

江苏辉丰农化股份有限公司
2015 年可转换公司债券
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：

李永新

 鹏元资信评估有限公司
PENG YUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】第 Z【173】
号 03

分析师

姓名:
赵婷 毕柳

电话:
021-51035670

邮箱:
zhaot@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

江苏辉丰农化股份有限公司 2015 年可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA

发行规模: 10.70 亿元

债券期限: 6 年

债券偿还方式: 对未转股债券按年计息, 每年付息一次, 附债券赎回条款

发行主体长期信用等级

评级展望: 稳定

评级日期: 2015 年 08 月 04 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对江苏辉丰农化股份有限公司(以下简称“辉丰股份”或“公司”)本次拟发行的 10.70 亿元可转换公司债券(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我国农药产业未来发展空间较大; 公司产品结构不断优化, 主导产品具有一定竞争优势; 公司近年来营业收入增长较快, 盈利状况良好; 同时我们也关注到农药行业环保标准和产业政策日趋严格, 公司面临较大的环保、生产压力; 公司未来投资性支出较大, 资金支出压力上升; 公司存货规模较大, 整体运营效率一般, 短期有息负债规模较大等风险因素。

正面:

- 全球农药产业向发展中国家逐步转移, 我国农药产业发展空间较大。行业内国际巨头正实施产业转移, 我国凭借人力资源优势以及相对宽松的环境保护压力, 成为本轮世界农药产业转移的主要目标国, 农药行业面临良好的发展机遇。
- 公司产品结构不断优化。随着新增产能的不断释放, 公司主要产品销售收入增长较快; 传统优势产品杀菌剂保持稳步增长; 中间体和除草剂产品发展较快, 占公司收入比重逐年增加, 公司产品结构不断优化。
- 主导产品市场占有率较高, 具备一定竞争优势。在与国际农化巨头企业的合作中, 公司掌握了一定的核心技术, 产能扩张迅速, 在原药方面公司主导产品在细分市场上保持着较强的竞争力。

- 公司营业收入增长较快，盈利状况良好。得益于主导产品在细分市场的优势，公司营业收入保持较快增长，2012-2014 年复合增长率为 20.71%。同时，公司费用控制能力较好，整体盈利能力较强，2012-2014 年累计实现净利润 4.92 亿元。

关注：

- 环保标准和产业政策日趋严格，农药企业面临较大的环保、生产压力。国内环保标准和产业政策日趋严格，环保政策的加强，提升了企业的环保成本；农药产业政策的调整，使得企业在产品研发、质量管理等方面势必要加大投入。未来农药企业面临较大的环保、生产压力。
- 公司未来面临的资金支出压力较大。公司在建拟建项目较多，总投资额 213,154.00 万元，目前已投资 89,732.78 万元，尚有 123,421.22 万元的后续投资需求，同时仓储项目建成后需投入大量营运资本，公司未来资金支出压力较大。
- 公司存货规模较大，存在一定跌价风险。近年来公司存货规模持续增长，2012 年-2014 年复合增长率为 25.21%。截至 2015 年 3 月末，公司存货规模为 9.04 亿元。公司存货规模较大，存在一定的跌价风险。
- 公司整体运营效率一般。受公司存货规模大幅增长及部分产品产能扩张过快的影响，公司总体资产周转效率较往年有所下滑且处于较低水平。
- 公司短期有息债务规模较大，存在较大的即期偿付压力。2015 年公司有息债务偿还规模为 16.67 亿元，存在较大的即期偿付压力。

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	591,524.51	462,354.43	381,170.94	306,583.67
归属于母公司所有者权益（万元）	306,748.98	202,837.04	184,370.28	172,114.09
有息债务（万元）	166,697.83	143,408.82	115,687.55	73,709.23
资产负债率	42.90%	49.78%	47.14%	36.99%
流动比率	1.24	0.90	1.10	1.66
速动比率	0.88	0.53	0.75	1.18
营业收入（万元）	66,340.94	242,906.91	208,584.54	166,715.75
营业利润（万元）	6,643.66	24,154.79	20,339.70	15,262.87
利润总额（万元）	6,689.09	24,443.15	20,253.19	16,073.50
综合毛利率	22.08%	25.32%	25.70%	23.67%
总资产回报率	-	7.06%	6.94%	6.82%

EBITDA (万元)	-	43,934.92	34,836.59	26,369.11
EBITDA 利息保障倍数	-	7.38	9.66	10.70
经营活动现金流净额 (万元)	3,333.61	14,838.30	28,089.01	-7,793.78

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

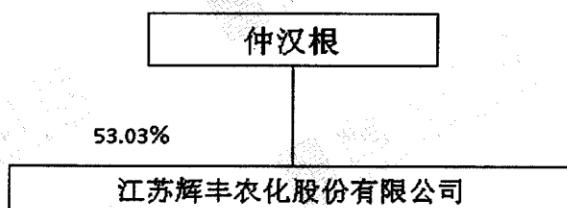
一、主体概况

公司前身是成立于1989年的大丰县农化厂，于1998年11月改制为股份有限公司，股本总额为1,238万元，发起人为大丰市龙堤乡乡镇企业管理服务站、大丰市农化厂工会以及陈玉盘、仲汉根和韦广权三位自然人。

公司于2010年6月在深圳证券交易所中小板挂牌上市，公开发行普通股2,500万股，发行价格为48.69元/股，上市后股本增加至10,000万股，股票代码为“002496”，股票简称为“辉丰股份”。

公司经历多次股权变更，截止2015年5月末，公司股本为39,670.40万元，仲汉根为第一大股东，持股比例为53.03%，公司具体股权控制关系情况如图1所示。

图1 截至2015年5月末公司股权控制关系图



资料来源：公司提供

公司自成立以来，就专注于农药领域，主要从事原药、中间体和制剂产品的生产和销售，其生产的制剂产品已经覆盖了农药制剂的主要品种，包括杀菌剂、除草剂、杀虫剂和植物生长调节剂等。

截至2014年末，纳入公司合并范围的一级子公司共计19家，详见下表。

表1 截至2014年12月31日纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上海焦点生物技术有限公司	6,000.00	100.00%	生物科技、香精、香料、新材料领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务
上海迪拜植保有限公司	1,000.00	100.00%	化工产品、化肥、农药的销售，货物及技术的进出口业务
临沂市金源化工有限公司	500.00	40.50%	咪唑的生产、销售
盐城科菲特生化技术有限公司	2,050.00	51.22%	农药中间体（联苯醇）制造；危险化学品批发；化工原料及产品销售
西安农易达农业科技有限公司	1,000.00	40.00%	肥料、农药的销售；农业技术咨询与技术服务
江苏拜克新材料有限公司	3,000.00	48.00%	尼泊金酸、尼泊金酯、尼泊金酯钠盐生产、销售；润滑油脂销售

广西辉丰作物科学有限公司	500.00	100.00%	批发农药、肥料；植物调节剂、农药杀虫剂、杀菌剂、除草剂技术研究
连云港市华通化学有限公司	5,000.00	52.00%	三氟氯氰酸生产、销售；自营和代理各类商品的进出口业务
江苏辉丰置业有限公司	2,280.00	100.00%	房地产开发经营、物业管理
江苏辉丰生物技术有限公司	1,000.00	70.00%	水溶肥制剂制造；生物技术的研发
Huifeng International USA INC	500.00 (美元)	100.00%	贸易、投资和制造
连云港五环化工有限公司	3,500.00	91.00%	化工产品销售；自营和代理各类商品和技术的进出口业务
HUIFENG LIMITED	50.00 (港币)	100.00%	贸易、技术服务等
江苏焦点农业科技有限公司	3,098.00	51.00%	农作物种子生产、批发、零售；粮食收购；农业生产资料新品种、新技术试验、示范、技术咨询；园林绿化设计、施工等
江苏辉丰石化有限公司	5,200.00	100.00%	普通货运；危险品运输；联运服务；货物配载、仓储服务（除危险化学品）
新疆辉丰生物科技有限公司	500.00	51.00%	农药6类1项（除危化品，易制毒、易制爆、剧毒化学品外）许可经营；肥料销售；生物科技技术研发及推广服务
江苏嘉隆化工有限公司	6,200.00	53.25%	农药（原药、制剂）的生产经营
明进纳米新材料有限公司	3,800.00	65.00%	农药中间体生产经营
农一电子商务（北京）有限公司	2,000.00	50.00%	农药商城、品牌旗舰店、专家咨询、原药及精细化工等农化信息与交易服务

资料来源：公司 2014 年审计报告

截至2014年末，公司资产总额为462,354.43万元，归属于母公司所有者权益为202,837.04万元；2014年度公司实现营业收入242,906.91万元，营业利润24,154.79万元，经营活动现金净流入14,838.30万元。

二、本期债券情况

债券名称：江苏辉丰农化股份有限公司2015年可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币10.70亿元；

债券期限：6年；

付息方式：按年计息，计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本次发行的可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

转股价格：本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有二十个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决，修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价，同时修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值；

债券赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将以票面面值加最后一期利息的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。另外，在转股期内如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照不低于债券面值103%（含当期利息）的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债；

债券回售条款：在公司本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续三十个交易日低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值的103%（含当期利息）的价格回售给公司。另外，若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；

向原股东配售的安排：本次可转债可向公司原股东优先配售，具体比例由股东大会授权董事会根据具体情况确定，并在本可转债的发行公告中予以披露。原股东享有优先认购权之外的余额及原股东放弃优先认购权的部分，采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销。

三、本期债券募集资金拟使用情况

本期债券拟募集资金10.70亿元，扣除发行费用后，用于以下投资项目：

表2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金
年产5000吨草铵膦原药生产线项目	68,622.00	68,622.00
年产1000吨抗倒酯原药生产线技改项目	6,550.00	6,550.00
年产2000吨甲氧虫酰肼原药生产线项目	6,850.00	6,850.00

化工仓储物流项目自营业务配套流动资金	22,400.00	22,400.00
合计	104,422.00	104,422.00

资料来源：公司提供

（一）年产5000吨草铵膦原药生产线项目

该项目建设期为12个月，预计投资68,622万元，其中项目建设投资58,622万元(主要包括建筑工程投资、机器设备投资等)，铺底流动资金10,000万元。经公司测算，本项目达产后预计可实现年均销售收入84,676万元，年均实现净利润34,238万元，本项目内部收益率为48.16%（税后），静态投资回收期（税后）3.54年。

