

利民控股集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mttian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020年12月15日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]3209D 号

利民控股集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；本期可转换公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年十二月十五日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	转股期限	偿还方式	发行目的
利民控股集团 股份有限公司	不超过 9.8 亿元 (含 9.8 亿元)	6 年	可转债发行结束之日满 六个月后的第一个交易 日起至可转债到期日	每年付息一次, 到 期一次还本付息	用于投资年产 12,000 吨三乙磷酸铝原 药技改项目、年产 10,000 吨水基化环 境友好型制剂加工项目、年产 500 吨 甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、 绿色节能项目以及补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定利民控股集团股份有限公司 (以下简称“利民股份”或“公司”) 主体信用等级为 **AA**, 评级展望为稳定; 评定“利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了公司行业地位领先、产品结构丰富、收入规模显著提升、盈利水平持续增长、股权融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到原材料和产品价格波动影响公司盈利稳定性、收购整合风险、债务规模扩大、面临一定的短期偿债压力和安全生产风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

利民股份 (合并口径)	2017	2018	2019	2020.6
总资产 (亿元)	23.86	27.35	47.67	52.23
所有者权益合计 (亿元)	17.30	18.77	22.95	25.62
总负债 (亿元)	6.56	8.58	24.72	26.61
总债务 (亿元)	3.61	5.65	12.01	16.09
营业总收入 (亿元)	14.23	15.19	28.33	26.56
净利润 (亿元)	1.42	2.09	3.46	3.45
EBIT (亿元)	1.77	2.50	4.15	--
EBITDA (亿元)	2.75	3.65	5.85	--
经营活动净现金流 (亿元)	0.73	2.32	1.97	1.63
营业毛利率 (%)	28.02	27.16	26.70	27.58
总资产收益率 (%)	--	9.76	11.06	--
资产负债率 (%)	27.50	31.39	51.85	50.95
总资本化比率 (%)	17.27	23.12	34.35	38.57
总债务/EBITDA(X)	1.31	1.55	2.05	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	16.20	15.36	11.35	--

注: 中诚信国际根据 2017~2019 年财务报告及 2020 年半年度未经审计的财务报表整理, 由于上述财务报告无 2017 年期初数, 相关指标失效。

正面

■ **行业地位领先, 产品结构丰富。** 公司是国内重点农药生产企业之一, 多个产品产能位居国内首位。内生和外延式发展下, 目前公司业务领域布局农用杀菌剂、杀虫剂、除草剂和兽药原料药及制剂, 产品结构丰富, 具有一定规模和产业链优势。

■ **收入规模显著提升, 盈利水平持续增长。** 受益于合并范围的扩大等, 2019 年以来公司营业总收入大幅增长; 经营性业务利润和投资收益带动下, 净利润逐年提升。

同行业比较

2019 年部分化工企业主要指标对比表				
公司名称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
雅化集团	31.97	0.77	52.18	39.49
利民股份	28.33	3.46	47.67	51.85

注: “雅化集团”为“四川雅化实业集团股份有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

■ **股权融资渠道畅通。** 作为 A 股上市公司, 公司股权融资渠道畅通。

关注

■ **原材料和产品价格波动影响公司盈利稳定性。** 公司原材料占生产成本比重较大, 其价格与宏观经济、原油价格、上下游行业供需和安全环保等因素密切相关; 同时农药细分产品市场竞争激烈且淡旺季明显, 上述因素易影响公司盈利稳定性。

■ **收购整合风险。** 近年来公司收并购方式扩充产能和产品线, 面临企业文化、经营理念、业务协同整合的挑战, 对其经营管理提出了更高要求。

■ **债务规模扩大, 面临一定的短期偿债压力。** 公司总债务规模持续增长, 同时在建、拟建项目仍需较大资本支出。截至 2020 年 6 月末, 短期债务占比 85.98%, 债务增长较快导致偿债指标整体有所弱化, 面临一定的短期偿债压力。

■ **安全生产风险。** 作为农药生产企业, 公司存在不可预见的安全隐患及其他不确定因素, 安全风险较高。

评级展望

中诚信国际认为, 利民控股集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。** 公司资本实力显著增强、盈利大幅增长且具有可持续性、或资产质量和偿债能力显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。** 公司发生大额亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化、收并购企业经营效益不及预期或其他导致信用水平显著下降的因素。

发行主体概况

公司前身为成立于 1996 年 12 月 17 日的利民化工有限责任公司。2009 年变更为股份有限公司。2015 年 1 月在深圳证券交易所中小板 A 股上市(股票代码: 002734)。2020 年 1 月 16 日变更为现名(原名为利民化工股份有限公司)。公司及子公司目前主要从事农用杀菌剂、杀虫剂、除草剂以及兽药原料药、粉剂、预混剂和水针剂等系列制剂的生产和销售。

产权结构: 截至 2020 年 6 月末, 公司总股本为 372,524,841 股¹, 其中, 李明持股比例为 19.79%; 李新生持股比例为 12.01%, 李媛媛持股比例为 0.19%。李明与李新生为父子关系, 与李媛媛为父女关系, 三人合计持有公司总股本的 31.99%, 是公司的控股股东和实际控制人。

表 1: 公司主要子公司

全称	简称
利民化学有限责任公司	利民化学
河北双吉化工有限公司	河北双吉
河北威远生物化工有限公司	威远生化
河北威远药业有限公司	威远药业
内蒙古新威远生物化工有限公司	新威远

本期债券概况

表 2: 本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	本次发行可转债总额不超过人民币 9.8 亿元(含 9.8 亿元), 且发行完成后公司累计债券余额占公司最近一期末净资产额的比例不超过 40%, 具体发行规模由公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在上述额度范围内确定。
债券期限	本次可转债期限为发行之日起六年。
票面金额和发行价格	本次可转债每张面值 100 元人民币, 按面值发行。
债券利率	本次可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平, 提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士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。
付息方式的期限和方式	本次发行的可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式, 到期归还本金和最后一年利息。

