

2016 年江苏辉丰农化股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

2016年江苏辉丰农化股份有限公司可转换公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【496】号 01

债券简称：辉丰转债

债券剩余规模：8.44 亿
元

债券到期日期：2022 年
4 月 21 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
条款及回售条款

分析师

姓名：
杨培峰 毕柳

电话：
021-51035670

邮箱：
yangpf@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学原料及化学制品制
造企业主体长期信用评
级方法，该评级方法已
披露于中证鹏元官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	A	A+
发行主体长期信用等级	A	A+
评级展望	负面	负面
评级日期	2020 年 06 月 24 日	2019 年 06 月 24 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏辉丰生物农业股份有限公司¹（以下简称“辉丰股份”或“公司”，股票代码：002496）及其 2016 年 4 月 21 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调至 A，发行主体长期信用等级下调至 A，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到公司本部部分合成车间已逐步复产，其经销体系仍保持稳定，能为公司复产产能消化提供一定支撑；但中证鹏元也关注到，公司资产规模及收入规模进一步下降，部分重要子公司长期停产对公司经营造成一定拖累，油品、化学品贸易业务存在一定经营风险，短期偿债压力大幅上升，被出具带有保留意见的审计报告等不利因素。

正面：

- 公司本部部分合成车间已逐步复产，同时经销体系保持稳定，能够为复产产能的消化提供一定支撑。公司于 2020 年 3 月 3 日及 2020 年 5 月 29 日分别收到盐城市人民政府下发的复产通知，公司咪鲜胺、咪鲜胺铜盐、咪鲜胺锰盐、二噻农、抗倒酯、联苯菊酯、烯酰吗啉、甲羧除草醚等项目可以复产，辛酰溴苯腈项目取得试生产手续后组织生产，上述拟复产产品与已复产产品正常生产年度（2017 年）实现收入合计占当年母公司自产产品收入的 80.71%。跟踪期内公司销售体系与销售网络仍保持稳定，同时海外订单多以定制化及代工为主，客户稳定性较好，能够为公司复产产能的消化提供一定支撑。

¹ 2017 年 8 月 29 日公司名称变更为现用名。

关注:

- **公司资产规模及收入规模进一步下降。**受停产影响，2019 年公司计提较大规模资产减值准备，同时业务规模收缩导致经营性资产规模同比减少，年末公司资产总计 54.15 亿元，较上年减少 9.16%，归属于母公司所有者权益合计 27.74 亿元，较上年减少 12.25%，资本实力进一步下降，同期公司实现营业收入 12.26 亿元，同比下降 51.32%，净利润为-5.86 亿元，亏损规模仍较大。
- **部分重要子公司仍处于停产状态，对公司经营造成一定拖累。**2018 年公司部分重要子公司因环境违法问题受到监管部门处罚并要求停产整改，截至本报告出具之日，前期停产整改的子公司仍尚未复产（正常生产年度（2017 年）子公司农化板块收入合计 5.32 亿元），且复产时间存在不确定性，较长时间的停产导致公司资产大幅减值，对公司正常经营形成一定拖累。
- **油品、化学品贸易业务存在一定的经营风险。**根据中国证监会江苏监管局下发的《行政处罚决定书》，公司部分购销贸易缺乏商业实质，本质上具有资金融通的目的，并由此产生了一定规模的坏账准备，此外油品、化学品作为大宗商品，价格波动较为频繁、波幅较大，整体上看该业务存在一定的经营风险。
- **本期债券触发回售条款，短期偿债压力大幅上升。**截至 2020 年 3 月末，公司有息债务规模 14.90 亿元，较 2018 年末增至 11.95%，债务压力有所上升，其中本期债券设有回售条款，根据公司 2020 年 6 月 6 日发布的《关于“辉丰转债”回售的公告》，本期债券已触发回售条款，回售申报期为 2020 年 7 月 27 日至 2020 年 7 月 31 日，考虑到本期债券尚未转股余额达 8.44 亿元，若回售申报规模较大，公司将面临较大集中偿付压力。
- **公司被出具带有保留意见的审计报告。**审计机构无法获取充分、适当的审计证据，以判断停产车间何时复产的不确定性程度，包括所计提的长期资产减值准备、环境管控与修复费用是否充分、适当以及递延所得税资产的确认是否适当。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	540,789.32	541,484.04	596,062.08	811,993.92
归属于母公司所有者权益合计	269,864.91	277,428.89	316,175.95	377,898.82
有息债务	148,978.59	137,883.55	133,075.69	275,036.21
资产负债率	47.32%	45.80%	42.84%	48.25%
流动比率	1.16	1.19	1.46	1.38

速动比率	0.68	0.80	0.90	0.98
营业收入	26,165.61	122,638.03	251,911.26	395,155.37
营业利润	-8,933.84	-54,045.52	-52,196.41	54,471.61
净利润	-8,578.61	-58,627.06	-58,733.00	43,534.60
综合毛利率	24.13%	31.66%	34.86%	26.64%
总资产回报率	-	-8.51%	-7.37%	7.56%
EBITDA	-	-21,315.14	-23,327.46	85,413.84
EBITDA 利息保障倍数	-	-2.78	-2.18	9.62
经营活动现金流净额	-1,350.56	11,900.13	113,343.74	55,034.14

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告及 2020 年一季度报，其中 2017 年期末数用 2018 年期初数代替，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年4月21日发行6年期8.45亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产5,000吨草铵膦原药生产线技改项目、年产1,000吨抗倒酯原药生产线技改项目和年产2,000吨甲氧虫酰肼原药技改项目。根据公司2019年7月15日发布的《关于使用部分闲置募集资金临时补充流动资金的公告》，公司董事会同意使用本期债券部分闲置募集资金临时补充流动资金，总额为2亿元，使用期限不超过12个月。截至2019年12月31日，本期债券募集资金余额为8,890.78万元。

二、发行主体概况

2019年，公司经营范围、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2020年3月末，公司控股股东、实际控制人均为仲汉根，公司前十大股东及持股情况详见下表。根据公司2020年一季报，公司控股股东、实际控制人仲汉根已质押其持有公司股份40,355.00万股，占其持有公司的股份数63.39%，占公司总股本的26.77%。

表1 截至2020年3月31日公司前十大股东及持股情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	期末持股数量
仲汉根	自然人	42.23%	636,631,953
仲玉容	自然人	4.82%	72,604,100
江苏辉丰农化股份有限公司-第一期员工持股计划	其他	2.03%	30,595,320
唐中义	自然人	0.84%	12,606,576
朱立国	自然人	0.51%	7,750,000
赵辰	自然人	0.43%	6,528,160
余秋芬	自然人	0.40%	5,967,980
刘海涛	自然人	0.35%	5,229,811
高文新	自然人	0.31%	4,649,100
张劲松	自然人	0.29%	4,343,900

资料来源：公司2020年一季报，中证鹏元整理

2019年，公司合并报表范围新增子公司1家，减少子公司3家，详见下表。

表2 2019年公司合并报表范围子公司变化情况（单位：万元）

1.新增纳入合并范围子公司

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
上海能健源生物农业有限公司	100.00%	化学原料和化学制品销售	投资新设

2.不再纳入合并范围子公司

子公司名称	股权处置比例	处置价款	处置方式
徐州嘉茂置业有限公司	98.00%	784.00	转让
广西辉丰作物科学有限公司	100.00%	-	注销
江苏辉泽环保科技有限公司	100.00%	-	注销

