

信用等级公告

联合[2018]562号

江苏长青农化股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对江苏长青农化股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

江苏长青农化股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

江苏长青农化股份有限公司拟公开发行的可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

江苏长青农化股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：**AA**
 公司主体信用等级：**AA**
 评级展望：**稳定**
 发行规模：**不超过9.138亿元**（含9.138亿元）
 债券期限：**不超过6年**（含6年）
 还本付息方式：**按年付息、到期还本**
 评级时间：**2018年8月27日**

财务数据

项目	2015年	2016年	2017年	18年6月
资产总额（亿元）	35.52	39.90	38.25	39.81
所有者权益（亿元）	28.88	29.41	30.61	31.29
长期债务（亿元）	0.54	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	4.09	7.73	4.55	5.40
营业收入（亿元）	18.21	18.33	22.45	14.90
净利润（亿元）	2.36	1.61	2.28	1.73
EBITDA（亿元）	3.96	3.37	4.73	--
经营性净现金流（亿元）	1.83	1.94	5.15	2.12
营业利润率（%）	26.71	23.45	26.06	25.84
净资产收益率（%）	9.19	5.54	7.59	5.59
资产负债率（%）	18.69	26.29	19.99	21.40
全部债务资本化比率（%）	12.41	20.82	12.95	14.72
流动比率（倍）	2.55	1.74	2.19	2.13
EBITDA全部债务比（倍）	0.97	0.44	1.04	--
EBITDA利息倍数（倍）	25.04	13.71	15.86	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.43	0.37	0.52	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径。2、2018年1-6月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对江苏长青农化股份有限公司（以下简称“公司”或“长青股份”）的评级反映了公司作为国内农药行业领先企业，在行业地位、技术水平、市场认可度和经营稳定性等方面具备竞争优势。近三年，公司收入持续增长，经营性现金持续净流入，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到农药行业竞争激烈，安全环保标准趋严、原材料价格及汇率波动较大、外贸环境变化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着募投项目产能的逐步释放，公司竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

基于对公司主体长期信用水平以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为国内农药行业领先企业，生产技术水平先进、产品类型较为齐全，主力产品较早进入国际市场，具有一定市场先行优势，市场认可程度较高，综合竞争力较强。

2. 近三年，公司收入规模呈持续增长趋势，经营性现金持续净流入，债务负担较轻。

3. 本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

关注

1. 农药原药生产厂商众多，行业竞争激烈；部分高毒农药的禁用，高效、低毒农药的替代加剧了行业洗牌。

2. 未来随着公司生产规模不断扩大，安全、环保压力将逐步增加，若发生重大安全、环保事故，将给公司的生产经营带来重大的不利影响。

3. 未来随着募投项目产能的逐步释放，可能面临产品盈利不及预期等情况，同时存在因固定资产折旧费用较大幅度增长而导致利润下滑的风险。

4. 公司存货以半成品为主，虽相关存货变现能力较强，但由于公司整体存货所占比重较大，若未来行业政策、行业景气度等因素出现变动，或对公司整体资产质量产生影响。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

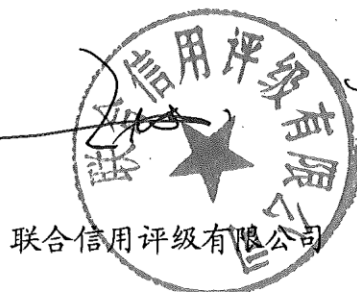
本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

江苏长青农化股份有限公司（以下简称“公司”或“长青股份”）成立于2001年1月4日，系经江苏省人民政府《省政府关于同意设立江苏长青农化股份有限公司的批复》（苏政复（2000）243号）批准，由江苏长青集团有限公司作为主要发起人，联合沈阳化工研究院、于国权等8位自然人发起设立的股份有限公司；成立时，公司股本为3,800万股。2010年3月，经中国证监会《关于江苏长青农化股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可（2010）286号）核准，公司首次公开发行2,500万股股票。2010年4月，公司股票在深圳证券交易所挂牌交易（证券简称“长青股份”，证券代码“002391.SZ”），公开发行上市后公司股本为9,892万股，注册资本至9,892万元。

公司后经多次转股增资，截至2018年6月底，公司总股本增至35,948.62万股，注册资本增至35,948.62万元。截至2018年6月底，公司前十大股东持股比例为64.42%，其中于国权先生持有公司30.60%股份，系公司控股股东和实际控制人。

表1 截至2018年6月底公司前十大股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
于国权	30.60
黄南章	6.86
周秀来	4.58
周汝祥	4.58
于国庆	4.58
全国社保基金一零二组合	3.72
吉志扬	2.79
中国人寿保险股份有限公司一分红一个人分红-005L-FH002深	2.51
刘长法	2.49
周冶金	1.71
合计	64.42

资料来源：公司提供

公司经营范围包括：农药的生产、销售。公路货物运输（限分支机构经营）。化工产品的生产、销售。经营本企业和本企业成员企业自产产品及相关技术的出口业务，经营本企业和本企业成员企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，经营本企业的进料加工和“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）

截至2018年6月底，公司下设内销部、国贸部、外贸部、技术部、供应部、财务部、法务部、质量部、生产部、设备部、安全部、环保部和人力资源部等职能管理部门；公司合并范围共有7家全资及控股子公司，分别为江苏长青农化贸易有限公司、江苏长青农化南通有限公司、湖南长青润慷宝农化有限公司、江苏长青生物科技有限公司、江苏长青投资实业有限责任公司、扬州长青国际旅行社有限公司和兴化市长青农业科技服务有限公司。公司拥有在职员工1,957名。

截至2017年底，公司合并资产总额38.25亿元，负债合计7.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计30.61亿元，归属于母公司的所有者权益30.47亿元。2017年，公司实现营业收入22.45亿元，净利润（含少数股东损益）2.28亿元，归属于母公司所有者的净利润2.28亿元；经营活动产生的现金流量净额5.15亿元，现金及现金等价物净增加额-2.36亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额39.81亿元，负债合计8.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计31.29亿元，归属于母公司的所有者权益31.12亿元。2018年1~6月，公司实现营

业收入 14.90 亿元，净利润（含少数股东损益）1.73 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.12 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.42 亿元。

公司注册地址：扬州市江都经济开发区三江大道 8 号；法定代表人：于国权。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次发行债券名称为“江苏长青农化股份有限公司公开发行可转换公司债券”，拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 91,380 万元（含 91,380 万元），具体募集资金数额由公司股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年，转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。本次发行的可转换公司债券按面值发行，每张面值为人民币 100 元，具体发行方式由公司股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券的发行对象为持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）。本次发行的可转换公司债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权，向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。本次可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

本次债券无担保。

（1）转股条款及转股价格

本次发行的可转换公司债券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（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

转股价格的调整：在本次发行之后，若公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加股本的情形），则转股价格相应调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）。

转股价格的修正：在本次发行的可转换公司债券存续期间，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 85% 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。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。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之间的较高者，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。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

（2）赎回条款

到期赎回条款：在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）

协商确定。

有条件赎回条款：在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元（含）时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

（3）回售条款

有条件回售条款：本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格因发生送股票股利、转增股本、增发新股、配股以及派发现金股利等情况（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款：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，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利，即有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，在该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过 91,380 万元（含 91,380 万元），扣除发行费用后，募集资金用于以下项目：

表 2 本次债券募集资金用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟使用募集资金
1	年产 6,000 吨麦草畏原药项目	36,885.00	36,885.00
2	年产 2,000 吨氟磺胺草醚原药和 500 吨三氟羧草醚原药项目	8,430.00	8,430.00
3	年产 1,600 吨丁醚脲原药项目	7,716.00	7,716.00
4	年产 5,000 吨盐酸羟胺项目	6,869.00	6,869.00
5	年产 3,500 吨草铵膦原药项目	28,140.00	28,140.00
6	年产 500 吨异噁草松原药项目	3,340.00	3,340.00
	合计	91,380.00	91,380.00

资料来源：公司公告

（1）年产 6,000 吨麦草畏原药项目

麦草畏为公司现有成熟产品，现有产能为 5,000 吨/年，产销规模居国内第二。该项目产能 6,000 吨/年，项目达产后，公司麦草畏的产能将扩大至 11,000 吨/年。该项目总投资为 36,885.00 万元，其

中铺底流动资金 2,611.00 万元，拟全部用募集资金投资。该项目建设期为 12 个月，预计该项目达产后可形成年销售收入约 53,097.00 万元，实现年税后净利润约 7,187.00 万元，预期经济效益良好。

(2) 年产 2,000 吨氟磺胺草醚原药和 500 吨三氟羧草醚原药项目

公司是国内最大的二苯醚类除草剂生产商和出口基地，现拥有氟磺胺草醚产能 2,400 吨，项目达产后，公司氟磺胺草醚的产能扩大至 4,400 吨/年，三氟羧草醚的产能由 200 吨/年扩大至 700 吨/年。该项目总投资为 8,430.00 万元，其中铺底流动资金 1,036.00 万元，拟全部用募集资金投资。该项目建设期为 12 个月，预计该项目达产后可形成年销售收入约 20,575.00 万元，实现年税后净利润约 2,843.00 万元，预期经济效益良好。

(3) 年产 1,600 吨丁醚脲原药项目

丁醚脲为公司现有工业化成熟产品，现有产能为 1,200 吨/年。该项目总投资为 7,716.00 万元，其中铺底流动资金 909.00 万元，拟全部用募集资金投资。该项目建设期为 12 个月，预计该项目达产后可形成年销售收入约 18,407.00 万元，实现年税后净利润约 2,797.00 万元，预期经济效益良好。

(4) 年产 5,000 吨盐酸羟胺项目

盐酸羟胺是一种重要的羟胺盐，用途广泛，后向产业广阔。本项目采用气固液催化氨脲化合成新技术，具有原子经济、工艺流程简单、副产物少等优势。该项目资本金总投资为 6,869.00 万元，其中铺底流动资金 444.00 万元，拟全部用募集资金投资。该项目建设期为 12 个月，预计该项目达产后可形成年销售收入约 8,547.00 万元，实现年税后净利润约 945.00 万元，预期经济效益良好。

(5) 年产 3,500 吨草铵膦原药项目

草铵膦作为新型环境友好型除草剂是公司未来推广的重点产品之一，由于草铵膦安全性较好，市场需求一直比较大，目前处于供不应求的情况。该项目总投资为 28,140.00 万元，其中铺底流动资金 2,520.00 万元，拟全部用募集资金投资。该项目建设期为 12 个月，预计该项目达产后可形成年销售收入约 49,558.00 万元，实现年税后净利润约 5,766.00 万元，预期经济效益良好。

(6) 年产 500 吨异噁草松原药项目

该项目产品异噁草松产能 500 吨，未来主要用于出口，已与多家跨国农药企业达成了初步合作意向。该项目总投资为 3,340.00 万元，其中铺底流动资金 230.00 万元，拟全部用募集资金投资。该项目建设期为 12 个月，预计该项目达产后可形成年销售收入约 4,425.00 万元，实现年税后净利润约 520.00 万元，预期经济效益良好。

三、行业分析

公司属于农药行业，主营农药原药及制剂的研发、生产和销售，产品主要包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂等三大系列共 30 余种原药、110 余种制剂。

1. 行业概况

农药是农、林、牧、渔业及公共卫生等部门用于防治病、虫、草、鼠害以及调节农作物生长的化学品，是重要的生产资料和救灾物资。农药的应用对保证农业丰产、提高人民生活水平有着非常重要的作用。农药行业是重要的支农产业之一，农药在农业生产总成本中比重较低，投入产出比高达 6~10 倍。农药的广泛施用是提高单位面积产量、解决粮食危机的重要出路。

农药的使用总体上经历了三个主要阶段，即无机农药（矿物源农药）阶段、有机合成农药阶段、生物农药阶段。

无机农药（矿物源农药）是指其有效成分起源于天然矿物原料的无机化合物和石油的农药，其中具有代表性的产品有波尔多液、石硫合剂、磷化铝等。该阶段产品的特点表现为：杀虫、防病或除草的作用较为单一；药效低，单位面积使用量较大；毒性较大，对人畜易造成伤害。

