

安徽省司尔特肥业股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)

2018 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
人员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【2018】跟踪第
【305】号 01

债券简称: 14 司尔 01

债券剩余规模: 2.03 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:
杨培峰 陈鹏

电话:
021-51035670

邮箱:
yangpf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司化学原料
及化学制品公司债券评
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）2018 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	2018 年 05 月 29 日	2017 年 05 月 05 日

评级观点:

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”，股票代码：002538.SZ）及其 2014 年 10 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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综合毛利率企稳回升以及原材料产能有所上升，原材料自给率进一步提高。同时鹏元也关注到化肥行业市场需求下滑，公司化肥销量及收入均有所下滑；亳州基地新增 60 万吨复合肥产能消化不及预期；公司健康产业发展存在一定经营和管理风险等风险因素。

正面:

- 综合毛利率企稳回升。2017 年化肥行业环保限产压力继续收紧，叠加年末天然气等原材料价格上涨，公司磷酸一铵产品毛利率大幅提升，并有效拉动综合毛利率提升 2.04 个百分点至 20.63%。
- 原材料产能有所上升，自给率进一步提高。随着宣城基地 25 万吨硫铁矿制硫酸项目完工，截至 2017 年末，公司硫酸产能增至 115 万吨/年，2017 年硫酸自给率同比提高 5.94 个百分点至 67.24%，原材料自给率的提高，有利于公司控制生产成本。

关注：

- **化肥行业市场需求下滑给公司带来较大的经营压力。**2017 年我国化肥施用量有所下滑，虽然价格有所上升，但市场销量下滑明显，公司全年销售化肥 134.68 万吨，同比下降 17.69%，实现营业收入 26.03 亿元，同比下降 7.64%。
- **新增产能消化不及预期。**2016 年 8 月公司亳州基地年产 60 万吨复合肥产能投入运营，但亳州基地产能主要面向河南等新兴市场，2017 年市场开拓未及预期，全年复合肥产能利用率为 63.02%，此外，2017 年末及 2018 年初公司宣城基地新增复合肥产能 30 万吨，后续仍面临一定产能消化风险。
- **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。

发行人主要财务指标：

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	497,720.81	449,171.45	474,863.93	410,567.46
归属于母公司所有者权益合计（万元）	336,826.17	332,695.26	318,502.01	301,188.26
有息债务（万元）	101,104.08	60,613.60	100,874.92	73,338.36
资产负债率	31.21%	24.70%	31.80%	26.64%
流动比率	2.42	3.72	3.07	5.06
速动比率	1.78	2.88	2.54	3.46
营业收入（万元）	48,046.47	260,272.12	281,810.07	297,385.68
营业利润（万元）	4,801.59	25,095.31	26,187.29	25,588.62
净利润（万元）	4,163.86	21,494.45	24,683.59	24,668.89
综合毛利率	23.72%	20.63%	18.59%	18.59%
总资产回报率	-	6.09%	7.30%	8.86%
EBITDA（万元）	-	40,537.07	43,689.31	43,315.31
EBITDA 利息保障倍数	-	11.79	10.80	7.97
经营活动现金流净额（万元）	-10,805.87	4,507.60	59,143.57	42,818.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

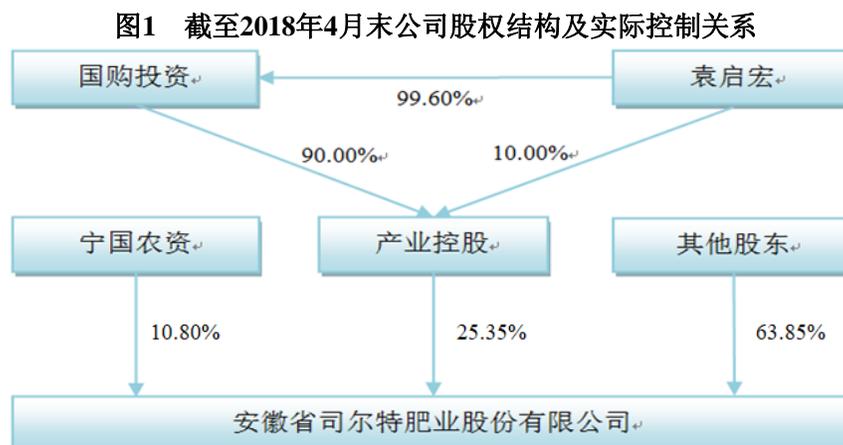
公司于2014年10月22日发行公司债券，发行规模为3亿元，期限为5年，票面利率为6.50%。

本期债券的起息日为2014年10月22日，单利按年计息，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满后2年票面利率固定不变。根据公司2017年10月23日公告，本期债券回售有效申报数量为967,000张，回售金额为1.03亿元（含利息），剩余托管数量为2,033,000张，剩余本金2.03亿元。

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2017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

2017年公司注册资本及股权关系未发生变动，控股股东仍为国购产业控股有限公司（以下简称“产业控股”），持股25.35%，已全部质押，实际控制人仍为自然人袁启宏。截至2018年4月末，公司股权结构及实际控制关系如下。



资料来源：公司提供

2017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矿业有限公司（以下简称“贵州政立”）主要从事磷矿石开采、加工、销售。截至2017年末，公司纳入合并报表范围内子公司共5家（详见附录五），其中安徽省鑫宏大

健康产业管理有限公司（以下简称“鑫宏大健康”）系2017年新增纳入合并范围的子公司，未发生不再纳入合并报表范围情况，详见下表。

表1 2017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
安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司	100.00%	20,000.00	健康产业管理	设立

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为44.92亿元，归属于母公司所有者权益为33.27亿元，资产负债率为24.70%；2017年度，公司实现营业收入26.03亿元，净利润2.15亿元，经营活动现金流净额0.45亿元。

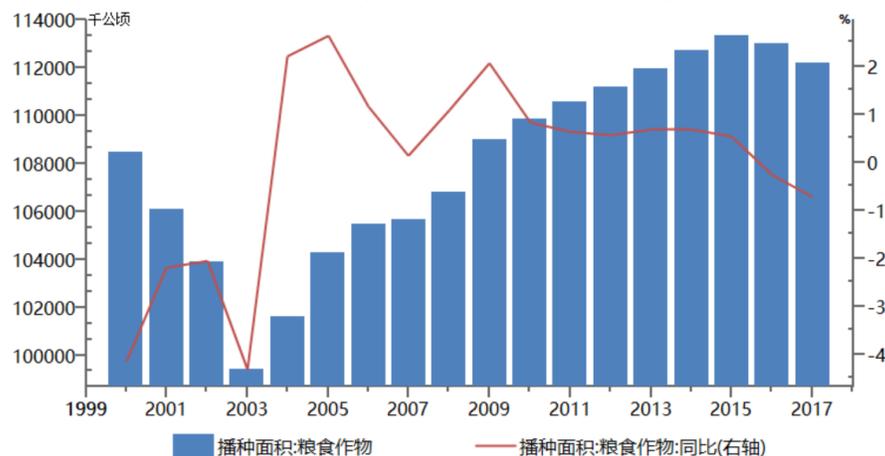
截至2018年3月31日，公司资产总额为49.77亿元，归属于母公司所有者权益为33.68亿元，资产负债率为31.21%；2018年一季度，公司实现营业收入4.80亿元，净利润0.42亿元，经营活动现金流净额-1.08亿元。