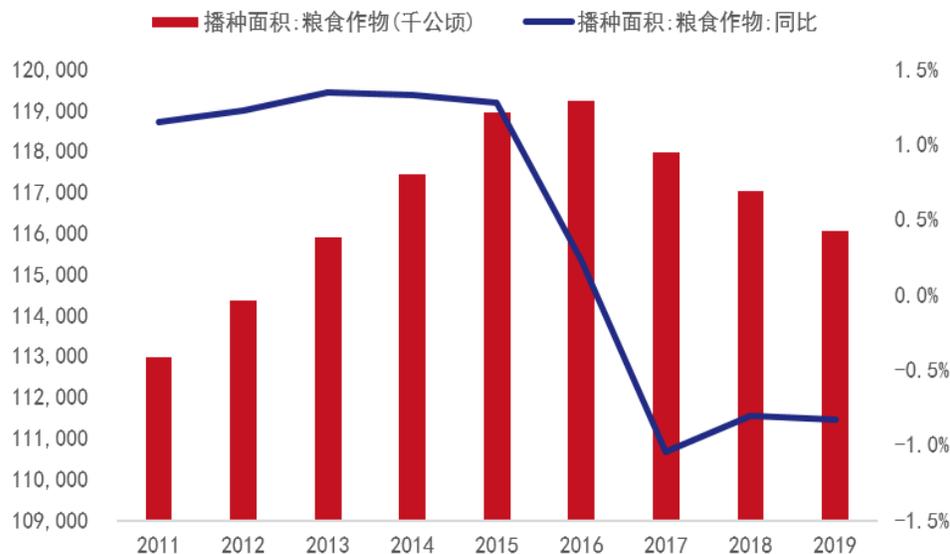
资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

2019年国内农药销售有所回暖，出口销量小幅下滑，考虑到近年全国粮食播种面积持续下滑，长期来看对农药使用量增长形成一定不利影响

2010年至2016年我国农作物播种面积随农作物价格的持续攀升不断增长，但2016年以来政府连续下调水稻、小麦等主要粮食作物的最低收购价，导致粮食价格持续处于低位，叠加玉米、大豆等粮食作物最低收购价取消的影响，近年农民种粮积极性明显受挫，全国粮食作物播种面积已连续三年下滑。根据国家统计局数据，2019年全国粮食播种面积为116,064千公顷，同比下滑0.83%。

图1 近年全国粮食作物播种面积持续下降

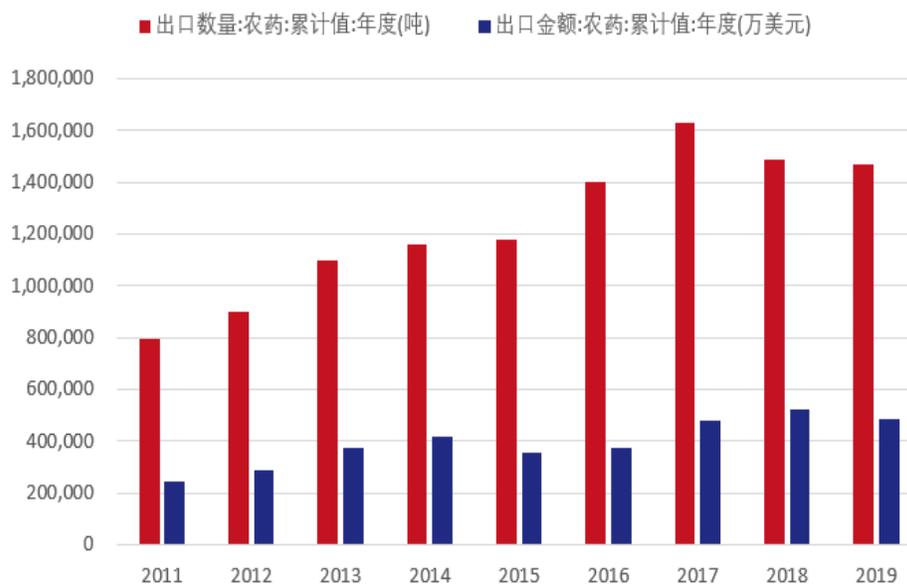


数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

受农作物播种面积增速持续下滑影响，近年全国农药施用总量开始回落，根据中国农业农村部数据，在“一控两减三基本”的政策导向下，2016年全国已实现农药使用量零增长，2017-2018年使用量继续下降，2019年随着国内经销商库存下滑至低位，补库存需求带动行业销量回升，但粮食作物播种面积的持续下降，对农药使用总量的增长仍有较大限制作用。

此外，我国农药市场结构以农药原药企业为主，主要系长期以来我国农药企业以给国外农药巨头代工为主，因此农药出口需求变化是影响农药市场需求的另一重要因素。根据海关总署数据，2019年农药出口数量约147万吨，同比小幅下降1.34%，主要系受贸易战影响，北美市场出口量有所下滑所致，出口金额约48.60亿美元，同比下降7.02%，主要系2019年国内农药产能较2018年有所回升，农药供给回暖，草铵膦、草甘膦、联苯菊酯、功夫菊酯等主要农药产品价格有所下降，导致出口金额大幅下降。整体来看，2019年国内农药出口规模受贸易战影响小幅下滑，但出口规模占同期国内农药总产量比重仍较大，短期内海外市场对于国内农药生产仍有一定支撑作用，但出口金额下滑幅度较大，出口企业盈利空间或有所压缩。

图2 2019年农药出口数量与出口金额均下滑

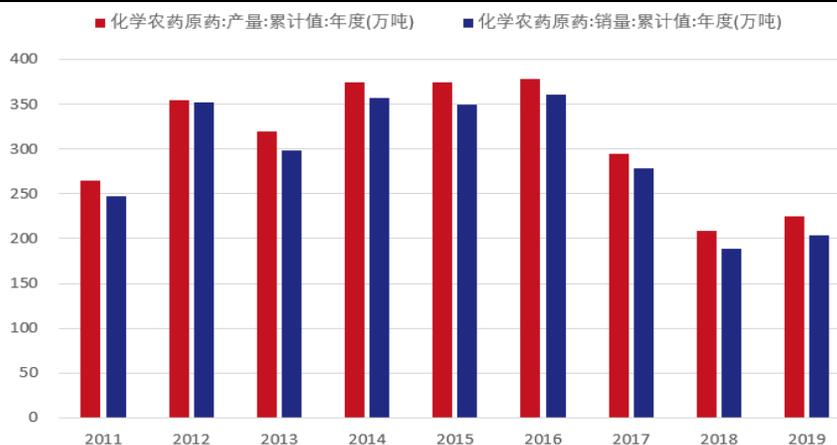


数据来源：Wind，中证鹏元整理

2019年国内农药供给回升，产品价格回落明显，行业利润空间受到压缩

随着供给侧改革以及环保整改持续推进，近年国内农药行业低端落后产能持续出清，行业集中度不断提高，2019年农药原药产销量在经过前几年连续下滑后出现回升。根据国家统计局数据，2019年全国农药原药产量及销量（折有效成分100%）均有所回升，其中产量约225.40万吨，同比增长8.21%，销量约204.04万吨，同比增长7.81%，虽然4月响水特大爆炸事件对产能释放有一定不利影响，但整改后恢复较快，2019年除4月外其他月份产销量同比均有所改善。

图3 2019年化学农药原药产销量同比回升



数据来源: Wind, 中证鹏元整理

价格方面,在经过2018年国内农药原药、中间体等供给不足导致的相关产品价格大幅攀升后,2019年国内农药板块供给侧改革压力有所缓解,落后产能逐步出清,头部企业生产情况同比改善,相关产品供给有所回暖,主要产品价格高位回落。据中国农药网统计,2019年国内农药原药产品多数下跌,以除草剂为例,中国农药网跟踪的除草剂产品共37个,其中价格下跌的产品有29个,占比78.50%,价格持平的3个,占比8.00%,价格上升的仅5个,占比13.50%。其中主要除草剂产品价格下跌明显,如草铵膦原药价格由2019年年初15.50万元/吨下滑至年末11.00万元/吨,跌幅约29.03%,2,4-D原药价格由年初的2.60万元/吨跌至年末的1.45万元/吨,跌幅为44.23%,双氟磺草胺原药价格由95.00万元/吨跌至年末的68.00万元/吨,跌幅为28.42%。整体上看,2019年头部农药企业新一轮产能扩张开启,国内农药原药供给回升,行业竞争激烈,同时原油价格低位震荡,产品价格下滑明显,企业经营效益有所下滑,行业所有者权益增速连续6个月负增长,成长能力有待提升。