¹ 2020 年 5 月 15 日, 公司实施以资本公积向全体股东每 10 股转增 3 股, 股本总额增至 372,524,841 股。

转股期限	本次可转债转股期自本次可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。
初始转股价格的确定	本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息等引起股价调整的情形, 则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。
赎回条款	1、到期赎回条款: 在本次可转债期满后五个交易日内, 公司将以本次可转债的票面面值上浮一定比例(含最后一期年度利息)的价格向本次可转债持有人赎回全部未转股的本次可转债。具体上浮比率提请股东大会授权董事会及董事会授权人士在本次发行前根据市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。 2、有条件赎回条款: 在本次可转债转股期内, 如果下述两种情形的任意一种出现时, 公司有权按照本次可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次可转债: 1) 公司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%); 2) 当本次可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时。
回售条款	1、附加回售条款: 若本次可转债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, 本次可转债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部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下, 本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售, 本次回售申报期内不实施回售的, 自动丧失该回售权。 2、有条件回售条款: 在本次可转债最后两个计息年度内, 如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时, 本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股(不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本)、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形, 则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算, 在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。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按修正后的转股价格重新计算。
募集资金用途	本次可转债募集资金扣除发行费用后用于投资年产 12,000 吨三乙磷酸铝原药技改项目、年产

10,000 吨水基化环境友好型制剂加工项目、年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、绿色节能项目以及补充流动资金。

资料来源：公司提供

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年前三季度，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程。随着疫情得到有效控制，三季度经济进一步复苏，市场性因素修复加快，GDP 当季同比达到 4.9%，带动前三季度 GDP 同比增长 0.7%，由负转正。短期内中国经济修复势头仍将延续，但经济运行中结构性失衡问题仍存，金融风险对宏观政策的制约仍在。

三季度，在国内疫情防控措施得力的背景下，经济进一步修复。从生产侧来看，工业生产保持快速增长势头，8-9 月当月同比连续两月超过去年同期；随着居民消费信心的改善，服务业生产恢复加快。从需求侧来看，中国率先复工复产背景下出口错峰增长，成为需求侧最大的亮点；在基建、房地产等政策性投资继续回升同时，制造业投资改善幅度加大，但仍处于负增长态势；此外，社零额虽然当月同比增速转正，但累计同比仍位于低位，消费仍处于缓慢修复过程，疫情有效控制下服务消费的复苏值得期待。综合来看，二季度经济修复主要是行政性复工复产政策支持下政策性因素的改善，三季度以来市场性因素修复明显加快，经济复苏结构更加均衡，但目前市场性因素复苏依然偏弱，政策性因素受制于刺激性政策的逐步退出改善的动力有所弱化，或给后续经济复苏带来一定的压力。从价格水平来看，极端天气影响的消退和“猪周期”走弱 CPI 回落，国内需求改善 PPI 降幅收窄，通胀通缩压力均可控。

宏观风险：虽然中国经济持续平稳修复、整体改善，但经济运行中仍面临多重风险和挑战。从外部环境来看，疫情仍全球蔓延，全球经济与贸易低迷，同时中美博弈持续，疫情冲击与大国博弈双重不确定性并存，尤其需警惕“去中国化的全球化”。从国内经济运行来看，经济结构性失衡仍存，对经

济修复的拖累依然存在。这种失衡主要体现在以下几个方面：供需结构失衡，需求恢复慢于供给；不同所有制的恢复程度失衡，国有投资恢复快而民间投资持续疲弱；不同规模企业失衡，大企业恢复快于中小企业；实体经济与金融业发展失衡，实体经济下滑，金融体系扩张。此外，金融风险仍处于高位。一方面，受疫情冲击影响企业经营情况弱化，信用风险仍持续释放，金融机构资产质量恶化隐忧仍存；另一方面，政策稳增长导致宏观杠杆率再度攀升，债务风险有所加大，地方政府收支不平衡压力较大背景下地方政府债务风险面临攀升压力，高债务风险对宏观政策的制约持续存在。

宏观政策：随着经济平稳修复，宏观政策有望保持连续性与稳定性，货币政策将延续稳健灵活基调，更加注重精准导向；财政政策更加积极，随着专项债资金的落地，专项债对基建投资的带动作用有望进一步显现。值得一提的是，面对内外形势新变化，中央多次重要会议均强调构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，中国经济中长期发展顶层设计进一步加强。在以内循环为主的新发展格局下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：当前中国经济仍处于平稳修复过程。虽然随着对冲疫情政策的逐步退出政策性因素的修复将趋缓，市场性因素完全复原尚需时日，但市场性因素复苏空间和可持续性更高，且内循环背景下经济堵点的疏通有望为经济增长提供新的支撑，经济复苏势头有望延续。考虑到低基数影响，明年一季度或有望出现疫后 GDP 增长高峰，后续增长或有放缓，逐步向潜在经济增速回归。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和逆周期宏观调控政策的发力，2020 年中国经济有望成为疫情之下引领全球经济复苏的主导力量，2021 年经济修复态势仍将持续，逐步回归常态化增长水平，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，“内循环”

下国内供应链、产业链运行将更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业及区域经济环境

2019 年以来，化工²产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 3：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8

² 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于 2020 年 1 月 15 日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