三、运营环境

粮食价格的长期低迷抑制了播种积极性，2017年全国复合肥施用量增速进一步下滑，化肥施用量开始下降

自2012年以来，包括大豆、大米、玉米等在内的主要粮食受高库存、取消粮补、取消最低收购价等因素影响，粮食价格持续低迷，价格跌幅普遍达40%左右，粮食价格的长期低迷降低了农作物种植的积极性。数据显示，2010年以来我国农作物播种面积增速已降至1%以下，2016年已呈现负增长，2017年进一步下降0.72%，粮价的长期低迷使得播种积极性释放不足，进而抑制了化肥施用需求。

图2 全国粮食作物播种面积及同比变化情况



数据来源：Wind，鹏元整理

受农作物播种面积增速持续下滑影响，近年全国化肥及复合肥施用量同比增速持续放缓，其中化肥施用量已经出现负增长，复合肥施用量增长率同样有较大下滑，但整体增速高于化肥施用量增长率。在化肥施用零增长及提质增效的背景下，叠加播种积极性受粮价低迷影响持续下滑等因素，预计未来化肥消费总量将延续下滑态势。复合肥施用方面，从化肥行业发展趋势来看，复合肥替代单质肥是必然趋势，目前我国化肥行业复合化率约40%左右，远低于美国、日本等发达国家70%-80%的复合化水平，复合肥未来存在较大渗透替代空间，长期来看大型复合肥生产厂商相比传统单质肥生产厂商在市场竞争方面将更有优势。

图3 全国化肥、复合肥施用量及同比变化情况



数据来源：Wind，鹏元整理

同时我们也注意到，为降低粮食库存，近年国家对不同粮食种植面积进行结构性调整，其中玉米种植面积2016年调减3,000万亩，2017年进一步调减2,000多万亩，使得2017年国内玉米库存自2010年以来首次出现下降，同时国家多次调低玉米最低收购价，推动农产品价格市场机制的形成。在上述因素的共同作用下，2017年末国内玉米价格涨幅明显，此外，小麦、粳稻价格同样有所增长，粮食价格的回升短期内对化肥需求或有一定提振作用。

2017年国内复合肥价格受原材料涨价影响有所上升，但在市场需求偏弱的行情下，原材料成本上涨压力无法完全向下游转移，行业利润空间受到压缩

受市场需求下降及政策指导等因素影响，近年国内化肥产量震荡下降，此外，化肥生产用气优惠取消、税率优惠取消、铁路运费优惠取消、煤炭价格上涨推高化肥生产厂商生产成本，压缩行业利润空间，企业生产积极性受到抑制，叠加2017年冬季采暖季天然气供应不足，导致以氮肥企业为主的部分生产厂商被迫停产，2017年国内农用氮磷钾化肥（折纯）产量为6,065.20万吨，化肥产量创自2012年以来新低，产量较上年大幅减少13.41%，

降幅创历史新低。

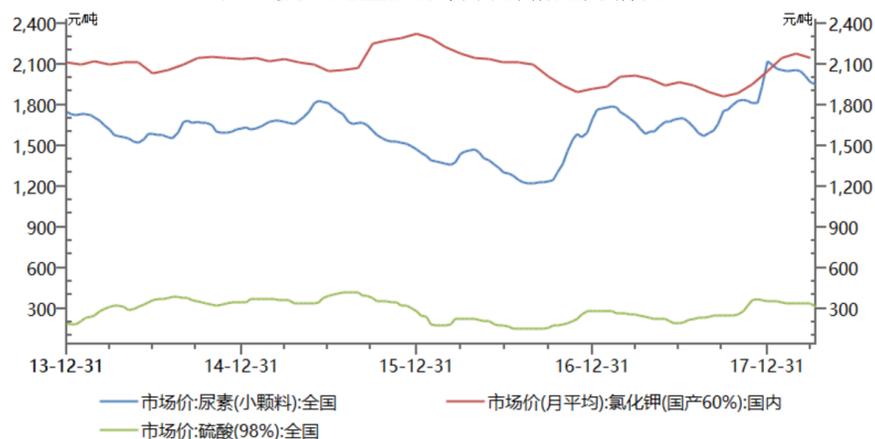
图4 全国化肥（折纯）产量及同比变化情况



数据来源：Wind，鹏元整理

复合肥原材料主要包括硫酸、氯化钾（钾肥）、尿素（氮肥）等。受化肥零增长指导、供给侧改革、环保限产等政策因素影响，2017年国内尿素产能进一步降低，据隆众数据统计，2017年全国尿素总产能约8,315万吨，较2016年减少360万吨，尿素生产企业数量由137家下降至127家，叠加2017年冬季采暖季北方大范围实施供暖设备煤改气，天然气资源供给紧张，导致西北、华北多数气头尿素工厂停工，同时无烟煤涨价推高煤头尿素企业生产成本，使得2017年末全国尿素产量大幅下滑，根据国家统计局数据，2017年全国尿素产量约2,629.36万吨，同比下降14.71%。尿素、合成氨等氮肥短期供应大幅下滑及生产成本增加使得其产品在2017年末快速上升，增幅超过30%，同时钾肥、硫酸等原材料价格在市场整体行情的提振下亦有所走强。整体上看，2017年国内复合肥原材料价格呈上升趋势，对复合肥厂商的毛利率或产生一定下拉作用。

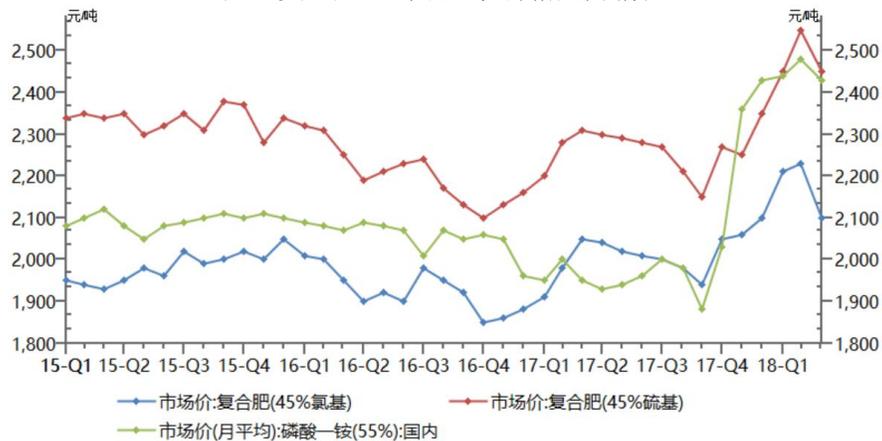
图5 复合肥主要原材料价格走势情况



数据来源：Wind，鹏元整理

受原材料价格普遍上涨影响，国内复合肥价格在2017年四季度同样呈现走强态势，其中45%氯基复合肥由年中低点1,940元/吨上涨至年末2,100元/吨，涨幅约8.25%，45%硫基复合肥由年中低点2,150元/吨上涨至年末2,350元/吨，涨幅约9.30%，复合肥价格上涨一定程度上削弱了快速上涨的成本压力。此外，磷酸一铵受原材料硫磺、合成氨涨价影响，其市场价格同样有较大幅度攀升。但我们也注意到，复合肥价格的上涨幅度明显低于氮肥、钾肥等原材料的价格涨幅，原材料成本上涨压力在当前市场需求负增长的行情下无法完全向下游转移，行业整体利润空间受到压缩。

