

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【160】号

昆明川金诺化工股份有限公司：

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 2020 年昆明川金诺化工股份有限公司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

二零二零年三月十八日

昆明川金诺化工股份有限公司
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.

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。

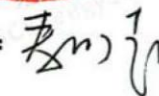
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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：



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

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【160】号 01

分析师

姓名：
陈勇阳 张涛
电话：
0755-82870013

邮箱：
chyy@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 3 月 26 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
披露于公司官方网站。

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

昆明川金诺化工股份有限公司 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-
发行主体长期信用等级：AA-
发行规模：不超过 3.68 亿元（含）
评级展望：稳定
债券期限：6 年
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，附债券赎回及回售条款

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”）对昆明川金诺化工股份有限公司（证券代码：“300505.SZ”，以下简称“川金诺”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 3.68 亿元可转换公司债券（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具有一定的成本控制优势，主要产品产销率较好，营业收入和利润规模持续增长，且非公开发行股票增强了公司的资本实力；同时中证鹏元也关注到，近年公司综合毛利率有所下降，期间费用较高对公司利润形成侵蚀，产品海外销售占比较大，仍存在一定的汇率波动风险，公司主要在建项目规模较大，存在较大的资本支出压力，且能否顺利达产并实现预期收益均尚待检验等风险因素。

正面：

- 公司具有一定的成本控制优势。公司采用浮选工艺生产高品质的湿法磷酸，可选择价格低廉的中低品位矿石为原料，对成本控制状况较好，2017-2019 年公司磷矿石采购价外加浮选成本分别为 228.73 元/吨、245.48 元/吨和 256.44 元/吨，远低于同期西南地区磷矿石（30%品位）市场均价（中间价）。
- 公司主要产品产销率较好，营业收入和利润规模持续增长。近年公司在环保严管状况下多方开辟渠道保障原材料，产供销紧密协同，使主要产品产销量、出口量都有较大幅度增长，产品产销率维持在较好水平，带动公司营业收入和利润规模持续增长，2017-2019 年营业收入和净利润年复合增长率分别为 18.65%和 9.63%。
- 非公开发行股票增强了公司的资本实力。2019 年 2 月公司完成非公开发行股票，

总股本增加至 10,052.61 万元，使得公司权益规模明显增加，2019 年末归属于母公司的所有者权益达 9.27 亿元，较 2017 年末增加了 38.90%。

关注：

- 近年公司综合毛利率有所下降，且期间费用较高对公司利润形成侵蚀。受原材料价格波动及非洲猪瘟的影响，加之公司新增资产投入其折旧等固定成本的增加，公司主要产品毛利率近年皆有不同幅度下降，公司综合毛利率由 2017 年的 31.45% 下降 3.61 个百分点至 2019 年的 27.94%；公司主要产品运输成本较高导致销售费用居于高位，2017-2019 年公司期间费用率均在 20% 以上，对公司利润形成侵蚀。
- 公司产品海外销售占比较大，存在一定的汇率波动风险。2019 年公司产品海外销售占比为 33.62%，产品出口贸易结算货币以美元为主，汇率的波动对出口贸易业务规模、效益都有一定影响，存在一定的汇率波动风险。
- 公司主要在建项目规模较大，存在较大的资本支出压力，且能否顺利达产并实现预期收益均尚待检验。公司目前主要在建项目规模较大，截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资额为 13.22 亿元，已完成投资 3.76 亿元，至少尚需投资 9.47 亿元，在建项目投资规模较大，存在较大资本支出压力；此外，该等项目能否按预期完工并达产，能否实现预期收益都尚待检验。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	144,675.51	104,173.91	89,067.38
归属于母公司的所有者权益	92,676.44	71,916.92	66,720.07
有息债务	33,435.69	14,492.93	10,907.52
资产负债率	35.94%	30.96%	25.09%
流动比率	2.54	1.35	3.05
速动比率	1.57	0.64	1.74
营业收入	112,599.56	96,559.32	79,981.36
营业利润	8,427.53	7,721.54	7,192.35
净利润	7,281.13	6,410.53	6,057.96
综合毛利率	27.94%	29.57%	31.45%
总资产回报率	7.42%	8.70%	9.22%
EBITDA	15,340.68	12,802.10	11,445.12
EBITDA 利息保障倍数	23.88	15.84	20.14
经营活动现金流净额	12,213.99	11,254.48	9,598.32

收现比

1.02

1.02

0.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名为昆明川金诺化工有限公司，由刘薏、刘明义、陈泽明和魏家贵于 2005 年 6 月共同出资组建，初始注册资本 100 万元。2011 年 7 月，刘薏等 30 位股东作为发起人，将昆明川金诺化工有限公司整体改制成股份有限公司，更名为现名。2016 年 3 月 15 日，公司在创业板成功上市，发行后公司股本增加至 9,336.00 万元。2019 年 2 月 27 日，公司非公开发行新增股份 716.61 万股在深圳证券交易所上市，公司总股本变更为 10,052.61 万元。截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 10,052.61 万元，实际控制人为刘薏，其持股比例为 39.13%。截至 2019 年末，公司前十大股东明细如表 1 所示。

表1 截至2019年末公司前十大股东明细

股东名称	持股比例 (%)
刘薏	39.13
共青城胜恒投资管理有限公司-颐和精选定增私募投资基金	3.38
魏家贵	3.27
刘明义	2.90
上海含德股权投资基金管理有限公司-含德盛世 3 号定增投资私募基金	2.82
唐加普	2.10
曾洪云	1.63
刘和明	1.52
上海极灏资产管理有限公司-极灏泽信精选 1 号私募证券投资基金	0.99
陈泽明	0.95
合计	58.69

资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

公司的主营业务为湿法磷酸的研究、生产及分级利用，主要产品为湿法磷酸和磷酸盐系列产品。湿法磷酸是由硫酸等无机酸分解磷矿石而得到的含有较多杂质的低纯度磷酸。湿法磷酸可以用来生产磷肥、饲料级磷酸盐，经过进一步净化可以生产工业级、食品级磷酸及其相应的磷酸盐等。公司现有磷酸盐产品主要涉及饲料添加剂和肥料两个行业，其中饲料添加剂行业的主要产品有饲料级磷酸氢钙、饲料级磷酸二氢钙，肥料行业主要产品为重（富）过磷酸钙。截至 2019 年末，纳入合并范围的子公司有四家，如表 2 所示。

表2 截至 2019 年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例 (%)	主营业务
云南庆磷磷肥有限公司	500.00	100.00	磷肥、复合肥生产销售、磷矿水洗

