

安徽省司尔特肥业股份有限公司

**2015 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
【21】号 02

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日:

2020 年 11 月 19 日

债券偿还方式:

到期一次还本, 附债券
存续期第三年末投资者
回售选择权

分析师

姓名:

王海涛 秦风明

电话:

021-51035670

邮箱:

wanght@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

安徽省司尔特肥业股份有限公司

2015 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 11 日	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”) 及其 2015 年 11 月 19 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经营稳定, 营业收入和总体盈利水平均有所增长, 资本实力增强, 原材料自给能力和控制能力增强; 同时我们也关注到, 复合肥行业产能过剩, 公司新增产能存在消化压力, 公司的磷矿石、钾肥等原材料对供应商依赖度较高等风险因素。

正面:

- 公司经营稳定, 营业收入和总体盈利水平同比增长。2015 年公司主要产品经营稳定, 总体营业收入总额同比增长 25.04%, 综合毛利率上升 1.28 个百分点, 利润总额同比增长 63.09%, 总资产报酬率同比提高 1.72 个百分点。
- 原材料自给能力和磷矿石资源的控制能力有所提高。2015 年公司的年产 38 万吨马尾山硫铁矿项目建成投产, 硫铁矿自给能力大幅提高, 同时新建 25 万吨硫铁矿制酸项目, 硫酸自给能力提高。公司 2015 年新增对贵州路发实业有限公司 (以下简称“贵州路发”) 20% 股权的投资, 有利于公司提高对磷矿石资源的控制能力。
- 非公开发行股票成功, 公司资金实力大幅提高。2015 年公司非公开发行股票 1.26 亿股, 募集资金总额 10.69 亿元, 所有者权益增加到 30.12 亿元, 同比增长 70.48%; 资产负债率水平大幅下降, 偿债压力下降。

关注：

- **复合肥行业产能仍然过剩，国家对化肥用量实施限制。**目前复合肥全行业的产能利用率不足 40%，产能过剩严重；2015 年 2 月，农业部出台行动方案，要求到 2020 年国内化肥用量零增长，给公司经营带来一定压力。
- **公司新建生产线的产能消化情况存在一定不确定性。**公司新增的亳州和宣城新型复合肥项目合计新增产能 180 万吨，虽然项目为分期建设投产，但产能的消化情况仍然存在一定不确定性。
- **公司对供应商依赖较强，面临一定的原材料价格波动风险。**钾肥、磷矿石等原材料的集中度较高，公司的对供应商依赖较强；公司的合成氨、磷矿石和钾肥等原材料需要大量采购，面临原材料价格波动的风险。

主要财务指标：

项目	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	410,567.46	337,941.63	267,606.19
所有者权益合计（万元）	301,188.26	176,675.84	165,228.99
有息债务（万元）	73,338.36	118,767.00	64,650.00
资产负债率	26.64%	47.72%	38.26%
流动比率	5.06	1.67	1.50
速动比率	3.46	1.06	0.56
营业收入（万元）	297,385.68	237,836.21	222,386.46
营业利润（万元）	25,588.62	14,787.37	10,201.65
利润总额（万元）	27,713.20	16,992.58	13,152.04
综合毛利率	18.59%	17.31%	15.56%
总资产回报率	8.86%	7.14%	6.65%
EBITDA（万元）	43,315.31	30,975.38	23,203.45
EBITDA 利息保障倍数	7.97	6.70	7.70
经营活动现金流净额（万元）	42,818.86	3,184.03	1,613.13

资料来源：公司 2013-2015 年年报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于2015年11月19日发行5年期3亿元公司债券，票面利率为4.98%；

本期债券一年付息一次，票面利率在存续期限的前3年内固定不变，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；公司的债券存续期的第3年末
发出是否上调票面利率的公告后，投资者有权选择将其持有的本期债券按面值全部或部分
回售给公司；剩余本金将在本期债券到期日一次性偿付。

跟踪期内，本期债券尚未达到首个付息日，因此未发生利息支付。

截至2015年12月31日，本期债券募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行贷款。

二、发行主体概况

2015年8月25日，公司非公开发行股票1.26亿股，募集资金10.69亿元。截至2015年12
月31日，公司总股本为71,812.03万元，比2014年增加42,212.03万元。公司第一大股东为安
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34.87%。跟踪期内公
司实际控制人未发生变化，为自然人金国清。

跟踪期内，公司新增一家子公司。2015年2月，公司在安徽亳州设立了亳州司尔特生
态肥业有限公司（以下简称“亳州司尔特”），注册资本1亿元人民币，用于运营公司在建
的亳州新型复合肥生产基地。

截至2015年12月31日，公司资产总额为41.06亿元，归属于母公司的所有者权益为30.12
亿元，资产负债率为26.64%；2015年度，公司实现营业收入29.74亿元，利润总额2.77亿元，
经营活动现金流净额4.28亿元。

三、运营环境

复合肥行业产能过剩仍然过剩，落后产能淘汰加速

目前全国复合肥企业约3,500家，行业年产能约2亿吨，实际年产销量6,000万吨至7,000
万吨，产能利用率不足40%。为了控制化肥的产能过剩，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，另一方面使产品质量较差的落后产能加速淘汰。