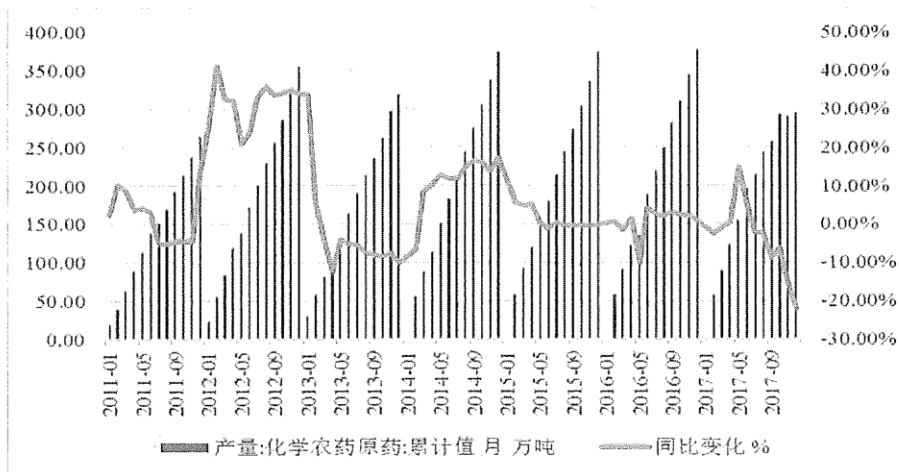
有机合成农药也称为化学合成农药，是指由人工研制合成，并由化学工业生产的一类农药，其代表产品均为现在农药市场上的主流产品，如毒死蜱、吡虫啉、草甘膦等。这类农药的特点是药效快，用量少，用途广，可适应不同的需要，但是环境污染比较严重，且容易使有害生物产生抗药性，对人畜也并不安全。由于这类农药的生产技术比较成熟，普及面较广，因而现在使用范围最广，且在短时间内不会被替代。

生物农药是指利用生物活体（真菌、细菌等）或其代谢产物（信息素、生长素等）针对农业有害生物进行杀灭或抑制的制剂。生物源农药于上世纪70~80年代开始兴起，其主要目的是为了减少对化学合成类农药的依赖，从而减少由化学合成农药引发的环境污染等问题。然而由于生物源农药的生产、保存技术等方面发展还不成熟，生物源农药仍无法成为现代农药的主流产品，但其未来的发展前景则非常广阔。

农药分类方式较多，其中按来源分类可分为无机农药、有机合成农药、生物源农药；按作用对象可分为杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂等；按剂型不同可分为乳油、悬浮剂、可湿性粉剂等；另外还可按作用方式分类，按毒性分类等。其中最主要的分类方式即为按作用对象分类，其中占主导地位的产品即杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大类。

经过多年的发展，我国农药原药产量逐年上升，2011年我国农药原药产量达264.80万吨，同比增长13.06%，成为世界第一大农药原药生产国。2016年，我国农药原药产量继续上升，为377.80万吨，同比增长1.02%。2017年，受供给侧结构性改革持续推进以及环保监管趋严的影响，全国农药原药产量为294.09万吨，同比减少22.16%。近几年，全国农药使用量保持在180万吨左右，作为农药出口大国，我国农药使用量远小于生产量；同时农药消费存在一定结构性问题，出现了高效、低毒、无公害新品种农药供不应求的情况。

图1 2011~2017年我国化学农药原药生产情况



资料来源: Wind

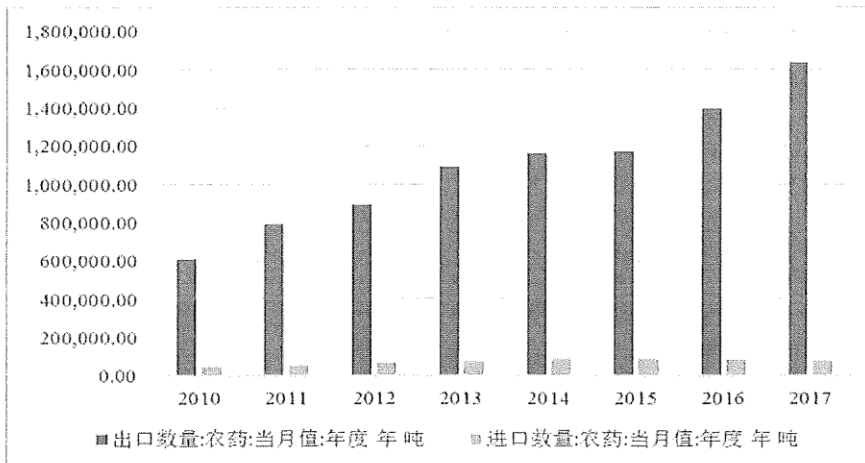
总体看，2011~2016年我国农药总产量持续增长，2017年受供给侧结构性改革持续推进以及环保监管趋严的影响，我国农药原药总产量同比减少，同时出现了高效、低毒、无公害新品种农药供不应求的情况，企业获利水平有望提高。随着各级政府对农业生产的重视，各地大力开展粮食高产创

建及高标准农田建设，将带动农药行业升级发展和不断提高。

2. 农药进出口

由于发达国家农药企业受环保和生产成本等因素影响，农药的生产基地一直在向外转移，中国农药企业在原料配套、资源（能源、水）、劳动力成本等方面具有较强的综合优势，从而成为最主要的产能转移承接者。近年来，我国农药出口量逐年增长，目前已成为世界上最大的农药出口国。

图2 2010~2017年我国农药进出口数量情况



资料来源：Wind

2017年，全国累计出口农药163.00万吨，同比增长16.43%；出口金额47.64亿美元，同比增长28.49%，2017年我国农药出口数量及金额均大幅增长。2017年，农药行业逐步回暖，农药价格有所回升；同时，受供给侧结构性改革持续推进以及环保监管趋严的影响，行业竞争格局优化。目前国内农药企业大都是以生产专利到期农药为主，与国外农药巨头相比市场竞争能力相对较弱，因此，我国农药企业亟需发展技术水平更高、附加值更高的制剂类产品，以维持市场占有率，提高自身在国际市场的竞争力。

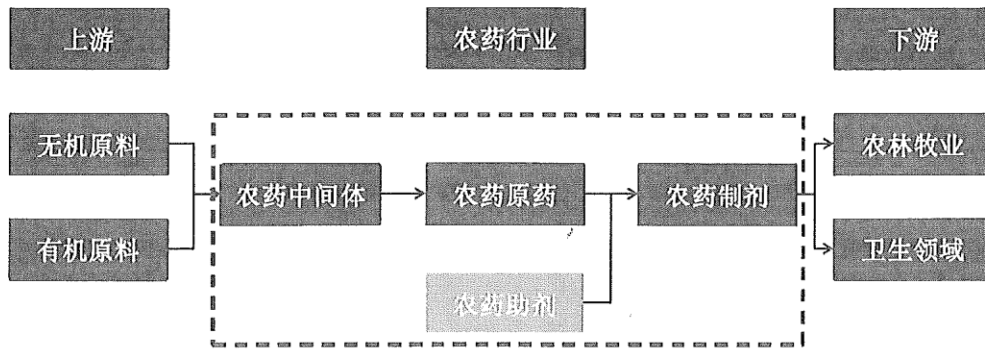
我国农药进口数量和金额自2011年以来一直保持在5~10万吨和4~8亿美元之间，2017年进口农药数量为8.35万吨、同比下降1.47%，进口金额为6.81亿美元、同比增长0.95%。从单价来看，我国农药进口单价明显高于出口，国内高技术水平高附加值农药产品发展滞后于国际先进水平。

总体看，我国农药进出口贸易顺差仍然明显，但出口高附加值制剂产品亟待发展。

3. 上下游行业状况

化学农药行业属于精细化工产业，农药中间体、农药原药合成和制剂加工构成了完整的农药产业链。农药行业对技术的依赖性大，研发投入大、周期长、风险大、成功率低，一旦研制成功则利润丰厚。实际中使用的农药产品是由农药原药和农药助剂制成的农药制剂，其中农药原药起主要作用，被称为有效成分或活性成分，而农药原药是由农药中间体合成而来，因而完整的农药行业产业链由农药中间体、农药原药合成和农药制剂加工构成，农药行业的产业链如下：

图3 农药行业上下游情况



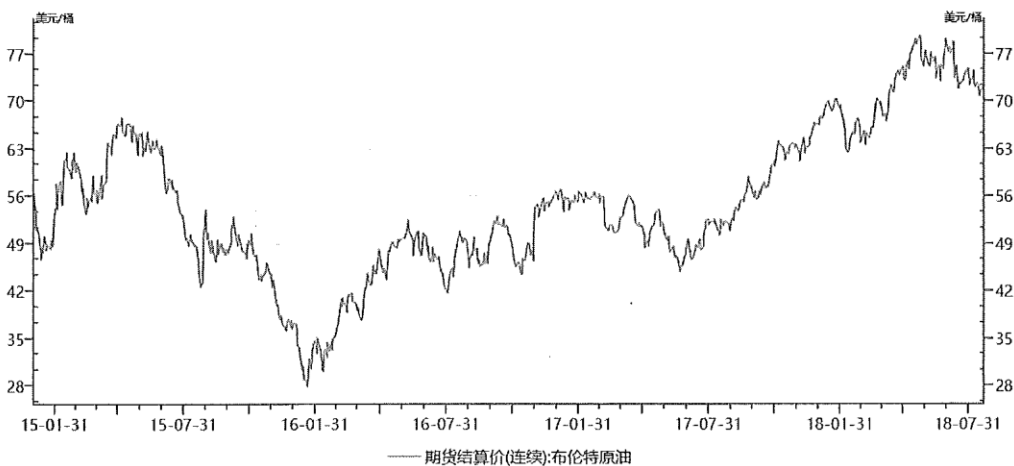
资料来源：公司提供，联合评级整理。

(1) 上游

农药上游行业为化工行业，关联性较强。农药生产过程中使用的大量溶剂、农药生产的中间体来源于石油化工行业，原油等基础原材料价格的波动将带来生产成本的波动。

原油价格方面，2015年，原油市场仍然面临着全球供应过剩压力，国际现货原油价格在小幅回升后继续下跌，2016年1月原油价格跌破30美元/桶，较2014年油价较高点时下降了约2/3。随后国际原油价格触底反弹，随着OPEC国家与部分非OPEC原油生产国达成减产协议，预期利好油价，2016年内国际原油价格有所回升。2017年前三季度，国际油价处于区间震荡格局；2017年四季度以来，受美元指数破位下行及地缘政治突发事件的影响，国际油价震荡走强，截至2017年12月底，布伦特原油期货结算价为66.87美元/桶，较年初上涨20.55%。进入2018年，受OPEC及非OPEC国家联合减产、年内地缘政治风波不断影响，国际油价震荡上行，截至2018年6月底，布伦特原油期货结算价为79.44美元/桶，较年初上涨19.33%。

图4 2015年以来国际原油价格变化情况（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

我国的农药行业承接国际产业链转移，成为全球农药产业中的一个重要加工基地。经过几十年的发展，我国已形成较为完整的化工工业体系，主要化工产品的产量均居世界前列，且具有较低的生产成本。

(2) 下游

近年来,我国农业生产能力稳步提升,粮食产量连续五年超过5.5亿吨,连续三年超过6亿吨,综合生产能力超过5.5亿吨。同时,果菜茶等园艺作物稳定发展,棉油糖等工业原料作物单产水平进一步提高,已建成一批粮、棉、油、糖等重要农产品生产基地。根据国家统计局数据,2017年,全国粮食播种面积168,329万亩,比2016年减少1,222万亩,同比下降0.7%;全国粮食总产量61,791万吨,比2016年增加166万吨,同比增长0.3%;全国粮食单位面积产量367公斤/亩,比2016年增加3.6公斤/亩,同比增长1.0%。随着我国政府对农业支持力度的加大以及农业供给侧改革的逐步落实,全国粮食单位面积产量持续增长,现代化农业集约化经营、农业种植收益提高、农业互联网模式变革对农药的需求也稳步增长,带动了农药行业的发展。

总体看,化学农药行业属于精细化工产业,与上游化工行业有较强的关联性,随着中央对农业发展的积极扶持,下游农业生产对高效、低毒、低残留农药的需求将有所增长。

4. 行业竞争

我国农药企业大致可分为原药企业和制剂企业两大类。原药是以石化产品为主要原料,通过化学合成技术或生物工程而得到的农药,一般不可以直接施用;在原药基础上,加上分散剂和助溶剂等原辅料,经研制、复配、加工生产得到制剂产品,制剂可以直接用于农业生产。因为这两类企业在客户类型、技术水平、销售方式等方面的不同,所以其市场竞争形势也存在较大的差异。

对原药企业来说,其面对的是各大制剂生产厂家,具有数量比较少、对产品的辨别能力比较强的特点,产品质量和生产成本是原药市场竞争的焦点。对于一些技术含量比较高的产品(以国外跨国公司在国内的原药采购为例),其在采购之前,通常会对采购对象进行考察,并对拟采购产品的生产过程和样品进行评估,评估合格后双方签订采购协议。一旦双方建立供货关系,采购方出于保持稳定的原料供应考虑,通常会在技术、资金等方面向供应方给予倾斜,以建立起稳定、长期的合作关系。而对一些技术含量不足的产品,由于生产厂家比较多,竞争比较充分,一些在工艺水平及生产规模上有优势的企业,通常成本控制能力较强,在竞争中则处于优势地位。