昆明精粹工程技术有限责任公司	500.00	100.00	磷化工技术研究和试验发展
广西川金诺化工有限公司	10,000.00	100.00	化工产品, 化肥等生产及销售
昆明河里湾工业固废处理有限公司	600.00	100.00	固体废渣处理

资料来源: 公司 2019 年年报, 中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称: 2020年昆明川金诺化工股份有限公司可转换公司债券;

发行总额: 不超过人民币3.68亿元(含);

债券期限: 6年;

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可转换公司债券到期日止;

初始转股价格: 不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价(若在该 20 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 1 个交易日公司 A 股股票交易均价, 具体初始转股价格已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人(主承销商)协商确定;

债券赎回条款: (1) 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; (2) 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 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; 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;

债券回售条款: (1) 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(不包括因本次发行的可转换公司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。（2）附加回售条款，若本次发行可转换公司债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，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以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本次发行的可转换公司债券给予公司原A股股东优先配售权，原股东有权放弃配售权。股东大会已授权董事会在发行前根据市场情况确定具体优先配售数量，并在本次发行的可转换公司债券的发行公告中予以披露。原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过深圳证券交易所交易系统网上发行相结合的方式发行，余额由承销商包销。具体发行方式由股东大会授权董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

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3.68亿元，其中2.58亿元拟投资于湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目，1.10亿元拟用于补充流动资金。

表3 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目	85,000.00	25,800.00	30.35%
补充流动资金	-	11,000.00	-
合计	85,000.00	36,800.00	-

资料来源：公司公开发行可转换公司债券预案，中证鹏元整理

公司控股子公司广西川金诺化工有限公司（以下简称“广西川金诺”）为本次项目的实施主体，在广西防城港市建设湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目。该项目以磷酸分级利用为主题，贯彻“酸-肥-盐”相结合的原则。项目建成后，将形成14.5万吨/年磷酸、14万吨/年磷肥、18万吨/年磷酸盐、1.5万吨/年氟硅酸钠与100万吨/年磷石膏综合利用产能。项目

建设地点位于广西防城港经济技术开发区大西南临港工业园区磷化园区，公司已取得该募投项目建设用地的不动产权证（桂（2018）防城港市不动产权第0006429号）；另外，2017年9月4日，防城港市发展和改革委员会出具了《广西壮族自治区投资项目备案证明》（项目代码：2017-450602-26-03-025038），对该项目进行了备案；此外，2017年12月29日，广西川金诺取得防城港市环境保护局出具的《防城港市环境保护局关于广西川金诺化工有限公司湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目影响报告书的批复》（防环管[2017]23号）。根据广西工联工业工程咨询设计有限公司出具的可行性研究报告，本次募投项目建设期为2年，生产期14年，所得税前（含建设期）回收期为6年，所得税后（含建设期）回收期为6.4年；项目建成后，达产年份总收入为132,098.00万元，年均利润总额为16,181.20万元，项目投资财务内部收益率（所得税后）为20.50%。截至2020年2月28日，公司已投入资金32,341.17万元。考虑到项目建设进度可能不及预期以及建成后产能投放不及预期，未来能否实现预期经济效益仍存在不确定性。

表4 湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目基本情况

项目	内容
项目名称	湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目
产品规模	14.5万吨/年磷酸、14万吨/年磷肥、18万吨/年磷酸盐、1.5万吨/年氟硅酸钠与100万吨/年磷石膏
项目实施单位	广西川金诺化工有限公司
建设周期	24个月
建设地点	广西省防城港经济技术开发区大西南临港工业园区磷化园区
投资项目备案	广西壮族自治区投资项目备案证明》（项目代码：2017-450602-26-03-025038）
环评	防环管[2017]23号
资料来源：	公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告，中证鹏元整理

四、运营环境

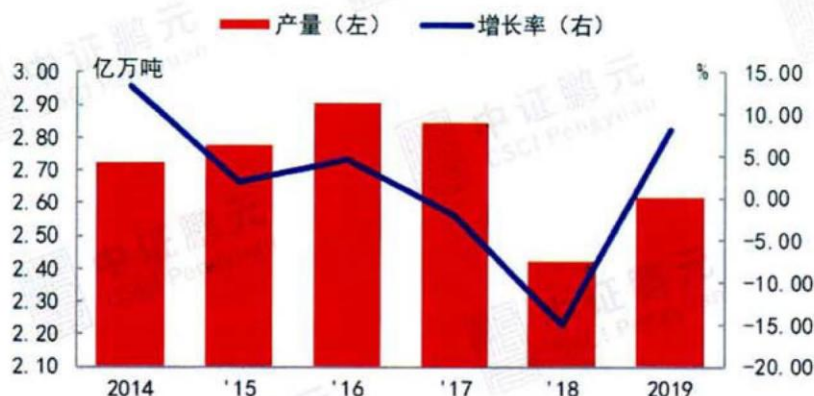
饲料行业是饲料级磷酸盐主要需求市场，近年我国饲料行业产量在经历一定回落后有所上升；水产饲料消费升级加速，饲料用量和效率同时增长

磷酸氢钙可分为肥料级、饲料级、膏级、工业级、食品级和电子级等多种规格，从全国产销情况看，饲料级磷酸氢钙的市场规模远远大于其他规格，同时也是动物饲料中使用最广泛的钙补充剂。饲料级磷酸氢钙在猪饲料中的添加比例约1.5%-2%，禽类饲料中的添加比例为1.0%-1.2%，上述需求约占全国饲料级磷酸氢钙需求总量的80%以上。饲料级磷酸二氢钙主要用作水产饲料添加剂，在水产饲料中的添加比例为1%-3%，饲料级磷酸盐行

业受饲料行业发展影响较大。2017-2019年全国分别实现饲料产量2.85亿吨、2.42亿吨和2.62亿吨，在经历一定回落后小幅上升，且饲料产量仍居世界首位。根据中国饲料行业信息网提供的相关数据显示，我国水产饲料占饲料总产量的比重为10%左右，目前仅次于畜禽饲料，虽然与畜禽饲料相比仍有较大差距，但是随着我国人均收入水平的提高，消费升级速度不断加快，水产养殖业规模发展扩大，对水产饲料的需求不断提高，使得水产饲料产量由2016年的1,930万吨达到2018年的2,211万吨，年均复合增长率为7.03%。

