

柳州化工股份有限公司

2011 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
【655】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：柳州化学工业集团有限公司

债券剩余规模：5.1 亿元

债券到期日：2019 年 3 月 27 日

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，附公司在债券存续期的第 5 年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权

分析师

姓名：
董斌 林心平

电话：
0755-8287 2240

邮箱：
dongb@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

柳州化工股份有限公司 2011 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	BBB	A+
发行主体长期信用等级	BBB	A+
评级展望	负面	稳定
评级日期	2016 年 6 月 29 日	2015 年 6 月 24 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对柳州化工股份有限公司（以下简称“柳州股份”或“公司”）主体长期信用等级及其 2012 年 3 月 27 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级移出信用评级观察名单，2016 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调为 BBB，发行主体长期信用等级下调为 BBB，评级展望下调为负面。该评级结果是考虑到公司主要产品销售规模持续下滑，化肥用电价格优惠逐步取消，公司亏损严重，资产负债率继续攀升，涉及诉讼事项较多及部分股权资产受到司法冻结、司法划转，内部控制较弱，面临一定的或有负债风险等风险因素。

关注：

- 公司主要产品销售规模下滑明显。2015 年，公司双氧水实现收入 3.95 亿元，同比下降 17.65%；尿素实现收入 3.90 亿元，同比下降 23.01%；保险粉实现收入 3.34 亿元，同比下降 22.63%；硝酸铵实现收入 1.98 亿元，同比下降 30.83%。
- 公司资产负债率持续上升，且处于较高水平；有息负债规模较大，偿债压力大。截至 2015 年末，公司资产负债率达到 83.56%，有息负债规模为 29.94 亿元，偿债压力大。
- 公司综合毛利率大幅下滑，营业利润大幅亏损。2015 年及 2016 年一季度公司综合毛利率分别为 3.20%及 2.90%，营业利润分别为-5.11 亿元及-0.93 亿元，
- 公司涉诉事项较多，且多项资产被司法冻结。公司因与厦门银行发生借款纠纷，截至 2016 年 6 月 23 日，公司名下的空气压缩机、蒸汽透平机等部分机械设备已

受裁定查封，此外，公司所持柳州柳益化工有限公司（以下简称“柳益公司”）100%的股权已被冻结，公司名下 4 个银行账户已受裁定冻结，以上财产保全金额以人民币 1.5 亿元为限。

- **大股东柳州化学工业集团有限公司（本期债券担保方，以下简称“柳化集团”）为本期债券担保效力减弱。**1.柳化集团涉诉事项较多，且持有公司股票均被司法冻结且已被轮候冻结。截至 2016 年 6 月 16 日，柳化集团持有柳化股份股数全部股票为 101,931,467 均被司法冻结，上述股票占柳化股份总股本的比例为 25.52%；2.跟踪期内，柳化集团经营业绩持续亏损，自身经营能力弱，对本期债券担保效力减弱；3.截至 2016 年 5 月 13 日，柳化集团《企业信用报告》显示，欠息余额为 6,133.97 万元。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截止 2016 年 6 月，公司面临与厦门银行借款合同纠纷，涉及金额 1.5 亿元，如果公司败诉，公司将会面临支付贷款本金人民币 1.5 亿元及相应的利息等相关费用。
- **公司内部控制较弱。**大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2015 年度内部控制进行审计，并出具了否定意见的《内部控制审计报告》（大信审字[2016]第 5-00279 号）。
- **李骅、张雄斌、黎鹏等独立董事无法保证 2015 年年报内容的真实、准确和完整。**公司原独立董事李骅、张雄斌、黎鹏对 2015 年年度报告中关于资金往来情况的部分无法确认内容的真实、准确和完整。
- **鹏元决定将柳化股份主体长期信用等级及本期债券信用等级移出信用评级观察名单。**

主要财务指标：

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	463,799.87	478,836.89	533,525.12	523,372.55
所有者权益合计（万元）	69,980.33	78,709.96	130,260.71	161,659.02
有息债务（万元）	284,993.39	299,375.11	332,290.63	294,057.73
资产负债率	84.91%	83.56%	75.58%	69.11%
流动比率	0.51	0.53	0.56	0.57
速动比率	0.35	0.37	0.40	0.40
营业收入（万元）	53,018.34	262,936.62	310,013.32	317,257.20
营业利润（万元）	-9,278.22	-51,081.47	1,222.30	-13,273.09
利润总额（万元）	-8,840.01	-49,417.44	1,804.91	-12,449.90
综合毛利率	2.90%	3.20%	16.20%	12.55%

总资产回报率	-	-5.81%	4.09%	-
EBITDA（万元）	-8,840.01	3,173.03	21,638.29	17,152.98
EBITDA 利息保障倍数	-	0.16	1.06	0.32
经营活动现金流净额（万元）	9,829.34	8,058.46	48,741.80	58,800.51

资料来源：公司 2013、2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表

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“证监许可【2011】1790”号文核准，公司于2012年03月27日发行5.1亿元公司债券，票面利率为7%。

本期债券的起息日为2012年3月27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。本期债券的计息期间为2012年3月27日至2019年3月27日，存续期内每年的3月27日为上一计息年度的付息日。

本期债券附公司在债券存续期的第5年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权，若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的计息期限自2012年3月27日至2017年3月27日；若投资者未行使回售选择权，则计息期限自2012年3月27日至2019年3月27日。

本期债券募集资金用于偿还银行借款，调整负债结构，补充流动资金，已按计划使用。截至2016年5月31日，本期债券本息兑付情况见表1。

表 1 截至 2016 年 5 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 27 日	-	3,570.00	51,000.00
2014 年 3 月 27 日	-	3,570.00	51,000.00
2015 年 3 月 27 日	-	3,570.00	51,000.00
2016 年 3 月 27 日	-	3,570.00	51,000.00
合计	-	14,280.00	-

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人未发生变更。截至2015年12月31日，公司控股股东柳州化学工业集团有限公司（以下简称“柳化集团”）共持有公司116,747,443股无限售流通股，持股比例为29.55%。2016年6月14日，因柳化集团、青海桂鲁化工有限公司、齐星集团有限公司、青岛鸿华投资有限公司与华融金融租赁股份有限公司（以下简称“华融租赁”）融资租赁合同纠纷一案，杭州市西湖区人民法院依法扣划了柳化集团所持有的公司14,815,976股股票至华融租赁指定的证券账户。此次股份划转后，柳化集团持股比例下降至25.52%。截至2016年6月16日，柳化集团所持有公司股票均被冻结，上述股票占公司总股本比例25.52%。

截至2016年3月31日，公司资产总额为46.38亿元，归属于母公司的所有者权益为7.00亿元，资产负债率为83.56%；2015年度，公司实现营业收入26.29亿元，利润总额-4.94亿