（二）年产1000吨抗倒酯原药生产线技改项目

该项目建设期为12个月，预计投资6,550万元，其中项目建设投资5,350万元(主要包括建筑工程投资、机器设备投资等)，铺底流动资金1,200万元。经公司测算，本项目达产后预计可实现年均销售收入26,651万元，年均实现净利润3,233万元，本项目内部收益率为48.37%（税后），静态投资回收期（税后）3.47年。

（三）年产2000吨甲氧虫酰肼原药生产线项目

该项目建设期为12个月，预计投资6,850万元，其中项目建设投资4,950万元(主要包括建筑工程投资、机器设备投资等)，铺底流动资金1,900万元。经公司测算，本项目达产后预计可实现年均销售收入70,536万元，年均实现净利润6,983万元，本项目内部收益率为80.92%（税后），静态投资回收期（税后）2.35年。

（四）化工仓储物流项目自营业务配套流动资金

化工仓储物流项目是公司利用首发超募资金建设的项目，该项目是公司农药业务的产业延伸。该项目的实施主体为公司的全资子公司江苏辉丰石化有限公司。2011年10月20日公司第五届董事会第十二次会议、2011年12月13日公司2011年第三次临时股东大会审议通过，同意使用超额募集资金19,000万元兴建50万立方化工仓储物流项目。目前辉丰石化一期30.8万立方储能基建已完毕，相关设备进入调试阶段，待码头作业许可、管廊验收结束后，2014年下半年已正式投入试运营。

公司拟租赁辉丰石化4万立方储能，预计年储运规模达24万立方，采用自营模式经营化工品的仓储物流业务。自主经营模式下，仓储物流业务经营主要依靠营运资金，营运资金的投入总额以及周转速度决定了公司营业规模。经公司测算，公司仓储物流自营业务营运资金缺口为22,400.00万元，本期募集资金投入金额22,400.00万元。

四、运营环境

全球农药产业向发展中国家逐步转移，分工趋势明显，我国农药产业发展空间较大

农药是重要的农业生产资料，也是重要的战略和救灾物资，对防治有害生物，应对突发性病、虫、草、鼠害和自然灾害，保证农业稳产、丰产，调节作物生长，提高农产品品质，确保粮食安全和社会稳定起着重要作用。因此，在全球范围内形成对各类农药的刚性需求。2014年全年我国实现农药原药产量374.40万吨，同比增长17.39%。我国农药企业的产品除了满足国内农业发展的需要外，有相当比例产品出口海外市场，2014年全国农药累计出口数量116.12万吨，同比增长6.02%；出口金额41.47亿美元，同比增长10.73%。

农药行业处于化工产业链的末端，属于精细化工行业，对技术的依赖性较大。多年以来，国际农药巨头主要专注于创制药的研发，并通过一系列的资产重组，使其市场份额与集中度不断提高，拜尔、先正达、陶农科、巴斯夫、孟山都、杜邦等6家创新类农药企业的销售收入占全球市场的80%以上，构成世界农药企业的第一梯队，此类企业无论是在技术水平还是在资金实力上都占有绝对优势，并形成了“产权农药—丰厚利润—研发投入—新产权农药”的良性循环；而我国大多数公司则处于被动的仿制和简单创制阶段。由于创制药研发投入大、周期长、风险大、成功率低，新品种数量逐步减少，世界农药市场中仿制药的比重不断提升，预计达到市场总规模的70%以上。

近几年，大型跨国公司开始重新定位其资源市场，在把握科研开发的同时将部分非产权农药的生产和采购转移到了中国、印度等相对具有一定成本优势的国家，国际化分工协作的外包市场正在形成与发展。大型跨国公司的经营模式改变主要基于以下两点原因：一方面，环保压力和投入的逐渐加大，欧美等国有意愿将此类精细化工品种向发展中国家转移；另一方面，由于部分农药已过专利保护期，以及中国、印度等地化学合成技术不断提高，部分公司掌握了核心工艺过程，再加上成本优势明显，跨国巨头也因此改变了其市场策略，改为海外采购原药，在本国加工；对于新品种来说，有些原料、中间体则由中国、印度等地加工，进而节约劳动力成本。

凭借人力资源优势以及相对宽松的环境保护压力，我国成为本轮世界农药产业转移的主要目标国。国内许多企业利用这个机会，在农药大量出口的同时，也引进了一些国内需要或具有国际竞争力的新品种，未来国内农药产业的发展存在巨大的提升空间。

表3 部分上市农药公司与跨国合作的情况

公司名称	涉及专利产品	建立稳定关系的大客户
联化科技	甲虫胺（甲氧虫酰肼）、3,4-二氯苯甲腈（氟氯草酯）、双磺吡胺（砒啉磺隆）、碳五联苯醚（噁唑菌酮）	FMC、杜邦、拜耳、巴斯夫、先正达等
华邦制药	啉菌酯、磺草酮/硝磺草酮和3,500吨农药制剂项目（62.5%啉菌环胺、烯草酮）	陶氏、巴斯夫等

长青股份	氟氟草酯、甲氧虫酰肼、肟菌酯、烟嘧磺隆	先正达、拜耳等
辉丰股份	氟环唑、溴苯腈、咪唑胺等	巴斯夫、拜耳等

资料来源：公开资料

我国农药行业发展迅猛，但产能扩张、竞争加剧成为制约行业盈利水平的重要因素

我国农药工业经过几十年，特别是改革开放以来的快速发展，已经形成了包括科研开发、农药原药生产和制剂加工、原材料及中间体配套较为完整的农药工业体系。目前我国可生产农药品种有600多个，常年生产农药品种达270多个，基本覆盖了杀虫剂、杀菌剂、除草剂和植物生长调节剂的主要类型。

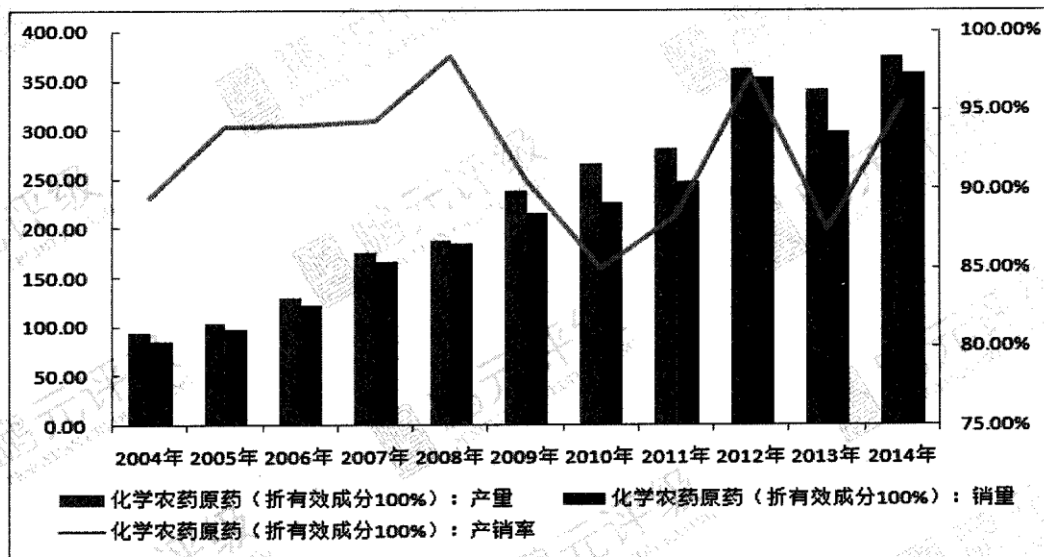
我国农药行业的竞争格局呈现出以下两个特点：第一，农药企业众多且规模较小。目前我国农药生产企业有2,100多家，其中原药生产企业600多家。第二，行业集中度低。根据中国农药工业协会2012年的统计数据，我国农药销售额前十位的企业合计销售额为224.9亿元，占当年国内农药行业销售额的9.52%，全国农药百强企业总销售额为791.10亿元，占当年国内农药行业销售额的33.47%；同世界前六大公司——先正达、拜耳、巴斯夫、孟山都、陶氏化学和杜邦合计销售额超过全球80%相比，行业集中度差异较大。整体看，随着农药行业的进一步发展，国内农化企业的集中度有望逐步提升，行业整合机会较大。

从近年来农药行业的收入和利润变化情况来看，2008年以前农药行业处于快速增长阶段，利润水平的不断提高吸引了众多资金涌入，产能扩张迅速，农药制造业销售利润率总体上呈不断增长态势，2008年达到10.96%，创历史新高。2009年后，农药销售额随着新增产能的逐步释放进一步增长，但受金融危机影响，盈利能力有所下滑，利润总额增速明显低于收入增幅，销售利润率在经历一段时间下滑后逐步企稳。据国家统计局数据显示，2009-2014年我国农药行业平均销售利润率基本维持在5%-7%左右。

“十三五”时期，我国农药产业的结构与布局将进行调整，通过兼并、重组等方式组建大型农药企业集团，减少企业数量，淘汰落后产能，推动产业集聚和升级，行业内龙头企业有望从中获益。农药产业将从目前2,100余家农药企业中筛选出100~200家继续从事农药生产，其他小企业鼓励向植保服务商转型。农药原药生产进一步集中，农药企业数量减少30%，销售额在50亿元以上的农药生产企业5家以上，销售额在20亿元以上的农药生产企业20家以上，前20家农药生产企业的原药产量将占总产量的50%以上。

整体来看，虽然农药行业下游需求增长形势较好，但产业集中度较低、产能扩张和竞争程度加剧仍然是行业盈利的重要制约因素。

图2 2004-2014年我国化学农药原药产量、销量及产销率变化情况（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯

行业环保标准和产业政策日趋严格，农药企业面临较大的环保、生产压力

近年来，农药行业出台的相关法规政策主要体现在两个方面：一是采取更为严格的环保标准；二是实施产业结构调整，淘汰高毒、高残留等落后产品。在国家政策逐步完善和监管力度不断加大的背景下，农药行业正面临着转型升级压力。

