

利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司 债券跟踪评级报告（2021）

项目负责人：许新强 xqxu@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mttian@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月18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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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 [2021]跟踪 0755 号

利民控股集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“利民转债”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

二零二一年六月十八日

评级观点：中诚信国际维持利民控股集团股份有限公司（以下简称“利民股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“利民转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了 2020 年以来公司保持一定领先的行业地位和丰富的产品结构，收入、经营获现规模大幅增长、盈利水平持续提升、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整体盈利稳定性、收购整合风险、债务规模扩大、面临一定资本支出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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	27.35	47.67	51.90	60.61
所有者权益合计（亿元）	18.77	22.95	25.16	29.14
总负债（亿元）	8.58	24.72	26.74	31.48
总债务（亿元）	5.65	12.01	11.31	19.28
营业总收入（亿元）	15.19	28.33	43.88	12.78
净利润（亿元）	2.09	3.46	4.30	1.74
EBIT（亿元）	2.50	4.15	5.49	--
EBITDA（亿元）	3.65	5.85	7.58	--
经营活动净现金流（亿元）	2.32	1.97	9.03	-3.68
营业毛利率(%)	27.16	26.70	24.74	25.75
总资产收益率(%)	9.76	11.06	11.02	--
资产负债率(%)	31.39	51.85	51.52	51.93
总资本化比率(%)	23.12	34.35	31.00	39.82
总债务/EBITDA(X)	1.55	2.05	1.49	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.36	11.35	12.70	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

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，所布局的杀菌剂、杀虫剂、除草剂和兽药领域中，多个产品产能位居国内首位，保持一定规模和产业链优势。
- **收入规模和经营获现大幅增长，盈利水平持续提升。**威远资产组 2020 年全年并表，加之主要产品销量增加，当年公司营业总收入和经营获现大幅增长；在经营性业务利润和投资收益带动下，净利润继续提升。
- **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。

同行业比较

2020 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(%)
保利联合	59.80	1.52	152.00	71.04
利民股份	43.88	4.30	51.90	51.52

注：“保利联合”为“保利联合化工控股集团股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
利民转债	AA	AA	2020/12/15	9.80	9.80	2021/03/01~2027/03/01	调整票面利率、回售、赎回

关注

- **原材料和产品价格波动影响公司整体盈利稳定性。**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；同时农药细分市场产品竞争激烈且淡旺季明显，上述因素易影响公司盈利稳定性。2020 年以来主要原材料价格上涨对公司成本控制能力提出更高要求；此外，参股公司主要产品价格回调，跟踪期内投资收益对利润的贡献程度有所下降。
 - **收购整合风险。**近年来公司通过收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，面临一定的资本支出压力。**由于项目建设资金需求较大，2021 年 3 月末，公司总债务规模快速上升；未来其在建、拟建项目仍需较多投入，面临一定的资本支出压力。
 - **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。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“利民转债”）发行规模为 9.80 亿元，截至 2021 年 3 月末“利民转债”债券募集资金已使用金额为 4.07 亿元，尚未使用完毕。“利民转债”募集资金扣除发行费用后用于投资年产 12,000 吨三乙膦酸铝原药技改项目、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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有

回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4

月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年化工¹行业固定资产投资延续下降趋势，产能扩张幅度回落，新冠疫情和出口压力令阶段性供需失衡，叠加原油价格的大幅变动影响，1~5 月化工产品价格整体下跌，随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，行业需求不断回升，加之前期库存逐步消化，化工产品价格底部复苏，企业盈利持续修复；预计 2021 年化工行业在政策推动等影响下，整体需求或将实现回升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性

化工产品下游需求分布在地产建筑、纺织服装、汽车、家电、医疗、电子、农业、日用品等众多应用终端。2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情蔓延较为迅速，一季度下游终端对化工品需求断崖式下降：国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车

和家电等行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等造成产业链协作暂时性割裂和内部消费需求阶段性延后、萎缩，短期内压制了化工产品的需求；医疗行业需要的部分产品如用作消毒剂的环氧乙烷、双氧水，用作医疗外包装的 HDPE，用作口罩的 PP 等化工品的需求因新冠疫情而大幅增加，但其产值相对有限。3 月份以后，随着国内新冠疫情得到控制，国内各行业推进复工复产，加之国家政策支持，经济景气度逐步回升，化工行业下游主要产业亦逐步回暖，对化工品需求不断回升。

