

# 中证鹏元资信评估股份有限公司

## 信用等级通知书

中鹏信评【2020】第 Z【308】号

### 四川国光农化股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从募集资金用途、运营环境、公司治理与管理、经营与竞争、财务实力、债券偿还保障以及其他事项等方面对贵公司及贵公司拟发行的四川国光农化股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二零年五月九日



四川国光农化股份有限公司  
2020 年公开发行可转换  
公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

6-10-2-2

## 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  
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：

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](http://www.cspengyuan.com)

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【308】号 02

分析师

姓名：  
刘志强 张涛  
电话：  
0755-82872120

邮箱：  
liuzhq@cspengyuan.com

评级日期：  
2020 年 5 月 15 日

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](http://www.cspengyuan.com)

## 四川国光农化股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA-

发行规模：不超过 3.20 亿元（含）

债券期限：6 年

保证人：实际控制人颜昌绪

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息，并附有债券赎回和回售条款

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：股份质押和保证担保

### 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”）对四川国光农化股份有限公司（以下简称“国光股份”或“公司”，股票代码：002749.SZ）本次拟公开发行总额不超过 3.20 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司有较多的植物生长调节剂原药和制剂登记产品，具备一定的技术储备，建立了较为完善的营销网络，主要产品产销规模持续上升，且公司负债率较低，偿债压力较小；公司实际控制人颜昌绪为本期债券提供保证担保，并以其持有的股份为本期债券提供股份质押担保有利于提升本期债券安全性。同时中证鹏元也关注到对外投资企业经营业绩存在较大不确定性，同时面临一定的环保和安全生产的监管压力，在建及拟建项目设计产能规模较大，后续能否实现预期收益存在不确定性等风险因素。

### 正面：

- 公司拥有较多的植物生长调节剂原药和制剂登记产品，具备一定的技术储备。截至 2020 年 3 月末，公司及下属子公司拥有植物生长调节剂原药登记证 17 种、制剂登记证 61 种，共有各项发明专利 53 项，具备一定的技术储备。
- 公司建立了以经销模式为主的较完善的营销网络，主要产品产销规模持续增长。截至 2019 年末，公司共有 3,000 多名经销商，每个农化经销商下游还有若干个零售商，已形成以县级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化

营销网络，覆盖除香港、澳门和台湾外全国所有省份，2017-2019 年公司农药制剂产量和销售量复合增长率分别为 21.83%、10.34%，产销规模持续增长。

- 公司负债率较低，偿债压力较小。截至 2019 年末公司资产负债率为 16.92%，货币资金为 50,923.58 万元，占当期总资产的 37.94%，偿债压力较小。
- 公司实际控制人提供的股份质押担保和保证担保能在一定程度上提升本期债券的安全性。公司实际控制人颜昌绪将其合法拥有的市值为本期债券发行规模 2 倍的公司股票作为质押资产进行质押担保，同时颜昌绪为本期债券提供连带责任保证担保。

#### 关注：

- 2018 年以来公司先后投资两家企业股权，被投资企业经营业绩不理想，后续可能存在资产减值风险。2018 年对江苏景宏生物科技有限公司（以下简称“景宏生物”）投资 4500 万元，取得其 25% 的股权，但景宏生物所在产业园区受当地政府统一环保要求而停产，导致当期经营业绩受到较大影响，截至 2020 年 3 月末，尚未恢复生产；2019 年公司收购重庆依尔双丰科技有限公司（以下简称“依尔双丰”），该公司仍处于亏损状态，后续经营业绩存在较大不确定性。
- 农药行业涉及的相关环保政策趋严，公司面临一定的环保风险和安全生产风险。近两年，环保政策越来越严，公司生产中会产生废水、废气、固废和噪音，且部分原材料属于易燃、易爆、有毒等危险化学品，面临一定环境保护风险和安全生产风险。2017 年以来公司被行政处罚 5 次，其中涉及安全生产 1 次，环境保护 1 次。
- 在建及拟建项目设计产能较大，能否取得预期经济效益存在不确定性。截至 2019 年末，公司在建及拟建项目建成投产后，农药制剂年产能净增加 2.5 万吨<sup>1</sup>，水溶肥（专用肥）年产能净增加 4.6 万吨，远高于目前产品销售规模，新增加产能是否能有效利用，是否能取得预期经济效益存在不确定性。

#### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	138,877.38	134,204.78	112,520.02	98,551.11
归属于母公司所有者权益	116,992.73	111,501.47	94,831.70	85,621.14

<sup>1</sup> 含已建成尚未正式投入使用的项目产能

有息债务	829.41	1,872.80	213.00	1,570.50
资产负债率	15.76%	16.92%	15.72%	13.12%
流动比率	4.69	4.38	5.00	7.02
速动比率	3.49	3.33	4.09	6.00
营业收入	18,555.02	101,428.07	86,541.97	73,732.31
营业利润	6,418.07	23,289.68	26,860.44	21,724.08
净利润	5,491.26	20,113.39	23,458.92	18,529.74
综合毛利率	47.77%	45.87%	48.81%	52.20%
总资产回报率	-	18.85%	25.23%	21.96%
EBITDA	-	24,137.16	27,185.83	22,254.98
经营活动现金流净额	189.75	21,573.69	15,367.29	19,157.52

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

四川国光农化股份有限公司（以下简称“国光农化”）前身为简阳县国光保鲜剂厂，2000年1月，与平泉镇脱离挂靠关系，改制为有限公司组织形式，由10名自然人股东共同出资，2009年12月由有限公司变更为股份公司，变更后的注册资本为4,000万元。2011年4月公司增加注册资本2,000万元，其中资本公积转增1,500万元，未分配利润转增500万元。2015年3月17日，公司在深圳证券交易所公开发行人民币普通股（A股）1,500万股，每股面值1元，增加注册资本人民币1,500万元，变更后注册资本为人民币7,500万元。2018年4月27日公司以资本公积转增股本使得注册资本增加至12,750万元。2018年7月17日公司向96名激励对象合计授予151.09万股限制性股票，变更后注册资本为12,901.09万元。根据公司2018年9月19日召开的2018年第四次临时股东大会决议和修正后的公司章程规定，公司以资本公积转增注册资本9,030.76万元，转增后注册资本为21,931.85万元。2019年公司以资本公积转增注册资本15,352.30万元。截至2019年末，公司实收资本为37,240.89万元，实际控制人为颜昌绪，持股比例为37.36%，其所股权处于未质押状态。

表1 截至2020年4月20日公司前十大股东情况表

股东名称	持股数量 (万股)	持股比例	限售情况	股东性质
颜昌绪	10,434.11	28.02%	限售 A 股	
	3,478.03	9.34%	无限售 A 股	境内自然人
	2,648.86	7.11%	限售 A 股	
颜亚奇	882.95	2.37%	无限售 A 股	境内自然人
颜秋实	1,208.60	3.25%	无限售 A 股	境内自然人
颜昌立	1,208.60	3.25%	无限售 A 股	境内自然人
颜昌成	1,207.92	3.24%	无限售 A 股	境内自然人
中国工商银行—广发稳健增长证券投资基金	900.00	2.42%	无限售 A 股	基金、理财产品等
基本养老保险基金八零五组合	660.00	1.77%	无限售 A 股	基金、理财产品等
李汝	596.93	1.60%	无限售 A 股	境内自然人
李培伟	596.93	1.60%	无限售 A 股	境内自然人
	590.72	1.59%	无限售 A 股	
颜铭	3.12	0.01%	限售 A 股	境内自然人
合计	24,416.77	65.56%		

注：颜昌绪是第二大股东颜亚奇的父亲，颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟，李汝和李培伟是颜昌绪妹妹的子女，颜铭是颜昌立的子女。

资料来源：公司提供

公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研究、生产和

销售业务，主要产品为以多效唑、萘乙酸、甲派鎔等为主的植物生长调节剂和以三唑酮、多菌灵、甲霜·锰锌等为主的杀菌剂和以含氨基酸水溶肥料、大量元素水溶肥料为主的水溶性肥料。截至2019年末，公司合并范围共有3家一级子公司和1家二级子公司，具体情况如下表所示。

表2 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	以下简称	级别
四川国光农化股份有限公司	7,000	100%	产品批发零售	国光农化	一级
四川润尔科技有限公司	10,000	100%	生产	润尔科技	一级
四川嘉智农业技术有限公司	5,000	100%	农业、园林等技术咨询及服务	嘉智农业	二级
重庆依尔双丰科技有限公司	6,900	100%	农药制品	依尔双丰	一级

注：公司于购买日为2019年10月31日收购重庆依尔双丰科技有限公司，收购成本为7,800万元，资料来源：公司2019年审计报告

## 二、本期债券概况

**债券名称：**四川国光农化股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

**发行总额：**不超过3.20亿元人民币（含）；

**债券期限和利率：**本期债券的期限为自发行之日起6年；本期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，由公司股东大会授权公司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机构（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

**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本期债券到期止；

**转股价格的确定及其调整：**本期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A股股票交易均价<sup>2</sup>和前一个交易日公司A股股票交易均价<sup>3</sup>，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。在本次发行之后，若公司派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，则转股价格相应调整<sup>4</sup>；

<sup>2</sup> 前二十个交易日公司A股股票交易均价=前二十个交易日公司A股股票交易总额/该二十个交易日公司A股股票交易总量。若在该二十个交易日内发生过除权、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。

<sup>3</sup> 前一个交易日公司A股股票交易均价=前一个交易日公司A股股票交易总额/该日公司A股股票交易总量。

<sup>4</sup> 派送红利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。其中  $P_1$  为调整后转股价或配股价； $k$  为增发新股或配股率； $D$  为每股派发现金股利。



**转股价格向下修正：**在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%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，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。修正后的转股价格不应低于本次股东大会召开前二十个交易日公司股票均价和前一交易日均价之间较高者。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值和股票面值。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格计算；

**转股股数确定方式：**本期债券持有人在转股期间内申请转股时，转股数量=可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额/申请转股当日有效的转股价格，并以去尾法取一股的整数倍。可转债持有人申请转换成的股份必须是整数股，转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照深圳证券交易所等部门的相关规定，在可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券的票面余额及其所对应的当期应计利息，按四舍五入原则精确到0.01元；