表 4 近年来我国农药行业出台的主要管理法规及政策

年度	文件名称	主要内容
2014	《关于联合组织实施高风险污染物削减行动计划》	支持农药企业采用高效、安全、环境友好的农药新品种，对 12 个高毒农药产品实施替代。
2012	国家农药工业“十二五”发展规划	提高农药科技创新能力，调整产品结构，提升质量和档次，优化产业布局，加快农药企业兼并重组。
2011	产业结构调整指导目录（2011 年本）	鼓励类：高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产；限制类：新建高毒、高残留及环境影响大的农药原药；淘汰类：高毒农药和履行国际公约淘汰产品。
2010	中国农药产业政策	加大行业整合；促进创新研发、实施品牌战略，以及采取更严格的环保标准。
2009	石化产业调整振兴计划	调整农药生产结构，优化资源配置，降低成本，增加供给。鼓励发展高效、低毒、环境友好型的农药品种。
2008	国家环保总局、农业部、海关总署联合发布 2008 年第 7 号公告	自 2008 年 2 月 1 日起，将甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺这 5 种高毒有机磷农药列入《中国严格限制进出口有毒化学品目录》。
2008	关于进一步加强农药行业管理工作的通知	决定进一步提高新核准农药企业门槛，严格核准考核，加强农药企业日常管理。
2008	发改委、农业部、国家工商总局等 6 部委联合发布 2008 年第 1 号公告	禁止 5 种高毒农药在国内的生产、流通，禁止 5 种高毒农药在国内以单独或与其他物质混合等形式的使用。
2007	关于加强农村环境保护工作的意见	鼓励使用生物农药或高效、低毒、低残留农药。

资料来源：公开资料

由于精细化工行业许多原料均为有毒、高污染的化学品，随着国家经济增长方式的转变和可持续发展战略的全面实施，精细化工行业将面临着更为严格的监管环境。近年来，国家加大了环保政策上实施力度，提高了对农药企业“三废”治理的要求；农药产业政策不断调整，开展了“农药使用量零增长”行动，农药行业转型升级压力加大，产品向“高效、低毒、无残留”趋势发展。环保政策的加强，使行业内企业加大了环保投入，环保成本不断增加；农药产业政策的调整，使农药企业向科技创新的方向发展，产品研发、质量管理等方面的投入势必不断加大。整体看，在环保政策日趋严格和产业政策调整的情况下，未来我国农药企业将面临较大的环保、生产压力。

农药需求受灾害天气影响较大，呈明显的周期性波动，不利于农药企业的稳定经营

自然天气变化对农药或某种农药的需求变化影响较大。一般情况下，干旱可能减少除草剂的需求，但可能使杀虫剂、杀菌剂用量上升；洪涝灾害会增加杀虫剂和杀菌剂的需求量；气候变暖会增加虫害的发生，同时也有利于杂草的生长，导致杀虫剂、除草剂的用量上升。一般发生自然灾害当时，农药用量受粮食种植面积减少的影响，用量减少。但在灾害天气过后，国内农药市场尤其杀虫剂品种可能会呈现量价齐升的态势，主要有三方面的原因：一是由于灾害容易滋生各种细菌（尤其是洪涝），从而引发作物病虫害；二是灾后农作物抢种和补种急需大量农药；三是灾害天气导致农药药效持续时间较短。因此自然灾害后国内农药需求可能保持较快的增长态势。

同类自然灾害均具有一定的周期性，旱灾、水灾在3-5年之间，冰雹也基本类似，霜冻发生的周期稍长，基本为5-7年。农药行业一般每两个“小年”后会出现一个“大年”，即农药需求周期一般在3-5年左右。由此可见，正是因为自然灾害的周期性，使农药行业呈现比较明显的周期性波动，不利于农药企业的稳定经营。

五、公司治理与管理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及中国证监会、深圳证券交易所颁布的有关上市公司治理的规范性文件要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和制衡机制，制订和完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作制度》、《独立董事制度》及一系列法人治理细则，明确了董事会、监事会、管理层相互之间的权责范围和工作程序，不断完善了公司法人治理结构，提高了公司治理水平。

在内部控制方面，公司设立了生产部、技术部、品管部、安全部、环保部等部门负责

生产运营；设立财务部、人力资源部、综合管理部和法务部等部门作为后台支持；整体看，公司部门设置齐全，分工合理，能够满足日常业务运营的需要。公司的主要高层管理人员管理经验丰富，具有良好的决策能力，有利于公司决策的科学性、稳定性和可行性。

在信息披露方面，作为上市公司，公司按照现有章程以及《公司信息披露事务管理制度》等法律法规的相关制度披露公司有关信息，保证所有股东和其他利益相关者能够平等获得公司信息。

在人力资源方面，公司管理层高度重视特定工作岗位所需的能力水平的设定，以及对达到该水平所必需的知识和能力要求。截至2014年末，公司在岗人员共1,890人，按教育程度分：本科及以上学历213人，占11.27%；大专学历412人，占21.80%；大专以下学历1,265人，占66.93%。按专业分：技术人员281人，行政人员107人，销售人员121人，财务人员53人，生产人员1,328人。人员素质基本能够满足管理、经营、生产与技术等方面的需要。同时，公司还根据实际工作的需要，针对不同岗位展开多种形式的后期培训教育，有效提升了员工的素质和工作能力。

在战略管理方面，公司未来将继续做大做强农药主业，通过并购、重组等措施大力整合产业链上下游企业和同行业公司，坚持安全生产和环保高效的原则，扩大主营业务的规模，以技术创新引领企业产业升级。同时，公司依靠多年化工产品的运作经验，发展化工仓储物流项目，向上延伸产业链，培育新的利润增长点。近年来，通过产业链的整合战略，公司提高了主要中间体的自给能力，目前公司已初步形成了“基础化工—农药中间体—农药原药—农药制剂”完整的产业链，并取得良好的经济效益。

六、经营与竞争

公司业务范围主要涉及农药生产和销售，2012-2014年公司分别实现营业收入16.67亿元、20.86亿元和24.29亿元，近三年复合增长率为20.71%，公司营业收入呈现快速增长趋势。从收入结构看，杀菌剂、中间体、除草剂和杀虫剂等农药产品为公司营业收入主要来源，其中中间体和除草剂的收入增幅较大，支持了公司收入的快速增长，在公司收入占比逐年提高。从毛利率看，公司优势产品杀菌剂的毛利水平较高，对公司的综合毛利率起到了良好的支撑作用。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2015年3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
杀菌剂	1.83	38.01%	8.96	39.33%	8.02	40.76%	7.60	30.02%

中间体	2.30	17.23%	6.31	18.76%	5.20	12.51%	2.77	14.33%
除草剂	1.36	17.15%	4.71	13.26%	4.26	17.82%	3.44	23.36%
杀虫剂	0.54	11.89%	1.95	12.36%	2.62	15.76%	2.20	13.73%
调节剂	0.24	22.73%	0.69	25.39%	0.31	48.45%	0.43	27.86%
其他	0.32	6.42%	1.33	25.17%	0.26	27.38%	0.01	39.28%
合计	6.60	22.23%	23.96	25.40%	20.67	25.70%	16.45	23.76%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

随着新增产能的不断释放，公司主要产品销售收入增长较快；中间体和除草剂产品发展较快，公司产品结构不断优化

公司为从事化学农药产品的研发、生产及销售的专业公司。经过二十多年的发展，公司已发展成为以农药原药为主，兼营农药制剂、农药中间体的大型农化企业，并成为高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业。目前，公司的主要产品有：

表 6 公司主要产品情况

类别	产品名称
杀菌剂	咪鲜胺（锰盐、铜盐）原药及制剂、氟环唑原药及制剂、烯酰吗啉原药
中间体	三氟氯氧酸、联苯醇
除草剂	（辛酰）溴苯腈、吡氟酰草胺、氟氯草酯原药及制剂
杀虫剂	联苯菊酯、高效氯氟腈原药及制剂

资料来源：公司提供

杀菌剂是公司的传统优势产品，近年来产品销售收入保持稳定增长且毛利率水平较高，2012-2014年杀菌剂产品收入复合增长率达到8.56%，2013年以来杀菌剂毛利率水平维持在40%左右，是公司收入和毛利的主要来源。公司年产3,000吨咪唑酰胺原药募投项目于2012年5月中旬试产、2013年5月正式投产，年产1,000吨氟环唑原药募投项目于2012年11月中旬试产、2013年1月正式投产，投产后两个系列产品单位成本进一步降低，销量收入合计占杀菌剂收入的比重达到50%以上，使2013年公司杀菌剂产品毛利率水平较2012年上升了10.74个百分点，毛利率大幅提升。

提高关键中间体的自给能力是公司近年来发展的核心战略之一，近年来公司持续整合并购产业链上下游企业和同行业公司。得益于新增子公司带来的业务规模扩大，以及产业协同效益的显现，公司在保证主要中间体自用的前提下，对外销售规模也迅速扩大，目前中间体已超越除草剂成为公司销售收入第二位的產品。例如，2012年公司收购连云港致诚后，积极对其进行技术改造和产能扩建，2013年连云港致诚的氯代苯酚系列中间体业务规模迅速提升，在满足公司生产需要的同时也实现了良好的经济效益。

近年来除草剂产品收入一直保持较快增长，2012-2014年除草剂产品收入复合增长率达

到17.00%，一方面是受近年来除草剂市场需求旺盛的影响，另一方面系2012年3月公司首发募投项目“年产5,000辛酰溴苯腈原药项目”建设完工投入试运营，2013年该项目产能完全释放所致。近年来，受公司为扩大市场份额，持续降低除草剂原药和制剂产品价格的影响，公司除草剂产品毛利水平并未随营业收入的增长而逐年提升，反而呈逐年下滑趋势，2012-2014年除草剂产品毛利率分别为23.36%、17.82%和13.26%。

公司杀虫剂产品主要用于内销，在营业收入中占比相对较小且毛利率水平在公司各类产品中排名末位，主要系国内除虫剂产品较多，竞争激烈所致。2014年，公司杀虫剂收入大幅下滑，主要系当年审计过程中，统计口径产生误差，在确认收入时将部分杀虫剂产品计入中间体产品所致。