对制剂企业来说,其产品的最终用户是广大农户,具有数量大、需求差异大、对产品的辨别能力不强的特点,品牌管理和渠道管理是该类企业市场竞争的焦点。广大农户由于缺乏相应的专业知识,在采购农药产品的时候通常是根据自己的经验及熟人的推荐,综合考虑药效与价格作出决定,并在自己熟悉的销售点进行采购。经销商的数量直接影响到企业产品的覆盖面,企业一般通过加强营销管理,将尽可能多的经销商纳入企业的销售网络之中,并通过合理的利益分配,使经销商与企业成为利益共同体,以产生最优的激励效果。制剂企业经营对销售渠道依存度相对较高,较整体农药行业有更高的销售集中度。

除下游市场因素以外,制剂产品本身具有较高技术含量、较高附加值特点,尽管与跨国公司相比,国内企业目前的竞争仍停留在低层面,产品同质化严重、销售准入门槛低,未来随着制剂产业不断发展,制剂企业生产经营差异性将日渐凸显。

农药百强企业2017年实现销售总额1,542.574亿元,同比大幅增长40.40%,增幅比去年高出34.59个百分点;2017年,在环保限产等行业政策的推动下,农药产品价格大幅上涨,行业景气度明显提升,原药市场供需方向调转,部分品种供不应求。前十强销售总额达610.472亿元,同比大幅增长90.82%,增幅超越百强整体,销售总额占百强销售总额的近40%。百强排名前十的企业销售额上升到30亿元,销售额超过10亿元的企业达50家,较上年增加11家,占百强企业数量的50%。2018年农药企业排名情况如下表所示。

表3 2018年我国农药公司排名情况（单位：亿元）

排名	企业名称	销售额（2017年）
1	湖北沙隆达股份有限公司	220.336
2	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	60.832
3	山东潍坊润丰化工股份有限公司	50.465
4	南京红太阳股份有限公司	47.987
5	江苏扬农化工股份有限公司	43.656
6	四川省乐山市浮华通达农药科技有限公司	43.182
7	浙江新安化工集团股份有限公司	42.101
8	连云港立本作物科技有限公司	35.667
9	江苏辉丰农化股份有限公司	34.161
10	利尔化学股份有限公司	30.808

资料来源：中国农药工业协会

2017年以来，全球农化行业整合和转型频发，如杜邦陶氏合并、中化收购先正达、拜耳收购美国孟山都公司、沙隆达收购ADAMA、红太阳收购山东科信等等，未来农化企业的集中度有望大幅提高。

总体看，我国农药产量持续增长，目前已成为世界最大的农药生产国之一；原药合成业比较发达，已发展为世界农药原药生产基地、重要的农药原药出口国；现阶段国内制剂加工业技术水平较低，生产厂商众多，行业竞争激烈；相较于整体农药行业而言，制剂企业经营对销售渠道依存度相对较高；未来农化企业的集中度有望大幅提高。

5. 行业政策

我国从2004~2018年连续15年以中央一号文件的形式提出，强调发展农业的重要性；2008年7月国务院通过《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020年）》，强调不断完善政策，进一步调动各地、各部门和广大农民发展粮食生产的积极性，使粮食自给率稳定在95%以上，2020年粮食产量达到5,400亿公斤以上。这将有利于推动中国农药工业的全面发展，有利于农药市场供求能力的提高，有利于农药消费环境和外部环境的改善，有利于我国农药工业的长远发展。

表4 近年来我国发布的与农药相关的产业政策

政策名称	发布机构	出台时间	主要内容
《农药工业“十三五”发展规划》	中国农药工业协会	2016年5月	中国农药工业将坚持走新型工业化道路，以创新发展为主题、以提质增效为中心，进一步调整产业布局和产品结构，推动技术创新和产业转型升级，减少环境污染，满足现代农业生产需求，并提高我国农药工业的国际竞争力。
农业部公告第2445号	农业部	2016年9月	停止受理与批准百草枯的田间试验、登记申请与境内使用的续展登记申请
农发〔2017〕1号“2017年国家农业部一号文件”《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》	农业部	2017年2月	推进农业供给侧结构性改革，优化产业产品结构，着力推进农业提质增效；深入推进化肥农药零增长行动。
国令第677号《农药管理条例》	国务院	2017年6月	进一步加强农药管理，为保障农产品质量安全，推动建设资源节约、环境友好的现代农业，提供坚实有力的法律依据。

资料来源：公司提供，联合评级整理。

根据《农药工业“十三五”发展规划》，农药原药生产将进一步集中，到2020年，农药原药企业数量减少30%，其中销售额在50亿元以上的农药生产企业5个，销售额在20亿元以上的农药生产企业有30个。国内排名前20位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的70%以上。建成3~5个生产企业集中的农药生产专业园区，到2020年，力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的80%以上。培育2~3个销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。到2020年，农药创制品种累计达70个以上，国内排名前十位的农药企业建立较完善的创新体系和与之配套的知识产权管理体系，创新研发费用达到企业销售收入的5%以上；农药全行业的研发投入占到销售收入的3%以上。到2020年，特殊污染物处理技术进一步提高和完善，“三废”排放量减少50%；农药产品收率提高5%，副产物资源化利用率提高50%，农药废弃物处置率达到50%。

我国将进一步完善政策法规，加强农药行业管理和宏观调控，在国家产业政策引导下，优化生产力布局，加大对农药科技创新投入，提高产品质量和技术装备水平，综合运用财税、价格、贸易等方面的经济政策，淘汰高污染、高环境风险农药生产工艺，发展环境友好型农药产品，鼓励农药生产企业兼并重组，培育具有国际竞争力的大型农药企业集团，促进农药行业健康稳定发展，提高粮食安全保障能力。

2018年3月28日，国务院常务会议确定自2018年5月1日起将增值税税率由17%、11%、6%调整为16%、10%、6%。4月4日，关于税率调整的文件《财政部税务总局关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32号）正式下发，目前我国农药行业享受农药产品10%的增值税税率优惠，低于普通化工产品的税率。同时，国家支持农药行业出口，出口的部分农药产品享受出口“免、抵、退”税收政策，农药制剂、原药、中间体的出口退税率分别为5%、9%和11%。政策的支持为农药企业降低了税收成本，减轻企业的税收负担。

总体看，《农药工业“十三五”发展规划》和农药行业优惠税率等相关政策对农药行业的健康快速发展提供了较有利的外部支持。

6. 行业关注

（1）我国农药行业产业集中度低

我国农药产业集中度较低，企业规模较小。现有农药原药生产企业500多家，布局分散，规模较小，至今尚没有具有国际竞争能力的龙头企业。随着农药行业的发展，行业结构也发生了很大变化，出现了一批工科贸、产学研结合的大型农药集团。国际著名农化企业加强与我国农化企业的合作，也带来了越来越强的竞争，同时引进了一批先进技术、生产工艺和产品，带动了我国农药生产水平的提高。

（2）面临国际市场不确定性风险

自2008年金融危机以来，世界经济整体尚处低迷阶段，我国作为第一大农药出口国，行业发展受国际农药市场波动影响较大。此外，杜邦、拜耳、陶氏等跨国公司将凭借其雄厚的资本、新颖的产品、优秀的品质、卓越的防效、到位的服务对中国本土农药企业形成产品和销售渠道上的竞争和压力。

（3）农药企业环保压力大

随着国民经济的快速发展和人民生活水平的不断提高，环境保护和食品安全意识的不断增强，农药生产过程中“三废”排放监管力度不断加大，农产品中农药残留制定的限量标准将日趋严格，对农药企业的布局、新产品开发、新技术应用等提出了更高的要求。我国农药行业产业升级、兼并重组的脚步将会加快，农药生产将进一步向大型化、集约化方向发展，农药产品朝着高效、安全、

经济和环境友好的方向发展。一方面，国家监管部门逐步提高环保标准，加强监督力度；另一方面，国外跨国公司在确定供应商时，对包括环境保护情况在内的企业社会责任履行状况进行评估。农药企业环保支出占生产成本的比重逐渐上升，进而影响产品的市场竞争力。

7. 未来发展

(1) 产业集聚水平不断提高

我国农药行业的特点是企业数量多、规模普遍较小、产业集中度低，产品结构不合理，产品技术含量低，附加值低，缺乏真正的龙头企业。国家鼓励产业集聚发展，引导企业、项目、要素向现有园区和基地集中，推动龙头企业及配套企业的协同改造，支持研发设计、生产制造、营销服务等环节的全产业链技术改造，促进工业布局向产业配套、专业化协作、要素集约高效、生态环保的方向发展。因此，农药生产厂家进入化工园区已是大势所趋。

(2) 我国农药出口亟需结构性转变

我国农药工业的基础良好，劳动力成本和环保治理成本低，在国际上具有明显的比较优势，预计未来几年，出于成本、质量、市场等因素考虑，我国农药生产企业仍然是跨国农药企业的重要原药供应商。另一方面，在原药出口增长滞缓的情况下，我国农药企业亟需发展技术水平更高、附加值更高的制剂类产品，以维持市场占有率，提高自身在国际市场的竞争力。

(3) 高效、低毒、低残留的农药取代老品种成为长期趋势

国内全面禁止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺五种高毒农药在农业生产中使用。国家加大新品种开发和产业化力度，重点支持高效、安全、环境友好新品种的开发和产业化进度，一批新烟碱类、拟除虫菊酯类、杂环类等高效、安全、环境友好的杀虫剂得到进一步发展。杀菌剂的品种发生了较大变化，效果更好、残留更低的杂环类、三唑类和甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂品种得到快速发展，已经成为我国杀菌剂的骨干品种。随着有机磷类、磺酰胺、磺酰胺和杂环类除草剂的发展，它们的市场占有率迅速上升，从而改变了过去除草剂以二苯醚类、苯氧羧酸类、三嗪类等为主的局面。高效、低毒、低残留的农药不断取代老品种将成为一个长期趋势，这为生产低毒农药、规模较大、生产工艺和技术领先的厂家提供了扩大市场份额、提升技术水平和创新能力的良好机会，有利于我国农药行业整体的产品升级和技术进步。

总体看，我国农药行业产业升级的脚步将会加快，农药生产将进一步向大型化、集约化、清洁化方向发展，农药产品将朝着高效、安全、经济和环境友好的方向发展。

四、基础素质分析

1. 规模和竞争力

公司主要产品包括除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大系列共 30 余种原药以及 110 余种制剂，具备年产 2 万吨原药和数万吨制剂的生产能力。公司成立以来，一直从事农药的研发、生产与销售业务，渠道稳定，盈利能力较强。公司在长期发展过程中，与先正达、拜耳、陶氏益农和纽发姆等多家跨国建立了稳定的合作关系，在拓展国外市场方面具有明显的市场先行优势，产品出口远销美国、巴西等 20 余个国家和地区。主导产品的生产工艺处于国内领先水平，产品收率及综合品质达到国际先进水平，出口产品能保持较高的毛利水平。

总体看，公司进入国际市场时间较早，运营成熟，构建了稳定的客户合作关系。

2. 品牌优势

2006年，“长青”商标被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标，主要产品吡虫啉被国家质量监督检验检疫总局授予中国名牌产品称号；2012年，“长青牌”烯草酮原药被中国石油和化学工业联合会授予中国石油和化学工业知名品牌产品；2012年“长青牌”吡虫啉、氟磺胺草醚、丁醚脲原药、三环唑、烯草酮原药被江苏省名牌战略推进委员会授予“江苏名牌产品称号”，2016年通过复审；2012年，公司被江苏省民营科技企业协会授予“江苏省百强民营科技企业”称号；2013年，公司被中国出入境检验检疫协会授予“中国质量诚信企业”称号。2014年，“长青”被江苏省商务厅授予江苏省重点培育和发展的国际知名品牌。

总体看，公司在行业内具备较高的知名度，产品种类丰富。

3. 技术优势

公司注重科技进步和技术创新，与国内众多科研院所建立了产学研合作关系，聘请多位国内知名专家担任公司技术顾问，拥有国家级“博士后科研工作站”和“省级企业技术中心”两个技术平台、一个国家石化行业“A类质检机构”，公司拥有一支高素质的科技攻关团队，承担过多项国家级、省级研发及技改项目。

公司坚持致力于引进和研发高效、低毒、低残留的农药新品种，公司及全资子公司江苏长青农化南通有限公司（以下简称“南通长青”）均是国家级高新技术企业。2010年公司被江苏省科技厅认定为“江苏省农药清洁生产工程技术研究中心”承建单位，2014年顺利通过验收；2011年被江苏省教育厅认定为“江苏省企业研究生工作站”；2014年公司研发机构荣获江苏省首批“重点企业研发机构”称号，2017年公司被江苏省企业研发机构促进会认定为“江苏省企业研发管理体系贯标合格单位”。同时公司积极开展产学研合作，与国内多所知名院校签订产学研合作协议，截至本报告出具日，公司已获发明专利26项，实用新型专利45项，参与制定了38项农药产品的国家和行业标准，使得公司能够较好的把握农药行业技术发展的趋势和方向。

