

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

信用评级结果通知书

编号：2021—债评—0791

江苏苏利精细化工股份有限公司：

经过本评级机构信用评级委员会复评，确定贵公司江苏苏利精细化工股份有限公司公开发行可转换公司债券信用等级为 AA- 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021年6月23日

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

信用评级结果通知书

编号：2021—企评—0247

江苏苏利精细化工股份有限公司：

经过本评级机构信用评级委员会复评，确定贵公司主体信用等级为 AA- 级，评级展望为 “ 稳定 ” 。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

信用评审委员会

2021年6月23日



江苏苏利精细化工股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2021)010881】

评级对象: 江苏苏利精细化工股份有限公司公开发行可转换公司债券

主体信用等级: AA⁻

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁻

评级时间: 2021年6月24日

计划发行: 不超过10亿元(含)

本次发行: 不超过10亿元(含)

发行目的: 项目投资

存续期限: 6年

偿还方式: 对未转股按年付息,到期归还本金和最后一利息

担保情况: 无

主要财务数据及指标

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.17	3.64	3.00	2.27
刚性债务	—	—	0.16	0.18
所有者权益	10.98	11.33	11.62	11.74
经营性现金净流入量	0.40	0.29	1.06	-0.24
合并口径数据及指标:				
总资产	24.60	28.54	30.68	30.98
总负债	2.24	3.17	5.48	5.34
刚性债务	0.18	0.62	0.86	1.61
所有者权益	22.37	25.37	25.20	25.65
营业收入	16.46	18.13	15.59	4.16
净利润	4.26	4.08	2.19	0.44
经营性现金净流入量	4.20	4.86	1.69	-0.85
EBITDA	5.61	5.46	3.47	—
资产负债率[%]	9.09	11.11	17.86	17.23
权益资本与刚性债务比率[%]	12,659.00	4098.66	2939.34	1589.38
流动比率[%]	857.23	598.82	338.92	354.08
现金比率[%]	614.15	425.89	239.83	240.64
利息保障倍数[倍]	—	—	—	—
净资产收益率[%]	20.69	17.09	8.66	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	234.05	186.76	40.02	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	160.58	38.95	-8.73	—
EBITDA/利息支出[倍]	—	—	—	—
EBITDA/刚性债务[倍]	31.73	13.72	4.70	—

注:根据苏利股份经审计的2018-2020年及未经审计的2021年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

何婕好

何婕好 hejieyu@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872

杨亿

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **产业链优势。**苏利股份农药和阻燃剂产品拥有成熟的中间体生产工艺,较为完善的产业链有利于保障产品质量,降低生产成本,提升公司综合盈利能力。
- **债务负担较轻。**截至2021年3月末,苏利股份资产负债率为17.23%,债务负担轻,财务结构稳健。

主要风险:

- **盈利能力持续弱化。**近年来苏利股份百菌清产品受海外市场需求下降及竞争对手新增产能释放影响,价格大幅下滑,公司盈利水平持续下滑。
- **项目投入产出风险。**本次募投项目投资规模较大,建设周期长,产品主要为农药原药及中间体,在农药减量化背景下,项目面临一定的产能释放压力。
- **境外关联交易风险。**苏利股份与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大,交易内容主要是百菌清、啉菌酯等产品的销售,关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。此外,需关注交易价格的公允性。
- **安全环保风险。**近年来政府制定了一系列淘汰落后产能、提升准入门槛、提高安全环保要求的政策,化工企业面临着较大的安全环保治理压力。
- **汇率风险。**苏利股份农药产品主要向境外销售,采用美元结算,虽然公司采取了外汇套期保值措施,但若人民币大幅升值,汇兑损失将会公司盈利产生不利影响。
- **本次可转换债券未转股风险。**本次债券一旦

转股期内股价持续低迷等导致转股情况不理想，
则苏利股份需偿付本次债券本息，可能加重公司
债务负担。

➤ 未来展望

通过对苏利股份及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司主体信用等级AA，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券信用等级AA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



江苏苏利精细化工股份有限公司

公开发行可转换公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

江苏苏利精细化工股份有限公司（简称“苏利股份”、“该公司”、“公司”）前身是江阴市苏利精细化工有限公司（简称“苏利有限”），于 1994 年 12 月成立，注册资本 380 万元，其中：缪金凤出资 200 万元，占比 52.63%；利港工业公司出资 180 万元，占比 47.37%。2012 年该公司根据苏利有限截至当年 11 月 30 日经审计的净资产折股，整体变更设立股份有限公司，注册资本为 6,000 万元。后经过多次增资，截至 2013 年末，公司注册资本为 7,500 万元。

2016 年 12 月该公司通过上海证券交易所（简称“上交所”）向社会公众发行人民币普通股 2,500 万股，每股面值 1 元，股票名称为“苏利股份”，股票代码：603585.SH。发行后，公司总股本变更为 1 亿元。

该公司于 2017 年 6 月实施了以总股本 100,000,000 股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股，公司总股本由 1.00 亿元增至 1.50 亿元；于 2018 年 6 月实施了以总股本 150,000,000 股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 2 股，公司总股本由 1.50 亿元增至 1.80 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司总股本仍为 1.80 亿元，实际控制人为缪金凤，持股 40%。

该公司主要从事农药原药及农药制剂、阻燃剂及相关产品、医药中间体等产品的研发、生产和销售。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 6 家，核心业务主体情况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

本次债券的发行经该公司 2021 年 4 月 15 日召开的第三届董事会第十五次会议及 2021 年 5 月 7 日召开的 2021 年度第一次临时股东大会审议通过。本次债券拟发行金额为不超过 10 亿元人民币（含），拟发行期限为 6 年，募集资金拟扣除发行费用后全部用于年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目（简称“募投项目”）建设。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	江苏苏利精细化工股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 10 亿元人民币 (含)
本次发行规模:	不超过 10 亿元人民币 (含)
本次债券期限:	6 年期
债券利率:	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及主承销商协商确定
还本付息方式:	对未转股按年付息, 到期归还本金和最后一年利息
转换标的:	公司 A 股股票 (603585.SH)
转股期限:	自本次债券发行结束日满 6 个月后的第 1 个交易日起至本次债券到期日止
转股价格:	<p>本次债券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该公司 A 股股票交易均价 (若在该二十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收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算) 和前一个交易日公司 A 股股票交易均价, 具体初始转股价格由公司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及主承销商协商确定。</p> <p>在本次发行之后, 若公司发生派送红股、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况 (不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本) 使公司股份发生变化时, 将进行转股价格的调整。当公司可能发生股份回购、公司合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时, 公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护债券持有人权益的原则调整转股价格。</p> <p>本次债券存续期间, 当该公司股票在任意三十个连续交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 90% 时, 董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交股东大会表决, 该方案须经出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价。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。</p>
赎回条款:	<p>①到期赎回条款</p> <p>在本次发行的可转债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及主承销商协商确定</p> <p>②有条件赎回条款</p> <p>a. 在转股期内, 如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含);</p> <p>b. 当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。</p>
回售条款:	<p>①有条件回售条款</p> <p>在本次发行的可转债最后两个计息年度, 如果公司 A 股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% 时, 可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度可转债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。</p> <p>②附加回售条款</p> <p>若公司本次发行的可转债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, 且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的, 可转债持有人享有一次回售的权利。</p>
定价方式:	按面值发行
增级安排:	无