图6 复合肥及磷酸一铵价格走势情况



数据来源：Wind，鹏元整理

复合肥行业市场集中度逐步提高，但整体水平依然较低，产能过剩依然严重

随着供给侧改革的不断推进，同时政府不断强化对农业施肥的指导，叠加环保限产等因素，近年国内复合肥产能不断下降，部分装置设备落后、环保不达标、规模无优势的老旧产能逐步退出市场。根据卓创资讯统计，2017年国内复合肥产能较2016年减少约4%，行业CR3从2014年的6.9%已逐步提升至9.7%，但仍然处于较低水平，随着2018年开征环保税，预计后续落后产能出清将进一步加速，市场集中度将进一步提高。

但同时我们也注意到，目前国内复合肥行业产能过剩依然严重，根据中国产业信息网统计，截至2017年末，全国复合肥产能约2.1亿吨，而对应的产量仅约5,000万吨，行业平均产能利用率约24%，除部分大型复合肥厂商能保持较高的产能利用率外，其他多数小型厂商产能利用率严重不足。而较低的产能利用率和较低的市场集中度使得复合肥行业同质化竞争严重，以价格较为主要竞争手段的现象较为常见，压缩了行业整体获利空间。

政策引导行业转型升级，环保压力加速产能出清

为防控土地污染，提高化肥利用率，2015年农业部出台《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，政策层面引导降低化肥施用量；2016年国务院发布《土壤污染防治行动计划》，

鼓励农民增施有机肥，目标到2020年全国主要农作物化肥利用率提高到40%以上；2017年新华社印发中央一号文《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》，着重强调提高土地产出率和资源利用率；同年农业部印发《开展果菜茶有机肥替代化肥行动方案》，引导水果、蔬菜、茶叶实施有机肥替代化肥。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，引导行业转型升级。

虽然复合肥行业存在向普通单质肥渗透的发展空间，但渗透过程需要逐步完成，且渗透空间远低于目前全国复合肥产能，化解过剩产能问题依然突出，环保压力成为行业去产能的重要外部推动力。随着近年环保政策趋紧，环保督查频率日趋增加，根据卓创资讯统计，环保督察组巡查期间，被巡查地区化肥厂商开工率均接近腰斩，除部分大型厂商进行限产、减产外，其他小企业基本直接关停，直接推动了落后产能的出清工作。此外，《中华人民共和国环境保护税法》的出台与实施，将进一步加快清退生产设备落后、环保不达标、资本实力薄弱的小型化肥生产厂商，加速落后产能出清，推动行业集中度提升。

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，从营业收入规模看，2017年公司实现营业总收入26.03亿元，同比减少7.64%，主要系市场需求不景气，销量同比下滑所致。2018年1-3月公司实现营业收入4.80亿元，同比微降1.43%。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率为20.63%，较上年回升2.04个百分点，主要系磷酸一铵价格大幅上涨所致，但公司三元复合肥毛利率同比出现下滑，主要系原材料成本上涨压力在需求偏弱的市场中无法完全向下游转移，2018年1-3月有所回升，主要系复合肥价格持续上升所致。

表2 2016-2018年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
三元复合肥	26,823.93	21.43%	145,524.41	17.87%	155,674.14	19.65%
磷酸一铵	17,615.29	24.53%	94,847.92	20.66%	109,213.06	13.30%
其他副产品	2,794.62	31.20%	12,330.74	40.31%	10,816.76	38.42%
磷矿石	699.90	51.81%	5,609.04	46.27%	4,839.40	55.53%
其他	112.72	79.94%	1,960.00	26.82%	1,266.72	34.61%
合计	48,046.47	23.72%	260,272.12	20.63%	281,810.07	18.59%

注：公司三元复合肥包括氯基复合肥和硫基复合肥。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司化肥销售量及销售收入有所下滑，但综合毛利率有小幅改善

公司作为安徽省最大的磷复肥生产和出口基地，其产品安徽、江西、湖南、河南等地均具有较高的市场认可度。但近年化肥行业以零增长、提质增效为导向，化肥市场需求开始下降，2017年公司化肥销售规模出现下滑，全年主营产品合计对外销售规模134.68万吨，同比减少17.69%。其中，三元复合肥销售80.51万吨，同比减少13.54%，产销率为106.47%；磷酸一铵销售54.17万吨，同比减少23.17%，产销率（不含自用）为72.34%。

虽然2017年公司主营产品销售量均有所下降，但销售价格反弹明显，其中三元复合肥、磷酸一铵2017年平均销售价格较上年分别增长8.12%和13.04%，市场价格的回升一定程度上削弱了销量的下滑对营业收入带来的不利影响，并提升了同期综合毛利率水平。

表3 2016-2017年公司主营产品销售情况

产品名称	项目	2017年	2016年
三元复合肥	销量（万吨）	80.51	93.12
	平均价格（元/吨）	1,807.47	1,671.76
	产销率	106.47%	100.35%
磷酸一铵	自用（万吨）	18.37	22.57
	外销（万吨）	54.17	70.51
	平均价格（元/吨）	1,750.85	1,548.90
	产销率（不含自用）	72.34%	81.88%

资料来源：公司提供，鹏元整理

客户方面，由于公司三元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。但随着市场需求的下滑，大客户集中采购磷酸一铵的规模也有所下降，2017年公司前五大客户合计销售规模3.35亿元，同比减少38.08%，其中第一大客户销售额占磷酸一铵全年销售比例下滑至9.46%，前五大客户合计销售额占磷酸一铵全年销售额比例为35.29%，同比下降14.21个百分点，客户集中风险有所降低，但终端销售压力或有所上升。

表4 2016-2017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
2017年	客户一	8,974.14	9.46%	3.45%	磷酸一铵
	客户二	7,988.94	8.42%	3.07%	磷酸一铵
	客户三	6,063.57	6.39%	2.33%	磷酸一铵
	客户四	5,827.60	6.14%	2.24%	磷酸一铵
	客户五	4,619.07	4.87%	1.77%	磷酸一铵
	合计	33,473.31	35.29%	12.86%	-
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%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