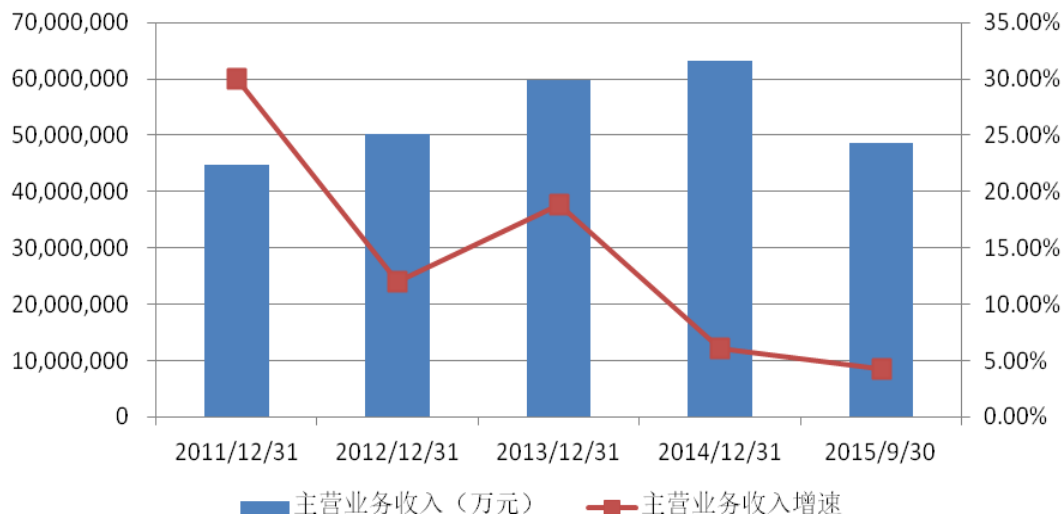
元，经营活动现金流净额0.81亿元。

三、运营环境

受宏观经济影响，化学原料及化学制品制造业景气度持续下滑，短期内行业产能将进一步增加，但长期供给端压力将逐步趋缓

随着我国宏观经济增速逐步下行，化学原料及化学制品制造业收入增速持续放缓，2015年1-9月，行业整体实现主营业务收入4,871.57亿元，同比增长4.28%，增速较去年同期下降1.78个百分点。

图1 近年来我国化学原料及化学制品主营业务收入及增速



资料来源：WIND，鹏元整理

目前，我国化学原料及化学制品制造业主要体现为结构性过剩，即中低端产业过剩、高端产业不足，大多数产品过剩、特种产品短缺。产能过剩的细分行业包括纯碱、电石、尿素、烧碱、盐酸等，但是如ABS树脂、聚乙烯树脂等目前仍依赖进口。

表2 2015年1-9月中国石油和化工主要产品产销总量平衡表

产品	产量 (万吨)	表观消费量 (万吨)	产量/表观消费量 (%)	进口依存度 (%)
纯碱	1,935.49	1,774.11	109.10	0.00
电石	1,850.25	1,839.11	100.61	0.00
磷酸一铵（实物量）	1,647.04	1,440.60	114.33	0.00
烧碱（折100%）	2,262.00	2,112.75	107.06	0.03
盐酸	642.53	643.21	99.89	0.23

冰醋酸	440.23	413.41	106.49	0.85
磷酸二铵（实物量）	1,454.00	895.48	162.37	0.86
涂料	1,237.97	1,240.07	99.83	1.23
硫酸（折 100%）	6,714.00	6,786.30	98.93	1.29
硝酸（折 100%）	188.86	192.21	98.26	2.08
聚酯	907.72	799.12	113.59	5.62
聚氯乙烯树脂	1,212.10	1,216.28	99.66	5.82
乙烯	1,292.00	1,398.26	92.40	7.60
合成纤维聚合物	1,376.53	1,318.93	104.37	8.71
甲醇	2,932.95	3,320.03	88.34	12.10
纯苯	582.38	675.74	86.18	14.88
聚丙烯树脂	1,239.91	1,486.13	83.43	17.37
合成橡胶	380.64	493.71	77.10	25.72
合成树脂	5,643.10	7,674.30	73.53	31.30
聚苯乙烯树脂	150.62	185.25	81.31	31.57
合成纤维单体	1,686.43	2,409.03	70.00	32.15
ABS 树脂	178.46	298.28	59.83	40.76
聚乙烯树脂	980.80	1,702.86	57.60	43.50

资料来源：中国石油和化工工业联合会，鹏元整理

为促进化工工业健康发展，2015 年国家就化肥行业、石墨烯产业等出台了相关政策文件，以加快产业结构调整。另外，化学原料及化学制品制造业相关子行业的“十三五”规划也相继出台。

表 3 2015 年化学原料及化学制品制造业重点产业政策汇总

颁布日期	产业政策
2015.3	《关于印发 2015 年原材料工业转型发展工作要点的通知》
2015.7	《工业和信息化部关于推进化肥行业转型发展的指导意见》
2015.8	《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》
2015.11	《关于加快石墨烯产业创新发展的若干意见》

数据来源：中国产业政策网

表 4 化工部分子行业十三五规划梳理

细分行业	关键内容
煤化工	促进节能降耗，提高能源转换效率；提高装路长周期满负荷稳定运行率；全面提高“三废”治理水平，废水近零排放，废气达到大气污染物特别排放限值，废渣提高资源利用率；实现 CO ₂ 回收利用，减少碳排放；积极发展高端化、多元化的专用化学品、精细化工产品；提升高压煤气化炉、大型反应器、特大型压力容器、10 万立方米空分、大型压缩机、特种机泵等技术装备国产化水平。
橡胶	对行业结构调整、转型升级有重大带动作用的产品、技术、工艺，以创新驱动、智能制造、绿色发展、品牌打造为引领，力争在“十三五”末(2020 年)实现橡胶工业强国初级阶段的目标。
农药	着力调整产业组织结构；提高自主创新能力和技术装备水平，推进科技成果产业化，加

	强知识产权保护；调整产品结构，丰富优质的产品种类研发；保护生态环境和资源节约被列为主要目标和任务
能源	加快建设安全、清洁、高效、低碳的现代能源体系，控制煤炭消费，并加强煤炭清洁利用，适度发展现代煤化工。

数据来源：公开资料，鹏元整理

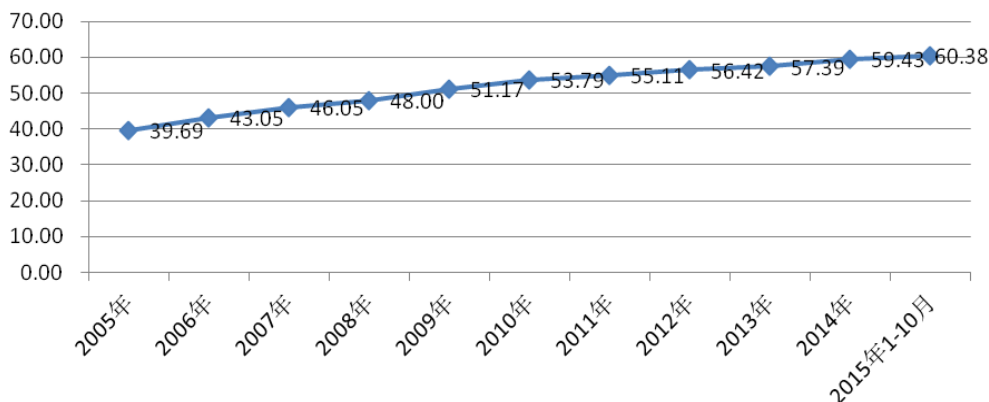
从行业供给端及变化趋势来看，受去产能、调结构政策影响，固定资产投资增速快速下滑，从我国化学原料及化学制品制造业上市公司在建工程及固定资产情况来看，2015 年 在建工程同比增速持续下滑，并在 2015 年 3 季度出现负增长，同样，2015 年 固定资产余额呈下降趋势。结合微观层面企业产能释放进度，短中期内化学原料及化学制品制造业 产能仍将进一步增加，但去产能、调结构、促升级是该行业的主要基调，从长期来看，预 计未来供给端增长的压力将有所趋缓。

