品进行反倾销调查，如果其他国家/地区对上述产品征收反倾销税，则会对公司精细化工业务产生不利影响。

## 9. 未来发展

公司将巩固和扩大甜味剂和香精香料行业的领先地位，并进一步丰富产品线，并依托循环经济、高效运营和持续创新三大优势，专注于品质和服务的提升。

### 维护市场地位

在甜味剂和香料领域，公司将通过价格调控引导竞争格局，并通过技术革新和工艺路线优化，提高生产效率，降低生产成本，进一步提高市场占有率。继续强化产品质量体系建设，提高产品质量，同时加强品牌建设，提高品牌认知度，以质量与品牌优势维护公司市场地位。

### 重点建设项目

公司依托较强的技术优势、成本优势和渠道优势，2016 年内公司将加快对年产 500 吨三氯蔗糖项目技术升级，以达到公司预定的各项技术指标、财务指标，并以此为基础推进年产 1,500 吨三氯蔗糖项目建设。公司计划依托原料、技术优势，推进第三代治疗胃溃疡新药泮托拉唑的中间

体吡啉盐年产 400 吨建设项目。在年产 15 万吨双氧水的生产经验的基础上，公司决定投资建设年产 20 万吨双氧水装置。

### 外延式扩张

公司将在继续致力于确保主营业务快速发展的同时，充分利用资本市场，加快对食品添加剂行业内优质标的的筛选，并积极关注医药中间体和新材料等相关行业动态，努力实现跨越式发展。目前，公司已与九州证券有限公司共同发起并购产业基金“金禾九州新兴产业并购基金（有限合伙）”。

### 升级技术和研发能力

公司将建立健全自主创新和协同研发机制，逐步完善自主研发能力，加强对已有技术的吸收能力。开展和高校、科研机构的合作，对新技术进行技术成果吸收、转化和落地。同时，公司将加强同重点行业客户的沟通，将供销关系升级为战略合作关系，充分理解客户发展战略，把握行业发展趋势，找到布局点，逐步升级为具备将技术产业化和市场化能力的综合型公司。

### 深化企业管理

公司建立健全公司采购、生产、销售、仓储、物流、财务等各项业务流程；围绕各项业务流程和管理制度进一步深化财务管理，全面推进预算管理；加强资金管理，提高闲置资金使用效率和收益率。建立健全员工发展和培养机制，充实优化尤其是生产和技术部门的高中基层干部队伍；加大对培训资源的投入，组织不同侧重点的培训活动和课程；重新塑造企业文化，以不同形式进行宣讲和沟通，培养年轻干部和员工的文化认同，保证生产、经营队伍的稳定。

总体看，公司发展战略清晰，立足于主业经营，加强技术研发、深化企业管理，依托循环经济生产链条不断扩大需求潜力较大的新产品，公司积极寻求新的产业并购机会以实现跨越式发展。同时，联合评级也关注到，公司拟进行的产业并购对公司整合外部资源运作方面提出了更高的要求，加大了公司经营风险。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2014~2015 年度财务报告均已经华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具标准无保留审计意见。2016 年 1 季度报表未经审计。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 36.37 亿元，负债合计 14.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.96 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 20.19 亿元。2015 年公司实现营业总收入 33.28 亿元，净利润（含少数股东损益）1.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.14 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 5.18 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.26 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 38.66 亿元，负债合计 15.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.13 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 21.42 亿元。2015 年公司实现营业总收入 8.37 亿元，净利润（含少数股东损益）1.37 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.42 亿元。经营活动产生的现金流量净额为 1.58 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.96 亿元。

### 2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额为 36.37 亿元，较年初小幅增长 7.90%，主要系流动资产的增加所致。其中，流动资产在总资产中的占比由期初的 52.11% 上升至 56.57%，流动资产占比近一