随着土地流转的推进，农业大规模经营的比重增加，农业生产者对复合肥质量的要求
不断提高，控释肥、硝基肥、水溶肥等新型复合肥市场增长，生产能力落后的小型企业的市

场份额下降，研发能力和生产能力强的大型复合肥企业竞争力加强。

2015年8月10日，财政部、海关总署和国家税务总局印发了《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》（财税〔2015〕90号），规定自2015年9月1日起，对纳税人销售和进口的化肥，统一按13%税率征收增值税，原有的增值税免税和先征后返政策相应停止执行。增值税减免政策的取消推高了化肥企业的生产成本，利润空间较小的中小型企业受影响较大。

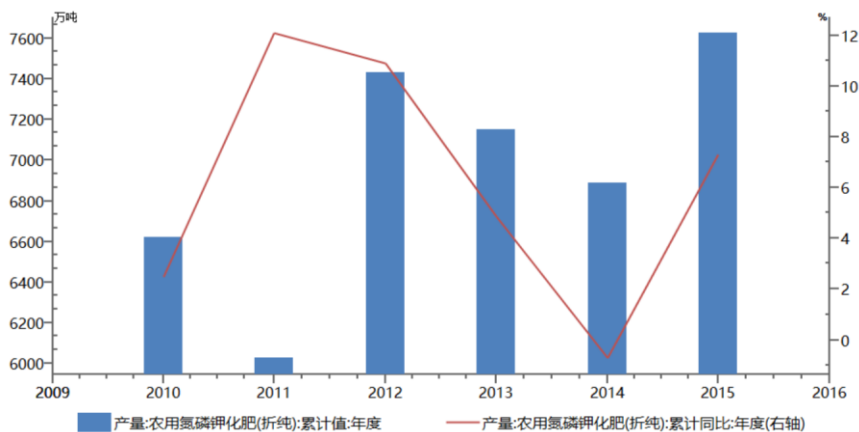
2015年底原材料和复合肥的价格同时下降，企业利润空间受影响不大

受大型企业产能扩大及化肥出口量增加的影响，2015年国内化肥产量开始回升，全年农用氮磷钾化肥的折纯产量为7,627.4万吨，同比2014年增长7.6%。

虽然目前化肥行业产能过剩，但优质产品仍然供不应求，国内大型化肥企业近年有多条新型化肥生产线在建设中，随着这些生产线陆续投产，市场竞争将更加激烈。

2015年氮肥、磷肥将实施全年统一的出口关税税率，根据《2015年关税实施方案》尿素全年出口税率为80元/吨，磷肥全年出口税率为100元/吨，该税率较2014年出口淡季税率有所提高，但比2014年出口旺季税率则有所下降。由于出口关税下调，2015年国内化肥出口量快速增长，全年出口矿物肥料及化肥3,449.82万吨，同比增长18.8%，比2010年增长113.74%。出口量的增长有助于消化部分产能，但出口的产品主要包括化肥原料以及部分质量较好的化肥产品，主要受益者是拥有原材料资源和产品质量较好的企业。

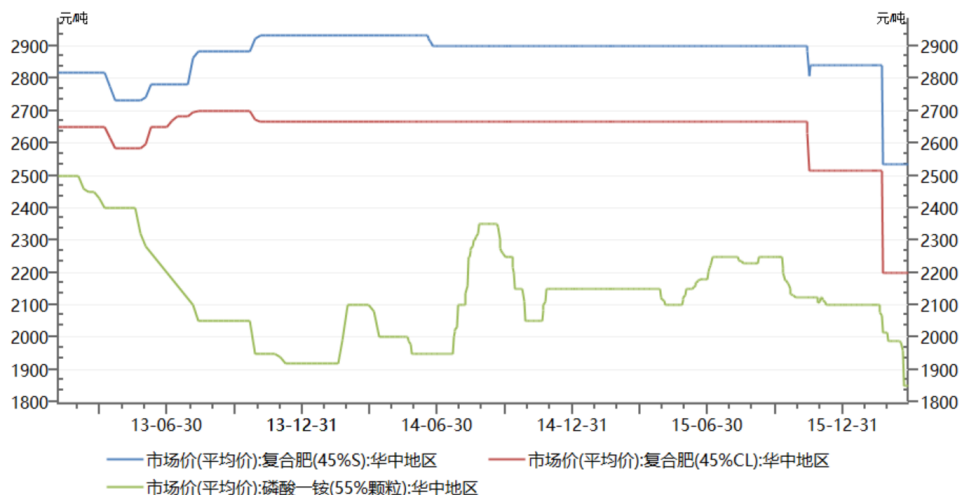
图1 2010年以来国内化肥产量变化



资料来源：国家统计局，Wind资讯，鹏元整理

从产品价格来看，2015年前三季度复合肥产品的价格基本持平，磷酸一铵价格在三季度有小幅上涨，但从四季度开始，复合肥产品和磷酸一铵的价格开始下降。价格下降一方面源于新增产能的逐步释放，另一方面源于原材料大宗商品价格的下降。

