

安徽省司尔特肥业股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)

2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

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

地址：深圳市深南大道 7008 号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【2017】跟踪第
【42】号 01

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日:

2019 年 10 月 22 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 刘书芸

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 2014 年公司债券（第一期）2017 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	2017 年 05 月 05 日	2016 年 04 月 11 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 2014 年 10 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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化肥销量继续保持增长；产能利用率维持高位，产能布局和产业链进一步完善；测土配方新型复合肥的研究和生产稳步推进以及环保监管加强利好大型复合肥厂商。同时我们也关注到化肥行业产能过剩依然严重，企业利润空间受到压缩；2016 年及 2017 年 1 季度公司主营业务盈利能力受产品价格下跌及期间费用增长影响小幅下滑；公司资产负债水平和短期偿债压力有所上升；大规模新增产能或存在一定消化风险以及健康产业发展存在一定经营和管理风险等风险因素。

正面:

- 产品销量保持增长。2016 年公司化肥总销售量达 163.63 万吨，同比增长 18.57%，其中氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的销量分别为 62.59 万吨、30.53 万吨和 70.51 万吨，分别同比增长 12.47%、42.93%和 15.61%，销售规模的持续增长为公司后续产能扩张提供一定保障。
- 产能利用率维持较高水平，产能布局和产业链进一步完善。截至 2016 年末，公司拥有 152 万吨复合肥产能和 75 万吨磷酸一铵产能，平均产能利用率为 113.91%（不含亳州新增 60 万吨产能），产能利用率继续维持较高水平；2016 年公司收购磷矿

开采企业贵州政立矿业有限公司（以下简称“贵州政立”）55%的股权，建成马尾山硫铁矿项目，产业链进一步完善。

- **环保监管力度加码，利好大型复合肥厂商；公司稳步推进测土配方新型复合肥的研究和生产。**2016 年国务院进一步批示了土壤污染问题，着重强调加强污染源监管，严格控制农药、化肥等农资物品的用法用量，鼓励农户增施有机肥，技术落后产能的生存空间压缩，研发实力及资源整合能力较强的大型复合肥企业将从中获益。2016 年公司继续推进测土配方新型复合肥的研究工作，并计划在江西建设年产 40 万吨的新型复合肥生产线。

关注：

- **化肥行业产能过剩严重，叠加生产要素价格上涨压力，压缩企业利润空间。**目前化肥行业产能依然过剩严重，其中氮肥过剩约 40%，磷肥过剩约 60%，复合肥也有所过剩，叠加煤炭、电费、气费、运费等生产要素价格上涨压力，企业获利空间被进一步压缩。
- **受产品价格下跌，生产要素价格上升，以及期间费用增长影响，营业收入、主要产品毛利率以及主营业务盈利能力有所下滑。**2016 年公司主营产品氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵销售均价同比分别下降 17.02%、21.55%和 27.94%，使得同期营业收入同比下降 5.24%，叠加期间费用同比增长 2.55%的不利影响，2016 年公司营业利润同比下滑 14.07%，营业利润率为 7.80%，同比下降 0.80 个百分点，2017 年 1 季度进一步下滑至 5.49%，主营业务获利能力小幅下滑。
- **资产负债水平有所上升，面临一定短期偿债压力。**2016 年末公司资产负债率上升至 31.80%，负债增长主要系票据结算增加导致的流动负债增长，流动比率和速动比率同比下降，年末短期有息负债合计 4.12 亿元，同比增长 199.09%。
- **公司新增及在建产能较多，或存在一定消化风险。**2016 年公司新增亳州 60 万吨复合肥产能，此外在建扩能项目包括宣城年产 90 万吨复合肥项目（一期 30 万吨/年）和江西吉安市年产 40 万吨复合肥项目，考虑到目前化肥行业产能过剩依然严重，公司新增产能或存在一定消化风险。
- **健康产业发展存在一定风险。**公司目前积极拓展健康产业，但其在医疗健康领域的经验较少，且主要依托外部经营团队以及资源，存在一定的市场风险和管理风险。

主要财务指标：

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	481,459.82	474,863.93	410,567.46	337,941.63
所有者权益合计（万元）	327,313.13	323,851.64	301,188.26	176,675.84
有息债务（万元）	102,140.19	100,874.92	73,338.36	118,767.00
资产负债率	32.02%	31.80%	26.64%	47.72%
流动比率	2.96	3.07	5.06	1.67
速动比率	2.23	2.54	3.46	1.06
营业收入（万元）	48,743.11	281,810.07	297,385.68	237,836.21
营业利润（万元）	2,676.95	21,987.60	25,588.62	14,787.37
利润总额（万元）	4,100.95	28,292.87	27,713.20	16,992.58
综合毛利率	22.59%	18.59%	18.59%	17.31%
总资产回报率	-	7.30%	8.86%	7.14%
EBITDA（万元）	-	43,689.31	43,315.31	30,975.38
EBITDA 利息保障倍数	-	10.80	7.97	6.70
经营活动现金流净额（万元）	-25,061.00	59,143.57	42,818.86	3,184.03

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，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2014年10月22日发行公司债券，发行规模为3亿元，期限为5年，票面利率为6.50%。

本期债券的起息日为2014年10月22日，单利按年计息，到期一次还本。本期债券的票面利率在存续期限的前3年内固定不变，公司在本期债券存续期的第3年末有上调后2年票面利率选择权。在公司做出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择将其持有的本期债券全部或部分回售给公司，未被回售部分债券在其存续期限后2年票面利率固定不变。

截至2016年12月31日，本期债券本息兑付情况如下：

表1 截至2016年12月31日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年10月22日	-	1,950	30,000
2016年10月22日	-	1,950	30,000
合计	-	3,900	-

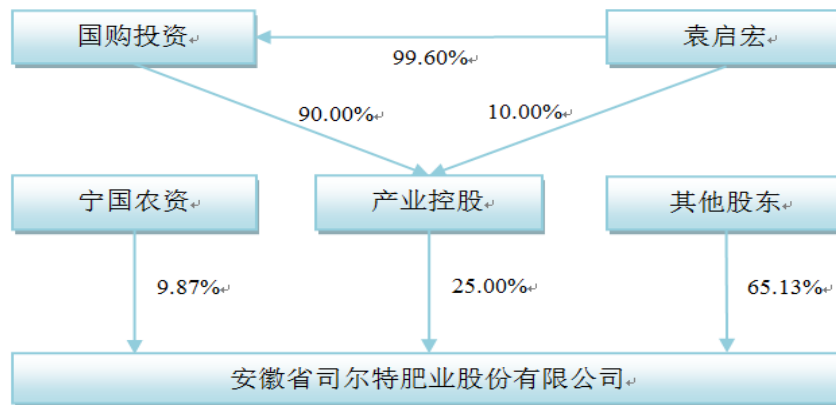
资料来源：公司公告

本期债券的募集资金用于补充公司流动资金和偿还银行贷款。截至2016年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年10月21日，公司股东安徽省宁国市农业生产资料有限公司（以下简称“宁国农资”）通过协议转让方式将其持有公司的无限售流通股17,953.00万股转让给国购产业控股有限公司（以下简称“产业控股”），转让股份占公司总股本的25.00%，转让价格为人民币8.80元/股，转让总价款为人民币158,000.00万元。转让双方于2016年12月6日办理完毕过户登记手续，公司的控股股东由宁国农资变更为产业控股，实际控制人由金国清变更为袁启宏。截至2016年末，公司股权结构及实际控制关系如下。

图1 截至2016年12月31日公司股权结构及实际控制关系



资料来源：公司提供

截至2016年末，产业控股持有公司25.00%的股权，但产业控股自成立以来，尚未实际投入运营，实际由产业控股母公司国购投资有限公司（以下简称“国购投资”）控制。国购投资成立于2010年5月11日，实际控制人为袁启宏，业务主要包括房地产项目投资、科技项目投资、高新技术投资、基础建设投资、实业投资等。根据公司控制权变更公告，截至2016年6月30日，国购投资实际控制的一级子公司共10家，二级子公司共15家，三级子公司共10家，涉及行业涵盖房地产、商贸物流、医疗健康、高端智能装备、动漫文化等。截至2016年6月30日，国购投资资产总额322.28亿元，所有者权益为84.00亿元，资产负债率为73.93%；2016年1-6月，国购投资实现营业收入39.52亿元，综合毛利率为21.46%，净利润为1.54亿元。

表2 截至2016年6月30日国购投资主要财务指标（单位：万元）

项目	2016年6月30日	2015年12月31日
资产总额	3,222,763.80	3,472,745.94
负债总额	2,382,736.52	2,602,534.76
所有者权益总额	840,027.28	870,211.18
资产负债率	73.93%	74.94%
项目	2016年1-6月	2015年度
营业收入	395,217.80	623,814.46
营业成本	310,401.70	493,246.67
利润总额	21,583.44	63,819.09
净利润	15,365.36	48,058.79
净资产收益率	1.80%	6.81%

资料来源：公司公告，鹏元整理

2016年公司主营业务未发生变化，主要从事复合肥料及专用肥料研发、生产、销售，硫酸、磷酸一铵、合成氨、碳铵及副盐酸、红粉、磷石膏生产、加工、销售，公司子公司贵州政立主要从事磷矿石开采、加工、销售。截至2016年末，公司纳入合并报表范围内子公司共4家（详见附录五），其中贵州政立和安徽利箭丰生态肥业有限公司（以下简称“利

箭丰肥业”）系2016年新增纳入合并范围的子公司，详见下表。

表3 2016年公司新增纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
贵州政立矿业有限公司	55.00%	6,000.00	磷矿石开采	收购
安徽利箭丰生态肥业有限公司	100.00%	5,000.00	工业生产	新设

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为47.49亿元，所有者权益为32.39亿元，资产负债率为31.80%；2016年度，公司实现营业收入28.18亿元，利润总额2.83亿元，经营活动现金流净额5.91亿元。

三、运营环境

在环保、供给侧改革等多重压力下，化肥行业落后产能将被迫退出，利好环保质量较高的大型企业

继2015年农业部出台《到2020年化肥使用量零增长行动方案》后，2016年5月31日，国务院发布《土壤污染防治行动计划》（以下简称“土十条”），目标到2020年受污染耕地安全利用率达到90%左右，污染地块安全利用率达到90%以上。“土十条”明确指出，鼓励农民增施有机肥，减少化肥使用量，到2020年全国主要农作物化肥利用率提高到40%以上，测土配方施肥技术推广覆盖率提高到90%以上。国家继续通过调整需求总量及需求结构，限制化肥行业产能扩张，加速去产能步伐。

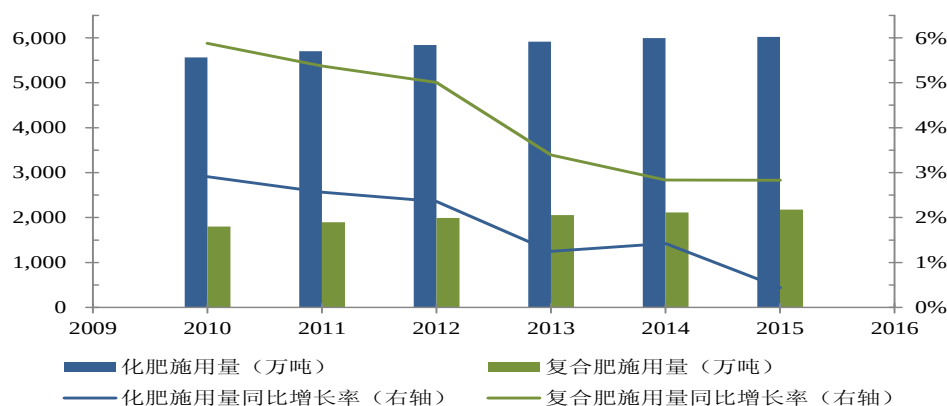
环保压力持续上升。“土十条”着重强调了加强污染源监管，严格控制农药、化肥等农资物品的用法用量，在化肥行业可预期发展方向中，测土配方施肥、水肥一体化、新型肥料、有机肥料、化肥机械深施等将成为行业焦点，传统单质肥厂商生存空间压缩，研发实力及资源整合能力较强的龙头企业将从中获益。此外，根据国家环境保护部办公厅2016年3月发布的《磷肥工业废水治理工程技术规范》（征求意见稿）和工信部2016年4月公开征集对《磷矿石采矿和选矿矿渣技术规范》等826项行业标准的意见，国家相关部门从废水、废渣等多维度加强了对化肥行业的环保监管，环保成本的上升将迫使部分技术落后、环保不达标的产能加速退出。