**赎回条款：**在本期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机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期间如果公司A股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%）或当本期债券未转股余额不足3,000万元，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息<sup>5</sup>的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。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格计算，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格计算；

**回售条款：**本期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格低于当期转股价的70%，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本

<sup>5</sup> 当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$ ，IA为当期应计利息；B为本次发行的可转换公司债券持有人持有的可转换公司债券票面总金额；i为可转换公司债券当年票面利率；t为计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

期债券最后两个计息年度本期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本期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，该计息年度不能再行使回售权，本期债券不能多次行使部分回售权；

**附加回售条款：**若本期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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人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<sup>6</sup>价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该附加回售权，不能再行使附加回售权；

**担保事项：**本期债券采用股份质押和保证的担保方式，出质人颜昌绪将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，颜昌绪同时为本次发行可转债提供连带保证责任担保。初始质押股份数量=（本期债券发行规模×200%）/首次质押登记日前1个交易日收盘价。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过32,000万元（含），所募集资金扣除发行费用后，拟用于投资项目如下。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金
年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	14,500.00	14,500.00
年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	9,500.00	9,500.00
企业技术中心升级改造项目	8,000.00	8,000.00
合计	32,000.00	32,000.00

资料来源：四川国光农化股份有限公司公开发行可转换公司债券预案

项目实施主体均为公司全资子公司润尔科技，截至2019年末已经完成备案，环评批复手续等正在办理中。

<sup>6</sup>当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t / 365$ ，其中，IA：指当期应计利息；B：指本次发行的可转债持有人持有的将回售的可转债票面总金额；i：指可转债当年票面利率；t：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

#### （一）年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目

本项目拟在简阳市平泉工业园区内新征土地建设，项目工程建筑面积26,153平方米，通过搬迁、技改，拟建设8条高效、安全、环境友好型农药制剂生产线及1条配套包装瓶生产线。

根据《四川国光农化股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告》（以下简称“可行性报告”），项目建设期为24个月，预计建成达产后将实现年均销售收入77,089.40万元，年均税后净利润8,633.85万元。

#### （二）年产50,000吨水溶性肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目

本项目系公司老厂搬迁技改建设内容之一，项目工程建筑面积15,561平方米，公司拟在平泉工业园区新增土地上建设5条水溶肥料（专用肥）生产线，建成投产后年产50,000吨水溶肥料（专用肥）。

根据《可行性报告》，项目建设期为24个月，预计建成达产后将实现年均销售收入27,062.60万元、年均税后利润约5,163.64万元。

#### （三）企业技术中心升级改造项目

项目拟实施企业技术中心升级改造项目，通过新建研发大楼、购置先进试验及配套设备、扩大研发队伍等方式，对原公司企业技术中心进行升级改造，拟申请认定为国家级企业技术中心。项目拟在简阳市平泉工业园区公司新厂区内建设，工程建筑面积为4,492.2平方米。项目建设期为24个月，本项目不直接创造利润，主要为主营业务发展进行技术储备。

考虑到募投资项目投资规模较大且建设周期较长，项目的建设过程、运营情况存在不确定性。

## 四、运营环境

### （一）植物生长调节剂

植物生长调节剂登记产品主要集中于大宗作物上，后续仍有一定发展空间

植物生长调节剂是由人工合成或从微生物中提取的，具有与植物内源激素相同或相似功能的一类物质，其能够对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用，具有使用成本低、见效快、用量微、效果显著、投入产出比较高的特性，有助于农业的规模化和集约化生产，是生产优质农产品必不可少的生产资料。

植物生长调节剂需要有农药登记证、生产许可证和产品标准证等“三证”才可以上市。同时具体的农药产品开发流程涉及21项，时间跨度在5年左右，同时还伴有审核风险。植

物生长调节剂单品收入规模相对有限，而产品审核成本相对较高，登记周期长，登记资料要求严格等因素对中小企业的进入构成了一定的壁垒。

截至2020年3月，我国植物生长调节剂原药登记企业共108家，登记产品193个；植物生长调节剂制剂登记企业共371家，登记产品911个。截至2020年3月，公司在国内拥有植物生长调节剂原药产品登记证17个、植物生长调节剂制剂产品53个，均位列第一，其中：全资子公司四川润尔登记植物生长调节剂原药产品13个、制剂产品37个；全资子公司依尔双丰登记植物生长调节剂原药产品4个、制剂产品16个。植物生长调节剂主要生产企业的具体情况如下表所示。

表4 截至2020年3月末国内植物生长调节剂主要生产企业产品登记情况

排序	厂家名称	原药	制剂	合计
1	四川润尔科技有限公司	17	53	70
	重庆依尔双丰科技有限公司			
2	四川省兰月科技有限公司	5	28	33
3	鹤壁全丰生物科技有限公司	11	17	28
4	郑州郑氏化工产品有限公司	3	22	25
5	陕西美邦药业集团股份有限公司	0	21	21
6	江苏辉丰生物农业股份有限公司	4	12	16
7	江西新瑞丰生化股份有限公司	3	12	15
8	江苏丰源生物工程有限公司	3	12	15
9	陕西韦尔奇作物保护有限公司	0	15	15
10	陕西汤普森生物科技有限公司	0	14	14

注：根据中国农药信息网 2020 年 3 月公布数据统计。

## （二）杀菌剂

我国杀菌剂产量在农药产量中占比较小，未来以唑类、酯类杀菌剂为主的市场或有所增长

目前，我国常用的农药产品以杀虫剂、除草剂和杀菌剂三大农药产品为主，相比于杀虫剂和除草剂，国内杀菌剂目前的原药产量占比还较小。据统计，2017年及2018年1-11月我国杀菌剂产量分别为17.02万吨和13.94万吨，分别占当期农药产量规模的8.89%、9.76%。2017年及2018年1-11月公司出口数量和进口数量的比值分别为4.10和3.68，出口数量远大于进口数量。

表5 目前我国主要杀菌剂品种分类

品种	主要产品名称	用途
有机硫杀菌剂	代森铵、敌锈钠、福美锌、代森锌、代森锰锌、福美双	蔬菜、果树等多种作物
唑类杀菌剂	多菌灵、噁霉灵、苯菌灵、噻菌灵、三唑酮	适用蔬菜、水果、小麦等多种作物

抗菌素类杀菌剂	井冈霉素、多抗霉素、春雷霉素等	主要用于水稻、蔬菜、水果等
有机磷、仲杀菌剂	稻瘟净、克瘟散、乙磷铝、甲基立枯磷、退菌特、稻脚青	主要用于水稻、蔬菜等
其他杀菌剂	甲霜灵、克菌丹、敌菌灵、瑞枯霉、高脂膜、菌毒清、霜霉威、唑菌酮、烯酰吗啉等	主要用于水稻、蔬菜、果树
复配杀菌剂	乙磷铝锰锌、烯唑醇、甲霜·锰锌、拌种灵·锰锌、甲基硫菌灵·锰锌、甲霜灵·福美双、多菌灵·代森锰锌等	主要用于葡萄、烟草、梨树、苹果等

资料来源：公开资料

近几年，杀菌剂市场产量和需求量较大的品种主要有：三唑类、噁霉灵、代森锰锌、咪鲜胺。每年春季是麦类病害多发季节，导致三唑类杀菌剂产销两旺；噁霉灵作为环保、优良的杀菌剂，随着温室保护地的发展，销售额有所增加，出口也有增加的趋势；咪鲜胺具有杀菌保险功能，井冈霉素和三环唑主要用在水稻上，能有效防治水稻纹枯病和稻瘟病，因此使用量较大。总体来看，唑类、酯类杀菌剂的效果比较好，未来对该类产品需求呈明显增长趋势。

表6 行业内可比上市公司

上市公司名称	杀菌剂产品业务收入（万元）	主要经营的杀菌剂品种
诺普信（002215.SZ）	83,124.25	百菌清、丙环唑、甲基硫菌灵、多菌灵、中生菌等
蓝丰生化（002513.SZ）	111,512.73	多菌灵、甲基硫菌灵、苯菌灵
国光股份（002749.SZ）	17,513.12	三唑酮、多菌灵、甲霜·锰锌、代森锰锌、代森锌、咪鲜胺、三环唑、锰锌·多菌灵、五氯硝基苯、甲基硫菌灵、锰锌·三唑酮、乙铝·锰锌

注：蓝丰生化收入为农化产品收入

资料来源：公开资料

### （三）水溶肥

水溶肥行业目前市场规模仍相对较小，且受政策推动，后续有一定发展空间

水溶性肥料是一种可以完全溶于水的多元复合肥料，它能迅速溶解于水中，更容易被作物吸收，而且其吸收利用率相对较高，更为关键的是它可以用于喷滴灌等设施农业，实现水肥一体化，达到省水省肥省工的效能。水溶性肥料具有水溶性、营养全、见效快、节约资源、安全性高等特点。

表7 水溶性肥分类情况

名称	定义	状态	使用方式
水溶性氮磷钾肥	大量元素氮、磷、钾为主要成分添加适量微量元素肥料	液体或固体	冲施
中量元素水溶肥料	为植物生长所必需，需要量中等，一般占干重的0.2%—1.0%的营养元素，如钙、镁等	液体或固体	叶面喷施或冲施
微量元素水溶肥料	由铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素按适合植物生长所需比例制成的水溶性肥料	液体或固体	叶面喷施

含氨基酸水溶肥料	以游离氨基酸为主体的，按适合植物生长所需比例，添加适量铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素或钙元素而制成的水溶性肥料	液体或固体	叶面喷施
含腐植酸水溶肥料	以适合作物生长所需比例的腐植酸，添加适量氮、磷、钾大量元素或铜、铁、锰、锌、硼、钼微量元素而制成的水溶性肥料。	液体或固体	叶面喷施或冲施

