

安徽省司尔特肥业股份有限公司

2015 年公司债券信用评级报告



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。

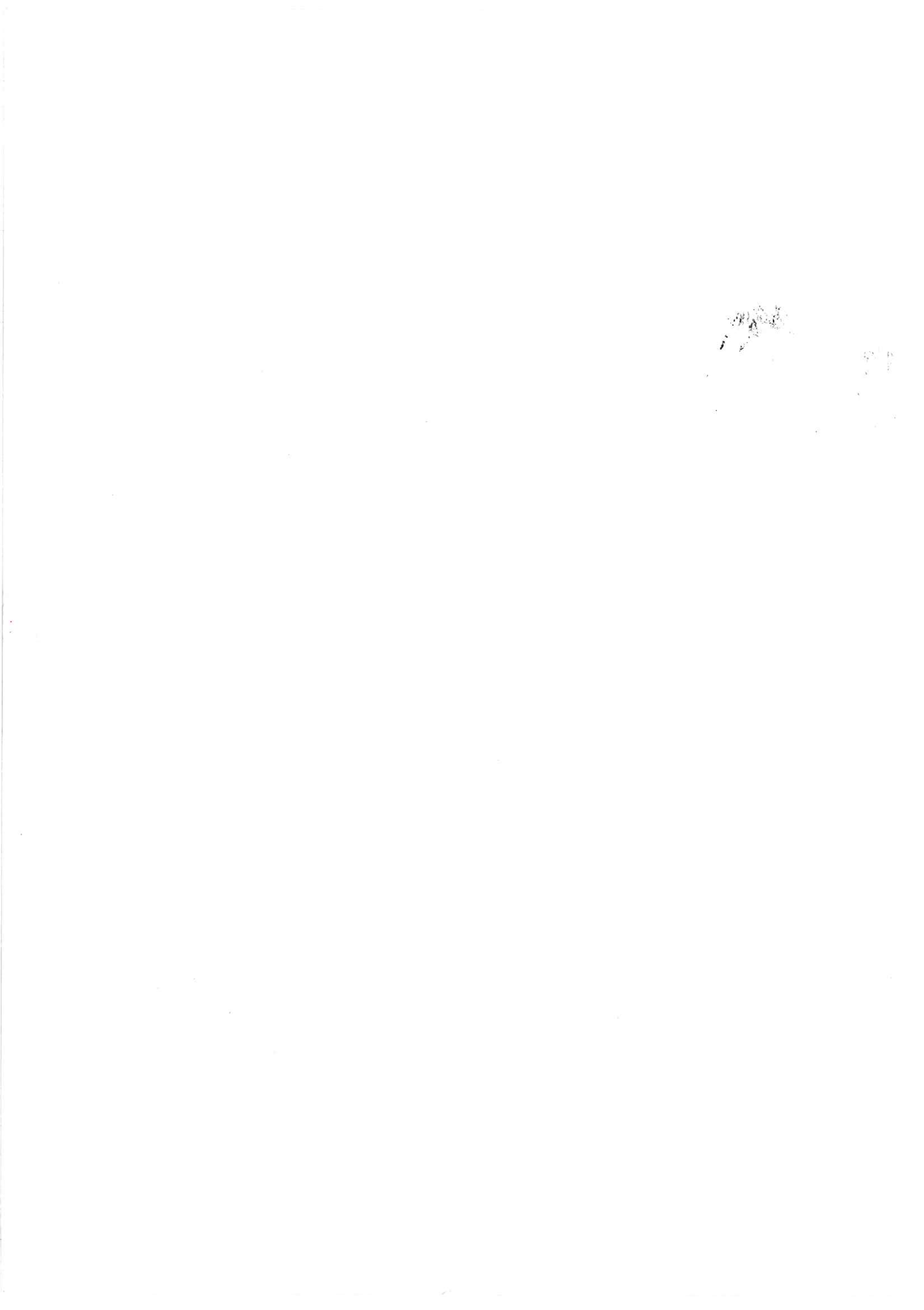
本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

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

鹏元资信评估有限公司

评级总监:



报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【338】
号 02

分析师

姓名: 毕柳 刘书芸

电话:
021-51035670

邮箱:
bil@pyrating.cn

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

安徽省司尔特肥业股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行规模: 3 亿元

债券期限: 5 年

发行主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级日期: 2015 年 11 月 12 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对安徽省司尔特肥业股份有限公司(以下简称“司尔特”或“公司”)本次拟发行总额 3 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司产业链完整, 成本控制能力强, 近年营业收入和利润增长较快, 是行业中规模较大的复合肥生产商之一; 同时, 我们也关注到复合肥行业产能过剩较严重, 受原材料价格影响较大, 且公司近年产能扩张较快, 存在一定的资金压力和产能消化压力, 农业规模化经营给竞争格局带来新变数等风险因素。

正面:

- 公司产品质量较好, 销售收入快速增长。2012-2014 年公司营业收入增长率分别为 7.86%、19.89%和 6.95%, 2015 年 1-9 月公司营业收入已超过 2014 年全年。
- 产业链较完整, 产品种类较多。公司拥有从硫铁矿制酸到磷酸一铵、复合肥的整个产业链, 成本控制能力较强; 2014 年公司磷酸一铵销售收入占营业收入的 39.14%, 成为最重要的收入来源。
- 规模较大, 研发能力较强。公司是国内规模最大的几家复合肥企业之一, 产品质量和研发能力较强, 2014 年公司投入研发费用 7,848 万元, 拥有技术人员 560 人、专利技术 48 项。
- 非公开增发股票增强公司资本实力。2015 年 9 月公司非公开发行 1.26 亿股, 募集资金总额 10.69 亿元, 资本实力大幅增强。

关注：

- 化肥行业产能过剩，竞争激烈。目前国内复合肥行业产能利用率不足 30%，产能过剩严重，行业竞争激烈。
- 原材料采购比重大，行业经营业绩存在潜在不确定性。复合肥行业原材料占成本的 80%以上，虽然近年原材料价格处于低位，但未来仍存在上涨的可能性，复合肥行业的经营业绩存在不确定性。
- 产能扩张较快，存在资金压力和产能消化压力。公司 2015 年新通过的投资计划将新增 90 万吨复合肥产能，存在产能消化的压力；投资计划已获得融资，但规模扩大会新增流动资金需求，根据公司目前的营运资本规模估算，需要新增数亿元流动资金。
- 农业土地流转和规模化经营改变市场格局，未来竞争存在不确定性。规模化经营是农业的发展趋势，化肥的销售模式和客户对化肥的需要都会发生深刻变化，公司能否在行业变革中继续保持市场地位存在一定的不确定性。

主要财务指标：

项目	2015 年 9 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	401,623.48	337,941.63	267,606.19	218,632.50
归属于母公司所有者权益（万元）	295,700.84	176,675.84	165,228.99	157,028.69
有息债务（万元）	57,798.49	83,767.00	64,650.00	32,000.00
资产负债率	26.37%	47.72%	38.26%	28.18%
流动比率	3.14	1.67	1.50	2.15
速动比率	1.41	0.56	0.56	0.57
营业收入（万元）	244,435.20	237,836.21	222,386.46	185,498.31
营业利润（万元）	21,087.79	14,787.37	10,201.65	18,517.30
利润总额（万元）	22,582.37	16,992.58	13,152.04	20,202.11
综合毛利率	17.58%	17.31%	15.56%	18.30%
总资产回报率	6.11%	7.14%	6.65%	10.34%
EBITDA（万元）	22,582.37	30,975.38	23,203.45	25,433.97
EBITDA 利息保障倍数	-	6.70	7.70	16.73
经营活动现金流净额（万元）	47,803.19	3,184.03	1,613.13	9,350.33