农业供给侧改革推动化肥行业结构调整。2017年2月5日，由新华社受权发布的中央一号文《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，推进农业供给侧结构性改革，优化农业产业体系、生产体系、经营体系，提高土地产出率、资源利用率、劳动生产率。化肥作为农业重要的生产资料，农业供给侧结构性改革需要化肥行业做出相应的变革，从长期来看，提升化肥行业的供给质量

和效率，逐步化解低端过剩产能，加快经营模式变革和服务能力提升是未来化肥行业的主攻方向。

随着国家不断加强对化肥施用的指导，化肥及复合肥施用量同比增速持续放缓，其中化肥施用量已接近零增长，复合肥施用量增长率同样有较大下滑，但整体增速明显高于化肥施用量增长率，且近年稳定在3%左右，在零增长及提质增效的背景下，大型复合肥生产厂商相比传统单质肥生产厂商将更有优势。

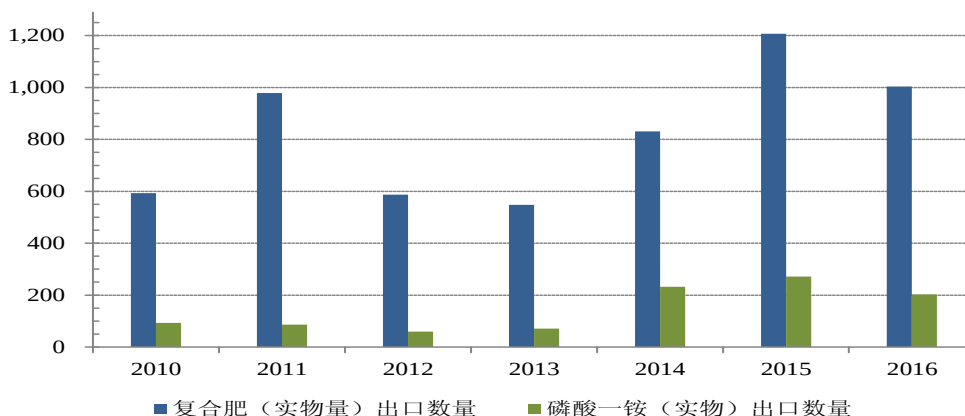
图2 我国化肥、复合肥施用量变化



数据来源：国家统计局、Wind资讯，鹏元整理

化肥出口关税调整刺激过剩产能对外消化。2016年12月23日，国务院关税税则委员会公布《关于2017年关税调整方案的通知》，决定取消氮肥、磷肥等肥料的出口关税，同时NPK三元复合肥的出口关税由30%下调至20%。数据显示，2014年和2015年国务院下调化肥出口关税后，化肥出口规模均明显增长，此次化肥出口关税再次下调，出口规模预期大概率增长，有助于化解国内过剩产能。

图3 复合肥、磷酸一铵出口数量变化（单位：万吨）

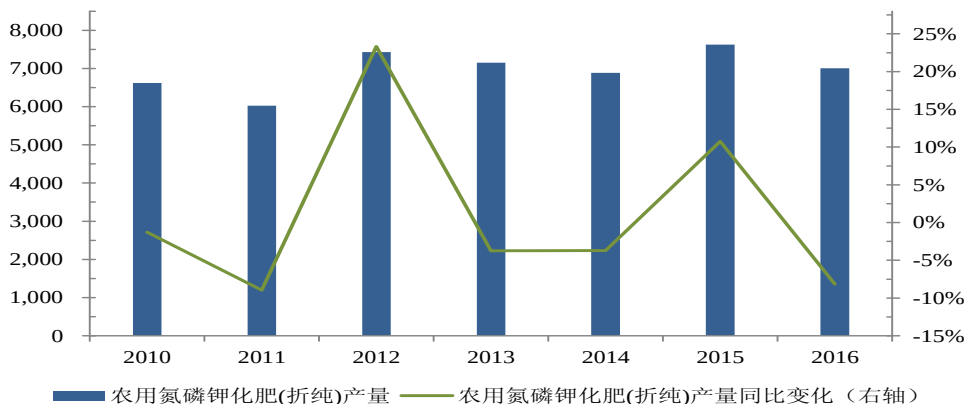


数据来源：国家统计局、Wind资讯，鹏元整理

化肥行业产能过剩，生产要素价格上涨叠加政策指导、环保压力，压缩企业利润空间

2016年我国化肥行业继续以去产能为主基调，化肥产能过剩的矛盾依然突出，其中氮肥产能过剩约40%，磷肥产能过剩约60%，复混肥产能也小幅过剩，化肥产业结构调整压力较大。受行业去产能、环保趋严、生产成本上升以及税率调整等多重因素影响，2016年我国农用氮磷钾化肥的折纯产量同比下滑8.16%，全年化肥累计生产7,004.90万吨，仍明显高于当年化肥施用量，供过于求的买方市场行情明显。

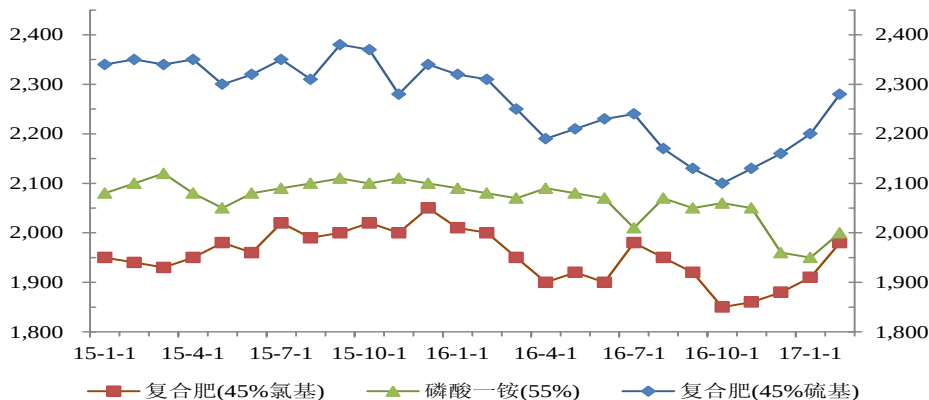
图4 我国农用氮磷钾化肥（折纯）产量变化（单位：万吨）



数据来源：国家统计局、Wind资讯，鹏元整理

由于化肥行业长期产能过剩，产品价格持续走低，数据显示，复合肥和磷酸一铵市场价格在2016年四季度均跌入近年最低水平，和原料价差同样跌入低点。在可供查询的复合肥行业上市公司发布的2016财务数据中，超过80%的公司2016年归属于母公司股东净利润同比出现不同程度下滑，除少数一体化程度较高的龙头企业逆势增长外基本全行业亏损。2016年末至2017年初，国内复合肥及磷酸一铵市场价格回升明显，主要系原材料市场价格上升所致；此外，2016年末部分大型化肥生产厂商协定“限产保价”，短期内对化肥价格反弹有一定提振作用。

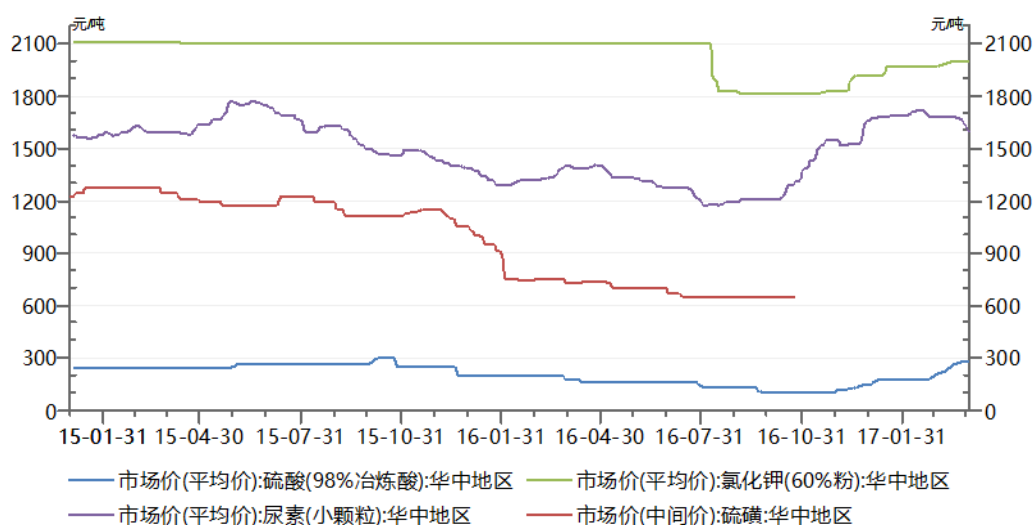
图5 国内复合肥、磷酸一铵市场价格走势（单位：元/吨）



数据来源：国家统计局、Wind资讯，鹏元整理

复合肥原材料主要包括硫酸、硫磺、氯化钾（钾肥）、尿素等，数据显示，2016年前三季度硫酸、尿素、硫磺市场价格持续走低，主要系化肥原料市场产能过剩严重，下游市场需求持续疲软所致。受复合肥价格下跌影响，生产厂商普遍降低开工率，钾肥市场需求偏弱，市场价格出现暂时性下滑。原材料价格的下跌，一定程度上削弱了复合肥价格下跌对生产厂商的影响。2016年四季度化肥原料市场价格回升，主要系煤炭价格上涨、西北运力紧张等因素驱动所致。