调节剂是目前公司农药产品中的增长潜力较大的品类之一，在公司营业收入中占比最小，但毛利率水平较高。由于该产品价格较高，国内尚无广泛使用，公司调节剂的销售提升大部分来自国外。2014年公司调节剂产品毛利率较上年大幅下降，主要系公司为确保调节剂市场容量扩大，抢占市场份额，有意收窄利润空间所致。

总体上看，公司优势产品杀菌剂收入保持稳步增长，毛利率水平较高；中间体和除草剂产品发展较快，占营业收入的比重逐年增加，公司产品结构不断优化。

通过定制生产模式，公司与核心客户建立了长期稳定的战略合作关系，公司原药方面的主导产品在细分市场上保持着较强的竞争力

按照经营模式的不同，公司产品主要分为“定制生产”和“自产自销”两种。定制生产产品具有专一性和排他性，主要针对因受专利保护或其他原因对客户专用性影响较大的产品；而自产自销主要针对用途比较广泛、市场容量较大、公司具备技术优势的产品。定制生产产品大部分为原药产品，采用以销定产的生产模式；自产自销对应产品主要为制剂产品，以储备定额式的生产模式为主。公司是国内较早进行定制生产的农药生产企业之一，目前经营模式仍然以定制生产为主，2012-2015年1-3月公司定制生产模式实现的收入占营业收入的比重分别为62.03%、67.00%、62.93%和61.39%。

定制生产模式是精细化工行业中较为特殊的经营模式，一般为大型跨国医药、农药及化工企业根据自身的业务要求，将其生产环节中的一个或多个产品委托给更专业化、更具比较优势的厂家生产。接受委托的生产厂家按客户指定的特定产品标准进行生产，最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。由于定制生产产品的质量标准、程序控制要求很高，为保持原材料供应的稳定性，大型跨国公司对定制厂商的硬件设施、研发能力、综合管理能力等方面会进行严格考察，同时又十分重视定制厂商的稳定性及技术秘密保护的可信度，因此大型跨国公司对定制厂商的考察周期较长，过程也较为复杂。定制生产合作必须建立

在双方充分信任的基础之上，经慎重选择之后，大型跨国公司一般都会与定制厂商签订长期的定制合同，且不会轻易更换合作对象，因此定制生产合作具有长期的稳定性。

通过定制生产的经营模式，公司逐渐与诸多国际性农药巨头企业建立了合作关系，已经形成了一批由世界知名企业组成的核心客户群。目前，公司与巴斯夫、富美实等世界前几大农药巨头均保持着稳定的合作关系。

表 7 公司近年来对国际农药巨头企业销售情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	销售金额	占主营收入比重
2015 年 1-3 月	1	FMC Agricultural Products Intl AG/FMC CROP Protection Pty Ltd	6,016.20	9.11%
	2	BASF SE	5,636.36	8.53%
	3	BASF AGRO. B. V.	3,204.61	4.85%
	4	ADAMA Irvita N.V.	1,918.72	2.91%
	5	EASTSUN CHEMICAL CO.,LTD	1,101.08	1.67%
	6	Cheminova A/S /Cheminova(MFG)Pty Ltd	1,095.65	1.66%
		合计	18,972.63	28.73%
2014 年	1	BASF AGRO. B. V.	26,762.54	11.17%
	2	FMC Agricultural Products Intl AG	18,120.27	7.56%
	3	BASF SE	17,442.32	7.28%
	4	Cheminova A/S	4,349.23	1.82%
	5	ADAMA Irvita N.V.	4,293.50	1.79%
	6	PT.DOW AGROSCIENCES INDONESIA	3,020.23	1.26%
		合计	73,988.08	30.88%

资料来源：公司提供

通过多年来持续服务于以世界级企业构成的核心客户群体，公司掌握了一定的核心技术，产品质量和品牌优势得以逐步确立，近年来产能快速扩张。从现有产能和市场占有率来看，公司在原药方面的主导产品在细分市场上保持着较强的竞争力，其中杀菌剂咪鲜胺产能6,800吨/年，位居全球前列，是巴斯夫、拜耳主要的咪鲜胺采购基地；杀菌剂氟环唑产能1,200吨/年，目前为国内该产品最大的生产企业，其在国内的主要竞争对手产能均不足200吨/年，竞争优势明显；除草剂（辛酰）溴苯腈产能7,000吨/年，是国内该产品生产规模最大的企业之一。制剂方面，由于生产制剂以原药合成为主，设备投资金额不大、生产技术壁垒相对较低、进入门槛不高，行业内生产厂家众多，单一厂家市场份额较小，企业间竞争情况激烈，公司难以形成有效优势。

表 8 公司主要原药产品的产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2014 年	2013 年	2012 年
杀菌剂	产能（吨/年）	8,300.00	8,300.00	5,800.00

	产量（吨）	7,070.36	5,666.64	4,720.11
	产能利用率	85.19%	68.27%	81.38%
	产能（吨/年）	34,600.00	8,600.00	3,050.00
中间体	产量（吨）	33,674.66	6,874.10	2,365.30
	产能利用率	97.33%	79.93%	77.55%
	产能（吨/年）	7,720.00	4,600.00	3,530.00
除草剂	产量（吨）	7,198.37	3,630.24	2,799.55
	产能利用率	93.24%	78.92%	79.31%
	产能（吨/年）	1,500.00	1,500.00	960.00
杀虫剂	产量（吨）	528.36	1,211.68	767.92
	产能利用率	35.22%	80.78%	79.99%
	产能（吨/年）	150.00	150.00	150.00
调节剂	产量（吨）	103.97	121.03	117.40
	产能利用率	69.31%	80.69%	78.27%
	产能（吨/年）			

资料来源：公司提供

表 9 公司主要制剂产品的产能、产量和产能利用率情况

产品	项目	2014 年	2013 年	2012 年
杀菌剂	产能（吨/年）	2,197.38	2,055.41	1,881.27
	产量（吨）	2,394.06	1,971.87	2,082.09
	产能利用率	108.95%	95.94%	110.67%
除草剂	产能（吨/年）	16,681.40	11,598.04	7,799.14
	产量（吨）	13,519.86	12,219.22	7,577.27
	产能利用率	81.05%	105.36%	97.16%
杀虫剂	产能（吨/年）	5,904.89	2,031.15	2,183.65
	产量（吨）	5,645.23	1,999.46	2,155.85
	产能利用率	95.60%	98.44%	98.73%
调节剂	产能（吨/年）	370.30	176.46	186.42
	产量（吨）	313.19	75.80	94.29
	产能利用率	84.58%	42.96%	50.58%

资料来源：公司提供

公司产品所需原材料供应较为稳定，得益于定制生产模式，公司毛利水平受原材料价格波动的影响较小；同时，产业链整合的战略规划及合理的采购模式，有效降低了公司原材料采购成本，原材料占生产成本的比重逐年降低

从成本结构来看，原材料采购成本在产品成本中占比约在80%-85%，人工成本占比在5%左右，其余为制造费用。公司产品的原材料主要为黄磷、液氯等无机原料和甲醇、三苯等标准化的基础化工产品，我国基础化工产品市场供应充足，市场极为分散，约有17,000多家精细化工企业，激烈的竞争使得基础化工行业的议价能力较低，农药产品产业链上游

较为稳定。公司主要从国内贸易商处采购原料，直接进口占比仅为5%。因所需原材料品种较多，供应商超过1,000多家。在结算方式上，除少量催化剂因属于关键性原材料，需支付一定比例的预付款外，大部分供应商会向公司提供约1-3个月的信用期。对于大部分原材料，公司均采用多家供应商采购制度，以防止单一供应商一家独大，同时公司每年都会对供应商进行综合评估，淘汰一定比例的供应商，以确保原材料质量。

在采购计划的安排方面，公司在确保生产用料的基础上，根据对化工品价格走势的判断来调节原材料库存。基础化工品的价格易受原油价格变化影响，近年来原油价格波动较为频繁，加大了农药生产企业对原材料价格的判断难度，从而加剧企业的经营风险。但由于公司大部分产品销售采取成本加成定价模式（即按产品单位成本加上一定比例的利润制定产品价格的方法），能够有效地将成本上升的压力传导至下游客户。易受原材料价格波动影响的主要是销往国内的制剂产品，但这部分产品在销售收入中占比较低，总体上看，原材料价格波动对于公司产品的毛利率水平影响较为有限。

表 10 公司近年来前五大原材料供应商情况（单位：万元）

年度	序号	前五大供应商	主要原材料	采购金额	占采购额比重
2015 年 1-3 月	1	江苏春晓医药化工科技有限公司	环化物	1,717.64	3.21%
	2	泰兴市宏阳化工有限公司	功夫酸	1,707.52	3.19%
	3	连云港朗轩化工有限公司	苯氧乙酸	1,233.22	2.30%
	4	BASF JAPAN LTD	1,4-萘醌	1,225.40	2.29%
	5	江苏三吉利化工股份有限公司	邻苯二酚	1,188.00	2.22%
		合计		7,071.78	13.22%
2014 年	1	连云港朗轩化工有限公司	苯氧乙酸	5,266.96	2.68%
	2	BASF JAPAN LTD	1,4-萘醌	4,616.14	2.35%
	3	上海博润石化科技发展有限公司	贲酯、二氯乙烷	3,810.28	1.94%
	4	南通天泽化工有限公司	贲亭酸甲酯	3,285.91	1.67%
	5	张家港保税区三林国际贸易有限公司	贲酚	2,928.04	1.49%
		合计		19,907.33	10.14%

资料来源：公司提供

2012-2015年3月，公司生产成本中原材料所占比重分别为86.08%、82.20%、80.77%和79.31%，呈逐年下降趋势，主要原因一方面系公司积极落实投资发展战略规划，近三年来以投资设立、企业合并或收购等方式大力整合产业链上下游企业，通过产业链延伸提高了中间体的自给能力，有效的降低了生产成本；另一方面由于公司对于大宗用量、市场价格存在波动的原材料，实行淡季采购和战略合作采购相结合的采购模式，有效降低了原材料采购成本。

受劳动力市场人工成本总体呈上涨趋势以及公司提高员工福利的影响，人工成本占产品成本的比重逐年上升。近几年，由于新建首发募投项目、自筹资金进行扩产和技改，以及并购子公司等，公司固定资产大幅增加，固定资产折旧增速高于收入的增长幅度，制造费用占产品成本的比重也呈逐年上升趋势。