资料来源: 苏利股份, 涉及到本次可转换公司债券发行条款均以最终公告的发行公告和募集说明书为准

(2) 募集资金用途

本次债券拟发行的募集资金总额不超过 10 亿元 (含), 所募集资金扣除发行费用后将全部用于募投项目建设。本次募集项目实施主体为该公司子公司苏

利（宁夏）新材料科技有限公司（简称“苏利宁夏”）。

图表 2. 募投项目计划投资情况（单位：万元）

实施单位	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
苏利（宁夏）新材料科技有限公司	年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产项目	133,971.75	100,000.00-发行费用

资料来源：苏利股份

本次公开发行可转债募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。本次发行扣除发行费用后实际募集资金净额低于项目投资总额部分，公司将通过自筹资金予以解决。

本次募集资金投资项目主要为公司农药产业链延伸，未来产出的产品主要包括：杀菌剂原药丙硫菌唑、除草剂原药吡氟酰草胺、苯并呋喃酮（杀菌剂嘧菌酯的中间体）、4,6-二氯嘧啶（杀菌剂嘧菌酯的中间体）、对氯苯硼酸（杀菌剂啶酰菌胺的中间体）、对苯二甲腈（四氯对苯二甲腈的中间体）。本项目一方面将丰富公司的产品品类，新增 1 项杀菌剂和 1 项除草剂原药产品；另一方面将增强农药中间体的生产能力，有利于稳定产品产能，增强成本控制，提升盈利水平。

本次募集资金建设内容包括新建生产厂房 1,000 吨/年丙硫菌唑、1,000 吨/年吡氟酰草胺、2,000 吨/年 4,6-二氯嘧啶、2,000 吨/年苯并呋喃酮、500 吨/年对氯苯硼酸、5,000 吨/年对苯二甲腈的生产线及配套公用设施和购置生产、检测及其他辅助设备。本项目总投资预计为 133,971.75 万元（含铺底流动资金），其中：建筑工程费 46,011.00 万元、设备购置及安装工程费 63,729.38 万元，其他费用（含行政、土地、预备费等）13,077.00 万元，铺底流动资金 11,154.37 万元。本次拟使用募集资金投入 100,000.00 万元，相关资金将通过增资及借款的形式提供至苏利宁夏。其余资金由另一个股东意大利世科姆奥克松（SIPCAM OXON S.P.A.）按 24% 持股比例增资投入或由苏利宁夏自筹。经估算，本项目达产后年均收入为 132,692.23 万元，年均利润总额为 27,561.58 万元，项目税后静态投资回收期为 8.02 年。整体而言，本项目经济效益良好。

基于多年以来持续的研发投入，该公司目前已充分掌握本次募集资金投资项目的相关产品的生产技术和工艺路线。在产业链渠道方面，公司募集资金投资项目耗用的主要原材料市场供应充足，公司亦拥有较为完善的中间体自我配套供给能力。公司与印度联合磷化（UPL）、意大利世科姆奥克松、先正达（Syngenta）、德国汉姆公司（Helm）等世界著名农药厂商建立了良好的合作关系，产品销售至美洲、非洲、欧洲等多个地区，公司主要客户也大多在其所处的行业领域处于市场领先地位，需求量稳定，保证了公司新增产品的产能消化。

募投项目已于 2020 年 12 月 29 日取得宁夏回族自治区宁东能源化工基地管理委员会经济发展局出具的《宁夏回族自治区企业投资项目备案证》。2021 年 1 月 15 日，该公司取得宁夏回族自治区宁东能源化工基地管理委员会环境

保护局出具的《关于苏利（宁夏）新材料科技有限公司精细化化工产品项目环境影响报告书的批复》（宁东管（环）（2021）4号）。

整体看，该公司募投项目实施符合行业发展趋势以及公司战略发展规划，市场空间及发展前景广阔，投资项目集中于杀菌剂和除草剂领域，在杀菌剂领域，通过新增杀菌剂原药丙硫菌唑以及丰富杀菌剂嘧菌酯、啶酰菌胺等原药的中间体，有利于优化业务、控制产能和成本、进一步提升杀菌剂主业的盈利能力；在除草剂领域，通过探索除草剂原药吡氟酰草胺，优化产品结构、增加新的盈利增长点。公司技术储备能够支撑募投项目的正常开工生产，相关生产用原料获取也较为便利。但新世纪评级关注到：（1）募投项目生产装置所用化工原材料，受市场供需影响，可能有较大波动；（2）募投项目投资规模较大，建设周期长，产品主要为农药原药及中间体，在农药减量化背景下，项目面临一定的产能释放压力。

（3）信用增级安排

本次发行的可转换公司债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2021年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化

过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021 年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产与销售。

A. 农药

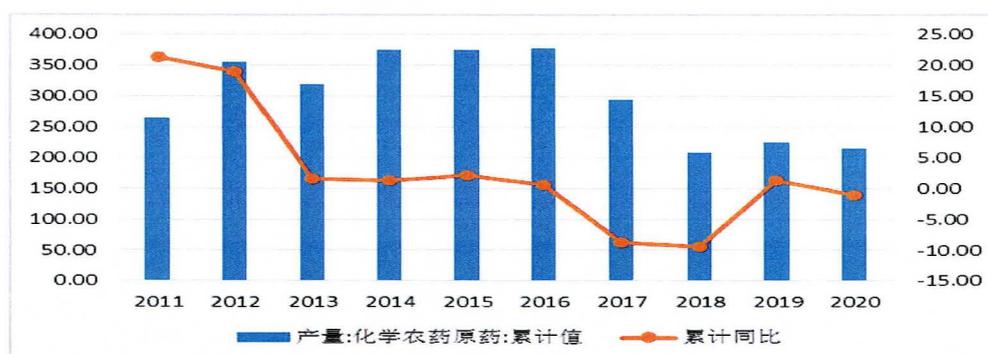
农药作为重要的农业生产资料，产品需求相对刚性，2017年以来随着供给侧改革的推进和环保政策趋严，农药企业集中度提升，经营效益改善。农药产品原材料价格受原油价格走势影响较大，细分产品价格走势有所差异，2020年随着产能释放，杀虫剂和杀菌剂价格指数均有所下降，同期受甘氨酸等原料价格上涨影响，草甘膦原药和草铵膦原药等除草剂主要品种价格指数上升。随着行业竞争的加剧以及环保压力加大，我国农药行业进入了新一轮整合期。

农药作为重要的农业生产资料，在农产品生产及卫生害虫防控等方面发挥着重要作用。目前我国已经逐步形成了从原药生产、制剂加工、原材料及中间体配套的完整农药生产体系。从产业链来看，农药上游为无机和有机化工原料，下游为农林牧业及卫生领域。农药行业生产自上而下可分为农药中间体、农药原药和农药制剂。根据用途分类，农药可以分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂等，其中除草剂的市场规模最大、杀菌剂的份额持续增长。

a. 行业概况

2017年以来，随着供给侧改革的推进及环保政策趋严，我国农药企业集中度提升，经营效益改善。根据国家统计局数据显示，2020年我国农药规模以上企业693家，同比减少26家；主营业务收入2,280.58亿元，同比增长6.1%；亏损企业亏损额为10.77亿元，同比下降26.6%。同时，随着农业农村部“到2020年实现化肥、农药使用量零增长”政策的实施，我国农药总产量稳步下降。根据国家统计局数据显示，2020年化学农药原药（折100%）产量为214.8万吨，同比减少4.70%。