图4 2019年农药及农药械价格指数回落明显



数据来源: Wind, 中证鹏元整理

环保督察叠加行政指导，近年国内农药行业供给格局改善，市场集中度有所提升

为防控生态污染，提高农药利用率，近年国家先后出台了《到2020年农药使用量零增长行动方案》、《2016年农药专项整治行动方案》、《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》、《农药管理条例》、《关于加强管理促进农药产业健康发展的意见》、《排污许可证申请与核发技术规范农药制造业》等多项文件，旨在促进农药生产、销售、使用规范。

环保及安全生产方面，2019年3月21日，盐城市响水化工园发生特大爆炸事故，4月4日，盐城市决定永久关闭响水化工园，江苏省人民政府办公厅也发布了关于征求《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》(以下简称“方案”)意见的紧急通知，方案指出，到2020年底，江苏省化工生产企业数量减少到2,000家，到2022年，全省化工生产企业数量不超过1,000家，沿长江干支流两侧1公里范围内、化工园区外的34家企业原则上2020年底前全部退出。除江苏外，包括山东、河北、浙江、福建等沿海省份在响水化工园爆炸事故后均开展了化工产业安全整治行动，化工企业环保、安全检查已逐渐全面化、常态化。

行业集中度方面，按照《2020年农药管理工作要点》，农药产业在顶层设计上，要求企业必须在生产环节，严格准入条件，优化生产布局，控制新增企业数量，督促相关农药企业按照规定进入化工园区或工业园区，鼓励发展高效低风险农药，淘汰高污染、高风险的落后产能，引导农药产业高质量发展，鼓励企业兼并重组，退出一批竞争力弱的小企业。以草甘膦为例，2016年以前国内草甘膦生产企业有50多家，产能达到110万吨，且万吨以下的产能居多，2016年以后环保、安全政策等协同发力，期间我国草甘膦产能减少了约40万吨，多家环保不达标的中小生产企业已关停退出或被购并，目前草甘膦生产企业也已缩减至13家，前三家企业产能集中度超过50%。中证鹏元认为，在日趋频繁的环保督察及农药产业政策的引导下，行业内保留下来的大型企业对环保核查、安检规范等政策认知度与敏感度有更深刻的认识与把握，未来产业产销情况将更加稳定。

整体上看，近年来农药行业环保事件、安全事故频发，农药行业环保、安全生产标准大幅提高，监管力度不断加大，农药行业供给格局有所改善。地方政府着手的化工园区整合、中小企业清退等工作，也将直接影响到包括农药在内的化工行业竞争格局，部分生产不规范、环保不达标的小厂将被直接淘汰关停，而剩余部分环保达标、生产规范、所处园区优质的大型企业或将在本次行业大洗牌中最终受益，其市场占有率有望迅速扩大。另外生产许可证、排污许可证、企业数量控制等多重限制大幅提高了未来农药行业进入壁垒。同时，2020年国内农药企业“退城入园”将会切实贯彻，实现园区化生产的农药企业未来发展将得到保障；生产加工到终端消费全过程精益管理，提高资源利用效率，实现安全生

产、低碳绿色发展，实现清洁化和高效化是国内农药企业高质量发展的主要方向和标准。长期来看，环保限产、安全整改、转移转型等行政手段将推动整个行业的低、小、散落后产能的淘汰，改善国内农药行业供给格局，提高市场集中度，实现产业的高质量发展。

四、经营与竞争

公司业务范围主要涉及农药及农药中间体产品的生产和销售、油品和大宗化学品仓储运输及贸易等，2019年公司实现营业收入12.26亿元，较上年下降51.32%。分业务板块看，2019年农药及农药中间体销售收入合计9.24亿元，较上年下降52.49%，主要系公司因园区供热中断而导致原药生产线停产所致；油品、大宗化学品仓储运输及贸易实现业务收入1.66亿元，同比下降58.48%，主要系公司主动收缩贸易业务规模所致，2020年1-3月，公司实现营业收入2.62亿元，同比下降42.37%，主要系停产导致农药板块销售收入同比减少所致，其中农药及农药中间体实现销售收入2.20亿元，油品、大宗化学品仓储运输及贸易收入0.29亿元。

毛利率方面，受行业供给回暖影响，2019年公司农药及农药中间体部分产品销售价格有所回落，该板块毛利率较上年下滑6.04个百分点至31.14%。同期，油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务毛利率较上年回升21.10个百分点至51.81%，该业务收入包括全额列示的收入和净额列示的收入，2019年毛利率上升主要系净额列示的收入占比上升所致。综合影响下，2019年公司综合毛利率同比下滑3.20个百分点至31.66%，2020年一季度进一步下滑至24.13%，主要系农药板块销售的产品中有部分来源于外部采购，拉低了该业务板块毛利率。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
农药及农药中间体	22,036.63	21.90%	92,430.32	31.14%	194,555.96	37.18%
油品、大宗化学品仓储运输及贸易	2,877.69	45.17%	16,628.44	51.81%	40,053.34	30.71%
其他	1,251.29	14.97%	13,579.27	10.48%	17,301.96	18.48%
合计	26,165.61	24.13%	122,638.03	31.66%	251,911.26	34.86%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，2020年1-3月数据由公司提供

受停产影响，2019年公司原药及制剂产能利用率进一步下降，销售收入大幅下滑；2020年3月份以来公司本部原药车间逐步复产，预计后续生产情况将有所好转，但部分子公司仍处于停产状态，且复产时间不确定，对公司经营造成一定拖累

农药板块是公司主营业务板块，该业务主要由公司本部及连云港市华通化学有限公司（以下简称“华通化学”）²、江苏科菲特生化技术股份有限公司（以下简称“科菲特”）、江苏嘉隆化工有限公司（以下简称“嘉隆化工”）等子公司负责运营。2018年公司及部分子公司因环保问题相继停产，后经整改公司本部部分生产车间于2018年末及2019年初逐步复产，2019年4月，公司本部所在园区集中供热公司盐城市凌云海热电有限公司因对蒸汽管网全线进行安全监测、检修停止对外供热，导致公司已复产的原药车间临时停产，并持续到年底。由于原药产品的收入占比较高，较长时间的停产对公司正常生产经营影响较大，2019年农药产品销售量为12,288.68T/KL，同比减少61.86%，生产量为9,116.90T/KL，同比减少67.24%，同期农药销售收入较上年减少52.49%。同期，该板块毛利率为31.14%，较上年有所下滑，主要系行业供给回暖、产品价格下跌及停产导致综合生产成本上升所致。2020年1-3月公司农药板块分别实现产、销量3,162.07T/KL和2,508.10T/KL，较上年同期分别减少40.11%和39.76%，主要系去年同期公司本部部分原药生产车间已实现复产，但今年一季度原药车间因供热问题处于停产状态，叠加新冠疫情影响，导致产销量同比出现下滑。

表4 公司农药化工产品生产量、销售量和库存量情况

项目	2019年	同比增减	2018年	同比增减
销售量 (T/KL)	12,288.68	-61.86%	32,223.07	-63.16%
生产量 (T/KL)	9,116.90	-67.24%	27,833.29	-67.68%
库存量 (T/KL)	2,763.24	-53.44%	5,935.02	-42.52%

资料来源：公司提供

公司原药生产主要由公司本部及嘉隆化工等主要子公司负责，截至2019年末，杀菌剂产能为9,900吨/年，较上年有较大幅度减少，主要系环保整改过程中拆除了部分老旧产能所致，中间体产能为69,800.00吨/年，较上年变化不大，除草剂产能为23,200.00吨/年，较上年变化不大，杀虫剂和调节剂产能较上年均未发生变化。制剂产能方面，2019年公司杀菌剂、除草剂、杀虫剂及调节剂等产能较上年均未发生变化。