图2 2010-2015年国内复合肥、磷酸一铵市场价格走势（单位：元/吨）

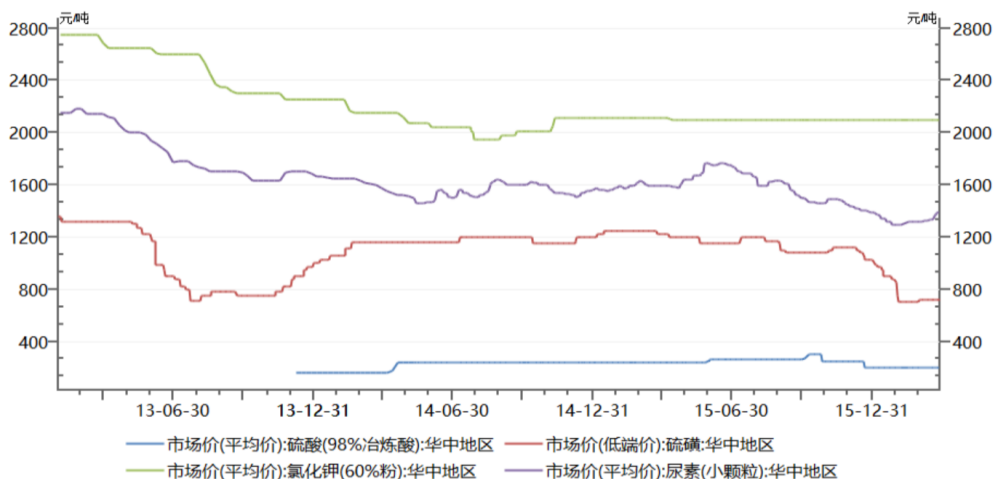


资料来源：wind资讯、鹏元整理

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。

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，从2015年下半年开始价格持续下跌。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，2015年价格波动下行；磷矿石国内自给率较高，在2013年中期价格下跌后，2015年价格总体较稳定。整体来看，由于原材料价格与产品价格同步下降，企业的利润空间并没有受到显著影响。

图3 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

四、经营与竞争

跟踪期内公司的主营业务保持稳定，公司的主要产品氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的销量和毛利率都有所增长，其中磷酸一铵的销量增幅最大，2015年完成销售13.11亿元，同比增长40.83%。公司的营业收入总额增长25.04%，达到29.74亿元，综合毛利率上升1.28个百分点，达到18.59%。

表1 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
氯基复合肥	108,150.65	18.52%	88,274.94	14.84%
硫基复合肥	48,813.11	23.93%	44,781.28	22.82%
磷酸一铵	131,088.03	18.09%	93,084.70	17.47%
其他副产品	8,749.88	-6.99%	10,834.36	8.27%
其他	584.00	78.58%	860.93	81.37%
合计	297,385.68	18.59%	237,836.21	17.31%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

跟踪期内公司主要产品销量继续增长，客户结构有所优化

2015年公司氯基复合肥的销售量同比增加22.28%，达到55.65万吨，平均售价基本稳定；硫基复合肥的销售量同比增加10.50%，平均售价有小幅下降；磷酸一铵的总销量达到81.37万吨，同比增长27.98%，销量的增长主要源于出口增加导致的外销量增加，由于2015年三季度磷酸一铵价格有所上涨，使得公司全年磷酸一铵的平均每吨销售价格较上年上涨94.49元。2014年公司没有出口收入，2015年公司出口收入1.24亿元，占营业收入的4.18%。

随着公司销售网络的扩展和产品知名度的逐渐提高，公司传统的氯基复合肥和硫基复合肥销量稳定增长，是公司的支柱产品。磷酸一铵是公司的优势产品，是各种复合肥的原材料，满足自用之外还有较大的外部销量，有较大的增长潜力。

表2 公司主要产品产销情况

产品名称	项目	2015年	2014年
氯基复合肥	销量（万吨）	55.65	45.51
	平均价格（元/吨）	1,943.41	1,939.68
	产销率	99.45%	91.00%
硫基复合肥	销量（万吨）	21.36	19.33
	平均价格（元/吨）	2,285.26	2,316.67
	产销率	89.6%	102.38%
磷酸一铵	自用（万吨）	20.38	18.28
	外销（万吨）	60.99	45.30
	平均价格（元/吨）	2,149.34	2,054.85
	产销率（不含自用）	69.58%	82.36%

资料来源：公司提供

公司氯基复合肥和硫基复合肥的主要客户为中小型经销商，分散度高，因此大客户全部为大宗采购磷酸一铵的客户。从近两年来看，公司的前五大客户相对较稳定，由于出口量的增加，2015年前五大客户新增了新加坡利跃农化有限公司。

2015年公司对前五大客户的合计销售金额为4.57亿元，占比15.38%，对最大客户的销售额占比4.28%，对单一客户的依赖程度较低。2015年公司前五大客户的销售金额占全部磷酸一铵销售金额的34.89%，同比下降18.94个百分点。随着公司销售网络的扩展，新增的客户以中小型经销商为主，因此公司对单一客户的依赖程度有进一步下降趋势。