图表 3. 2011-2020 年我国化学农药原药生产情况（单位：万吨，%）

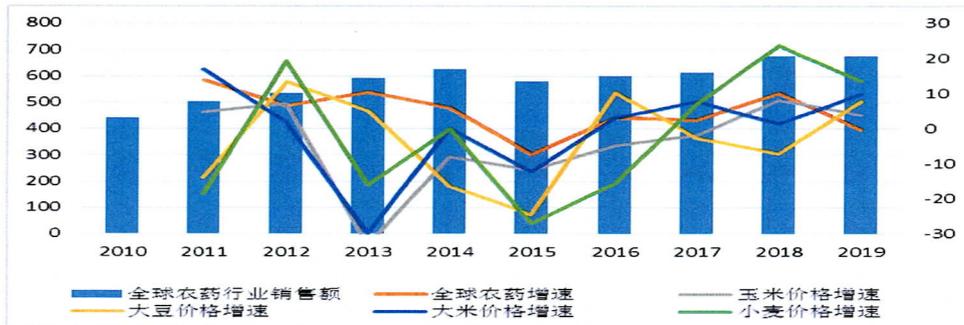


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

随着全球粮食需求持续增长，但人均耕地面积有限，低毒高效农药需求稳健增长。从中短期来看，农药需求与农产品价格相关性较强。一般农产品价格上升，农户种植意愿提升，加大种植投入，进而带动农药需求增加，反之亦然。从全球农药需求区域分布来看，亚太地区为全球最大的消费地区，其次

为拉美地区和欧洲地区。根据 Phillips McDougall 统计显示，2019 年全球作物用农药销售额为 598.27 亿美元，其中，亚太地区、拉美地区、欧洲地区作物用农药销售额占比分别为 30.63%、26.60%和 20.13%。

图表 4. 2010-2019 年全球农药需求与农产品价格情况 (单位: 亿美元, %)

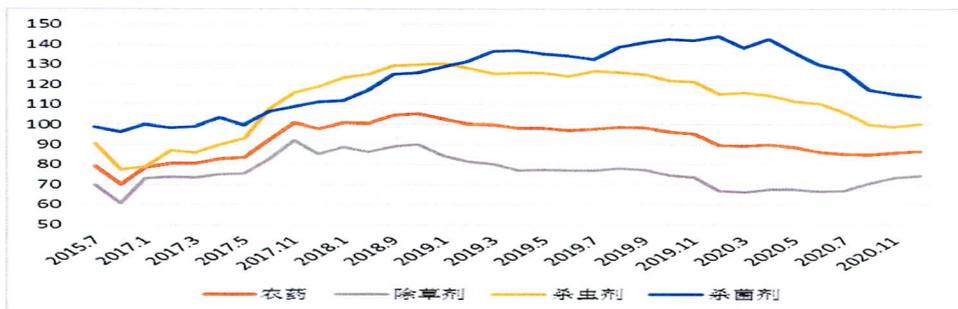


资料来源: Phillips McDougall, Wind 资讯, 新世纪评级整理

我国主要农药产品满足国内需求的同时，还出口全球 100 多个国家，2020 年我国农药出口数量(货物量)为 251.4 万吨，同比增长 71.2%，出口金额 76.24 亿美元，同比增长 56.9%。目前我国已经成为全球农药生产和出口的第一大国。2020 年我国农药进口量和进口金额保持稳健增长，进口量 11 万吨，同比增长 22.6%；进口额 9.11 亿美元，同比增长 19.6%。

根据中国农药工业协会数据显示，由于产能过剩，农药价格指数 (CPI) 于 2016 年破 70 后，受益于供给侧改革和环保趋严，农药价格指数回升至 2018 年 11 月的 105。之后产能有所释放，农药行业景气度缓慢下行，但在历史均值 80 以上。从主要细分产品来看，随着全球气候回暖，病虫害加剧，杀菌剂产品价格指数优于除草剂和杀虫剂。但 2020 年随着产能释放，杀虫剂和杀菌剂价格指数均有所下降，同期受甘氨酸等原料价格上涨影响，草甘膦原药和草铵膦原药等除草剂主要品种供应紧张，除草剂价格指数由年初的 67 升至 75。

图表 5. 2015-2020 年农药价格指数

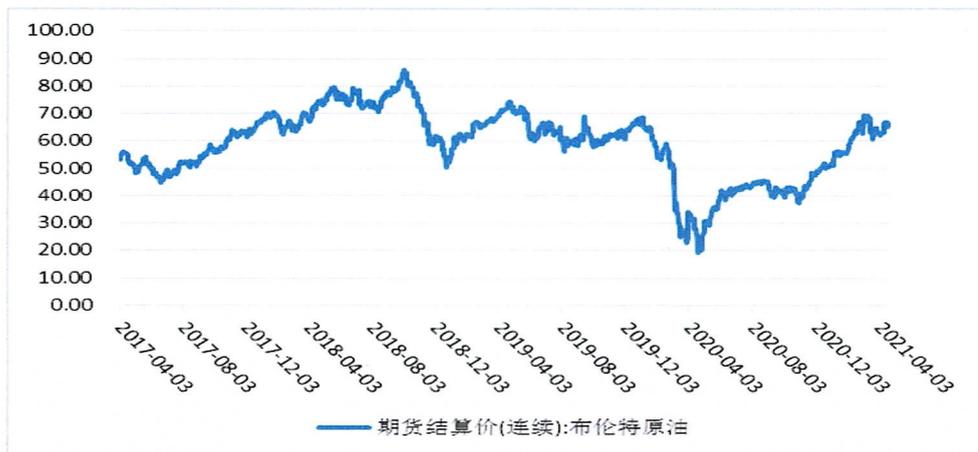


资料来源: 中国农药工业协会, 新世纪评级整理

农药上游的石油化工原料价格受原油价格影响较大。2018 年受美国对伊朗实施制裁的影响，国际原油价格大幅波动。期间布伦特原油期货结算价最高冲至 85 美元/桶，较年初上涨 18.43 美元/桶。之后美国对伊朗制裁力度不及预期，原油供应过剩，价格持续下跌。2019 年随着 OPEC 与部分非 OPEC 国家主动

削减供应，原油市场供给压力有所缓解，同时中东局势也加剧了供应端的不确定性，加之全球原油消费继续保持增长均对油价形成利好支撑，2019 年一季度原油价格企稳回升。但二季度随着中美贸易谈判阶段性出现波动、美国欲加征欧盟关税等因素影响，全球经济预期下降，避险情绪上升，原油价格有所下滑。2020 年初，受新冠疫情影响，国际原油价格大幅下挫，最低跌至 19.99 美元/桶，之后随着全球疫情的逐渐控制，各国启动复工复产以及欧佩克+联合会议达成减产协议，石油供需有所改善，原油价格触底回升。截至 2021 年 4 月 21 日布伦特原油期货价格为 65.32 美元/桶，为 2020 年最低点的 3 倍多。随着原油价格的不断走高，将给农药行业成本带来不小压力。