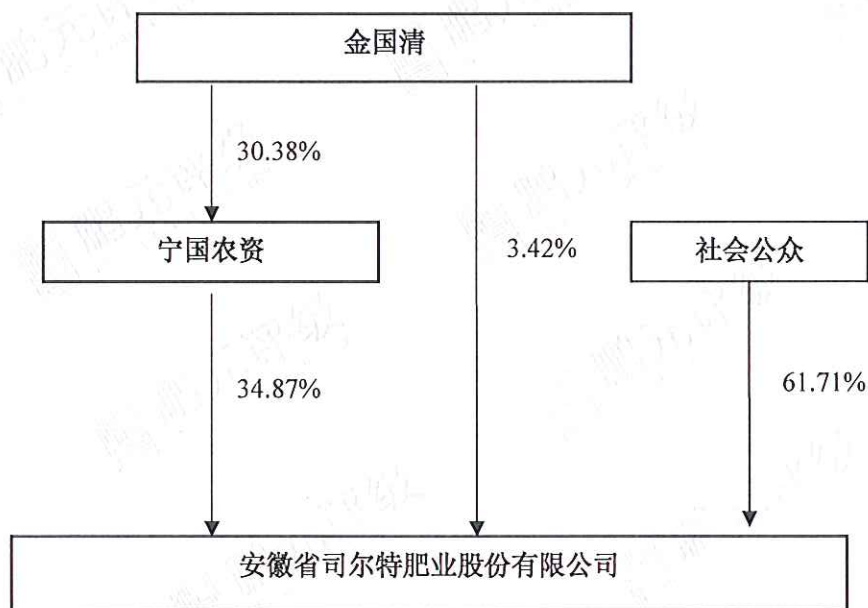
资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年三季报

一、发行主体概况

公司前身为安徽省宁国司尔特化肥有限公司，成立于1997年11月。2007年9月变更为股份有限公司，股本为11,000万股，公司名称变更为现用名。安徽省宁国市农业生产资料有限公司（以下简称“宁国农资”）持股63.50%；武汉长江创业投资有限公司持股20%；自然人金国清持股7.40%，实际控制人为金国清。

2010年12月，经中国证券监督管理委员会（证监许可【2010】1839号）核准，公司向公众公开发行3,800万股，股本变更为14,800万股。公司股票于2011年1月18日在深圳证券交易所上市交易，股票代码为002538。后经过两次公积金转股和一次非公开发行，于2015年9月17日总股本最终变更为71,812.03万股，宁国农资持股34.87%，为公司控股股东，自然人金国清持股3.42%。另外，金国清持有宁国农资30.38%的股权，为宁国农资的实际控制人，同时为司尔特的实际控制人。截至2015年9月底，公司股权及控制关系如图1所示。

图1 公司股权及控制关系



资料来源:公司公告，鹏元整理

公司主要从事复合肥及相关原材料的研发、生产和销售，产品包括氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵等，建立了从硫铁矿制酸至最终产品的一体化生产体系。截至2015年9月底，公司纳入合并报表范围内的子公司2家。

表1 截至2015年9月30日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
上海司尔特电子商务有限公司	100%	5,000	化肥、饲料及添加剂、化工产品的销售，电子商务（不得从事增值电信、金融业务）。
亳州司尔特生态肥业有限公司	100%	5,000	化肥、饲料及添加剂、化工产品的销售，电子商务（不得从事增值电信、金融业务）。

资料来源：公司公告

截至2015年9月30日，公司资产总额为40.16亿元，归属于母公司的所有者权益为29.57亿元，资产负债率为26.37%；2014年度，公司实现营业收入23.78亿元，利润总额1.70亿元，经营活动现金流净额0.32亿元；2015年1-9月，公司实现营业收入24.44亿元，利润总额2.26亿元，经营活动现金流净额4.78亿元。

二、本期债券概况

债券名称：安徽省司尔特肥业股份有限公司2015年公司债券；

发行规模：人民币3亿元；

债券期限：5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；

债券利率：本期债券的票面利率在存续期限的前3年内固定不变。如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在其存续期限后2年票面利率为存续期限前3年票面利率加上上调基点，在其存续期限后2年固定不变；如公司未行使上调票面利率选择权，则未被回售部分债券在其存续期限后2年票面利率仍维持原有票面利率不变；

公司上调票面利率选择权：公司有权决定在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率。若公司未行使利率上调权，则本期债券后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变；

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

债券还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本。如果投资者在第3年末行使回售选择权，则所回售部分债券的票面面值加第3年的利息在第3年末一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为3亿元，将用于偿还银行贷款和补充流动资金。

四、运营环境

复合肥行业竞争较激烈，新型复合肥产能扩张明显

近年来，化肥行业产能过剩，市场需求下降，行业利润偏低，市场竞争加剧。复合肥作为效果好、污染小的肥料，在我国施用量逐年提升，行业成长空间依然较大。相对于单质肥而言，复合肥的营养元素含量较高，肥效较好，施用较方便，土壤的污染较小，目前美国等国家的复合肥用量约占全部化肥用量的 50%，而国内的该比例为 30%，存在较大的发展空间。但我国复合肥企业众多，目前，全国复合肥企业约 3,500 家，行业产能 2 亿吨，实际产销量 5,000 万吨至 6,000 万吨，开工率不足 30%。2015 年，复合肥行业竞争依旧激烈，在行业整体景气不高的情况下，规模小、环保不达标的企业在竞争中被淘汰；同时，国内大型复合肥企业从生产走向服务，并把服务落地，测土配方施肥、科学施肥、金融服务等贯穿整个产业链条，竞争力逐步提升，行业整合力度加大。

随着土地流转的推进、农业大户的增加，农业生产者对复合肥需求的开始逐渐升级，中低端复合肥增速放缓，以控释肥、硝基肥、水溶肥等新型复合肥市场增长。新型复合肥产能快速扩张，国内大型复合肥企业纷纷扩大产能，建设新型复合肥生产线，预计 2015-2016 年将迎来新型复合肥产能集中释放期，行业竞争将更加激烈。

表2 截至 2014 年底，国内主要大型复合肥企业主要在建、拟建新型复合肥产能情况

企业名称	在建、拟建项目
山东金正大生态工程股份有限公司	于 2014 年 5 月建设年产 60 万吨/年硝基复合肥及 40 万吨/年水溶性肥料工程项目
湖北新洋丰肥业股份有限公司	拟非公开发行股票募集资金用于投建 120 万吨/年新型复合肥项目和 60 万吨/年硝基复合肥项目
史丹利化肥股份有限公司	拟在江西丰城建设 60 万吨/年新型复合肥项目
成都市新都化工股份有限公司	于 2014 年建设了河南宁陵 80 万吨/年新型复合肥项目、山东平原 100 万吨/年新型复合肥项目一期项目
安徽省司尔特肥业股份有限公司	拟非公开发行股票募集资金建设 90 万吨/年新型复合肥项目

资料来源：上市公司公开披露信息、鹏元整理

2015 年 2 月 17 日，农业部出台了《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》，通过提高化肥的利用率减少化肥用量。这一方面使化肥的国内总需求受到限制，另一方面加速淘汰产品质量较差的落后产能。