资料来源：公开资料

我国水溶性肥料起步于20世纪80年代中后期，基本上与复混肥料同步，从20世纪90年代开始我国灌溉施肥的理论及应用技术才日渐被重视。尽管近两年我国水溶性肥料产业发展速度较快，得到的关注较多，但是整体来看，它还属于小产业，目前仍处于普通复合肥市场的重要补充地位，细分市场中规模企业较少，对厂商的竞争压力相对较小，目前水溶肥生产企业具有一定定价权和议价能力，能够获得较高的毛利率。但是与国外的水溶性肥料生产企业相比，国内水溶性肥料的生产技术相对落后。

水肥一体化已被正式纳入“国家农业‘十二五’规划”。“十二五”期间将是测土配方施肥技术指导下的水溶性肥料和水肥一体化技术主导市场发展的新阶段。2011年中央一号文件为发展水溶性肥料提供了良好的机遇：2013年3月，农业部办公厅专门印发《水肥一体化技术指导意见》，号召全国农业部门和农技推广站大力开展水肥一体化技术推广工作，加速实现现代农业中的灌溉现代化和施肥现代化。2016年4月，农业部办公厅印发《推进水肥一体化实施方案（2016-2020年）》，到2020年水肥一体化技术推广面积达1.5亿亩，新增8,000万亩，因此水溶肥市场规模将明显增加。2017年1月，农业部发布《“十三五”农业科技发展规划》提出，研发水溶肥、液体肥、生物肥、高效缓（控）释肥等新型肥料。

**近两年随着新的《农药管理条例》等文件的制定出台，农药行业涉及的相关环保政策趋严，农药行业格局或将重塑**

2017年以来，新的《农药管理条例》以及配套的5个管理办法出台，国家对农药的管理集中在控、压、限、移、减、管6个字上。《农药工业大气污染物排放标准（征求意见稿）》制定，《排污许可证管理暂行规定》制定，环境保护税法已经颁布实施，《农药工业水污染物排放标准》也已出台，农药行业涉及的相关环保政策越来越严格。2018年以来，我国农药行业在经历前期环保督察、企业停限产、市场需求增加等因素的影响下，适应农药零增长和农业供给侧改革的要求，大力进行产品结构调节，不断改进新技术新工艺，推出新产品与新的服务业态，保证了农药供应与销售收入的平稳增长，提高了利润与效益。从行业产量和使用量来看，出现逐渐下降态势；从农药市场来看，变化较为明显，原药供应偏紧，量价背离（量减价扬），如长青股份（002391.SZ）2018年原药和制剂销售量同比分别减少1.13%、0.41%，但是当期农药产品销售收入同比却大幅增长34.61%，市场行

情和获利较好，行业以及企业绩效提升，行业龙头作用显著增强，整合加速，格局迎来重塑。

表8 近年我国农药行业主要产业政策

文件	发布机关	时间	主要内容
《农药工业大气污染物排放标准（征求意见稿）》	工信部	2018年12月	大气污染物排放控制要求对农药企业的有组织排放和无组织排放都做了相关规定
《农药生产许可审查细则》	农业部	2017年10月	-
《国务院关于修改〈建设项目环境保护管理条例〉的决定》	国务院	2017年10月	明确审批、备案环境影响评价文件和进行相关的技术评估，均不得向企业收取任何费用。
新修订《农药管理条例》	国务院	2017年6月	控制农药企业数量，减少登记农药产品数量，限制使用高毒高风险农药；引导农药企业进入化工园区，减少化学农药用量，强化农药市场监管。

资料来源：公开资料整理

## 五、公司治理与管理

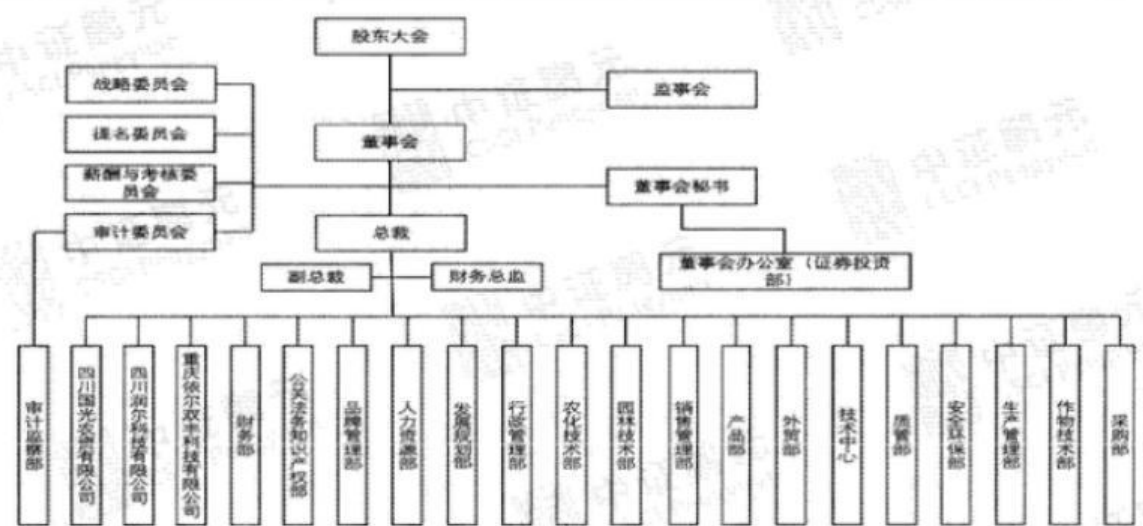
公司依照《公司法》等相关法律、法规以及《四川国光农化股份有限公司章程》建立相应的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据《四川国光农化股份有限公司章程》，公司设股东大会，为权利机构，行使决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换由非职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等职权。股东大会决议分为普通决议和特别决议，股东大会作出普通决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权半数通过；股东大会作出特别决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的2/3以上通过。公司设董事会，对股东大会负责。目前，董事会由8名董事组成，其中3人为独立董事。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议等职权。公司董事会设董事长1人，可以设副董事长。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。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，公司设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司的高级管理人员。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会会议，并向董事会报告工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。公司设监事会，监事会由三名监事组成，监事会设主席一人。监事会行使对董事会编制的公司定期报告审核并提出书面审核意见，检查公司财务等职权。

截至2020年4月20日，颜昌绪持有公司37.36%的股份，为公司的控股股东、实际控制人，其余多名自然人股东均与颜昌绪存在亲属关系，为其家族成员，持股比例较为集中。从公司治理结构看，公司8名董事中有3名独立董事，除实际控制人颜昌绪担任公司董事长外，董事、总经理颜亚奇系颜昌绪之子。

组织结构方面，截至2019年末，公司下设农化技术部、园林技术部、销售管理部、产品部等多个部门，负责公司的日常经营、生产、采购、人力、财务、研发等各项事宜。

图1 截至2019年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

截至2019年末，公司及控股子公司共有员工1,207人，其中技术人员占比13.84%、销售人员占比41.09%；本科及以上学历合计占比31.15%。

表9 截至2019年末公司人员构成情况

专业结构	人数(人)	教育程度	人数(人)
技术人员	167	硕士及以上	21
销售人员	496	本科	355
管理人员	69	大专	351
其他人员	475	大专及以下	480
合计	1,207	合计	1,207

资料来源：公司提供



## 六、经营与竞争

公司主营业务为农药和肥料的生产和销售，其中农药包含植物生长调节剂、杀菌剂和杀虫剂等，肥料包含水溶性肥料和普通复合肥。近年公司植物生长调节剂、杀菌剂和水溶性肥料产品收入均保持稳定增长趋势。植物生长调节剂是公司核心产品，包括61个植物生长调节剂制剂登记（含国外登记的8个植物生长调节剂制剂）、上百余种细分产品。近年来公司植物生长调节剂产品产销规模不断提升，毛利率水平较高，但受原材料价格上涨影响，毛利率有所下滑，其它产品包括普通复合肥，杀虫剂、除草剂等农药制剂及园林养护用品，其中普通复合肥包括有机肥和复合肥，主要通过委托加工的方式生产。

表10 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
植物生长调节剂	37,560.00	51.11%	32,848.55	55.38%	26,069.67	57.98%
杀菌剂	17,513.12	31.49%	14,713.70	30.70%	13,413.55	37.93%
水溶性肥料	16,237.84	56.25%	12,661.69	62.62%	11,343.05	63.83%
其他:	29,861.31		26,169.57	-	22,761.25	-
普通复合肥	9,381.58	34.00%	8,037.31	34.58%	7,069.90	39.71%
其他农药	12,742.76	40.15%	10,469.42	42.01%	9,364.72	44.34%
园林养护品	7,736.97	54.35%	7,662.84	56.73%	6,326.63	63.18%
合计	101,172.27	45.82%	86,393.50	48.80%	73,587.51	52.18%

注：其他农药包括杀虫剂、杀菌剂等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司拥有较多的植物生长调节剂原药和制剂登记产品，具有一定的技术储备

公司专注植物生长调节剂行业30多年，产品布局上种类最多，具有较强的制剂配方和应用技术的积累，在专业性和时间进入成本上具有优势。公司主要产品包括植物生长调节剂、杀菌剂和水溶性肥料。

表11 公司主要植物生长调节剂产品及功能介绍

类别	产品	作用机理、用途
植物生长调节剂	多效唑	多效唑是一种植物生长调节剂，为内源赤霉素合成的抑制剂，可以明显减弱水稻秧苗顶端生长优势，促进侧芽分蘖。喷后秧苗外观表现为矮壮分蘖多，叶色浓绿，根系发达。
	茶乙酸	茶乙酸有着内源生长素吲哚乙酸的作用特点和生理功能，如促进细胞分裂与扩大，诱导形成不定根，增加座果，防止落果等。可经由叶片、树枝的嫩表皮等进入到植株体内，随营养流传导到起作用的部位。