表3 2014-2015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
2015年	1	黑龙江倍丰国际贸易有限公司	12,733.49	4.28%	磷酸一铵
	2	高淳县苏农农资连锁有限公司	11,835.93	3.98%	磷酸一铵
	3	新加坡利跃农化有限公司	8,481.60	2.85%	磷酸一铵
	4	绥芬河市龙生经贸有限责任公司	6,660.00	2.24%	磷酸一铵
	5	南京恒康肥业有限公司	6,026.27	2.03%	磷酸一铵
		合计	45,737.29	15.38%	
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%	

资料来源：公司提供

跟踪期内公司上游原材料的自给能力有所增强，但存在一定的原材料价格变动风险

公司目前生产的硫基复合肥和氯基复合肥的主要原材料有硫酸、钾肥、合成氨和磷矿石等；磷酸一铵是生产磷肥和复合肥的中间产品，主要原料是磷矿石。

目前公司的硫铁矿制酸和硫磺制酸产能约能够满足公司70%的硫酸需求。2015年10月，公司通过董事会决议，将在宣城新建年产90万吨的新型复合肥项目（一期35万吨）和年产25万吨的硫铁矿制酸项目，新项目投产后公司的硫酸产能将大幅增加，基本能够满足自身需求。公司2014年投资建设的38万吨马尾巴硫铁矿项目已于2015年底投产，该项目的产能基本能够满足公司目前的硫铁矿需求，但在新的硫铁矿制酸项目投产后，仍有相当一部分硫铁矿需要外部采购。受大宗商品价格下跌的影响，2015年公司硫铁矿平均采购单价大幅下降，使得公司硫基复合肥平均销售价格有所下降的情况下毛利率保持上升。

钾肥方面，国内钾矿储量较少，主要集中在青海地区。公司的钾主要从青海格尔木藏格钾肥股份有限公司采购，与其有长期合作关系，原料来源较有保障。但国内钾肥的资源集中度较高，公司对钾肥供应商存在较强的依赖性，对钾肥的采购成本也缺乏控制力。公

司氯化钾采购成本约占公司原材料采购总成本的四分之一，2015年公司氯化钾的平均采购成本为2,008.26元/吨，同比上升7.88%。

合成氨包括尿素、氯化氨等多种产品，主要来源为天然气、煤、焦炭等大宗能源品，国内以煤和焦炭制氨为主。目前国内的合成氨行业同样处于产能过剩状态，且行业分散度较高，合成氨价格长期处于低位。2015年，受煤炭等大宗商品价格下降的影响，国内合成氨的价格进一步下降，公司全年的合成氨平均采购价格同比下降10.30%。

磷矿石是生产磷酸一铵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年公司以3.96亿元对贵州路发进行投资，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4.56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。对贵州路发的投资使得公司的磷矿石得到优先供应，原材料来源有更好的保障。2014年公司储备了大量的磷矿石，因此2015年对磷矿石的采购量有所减少。2015年公司磷矿石的平均采购价格同比小幅下降，公司的磷矿石储备存在减值风险。

表4 公司主要原材料采购情况

项目		2015年	2014年
硫铁矿	数量（吨）	469,663	406,610
	金额（万元）	15,537.18	16,388.92
	平均单价（元/吨）	330.82	403.06
	占采购比重	7.04%	7.63%
氯化钾	数量（吨）	186,732	163,812
	金额（万元）	37,500.60	30,493.78
	平均单价（元/吨）	2,008.26	1,861.51
	占采购比重	16.99%	14.19%
合成氨	数量（吨）	146,424	105,535
	金额（万元）	34,598.85	27,799.80
	平均单价（元/吨）	2,362.92	2,634.18
	占采购比重	15.68%	12.94%
磷矿石	数量（吨）	1,252,907	1,790,657
	金额（万元）	58,796.09	85,969.90
	平均单价（元/吨）	469.28	480.1
	占采购比重	26.64%	40.01%

资料来源：公司提供

2015年公司对贵州路发钰峰贸易有限公司的采购量的大幅减少，而从贵州路发实业有限公司和贵州开磷有限责任公司直接采购的比例增加，主要源于从生产厂家直接采购磷矿石比重的增加。2015年公司向前五大供应商采购的比重为41.68%，同比增加1.81个百分点。磷矿石和钾肥供应商的集中度相对较高，使得公司对供应商的依赖度较高，面临一定的原材料价格波动风险。

表5 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
2015年	1	格尔木藏格钾肥股份有限公司	28,013.54	12.50%	氯化钾
	2	贵州开磷有限责任公司	23,800.47	10.62%	磷矿石
	3	贵州路发实业有限公司	21,819.14	9.74%	磷矿石
	4	铜陵有色金属集团股份有限公司	13,764.19	6.14%	硫酸
	5	安徽淮化股份有限公司	6,003.22	2.68%	合成氨
		合计	93,400.56	41.68%	
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%	

资料来源：公司提供

公司目前产能利用率高，未来新增产能的消化存在不确定性

2015年公司氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的产能利用率分别为77.72%、119.20%和116.87%，硫基复合肥和磷酸一铵都存在产能不足。公司在2015年完成了年产20万吨的粉状磷酸一铵技改项目，磷酸一铵产能增加了20万吨，但仍然不能满足产能需求。