新型冠状病毒肺炎疫情自 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

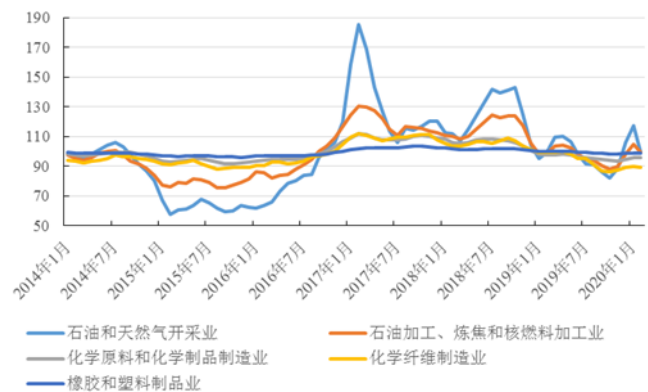
临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019年布伦特原油价格在50~70美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020年2月以来受OPEC+减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至2020年3月末，布伦特和WTI原油期货结算价分别降至22.74美元/桶和20.48美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自2018年10月开始大幅回落，并于2019年1月同比增速首次由正转负，之后化

工产品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI持续下滑，价格处于相对低位区间。2020年3月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图 1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑25.6%和19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，2020年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 4：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5.00	8,675.6	-0.80	1,606.1	1.80
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4.00	1,279	-42.50

化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1.00	3,481	-25.60
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4.00	311	-19.80
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2.00	1,374.8	12.00
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

业务运营

2017~2018年农用杀菌剂是公司营业总收入最主要来源，收入占比约80%；随着2019年5月末威远资产组（威远生化、威远药业、新威远）³纳入合并范围，带动公司杀虫剂、除草剂、兽药板块及整体业务规模的大幅提升；2020年上半年，多种农药产品需求旺盛，销量增加，加之合并范围的扩大，带动营业总收入同比增长144.20%。目前，杀菌剂和杀虫剂收入是公司营业总收入的主要来源，除草剂和兽药亦对收入形成较好补充。

表5：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~6
农用杀菌剂	11.66	11.91	13.14	8.73
农用杀虫剂	0.74	1.18	8.76	12.53
农用除草剂	1.28	1.88	3.32	2.55
兽药	-	-	1.81	2.01
其他	0.55	0.22	1.30	0.74
营业总收入	14.23	15.19	28.33	26.56
占比	2017	2018	2019	2020.1~6
农用杀菌剂	81.92	78.40	46.38	32.86
农用杀虫剂	5.17	7.77	30.93	47.18
农用除草剂	9.00	12.39	11.71	9.60
兽药	-	-	6.39	7.57
其他	3.91	1.44	4.59	2.79
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：公司其他收入包含其他农药产品收入、转让原材料、加工费和租赁费。

资料来源：公司提供

³ 2019年5月公司以4.80亿元取得威远资产组60%股权并将其纳入合并范围，2019~2021年业绩承诺为净利润分别不低于1亿元、1.1亿元、1.2亿元，三年净利润不低于3.3亿元；2019年威远资产组净利润为1.60亿元，扣非净利润为1.37亿元，完成当年业绩承诺。

截至2020年6月末，威远资产组资产合计23.02亿元，净资产合计9.11亿元；2019年6~12月实现营业收入和净利润分别为11.78亿元和0.71亿元；2020年上半年实现营业收入和净利润分别为17.06亿元和1.80亿元。

随着收并购的完成，公司产品结构不断丰富，且具有互补性；部分产品产能居行业前列，竞争优势明显

公司是国内重点农药生产企业之一，近年来在以代森类杀菌剂为主的产品基础上，通过先后收购河北双吉⁴、威远资产组，扩大产能的同时，亦丰富了产品结构，使公司业务由传统的化学农药延伸至生物农药、兽药领域。目前公司已在全国共布局5个生产基地，产品涵盖杀菌剂、杀虫剂、除草剂和兽药原药及粉剂、预混剂和水针剂等系列制剂。其中威远资产组农药板块拥有阿菌维素、甲维盐等多种杀虫剂产品；兽药板块拥有伊维菌素、泰妙菌素、乙酰氨基阿维菌素等多种兽药产品，与公司原有产品在农药方面形成较好的互补关系。

表6：公司生产基地布局情况

生产基地	经营主体	收购时间	业务领域
江苏新沂	利民化学	-	杀菌剂、杀虫剂、除草剂
河北辛集	河北双吉	2017.5	杀菌剂
河北石家庄-农药	威远生化	2019.5	杀菌剂、杀虫剂、除草剂
河北石家庄-兽药	威远药业		兽药、杀虫剂
内蒙古达拉特旗	新威远		杀虫剂

资料来源：公司提供，中诚信国际整理。

截至2020年6月末，公司农药板块和兽药板块原药产能分别为8.28万吨/年和640吨/年，拥有国内最大的代森锰锌、霜脲氰、三乙膦酸铝、啉霉胺和威百亩产能，其中主导产品代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、啉霉胺、威百亩、阿维菌素、甲维盐等具有较明显的规模优势和竞争实力，代森类产品

⁴ 2017年6月公司以2.32亿元现金收购河北双吉79.5064%的股权并完成工商登记，2017~2019年业绩承诺为净利润分别不低于0.37亿元、0.41亿元、0.45亿元，三年净利润不低于1.23亿元，视同河北双吉完成经营业绩指标。由于上述业绩承诺未完成，股东合计补偿公司0.31亿元，其中2019年收到0.18亿元并计入公司营业外收入；其余业绩补偿已于2020年7月31日收到。

市场占有率约为 80%；此外，霜脲氰市场占有率接近 100%，三乙磷酸铝约为 70%。规模化生产使得公司在原材料采购时具有议价能力，获得及时、稳定、优先的主要原材料供应保障；能够较为有效的降低单位产品成本，提高劳动生产率；有利于提高供货能力，在销售旺季时保证供货稳定、能够及时满足客户需求。此外，公司同时从事原药和制剂产品的生产及销售，形成了一定的上下游产业链，**中诚信国际认为**，产品结构及品类的不断丰富有助于公司分散单一产品盈利波动风险和提升整体盈利水平。