甲哌鎓	甲哌鎓能有效调节植株生长，增强光合作用，提高叶片的同化能力，矮化植株，促进营养物质向块根转移，增产明显。
乙烯利	乙烯利是促进生长的植物生长调节剂。在酸介质中十分稳定，而在pH4以上，则分解释放出乙烯。当乙烯利进入植物体内传导起作用的部位后，便释放出乙烯，能起内源激素乙烯所起的生理功能，在番茄上使用，能促进番茄果实着色，提高经济价值。
氯吡脲	氯吡脲为活性较高的植物生长调节剂，具有细胞分裂素活性，能促进细胞分裂、分化和蛋白质合成，可提高光合作用。用于瓜果类作物如甜瓜、猕猴桃、葡萄、西瓜、黄瓜等，具有促进保花保果、加速幼果生长发育、增加产量等作用。
赤霉素	赤霉素可促进作物生长发育，刺激细胞分裂、促进细胞伸长，提高产量、改进品质；能迅速打破种子、块茎和鳞茎等器官的休眠，促进发芽；减少蕾、花、铃、果实的脱落，提高果实结果率或形成无籽果实。

资料来源：公司提供

根据行业的相关规定，农药企业生产的产品必须“三证”齐全，即农药登记证、农药生产许可证及相应的质量标准证书。截至2020年3月末，公司本部、子公司润尔科技及依尔双丰在国内拥有“三证”产品数量合计为165个，其中植物生长调节剂原药登记17种、制剂登记61种，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的企业。公司还有部分杀菌剂以及水溶肥产品，形成了以植物生长调节剂为主，杀菌剂、水溶肥为辅的产品架构和推广模式。

表12 截至2020年3月末公司拥有的三证登记产品情况（单位：个）

产品类别	类型	润尔科技	依尔双丰	公司本部	合计
植物生长调节剂	原药	13	4	0	17
	制剂	37	16	8	61
杀菌剂	原药	3	0	0	3
	制剂	33	6	0	39
除草剂	原药	0	5	0	5
	制剂	0	19	0	19
其他制剂	制剂	21	0	0	21
肥料登记产品		39	17	0	56
合计		146	67	8	221

注：公司本部 8 个制剂产品登记证为缅甸农药登记委员会颁发

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2017-2019年公司技术人员分别为180人、175人和167人。近年公司研发投入金额持续增加，2017-2019年公司研发投入金额分别为2,483.90万元、4,070.13万元和4,221.34万元，复合增长率为30.36%，一方面系自上市以来公司产品登记数量增加，试验费和登记费也相应增加，另一方面系公司将技术服务的职能重新定位后，于2017年底成立了专门的应用研究机构“作物调控研究院”，该研究院的人员薪酬及发生的相关费用计入了研发费用。

表13 公司研发投入情况

项目	2019年	2018年	2017年
技术人员数量(人)	167	175	180
技术人员数量占比	13.84%	16.68%	17.75%
研发投入金额(万元)	4,221.34	4,070.13	2,483.90
研发投入占营业收入比例	4.16%	4.70%	3.37%

资料来源：公司2017-2019年年报及公司提供

公司农药原药和制剂产销规模持续增长，但受季节性等因素影响，农药产品产能利用率处于较低水平，同时2019年甲哌鎇原药生产装置基本处于停产状态，对公司后续盈利产生影响

2019年起，公司所有产品生产由全资子公司润尔科技负责，生产基地位于四川省简阳市。近年来，公司农药原药、农药制剂和水溶性肥料产销规模持续增长。2017-2018年，公司农药原药产能维持在1,697吨，所生产原药产品中甲哌鎇原药产品为占比超过90%，主要用于公司生产农药制剂，少量对外销售。2019年1月10日，根据成都市安全生产监督管理局向公司出具的（成）安监局[2018]5057号《行政处罚决定书》，因存在安全生产隐患，公司对属于重点监管的危险化工工艺的烷基化工车间（甲哌鎇车间）全面停产，彻底消除安全隐患，使得2019年农药原药产能及产能利用率均大幅下降。截至2019年末，公司甲哌鎇原药生产装置仍处于停产状态，生产制剂所需的甲哌鎇原药通过对外采购获取，对公司盈利产生一定负面影响。公司在建项目“年产2,100吨植物生长调节剂原药生产线项目”包含1,000吨/年甲哌鎇原药生产线，2019年末已完工，尚处于验收阶段，若该项目顺利投产可缓解上述事项产生的负面因素，同时原甲哌鎇生产车间将不再继续使用。

从产能利用率情况来看，2017-2019年公司农药原药和农药制剂的产能利用率均处于较低水平。2017-2018年农药原药产能利用率低，主要因为公司的农药原药设计产能偏小，单位生产成本高于同行业的大型企业原药生产成本，同时受安全、环保、场地的限制，公司主要集中生产甲哌鎇原药，其他原药主要系外购。公司农药制剂设计生产能力一般按全年300天生产设计，因为季节性因素，农药制剂实际生产能力远低于农药制剂设计生产能力。

从产销量情况来看，公司农药制剂和肥料产品均处于较高水平。2017-2018年公司农药原药产销率一直较低，主要是因为农药原药主要用于生产农药制剂，对外销售规模很小。2019年因甲哌鎇生产车间停产，公司外购原药用于生产及外部销售，导致产销率处于很高水平。肥料产品主要是采用委托加工的方式生产，因此产销率较高。

表14 公司主要产品产能、产量、销量情况

期间	产品	设计产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	平均单价 (元/吨)	设计产能 利用率	产销率
2019年	农药原药	1,722	12.25	151.93	64,933.25	0.70%	1,240.24%
	农药制剂	16,333	10,631.58	11,580.25	57,709.77	65.09%	108.92%
	肥料	10,133	9,866.18	43,912.58	5,834.19	97.37%	445.08%
2018年	农药原药	1,697	661.78	341.33	61,490.11	39.00%	51.58%
	农药制剂	16,000	8,510.23	9,688.70	57,729.96	53.19%	113.85%
	肥料	10,000	8,564.83	36,344.67	5,695.19	85.65%	424.35%
2017年	农药原药	1,697	581.45	232.92	54,291.95	34.26%	40.06%
	农药制剂	16,000	7,154.07	9,511.87	50,178.21	44.71%	132.96%
	肥料	10,000	10,348.90	35,193.62	5,195.53	103.49%	340.07%

注：公司2019年农药制剂产能较2018年增加，系合并依尔双丰所致  
资料来源：公司提供

近两年，环保政策越来越严，公司生产中会产生废水、废气、固废和噪音，且部分原材料属于易燃、易爆、有毒等危险化学品，生产面临一定环境保护风险和安全生产风险。2018年5月8日，成都市环境保护局对公司生产场地进行了调查，发现公司生产过程中存在环境违法行为，认定公司于2018年5月8日当日外排废水的化学需氧量浓度超过《污水综合排放标准》（GB8978-1996）中规定的排放标准限值，该行为违反了《中华人民共和国水污染防治法》第十条规定，并对其作出了处以25万元罚款的决定。2017年以来公司被行政处罚5次，其中涉及安全生产1次，环境保护1次。

**公司植物生长调节剂、杀菌剂和肥料细分产品众多，产品结构相对稳定，产销率处于较高水平**

公司生产农药制剂产品种类较多，其中植物生长调节剂产品包括多效唑、甲哌鎗、赤霉酸、萘乙酸、氯吡脞和乙烯利等十多个品种。杀菌剂产品包括多菌灵、噁霉灵、代森锰锌和三唑酮等多个品种。水溶性肥料产品包括含氨基酸水溶肥料和大量元素水溶肥料。从杀菌剂产品结构来看，多菌灵产品一直保持较高的产销规模，噁霉灵产品近年产销规模增长较快，收入保持较快增长，三唑酮产品规模有明显下滑。因公司产品自身的特点，产品用量很低，且产品单价相对较低，因此单品产销规模一般均较小。

公司肥料产品包括水溶性肥料和复合肥，其中水溶性肥料主要由自己生产，复合肥主要采用委托加工的方式生产。近年，公司水溶性肥料产销率一直保持较高水平，产品收入保持快速增长。

为进一步完善产品“作物套餐”、扩大公司品牌影响力、公司将部分农药制剂产品及肥料产品委托相应生产企业进行成品加工，并主要与公司自产的植物生长调节剂搭配销售。公司合作的委托加工商均持有相应的生产许可证。公司按合同约定的价格支付对应的

采购费用。2017-2019年公司委托加工商包括四川天农农资有限公司、四川眉山凯尔化工有限公司等。

2017-2019年公司通过委托加工采购产品（主要为复合肥，包含少量的其他农药制剂产品）规模分别为3,784.12万元、5,065.79万元和6,612.80万元，占主营业务成本比例分别为10.75%、11.45%和12.06%。

公司建立了以经销模式为主的较为完善的营销网络，为主要产品的销售提供了有力保障，目前客户集中度较低

由于我国农资行业客户分散、单位用户需求量小的特点，农资产品的竞争很大程度上取决于公司直接面向基层客户的营销能力。截至2019年末，公司共有3,000多名经销商，已形成以县乡级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络，除香港、澳门和台湾外全国所有省份均覆盖了公司的营销网络，营销网络较为完善。

表16 公司各销售模式收入情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
经销模式	91,699.79	90.64%	75,007.27	86.82%	64,838.52	88.11%
直销模式	9,472.47	9.36%	11,386.23	13.18%	8,748.99	11.89%
合计	101,172.26	100.00%	86,393.50	100.00%	73,587.51	100.00%

资料来源：公司提供

2017-2019年公司前五大客户销售收入在当期营业收入中所占的比例分别为9.69%、11.01%和9.06%，客户集中度较低。

表17 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
前五大客户销售金额	9,213.48	9.08%	9,994.77	11.55%	7,300.78	9.90%

资料来源：公司提供

#### 近年原材料价格有所上涨，对公司盈利产生一定影响

公司采取“以产定购”的采购方式，即公司生产管理部根据年度生产计划和临时计划确定原材料需求量，由采购部负责对外采购。公司采购原材料主要包括多效唑原药、乙炔利原药等农药原药、助剂和化工原材料。近年公司主要原材料价格整体呈上升趋势，具体情况如附录四所示。得益于公司在行业内的知名度以及完善的营销网络，拥有一定的成本转移能力，在原材料价格大幅上涨的压力下产品仍保持较高的毛利率，但整体毛利率仍有所下滑，若主要原材料价格持续上升，原材料采购将占用更多资金，从而增加公司流动资金压力，同时还会增加产品成本，侵蚀利润空间。

2017-2019年公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例分别为31.78%、30.37%和31.73%，供应商集中度一般。