表 11 公司生产成本构成情况表（单位：万元）

项目	2015 年 1-3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
农药：								
原材料	38,360.84	79.31%	136,329.10	80.77%	124,687.73	82.20%	107,891.01	86.08%
直接人工	2,846.79	5.89%	9,603.97	5.69%	7,736.10	5.10%	3,514.06	2.80%
制造费用	7,160.27	14.80%	22,853.73	13.54%	19,264.41	12.70%	13,937.74	11.12%
合计	48,367.90	100%	168,786.80	100%	151,688.23	100%	125,342.81	100%
其他：								
原材料	2,726.25	91.05%	9,428.97	94.55%	1,632.95	86.21%	58.59	87.37%
直接人工	28.04	0.94%	118.62	1.19%	57.20	3.02%	1.90	2.84%
制造费用	239.86	8.01%	425.18	4.26%	204.00	10.77%	6.56	9.79%
合计	2,994.15	100%	9,972.77	100%	1,894.15	100%	67.05	100%

资料来源：公司提供

随着生产规模的扩大及营销渠道的拓展，公司销量快速增长；由于出口规模较大，公司面临一定的汇率风险和贸易政策变动风险；公司内销区域集中度较高，若主要销售区域发生自然灾害，粮食减产，会对公司农药产品需求造成一定影响

从销售区域来看，公司农药产品通过国内市场和国际市场共同销售，2014年内销和出口在主营业务收入中的占比分别为63.04%和36.96%。但公司内销的产品中部分是委托贸易公司对外出口，实际来自于海外的终端客户占比在60%以上。

出口方面，公司农药产品主要销往欧洲、美洲和亚洲，且以原药出口为主，制剂占比较小。销售客户主要为国际知名的农药化工巨头企业，信誉度较好，账款回收较有保障。在合作模式上，需定制生产的客户一般会在上年末制定全年采购计划，提前3个月向公司下单，公司根据客户要求将货物发往其全球的农药制剂生产基地，一般采用月结的方式；其余外销客户则以3个月的远期信用证结算为主。

公司产品出口规模较大，存在一定的汇率风险，公司主要以押汇贷款、远期结售汇等方式提前锁定外汇价格的变动。在贸易政策方面，海外市场所在国家的政治环境、贸易法

规、关税水平及非关税贸易壁垒、相关行业景气程度以及一些突发性国际事件，都可能对公司的销售造成一定影响。此外，公司享受国家对于生产企业出口货物增值税“免、抵、退”的税收优惠政策。如果国家下调相关产品的出口退税率，公司的国际市场竞争力和经营业绩将在一定程度上受到削弱。

表 12 公司近三年主营业务收入区域构成（单位：万元）

区域	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
内销	42,390.06	143,674.96	109,740.25	103,696.27
其中：委托出口	16,893.44	54,851.59	41,528.67	41,236.50
外销	23,650.66	95,939.58	96,961.49	60,800.93
合计	66,040.72	239,614.55	206,701.74	164,497.20

资料来源：公司提供

内销方面，以制剂产品为主，公司主要销售客户为贸易商、乡镇一级或者县一级批发商，而零售商等终端客户占比较小。2014年公司进军电子商务领域，投资农药电子商务平台农一网，以实现内销模式的创新，但由于农一网运营时间较短，目前对公司内销的影响较小。公司内销客户中，北京颖泰嘉和生物科技有限公司（以下简称“颖泰科技”）与公司合作时间较长，且每年的交易规模占比较大，为公司内销的第一大客户，公司向其提供2-3个月的信用期，其余内销客户均采用款到发货的结算方式。公司近年来加大了在营销渠道的拓展方面的投入力度，除利用上市募集资金加大对上海营销中心的投资外，在哈尔滨、福建、广西和西安等地设立了销售处，负责东北、东南、西南和西北市场的开拓。除西藏外，公司已完成了全国销售区域的覆盖，但目前国内的销售额仍主要来源于华东、华中和华北地区，由上海营销中心负责，以上三个地区销售占比超过65%，区域集中度较高。若上述主要销售区域发生自然灾害，粮食减产，则会对公司农药产品销售造成一定影响。

表 13 公司近年来前五大客户情况（单位：万元）

年度	序号	客户名称	销售金额	占主营收入比重
2015年 1-3月	1	BASFSE/BASFAGRO.B.V.	8,840.97	13.39%
	2	北京颖泰嘉和生物科技有限公司	8,122.49	12.30%
	3	FMCAgriculturalProductsIntlAG	6,016.12	9.11%
	4	ADAMAIrvidaN.V.	1,918.72	2.91%
	5	中粮面业（海宁）有限公司	1,601.56	2.43%
		合计	26,499.87	40.13%
2014年	1	BASFSE/BASFAGRO.B.V.	44,204.86	18.45%
	2	北京颖泰嘉和生物科技有限公司	21,842.72	9.12%
	3	FMCAgriculturalProductsIntlAG	18,120.27	7.56%

4	江苏中汇进出口有限公司	5,805.77	2.42%
5	CheminovaA/S	4,349.23	1.82%
合计		94,322.84	39.36%

资料来源：公司提供

公司在建拟建项目较多，后续投资规模较大，同时仓储项目建成后需投入大量营运资本，资金压力上升

近年来，公司经营状况良好，通过自身积累和多种融资渠道获得了发展所需的大量资金，因而投资规模迅速扩张。为维持公司原药产品在细分市场的竞争优势以及发展制剂产品，公司加快了技术改造和扩大产能的投资步伐，包括盐城科菲特车间技改项目、二氟蒽醌车间（扩能）、年产13,000吨农药制剂加工项目和募投项目等。中间体投资方面，公司主要通过合并和新设子公司的方式增加产能。整体上看，公司产能扩张较快，若市场无法消化新增产能，则存在一定的产能闲置风险。

此外，公司投资新建50万立方化工仓储物流项目（以下简称“仓储项目”），罐区的总储存量为500,000立方米，周转能力为488万吨/年。项目一期规划30.8万立方，预计投资1.9亿元，该项目一期工程已接近完工。项目除满足公司自身储存需要外，其余场地公司拟用于化工品和油品的贸易业务。项目位于大丰海洋经济开发区二期码头物流园区，凭借依托国家一类开放口岸，即将建成通车的沿海高等级公司将贯穿沿黄海的化工园区等优势，建成后将成为江苏苏北沿海地区大型化工仓储基地，有望成为公司新的利润增长点。但化工品和油品价值较高，存货环节将沉淀大量的资金，从而导致公司的流动资金压力显著上升，公司发行本期债券所募集的部分资金将用作仓储项目的营运资本。此外，化工品和油品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，可能为公司带来较大的经营风险。

整体来看，公司扩张速度较快，在建拟建项目较多，总投资额213,154.00万元，目前已投资89,732.78万元，尚有123,421.22万元的后续投资需求，同时仓储项目建成后需投入大量营运资本，公司计划先使用4万立方储能（年储运规模24万立方），采用自营模式经营化工品的仓储物流业务。1立方米储存量约能储存0.7吨化学品，按每吨化学品8,000元的价值计算，公司仓储物流自营业务营运资金缺口为22,400.00万元，资金压力上升。

表 14 截至 2014 年末公司主要在建拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	施工进度	总投资	已投资	尚需投资
储运仓储物流建设项目	94.76%	19,000.00	18,004.40	995.60
华通车间项目	92.42%	18,000.00	16,635.60	1,364.40
盐城科菲特车间技改项目	84.81%	9,750.00	8,268.98	1,481.02
上海焦点项目	22.87%	28,180.00	6,444.77	21,735.23

五环项目	56.36%	7,500.00	4,227.00	3,273.00
辉丰置业城北新区 226 省道地块	52.87%	7,000.00	3,700.90	3,299.10
原药技改项目	83.73%	2,500.00	2,093.25	406.75
年产 13,000 吨农药制剂加工项目	75.00%	18,665.00	13,998.75	4,666.25
江苏拜克项目	87.08%	5,340.00	4,650.07	689.93
二氧蒽酮车间（扩能）	99.00%	2,850.00	2,821.50	28.50
连云港拜克对腈车间改造项目	90.41%	750.00	678.08	71.92
固废处理装置	42.45%	1,497.00	635.48	861.52
F052（B70）项目	94.00%	2,600.00	2,444.00	156.00
C30 车间	65.00%	6,000.00	3,900.00	2,100.00
污水处理二期	82.00%	1,500.00	1,230.00	270.00
年产 5000 吨草铵膦原药生产线项目	0.00%	68,622.00	0.00	68,622.00
年产 1000 吨抗倒酯原药生产线技改项目	0.00%	6,550.00	0.00	6,550.00
年产 2000 吨甲氧虫酰肼原药生产线项目	0.00%	6,850.00	0.00	6,850.00
合计	-	213,154.00	89,732.78	123,421.22

资料来源：公司提供

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2012-2014年审计报告及2015年3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况如下表：

表 15 2012-2014 年纳入合并报表范围子公司的变动情况（单位：万元）

2012-2014 年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	纳入合并年份	注册资本	持股比例	合并方式
江苏辉丰置业有限公司	2012	2,280.00	100.00%	出资设立
HUIFENG LIMITED	2012	50.00 (港币)	100.00%	出资设立
Huifeng International USA INC	2012	500.00 (美元)	100.00%	出资设立
盐城新宇辉丰环保科技有限公司	2012	6600.00 (港币)	51.00%	出资设立
连云港五环化工有限公司	2012	3,500.00	91.00%	出资设立
江苏辉丰生物技术有限公司	2012	1,000.00	70.00%	出资设立
新疆辉丰生物技术有限公司	2013	500.00	51.00%	出资设立
江苏焦点农业科技有限公司	2013	3,098.00	51.00%	增资扩股
农一电子商务（北京）有限公司	2014	2,000.00	50.00%	出资设立

江苏嘉隆化工有限公司	2014	6,200.00	53.25%	收购
明进纳米新材料有限公司	2014	3,800.00	65.00%	收购

2012-2014 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	不再纳入合并年份	注册资本	持股比例	不再纳入合并报表的原因
盐城新宇辉丰环保科技有限公司	2013	6600.00 (港币)	35.00%	股权转让