图表 6. 2017 年以来布伦特原油期货价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

b. 政策环境

2017 年以来，国家不断对《农药管理条例》进行修订，以更好约束、管理农药企业生产经营。在 2020 年公布的《农药管理条例（征求意见稿）》中取消了农药临时登记，提高了准入门槛，加大了对违法生产和经营的处罚力度，新设了农药经营许可、问题召回等制度，有利于农药行业健康发展。目前行业鼓励低量、高效、环保的农药产品，淘汰高污染、高毒、高残留的农药生产装置，同时生产者对农药包装废弃物需进行妥善贮存，不得擅自倾倒、堆放、遗撒农药包装废弃物。在确保产品高效安全的前提下，加快生物农药、高毒农药替代产品、特色小宗作物用药登记审批进程，促进农药高质量发展和绿色发展。

图表 7. 2017 年以来农药行业相关政策

年份	文件	主要内容
2017 年 6 月	《农药管理条例》（2017 年修订）	将原由多部门负责的农药生产管理职责统一划归农业部门，赋予农业部门全面履行农药登记、生产、经营、使用指导全过程的管理职责
2017 年 8 月	《农药标签和说明书管理办法》（2017 年版）	农药标签要标注可追溯电子信息码，将原来的剧毒、高毒农药和高风险农药产品，统一改为限制使用农药，必须标注“限制使用”字等
2018 年 12 月	《农药登记试验管理办法》（2018 年修正）	开展农药登记试验的，申请人应当报试验所在地省级人民政府农业主管部门备案；新农药的登记试验，还应当经农业部审查批准。

年份	文件	主要内容
	《农药经营许可管理办法》（2018年修正）	农业部负责监督指导全国农药经营许可管理工作。限制使用农药经营许可可由省级人民政府农业主管部门核发；其他农药经营许可可由县级以上地方人民政府农业主管部门根据农药经营者的申请分别核发。
	《农药生产许可管理办法》（2018年修正）	农业部负责监督指导全国农药生产许可管理工作，制定生产条件要求和审查细则。省级人民政府农业主管部门负责受理申请、审查并核发农药生产许可证。县级以上地方农业部门应当加强本行政区域内的农药生产监督管理工作。
	《农药登记管理办法》（2018年修正）	在中华人民共和国境内生产、经营、使用的农药，应当取得农药登记。未依法取得农药登记证的农药，按照假农药处理。
2019年10月	《产业结构调整指导目录》（2019年本）	鼓励高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型、专用中间体、助剂的开发与生产，定向合成手性和立体结构农药生产，生物农药新产品、新技术的开发与生产；限制新建高毒、高残留以及对环境影响大的农药原药生产装置，高毒农药产品为落后产品。
2020年2月	《2020年农药管理工作要点》	优化管理服务，提高农药审批质量和效率；加强市场监督管理，保障农药产品质量；加强产业发展引导，促进农药转型升级；加强科学用药指导，促进农药减量增效；加强支撑能力建设，提升农药治理水平
2020年3月	《农作物病虫害防治条例》	农作物病虫害防治实行预防为主、综合防治的方针，坚持政府主导、属地负责、分类管理、科技支撑、绿色防控。国务院农业农村主管部门负责全国农作物病虫害防治的监督管理工作。县级以上地方人民政府农业农村主管部门负责本行政区域农作物病虫害防治的监督管理工作。
2020年8月	《农药包装废弃物回收处理管理办法》	农药生产者、经营者应当按照“谁生产、经营，谁回收”的原则，履行相应的农药包装废弃物回收义务。农药经营者和农药包装废弃物回收站(点)应当加强相关设施设备、场所的管理和维护，对收集的农药包装废弃物进行妥善贮存，不得擅自倾倒、堆放、遗撒农药包装废弃物。
2020年9月	《关于推进实施农药登记审批绿色通道管理措施》	在确保产品高效安全的前提下，加快生物农药、高毒农药替代产品、特色小宗作物用药登记审批进程，促进农药高质量发展和绿色发展。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

c. 竞争格局/态势

经过多年的激烈竞争和并购重组，全球农药工业格局已经初步形成，国际农化巨头包括先正达（已被中国中化控股有限责任公司收购）、拜耳（已收购孟山都）、巴斯夫、科迪华（陶氏和杜邦合并后拆分组建）等。国际农化巨头的发展模式具有科技创新、全产业链、产品种类丰富、一体化、国际化等特点。上述企业主要专注于农药原药及制剂产品的开发，形成农药创制的垄断局面，从而巩固其在全球农药市场的优势地位。全球农药工业和市场呈现高度集中态势，跨国公司的垄断优势短期内很难发生改变。

随着行业竞争的加剧，我国农药行业进入了新一轮整合期。2019年，利民控股集团股份有限公司（简称“利民股份”）收购河北威远生物化工有限公司，江苏扬农化工股份有限公司（简称“扬农化工”）收购中化作物保护品有限公司，南通江山农药化工股份有限公司收购哈尔滨利民农化技术有限公司，印度联合

磷化（UPL）收购燕化永乐（乐亭）生物科技有限公司，重大的兼并重组事件接踵而至。此外，中国中化集团和中国化工集团联合重组正式落地，中国中化控股有限责任公司5月8日在北京正式揭牌成立。根据中国农药工业协会发布的2020年中国农药行业销售百强榜，榜单前10强企业销售总额达702.45亿元，同比增长5.30%，占百强销售总额的38.26%。此外，百强排行榜上，销售额超过10亿元的企业达59家，较去年增加3家，行业结构正在加速优化升级，产业整体集中度明显提升。

百菌清原药由于产品的特殊生产工艺及生产装置要求，目前国内仅有17家企业取得百菌清原药登记证书，但全球实际主要只有5家企业进行生产，其中国内市场上苏利股份、江苏新河农用化工有限公司、江苏维尤纳特精细化工有限公司、山东大成生物化工有限公司生产规模较大，市场份额较高。国际市场上日本史迪生物科学株式会社亦具有较高的生产能力。嘧菌酯在中国的专利有效期于2011年到期，由于其未来市场前景广阔，截至2017年末有70多家企业通过登记试验申报获得了嘧菌酯原药的登记证书。但由于嘧菌酯原药的生产工艺较为复杂，需要的中间体种类繁多，实际生产的嘧菌酯原药企业较少。目前，国际市场中嘧菌酯的主要供应商为先正达，其业务遍及全球90多个国家。国内嘧菌酯生产企业主要为苏利股份（产能2,500吨/年）、南通泰禾化工股份有限公司（2,000吨/年）、连云港立本作物科技有限公司（2,000吨/年）、上虞颖泰精细化工有限公司（600吨/年）。2016年以来，公司新增1,000吨嘧菌酯产能，随着产能的不断释放，国内企业的市场竞争力有所体现。

图表 8. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020年/末，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	主要产品	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
扬农化工	98.31	26.31	杀虫剂、除草剂	108.95	45.37	5.93	12.11	13.78
安徽广信农化股份有限公司	34.02	35.24	杀菌剂、除草剂	73.66	23.40	--	5.89	6.92
利尔化学股份有限公司	49.69	28.95	除草剂	84.63	44.36	2.54	6.71	8.99
利民股份	43.88	24.74	杀菌剂	51.90	51.52	2.41	4.30	9.03
颖泰生物	62.25	20.03	除草剂、杀菌剂	107.23	57.10	1.15	3.14	11.17
苏利股份	15.59	26.94	杀菌剂	30.68	17.86	-	2.19	1.69