表 7：截至 2020 年 6 月末公司原药产能情况（吨/年）

板块	产能	经营主体	地位
农药板块	杀菌剂	利民化学 河北双吉 威远资产组	代森锰锌产能全球第三、国内第一；三乙磷酸铝、霜脲氰、嘧霉胺、丙森锌、啞菌酯、威百亩产能国内第一
	杀虫剂	利民化学 威远资产组	-
	除草剂	利民化学 威远资产组	-
兽药板块	640	威远资产组	伊维菌素产能世界前列

资料来源：公司提供

产能利用率及产销率整体处于较高水平，2019 年受益于威远资产组纳入合并范围，产销量显著提升

公司实施“以销定产”的生产模式，且装置运行较为稳定，近年来产能利用率和产销率保持在较高水平。公司原药和大包装制剂产品主要销售到国内制剂工厂、跨国公司，通过外贸公司及自营出口；小包装制剂产品主要通过经销商销售，对于大农场和种植基地采用直销模式。截至 2019 年末，公司已

在国内建立起覆盖 30 个省直辖市、1,200 多个县的市场营销和技术服务网络，拥有 1,000 余家经销商，近 3 万家零售商。

2018 年受印度厂商竞争影响，主要产品代森锰锌等产销量下降，农药产品整体产销量有所下降；2019 年受益于威远资产组并表，补充公司杀虫剂和除草剂产品线，加之加大开发客户和拓展市场力度，农药产品整体产销量增幅显著。2020 年 2 月进入春耕旺季，下游农药产品需求旺盛；公司生产的阿维菌素和甲维盐单剂及复配制剂等多款产品被列入草地贪夜蛾应急防治用药名单中，亦推升杀虫剂产品需求。此外，为充分利用自身的品牌和渠道优势，公司同时外购部分农药产品加工后进行销售。**同时，中诚信国际还关注到**，近年来安全环保趋严态势下，农药行业集中度有所提升，但细分产品市场竞争仍较激烈；同时部分产品销售淡旺季较为明显，公司虽通过新建和收并购扩大生产规模、丰富产品结构以应对上述因素不利影响，仍面临市场竞争和收购整合风险，需关注未来业绩情况。

销售均价方面，公司产品种类较多，各产品市场供需影响存在差异，导致各产品的变动趋势亦不相同，其中，公司主要产品代森锰锌受印度市场竞争影响，2018 年下半年销售均价开始回落；乙磷铝、霜脲氰和啞菌酯等杀菌剂产品、除草剂硝磺草酮近年来市场供需格局较为稳定，销售均价稳中有增；2020 年上半年，下游需求旺盛叠加短期市场供应趋弱等影响，支撑部分杀虫剂和杀菌剂产品销售价格。通过调节不同产品的产销结构，公司保持了较为稳定的盈利水平。

表 8：近年来公司分板块原药产品产销情况（吨）

板块	项目	2017	2018	2019	2020.1~6	
农药板块	杀菌剂	产量	62,579.92	50,054.42	57,178.50	35,842.93
		销量	37,940.92	28,941.85	34,939.07	20,320.57
		自用量	23,288.17	20,219.60	23,175.01	11,888.17
	杀虫剂	产量	244.60	356.72	3,027.50	2,198.12
		销量	156.53	320.17	2,198.88	1,821.24
		自用量	-	85.82	756.30	428.02
	除草剂	产量	822.55	919.75	2,692.30	1,051.87
		销量	835.49	913.26	1,353.84	573.31

	自用量	-	-	1,378.36	951.85
兽药板块	产量	--	--	335.05	220.60
	销量	--	--	338.60	203.06
	自用量	--	--	43.47	29.59

注：公司农药板块除杀菌剂、杀虫剂和除草剂外，另有生产和销售部分其他农药；公司自用量为生产制剂领用的原药使用量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从产品销售构成来看，公司原药和制剂类产品收入均保持增长态势，其中原药类产品在收入中的占比则逐步提升。

表 9：近年来公司原药、制剂产品收入构成（亿元）

	2017	2018	2019
原药	4.77	5.99	11.39
制剂	9.42	9.16	16.85

注：上述原药、制剂产品收入为主营业务收入口径。

资料来源：公司提供

公司海外市场近年来不断发展，通过在坦桑尼亚、缅甸和柬埔寨布局子公司直接分销，或通过经销商进行销售。目前公司国外以东南亚、南美洲、非洲等市场为主，销售客户多为经销商和大型农药企业等。2019年，受益于公司多个产品获得海外登记，加之威远资产组的并入，国外地区销售规模大幅提升。

表 10：近年来公司国内外地区销售情况（亿元）

分地区	2017	2018	2019	2020.1~6
国内地区	6.08	6.98	15.90	16.94
国外地区	8.15	8.21	12.43	9.62

资料来源：公司提供

公司销售通过电汇、承兑、信用证等方式进行结算，公司客户通过信用分级，采取现款现货、预收款及滚动结算等形式，海外客户账期在 30~180 天，对外业务通常通过投保中信保的形式以控制国外销售的收款风险。

公司与重要供应商保持长期合作关系，能够获得稳定的原材料供应；但原材料采购价格占生产成本比重较大且价格具有不确定性，公司盈利稳定性易受影响

公司原药生产的原材料主要包括乙二胺、二硫化碳和硫酸锰等，采购品种较多，整体采购集中度较低。同时受益于规模化生产优势，公司具有一定

的议价能力，能够获得持续、稳定的原材料供给。原材料成本占公司生产成本比重的 70%~80%，其价格波动对整体盈利影响程度较大。对于采购金额和供应风险较大且影响产品质量的主要原材料，公司与供应商签订长期供应合同，并保持稳定的战略合作伙伴关系，以降低原材料价格波动带来的风险。此外，公司内部形成一定的产业链上下游关系，原药生产为制剂业务提供了稳定的原料，如新威远生产的阿维菌素原药是威远药业生产伊维菌素所需的原料，有助于增强生产成本控制能力。