2015 年 1 月 1 日起实施的《2015 年关税实施方案》，对氮肥、磷肥实施全年统一的出口关税税率，出口关税进一步下降，推动国外市场对化肥产能的吸收。

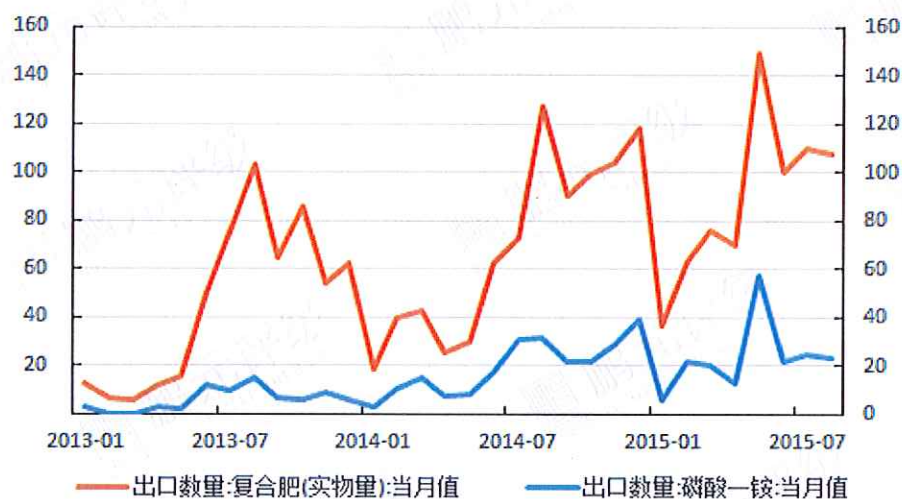
表3 2013-2015 年磷酸一铵出口关税的变化情况

品种	阶段	2015 年	2014 年	2013 年
磷酸一铵	淡季	100 元/吨	50 元/吨	当出口价格不高于基准价格时，5%；当出口价格高于基准价格时，税率=（1.05-基准价格/出口价格）*100%；（基准价格 3200 元/吨）
	旺季	100 元/吨	15%+50 元/吨	当出口价格不高于基准价格时，80%；当出口价格高于基准价格时，税率=（1.8-基准价格/出口价格）*100%；（基准价格 3200 元/吨）

资料来源：中国化肥网、《2015年关税实施方案》、鹏元整理

2015 年磷酸一铵的出口量显著增加，复合肥的总体出口量也有明显增长。出口量的增加将有助于消化国内部分化肥产能，拉动化肥价格回升。国外的农业以规模化经营为主，对化肥的质量要求更高，因此出口量的增长对国内龙头化肥企业的利好大于对小企业的利好。

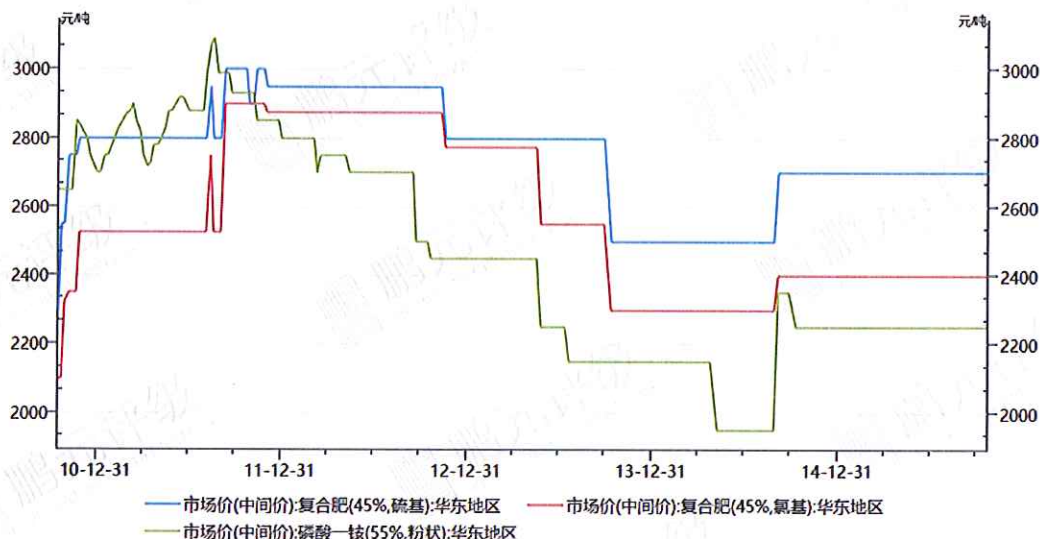
图2 2013年以来复合肥和磷酸一铵的出口量走势（单位：万吨）



资料来源:Wind 资讯，鹏元整理

受益于出口量的增长，2015 年复合肥及磷酸一铵价格企稳，随着复合肥消费旺季的来临，需求的增加，同时，在尿素等单质肥及磷酸一铵等出口关税的下降、国外需求的增加下，复合肥经销商备货热情提高，2015 年 4 季度有望出现价格回升。

图3 2010-2015年国内复合肥、磷酸一铵市场价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯、鹏元整理

复合肥主要基础原材料的价格处于低位，有助于复合肥企业控制生产成本

生产复合肥的主要基础原材料包括硫铁矿、硫磺、磷矿石、合成氨以及氯化钾（钾肥）、尿素等。原材料成本占生产成本的比重超过80%，原材料价格波动对复合肥产品的价格、企业生产经营等影响较大。从整个复合肥行业来看，氮、磷、钾原材料价格的下跌，虽然会使公司生产成本下降，但是原材料价格下跌也会使得复合肥产品价格的下跌，复合肥产品的下跌将导致经销商的谨慎采购心态，旺季不旺，从而导致市场的需求趋于平稳；而且在原材料价格下跌的过程中复合肥的原材料以及成品库存都存在一定的风险。

原材料中的合成氨、尿素由于产能严重过剩，以及主要原材料的煤炭价格下跌，2014年上半年尿素价格跌至十多年来新低，之后在国内秋季用肥旺季、尿素关税较上年有所下降的推动下，尿素需求增加，价格从底部小幅反弹，整体在低位波动。在出口关税降低的刺激下，2015年上半年尿素价格有所反弹，但是单质肥使用量的下降，产能的过剩抑制其上涨程度，下半年小幅回落。

表4 2013-2015年尿素出口关税的变化情况

品种	阶段	2015年	2014年	2013年
尿素	淡季	80 元/吨	40 元/吨	出口基准价格为 2260 元/吨，当出口价格不高于基准价格时，税率 2%；当出口价格高于基准价格时，税率为 (1.02-基准价格/出口价格)*100%
	旺季	80 元/吨	15%+40 元/吨	特别出口税率为 75%

资料来源：中国化肥网、《2015年关税实施方案》、鹏元整理

2014年氯化钾价格在整体经济形势弱势盘整，氯化钾市场价格虽然有小幅波动，但总体较为平稳；硫磺主要从原油中回收，受原油价格影响大，2014年价格波动较大；磷矿石国内自给率较高，在2013年中期价格下跌后，2014年价格总体较稳定。

图4 2012-2014年复合肥主要原材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯、鹏元整理

五、公司治理与管理

公司最高权力机构为股东大会，董事会为股东大会常设决策和管理机构。董事会设9名董事，其中3名独立董事。公司实际控制人金国清担任董事长，其子金政辉、其女金平辉担任董事。董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会。监事会是公司的监督机构，监事会设3名监事，其中1名为职工监事。公司设总经理1名，总经理在董事会的领导下主持全面工作；设副总经理若干名，协助总经理负责公司的日常生产、经营活动；设董事会秘书1名，负责对外信息披露，处理公司与证券管理部门、公司与股东的相关事宜。总体来看，公司建立了较为健全的公司治理机制。

公司严格按照《上市公司股东大会规范意见》、《公司章程》以及公司制订的《股东大会议事规则》等的规定和要求，规范股东大会的召集、召开和表决程序，对重要事项进行表决时，均与各股东单位充分沟通，确保所有股东享有平等地位和充分行使自己的权利。公司已建立《信息披露管理制度》履行信息披露义务，董事会指定董事会秘书负责日常信息披露工作，建立投资者专线、开设投资者关系互动平台与投资者进行沟通交流。但由于公司上市时间较短，在信息披露制度执行方面仍有完善的空间。

公司拥有完整的生产、供应、销售、技术、管理系统，内部管理构架精简高效，主要分为行政、销售、生产、采购、财务中心、质检部、证券事业部等以及宣城分公司、广告分公司，并根据需要设置下一级机构。

公司管理层具有丰富的化肥行业经验，人员专业构成以生产人员、技术人员、营销人员为主，其中本科及以上学历员工占比6.93%，大专学历员工占28.70%。公司人员结构能满足日常经营所需。