产品出口方面，虽然近年国家对化肥出口关税政策逐步放开，但2017年国内化肥价格大幅上涨，降低了产品在国际市场上的竞争力，全年公司化肥合计出口总量9.62万吨，同比下降28.57%，全部系磷酸一铵，出口销售收入1.70亿元，同比下降22.11%，占当年磷酸一铵销售收入比例为17.92%，较上年下滑2.06个百分点。

表5 2016-2017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）
2017年	磷酸一铵	96,217.00	1,766.90	17,000.57
2016年	磷酸一铵	134,697.00	1,620.35	21,825.67

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司复合肥产业链上游硫酸产能进一步增加，但复合肥产能利用率有所下滑，新增产能面临较大消化压力

公司目前拥有安徽宁国、宣城、亳州三大化肥生产基地¹与宣城马尾巴山硫铁矿、贵州开阳磷矿。产能方面，2017年公司关停宁国基地年产32万吨复合肥生产线，同年新增宣城基地年产15万吨复合肥产能，截至2017年末，公司三元复合肥产能为135万吨/年。产能利用率方面，公司目前主要对外销售终端产品包括三元复合肥和磷酸一铵，2017年实际产能利用率分别63.02%和99.85%，其中复合肥产能利用率水平较低，主要系2016年亳州分公司新投产的60万吨产能释放不达预期所致。

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115万吨/年和45万吨/年，其中2017年硫酸产能较上年末新增25万吨，主要系宣城基地年产25万吨硫铁矿制硫酸项目完工投产所致，2017年公司分别生产硫酸和磷酸75.53万吨和37.51万吨，产能利用率分别为65.68%和83.36%，较上年均有所下滑，其中硫酸产能利用率大幅下滑主要系2017年四季度宣城基地新增25万吨硫酸产能所致，扣除该产能影响公司实际硫酸产能利用率约80.21%。此外，宣城基地的25万吨硫酸产能及15万吨磷酸产能于2017年5-8月份进入技改停产，使得2017年中间产品产能利用率同比有所下降。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足自身所需，但硫酸产能有所不足，随着2017年四季度宣城25万吨硫铁矿制硫酸项目投产，后续硫酸自给能力将有所提高。

磷矿开采主要由下属子公司贵州政立负责运营，贵州政立目前拥有年产30万吨磷矿石产能，2017年实际磷矿石开采量为35.17万吨，产能利用率为117.23%，产能利用水平较

¹ 此前公司筹备的江西生产基地因战略调整已暂停。

高。2017年公司磷矿石自给率为25.73%，较上年提高3.81个百分点，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6 2016-2017年公司产能利用率情况

产品类型	产品名称	项目	2017年	2016年
终端产品	三元复合肥	产能（万吨）	135.00	152.00
		产量（万吨）	75.62	92.79
		产能利用率	56.01%	61.05%
	磷酸一铵	产能（万吨）	75.00	75.00
		产量（万吨）	74.89	86.11
		产能利用率	99.85%	114.81%
中间产品	硫酸	产能（万吨）	115.00	90.00
		产量（万吨）	75.53	80.30
		产能利用率	65.68%	89.22%
		自给率	67.24%	61.30%
	磷酸	产能（万吨）	45.00	45.00
		产量（万吨）	37.51	42.77
		产能利用率	83.36%	95.04%
		自给率	100.00%	100.00%
上游矿石	磷矿石	产能（万吨）	30.00	30.00
		产量（万吨）	35.17	33.67
		产能利用率	117.23%	112.23%
		自给率	25.73%	21.92%

注：上表中三元复合肥产能利用率系按设计产能计算，2016-2017年实际产能利用率分别为63.02%和79.31%。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年末，公司已拥有复合肥产能135万吨，磷酸一铵产能75万吨，硫酸钾产能4万吨，硫酸产能115万吨，磷酸产能45万吨，硫铁矿产能38万吨，以及磷矿石产能30万吨，各产能分布情况详见下表。

表7 截至2017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	磷矿石
宁国	2017年产能	50	45	4	65	30	-	-
	2018年预计投产	-	-	-	-	-	-	-
宣城	2017年产能	25	30	-	50	15	-	-
	2018年预计投产	15	-	-	-	-	-	-
亳州	2017年产能	60	-	-	-	-	-	-
	2018年预计投产	-	-	-	-	-	-	-

马尾矿	2017年产能	-	-	-	-	-	38	-
	2018年预计投产	-	-	-	-	-	-	-
贵州政立	2017年产能	-	-	-	-	-	-	30
	2018年预计投产	-	-	-	-	-	-	10
合计	2017年产能	135	75	4	115	45	38	30
	2018年预计投产	150	75	4	115	45	38	40

注：NPK即三元复合肥，MAP即磷酸一铵；年产38万吨硫铁矿项目因浅层矿石品位较低暂未投入生产。
资料来源：公司提供，鹏元整理

产业链方面，近年公司不断完善磷复肥产业链条。为提高磷矿石自给率，2016年公司收购贵州政立55%的股权，目前正在进行技改扩能建设工程，技改后磷矿石年产能预期将增至40万吨，磷矿石自给率有望进一步提高。硫铁矿方面，目前公司在建的马尾巴山硫铁矿项目已进入尾声，计划2018年8月投产，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。硫酸产能方面，随着宣城25万吨硫铁矿制硫酸项目投产，2017年末公司已拥有硫酸产能115万吨，扣除设备检修因素实际产能约100万吨，而目前公司硫酸的实际需求约130万吨，外购需求约30万吨，硫酸自给率较上年上升5.94个百分点。

在建终端产品产能方面，目前公司正在建设的系宣城年产90万吨新型复合肥项目，其中一期30万吨产能已经于2017年四季度和2018年一季度分批投产，二期60万吨产能预计将在现有产能利用率大幅回升后投产。

表8 截至2017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
马尾巴山硫铁矿项目	17,700.00	17,211.17	38.00	硫铁矿	2018年07月
O2O农资电商平台项目	20,569.00	4,591.57	-	-	2017年12月
年产90万吨新型复合肥项目（宣城）	40,857.95	10,857.78	90.00	复合肥	2018年12月
磷矿技改扩能建设工程	7,500.00	5,741.69	10.00	磷矿石	2018年06月

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体上看，公司产业链趋于完善，有利于提高综合竞争力及利润空间。同时需注意，2017年亳州基地复合肥产能利用水平较低，宣城90万吨复合肥一期项目于近期投产，未来仍面临一定产能消化风险。

公司部分原材料采购价格有所上升，供应商集中度进一步降低

目前公司已取得马尾巴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。

受产能利用率下降影响，2017年公司合成氨采购数量同比下滑13.36%至12.77万吨，但同期氮肥价格上涨明显，使得合成氨采购总额较上年仍增长9.71%至3.23亿元，占采购比重16.08%。