表18 近年最大供应商及公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购额（万元）	占当期采购总额的比例
2019年	江苏景宏生物科技有限公司	7,148.97	13.21%
	前五名供应商合计	17,172.38	31.73%
2018年	江苏景宏生物科技有限公司	4,639.43	10.99%
	前五名供应商合计	12,821.07	30.37%
2017年	江苏景宏生物科技有限公司	4,185.53	12.81%
	前五名供应商合计	10,385.60	31.78%

注1：2018年公司对景宏生物投资取得其25%的股权。

注2：采购总额包括采购的原材料和委外加工的成品。

资料来源：公司提供

公司在建产能规模较大，是否能实现预期经济效益存在不确定性

为解决产能不足，公司通过IPO融资以及发行本期债券，增加主要产品产能，主要项目如下表所示。在建及拟建项目建成投产后，公司农药制剂年产能净增加2.5万吨，水溶肥年产能净增加4.6万吨，是否能取得预期经济效益存在一定不确定性。

表15 截至2019年末公司在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目类型	项目内容	设计产能	完工日期
本次可转债募投项目：农药制剂项目	年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	22,000吨/年	-
本次可转债募投项目：肥料项目	年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	50,000吨/年	-
IPO募投项目：农药制剂项目	年产1.9万吨环保型农药制剂生产线项目	19,000吨/年	2019年末
IPO募投项目：肥料项目	年产6,000吨植物营养生产线项目	6,000吨/年	2019年9月末
减：公司老厂区的产能	农药制剂	16,000吨/年	-
	肥料	10,000吨/年	-
	农药制剂净新增产能	25,000吨/年	-
	肥料净新增产能	46,000吨/年	-

资料来源：公司提供

公司投资的景宏生物2018年出现大幅亏损，且一直处于停产状态，2019年新收购的依尔双丰经营尚处于亏损状态，该部分资产后续仍可能存在减值风险

2018年公司与景宏生物、江苏景宏化工有限公司（以下简称“景宏化工”）、刘景清、管晓云签订《江苏景宏生物科技有限公司之股权转让及增资协议》。公司以1,500万元受让景宏化工持有的景宏生物增资前10.00%的股权，同时以3,000万元向景宏生物增资，前

述交易完成后，合计持有景宏生物25.00%的股权。

景宏化工及刘景清、管晓云承诺景宏生物2018-2020年实现的考核净利润合计不低于4,095万元，其中：2018-2020年实现考核净利润目标分别为1,000万元、1,350万元和1,745万元。如果景宏生物2018年、2019年中的任何一年未达到承诺考核净利润目标的75%，2020年结束后景宏生物2018-2020年未达到承诺目标，则景宏化工及刘景清、管晓云应对公司进行业绩承诺的股份或者现金补偿。

2018年4月，景宏生物注册地和厂区位于连云港化工产业园区。为落实江苏省、连云港市对灌河口突出环境问题整治的要求，2018年4月28日灌南县人民政府向连云港化工产业园区内企业下发停产告知书，景宏生物遂停产。受该事项影响其2018年亏损623.43万元。景宏化工及刘景清和管晓云同意以零价格向公司转让其持有景宏生物75%股权的方式进行业绩补偿。根据中联资产评估集团有限公司出具的关于景宏生物股权价值的《资产评估报告》（中联评报字[2019]第411号）和《资产评估报告》（中联评报字[2020]第586号），2018年末和2019年末景宏生物股权价值分别为9,715万元和10,048.69万元，公司确认金融资产公允价值变动收益分别为7,286万元和250.36万元。2018年公司对前期投资的景宏生物25%的股权计提1,812.63万元资产减值损失。截至2020年3月末，景宏生物尚未复产。2019年9月，灌南县人民政府出具《江苏连云港化工产业园区产业规划（2018-2035）》的批复文件（灌政复[2019]42号）。根据该文件精神，连云港化工产业园区未来规划为“优化升级化工新材料产业、突破发展医药产业、限制发展农药产业”。景宏生物所处行业为化学农药制造业，根据前述文件的要求，其可能存在被责令关闭的风险。若景宏生物被有权部门责令关闭，将对公司经营业绩产生不利影响。

2019年10月，公司收购依尔双丰100%股权，收购价格为7,800万元。根据中联资产评估集团有限公司出具的《资产评估报告》（中联评报字[2019]第1792号），依尔双丰100%股权评估值为8,200万元，评估增值1,289.78万元，增值率为18.66%，评估基准日为2019年9月30日。依尔双丰主要经营农药原药和制剂生产及销售业务，主要产品包括植物生长调节剂、除草剂和肥料产品。截至2019年9月末，依尔双丰总资产为8,102.92万元，净资产为6,910.22万元，2019年11-12月，营业收入为986.33万元，净利润为-318.89万元。收购依尔双丰后可拓宽公司的产品线，但该公司经营尚处于亏损状态，后续跟公司协同效果仍有待观察。

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）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2017-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年公司新设一家一级子公司润尔科技，2017年公司一级子公司国光农资新设一家二级子公司嘉智农业。2019年通过收购的方式新增合并依尔双丰。

### 资产结构与质量

近年随着业务规模扩大以及利润的累积，公司总资产规模有所增长，货币资金占比较高，流动性较好，但固定资产规模较大，后续产能利用情况值得关注

近年随着公司业务规模的扩大以及利润的累积，公司总资产规模近三年逐年增长。

表19 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49,949.84	35.97%	50,923.58	37.94%	48,652.96	43.24%	58,932.55	59.80%
公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	-	0.00%	-	0.00%	7,286.16	6.48%	-	-
应收票据	2,494.98	1.80%	1,694.54	1.26%	4,152.96	3.69%	1,794.99	1,694.54
应收账款	2,949.11	2.12%	2,214.70	1.65%	1,580.10	1.40%	2,181.81	2,214.70
存货	21,303.48	15.34%	19,121.60	14.25%	14,530.39	12.91%	11,998.40	12.17%
流动资产合计	83,448.48	60.09%	79,737.60	59.41%	79,875.61	70.99%	82,069.88	83.28%
其他权益工具投资	3,320.00	2.39%	3,320.00	2.47%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产净额	32,674.69	23.53%	32,668.86	24.34%	2,095.51	1.86%	1,571.25	1.59%
无形资产	5,305.16	3.82%	5,138.73	3.83%	3,092.73	2.75%	3,153.24	3.20%
其他非流动金融资产	7,536.52	5.43%	7,536.52	5.62%	0.00	0.00%	0.000	0.00%
非流动资产合计	55,428.89	39.91%	54,467.18	40.59%	32,644.41	29.01%	16,481.23	16.72%
资产总计	138,877.38	100.00%	134,204.78	100.00%	112,520.02	100.00%	98,551.11	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

近年公司一直保持较大规模货币资金，截至2019年末公司货币资金中定期存款、通知存款、票据保证金合计规模为20,228.84万元，使用权受限资金为528.84万元。截至2019年末，公司应收账款账面余额为2,880.67万元，其中账龄1年以内占比73.01%。2019年末公司



应收账款规模前五名合计占当期末应收账款总额的55.15%，账款应收对象相对集中，应收对象包括恒大园林集团有限公司、广州天力建筑工程有限公司等。截至2019年末，公司应收票据为1,694.54万元，全部为商业承兑汇票，另外公司还有银行承兑汇票1,075.22万元，计入应收账款融资。公司应收款项规模较大，且较为集中，需关注应收账款及商业承兑汇票的回收风险。

近年公司存货规模持续增长，截至2019年末为19,121.60万元，其中原材料和库存商品占比分别为33.36%和50.78%，已计提减值准备182.02万元。公司存货中产成品占比较大，可能存在一定跌价损失风险。2019年公司存货规模较2018年末增长幅度较大，主要是收购依尔双丰所致。

截至2018年末公司可供出售金融资产为3,320.00万元，系对苏州泰昌九鼎投资中心（有限合伙）、四川简阳农村商业银行股份有限公司和资阳市中小企业融资担保有限责任公司的投资，持股比例分别为8.99%、0.81%和0.13%。根据最新会计准则，2019年末，公司将该部分资产计入其他权益工具投资科目核算。

截至2019年末，公司固定资产净额为32,668.86万元，较2018年末大幅增长，主要包括两方面原因：一是公司前期IPO募投项目及非募投项目已全部完工，处于待验收状态，结转至固定资产增加26,979.68万元；二是公司2019年合并依尔双丰，导致固定资产增加3,582.80万元。截至2019年末公司尚未办妥产权证书的固定资产规模为14,460.21万元，其中IPO募投项目新厂房屋账面价值13,748.81万元待验收后办理。另外依尔双丰26项房屋建筑物因历史原因无法办理产权证明，依尔双丰原股东承诺上述房产归依尔双丰所有。

截至2019年末，公司无形资产为5,138.73万元，其中67.16%为土地使用权。2019年公司无形资产同比增长66.16%，主要是合并依尔双丰增加的农药登记证，账面价值合计为1,392.65万元。

2018年末公司公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为7,286.16万元，系公司受让景宏生物75%的股权，入账价值根据评估价值确定。根据相关协议约定，若景宏生物在业绩承诺期满后实现业绩承诺期三年累计承诺业绩目标，公司将返还这部分股权给原股东。2019年公司将该部分资产调整至其他非流动金融资产。

近年随着业务规模扩大以及利润的累积，公司总资产规模有所增长，货币资金占比较高，流动性较好，但应收账款及应收票据规模较大，需关注其回收风险。

## 资产运营效率

近年公司存货周转天数相对较长，整体经营效率有待提升

公司产品销售采取现销模式，即对经销商的先款后货、零星客户交现金直接提货、业务员送货收现等，少量采取赊销即特别条款下对经销商的赊销、公司直接经办的政府采购、大客户直销等。近年公司应收账款周转天数相对稳定。公司存货周转天数为100天以上，周转效率仍有待提升。公司采购原材料一般需预付部分货款，应付账款规模较小。近年公司净营业周期相对稳定。

表20 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	17.11	20.20	16.87
存货周转天数	110.33	107.80	121.34
应付账款周转天数	14.20	16.00	19.18
净营业周期	113.24	111.99	119.03
流动资产周转天数	283.26	336.83	417.39
固定资产周转天数	61.69	7.63	7.62
总资产周转天数	437.85	439.01	483.43