公司作为中国磷复肥行业十强、中国化肥行业百强，具有一定的行业影响力。根据公司发展战略，未来将继续围绕做强、做大复合肥主业，深度开发利用当地丰富的硫资源，适时推进磷矿资源整合，进一步完善公司产业链。在销售区采取收购、参股、租赁和贴牌等方式适度扩张复合肥、磷酸一铵产能规模，巩固、优化市场网络，全面提升企业参与市场竞争的核心能力，从而实现持续、快速、稳步发展。

六、经营与竞争

公司主营复合肥的生产和销售，主要产品包括氯基复合肥、硫基复合肥和作为复合肥中间原材料的磷酸一铵，磷酸一铵在满足自用的基础上对外销售。近年来公司业务较为稳定，营业收入保持增长，2012-2014年公司营业收入增长率分别为7.86%、19.89%和6.95%，其中磷酸一铵销售收入增长最快，2012-2014年磷酸一铵销售收入占营业收入的比重分别为22.66%、34.69%和39.14%。

受产品及原材料价格波动的影响，公司产品的综合毛利率存在波动。由于2013年复合肥和磷酸一铵价格开始下降，原材料价格下降滞后，公司的综合毛利率有所下降，随着原材料价格下降和产品价格回升，2014年、2015年公司的毛利率相应回升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

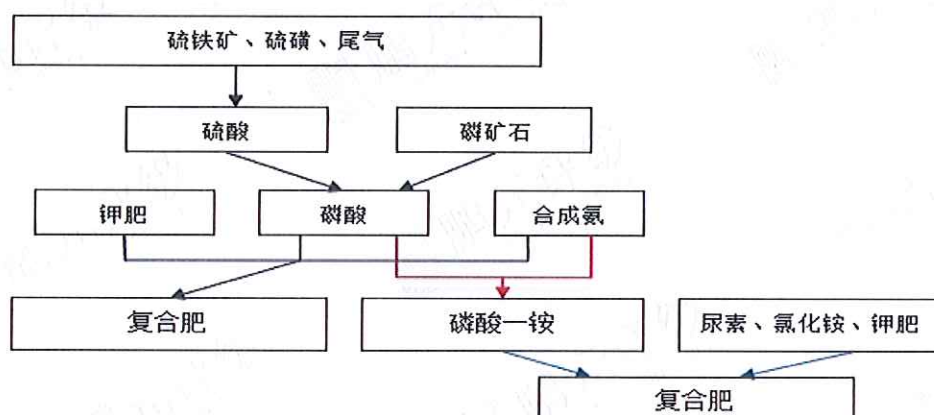
项目	2015年1-6月		2014年		2013年		2012年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
氯基复合肥	55,964.77	15.67%	88,274.94	14.84%	88,819.95	15.61%	90,896.19	18.55%
硫基复合肥	23,326.47	23.96%	44,781.28	22.82%	39,839.92	21.50%	31,275.69	20.79%
磷酸一铵	75,591.51	18.25%	93,084.70	17.47%	77,140.43	11.67%	42,035.38	20.23%
其他副产品	4,121.35	7.28%	10,834.36	8.27%	15,608.24	15.45%	6,968.28	18.76%
尿素贸易	-	-	-	-	0.02	16.42%	5,445.38	2.55%
复合肥贸易	-	-	-	-	81.99	10.84%	8,076.96	-0.20%
其他	721.29	20.58%	860.93	81.37%	895.91	83.24%	800.43	80.89%
合计	159,725.40	17.91%	237,836.21	17.31%	222,386.46	15.56%	185,498.31	18.30%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司利用当地的硫铁矿资源，并加强对磷矿资源的控制，形成了硫铁矿制酸、磷酸一铵至最终产品较为完整的产业链，有利于控制生产成本

氮磷钾是化肥的三种基本元素，氮肥、磷肥、钾肥是三大类单质化肥，复合肥则是同时包括两种或三种元素的化肥。复合肥生产的主要原料有硫酸、磷矿石、钾肥、合成氨，磷酸一铵是重要的中间产品。

图5 磷酸一铵、复合肥生产流程



资料来源：公司《招股说明书》

硫酸是生产复合肥的重要原材料，据统计，70%的硫酸用于复合肥行业，而硫酸主要通过硫铁矿、硫磺制取。目前，国内多数复合肥企业不具备生产硫酸的能力，能够生产硫酸的也以硫磺制酸工艺为主。公司地处安徽省宁国市，周边铜陵、巢湖、安庆等地是国内硫铁矿及伴生矿主产区，依托当地丰富的硫铁矿资源，形成了硫铁矿制酸至磷酸一铵、复合肥产品较为完整的产业链。公司在已经拥有硫铁矿制酸设施的基础上，利用上市超募资金建设了35万吨/年硫磺制酸项目（2013年底已基本建成），成为了拥有硫铁矿制酸、硫磺制酸两套硫酸生产工艺的复合肥企业。2014年公司在宣城投资了年产38万吨的马尾山硫铁矿项目，预计2015年底可以投产，公司目前硫铁矿制酸项目产能和硫磺制酸的产能共能够满足70%的硫酸需求，2015年10月26日，公司董事会通过决议在宣城分公司新建年产25万吨硫铁矿制酸项目，项目建成后，公司的硫酸自给能力将进一步提高。

磷矿石是生产磷肥及复合肥的必备原材料，国内磷矿石分布集中于云南、贵州、四川、湖北和湖南等省区。2015年公司对贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）进行投资，持有其20%的股份。贵州路发系公司最大的磷矿石供应商，目前拥有明泥湾4.5602平方公里的磷矿采矿权和永温8.39平方公里的磷矿探矿权，该矿区属我国高品位优质磷矿富矿区。此外，贵州路发配套建设了硫酸、磷酸一铵、磷酸二铵及其他产品的磷化工一体化项目，并拥有年装卸能力约300万吨的铁路专用线。对贵州路发的投资使得公司在磷矿石的供应方面得到优先供

应，原材料来源有更好的保障。

钾肥方面，国内钾矿储量较少，主要集中在青海地区，公司与青海格尔木藏格钾肥股份有限公司有较长期的合作关系，采购成本较稳定。公司对钾肥供应商仍存在较强的依赖性，对钾肥的采购成本也缺乏控制力。

合成氨有尿素、氯化氨等多种产品，主要来源有天然气、煤、焦炭等大宗能源品，国内以煤和焦炭制氨为主，供应量充足，价格长期处于低位。

磷酸一铵是复合肥生产流程中重要的中间产品，复合肥产品可直接通过化学反应合成，也可通过磷酸一铵与尿素、氯化铵、钾肥等进行物理混合制成。由于硫铁矿制酸和磷矿石供应较充足，公司生产的磷酸一铵满足自用之外还有对外销售，成为重要的收入来源。

近年原材料价格持续下降，原材料供应商较稳定；原材料储备增长较多，未来存在一定的价格变动风险

公司采购的原材料有磷矿石、硫铁矿、氯化钾、合成氨等，原材料占生产成本的比重超过80%，原材料价格波动对公司生产经营影响较大。2012年以来，公司主要原材料价格持续下跌。由于公司硫磺制酸生产线达产，2014年硫铁矿的采购量有所下降，其他原材料的采购量都逐年增长。公司主要采取以销定采的经营模式，通过预付部分货款的方式提前锁定采购成本。同时，基于公司未来战略发展及对原材料价格走势的判断，公司增加了磷矿石等原材料的储备，2014年末，公司存货金额为7.68亿元，较上年增长94.53%，存货中的原材料为5.07亿元，较上年增长173.09%。虽然主要原材料价格处于较低的位置，但目前国内外经济整体较弱，行业复苏存在一定的不确定性，原材料价格走势仍存在一定的波动性，公司的原材料存货存在一定的价值变动风险。