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。随着宣城25万吨硫铁矿制硫酸项目投产，公司硫酸外购需求有所收缩，2017年公司硫酸采购总量36.82万吨，同比减少28.69%，但采购均价上升明显，使得采购金额增至0.89亿元，占采购比重4.40%。

表9 2016-2017年公司主要原材料采购情况

项目		2017年	2016年
硫铁矿	数量（吨）	495,689	454,172
	金额（万元）	12,103.99	9,911.21
	平均单价（元/吨）	244.18	218.23
	占采购比重	6.02%	5.34%
磷矿石	数量（吨）	1,222,665	1,256,958
	金额（万元）	45,578.83	46,860.07
	平均单价（元/吨）	372.78	372.81
	占采购比重	22.65%	25.26%
氯化钾	数量（吨）	173,727	211,626
	金额（万元）	27,958.24	35,166.71
	平均单价（元/吨）	1,609.33	1,661.74
	占采购比重	13.90%	18.96%
合成氨	数量（吨）	127,707	147,397
	金额（万元）	32,346.36	29,484.20
	平均单价（元/吨）	2,532.87	2,000.32
	占采购比重	16.08%	15.89%
硫酸	数量（吨）	368,241	516,429
	金额（万元）	8,857.57	7,945.32
	平均单价（元/吨）	240.54	153.85
	占采购比重	4.40%	4.28%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从采购对象看，2017年公司前五大供应商合计采购金额为7.54亿元，同比下降4.64%，占采购总额的比例为36.97%，较上年下降2.13个百分点，供应商集中度继续降低，有助于增强原材料采购的议价能力。从采购产品的类别来看，公司采购集中度较高的产品主要是外购需求较大的氯化钾及磷矿石。

表10 2016-2017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
----	--------	------	------	------

2017年	供应商一	19,323.49	9.47%	氯化钾
	供应商二	18,984.39	9.31%	氯化钾
	供应商三	16,738.97	8.20%	磷矿石
	供应商四	14,551.25	7.13%	磷矿石
	供应商五	5,816.32	2.85%	硫铁矿
	合计	75,414.41	36.97%	-
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
	供应商五	5,829.80	2.88%	硫磺
	合计	79,084.63	39.10%	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司继续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《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，到2020年，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。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。截至2017年末，公司研发人员数量为308人，研发人员数量占比达10.22%，研发投入金额为0.80亿元，占同期营业收入比例为3.06%，规模较大的研发团队是公司赢取未来新型复合肥市场的核心竞争力。

表11 2016-2017年公司研发投入情况

项目	2017年	2016年
研发人员数量（人）	308	351
研发人员数量占比	10.22%	12.31%
研发投入金额（万元）	7,970.51	9,461.68
研发投入占营业收入比例	3.06%	3.36%

资料来源：公司2017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、芜湖等片区已在试运营）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。

公司继续推进“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2014年的数据显示，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5月，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”），但该产业基金自成立后项目投资无实质性进展，为了提高资金使用效率，结合公司的实际发展情况，2017年12月公司已终止该产业基金并注销京宁投资。同期，公司为加快推进做大做强医疗健康产业发展战略，尽早形成优质、高效复合肥产业和医疗健康产业齐头并进的新局面，公司全资子公司安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司（以下简称“鑫宏大健康”）与安徽众泰建设工程有限公司（以下简称“安徽众泰”）、合肥磐信股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“磐信投资”）拟共同投资设立健康医疗产业基金：合肥磐信健康产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“磐信健康”）。

根据公司2018年3月16日公告，子公司鑫宏大健康拟与国购投资有限公司（以下简称“国购投资”）共同成立子公司，该子公司负责落实与安徽医科大学第一附属医院战略合作框架协议，合作设立医疗机构，创建三级甲等医院。

综合来看，公司目前通过资本运作、投资设厂等多渠道了解并参与医疗健康产业，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，根据公司2018年2月13日发布的关于筹划重大资产重组的停牌公告，公司拟收购安徽强英鸭业集团有限公司部分股权，鹏元对此出具了关注公告，根据公司2018年3月16日发布的关于终止筹划重大资产重组事项暨股票复牌公告，交易双方对本次交易的重要条款未能达成一致意见，决定终止筹划本次重大资产重组事项。

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2016-2017年审计报告和未经审计的2018年1季报，报告均采用新会计准则编制。

2017年，公司新增纳入合并报表子公司共1家，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，整体流动性尚可

截至2017年12月31日，公司资产总计44.92亿元，同比减少5.41%，主要系理财产品减少较多所致，同时资产结构由2016年的以流动资产为主转变为以非流动资产为主。2018年3月公司资产规模增至49.77亿元，主要系新增外部融资较多所致。

截至2017年末，公司流动资产账面价值合计19.81亿元，同比下降22.26%，主要包括货币资金、预付款项、存货及其他流动资产。截至2017年末，公司货币资金账面余额5.79亿元，规模同比增长176.79%，主要系公司购买理财产品到期赎回所致，2017年末货币资金中使用受限的金额为0.05亿元，占比0.82%。预付款项主要是公司采购原材料所预付的货款，随着原材料自给率的不断提高，叠加生产收缩等因素，2017年末公司预付款项规模同比减少33.29%至5.27亿元。从账龄分布看，账龄在1年以内的预付款项占比达99.00%，账龄结构有所缩短。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4.58亿元，占预付款项期末余额的比例为86.89%，预付款项集中度较高。此外，较大规模的预付款项占用了公司的营运资金，增加了公司资金周转的压力以及资金成本。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，2017年末账面价值合计4.45亿元，同比基本保持稳定，2018年3月末增至6.28亿元，主要系新增产能投产叠加春耕备货所致。公司存货以产成品和原材料为主，年末账面价值分别为2.20亿元和1.96亿元，考虑到近年复合肥及原材料价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。其他流动资产主要是是公司购买的银行理财产品，2017年末账面价值合计1.62亿元，同比减少83.95%，主要系前期购买的理财产品到期赎回所致，年末剩余银行理财产品余额为1.20亿元。

表12 2016-2018年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

货币资金	79,773.21	16.03%	57,903.98	12.89%	20,919.49	4.41%
预付款项	51,531.42	10.35%	52,676.52	11.73%	78,959.15	16.63%
存货	62,847.75	12.63%	44,515.26	9.91%	43,565.17	9.17%
其他流动资产	3,079.85	0.62%	16,248.07	3.62%	101,226.66	21.32%
流动资产合计	237,098.22	47.64%	198,122.38	44.11%	254,859.87	53.67%
长期股权投资	39,360.59	7.91%	39,828.01	8.87%	40,572.65	8.54%
固定资产	134,896.32	27.10%	124,618.24	27.74%	110,741.85	23.32%
在建工程	33,937.92	6.82%	36,095.20	8.04%	26,453.37	5.57%
无形资产	33,573.59	6.75%	33,776.62	7.52%	35,402.18	7.46%
非流动资产合计	260,622.59	52.36%	251,049.07	55.89%	220,004.07	46.33%
资产总计	497,720.81	100.00%	449,171.45	100.00%	474,863.93	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报，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，受益于扩产能项目的持续推进，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，2017年末账面价值合计25.10亿元，同比增长14.11%，占总资产比例上升至55.89%。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2017年末账面价值3.98亿元。固定资产是公司非流动资产的主要构成，2017年末账面价值合计12.46亿元，同比增长12.53%，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8.06亿元和4.09亿元，同比分别增长15.23%和5.97%，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。截至2017年末，公司在建项目主要包括马尾巴山硫铁矿项目、O2O农资电商服务平台项目、宣城年产90万吨新型复合肥项目和磷矿技改扩能建设工程等项目，2017年合计新增投入3.32亿元，转入固定资产2.23亿元，年末账面价值合计3.61亿元。公司无形资产主要包括土地使用权和采矿权，2017年末账面价值合计3.38亿元，同比变化不大，其中土地使用权和采矿权账面价值分别为1.82亿元和1.55亿元，其中土地使用权主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，采矿权主要是公司取得的安徽省宣城市宣州区马尾巴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。