2018 年由于产品产量下降，公司主要原材料采购量有不同程度的下降；2019 年随着生产规模的扩大，推升主要原材料采购量。采购价格方面，2018 年以来，公司大部分原材料采购价格稳中有降，有助于降低公司生产成本，提高盈利水平。**中诚信国际关注到**，由于原材料价格与宏观经济、原油价格、上下游行业供需和安全环保等因素密切相关，公司盈利稳定性易受影响。

结算方面，公司与原材料供应商主要结算方式为现款、承兑汇票。对于属于战略合作伙伴的供应商采取滚动结算的方式，账期约为 30 天；其余采购基本采用货到付款的形式。

公司具备较强的技术研发水平和工艺改进水平，通过逐步推进产品创新和国内外农药登记工作，有助于其降低生产成本，开拓市场，提升行业竞争实力

公司及主要子公司河北双吉、威远资产组均为国家高新技术企业，拥有国家级博士后工作站、国家认证的 CNAS 实验室、GLP 实验室、国家级企业技术中心和杀菌剂工程技术研究中心，具有自主研发不断推出新产品的能力及持续改进工艺水平的能力。2017~2019 年，公司研发投入分别为 0.58 亿元、0.57 亿元和 1.36 亿元。截至 2020 年 7 月 31

日，公司及其子公司共拥有 140 项专利，其中包括发明专利 52 项、实用新型专利 70 项、外观设计专利 18 项；同时，公司先后参与 43 个产品的国际标准、国家标准及行业标准制定。

2019 年，公司完成多个新农药品种的中试生产技术储备，部分创制农药品种项目进入大田试验阶段；成功开发多个拟上市水基化制剂配方；GLP 实验室取得 OECD GLP 认证证书以及农村农业部农药试验单位认证资质，对后续产品登记以及产品质量提升具有积极作用。截至 2020 年 6 月末，公司共有国内农药登记证 232 个，国内肥料登记证 4 个，国外自主农药登记证 84 个和国外授权农药登记证 1,702 个。此外，公司建立的代森锰锌液相分析方法正式成为 CIPAC 通用分析方法，代森锰锌原药通过欧盟原药等同性认定。其所具备的自主研发和持续改善工艺水平的能力，有助于公司降低生产成本，拓宽产品销售市场，提升竞争实力。

战略规划及管理

公司未来将继续坚持农药主业，以扩产、升级改造为主的在建项目的投产有利于其进一步提升规模优势，但面临一定资本支出压力

公司将坚持农药主业发展，通过实施危机管理、技术驱动、资本运作和企业文化战略，内生与外延发展并举，力争进入国内农药行业第一梯队生产企业。

公司在建项目以新增产能、产品和设备升级改造等建设为主，截至 2020 年 6 月末，主要在建项目计划总投资 7.79 亿元，剩余投资 1.37 亿元。此外，公司拟建项目均为此次公开发行可转换公司债券募投项目。若在建及拟建项目建设完成并达产后，有助于进一步扩大公司生产规模，降低生产成本；同时部分以高效、低毒和环境友好型产品产能建设亦符合农药行业未来发展方向。不过上述项目建设令其面临一定资本支出压力。

表 11：截至 2020 年 6 月末公司主要在建项目情况（万元）

在建项目	计划投资额	截至 2020 年 6 月末已投资	2020.7~12 拟投资	资金来源
年产 500 吨苯醚甲环唑项目	20,000.00	19,702.70	5,297.00	非公开发行募集资金
阿维菌素产品升级改造项目	19,482.69	19,255.56	-	自有资金
年产 1 万吨代森类产品设备项目	15,000.00	13,032.60	1,098.00	自有资金+银行借款
甲氨基项目	7,000.00	444.07	5,100.00	自有资金+债券融资
智能化控制中心提升改造项目	6,000.00	270.56	1,600.00	自有资金
年产 1 万吨代森类产品基建工程	5,408.00	5,990.19	310.00	自有资金+银行借款
兽药制剂改扩建工程	3,000.00	3,306.41	-	自有资金
河北双吉老厂区化工设备升级改造项目	2,000.00	2,257.11	265.00	自有资金
合计	77,890.69	64,259.20	13,670.00	

注：部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异。

资料来源：公司提供

表 12：公司可转债募集资金投资项目情况（万元）

项目	项目总投资	拟投入募集资金金额
年产 12,000 吨三乙磷酸铝原药技改项目	23,000.00	20,706.55
年产 10,000 吨水基化环境友好型制剂加工项目	14,200.00	13,133.50
年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目	6,733.78	2,696.77
绿色节能项目	38,226.86	32,463.18
补充流动资金	29,000.00	29,000.00
合计	111,160.64	98,000.00

资料来源：公司提供

法人治理结构完善，安全环保以及财务管理制度较为健全

公司形成了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、经营管理层为执行机构、监事会为监督机构，各司其职、各尽其责、相互协调、相互制衡的法人治理结构，并且设立了财务部、生产部、技术中心、销售部、海外事业部、投资管理部等职能部门，法人治理结构较为完善。

公司在安全生产、环保、财务管理等方面均制定了符合自身发展的管理体制和内控制度，各项管理制度较为健全和规范，2017~2019年，公司安全环保投入分别为0.53亿元、0.67亿元和0.81亿元，期间未发生重大安全环保事故。

中诚信国际认为，公司从事的农药及兽药原药、制剂的生产，部分原料、半成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，产品生产过程中存在不可预见的安全隐患及其他不确定因素，安全风险较高，在国家安全环保政策趋严的背景下，安全事故的发生或将影响公司整体生产运营和经营业绩，中诚信国际将此保持关注。