出口方面，受海外疫情形势严重令其他经济体经济下行、国际贸易摩擦持续以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，2020 年我国化工行业出口端承受了巨大压力，根据海关统计数据，2020 年前三季度行业进出口贸易总额呈负增长态势，为近三年来较低水平。随着海外主要国家重启经济活动，全球经济总体呈现回暖趋势，美国 2020 年第三季度 GDP 环比折年率初值为 38.0%，欧盟 27 国同期 GDP 环比增长 12.1%，同时新冠疫苗未来在全球的逐步推出亦有助于各经济体重新提振经济。此外，随着拜登在美中中期选举中获胜，中美贸易摩擦有望缓和；而 2020 年 11 月签署的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）规定协定生效后区域内 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税，亦有助于降低贸易壁垒。上述事项有利于相关化工产品及其下游产品出口需求的恢复，尤其是处于纺织服装、海外地产、家电产业链等的相关产品。不过，预计新冠疫苗仍很难使疫情在 2021 年内完全解除，海外疫情的发展和贸易摩擦仍存在一定的不确定性，并影响行业总需求。

2020 年化工行业产能扩张速度回落，固定资产投资完成额整体延续下降态势。其中，新冠疫情和下游需求不足等因素对化工产品生产产生负面影响，疫情期间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，其中湖

¹ 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

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。

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；随着国内疫情缓和以及常态化管理，行业复工
复产加快，产业链及供应链不断恢复和改善，化工
产品生产负荷企稳回升。

表 1：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

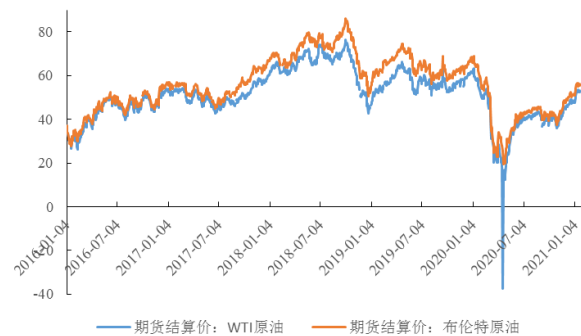
产品	2019		2020	
	产量	同比	产量	同比
原油	19,101.4	0.8	19,492.0	1.6
天然气	1,736.2	9.8	1,888.5	9.8
原油加工量	65,198.1	7.6	67,440.8	3.0
硫酸(折100%)	8,935.7	1.2	8,332.3	-1.2
烧碱(折100%)	3,464.4	0.5	3,643.2	5.7
纯碱(碳酸钠)	2,887.7	7.6	2,812.4	-2.9
乙烯	2,052.3	9.4	2,160.0	4.9
农用氮、磷、钾化学 肥料(折纯)	5,624.9	3.6	5,395.8	-0.9
化学农药原药(折有 效成分100%)	225.4	1.4	214.8	-1.1
初级形态塑料	9,574.1	9.3	10,355.3	7.0
合成橡胶	733.8	11.0	739.8	0.5
化学纤维	5,952.8	12.5	6,167.9	3.4
橡胶轮胎外胎	84,226.2	1.9	81,847.7	1.7
塑料制品	8,184.2	3.9	7,603.2	-6.4

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从成本端来看，化工行业产业链多且长，其初
始原材料可追溯至原油、天然气、煤炭、磷矿石、
原盐、萤石、石英砂、硫铁矿等基础原料。2020 年
初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦不断持续
以及产油国减产博弈等事件的冲击下，全球经济受
到沉重打击，石油需求出现大幅萎缩，供需失衡令
产油国库存高企，国际原油价格快速下跌，4 月 20
日美国西得克萨斯轻质原油（以下简称“WTI”）期
货 5 月结算价暴跌至-37.63 美元/桶；随后主要原油
生产国达成减产协议以及全球范围内疫情阶段性
好转、各国经济活动逐步重启，油价逐步反弹。2020
年全年 WTI 期货结算价和布伦特原油期货均价分
别约为 39.58 美元/桶和 43.21 美元/桶，同比分别下
降约 17.45 美元/桶和 20.96 美元/桶。由于疫情及国
际天然气供给增长的影响，2020 年上半年天然气价
格持续下跌；下半年以来，疫情缓和以及下游需求
回暖，天然气消费量上升，价格亦反弹明显，LNG

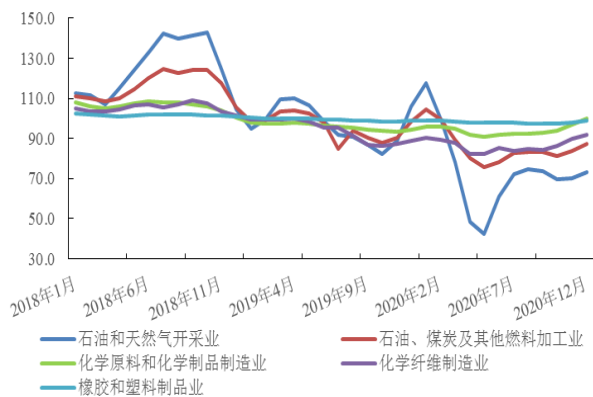
市场价格较上半年增长 7.99%，不过全年均价仍同
比下降约 16.79%。自供给侧改革以来，煤炭价格大
幅上涨后已趋于平稳，2020 年以来呈小幅下降态
势，整体降幅较为平稳，截至 12 月末国内无烟煤
(2 号洗中块)市场价为 900 元/吨，较年初下降
15.75%。总体来看，2020 年原油价格的超预期下跌
将严重削弱石油开采企业的盈利空间，短期内油制
产业链前端消化高油价库存令成本高企，随着油价
及下游产品价格缓慢恢复，油制产业链盈利提升，
同时油价的持续低位对煤制和气制化工品的盈利
形成冲击；接近消费端的化工品的盈利更依赖自身
的供需变化，受油价的影响将相对较小。预计 2021
年，OPEC+执行减产协议、经济刺激政策下全球经
济努力复苏等将对油价形成一定支撑，但疫情对经
济和原油需求的拖累将持续存在，加之当前原油供
大于求的格局下，油价或将处于中枢区间。