资料来源：新世纪评级整理

注：核心样本以有公开信息披露的上市公司和发债企业为主

在环保趋严的背景下，未来我国农药将向用量低且效果显著、对人、畜、植物安全与环境相容性高等方向发展。在杀菌剂方面，根据 Phillips McDougall 公司 2018 年的统计数据，嘧菌酯、丙硫菌唑、啶酰菌胺均位列全球领先的十五大杀菌剂，其中嘧菌酯为全球第一大农用杀菌剂，市场需求整体稳定；在除草剂方面，吡氟酰草胺属于取代吡啶基酰苯胺类除草剂，可以用于玉米、大豆、麦田防治，其市场发展迅速，将成为未来除草剂的热点产品。

d. 风险关注

新世纪评级将持续关注：（1）下游行业需求的变化；（2）行业市场竞争不断加剧，对行业盈利空间可能带来的不利影响；（3）环保政策调整对行业供给

的影响等。

B. 阻燃剂及中间体

近年来随着下游应用市场快速发展及防火意识增加，市场对阻燃剂需求持续稳定增长。目前溴系阻燃剂在市场中占据重要地位，但欧美等国家陆续颁布了法规以逐步对部分溴系阻燃剂进行限制和禁用，磷系阻燃剂成为行业未来发展方向。欧美国家在阻燃剂生产方面具有先发优势，我国发展起步较晚，但在产品种类方面与发达国家仍有一定差距。

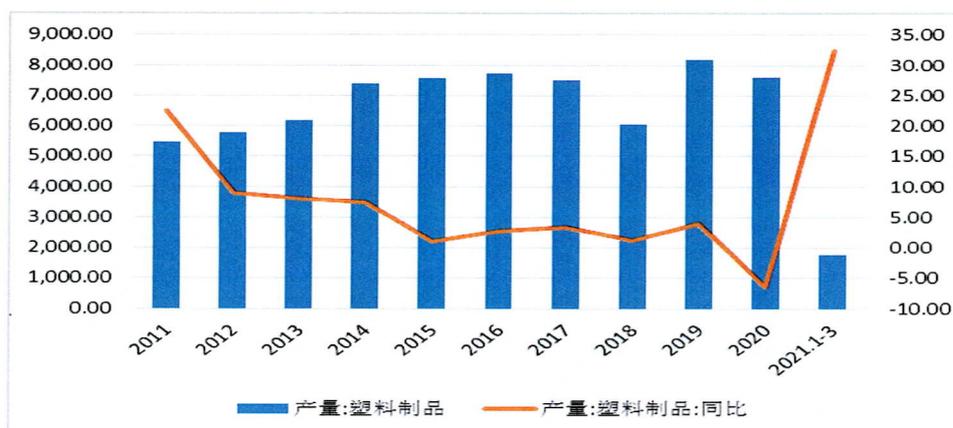
阻燃剂是一种能够阻止聚合物材料引燃或抑制火焰继续蔓延的添加剂。根据组成，主要包括无机阻燃剂和有机阻燃剂。有机阻燃剂又以卤系阻燃剂（有机氯化物和有机溴化物）和磷系阻燃剂为主要代表，具有阻燃效果好，添加量少，与高分子材料的相容性好等优点。但部分溴系阻燃剂发烟量大，释放出的气体具有腐蚀性，并且会产生有毒致癌物质，影响人体代谢；无机阻燃剂一般包括氢氧化铝、氢氧化镁、赤磷、多聚磷酸铵、硼酸锌、氧化锑和钼化合物等。一般阻燃效能较低，添加量大，因而会对材料的性能产生一定的影响，但由于无机阻燃剂成本低，主要应用于低端产品。该公司的主要阻燃剂产品十溴二苯乙烷属于卤系阻燃剂中的溴系阻燃剂；三聚氰胺聚磷酸盐属于磷系阻燃剂。

a. 行业概况

全球阻燃剂前三大消费市场分别为亚太、北美和西欧，分布占比为 49%、23%和 19%。我国阻燃剂的消费市场分布于江苏、广东和上海。阻燃剂的上游主要为磷酸盐、溴素、石油化工产品等，下游主要为塑料、橡胶、纺织品、涂料等，占比分别约 80%、10%、5%和 3%，终端应用于建筑、家居用品、电子电器、交通运输等。根据新材料在线数据显示，除 2017 年外，中国阻燃剂市场需求均呈持续稳定增长趋势，其中 2019 年中国阻燃剂市场需求为 82.4 万吨，同比增长 7.7%，随着下游应用市场快速发展及防火意识增加，市场对阻燃剂需求将进一步增加，预计 2025 年阻燃剂市场需求量为 128 万吨。

作为溴系阻燃剂主要的下游，2011-2015 年塑料制品产量稳步增长，2016 年下半年开始受国家大气污染及水污染治理力度加大，塑料制品行业部分小、散、高污染的企业退出市场，行业产量有所下滑，到 2019 年随着落后产能的出清，行业需求结构调整，塑料制品更多应用于医疗、家电、汽车等领域，改性塑料等高端产品成为行业发展的方向，塑料制品产量快速增加。2020 年受全球新冠疫情影响，一季度塑料制品产量大幅减少，于二季度恢复生产，产量回升。全年产量较 2019 年同比减少 6.4%，为 7,603.20 万吨。2021 年一季度，塑料制品产量同比增长 32.40%，主要系 2020 年基数较低。目前塑料制品行业进入平稳发展期，为阻燃剂的发展提供了良好的环境。

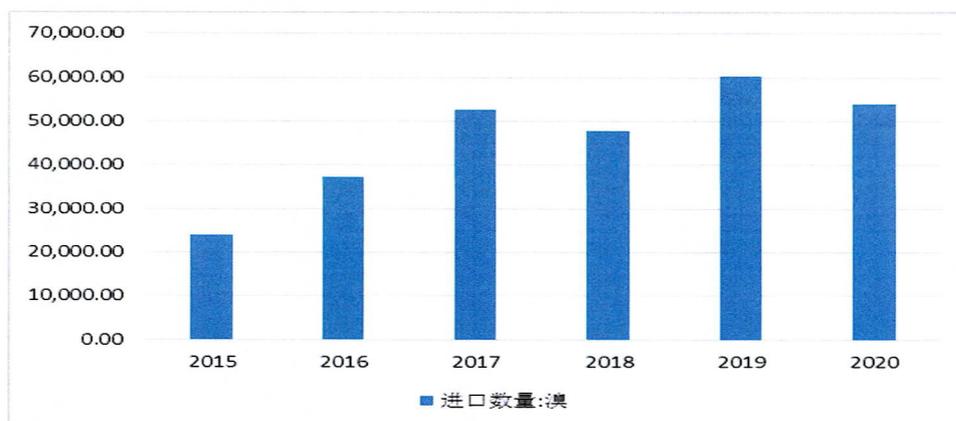
图表 9. 2011 年以来塑料制品产量走势 (单位: 万吨, %)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

目前有机卤系阻燃剂(如:十溴二苯乙烷等)主要原材料为溴素。我国溴素生产主要在山东省。近年来随着地下卤水卤度逐年降低,溴素产量不断下降。此外,受环保政策的影响,我国山东地区的溴素生产厂家停车时间较长,溴素供应较为紧张。国内溴素供不应求,导致溴素进口量不断攀升。我国溴素进口主要来自于以色列、约旦等国家。2015-2020 年我国溴素进口数量增长率 125.79%。2020 年溴素进口量 5.39 万吨,较 2019 年环比下滑 10.69%,主要受全球新冠疫情影响,下游阻燃剂厂行情欠佳,开工长期维持低负荷,对溴素需求量缩减明显。随着疫情好转,未来进口溴素仍将保持增长态势。