总体看，公司技术优势明显。

4. 安全环保

（1）环保方面

公司高度重视环保工作，通过优化生产工艺，实施技术改造，推行清洁生产，从源头减少三废的产生量。对生产过程中产生的废水、固废和废气，采用全封闭废水生化池、固废焚烧炉和RTO气体焚烧炉等装置进行妥善处理，从源头控制、过程控制和末端治理等多环节着手将环保管理工作落到实处，使公司环保工作从本质上得到了可靠的保障，环保管理达到行业先进水平。

公司通过了GB/T24001-2016/ISO14001:2015环境管理体系认证，将环境管理工作进一步纳入了科学化、制度化、系统化的管理轨道。2010年，公司被江苏省科学技术厅授予江苏省节能减排科技创新示范企业；2011年，被中国石油和化学工业联合会及中国化工环保协会共同授予“十一五”全国石油和化工环保先进单位。南通长青于2016年荣获“环保优秀品牌企业”称号。2016年10月，公司及南通长青通过了江苏省环境保护厅开展的农药生产企业环保核查。目前公司处置能力达29,500吨/年的进口危险废物处置项目已通过阶段性环保验收，进一步提升公司环保处置能力，也为公司未来产能扩张提供了坚实的后盾，公司的环保优势将进一步突显。2015年以来，公司未发生过重大环境污染事故。

(2) 安全方面

公司已建立了多个标准化的原药生产车间，生产现场积极推行精细化管理，在国内同行业率先建立和采用集计算机控制 DCS、消防、视频监控三位一体的自动化监控平台，通过不断加大设备、工艺改造，强化现场安全管理和硬件设施投入，并推行清洁生产，从源头上减少三废的排放量。公司通过了 GB/T28001-2011/OHSAS18001:2007 职业健康安全管理体系认证，公司及南通长青被江苏省安全生产监督管理局评为“危险化学品二级安全生产标准化企业”，2017 年公司生产安全集成管控能力建设通过国家工信部两化融合管理体系评定。公司连续两次获得中国农药工业协会颁发的中国农药行业 HSE 管理体系合规企业证书，多次被先正达公司授予 HSE 进步奖。2015 年以来，公司未发生过重大安全事故。

总体看，作为化工企业，公司注重安全、环保投入，安全环保管理工作和制度建设到位，证照和资质较为齐全，能保障公司正常经营的需要。

5. 人员素质

目前，公司设董事 7 人，监事 3 人，高级管理人员 7 人。公司管理团队人员大多在行业内从事经营和管理工作多年，具有丰富的管理经验和行业经验。

公司董事长于国权先生，中国国籍，1960 年生，本科学历，高级经济师，全国优秀乡镇企业家。2001 年 1 月起任公司董事长、总经理，2015 年 11 月起不再兼任总经理。

公司总经理孙霞林先生，中国国籍，1973 年生，大专学历。2001 年至 2006 年任公司监事、销售经理；2006 年 11 月起任公司副总经理；2015 年 11 月起任公司董事、总经理。

公司财务总监马长庆先生，中国国籍，1977 年生，本科学历，注册会计师，2004 年至 2010 年历任南京立信永华会计师事务所有限公司审计助理、项目经理；2010 年 7 月起任公司财务总监；2012 年 10 月起兼任公司董事会秘书，2015 年 6 月起不再兼任公司董事会秘书。

截至 2018 年 6 月底，公司拥有在职员工合计 1,957 人；从岗位构成看，行政人员占 5.98%，技术人员占 26.62%，财务人员占 1.94%，销售人员占 4.85%，生产人员占 60.60%；从学历构成看，公司员工中本科及以上学历占 8.84%，大专占 21.97%，中专及以下占 69.19%；从年龄构成看，18~29 岁占 20.69%，30~39 岁占 26.42%，40~49 岁占 44.46%，50 岁及以上占 8.43%。

总体看，公司管理层从业经验丰富，员工结构可满足公司日常经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

根据《公司法》、《公司章程》和其他有关法律法规的规定，公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层“三会一层”的法人治理结构，制定了其议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制，保障了“三会一层”的规范运作。

股东大会是公司的最高权力机构，公司严格按照《公司章程》、《股东大会议事规则》等规定和要求，规范地召集、召开股东大会，平等对待所有股东，并尽可能为股东参加股东大会提供便利，使其充分行使股东权利。

董事会是公司的决策管理机构，对公司内部控制体系的建立和监督负责，确定内部控制的政策和方案，监督内部控制的执行。由成员 7 人组成，设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 3 人，董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会下设了战略、审计、提名、薪酬

与考核四个委员会，依法设置了规范的人员结构，并制定了相应的实施细则。

监事会是公司的监督机构，对公司的经营管理活动以及董事会、经理层执行职务的行为进行监督及检查，向股东大会负责并报告工作。监事会由3名监事组成，其中股东代表监事2名，职工代表监事1名。

公司经理层在董事会的领导下，负责执行股东大会、董事会的决议，总经理全面主持公司日常生产经营和管理工作，各高级管理人员分别主管公司的销售、采购、生产、开发、技术、财务、法务和人力资源等业务环节。公司设总经理1名，副总经理若干，均由董事会聘任或解聘。总经理每届任期3年，总经理可以连聘连任。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构相对完善，整体运行情况良好。

2. 管理水平

为保障公司的正常经营和持续发展，公司制定了较为完备的管理制度。

安全生产方面，公司制定了《安全生产管理制度》，组建了安全生产委员会，每一个季度召开一次，此外，还建立了重大危险源管理制度、防火防爆管理制度、危险化学品安全管理制度、消防安全管理制度、特种工作人员安全管理制度、厂区交通安全管理制度等多方面安全管理制度，形成了较为完善的安全管理制度体系。

环境保护方面，公司制定了《环境保护管理制度》，列明了污染物排放指标和环境设施运转指标，并作为生产目标的内容纳入到了生产发展规划和计划中。公司所有新建、改建、扩建项目需执行“三同时”制度，生产设施和环保设施同时设计、同时施工和同时投产；此外，公司引入了环境管理的群众监督机制，发生污染事故，车间及时向主管领导报告，组织人员分析原因吸取教训。公司为加强环境绿化和厂区卫生工作的开展，举办了环境教育和技术培训，以提高各级干部、职工的环保生产意识。

预算管理方面，公司制定了《预算管理制度》，公司股东大会审议批准公司的年度财务预算方案以及财务预算调整方案，董事会负责制定公司财务预算方案；公司设立了预算管理委员会，负责预算的编制、调整、监督执行以及考核。预算管理委员会对董事会负责，其人员由总经理、各部门第一负责人、子公司第一负责人构成。预算的编制一般遵循“上下结合、分级编制、逐级汇总、综合平衡”的程序进行；公司建立预算法分析制度，及时研究和解决预算执行中存在的问题。

货币资金管理方面，公司已建立了较严格的授权批准程序，办理货币资金业务的不相容岗位相分离，相关部门和人员存在相互制约关系。公司已按国务院《现金管理暂行条例》，明确了现金的使用范围及办理现金收支业务时应遵守的规定。已按中国人民银行《支付结算办法》及有关规定制定了银行存款的结算程序；已制定了收付款审批权限等系列程序，严格执行对款项收付的稽核及审查。货款的支付均需填制付款申请单报批后支付。公司同时注重对票据、印章等和货币资金有关事项的管理，并定期和不定期进行监督检查。

子公司管理方面，公司通过向子公司委派董事、监事及重要高级管理人员加强对其在人力资源、财务、投资、经营、信息报告等方面的管理，制定了《重大信息内部报告制度》、《子公司重大信息报告制度》等制度，明确了子公司重大信息内部报告的职责和程序，及时向公司分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项以及其他可能对公司股票及其衍生品种交易价格产生重大影响的信息，并严格按照授权规定将重大事项报公司董事会审议或股东大会审议。公司年初对子公司下达年度经营考核指标，依据考核规定对各子公司进行年度业绩考核，以此作为奖惩依据。定期取得子公司财

务报表和管理分析报告，公司内部审计部对子公司进行审计监督，公司委托外部审计机构对子公司的财务报告进行审计。子公司必须统一执行公司颁布的各项规章制度并在经营过程中不断加强监控，以此强化对子公司的经营管理。

对外投资管理方面，公司依据法律法规、结合公司具体情况制定了《对外投资管理制度》，公司重大投资的内部控制遵循合法、审慎、安全、有效的原则，控制投资风险、注重投资效益。公司严格执行有关规定，对投资项目的可行性进行充分论证，严格履行相应的审批程序及信息披露义务。公司董事会定期了解重大投资项目的执行进展和投资效益情况。

总体看，公司管理运作规范，内控严密有效，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务主要为农药原药及制剂的研发、生产和销售；主要产品包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列共 30 余种原药以及 110 余种制剂。2015~2017 年，公司实现营业收入分别为 18.21 亿元、18.33 亿元和 22.45 亿元，收入逐年增长，年均复合增长率为 11.05%。2015~2017 年，公司主营业务收入占营业收入的比分别为 99.66%、99.31%和 99.30%，公司主营业务突出。2016 年农药行业市场需求整体低迷，公司部分产品价格下滑，毛利率下降，服务业作为公司主营业务的补充，带动公司收入规模小幅增长；2017 年市场需求回暖，叠加国内安全、环保监管趋严因素，公司部分农药产品价格受供给侧收缩影响涨幅明显，公司收入规模大幅增长。

从公司营业收入构成来看，2015~2017 年，公司农药收入合计分别为 18.15 亿元、17.93 亿元和 21.83 亿元；其中除草剂和杀虫剂占比较大，除草剂收入占营业收入的比重分别为 55.98%、49.53%和 46.68%，杀虫剂收入占营业收入的比重分别为 32.53%、39.40%和 43.86%，杀菌剂收入占营业收入的比重分别为 11.15%和、8.90%和 6.66%；产品占比出现波动主要系公司调节部分产能满足市场需求变化所致。公司服务业由子公司江苏长青投资实业有限责任公司（以下简称“长青实业”）运营，主要从事住宿、餐饮等服务，收入占比小。公司其他业务主要为让售材料等。

表5 2015~2018年6月公司营业收入构成情况（单位：亿元，%）

产品类别	2015年			2016年			2017年			2018年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
除草剂	10.19	55.98	29.34	9.08	49.53	23.71	10.48	46.68	21.97	6.27	42.08	23.43
杀虫剂	5.92	32.53	24.45	7.22	39.40	22.16	9.85	43.86	31.19	7.50	50.31	28.59
杀菌剂	2.03	11.15	20.94	1.63	8.90	22.39	1.50	6.66	15.34	0.75	5.00	12.47
化肥/种子	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.07	0.44	14.26
服务业	--	--	--	0.27	1.48	59.74	0.47	2.10	65.64	0.26	1.73	66.56
主营业务合计	18.15	99.66	26.80	18.20	99.31	23.51	22.30	99.30	26.52	14.84	99.57	26.19
其他业务	0.06	0.34	16.72	0.13	0.69	67.13	0.16	0.70	55.87	0.06	0.43	53.99
合计	18.21	100.00	26.77	18.33	100.00	23.81	22.45	100.00	26.73	14.90	100.00	26.31

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率来看，2015~2017 年，公司除草剂的毛利率分别为 29.34%、23.71%和 21.97%，呈逐年下降趋势，主要系产品结构变化以及部分产品价格下滑所致；公司杀虫剂的毛利率分别为 24.45%、22.16%和 31.19%，呈波动上升趋势，主要系供给侧改革以及安全、环保监管趋严带来产品价格波动所致；杀菌剂的毛利率分别为 20.94%、22.39%和 15.34%，呈波动下降趋势，主要系市场需求波动

所致。2016年，公司新增服务业板块，其毛利率为59.74%；2017年，公司服务业毛利率为65.64%。受以上因素综合影响，2015~2017年，公司的综合毛利率分别为26.77%、23.81%和26.73%，呈波动下降趋势。

2018年1~6月，公司新增化肥/种子收入0.26亿元，占营业收入的比重小。2018年1~6月，受农药行业需求回暖以及公司生产经营规模扩大影响，公司实现营业收入14.90亿元，同比增长41.88%；综合毛利率较上年26.73%小幅降至26.31%。

总体看，近三年，公司营业收入逐年增长，主要收入来源为除草剂和杀虫剂，毛利率呈波动下降趋势。2016年农药行业市场需求整体低迷，公司部分产品价格下滑，毛利率下降，服务业作为公司主营业务的补充，带动公司收入规模小幅增长；2017年市场需求回暖，叠加国内安全、环保监管趋严因素，公司部分农药产品价格受供给侧收缩影响涨幅明显，公司收入规模大幅增长。

2. 农药板块

(1) 生产环节

公司主要从事麦草畏、氟磺胺草醚、吡虫啉等农药的生产。不同产品的工艺流程有所区别，原药产品的生产流程主要包括反应、分离、溶剂回收以及洗涤杂质等步骤，制剂产品的生产流程主要包括粉碎、筛分、混合、包装等步骤。