图 1：国际原油价格走势情况(美元/桶)



资料来源：Choice，中诚信国际整理

受全球经济停摆致基础化工下游需求承压、叠
加原油价格大幅下跌等诸多因素影响，2020 年 1~5
月化工产品价格整体下跌；随着前期库存逐步消
化，国内下游行业复工复产，化工产品价格底部复
苏，全年价格多呈“V”字波动。从工业价格指数来
看，自 2020 年 2 月以来化工各子行业工业生产者
出厂价格指数（以下简称“PPI”）全年均弱于上年
同期且分化较为明显。

图 2：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

环保和安全生产仍是化工行业长期关注的重点，据应急管理部数据，2020年全国生产安全事故起数和死亡人数与去年同期相比分别下降15.5%和8.3%，化工行业安全生产形势整体稳定向好。2020年，国家持续推进长江“三磷”专项整治、大气治理攻坚、第二轮中央环保督察等一系列行动，化工行业环保水平不断提升，落后不达标的企业进一步淘汰。《石化和化工行业“十四五”规划指南》指出“十四五”期间行业将继续贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》亦提出推进重点行业和重要领域绿

色化改造；全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。化工行业安全环保政策将持续从严，短期看，不达标企业停工停产整改和淘汰引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期看，安全环保标准的持续提升和督查高压将促进化工企业提高工艺和技术水平、增加产品附加值、推进产业升级。

2020年一季度受新冠疫情影响较大，化工企业普遍因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，叠加原油价格大幅下跌，营业总收入同比下降，亏损企业数量大幅增至89家。进入二季度后，随着国内疫情逐步得到控制，企业开工率有所回升，4~6月塑料橡胶、化学制品、化学原料、化学纤维等子行业营业总收入和净利润环比一季度明显提升；但由于原油及其炼化产品价格处于低位，石油开采和石油化工行业营业总收入环比进一步下降，且仍呈亏损状态。三季度以来，在国内疫情防控措施得力的背景下，工业生产保持快速增长，各行业需求持续复苏，第三季度营业总收入环比增长；行业亏损企业数量降至43家。总体来看，2020年化工行业营业总收入同比下降，盈利能力有所弱化，但随着疫情缓和、下游复工复产、海外经济体提振经济等，盈利能力持续修复。

表 2：2020年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业亏损总额（亿元）		营业收入（亿元）		利润总额（亿元）	
	2020	同比(%)	2020	同比(%)	2020	同比(%)
石油和天然气开采业	767.5	243.4	6,674.0	-20.1	257.1	-83.2
石油加工、煤炭及核燃料加工业	485.1	79.5	41,632.4	-13.4	868.5	-26.5
化学原料及化学制品制造业	765.6	-41.8	63,117.4	-3.7	4,257.6	20.9
化学纤维制造业	81.9	23.0	7,984.2	-10.4	263.5	-15.1
橡胶和塑料制品业	163.7	-4.1	24,763.3	-1.0	1,681.6	24.4
化工行业	2,263.8	--	144,171.3	-8.07	7,328.3	-8.99

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021年在以扩大内需为抓手的内循环消费政策等支持和十四五规划目标引导下，终端行业将延续回暖态势或实现边际改善，国内化工产品整体需求或将提升，但仍需关注阶段性需求的调整及海外疫情发展和贸易摩擦的不确定性。

2020年以来，产能较为稳定，部分产品产能继续位居行业前列；此外，通过加大研发投入，进行技术储备、产品开发和登记，产品结构不断丰富，竞争优势明显

作为国内重点农药生产企业之一，2020年以来公司布局的国内五大生产基地生产运行保持平稳，

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，结构及品类较为丰富，并形成了一定的上下游产业链优势。

表 3：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 ²	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 2021 年 3 月末，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，产能保持稳定，拥有国内最大的代森锰锌、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺和威百亩等产能，主导产品在国内原药市场仍保持较高的市占率；威远药业为全球最大的伊维菌素、乙酰氨基阿维菌素供应商。此外，2020 年以来，公司逐步推进利民化学年产 500 吨苯醚甲环唑项目、新威远年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐项目及双吉公司年产 10,000 吨代森系列产品项目进入试生产阶段，若后续全面达产，将进一步提升公司产品规模优势和竞争实力。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司原药产能情况（吨/年、%）