随着工业化养殖普及率及养殖技术利用率的提升，未来我国饲料需求或将保持平稳，根据《全国饲料工业“十三五”发展规划》数据显示，预计未来5年国内饲料消费年均增长约400万吨，增速约为1.9%。但由于水产品消费升级推动的养殖结构不断优化，预计会使得水产饲料销量在所有饲料种类中表现突出，近年来的水产养殖高景气度行情将继续推动水产饲料产销量快速增长。此外，世界日渐匮乏的磷资源及动物排泄磷对水体的污染问题使得优质高水溶性磷产品的研发和生产成为最新趋势，而这种趋势近年来在欧美等发达地区得到了迅猛发展，未来饲料级磷酸二氢钙产品出口情况有望逐渐趋好。

图 1 近年我国饲料行业产量在经历一定回落后明显上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

饲料级磷酸氢钙行业处于产能过剩状态，市场竞争激烈；饲料级磷酸二氢钙行业集中度较高，市场潜在需求较大

饲料级磷酸氢钙是初级加工磷化工产品，技术壁垒较低，2003年后市场逐步饱和，行业发展呈现以下特点：（1）产能分布较为集中，目前国内磷酸氢钙设计年产能500万吨左右，其中四川、云南两大主产区合计占比在70%以上，四川产区主供北方饲料市场，云南产区主供南方饲料市场。（2）行业产能过剩，市场集中度较低，据卓创资讯统计数据显示，2016年全国饲料级磷酸氢钙总产量在200万吨左右，相关生产企业开工率仅五成左右，行业竞争激烈。政策方面，2011年国家发改委发布的《产业结构调整指导目录》明确规定

新建饲料级磷酸氢钙生产装置属于限制类，国家产业政策限制了饲料级磷酸氢钙产能扩张。随着环保法及食品安全法规的严格实施，饲料级磷酸盐行业将面临全面洗牌，拥有磷资源成本优势且实力较强的生产企业市场份额将进一步增加，而不具备磷矿资源优势且实力弱小的企业将面临市场淘汰困境，市场集中度有望提升。

饲料级磷酸二氢钙生产过程对磷酸的净化要求较高，产品品质的稳定性较难控制，进入门槛相对较高，行业发展呈现以下特点：（1）行业内生产企业数量相对较少，行业集中度相对较高，根据卓创资讯统计数据显示，目前国内生产销售饲料级磷酸二氢钙的企业主要包括贵州川恒化工股份有限公司（以下简称“川恒化工”）、中化云龙有限公司、贵州云福化工有限责任公司及川金诺化工等，其中龙头企业川恒化工国内销量市场占有率近年一直维持在40%以上。（2）饲料级磷酸二氢钙主要用作水产饲料添加剂，由于水产动物繁殖、生长需要一定的温度，销售旺季集中于每年5-10月，产品生产销售存在一定的季节性特征。（3）市场潜在需求较大，随着饲料添加比例的可能提升，应用领域向禽畜幼崽饲料扩展以及水体环保要求提高，饲料级磷酸二氢钙市场潜在需求量较大。国内磷酸二氢钙主要生产商家2016-2018年磷酸二氢钙产品销售收入对比情况如下表所示。

表5 主要生产企业2016-2018年磷酸二氢钙产品销售收入和毛利率对比情况（单位：万元）

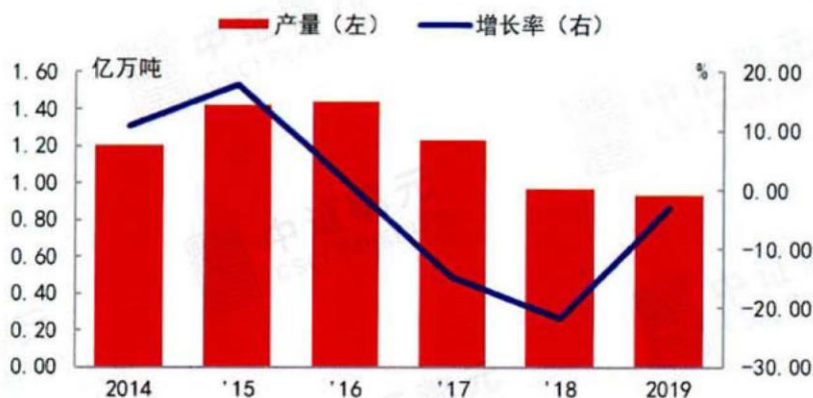
股票简称	2018年		2017年		2016年	
	产品收入	毛利率	产品收入	毛利率	产品收入	毛利率
川恒股份	84,855.73	23.17%	80,111.67	30.00%	76,268.43	34.25%
川金诺	22,276.01	35.72%	17,882.63	39.78%	14,285.62	44.46%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

磷矿石是磷化工产品重要的原材料，受下游需求减弱等因素影响，近年磷矿石产量有所下滑

磷矿石是磷化工产品最初原材料之一，全球分布高度集中，我国磷矿石储量约为230多亿吨，占全球储量三分之一以上。国内磷矿资源分布不均，云南、贵州、四川、湖北四省合计储量约占全国的80%左右，并且高品位磷矿几乎全部集中于上述四省。除四川产磷大部分自给外，全国大部分地区磷矿均依赖云、贵、鄂三省，给磷化工企业的原料供给和生产成本带来较大影响。因此，靠近磷矿资源富集地域及拥有磷矿资源的磷化工企业具有显著的成本控制优势。2016年我国磷矿石产量达到近年最高值，为1.44亿吨，但2017年开始受环保限产以及下游磷肥等产品需求走弱影响，国内磷矿石供应市场呈现下降趋势，2017-2019年磷矿石产量增长率分别为-14.73%、-21.77%和-3.12%。

图2 近年我国磷矿石产量有所回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

磷化工企业面临价格波动、安全事故、环保支出增加等一系列风险

磷化工属周期性行业，主要产品以及原材料的价格受多种因素影响波动较大，对磷化工企业的经营业绩带来波动或不利影响。同时，化工企业易燃易爆原材料较多，生产车间里高温高压反应较多，在生产或存储过程中，需要严格按照操作规程进行，一旦有违反操作规程的行为，就容易发生爆炸事故，因此磷化工企业面临一定的安全生产风险。另外，磷化工产品的生产过程存在一定的污染，随着国家对环境保护力度的加强，磷化工企业将面临一定的环保风险，环保和节能减排的压力加大，从而加大生产经营成本。

五、公司治理与管理

根据《公司法》、《证券法》、中国证监会和深圳证券交易所的法律法规、规范性文件的要求，公司不断完善公司治理结构，建立健全内部控制制度，形成了权利机构、决策机构、监督机构与管理层之间权责分明的法人治理机构。