产能利用率方面，自2019年4月份公司本部所在园区停止供热后，公司原药车间临时停产并持续到年底，导致全年原药生产线产能利用率同比大幅下滑。制剂车间生产情况整体表现优于原药车间，但部分制剂生产所需原药系由公司自给，原药车间停产对制剂生产线造成较大不利影响。

本期债券募投项目主要包括年产5,000吨草铵膦原药生产线技改项目、年产1,000吨抗倒酯原药生产线技改项目和年产2,000吨甲氧虫酰肼原药技改项目，预计总投资分别为

² 华通化学于2018年下半年启动关闭注销流程，嘉隆化工于2018年10月与其签订《吸收合并协议》，约定由嘉隆化工吸收合并华通化学的所有资产和负债，所有债权和债务也均由嘉隆化工继承，并统一由嘉隆化工按照园区规定进行整改。嘉隆化工已于2019年4月15日完成吸收合并的工商变更登记手续。

68,622.00万元、6,550.00万元和6,850.00万元。根据公司公告，截至2019年末，上述募投项目分别已累计投资46,567.23万元、5,968.75万元和2,876.46万元，尚需投资合计26,609.56万元，其中年产1,000吨抗倒酯原药生产线技改项目2016年9月已基本建成并投入使用，但未能达到预期收益，年产5,000吨草铵膦原药生产线技改项目与年产2,000吨甲氧虫酰肼原药技改项目因环保原因目前推进进度较慢。

表5 公司农药及农药中间体生产情况（单位：吨/年、吨）

行业分类	产品分类	项目	2019年	2018年
原药	杀菌剂	年产能	9,900.00	14,500.00
		产量	1,190.30	2,749.06
		产能利用率	12.02%	18.96%
	中间体	年产能	69,800.00	70,400.00
		产量	451.43	7,032.76
		产能利用率	0.65%	9.99%
	除草剂	年产能	23,200.00	23,000.00
		产量	463.26	3,441.46
		产能利用率	2.00%	14.96%
	杀虫剂	年产能	5,880.00	5,880.00
		产量	9.80	529.83
		产能利用率	0.17%	9.01%
调节剂	年产能	1,000.00	1,000.00	
	产量	-	134.60	
	产能利用率	-	13.46%	
制剂	杀菌剂	年产能	4,800.00	4,800.00
		产量	1,697.88	3,262.04
		产能利用率	35.37%	67.96%
	除草剂	年产能	31,400.00	31,400.00
		产量	2,694.57	6,900.42
		产能利用率	8.58%	21.98%
	杀虫剂	年产能	6,000.00	6,000.00
		产量	2,140.30	3,632.21
		产能利用率	35.67%	60.54%
	调节剂	年产能	800.00	800.00
		产量	469.36	150.91
		产能利用率	58.67%	18.86%

资料来源：公司提供

2019年公司原药销量合计达3,608.63吨，较上年减少79.00%，主要系停产导致产能释放不足所致，各类产品产销量均出现大幅下降，但产销率进一步上升。2019年，公司全年

原药实现销售收入5.11亿元，同比下降62.07%，各类产品销售收入均大幅下滑，全年原药销售毛利率为27.46%，较上年下滑10.72个百分点。制剂销售方面，调节剂销量同比有所增长，杀虫剂、除草剂、杀菌剂销量受原药供给中断影响有不同程度下滑，全年公司实现制剂销售收入4.13亿元，较上年减少30.91%，毛利率为35.70%，较上年变化不大。

2020年3月3日，公司收到盐城市人民政府办公室关于《江苏辉丰生物农业股份有限公司部分产品复产事项的批复》，公司本部年产3,000吨咪鲜胺项目、年产500吨咪鲜胺铜盐、年产500吨咪鲜胺锰盐、年产1,000吨二噻农原药项目、年产1,000吨抗倒酯项目、年产1,000吨联苯菊酯项目、年产900吨烯酰吗啉项目获批复产。2020年5月29日，公司收到大丰区人民政府办公室转发的《盐城市人民政府办公室关于江苏辉丰生物农业股份有限公司复产事项的批复》，公司年产1,000吨二噻农原药项目（一期）、年产500吨甲羧除草醚项目获批复产，年产5,000吨辛酰溴苯腈项目取得试生产手续后按相关职能部门要求组织试生产。上述拟复产产品与已复产产品正常生产年度（2017年）实现的收入合计占当年母公司自产产品收入的80.71%，预计公司后续经营生产情况将有所好转。

中证鹏元也注意到，2018年子公司华通化学、科菲特等重要子公司因环境违法问题，被盐城市大丰区环境保护局、盐城市环境保护局、灌南县环境保护局出具多份行政处罚决定书，并要求公司停产整改相关车间及其他生产违法行为，公司上述生产车间自2018年5月10日起停产。2019年，公司及下属子公司收到关于环境违法行为的刑事判决书，对公司、子公司及相关责任人员进行了相应刑事处罚。截至本报告出具之日，上述已停产子公司仍未复产，且复产时间存在不确定性，较长时间的停产导致公司资产大幅减值，对公司正常经营形成一定拖累。

表6 公司农药及农药中间体收入构成及毛利率情况（单位：万元）

行业分类	产品分类	2019年		2018年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
原药	杀虫剂	4,588.52	27.61%	23,698.15	40.15%
	杀菌剂	21,043.23	34.27%	40,489.54	43.63%
	除草剂	20,981.76	21.62%	38,979.27	41.51%
	中间体	1,572.75	3.02%	22,702.97	22.28%
	调节剂	2,922.95	33.23%	8,878.51	34.13%
	合计	51,109.21	27.46%	134,748.44	38.18%
制剂	杀虫剂	11,015.10	26.27%	17,814.03	31.29%
	杀菌剂	12,968.98	52.38%	18,743.81	44.08%
	除草剂	11,055.80	7.90%	17,702.49	18.46%
	调节剂	6,281.23	66.75%	5,547.19	68.13%

	合计	41,321.11	35.70%	59,807.52	34.92%
--	----	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司提供

表7 公司农药原药产品产销情况

行业分类	项目	2019年	2018年
杀菌剂	销量（吨）	1,456.12	2,957.55
	产量（吨）	1,190.30	2,749.06
	产销率	122.33%	107.58%
中间体	销量（吨）	850.29	7,366.64
	产量（吨）	451.43	7,032.76
	产销率	188.36%	104.75%
除草剂	销量（吨）	1,144.46	5,744.79
	产量（吨）	463.26	3,441.46
	产销率	247.05%	166.93%
杀虫剂	销量（吨）	76.81	849.79
	产量（吨）	9.80	529.83
	产销率	783.78%	160.39%
调节剂	销量（吨）	80.95	265.25
	产量（吨）	-	134.60
	产销率	-	197.07%

资料来源：公司提供

表8 公司农药制剂产品产销情况

行业分类	项目	2019年	2018年
杀菌剂	销量（吨）	2,000.36	3,315.20
	产量（吨）	1,697.88	3,262.04
	产销率	117.81%	101.63%
除草剂	销量（吨）	3,371.97	6,947.28
	产量（吨）	2,694.57	6,900.42
	产销率	125.14%	100.68%
杀虫剂	销量（吨）	2,842.68	4,397.43
	产量（吨）	2,140.30	3,632.21
	产销率	132.82%	121.07%
调节剂	销量（吨）	465.04	379.14
	产量（吨）	469.36	150.91
	产销率	99.08%	251.24%