步上升。

截至 2015 年底，公司流动资产总计 20.58 亿元，较年初大幅增长 17.13%，主要来自于公司存货和交易性金融资产的增加。公司流动资产以货币资金（占比 27.23%）、交易性金融资产（占比 8.47%）、应收票据（占比 20.03%）、应收账款（占比 6.10%）、存货（占比 27.00%）和其他流动资产（占比 6.68%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金较 2014 年底小幅增加 5.23% 至 5.60 亿元，基本保持稳定，仍以银行存款为主，其中受限资金为 0.93 亿元，占比 16.58%。2015 年，公司为了提高资金使用效率，开始进行金融产品投资，公司交易性金融资产 1.74 亿元，主要由理财产品构成。应收票据余额为 4.12 亿元，较 2014 年增加 47.44%，全部为银行承兑票据，主要系基础化工下游客户增加了票据结算所致。截至 2015 年，应收账款为 1.25 亿元，较年初增加 7.55%，主要系公司客户向中、高端客户转移销售信用期延长所致，计提坏账准备 0.10 亿元，计提比率 7.41%，考虑到基础化工下游需求持续低迷，公司应收账款存在一定计提坏账准备风险。存货较 2014 年底增加 38.29% 至 5.56 亿元，主要系子公司金丰投资有限责任公司政府拆迁土地转入所致，存货主要由原材料、在产品 and 开发成本构成，其账面余额占比分别为 27.05%、25.13% 和 47.82%；公司已经计提跌价准备 0.14 亿元，但考虑到化工行业低迷和煤炭行业产能过剩，公司存货存在进一步计提价值准备的风险。其他流动资产为 1.37 亿元，较 2014 年底下降 26.35%，主要系公司对外委托贷款到期所致，公司其他流动资产由银行理财产品（占比 87.30%）和待抵扣进项税（占比 5.15%）构成。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 15.80 亿元，较 2014 年小幅下降 2.14%，主要系固定资产的减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 5.93%）、固定资产（占比 74.92%）、无形资产（占比 7.28%）和其他非流动资产（占 5.15%）构成。

截至 2015 年底，可供出售金融资产 0.94 亿元，其中 0.51 亿元投资于上海谱润三期股权投资合伙企业（有限合伙）、0.43 亿元投资于上海欣金禾汇投资合伙企业（有限合伙）；公司固定资产账面价值 11.84 亿元，较年初下降 9.50%，主要系折旧和减值准备增加所致，固定资产主要由机器设备（占比 64.67%）和房屋建筑物（占比 32.85%）构成，其中 0.24 亿元固定资产被用于借款抵押物，受限比率为 2.06%，固定资产成新率 49.72%，成新率较低；无形资产 1.15 亿元，较上年下降 1.97%，主要系土地使用权和专利技术摊销所致；其他非流动资产余额为 0.81 亿元，较 2014 年下降了 35.89%，主要系委托贷款全部收回所致，其中 0.69 亿元的土地使用权进行了抵押，受限比率为 59.66%。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 38.66 亿元，较年初增长 6.29%，其中流动资产占比 58.59%，非流动资产占比 41.41%，资产结构较年初变化不大。流动资产仍主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他流动资产构成，其中货币资金因收回投资本金而有所增长，存货较年初略有下降。公司非流动资产仍主要由固定资产/无形资产和其他非流动资产构成，较年初变化不大。

总体看，2015 年，公司流动资产增长较多，资产结构转为以流动资产为主，存货占比较高，存在一定计提减值风险，货币资金较充足但是受限比率较高，公司资产流动性尚可；非流动资产中固定资产占比较高，成新率较低，无形资产受限比率较高；整体资产质量一般。

### 3. 负债和所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计为 14.42 亿元，较年初增长 16.67%，主要系流动负债的增加所致。其中，负债结构仍以流动负债为主，占比 71.95%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 10.37 亿元，公司流动负债主要由短期借款（占比 12.82%）、

应付票据（占比 25.77%）、应付账款（占比 25.48%）、应付职工薪酬（占比 8.20%）和一年内到期的非流动负债（占比 5.36%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款为 1.33 亿元，较上年下降 21.99%，主要系偿还借款所致，公司短期借款由抵押借款（占比 21.05%）和保证借款（占比 78.95%）构成；公司应付票据为 2.67 亿元，较上年末增长 3,009.15%，主要系公司为了增加资产流动性将收到的承兑汇票背书以票据支付材料款；应付账款为 2.64 亿元，较上年末增长 3.57%，主要系应付原料款增加所致；一年内到期的非流动负债为 0.56 亿元，较上年末下降 19.55%，主要系偿还借款所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 4.05 亿元，较上年末下降 12.93%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 17.47%）、应付债券（占比 49.11%）和专项应付款（占比 24.74%）构成。截至 2015 年底，公司应付债券为 1.99 亿元，系公司发行 2013 年公司债券尚未到期所致；长期借款为 0.71 亿元，较上年末减少 44.04%，主要是转入一年内到期的非流动负债金额较大所致，长期借款以保证借款为主，集中偿付风险较低；专项应付款 1.00 元，较上年减少 0.91%；专项应付款全部为搬迁补偿款。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.64%、24.84% 和 10.93%，指标水平较年初均有所上升。从有息债务规模来看，公司全部债务 7.26 亿元，较年初增长 36.95%，主要系公司以银行承兑汇票支付原料及工程款比重增大所致；其中，长期债务 2.69 亿元，短期债务 4.56 亿元。总体看，公司债务负担有所加重，但整体负债水平不高。