板块	产能	经营主体	国内市场占有率		
农药板块	杀菌剂	利民化学 河北双吉 威远资产组	代森锰锌	70~80	
			三乙膦酸铝	60~70	
			霜脲氰	70~80	
			嘧霉胺	55~65	
			丙森锌	40~50	
			啶菌酯	5~15	
	杀虫剂	3,300	利民化学 威远资产组	阿维菌素	25~35
				甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	20~30
				吡蚜酮	28~35
				吡虫啉	45~55
除草剂	3,000	利民化学 威远资产组	草铵膦	10~20	
兽药板块	640	威远资产组		--	

资料来源：公司提供

2020~2021 年一季度，公司研发投入分别为 1.75 亿元和 0.39 亿元，同比均有提升。截至 2021 年 3 月末，公司及其子公司共拥有 142 项专利，其中包括发明专利 58 项、授权实用新型专利 66 项、外观专利 18 项。2020 年以来，公司继续起草和编写多个国家标准和产品行业标准；完成多项仿制原药小试技术开发以及中试生产技术储备，开发多个水基化制剂产品；在产品登记方面，2020 年公司新开展授权登记 382 个，新开展自主登记 14 个，新获得授权登记 204 个，新获得自主登记 13 个。此外，硝磺草酮、三乙膦酸铝通过欧盟原药等同性认定；完成对代森锰锌原药及可湿性粉剂国际标准的更新，被正式认定为联合国粮农组织（FAO）标准，有助于公司进一步拓展国外市场。

公司主要产品产销量保持良好的增长态势；但受疫情及终端需求趋弱影响，2020 年主要产品销售均价同比有所下滑；仍需关注细分市场竞争和收购整合风险对未来经营业绩的影响

在“以销定产”的生产模式下，加之装置运行较为稳定，2020 年以来公司产能利用率保持在较高水平，直销和经销渠道较为畅通，并拓展重点区域渠道数量。截至 2020 年末，公司市场营销和技术服务网络覆盖全国 30 个省直辖市、1,200 多个县，拥有 1,000 余家经销商，近 3 万家零售商。受益于此，加之威远资产组全年并表，且海外订单流入等，2020 年公司主要产品销量同比均有不同程度增长。由于进入销售旺季，2021 年一季度公司主要产品产销量保持良好的增长态势。

受疫情及终端产品需求趋弱等影响，公司杀菌剂、杀虫剂等主要产品 2020 年销售均价同比均有不同程度下滑；随着销售旺季的来临，下游需求向好，2021 年一季度主要产品价格有所回升；受益于供需紧平衡，且原材料价格上涨，除草剂中的草铵膦产品销售均价 2020 年以来持续上行。**中诚信国**

² 2019 年 5 月公司以 4.80 亿元取得威远资产组（威远生化、威远药业、新威远）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 亿元和 1.2 亿元，三年净利润不低于 3.3 亿元；2019~2020 年威远资产组净利润分别为 1.60 亿元和 1.79 亿元，完

成当年业绩承诺。2020 年 8 月和 9 月，公司分别完成对威远资产组少数股东部分股权收购，截至 2021 年 3 月末，公司直接和间接持有威远生化、威远药业、新威远的股权增至 90%。

际关注到，公司通过新建及收并购扩大生产规模和丰富产品品种，通过调节不同产品的产销结构，能够一定程度上减少价格波动的不利影响；但其所处农药行业安全环保监管趋严，且细分产品市场竞争

较为激烈，仍面临市场竞争和收购整合风险，需关注未来业绩及盈利稳定性的情况。此外，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。

表 5：近年来公司分板块原药产品产销情况（吨）

板块		项目	2018	2019	2020	2021.1~3
农药板块	杀菌剂	产量	50,054.42	57,178.50	66,032.29	20,569.92
		销量	28,941.85	34,939.07	49,749.28	13,500.16
		自用量	20,219.60	23,175.01	25,062.34	8,760.08
	杀虫剂	产量	356.72	3,027.50	3,024.69	793.72
		销量	320.17	2,198.88	2,242.42	577.76
		自用量	85.82	756.30	850.34	201.46
	除草剂	产量	919.75	2,692.30	2,245.99	665.57
		销量	913.26	1,353.84	1,031.26	240.59
		自用量	-	1,378.36	1,825.46	602.32
兽药板块	产量	--	335.05	478.32	127.03	
	销量	--	338.60	421.73	103.42	
	自用量	--	43.47	62.69	21.29	

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；由于存在外采及期初库存，原药产品产量小于销量和自用量之和。