另外，日益趋严的环保要求将推动行业整合力度，减少供给端压力。政策面对供给侧 管理日益重视，对于供给端质量和效率提升提出更高要求，化学原料及化学制品制造业将 面临更为严格的环保压力和节能减排目标，预计后续地方政府和企业将继续加大环保和节 能减排的监督、执法力度，这也将有助于持续推动化学原料及化学制品制造业的加速优胜 劣汰。

2015 年国际原油价格低位运行，煤化工企业经营风险加大

原油作为化学原料及化学制品制造业最为重要的上游原料，其价格走势会对整个化学 原料及化学制品制造业的盈利情况产生显著影响。根据 WIND 资讯统计，2014 年我国原 油总需求量为 5.178 亿吨，占世界需求总量的 11.5%，对外依存度达到 59.43%，2015 年以 来原油对外依存度进一步提升，2015 年 1-10 月达到 60.38%。按照目前的需求量和发展趋 势，虽然我国经济增速有所放缓，但是能源消费还将持续增加，2016 年总需求量预计可 达到 5.58 亿吨，对外依存度预计可达到 64.5%。

图 2 近年来我国原油对外依存度（%）



资料来源：WIND 资讯，鹏元整理

经验数据表明，煤化工在等热值油煤差价高于 350 美元/吨时，相对石油化工具有一定竞争力。但自 2014 年 11 月开始，国际原油价格跌幅远超国内煤价跌幅，油煤差价跌破 350 美元/吨，并在 2015 年底下探 20 美元/吨。我国大多数新型煤化工企业都是建立在油价 80-100 美元/桶的基础之上，目前国际原油价格持续低位运行，煤化工企业成本优势下降，经营风险加大。

图 3 2009 年 11 月至 2015 年 11 月我国等热值油煤差价情况



注：煤种类众多，无烟煤为近年煤化工主要原材料，故取无烟煤代表煤化工煤的原材料。煤价格数据取无烟煤（中块），热值取 28.885GJ；原油取布伦特原油，每桶按 136 公斤换算，热值取 43.125GJ，等热值换算系数 1.492989441。汇率以即时汇率换算。等热值油煤差价=原油-煤*热值换算率(1.492989441)
资料来源：WIND 资讯，鹏元整理

化学原料及化学制品制造业目前整体处于底部整固期，但各子行业之间分化明显

目前化学原料及化学制品制造业整体处于底部整固期，但受国际原油价格显著下降影响，各子行业供求格局不一致，偏下游子行业产品价格相对坚挺，产品价差扩大，带动其盈利能力的提升，进而造成全行业盈利能力触底反弹。

分子行业来看，各子行业呈现出较为显著的分化态势。复合肥行业龙头企业依托深化营销和渠道建设，实现了销量的持续提升和利润的同步增长；玻纤、氮肥、氟化工及制冷剂、日化等偏下游子行业由于石油价格下跌（成本下降），需求和售价相对稳定，收入和利润增长情况较好；而聚氨酯、无机盐等子行业受下游需求疲软影响，盈利能力仍不乐观。

表 5 2015 年 1-9 月化学原料及化学制品各细分行业收入和利润及增长情况

子行业	收入		同比	利润总额（扣除非经营性损益元）		同比
	2015 年 1-9	2014 年 1-9		2015 年 1-9	2014 年	

	月	月		月	1-9 月	
其他化学制品	6,516,279	5,458,865	19.37%	630,004	275,831	128.40%
纺织化学用品	2,242,156	2,266,511	-1.07%	421,171	464,405	-9.31%
农药	6,953,777	6,877,177	1.11%	355,543	447,662	-20.58%
复合肥	4,310,486	3,219,124	33.90%	342,222	241,020	41.99%
聚氨酯	3,800,801	4,633,193	-17.97%	222,425	441,857	-49.66%
玻纤	1,117,716	874,235	27.85%	153,874	68,027	126.20%
纯碱	2,388,904	2,424,856	-1.48%	111,022	108,452	2.37%
氮肥	10,822,772	10,625,164	1.86%	82,266	-303,199	-127.13%
钾肥	768,537	661,051	16.26%	70,365	86,533	-18.68%
民爆	818,172	878,682	-6.89%	69,873	115,190	-39.34%
日化	1,509,372	1,319,689	14.37%	58,931	51,940	13.46%
涂料油漆油墨制造	430,258	437,265	-1.60%	42,599	42,441	0.37%
氯碱	3,322,356	3,475,707	-4.41%	28,637	24,211	18.28%
氟化工及制冷剂	1,239,027	1,212,507	2.19%	26,426	21,741	21.55%
磷肥	879,689	872,801	0.79%	22,499	-2,565	-976.99%
磷化工及磷酸盐	1,187,997	1,072,349	10.78%	18,599	10,500	77.14%
无机盐	333,397	358,512	-7.01%	5,988	-4,247	-241.01%

资料来源：国家统计局，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要以煤为原料进行化学肥料和有机化学产品的生产和销售，主要产品为尿素、硝酸铵、双氧水和保险粉，跟踪期内公司经营模式未发生重大变化。2015年及2016年一季度，公司营业收入规模持续下滑，分别实现营业收入26.29亿元及5.30亿元，分别同比下滑15.19%及14.62%。从营业收入构成来看，公司收入主要来自化学肥料制造，2015年及2016年一季度公司化学肥料制造业在公司主营业务收入中的占比在95%以上，公司主要产品尿素、硝酸铵及保险粉等销售均价、销量均呈不同程度下滑。2015年，公司有机化学产品业、包装物等收入规模继续收缩。

从公司毛利率情况来看，2015年公司综合毛利率实现3.20%，较2014年同比下降13.00个百分点，主要是收入来源比重较高的化学肥料制造业毛利率大幅下降拉底所致，该业务当期实现毛利率6.04%，同比下降12.12个百分点。

表 6 2014 年-2016 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年
----	-----------	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化学肥料制造业	51,235.10	4.92%	250,684.32	6.04%	283,797.61	18.16%
有机化学产品业	975.62	-101.58%	9,680.06	-71.44%	18,768.60	-11.03%
包装物	245.86	0.03%	1,035.36	15.01%	2,433.16	11.39%
其他业务小计	561.76	1.64%	1,536.88	1.97%	5,013.95	9.36%
合计	53,018.34	2.90%	262,936.62	3.20%	310,013.32	16.20%

资料来源：公司 2015 年审计报告，公司提供，鹏元整理

表7 2014-2016年一季度公司产品销售收入和销售毛利率（单位：万元）

项目	2016 年一季度		2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
双氧水	8,075.69	18.02%	39,479.30	22.46%	47,940.20	23.49%
尿素	8,589.40	-0.53%	39,030.36	-7.32%	50,696.43	6.73%
保险粉	5,086.57	-8.03%	33,350.22	5.01%	43,105.46	30.38%
商品液氨	5,727.75	14.71%	20,921.61	12.88%	11,852.41	33.68%
硝酸铵	2,184.36	15.67%	19,751.62	21.90%	28,553.80	25.25%
亚硝酸钠	82.65	-65.64%	14,300.90	88.91%	2,012.10	8.39%
复合肥料	2,561.88	-6.26%	12,705.11	-7.45%	13,603.40	-4.01%
商品硝酸	2,084.27	-12.14%	9,807.33	0.55%	8,712.62	14.02%
纯碱	1,379.95	13.96%	5,038.31	15.70%	4,730.95	19.08%
浓硝酸	694.9	-51.22%	4,802.68	-22.42%	7,046.16	0.46%
氯化铵	330.97	-121.36%	1,581.55	-104.57%	1,634.72	-82.80%
硝酸钠	649.17	-63.71%	2,882.90	-38.83%	3,723.87	1.92%
包装物	245.86	0.03%	1,035.36	15.01%	2,433.16	11.39%
其他	14,763.16	5.35%	56,712.50	-26.88%	78,954.09	-71.14%
合 计	52,456.58	2.92%	261,399.75	3.21%	304,999.37	16.31%