目前公司拥有两大原药生产基地，其中母公司生产基地位于江苏省扬州市江都经济开发区，占地面积30万平方米，建有18个原药自动化生产车间，具备年产万吨原药的生产能力，是亚洲最大的二苯醚类除草剂生产商和出口基地；南通长青位于江苏省如东县沿海经济开发区，占地面积40万平方米，已建有7个原药自动化生产车间，该基地规划共建设20余原药生产车间，全部达产后产能规模将突破5万吨，本次可转换公司债券的募投项目将建在此基地。

公司根据“以销定产”的原则安排生产，销售部门结合订单、市场需求、用药季节等各方面因素提出生产计划，供应部根据生产计划及实际库存采购原材料，供车间生产。在实施过程中可以根据实际情况，做局部调整。农药原药合成的设备主要是反应釜、冷凝器、碳钢储罐等，在满足一定条件下，上述设备可以通用。但特定的原药合成生产线建成运行后，转为生产其他产品，需要进行工艺流程调整、管道局部改造程序，并满足一定的条件。

生产成本方面，直接材料为主要生产成本，近几年持续维持在70%左右。其他生产成本为直接人工和制造费用，占比均较低。

表6 2015~2018年6月公司生产成本情况(单位:%)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
直接材料	71.90	72.14	68.23	74.28
直接人工	4.95	4.70	5.17	4.60
制造费用	23.15	23.16	26.60	21.11
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

装置利用方面，2015~2017年，受市场需求及公司发展战略的影响，公司除草剂、杀虫剂产能有所增长；杀菌剂产能维持不变。2018年1~6月，公司除草剂产能均维持不变，杀虫剂、杀菌剂产能小幅增长。产量方面，2015~2017年，公司除草剂产量逐年增长，主要系生产线扩能增加产量所致；杀虫剂产量波动增长，主要系公司产能释放及市场需求波动所致；杀菌剂产量逐年下降，主要系市场需求波动所致。2015~2018年6月，受公司产能释放及市场需求变化影响，公司农药产品的

产能利用率出现波动，但整体维持在较高水平。

表 7 2015~2018 年 6 月公司农药产品生产情况 (单位: 吨/年, 吨, %)

2015 年			
项目	产能	产量	产能利用率
除草剂	15,310.00	12,962.56	84.67
杀虫剂	9,700.00	7,052.90	72.71
杀菌剂	5,800.00	5,182.08	89.35
2016 年			
项目	产能	产量	产能利用率
除草剂	16,210.00	14,916.95	92.02
杀虫剂	10,200.00	8,696.57	85.26
杀菌剂	5,800.00	4,450.23	76.73
2017 年			
项目	产能	产量	产能利用率
除草剂	18,360.00	16,680.08	90.85
杀虫剂	10,200.00	8,433.64	82.68
杀菌剂	5,800.00	2,858.64	49.29
2018 年 1~6 月			
项目	产能	产量	产能利用率
除草剂	9,180.00	9,445.20	102.89
杀虫剂	5,150.00	4,707.55	91.41
杀菌剂	2,975.00	2,848.70	95.75

资料来源: 公司提供, 2018 年 1~6 月产能已折算成全年产能的 1/2。

总体看, 公司建立了健全的安全生产管理制度和体系, 完善了过程控制、工艺控制及产能安排制度; 受公司产能释放及市场需求变化影响, 公司不同产品的产能利用率有所分化。

(2) 采购环节

公司采购的原材料主要为基础化工产品, 主要包括咪唑烷、1, 2, 4-三氯苯、3,4-二氯三氟甲苯、丙烯醛和丙烯腈等, 采购主要由公司供应部、仓库部门和财务部门协同进行。供应部负责材料和设备询价、采购合同的订立与采购等工作; 仓库部门负责根据仓库实际库存状况和生产计划填写采购申请单交至供应部办理货物采购, 所有采购的货物必须经过抽检合格后方可办理入库手续; 财务部门负责办理货款的审核和支付手续。

公司主要原材料的供应商至少保证在两个以上, 并与供应商签订采购合同。由于公司原材料供应商相对稳定, 且长期合作、信誉良好, 公司一般结合生产情况采购原材料; 对于市场紧俏商品尤其是预计将涨价的原材料, 进行适当的备货。

采购价格方面, 2015~2017 年, 受原油价格震荡回升影响, 公司主要原材料采购均价呈波动上升趋势; 但受供给过剩影响, 1,2,4-三氯苯、间甲酚价格呈逐年下降趋势。采购量方面, 2015~2017 年, 受公司产能释放影响, 咪唑烷、1,2,4-三氯苯、丙烯腈、丙烯醛的采购量呈持续增长趋势; 受市场需求、公司调节库存以及环保限产等因素影响, 其他原材料采购量有所波动。2018 年 1~6 月, 受大宗商品价格回暖影响, 公司咪唑烷采购均价上升幅度较大, 3,4-二氯三氟甲苯、丙烯腈、丙烯醛、间甲酚采购均价小幅上升, 1,2,4-三氯苯的采购均价略有下降。

表 8 2015~2018 年 6 月公司原材料采购均价及采购量情况 (单位: 吨, 万元/吨, 万元)

原料名称	2015 年度			2016 年度			2017 年度			2018 年 1-6 月		
	数量	单价	含税金额	数量	单价	含税金额	数量	单价	含税金额	数量	单价	含税金额
咪唑烷	1,694.10	2.79	4,730.67	2,671.48	2.35	6,280.55	2,957.00	3.50	10,342.35	1,215.38	4.97	6,037.25
1,2,4-三氯苯	4,833.58	1.07	5,185.57	4,989.31	0.94	4,690.06	5,182.67	0.90	4,672.68	1,759.10	0.85	1,499.98
3,4-二氯三氟甲苯	2,564.07	1.81	4,638.47	2,222.14	2.16	4,791.00	3,201.42	2.10	6,728.71	1,696.22	2.26	3,834.99
丙稀腈	2,774.72	1.02	2,816.91	3,379.56	0.95	3,202.72	3,555.85	1.28	4,562.36	1,979.90	1.51	2,990.15
丙稀醛	1,935.00	1.32	2,554.46	2,526.84	1.11	2,796.14	2,675.47	1.42	3,802.37	1,469.06	1.44	2,110.07
间甲酚	1,211.88	2.84	3,443.86	1,159.28	2.25	2,607.19	1,562.50	2.06	3,219.32	1,126.06	2.41	2,716.35

资料来源: 公司提供

能源采购方面, 公司各类能源均由公司所处区域的供应商提供, 能够满足本公司生产对于各类能源的需求。2015~2017 年, 公司采购主要能源包括电、水、煤、蒸汽及天然气。采购均价与当地市场价一致。采购量方面, 受公司产能释放影响, 公司电、水、蒸汽、天然气采购量逐年增长; 受车间技改带来的资源利用效率提升影响, 煤炭采购量逐年下降。

表 9 2015~2018 年 6 月公司主要能源采购情况

主要能源		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
煤	用量 (吨)	40,770.67	35,096.62	32,379.95	16,812.47
	金额 (万元)	1,946.71	1,705.18	2,245.97	1,201.46
电	用量 (万度)	13,161.37	14,561.33	15,805.89	7,535.98
	金额 (万元)	8,744.86	9,706.83	9,808.69	4,733.29
水	用量 (吨)	1,418,108.00	1,455,563.00	1,994,001.00	985,597.00
	金额 (万元)	174.70	230.08	323.76	167.28
蒸汽	用量 (吨)	153,301.00	171,362.00	199,822.00	86,331.76
	金额 (万元)	2,531.72	2,731.03	3,451.36	1,523.36
天然气	用量 (立方)	4,872,243.00	9,309,804.00	9,548,548.00	3,947,596.00
	金额 (万元)	1,702.34	2,750.40	2,776.11	1,083.60

资料来源: 公司提供

从采购集中度来看, 2015~2017 年, 公司前五大供应商采购金额总额分别为 13,297.76 万元、19,125.79 万元和 23,043.49 万元, 占当期同类采购金额比分别为 16.83%、18.33%和 14.27%, 公司原材料采购集中度较低。

从采购结算方面来看, 公司采购原材料主要采用电汇或银行承兑汇票等方式结算。由于公司与供应商合作关系较为稳定, 与供应商的结算账期为 1~3 个月。

总体看, 公司采购流程合理、管理规范, 原材料供应较为稳定, 采购价格随市场行情有所波动, 近三年原材料采购集中度较低。

(3) 销售环节

销售渠道方面, 公司产品的销售模式分为境内销售和出口销售。

境内销售方面, 公司内销产品主要包括原药和制剂。公司原药的内销一般采用直销方式, 即由公司直接销售给需要的其他农药厂商, 由其继续加工复配成制剂销售。公司制剂产品销售采用了国内农药行业通行的经销商销售模式, 主要方式是公司通过对以前销售业绩、回款情况的考核, 以县为单位, 选择 1~2 家作为公司在当地的经销商, 公司根据经销商的订单, 向经销商发货。公司营销网络完善, 公司产品销售遍布全国 30 余省 (市、自治区)。

出口销售方面，公司出口的产品主要为原药和制剂，出口的地区包括南美、北美、欧洲、东南亚等。公司产品出口分为自营出口和通过中间商代理出口两种形式，自营出口是公司直接销售给境外客户，代理出口是公司先将产品销售给国内代理商，再由其将产品销往境外。公司和境外客户已建立较为稳定的业务关系，客户根据自身的产销计划与公司确定供货计划，公司根据需求计划组织生产和供货，每批货发出后，客户采用电汇方式付款。

从销量上看，由于公司采取以销定产的模式进行生产运营，2015~2017年，公司除草剂、杀虫剂及杀菌剂的产销率均维持在较高水平。

从销售均价上看，2015~2017年，公司除草剂售价呈波动下降趋势，杀虫剂、杀菌剂售价均呈波动上涨趋势，主要系受产品结构以及市场需求变化所致。2016年农药行业市场需求整体低迷，公司部分产品价格下滑；2017年市场需求回暖，叠加国内安全、环保监管趋严因素，公司杀虫剂产品价格受供给侧收缩影响涨幅明显。2018年1~6月，公司除草剂、杀虫剂售价持续上涨，杀菌剂因产品结构变化售价小幅下降。

表 10 2015~2018 年 6 月公司农药产品销售情况 (单位: 吨, %, 万元/吨)

2015 年					
项目	销量	原药领用量	合计	产销率	平均销售单价
除草剂	11,127.88	1,223.40	12,351.28	95.28	8.10
杀虫剂	7,222.69	514.15	7,736.84	109.70	7.48
杀菌剂	4,332.88	832.36	5,165.24	99.68	4.50
2016 年					
项目	销量	原药领用量	合计	产销率	平均销售单价
除草剂	11,928.01	1,673.28	13,601.29	94.48	6.58
杀虫剂	7,589.56	448.61	8,038.17	99.63	7.25
杀菌剂	3,213.75	762.15	3,975.90	94.42	4.43
2017 年					
项目	销量	原药领用量	合计	产销率	平均销售单价
除草剂	15,021.89	1,489.13	16,511.02	91.85	6.27
杀虫剂	7,366.48	468.14	7,834.62	92.90	11.24
杀菌剂	2,676.28	450.00	3,126.28	109.36	4.33
2018 年 1~6 月					
项目	销量	原药领用量	合计	产销率	平均销售单价
除草剂	6,736.87	989.76	7,726.63	81.80	7.42
杀虫剂	3,583.11	307.18	3,890.28	82.64	16.70
杀菌剂	1,332.55	301.69	1,634.24	57.37	4.12

资料来源：公司提供

注：产销率=（销量+原药领用量）/产量；表中销量为原药、制剂合计销量，平均销售单价为原药、制剂销售均价，且公司下辖贸易公司的销量未计入该表中。

从销售情况的区域分布来看，公司产品以出口销售为主，国际销售出口美国、欧盟、巴西、印度等 20 余个国家和地区；国内销售以华东地区为主。2015~2018 年 6 月，国际销售额占主营收入的比重分别为 55.79%、60.65%、59.99%和 60.72%；国内销售额占主营收入的比重分别为 44.21%、39.35%、40.01%和 39.28%。整体看，公司产品以出口销售为主，国内销售为辅。