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 2020 年原药类产品在收入中的占比进一步提升。受益于持续推进海外产品登记和市场拓展，同期国外市场得到发展，目前公司销售市场覆盖 80 多个国家和地区。公司销售通过电汇、承兑、信用证等方式进行结算，并对客户进行信用分级，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。

表 6：近年来公司收入构成情况（亿元）

分产品	2018	2019	2020	2021.1~3
原药	5.99	11.39	20.78	5.27
制剂	9.16	16.85	22.99	7.41
分地区	2018	2019	2020	2021.1~3
国内地区	6.98	15.90	25.13	8.60
国外地区	8.21	12.43	18.75	4.18

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

2020 年以来主要原材料采购均价受环保趋严、国际原油价格中枢上行等影响持续上涨，一定程度上增

加公司成本控制压力

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。目前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仍较大。2020 年以来，随着生产规模的扩大，主要原材料采购量持续增加；且以乙二胺原材料采购均价受环保趋严、国际原油价格中枢上行等影响持续上涨，一定程度上推升公司生产成本。不过受益于规模化生产优势，公司具有一定的议价能力；且主要原材料能够继续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；此外公司内部形成一定的产业链上下游关系亦有助于增强生产成本控制能力。但中诚信国际关注到，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。

以扩产、升级改造为主的在建项目的投产有利于公司进一步提升规模优势，但面临一定资本支出压力

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 2021 年 3 月末，主要在建项

目计划总投资 7.18 亿元，预计仍需投入 6.516 亿元，面临一定的资本支出压力。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。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目	计划投资额	已投资	未来投资			资金来源
			2021.4~12	2022	2023	
兽药制剂和饲料添加剂提升改造 GMP 车间改造	0.20	0.004	0.15	0.05	-	自有资金
饲料添加剂车间改造预混合饲料车间改造	0.05	0.02	-	0.03	-	自有资金
延胡泰妙菌素和 VOC 治理改建项目	0.22	0.03	0.02	0.13	0.04	自有资金
年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸	0.70	0.50	0.04	-	-	自筹及可转债募集资金
绿色节能项目	3.82	0.11	2.57	1.15	-	自筹及可转债募集资金
年产 12,000 吨三乙磷酸铝原药技改项目	2.19	0.26	1.93	-	-	可转债募集资金
合计	7.18	0.664	4.71	1.36	0.04	

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

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 2018~2020 年财务报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期数据均使用财务报告期末数，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。

受益于威远资产组全年并表，主要产品销量增加，2020 年公司收入规模和经营性业务利润增幅明显，盈利水平进一步提升

2020 年，由于威远资产组全年并表，加之公司主要产品销量增加，杀菌剂、杀虫剂和兽药板块收入同比增幅明显，带动当期公司营业总收入保持较好增长态势；但主要产品销售价格下跌，叠加产品销售结构有所变化，导致 2020 年公司营业毛利率同比下滑。2021 年一季度，营业总收入同比略降 3.53%；营业毛利率同比下滑 1.64 个百分点。

表 8：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
农用杀菌剂	11.91	13.14	16.66	5.69

农用杀虫剂	1.18	8.76	19.06	4.46
农用除草剂	1.88	3.32	3.10	1.43
兽药	-	1.81	4.37	1.16
其他	0.22	1.30	0.69	0.04
营业总收入	15.19	28.33	43.88	12.78
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
农用杀菌剂	29.02	30.23	29.09	30.97
农用杀虫剂	25.91	25.50	23.79	16.99
农用除草剂	18.96	14.55	5.72	12.14
兽药	--	37.08	24.38	24.00
营业毛利率	27.16	26.70	24.74	25.75

资料来源：公司提供

职工薪酬和研发费用增长，汇兑损失增加分别带动管理费用和财务费用上升，上述因素导致 2020 年公司期间费用仍呈增长态势，但受益于公司业务规模扩大，收入增长较快，期间费用率显著下降。2021 年一季度，由于运输费用在营业成本中核算，销售费用同比减少，当期期间费用和期间费用率同比均有不同程度下降。

2020 年，经营性业务利润随着收入增加而增长，仍是公司利润主要构成；联营企业江苏新河农用化工有限公司（以下简称“新河公司”）受主要产品百菌清价格回调影响，业绩同比下滑明显，公司权益法下确认的投资收益亦随之减少³，但仍对当期

³ 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与销售，公司持有其

34.00% 股权，2018~2020 年新河公司净利润 2.71 亿元、5.03 亿元和 2.68 亿元，同期公司分别确认投资收益 0.92 亿元、1.71 亿元和 0.91 亿元，

利润形成一定支撑，上述因素共同带动其盈利水平的提升。2020年，EBITDA 利润率和总资产收益率保持在较高水平。2021年一季度公司经营性业务利润和利润总额同比分别增长 7.76% 和 2.27%。