公司严格按照《公司法》、《公司章程》及公司《股东大会议事规则》的规定召集和召开股东大会，在股东大会召开前按规定时间发出临时股东大会和年度股东大会的会议通知，股东大会提案审议符合程序，出席会议人员的资格合法有效。公司严格按照《公司章程》规定的董事选聘程序选举董事，现有董事7人，其中独立董事3名，不少于董事会成员的三分之一，并建立了独立董事制度；公司董事会人数和人员构成符合法律、法规的要求。根据《上市公司治理准则》的要求，公司在董事会下设立了战略委员会、提名委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。公司监事会由3名监事组成，其构成和来源均符合有关法律法规和《公司章程》的规定。公司监事会由监事会主席召集并主持，所

有监事均出席历次会议。公司监事会会议的召集、召开程序、通知时间均符合《公司章程》、《监事会议事规则》的规定。

公司高级管理人员较为稳定，学历水平较高，且具有丰富的相关行业经营管理经验，有利于公司长期稳定发展。

表6 公司主要经营管理者信息

姓名	职务	年龄	学历	主要工作经历
刘骞	董事长	50	本科	1992年开始工作，2005年6月至2011年8月任川金诺有限董事长；2012年3月起任云南庆磷执行董事，2011年8月起至今任公司董事长
魏家贵	董事、总经理	50	中职	1990年开始工作，历任四川什化集团分厂厂长；四川顺丰化工有限公司厂长；四川什邡金诺金属有限公司厂长；川金诺有限总经理；2011年8月起至今任公司总经理
黄海	财务总监	51	本科	历任成都铁路局养路机械厂办公室副主任，四川省信托投资公司德阳办任信贷员，川信证券德阳营业部任综合部主任，德阳市南郊再生资源有限公司总经理，于2017年9月15日任公司财务总监
宋晨	副总经理、董事会秘书	33	硕士	历任华创证券分析师、华泰证券云南分公司客户服务部经理、云南中豪商业集团证券事务代表，现任昆明川金诺化工股份有限公司副总经理、董事会秘书

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

为规范日常经营活动，公司设立了较为健全的组织结构，包括财务部、审计部、工程部、采购部、销售部、生产部、研发中心等12个部门。这些部门为公司各项业务的良好发展和规范经营提供较好的保障。截至2019年末，公司员工人数为1,456人，其中生产人员1,069人，技术人员206人，具有研究生学历的有6人。公司通过建立多重职业发展通道，加强员工培训、实施薪酬绩效考核等多项措施提升员工表现及工作效率。

表7 截至2019年末公司在职工工情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
博士	1	0.07%	生产人员	1,069	73.42%
硕士	5	0.34%	销售人员	25	1.72%
本科及以下	1,450	99.59%	技术人员	206	14.15%
			财务人员	14	0.96%

			行政人员	142	9.75%
合计	1,456	100.00%	合计	1,456	100.00%

资料来源：公司 2019 年年报，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司主要从事湿法磷酸的研究、生产及分级利用，目前主要产品有饲料级磷酸盐和磷肥等，其中磷肥以外销为主。饲料级钙盐业务方面，公司近年逐步加大了市场销售较好且盈利相对较高的饲料级磷酸氢钙（III型）和饲料级磷酸二氢钙的生产，饲料级磷酸盐产品近年销售收入均有所增加；在肥料业务方面，公司大力开发国际客户，使公司产品重（富）过磷酸钙出口业务明显增长；销售区域及销售客户的不断扩大使公司营业收入持续增长，2017-2019年公司营业收入年复合增长率为18.65%。毛利率方面，受原材料价格波动及非洲猪瘟的影响，加之公司新增资产投入其折旧等固定成本的增加，近年来公司主要产品毛利率皆有不同幅度下降，2019年公司综合毛利率较2017下降3.51个百分点至27.94%。

表 8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品名称	2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
饲料级磷酸氢钙	50,411.77	23.52%	47,307.32	25.77%	41,018.34	27.44%
饲料级磷酸二氢钙	30,860.94	32.59%	22,276.01	35.72%	17,882.63	41.98%
重（富）过磷酸钙	23,498.73	25.92%	22,758.11	28.86%	17,855.44	29.88%
副产品	7,074.17	47.97%	3,686.92	48.76%	3,155.79	33.36%
主营业务合计	111,845.60	28.07%	96,028.36	29.69%	79,912.20	31.47%
其他业务	753.96	-	530.96	-	69.16	-
合计	112,599.56	27.94%	96,559.32	29.57%	79,981.36	31.45%

注：副产品为肥料级磷酸氢钙、氟硅酸钠和铁精粉，其他业务收入主要是硫酸和编织袋形成的收入；资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司主要产品饲料级磷酸氢钙及饲料级磷酸二氢钙产能利用率较高，且饲料级磷酸二氢钙产量增幅明显

公司现有主要生产基地位于昆明市东川区，公司每年根据上一年度的生产、销售情况结合本年度对市场的预期制定全年生产计划。每个月根据具体市场情况对生产计划进行微调。生产部根据工艺过程确认重点并编制工艺操作规程，按照公司年度生产计划，下达各车间生产任务。

公司生产的中间产品主要是硫酸及湿法稀磷酸。其中，湿法稀磷酸于2016年开建，2018年9月完工并达到预定可使用状态，2019年产能已全部释放，使得中间产品稀磷酸产量持

续提升，2019年产量较2017年增长28.66%至24.87万吨。

终端产品方面，饲料级磷酸氢钙产能利用率近年逐年降低，主要是公司根据装置完善情况和市场因素，将部分磷酸氢钙作为中间产品转化为了盈利较高的饲料级磷酸一二钙产品；随着湿法磷酸净化技术的提高和水产养殖业的发展，近年公司也加大了市场销售较好且盈利相对较高的饲料级磷酸二氢钙的生产，产能持续扩大，产量也由2017年的6.39万吨增加至2019年的11.30万吨，产能利用率一直保持在较好水平。肥料业务方面，公司大力开发国际客户，使公司产品重（富）过磷酸钙出口业务明显增长，重（富）过磷酸钙产量由2017年的10.11万吨增加至2019年的13.94万吨。

表9 近年公司主要产品产能利用情况

项目		2019年	2018年	2017年
饲料级磷酸氢钙	产能（万吨）	25.00	20.00	15.00
	产量（万吨）	25.56	25.30	22.34
	产能利用率（%）	102.24	126.50	148.93
饲料级磷酸二氢钙	产能（万吨）	10.00	7.50	5.00
	产量（万吨）	11.30	8.39	6.39
	产能利用率（%）	113.00	111.87	127.80
重（富）过磷酸钙	产能（万吨）	15.00	15.00	15.00
	产量（万吨）	13.94	13.67	10.11
	产能利用率（%）	92.93	91.13	67.40