截至 2016 年 3 月底，公司负债 15.53 亿元，较年初增长 7.71%，其中流动负债占比 80.34%，非流动负债占比 19.66%，流动负债占比较年初有所增长，主要系短期借款与应付票据增加所致，整体负债结构较年初变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务合计 9.17 亿元，较年初增长 26.41%，主要系短期银行借款与应付票据增加所致，短期债务占比进一步上升。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.17%、28.39% 和 10.44%，整体债务规模较年初有所增长。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 21.96 亿元，较上年小幅增加 2.82%。其中，归属于母公司所有者权益合计 20.19 亿元，其中股本占比 21.84%，资本公积占比 25.82%，盈余公积占比 6.08%，未分配利润占比 39.88%，所有者权益中未分配利润占比不大，权益稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 23.13 亿元，较年初增长 5.35%，所有者权益结构变化不大，未分配利润较年初有所增长。

总体看，随着公司付款结算模式有所变化，公司负债规模有所增加，但整体债务水平不高；所有者权益稳定性尚可。

#### 4. 盈利能力

2015 年，公司营业收入为 33.28 亿元，较上年增长 3.52%，主要系公司精细化工收入增加以及开展了化工品贸易业务所致；公司实现净利润 1.84 亿元，较上年增长 33.26%，主要系公司精细化工产品价格有所上涨，以及基础化工原料价格降幅较大所致。

从期间费用看，2015 年公司期间费用为 3.10 亿元，较上年小幅增长 2.94%，其中，销售费用和管理费用占比较大。销售费用较上年下降 1.50%，主要系公司控制销售成本所致；随着人工成本提高以及公司经营业绩达到股权激励的目标值兑现绩效承诺，公司管理费用较上年增长 16.91%；财务费用较上年下降 19.62%，主要系公司汇兑收益增加所致。由于公司营业收入增长大于期间费用上升，致使公司费用收入比由 2014 年的 9.38% 下降至 9.33%，费用支出有所控制，但仍

属较高水平。

2015 年公司投资收益为 0.17 亿元，较上年增长 86.71%，主要系公司取得委托贷款利息收入及确认的财务顾问服务费收入金额较大所致；公司投资收益占利润总额比率为 7.58%，公司投资收益对利润有一定贡献。2015 年，公司营业外收入为 0.17 亿元，较上年下降 39.40%，主要系收到政府补贴下降所致，营业外收入占公司利润总额比率为 7.63%，公司利润对营业外收入依赖性较低。

2015 年，受原材料价格下降幅度超过产品价格下降幅度、公司不断进行生产技术改进降低生产成本以及精细化工产品价格提高的影响，公司综合毛利率不断提升，2015 年毛利率 15.30%，较上年增长了 3.13 个百分点。2015 年，受利润总额及净利润增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.04%、7.74% 和 8.49%，较上年分别提高 1.02、0.90 和 1.86 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司营业收入 8.37 亿元，较上年同期增长 9.77%；公司净利润 1.37 亿元，较上年同期增长 337.77%，主要系公司投资收益增长较快所致。

总体看，2015 年，公司营业收入稳中有升，利润总额增幅较大，公司整体盈利能力较强。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2015 年经营活动产生的现金流量净额为 5.18 亿元，较上年增长 39.41%，主要系公司通过票据支付货款导致购买商品、接受劳务支付的现金较上年下降所致；2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 0.12 亿元，较上年下降 41.71%，主要是收到的政府补助减少所致；从收入实现质量来看，公司现金收入比为 110.60%，较上年下降 4.38 个百分点，但收入实现质量仍属较好水平。

从投资活动看，投资活动现金流入 3.41 亿元，较上年增加 20.18%，主要系公司委托贷款到期收回本金；投资活动现金流出 6.24 亿元，较上年下降 21.10%，主要系公司在建工程支出与对外财务投资支出减少所致。2015 年公司投资活动现金净流出 2.82 亿元，较上年净流出额下降了 44.27%。