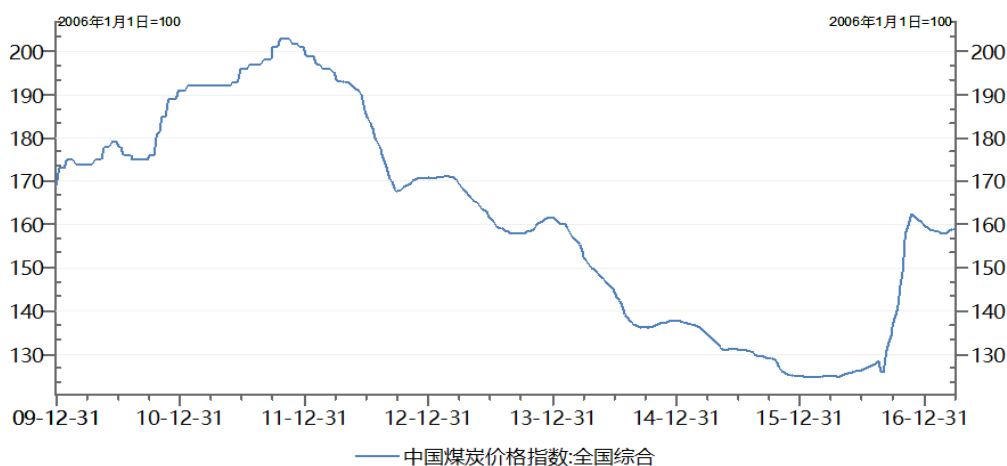
图6 国内复合肥主要原材料市场价格走势



数据来源：国家统计局、Wind资讯，鹏元整理

除原材料成本上升外，2016年化肥行业相关优惠政策逐步取消，化肥生产要素价格面临较大上涨压力。根据国家发展改革委发布的《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，2016年4月20日起全国化肥电价优惠全部取消；根据财政部、海关总署、国家税务总局联合发布的《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》，2015年9月1日起恢复征收化肥行业13%增值税，并给予10个月过渡期，过渡期内允许按照简易计税方法征3%增值税，2016年7月1日起化肥行业统一征收13%增值税；根据国家发展改革委发布的《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》，2016年11月10日起全面放开化肥用天然气价格，化肥用天然气优惠全面取消。2016年10月，乌鲁木齐铁路局、西安铁路局、郑州铁路局、太原铁路局相继发布公告称，取消前期铁路运输的优惠政策，化肥行业整体运输成本上升。此外，煤炭行业去产能效果显现，2016年国内煤炭价格指数止跌回升，能源成本上升。考虑到目前化肥行业处于买方市场行情下，生产企业难以将生产要素价格上涨的压力全部转移到终端产品中，企业利润受到侵蚀，叠加政策指导压力、环保压力，技术落后、高成本产能将加速淘汰。

图7 我国煤炭行业价格指数



数据来源：国家统计局、Wind资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司营业收入主要来源于复合肥、磷酸一铵和其他副产品的销售收入，2016年公司收购贵州政立55%的股权并将其纳入合并报表范围，公司新增磷矿石销售业务。从营业收入规模看，2016年公司合并口径实现营业总收入28.18亿元，同比减少5.24%，但当年公司化肥（含复合肥、磷酸一铵和其他副产品）销售总量同比继续保持增长，营业收入的减少主要系产品价格持续下跌所致。2017年1-3月公司实现营业收入4.87亿元，同比下降25.17%，收入下滑主要受播种季节后移、市场结构调整影响。

受终端产品价格持续下跌以及行业生产要素价格上涨影响，2016年公司化肥业务利润空间有所压缩，氯基复合肥、硫基复合肥、磷酸一铵等主要产品毛利率同比均有不同程度下滑，其中磷酸一铵毛利率受行业产能严重过剩影响下滑明显，化肥业务整体毛利率较上年下滑0.64个百分点。同期，公司新增磷矿石业务，该业务毛利率水平较高，对公司综合毛利率有一定拉升作用。

表4 2015-2017年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
磷酸一铵	24,297.13	18.95%	109,213.06	13.30%	131,088.03	18.09%
氯基复合肥	13,371.17	20.71%	100,940.49	18.29%	108,150.65	18.52%
硫基复合肥	8,036.68	24.57%	54,733.65	22.15%	48,813.11	23.93%
其他副产品	2,434.51	55.95%	10,816.76	38.42%	8,749.88	-6.99%
磷矿石	489.58	38.78%	4,839.40	55.53%	0.00	0.00
其他	114.04	97.97%	1,266.72	34.61%	584.00	78.58%
合计	48,743.11	22.59%	281,810.07	18.59%	297,385.68	18.59%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司化肥销售总量同比增长明显，化肥产销率保持较高水平；毛利水平受产品价格下跌以及生产要素价格上涨影响有所下降

公司作为安徽省最大的磷复肥生产和出口基地，其产品在安徽、江西、湖南、河南等地均具有较高的市场认可度。随着市场影响力的扩大，近年公司化肥销售规模持续增长，2016年主营产品合计对外销售规模163.63万吨，同比增长18.57%。其中，氯基复合肥销售62.59万吨，同比增长12.47%，产销率为95.35%；硫基复合肥销售30.53万吨，同比增长42.93%，产销率为112.45%；磷酸一铵销售70.51万吨，同比增长15.61%，产销率（不含自用）为81.88%。

虽然2016年公司主营产品销售量均有所增长，但销售价格持续下跌，其中氯基复合肥、硫基复合肥、磷酸一铵2016年平均销售价格较上年分别下降17.02%、21.55%和27.94%，市场价格的下滑使得当年公司营业收入出现小幅收缩，叠加煤炭价格上涨、电费优惠取消、运费价格上浮等生产要素价格上涨压力，公司利润空间受到压缩，毛利水平同比下滑。

表5 2015-2016年公司主营产品销售情况

产品名称	项目	2016年	2015年
氯基复合肥	销量（万吨）	62.59	55.65
	平均价格（元/吨）	1,612.73	1,943.41
	产销率	95.35%	99.45%
硫基复合肥	销量（万吨）	30.53	21.36
	平均价格（元/吨）	1,792.78	2,285.26
	产销率	112.45%	89.60%
磷酸一铵	自用（万吨）	22.57	20.38
	外销（万吨）	70.51	60.99
	平均价格（元/吨）	1,548.90	2,149.34
	产销率（不含自用）	81.88%	69.58%

资料来源：公司提供，鹏元整理

客户方面，由于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，分散度较高，因此大客户全部为大宗采购磷酸一铵的客户。2016年公司前五大客户合计销售规模5.41亿元，同比增长18.19%，其中第一大客户销售额占磷酸一铵全年销售比例达17.90%，前五大客户合计销售额占磷酸一铵全年销售额比例达49.50%，同比上升14.61个百分点，客户集中度风险有所上升，或一定程度削弱公司产品定价能力。

表6 2015-2016年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	前五大客户	销售金额	占产品销售比例	占总销售额比例	产品名称
2016年	客户一	19,548.50	17.90%	6.94%	磷酸一铵
	客户二	11,267.26	10.32%	4.00%	磷酸一铵
	客户三	9,233.71	8.45%	3.28%	磷酸一铵
	客户四	7,150.98	6.55%	2.54%	磷酸一铵
	客户五	6,857.39	6.28%	2.43%	磷酸一铵

	合计	54,057.84	49.50%	19.18%	--
2015 年	客户一	12,733.49	9.71%	4.28%	磷酸一铵
	客户二	11,835.93	9.03%	3.98%	磷酸一铵
	客户三	8,481.60	6.47%	2.85%	磷酸一铵
	客户四	6,660.00	5.08%	2.24%	磷酸一铵
	客户五	6,026.27	4.60%	2.03%	磷酸一铵
	合计	45,737.29	34.89%	15.38%	--

资料来源：公司提供，鹏元整理

随着国家对化肥出口关税政策的放开，近年公司积极开拓海外市场，出口方式由通过外贸经销商间接出口逐步转变为直接出口。2016年公司化肥合计出口总量13.47万吨，同比增长153.57%，出口产品全部系磷酸一铵，2016年出口销售收入2.18亿元，同比增长75.57%，占当年磷酸一铵销售收入比例为19.98%，较上年提高10.50个百分点。随着2016年末国家取消磷肥出口关税决定的落地，预计后续公司磷酸一铵的出口规模将继续保持增长。

表7 2015-2016年公司磷酸一铵出口情况

年度	产品名称	出口数量（吨）	出口均价（元/吨）	确认收入（万元）
2016 年	磷酸一铵	134,697.00	1,620.35	21,825.67
2015 年	磷酸一铵	53,120.00	2,340.21	12,431.19

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司产能利用率保持较高水平，产能布局和产业链布局进一步完善，但新增产能较多，或存在一定消化风险

公司目前拥有安徽宁国、宣城、亳州、江西（筹备）四大化肥生产基地与宣城马尾巴硫铁矿山、贵州开阳磷矿山。产能利用率方面，公司目前主要对外销售终端产品包括氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵，2016年三种产品的产能利用率分别49.73%、135.75%和114.81%，其中氯基复合肥的产能利用率同比大幅下滑，主要系当年新增亳州分公司60万吨产能¹所致，由于该产能投产时间较短，且尚处于试行释放产能阶段，对氯基复合肥整体产能利用率有一定影响，扣除该产能后氯基复合肥的实际产能利用率为91.17%，产能利用率水平较高。硫基复合肥的产能利用率同比上升16.55个百分点，磷酸一铵产能利用率同比基本持平。

目前公司生产的中间产品主要包括硫酸和磷酸，产能分别为90万吨/年和45万吨/年，2016年公司分别生产硫酸和磷酸80.30万吨和42.77万吨，产能利用率分别为89.22%和95.04%，同比基本保持稳定。中间产品产能无法达到满负荷主要系硫酸和磷酸生产设备需要定期停工检修所致。公司生产的中间产品全部用于自给，目前公司磷酸产能基本能够满

¹ 亳州年产60万吨复合肥项目包括20万吨/年氨酸法转鼓造粒氯基复合肥产能和40万吨/年融料高塔造粒硝基复合肥产能，其中融料高塔造粒硝基复合肥生产线采取尿基和销基双塔结构，可以生产氯基、硝基、硝硫基、尿硫基等全系列产品。

足自身所需，但硫酸产能明显不足，2016年硫酸自给率为61.30%，硫酸年外购需求量约50万吨，随着宣城25万吨硫铁矿制硫酸项目投产，未来硫酸自给能力将有所提高。

2016年公司收购贵州政立55%的股权，新增30万吨/年磷矿石产能，当年实际磷矿石开采量为33.67万吨，产能利用率为112.23%，产能利用水平较高。2016年公司磷矿石自给率为21.92%，外购需求依然突出，目前公司正在通过磷矿技改扩能建设工程提高其磷矿石产能，预期技改完成后产能将提高至40万吨/年。

表8 2015-2016年公司产能利用率情况

产品类型	产品名称	项目	2016年	2015年
终端产品	氯基复合肥	产能（万吨）	132.00	72.00
		产量（万吨）	65.64	55.96
		产能利用率	49.73%	77.72%
	硫基复合肥	产能（万吨）	20.00	20.00
		产量（万吨）	27.15	23.84
		产能利用率	135.75%	119.20%
	磷酸一铵	产能（万吨）	75.00	75.00
		产量（万吨）	86.11	87.65
		产能利用率	114.81%	116.87%
中间产品	硫酸	产能（万吨）	90.00	90.00
		产量（万吨）	80.30	83.18
		产能利用率	89.22%	92.42%
		自给率	61.30%	62.91%
	磷酸	产能（万吨）	45.00	45.00
		产量（万吨）	42.77	42.98
		产能利用率	95.04%	95.51%
上游矿石	磷矿石	自给率	100.00%	100.00%
		产能（万吨）	30.00	-
		产量（万吨）	33.67	-
		产能利用率	112.23%	-
		自给率	21.92%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

产能布局方面，公司目前正在重点扩展河南和江西市场。2016年8月，公司建成并投产了60万吨/年新型复合肥（亳州）项目，根据公司规模，亳州生产基地将主要辐射河南市场。河南作为全国重要的农业和粮食大省，耕地面积1.22亿亩，是全国重要的农产品生产基地，根据国家统计局数据，2016年河南省粮食总产量为1,189.32亿斤，蔬菜、水果总产量分别稳定在7,500.00万吨和900.00万吨左右，均位居全国前列。大规模的粮食种植，使得河南省年需求化肥实物量保持在1,600.00万吨以上，此外金正大、史丹利等复合肥龙头企业河南市场占有率尚处于较低水平，市场可拓展潜力较大。截至2016年末，亳州生产基地尚处于试行生产阶段，产能尚未完全释放，考虑到新增产能较多，能否在短期内消化存在一定不确定性。此外，公司目前正在江西省吉安市泰和县征地筹建40万吨/年新型