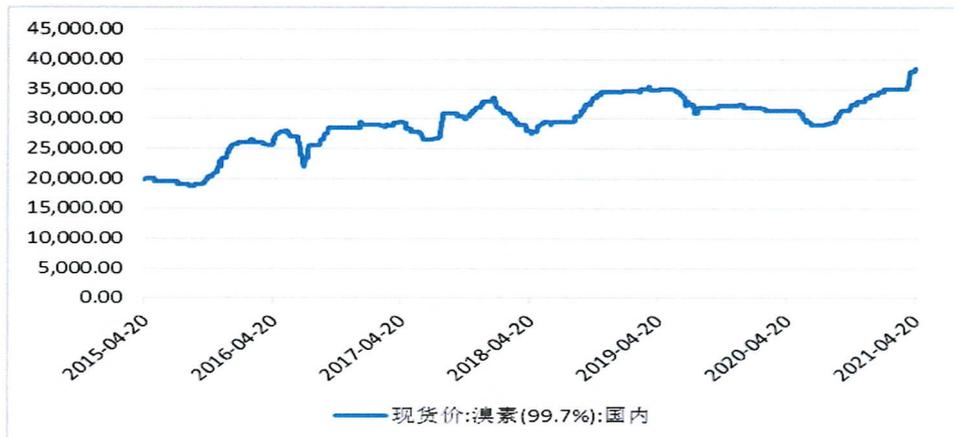
图表 10. 2015 年以来溴素进口数量 (单位: 吨)



资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

随着溴素供不应求,溴素价格自 2015 年以来稳步走高,由 2015 年初的 18,000 元/吨上涨至 2020 年末的 34,000 元/吨。进入 2021 年溴素价格继续维持上升态势,截至 2021 年 5 月末,溴素价格为 44,500 元/吨,较年初增长 30.88%。

图表 11. 2015 年以来溴素价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

b. 政策环境

近年来，欧美等国家陆续颁布了法规以逐步对部分溴系阻燃剂进行限制和禁用，欧盟在《ROHS》（全称“《关于限制在电子电气设备中使用某些有害成分的指令》”）中明确要求 2006 年 7 月 1 日以后新投放欧盟市场的电气电子产品不得含有铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯、多溴二苯醚等六种有害物质；全球《斯德哥尔摩公约》于 2009 年 5 月新添加 9 种禁止生产的有机污染物，包括四溴联苯醚、五溴联苯醚、六溴联苯醚、七溴联苯醚；2019 年 12 月，欧盟公布了新的电子显示屏生态设计法规要求，自 2021 年 3 月 1 日起，禁止在所有电子显示屏、显示器和电视的机箱和机座中使用卤化阻燃剂。

国内方面，2016 年 1 月，中华人民共和国工业和信息化部等八部委发布《电器电子产品有害物质限制使用管理办法》，将多溴联苯（PBB）、多溴二苯醚（PBDE）列为电器电子产品有害物质；2017-2018 年住房和城乡建设部在《建筑内部装修设计防火规范》和《建筑设计防火规范》（2018 年版）中，规定了酒店、机场、影剧院、歌舞厅、幼儿园、学校、养老院、住宅等内部装饰材料的阻燃性能要求，完善了老年人照料设施建筑设计的基本防火技术要求；2019 年 10 月，国家发展和改革委员会《产业结构调整指导目录》（2019 年本）鼓励类产业中包括：“A 级阻燃保温材料制品，建筑用复合真空绝热保温材料，保温、装饰等功能一体化复合板材，桥梁隧道、地下管廊、岛礁设施、海工设施等领域用长寿命防水防腐阻燃复合材料，改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、水性或高固含量防水涂料等新型建筑防水材料”。总的来看，我国为阻燃剂行业发展及产业结构调整提供了政策支持。

c. 竞争格局/态势

目前溴系阻燃剂凭借其阻燃效率高、用量少、对材料性能影响小、应用领域广泛、价格适中等优点，在阻燃剂市场占据重要地位，其中全球使用量较大的三种阻燃剂产品分别为十溴二苯乙烷、四溴双酚 A 及六溴环十二烷，均为溴系阻燃剂。由于欧洲出台 ROHS 环保指令，目前十溴二苯醚(DBDPO)、六溴环十二烷(HBCD)已被限制使用。绿色环保新型溴系阻燃剂十溴二苯乙

烷、溴化聚苯乙烯等将会成为溴系阻燃剂的主力军。

从全球阻燃剂生产企业来看，欧美国家的化工企业具有先发优势。目前，美国雅宝公司、美国科聚亚公司和以色列化工集团是全球阻燃剂生产商巨头。我国阻燃剂在品种上与发达国家仍存在一定差距，产品仍以有机阻燃剂为主，目前国内的溴系阻燃剂生产厂商，包括苏利股份、山东寿光卫东化工有限公司和山东天一化学股份有限公司等，其中苏利股份为国内溴系阻燃剂产能规模最大的企业之一。此外，随着磷系阻燃剂的发展，浙江万盛股份有限公司（简称“万盛股份”）和扬州晨化新材料股份有限公司（简称“晨化股份”）成为磷系阻燃剂生产的领先企业。

图表 12. 行业内核心样本企业基本数据概览（2020 年/末，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	主要产品	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万盛股份	23.30	33.92	磷系阻燃剂	24.19	33.33	4.55	3.83	4.02
晨化股份	9.00	28.76	磷系阻燃剂	11.66	15.99	9,793.47	1.35	1.12
苏利股份	15.59	26.94	溴系阻燃剂	30.68	17.86	-	2.19	1.69

资料来源：新世纪评级整理

注：核心样本以有公开信息披露的上市公司和发债企业为主

d. 风险关注

新世纪评级将持续关注：（1）下游行业需求的变化；（2）磷系阻燃剂对溴系阻燃剂的替代进程；（3）环保政策调整对行业供给的影响等。

（3）区域因素

江苏响水 321 事故之后，政府制定了一系列淘汰落后产能、提升准入门槛、提高安全环保要求的政策，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。

2019 年 3 月江苏响水爆炸案发生后，当地政府高度重视化工企业的安全生产问题。2019 年 4 月 27 日，江苏省委省政府正式发布《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》（简称“《方案》”）（苏办（2019）96 号）。《方案》提到，大幅压减沿长江干支流两侧 1 公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外和规模以下化工生产企业；关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加快退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力，取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区（集中区），大幅压减低端落后化工产能；对全省化工园区（集中区）全面开展再评价，对规模化生产、产业链完备、基础设施齐全、综合管理水平高的确定为化工园区，对具有一定规模、形成一定产业集聚效应、产业层次较高、管理基础较好但产业链不够明晰的确定为化工集中区，对规模小、产业规模度低、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的取消化工园区定位。2020 年 10 月，江阴临港化工园区和江苏省泰兴经济开发区在江苏省人民政府办公厅印发《省政府关于加强全省化工园区化工集中区规范化管理的通知》（简称“《通

知》”）（苏政发〔2020〕94号），《通知》公布全省定位化工园区、化工集中区名单，其中江阴临港化工园区和江苏省泰兴经济开发区为14家定位化工园区之一。

目前江苏省政府对当地化工园区及生产企业检查力度加强，将促使“小、散、乱”的企业加速淘汰，提升准入门槛，化工企业面临着较大的安全环保治理压力。根据2021年4月22日江苏省非国控主要污染源企业环保信用评级结果¹，苏利股份为蓝色。