从筹资活动看，筹资活动现金流入 2.65 亿元，较上年下降 43.25%，主要系公司对外融资较上年减少所致；筹资活动现金流出 5.31 亿元，较上年增加 49.96%，主要系公司归还银行贷款及分配 2014 年度股利支付的现金所致。2015 年公司筹资活动现金流量净额-2.67 亿元，较上年下降 337.84%。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 1.58 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 1.66 亿元，主要系公司收回理财投资所致；公司筹资活动产生的现金净流出 0.26 亿元，主要系偿还银行贷款所致。

总体看，公司经营现金流状况较好，收入实现质量较高；公司在建工程规模降低以及理财投资力度减小导致公司投资现金流出增幅减小；公司对外融资降低，以及陆续偿还银行贷款，筹资活动现金流净额呈流出状态。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别 1.98 倍和 1.45 倍，较年初均小幅下降，但处于较好水平；公司现金短期债务比为 2.51 倍，现金类资产对短期债务的保障能力较好；经营现金流流动负债比率为 49.93%，较上年有所上升，经营活动产生的现金对流动负债的保障能力较好。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2014~2015 年，公司 EBITDA 分别为 4.56 亿元和 5.01 亿元；2015

年，公司 EBITDA 由折旧（占比 43.13%）、摊销（占比 2.76%）、计入财务费用的利息支出（占比 8.46%）和利润总额（占比 45.65%）构成。2015 年，EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 11.82 倍和 0.69 倍，较上年分别增长了 8.58% 和 -13.17%，EBITDA 全部债务比下降主要系公司背书的已收到的银行票据支付货款所致，公司长期偿债能力较强。

截至 2015 年底，公司获得金融机构授信额度合计 10.33 亿元，已使用的授信额度 6.34 亿元，尚未使用额度 3.99 亿元。公司间接融资渠道顺畅。

截至 2015 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10341122000104440L），截至 2016 年 5 月 4 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。

总体看，2015 年，公司偿债能力有所上升，整体偿债能力较强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 11.47 亿元，约为“14 金禾债”本金（2 亿元）的 5.74 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产 21.96 亿元，约为债券本金（2 亿元）的 10.98 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 金禾债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 5.01 亿元，约为债券本金（2 亿元）的 2.50 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 36.92 亿元，约为债券本金合计（2 亿元）的 18.46 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为安赛蜜与甲、乙基麦芽酚的龙头企业，营业收入稳定，盈利能力较强以及现金流较好等方面的优势，公司对“14 金禾债”的偿还能力很高。