财务分析

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年财务报告以及未经审计的2020年半年度财务报表，各期数据均使用财务报告期末数，由于上述财务报告无2017年期初数，相关指标失效。中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款计入长期债务。

盈利能力

杀虫剂和除草剂收入占比提高令营业毛利率小幅下降，收入规模及投资收益增加带动盈利较快增长，盈利能力不断提升

公司杀菌剂品种较多，由于各品种间原料采购价格和销售价格变动趋势存在差异，可以较为有效地稳定盈利空间，使得近年杀菌剂毛利率波动较小。随着公司通过扩大生产及对外收购，杀虫剂和除草剂的收入占比快速大幅提高，因其相对杀虫剂毛利率较低，导致公司营业毛利率整体呈下滑趋势。2020年上半年受益于下游需求旺盛，短期物流不畅及供应减少对产品价格起到一定支撑作用，当

期公司杀菌剂和杀虫剂毛利率上升，带动营业毛利率提升。

表 13: 公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.1~6
农用杀菌剂	29.43	29.02	30.23	36.33
农用杀虫剂	25.74	25.91	25.50	26.09
农用除草剂	15.49	18.96	14.55	9.59
兽药	--	--	37.08	25.71
营业毛利率	28.02	27.16	26.70	27.58

资料来源：公司提供

近年公司期间费用呈增长趋势，由于收入亦同比增长，期间费用率有所波动，其中管理费用和销售费用随着业务规模和合并范围的扩大逐年增加，2018年汇兑损失同比减少令财务费用下降，2019年债务增长导致财务费用回升。2020年上半年因合并范围扩大、多种产品销量增加等营业总收入同比大幅增长，期间费用率显著下降。

经营性业务利润和投资收益是构成公司利润总额的主要部分，其中，经营性业务利润随着收入增加呈逐年增长趋势；随着联营企业江苏新河农用化工有限公司（以下简称“新河公司”）业绩快速增长，权益法下确认的投资收益亦随之较快增长⁵，是公司利润增长的重要支撑。EBITDA利润率有所波动，利润快速增长带来总资产收益率持续上升至较高水平。整体来看，近年公司盈利能力不断提升。

表 14: 公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2017	2018	2019	2020.1~6
销售费用	0.85	0.81	1.66	1.32
管理费用（含研发费用）	1.68	1.89	3.81	1.95
财务费用	0.34	0.22	0.44	0.28
期间费用合计	2.87	2.92	5.91	3.56
期间费用率	20.17	19.23	20.86	13.40
经营性业务利润	1.18	1.27	1.77	3.79
投资收益	0.44	1.08	1.75	0.50
利润总额	1.60	2.28	3.66	4.05
净利润	1.42	2.09	3.46	3.45
EBIT	1.77	2.50	4.15	--
EBITDA	2.75	3.65	5.85	--
EBITDA 利润率	19.34	24.03	20.67	--

⁵ 公司联营企业包括新河公司和江苏新沂泰禾化工有限公司（以下简称“泰禾公司”）。新河公司主要从事百菌清的生产和销售，公司持有其34.00%股权，2017~2020年上半年新河公司净利润0.26亿元、2.71亿元、5.03亿元和1.48亿元，同期公司分别确认投资收益0.09亿元、0.92亿元、1.71亿元和0.50亿元，发放现金股利0亿元、0.21亿、0.58亿元

和0亿元；泰禾公司主要从事间苯二甲胺的生产和销售，公司持有其34.00%股权，2017~2020年上半年分别确认投资收益160.05万元、-92.69万元、29.25万元和-9.20万元，发放现金股利0万元、520.98万元、0万元和0万元。

总资产收益率	--	9.76	11.06	--
--------	----	------	-------	----

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2019 年收购威远资产组令资产和负债规模大幅增长，资产负债率亦快速上升；所有者权益呈稳步增长趋势；短期债务占比较高，债务结构有待改善

近年来公司总资产快速增长，资产构成较为均衡。流动资产方面，2020 年以来公司多种产品销量增加，使得 6 月末货币资金增幅显著，其中受限货币资金为 3.21 亿元，受限比例为 34.89%，主要是保证金；2019 年威远资产组纳入合并范围令期末应收账款和存货大幅增长；2020 年上半年处于销售旺季，未结算应收账款增长，销售量较大使得存货相应下降；其他流动资产随着理财产品的购入和赎回而变动。非流动资产方面，长期股权投资系公司对联营企业新河公司和泰禾公司的投资，随着投资收益的累积逐年增长；固定资产主要系机器设备和房屋建筑物，在建工程主要为年产 500 吨苯醚甲环唑项目等投入，无形资产主要为土地使用权，2019 年末均因当期合并范围扩大而大幅增长；随着威远资产组阿维菌素产品升级改造项目建设转固，2020 年 6 月末在建工程相应下降。

合并范围扩大等亦令 2019 年末公司总负债大幅增长，有息债务在总负债中占比不高，且主要由银行借款构成。2020 年上半年，日常经营所需流动资金增加使得 6 月末短期借款有所增加，同时采购规模增大且使用票据结算较多导致应付票据增幅明显，短期债务的增长带动公司总债务进一步上升，亦使得同期末短期债务占比增至 85.98%，公司短期债务占比较高，债务结构有待改善。其他负债方面，由于威远资产组对下游客户预收款较多，且与上游供应商结算账期较长，令 2019 年末预收款项和应付账款增幅较大；部分预收货款发货后确认收入，2020 年 6 月末预收款项（含合同负债，下同）相应下降。

得益于利润累积、合并威远资产组及实施股权

激励计划等，公司资本实力不断增强，其中，2018 年实施股权激励计划发行新股 394.30 万股及公积金转股 1.15 亿元，令期末股本增加且资本公积减少；2019 年实施股权激励计划发行新股 305.70 万股等，令期末股本和资本公积均小幅增长；威远资产组纳入合并范围及公司对新疆欣荣仁和股权投资有限合伙企业增资令 2019 年末少数股东权益增幅较大。近年负债快速增长令公司财务杠杆率上升较快，但目前资本结构仍相对稳健。2017~2019 年公司现金分红金额分别为 0.82 亿元、0.99 亿元和 0.86 亿元。