公司2015年通过董事会决议，在亳州和宣城建设两个年产90万吨的新型复合肥生产基地，全部建成后公司的复合肥年产能将增加180万吨。亳州生产基地的资金来自于公司2015年初非公开发行股票募集的资金，分两期建设，建设期各12个月，预计2017年底全部完工。截至2015年12月31日，亳州项目已基本完成土建、厂房、道路等基础建设。宣城生产基地则以公司自有资金进行建设，计划总投资5.30亿元，分两期建设，预计2017年底全部建成。截至2015年12月31日，宣城项目已完成环评等工作。公司目前自有资金较充足，融资能力较强，生产基地的建设资金压力不大。

2015年公司氯基复合肥和硫基复合肥合计销量为77.01万吨，亳州和宣城两个生产基地建成后的新增产能为180万吨，虽然生产基地为分期建设，但新增产能较大，产能的消化存在一定的不确定性。

表6 公司主要产品的生产情况

产品名称	项目	2015年	2014年
氯基复合肥	产能（万吨）	72.00	72.00
	产量（万吨）	55.96	50.01
	产能利用率	77.72%	69.46%
硫基复合肥	产能（万吨）	20.00	20.00
	产量（万吨）	23.84	18.88
	产能利用率	119.20%	94.40%
磷酸一铵	产能（万吨）	75.00	55.00

	产量（万吨）	87.65	63.42
	产能利用率	116.87%	115.31%

资料来源：公司提供

产品研发能力较强，测土配方复合肥提高了产品竞争力

公司大力推广测土配方施肥，加大研发投入，提升技术能力。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。2015年公司研发投入继续增加，获准设立安徽省博士后科研工作站，获得发明专利证书10项，取得实用新型专利证书3项；公司“棉花专用配方缓释肥的研制与应用”项目获得了中华农业科技奖二等奖。截至2015年末，公司拥有研发人员238人、累计获得发明专利19项、实用新型专利34项、外观设计专利15项，研发能力较强。

表7 公司研发投入占营业收入的比重情况

项目	2015年	2014年
研发投入金额（万元）	9,107.44	7,848.02
研发投入占营业收入比例	3.06%	3.30%
研发人员（人）	238	234

资料来源：2013-2014 年公司年报

跟踪期内公司完成非公开发行股票募集资金，资金实力增强

经中国证监会证监许可[2015]1779号文核准，公司于2015年8月25日向南方基金管理有限公司等9名对象非公开发行人民币普通股（A 股）1.26亿股，募集资金总额人民币10.69亿元。新增股份已于2015年9月17日在深圳证券交易所上市，公司的注册资本由原来的5.92亿元变更为7.18亿元。公司非公开发行股权募集资金主要用于年产90万吨新型复合肥项目和司尔特“O2O”农资电商服务平台项目的建设。公司非公开发行股票的顺利发行和上市，降低了公司资产负债率和财务费用，优化了财务结构，为公司的发展壮大充实了资金实力。

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中审众环会计师事务所（原“众环华海会计师事务所”）审计并出具标准无保留意见的2014年至2015年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

2015年2月，公司自筹资金设立了亳州司尔特，注册资本1亿元人民币，新纳入公司财务报表的合并范围。

资产结构与质量

公司资产增长较快，整体资产质量较好；公司存货有一定的减值风险

借助于非公开发行业股票的融资，2015年公司的资产规模增长21.49%，达到41.06亿元，其中流动资产占比56.74%，非流动资产占比43.26%，非流动资产比重上升。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、预付款项、存货和其他流动资产。货币资金主要为银行存款，除52.62万元环境治理恢复保证金外无其他受限情况；2015年公司非公开发行股票募集资金，货币资金余额有大幅增长。公司的应收票据全部为银行承兑汇票，可用于向供应商支付，流动性和变现能力较好；由于以银行存款结算的出口销售增加以及公司以票据支付的金额增加，2015年公司的应收票据余额大幅下降。预付款为公司向原材供应商预付的货款，2015年余额的减少源于对贵州路发的预付款8,093万元转为投资款。存货主要为公司的产品存货和原材料存货，其中原材料占比44.76%，由于大宗商品价格的下跌，公司的原材料存货存在一定的减值风险。2015年公司其他流动资产大幅增加，主要源于公司用2亿元闲置资金购买了银行理财产品，理财产品的风险较小，流动性较好。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产等。长期股权投资为公司2015年投资的贵州路发20%股权。固定资产为主要为公司的房屋建筑物和生产设备，目前使用状态较好，减值风险较小。在建工程以未结转的马尾山硫铁矿项目为主，建设进度正常，工程状态良好。无形资产主要为公司拥有的土地使用权和采矿权等，2015年新增无形资产主要为亳州司尔特新获得的土地使用权。

表8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	70,450.49	17.16%	35,000.85	10.36%
应收票据	15,937.00	3.88%	25,921.27	7.67%
预付款项	40,834.28	9.95%	64,810.66	19.18%
存货	73,541.19	17.91%	76,824.17	22.73%
其他流动资产	24,536.59	5.98%	3,510.66	1.04%
流动资产合计	232,943.00	56.74%	212,359.10	62.84%
长期股权投资	40,424.27	9.85%	-	0.00%
固定资产	87,589.07	21.33%	86,167.65	25.50%
在建工程	19,125.47	4.66%	11,474.58	3.40%
无形资产	24,317.09	5.92%	17,969.48	5.32%
非流动资产合计	177,624.46	43.26%	125,582.53	37.16%
资产总计	410,567.46	100.00%	337,941.63	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