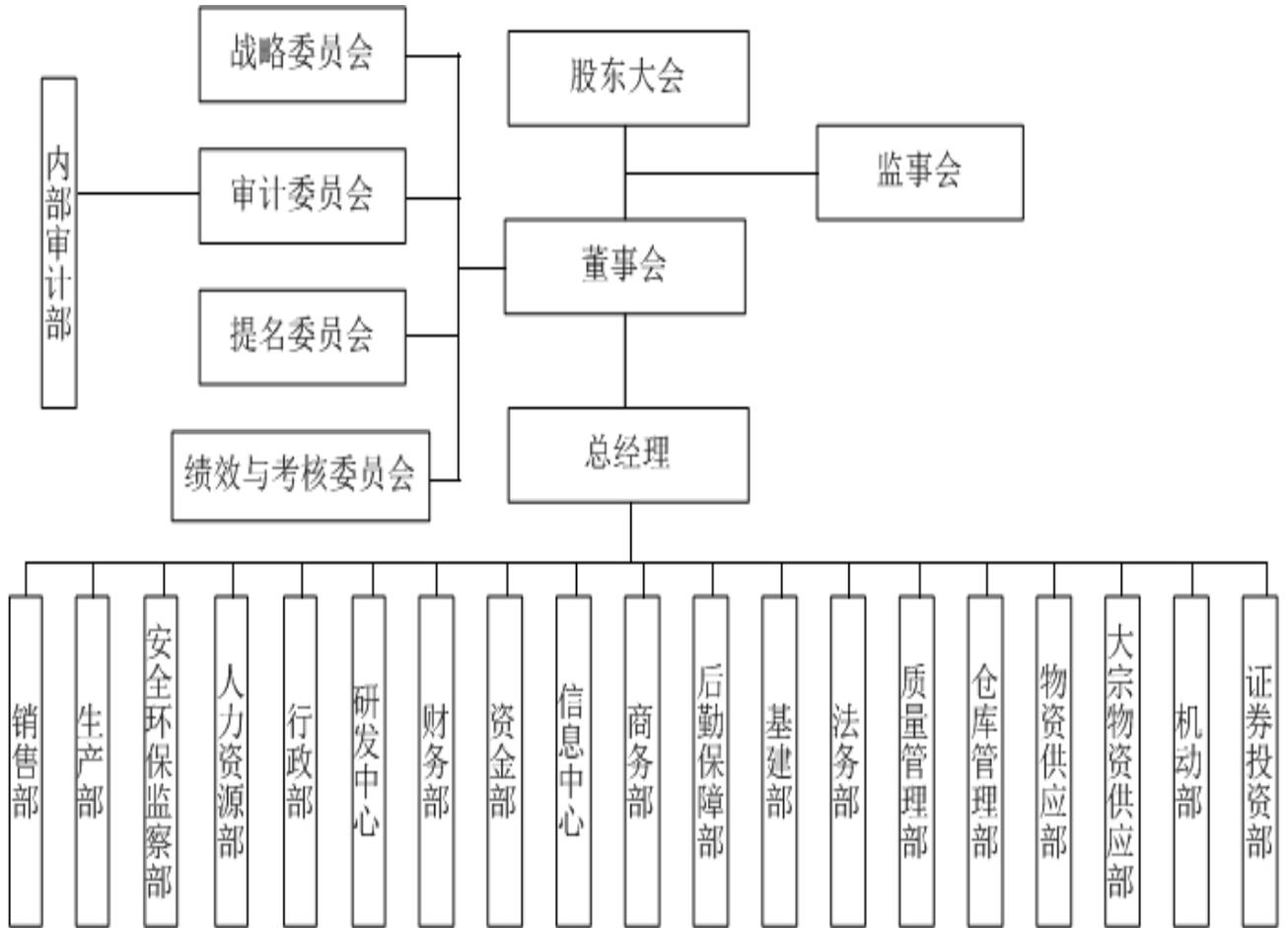
## 八、综合评价

公司作为国内食品添加剂细分行业的龙头生产企业，公司在品牌知名度、产业链延伸、循环经济、多产品协同、产业规模、产品质量、技术研发和运输成本等方面仍保持优势。

跟踪期内，公司所处基础化工行业整体市场需求低迷，产品价格波动较大，公司主动调整发展速度、强化内部管理、提高装置运行质量、加大技术创新，实现了营业收入的稳定增长；受益于原料价格大幅下降，以及公司精细化工主要产品市场地位提高导致产品价格提升，公司营业利润增长较快；公司经营现金流情况较好。同时联合评级也关注到，基础化工行业低迷的市场情况仍将持续、我国环保政策日趋严格、安全生产面临一定压力、贸易摩擦风险加大以及公司债务规模有所上升等因素对公司信用水平产生不利影响。未来，随着精细化工市场地位进一步加强、逐步完善自主研发能力以及深化企业管理，公司盈利水平有望提升。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用级别为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 金禾债”“AA”的债项信用等级。

附件 1 安徽金禾实业股份有限公司组织机构图



## 附件 2 安徽金禾实业股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	33.71	36.37	38.66
所有者权益 (亿元)	21.35	21.96	23.13
短期债务 (亿元)	2.49	4.56	6.02
长期债务 (亿元)	3.24	2.69	2.70
全部债务 (亿元)	5.73	7.26	8.72
营业收入 (亿元)	32.15	33.28	8.37
净利润 (亿元)	1.38	1.84	1.37
EBITDA (亿元)	4.56	5.01	--
经营性净现金流 (万元)	3.72	5.18	1.58
应收账款周转次数 (次)	27.14	25.52	--
存货周转次数 (次)	7.74	5.74	--
总资产周转次数 (次)	1.00	0.95	0.22
现金收入比率 (%)	114.99	110.60	113.54
总资本收益率 (%)	7.02	8.04	--
总资产报酬率 (%)	6.83	7.74	--
净资产收益率 (%)	6.63	8.49	6.08
营业利润率 (%)	14.44	15.30	18.76
费用收入比 (%)	9.38	9.33	10.25
资产负债率 (%)	36.66	39.64	40.17
全部债务资本化比率 (%)	21.15	24.84	29.39
长期债务资本化比率 (%)	13.18	10.93	10.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.89	11.82	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.80	0.69	--
流动比率 (倍)	2.28	1.98	1.82
速动比率 (倍)	1.76	1.45	1.42
现金短期债务比 (倍)	3.26	2.51	1.89
经营现金流流动负债比率 (%)	48.17	49.93	12.66
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.76	0.83	--

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。  
2016 年 1 季度财务报表未经审计。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100 (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100
担保比率	担保余额/所有者权益×100
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 企业主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。