表 9：公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1-3
销售费用	0.81	1.66	1.48	0.21
管理费用（含研发费用）	1.89	3.81	4.51	0.90
财务费用	0.22	0.44	0.89	0.10
期间费用合计	2.92	5.91	6.87	1.21
期间费用率	19.23	20.86	15.66	9.44
经营性业务利润	1.27	1.77	3.98	2.06
投资收益	1.08	1.75	0.98	0.09
利润总额	2.28	3.66	4.91	2.04
净利润	2.09	3.46	4.30	1.74
EBIT	2.50	4.15	5.49	--
EBITDA	3.65	5.85	7.58	--
EBITDA 利润率	24.03	20.67	17.28	--
总资产收益率	9.76	11.06	11.02	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总资产和总负债均保持增长态势，资产负债率较为稳定；由于发行可转债，债务结构有所调整，但推升总资本化比率

2020年以来，构成较为均衡的总资产呈增长态势。流动资产方面，2020年末，应收款项回款及预收货款增加，货币资金增幅明显；公开发行可转换募集资金到位，使得2021年3月末货币资金进一步增长；由于一季度处于销售旺季，应收货款增长相应带动应收账款增加；以库存商品为主的存货保持在较高水平。非流动资产方面，随着阿维菌素产品升级改造项目、年产500吨苯醚甲环唑项目等建成转固，2020年末在建工程减少，相应固定资产有所增加；对可转债募投项目投入增加带动2021年3月末在建工程增长；2020年以来，其他非流动负债不断增长主要系预付工程设备款增加所致。

公司总负债规模亦持续扩大，以应付账款、预收款项和有息债务等增长为主，其中对下游客户预收货款增加令2020年末预收款项进一步增长；但

发放现金股利 0.21 亿元、0.58 亿元和 0.87 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，2018-2020 年分别确认投资收益 -92.69 万元、29.25 万元和 -17.17 万元，发放现金股利 520.98 万元、0 万元和 0 万元。

随着发货后确认收入，2021年3月末预收款项（含合同负债，下同）相应下降；2021年3月，公司公开发行人可转换债券⁴，推升当期末总债务，亦令债务结构有所调整，短期债务占比下降。

得益于利润累积和发行可转债，公司资本实力得到增强，2020年以来所有者权益逐步上升，其资产负债率相对稳定；但总债务增速较快使得2021年3月末总资本化比率有所增长。

表 10：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	3.60	4.47	7.33	11.20
应收账款	1.30	2.64	1.97	4.28
存货	2.65	7.30	6.59	8.21
固定资产	7.60	15.30	19.69	19.31
在建工程	0.61	4.05	1.22	2.61
其他非流动资产	1.03	0.89	1.94	2.40
总资产	27.35	47.67	51.90	60.61
应付账款	0.87	4.20	4.67	4.65
预收款项	0.90	3.09	4.72	2.26
总负债	8.58	24.72	26.74	31.48
短期债务	5.20	9.04	8.82	9.42
总债务	5.65	12.01	11.31	19.28
资本公积	9.83	10.16	9.10	11.33
少数股东权益	0.60	2.24	1.48	1.60
所有者权益	18.77	22.95	25.16	29.14
资产负债率	31.39	51.85	51.52	51.93
总资本化比率	23.12	34.35	31.00	39.82

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 11：公司债务构成情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	5.20	7.79	7.97	7.74
其中：抵押借款	0.45	1.14	0.70	--
保证借款	0.25	0.70	4.76	--
信用借款	4.50	5.95	2.50	--
应付票据	-	1.25	0.85	1.67
长期借款	0.45	2.57	2.48	2.47
其中：质押借款	-	2.16	1.68	--
抵押借款	0.45	0.41	0.80	--
应付债券	-	-	-	7.39
长期应付款	-	0.40	-	-

注：2020年短期借款和长期借款中包含应计利息。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司经营活动获现水平大幅提升，投资活动

⁴ 公司公开发行可转换债务募集资金总额 9.80 亿元，其中计入应付债券 7.39 亿元，其余部分计入权益。

现金净流出规模缩减，偿债指标整体得到增强；但仍需关注经营获现的稳定性

受益于威远资产组全年并表且销售收入增加，2020年公司经营活动净现金流同比大幅增长；对外投资收购减少使得当期投资活动现金流净流出规模下降；由于加大偿还债务力度，2020年公司筹资活动净现金流由正转负。2021年一季度，受销售旺季原材料采购等支出增加，经营活动净现金流为负；公开发行可转债募集资金到账使得同期筹资活动呈大幅净流入态势；由于增加对募投项目投资支出，2021年一季度，投资活动净现金流同比流出规模扩大。

2020年公司经营获现和盈利水平的提升使得经营活动净现金流和EBITDA对债务本息覆盖能力有所增强；货币等价物对短期债务的覆盖倍数亦得到提高。2021年一季度，经营活动净现金流为负，无法覆盖债务本息，仍需关注经营获现的稳定性。