整体上看，跟踪期内公司资产总额继续增长，资产结构转变为以非流动资产为主，但考虑到期末货币资金及银行理财产品规模仍较大，资产流动性尚可。

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以及固定资产的不断扩张，公司总资产周转天数继续延长，经营性资产运

营效率有所降低

公司下游客户以中小经销商为主，因此应收账款规模不大，应收账款周转率仍保持较高水平。同时，2017年公司应付账款规模同比保持稳定，但当年营业成本有所下降，使得应付账款周转天数上升11.66天。存货周转方面，2017年公司存货周转天数为76.74天，较上年减少15.14天，主要系近两年存货规模较前期有所缩减所致，存货周转率稳步提升。2017年公司净营业周期为49.93天，较上年减少24.73天，净营业周期进一步缩短。

随着《到2020年化肥使用量零增长行动方案》和“土十条”的逐步推进，我国化肥施用量已进入负增长阶段，2017年公司营业收入继续下滑，同时流动资产规模亦下降较多，使得流动资产周转率同比保持稳定，但固定资产规模随着在建项目建设的持续推进不断增长，但新增产能实际利用情况并不理想，固定资产周转天数同比上升36.09天至162.77天。受此影响，总资产周转天数由上年的565.55天增至639.05天，公司经营性资产的运营效率有所下降。

表13 2016-2017年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	8.00	5.95
存货周转天数	76.74	91.88
应付账款周转天数	34.82	23.16
净营业周期	49.93	74.66
流动资产周转天数	313.28	311.57
固定资产周转天数	162.77	126.68
总资产周转天数	639.05	565.55

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入受销量下降影响有所减少，综合毛利率有所回升

2017年度，公司实现营业收入合计26.03亿元，同比下降7.64%，营业收入的下降主要系市场需求偏弱，产品销量下跌所致。毛利率方面，2017年化肥行业产品价格整体上呈上升趋势，其中氮肥、磷酸一铵等产品价格增长明显，复合肥价格随之上涨，但涨幅不及氮肥等原材料，使得公司三元复合肥销售毛利率出现下滑，但磷酸一铵价格涨幅较大，毛利率回升明显，有效拉升了公司综合毛利率水平，2017年公司综合毛利率为20.63%，同比上升2.04个百分点。2018年1-3月公司营业收入规模为4.80亿元，同比保持稳定，综合毛利率回升至23.72%。

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

职工薪酬、折旧及摊销费用、行政运营费用随公司经营规模的扩大不断上涨，使得2017年公司管理费用继续增加，期间费用总额随之增长。但2017年公司营业收入同比下滑，期间费用率由上年的10.44%上升至12.04%，2018年一季度进一步增至13.08%。期间费用的增加侵蚀了公司的营业利润，但近年公司投资收益及政府补助规模较大，一定程度充实了公司的营业利润，2017年公司营业利润合计2.51亿元，同比小幅减少4.17%，利润总额及净利润均有不同程度下滑。资产回报率方面，2017年公司总资产回报率及净资产收益率分别为6.09%和6.49%，较上年分别下滑1.21个百分点和1.41个百分点。

表14 2016-2018年3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	48,046.47	260,272.12	281,810.07
营业利润	4,801.59	25,095.31	26,187.29
利润总额	4,869.10	24,711.99	28,292.87
净利润	4,163.86	21,494.45	24,683.59
综合毛利率	23.72%	20.63%	18.59%
期间费用率	13.08%	12.04%	10.44%
营业利润率	9.99%	9.64%	9.29%
总资产回报率	-	6.09%	7.30%
净资产收益率	-	6.49%	7.90%
营业收入增长率	-1.43%	-7.64%	-5.24%
净利润增长率	20.29%	-12.92%	0.06%

资料来源：公司2016-2017年审计报告和未经审计的2018年一季度报，鹏元整理

现金流

受应收款项增长影响，公司经营活动现金净流入规模收缩明显，但同期投资活动现金净流入规模较大，公司整体资金压力不大

受营业收入下滑影响，2017年公司实现净利润2.15亿元，同比减少12.92%，但同期公司资产减值准备、长期待摊费用摊销等非付现费用及非经营损益增加较多，使得公司营运现金流较上年回升5.40%至3.40亿元，净利润转化为现金的能力有所改善。同时我们也注意到，2017年公司经营性应收项目增加较多，而经营性应付减少较多，使得营运资本大幅增加，2017年公司经营活动产生的现金流量净额同比下滑92.38%至0.45亿元。

2017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51.35亿元，结合闲散自有资金，合计重新投资购买理财产品的现金42.30亿元，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，年末公司持有的理财产品账面余额为1.20亿元。此外，随着宣城、亳州等地复合肥生产项目以及硫铁矿制酸项目建设的

持续推进，2017年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出3.39亿元，同比增长23.04%。公司2017年投资活动现金净流入5.28亿元。

2017年公司筹资活动相对较少，未进行外部融资活动，仅偿还债务、分配股利及支付利息支出2.03亿元。2018年一季度，公司通过银行借款融入资金3.75亿元。整体上看，公司外部融资需求不大。

表15 2016-2017年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
净利润	21,494.45	24,683.59
非付现费用	13,403.71	11,334.84
非经营损益	-852.09	-3,718.07
FFO	34,046.07	32,300.36
营运资本变化	-29,538.48	26,843.20
其中：存货减少（减：增加）	-732.93	30,737.72
经营性应收项目的减少（减：增加）	-17,926.82	11,148.64
经营性应付项目的增加（减：减少）	-10,878.73	-15,043.15
经营活动产生的现金流量净额	4,507.60	59,143.57
投资活动产生的现金流量净额	52,764.66	-97,952.86
筹资活动产生的现金流量净额	-20,295.20	-11,132.40
现金及现金等价物净增加额	36,977.05	-49,941.69