注：（1）饲料级磷酸氢钙产能、产量等数据为含饲料级磷酸氢钙（III型）的合并数据，饲料级磷酸氢钙（III型）为公司首发募投项目“15万吨/年饲料级磷酸盐”的最终产品之一，该项目于2018年7月开始生产；（2）公司首发募投项目“15万吨/年饲料级磷酸盐”新增饲料级磷酸二氢钙产能5万吨/年，该项目于2018年7月开始生产，考虑公司饲料级磷酸二氢钙已有产能5万吨/年，该产品2018年产能=当年已有产能+新增年度产能/2=5+5/2=7.5万吨。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司靠近丰富的原材料资源地，且公司拥有浮选工艺生产高品质的湿法磷酸的技术，具有一定的原材料成本控制优势；但近年主要原材料磷矿石采购价+浮选成本有所增加，一定程度上影响了公司利润

公司产品主要原材料是磷矿石、硫铁矿及自产和外购硫酸，合计占生产成本比重在50%以上，其中磷矿石占比在30%左右。公司原材料基本上为对外采购，供应商主要集中于昆明及其周边县市。靠近丰富的磷矿资源地，使得公司采购原材料具有一定的地理优势，有助于控制原材料成本，保持经营稳定性。磷矿石的采购根据品位不同而定，公司采购的中低品位磷矿石集中在东川地域内，价格依据矿石企业开采成本浮动一定比例而定。受产品销量增长影响，2017-2019年公司采购磷矿石采购量分别为111.86万吨、120.63万吨和117.52万吨，整体有所上涨。

表10 近三年公司主要原材料采购情况

项目	2019年	2018年	2017年	
硫铁矿	数量(吨)	191,980.69	166,050.89	163,009.95
	金额(万元)	3,825.25	3,315.64	2,823.07
	均价(元/吨)	199.25	199.68	173.18
磷矿石	数量(吨)	1,175,213.22	1,206,340.72	1,118,590.04
	金额(万元)	21,042.76	19,599.57	16,780.90
	均价(元/吨)	179.05	162.47	150.02
硫酸	数量(吨)	494,290.00	434,883.45	319,643.09
	金额(万元)	17,151.55	17,309.30	9,623.09
	均价(元/吨)	346.99	398.02	301.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

我国磷矿80%左右为中低位矿石，普遍含有较高有害杂质，磷矿物和矿石物共生紧密，必须经过选矿富集才能为后续深加工所利用。公司利用自主研发的“一种双反浮选工艺同时脱离除中低位磷矿中氧化镁、氧化铁及氧化铝倍半氧化物”和“一种重力、离心力、浮选组合脱离出磷矿杂质的工艺方法”两项专利技术，选择价格低廉的中低品位矿石生产高品质的湿法磷酸，拓宽了公司原材料的选择范围，同时降低了公司的采购成本。由于浮选用料的硫酸和其他添加剂采购成本有所增加，2017-2019年公司磷矿石采购价外加浮选成本分别为228.73元/吨、245.48元/吨和256.44元/吨，远低于西南地区磷矿石（30%品位）市场均价（中间价）。

表11 近年公司磷矿石成本与云南地区市场均价的对比（单位：元/吨）

项目	2019年	2018年	2017年
公司磷矿石采购价+浮选成本	256.44	245.48	228.73
西南地区磷矿石（30%品位）市场均价	550	500	450

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购的硫铁矿主要用于生产硫酸。公司周边所在区域硫铁矿（包括伴生硫）储量较为丰富，硫铁矿的供应商以会泽县学成商贸有限公司、云南驰宏锌锗股份有限公司等为主。硫铁矿的采购价格主要参考云南驰宏锌锗股份有限公司每月竞标价，2017-2019年公司采购硫铁矿的均价分别为173.18元/吨、199.68元/吨和199.25元/吨，成本有所增加。

公司生产所用的硫酸采用自制和外购相结合的方式，2017-2019年自产硫酸量占比分别为36.33%、31.59%和29.26%。同行业其他饲料级磷酸氢钙生产厂商大多采用硫磺自制酸或外购硫酸，其价格易受硫磺等影响产生较大波动，且运输成本较高。公司采用以硫铁矿与湿法磷酸生产相结合的方法，利用当地丰富的硫、磷资源，自行生产硫酸，具有一定的成本控制优势。另一方面，为满足产品生产的需要，公司还需要外购一定规模的硫酸。由于公司主要产品产量的扩大，硫酸的需求量也随之增加，2017-2019年公司采购硫酸量分别为31.96万吨、43.49万吨、49.43万吨。2018年，受沿江一公里搬迁等环保政策影响，

东川区部分硫酸厂商关停，硫酸供给量有所削减，叠加硫酸下游产品整体行情向好，硫酸需求旺盛，故2018年公司硫酸采购均价相对较高。公司原材料的采购以预付部分款项，货到后每月结算一次或者每批次结算为主。2017-2019年公司前五大供应商采购金额合计占比分别为30.87%、29.04%和17.53%，供应商集中度有所下降。

表12 近年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	占年度采购总额比重
2019年	供应商一	2,557.65	4.18%
	供应商二	2,454.12	4.01%
	供应商三	2,148.48	3.51%
	供应商四	1,820.12	2.97%
	供应商五	1,751.40	2.86%
	合计	10,731.77	17.53%
2018年	供应商一	4,420.48	7.72%
	供应商二	4,008.42	7.00%
	供应商三	3,167.58	5.53%
	供应商四	3,080.21	5.38%
	供应商五	1,960.44	3.42%
	合计	16,637.13	29.04%
2017年	供应商一	4,192.90	9.74%
	供应商二	3,251.82	7.56%
	供应商三	2,952.73	6.86%
	供应商四	1,569.26	3.65%
	供应商五	1,315.79	3.06%
	合计	13,282.49	30.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产品产销率较好，销售收入持续增长，客户集中度较低，但产品海外销售占比较大，存在一定的汇率波动风险

公司产品销售采用直销和经销两种模式，经销全部为买断式销售。公司饲料级磷酸钙盐主要向下游各大饲料厂家直接销售，也有部分产品向海外销售，对于饲料级磷酸钙盐系列产品，针对各大饲料厂家的直接销售，公司一般采用“货到收款”的结算方法为主。针对长期合作、信誉资质较好的饲料厂家，公司会给予一定的赊销期限，为确认收到发票后15个工作日内收款。

对于磷肥系列产品，公司主要通过经销方式进行，针对重（富）过磷酸钙不同品种类型，公司会采用不同的销售结算方式，粉状重过磷酸钙直接销售给饲料生产厂家，到货后按批次进行结算；粒状重（富）过磷酸钙主要销售给国内外贸出口企业，采用合同签订后