资料来源：公司提供

原药产能受限导致内销与出口规模大幅下滑，但公司经销体系仍保持稳定，能为公司复产产能消化提供一定支撑

农药产品销售渠道方面，公司农药产品销售模式较上年变化不大，仍通过国内市场和

国际市场共同销售，其中内销中委托出口实际的销售终端为海外客户。

外销的农药产品以原药产品为主，部分外销产品通过国内贸易公司委托出口，主要销往欧洲、美洲和亚洲等地，外销客户主要为国际知名的农化巨头企业；外销产品主要采用定制生产模式，即委托客户将生产环节中的一个或多个产品委托给公司生产，公司按客户指定的特定产品标准进行生产，最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。由于原药代工所涉及的项目建设审批、生产备案、产线建设、环保验收等环节所耗费的时间较长，大客户更换主要代工企业的代价较高，因此外销客户通常稳定性较好。2019年公司因停产影响，原药产能大幅受限并导致出口缩减，全年外销及委托出口的农药及农药中间体产品合计销售收入为3.86亿元，较上年减少57.35%。

内销的农药产品以制剂产品为主，主要采用自产自销的模式，目前内销收入仍主要来源于华东、华南和华北地区，内销渠道分为线上和线下两类，线上渠道主要为农一网，线下渠道主要为县、乡镇一级批发商和贸易商，2019年公司仍继续维持销售团队稳定，年末在册销售人员数量为396人，较上年末增加1人，同期公司新设子公司上海能健源生物农业有限公司，该子公司主要负责生物刺激剂等系列产品的销售，销售体系与销售网络稳定性较好。整体上看，2019年公司内销规模随产量缩减出现较大幅度下滑，全年完成销售收入6.80亿元，同比下降44.35%。

表9 公司农药及农药中间体产品销售区域分布情况（单位：万元）

销售区域	2019年		2018年	
	收入	占比	收入	占比
内销	68,045.18	73.62%	122,272.63	62.85%
其中：委托出口	14,197.39	15.36%	18,186.73	9.35%
外销	24,385.14	26.38%	72,283.33	37.15%
合计	92,430.32	100.00%	194,555.96	100.00%

资料来源：公司提供

销售方面，公司销售收入以原药为主，而原药销售以外销国外大型农化企业为主，因此外销大客户的稳定性较好，同时国内经销体系与经销网络仍保持稳定，对于大客户的维护与开拓仍保有较强的营销能力，考虑到目前公司已分批复产较大规模原药产能，较为稳定的经销体系能够为复产产能的消化提供一定支撑。2019年公司农药产品前五大客户销售金额为3.70亿元，同比减少51.67%，主要系产量下滑导致，但前五大客户销售额占同期农药销售收入的比重为40.02%，较上年仍有小幅上升，公司下游大客户销售情况保持稳定。

表10 公司农药产品销售前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2019年		2018年	
	销售金额	占比	销售金额	占比
客户 1	9,720.86	10.52%	21,882.19	11.25%
客户 2	8,799.12	9.52%	19,711.33	10.13%
客户 3	7,812.18	8.45%	18,448.96	9.48%
客户 4	5,568.34	6.02%	8,375.79	4.31%
客户 5	5,095.37	5.51%	8,134.72	4.18%
合计	36,995.87	40.02%	76,552.99	39.35%

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司农药类产品的原材料采购成本在产品成本中占比约为80%，主要原材料为甲醇、甲苯等标准化的基础化工产品。我国基础化工产品市场供应充足，激烈的市场竞争使得基础化工行业的议价能力较低，农药产品产业链上游较为稳定。在采购计划的安排方面，由于基础化工品的价格易受原油价格变化影响，近年来原油价格波动较为频繁，为控制经营风险，公司在确保生产用料的基础上，采用淡季储备和战略合作采购相结合的采购模式。2019年，公司前五大供应商合计采购金额为1.57亿元，较上年下降30.73%，主要系停产导致需求下降所致，占当年度采购总额的比重为24.36%，供应商集中度较低。

表11 公司前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	2019年		2018年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
供应商 1	5,035.84	7.82%	6,988.71	4.44%
供应商 2	3,186.53	4.95%	5,788.37	3.68%
供应商 3	2,889.25	4.49%	4,302.92	2.73%
供应商 4	2,458.68	3.82%	3,097.47	1.97%
供应商 5	2,115.45	3.28%	2,467.64	1.57%
合计	15,685.76	24.36%	22,645.11	14.39%

资料来源：公司提供

公司油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务收入大幅下滑，且之前年度部分贸易往来被证监会认定为缺乏商业实质，存在一定经营风险；同时考虑到公司资金周转因素，预计短期内业务规模难有明显增长

公司油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务（以下简称“油品、化学品贸易业务”）由下属子公司江苏辉丰石化有限公司（以下简称“辉丰石化”）负责运营，主要系成品油、化学品的供销、储存等业务。公司石化仓储项目一期工程于2015年完工，进入试运营阶段，并于2015年底获得成品油经营许可资质，石化仓储项目一期工程储存规模约为13万立方

米，石化仓储项目二期工程于2017年底完工，并于2018年1月4日取得试生产经营许可证，二期工程储存规模约16.2万立方米。截至2019年末，公司油品、化学品贸易业务已投入使用的储存规模约29.2万立方米，其中公司自用规模约为0.5万立方米，除满足自身储存需要外，其余场地主要用于油品、大宗化学品贸易业务。

表12 公司油品、化学品贸易业务生产量、销售量和库存量情况

项目	2019年	2018年
销售量 (T/KL)	643,396.36	745,299.93
采购量 (T/KL)	648,096.80	751,142.24
库存量 (T/KL)	17,208.53	4,960.12

资料来源：公司提供

2019年度公司油品、化学品贸易业务分别实现销售量、采购量643,396.36T/KL和648,096.80T/KL，同比分别下降13.67%和13.72%，实现业务收入1.66亿元，较上年下降58.48%，主要系公司主动收缩贸易规模所致，业务毛利率为51.81%，较上年上升21.10个百分点，主要系净额列示的收入占比上升所致。

采购品种方面，目前公司油品、化学品贸易业务采购及销售产品以油品为主，以化学品为辅，其中油品贸易的主要品种为柴油、燃料油、混合芳烃等，化学品贸易的主要品种为甲苯、二甲苯、纯苯、乙二醇、苯乙烯、二甘醇等。整个业务过程，公司主要根据下游客户的需求向供应商下单，自身储备的贸易品规模不大，从而规避价格波动风险，但对资金形成一定的占用。业务集中度方面，2019年公司油品、化学品贸易业务前五大客户合计占销售总额的比重为37.74%，较上年变化不大。

整体上看，公司目前油品、化学品贸易业务可用储罐规模较大，能够为该业务扩张提供硬件支持，但化工行业环保督查力度日趋上升，市场贸易需求有所下滑，且贸易业务占用资金量较大，考虑到公司因环保整改问题已大规模亏损，短期内油品、化学品贸易业务或难有明显增长。此外，根据中国证监会江苏监管局于2019年12月24日下发的《行政处罚决定书》（[2019]6号），公司油品、化学品贸易业务存在信息披露违法情形，即辉丰石化部分购销贸易，在关系密切、具备直接进行业务往来条件的公司之间进行，其作为中间方缺乏介入购销贸易的必要性，本质上具有资金融通的目的，帮助上述购销公司的实际控制人解决资金紧缺的问题。其中，对福建裕华石油化工有限公司（以下简称“裕华石油”）的贸易业务被认定为缺乏商业实质，截至2019年末，公司对裕华石油的应收贸易款项余额为1.19亿元，因裕华石油资金周转上存在一定困难，其所欠公司贸易款项被单项计提坏账准备0.37亿元，存在较大坏账风险。整体上看，油品、化学品作为大宗商品，价格波动较为频繁、波幅较大，且该业务部分往来单位存在经营风险与关联交易风险，公司油品、化