表 12：公司现金流及偿债指标情况（亿元、倍）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	2.32	1.97	9.03	-3.68
投资活动净现金流	-3.80	-4.05	-2.41	-2.38
筹资活动净现金流	1.30	2.32	-3.58	9.32
EBITDA 利息保障倍数	15.36	11.35	12.70	--
经营活动净现金流/利息支出	9.74	3.82	15.12	--
总债务/EBITDA	1.55	2.05	1.49	--
经营活动净现金流/总债务	0.41	0.16	0.80	-0.76*
货币等价物/短期债务	0.71	0.84	1.13	1.34

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2021年3月末，公司在各金融机构共获得16.68亿元综合授信额度，其中尚未使用的授信额度8.68亿元，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年末，公司受限资产账面价值7.33亿元，其中货币资金0.77亿元、长期股权投资4.80亿元、

固定资产1.42亿元和无形资产0.34亿元；截至2021年3月末，公司控股股东李明、李新生及其一致行动人⁵合计质押公司股权4,380万股，占其持股数量的36.75%，占公司总股本的11.76%。

截至2021年3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2021年4月12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

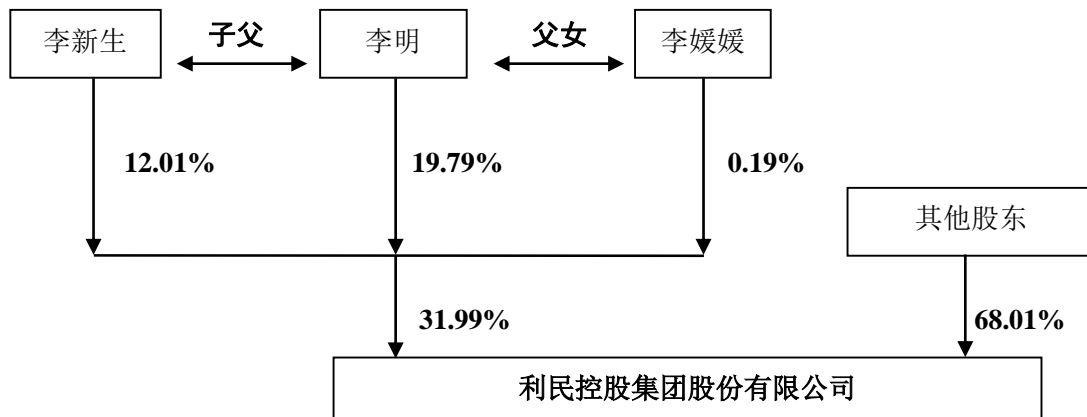
利民股份系实际控制人控制的最核心资产，实际控制人对公司的支持意愿极强。但由于自然人股东通常对当地政府和金融机构等资源协调能力较为有限，实际控制人对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持利民控股集团股份有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“利民转债”的债项信用等级为**AA**。