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所上升，资产负债水平保持稳定

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2017年末，公司所有者权益总额33.82亿元，同比增长4.44%。同时，由于近期公司外部融资需求不大，2017年末负债总额下降至11.09亿元，同比减少26.54%。截至2017年末，公司产权比率为32.80%，较上年下降13.83个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所回升。截至2018年3月末，公司负债总额增至15.53亿元，所有者权益上升至34.24亿元，产权比率增至45.36%。

表16 2016-2018年3月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	155,313.81	110,928.30	151,012.29
所有者权益	342,407.00	338,243.14	323,851.64
产权比率	45.36%	32.80%	46.63%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

2017年公司负债结构由上年的以流动负债为主调整为以非流动负债为主，主要系应付票据大幅减少所致，公司短期债务压力增加。截至2017年末，公司流动负债规模5.33亿元，同比减少35.87%，占负债总额比例较上年下降6.99个百分点至48.04%，2018年3月末流动负债余额增至9.79亿元。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成。短期借款系公司2018年一季度新增借款，期末余额为3.10亿元。公司存量应付票据全部是银行承兑汇票，2017年末应付票据合计1.05亿元，同比减少74.44%。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，2017年末应付账款合计2.04亿元，较上年变化不大。预收款项全部是下游客户预付给公司的货款，截至2017年末，公司预收款项合计0.92亿元，同比保持稳定，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2017年末，公司其他应付款总额0.60亿元，同比减少8.32%，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。

公司非流动负债主要系应付债券，即公司于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。

表17 2016-2018年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	31,006.98	19.96%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据	19,999.72	12.88%	10,540.00	9.50%	41,229.18	27.30%
应付账款	20,320.36	13.08%	20,391.55	18.38%	19,567.55	12.96%
预收款项	13,308.68	8.57%	9,153.68	8.25%	9,475.61	6.27%
其他应付款	6,776.61	4.36%	5,970.89	5.38%	6,512.97	4.31%
流动负债合计	97,867.54	63.01%	53,294.82	48.04%	83,103.53	55.03%
应付债券	50,097.37	32.26%	50,073.60	45.14%	59,645.74	39.50%
非流动负债合计	57,446.27	36.99%	57,633.48	51.96%	67,908.77	44.97%
负债合计	155,313.81	100.00%	110,928.30	100.00%	151,012.29	100.00%
有息负债	101,104.08	65.10%	60,613.60	54.64%	100,874.92	66.80%

资料来源：公司2016-2017年审计报告和未经审计的2018年一季度，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务合计6.06亿元，同比减少39.91%，占负债总额比例下降至54.64%，同时我们注意到，截至2018年3月末，公司有息债务规模上升至10.11亿元。从有息债务偿还期限分布看，2018年到期规模为1.05亿元，全部是应付票据，短期偿付压力一般。此外，根据“15司尔债”发行基本条款，在债券存续期第3年末，投资者有权选择

将其持有的债券全部或部分回售给公司，即2018年11月19日“15司尔债”或面临一定回售压力，需关注公司后续资金备付情况。

从偿债指标看，随着应付票据的减少，2017年公司资产负债水平同比回落7.1个百分点至24.70%，2018年3月末回升至31.21%。2018年3月末公司流动比率和速动比率分别为2.42和1.78，较2016年末均有不同程度下滑，流动资产对流动负债的覆盖能力有所下降。2017年公司息税折旧摊销前利润规模随营业收入下滑有所减少，但同期财务费用支出下降明显，对有息债务利息的保障程度仍保持较高水平，公司整体债务压力一般。但同时需注意，2017年公司经营性净现金流与流动负债的相对水平较上年下滑较多，经营现金流对短期债务的保障有所下降。

表18 2016-2018年3月公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	31.21%	24.70%	31.80%
流动比率	2.42	3.72	3.07
速动比率	1.78	2.88	2.54
EBITDA（万元）	-	40,537.07	43,689.31
EBITDA 利息保障倍数	-	11.79	10.80
有息债务/EBITDA	-	1.50	2.31
债务总额/EBITDA	-	2.74	3.46
经营性净现金流/流动负债	-	0.08	0.71
经营性净现金流/负债总额	-	0.04	0.39

资料来源：公司2016-2017年审计报告和未经审计的2018年一季度报，鹏元整理

六、评级结论

2017年，环保限产压力不减，同时天然气、煤炭等原材料价格持续上升，促使氮肥、磷酸一铵等产品价格增长明显，公司磷酸一铵产品毛利率大幅回升，并有效拉动综合毛利率企稳回升；公司硫酸产能进一步增加，硫酸自给率进一步提升，有利于公司控制生产成本。

同时我们也关注到，化肥行业市场需求下滑，公司化肥销量及收入均有所下滑；亳州基地新增60万吨复合肥产能消化不及预期，产能利用率同比有所下滑，同时宣城基地近期新增的30万吨复合肥产能也面临一定消化风险。此外，公司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	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	79,773.21	57,903.98	20,919.49	70,450.49
应收票据	17,477.62	15,883.26	2,640.97	15,937.00
应收账款	18,598.79	5,011.67	6,560.70	2,751.34
预付款项	51,531.42	52,676.52	78,959.15	40,834.28
应收利息	126.30	107.40	0.00	0.00
其他应收款	3,663.28	5,776.21	987.72	4,892.10
存货	62,847.75	44,515.26	43,565.17	73,541.19
其他流动资产	3,079.85	16,248.07	101,226.66	24,536.59
流动资产合计	237,098.22	198,122.38	254,859.87	232,943.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	100.00	0.00
长期应收款	11,000.00	8,000.00	0.00	0.00
长期股权投资	39,360.59	39,828.01	40,572.65	40,424.27
固定资产	134,896.32	124,618.24	110,741.85	87,589.07
在建工程	33,937.92	36,095.20	26,453.37	19,125.47
无形资产	33,573.59	33,776.62	35,402.18	24,317.09
商誉	963.46	963.46	963.46	0.00
长期待摊费用	4,132.87	3,936.54	568.71	140.00
递延所得税资产	1,596.96	1,741.47	1,534.12	789.40
其他非流动资产	1,160.87	2,089.54	3,667.72	5,239.17
非流动资产合计	260,622.59	251,049.07	220,004.07	177,624.46
资产总计	497,720.81	449,171.45	474,863.93	410,567.46
短期借款	31,006.98	0.00	0.00	0.00
应付票据	19,999.72	10,540.00	41,229.18	13,785.00
应付账款	20,320.36	20,391.55	19,567.55	9,954.75
预收款项	13,308.68	9,153.68	9,475.61	11,649.02
应付职工薪酬	1,713.41	3,623.62	3,023.47	2,667.79
应交税费	3,693.17	3,270.34	2,845.24	540.89
应付利息	1,048.60	344.74	449.50	449.50
其他应付款	6,776.61	5,970.89	6,512.97	6,994.61
流动负债合计	97,867.54	53,294.82	83,103.53	46,041.56
应付债券	50,097.37	50,073.60	59,645.74	59,553.36
递延收益	5,841.56	6,040.48	6,633.23	3,784.28
递延所得税负债	1,507.34	1,519.41	1,629.80	0.00
非流动负债合计	57,446.27	57,633.48	67,908.77	63,337.64