表6 公司主要原材料采购情况

项目		2014年	2013年	2012年
磷矿石	数量（吨）	1,790,657	1,003,392	579,082
	金额（万元）	85,969.90	56,034.58	38,157.09
	平均单价（元/吨）	480.1	558.45	658.92
	占采购比重	40.01%	30.61%	27.53%
硫铁矿	数量（吨）	406,610	484,994	215,904
	金额（万元）	16,388.92	20,617.9	11,269.17
	平均单价（元/吨）	403.06	425.12	521.95
	占采购比重	7.63%	11.26%	8.13%
氯化钾	数量（吨）	163,812	121,430	130,832
	金额（万元）	30,493.78	24,044.73	33,148.96
	平均单价（元/吨）	1,861.51	1,980.13	2,533.7
	占采购比重	14.19%	13.13%	23.92%
合成氨	数量（吨）	105,535	98,613	52,127

金额(万元)	27,799.80	28,627.34	16,601.38
平均单价(元/吨)	2,634.18	2,903.00	3,184.79
占采购比重	12.94%	15.64%	11.98%

资料来源：公司提供

2014年，公司磷矿石、硫铁矿、氯化钾、合成氨采购占总采购额的比重分别为40.01%、7.63%、14.19%、12.94%。公司与主要原材料供应商建立了长期合作关系，近三年公司原材料供应商较稳定。

表7 2013-2014年公司前五大供应商情况(单位：万元)

年度	序号	前五大供应商	采购金额	采购比例	采购类别
2014年	1	贵州路发钰峰贸易有限公司	25,482.85	11.86%	磷矿石
	2	格尔木藏格钾肥股份有限公司	25,238.92	11.74%	氯化钾
	3	贵州路发实业有限公司	16,985.63	7.91%	磷矿石
	4	贵州开磷有限责任公司	11,879.79	5.53%	磷矿石
	5	铜陵有色金属集团股份有限公司	6,065.95	2.82%	硫酸
		合计	85,653.14	39.87%	
2013年	1	格尔木藏格农业生产资料有限责任公司	21,062.91	11.50%	氯化钾
	2	贵州路发实业有限公司	16,282.66	8.89%	磷矿石
	3	贵州路发钰峰贸易有限公司	8,146.13	4.45%	磷矿石
	4	神农架绿谷水电发展有限公司	7,587.35	4.14%	磷矿石
	5	贵州鑫新企业集团营销有限公司	6,031.72	3.29%	磷矿石
		合计	59,110.77	32.27%	
2012年	1	格尔木藏格农业生产资料有限责任公司	31,206.29	22.52%	氯化钾
	2	杭州博利尔化工有限公司	5,772.32	4.16%	合成氨
	3	铜陵有色金属集团股份有限公司	5,512.54	3.98%	硫酸
	4	贵州路发实业有限公司	4,920.31	3.55%	磷矿石
	5	贵州鑫新企业集团营销有限公司	3,063.24	2.21%	磷矿石
		合计	50,474.70	36.42%	

资料来源：公司提供

近年来，公司产能利用率处于较高水平，但随着新增产能的投产，面临一定的产能消化压力

化肥行业具有明显的销售季节性、生产连续性特点，生产与销售、消费的不同步，会造成复合肥生产企业产能利用率的波动。由于公司产品的质量较好，销售量逐年增长，2012-2014年，公司产能利用率处于行业内较高水平（复合肥企业达到70%以上的产能利用率已属于行业内高水平）。2013年公司进行了产能扩张，新增氯基复合肥产能29万吨、硫基复合肥产能10万吨、磷酸一铵产能25万吨。截至2014年底，公司磷酸一铵新建产能已完全达产，产能利用率为115.31%，硫基复合肥产能利用率为94.40%，氯基复合肥产能利用率为69.46%³。

因目前公司磷酸一铵产能利用率超过100%，公司已于2014年末投资9,199.98万元建设年产

³ 氯基复合肥技改搬迁项目中的老厂区已停产，但仍然统计为产能，因此氯基复合肥产能利用率较低

20万吨/年粉状磷酸一铵生产线及配套磷酸线，目前磷酸一铵供销情况较好，磷酸一铵生产线的建设将有助于缓解目前公司磷酸一铵产能有所不足的情况。

表8 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况

产品名称	项目	2014年	2013年	2012年
氯基复合肥	产能（万吨）	72.00	72.00	43.00
	产量（万吨）	50.01	42.95	38.00
	产能利用率	69.46%	59.65%	88.37%
硫基复合肥	产能（万吨）	20.00	20.00	10.00
	产量（万吨）	18.88	17.44	11.70
	产能利用率	94.40%	87.20%	117.00%
磷酸一铵	产能（万吨）	55.00	55.00	30.00
	产量（万吨）	63.42	56.40	28.80
	产能利用率	115.31%	102.55%	96.00%

资料来源：公司提供

2014年底，公司年产38万吨马尾山硫铁矿采选工程项目开始建设，预计将于2015年底投产，硫铁矿将全部自用，铅、锌、铜等金属将对外销售，项目建成后预计新增年销售收入1.5亿元，同时能够有效保障公司硫铁矿制酸的原材料供给。

2015年10月26日公司董事会通过决议，决定投资建设年产90万吨新型复合肥项目和年产25万吨硫铁矿制酸项目，总投资额5.30亿元。该项目投产后公司的复合肥产能将扩大一倍，硫铁矿制酸产能也将显著增加。

未来随着复合肥新增产能的达产，公司生产规模将扩大，有利于增强规模优势，但新增产能规模较大，而市场需求短时间内可能难以大幅增长，未来可能面临一定的产能消化压力。

公司积极扩张市场，销售网络较稳定；产品产销率维持在较高的水平，销售收入保持增长。公司销售网络以安徽为核心，向江西、湖南、湖北等省市辐射，销售市场覆盖全国27个省市1,500多个县市。公司销售收入主要来自华东地区，安徽、江西等是公司传统优势市场。安徽省内大型复合肥企业较少，以小型复合肥企业为主，公司以其品牌、规模和资金优势，占据了较大的市场份额。2014年，公司在华东地区、华中地区、华北地区和东北地区的销售收入占比分别为74.14%、5.69%、3.77%和13.36%，其中东北地区销售收入占比较上年增加8.15个百分点，主要源于公司加大了东北市场的开拓。

公司销售的主要产品有氯基复合肥、硫基复合肥以及中间品磷酸一铵，公司产品销售价格受原材料价格及市场供需情况影响而呈现一定的波动，复合肥价格从2013年开始下降，2014年下半年有小幅反弹，目前仍处于低位，随着尿素等单质肥及磷酸一铵等出口关税的下降、国外需求的增加下，复合肥经销商备货热情提高，未来价格有望回升。磷酸一铵价格变动与复合肥基本一致，在国外需求增加环境下，2014年以来公司磷酸一铵销量、平均价格有所增长。

复合肥属于基础农业生产资料，市场需求较为稳定，2014年公司各产品的产销量继续保持增长，产销率维持在较高的水平。2014年公司氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的产销率分别为91%、102.38%和82.36%（除去自用部分）。其中，氯基复合肥由于市场竞争激烈，产销率较上年小幅减少；磷酸一铵对外销售量较上年增长17.36%、销售收入较上年增长20.67%，成为公司营业收入增长的主要来源。

表9 公司主要产品销售情况

产品名称	项目	2014年	2013年	2012年
氯基复合肥	销量（万吨）	45.51	40.82	35.00
	平均价格（元/吨）	1,939.68	2,175.89	2,597.03
	产销率	91.00%	95.04%	92.11%
硫基复合肥	销量（万吨）	19.33	16.71	11.50
	平均价格（元/吨）	2,316.67	2,384.19	2,719.63
	产销率	102.38%	95.81%	98.29%
磷酸一铵	自用（万吨）	18.28	14.80	12.10
	外销（万吨）	45.30	38.60	16.70
	平均价格（元/吨）	2,054.85	1,998.46	2,517.09
	产销率（不含自用）	82.36%	70.18%	-