学品贸易业务仍存在一定的经营风险。

表13 2018-2019年公司油品、化学品贸易业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2019年		2018年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
客户 1	1,714.54	10.31%	5,124.58	12.79%
客户 2	1,326.21	7.98%	5,188.76	12.95%
客户 3	1,322.95	7.96%	1,655.70	4.13%
客户 4	1,046.85	6.30%	1,463.52	3.65%
客户 5	863.59	5.19%	1,245.55	3.11%
合计	6,274.14	37.74%	14,678.11	36.63%

资料来源：公司提供

公司已审议通过子公司股权转让议案，若转让事宜能够顺利完成，将一定程度上缓解公司财务压力

2019年11月6日，公司董事会审议通过了《关于转让全资子公司上海迪拜植保有限公司部分股权的议案》，同意将持有的上海迪拜植保有限公司（以下简称“迪拜植保”）50%股权转让给安道麦股份有限公司（以下简称“安道麦”），标的股权预估价格为3.70亿元人民币，股权转让协议终止日期为2020年2月29日。迪拜植保成立于2001年9月17日，注册资本1,000.00万元，系公司全资子公司，主营化工产品、化肥、农药的销售，2019年1-7月迪拜植保实现营业收入2.64亿元，净利润0.23亿元，2019年7月末净资产为0.19亿元。安道麦系国内农化行业龙头企业之一，2019年末注册资本为24.47亿元，控股股东为中国化工农化有限公司，持股74.02%，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。2020年2月26日，公司董事会审议通过了《关于转让全资子公司上海迪拜植保有限公司部分股权之补充协议的议案》，公司及安道麦一致同意将股权转让协议终止日期由2020年2月29日延长至2020年6月30日。截至本报告出具之日，上述股权转让事项仍在推进中，若本次转让能够顺利完成，将一定程度上缓解公司财务压力。

表14 迪拜植保主要财务数据（单位：万元）

项目	2019年 1-7月	2018年
资产总额	8,404.01	16,748.40
负债总额	6,454.43	13,658.47
应收账款	6,518.66	3,672.16
净资产	1,949.58	3,089.93
营业收入	26,401.49	53,571.30
营业利润	3,093.23	7,556.96
净利润	2,315.45	5,533.34

经营活动现金流量净额	3,425.38	4,153.79
或有事项涉及的总额（包括担保、诉讼与仲裁事项）	0.00	0.00

资料来源：公司公告

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带有保留意见的2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，报告采用新会计准则编制，保留意见主要系审计机构无法获取充分、适当的审计证据，以判断法院判决结果、中国证监会调查结果以及停产车间何时复产的不确定性程度，包括所计提的长期资产减值准备、环境污染赔偿及罚款支出、环境管控与修复费用是否充分、适当以及递延所得税资产的确认是否适当。2019年度公司合并范围变化情况见表2。

资产结构与质量

受停产影响，2019年公司资产规模有所下滑，资产整体流动性较弱

受停产影响，2019年公司生产经营规模受到较大程度限制，资产规模较上年进一步收缩。截至2019年末，公司资产总额为54.15亿元，同比减少9.16%，2020年一季度下滑至54.08亿元。从资产结构来看，经营收缩导致公司流动资产减少明显，2019年末流动资产占总资产比重下滑至33.56%，占比较上年下滑5.28个百分点。

截至2019年末，公司货币资金余额为2.92亿元，主要包括银行存款2.66亿元和其他货币资金0.26亿元，银行存款中有定期存款0.80亿元，其他货币资金主要是保证金，使用受限，公司可用货币资金规模不大。随着业务规模收缩，2019年公司应收账款规模继续下降，年末账面价值为3.85亿元，同比下降8.19%，计提坏账准备0.73亿元，较上年有所增长，主要系欠款单位裕华石油出现资金困难，公司对其应收账款计提了单项坏账准备所致，对公司利润侵蚀严重。公司预付款项主要为预付油品贸易款，2019年末公司预付款项账面价值4.44亿元，同比增长19.38%，对公司资金形成较大占用，同时考虑到油品、化学品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，未来需关注公司预付款项的减值风险。公司存货主要由原材料、在产品 and 库存商品等部分构成，2019年末账面价值合计5.86亿元，同比减少33.72%，主要系部分生产车间停产所致，年末原材料、在产品及库存商品账面价值分别为2.44亿元、0.61亿元和2.74亿元，合计计提跌价准备0.59亿元，较上年大幅增长，主要系

公司因环保停产时间较长，部分库存物料闲置、物料质量不稳定，导致可回收价值低于账面价值。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	32,234.55	5.96%	29,213.31	5.40%	50,975.55	8.55%
应收账款	31,101.56	5.75%	38,450.00	7.10%	41,879.91	7.03%
预付款项	34,594.85	6.40%	44,424.93	8.20%	37,214.42	6.24%
存货	75,947.48	14.04%	58,573.98	10.82%	88,366.89	14.83%
流动资产合计	185,703.51	34.34%	181,724.21	33.56%	231,503.42	38.84%
固定资产	203,210.02	37.58%	209,277.24	38.65%	225,687.58	37.86%
在建工程	37,167.89	6.87%	34,715.08	6.41%	35,885.74	6.02%
无形资产	25,708.60	4.75%	26,020.50	4.81%	28,904.98	4.85%
商誉	0.00	0.00%	0.00	0.00%	10,347.79	1.74%
非流动资产合计	355,085.81	65.66%	359,759.83	66.44%	364,558.66	61.16%
资产总计	540,789.32	100.00%	541,484.04	100.00%	596,062.08	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司固定资产主要包括房屋及建筑物、通用设备，二者合计占固定资产的比例达96%以上，年末账面价值为20.93亿元，较上年有所减少，主要系公司因环保整改问题，报废处置并计提资产减值准备及计提折旧所致。公司在建工程主要包括各类技术改进项目和产能扩建项目，2019年末账面价值为3.47亿元，较上年小幅下降，主要系部分项目完工转入固定资产及计提减值所致。公司无形资产主要为土地使用权，2019年末账面价值为2.60亿元，较上年减少9.98%，主要系企业合并减少所致。商誉主要是公司在收购科菲特、嘉隆化工、石家庄瑞凯化工有限公司等子公司时形成的，根据商誉减值测试，2019年末各子公司形成的商誉全额计提减值准备，故年末账面价值为0元，较大规模的资产减值大幅削减了公司的利润。

综合来看，受停产影响，2019年公司经营性流动资产规模进一步减少，经营性非流动资产继续计提减值，公司资产整体流动性较弱。

资产运营效率

2019年公司净营业周期进一步延长，经营效率及资产周转率均有所下降

2018年公司应收票据、应收账款、存货、应付票据、应付账款规模受停产影响均有大幅减少，但同期营业收入及营业成本亦缩减明显，综合导致应收票据及应收账款周转率、

存货周转率、应付票据及应付账款周转率较上年均有所下降。综合上述因素影响，2019年公司净营业周期上升至237.27天，较上年延长89.05天，经营效率降低明显。

资产周转效率方面，2019年货币资金、应收票据、应收账款、存货等流动资产均有所减少，但流动资产平均降幅不及营业收入降幅，使得流动资产周转天数同比延长较多，周转率进一步下滑。同期公司固定资产规模小幅下降，降幅明显小于收入降幅，2019年公司固定资产周转天数大幅延长。

总体来看，受停产影响，2019年公司营业收入大幅下滑，总资产的周转天数较上年延长663.50天，整体资产周转率处于较低水平。

表16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收票据及应收账款周转天数	119.83	104.01
存货周转天数	315.58	228.77
应付票据及应付账款周转天数	198.14	184.56
净营业周期	237.27	148.22
流动资产周转天数	606.51	463.45
固定资产周转天数	638.41	327.16
总资产周转天数	1,669.61	1,006.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入受停产影响大幅下滑，公司综合盈利能力进一步下降