表11 2015~2018年6月公司主营业务收入分地区构成情况（单位：亿元，%）

地区分类	2015年		2016年		2017年		2018年1~6月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自营出口	7.00	38.58	6.05	33.26	8.41	37.73	6.98	47.04
代理出口	3.12	17.21	4.98	27.39	4.96	22.27	2.03	13.68
出口合计	10.12	55.79	11.04	60.65	13.38	59.99	9.01	60.72
华东地区	5.77	31.78	5.41	29.71	6.41	28.76	3.99	26.91
东北地区	0.42	2.30	0.58	3.19	0.76	3.41	0.66	4.44
中南地区	1.26	6.93	0.75	4.10	1.13	5.06	0.63	4.26
华北地区	0.41	2.23	0.24	1.30	0.36	1.60	0.41	2.74
西北地区	0.07	0.37	0.07	0.38	0.12	0.55	0.08	0.55
西南地区	0.11	0.60	0.12	0.67	0.14	0.63	0.06	0.37
内销合计	8.02	44.21	7.16	39.35	8.92	40.01	5.83	39.28
合计	18.15	100.00	18.20	100.00	22.30	100.00	14.84	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从销售集中度来看，2015~2017年，公司前五大客户的销售收入总额占总销售收入比为57.52%、52.02%和46.88%，占比较高，但由于公司主要客户为长期合作且信用质量较好的大型跨国公司，因此风险可控。

从销售结算方式来看，国内销售以电汇和银行承兑汇票结算方式为主，账期通常为2~3个月；国外销售以电汇为主，账期一般为1~3个月，整体回款情况较好。

总体看，公司农药产品销售渠道畅通，客户比较稳定，客户集中度较高，不同产品的销售价格有所分化，公司产品产销率较高，产品主要销往国外，销售回款情况较好。

3. 服务业

公司服务业由长青实业运营。2015年，公司以自有资金投资设立全资子公司—江苏长青投资实业有限责任公司；经营范围为实业投资，住宿、餐饮等服务，已于2015年5月29日在扬州市江都工商行政管理局办理了工商登记，并取得了321088000347828号《企业法人营业执照》。2016年12月，长青实业设立扬州长青国际旅行社有限公司；经营范围为旅游业务。目前长青实业收入规模较小，但毛利率水平较高。

公司子公司江苏长青生物科技有限公司和自然人戴伯楼共同于2017年12月1日设立兴化市长青农业科技服务有限公司，经营范围为农业植保服务和化肥、农药、种子的经营与销售，注册资本1000万元，持股比例为60%，2017年纳入合并报表范围。

总体看，公司从事服务业的时间较短，相关业务整体规模小，对公司收入规模、盈利水平等支持力度有限。

4. 募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏长青农化股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可〔2014〕373号）核准，2014年6月，公司公开发行631.76万张可转换公司债券，扣除承销费、保荐费等发行费用后募集资金净额为61,597.88万元。截至2018年6月底，已累计投入募集资金63,851.98万元（含利息收入），募集资金已使用完毕。募集资金承诺项目均已完工并投产，其中，年产300吨氰氟草酯原药项目、年产300吨环氧菌唑原药项目、年产1,000吨啉虫脒原药项目、年产200吨吡虫威原药项目、年产450吨醚苯磺隆原药项目、年产1000吨2-苯并咪唑酮中

中间体项目均已达到累计承诺效益；年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药项目实际效益未达到累计承诺效益主要系该项目为公司新产品，市场开拓需要一定的周期，因此产品毛利率未达预期。

总体看，公司资本支出压力小，未来随着募投项目产能的逐步释放，公司竞争实力有望增强。但由于农药行业的行业特性，未来联合评级仍将持续关注实际效益未达到承诺效益项目的收益情况。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司应收账款周转次数分别为 5.25 次和 4.41 次和 6.51 次，呈波动上升趋势，主要系农药行业需求回暖，货款资金回笼加快所致；公司存货周转次数分别为 2.90 次、2.69 次和 2.49 次，呈逐年下降趋势，主要系受南通长青生产规模扩大以及原材料的储备量增加等因素影响，公司存货规模逐年上升所致；总资产周转次数分别为 0.55 次、0.49 次和 0.57 次，呈波动上升趋势，主要系公司收入规模持续增长、资产规模波动增长所致。较同行业上市公司相比，公司整体经营效率一般。

表 12 2017 年同类上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
红太阳	2.37	4.25	0.44
辉丰股份	2.52	5.00	0.51
利尔化学	4.49	5.92	0.81
长青股份	2.49	6.90	0.57

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，公司整体经营效率一般。

6. 经营关注

（1）行业竞争风险

目前我国农药生产企业 1,700 多家，基本上以生产仿制农药产品为主，且以价格竞争为主要策略。在我国农药产业结构调整的过程中，国内大型农药公司和国际农药巨头也将会充分利用国内农药产业结构调整的契机，不断扩大市场份额，导致行业竞争更趋激烈。公司主要产品具有较高的毛利率，这将吸引潜在进入者加大对相关工艺技术的研发投入，实现技术突破进入市场，从而加剧公司产品的市场竞争，导致主要产品价格下跌、毛利率下降，影响公司的盈利水平。

（2）产能扩张风险

虽然公司对新项目建设进行了研究和论证，但竞争对手的发展、产品价格的变动、市场容量的变化、宏观经济形势的变动以及营销渠道的开拓等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响，在项目竣工投产后，短期内市场推广有可能无法适应产能快速扩大的要求，使产品销售面临一定风险，同时存在因固定资产折旧费用较大幅度增长而导致利润下滑的风险。

（3）原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料为一般化工产品，原材料占生产成本的 70%左右，因此原材料价格的波动将影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利能力。公司拥有较强的成本转移能力和基于规模优势的原材料采购议价能力，但公司产品价格调整存在滞后且同时受其他市场因素影响，当原材料价格波动幅度较大时，仍会对公司业绩产生一定的影响。

(4) 外贸环境变化及汇率波动风险

公司营业收入出口比重较大，外贸环境对公司的营业收入有重大影响。目前，公司产品的出口受到多方面外贸环境的制约，如目标国家经济衰退、提高农药残留和农药生产技术标准、反倾销与反补贴调查等，将可能会直接或间接影响公司的出口业务。同时，近年来人民币汇率双向波动加剧，相关波动易使公司面临一定的汇兑风险。

(5) 安全环保风险

公司生产过程中部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，并涉及高温、高压等工艺，存在因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当等而造成意外安全事故的风险。虽然公司建立了自动化控制平台，发生安全事故的可能性很小，但不排除因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当和自然灾害等原因造成意外安全事故的可能，从而影响生产经营的正常进行，并可能造成较大的经济损失。

随着整个社会环保意识的增强，国家环境保护力度不断加强，并可能在未来出台更为严格的环保标准，对农药生产企业提出更高的环保要求。环保标准的提高需要公司进一步加大环保投入，提高运营成本，可能会对公司利润水平带来一定影响。

7. 未来发展

公司将继续坚持技术发展战略、全球市场战略以及国内销售战略。具体来看，包括以下方面：销售方面，持续关注市场动态，坚持“走出去”，深入与跨国公司的“双维度”合作，实地考察了解当地用药情况、需求和价格，同时要积极探索由过去的传统农资销售模式转为提供种子、化肥、病虫害防治等全套技术服务方案的农资营销模式，更好地服务于种田大户。安全环保方面，从健全完善安全生产规章制度、强化业务培训、提高职工安全意识入手，进一步提高安全生产标准化规范；继续加强对公司废气、废渣焚烧炉和废水处理设施检查，确保三废设施正常、有效运行，降低公司环保运营成本，减少三废的排放量，提升公司的清洁生产技术水平。技术研发方面，公司将充分利用江苏省企业技术中心和博士后科研工作站两个工作平台，通过培养科研人员和加强与科研院所的合作，加快推进储备产品的研发和放大生产，同时，针对主要产品开展工艺优化改造，把设备升级、加快产品连续化、智能化生产作为今后的一个主要方向。管理水平方面，公司将继续完善薪酬和绩效考核，推进财务监督检查管理制度和日常分析机制，加大对子公司检查监督，充分利用信息化平台，进行数据汇总、分析，为公司决策提供依据，不断降低经营管理成本，努力提高公司盈利能力。

总体看，公司制定了全面的发展战略，未来持续运营发展可期。

七、财务分析

1. 财务概况

公司所提供的 2015~2017 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司所提供的 2018 年 1~6 月财务报告未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

从合并范围变动来看，2015 年，公司新纳入合并范围子公司 1 家，系新设立的长青实业；2016 年，公司新纳入合并范围子公司 1 家，系长青实业新设立的扬州长青国际旅行社有限公司；2017 年，

公司注销子公司江苏长青兽药有限公司，同年子公司江苏长青生物科技有限公司和自然人戴伯楼共同设立兴化市长青农业科技服务有限公司；2018年1~6月，公司合并范围无变化。总体看，2015~2017年，公司合并范围变动较小，从经营和财务层面，未对公司运营构成重大影响，因此，合并报表可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额38.25亿元，负债合计7.64亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计30.61亿元，归属于母公司的所有者权益30.47亿元。2017年，公司实现营业收入22.45亿元，净利润（含少数股东损益）2.28亿元，归属于母公司所有者的净利润2.28亿元；经营活动产生的现金流量净额5.15亿元，现金及现金等价物净增加额-2.36亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额39.81亿元，负债合计8.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计31.29亿元，归属于母公司的所有者权益31.12亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入14.90亿元，净利润（含少数股东损益）1.73亿元，归属于母公司所有者的净利润1.73亿元；经营活动产生的现金流量净额2.12亿元，现金及现金等价物净增加额0.42亿元。

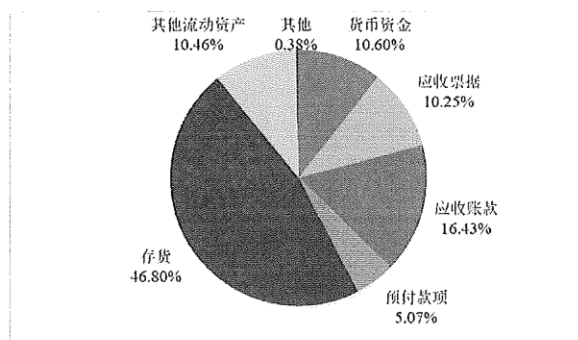
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产规模呈波动增长态势，年均复合增长3.78%，主要系流动资产增长所致。截至2017年底，公司资产合计38.25亿元，较年初减少4.12%，其中流动资产16.19亿元（占42.32%），非流动资产22.06亿元（占57.68%），资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产呈波动增长态势，年均复合增长5.03%。截至2017年底，公司流动资产合计16.19亿元，较年初减少8.61%，主要系货币资金减少所致；流动资产主要由货币资金（占10.60%）、应收票据（占10.25%）、应收账款（占16.43%）、预付款项（占5.07%）、存货（占46.80%）和其他流动资产（占10.46%）构成。

图5 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司货币资金呈波动减少态势，年均复合减少7.11%。截至2016年底，公司货币资金为4.11亿元，较年初大幅增长106.46%，主要系公司经营活动现金净流量及银行贷款增加所致。截至2017年底，公司货币资金为1.72亿元，较年初大幅减少58.21%，主要系归还了部分银行贷款所致。公司货币资金主要由银行存款（占93.69%）构成；其中，使用受到限制的货币资金0.10亿元（占5.92%），主要由银行承兑汇票保证金和远期结汇保证金构成。

2015~2017年，公司应收票据呈波动减少态势，年均复合减少5.86%。截至2016年底，公司应收票据为2.56亿元，较年初大幅增长36.62%，主要系公司收入规模增长及增加票据结算所致。截至2017年底，公司应收票据为1.66亿元，较年初大幅减少35.13%，主要系公司减少票据结算所致。

应收票据全部为应收银行承兑汇票。

2015~2017年，公司应收账款呈逐年减少态势，年均复合减少18.45%。截至2017年底，公司应收账款账面价值为2.66亿元，较年初大幅减少30.97%，主要系农药行业需求回暖，资金回笼加快所致。公司应收账款全部按信用风险特征计提坏账准备，共计提0.15亿元（计提比例为5.38%）。从账龄看，账龄在一年以内应收账款余额合计2.74亿元（占应收账款余额的97.56%），公司应收账款账龄较短。截至2017年底，前五大欠款方应收账款余额合计为1.54亿元，占应收账款年末余额合计的54.75%，共计提坏账准备769.52万元；考虑到公司主要客户为长期合作且信用质量较好的大型跨国公司，公司应收账款较为集中所导致的回款风险不大。

2015~2017年，公司预付款项呈逐年增长态势，年均复合增长71.24%。截至2017年底，公司预付款项为0.82亿元，较年初大幅增长154.80%，主要系生产经营规模扩大以及加大原材料的采购量所致；其中，1年以内的预付款项占比为97.69%。