资产运营效率

受存货和应付账款影响，公司净营业周期有所延长，但总资产运营效率升高

由于产能利用率较高，公司的整体资产运营效率较高。2015年公司票据结算量增加，应收账款余额下降，应收账款周转天数减少；2014年公司增加的磷矿石储备使得2015年的整体存货运营效率下降；应付账款的增速低于采购量的增速，2015年公司的应付账款周转天数减少；总体来看，磷矿石储备和对供应商议价能力的弱势使得公司2015年的净营业周期有所延长。

由于营业收入增长较快，2015年公司的固定资产周转效率大幅提高，固定资产周转天数从2014年的134.37天缩短到105.17天。总资产周转效率同样有所提高，2015年公司的总资产周转天数为453.05天，较上年减少5.24天。

表9 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	2.58	4.92
存货周转天数	111.79	106.46
应付账款周转天数	14.42	20.10
净营业周期	99.95	91.29
流动资产周转天数	269.53	273.06
固定资产周转天数	105.17	134.37
总资产周转天数	453.05	458.29

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内公司的营业收入大幅增长，营业利润率大幅上升，盈利能力增强

2015年公司产品销售量增加，营业收入同比增长25.04%，与此同时，综合毛利率上升，期间费用率下降，营业利润同比增长73.04%。公司营业收入的增长源于产品的市场接受度提高，可持续性较好；综合毛利率的增长主要源于原材料价格的下跌，未来增长存在一定的不确定性；期间费用率的下降主要来源于规模效应，可持续性较好。

公司2014年被认定为高新技术企业，执行15%的所得税率，有效期三年。公司的研发能力较强，且是当地的重点企业，未来持续获得该项认定的可能性较高。2014年、2015年公司分别获得营业外收入2,237.72万元和2,158.71万元，其中政府补助分别为2,204.32万元和1,770.43万元，公司2015年获得的政府补助有所减少。公司获得的政府补助主要包括政府对高新技术企业的补贴、奖励等，存在一定的不确定性。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
营业收入	297,385.68	237,836.21
营业利润	25,588.62	14,787.37
营业外收入	2,158.71	2,237.72
利润总额	27,713.20	16,992.58
综合毛利率	18.59%	17.31%
期间费用率	9.65%	11.06%
营业利润率	8.60%	6.22%
总资产回报率	8.86%	7.14%
净资产收益率	10.32%	8.43%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

现金流

跟踪期内公司经营现金流大幅增长；投资现金需求较大，但整体资金压力不大

由于储备磷矿石，公司2014年的经营性现金流入较少，2015年经营性现金流恢复正常，全年经营现金净流入4.28亿元。随着规模的增长，公司对上下游的议价能力有所增强，2015年公司营运资本变化带来现金流3,654.84万元。

由于进行了磷酸一铵技改、马尾山硫铁矿等项目投资建设，2015年公司投资活动现金净流出5.25亿元，较上年增加130.18%。随着亳州和宣城两个新型复合肥生产基地的建设，公司未来几年的投资额将仍然较大。

2015年公司非公开发行股票融资10.69亿元，发行公司债券3.00亿元，筹资活动现金流入大幅增长。公司的融资渠道较多，外部融资基本能够覆盖投资的资金需求。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	24,668.89	14,406.85
营运资本变化	3,645.84	-24,896.50
其中：存货减少（减：增加）	2,523.61	-37,331.15
经营性应收项目的减少（减：增加）	689.68	5,733.11
经营性应付项目的增加（减：减少）	432.55	6,701.54
经营活动产生的现金流量净额	42,818.86	3,184.03
投资活动产生的现金流量净额	-52,501.87	-22,809.24
筹资活动产生的现金流量净额	70,132.65	11,350.91
现金及现金等价物净增加额	60,449.64	-8,274.30

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

资本结构与财务安全性

跟踪期内公司的资本结构稳健性提高，债务负担下降，整体偿债能力显著增强

2015年公司的非公开发行股票融资使权益资本比重大幅上升，负债与所有者权益比率下降了54.96个百分点，达到36.32%，资本结构稳健性提高。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015 年	2014 年
负债总额	109,379.20	161,265.79
所有者权益	301,188.26	176,675.84
负债与所有者权益比率	36.32%	91.28%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

2015年末公司负债合计10.94亿元，同比减少32.17%。2015年末公司短期负债余额占比42.09%，同比下降36.87个百分点，主要源于公司现金充足，暂停了短期借款融资。2015年末公司的流动负债主要为应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款；应付票据为公司向原材料供应商和工程承包商支付的银行承兑汇票，由于公司以票据结算的比重增加，票据融资将成为公司重要的融资形式；应付账款包括应付的材料款、设备款和工程款等，账龄都在1年以内；预收款项为公司预收的货款，期限在1年以内；其他应付款则为一部分押金、保证金和往来款等，账龄都在1年以内。