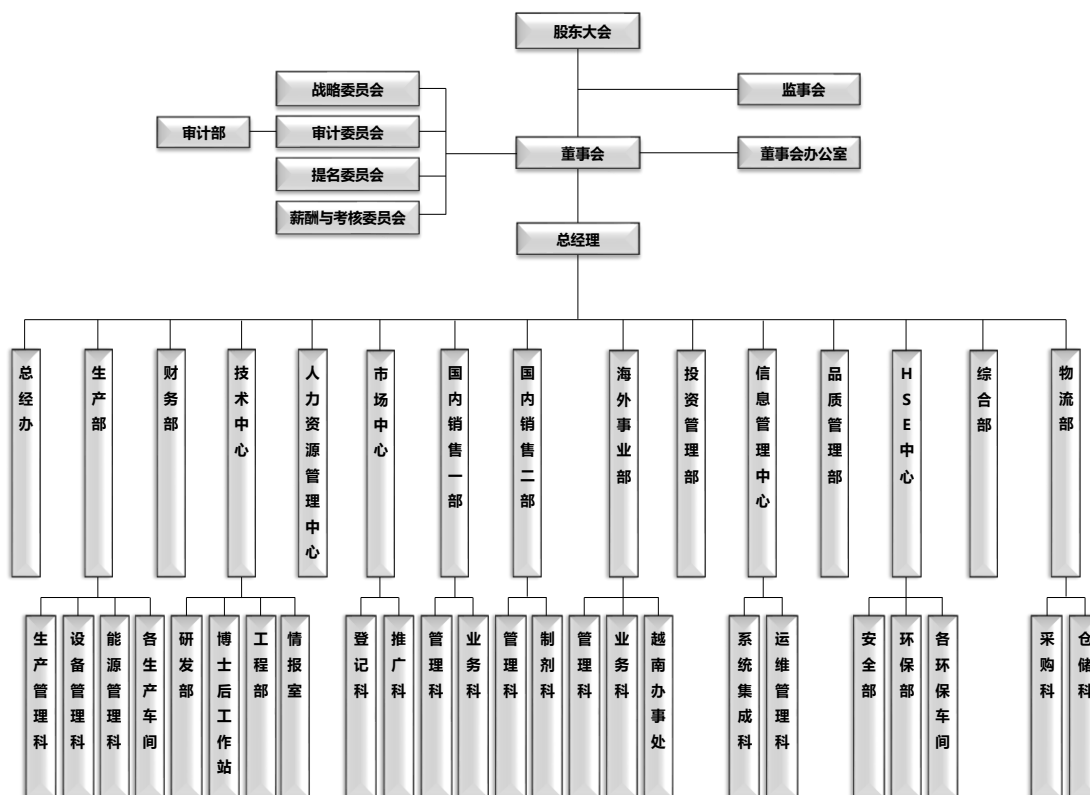
⁵ 截至2021年3月末，一致行动人中李媛媛暂未对持有公司的股权进行质押。

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 2021 年 3 月末）



截至 2021 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	合计持股比例	从事业务
利民化学有限责任公司	100.00%	农药生产、销售
河北双吉化工有限公司	79.51%	农药销售
河北威远生物化工有限公司	90.00%	农药生产、销售
河北威远药业有限公司	90.00%	兽药生产、销售
内蒙古新威远生物化工有限公司	90.00%	农药生产



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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	35,957.38	44,679.43	73,258.45	111,984.86
应收账款净额	13,040.80	26,364.44	19,716.15	42,843.60
其他应收款	656.28	5,287.45	8,950.62	9,225.01
存货净额	26,496.93	72,977.36	65,894.33	82,134.54
长期投资	16,185.40	27,521.97	27,949.22	28,601.94
固定资产	76,004.25	153,000.88	196,881.39	193,135.06
在建工程	6,077.70	40,520.81	12,153.88	26,139.29
无形资产	15,662.41	35,660.13	38,327.55	37,916.46
总资产	273,531.45	476,728.63	518,971.71	606,129.11
其他应付款	5,011.54	13,083.66	5,593.04	11,686.29
短期债务	52,000.00	90,377.00	88,221.55	94,164.27
长期债务	4,452.70	29,703.32	24,830.58	98,638.14
总债务	56,452.70	120,080.32	113,052.13	192,802.41
净债务	20,495.32	75,400.88	39,793.68	80,817.55
总负债	85,848.35	247,194.83	267,364.32	314,755.68
费用化利息支出	2,228.16	4,943.46	5,834.80	--
资本化利息支出	148.91	213.40	138.10	--
所有者权益合计	187,683.09	229,533.79	251,607.39	291,373.42
营业总收入	151,918.20	283,267.46	438,804.79	127,841.96
经营性业务利润	12,709.49	17,696.43	39,766.36	20,581.38
投资收益	10,789.38	17,536.69	9,788.59	870.46
净利润	20,914.80	34,606.99	42,981.01	17,363.32
EBIT	24,988.61	41,503.25	54,885.76	--
EBITDA	36,513.23	58,548.60	75,835.30	--
经营活动产生现金净流量	23,157.16	19,696.52	90,333.52	-36,844.22
投资活动产生现金净流量	-38,006.34	-40,496.84	-24,105.56	-23,780.25
筹资活动产生现金净流量	12,951.94	23,183.71	-35,814.61	93,163.97
资本支出	17,709.92	37,840.72	34,896.78	25,284.37
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	27.16	26.70	24.74	25.75
期间费用率(%)	19.23	20.86	15.66	9.44
EBITDA 利润率(%)	24.03	20.67	17.28	--
总资产收益率(%)	9.76	11.06	11.02	--
净资产收益率(%)	11.60	16.59	17.87	25.58*
流动比率(X)	1.85	0.98	0.95	1.42
速动比率(X)	1.51	0.63	0.66	1.02
存货周转率(X)	4.39	4.17	4.76	5.13*
应收账款周转率(X)	11.40	14.38	19.05	16.35*
资产负债率(%)	31.39	51.85	51.52	51.93
总资本化比率(%)	23.12	34.35	31.00	39.82
短期债务/总债务(%)	92.11	75.26	78.04	48.84
经营活动净现金流/总债务(X)	0.41	0.16	0.80	-0.76*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.45	0.22	1.02	-1.57*
经营活动净现金流/利息支出(X)	9.74	3.82	15.12	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	23.24	2.75	66.63	--
总债务/EBITDA(X)	1.55	2.05	1.49	--
EBITDA/短期债务(X)	0.70	0.65	0.86	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.36	11.35	12.70	--
EBIT 利息保障倍数(X)	10.51	8.05	9.19	--

注：1、2021年一季报未经审计；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。