复合肥项目，该产能将主要服务于江西市场。江西省同样是我国农业大省，根据江西省政府新闻办公布的数据，2016年江西省粮食播种面积约0.55亿亩，全年粮食总产量427.60亿斤，实现十三连增，全年蔬菜和水果产量分别达1,800.00万吨和397.60万吨，年需求化肥实物量约450.00万吨左右。

表9 大型复合肥企业重点布局区域

公司名称	分公司布局
新洋丰	湖北荆门、宜昌、四川雷波、山东菏泽、河北徐水、广西宾阳、江西九江、吉林扶余
金正大	山东临沭、山东菏泽、安徽长丰、河南郸城、河南驻马店、辽宁铁岭、贵州瓮安、云南晋宁、山东德州、广东英德、新疆阿克苏、湖北潜江
史丹利	山东临沭、山东平原、山东德州、吉林省吉林市、吉林扶余、广西贵港市、湖北当阳、河南遂平、河南宁陵、江西丰城、甘肃定西
司尔特	安徽宁国、贵州、亳州、江西吉安、河南

资料来源：公司公告，鹏元整理

截至2016年末，公司已拥有复合肥产能152万吨（含亳州分公司新投产的60万吨产能），磷酸一铵产能75万吨以及中间产品硫酸、磷酸产能等，详见下表。

表10 截至2016年12月31日公司产能明细（单位：万吨）

各生产基地产能		终端产品产能			中间产品产能		上游矿石产能
		NPK	MAP	硫酸钾	硫酸	磷酸	硫铁矿
宁国	2016年产能	82	45	4	65	30	-
	2017年预计投产	-32	-	-	-	-	-
宣城	2016年产能	10	30	-	25	15	-
	2017年预计投产	30	-	-	-	-	-
亳州	2016年产能	60	-	-	-	-	-
	2017年预计投产	-	-	-	-	-	-
江西	2016年产能	-	-	-	-	-	-
	2017年预计投产	40	-	-	-	-	-
马尾矿	2016年产能	-	-	-	-	-	38
	2017年预计投产	-	-	-	-	-	-
合计	2016年产能	152	75	4	90	45	38
	2017年预计投产	190	75	4	90	45	38

注：上表不包含贵州政立年产30万吨磷矿石产能；2017年宁国生产基地将逐步关停32万吨复合肥老旧生产线，因此2017年预计投产规模为-32万吨。

资料来源：公司提供，鹏元整理

产业链方面，2016年公司继续整合上游资源，完善磷复肥产业链条。根据2016年3月15日公司与贵州政立股东贵州青利集团有限公司（以下简称“青利集团”）签署的《贵州青利集团有限公司与安徽省司尔特肥业股份有限公司有关贵州政立矿业有限公司之股权转让协议》，公司以人民币7,150.00万元收购青利集团持有的贵州政立55%的股权，股权转让完成后，公司成为贵州政立控股股东。贵州政立主要资产为贵州省开阳县金中镇平安磷矿二矿，矿区面积1.49平方公里，根据《储量核实报告》，截至2014年9月30日，开阳县金中镇平安磷矿二矿磷矿石保有资源量为1,572.17万吨，矿界内磷矿石平均品位为

32.65%，现有生产规模为30万吨/年。公司收购贵州政立将对生产所需主要原材料磷矿石的供应，规避磷矿石价格大幅波动风险，提高磷酸一铵产品利润空间有一定保障。

2016年公司在建的项目主要包括马尾山硫铁矿项目、25万吨/年硫铁矿制酸项目、年产90万吨新型复合肥项目²（宣城）等。其中，马尾山硫铁矿项目已于2016年完工，并具备年产38万吨硫铁矿产能，该产能将于2017年择机投产，投产后将大幅提高公司硫铁矿自给能力，降低生产成本以及原材料价格波动风险。

25万吨/年硫铁矿制酸项目和年产90万吨新型复合肥项目（宣城）是公司2015年非公开发行股票募集资金承诺投资的项目，其中25万吨/年硫铁矿制酸项目主要是继续提高公司硫酸自给能力，截至2016年末，公司对硫酸的年需求量约130万吨，公司拥有硫酸产能90万吨/年，扣除设备检修因素实际产能约80万吨，外购需求为50万吨左右。考虑宣城90万吨新型复合肥一期项目投产后将新增15万吨硫酸需求，预计2017年公司浓硫酸外购需求量为65万吨。年产90万吨新型复合肥项目（宣城）主要为了丰富公司的终端产品，向测土配方复合肥方向扩展。项目将分两期投资建设，一期产能为30万吨/年，将于2017年建成投产，一期产能主要是为了置换宁国生产基地旧的32万吨/年产能，二期60万吨/年产能预计将于2018年底投产。从磷矿、硫铁矿到硫酸、新型复合肥，2016年公司的产业链布局进一步完善。

同时需注意，2016年公司新增产能较多，且年末在建扩能项目较多，考虑到目前化肥行业产能过剩情况严重，新增产能或面临一定消化风险。此外，从2017年1季度经营数据来看，公司营业收入同比有较大下滑，对产能消化有一定不利影响。

表11 截至2016年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元、万吨/年）

项目名称	拟投资额	已投资额	新增产能	产品名称	计划完工时间
马尾山硫铁矿项目	16,000.00	15,239.13	38.00	硫铁矿	2016年07月
O2O农资电商服务平台项目	20,569.00	3,266.84	-	-	2017年08月
年产90万吨新型复合肥项目（宣城）	40,857.95	457.34	90.00	复合肥	2018年12月
25万吨/年硫铁矿制酸项目		736.67	25.00	硫酸	
磷矿技改扩能建设工程	7,500.00	4,110.49	-	磷矿石	2017年09月

注：马尾山硫铁矿项目主体工程已于2016年7月完工，由于浅层矿石品位较低，开采效益不大，因此尚未投产，目前公司正继续延伸采矿深度，预计2017年择机投产。

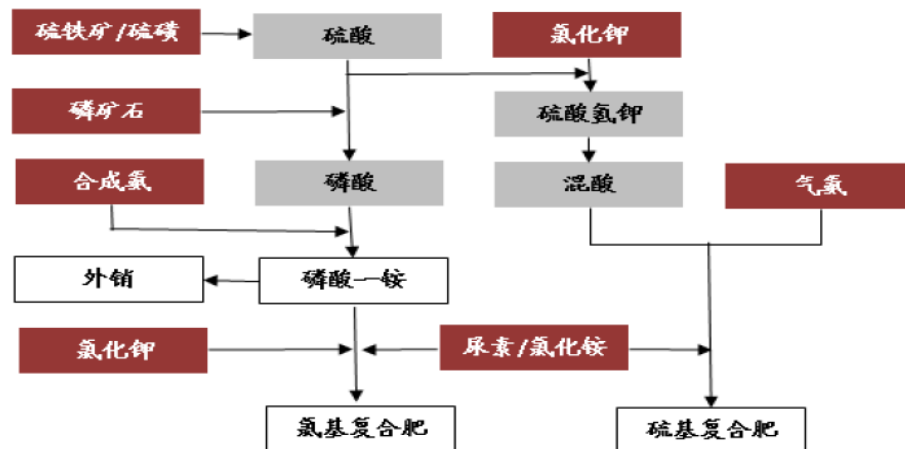
资料来源：公司提供，鹏元整理

公司原材料自给能力继续加强，供应商集中度有所降低

目前公司已取得马尾山硫铁矿和贵州开阳磷矿的采矿权，已形成从硫铁矿制酸到磷复合肥生产、销售较为完整的一体化产业链。公司产品上下游产业链详见下图。

图8 公司产品上下游产业链图

² 新型复合肥为测土配方复合肥，根据不同地区土壤特点在复合肥中添加相应的微量元素



资料来源：公司公告、招商证券研究报告

公司生产所需上游原材料主要包括硫铁矿、磷矿石、氯化钾和合成氨，中间产品主要包括硫酸、磷酸和磷酸一铵，其中磷酸一铵是公司主营产品，除用于生产复合肥外剩余部分全部对外销售。具体来看，硫铁矿是制硫酸的主要原材料，截至2016年末，公司马尾山硫铁矿项目已经基本完工并具备年产38万吨的产能，由于该矿区周边有较多金属矿，目前公司仍在继续勘探，因此该项目尚未投产，公司所需硫铁矿全部通过外购。目前公司硫铁矿年外购需求量稳定在45万吨以上，受化肥行业原材料价格下跌影响，2016年公司硫铁矿采购总额同比下降36.21%至0.99亿元，同期采购占比下滑1.70个百分点。

磷矿石是公司生产磷酸及磷酸一铵的主要原材料，以2016年末公司产能情况计算，磷矿石年需求量约130万吨左右。2016年公司收购贵州政立后新增30万吨/年磷矿石产能，目前正在进行磷矿技改扩能工程，预计技改完成后产能将达到40万吨/年，但与公司磷矿石生产需求仍相差较大，公司磷矿石主要依赖于外购。此外，公司目前持有贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）20%的股权，贵州路发所拥有的矿区储量较大，且属于富矿区，随着后续贵州路发将其探矿权全部转换为采矿权后，预计公司将大概率收购其剩余35%股权，届时公司磷矿石自给能力将大幅提升。从2016年磷矿石采购情况看，当年公司磷矿石采购总量125.70万吨，采购总额4.67亿元，占采购比重达25.26%，是公司采购规模最大的原材料。

氯化钾又称钾肥，是生产复合肥所必需的原材料，我国钾矿储量较少，主要集中在青海地区，公司钾肥采购的供应商集中度较高，对钾肥采购成本的控制程度相对较弱。随着亳州分公司60万吨产能的投产以及全年复合肥产能利用率的上升，2016年公司钾肥采购总量达21.16万吨，同比增长13.33%，采购总额为3.52亿元，占采购比重为18.96%，较上年增长1.97个百分点。

合成氨主要包括尿素、氯化铵等，由于国内合成氨行业目前处于产能过剩状态且行业

集中度较低，公司对合成氨的采购采用就近采购和价格就低采购原则，供应商集中度较低。2016年公司合成氨采购数量14.74万吨，采购总额2.95亿元，占采购比重15.89%。

中间产品采购方面，由于公司磷酸产能已基本能够满足生产所需，中间产品的采购主要集中在硫酸的采购。目前公司硫酸年外购需求量约50万吨，2016年公司硫酸采购总量51.64万吨，同比有小幅增长，采购金额合计0.79亿元，占采购比重4.28%，后续随着25万吨/年硫铁矿制硫酸项目完工投产，公司硫酸采购比重有望继续降低。

表12 2015-2016年公司主要原材料采购情况

项目		2016年	2015年
硫铁矿	数量（吨）	454,172	469,663
	金额（万元）	9,911.21	15,537.18
	平均单价（元/吨）	218.23	330.82
	占采购比重	5.34%	7.04%
磷矿石	数量（吨）	1,256,958	1,252,907
	金额（万元）	46,860.07	58,796.09
	平均单价（元/吨）	372.81	469.28
	占采购比重	25.26%	26.64%
氯化钾	数量（吨）	211,626	186,732
	金额（万元）	35,166.71	37,500.60
	平均单价（元/吨）	1,661.74	2,008.26
	占采购比重	18.96%	16.99%
合成氨	数量（吨）	147,397	146,424
	金额（万元）	29,484.20	34,598.85
	平均单价（元/吨）	2,000.32	2,362.92
	占采购比重	15.89%	15.68%
硫酸	数量（吨）	516,429	490,437
	金额（万元）	7,945.32	17,257.49
	平均单价（元/吨）	153.85	351.88
	占采购比重	4.28%	7.82%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从采购对象看，2016年公司前五大供应商合计采购金额为7.91亿元，同比下降15.33%，占采购总额的比例为39.10%，较上年下降2.58个百分点，供应商集中度有所降低，有助于增强原材料采购的议价能力。同时我们注意到，公司2015年氯化钾的供应商为格尔木藏格钾肥股份有限公司1家，2016年增加至2家，且采购比例相当，钾肥采购渠道的增加有助于采购议价能力的提高，另外钾肥供应的保障程度也随之上升。