公司的非流动负债主要为应付债券，公司2014年、2015年各发行一期3亿元的公司债券，债券期限都是5年。2014年债券的发行利率为6.50%，2015年债券的发行利率为4.98%。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	-	54,000.00	33.49%
应付票据	13,785.00	12.60%	35,000.00	21.70%
应付账款	9,954.75	9.10%	9,437.12	5.85%
预收款项	11,649.02	10.65%	19,035.53	11.80%
其他应付款	6,994.61	6.39%	6,592.96	4.09%
流动负债合计	46,041.56	42.09%	127,348.15	78.97%
应付债券	59,553.36	54.45%	29,767.00	18.46%
非流动负债合计	63,337.64	57.91%	33,917.64	21.03%
负债合计	109,379.20	100.00%	161,265.79	100.00%
有息负债 ³	73,338.36	67.05%	118,767.00	73.65%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

公司的有息负债主要包括应付票据和应付债券，应付票据的到期时间为2016年，应付债券的到期时间则为2019年和2010年。公司的有息债务偿付压力主要集中在2019年和2020

³ 有息负债=短期借款+应付票据+长期借款+应付债券

年，短期偿付压力较小。

表14 截至2015年12月31日公司有息负债偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2016 年		2019 年	2020 年
应付票据	13,785.00	-	-	-
应付债券	-	-	30,000	30,000
合计	13,785.00	-	30,000	30,000

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

源于权益资本的增加和总负债的减少，2015年公司的债务负担比率大幅下降，资产负债率下降到26.64%。目前公司的债务负担较低，后续融资空间较大，债务弹性较好。

2015年公司的短期借款余额下降到0，暂无短期偿债压力；2015年末公司的速动比率为3.46倍，高流动性资产对流动负债的覆盖能力较强。与此同时，虽然长期有息债务增加，但经营收益大幅增长，公司的长期偿债能力仍然同比增强；2015年公司的EBITDA利息保障倍数增长到7.97，公司经营收益对债务利息的覆盖能力有所提高。

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2015 年	2014 年
资产负债率	26.64%	47.72%
流动比率	5.06	1.67
速动比率	3.46	1.06
EBITDA（万元）	43,315.31	30,975.38
EBITDA 利息保障倍数	7.97	6.70
有息债务/EBITDA	1.69	3.83

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内公司主营业务稳定，产品销量进一步增长，营业收入增加，规模效应显现，营业利润大幅增加；非公开发行股票显著增强了公司的资本实力，债务负担减轻；公司的对原材料的自给能力和控制能力上升。

另一方面，我们也关注到复合肥行业产能过剩严重，国家对化肥生产的控制力度加强；公司新建的生产线新增产能较大，产能消化存在不确定性；公司的磷矿石和钾肥采购对供应商的依赖度较高。

综合分析，鹏元维持公司的主体长期信用等级为AA，维持本期债券的信用等级为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	2015 年	2014 年	2013 年
流动资产：			
货币资金	70,450.49	35,000.85	18,523.30
应收票据	15,937.00	25,921.27	21,910.22
应收账款	2,751.34	1,505.12	4,996.12
预付款项	40,834.28	64,810.66	53,636.22
应收利息	-	773.01	-
其他应收款	4,892.10	4,013.35	4,137.37
存货	73,541.19	76,824.17	39,493.02
其他流动资产	24,536.59	3,510.66	5,745.22
流动资产合计	232,943.00	212,359.10	148,441.46
非流动资产：			
长期股权投资	40,424.27		
固定资产	87,589.07	86,167.65	91,381.72
在建工程	19,125.47	11,474.58	6,232.19
无形资产	24,317.09	17,969.48	18,260.78
长期待摊费用	140.00	161.50	183.00
递延所得税资产	789.40	633.95	482.10
其他非流动资产	5,239.17	9,175.38	2,624.94
非流动资产合计	177,624.46	125,582.53	119,164.72
资产总计	410,567.46	337,941.63	267,606.19
流动负债：			
短期借款	-	54,000.00	64,650.00
应付票据	13,785.00	35,000.00	-
应付账款	9,954.75	9,437.12	12,518.28
预收款项	11,649.02	19,035.53	13,040.58
应付职工薪酬	2,667.79	2,387.24	1,950.14
应交税费	540.89	480.30	282.43
应付利息	449.50	415.00	125.01
其他应付款	6,994.61	6,592.96	6,200.56
其他流动负债	-	-	306.11
流动负债合计	46,041.56	127,348.15	99,073.12
非流动负债：			
应付债券	59,553.36	29,767.00	-
递延收益	3,784.28	4,150.64	-
其他非流动负债	-	-	3,304.08

非流动负债合计	63,337.64	33,917.64	3,304.08
负债合计	109,379.20	161,265.79	102,377.20
股东权益：			
股本	71,812.03	29,600.00	29,600.00
资本公积金	137,378.00	76,793.06	76,793.06
其它综合收益	6.56	-	-
盈余公积金	11,003.85	8,548.51	7,118.35
未分配利润	80,987.82	61,734.27	51,717.58
归属于母公司所有者权益合计	301,188.26	176,675.84	165,228.99
所有者权益合计	301,188.26	176,675.84	165,228.99
负债和所有者权益总计	410,567.46	337,941.63	267,606.19