负债合计	155,313.81	110,928.30	151,012.29	109,379.20
股本	71,812.03	71,812.03	71,812.03	71,812.03
资本公积金	137,552.53	137,552.53	137,474.27	137,378.00
其它综合收益	9.56	9.56	9.56	6.56
盈余公积金	15,274.04	15,274.04	13,302.93	11,003.85
未分配利润	112,178.01	108,047.10	95,903.22	80,987.82
归属于母公司所有者权益合计	336,826.17	332,695.26	318,502.01	301,188.26
少数股东权益	5,580.84	5,547.89	5,349.63	0.00
所有者权益合计	342,407.00	338,243.14	323,851.64	301,188.26
负债和所有者权益总计	497,720.81	449,171.45	474,863.93	410,567.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	48,046.47	260,272.12	281,810.07	297,385.68
营业收入	48,046.47	260,272.12	281,810.07	297,385.68
二、营业总成本	43,644.54	241,878.70	262,526.45	271,811.24
营业成本	36,651.96	206,589.11	229,422.22	242,116.22
营业税金及附加	617.09	2,928.67	3,696.48	703.14
销售费用	3,005.05	13,232.19	13,515.06	12,679.92
管理费用	2,758.88	15,414.30	12,568.90	12,173.71
财务费用	522.88	2,698.70	3,341.81	3,840.22
资产减值损失	88.68	1,015.73	-18.02	298.04
投资收益	-243.97	1,768.69	2,703.98	14.19
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	-605.73	1,482.73	0.00
资产处置收益（损失以“-”号填列）	0.00	2,202.76	4,199.68	0.00
其他收益	643.63	2,730.45	0.00	0.00
三、营业利润	4,801.59	25,095.31	26,187.29	25,588.62
加：营业外收入	67.51	52.23	2,268.54	2,158.71
减：营业外支出	0.00	435.55	162.96	34.14
四、利润总额	4,869.10	24,711.99	28,292.87	27,713.20
减：所得税费用	705.24	3,217.54	3,609.27	3,044.30
五、净利润	4,163.86	21,494.45	24,683.59	24,668.89
减：少数股东损益	32.95	198.26	287.91	0.00
六、归属于母公司所有者的净利润	4,130.91	21,296.19	24,395.68	24,668.89

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	29,437.23	202,454.38	264,317.46	168,434.24
收到其他与经营活动有关的现金	1,267.11	3,124.09	6,743.33	3,469.05
经营活动现金流入小计	30,704.34	205,578.47	271,060.79	171,903.29
购买商品、接受劳务支付的现金	31,481.46	154,934.93	168,291.23	91,487.78
支付给职工以及为职工支付的现金	7,151.42	21,476.93	19,820.65	18,937.15
支付的各项税费	1,528.28	9,661.97	8,840.34	4,726.01
支付其他与经营活动有关的现金	1,349.04	14,997.04	14,965.00	13,933.48
经营活动现金流出小计	41,510.21	201,070.87	211,917.22	129,084.43
经营活动产生的现金流量净额	-10,805.87	4,507.60	59,143.57	42,818.86
收回投资收到的现金	12,146.84	513,524.42	190,621.26	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	4,126.10	5,077.03	29.38
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	30.00	3,370.63	0.00
投资活动现金流入小计	12,146.84	517,680.52	199,068.92	29.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7,366.39	33,865.86	27,523.32	18,931.25
投资支付的现金	0.00	423,050.00	269,500.00	33,600.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,000.00	8,000.00	-1.54	0.00
投资活动现金流出小计	10,366.39	464,915.86	297,021.78	52,531.25
投资活动产生的现金流量净额	1,780.45	52,764.66	-97,952.86	-52,501.87
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	102,752.81
取得借款收到的现金	37,537.37	0.00	50,000.00	107,000.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	29,740.00
筹资活动现金流入小计	37,537.37	0.00	50,000.00	239,492.81
偿还债务支付的现金	6,530.38	9,670.00	50,000.00	161,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	112.34	10,625.20	11,132.40	8,360.16
筹资活动现金流出小计	6,642.73	20,295.20	61,132.40	169,360.16
筹资活动产生的现金流量净额	30,894.64	-20,295.20	-11,132.40	70,132.65
现金及现金等价物净增加额	21,869.23	36,977.05	-49,941.69	60,449.64
期初现金及现金等价物余额	57,433.24	20,456.18	70,397.87	9,948.23
期末现金及现金等价物余额	79,302.46	57,433.24	20,456.18	70,397.87

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季度报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	21,494.45	24,683.59	24,668.89
加：资产减值准备	1,015.73	-18.02	298.04
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,194.70	10,089.95	9,742.40
无形资产摊销	1,127.92	1,033.65	403.55
长期待摊费用摊销	1,065.36	229.25	21.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-2,202.76	-4,199.68	-26.38
财务费用	3,437.10	4,043.58	4,234.66
投资损失（收益以“-”号填列）	-1,768.69	-2,703.98	-14.19
递延所得税资产减少	-207.35	-737.19	-155.45
递延所得税负债增加	-110.39	-120.79	0.00
存货的减少	-732.93	30,737.72	2,523.61
经营性应收项目的减少	-17,926.82	11,148.64	689.68
经营性应付项目的增加	-10,878.73	-15,043.15	432.55
经营活动产生的现金流量净额	4,507.60	59,143.57	42,818.86

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数	-	8.00	5.95	2.58
存货周转天数	-	76.74	91.88	111.79
应付账款周转天数	-	34.82	23.16	14.42
净营业周期	-	49.93	74.66	99.95
流动资产周转天数	-	313.28	311.57	269.53
固定资产周转天数	-	162.77	126.68	105.17
总资产周转天数	-	639.05	565.55	453.05
综合毛利率	23.72%	20.63%	18.59%	18.59%
期间费用率	13.08%	12.04%	10.44%	9.65%
营业利润率	9.99%	9.64%	9.29%	8.60%
总资产回报率	-	6.09%	7.30%	8.86%
净资产收益率	-	6.49%	7.90%	10.32%
资产负债率	31.21%	24.70%	31.80%	26.64%
流动比率	2.42	3.72	3.07	5.06
速动比率	1.78	2.88	2.54	3.46
EBITDA（万元）	-	40,537.07	43,689.31	43,315.31
EBITDA 利息保障倍数	-	11.79	10.80	7.97
有息债务（万元）	101,104.08	60,613.60	100,874.92	73,338.36
有息债务/EBITDA	-	1.50	2.31	1.69

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告和未经审计的 2018 年一季报，鹏元整理

附录五 截至2017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（不得从事增值电信业务、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）
安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司	20,000.00	100.00%	设立	健康产业管理及咨询；健康信息咨询；企业管理咨询。（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 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 应付债券
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目减少 + 经营性应付项目增加

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。