2. 业务运营

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售，在百菌清原药、嘧菌酯原药、十溴二苯乙烷等主要产品在相关细分市场具有一定优势。由于公司部分产品在海外销售，受全球新冠疫情及供需变化影响，2020年公司营业收入出现下滑，目前全球防控疫情局面尚不稳定，短期内海外市场仍会对公司销售产生一定不利影响。受百菌清市场产能扩张影响，公司部分农药类产品价格承压，导致公司盈利水平下滑。根据公司规划，未来公司将不断通过调整和优化产品结构，加大新型农药原药及中间体研发生产和销售以及进一步发展医药及医药中间体业务，打造新的收入和利润增长点。

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售。农药类产品包括百菌清原药、嘧菌酯原药、农药制剂及其他农药类产品；阻燃剂类产品包括十溴二苯乙烷及阻燃母粒和其他阻燃剂类产品；其他精细化工产品类主要为氢溴酸等产品。

图表 13. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
农药类（百菌清原药、嘧菌酯原药、农药制剂及其他农药类产品）	全球	技术/成本
阻燃剂类（十溴二苯乙烷及阻燃母粒和其他阻燃剂类产品）	全球	

资料来源：苏利股份

该公司的核心竞争力主要体现在技术及成本控制。在技术研发方面，公司设有江苏省企业院士工作站、江苏省气相氯化工程技术研究中心，连续多年被评为江苏省民营科技企业，承担并实施了多项科技型中小企业技术创新基金项目及国家火炬计划项目，是由中国石油和化学工业联合会授予的阻燃材料产业技术创新战略联盟副理事长单位，是中国化学品安全协会第四届理事会理事单位。截至2021年3月31日，公司共取得专利122项，其中发明专利43项。目前公司百菌清、阻燃剂等主要产品在相关细分市场具有一定优势。尤其在农药制剂产品的剂型开发、配方筛选以及阻燃剂复配剂型的开发等方面有较明显的优势。子公司江阴苏利化学股份有限公司（简称“苏利化学”）和百力化学均

¹ 评价结果从优到劣分为绿、蓝、黄、红、黑五个等级。

为经江苏省科技厅认定的高新技术企业；成本控制方面，公司具备农药中间体、原药及制剂的一体化生产能力，拥有较为完整的自我配套供给能力，能更有效的发挥产能优势、控制产品品质和成本，并获得更高的盈利水平。子公司百力化学拥有阻燃剂十溴二苯乙烷配套自产中间体二苯基乙烷的能力，其生产的二苯基乙烷质量一直处于行业领先水平，可以充分满足现有十溴二苯乙烷生产及后续发展的需求。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 14. 公司核心业务收入及变化情况（单位：万元，%）

主导产品或服务		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
营业收入合计		164,589.90	181,260.56	155,861.00	41,572.49
其中：核心业务营业收入	金额	162,205.17	177,142.85	151,136.54	40,514.80
	占比	98.55	97.73	96.97	97.46
包括：（1）农药类产品	金额	103,524.45	114,344.83	93,441.59	20,190.44
	占比	63.82	64.55	61.83	49.83
（2）阻燃剂类产品	金额	38,879.84	41,934.22	36,325.28	12,756.83
	占比	23.97	23.67	24.03	31.49
（3）其他精细化工产品	金额	19,800.89	20,863.81	21,369.66	7,567.52
	占比	12.21	11.78	14.14	18.68

资料来源：苏利股份

2018-2020 年，该公司营业收入分别为 16.46 亿元、18.13 亿元和 15.59 亿元。其中核心业务收入占比保持在 96%以上。从核心收入构成来看，农药类产品和阻燃剂产品为公司主要收入来源，2018-2020 年两类产品合计收入分别为 14.24 亿元、15.63 亿元和 12.98 亿元，分别占核心业务收入的 87.79%、88.22% 和 85.86%。2019 年农药类产品收入较上年上升，主要得益于农药制剂量价齐升；同期阻燃剂产品收入亦上升，主要系十溴二苯乙烷价格上涨。2020 年两类产品收入同比均下滑，一方面系公司产品销售约 40%出口，受全球疫情影响，公司海外销售额同比减少 45.94%；另一方面系 2020 年百菌清市场整体产能扩大，供给增加导致百菌清产品价格大幅下滑，同时公司十溴二苯乙烷产品进行了新旧生产线转换，导致产量有所下降，进而对销量产生一定影响。

该公司其他精细化工产品主要为氢溴酸和医药中间体等其他产品，2018-2020 年氢溴酸实现营业收入分别为 1.62 亿元、1.70 亿元和 1.42 亿元，收入波动主要系产品销售单价及销量所致，其中产品销售单价与溴素价格具有一定相关性。同期医药中间体等其他产品实现主营业务收入分别为 0.36 亿元、0.39 亿元和 0.71 亿元。公司医药中间体经营主体为子公司苏利制药科技江阴有限公司（简称“苏利制药”），2020 年 12 月，苏利制药与江苏永达药业有限公司合作，在大连长兴岛投资设立了以药品生产为主业的大连永达苏利药业有限公司（简称“大连永达苏利”），后期将服务于创新药企业，为创新药企业提供 CDMO 服务，致力于开发绿色、安全、成本优势的创新药合成工艺，提

供创新药中间体至原料药的生产，目前大连永达苏利正处于建设前期的调研和可行性研究阶段，2021 年基本建设投资的现场施工将全面展开，是公司未来发展方向之一。此外，公司其他业务收入主要为原料销售等，对营收贡献较小。

2021 年一季度，该公司实现营业收入 4.16 亿元，其中农药类和阻燃剂产品占核心业务收入比例分别为 49.83%和 31.49%，其中百菌清受市场供需影响，收入有所下滑，农药类产品在营业收入中占比下降。

整体看，该公司部分产品在海外销售，目前全球防控疫情局面尚不稳定，短期内海外市场仍会对公司销售产生一定不利影响。此外，随着百菌清市场产能扩大，公司农药类产品价格承压，对公司未来收入亦带来一定不确定性。根据公司规划，未来公司将不断通过调整和优化产品结构，加大新型农药原药及中间体研发生产和销售以及进一步发展医药及医药中间体业务，打造新的收入和利润增长点。

A. 农药

该公司农药类产品主要为百菌清原药、啮菌酯原药和农药制剂。2018-2020 年及 2021 年一季度三个产品营业收入分别为 8.93 亿元、8.96 亿元、7.16 亿元和 1.44 亿元，占农药类产品收入分别为 86.28%、78.38%、76.57%和 71.53%。毛利率方面，2018-2020 年及 2021 年一季度农药类产品毛利率分别为 52.65%、45.04%、31.13%和 26.23%。其中，百菌清原药毛利率分别为 65.44%、61.81%、43.25%和 17.35%；啮菌酯原药毛利率分别为 26.41%、28.21%、15.96%和 23.12%；农药制剂毛利率分别为 51.46%、44.08%、27.36%和 20.09%。总的来看，农药类产品综合毛利率逐年下滑，主要系百菌清产品受利民股份参股子公司新河化工新增百菌清产能逐步达产及日本史迪生生物科学株式会社（简称“SDS Biotech K.K”）于 2020 年复产，市场供给增加，价格出现大幅下滑，进而导致百菌清系列农药制剂产品价格亦出现回落，毛利率收窄。

a. 生产情况

该公司农药类产品生产主体为子公司苏利化学和百力化学，分别位于江阴市和泰兴市。苏利化学主要生产百菌清和农药制剂，目前拥有百菌清原药年产能 1.40 万吨和农药制剂年产能 2.45 万吨；百力化学主要生产啮菌酯，目前具有年产 2,500 吨啮菌酯原药生产能力。2018-2020 年，百菌清原药和啮菌酯原药产能稳定，农药制剂产能逐年增加，主要系相较于农药原药，农药制剂通过深加工，实现终端产业链延伸，提升盈利水平。目前公司通过技术研发及产业链优势，可以量产可湿性粉剂、悬浮剂和水分散粒剂等相关农药制剂产品。2021 年一季度公司农药类产品产能未发生变化。