预付50%左右款项，全部货物到达交货地付20%，装船后付清剩余货款的方式进行结算。近年来，公司销售收入中经销比例有所上升，主要系为适应产能扩大以及新产品开发推广的需要，公司在维护好现有销售网络基础上，进一步加强销售渠道建设，加大经销渠道的推广所致。

表13 近年公司销售渠道情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	49,843.84	44.27%	50,104.84	51.89%	44,277.34	55.36%
经销	62,755.73	55.73%	46,454.47	48.11%	35,704.02	44.64%
合计	112,599.56	100.00%	96,559.32	100.00%	79,981.36	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售情况来看，由于下游水产饲料市场景气度依然稳定，作为水产饲料添加剂的饲料级磷酸二氢钙需求量相对较大，2017-2019年，公司饲料级磷酸二氢钙销量年复合增长率为30.84%，销售收入年复合增长率为31.37%。近年来，受国内严格的环保核查以及农作物价格低位、磷肥市场价格低迷等因素的影响，国内磷肥产量开始下行，加之近年来逐渐放松磷肥出口的关税政策（2017年以后磷肥出口关税降为0），公司扩大了重（富）过磷酸钙的出口比例，2019年产品销量较2017年增长了23.59%至13.83万吨，收入规模增长了29.89%。同时，中证鹏元也关注到目前饲料级磷酸氢钙及磷肥易受行业产能过剩、市场竞争激烈以及相关环保政策等因素的影响，不排除后续相关产品售价下滑削弱公司盈利水平的可能。

表14 近年公司主要产品产销情况

项目		2019年	2018年	2017年
饲料级磷酸氢钙	产量（万吨）	25.56	25.30	22.34
	销量（万吨）	25.18	24.04	22.87
	产销率	98.51%	95.02%	102.37%
饲料级磷酸二氢钙	产量（万吨）	11.30	8.39	6.39
	销量（万吨）	10.99	8.02	6.42
	产销率	97.26%	95.59%	100.47%
重（富）过磷酸钙	产量（万吨）	13.47	13.67	10.11
	销量（万吨）	13.83	13.51	11.19
	产销率	99.21%	98.83%	110.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司销售收入主要来自国内市场，华东地区、西南地区和华南地区仍是主要销售区域。从海外市场来看，公司产品主要出口东南亚（新加坡、泰国、越南、印尼）、中东（伊朗）、南亚（巴基斯坦）、南美（巴西）等区域，由于公司主要出口地区对粒状重（富）

过磷酸钙和饲料级磷酸盐产品需求情况较好，公司不断加大市场开拓力度，近年国外销售收入占比明显增加，2019年占比为33.62%，较2017年提升了11.66个百分点。但公司产品出口贸易结算货币以美元为主，因此，汇率的波动对出口贸易业务规模、效益都有一定影响，存在较大的汇率波动风险。

表15 近年公司营业收入销售区域分布情况（单位：万元）

地区	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东地区	23,954.93	21.27%	27,645.98	28.63%	23,781.52	29.73%
西南地区	19,934.78	17.70%	16,374.23	16.96%	12,437.91	15.55%
华南地区	11,961.73	10.62%	12,369.62	12.81%	12,517.80	15.65%
华中地区	6,529.04	5.80%	6,113.79	6.33%	7,460.78	9.33%
东北地区	5,632.06	5.00%	3,418.59	3.54%	2,767.06	3.46%
华北地区	4,935.91	4.38%	3,640.21	3.77%	3,368.97	4.21%
西北地区	1,813.41	1.61%	798.46	0.83%	86.53	0.11%
国外	37,837.70	33.62%	26,198.43	27.13%	17,560.79	21.96%
合计	112,599.56	100.00%	96,559.32	100.00%	79,981.36	100.00%

资料来源：公司2017-2019年年报，中证鹏元整理

从客户分布来看，2017-2019年公司向前五大客户合计销售额分别占公司总收入的比例为29.40%、31.17%和29.02%，客户集中度较低。

表16 近年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	金额	占营业收入比重	经销方式
2019年	客户一	13,528.57	12.01%	经销
	客户二	7,517.50	6.68%	直销
	客户三	4,068.55	3.61%	经销
	客户四	3,957.93	3.52%	直销
	客户五	3,603.21	3.20%	经销
	合计	32,675.77	29.02%	-
2018年	客户一	9,638.83	9.98%	经销
	客户二	7,501.68	7.77%	直销
	客户三	6,529.08	6.76%	经销
	客户四	3,342.64	3.46%	经销
	客户五	3,084.91	3.19%	经销
	合计	30,097.15	31.17%	-
2017年	客户一	6,108.77	7.64%	直销
	客户二	5,589.24	6.99%	经销
	客户三	5,320.89	6.65%	直销
	客户四	3,696.21	4.62%	经销
	客户五	2,795.41	3.50%	经销

合计 23,510.53 29.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目规模较大，存在较大的资本支出压力，且能否顺利达产并实现预期收益均尚待检验

公司目前主要在建项目规模较大，截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资额为 13.22 亿元，已完成投资 3.76 亿元，至少尚需投资 9.47 亿元，在建项目投资规模较大，能否按预期完工并达产，能否实现预期收益都尚待检验，且尚需投资金额较大，仍然存在较大的资金压力。其中湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目为公司非公开发行股票募集项目，也是本期可转债发行募投项目，截至 2019 年末，该项目已投资额 2.82 亿元；河里湾磷石膏渣场工程为昆明市东川区发展改革局的批复项目，该项目逐期投入，主要用来处理公司后续生产所产生的固废堆存。

表 17 截至 2019 年末公司主要在建项目投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资金额	尚需投资
湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目	85,000.00	28,209.20	56,790.80
河里湾磷石膏渣场工程	33,000.00	156.82	32,843.18
磨选车间技改工程	4,605.00	3,046.64	1,558.36
硫酸车间技改工程	4,482.41	2,381.04	2,101.37
重钙车间技改项目	2,115.75	1,690.87	424.88
磷酸二氢钙车间技改项目	1,968.10	990.18	977.92
公用工程	1,070.47	1,084.06	-
合计	132,241.73	37,558.81	94,696.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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信永中和会计师事务所（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，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况：2017年新增昆明精粹工程技术有限责任公司和广西川金诺化工有限公司2家子公司，2018年新增昆明河里湾工业固废处理有限公司1家子公司，2019年合并范围内无变动，上述子公司取得方式均为新设。

资产结构与质量

近年来公司工程建设项目投入加大，固定资产、在建工程持续增长，资产规模亦保持较快增长

公司总资产规模近年增长较快，2019年末达14.47亿元，较2017年末增长62.43%。从资产结构来看，近年来由于工程建设项目投入加大，公司固定资产、在建工程持续增长，截至2019年底，公司资产以非流动资产为主，占比达57.82%。