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 近年公司营业收入持续增长，盈利能力尚可

公司在植物生长调节剂领域深耕多年，具有较高的市场知名度及行业影响力，近年产品产销规模不断增长，推动收入规模不断上升。但近年来原材料价格不断增加，削弱了公司盈利能力，毛利有所下滑，但仍处于较高水平。

2018年公司获得宏景生物业绩补偿的股权产生公允价值变动收益7,286.16万元，使得当期净资产收益率有明显提升。

近年公司期间费用率整体稳定，2017-2019年维持在23%-24%之间，其中管理费用增长主要来自股权激励费用的分摊（短期增长），研发费用的增长主要来自研发投入和登记证申请所产生的登记、试验费用。2019年公司总资产回报率和净资产收益率均有所回落，净利润规模也有所下降。

表21 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
营业收入	18,555.02	101,428.07	86,541.97	73,732.31
公允价值变动损益	0.00	250.36	7,286.16	0.00
营业利润	6,418.07	23,289.68	26,860.44	21,724.08
利润总额	6,421.19	23,253.94	26,627.76	21,746.19
净利润	5,491.26	20,113.39	23,458.92	18,529.74

综合毛利率	47.77%	45.87%	48.81%	52.20%
期间费用率	13.16%	23.21%	23.99%	23.06%
营业利润率	34.59%	22.96%	31.04%	29.46%
总资产回报率	-	18.85%	25.23%	21.96%
净资产收益率	-	19.66%	26.74%	22.10%
营业收入增长率	-	17.20%	17.37%	20.03%
净利润增长率	-	-14.26%	26.60%	33.07%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动收现情况较好，经营活动现金流呈持续净流入状态

经营活动方面，公司近年收入规模不断增长，应收账款和应付账款均周转较快，收现比维持在1.00左右，经营活动现金流均呈净流入状态。

投资活动方面，2018-2019年公司投资活动产生的现金流量均大幅净流出，主要是公司投资IPO募投项目，收购景宏生物和依尔双丰股权所致。

筹资活动方面，公司经营活动现金流表现较好，融资活动规模较小，近年公司筹资活动现金流均呈净流出状态，主要是向股东分配股利所致。

表22 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年	2017年
收现比	1.07	0.99	1.03	1.05
净利润	5,491.26	20,113.39	23,458.92	18,529.74
营运资本变化	-	477.16	-3,856.58	2,230.68
其中：存货减少（减：增加）	-	-2,351.67	-2,475.41	-354.69
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	54.72	-2,431.67	379.40
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	2,774.11	1,050.51	2,205.97
经营活动产生的现金流量净额	189.75	21,573.69	15,367.29	19,157.52
投资活动产生的现金流量净额	-1,967.90	-14,446.84	-13,580.68	9,522.91
筹资活动产生的现金流量净额	1,136.96	-5,336.48	-11,550.04	-23,064.75
现金及现金等价物净增加额	-641.19	1,790.37	-9,763.43	5,615.68

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司资产负债率较低，整体债务压力较小

受益于利润盈余的累积，近年公司所有者权益不断增长。近年公司产权比率持续增加，2019年末较2017年末持续增加了5.26个百分点，仍处于较低水平。

表23 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
负债总额	21,884.64	22,703.31	17,688.32	12,929.96
所有者权益	116,992.73	111,501.47	94,831.70	85,621.14
产权比率	18.71%	20.36%	18.65%	15.10%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司应付票据全部为银行承兑汇票。公司应付账款主要为购买原材料的材料款。公司预收款项全部为货款，近年随着业务规模的扩大公司预收款项规模较大。近年随着应付职工奖金规模的增加，公司应付职工薪酬持续增加。截至2019年末，公司其他应付款为3,211.88万元，主要系包括限制性股票回购义务和保证金。

表24 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	829.41	3.79%	110.00	0.48%	51.00	0.29%	-	0.00%
应付票据	-	0.00%	1,762.80	7.76%	162.00	0.92%	1,570.50	12.15%
应付账款	3,561.60	16.27%	1,203.68	5.30%	1,201.33	6.79%	1,004.84	7.77%
预收款项	8,293.27	37.90%	6,159.12	27.13%	6,381.26	36.08%	5,100.71	39.45%
应付职工薪酬	878.52	4.01%	5,154.86	22.71%	3,906.28	22.08%	2,426.16	18.76%
其他应付款	-	0.00%	3,211.88	14.15%	3,951.37	22.34%	988.26	7.64%
流动负债合计	17,796.53	81.32%	18,188.22	80.11%	15,988.64	90.39%	11,686.31	90.38%
负债合计	21,884.64	100.00%	22,703.31	100.00%	17,688.32	100.00%	12,929.96	100.00%
有息债务	829.41	3.79%	1,872.80	8.25%	213.00	1.20%	1,570.50	12.15%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，2017-2019年公司资产负债率分别为13.12%、15.72%和16.92%，负债率处于较低水平，偿债压力较小。

表25 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年	2017年
资产负债率	15.76%	16.92%	15.72%	13.12%
流动比率	4.69	4.38	5.00	7.02
速动比率	3.49	3.33	4.09	6.00
EBITDA（万元）	-	24,137.16	27,185.83	22,254.98

EBITDA 利息保障倍数

- 10,136.05 - -

注：公司有息债务规模很少，2019年计入财务费用利息支出仅为2.38万元，2017年和2018年无利息支出

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

## （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目收益是本期债券还本付息的主要资金来源，根据《可行性报告》募投项目“年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目”和“年产50,000吨水溶性肥料（专用肥）生产搬迁技改项目”，项目建设期均为24个月，预计建成达产后分别实现年均销售收入77,089.40万元和27,062.60万元。但是募投项目投资规模较大且建设周期较长，项目建设过程、运营情况存在不确定性。

其次，公司经营活动产生的现金流入是本期债券还本付息的重要保障，2017-2019年公司分别实现营业收入73,732.31万元、86,541.97万元和101,428.07万元，经营活动现金净流入分别为19,157.52万元、15,367.29万元和21,573.69万元。近年公司陆续收购景宏生物和尔尔双丰股权，被收购子公司后续经营业绩可能存在较大不确定性。

再者，公司可通过资产变现来补充所需偿债资金。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

## （二）本期债券保障措施分析

本期债券采用股份质押和保证担保和个人保证担保方式。公司实际控制人颜昌绪将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，并且其本人为本期债券提供连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。保证期间为本期债券的存续期及本期债券履行期限届满之日起两年。

在办理初始股票质押手续时，初始质押股份总数为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的颜昌绪合计持有的公司股份市值为本期债券发行规模2倍，即：初始质押股份总数=（本期债券发行规模×200%）÷办理质押登记的前一交易日公司股票收盘价。

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额的130%，质权人代理人有权要求出质人个别或连带的在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率不低于200%；追加的质押财产限于国光股份人民币普通股，追加股份的价值计算基准为连续30个交易日内国光股份收盘价的均价。若质押股份的市场价值（以每

一交易日收盘价计算)连续30个交易日超过本期债券未偿还本息总额的270%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股份的市场价值(以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算)不得低于本期债券尚未偿还本金总额的200%。

自合同签订并生效之日起十五个工作日内，出质人应当协助出质人代理人在中国证券登记结算有限公司办理质押股份登记手续及其他相关手续。

## 九、其他事项分析

根据公司提供的企业信用报告，2017年1月1日至2020年4月26日(报告查询日)公司本部及子公司润尔科技不存在未结清不良信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。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。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

项目（单位：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	49,949.84	50,923.58	48,652.96	58,932.55
应收票据	2,494.98	1,694.54	4,152.96	1,794.99
应收账款	2,949.11	2,214.70	1,580.10	2,181.81
预付款项	3,995.91	2,645.19	2,453.51	1,777.50
存货	21,303.48	19,121.60	14,530.39	11,998.40
可供出售金融资产	-	-	3,320.00	3,320.00
长期股权投资	2,536.41	2,536.41	2,475.13	-
其他权益工具投资	3,320.00	3,320.00	-	-
其他非流动金融资产	7,536.52	7,536.52	-	-
固定资产	32,674.69	32,668.86	2,095.51	1,571.25
在建工程	1,181.98	917.53	16,464.72	7,086.28
无形资产	5,305.16	5,138.73	3,092.73	3,153.24
资产总计	138,877.38	134,204.78	112,520.02	98,551.11
预收款项	8,293.27	6,159.12	6,381.26	5,100.71
应付职工薪酬	878.52	5,154.86	3,906.28	2,426.16
其他应付款	3,212.31	3,211.88	3,951.37	988.26
其他非流动负债	3,628.79	4,039.93	1,384.68	928.66
有息债务	-	1,872.80	213.00	-
负债合计	21,884.64	22,703.31	17,688.32	12,929.96
所有者权益合计	116,992.73	111,501.47	94,831.70	85,621.14
营业收入	18,555.02	101,428.07	86,541.97	73,732.31
营业利润	6,418.07	23,289.68	26,860.44	21,724.08
净利润	5,491.26	20,113.39	23,458.92	18,529.74
经营活动产生的现金流量净额	189.75	21,573.69	15,367.29	19,157.52
投资活动产生的现金流量净额	-1,967.90	-14,446.84	-13,580.68	9,522.91
筹资活动产生的现金流量净额	1,136.96	-5,336.48	-11,550.04	-23,064.75
<b>财务指标</b>	<b>2020年3月</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>
应收账款周转天数	-	17.11	20.20	16.87
存货周转天数	-	110.33	107.80	121.34
应付账款周转天数	-	14.20	5.54	-
净营业周期	-	113.24	122.45	138.21
流动资产周转天数	-	283.26	336.83	417.39
固定资产周转天数	-	61.69	7.63	7.62
总资产周转天数	-	437.85	439.01	483.43
综合毛利率	47.77%	45.87%	48.81%	52.20%
期间费用率	13.16%	23.21%	23.99%	23.06%