资料来源：公司提供

2015年公司销售规模有所下滑，除双氧水外，其他主要产品毛利率均有不同程度下滑，导致综合毛利率下降明显

2015年公司主要产品保险粉、硝酸铵等在内的大部分产品价格持续下降，致使化学肥料制造业营业收入和毛利减少，2015年营业收入同比减少15.19%，毛利率同比减少13个百分点。2016年一季度公司营业收入同比减少14.62%，毛利率较2015年末继续下滑。

分产品来看，2015年双氧水的市场行情有所好转，售价有所提高，但是由于湖南中成化工有限公司（以下简称“湖南中成”）的生产不稳定，双氧水的生产负荷维持较低水平，双氧水实现收入3.95亿元，同比减少17.65%，毛利率小幅下滑1.03%，主要是销量下滑较

多所致，但仍是公司第一收入来源。2015年国内尿素产能过剩，市场竞争激烈，公司尿素收入和毛利率进一步被挤压，尿素实现收入3.90亿元，同比减少23.01%，毛利率同比减少14.05个百分点。2015年公司保险粉价格下降32.37%，致使毛利率同比减少25.37个百分点。2015年，公司硝酸铵系列产品价格持续下降，另外受天津港“8.12”事故影响，出口业务严重受阻，当期多孔硝铵等生产系统休整的停工损失计入产品成本，事故对公司影响时间近5个月，目前公司积极争取其他港口产品出口，但仍具有不确定性，这些因素导致公司硝酸铵产品收入及毛利率均出现较大幅度的下降，硝酸铵实现收入1.98亿元，同比减少30.83%，毛利率下降3.35个百分点。

另外，公司有机化学产品为甲醛和甲醇。2015年，甲醇、甲醛价格下跌导致毛利率下降明显。公司合成氨生产采用的是联醇工艺，甲醇为合成氨原料气精炼过程中的副产品，甲醛为甲醇的调剂产品，有机化学产品及包装物等收入规模较小，对公司营业收入贡献较小。

表8 2014-2016年一季度主要产品销量及平均售价情况（单位：万吨，元/吨）

产品		2016 年一季度	2015 年	2014 年	2015 年同比增速
双氧水50%	销量	2.62	12.61	19.81	-36.35%
	平均售价	1,827.98	1,756.05	1,562.00	12.42%
双氧水27.5%	销量	4.2	22.05	36.77	-40.03%
	平均售价	782.69	785.39	461	70.37%
尿素	销量	6.38	22.65	29.93	-24.32%
	平均售价	1,345.98	1,723.47	1,694.00	1.74%
保险粉	销量	1.27	7.53	6.59	14.26%
	平均售价	4,018.72	4,426.63	6,545.00	-32.37%
固态硝酸铵	销量	1.49	13.7	18.72	-26.82%
	平均售价	1,462.07	1,441.70	1,525.00	-5.46%

资料来源：公司提供

公司保险粉产能有所提升，其他主要产品产能未发生重大变化，双氧水及硝酸铵等产量下滑，产能利用率出现整体下滑趋势

公司是合成氨煤头企业，以煤为原料生产合成氨，再以合成氨为原料生产尿素、硝酸、硝酸铵等多种产品。同时，合成氨制取原料气除杂过程中，一氧化碳、二氧化碳与氢气反应副产甲醇等产品，合成氨尾气经提纯作为双氧水生产的原料。整个生产系统的物料可以综合利用，实现循环经济。

公司目前主要产品年生产能力分别为：50%双氧水24万吨，27.5%双氧水80万吨，尿

素30万吨、硝酸铵28万吨、保险粉15万吨。公司保险粉产能由2014年10万吨上升至15万吨，主要是2015年公司控股子公司广西柳州中成化工有限公司一期5万吨保险粉生产线已于2015年6月份取得相关证照后正式投产，项目投产后产能提升所致，其他产品产能无变化。

公司双氧水产品可用于化工、纺织、造纸、环保行业中的工业废水处理等行业，在造纸和环保方面有“氯漂”的功能。双氧水销售收入是公司收入第一大来源，公司双氧水分50%双氧水以及27.5%双氧水，2015年50%双氧水、27.5%双氧水销量较2014年分别下降33.06%、33.84%，2015年50%双氧水及27.5%双氧水产能利用率分别为54%及59.71%，下滑较明显。

尿素作为化肥产品，主要销售农资公司和农业三站；作为工业原料，主要供应胶合板厂生产粘胶剂。受行业产能过剩的影响，2015年度公司尿素销量为30.46万吨，同比微降0.59%，2015年尿素产能利用率为101.53%，产能利用率表现较好。

保险粉具有较好的漂白功能，被大量用于印染行业还原染料染色时的还原剂等。2015年公司保险粉销售量同比增加14.26%，但产能利用率下滑较多，当期实现49.00%，较上年同比下降19.10个百分点，

公司的硝酸铵主要用于下游民爆企业，由于生产制造业（如矿山、基建）等投资增速下滑，民爆企业对硝酸铵的需求不足；公司硝酸铵生产包括液态硝酸铵和固态硝酸铵，近几年客户对液态硝酸铵的用量增加，固态的产量有所减少，表9中显示硝酸铵是固态硝酸铵数据。2015年度公司固态硝酸铵销量同比下降29.34%，固态硝酸铵产能利用率为46.18%，同比下降19.18个百分点。

总体看来，公司保险粉产能有所提升，其他主要产品产能未发生重大变化，双氧水及硝酸铵等产量呈不同比例下滑，主要产品产能利用率出现整体下滑。

表9 2014-2016年一季度公司主要产品产能、产量情况（单位：万吨）

产品名称		2016 年一季度	2015 年	2014 年
双氧水50%	产能	24	24	24
	产量	3.09	12.96	19.36
	产能利用率（%）	-	54.00%	80.67%
双氧水27.5%	产能	80	80	80
	产量	9.39	47.77	72.2
	产能利用率（%）	-	59.71%	90.25%
尿素	产能	30	30	30
	产量	6.62	30.46	30.28
	产能利用率（%）	-	101.53%	100.93%

保险粉	产能	15	15	10
	产量	1.46	7.35	6.81
	产能利用率(%)	9.73%	49.00%	68.10%
硝酸铵	产能	28	28	28
	产量	1.7	12.93	18.3
	产能利用率(%)	-	46.18%	65.36%