资料来源：公司提供

公司复合肥产品销售以经销商为主，占复合肥产品销售收入的70%以上。在重点销售区域，一般以农业县为单位，开发县级经销商，客户较分散。公司对经销商销售一般采用款到发货方式，对经销时间长、信誉好、资金实力强、业务发展快的经销商给予一定的信用期限。公司磷酸一铵直接销售给复合肥生产企业，客户集中度较复合肥产品高，2014年公司前五大客户采购的均为磷酸一铵，前五大客户集中度较上年有所增加，但仍处于较低的水平。

表10 2012-2014 年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	序号	前五大客户	销售金额	销售比例	主要销售产品
2014年	1	绥芬河市龙生经贸有限责任公司	15,608.05	6.56%	磷酸一铵
	2	黑龙江倍丰国际贸易有限公司	13,059.96	5.49%	磷酸一铵
	3	高淳县苏农农资连锁有限公司	9,743.80	4.10%	磷酸一铵
	4	山东倍丰化肥销售有限公司	7,054.40	2.97%	磷酸一铵
	5	南京恒康肥业有限公司	4,644.88	1.95%	磷酸一铵
		合计	50,111.09	21.07%	
2013年	1	高淳县苏农农资连锁有限公司	9,789.31	4.41%	磷酸一铵
	2	绥芬河市龙生经贸有限责任公司	8,739.85	3.93%	磷酸一铵
	3	安徽省海港化肥有限公司	5,183.56	2.33%	磷酸一铵
	4	马鞍山市信盛实业有限公司	5,031.04	2.26%	副产品铁粉
	5	南京恒康肥业有限公司	4,986.61	2.24%	磷酸一铵
		合计	33,730.37	15.17%	
2012年	1	安徽省绩溪方远农业发展有限公司	4,622.07	2.49%	复合肥
	2	高淳县苏农连锁有限公司	3,564.88	1.92%	磷酸一铵

3	临沂瑞和化肥有限公司	3,482.28	1.88%	磷酸一铵
4	中国烟草总公司安徽省公司	2,919.24	1.58%	复合肥
5	芜湖丰谷农资有限公司	2,710.97	1.46%	复合肥
合计		17,299.44	9.33%	

资料来源：公司提供

2014年12月，公司投资成立子公司上海司尔特电子商务有限公司，搭建“O2O”农资电商平台，具体包括：（1）搭建司尔特农资线上平台。（2）建设10,080家村级农资电商线下服务站。在土地流转加速，农业经营主体发生变化，合作社和家庭农场将逐渐崛起的背景下，农资电商将成为未来农资销售的重要渠道和平台，未来随着公司线上线下的结合将提升公司销售渠道整体竞争力，在一定程度上有助于化解公司新增的产能。

虽然公司通过电子商务、测土配方等方式应对农业规模化经营的市场变化，但公司目前的销售体系依赖于长期合作的经销商，并不适应规模化经营的市场结构。市场结构的变化带来化肥行业的竞争格局变化，给公司未来的市场拓展带来新的不确定性。

公司大力推广测土配方施肥，加大研发投入，提升公司技术能力

公司为国家农业部认定的全国配方肥定点生产企业，被安徽省农委推荐为首批安徽省配方肥料生产企业。近年公司推广测土配方施肥，利用测土配方积累的数据信息、经验优势，逐步扩大家庭农场、种粮大户、专业合作社施用测土配方肥的比重，以增加公司产品市场竞争力。近三年公司研发投入逐年增加，占营业收入的比重也逐年增长。截至2014年末，公司拥有技术人员560人、专利技术48项，研发能力较强。

表11 公司研发投入占营业收入的比重情况

项目	2014年	2013年	2012年
研发投入金额（万元）	7,848	6,311	5,587
研发投入占营业收入比例	3.30%	2.84%	3.01%
技术人员（人）	560	429	409

资料来源：2013-2014年公司年报

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012年-2014年审计报告以及2015年三季报，报告均采用新会计准则编制。由于2014年财政部公布了新会计准则，本报告采用的2013年资产负债表数据为2014年审计报告的年初数。2014年，公司注销了全资子公司安徽省司尔特农业科技发展有限公司，同时，设立了全资

子公司上海司尔特电子商务有限公司，纳入合并报表范围内。

资产结构与质量

公司资产保持增长，存货增长较快，存在一定的跌价风险

公司资产规模保持增长，2015年9月末公司总资产为40.16亿元，流动资产和非流动资产分别占比56.47%和43.53%。

公司流动资产以货币资金、应收票据、预付款项和存货为主。2014年末，公司货币资金较上年增长88.96%，主要是公司新增票据结算原材料，存入承兑保证金所致，2015年9月货币资金余额增长主要为非公开发行股票的募集资金。公司应收票据均为银行承兑票据，2014年末较上年增长18.31%，主要是票据结算的增加。化肥行业具有消费季节性、生产连续性、淡储旺销的特点，因此公司淡季时备货占用资金较多，年末存货及预付款项规模较大。2015年9月末公司的预付款项余额为7.14亿元，主要为采购原材料和生产设备的预付款。公司存货主要以产成品和原材料为主，下半年为复合肥的销售旺季，2015年9月存货量有所下降。由于备货量增大和原材料储备增加，公司存货增长较快，2014年末，公司存货中的原材料占比65.96%，存在一定的跌价风险。

公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。固定资产为公司已投入使用的厂房和生产设备等；在建工程主要为马尾山硫铁矿项目及复合肥车间技改等工程的投入，2014年末较上年增长84.12%；公司无形资产主要是土地使用权和马尾山硫铁矿的采矿权。2015年公司新增的长期股权投资为对贵州路发的20%股权投资。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年9月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	76,502.95	19.05%	35,000.85	10.36%	18,523.30	6.92%	16,059.73	7.35%
应收票据	6,839.07	1.70%	25,921.27	7.67%	21,910.22	8.19%	11,072.00	5.06%
预付款项	71,401.63	17.78%	64,810.66	19.18%	53,636.22	20.04%	53,265.92	24.36%
存货	53,243.41	13.26%	76,824.17	22.73%	39,493.02	14.76%	38,981.65	17.83%
流动资产合计	226,777.84	56.47%	212,359.10	62.84%	148,441.46	55.47%	125,882.52	57.58%
长期股权投资	39,733.07	9.89%	-	-	-	-	-	-
固定资产	88,927.88	22.14%	86,167.65	25.50%	91,381.72	34.15%	20,406.44	9.33%
在建工程	12,168.12	3.03%	11,474.58	3.40%	6,232.19	2.33%	53,222.90	24.34%
无形资产	24,144.60	6.01%	17,969.48	5.32%	18,260.78	6.82%	18,552.08	8.49%
非流动资产合计	174,845.64	43.53%	125,582.53	37.16%	119,164.72	44.53%	92,749.98	42.42%
资产总计	401,623.48	100.00%	337,941.63	100.00%	267,606.19	100.00%	218,632.50	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资产运营效率

2014年公司存货周转率下降明显，整体资产运营效率较上年有所下降

公司产品销售主要以现款现货结算为主，赊销比例不大，2014 年公司加大收款力度应收账款下降明显，但票据结算的增加，使得整体应收账款及票据周转效率较上年小幅下降。受原材料储备增加较多影响，公司存货规模增长较快，存货周转效率较上年下降明显。公司应付账款和应付票据主要为应付原材料款，2014 年公司新增票据结算原材料，公司应付账款及票据周转天数较上年上升明显。2014 年公司总资产周转天数为 458.29 天，较上年也有所上升，整体来看，由于资产的增加，公司运营效率较上年有所下降。

表13 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
应收账款及票据周转天数	41.12	32.08	49.88
存货周转天数	106.46	75.22	64.52
应付账款及票据周转天数	52.13	24.23	26.37
净营业周期	95.45	83.07	88.03
流动资产周转天数	273.06	222.04	279.46
固定资产周转天数	134.37	90.48	41.51
总资产周转天数	458.29	393.56	407.80