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

资产结构与质量

随着业务的快速发展和募集资金的到位，公司资产规模快速增长；公司资产结构较为合理，整体质量较好，但存货规模较大，存在一定跌价风险

近年来，公司业务发展势头良好，资产规模快速增长，2012年-2014年公司总资产的年复合增长率为22.08%，截止2015年3月末公司总资产为59.15亿元，较2012年末增长92.94%。从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产占比大体相当，2015年3月末，公司流动资产占总资产的比重为52.25%，非流动资产占比为47.75%。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2015 年 3 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	15.24	25.76%	4.95	10.71%	7.64	20.05%	8.04	26.21%
应收账款	4.22	7.14%	4.64	10.03%	3.94	10.34%	3.25	10.59%
存货	9.04	15.29%	8.33	18.02%	6.14	16.11%	5.31	17.33%
流动资产合计	30.91	52.25%	20.21	43.71%	19.23	50.45%	18.42	60.08%
固定资产	14.29	24.17%	14.46	31.27%	10.47	27.47%	7.68	25.04%
在建工程	7.95	13.44%	6.19	13.40%	4.87	12.79%	1.77	5.76%
无形资产	3.52	5.95%	3.48	7.53%	2.17	5.70%	1.89	6.18%
非流动资产合计	28.25	47.75%	26.02	56.29%	18.89	49.55%	12.24	39.92%
资产总计	59.15	100.00%	46.24	100.00%	38.12	100.00%	30.66	100.00%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。2012-2014年末，公司货币资金余额占流动资产的比例持续下降，主要系2010年公司首发募集资金净额11.42亿元到位后，按计划投资建设募投项目，对固定资产或在建工程持续投入所致。2015年3月末，公司货币资金为15.24亿元，其中使用受限的其他货币资金为3.12亿元，主要为银行承兑汇票的保证金、借款保证金以及少量履约保证金；公司货币资金较上年末大幅增长207.86%，主要系2015年3月配股实施完毕，募集资金净额9.85亿元到账所致。随着产销规模的迅速扩大，公司应收账款也保持较快增长，2012-2014年末应收账款的年复合增长率为19.47%，与同期

公司营业收入年复合增长率基本保持一致（2012-2014年公司营业收入的年复合增长率为20.71%）。2014年末公司应收账款余额为4.64亿元，其中应收账款前五大客户合计占比为41.72%，集中度较高，考虑到公司的客户主要为大型农化跨国公司及国内专业贸易公司，公司应收账款回收风险较小；从账龄看，1年以内的应收账款占比为92.56%，应收账款结构相对稳定且质量较好。公司近年来存货增幅较大，2012-2014年末公司存货的年复合增长率为25.21%，主要原因包括以下几方面：一、随着公司生产规模的扩大，原材料、在产品和库存商品等增加；二、报告期内新增了多家子公司，财务报表合并范围扩大，存货账面价值也相应增加；三、为应对原材料价格波动，公司采用淡季采购与战略合作相结合的采购模式，原材料储备量较大；四、为满足客户需求和市场竞争，公司适时调整产品销售策略，保证一定的产成品库存。截至2015年3月末，公司存货余额为9.04亿元，公司存货规模较大，存在一定的跌价风险。

表 17 公司 2012-2014 年存货构成情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
原材料	25,603.52	21,175.58	15,614.77
在产品	27,431.58	15,717.53	16,096.44
库存商品	29,471.40	23,372.06	20,293.23
委托加工物资	88.73	370.44	364.77
包装物	506.05	748.29	686.27
低值易耗品	68.59	29.32	39.89
自制半成品	129.59	-	35.32
合计	83,299.47	61,413.23	53,130.69

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

2014年末，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，二者合计占固定资产的比例达90%以上。公司固定资产近年来保持较快增长，主要原因：一是公司部分首发募集资金投资项目、自筹资金投资的部分扩产和技改工程完工，达到预定可使用状态，由在建工程结转至固定资产；二是近年来公司并购了多家产业链上下游企业和同行业公司。公司在建工程主要为仍在建设中的首发募集资金投资项目、公司非募集资金投资的部分扩产和技改工程、新并购子公司原有在建工程等。随着在建工程的逐步结转，公司固定资产余额将不断增加。无形资产主要为公司经营场所的土地使用权。

整体来看，近年来公司资产规模快速增长，且资产结构较为合理，整体质量较好，但存货规模较大，存在一定跌价风险。此外，公司货币资金充裕，能对即期债务的偿付提供一定的保障。

资产运营效率

受公司存货规模大幅增长及部分产品产能扩张过快的影响，公司整体资产周转效率较往年有所下滑，目前处于较低水平

得益于公司一直以来高度重视客户的信用管理和应收账款的回款质量，公司应收账款周转天数近年来保持稳定，2012-2014年公司应收账款周转天数分别为59.16天、62.04天和63.56天，公司销售收入的大幅增长并未引起应收账款周转天数的大幅增长。受近年来公司存货规模大幅增长及公司所收购企业存货管理状况较差的影响，公司存货运营效率明显下降；2012-2014年公司存货周转天数分别为123.03天、133.05天和143.60天，呈现逐年上升趋势。近年来公司采购规模逐年扩大，同时公司在与供应商的合作中信誉良好，供应商给予公司的信用期也逐步增加；受此影响，公司应付账款周转天数呈逐年上升趋势，2012-2014年公司应付账款周转天数分别为63.35天、82.58天和94.42天。

表 18 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	63.56	62.04	59.16
存货周转天数	143.60	133.05	123.03
应付账款周转天数	94.42	82.58	63.35
净营业周期	112.74	112.50	118.83
流动资产周转天数	292.28	324.91	373.32
固定资产周转天数	184.72	156.61	137.13
总资产周转天数	625.07	593.50	587.19

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

2014年，在销售收入增长的带动下，公司流动资产周转天数同比分别减少了32.63天，流动资产周转效率有所改善，但整体来看，公司流动资产周转效率仍处于较低水平；主要系流动资产中存货规模较大，占用大量资金所致。受公司部分产品的产能扩张过快，部分产能存在闲置的影响，近年来公司固定资产周转天数和总资产周转天数呈上升趋势，2014年两项指标分别较上年增加28.11天和31.57天，公司固定资产和总资产周转效率不高。

盈利能力

得益于主导产品在细分市场的竞争优势，公司营业收入增长较快，综合毛利率维持在较高水平；同时，公司费用控制能力较好，整体盈利能力较强

得益于主导产品在细分市场的竞争优势，近年来公司主营业务快速发展，销售收入持续增长。2012-2014年公司营业收入的年复合增长率为20.71%，2014年公司实现营业收入

24.29亿元。2015年一季度公司营业收入继续保持了增长的态势，2015年1-3月公司实现营业收入6.63亿元，较上年同期增长40.91%。从毛利率水平看，公司传统优势产品杀菌剂毛利率水平较高且保持稳定，对公司综合毛利率水平起到了良好的支撑作用。同时，得益于公司定制生产的经营模式，公司产品的毛利水平受原材料价格波动的影响较小。近年来，公司综合毛利率保持稳定并维持在较高水平。在销售收入增长的推动下，营业利润和利润总额呈现出较快的增长势头。2012-2014年公司利润总额的年复合增长率为23.32%，2014年公司实现利润总额2.44亿元。

表 19 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
营业收入	66,340.94	242,906.91	208,584.54	166,715.75
营业利润	6,643.66	24,154.79	20,339.70	15,262.87
利润总额	6,689.09	24,443.15	20,253.19	16,073.50
净利润	5,379.75	19,585.28	16,308.85	13,158.91
综合毛利率	22.08%	25.32%	25.70%	23.67%
期间费用率	12.65%	15.14%	15.52%	13.93%
营业利润率	10.01%	9.94%	9.75%	9.16%
总资产回报率	-	7.06%	6.94%	6.82%
扣除非经常损益加权平均净资产收益率	-	10.26%	8.95%	6.52%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

随着公司销售规模的扩大，公司销售费用呈逐年上升趋势，2012-2014年公司销售费用的年均复合增长率为26.05%，2014年公司销售费用为0.74亿元。近年来公司生产规模不断扩大，各类扩产和技改项目投资较多，公司自有资金已经无法满足发展的需求，公司向银行举债规模逐年扩大，利息支出逐年提高，2012-2014年公司财务费用的年复合增长率为435.39%，2014年公司财务费用为0.48亿元。公司管理费用主要由管理人员薪酬、研发支出、办公费用和折旧费用等构成，近年来公司管理费用规模一直较大，2012-2014年公司管理费用分别为1.84亿元、2.38亿元和2.45亿元。公司管理费用规模较大的原因一方面系公司为巩固和提高研发实力，不断加大对新产品和新技术研发投入，2012-2014年公司研发投入分别为0.43亿元、0.55亿元和0.54亿元；另一方面系为加强管理和提升技术水平，近年来公司引进部分高级管理人员和核心技术人员，管理人员薪酬逐年增加。由于各项费用的增速与销售收入增速基本持平，公司期间费用率保持稳定。

整体来看，公司主导产品在细分市场上具备一定的竞争力，营业收入增长较快，毛利水平维持在较高水平。同时，公司费用控制能力较好，整体盈利能力较强。

现金流

公司通过自身经营活动获取现金的能力较强；受扩张速度较快的影响，投资性支出规模较大，公司存在一定的资金压力

公司通过扩大销售规模实现了盈利的增长，经营效益良好。公司保持了较强的经营活动现金生成能力，FFO不断增长，2012-2014年公司FFO年复合增长率为30.80%，2014年达到4.05亿元。随着公司的生产经营规模不断扩大，近年来公司经营活动现金流入与流出规模逐年扩大。但产销量的增长使得存货也随之大幅增加，营运资本占用资金规模较大；受此影响，近年来公司经营性现金流量波动较大，2012-2014年公司经营性现金流净额分别为-0.78亿元、2.81亿元和1.48亿元。

从投资活动看，公司目前仍处于扩张阶段，近年来公司为扩大生产经营规模，购置厂房及设备的投资性支出较多，同时兼并和新设了部分农药中间体生产企业，导致公司投资活动现金流呈净流出状态。2012-2014年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为3.80亿元、5.14亿元和5.47亿元。由于投资支出规模较大，为缓解公司资金压力，2013-2014年公司回收了较大规模以前年度购买的理财产品和定期存款，投资活动现金净流出金额较2012年度大幅减少。