公司营业收入主要来源于农药及农药中间体产品销售收入及油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务收入，2018年公司本部及主要子公司因环境违法问题先后停产，2018年底及2019年初公司本部生产车间陆续复产，但4月份公司所在园区热电厂因检修不再对外供热，公司原药车间临时停产，仅制剂车间正常生产。受原药车间及子公司停产影响，公司农药板块销售收入同比大幅下滑；同期油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务收入受外部环境波动及公司经营策略调整影响较上年下降58.48%，2019年公司实现营业收入12.26亿元，较上年减少51.32%。毛利率方面，受行业供给回暖影响，2019年农药及农药中间体等产品价格有所回落，公司农药板块整体毛利率有所下滑，带动公司综合毛利率同比下降3.2个百分点至31.66%。

期间费用方面，2019年公司期间费用合计8.00亿元，同比下降26.98%，但同期公司营业收入降幅更大，导致期间费用率同比上升21.75个百分点至65.27%。较大规模的期间费用直接消耗了公司毛利，叠加较大规模资产减值损失等因素，2019年公司营业利润亏损

5.40亿元，营业利润率下滑至-44.07%，总资产回报率和净资产收益率分别下滑至-8.51%和-18.49%，公司综合盈利能力进一步下降。

表17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	26,165.61	122,638.03	251,911.26
营业利润	-8,933.84	-54,045.52	-52,196.41
利润总额	-8,916.25	-56,086.13	-61,442.10
净利润	-8,578.61	-58,627.06	-58,733.00
综合毛利率	24.13%	31.66%	34.86%
期间费用率	58.50%	65.27%	43.52%
营业利润率	-34.14%	-44.07%	-20.72%
总资产回报率	-	-8.51%	-7.37%
净资产收益率	-	-18.49%	-15.44%
营业收入增长率	-42.37%	-51.32%	-36.25%
净利润增长率	-1,925.08%	-0.18%	-234.91%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金净流入规模受停产影响下滑明显，外部融资主要用于偿还到期债务，考虑到本期债券已触发回售条款，公司面临较大资金周转压力

受停产整改影响，2019年公司净利润为-5.86亿元，但亏损主要来源于停工损失、信用减值及资产减值等损失，同期非付现费用仍维持较大规模，综合影响下2019年公司FFO为-0.99亿元，同比进一步减少。营运资本变化方面，受存货大幅减少影响，2019年公司营运资本投入减少2.17亿元。综合上述影响，2019年公司经营活动现金流量净额为1.19亿元，净流入规模随业务收缩较上年下降明显。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入主要系定期存款到期收回，现金流出主要集中在购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，全年公司投资活动现金净流入0.33亿元，考虑到目前公司仍有部分改扩建项目及整改项目尚未完工，预计后续仍面临一定现金流出压力。

受经营环境变化影响，2019年公司外部融资力度有所下降，全年筹资活动现金流入13.82亿元，同比减少8.27%，扣除偿还债务、分配利润、支付利息等支出，筹资活动现金净流出1.02亿元。

整体上看，2019年公司经营活动现金流受停产影响下滑明显，债务偿还主要依赖于借

新还旧，考虑到本期债券已触发回售条款，公司面临较大资金周转压力。

表18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	-58,627.06	-58,733.00
非付现费用	51,664.71	58,132.87
非经营损益	-2,956.75	7,609.37
FFO	-9,919.10	7,009.24
营运资本变化	21,712.22	106,350.89
其中：存货减少（减：增加）	23,952.76	27,154.97
经营性应收项目的减少（减：增加）	-7,614.48	113,284.29
经营性应付项目的增加（减：减少）	5,373.93	-34,088.37
经营活动产生的现金流量净额	11,900.13	113,343.74
投资活动产生的现金流量净额	3,327.21	-9,144.96
筹资活动产生的现金流量净额	-10,193.27	-114,438.40
现金及现金等价物净增加额	5,523.96	-10,578.79

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2019年公司资产负债水平有所上升，经营债务压力较大，且本期债券已触发回售条款，公司面临较大集中偿付压力

2019年公司亏损规模较大，导致未分配利润同比下滑69.00%，并直接导致公司所有者权益同比下滑13.85%至29.35亿元；同期公司经营性应付有所减少，年末负债总额降至24.80亿元，年末公司产权比率为84.50%，较上年上升9.54个百分点，公司所有者权益对负债的保障有所下降。

表19 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	255,908.26	247,993.59	255,370.73
所有者权益	284,881.06	293,490.45	340,691.35
产权比率	89.83%	84.50%	74.96%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款余额为5.20亿元，较上年末增加19.91%，其中保证借款2.39亿元、抵押借款1.90亿元、质押借款0.90亿元。应付账款主要为应付采购货款和设备工程款，2019年末账面余额为3.71亿元，同比减少17.63%，主要系停产导致采购货款规模下降所致。公司预收款项主要系化学品及油品贸易业务产生的预收货款，2019年末公司预

收款项规模为3.06亿元，较上年末增长14.50%。公司其他应付款主要由借款及应付暂收款、预提费用、应付股权转让款等构成，2019年末账面余额为1.73亿元，同比减少33.71%，主要系借款及应付暂收款减少所致。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为0.44亿元，其中一年内到期的长期借款0.38亿元，一年内到期的长期应付款0.06亿元。

公司应付债券为本期债券，截至2020年3月末，本期债券未转股余额为8.44亿元。预计负债主要系计提的环境管控与修复费用及与诉讼案件相关的环境污染赔偿及罚款支出，2019年末账面余额为1.03亿元。

表20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	55,013.83	21.50%	51,991.44	20.96%	43,359.02	16.98%
应付账款	36,410.66	14.23%	37,054.41	14.94%	44,982.62	17.61%
预收款项	0.00	0.00%	30,636.88	12.35%	26,756.39	10.48%
其他应付款	18,020.61	7.04%	17,325.35	6.99%	26,137.40	10.24%
一年内到期的非流动负债	2,703.92	1.06%	4,405.52	1.78%	5,500.00	2.15%
流动负债合计	160,544.88	62.74%	153,065.41	61.72%	159,059.80	62.29%
应付债券	78,124.05	30.53%	77,207.13	31.13%	73,874.83	28.93%
预计负债	10,255.60	4.01%	10,255.60	4.14%	12,399.39	4.86%
非流动负债合计	95,363.38	37.26%	94,928.18	38.28%	96,310.93	37.71%
负债合计	255,908.26	100.00%	247,993.59	100.00%	255,370.73	100.00%
其中：有息债务	148,978.59	58.22%	137,883.55	55.60%	133,075.69	52.11%

资料来源：公司2018-2019年审计报告和2020年一季报，中证鹏元整理

有息债务方面，2019年末公司有息债务规模为13.79亿元，同比变化不大，有息债务占负债总额的比重为55.60%，较上年末上升3.49个百分点，2020年3月末有息债务规模增至14.90亿元。从有息债务结构来看，2019年末公司短期有息债务规模为6.07亿元，占有息债务总额的比重为44.01%。此外，本期债券设有回售条款，根据公司2020年6月6日发布的《关于“辉丰转债”回售的公告》，本期债券已触发回售条款，回售申报期为2020年7月27日至2020年7月31日，考虑到本期债券尚未转股余额达8.44亿，若回售申报规模较大，公司将面临较大集中偿付压力。

从偿债指标看，2019年公司净资产规模进一步下降，年末公司资产负债率为45.80%，同比上升2.96个百分点。短期偿债能力方面，2019年公司流动资产规模进一步减少，但流动负债变化不大，年末流动比率和速动比率较上年均有所下滑，整体上看公司流动资产对流动负债的覆盖不足，同时考虑到流动资产中存货和预付款项占比较高，且可用货币资金较少，公司实际短期偿债能力偏弱。受停产影响，2019年公司亏损严重，息税折旧摊销前

利润为-2.13亿元，公司利润对于利息支出的保障较弱，经营债务压力仍较大。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	47.32%	45.80%	42.84%
流动比率	1.16	1.19	1.46
速动比率	0.68	0.80	0.90
EBITDA（万元）	-	-21,315.14	-23,327.46
EBITDA 利息保障倍数	-	-2.78	-2.18
有息债务/EBITDA	-	-6.47	-5.70
债务总额/EBITDA	-	-11.63	-10.95
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	-	0.05	0.44