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，盈利水平快速提升

2012年以来公司营业收入保持增长，2014年实现营业收入23.78亿元，较上年增长6.95%，主要是磷酸一铵销售收入的增长，2015年1-9月营业收入24.44亿元，已超过2014年全年收入。2014年公司综合毛利率较小幅提升，主要源于磷酸一铵出口量增加引起的毛利率提升，2015年1-9月公司毛利率进一步提升。销售费用和管理费用占期间费用的比重较大，由于营销投入、研发投入的增加，2012-2014年公司期间费用率逐年增长，2015年1-9月有所下降主要为营业收入快速增长所致。

2014年公司营业外收入为2,237.72万元，主要为中小企业财政扶持基金、财政补贴资金、工业经济发展奖励等政府补助。由于国家对农业的政策支持力度较大，公司有望持续获得政府补助，但金额存在一定的不确定性。2014年公司实现利润总额1.70亿元，较上年增长29.20%、净利润1.44亿元，较上年增长29.09%，2015年1-9月公司实现的利润已超过2014年全年。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年1-9月	2014年	2013年	2012年
营业收入	244,435.20	237,836.21	222,386.46	185,498.31
营业利润	21,087.79	14,787.37	10,201.65	18,517.30
营业外收入	1,503.33	2,237.72	2,992.05	1,735.71
利润总额	22,582.37	16,992.58	13,152.04	20,202.11
净利润	19,232.19	14,406.85	11,160.30	17,068.49
综合毛利率	17.58%	17.31%	15.56%	18.30%
期间费用率	8.72%	11.06%	10.80%	8.20%
总资产回报率	6.11%	7.14%	6.65%	10.34%

注：在计算总资产回报率时未考虑票据贴现利息。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

随着公司产业链的延伸、业务的扩张需求，公司投资活动现金流呈持续流出，存在一定的融资压力

公司产品以现款现货结算为主，从经营中获得的现金（FFO）较为稳定，现金生成能力较强。2014年公司增加了原材料储备，存货增长较快，同时，公司加大了应收款的回收力度，公司经营性应收项目有所减少，公司经营活动现金净流入较上年小幅增加，2014年经营活动现金净流入3,184.03万元。

投资活动方面，随着公司产业链的延伸，马尾山硫铁矿项目建设的推进，复合肥生产线技改的需求，公司投资活动现金流呈持续流出状态。公司主要在建项目预计尚需投资2.58亿元。另外，公司通过非公开发行股票募集资金建设年产90万吨新型复合肥项目，司尔特“O2O”农资电商服务平台建设项目，两个项目预计总投资为10.28亿元，未来资金需求较大。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和债券的发行，2014年公司筹资活动现金净流入较上年有所减少，主要是公司偿还了1.2亿元的银行借款，2015年公司通过非公开发行股票募集资金10.69亿元。非公开发行股票募集的资金基本能够满足目前的项目投资需求，但随着规模的扩大，公司对流动资金的需求也会增加，未来仍需要外部融资。

表15 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	14,406.85	11,160.30	17,068.49
非付现费用	9,228.05	7,216.16	3,763.75
非经营损益	4,445.62	2,895.41	1,473.12
FFO	28,080.52	21,271.87	22,305.36
营运资本变化	-24,896.50	-19,658.75	-12,955.04

其中：存货减少（减：增加）	-37,331.15	-511.36	-23,643.54
经营性应收项目的减少	5,733.11	-10,987.27	23,896.95
经营性应付项目的增加	6,701.54	-8,160.12	-13,208.45
经营活动产生的现金流量净额	3,184.03	1,613.13	9,350.33
投资活动产生的现金流量净额	-22,809.24	-25,900.15	-38,805.05
筹资活动产生的现金流量净额	11,350.91	26,999.26	-1,235.11
现金及现金等价物净增加额	-8,274.30	2,712.23	-30,689.84

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

当年公司资产负债率较低，偿债压力较小

随着公司扩大产能以及收购上游资产，2012-2014年公司负债规模增长较快。2015年9月公司非公开发行股份募集资金后，负债规模下降，所有者权益规模大幅上升，目前负债与所有者权益比率处于较低水平。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2015年9月	2014年	2013年	2012年
负债总额	105,922.64	161,265.79	102,377.20	61,603.81
所有者权益	295,700.84	176,675.84	165,228.99	157,028.69
负债与所有者权益比率	0.36	0.91	0.62	0.39

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2014年末占比为78.97%，2015年9月末占比68.23%，随着债券融资和股票融资的进行，近年流动负债的比重有所下降。公司流动负债以短期借款、应付票据、应付账款和预收款项为主。公司短期借款均为信用借款，2014年末为5.4亿元，2015年9月末为2.8亿元，下降明显。公司应付票据均为银行承兑汇票，2014年公司采购新增票据结算方式，年末应付票据为3.5亿元。公司应付账款主要为应付原材料款及工程款，2014年末应付账款下降较多主要是应付工程款的减少。公司预收款项为预收的经销商货款，2014年增量较多，由于下半年为经销备货季节，2015年9月末预收款项余额大幅下降。

公司非流动负债主要为公司于2014年10月22日发行、规模为3亿元、期限为5年的公司债券。

表17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年9月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	28,000.00	26.43%	54,000.00	33.49%	64,650.00	63.15%	32,000.00	51.94%
应付票据	13,785.00	13.01%	35,000.00	21.70%	-	-	-	-
应付账款	8,436.19	7.96%	9,437.12	5.85%	12,518.28	12.23%	12,761.37	20.72%
预收款项	7,778.38	7.34%	19,035.53	11.80%	13,040.58	12.74%	10,382.14	16.85%

流动负债合计	72,268.66	68.23%	127,348.15	78.97%	99,073.12	96.77%	58,498.04	94.96%
应付债券	29,798.49	28.13%	29,767.00	18.46%	-	-	-	-
非流动负债合计	33,653.98	31.77%	33,917.64	21.03%	3,304.08	3.23%	3,105.77	5.04%
负债合计	105,922.64	100.00%	161,265.79	100.00%	102,377.20	100.00%	61,603.81	100.00%
其中：有息债务	57,798.49	54.57%	83,767.00	51.94%	64,650.00	63.15%	32,000.00	51.94%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年末公司负债中有息债务⁴为8.38亿元，占总负债的比重为51.94%，公司有息债务以1年内的短期债务为主，短期偿债压力较上年有所增加。2015年公司通过非公开发行股票方式获得融资，于是将部分盈余现金用于偿还短期借款，短期负债余额显著下降。

从主要偿债指标来看，2012-2014年公司资产负债率上升较快，2015年由于权益融资增加而显著下降。2015年公司偿还了部分短期借款，流动资产对流动负债的覆盖率大幅上升，目前公司的流动资产对短期负债的偿还能力较强。长期偿债能力方面，受利息支出增加影响，2012-2014年公司EBITDA利息保障倍数逐年下降，但仍处于较合理的水平，由于盈利增加负债减少，2015年EBITDA利息保障倍数预计会有较显著回升。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2015年9月	2014年	2013年	2012年
资产负债率	26.37%	47.72%	38.26%	28.18%
流动比率	3.14	1.67	1.52	2.15
速动比率	1.41	1.06	1.13	1.49
EBITDA（万元）	22582.37	30,975.38	23,203.45	25,433.97
EBITDA 利息保障倍数	-	6.70	7.70	16.73