营业利润率	34.59%	22.96%	31.04%	29.46%
总资产回报率	-	18.85%	25.23%	21.96%
净资产收益率	-	19.50%	26.00%	21.15%
营业收入增长率	-	17.20%	17.37%	20.03%
净利润增长率	-	-14.26%	26.60%	33.07%
资产负债率	15.76%	16.92%	15.72%	13.12%
流动比率	4.69	4.38	5.00	7.02
速动比率	3.49	3.33	4.09	6.00
EBITDA (万元)	-	24,137.16	27,185.83	22,254.98

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年第一季度财务报表，中证鹏元整理



## 附录二 截至 2020 年 3 月末四川润尔在国内农药产品“三证”情况

序号	农药名称	剂型	产品登记证号	生产许可证号	有效期
植物生长调节剂原药					
1	2, 4-滴钠盐	原药	PD20101693	农药生许(川)0001	2020.06.17
2	萘乙酸	原药	PD86124-3	农药生许(川)0001	2021.10.25
3	S-诱抗素原药	原药	PD20110292	农药生许(川)0001	2021.03.11
4	三十烷醇	原药	PD20070173	农药生许(川)0001	2022.06.25
5	矮壮素	原药	PD20097072	农药生许(川)0001	2024.10.10
6	吲哚丁酸	原药	PD20100321	农药生许(川)0001	2025.01.11
7	氯吡脞	原药	PD20080993	农药生许(川)0001	2023.08.06
8	胺鲜酯	原药	PD20101572	农药生许(川)0001	2020.06.01
9	噻苯隆	原药	PD20101581	农药生许(川)0001	2020.06.03
10	甲哌鎓	原药	PD20082601	农药生许(川)0001	2023.12.04
11	氯苯胺灵	原药	PD20110290	农药生许(川)0001	2021.03.11
12	苄氨基嘌呤	原药	PD20081592	农药生许(川)0001	2023.11.12
13	对氯苯氧乙酸钠	原药	PD20151572	农药生许(川)0001	2020.08.28
杀菌剂原药					
14	代森锰锌	原药	PD20070243	农药生许(川)0001	2022.08.30
15	代森锌	原药	PD20060172	农药生许(川)0001	2021.11.01
16	硫酸铜	原药	PD88105-21	农药生许(川)0001	2023.06.12
植物生长调节剂制剂					
17	噻米隆	可溶液剂	PD20140847	农药生许(川)0001	2024.04.12
18	氯吡脞	可溶液剂	PD20082370	农药生许(川)0001	2023.12.01
19	S-诱抗素	水剂	PD20130807	农药生许(川)0001	2023.04.22
20	三十烷醇	微乳剂	PD20080872	农药生许(川)0001	2023.06.27
21	复硝酚钠	水剂	PD20101490	农药生许(川)0001	2025.05.10
22	乙烯利	可溶粉剂	PD20083813	农药生许(川)0001	2023.12.15
23	多唑·甲哌鎓	可湿性粉剂	PD20091337	农药生许(川)0001	2024.02.01
24	多效唑	可湿性粉剂	PD20081543	农药生许(川)0001	2023.11.11
25	苄氨基嘌呤	可溶液剂	PD20120527	农药生许(川)0001	2022.04.10
26	2,4-滴钠盐	水剂	PD20131016	农药生许(川)0001	2023.05.13
27	氯苯胺灵	粉剂	PD20111247	农药生许(川)0001	2021.11.23
28	萘乙酸	粉剂	PD20081509	农药生许(川)0001	2023.11.06
29	赤霉酸	可溶粉剂	PD20131395	农药生许(川)0001	2023.07.02
30	甲哌鎓	水剂	PD20093610	农药生许(川)0001	2024.03.25
31	赤霉酸	乳油	PD20097655	农药生许(川)0001	2024.11.04

序号	农药名称	剂型	产品登记证号	生产许可证号	有效期
32	吡啶·赤霉酸	可溶液剂	PD20131024	农药生许(川)0001	2023.05.13
33	胺鲜·乙烯利	水剂	PD20131080	农药生许(川)0001	2023.05.20
34	乙烯利	水剂	PD84125-25	农药生许(川)0001	2024.03.17
35	吡丁·苯乙酸	可溶液剂	PD20110559	农药生许(川)0001	2021.05.20
36	烯效唑	可湿性粉剂	PD20100986	农药生许(川)0001	2025.01.19
37	苯乙酸	水剂	PD20140197	农药生许(川)0001	2024.01.29
38	丁酰肼	可溶粉剂	PD20102040	农药生许(川)0001	2020.10.27
39	噻苯隆	可湿性粉剂	PD20097445	农药生许(川)0001	2024.10.28
40	矮壮素	水剂	PD86123-7	农药生许(川)0001	2024.03.17
41	胺鲜酯	可溶粉剂	PD20101571	农药生许(川)0001	2020.06.01
42	甲哌鎓	可溶粉剂	PD20085793	农药生许(川)0001	2023.12.29
43	2,4-滴钠盐	可溶粉剂	PD20102168	农药生许(川)0001	2020.12.09
44	甲哌鎓	可溶粉剂	PD20131453	农药生许(川)0001	2023.07.05
45	对氯苯氧乙酸钠	可溶粉剂	PD20151570	农药生许(川)0001	2020.08.28
46	赤霉·噻苯隆	可溶液剂	PD20170550	农药生许(川)0001	2022.04.10
47	噻苯·敌草隆	悬浮剂	PD20171110	农药生许(川)0001	2022.07.19
48	赤霉·氯吡啶	可溶液剂	PD20171226	农药生许(川)0001	2022.07.19
49	吡啶基嘌呤	可溶粉剂	PD20172600	农药生许(川)0001	2022.10.17
50	多效唑	悬浮剂	PD20183926	农药生许(川)0001	2023.08.20
51	多唑·甲哌鎓	悬浮剂	PD20183927	农药生许(川)0001	2023.08.20
52	S-诱抗素	可溶液剂	PD20190067	农药生许(川)0001	2024.03.26
53	24-表芸苔素内酯	可溶液剂	PD20190241	农药生许(川)0001	2025.12.25
杀菌剂制剂					
54	烯酰吗啉	水乳剂	PD20120603	农药生许(川)0001	2022.04.11
55	烯唑醇	可湿性粉剂	PD20096071	农药生许(川)0001	2024.06.18
56	三唑酮	可湿性粉剂	PD20040283	农药生许(川)0001	2024.12.19
57	三唑酮	乳油	PD20130104	农药生许(川)0001	2023.01.17
58	多菌灵	可湿性粉剂	PD84118-40	农药生许(川)0001	2024.11.16
59	多菌灵	可湿性粉剂	PD84118-41	农药生许(川)0001	2024.12.20
60	锰锌·多菌灵	可湿性粉剂	PD20070167	农药生许(川)0001	2022.06.25
61	咪鲜胺	乳油	PD20081422	农药生许(川)0001	2023.10.31
62	噁霉灵	水剂	PD20100745	农药生许(川)0001	2025.01.16
63	五氯硝基苯	粉剂	PD20060171	农药生许(川)0001	2021.11.01
64	三乙膦酸铝	可湿性粉剂	PD20060168	农药生许(川)0001	2021.10.31
65	福美·拌种灵	可湿性粉剂	PD20070033	农药生许(川)0001	2022.01.29
66	锰锌·三唑酮	可湿性粉剂	PD20070255	农药生许(川)0001	2022.09.04
67	多菌灵	可湿性粉剂	PD85150-35	农药生许(川)0001	2020.07.14
68	福美双	可湿性粉剂	PD20060177	农药生许(川)0001	2021.11.09
69	代森锰锌	可湿性粉剂	PD20060210	农药生许(川)0001	2021.12.11

序号	农药名称	剂型	产品登记证号	生产许可证号	有效期
70	腐霉利	可湿性粉剂	PD20070244	农药生许(川)0001	2022.08.30
71	多·锰锌	可湿性粉剂	PD20083484	农药生许(川)0001	2023.12.12
72	甲基硫菌灵	可湿性粉剂	PD20092279	农药生许(川)0001	2024.02.24
73	甲霜·锰锌	可湿性粉剂	PD20096280	农药生许(川)0001	2024.07.22
74	代森锌	可湿性粉剂	PD20070030	农药生许(川)0001	2022.01.18
75	代森锰锌	可湿性粉剂	PD20060179	农药生许(川)0001	2021.11.09
76	乙铝·锰锌	可湿性粉剂	PD20095517	农药生许(川)0001	2024.05.11
77	三环唑	可湿性粉剂	PD20101488	农药生许(川)0001	2025.05.10
78	代森锌	可湿性粉剂	PD84116-8	农药生许(川)0001	2024.12.20
79	代森锰锌	可湿性粉剂	PD20092472	农药生许(川)0001	2024.02.25
80	咯菌腈	水分散粒剂	PD20140602	农药生许(川)0001	2024.03.06
81	敌磺钠	可溶粉剂	PD87110-4	农药生许(川)0001	2025.01.05
82	三唑酮	可湿性粉剂	PD20142294	农药生许(川)0001	2024.11.02
83	二氯异氰尿酸钠	可溶粉剂	PD20160913	农药生许(川)0001	2021.07.27
84	枯草芽孢杆菌	可湿性粉剂	PD20170899	-	2022.05.09
85	噻呋酰胺	悬浮剂	PD20172185	农药生许(川)0001	2022.10.17
86	苯甲·丙环唑	悬浮剂	PD20172895	农药生许(川)0001	2022.11.20
其他制剂					
87	苯丁·吡蚜灵	乳油	PD20096156	农药生许(川)0001	2024.06.24
88	氰戊菊酯	乳油	PD20100086	农药生许(川)0001	2025.01.04
89	丙溴·辛硫磷	乳油	PD20086156	农药生许(川)0001	2023.12.30
90	氯氟菊酯	乳油	PD20040091	农药生许(川)0001	2024.12.19
91	吡虫·杀虫单	水分散粒剂	PD20140683	农药生许(川)0001	2024.03.24
92	啶虫脒	水分散粒剂	PD20131044	农药生许(川)0001	2023.05.13
93	磷化铝	片剂	PD84121-14	农药生许(川)0001	2024.11.16
94	磷化铝	片剂	PD20098046	农药生许(川)0001	2024.12.07
95	四聚乙醛	颗粒剂	PD20140856	农药生许(川)0001	2024.04.08
96	杀虫单	可溶粉剂	PD20131727	农药生许(川)0001	2023.08.16
97	苏云金杆菌	可湿性粉剂	PD20170423	-	2022.03.09
98	呋虫胺	水分散粒剂	PD20183925	农药生许(川)0001	2023.08.20
99	防蛀液剂(氯菊酯)	防蛀液剂	WP20080505	农药生许(川)0001	2023.12.22
100	杀虫饵剂(氟虫脲)	饵剂	WP20170080	农药生许(川)0001	2022.08.21
101	吡虫啉	悬浮剂	WP20180069	农药生许(川)0001	2023.04.17
102	吡啶硫磷	可湿性粉剂	PD20070471	农药生许(川)0001	2022.11.20
103	苯磺隆	可湿性粉剂	PD20140849	农药生许(川)0001	2024.04.08
104	绿麦隆	可湿性粉剂	PD85166-18	农药生许(川)0001	2024.12.27
105	氯氟吡氧乙酸异辛酯(288克/升)	乳油	PD20098337	农药生许(川)0001	2024.12.18