表13 2015-2016年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	前五大供应商	采购金额	采购比例	采购类别
2016年	供应商一	19,883.91	9.83%	氯化钾
	供应商二	18,888.21	9.34%	氯化钾
	供应商三	18,075.44	8.94%	磷矿石
	供应商四	16,407.27	8.11%	磷矿石

2015 年	供应商五	5,829.80	2.88%	硫磺
	合计	79,084.63	39.10%	-
	供应商一	28,013.54	12.50%	氯化钾
	供应商二	23,800.47	10.62%	磷矿石
	供应商三	21,819.14	9.74%	磷矿石
	供应商四	13,764.19	6.14%	硫酸
	供应商五	6,003.22	2.68%	合成氨
	合计	93,400.56	41.68%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司进一步推进测土配方复合肥的研究，提高产品市场竞争力

农业部在2020年农业发展规划《关于打好农业面源污染防治攻坚战的实施意见》中明确指出，实现化肥农药零增长；肥料、农药利用率均达到40%以上；确保测土配方施肥技术覆盖率达90%以上。此外，为了深入推进到2020年化肥使用量零增长行动，《农业部办公厅财政部办公厅关于做好2016年现代农业生产发展等项目实施工作的通知》（农办财【2016】40号）中提出“深入开展测土配方施肥”。化肥行业面临着从传统农化服务向现代农化服务转变，提倡服务更加精细化、专业化、科技化和创新化。

公司作为农业部认定的首批全国测土配方肥定点生产企业，长期与中国农业大学、湖南农业大学、安徽农科院、江西农科院等国内众多农业科研院校保持密切合作，并建立了全国首家“中国农大一司尔特测土配方施肥研究基地”，开创了“测、配、产、供、施”一条龙服务机制。2016年度，公司研发人员数量达351人，同比增长47.48%，研发人员数量占比达12.31%，同比提高2.20个百分点，研发投入金额为0.95亿元，占同期营业收入比例为3.36%，同比提高0.30个百分点。受益于公司在科研创新方面的持续投入，2016年公司获得了中华人民共和国农业部与神农中华农业科技奖奖励委员会颁发的《中华农业科技奖证书》，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，并获得实用新型专利和发明专利证书各1项。同期，公司与南京农业大学签订了《南京农业大学与安徽省司尔特肥业股份有限公司关于<全元生物有机肥制造技术>转让协议》，受让南京农业大学全元生物有机肥制造技术。该技术主要通过添加促进作物吸收多种有益元素，优化营养元素比例，提升土壤微生物活力，改良土壤耕种环境，提高化肥利用率，其转让将进一步推进生态测土配方肥及施肥技术的进步，提升公司产品市场竞争力。

表14 2015-2016年公司研发投入情况

项目	2016年	2015年
研发人员数量（人）	351	238
研发人员数量占比	12.31%	10.11%
研发投入金额（万元）	9,461.68	9,107.44
研发投入占营业收入比例	3.36%	3.06%

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

公司已确定了“互联网+农业”的战略布局，以O2O农资电商服务平台为载体，以前期测土配方采集的数据样本为支撑，通过农业大数据整合，结合农资电商平台的时效信息，最终指导农户科学施肥。目前公司已成功注册“甜农网”电商平台，测土配方研究中心也已通过建立完成的部分电商平台（宣城、芜湖等片区已在试点试运行）对外输送技术、信息。未来随着农户对测土配方施肥认可度的提高以及对电商平台的熟悉，预期农资服务平台将成为直接面对终端客户的多功能立体服务生态圈。新型复合肥生产方面，根据公司于2016年3月披露的《关于投资建设年产40万吨新型复合肥项目的公告》，为优化公司可持续发展格局，公司将以自有资金在江西省吉安市泰和县新征土地投资建设年产40万吨新型复合肥项目，该项目主体工程为年产20万吨测土配方生态复合肥生产线二条，建设周期均不超过12个月。截至2016年末，该40万吨新型复合肥项目尚处于筹备阶段。

2016年公司布局“化肥+健康”双主业战略，但公司在医疗健康领域的积累较少，需关注后续的经营风险和管理风险

根据战略规划，公司未来将打造“化肥+健康”双主业战略格局，一方面继续做大做强磷复肥主营业务，另一方面积极探寻医疗健康产业的发展途径，实现从无到有的突破。根据前瞻产业研究院的数据显示，美国的健康产业占GDP的比重超过15%，加拿大、日本等国健康产业占GDP比重超过10%，而我国目前健康产业（含保健、医药及健康产业）仅占GDP的4%-5%，产业未来发展空间较大。此外，中共中央、国务院于2016年11月发布的《“健康中国2030”规划纲要》指出，要大力发展健康产业，到2020年健康服务行业总规模超8万亿元，到2030年达16万亿元，未来健康产业发展或可享受一定政策红利。

2016年公司原控股股东宁国农资将其持有公司25%股权转让给产业控股，由于产业控股尚未实际运营，公司实际由产业控股母公司国购投资控制。国购投资下属子公司安徽国购健康产业投资有限公司和孙公司安徽国购医疗产业投资有限公司主要从事健康产业投资、医疗产业咨询和管理等，未来公司与国购投资在医疗健康领域的合作有望加强。

根据公司2016年5月披露的《关于投资设立产业基金的公告》，公司与长城（天津）股权投资基金管理有限责任公司（以下简称“天津长城基金”）拟共同投资设立健康医疗产业基金：芜湖京宁投资中心（有限合伙）（以下简称“京宁投资”），该产业基金以合伙企业形式组建，基金总规模35,000.00万元，公司作为有限合伙人出资30,000.00万元，首期出资规模不超过5,000.00万元；天津长城基金作为基金管理人及普通合伙人，出资5,000.00万元。截至2016年末，公司实际出资100.00万元。

根据公司2017年4月披露的《关于投资设立全资子公司的公告》，公司拟以自有资金20,000.00万元投资设立全资子公司：安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司（暂定名，以下

简称“鑫宏健康”），主要从事健康产业投资、咨询与管理等业务。未来公司或将依托已参与设立的健康产业基金即江宁投资专业投资机构的专业团队、项目资源和平台优势以及控股股东国购投资的资源优势，为公司培育医疗、健康优质资源，推动其健康产业的构建和发展。

综合来看，公司目前通过变更大股东、资本运作、投资设厂等多渠道了解并参与医疗健康产业，稳步推进“化肥+健康”双主业战略。同时我们注意到，公司前期主要从事磷复肥生产、销售业务，在医疗健康领域明显缺乏资源积累，公司在资本市场或业务领域的合作主要依赖于外部经营主体，存在一定管理风险；此外，目前江宁投资和鑫宏健康的投资标的和运作模式尚未确定，未来存在一定投资风险和经营风险。

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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年至2016年审计报告和未经审计的2017年1季报，报告均采用新会计准则编制。

2016年，公司新增纳入合并报表子公司共2家，分别是贵州政立和利箭丰肥业，详见表3。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增长，资产流动性尚可，但流动资产占比继续下滑

截至2016年12月31日，公司资产总计47.49亿元，同比增长15.66%，资产的增长一方面系公司配置较多银行理财产品所致，另一方面系亳州分公司年产60万吨复合肥项目、宣城分公司年产90万吨复合肥项目和25万吨硫铁矿制硫酸项目等大型扩能项目的持续推进，公司固定资产、在建工程快速增长所致，2017年3月公司资产规模进一步增至48.15亿元。资产结构方面，公司资产以流动资产为主，但2016年流动资产占比同比小幅下滑3.07个百分点，主要系年末货币资金余额同比大幅缩减所致。

截至2016年末，公司流动资产账面价值合计25.49亿元，同比增长9.41%，主要包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、存货及其他流动资产。截至2016年末，公司货币资金账面余额2.09亿元，规模同比下降70.31%，主要系公司2015年非公开发行股票所募

集的资金逐步使用和现金管理所致，2016年末货币资金中使用受限的金额为0.05亿元，占比2.21%，公司货币资金流动性较好。截至2016年末，公司应收票据期末余额0.26亿元，同比减少83.43%，主要系年末收取银行承兑票据减少所致，由于应收票据全部是银行承兑票据，流动性较好。

应收账款主要是公司经营销售产品过程中形成的应收货款，2016年末账面价值合计0.66亿元，同比增长138.46%，主要系公司合并贵州政立所致。从账龄分布看，账龄在1年以内的应收账款占比99.27%，公司已按5%的比例计提坏账准备，此外，公司有0.01亿元应收账款账龄已超过3年，该欠款已全部计入坏账准备，年末应收账款坏账准备合计0.04亿元。从应收对象看，欠款单位主要是化肥经销商，年末欠款余额前五名合计欠款总额0.46亿元，占应收账款总额的比例为66.41%，应收账款集中度较高，存在一定回收风险。

预付款项主要是公司采购原材料所预付的货款，2016年末账面余额7.90亿元，同比增长93.36%，主要系年末铁路运输调配原材料未能及时交付所致。从账龄分布看，账龄在1年以内和1-2年的预付款项占比分别为84.91%和15.02%，账龄结构较上年变化不大，其中1年以上的预付款项主要是贵州青利集团货物尚未交付所致。从预付对象看，公司预付对象主要是钾肥供应商和磷矿石供应商，年末预付规模前五名合计预付总额6.10亿元，占预付款项期末余额的比例为77.23%，预付款项集中度较高，反映了公司原材料采购的集中度较高，一定程度上影响原材料采购的议价能力。此外，预付款项的快速增长占用了较大规模的营运资金，增加了公司资金周转的压力以及资金成本。

表15 截至2016年末公司期末余额前五名预付款项明细（单位：万元）

预付对象	预付金额	账龄结构	占总额比重	预付款项性质
单位一	17,428.81	1年内及1-2年	22.07%	矿磷石
单位二	17,355.62	1年内	21.98%	氯化钾
单位三	15,221.14	1年内	19.28%	矿磷石
单位四	5,975.79	1年内	7.57%	氯化钾
单位五	5,000.00	1年内	6.33%	有机肥
合计	60,981.36	-	77.23%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司存货主要包括产成品、原材料、包装物、半成品以及备品备件，2016年末账面价值合计4.36亿元，同比下降40.76%，主要受铁路运输调配影响，原材料未能及时入库。公司存货以产成品和原材料为主，年末账面价值分别为2.23亿元和1.94亿元。其中，产成品主要包括氯基复合肥、硫基复合肥、磷酸一铵和磷矿石，年末账面价值分别为1.63亿元、0.05亿元、0.35亿元和0.11亿元，原材料主要包括磷矿石、氯化钾、硫铁矿、尿素和磷酸一铵，年末账面价值分别为0.79亿元、0.30亿元、0.06亿元、0.17亿元和0.17亿元。

表16 截至2016年末公司存货主要构成

类别	产品名称	数量（吨）	入账均价（元/吨）	账面价值（万元）
产成品	氯基肥	121,814	1,338.35	16,303.01
	硫基肥	3,407	1,324.22	451.16
	磷酸一铵	24,889	1,425.09	3,546.92
	磷矿石	78,544	135.66	1,065.48
	副产品及其他	58,297	172.27	914.08
	合计	228,654	-	22,280.65
原材料	磷矿石	210,105	376.85	7,917.95
	氯化钾	17,686	1,707.58	3,020.02
	硫铁矿	30,763	206.39	634.91
	尿素	12,787	1,305.47	1,669.31
	磷酸一铵	9,672	1,729.97	1,673.23
	其他	-	-	4,434.77
	合计	281,013	-	19,350.19