注：表格中的硝酸铵为固态硝酸铵情况

资料来源：公司提供

2015年公司供应商集中度进一步上升，客户集中度有所下降；电价优惠政策的取消将进一步削弱公司盈利能力

公司属于煤头尿素生产企业，尿素生产的直接材料主要是煤炭和电力，电力仍是公司最重要的原材料成本。2015年公司仍向广西电网有限责任公司柳州供电局采购电力，采购金额4.99亿元，占总采购比例41.71%，同比上升13.24%。我们关注到，2015年5月，广西壮族自治区物价局下发了《广西壮族自治区物价局关于降低燃煤发电企业上网电价和一般工商业用电价格的通知》（桂价格〔2015〕35号），明确了“逐步取消化肥用电价格优惠”的政策：（一）从2015年4月20日起，化肥生产用电基本电价按大工业用电基本电价执行，电度电价提高0.1096元/千瓦时；（二）自2016年4月20日起化肥生产用电类别归并按大工业用电价格执行自2016年4月20日起，取消化肥用电价格优惠，化肥生产用电执行大工业电价标准。根据公司测算，2015年平均电价比上年增加70.7元/千度，增长率达到了17.06%，导致公司的生产成本上升。此外，根据公司测算，该电价调整预计将增加公司2016年经营成本约8,000万元，2016年公司主营业务成本的上升，将进一步削弱公司盈利能力。

2015年公司向前三大原料煤供应商采购额合计为1.51亿元，占前五大供应商比例20.66%。2015年公司前五大供应商采购额占总采购额的比例从2014年的42.72%增加至2015年的61.16%，供应商集中度进一步提升，其中采购额最大单一客户占比为41.71%，需关注其集中度风险。

表10 2014-2015年公司主要供应商采购金额及占比情况（单位：万元）

期 间	前五名供应商名称	产品	采购金 额	采购均价	占总采购额 比例
2015	广西电网有限责任公司柳州供电局	工业电	49,915.26	406.94	41.71%
	湖南新天地南岭经贸有限责任公司	原料煤	8,679.09	587.22	7.00%
	广西柳州发电有限责任公司	蒸汽	8,421.71	112.38	7.45%
		工业水	498.51	198.10	
	贵州众一金彩黔煤炭销售有限公司	原料煤	3,879.39	451.09	3.00%

	贵州天茂投资发展有限公司	原料煤	2,758.02	451.09	2.00%
	合计		74,151.98	-	61.16%
2014	广西电网有限责任公司柳州供电局	电力	44,080.07	354.59	24.11%
	湖南黑金时代股份有限公司煤炭销售分公司	原料煤	14,397.64	667.33	7.88%
	湖南柳化桂成化工有限公司	富氧等	12,393.36	2201.23	6.78%
	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	原料煤	9,759.52	569.74	5.34%
	广西金伍岳能源集团有限公司	原料煤	6,614.15	634.70	3.62%
	合计		87,244.74	-	47.72%

资料来源：公司提供

从客户区域结构来看，2015年公司广西区内实现销售收入10.93亿元，比上年减少6.25%，广西区外实现销售收入15.21亿元，比上年下降19.27%，从客户集中度来看，2015年公司前五大客户销售额由2014年8.72亿元下降至3.55亿元，合计占比由2014年28.12%下降至23.46%，客户集中度有所下降，单一最大客户仍是广东中成（大股东之公司）。

表11 2014-2015年公司主要客户销售金额及占比情况（单位：万元）

期间	前五名客户名称	销售额	销售额占比（%）
2015	广东中成化工股份有限公司	26,150.00	9.95
	广西金桂浆纸业有限公司	14,128.00	5.37
	广东湛化集团有限公司	8,827.00	3.36
	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	7,783.00	2.96
	佛山市南海罗村志力化工有限公司	4,801.00	1.83
	合计	35,538.00	23.46
2014	广东中成化工股份有限公司	44,838.00	14.46
	广西金桂浆纸业有限公司	17,664.00	5.7
	广东湛化集团有限公司	9,862.00	3.18
	广州市毅涛贸易有限公司	7,445.00	2.4
	湖南南岭民用爆破器材股份有限公司	7,363.00	2.37
	合计	87,171.00	28.12

资料来源：公司提供

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大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年审计报告，报告均采用新会计准则编制。财务分析部分2014年财务数据采用2015年审计报告期初数。2015年合并报表范围无变化情况。

资产结构与质量

公司总资产规模下降，以固定资产及存货为主，整体资产流动性弱

截至2015年末，公司总资产规模为47.88亿元，较2014年末下降10.25%，资产规模有所下降。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款及存货等构成。截至2015年末，公司货币资金规模为2.73亿元，较2014年末下降4.58亿元，主要是当期公司偿还短期借款较多所致；货币资金中使用受限规模5,440.00万元，主要是用于支付承兑保证金。截至2015年末，公司应收账款余额为2.50亿元，主要是应收广东中成化工股份有限公司（以下简称“广东中成”，系柳化集团的子公司）9,107.45万元货款及应收3,001.43万元货款；其中，应收账款账龄在1年以上的比例为88.28%。截至2015年末，公司其他应收款余额为2.56亿元，较2014年末增长739.59%，主要包括应收广西金伍岳能源集团有限公司往来款1.06亿元，应收株洲丰康泰贸易有限公司往来款3,394.76万元以及其他应收及建信金融租赁有限公司押金3,000.00万元等，前五名其他应收余额占比81.33%，账龄均在一年以内。截至2015年末，公司存货规模为4.15亿元，较2014年末下降16.62%，主要系当期公司消化较多原材料所致，此外，公司当期计提库存商品坏账准备5,435.55万元。

公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成。截至2015年末，公司固定资产规模为29.66亿元。我们关注到，2016年6月23日，公司及子公司湖南中成因与厦门国际银行股份有限公司珠海分行（以下简称“厦门银行珠海分行”）借款合同纠纷，公司名下的空气压缩机、蒸汽透平机等部分机械设备被裁定查封，财产保全金额以人民币15亿元为限，查封的机械设备在保全期间不得转移、变卖、抵押、质押或以其他方式处分，但可以正常使用。截至2015年底，公司在建工程为3.31亿元，主要是三期双氧水工程、保险粉-系统等工程。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年一季度		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	125,315.95	27.02%	134,223.82	28.03%	181,016.46	33.93%

其中：货币资金	14,162.80	3.05%	27,349.26	5.71%	73,190.90	13.72%
应收账款	27,583.31	5.95%	25,024.48	5.23%	19,673.25	3.69%
其他应收款	30,452.77	6.57%	25,566.37	5.34%	3,045.10	0.57%
存货	39,274.54	8.47%	41,542.42	8.68%	49,823.91	9.34%
非流动资产合计	338,483.92	72.98%	344,613.07	71.97%	352,508.65	66.07%
固定资产	288,895.81	62.29%	296,581.71	61.94%	310,146.23	58.13%
在建工程	34,686.35	7.48%	33,122.80	6.92%	27,067.69	5.07%
资产总计	463,799.87	100.00%	478,836.89	100.00%	533,525.12	100.00%

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

总体来看，跟踪期内公司总资产规模下降，仍以固定资产及存货为主，因借款合同纠纷所致公司部分机械设备处置受到限制，整体资产流动性弱。

资产运营效率

公司净营业周期有所加快，但固定资产等周转效率下降明显

受到下游行业不景气等因素影响，公司催收难度加大，应收账款天数有所延长；同时公司占用供应商货款增加，2015年应付账款周转天数有所增加，存货周转效率有所加快，因此，公司2015年净营业周期有所加快并减少了对营运资本的占用。但是，2015年公司流动资产、固定资产等周转效率均下滑明显，2015年总资产周转天数为693.04天，相比2014年增加79.38天。