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

⁴ 公司的应付票据不计利息，有息债务不包括应付票据

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年9月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	76,502.95	35,000.85	18,523.30	16,059.73
应收票据	6,839.07	25,921.27	21,910.22	11,072.00
应收账款	10,802.56	1,505.12	4,996.12	1,657.60
预付款项	71,401.63	64,810.66	53,636.22	53,265.92
应收利息	25.00	773.01		313.06
其他应收款	6,544.56	4,013.35	4,137.37	4,532.56
存货	53,243.41	76,824.17	39,493.02	38,981.65
其他流动资产	1,418.65	3,510.66	5,745.22	
流动资产合计	226,777.84	212,359.10	148,441.46	125,882.52
非流动资产：				
长期股权投资	39,733.07			
固定资产	88,927.88	86,167.65	91,381.72	20,406.44
在建工程	12,168.12	11,474.58	6,232.19	53,222.90
无形资产	24,144.60	17,969.48	18,260.78	18,552.08
长期待摊费用	145.37	161.50	183.00	204.50
递延所得税资产	539.51	633.95	482.10	364.05
其他非流动资产	9,187.08	9,175.38	2,624.94	-
非流动资产合计	174,845.64	125,582.53	119,164.72	92,749.98
资产总计	401,623.48	337,941.63	267,606.19	218,632.50
流动负债：				
短期借款	28,000.00	54,000.00	64,650.00	32,000.00
应付票据	13,785.00	35,000.00		
应付账款	8,436.19	9,437.12	12,518.28	12,761.37
预收款项	7,778.38	19,035.53	13,040.58	10,382.14
应付职工薪酬	1,364.47	2,387.24	1,950.14	1,792.44
应交税费	599.05	480.30	282.43	-2,021.79
应付利息	1,826.08	415.00	125.01	51.94
其他应付款	10,479.49	6,592.96	6,200.56	3,308.11
其他流动负债			306.11	223.81
流动负债合计	72,268.66	127,348.15	99,073.12	58,498.04
非流动负债：				
应付债券	29,798.49	29,767.00	-	-
递延收益-非流动负债	3,855.49	4,150.64	3,304.08	
其他非流动负债	-	-	-	3,105.77
非流动负债合计	33,653.98	33,917.64	3,304.08	3,105.77

负债合计	105,922.64	161,265.79	102,377.20	61,603.81
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	71,812.03	29,600.00	29,600.00	29,600.00
资本公积金	137,333.84	76,793.06	76,793.06	76,793.06
盈余公积金	8,548.51	8,548.51	7,118.35	6,000.90
未分配利润	78,006.46	61,734.27	51,717.58	44,634.72
归属于母公司所有者权益合计	295,700.84	176,675.84	165,228.99	157,028.69
所有者权益合计	295,700.84	176,675.84	165,228.99	157,028.69
负债和所有者权益总计	401,623.48	337,941.63	267,606.19	218,632.50

注：2013 年数据为 2014 年审计报告的年初数

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，及 2015 年三季度报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年 1-9 月	2014 年	2013 年	2012 年
营业总收入	244,435.20	237,836.21	222,386.46	185,498.31
营业收入	244,435.20	237,836.21	222,386.46	185,498.31
营业总成本	223,480.49	223,048.84	212,184.81	166,981.01
营业成本	201,473.09	196,659.55	187,789.53	151,550.97
营业税金及附加	131.89	209.90	191.04	172.39
销售费用	9,038.53	10,255.61	10,112.53	6,046.65
管理费用	8,826.41	11,591.56	10,830.90	7,142.87
财务费用	3,440.59	4,466.42	3,083.59	2,016.00
资产减值损失	569.98	-134.20	177.22	52.12
其他经营收益	133.07	-	-	-
投资净收益	133.07	-	-	-
营业利润	21,087.79	14,787.37	10,201.65	18,517.30
加：营业外收入	1,503.33	2,237.72	2,992.05	1,735.71
减：营业外支出	8.75	32.50	41.66	50.90
其中：非流动资产处置净损失	0.25	1.00	0.99	-
利润总额	22,582.37	16,992.58	13,152.04	20,202.11
减：所得税	3,350.18	2,585.74	1,991.74	3,133.62
净利润	19,232.19	14,406.85	11,160.30	17,068.49
减：少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	19,232.19	14,406.85	11,160.30	17,068.49
加：其他综合收益				
综合收益总额	19,232.19	14,406.85	11,160.30	17,068.49
减：归属于少数股东的综合收益总额				
归属于母公司普通股股东综合收益总额	19,232.19	14,406.85	11,160.30	17,068.49

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，及 2015 年三季度报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年 1-9 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	146,070.66	245,424.42	212,422.01	209,392.40
收到的税费返还				
收到其他与经营活动有关的现金	2,768.29	3,729.39	6,269.78	3,260.96
经营活动现金流入小计	148,838.96	249,153.81	218,691.79	212,653.36
购买商品、接受劳务支付的现金	75,902.67	214,754.59	184,930.36	180,590.74
支付给职工以及为职工支付的现金	14,115.08	16,561.85	13,437.53	8,556.04
支付的各项税费	2,956.74	3,107.40	8,361.74	7,485.95
支付其他与经营活动有关的现金	8,061.28	11,545.94	10,349.04	6,670.30
经营活动现金流出小计	101,035.77	245,969.78	217,078.66	203,303.03
经营活动产生的现金流量净额	47,803.19	3,184.03	1,613.13	9,350.33
投资活动产生的现金流量：				
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.00		22.05	24.30
投资活动现金流入小计	1.00		22.05	24.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,533.80	22,809.24	25,922.20	38,829.35
投资支付的现金	13,600.00			
投资活动现金流出小计	28,133.80	22,809.24	25,922.20	38,829.35
投资活动产生的现金流量净额	-28,132.80	-22,809.24	-25,900.15	-38,805.05
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	102,962.00			
取得借款收到的现金	107,000.00	109,000.00	94,650.00	70,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1,211.29		248.67	251.30
发行债券收到的现金		29,760.00		
筹资活动现金流入小计	211,173.29	138,760.00	94,898.67	70,251.30
偿还债务支付的现金	133,000.00	119,650.00	62,000.00	67,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,106.03	7,759.09	5,899.41	4,486.41
支付其他与筹资活动有关的现金	25,346.03			
筹资活动现金流出小计	164,452.06	127,409.09	67,899.41	71,486.41
筹资活动产生的现金流量净额	46,721.23	11,350.91	26,999.26	-1,235.11
现金及现金等价物净增加额	66,391.62	-8,274.30	2,712.23	-30,689.84
期初现金及现金等价物余额	9,948.23	18,222.54	15,510.30	46,200.14
期末现金及现金等价物余额	76,339.85	9,948.23	18,222.54	15,510.30

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告，及 2015 年三季度报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	14,406.85	11,160.30	17,068.49
加：资产减值准备	-134.20	177.22	52.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,049.45	6,726.14	3,461.65
无形资产摊销	291.30	291.30	239.48
长期待摊费用摊销	21.50	21.50	10.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-8.40	0.99	-12.99
财务费用	4,605.87	3,012.47	1,520.23
递延所得税资产减少	-151.85	-118.05	-34.12
存货的减少	-37,331.15	-511.36	-23,643.54
经营性应收项目的减少	5,733.11	-10,987.27	23,896.95
经营性应付项目的增加	6,701.54	-8,160.12	-13,208.45
间接法-经营活动产生的现金流量净额	3,184.03	1,613.13	9,350.33

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015 年 9 月	2014 年	2013 年	2012 年
综合毛利率	17.58%	17.31%	15.56%	18.30%
期间费用率	8.72%	11.06%	10.80%	8.20%
营业利润率	8.63%	6.22%	4.59%	9.98%
总资产回报率	6.11%	7.14%	6.65%	19.87%
净资产收益率	8.14%	8.43%	6.93%	21.74%
负债与所有者权益比率	0.36	0.91	0.62	0.39
资产负债率	26.37%	47.72%	38.26%	28.18%
流动比率	3.14	1.67	1.50	2.15
速动比率	1.41	0.56	0.56	0.57
EBITDA 利息保障倍数	-	6.70	7.70	16.73
有息债务/EBITDA	2.56	2.70	2.79	1.26
营业收入增长率	-	6.95%	19.89%	7.86%
净利润增长率	-	29.09%	-34.61%	5.40%
总资产增长率	18.84%	26.28%	22.40%	8.44%
总负债增长率	-34.32%	57.52%	66.19%	4.94%

资料来源:公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年三季度报, 鹏元整理

附录五 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%
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-预付款项）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

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

分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

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

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。