由于经营活动产生现金流无法满足投资活动需求，公司筹资活动现金流近年一直处于净流入状态。公司目前筹资活动现金主要通过银行借款取得，2012-2014年公司筹资活动产生现金流净额分别净流入分别为2.47亿元、0.52亿元和2.08亿元。

整体来看，公司通过自身经营活动获取现金的能力较强，但受扩张速度较快的影响，投资性支出规模较大，公司存在一定的资金压力。

表 20 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	19,585.28	16,308.85	13,158.91
非付现费用	15,267.05	11,676.63	8,714.05
非经营损益	5,672.14	4,050.75	1,812.75
FFO	40,524.47	32,036.23	23,685.71
营运资本变化	-26,329.99	-5,014.31	-32,600.88
其中：存货减少（减：增加）	-17,295.06	-7,154.43	-19,484.18
经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,481.67	-1,402.58	-24,411.46
经营性应付项目的增加（减：减少）	-4,553.26	3,542.70	11,294.76
经营活动产生的现金流量净额	14,838.30	28,089.01	-7,793.78
投资活动产生的现金流量净额	-39,608.89	-43,713.29	-73,706.34
筹资活动产生的现金流量净额	20,752.46	5,155.37	24,659.76
现金及现金等价物净增加额	-4,753.83	-11,189.41	-56,946.16

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平尚可，但短期有息债务规模较大，面临较大的即期偿付压力，公司债务结构有待改善

得益于公司近年的经营积累，公司所有者权益保持稳步增长，2012-2014年复合增长率为9.63%，2015年由于配股成功，公司所有者权益大幅增长，截至2015年3月末，公司所有者权益为33.78亿元，较上年末增长45.47%。同时，公司负债总额也保持快速增长，2012-2014年复合增长率为42.47%，截至2015年3月末，公司负债总额为25.37亿元，公司负债与所有者权益比率为75.12%，较2014年末大幅下降24.00个百分点，所有者权益对负债的保障处于较好水平。

表 21 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年3月	2014年	2013年	2012年
负债总额	253,746.82	230,151.39	179,698.38	113,391.59
所有者权益	337,777.70	232,203.03	201,472.56	193,192.08
负债与所有者权益比率	75.12%	99.12%	89.19%	58.69%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

公司负债主要由流动负债构成，近年来流动负债占公司债务总额的比例保持在95%以上，截至2015年3月末，流动负债占负债总额的比例为98.16%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收账款和其他应付款等构成。由于近年来公司主要通过银行借款获得经营发展所需资金，公司短期借款规模增长迅速，2012-2014年末复合增长率为55.84%，截至2015年3月末，公司短期借款规模为13.01亿元。公司应付票据均为银行承兑汇票，近年来一直保持较大规模，主要系公司经营规模扩大后采购付款采用票据结算的金额相应增加所致。公司应付账款主要为应付当期采购货款和项目工程款；受公司经营规模不断扩大的影响，近年来应付账款保持较快增长，截至2015年3月末，公司应付账款余额为5.11亿元。公司预收账款主要为预收销售客户的货款，截至2015年3月末，公司预收账款余额为0.80亿元。公司其他应付款主要由应付暂收款、押金保证金和应付技术服务费的构成，近年来增长较快，截至2015年3月末，公司其他应付款余额为1.67亿元。

表 22 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2015年3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	13.01	51.27%	11.53	50.08%	7.25	40.34%	4.75	41.85%
应付票据	3.65	14.37%	2.80	12.17%	4.30	23.95%	2.61	23.01%
应付账款	5.11	20.12%	5.19	22.56%	4.32	24.05%	2.79	24.59%

预收款项	0.80	3.14%	0.93	4.02%	0.46	2.59%	0.29	2.57%
其他应付款	1.67	6.57%	1.42	6.16%	0.50	2.80%	0.30	2.68%
流动负债合计	24.91	98.16%	22.55	97.96%	17.47	97.24%	11.09	97.76%
递延收益	0.34	1.33%	0.34	1.48%	0.29	1.59%	-	-
非流动负债合计	0.47	1.84%	0.47	2.04%	0.50	2.76%	0.25	2.24%
负债合计	25.37	100.00%	23.02	100.00%	17.97	100.00%	11.34	100.00%
其中：有息债务	16.67	65.69%	14.34	62.31%	11.57	64.38%	7.37	65.00%

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

从公司有息债务偿还期限分布看，2015 年公司有息债务偿还规模为 16.67 亿元，存在较大的即期偿付压力。

从公司的主要偿债指标看，2012-2014 年末公司资产负债率分别为 36.99%、47.14% 和 49.78%，公司资产负债率水平尚可，但呈逐年上升态势；公司流动比率和速动比率表现一般，且呈逐年下滑态势，流动资产对流动负债保障能力逐年削弱。2015 年 3 月末公司以上指标较上年末均有所提升，主要系配股实施完毕，公司货币资金大幅增加所致。公司 EBITDA 保障倍数表现良好，2012-2014 年分别为 10.70、9.66 和 7.38，对公司利息支出的保障程度较高；但受有息负债规模逐年扩大的影响，公司 EBITDA 保障倍数呈下降趋势。

整体来看，公司整体负债水平尚可，但短期有息债务占比过高，债务结构有待改善。公司拟通过发行债券等方式来获得经营发展所需资金，未来公司债务水平将呈上升趋势。

表 23 公司主要偿债能力指标

指标名称	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
资产负债率	42.90%	49.78%	47.14%	36.99%
流动比率	1.24	0.90	1.10	1.66
速动比率	0.88	0.53	0.75	1.18
EBITDA (万元)	-	43,934.92	34,836.59	26,369.11
EBITDA 利息保障倍数	-	7.38	9.66	10.70
有息债务/EBITDA	-	3.26	3.32	2.80

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

八、本期债券偿还保障分析

本期债券未来偿债资金将来源于公司日常生产经营所产生的现金收入，并以公司的日常营运资金为保障。

公司收入主要来源于农药产品的生产、销售业务，近年来公司营业收入保持较快增长，2012-2014 年复合增长率为 20.71%。由于公司经营模式以定制生产为主，公司盈利水平保持

稳定，净利润随营业收入的扩大保持较快增长；2012-2014年公司分别实现净利润1.32亿元、1.63亿元和1.96亿元。同时，公司保持了较强的经营活动现金生成能力，FFO不断增长，但受存货规模较大影响，公司经营性现金流存在一定的波动性，2012-2014年公司的经营活动现金流净额分别为-0.78亿元、2.81亿元和1.48亿元，公司近三年累计经营活动现金流净额为3.51亿元，总体表现较好。此外，本期债券募投项目达产后，将进一步完善公司的产品种类，并带来较好的经济效益。整体来看，公司较强的盈利能力和较好的经营活动现金流表现能为本期债券的偿付提供较强的保障。

同时，本期债券为可转换债券，本期在债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
货币资金	152,383.69	49,497.01	76,419.47	80,357.02
应收票据	2,270.51	2,958.18	575.20	858.57
应收账款	42,223.31	46,357.70	39,410.20	32,477.59
预付款项	10,549.06	7,414.31	4,835.63	8,210.90
应收利息	369.02	273.23	365.39	439.20
其他应收款	5,686.35	3,606.19	1,962.26	2,738.91
存货	90,428.23	83,299.47	61,413.23	53,130.69
划分为持有待售的资产	734.34	734.34	-	-
其他流动资产	4,417.58	7,971.08	7,333.23	5,981.54
流动资产合计	309,062.07	202,111.50	192,314.61	184,194.41
可供出售金融资产	1,490.63	1,490.63	1,270.88	-
长期股权投资	4,113.18	3,995.20	3,800.10	1,465.93
固定资产	142,943.70	144,569.14	104,706.06	76,776.87
在建工程	79,529.20	61,945.53	48,743.38	17,668.61
工程物资	1,448.14	1,714.60	1,435.76	981.83
无形资产	35,211.30	34,804.40	21,708.10	18,947.50
开发支出	2,246.34	2,100.57	668.63	-
商誉	4,948.97	3,981.18	1,301.49	987.81
长期待摊费用	236.14	262.50	380.84	422.25
递延所得税资产	2,457.12	2,429.99	1,176.20	850.50
其他非流动资产	7,837.73	2,949.18	3,664.89	4,287.96
非流动资产合计	282,462.44	260,242.92	188,856.33	122,389.26
资产总计	591,524.51	462,354.43	381,170.94	306,583.67
短期借款	130,088.76	115,250.67	72,495.69	47,456.02
应付票据	36,469.72	28,016.76	43,042.31	26,095.50
应付账款	51,057.68	51,925.30	43,222.53	27,877.52
预收款项	7,957.19	9,262.99	4,649.92	2,910.27
应付职工薪酬	3,354.00	3,959.63	2,248.42	1,752.14
应交税费	1,509.29	1,363.35	2,264.77	1,658.64
应付利息	463.57	233.85	182.96	66.91
其他应付款	16,677.90	14,171.00	5,028.04	3,037.35
一年内到期的非流动负债	770.39	770.39	1,036.42	-
其他流动负债	737.96	500.00	500.00	-
流动负债合计	249,086.44	225,453.94	174,740.68	110,854.35

长期应付款	139.35	141.39	149.55	157.71
递延收益	3,363.35	3,396.12	2,861.79	-
递延所得税负债	380.36	382.63	391.73	400.86
其他非流动负债	777.32	777.32	1,554.63	1,978.68
非流动负债合计	4,660.38	4,697.46	4,957.70	2,537.24
负债合计	253,746.82	230,151.39	179,698.38	113,391.59
股本	39,670.40	31,855.01	24,504.75	16,341.50
资本公积	191,491.73	100,778.80	107,720.90	114,866.81
减：库存股	1,547.70	1,547.70	2,591.05	-
其他综合收益（外币报表折算差额）	-259.49	-270.60	-235.92	-39.81
专项储备	296.64	243.04	11.76	-
盈余公积	8,740.79	8,740.79	6,406.10	4,866.85
未分配利润	68,356.60	63,037.71	48,553.73	38,708.30
归属于母公司所有者权益合计	306,748.98	202,837.04	184,370.28	172,114.09
少数股东权益	31,028.72	29,365.99	17,102.28	2.10
所有者权益合计	337,777.70	232,203.03	201,472.56	193,192.08
负债和所有者权益总计	591,524.51	462,354.43	381,170.94	306,583.67