资料来源：公司 2013-2015 年年报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
一、营业总收入	297,385.68	237,836.21	222,386.46
营业收入	297,385.68	237,836.21	222,386.46
二、营业总成本	271,811.24	223,048.84	212,184.81
营业成本	242,116.22	196,659.55	187,789.53
营业税金及附加	703.14	209.90	191.04
销售费用	12,679.92	10,255.61	10,112.53
管理费用	12,173.71	11,591.56	10,830.90
财务费用	3,840.22	4,466.42	3,083.59
资产减值损失	298.04	-134.20	177.22
投资收益	14.19	-	-
三、营业利润	25,588.62	14,787.37	10,201.65
加：营业外收入	2,158.71	2,237.72	2,992.05
其中：非流动资产处置利得	26.64	9.41	-
减：营业外支出	34.14	32.50	41.66
其中：非流动资产处置损失	0.25	1.00	0.99
四、利润总额	27,713.20	16,992.58	13,152.04
减：所得税	3,044.30	2,585.74	1,991.74
五、净利润	24,668.89	14,406.85	11,160.30
归属于母公司所有者的净利润	24,668.89	14,406.85	11,160.30
加：其他综合收益	6.56	-	-
六、综合收益总额	24,675.46	14,406.85	11,160.30
归属于母公司普通股股东综合收益总额	24,675.46	14,406.85	11,160.30

资料来源：公司 2013-2015 年年报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 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	168,434.24	245,424.42	212,422.01
收到其他与经营活动有关的现金	3,469.05	3,729.39	6,269.78
经营活动现金流入小计	171,903.29	249,153.81	218,691.79
购买商品、接受劳务支付的现金	91,487.78	214,754.59	184,930.36
支付给职工以及为职工支付的现金	18,937.15	16,561.85	13,437.53
支付的各项税费	4,726.01	3,107.40	8,361.74
支付其他与经营活动有关的现金	13,933.48	11,545.94	10,349.04
经营活动现金流出小计	129,084.43	245,969.78	217,078.66
经营活动产生的现金流量净额	42,818.86	3,184.03	1,613.13
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	29.38	-	22.05
投资活动现金流入小计	29.38	-	22.05
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	18,931.25	22,809.24	25,922.20
投资支付的现金	33,600.00	-	-
投资活动现金流出小计	52,531.25	22,809.24	25,922.20
投资活动产生的现金流量净额	-52,501.87	-22,809.24	-25,900.15
筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	102,752.81		
取得借款收到的现金	107,000.00	109,000.00	94,650.00
发行债券收到的现金	29,740.00	29,760.00	
筹资活动现金流入小计	239,492.81	138,760.00	94,898.67
偿还债务支付的现金	161,000.00	119,650.00	62,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,360.16	7,759.09	5,899.41
筹资活动现金流出小计	169,360.16	127,409.09	67,899.41
筹资活动产生的现金流量净额	70,132.65	11,350.91	26,999.26
现金及现金等价物净增加额	60,449.64	-8,274.30	2,712.23
期初现金及现金等价物余额	9,948.23	18,222.54	15,510.30
期末现金及现金等价物余额	70,397.87	9,948.23	18,222.54

资料来源：公司 2013-2015 年年报

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	24,668.89	14,406.85	11,160.30
加：资产减值准备	298.04	-134.20	177.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9,742.40	9,049.45	6,726.14
无形资产摊销	403.55	291.30	291.30
长期待摊费用摊销	21.50	21.50	21.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-26.38	-8.40	0.99
财务费用	4,234.66	4,605.87	3,012.47
投资损失（收益以“-”号填列）	-14.19	-	-
递延所得税资产减少	-155.45	-151.85	-118.05
存货的减少	2,523.61	-37,331.15	-511.36
经营性应收项目的减少	689.68	5,733.11	-10,987.27
经营性应付项目的增加	432.55	6,701.54	-8,160.12
经营活动产生的现金流量净额	42,818.86	3,184.03	1,613.13

资料来源：公司 2013-2015 年年报

附录四 主要财务指标表 （单位：万元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	2.58	4.92	5.39
存货周转天数	111.79	106.46	75.22
应付账款周转天数	14.42	20.10	24.23
净营业周期	99.95	91.29	56.37
流动资产周转天数	269.53	273.06	222.04
固定资产周转天数	105.17	134.37	90.48
总资产周转天数	453.05	458.29	393.56
综合毛利率	18.59%	17.31%	15.56%
期间费用率	9.65%	11.06%	10.80%
营业利润率	8.60%	6.22%	4.59%
总资产回报率	8.86%	7.14%	6.65%
净资产收益率	10.32%	8.43%	6.93%
资产负债率	26.64%	47.72%	38.26%
流动比率	5.06	1.67	1.50
速动比率	3.46	1.06	0.56
EBITDA（万元）	43315.31	30975.38	23203.45
EBITDA 利息保障倍数	7.97	6.70	7.70
有息债务	73,338.36	118,767.00	64,650.00
有息债务/EBITDA	1.69	3.83	2.79

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2015年12月31日公司合并报表范围情况（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%	10000	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 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%
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
	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。