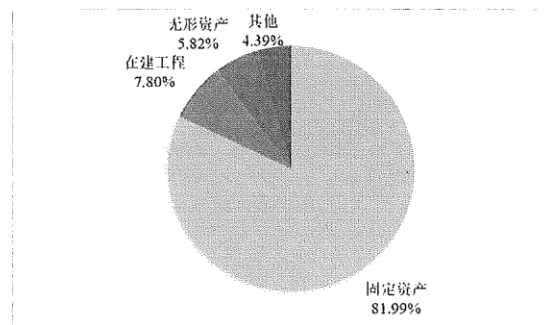
2015~2017年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长26.10%。截至2017年底，公司存货为7.58亿元，较年初大幅增长34.67%，主要系生产经营规模扩大以及原材料的储备量增加所致。公司存货主要由原材料（占23.17%）、库存商品（占9.12%）、在产品（占13.03%）以及自制半成品（占47.61%）构成；公司未对存货计提跌价准备，公司可销售产成品、半成品毛利相对较高，存在跌价的风险较小。公司整体存货所占比重较大，若未来行业政策、行业景气度等因素出现变动，或对公司整体资产质量产生影响。

2015~2017年，公司其他流动资产呈波动增长态势，年均复合增长0.59%。截至2016年底，公司其他流动资产为1.18亿元，较年初大幅减少29.66%，主要系银行理财产品与增值税留抵减少所致。截至2017年底，公司其他流动资产为1.69亿元，较年初大幅增长43.86%，主要系银行理财产品与增值税留抵增长所致。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产呈波动增长态势，年均复合增长2.88%。截至2017年底，公司非流动资产合计22.06亿元，较年初减少0.54%；非流动资产主要由固定资产（占81.99%）、在建工程（占7.80%）和无形资产（占5.82%）构成。

图6 截至2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2015~2017年，公司固定资产呈波动增长态势，年均复合增长17.96%。截至2016年底，公司固定资产为19.68亿元，较年初大幅增长51.36%，主要系江都研发中心大楼及总部行政办公楼、长青大厦、长青实业装修以及可转债募投项目、原药车间技改等工程当年竣工转固所致。截至2017年底，公司固定资产为18.09亿元，较年初减少8.07%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占55.23%）以及机器设备（占41.79%）构成。截至2017年底，公司对固定资产累计计提折旧6.55亿元，未计

提减值准备；公司固定资产成新率为 73.41%，成新率较好。

2015~2017 年，公司在建工程呈波动减少态势，年均复合减少 43.76%。截至 2016 年底，公司在建工程为 0.93 亿元，较年初大幅减少 82.83%，主要系部分在建工程完工转入固定资产所致。截至 2017 年底，公司在建工程为 1.72 亿元，较年初大幅增长 84.25%，主要系 2014 年可转债募投项目以及原药车间技改等工程投资支出增加所致。截至 2017 年底，公司主要在建工程包括年产 200 吨茚虫威原药项目、中闸原药厂区三废治理工程、年产 300 吨环氧菌唑原药项目以及年产 450 吨醚苯磺隆原药配套项目等。

2015~2017 年，公司无形资产呈逐年减少态势，年均复合减少 1.52%。截至 2017 年底，公司无形资产为 1.28 亿元，较年初减少 0.49%；其中，土地使用权占比很高（占 94.29%）；公司对无形资产累计计提摊销 0.19 亿元。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 0.10 亿元，占公司资产总额的 0.27%，受限比例低；公司受限资产全部系货币资金，均为保证金。

截至 2018 年 6 月底，公司资产合计 39.81 亿元，较年初增长 4.08%。其中，流动资产占 44.23%，非流动资产占 55.77%，较年初变化不大。

总体看，近三年，公司资产规模较稳定，公司资产中非流动资产占比相对较大，主要以固定资产为主；流动资产中应收类资产占比较高，但回收风险较小，存货以半成品为主，虽相关存货变现能力较强，但由于公司整体存货所占比重较大，若未来行业政策、行业景气度等因素出现变动，或对公司整体资产质量产生影响。整体看，公司资产质量较高。

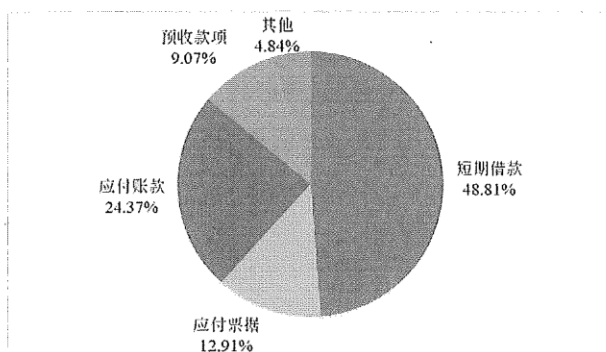
3. 负债及所有者权益

2015~2017 年，受流动负债波动增长影响，公司负债规模呈波动增长态势，年均复合增长 7.32%。截至 2017 年底，公司负债规模合计 7.64 亿元，较年初大幅减少 27.11%，其中流动负债 7.38 亿元（占 96.48%），非流动负债 0.27 亿元（占 3.52%），负债结构以流动负债为主。

流动负债

2015~2017 年，公司流动负债呈波动增长态势，年均复合增长 13.15%，主要系短期借款、应付账款波动增长所致。截至 2017 年底，公司流动负债合计 7.38 亿元，较年初大幅减少 27.60%；流动负债主要由短期借款（占 48.81%）、应付票据（占 12.91%）、应付账款（占 24.37%）和预收款项（占 9.07%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司短期借款呈波动增长态势，年均复合增长 20.24%。截至 2016 年底，公司短

期借款为 6.96 亿元，较年初大幅增长 179.52%，主要系公司增加了流动资金贷款所致。截至 2017 年底，公司短期借款为 3.60 亿元，较年初大幅减少 48.28%，主要系公司偿还了部分流动资金贷款所致。短期借款主要由保证借款（占 5.56%）和信用借款（占 94.44%）构成。

2015~2017 年，公司应付票据呈波动减少态势，年均复合减少 2.41%。截至 2016 年底，公司应付票据为 0.53 亿元，较年初大幅减少 46.88%，主要系采用银行承兑汇票结算方式减少所致。截至 2017 年底，公司应付票据为 0.95 亿元，较年初大幅增长 79.31%，主要系采用银行承兑汇票结算方式增加所致。公司应付票据全部为应付银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 2.82%。截至 2016 年底，公司应付账款为 1.98 亿元，较年初大幅增长 16.61%，主要系应付材料款、设备款和工程款增长所致。截至 2017 年底，公司应付账款为 1.80 亿元，较年初减少 9.35%。公司应付账款账龄主要在一年之内。

2015~2017 年，公司预收款项呈逐年增长态势，年均复合增长 311.12%。截至 2017 年底，公司预收款项为 0.67 亿元，较年初大幅增长 326.01%，主要系预收货款大幅增长所致。

非流动负债

2015~2017 年，公司非流动负债呈逐年减少态势，年均复合减少 44.62%，主要系递延收益减少以及偿还长期借款所致。2015~2017 年，公司递延收益呈逐年减少态势，年均复合减少 11.01%。截至 2017 年底，公司递延收益为 0.26 亿元（占公司非流动负债 96.01%），较年初减少 10.81%；公司递延收益均为与资产相关的政府补助。

2015~2017 年，公司全部债务呈波动增长态势，年均复合增长 5.48%。截至 2017 年底，公司债务全部系短期债务，较年初大幅减少 41.12%，主要系短期借款减少所致。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 18.69%、26.29%和 19.99%，呈波动上升态势，主要系短期借款波动上升所致；公司全部债务资本化比率分别为 12.41%、20.82%和 12.95%，呈波动上升态势，主要系短期借款波动上升所致；公司长期债务资本化比率分别为 1.84%、0.00%和 0.00%。

截至 2018 年 6 月底，公司负债规模合计 8.52 亿元，较年初增长 11.42%，其中流动负债 8.26 亿元（占 96.98%），非流动负债 0.26 亿元（占 3.02%），负债结构以流动负债为主，较年初变化不大。截至 2018 年 6 月底，公司债务 5.40 亿元，全部系短期债务，较年初大幅增长 18.70%，主要系短期借款、应付票据增长所致。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 21.40%和 14.72%，分别较年初上升 1.41 个百分点和 1.78 个百分点。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，公司整体负债水平低、债务负担轻，但债务结构集中短期。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 2.94%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 29.41 亿元，较年初增长 1.83%，其中归属于母公司的所有者权益占 99.57%。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 11.80%）、资本公积（占 53.48%）、盈余公积（占 5.01%）和未分配利润（占 29.71%）构成；股本和资本公积占比较高，权益稳定性较好。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 31.29 亿元，较年初增长 2.24%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益持续增长，且稳定性较好。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入呈逐年增长态势，年均复合增长 11.05%。2017 年，公司实现营业

收入 22.45 亿元，较上年大幅增长 22.51%，主要系国内安全、环保监管趋严，公司部分农药产品价格受供给侧收缩影响涨幅明显所致。2015~2017 年，公司营业利润呈波动增长态势，年均复合增长 1.22%。2016 年，公司实现营业利润 1.86 亿元，较上年大幅减少 31.87%，主要系 2016 年农药行业市场整体低迷，公司部分产品价格下滑，毛利率下降所致。2017 年，公司实现营业利润 2.80 亿元，较上年大幅增长 50.39%，主要系公司部分农药产品价格受供给侧收缩影响上涨，毛利率上升所致。2015~2017 年，公司净利润呈波动减少态势，年均复合减少 1.70%。2016 年，公司实现净利润 1.61 亿元，较上年大幅减少 31.49%；2017 年，公司实现净利润 2.28 亿元，较上年大幅增长 41.04%。

从期间费用来看，2015~2017 年，公司期间费用呈逐年增长态势，年均复合增长 24.85%，主要系销售、管理费用增长所致。2017 年，公司费用总额为 3.26 亿元，同比增长 27.75%。其中，销售费用、管理费用、财务费用占比分别为 26.58%、63.15%和 10.27%。具体看，2015~2017 年，公司销售费用呈逐年增长态势，年均复合增长 25.03%。2017 年，公司销售费用为 0.87 亿元，较上年增长 19.53%，主要系本期营业收入增加所致。2015~2017 年，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长 17.51%。2017 年，公司管理费用为 2.06 亿元，较上年大幅增长 24.58%，主要系本期折旧性支出以及科技开发费增加所致。2015~2017 年，公司财务费用呈逐年增长态势，年均复合增长 169.05%。2017 年，公司财务费用为 0.33 亿元，较上年大幅增长 91.84%，主要系本期贷款利息支出以及汇兑损失增加所致。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 11.48%，13.92%和 14.52%，呈逐年上升态势，公司费用控制能力有待提升。

2015~2017 年，公司所取得的投资净收益呈波动减少态势，年均复合减少 11.89%。2016 年，公司所取得的投资净收益为 0.02 亿元，（占当年公司营业利润 1.13%），较上年大幅减少 60.97%，主要系购买的银行理财产品产生的收益减少所致。2017 年，公司所取得的投资净收益为 0.04 亿元，（占当年公司营业利润 1.49%），较上年大幅增长 98.91%，主要系购买的银行理财产品产生的收益增长所致。2015~2017 年，公司所取得的营业外收入呈逐年减少态势，年均复合减少 76.32%。2017 年，公司所取得的营业外收入为 0.01 亿元，（占当年公司营业利润 0.22%），较上年大幅减少 94.07%，主要系根据政府补助会计政策变更由营业外收入转入其他收益科目所致。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司营业利润率分别为 26.71%，23.45%和 26.06%；公司总资产收益率分别为 8.07%，5.31%和 7.12%；公司总资产报酬率分别为 8.42%，5.46%和 7.51%；公司净资产收益率分别为 9.19%，5.54%和 7.59%。2016 年农药行业市场整体低迷，公司部分产品价格下滑，毛利率下降，盈利指标表现差于上年；2017 年市场需求回暖，叠加国内安全、环保监管趋严因素，公司部分农药产品价格受供给侧收缩影响涨幅明显，盈利指标表现好于上年。从各项盈利指标来看，公司盈利能力处于同行业中等水平。

表 13 2017 年同类上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
红太阳	13.72	8.71	31.88
辉丰股份	11.30	7.51	26.64
利尔化学	18.22	13.64	28.74
长青股份	7.63	7.47	26.73

资料来源：Wind

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

2018 年 1~6 月，受农药行业需求回暖以及公司生产经营规模扩大影响，公司实现营业收入 14.90

亿元，同比大幅增长 41.88%；实现营业利润 2.16 亿元，同比大幅增长 41.84%；实现净利润 1.73 亿元，同比大幅增长 43.27%。

总体看，近三年公司营业收入持续增长，但费用控制能力有待提升；2016 年农药行业市场竞争激烈，公司部分产品价格下滑，公司整体盈利能力下降。2017 年以来，市场需求回暖，叠加国内安全、环保监管趋严因素，公司部分农药产品价格受供给侧收缩影响涨幅明显，盈利能力明显好转，公司盈利能力处于同行业中等水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入小计呈逐年增长态势，年均复合增长 21.33%。2017 年，公司经营活动现金流入小计为 19.10 亿元，较上年大幅增长 41.93%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流出小计呈逐年增长态势，年均复合增长 11.85%。2017 年，公司经营活动现金流出小计为 13.95 亿元，较上年大幅增长 21.14%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加所致。综上影响，2015~2017 年，公司经营活动现金净额分别为 1.83 亿元、1.94 亿元和 5.15 亿元，呈逐年增长态势。2015~2017 年，公司现金收入比率分别为 67.24%、67.70%和 80.78%，呈逐年上升态势，主要系票据结算比例减少所致，公司收入实现质量有待提高。