表 18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	26,989.41	18.66%	11,347.99	10.89%	15,301.01	17.18%
应收账款	4,582.16	3.17%	5,571.04	5.35%	6,408.11	7.19%
存货	23,307.33	16.11%	22,943.19	22.02%	20,154.35	22.63%
流动资产合计	61,027.50	42.18%	43,580.78	41.83%	46,964.52	52.73%
固定资产	47,043.16	32.52%	44,195.59	42.42%	23,221.56	26.07%
在建工程	23,565.39	16.29%	5,767.53	5.54%	15,055.25	16.90%
无形资产	9,588.10	6.63%	10,545.28	10.12%	1,269.60	1.43%
非流动资产合计	83,648.01	57.82%	60,593.13	58.17%	42,102.86	47.27%
资产总计	144,675.51	100.00%	104,173.91	100.00%	89,067.38	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末货币资金余额为 26,989.41 万元，主要为银行存款，其中使用受限制的银行存款为 451.40 万元，为应付票据保证金；货币资金较 2017 年末大幅增加了 76.39%，主要系公司在 2019 年取得建设湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目建设募集资金及银行借款所致。应收账款主要系应收销售客户的货款，2019 年末规模为 4,582.16 万元，账龄在一年以内的占比为 90.58%，前五名欠款对象所占比重为 28.64%。2019 年末公司存货规模为 23,307.33 万元，近年变化不大，其中原材料、在产品及库存商品占比分别为 34.80%、18.88% 和 33.71%。公司并未对存货计提跌价准备，考虑到近年公司主要原材料磷矿石价格波动较大且原材料占存货比重较大，存在一定的跌价损失风险。

固定资产是公司最主要的资产，以机器设备、房屋及建筑物为主，随着在建工程完工转固，公司固定资产规模持续增加，2019 年末账面价值为 47,043.16 万元，较 2017 年末增加 102.58%；公司固定资产成新率情况较好，2019 年末固定资产成新率¹为 64.89%，较 2017 年末提升了 5.50 个百分点。近年来公司采取扩张型经营策略，致力于扩大产能，2019 年公司在建工程期末余额为 23,565.39 万元，较 2017 年末增加了 56.53%，主要是公司湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目建设投入增加所致。

¹ 固定资产成新率=（平均固定资产净值÷平均固定资产原值）×100%。

总体来看，由于采取扩张型发展战略，公司力求扩大原有产能，固定资产、在建工程规模持续大幅增加，资产规模亦保持较快增长。

资产运营效率

近年公司净营业周期有所缩短，总资产周转效率有所下滑

公司一般采用“货到收款”的方式销售产品，针对信誉资质较好的饲料厂家，会给予一定的赊销期限，因此公司应收账款规模不大，有利于提升资产运营效率。与此同时，存货周转率上升，周转天数有所缩短。但近年应付账款规模明显增加，增幅要快于营业成本增幅，周转天数有所增加。受以上因素综合影响，2019年公司净营业周期由2017年的105.58天下降至53.56天，资产运营效率有所提高。

近年公司营业收入明显增加，但随着公司销售规模和投资建设规模的扩大，应收款项和在建工程等资产大幅增加，导致总资产周转天数有所延长。

表 19 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	16.23	22.33	18.85
存货周转天数	102.61	114.07	134.67
应付账款周转天数	65.28	59.47	47.94
净营业周期	53.56	76.93	105.58
流动资产周转天数	167.22	168.79	199.45
固定资产周转天数	145.86	125.68	102.97
总资产周转天数	397.79	360.22	379.31

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入保持较快增长，综合毛利率有所下降，期间费用较高对公司利润形成侵蚀

公司主要从事湿法磷酸的研究、生产及分级利用，主要产品有饲料级磷酸盐和磷肥等。近年公司保持稳定发展，各类产品收入均有不同程度的增长，带动公司营业收入规模较快增长，2017-2019年复合增长率为18.65%。毛利率方面，受原材料价格波动及非洲猪瘟的影响，加之公司新增资产投入其折旧等固定成本的增加，近年来公司主要产品毛利率皆有不同幅度下降，公司综合毛利率由2017年的31.45%下降3.61个百分点至2019年的27.94%。

期间费用方面，销售费用主要为运输费用，因公司产品为大宗商品，生产地较为偏远，

而主要客户在外地，产品需进行长距离运输方能送达客户，加之国内陆运成本相对海运较高，导致销售费用居于高位；2017-2019年公司期间费用率均在20%以上，对公司利润形成侵蚀。

利润方面，随着公司收入规模的增加，加之取得了来源于政府的工业企业技术改造、降低物流成本和污染治理等补助资金，公司净利润2017-2019年复合增长率为9.63%。

表 20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
营业收入	112,599.56	96,559.32	79,981.36
营业利润	8,427.53	7,721.54	7,192.35
利润总额	8,590.90	7,594.02	7,202.44
净利润	7,281.13	6,410.53	6,057.96
综合毛利率	27.94%	29.57%	31.45%
期间费用率	20.45%	22.54%	22.28%
营业利润率	7.48%	8.00%	8.99%
总资产回报率	7.42%	8.70%	9.22%
净资产收益率	8.85%	9.25%	9.41%
营业收入增长率	16.61%	20.73%	23.66%
净利润增长率	13.58%	5.82%	4.29%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金生成能力有所增强，但在建及拟建项目后续投入规模仍较大，存在较大的资本支出压力

近年公司持续稳定经营，净利润稳步增长，且与折旧对应的非付现成本明显增加，主业资金回笼较好，公司经营活动产生的现金持续呈净流入状态，2017-2019年公司收现比均在较好水平。

投资活动现金流方面，近年公司投资活动产生的现金大量流出，主要是子公司广西川金诺湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目投入建设，长期资产投入所致。截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资额为13.22亿元，已完成投资3.76亿元，至少尚需投资9.47亿元，存在较大的资本支出压力。近年来，公司筹资活动产生的现金流大幅流入主要系非公开发行股票募集资金及新增银行借款所致。

表 21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
----	-------	-------	-------

净利润	7,281.13	6,410.53	6,057.96
营运资本变化	-2,190.02	-515.00	-1,162.63
其中：存货减少（减：增加）	-364.15	-2,788.84	711.26
经营性应收项目的减少（减：增加）	-350.03	764.02	-5,953.80
经营性应付项目的增加（减：减少）	-1,475.84	1,509.83	4,079.91
经营活动产生的现金流量净额	12,213.99	11,254.48	9,598.32
投资活动产生的现金流量净额	-27,919.53	-18,169.88	-7,719.17
筹资活动产生的现金流量净额	31,422.99	3,937.90	-1,932.40
现金及现金等价物净增加额	15,680.40	-3,218.52	-470.56
收现比	1.02	1.02	0.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模增长较快，偿债压力有所增加