序号	农药名称	剂型	产品登记证号	生产许可证号	有效期
106	草铵膦	水剂	PD20170464	农药生许(川)0001	2022.03.09
107	啶嘧磺隆	水分散粒剂	PD20171438	农药生许(川)0001	2022.07.19

资料来源：公司提供

### 附录三 截至 2020 年 4 月 30 日公司发明型专利明细

序号	专利名称	权利人	取得方式	专利号	申请日	有效期
1	植物生长调节剂组合物	国光股份	原始取得	ZL200910167942.8	2009年10月20日	20年
2	基于树木移植的吊装土球网兜及其使用步骤	国光股份	受让取得	ZL201210479032.5	2012年11月22日	20年
3	一种药肥组合物	国光股份	原始取得	ZL201010504895.4	2010年10月13日	20年
4	一种含花柳素和阿维菌素生物源农药及其制备方法	国光股份	原始取得	ZL201310221033.4	2013年6月5日	20年
5	一种化肥固体剂型	国光股份	原始取得	ZL201210286538.4	2012年8月13日	20年
6	一种含6-苄氨基嘌呤的植物生长调节剂组合物	国光股份	原始取得	ZL201210429734.2	2012年10月31日	20年
7	一种用于固定树木的支撑架支座装置	国光股份	受让取得	ZL201210162217.3	2012年5月23日	20年
8	一种氯吡啶可溶制剂及其制备方法	国光股份	原始取得	ZL201310240464.5	2013年6月18日	20年
9	一种植物生长调节剂组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201310572673.X	2013年11月15日	20年
10	一种含多效唑和甲哌鎓的植物生长调节剂及制剂制备方法	国光股份	原始取得	ZL201310102974.6	2013年3月27日	20年
11	一种6-苄氨基嘌呤可溶制剂及其配制方法	国光股份	原始取得	ZL201310221539.5	2013年6月5日	20年
12	一种杀菌组合物及其制剂	国光股份	原始取得	ZL201410154948.2	2014年4月17日	20年
13	一种植物生长调节剂组合物及其制剂	国光股份	原始取得	ZL201410154910.5	2014年4月17日	20年
14	一种用于固定树木的支撑架支座装置	国光股份	受让取得	ZL201210162281.1	2012年5月23日	20年
15	一种植物脱叶剂组合物	国光股份	原始取得	ZL201210287013.2	2012年8月13日	20年
16	一种植物生长调节剂组合物及其制剂	国光股份	原始取得	ZL201410163257.9	2014年4月22日	20年
17	一种除草组合物及其制剂	国光股份	原始取得	ZL201410182465.3	2014年4月30日	20年
18	一种植物生长调节剂组合物及其应用	国光股份	原始取得	ZL201410279857.1	2014年6月20日	20年
19	一种抑芽丹水悬浮剂	国光股份	原始取得	ZL201410339507.X	2014年7月16日	20年
20	提高热贮悬浮率及稳定性的三唑酮水分散制剂、生产方法	国光股份	原始取得	ZL201510068165.7	2015年2月9日	20年

21	一种植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201510160998.6	2015年4月7日	20年
22	一种防除园林菟丝子属植物的组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201510072891.6	2015年2月11日	20年
23	一种树干涂白组合物、含有该组合物的树干涂白剂及应用	国光股份	原始取得	ZL201510125899.4	2015年3月20日	20年
24	提高热贮悬浮率及稳定性的三唑酮可湿性粉剂、生产方法	国光股份	原始取得	ZL201510067935.6	2015年2月9日	20年
25	一种植物生长调节组合物及其制剂和应用	国光股份	原始取得	ZL201510414945.2	2015年7月15日	20年
26	一种果梗软化剂、其制备方法及其应用	国光股份	原始取得	ZL201510507505.1	2015年8月18日	20年
27	一种调节植物生长的组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201510566728.5	2015年9月8日	20年
28	土壤调理组合物及其应用、土壤调理剂	国光股份	原始取得	ZL201410406032.1	2014年8月18日	20年
29	一种瓶盖童锁结构	国光股份	原始取得	ZL201510511371.0	2015年8月19日	20年
30	一种防除菟丝子属寄生植物的组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201510072533.5	2015年2月11日	20年
31	三唑啉酮类化合物在植物抹芽控梢上的应用、组合物	国光股份	原始取得	ZL201510073449.5	2015年2月11日	20年
32	一种用于玉米的植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201510359196.8	2015年6月25日	20年
33	一种植物生长调节组合物及其制剂和应用	国光股份	原始取得	ZL201510415345.8	2015年7月15日	20年
34	一种用于叶面喷施的植物生根组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610550056.3	2016年7月13日	20年
35	一种药肥组合物及其应用、制剂	国光股份	原始取得	ZL201510571874.7	2015年9月9日	20年
36	一种植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610549756.0	2016年7月13日	20年
37	一种植物生长调节组合物及其制剂和应用	国光股份	原始取得	ZL201510507775.2	2015年8月18日	20年
38	一种植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610896054.X	2016年10月14日	20年
39	一种植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610723647.6	2016年8月25日	20年
40	一种植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610723307.3	2016年8月25日	20年
41	一种甲氧磷及其副产物的检测方法	国光股份	原始取得	ZL201510291859.7	2015年6月1日	20年
42	一种提高作物根系能力	国光股份	原始取得	ZL201610665407.5	2016年8月15日	20年

	和产量的组合物		取得			
43	一种用于树叶转色增色的农药组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610724312.6	2016年8月25日	20年
44	一种植物生长调节组合物、制剂及其应用	国光股份	原始取得	ZL201610548913.6	2016年7月13日	20年
45	一种易操作环割剪刀	国光股份	原始取得	ZL201610288562.X	2016年5月4日	20年
46	棉花脱叶剂组合物	国光股份	印度专利局	323412	2013年7月26日	20年
47	带柔性膜的反应釜	依尔双丰	受让取得	ZL201611089742.1	2016年12月1日	20年
48	防止死角物料堆积的反应釜	依尔双丰	受让取得	ZL201611082565.4	2016年11月30日	20年
49	一种防粘壁的反应釜	依尔双丰	受让取得	ZL201611082571.X	2016年11月30日	20年
50	用于搅拌的化学反应装置	依尔双丰	受让取得	ZL201611090293.2	2017年2月7日	20年
51	一种减压水洗装置	依尔双丰	受让取得	ZL201710400213.7	2017年5月31日	20年
52	空气压缩式的过滤压滤机	依尔双丰	受让取得	ZL201710434281.5	2017年6月9日	20年
53	化肥烘干装置	依尔双丰	受让取得	ZL201611229575.6	2016年12月27日	20年

资料来源：公司提供

附录四 近年公司主要原材料采购情况（吨、万元）

物料名称	2019年		2018年		2017年	
	数量	金额	数量	金额	数量	金额
3%赤霉素乳油	360.60	1,338.53	411.00	1,668.56	450.00	1,909.42
多效唑原药	369.82	3,033.64	220.10	2,093.60	163.72	1,059.22
多菌灵原药	386.50	1,265.42	316.69	981.80	343.11	1,011.07
磷酸二氢钾	3,123.92	1,989.94	2,216.00	1,325.88	1,551.93	904.76
乙烯利原药	289.80	1,028.12	281.91	552.04	310.74	510.52
硫酸钾	1,223.28	354.77	1,020.13	299.45	1,123.73	297.06
吡啶	-	-	333.90	1,040.14	332.16	978.63
恶霉灵	52.99	737.02	77.00	1,086.58	31.10	322.12
腐霉利原药	38.00	407.83	30.00	271.11	15.00	116.22
三唑酮原药	49.00	473.00	52.00	463.51	27.00	118.03
五氯硝基苯原药	78.00	267.32	50.00	155.41	60.00	174.16
PE	479.15	489.65	279.42	291.79	256.64	274.11
磷酸一铵	564.00	221.36	409.50	150.29	513.93	190.75
三环唑原药	30.00	249.24	14.70	103.63	15.00	77.51
烯效唑原药	14.75	751.53	8.71	523.76	7.98	356.95
聚乙烯	-	-	177.70	167.58	471.20	441.11
丁酰肼原药	94.00	776.50	22.00	175.45	44.00	305.56
甲醇钠粉剂	-	-	240.00	301.63	216.00	245.90
吡虫啉原药	15.00	197.46	23.00	417.79	12.00	218.57
甲哌鎧原药	665.25	3,786.10	149.27	809.48	-	-

资料来源：公司提供



## 附录五 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
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	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ( (本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2 ) * 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
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 * 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 + 一年内到期非流动负债 + 长期借款

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



# 营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司 (非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



### 重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描此照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体须按照《商事主体公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供  
鹏元股份 使用  
再复印无效



登记机关



2018 年 11 月 08 日



中华人民共和国  
证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼  
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年12月21日

此复印件  
无效  
再复印

# 中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：刘志强

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030215100003



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



姓名：张涛  
性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030212010001



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。