从投资活动来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入小计呈波动减少态势，年均复合减少 10.66%。2016 年，公司投资活动现金流入小计为 3.88 亿元，较上年大幅减少 45.07%，主要系部分银行理财产品到期收回本金减少所致。2017 年，公司投资活动现金流入小计为 5.63 亿元，较上年大幅增长 45.31%，主要系部分银行理财产品到期收回本金增加所致。2015~2017 年，公司投资活动现金流出小计呈波动减少态势，年均复合减少 8.85%。2016 年，公司投资活动现金流出小计为 6.22 亿元，较上年大幅减少 36.72%，主要系购买的银行理财产品减少所致。2017 年，公司投资活动现金流出小计为 8.17 亿元，较上年大幅增长 31.30%，主要系购买的银行理财产品增加所致。综上影响，2015~2017 年，公司投资活动现金净额分别为-2.77 亿元、-2.34 亿元和-2.53 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入小计呈波动增长态势，年均复合增长 33.72%。2016 年，公司筹资活动现金流入小计为 8.25 亿元，较上年大幅增长 160.89%，主要系借款收到的现金增加所致。2017 年，公司筹资活动现金流入小计为 5.65 亿元，较上年大幅减少 31.46%，主要系借款收到的现金减少所致。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出小计呈逐年增长态势，年均复合增长 110.85%，主要系偿还的银行借款增加所致。2017 年，公司筹资活动现金流出小计为 10.62 亿元，较上年大幅增长 88.44%。综上影响，2015~2017 年，公司筹资活动现金净额分别为 0.77 亿元、2.61 亿元和-4.96 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金净额为 2.12 亿元，投资活动现金净额为-0.91 亿元，筹资活动现金净额为-0.79 亿元。

总体看，公司经营活动现金净流量逐年增长；2017 年，受农药行业需求回暖影响，公司经营活动现金流净额大幅增加。虽然目前公司主要在建项目已经完工，但未来投资需求，仍需通过借款、发行可转债以满足未来投资所需，公司仍存在一定规模的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 2.55 倍、1.74 倍和 2.19 倍，呈波动下降态势；公司速动比率分别为 1.72 倍、1.19 倍和 1.17 倍，呈逐年下降态势；公司现金短期债

务比分别为 1.09 倍、0.86 倍和 0.74 倍，呈逐年下降态势。近三年公司短期偿债能力指标有所弱化，短期偿债能力仍属较强。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 3.96 亿元、3.37 亿元和 4.73 亿元，呈波动上升态势，主要系利润总额波动所致。公司 2017 年 EBITDA 主要由利润总额（占 55.72%），计入财务费用的利息支出（占 6.31%），折旧（占 37.17%），以及摊销（占 0.80%）构成。2015~2017 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.97 倍、0.44 倍和 1.04 倍，呈波动上升态势；公司 EBITDA 利息倍数分别为 25.04 倍、13.71 倍和 15.86 倍，呈波动下降态势。公司长期偿债能力强。

截至 2018 年 6 月底，公司在各商业银行共有授信额度人民币 16.10 亿元；已使用授信额度为人民币 5.3635 亿元；未使用授信余额为人民币 10.7365 亿元，间接融资渠道较为通畅。公司为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 8 月 9 日，公司已结清信贷以及未结清贷款中，不存在不良或关注类信贷记录。

截至 2018 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 6 月底，公司无需要披露的重大诉讼事项。

总体看，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 5.40 亿元，本次拟发行债券规模为 9.138 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发行额度大，对公司债务水平有显著影响。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 9.138 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.07%、31.73%和 22.60%，分别上升了 14.67 个百分点、17.00 个百分点和 22.60 个百分点，债务负担明显加重。考虑到转股因素，本次债券转股的时间和比例将对公司债务负担产生重要影响。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年相关财务数据为基础，2017 年公司经营活动现金流入量为 19.10 亿元，为本次债券发行额度（9.138 亿元）的 2.09 倍；公司 2017 年 EBITDA 为 4.73 亿元，对本次债券发行额度（9.138 亿元）的保护倍数为 0.52 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

根据公司提供的本次可转换公司债券募集资金募投项目的可行性分析报告，公司预期经济效益良好，有助于提高公司综合竞争能力，有望带动公司盈利规模继续保持较快增长，从而增强公司长期偿债能力。从本次债券的发行条款看，公司作出了修正价格条款，同时制定了有条件赎回条款。上述条款有利于鼓励投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，有助于提高公司综合竞争力。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内农药行业领先企业，在行业地位、产品种类、技术水平等方面所具备的综合优势，以及本次债券存在转股可能等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

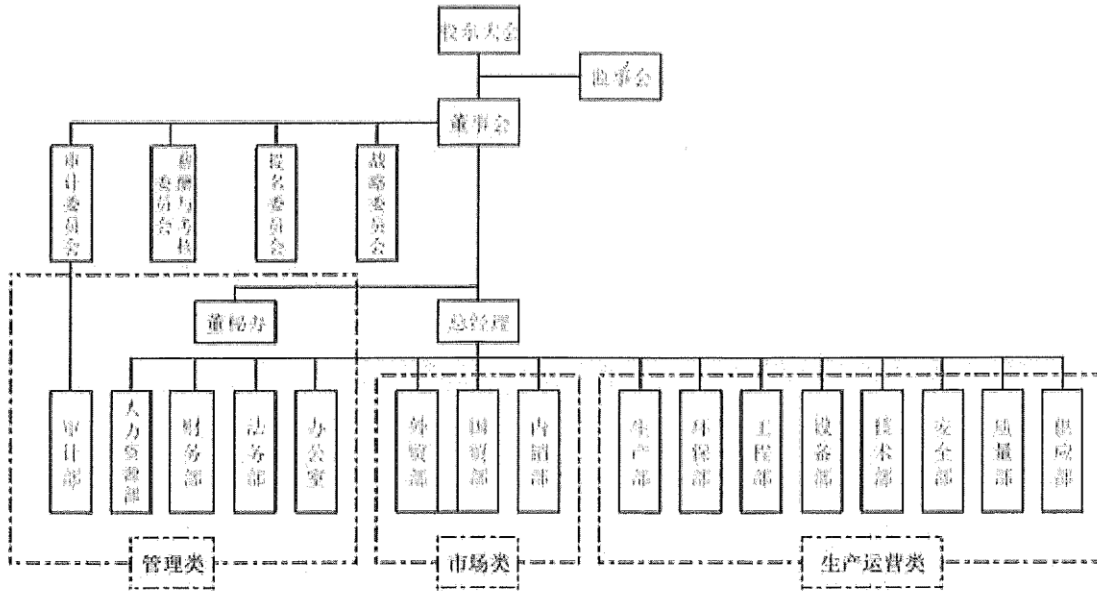
公司作为国内农药行业领先企业，在行业地位、技术水平、市场认可度和经营稳定性等方面具备竞争优势。近三年，公司收入持续增长，经营性现金持续净流入，债务负担较轻。同时，联合评级也关注到农药行业竞争激烈，安全环保标准趋严、原材料价格及汇率波动较大、外贸环境变化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目的完工以及产能的逐步释放，竞争实力有望增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 江苏长青农化股份有限公司 组织结构图



附件 2 江苏长青农化股份有限公司 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
资产总额 (亿元)	35.52	39.90	38.25	39.81
所有者权益 (亿元)	28.88	29.41	30.61	31.29
短期债务 (亿元)	3.55	7.73	4.55	5.40
长期债务 (亿元)	0.54	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	4.09	7.73	4.55	5.40
营业收入 (亿元)	18.21	18.33	22.45	14.90
净利润 (亿元)	2.36	1.61	2.28	1.73
EBITDA (亿元)	3.96	3.37	4.73	--
经营性净现金流 (亿元)	1.83	1.94	5.15	2.12
应收账款周转次数 (次)	5.25	4.41	6.51	--
存货周转次数 (次)	2.90	2.69	2.49	--
总资产周转次数 (次)	0.55	0.49	0.57	--
现金收入比率 (%)	67.24	67.70	80.78	67.20
总资本收益率 (%)	8.07	5.31	7.12	--
总资产报酬率 (%)	8.42	5.46	7.51	--
净资产收益率 (%)	9.19	5.54	7.59	5.59
营业利润率 (%)	26.71	23.45	26.06	25.84
费用收入比 (%)	11.48	13.92	14.52	11.13
资产负债率 (%)	18.69	26.29	19.99	21.40
全部债务资本化比率 (%)	12.41	20.82	12.95	14.72
长期债务资本化比率 (%)	1.84	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	25.04	13.71	15.86	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.97	0.44	1.04	--
流动比率 (倍)	2.55	1.74	2.19	2.13
速动比率 (倍)	1.72	1.19	1.17	1.11
现金短期债务比 (倍)	1.09	0.86	0.74	0.51
经营现金流动负债比率 (%)	31.69	19.06	69.83	25.70
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.43	0.37	0.52	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径。2、2018 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券

+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 江苏长青农化股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

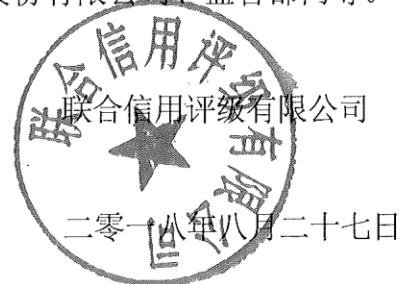
根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年江苏长青农化股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

江苏长青农化股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。江苏长青农化股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注江苏长青农化股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现江苏长青农化股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

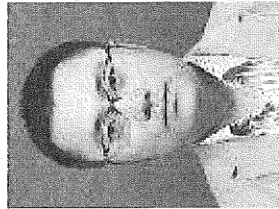
如江苏长青农化股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江苏长青农化股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送江苏长青农化股份有限公司、监管部门等。



中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：王越

性别：男

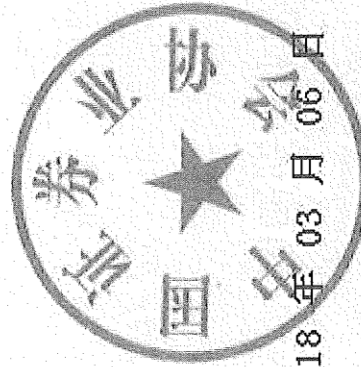
执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R0040216050003

证书取得日期：2016-05-27

证书有效截止日期：2018-12-31



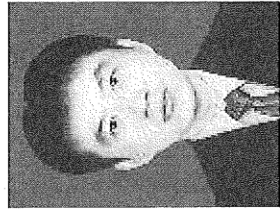
2018年03月06日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的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。

中国证券业执业证书

执业注册记录

2015-07-25 联合信用评级有限公司 证券投资咨询业务(其他) R0040215070002



姓名: 任贵永

性别: 男

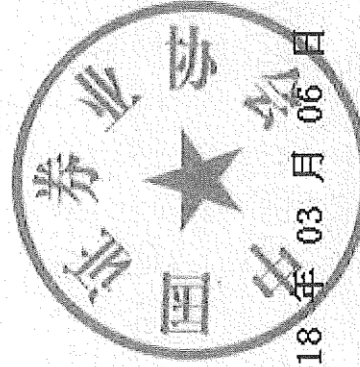
执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编号: R0040215070002

证书取得日期: 2015-07-25

证书有效截止日期: 2019-12-31



2018年03月06日

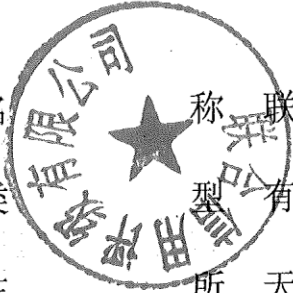
本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期,从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。



营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508
 法定代表人 万华伟
 注册资本 叁仟万元人民币
 成立日期 二00二年五月十日
 营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日



从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)

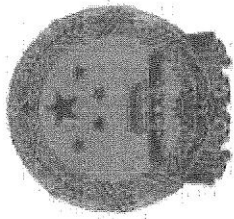


登记机关

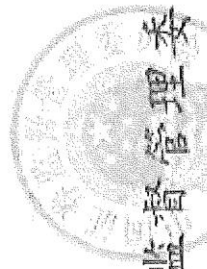


2018年07月09日

每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录



中华人民共和国 证券市场资信评级业务许可证


 公司名称: 联合信用评级有限公司
 业务许可种类: 证券市场资信评级
 法定代表人: 李洪岩
 注册地址: 天津市滨海新区水上公园北道38号爱偃园公寓508

中国证券监督管理委员会(公章)

2017年7月7日

编号: ZPJ005