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	66,340.94	242,906.91	208,584.54	166,715.75
其中：营业收入	66,340.94	242,906.91	208,584.54	166,715.75
二、营业总成本	59,817.21	219,536.43	188,298.31	151,526.98
其中：营业成本	51,691.68	181,393.90	154,968.74	127,254.73
营业税金及附加	30.27	263.80	262.65	172.74
销售费用	1,629.07	7,424.45	7,016.92	4,672.61
管理费用	5,995.40	24,534.77	23,803.55	18,375.86
财务费用	769.13	4,816.25	1,545.96	168.02
资产减值损失	-298.34	1,103.25	700.49	-883.01
加：投资收益（损失以“-”号填列）	119.93	784.30	53.47	74.10
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	812.58	-9.32	59.91
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	6,643.66	24,154.79	20,339.70	15,262.87
加：营业外收入	236.76	1,214.82	687.19	1,063.22
其中：非流动资产处置利得	-	34.20	33.05	-
减：营业外支出	191.33	926.47	773.70	252.59
其中：非流动资产处置损失	-	196.42	104.56	9.09
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,689.09	24,443.15	20,253.19	16,073.50
减：所得税费用	1,309.34	4,857.86	3,944.34	2,914.59
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	5,379.75	19,585.28	16,308.85	13,158.91
其中：被合并方在合并前实现的净利润	-	-	-	2,552.05
归属于母公司所有者的净利润	5,318.89	20,126.68	16,313.96	11,554.03
少数股东损益	60.86	-541.40	-5.11	1,604.88
六、其他综合收益的税后净额	11.11	-34.68	-196.10	-39.81
外币财务报表折算差额	11.11	-34.68	-196.10	-39.81
七、综合收益总额	5,390.86	19,550.60	16,112.74	13,119.10
归属于母公司所有者的综合收益总额	5,330.00	20,092.00	16,117.85	11,514.22
归属于少数股东的综合收益总额	60.86	-541.40	-5.11	1,604.88
八、每股收益：				
（一）基本每股收益（元/股）	0.15	0.63	0.51	0.36
（二）稀释每股收益（元/股）	0.15	0.63	0.51	0.36

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

附录三-1 合并现金流量表 (单位: 万元)

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012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	55,450.32	234,229.57	172,417.50	130,291.00
收到的税费返还	2,468.57	7,445.70	5,640.51	3,690.57
收到其他与经营活动有关的现金	4,368.67	27,361.53	17,105.80	6,903.30
经营活动现金流入小计	62,287.56	269,036.81	195,163.82	140,884.86
购买商品、接受劳务支付的现金	41,371.99	183,242.43	111,683.78	102,805.64
支付给职工以及为职工支付的现金	7,520.28	25,763.02	18,599.15	15,321.22
支付的各项税费	1,932.28	9,122.94	5,615.24	5,723.38
支付其他与经营活动有关的现金	8,129.40	36,070.12	31,176.62	24,828.39
经营活动现金流出小计	58,953.95	254,198.51	167,074.80	148,678.64
经营活动产生的现金流量净额	3,333.61	14,838.30	28,089.01	-7,793.78
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	21,274.53	40,672.00	35,337.33	47.51
取得投资收益收到的现金	11.47	25.54	22.14	63.70
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	61.82	416.54	544.61	158.38
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	356.98	-
收到其他与投资活动有关的现金	7,283.26	28,244.65	35,720.59	1,304.85
投资活动现金流入小计	28,631.09	69,358.73	71,981.66	1,574.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	13,729.67	54,672.82	51,358.91	38,030.04
投资支付的现金	20,916.00	42,749.91	34,509.72	2,580.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	2,440.43	-	469.33
支付其他与投资活动有关的现金	5,901.53	9,104.46	29,826.32	34,201.41
投资活动现金流出小计	40,547.20	108,967.62	115,694.95	75,280.78
投资活动产生的现金流量净额	-11,916.11	-39,608.89	-43,713.29	-73,706.34
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	99,275.33	1,526.25	75.00	6,670.93
其中: 子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	1,526.25	75.00	4,041.38
取得借款收到的现金	57,838.72	229,350.78	137,868.47	111,481.75
收到其他与筹资活动有关的现金	7,276.80	16,000.00	6,580.74	5,570.00
筹资活动现金流入小计	164,390.85	246,877.03	144,524.20	123,722.68
偿还债务支付的现金	43,680.79	202,835.78	113,597.94	90,915.38
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,762.44	9,536.66	8,470.11	4,158.45
其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润	-	732.56	77.94	-

支付其他与筹资活动有关的现金	7,171.82	13,752.13	17,300.78	3,989.10
筹资活动现金流出小计	52,615.04	226,124.57	139,368.83	99,062.93
筹资活动产生的现金流量净额	111,775.81	20,752.46	5,155.37	24,659.76
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	325.79	-735.70	-720.51	-105.79
五、现金及现金等价物净增加额	103,519.10	-4,753.83	-11,189.41	-56,946.16
加：期初现金及现金等价物余额	17,653.72	22,407.55	33,596.97	90,543.13
六、期末现金及现金等价物余额	121,172.82	17,653.72	22,407.55	33,596.97

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	19,585.28	16,308.85	13,158.91
加：资产减值准备	1,103.25	700.49	883.01
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,101.33	9,921.19	6,441.43
无形资产摊销	787.70	747.16	1,080.45
长期待摊费用摊销	274.77	307.79	309.16
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）	162.22	71.51	-30.59
财务费用（收益以“-”号填列）	6,114.56	4,327.77	2,131.16
投资损失（收益以“-”号填列）	-784.30	-53.47	-74.10
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	188.76	-285.93	-114.11
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-9.10	-9.13	-99.61
存货的减少（增加以“-”号填列）	-17,295.06	-7,154.43	-19,484.18
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-4,481.67	-1,402.58	-24,411.46
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-4,553.26	3,542.70	11,294.76
其他	643.81	1,067.10	1,121.39
经营活动产生的现金流量净额	14,838.30	28,089.01	-7,793.78
1、不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：	-	-	-
2、现金及现金等价物净变动情况：	-	-	-
现金的期末余额	17,653.72	22,407.55	33,596.97
减：现金的期初余额	22,407.55	33,596.97	90,543.13
现金及现金等价物净增加额	-4,753.83	-11,189.41	-56,946.16

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 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
有息债务（万元）	166,697.83	143,408.82	115,687.55	73,709.23
资产负债率	42.90%	49.78%	47.14%	36.99%
流动比率	1.24	0.90	1.10	1.66
速动比率	0.88	0.53	0.75	1.18
综合毛利率	22.08%	25.32%	25.70%	23.67%
总资产回报率	-	7.06%	6.94%	6.82%
EBITDA（万元）	-	43,934.92	34,836.59	26,369.11
EBITDA 利息保障倍数	-	7.38	9.66	10.70

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年一季度未经审计财务报表

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%
	扣除非经常损益加权平均净资产收益率	扣除非经常性损益后的归属于公司普通股股东的净利润/加权平均净资产×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+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。

鹏元资信评估有限公司

信用等级通知书

鹏信评【2015】第 Z【173】号

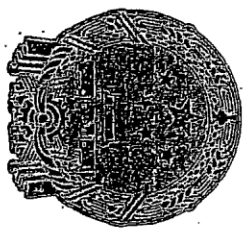
江苏辉丰农化股份有限公司：

受贵公司委托，鹏元资信评估有限公司从运营环境、经营竞争状况以及财务实力等方面对贵公司拟发行的 10.7 亿元可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 鹏元资信评估有限公司

业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 刘思源

注册地址: 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

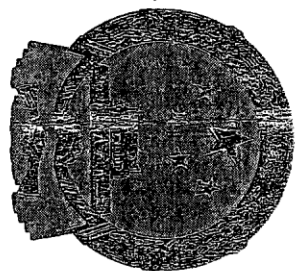
中国证券监督管理委员会(公章)

2008年2月26日

此复印件仅供

内部使用

再复印无效



企业法人营业执照 (副本)

注册号 440301103519856

名称 鹏元资信评估有限公司

企业类型 有限责任公司

住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

法定代表人 刘思源

成立日期 一九九三年三月十七日



登记机关

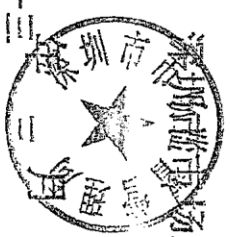
深圳市市场监督管理局

重要提示
1、经营范围：商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2、注册资本：深圳市实行有限责任公司注册资本认缴登记制度。
3、信息查询：商事主体经营范围、出资情况、营业期限和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他监管信息，请登录深圳市市场监督管理局网站：www.szcredit.com.cn 查询。

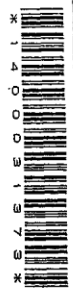
此复印件仅供
登记机关使用
再复印无效



二〇一三



十七日



X 1 4 0 0 0 3 1 3 7 3 *

中国证券业执业证书

执业注册记录



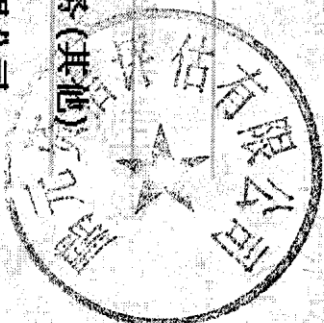
姓名: 毕柳

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 鹏元资信评估有限公司

编号: R0030212120003



证书取得日期 2012-12-21

证书有效截止日期 2016-12-31

此复印件仅供
鹏元资信评估有限公司
使用

2014年11月24日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

SAC 证券业从业人员资格考试 成绩合格证



赵婷, 证件号码:370602198502061029, 于2011年03月05日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011033103979101



此复印件仅供
辉丰石化股份有限公司使用
再复印无效

SAC 证券业从业人员资格考试 成绩合格证



赵婷, 证件号码:370602198502061029, 于2011年03月05日参加证券发行与承销考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息

2011033103979202