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司及辉丰石化提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月19日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息中不良类账户24个，辉丰石化未结清信贷信息中不良类账户2个，已结清信贷信息中不良类账户8个；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司或子公司作为被告的未决诉讼事项详见下表，涉案金额合计3,158.81万元，存在一定或有负债风险。

表22 截至 2019 年 12 月 31 日公司涉及的未决诉讼事项（单位：万元）

诉讼事项	涉案金额	情况说明
广西壮族自治区佳谷生物科技有限公司起诉本公司	1,800.00	因产品责任纠纷引起诉讼，武鸣区人民法院已受理，于2019年12月31日作出了一审判决，判决本公司先行承担原告损失6,452,768元，并有权向第三人广东辉丰生物有限公司、南宁市安格景盛有限公司追偿。目前公司已提起上诉。
泰州市种植户胡文远起诉本公司	90.00	因产品责任纠纷引起诉讼，原告撤诉后再次起诉，目前处于因果关系和损失的鉴定过程中。
龙建华起诉新疆辉丰公司跟本公司	60.59	因产品质量赔偿纠纷引起的诉讼，新疆辉丰公司在法定期限内提出管辖权异议被一审法院驳回，因不服裁定，新疆辉丰公司已上诉至新疆生产建设兵团第八师中级人民法院。

邓金平起诉本公司	13.50	邓金平因劳动争议起诉公司，因原告本人未到庭，目前只对证据进行了初步质证。
沈桂根起诉本公司	50.00	因产品质量赔偿纠纷引起的诉讼，原定于2020年2月25日开庭，现通知延期尚未开庭
巢建龙、巢国夫、蔡永杰、朱俊起诉江苏科菲特公司	482.53	因劳动争议引起的诉讼，一审判令驳回巢国夫的诉请，判定江苏科菲特公司支付巢建龙、蔡永杰、朱俊部分未发工资，驳回三人年20%的工资增长、加班工资、经济补偿金等请求，江苏科菲特公司对一审结果进行上诉。
连云港正恒建设有限公司起诉连云港致诚化工有限公司	150.00	因施工合同引起的纠纷，目前尚未开庭。
邱广楼起诉连云港致诚化工有限公司	42.20	因施工合同引起的纠纷，目前尚未开庭。
刘承国起诉山东建隆实业股份有限公司、辉丰石化公司	198.24	山东建隆实业股份有限公司将承建的辉丰石化公司的储罐制作工程转包给刘承国施工，因未支付工程款引起的诉讼，唐山中院判决辉丰石化公司在欠付工程款187.77万元内承担给付责任。辉丰石化公司已申请执行异议。
江苏以圆中建设有限公司起诉江苏科菲特公司	179.15	因工程款支付引起的诉讼，江苏省盐城市大丰区人民法院判决江苏科菲特公司支付工程款785,326.20元，驳回原告公司其他诉求。
栾德将（已死亡）家属起诉江苏科菲特公司	67.23	因意外死亡引起的诉讼纠纷，大丰法院作出（2019）苏0982民初5287号民事判决，江苏科菲特公司按工伤保险赔偿标准补给原告48.73万元，江苏科菲特公司已上述至盐城市中级人民法院。
江苏工糖化工设备有限公司起诉嘉隆化工公司	25.37	因买卖合同纠纷引起的诉讼，目前尚未开庭。
合计	3,158.81	-

注：上表只披露了公司或子公司作为被告的未决诉讼事项。

资料来源：公司 2019 年审计报告

七、评级结论

公司于2020年3月3日及2020年5月29日分别收到盐城市人民政府下发的复产通知，公司本部部分原药车间实现复产，拟复产产品与已复产产品正常生产年度（2017年）实现收入合计占当年母公司自产产品收入的80.71%；跟踪期内公司销售体系与销售网络仍保持稳定，同时海外订单多以定制化及代工为主，客户稳定性较好，能够为公司复产产能的消化提供一定支撑。

同时中证鹏元也关注到，受停产影响，2019年公司计提较大规模资产减值准备，资产规模及收入规模较上年均有所下滑；部分重要子公司仍处于停产状态，且复产时间存在不确定性，对公司经营造成一定拖累；部分油品、化学品贸易业务缺乏商业实质，产生一定规模的坏账准备，存在一定经营风险；有息债务规模有所上升，且本期债券触发回售条款，短期偿债压力大幅上升；公司被出具带有保留意见的审计报告。

综上所述，中证鹏元对公司2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调至A，发行主体长期信用等级下调至A，评级展望维持为负面。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	32,234.55	29,213.31	50,975.55	86,918.92
存货	75,947.48	58,573.98	88,366.89	120,174.25
固定资产	203,210.02	209,277.24	225,687.58	232,168.71
资产总计	540,789.32	541,484.04	596,062.08	811,993.92
短期借款	55,013.83	51,991.44	43,359.02	124,833.17
应付账款	36,410.66	37,054.41	44,982.62	54,697.15
预收款项	0.00	30,636.88	26,756.39	30,649.99
其他应付款	18,020.61	17,325.35	26,137.40	13,000.52
一年内到期的非流动负债	2,703.92	4,405.52	5,500.00	6,500.00
长期借款	0.00	0.00	3,800.00	7,600.00
应付债券	78,124.05	77,207.13	73,874.83	71,187.10
长期应付款	0.00	0.00	600.00	2,300.00
负债合计	255,908.26	247,993.59	255,370.73	391,751.01
有息债务	148,978.59	137,883.55	133,075.69	275,036.20
所有者权益合计	284,881.06	293,490.45	340,691.35	420,242.91
营业收入	26,165.61	122,638.03	251,911.26	395,155.37
营业利润	-8,933.84	-54,045.52	-52,196.41	54,471.61
净利润	-8,578.61	-58,627.06	-58,733.00	43,534.60
经营活动产生的现金流量净额	-1,350.56	11,900.13	113,343.74	55,034.14
投资活动产生的现金流量净额	-3,393.20	3,327.21	-9,144.96	-63,539.06
筹资活动产生的现金流量净额	1,005.33	-10,193.27	-114,438.40	13,990.48
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	-	119.83	104.01	87.33
存货周转天数	-	315.58	228.77	142.70
应付票据及应付账款周转天数	-	198.14	184.56	124.98
净营业周期	-	237.27	148.22	105.05
流动资产周转天数	-	606.51	463.45	371.01
固定资产周转天数	-	638.41	327.16	203.24
总资产周转天数	-	1,669.61	1,006.11	709.65
综合毛利率	24.13%	31.66%	34.86%	26.64%
期间费用率	58.50%	65.27%	43.52%	14.80%
营业利润率	-34.14%	-44.07%	-20.72%	13.78%
总资产回报率	-	-8.51%	-7.37%	7.56%
净资产收益率	-	-18.49%	-15.44%	10.81%
营业收入增长率	-42.37%	-51.32%	-36.25%	26.80%

净利润增长率	-1,925.08%	-0.18%	-234.91%	157.53%
资产负债率	47.32%	45.80%	42.84%	48.25%
流动比率	1.16	1.19	1.46	1.38
速动比率	0.68	0.80	0.90	0.98
EBITDA (万元)	-	-21,315.14	-23,327.46	85,413.84
EBITDA 利息保障倍数	-	-2.78	-2.18	9.62
有息债务/EBITDA	-	-6.47	-5.70	3.22
债务总额/EBITDA	-	-11.63	-10.95	4.59
经营性净现金流/流动负债	-	0.08	0.71	0.18
经营性净现金流/负债总额	-	0.05	0.44	0.14

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和 2020 年一季报，其中 2017 年期末数用 2018 年期初数代替，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录三 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。