受益于公司非公开发行股票以及经营利润的积累，近年公司所有者权益大幅增加至 9.27 亿元；由于在建项目的增加，公司银行借款近年大幅增长使得负债总额增加至 5.20 亿元，产权比率上升至 56.11%，所有者权益对负债保障程度有所下降，但总体资本结构较为稳健。

表 22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	51,999.07	32,256.99	22,347.31
所有者权益	92,676.44	71,916.92	66,720.07
产权比率	56.11%	44.85%	33.49%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司短期借款为 4,186.69 万元，全部为保证借款；应付账款主要系应付材料及设备采购款和运输费用，2019 年末账面价值为 14,891.11 万元；2019 年末应付票据全部为银行承兑汇票。2019 年公司一年内到期的非流动负债大幅减少主要系 2013 年 4 月公司发行了 7,000 万元“2013 年云南中小企业集合债券”，该债券已于 2019 年 4 月归还。2019 年公司新增 2.80 亿元长期借款主要系湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目建设的银行借款。

表 23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4,186.69	8.05%	6,000.00	18.60%	0.00	0.00%
应付票据	1,249.00	2.40%	1,505.00	4.67%	3,955.80	17.70%

应付账款	14,891.11	28.64%	14,532.54	45.05%	7,937.24	35.52%
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00%	6,987.93	21.66%	0.00	0.00%
流动负债合计	23,999.07	46.15%	32,256.99	100.00%	15,395.60	68.89%
长期借款	28,000.00	53.85%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付债券	0.00	0.00%	0.00	0.00%	6,951.72	31.11%
非流动负债合计	28,000.00	53.85%	0.00	0.00%	6,951.72	31.11%
负债总额	51,999.07	100.00%	32,256.99	100.00%	22,347.31	100.00%
其中：有息债务	33,435.69	64.30%	14,492.93	44.93%	10,907.52	48.81%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。2019年末有息债务余额为33,435.69万元，占总负债的比例达64.30%，较2017年增加了15.49个百分点，公司面临一定的偿债压力。截至2019年末，公司资产负债率为35.94%，较2017年末增加10.85个百分点。从偿债指标来看，受流动负债规模的变化，公司流动比率及速动比率均呈现一定波动；受利润总额增加影响，2019年公司EBITDA较2017年增加了34.04%至1.53亿元，EBITDA利息保障倍数增至23.88，但有息债务/EBITDA和债务总额/EBITDA近年明显增加。随着公司产能的扩张，公司负债规模预计进一步增加，未来仍将面临一定的债务压力。

表 24 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	35.94%	30.96%	25.09%
流动比率	2.54	1.35	3.05
速动比率	1.57	0.64	1.74
EBITDA (万元)	15,340.68	12,802.10	11,445.12
EBITDA 利息保障倍数	23.88	15.84	20.14
有息债务/EBITDA	2.18	1.13	0.95
债务总额/EBITDA	3.39	2.52	1.95
经营性净现金流/流动负债	0.51	0.35	0.62
经营性净现金流/负债总额	0.23	0.35	0.43

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券募投项目未来收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源之一。根据《广西金诺化工有限公司湿法磷酸净化及精细磷酸盐项目可行性研究报告》，项目建成后，达产年份总收入为132,098.00万元，年均利润总额为16,181.20万元，项目投资财务内部收益率（所得税后）为20.50%，项目投资回收期为6.4年（含建设期）。但项目建设的进度、

营业利润率	7.48%	8.00%	8.99%
总资产回报率	7.42%	8.70%	9.22%
净资产收益率	8.85%	9.25%	9.41%
营业收入增长率	16.61%	20.73%	23.66%
净利润增长率	13.58%	5.82%	4.29%
资产负债率	35.94%	30.96%	25.09%
流动比率	2.54	1.35	3.05
速动比率	1.57	0.64	1.74
EBITDA (万元)	15,340.68	12,802.10	11,445.12
EBITDA 利息保障倍数	23.88	15.84	20.14
有息债务/EBITDA	2.18	1.13	0.95
债务总额/EBITDA	3.39	2.52	1.95
经营性净现金流/流动负债	0.51	0.35	0.62
经营性净现金流/负债总额	0.23	0.35	0.43
收现比	1.02	1.02	0.96

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，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
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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

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。

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）、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>）或扫描执照的二维码查询。
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。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

此复印件仅供
 昆明川金诺 使用
 其他印无效



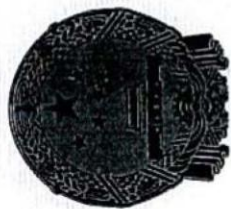
登记机关

2018年11月05日



中华人民共和国国家工商行政管理总局监制

6-7-2-29



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



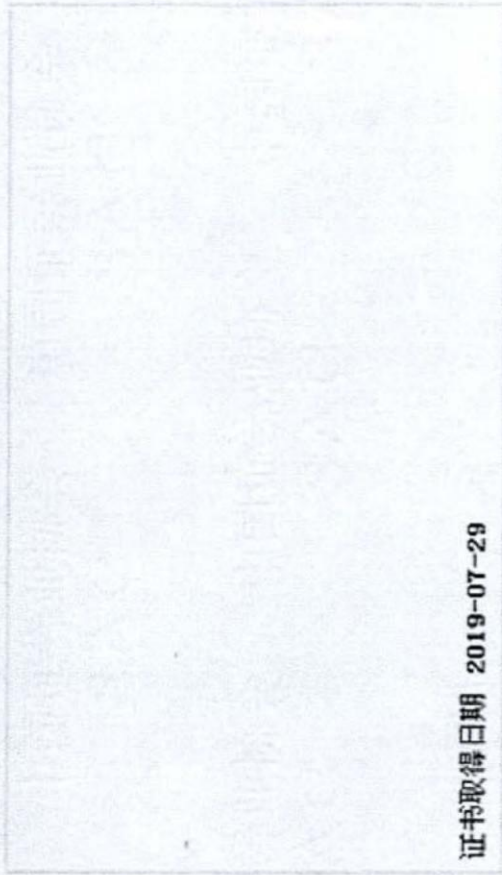
中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日



中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2019-07-29



姓名：陈勇阳

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：R0030219070001



2019年08月07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



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

证书取得日期 2012-01-09



2019年01月16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。