表 13 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	30.60	22.19
存货周转天数	64.61	71.02
应付账款周转天数	78.21	53.63
净营业周期	17.00	39.58
流动资产周转天数	215.81	206.01
固定资产周转天数	415.35	360.38
总资产周转天数	693.04	613.66

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入与综合毛利率均大幅下滑，主营业务亏损严重，短期内扭转亏损难度较大

近年来受化工行业下行周期影响，行业产品市场价格持续下跌，行业产能过剩严重，

公司所经营产品保险粉、硝酸铵、尿素等在内的大部分产品价格及销量均不同程度下降，公司营业收入规模持续下滑。在主要产品价格下滑的同时，随着广西省出台逐步取消化肥用电价格优惠政策，致使公司电力成本增加，导致公司综合毛利率大幅下降，盈利能力明显恶化。2015年度及2016年一季度，公司经营出现持续亏损。2015年及2016年一季度，公司分别实现收入26.29亿元及5.30亿元，分别同比下降15.19%及14.62%，综合毛利率分别为3.20%及2.90%。

2015年公司期间费用率为19.90%，较2014年上升4.47个百分点，主要是公司收入规模下降所致，此外，管理费用增加主要是当期设备大修费用、水电费及劳务费等增加，进一步压缩了公司盈利空间。

2015年及2016年一季度公司净利润出现持续亏损，公司分别实现利润净利润-4.86亿元及-0.88亿元。考虑到公司所处经营环境并未发生明显改善，化工产品价格持续低迷，此外，电价调整在2016年将继续造成生产成本的上升，短期内公司扭转亏损的难度较大。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016 年一季度	2015 年	2014 年
营业收入	53,018.34	262,936.62	310,013.32
营业利润	-9,278.22	-51,081.47	1,222.30
利润总额	-8,840.01	-49,417.44	1,804.91
净利润	-8,840.23	-48,555.24	860.85
综合毛利率	2.90%	3.20%	16.20%
期间费用率	19.89%	19.90%	15.43%
总资产回报率	-	-5.81%	4.09%

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现欠佳，投资活动现金支出有所下降，存在较大的资金压力

2015年公司FF0实现9,355.75万元(明细见表15)，下滑较多，主要是当期亏损较多所致。2015年公司存货减少8,281.49万元，截至2015年末，公司存货规模为4.15亿元，仍存在一定的去库存压力。2015年公司营运资金占用有所增加，现金生成能力有待提高，全年经营活动现金虽为净流入状态，但整体经营活动现金流表现欠佳。

公司三期双氧水工程及保险粉-系统改造工程项目拟投资3.36亿元，尚需投入资金5,603.00万元，预计2016年陆续竣工转固，且后续公司无重大新建项目，导致投资活动现金流出有所减少，公司预计短期内不会有大额投资支出。

2015年公司筹资活动现金流净流出，主要是公司偿还了较多借款，主要原因是银行收

贷所，未来公司偿债资金压力较大大。

整体来看，公司通过自身经营活动产生现金流的能力大幅下滑，投资活动、融资活动现金流均呈净流出。考虑到2016-2017年为公司有息债务偿还集中期，公司现金流整体较为紧张。

表 15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	-48,555.24	860.85
非付现费用	38,249.12	31,475.26
非经营损益	19,661.69	19,300.06
FFO	9,355.57	51,636.17
营运资本变化	-1,297.10	-2,894.37
其中：存货减少（减：增加）	8,281.49	2,863.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	-1,764.02	-2,885.64
经营性应付项目的增加（减：减少）	-7,814.57	-2,872.61
经营活动产生的现金流量净额	8,058.46	48,741.80
投资活动产生的现金流量净额	-18,933.01	-43,245.59
筹资活动产生的现金流量净额	-23,423.97	16,941.43
现金及现金等价物净增加额	-34,269.90	22,429.37

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司所有者权益下降明显，未来面临的债务偿付压力较大

受大幅亏损影响，2015年公司所有者权益合计为7.87亿元，较上年末下降39.58%。2015年末公司负债总额为40.01亿元，较上年末小幅下降0.78%。综合上述因素影响，2015 年末公司负债与所有者权益比率较上年末大幅提升198.78个百分点至508.36%，公司所有者权益对负债的覆盖程度较上年继续恶化。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年一季度	2015 年	2014 年
负债总额	393,819.54	400,126.92	403,264.41
所有者权益	69,980.33	78,709.96	130,260.71
负债与所有者权益比率	562.76%	508.36%	309.58%

资料来源：公司 2015 年审计报告、未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构看，公司有息债务较上年末下降9.91%，公司负债结构仍以流动负债为主。截至2015年末，公司流动负债占负债总额的比重为62.76%，较上年末下降22.85%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款及一年内到期的非流动负债构成。公司短期借款主要用于补充流动资金，2015年末公司短期借款规模为12.34亿元，占公司负债总额的30.85%，较上年末下降35.85%，主要是信用贷款当期减少9.09亿元，主要是银行收贷所致。公司应付票据主要是用于支付货款，应付票据2015年末较上期期末减少64.73%，主要是到期银行承兑汇票结算所致。公司应付账款主要为应付货款及工程款，截止2015年末，应付账款余额为6.78亿元，较上年末大幅增加58.14%，主要系公司资金压力较大，占用供应商货款所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款等部分构成。截至2015年末公司长期借款规模为4.25亿元，较上年末上升697.31%，主要是当期新增信用借款2.71亿元，利率在年化2.1%-7.315%区间，此外公司新增质押借款1.00亿元，利率为年化6%，(质押物为子公司湖南中成的全部股权，湖南中成注册资本1.75亿元，主要负责公司保险粉等产品的生产)。截至2015年末，公司应付债券为本期债券，规模为5.08亿元。公司长期应付款均为应付融资租赁款，截至2015年末，公司长期应付款规模为5.29亿元，同比增长184.72%，主要是公司当期增加建信金融租赁有限公司等机构融资租赁业务所致。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年一季度		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	244,924.98	62.19%	251,102.72	62.76%	325,466.26	80.71%
其中：短期借款	123,239.01	31.29%	123,440.00	30.85%	192,430.00	47.72%
应付票据	8,852.50	2.25%	22,870.00	5.72%	64,835.80	16.08%
应付账款	79,004.66	20.06%	67,751.88	16.93%	42,843.67	10.62%
非流动负债合计	148,894.56	37.81%	149,024.20	37.24%	77,798.15	19.29%
其中：长期借款	42,450.79	10.78%	42,450.79	10.61%	5,324.25	1.32%
应付债券	50,874.96	12.92%	50,848.28	12.71%	50,741.56	12.58%
长期应付款	52,787.20	13.40%	52,877.11	13.22%	18,571.43	4.61%
负债总额	393,819.54	100.00%	400,126.92	100.00%	403,264.41	100.00%
其中：有息债务	284,993.39	72.37%	299,375.11	74.82%	332,290.63	82.40%

注：有息债务=短期借款+应付票据+长期借款+应付债券+长期应付款（融资租赁款）

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

截至2015年末，公司有息债务规模为29.94亿元，较上年减少9.91%。经公司测算，公司有息债务偿还主要集中在2016及2017年，2016年公司需偿还有息债务本金及利息合计155,092.45万元，面临较重的即期偿还压力。此外，本期债券付附公司在债券存续期的第5年末（2017年3月27日）调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