表 15：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	3.84	3.60	4.47	9.21
应收账款	1.36	1.30	2.64	4.93
存货	2.39	2.65	7.30	5.13
其他流动资产	3.87	6.21	1.56	0.70
长期股权投资	0.96	1.61	2.74	3.24
固定资产	7.67	7.60	15.30	16.25
在建工程	0.61	0.61	4.05	2.96
无形资产	1.60	1.57	3.57	3.86
总资产	23.86	27.35	47.67	52.23
应付账款	0.91	0.87	4.20	3.76
预收款项	0.71	0.90	3.09	1.10
总负债	6.56	8.58	24.72	26.61
短期债务	3.61	5.20	9.04	13.83
总债务	3.61	5.65	12.01	16.09
实收资本	1.65	2.84	2.87	3.73
资本公积	10.88	9.83	10.16	9.35
少数股东权益	0.58	0.60	2.24	2.65
所有者权益	17.30	18.77	22.95	25.62
资产负债率	27.50	31.39	51.85	50.95
总资本化比率	17.27	23.12	34.35	38.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

经营活动净现金流有所波动，投资活动现金净流出规模扩大；债务增长较快导致偿债指标整体有所弱化，面临一定短期偿债压力

近年公司经营活动净现金流有所波动，其中，2018 年经营活动净现金流大幅增长主要是因公司当期通过保理等方式加强货款回收；2019 年货款回收较慢令经营活动净现金流小幅下降。因购买和赎回理财产品、在建项目投入以及对外收购等，近年

公司投资活动现金净流出规模扩大。筹资活动净现金流亦随公司加大债务融资力度而逐年增长。2020年上半年，经营和销售回款情况较好，使得公司经营获现水平提升。

债务增长较快导致EBITDA对债务本息的覆盖倍数逐年下降，经营活动净现金流的较大波动导致其对债务本息的覆盖能力随之波动。公司短期债务规模相对较大，经营活动净现金流及货币等价物对短期债务的覆盖倍数较低，面临一定短期偿债压力。

表 16：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2017	2018	2019	2020.6
经营活动净现金流	0.73	2.32	1.97	1.63
投资活动净现金流	-3.54	-3.80	-4.05	-0.21
筹资活动净现金流	0.02	1.30	2.32	0.78
EBITDA 利息保障倍数	16.20	15.36	11.35	--
经营活动净现金流/利息支出	4.30	9.74	3.82	--
总债务/EBITDA	1.31	1.55	2.05	--
经营活动净现金流/总债务	0.20	0.41	0.16	0.20*
经营活动净现金流/短期债务	0.20	0.45	0.22	0.24*
货币等价物/短期债务	1.08	0.71	0.49	0.67

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司股权融资渠道较畅通，能够为整体偿债提供一定保障

截至2020年6月末，公司在各金融机构共获得18.44亿元综合授信额度，其中尚未使用的授信额度4.50亿元，具有一定的备用流动性。公司为A股上市公司，股权融资渠道较畅通。

截至2020年6月末，公司受限资产账面价值9.40亿元，其中货币资金3.21亿元、长期股权投资4.80亿元、固定资产0.87亿元和无形资产0.52亿元；截至2020年12月4日，公司控股股东李明、李新生及其一致行动人合计质押公司股权5,004万股，占其持股数量的41.98%，占公司总股本的13.43%。

截至2020年6月末，公司无对外担保，亦无重大未决诉讼及仲裁情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的本部征信报告及其他资料显示，截至2020年12月7日，公

司无未还清的不良信贷记录；根据公开资料显示，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司系实际控制人控制的最核心资产，自然人股东对公司的支持意愿很强，但对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限

利民股份系实际控制人控制的最核心资产，实际控制人对公司的支持意愿极强。但由于自然人股东通常对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，实际控制人对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定利民控股集团股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于利民控股集团股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