注：产成品中的磷矿石是指子公司贵州政立年末存货储量，原材料中的磷矿石是指公司本部年末储量。
 资料来源：公司提供，鹏元整理

其他流动资产是公司流动资产的主要构成，2016年末账面价值合计10.12亿元，同比增长312.55%，占流动资产和总资产的比例分别为39.72%和21.32%。其他流动资产主要系公司利用闲散资金配置的银行理财产品，账面价值合计10.00亿元，产品类型主要包括保本保证收益型、保本浮动收益型、保证收益型等，期限为均为短期，利率为1.75%-4.4%（或有浮动），详见下表。

表17 截至2016年末公司银行理财产品明细

银行名称	产品类型	金额（万元）	产品利息率	产品期限(天)
中国银行宣城分行营业部	保本保证收益型	25,000.00	3.50%	21
中国农业银行宣城敬亭支行	保本浮动收益型	4,800.00	1.75%-2.75%	随时赎回
中国农业银行宁国市支行	保本浮动收益型	10,000.00	2.60%-2.90%	31
徽商银行宣城宁国支行	保证收益型	10,000.00	3.20%	87
江苏吴江农村商业银行宁国支行	非保本浮动收益型	20,000.00	4.40%	32
中国邮储银行宁国市支行	非保本浮动收益型	20,000.00	3.20%	随时赎回
徽商银行股份有限公司宣城分行	保本保证收益型	5,000.00	3.25%	88
徽商银行股份有限公司宣城分行	保本保证收益型	5,000.00	3.35%	179
中国农业银行宁国市支行	保本浮动收益型	200.00	1.70%-2.70%	随时赎回
合计	-	100,000.00	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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 and 无形资产，受益于扩产项目的持续推进，固定资产、在建工程的规模不断扩大，非流动资产规模随之增长，2016年末账面价值合计22.00亿元，同比增长23.86%，占总资产比例上升至46.33%。其中，长期股权投资主要是公司持有贵州路发的20%股权，按权益法计算2016年末账面价值4.06亿元。固定资产是公司非流动资产的主要构成，2016年末账面价值合计11.07亿元，同比增长26.43%，主要包括房屋及建筑物资产和机器设备资产，年末账面价值分别为7.00亿元

和3.86亿元，同比分别增长50.88%和-1.51%，其中房屋及建筑物资产的大幅增长主要来源于在建工程的完工转入。

表18 2015-2017年3月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	15,065.49	3.13%	20,919.49	4.41%	70,450.49	17.16%
应收票据	22,573.66	4.69%	2,640.97	0.56%	15,937.00	3.88%
应收账款	11,743.73	2.44%	6,560.70	1.38%	2,751.34	0.67%
预付款项	63,571.85	13.20%	78,959.15	16.63%	40,834.28	9.95%
存货	63,503.99	13.19%	43,565.17	9.17%	73,541.19	17.91%
其他流动资产	77,414.13	16.08%	101,226.66	21.32%	24,536.59	5.98%
流动资产合计	256,109.43	53.19%	254,859.87	53.67%	232,943.00	56.74%
长期股权投资	40,487.41	8.41%	40,572.65	8.54%	40,424.27	9.85%
固定资产	108,132.04	22.46%	110,741.85	23.32%	87,589.07	21.33%
在建工程	29,905.64	6.21%	26,453.37	5.57%	19,125.47	4.66%
无形资产	35,141.07	7.30%	35,402.18	7.46%	24,317.09	5.92%
非流动资产合计	225,350.38	46.81%	220,004.07	46.33%	177,624.46	43.26%
资产总计	481,459.82	100.00%	474,863.93	100.00%	410,567.46	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

截至2016年末，公司在建项目主要包括马尾山硫铁矿项目、90万吨/年新型复合肥项目³、O2O农资电商服务平台项目、年产90万吨新型复合肥项目（宣城）、25万吨/年硫铁矿制酸项目和磷矿技改扩能建设工程，2016年上述6个项目合计新增投入3.28亿元，年末账面价值合计2.64亿元，账面价值合计小于新增投入主要系90万吨/年新型复合肥项目转入固定资产所致，详见下表。

表19 2016年公司主要在建工程项目变动情况（单位：万元）

项目名称	年初净值	2016年投入	2016年转出	年末净值
马尾山硫铁矿项目	13,567.86	1,671.27	0.00	15,239.13
90万吨/年新型复合肥项目	3,099.48	23,454.90	24,376.61	2,177.76
O2O农资电商服务平台项目	1,177.49	2,445.35	0.00	3,622.84
年产90万吨新型复合肥项目（宣城）	73.10	384.24	0.00	457.34
25万吨/年硫铁矿制酸项目	0.00	763.67	0.00	763.67
磷矿技改扩能建设工程	0.00	4,110.49	0.00	4,110.49
合计	17,917.93	32,829.91	24,376.61	26,371.22

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司无形资产主要包括土地使用权和采矿权，2016年末账面价值合计3.54亿元，同比增长45.59%，无形资产的大幅增长主要系公司当年取得贵州政立55%股权所致。具体来看，无形资产中土地使用权和采矿权账面价值分别为1.92亿元和1.62亿元，其中土地使用权主

³ 90万吨/年新型复合肥项目即亳州年产60万吨复合肥项目，2016年8月已建成并投产。该项目原计划建设产能90万吨/年，根据公司募集资金用途变更说明，该项目建成60万吨产能后剩余募集资金全部投入年产90万吨新型复合肥项目（宣城）和25万吨/年硫铁矿制酸项目。

要是公司厂房及办公楼的建设用地，土地用途主要为工业用地，均未进行抵押，详见附录六；采矿权主要是公司取得的安徽省宣城市宣州区马尾山硫铁矿的采矿权和贵州省开阳县金中镇平安磷矿二矿的采矿权，详见下表。

表20 2016年末公司无形资产采矿权明细（单位：万元）

类别	对应的项目或公司	账面价值
硫铁矿	宣州区马尾山硫铁矿项目	5,686.68
磷矿	贵州政立矿业有限公司	10,547.19
合计	-	16,233.87

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体上看，随着经营规模的扩大，2016年公司资产总额进一步增长，但增长主要来源于非流动资产，流动资产占比继续延续下降趋势。考虑到期末公司账上货币资金、理财产品及存货产成品较多，资产整体流动性尚可。

资产运营效率

受益于存货周转率上升及应付账款周转率下降影响，公司净营业周期明显缩短，随着营业收入的下滑，公司总资产周转天数大幅延长，经营性资产运营效率有所降低

2016年公司以0.72亿元收购贵州政立55%的股权，贵州政立相关的权益及债务均纳入公司合并报表范围。贵州政立的并表使得同期公司应收账款规模和应付账款规模均出现较大幅度上升，应收账款周转率及应付账款周转率有所降低。此外，随着公司对上游矿石资源控制、整合能力的加强，应付材料货款、应付采矿权款增长明显，进一步拉长了应付账款的周转天数。2016年公司净营业周期为74.66天，同比减少25.29天，净营业周期的大幅缩短。一方面受益于公司对上游议价能力的增强，应付账款周转天数明显延长，另一方面系年末存货资产同比大幅减少，存货周转天数大幅缩短所致。同时需注意，公司2016年末存货规模的大幅减少主要是受铁路运输调配影响，原材料未能及时入库而形成大规模预付款项所致，公司实际存货周转率提高有限，净营业周期的缩量或弱于账面表现。

表21 2015-2016年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	5.95	2.58
存货周转天数	91.88	111.79
应付账款周转天数	23.16	14.42
净营业周期	74.66	99.95
流动资产周转天数	311.57	269.53
固定资产周转天数	126.68	105.17
总资产周转天数	565.55	453.05

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

随着生产经营规模的逐步扩大，2016年公司流动资产和固定资产继续保持增长态势。

但化肥行业整体产能过剩依然严重，产品价格持续走低，伴随《到2020年化肥使用量零增长行动方案》和“土十条”的逐步推进，我国化肥施用量已接近零增长，2016年公司营业收入自上市以来首次出现下滑。2016年公司流动资产周转天数及固定资产周转天数同比均有所增长，总资产周转天数由上年的453.05天增至565.55天，公司经营性资产的运营效率有所下降。

盈利能力

2016年公司营业收入受产品价格下降影响有所减少，综合毛利率基本保持稳定，但化学肥料产品的毛利率同比下降，期间费用继续保持增长，一定程度上压缩了公司的盈利空间，受此影响2017年1季度营业利润同比大幅减少，盈利能力有所下降

2016年度，公司实现营业收入合计28.18亿元，同比下降5.24%，营业收入的下降主要系产品价格持续下跌所致，2016年公司化学肥料合计销售量达163.63万吨，较上年增加18.57%，平均每万吨销售均价为1,684.92万元，较上年下降21.18%。毛利率方面，受化肥市场价格持续下滑影响，2016年公司化肥业务毛利率为17.83%，同比下降0.64个百分点，其中氯基复合肥毛利率同比下滑0.23个百分点，硫基复合肥毛利率同比下滑1.78个百分点，磷酸一铵毛利率同比下滑4.79个百分点，磷酸一铵毛利率大幅下滑主要系行业产能严重过剩、产品价格持续走低所致。此外，2016年公司新增磷矿石销售业务，该业务毛利率为55.53%，盈利水平较高，对公司综合毛利率有一定拉升作用。2017年1-3月公司营业收入规模为4.87亿元，同比下降25.17%，收入的大幅减少主要是受农历播种季节后移影响，化肥销量同比有所下降，此外2017年1季度化肥价格相对较高，部分经销商持观望态度，谨慎进货。受益于化肥价格反弹，2017年1-3月公司综合毛利率为22.59%，较上年末提高4.00个百分点。

期间费用方面，虽然自公司非公开发行股票募集资金以来财务费用支出逐年下降，但销售运杂费、差旅费、折旧及摊销费用随公司经营规模的扩大不断上涨，此外职工薪酬具有一定刚性上涨压力，使得2016年公司销售费用和管理费用继续增加，期间费用总额随之增长。2016年公司期间费用合计2.94亿元，同比上升2.55%，期间费用率由上年的9.65%上升至10.44%。期间费用的增加侵蚀了公司的营业利润，2016年公司营业利润合计2.20亿元，同比减少14.07%，营业利润率较上年下降0.80个百分点，公司经营获利能力小幅下滑。同时我们注意到，2017年1-3月公司期间费用率较上年末增长6.26个百分点至16.70%，期间费用率的大幅上涨使得同期营业利润率大幅下滑，2017年1季度营业利润率为5.49%，较上年末下滑2.31个百分点，公司盈利能力继续下滑。

表22 2015-2017年3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	48,743.11	281,810.07	297,385.68
期间费用	8,139.37	29,425.77	28,693.85
营业利润	2,676.95	21,987.60	25,588.62
营业外收入	1,476.21	6,484.59	2,158.71
利润总额	4,100.95	28,292.87	27,713.20
综合毛利率	22.59%	18.59%	18.59%
期间费用率	16.70%	10.44%	9.65%
营业利润率	5.49%	7.80%	8.60%
总资产回报率	-	7.30%	8.86%
净资产收益率	-	7.90%	10.32%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

虽然营业利润出现小幅下滑，但利润总额同比稳中有增，2016年公司实现利润总额2.83亿元，同比增长2.09%。利润总额的增长主要受益于同期营业外收入的增加，2016年公司实现营业外收入0.65亿元，同比增长200.39%。具体来看，公司营业外收入主要来源于非流动资产处置利得和政府补助，其中非流动资产处置利得主要是公司出售其自有建设用地及其附属建筑物的收入，政府补助主要包括拆迁补偿款、扩能项目补助款、企业扶持基金、专利资助等，详见下表。同时需注意，由于非流动资产处置利得具有较大不确定性，后续公司营业外收入或有所波动。