表 18 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
本金	141,394.03	59,020.38	-	51,000.00	10,307.00
利息	13,698.42	5,622.46	3,891.48	3,697.91	7.66
合计	155,092.45	64,642.84	3,891.48	54,697.91	10,314.66

注：有息债务本金扣除交纳保证金部分。

资料来源：公司提供

截至2015年末，公司资产负债率为83.56%，资产负债率持续上升，财务风险恶化；流动比率和速动比率处于较低水平；2015年度公司EBITDA利息保障倍数0.16，有息债务/EBITDA大幅上升至94.36，对债务保障程度弱，公司存在很大的偿债压力。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	83.56%	75.58%
流动比率	0.53	0.56
速动比率	0.37	0.40
EBITDA（万元）	3,173.03	21,638.29
EBITDA 利息保障倍数	0.16	1.06
有息债务/EBITDA	94.35	15.36

资料来源：公司 2015 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

第三方担保

担保方经营情况进一步恶化，其提供的担保对本期债券保证能力很弱

本期债券由柳化集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保范围包括柳化股份本次发行公司债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

跟踪期内，柳化集团注册资本、控股股东、实际控制人未发生变化。截至2015年12月31日，公司控股股东柳化集团共持有公司116,747,443股无限售流通股，持股比例为29.23%。2016年6月14日，因柳化集团、青海桂鲁化工有限公司、齐星集团有限公司、青岛鸿华投资有限公司与华融金融租赁股份有限公司（以下简称“华融租赁”）融资租赁合同纠纷一案，杭州市西湖区人民法院依法扣划了柳化集团所持有的公司14,815,976股股票至华融租赁指定的证券账户。此次股份划转后，柳化集团持有公司股份的数量为101,931,467股，持股比例下降至25.52%。

柳化集团以煤化工、硫化工为主线开展经营活动，主要经营实体为柳化股份和广东中成，主要产品包括尿素、硝酸铵、浓硝酸、双氧水、保险粉、甲酸钠等，其中主要业务收

入来源于柳化股份。

截至2015年12月31日，柳化集团资产总额为75.22亿元，所有者权益合计9.36亿元，资产负债率为87.56%；2015年度，柳化集团实现营业收入28.61亿元，利润总额-5.91亿元，经营活动现金流净额0.42亿元。2015年，柳化集团经营进一步恶化，公司运营仍然较依赖于柳化股份，亏损严重，债务负担较重，且柳化集团持有公司股权均已被司法冻结且轮候冻结。经鹏元综合评定，下调柳化集团主体长期信用等级为BBB-，展望维持为负面。

表 20 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
双氧水	39,479.30	22.46%	47,940.20	23.49%
尿素	39,030.36	-7.32%	50,696.43	6.73%
保险粉	33,350.22	5.01%	43,105.46	30.38%
商品液氨	20,921.61	12.88%	11,852.41	33.68%
硝酸铵	19,751.62	21.90%	28,553.80	25.25%
亚硝酸钠	14,300.90	88.91%	2,012.10	8.39%
复合肥料	12,705.11	-7.45%	13,603.40	-4.01%
商品硝酸	9,807.33	0.55%	8,712.62	14.02%
纯碱	5,038.31	15.70%	4,730.95	19.08%
浓硝酸	4,802.68	-22.42%	7,046.16	0.46%
氯化铵	1,581.55	-104.57%	1,634.72	-82.80%
硝酸钠	2,882.90	-38.83%	3,723.87	1.92%
包装物	1,035.36	15.01%	2,433.16	11.39%

资料来源：柳化集团提供

表 21 担保方主要财务指标

项目	2015 年	2014 年
总资产（万元）	752,213.49	822,475.99
所有者权益合计（万元）	93,592.25	135,330.02
有息债务（万元）	436,158.65	557,376.20
资产负债率	87.56%	83.55%
流动比率	0.57	0.55
速动比率	0.47	0.46
营业收入（万元）	286,095.53	385,678.64
营业利润（万元）	-61,314.82	-11,333.73
利润总额（万元）	-59,075.47	-16,000.93
综合毛利率	2.79%	16.92%
总资产回报率	-2.81%	2.20%

EBITDA（万元）	15,207.73	56,482.20
EBITDA 利息保障倍数	0.41	1.61
经营活动现金流净额（万元）	4,221.40	44,756.81

资料来源：柳化集团 2015 年审计报告

七、或有事项分析

跟踪期内，公司涉及借款合同纠纷诉讼。2015年7月14日，公司与厦门银行签订《综合授信额度合同》（下称：借款合同），额度总金额为人民币1.5亿元，额度有效期限自2015年7月14日至2017年7月13日，贷款年利率为7%，湖南中成为公司该笔借款提供连带担保责任。厦门银行于2015年7月15日向公司提供了该笔贷款。2016年6月15日公司接到广东省珠海市中级人民法院送达的传票、民事案件应诉通知书及民事起诉状，厦门银行在该起诉状中以公司违约为由，宣布该笔借款提前到期，诉请法院支持相关诉讼的请求。案件将于2016年7月28日开庭审理。截至2016年6月23日，公司名下的空气压缩机、蒸汽透平机等部分机械设备已受裁定查封，查封的财产在保全期间不得转移、变卖、抵押、质押或以其他方式处分，但仍可正常使用。此外，公司所持柳益公司100%的股权已被冻结，公司名下4个银行账户已受裁定冻结，以上财产保全金额以人民币1.5亿元为限。

截至本报告出具日，该诉讼案件尚未开庭审理，该案件将于2016年7月28日开庭审理，如果公司败诉，公司将会面临支付贷款本金人民币1.5亿元及相应的利息等相关费用。

八、评级结论

跟踪期内，化工行业景气度及产品价格持续低迷，产能过剩严重，行业内竞争加剧；公司营业收入规模持续下滑，化肥用电价格取消优惠削弱盈利能力，公司出现持续亏损；公司资产规模有所下降，以固定资产及存货为主，流动性弱；报告期内公司因涉借款合同纠纷，部分银行账户、机器设备及相关股权被相继查封和冻结；经营活动现金流表现一般，筹资活动现金流表现为净流出；资产负债率持续上升，公司面临有息债务偿还集中期，资金偿还压力较大，公司部分资产受司法冻结及查封，面临一定的或有负债风险。

经鹏元综合评定，将柳化股份主体长期信用等级及本期债券信用等级移出信用评级观察名单，下调公司主体长期信用等级为BBB，下调本期债券信用等级为BBB，评级展望下调为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
流动资产：			
货币资金	14,162.80	27,349.26	73,190.90
应收票据	2,590.35	6,841.71	5,647.07
应收账款	27,583.31	25,024.48	19,673.25
预付款项	7,705.51	4,835.09	27,567.29
其他应收款	30,452.77	25,566.37	3,045.10
存货	39,274.54	41,542.42	49,823.91
其他流动资产	3,546.67	3,064.48	2,068.96
流动资产合计	125,315.95	134,223.82	181,016.46
非流动资产：			
可供出售金融资产	2,130.00	2,130.00	2,130.00
长期股权投资	1,838.51	1,838.51	1,823.11
固定资产	288,895.81	296,581.71	310,146.23
工程物资	990.17	895.34	2,427.59
在建工程	34,686.35	33,122.80	27,067.69
无形资产	2,448.19	2,464.94	1,064.00
长期待摊费用（递延资产）	5,821.63	5,906.53	7,019.79
递延所得税资产	1,673.24	1,673.24	830.26
非流动资产合计	338,483.92	344,613.07	352,508.65
资产总计	463,799.87	478,836.89	533,525.12
流动负债：			
短期借款	123,239.01	123,440.00	192,430.00
应付票据	8,852.50	22,870.00	64,835.80
应付账款	79,004.66	67,751.88	42,843.67
预收款项	17,602.00	20,736.07	15,804.11
应付职工薪酬	1,675.99	1,489.18	853.04
应交税费	2,280.70	1,119.17	3,004.07
应付利息	0.00	2,677.50	2,833.86
其他应付款	5,481.18	4,129.99	2,474.11
一年内到期的非流动负债	6,788.93	6,888.93	387.59
流动负债合计	244,924.98	251,102.72	325,466.26
非流动负债：			
长期借款	42,450.79	42,450.79	5,324.25
应付债券	50,874.96	50,848.28	50,741.56