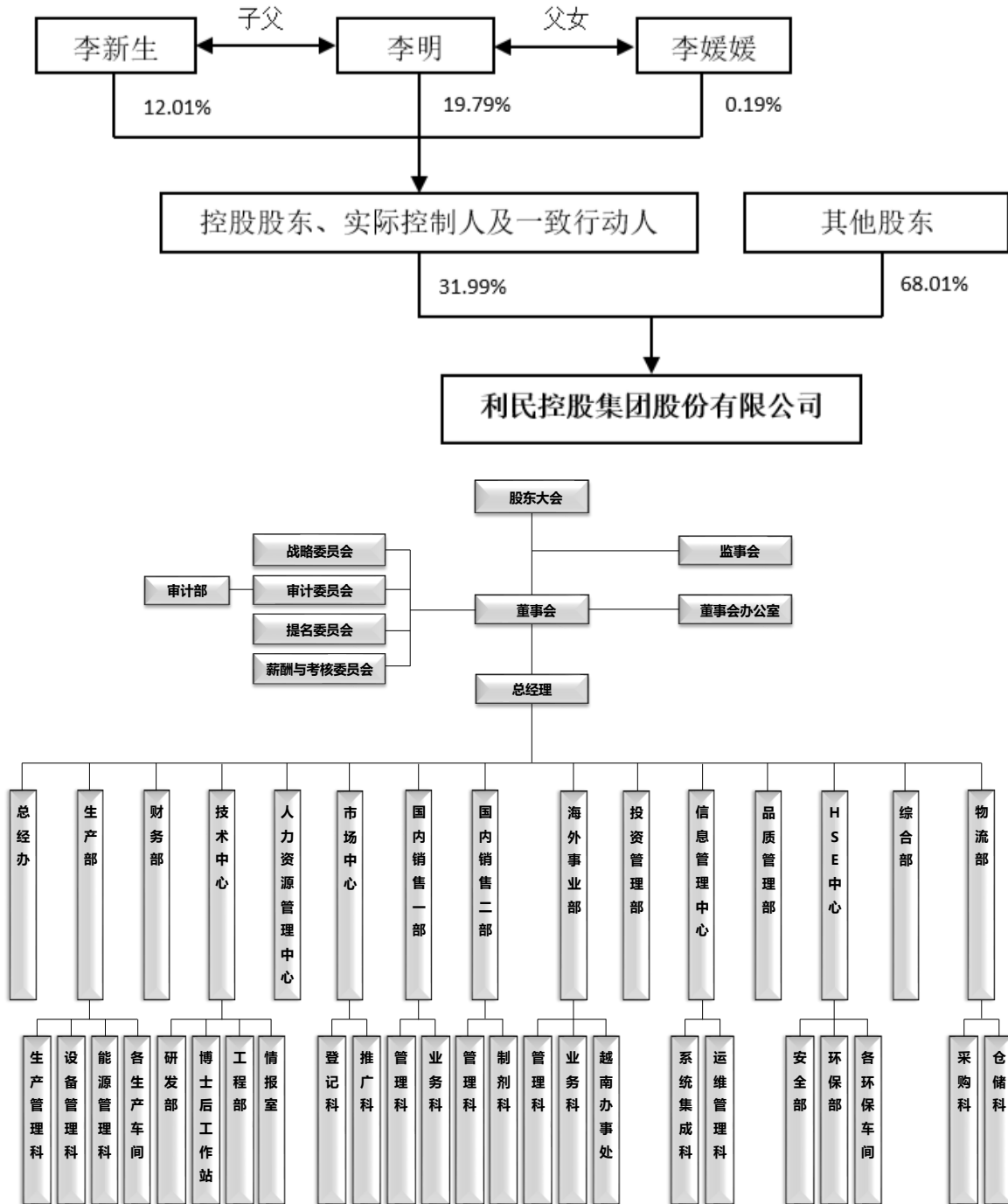
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 12 月 15 日

附一：利民控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附二：利民控股集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.6
货币资金	38,392.36	35,957.38	44,679.43	92,137.65
应收账款净额	13,622.08	13,040.80	26,364.44	49,316.23
其他应收款	515.73	656.28	5,287.45	5,681.22
存货净额	23,910.46	26,496.93	72,977.36	51,294.33
长期投资	9,685.46	16,185.40	27,521.97	32,549.77
固定资产	76,656.44	76,004.25	153,000.88	162,462.39
在建工程	6,077.42	6,077.70	40,520.81	29,631.34
无形资产	16,002.12	15,662.41	35,660.13	38,593.36
总资产	238,588.09	273,531.45	476,728.63	522,328.38
其他应付款	6,895.21	5,011.54	13,083.66	14,532.88
短期债务	36,111.80	52,000.00	90,377.00	138,300.00
长期债务	-	4,452.70	29,703.32	22,552.70
总债务	36,111.80	56,452.70	120,080.32	160,852.70
净债务	-2,280.56	20,495.32	75,400.88	68,715.05
总负债	65,605.50	85,848.35	247,194.83	266,115.79
费用化利息支出	1,699.55	2,228.16	4,943.46	--
资本化利息支出	-	148.91	213.40	--
所有者权益合计	172,982.60	187,683.09	229,533.79	256,212.58
营业总收入	142,342.05	151,918.20	283,267.46	265,571.20
经营性业务利润	11,785.06	12,709.49	17,696.43	37,873.36
投资收益	4,449.38	10,789.38	17,536.69	5,045.92
净利润	14,176.28	20,914.80	34,606.99	34,527.56
EBIT	17,744.31	24,988.61	41,503.25	--
EBITDA	27,525.69	36,513.23	58,548.60	--
经营活动产生现金净流量	7,306.40	23,157.16	19,696.52	16,307.96
投资活动产生现金净流量	-35,441.39	-38,006.34	-40,496.84	-2,071.10
筹资活动产生现金净流量	157.58	12,951.94	23,183.71	7,829.21
资本支出	14,359.61	17,709.92	37,840.72	12,448.17
财务指标	2017	2018	2019	2020.6
营业毛利率(%)	28.02	27.16	26.70	27.58
期间费用率(%)	20.17	19.23	20.86	13.40
EBITDA 利润率(%)	19.34	24.03	20.67	--
总资产收益率(%)	--	9.76	11.06	--
净资产收益率(%)	--	11.60	16.59	--
流动比率(X)	1.92	1.85	0.98	1.04
速动比率(X)	1.53	1.51	0.63	0.82
存货周转率(X)	--	4.39	4.17	6.19*
应收账款周转率(X)	--	11.40	14.38	14.04*
资产负债率(%)	27.50	31.39	51.85	50.95
总资本化比率(%)	17.27	23.12	34.35	38.57
短期债务/总债务(%)	100.00	92.11	75.26	85.98
经营活动净现金流/总债务(X)	0.20	0.41	0.16	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.20	0.45	0.22	0.24*
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.30	9.74	3.82	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.45	23.24	2.75	--
总债务/EBITDA(X)	1.31	1.55	2.05	--
EBITDA/短期债务(X)	0.76	0.70	0.65	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	16.20	15.36	11.35	--
EBIT 利息保障倍数(X)	10.44	10.51	8.05	--

注：1、2020年半年未经审计，由于无2017年期初数，相关指标失效；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”中的融资租赁款计入长期债务，将“合同负债”计入“预收款项”，将“研发费用”计入“管理费用”，“资产减值损失”中包含“信用减值损失”；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。