表23 2015-2016年公司营业外收入构成（单位：万元）

项目	2016年	2015年
非流动资产处置利得合计	4,216.05	26.64
其中：固定资产处置利得	3,043.52	26.64
无形资产处置利得	1,172.54	0.00
政府补助	2,164.64	1,770.43
违约金	0.00	316.80
其他	103.90	44.85
合计	6,484.59	2,158.71

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

整体上看，受行业产能过剩以及产品价格下滑等因素影响，2016年公司化肥业务收入及毛利率小幅下探，但期间费用率继续上升，侵蚀了公司部分利润空间，2017年1-3月，公司营业收入及营业利润同比进一步下滑，盈利能力有所下降。

现金流

受益于存货和经营应收款的减少，公司经营活动现金净流入规模继续增长，同期投资活动现金流出规模较大，但主要是购买理财产品支出，整体上看公司资金压力不大

2016年公司整体经营活动较为稳定，全年实现净利润2.47亿元，同比稳中有增；随着

在建项目及固定资产规模的持续增长，2016年公司非付现费用总额增至1.13亿元，同比增长8.31%。但2016年公司营运现金流为3.23亿元，同比下滑17.54%，营运现金流的减少主要系同期公司处置较大规模土地使用权及其附属建筑物，非经营损益同比大幅下滑所致。综合来看，虽然2016年公司净利润较上年变化不大，但净利润转化为现金的能力有所降低。

受益于2016年末存货、应收票据等资产规模的大幅下降，以及应付账款等经营性应付项目的增加，2016年公司营运资本变化带来的现金流量达2.68亿元，同比增长636.27%，经营活动现金流的创造能力随之提高，2016年公司经营活动产生的现金流量净额同比增长38.13%至5.91亿元。

表24 2015-2017年3月公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年 1-3 月	2016年	2015年
FFO	-	32,300.36	39,173.02
其中：净利润	-	24,683.59	24,668.89
非付现费用	-	11,334.84	10,465.49
非经营损益	-	-3,718.07	4,038.64
营运资本变化	-	26,843.20	3,645.84
其中：存货减少（减：增加）	-	30,737.72	2,523.61
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	11,148.64	689.68
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	-15,043.15	432.55
经营活动产生的现金流量净额	-25,061.00	59,143.57	42,818.86
投资活动产生的现金流量净额	19,207.00	-97,952.86	-52,501.87
筹资活动产生的现金流量净额	-	-11,132.40	70,132.65
现金及现金等价物净增加额	-5,854.00	-49,941.69	60,449.64

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

2016年公司投资活动主要集中于理财投资方面，当年共收回理财投资现金18.94亿元，结合闲散自有资金，合计重新投资购买理财产品的现金26.95亿元，投资的产品主要包括保本保证收益型、保本浮动收益型、非保本浮动收益型等，较大规模的对外投资，使得2016年公司投资活动现金净流出规模同比增长86.57%至9.80亿元。此外，随着宣城、亳州、江西三地的复合肥生产项目以及硫铁矿制酸项目建设的持续推进，2016年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出2.75亿元，同比增长45.39%，截至2016年末，上述各项目均未全部完工投产，后续仍有建设资金需求。

2016年公司筹资活动相对较少，当年通过借款融资取得现金5.00亿元，由于借款期限全部在1年以内，该5.00亿元借款已于当期全部偿还。2016年公司筹资活动现金净流出1.11亿元全部系分配股利、利润或偿付利息的支出。考虑到目前公司账上现金及金融资产较多，外部融资需求不大。

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所扩大，资产负债水平有所上升，面临一定短期偿债压力

得益于公司盈余公积、未分配利润的积累，公司所有者权益规模持续增长，截至2016年末，公司净资产总额32.39亿元，同比增长7.52%。同时，随着经营规模的扩大，2016年公司负债总额有所上升，年末负债合计15.10亿元，同比增长38.06%，负债的增长主要来源于应付票据、应付账款的增加。截至2016年末，公司负债与所有者权益比率为46.63%，较上年上升10.31个百分点，公司净资产对负债的保障程度有所降低。截至2017年3月末，公司负债总额增至15.41亿元，净资产上升至32.73亿元，负债与所有者权益比率增至47.09%。

表25 2015-2017年3月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	154,146.68	151,012.29	109,379.20
所有者权益	327,313.13	323,851.64	301,188.26
负债与所有者权益比率	47.09%	46.63%	36.32%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

2016年公司负债结构由上年的以非流动负债为主调整为以流动负债为主，流动负债的大幅增长主要来源于应付票据及应付账款的增长，公司短期债务压力增加。截至2016年末，公司流动负债规模8.31亿元，同比增长80.50%，占负债总额比例较上年上升12.94个百分点至55.03%，2017年3月末流动负债余额增至8.64亿元。

公司流动负债主要由应付票据、应付账款、预付款项和其他应付款构成。公司存量应付票据全部是银行承兑汇票，随着票据结算使用的增多，2016年末应付票据合计4.12亿元，同比增长199.09%。公司应付账款主要包括应付材料货款、应付采矿权款、应付设备款及应付工程款，2016年末应付账款合计1.96亿元，同比增长96.56%，应付账款的大幅增长主要系贵州政立纳入合并范围所致，此外，随着在建工程项目的推进，应付工程款增加较多。预收款项全部是下游客户预付给公司的货款，截至2016年末，公司预收款项合计0.95亿元，同比减少18.66%，无账龄超过1年的重要预收款项，考虑到预收款项主要是货款，主要通过货物交付实现债务清偿，公司无实际货币偿还压力。截至2016年末，公司其他应付款总额0.65亿元，同比减少6.89%，主要是工程保证金、预提货物运费、往来款等，年末公司无账龄超过1年的重要其他应付款。

表26 2015-2017年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	42,470.18	27.55%	41,229.18	27.30%	13,785.00	12.60%
应付账款	21,690.99	14.07%	19,567.55	12.96%	9,954.75	9.10%
预收款项	9,851.50	6.39%	9,475.61	6.27%	11,649.02	10.65%
其他应付款	7,743.34	5.02%	6,512.97	4.31%	6,994.61	6.39%

流动负债合计	86,395.37	56.05%	83,103.53	55.03%	46,041.56	42.09%
应付债券	59,670.02	38.71%	59,645.74	39.50%	59,553.36	54.45%
递延收益	6,477.54	4.20%	6,633.23	4.39%	3,784.28	3.46%
非流动负债合计	67,751.31	43.95%	67,908.77	44.97%	63,337.64	57.91%
负债合计	154,146.68	100.00%	151,012.29	100.00%	109,379.20	100.00%
有息负债	102,140.19	66.26%	100,874.92	66.80%	73,338.36	67.05%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

公司非流动负债主要包括应付债券和递延收益，2016年末账面合计6.79亿元，同比增长7.22%。其中，应付债券系公司于2014年和2015年发行的两期债券，债券简称分别为“14司尔01”和“15司尔债”，两期债券到期时间分别是2019年和2020年，全部是到期一次性还本，详见下表。

表27 截至2016年12月31日公司债券融资情况（单位：万元）

债券简称	发行规模	债券利率	本金兑付	剩余规模	存续期限
14司尔01	30,000.00	6.50%	0.00	30,000.00	2014.10.22-2019.10.21
15司尔债	30,000.00	4.98%	0.00	30,000.00	2015.11.19-2020.11.18
合计	60,000.00	-	0.00	60,000.00	-

资料来源：公司公告，鹏元整理

递延收益全部是公司各年收到来自政府的项目补贴款，截至2016年末账面余额合计0.66亿元，同比增长75.28%，主要系亳州60万吨复合肥项目收到亳州市谯城区政府给予的项目扶持基金和企业发展专项资金较多所致，考虑到递延收益是政府补助形成，公司无实际偿还压力。

截至2016年末，公司有息债务合计10.09亿元，同比增长37.55%，占负债总额比例为66.80%，有息债务的增长主要系公司票据结算增加所致。从有息债务偿还期限分布看，2017年到期规模为4.12亿元，全部是应付票据，短期有息债务规模同比增长明显，面临较大即期偿付压力，此外，根据本期债券发行基本条款，在债券存续期第3年末，投资者有权选择将其持有的本期债券全部或部分回售给公司，即2017年10月22日本期债券或面临一定回售压力，需关注公司后续资金备付情况。

表28 公司有息债务偿还期限分布（单位：万元）

有息负债	2017年	2018年	2019年	2020年
应付票据	41,229.18	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	30,000.00	30,000.00
合计	41,229.18	0.00	30,000.00	30,000.00

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

从偿债指标看，随着应付票据、应付账款的增加，2016年公司资产负债水平同比上升5.16个百分点至31.80%，2017年3月末上升至32.02%。2016年公司流动比率和速动比率分别为3.07和2.54，较上年均有不同程度下滑，主要系流动负债增加较多所致，流动资产对流动负债的覆盖能力有所降低。2016年公司息税折旧前利润规模同比稳中有增，对有息债

务利息的保障程度进一步增强。

表29 2015-2017年3月公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	32.02%	31.80%	26.64%
流动比率	2.96	3.07	5.06
速动比率	2.23	2.54	3.46
EBITDA（万元）	-	43,689.31	43,315.31
EBITDA 利息保障倍数	-	10.80	7.97
有息债务/EBITDA	-	2.31	1.69

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

六、评级结论

2016年，公司化肥销量合计163.63万吨，同比增长18.57%；主营终端产品的平均产能利用率达113.91%，产能利用率持续保持高位；公司收购贵州政立55%的股权，产能布局 and 产业链进一步完善；测土配方新型复合肥的研究和生产稳步推进，目前正在筹建江西40万吨新型复合肥产能；环保监管压力上涨，加速淘汰行业落后产能，利好大型复合肥厂商。

同时我们也注意到，化肥行业产能过剩依然严重，叠加生产要素价格上涨压力，企业利润空间受到压缩。2016年公司主营产品价格同比下滑较多，营业收入随之减少，叠加期间费用上涨影响，营业利润同比下滑较多，且2017年1季度继续延续下滑态势，主营业务盈利能力有所下降；2016年末公司资产负债率为31.80%，资产负债水平同比上升5.16个百分点，短期有息负债合计4.12亿元，同比增长199.09%，短期偿债压力有所上升；2016年公司新增产能较多，且年末在建扩能项目较多，或存在一定产能消化风险。此外，公司目前虽然积极推进健康产业发展，但其在医疗健康领域经验较少，其发展主要依赖于外部主体，存在一定经营和管理风险。