长期应付款	52,787.20	52,877.11	18,571.43
专项应付款	117.13	117.13	117.13
递延收益	2,664.48	2,730.90	3,043.78
非流动负债合计	148,894.56	149,024.20	77,798.15
负债合计	393,819.54	400,126.92	403,264.41
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	39,934.75	39,934.75	39,934.75
资本公积	50,930.59	50,930.59	51,815.19
专项储备	263.74	153.15	267.31
盈余公积	8,914.36	8,914.36	8,914.36
未分配利润	-30,063.12	-21,222.89	29,329.09
归属于母公司所有者权益合计	69,980.33	78,709.96	130,260.71
所有者权益合计	69,980.33	78,709.96	130,260.71
负债和所有者权益总计	463,799.87	478,836.89	533,525.12

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
一、营业收入	53,018.34	262,936.62	310,013.32
减：营业成本	51,479.08	254,527.24	259,798.97
营业税金及附加	275.02	1,224.03	1,620.05
销售费用	4,188.98	17,473.33	16,307.82
管理费用	2,527.44	16,241.47	12,761.09
财务费用	3,827.91	18,602.61	18,751.18
资产减值损失	-1.88	5,688.11	-104.62
投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	-261.31	343.47
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-9,278.22	-51,081.47	1,222.30
加：营业外收入	490.54	2,015.79	637.86
减：营业外支出	52.34	351.77	55.26
其中：非流动资产处置损失	0.00	213.90	5.86
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-8,840.01	-49,417.44	1,804.91
减：所得税费用	0.22	-862.20	944.06
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	-8,840.23	-48,555.24	860.85
五、归属于母公司所有者的净利润	-8,840.23	-48,555.24	860.85

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表

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
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	40,041.00	216,200.63	233,349.65
收到的税费返还	-	965.12	-
收到其他与经营活动有关的现金	213.57	1,416.33	1,424.66
经营活动现金流入小计	40,254.58	218,582.08	234,774.32
购买商品、接受劳务支付的现金	22,321.88	170,922.91	145,499.06
支付给职工以及为职工支付的现金	5,794.58	23,158.42	22,889.11
支付的各项税费	1,337.09	13,309.74	13,325.44
支付其他与经营活动有关的现金	971.68	3,132.54	4,318.90
经营活动现金流出小计	30,425.23	210,523.61	186,032.52
经营活动产生的现金流量净额	9,829.34	8,058.46	48,741.80
二、投资活动产生的现金流量：			
收到其他与投资活动有关的现金	270.00	1,762.52	902.63
投资活动现金流入小计	270.00	1,762.52	903.63
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	363.48	20,308.20	14,061.04
投资支付的现金	-	-	4,231.94
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	24,679.82
支付其他与投资活动有关的现金	554.65	387.33	1,176.42
投资活动现金流出小计	918.13	20,695.53	44,149.22
投资活动产生的现金流量净额	-648.13	-18,933.01	-43,245.59
三、筹资活动产生的现金流量：			
取得借款收到的现金	6,800.00	192,540.00	231,485.06
发行债券收到的现金	-	166,535.05	113,365.32
筹资活动现金流入小计	6,800.00	359,075.05	344,850.38
偿还债务支付的现金	7,100.99	217,916.56	227,972.02
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,771.70	19,342.63	19,540.47
支付其他与筹资活动有关的现金	9,844.14	145,239.84	80,396.46
筹资活动现金流出小计	23,716.83	382,499.02	327,908.95
筹资活动产生的现金流量净额	-16,916.83	-23,423.97	16,941.43
四、汇率变动对现金的影响	-0.84	28.62	-8.27
五、现金及现金等价物净增加额	-7,736.46	-34,269.90	22,429.37

资料来源：公司 2015 年审计报告，未经审计的 2016 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
净利润	-48,555.24	860.85	-13,132.98
加：资产减值准备	5,688.11	-104.62	1,953.34
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	30,993.84	29,634.96	27,360.68
无形资产摊销	50.06	37.97	275.69
长期待摊费用摊销	1,517.11	1,906.95	1,966.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	213.90	-222.44	27.85
财务费用（收益以“-”号填列）	20,029.46	19,833.38	18,217.41
投资损失（收益以“-”号填列）	261.31	-343.47	-5,392.67
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-842.98	32.59	87.49
存货的减少（增加以“-”号填列）	8,281.49	2,863.88	17,138.57
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-1,764.02	-2,885.64	9,257.32
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-7,814.57	-2,872.61	1,041.29
经营活动产生的现金流量净额	8,058.46	48,741.80	58,800.51

资料来源：公司 2013、2015 年年报

附录四 合并主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
有息债务（万元）	284,993.39	299,375.11	332,290.63	647,957.73
资产负债率	84.91%	83.56%	75.58%	81.92%
流动比率	0.51	0.53	0.56	0.75
速动比率	0.35	0.37	0.40	0.63
综合毛利率	2.90%	3.20%	16.20%	14.92%
总资产回报率	-	-5.81%	4.09%	-4.15%
EBITDA（万元）	-8,840.01	3,173.03	21,638.29	21,405.05
EBITDA 利息保障倍数	-	0.16	1.06	1.59
应收账款周转天数	-	30.60	22.19	18.46
存货周转天数	-	64.61	71.02	78.26
应付账款周转天数	-	78.21	53.63	37.81
净营业周期	-	17.00	39.58	58.91
流动资产周转天数	-	215.81	206.01	330.76
固定资产周转天数	-	415.35	360.38	343.65
总资产周转天数	-	693.04	613.66	760.14

资料来源：公司 2013、2015 年审计报告、未经审计的 2016 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司(万元)

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
贵州柳化化工有限公司	1,000	100%	化肥、化工产品的销售
广西柳州中成化工有限公司	10,000	100%	化工化肥产品的销售、研发
柳州柳化钾肥有限公司	2,800	100%	钾肥生产
柳州市大力包装用品有限责任公司	2,260	100%	编织袋及内薄膜制造
柳州市柳化复混肥料有限公司	2,130	100%	生产、销售复肥
湖南中成化工有限公司	17,500	100%	化工
东莞振华泰丰实业发展有限公司	1,280	100%	包装
柳州柳益化工有限公司	1,150	100%	化工

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	固定资产周转天数	$180 \times [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}]$
	应收账款周转天数	$180 \times [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / \text{营业收入}]$
	存货周转天数	$180 \times [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}]$
	应付账款周转天数	$180 \times [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / \text{营业成本}]$
	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）	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
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。