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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	15,065.49	20,919.49	70,450.49	35,000.85
应收票据	22,573.66	2,640.97	15,937.00	25,921.27
应收账款	11,743.73	6,560.70	2,751.34	1,505.12
预付款项	63,571.85	78,959.15	40,834.28	64,810.66
应收利息	0.00	0.00	0.00	773.01
其他应收款	2,236.58	987.72	4,892.10	4,013.35
存货	63,503.99	43,565.17	73,541.19	76,824.17
其他流动资产	77,414.13	101,226.66	24,536.59	3,510.66
流动资产合计	256,109.43	254,859.87	232,943.00	212,359.10
可供出售金融资产	100.00	100.00	0.00	0.00
长期股权投资	40,487.41	40,572.65	40,424.27	0.00
固定资产	108,132.04	110,741.85	87,589.07	86,167.65
在建工程	29,905.64	26,453.37	19,125.47	11,474.58
无形资产	35,141.07	35,402.18	24,317.09	17,969.48
商誉	963.46	963.46	0.00	0.00
长期待摊费用	516.95	568.71	140.00	161.50
递延所得税资产	1,477.85	1,534.12	789.40	633.95
其他非流动资产	8,625.95	3,667.72	5,239.17	9,175.38
非流动资产合计	225,350.38	220,004.07	177,624.46	125,582.53
资产总计	481,459.82	474,863.93	410,567.46	337,941.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	54,000.00
应付票据	42,470.18	41,229.18	13,785.00	35,000.00
应付账款	21,690.99	19,567.55	9,954.75	9,437.12
预收款项	9,851.50	9,475.61	11,649.02	19,035.53
应付职工薪酬	1,558.58	3,023.47	2,667.79	2,387.24
应交税费	1,770.27	2,845.24	540.89	480.30
应付利息	1,310.50	449.50	449.50	415.00
其他应付款	7,743.34	6,512.97	6,994.61	6,592.96
流动负债合计	86,395.37	83,103.53	46,041.56	127,348.15
应付债券	59,670.02	59,645.74	59,553.36	29,767.00
递延收益	6,477.54	6,633.23	3,784.28	4,150.64
递延所得税负债	1,603.75	1,629.80	0.00	0.00
非流动负债合计	67,751.31	67,908.77	63,337.64	33,917.64
负债合计	154,146.68	151,012.29	109,379.20	161,265.79
股本	71,812.03	71,812.03	71,812.03	29,600.00
资本公积金	137,474.27	137,474.27	137,378.00	76,793.06
其它综合收益	9.56	9.56	6.56	0.00
盈余公积金	13,302.93	13,302.93	11,003.85	8,548.51
未分配利润	99,339.70	95,903.22	80,987.82	61,734.27
归属于母公司所有者权益合计	321,938.50	318,502.01	301,188.26	176,675.84
少数股东权益	5,374.63	5,349.63	0.00	0.00

所有者权益合计	327,313.13	323,851.64	301,188.26	176,675.84
负债和所有者权益总计	481,459.82	474,863.93	410,567.46	337,941.63

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	48,743.11	281,810.07	297,385.68	237,836.21
营业收入	48,743.11	281,810.07	297,385.68	237,836.21
二、营业总成本	46,624.36	262,526.45	271,811.24	223,048.84
营业成本	37,730.70	229,422.22	242,116.22	196,659.55
营业税金及附加	415.37	3,696.48	703.14	209.90
销售费用	3,919.71	13,515.06	12,679.92	10,255.61
管理费用	3,350.70	12,568.90	12,173.71	11,591.56
财务费用	868.97	3,341.81	3,840.22	4,466.42
资产减值损失	338.92	-18.02	298.04	-134.20
投资收益	558.20	2,703.98	14.19	0.00
三、营业利润	2,676.95	21,987.60	25,588.62	14,787.37
加：营业外收入	1,476.21	6,484.59	2,158.71	2,237.72
其中：非流动资产处置利得	0.00	4,216.05	26.64	9.41
减：营业外支出	52.21	179.33	34.14	32.50
其中：非流动资产处置损失	0.00	16.37	0.25	1.00
四、利润总额	4,100.95	28,292.87	27,713.20	16,992.58
减：所得税费用	639.46	3,609.27	3,044.30	2,585.74
五、净利润	3,461.49	24,683.59	24,668.89	14,406.85
减：少数股东损益	25.01	287.91	0.00	0.00
六、归属于母公司所有者的净利润	3,436.49	24,395.68	24,668.89	14,406.85
加：其他综合收益	0.00	3.00	6.56	0.00
七、综合收益总额	3,461.49	24,686.59	24,675.46	14,406.85
减：归属于少数股东的综合收益总额	25.01	287.91	0.00	0.00
八、归属于母公司普通股股东综合收益总额	3,436.49	24,398.68	24,675.46	14,406.85

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	27,963.38	264,317.46	168,434.24	245,424.42
收到其他与经营活动有关的现金	3,396.11	6,743.33	3,469.05	3,729.39
经营活动现金流入小计	31,359.49	271,060.79	171,903.29	249,153.81
购买商品、接受劳务支付的现金	43,372.01	168,291.23	91,487.78	214,754.59
支付给职工以及为职工支付的现金	6,984.02	19,820.65	18,937.15	16,561.85
支付的各项税费	2,727.59	8,840.34	4,726.01	3,107.40
支付其他与经营活动有关的现金	3,336.86	14,965.00	13,933.48	11,545.94
经营活动现金流出小计	56,420.49	211,917.22	129,084.43	245,969.78
经营活动产生的现金流量净额	-25,061.00	59,143.57	42,818.86	3,184.03
收回投资收到的现金	118,300.00	189,400.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	430.62	1,221.26	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	5,077.03	29.38	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	3,370.63	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	118,730.62	199,068.92	29.38	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5,123.63	27,523.32	18,931.25	22,809.24
投资支付的现金	94,400.00	269,500.00	33,600.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	-1.54	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	99,523.63	297,021.78	52,531.25	22,809.24
投资活动产生的现金流量净额	19,207.00	-97,952.86	-52,501.87	-22,809.24
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	102,752.81	0.00
取得借款收到的现金	0.00	50,000.00	107,000.00	109,000.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	29,740.00	29,760.00
筹资活动现金流入小计	0.00	50,000.00	239,492.81	138,760.00
偿还债务支付的现金	0.00	50,000.00	161,000.00	119,650.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.00	11,132.40	8,360.16	7,759.09
筹资活动现金流出小计	0.00	61,132.40	169,360.16	127,409.09
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-11,132.40	70,132.65	11,350.91
现金及现金等价物净增加额	-5,854.00	-49,941.69	60,449.64	-8,274.30
期初现金及现金等价物余额	20,456.19	70,397.87	9,948.23	18,222.54
期末现金及现金等价物余额	14,602.19	20,456.18	70,397.87	9,948.23

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	24,683.59	24,668.89	14,406.85
加：资产减值准备	-18.02	298.04	-134.20
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,089.95	9,742.40	9,049.45
无形资产摊销	1,033.65	403.55	291.30
长期待摊费用摊销	229.25	21.50	21.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-4,199.68	-26.38	-8.40
财务费用	4,043.58	4,234.66	4,605.87
投资损失（收益以“-”号填列）	-2,703.98	-14.19	0.00
递延所得税资产减少	-737.19	-155.45	-151.85
递延所得税负债增加	-120.79	0.00	0.00
存货的减少	30,737.72	2,523.61	-37,331.15
经营性应收项目的减少	11,148.64	689.68	5,733.11
经营性应付项目的增加	-15,043.15	432.55	6,701.54
经营活动产生的现金流量净额	59,143.57	42,818.86	3,184.03

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	-	5.95	2.58	4.92
存货周转天数	-	91.88	111.79	106.46
应付账款周转天数	-	23.16	14.42	20.10
净营业周期	-	74.66	99.95	91.29
流动资产周转天数	-	311.57	269.53	273.06
固定资产周转天数	-	126.68	105.17	134.37
总资产周转天数	-	565.55	453.05	458.29
综合毛利率	22.59%	18.59%	18.59%	17.31%
期间费用率	16.70%	10.44%	9.65%	11.06%
营业利润率	5.49%	7.80%	8.60%	6.22%
总资产回报率	0.86%	7.30%	8.86%	7.14%
净资产收益率	1.06%	7.90%	10.32%	8.43%
资产负债率	32.02%	31.80%	26.64%	47.72%
流动比率	2.96	3.07	5.06	1.67
速动比率	2.23	2.54	3.46	1.06
EBITDA（万元）	-	43,689.31	43,315.31	30,975.38
EBITDA 利息保障倍数	-	10.80	7.97	6.70
有息债务（万元）	102,140.19	100,874.92	73,338.36	118,767.00
有息债务/EBITDA	-	2.31	1.69	3.83

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1 季报，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	取得方式	主营业务
亳州司尔特生态肥业有限公司	10,000.00	100.00%	设立	复合肥料、专用肥料及水溶肥料研发、生产、销售；经营本企业自产产品及技术的出口业务（凭备案经营）；经营化肥、农地膜、农机具的购销业务；经营本企业生产所需要的材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术进出口业务（国家限定公司经营和国家禁止出口商品及技术除外）；经营来料加工和“三来一补”业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
安徽利箭丰生态肥业有限公司	5,000.00	100.00%	设立	复合肥料、专用肥料及水溶肥料研发、生产、销售；硫酸、磷酸一铵、磷酸二铵、硫酸钾、合成氨、碳铵及副盐酸、铁粉、磷石膏生产、加工、销售；经营本企业自产产品及技术的出口业务；经营化肥、农地膜、农机具的购销业务；经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进出口业务（国家限定公司经营和国家禁止进口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
贵州政立矿业有限公司	6,000.00	55.00%	收购	法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营；法律、法规、国务院决定规定应当许可（审批）的，经审批机关批准后凭许可（审批）文件经营；法律、法规、国务院决定规定无需许可（审批）的，市场主体自主选择经营。（矿产品、矿物原料、化工原料及产品（不含危化品）的销售；磷矿石开采、加工、销售。）
上海司尔特电子商务有限公司	10,000.00	100.00%	设立	化肥、饲料及添加剂、化工产品（除危险化学品、监控化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品、易制毒化学品）的销售，电子商务（不得从事增值电信、金融业务）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 截至2016年12月31日公司土地使用权明细（单位：平方米、万元）

地块	产权证号	土地性质	土地用途	面积	账面价值	是否抵押
宁国经济技术开发区	宁国用（2008）第133号	出让	工业	76,439.00	492.91	否
宁国经济技术开发区	宁国用（2008）第134号	出让	工业	63,877.20		否
宁国经济技术开发区	宁国用（2008）第135号	出让	工业	66,106.50		否
宁国经济技术开发区	宁国用（2008）第136号	出让	工业	34,223.60		否
宣州区古泉镇其林村、敬亭山办事处巷口桥村	宣国用（2008）第1050号	出让	工业	461,628.14	1,736.80	否
宣州经济开发区	宣国用（2015）第4248号	出让	工业	43,927.00	1,924.87	否
宣州区高立洪林场	宣国用（2015区）第0511号	出让	工业	33,332.00		否
市区响山路以东科技路（规划）以北	宣国用（2013）第0698号	出让	商服	21,314.00	2,607.06	否
宁国市汪溪街道办事处	宁国用（2010）第281号	出让	工业	132,913.90	6,504.84	否
宁国市汪溪街道办事处	宁国用（2010）第282号	出让	工业	178,513.00		否
宁国市汪溪街道办事处	宁国用（2010）第283号	出让	工业	288,828.10		否
汪溪园区汪河路（汪溪段）北侧	宁国用（2014）第828号	出让	工业	13,497.00	154.67	否
亳州市谯城区十河镇西关	亳谯国用（2015）字第005号	出让	工业	112,430.70	5,747.16	否
亳州市谯城区十河镇西关	亳谯国用（2015）字第006号	出让	工业	229,274.90		否
合计	-	-	-	1,756,305.04	19,168.31	-

附录七 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转天数	$[360 * (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数	$[360 * (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / \text{营业收入}$
	存货周转天数	$[360 * (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数	$[360 * (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / \text{营业成本}$
	净营业周期（天）	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数（次）	$[360 * (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	营业利润 / 营业收入
	净资产收益率	净利润 / $(\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用	销售费用 + 管理费用 + 财务费用
	期间费用率	期间费用 / 营业收入 $\times 100\%$
现金流	EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	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 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	应付债券
	短期有息债务	应付票据
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录八 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。