图表 15. 公司农药类主要产品生产概况（单位：吨/年，吨，%）

项目		百菌清原药	啮菌酯原药	农药制剂
2018 年	设计产能	14,000.00	2,500.00	9,000.00
	产量	14,005.94	577.01	7,723.88
	产能利用率	100.04	23.08	85.82
2019 年	设计产能	14,000.00	2,500.00	15,500.00
	产量	13,320.35	580.96	8,017.81
	产能利用率	95.15	23.24	51.73

项目		百菌清原药	嘧菌酯原药	农药制剂
2020 年	设计产能	14,000.00	2,500.00	24,500.00
	产量	11,696.86	1,131.23	6,680.86
	产能利用率	83.55	45.25	27.27
2021 年第一季度	设计产能 ²	3,500.00	625.00	6,125.00
	产量	2,020.53	387.94	1,292.13
	产能利用率	57.73	62.07	21.10

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

从产能利用率来看，该公司百菌清原药产能利用率保持较高水平，2020 年受国外需求下降影响，百菌清原药产能利用率有所下滑。2021 年一季度受春节开工等影响，产能利用率偏低；嘧菌酯原药方面，公司产能利用率整体较低，主要系嘧菌酯原药所需中间体 4,6-二氯嘧啶和苯并呋喃酮等中间体市场供应不足，产量相对较低。2020 年受益于中间体供应逐步恢复，嘧菌酯原药产能利用率有所上升，但产能利用率仍不足五成；农药制剂方面，公司产能不断扩张，但制剂产品市场推广未达预期，2020 年受国外市场需求下降，农药制剂的产能利用率进一步走低。

该公司生产运营部门每月根据销售订单和实际库存情况制定产品生产计划，并在满足客户订单和安全库存的前提下依托自身生产能力自主生产。公司严格按照 ISO9001 质量认证体系运行的要求进行质量管理，并积极推进绩效管理体系。公司的技术中心具有较高的研发实力和检测水平，为公司产品品质提供了有力保障。公司产品的质量得到下游客户的普遍认可。

b. 采购

该公司农药产品百菌清原药的中间体为间苯二甲腈，其生产主要原材料为间二甲苯和液氨。其中，间二甲苯 70%通过进口，液氨国内供应较充足。间二甲苯国外供应商主要为 Ryoyo Trading Co., Ltd.以及 Mitsubishi Gas Chemical Trading, Inc.，以信用证结算。国内供应商为燕山石化公司，采用全额预付款采购；液氨主要通过贸易商采购，厂家比较多，分布在河南、安徽、鲁南、苏北等地，一般账期为一个月。2018-2020 年，公司间二甲苯和液氨的采购量受百菌清产量减少均逐年下滑，采购均价则受原油价格影响有所波动。由于间二甲苯的采购价格是提前两个月根据混二甲苯的采购价格锁定，因此采购价格有所滞后。

图表 16. 公司农药类产品主要生产用原材料采购情况（单位：吨、万元、元/吨）

年度	间二甲苯			液氨			4,6-二氯嘧啶		
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
2018 年	8,450.58	7,234.63	8,561.11	9,187.24	2,801.48	3,049.31	191.00	2,190.23	114,671.80
2019 年	5,941.80	5,213.48	8,774.24	8,315.68	2,444.73	2,939.90	395.96	5,498.23	138,856.84
2020 年	6,907.25	4,657.71	6,743.22	8,282.57	2,175.50	2,626.60	655.98	7,397.80	112,775.56
2021 年 1-3 月	1,431.64	767.69	5,362.31	2,452.86	740.37	3,018.39	181.00	2,120.19	117,136.44

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

该公司农药产品嘧菌酯原药主要原材料为 4,6-二氯嘧啶、水杨酰胺、苯并

² 产能按照实际天数折算

呋喃酮等，均在国内采购，供应商包括常州市金坛苏井环保科技有限公司、湖北三才堂化工科技有限公司、连云港市国盛化工有限公司等。其中 4,6-二氯嘧啉受江苏响水爆炸事件及环保安全影响，市场供应不足，2019 年采购均价出现上涨；2020 年供应有所好转，采购均价有所回落。结算方式方面，公司 4,6-二氯嘧啉采购按货到票到 30 天后支付银行承兑汇票。

该公司原材料采购根据销售订单，合理预测原材料需求，在保障一定的安全库存的基础上，按月组织原材料采购。同时，公司建立了详细的供应商档案，并在综合备选供应商的品牌、质量、持续供应能力、售后服务、价格、过往业绩等因素的基础上优化采购结构。公司采购价格主要根据市场情况与供应商协商定价，针对大宗原材料每年均与合格供应商洽谈采购计划，每月根据生产需要和市场行情确定采购量。

总的来看，该公司原材料价格的大幅波动会对公司的经营业绩带来不利影响，对公司采购管理提出更高要求。同时，海外采购间二甲苯产生了一定规模的美元债务，易受汇率波动影响而出现汇兑损失。

c. 销售

该公司农药原药产品优先满足自用，用于农药制剂的生产，剩余部分对外销售。农药原药和农药制剂销售主要通过直销与经销商方式，获得更广的市场渠道。其中农药原药直销占比 70-80%，制剂直销占比 50-60%。公司产品同时在境内外销售，2018-2020 年公司农药类产品境外销售占比分别为 60.03%、57.79%和 39.46%，分布于美国、巴西等。其中，百菌清原药主要出口给关联方意大利世科姆奥克松，2018-2020 年及 2021 年一季度销售额分别为 2.72 亿元、2.26 亿元、1.47 亿元和 0.14 亿元，分别占百菌清产品销售额的 66.77%、62.23%、64.81%和 59.45%；嘧菌酯近年来随着国外竞争对手价格竞争，公司国外出口占比逐年下降，主要出口美国 Platform Specialty Products 公司，2020 年 Platform Specialty Products 公司被印度联合磷化物有限公司收购，2018-2020 年销售额分别为 0.38 亿元、0.16 亿元和 0.09 亿元，分别占嘧菌酯产品销售额的 29.25%、10.45%和 4.30%；农药制剂主要出口德国 HELMAG，2018-2020 年及 2021 年一季度销售额分别为 1.58 亿元、1.80 亿元、0.51 亿元和 0.04 亿元，分别占农药制剂产品销售额的 44.49%、46.71%、18.53%和 6.99%。

国内销售方面，该公司百菌清主要销售上海祥源化工有限公司，2018-2020 年及 2021 年一季度销售额分别为 0.61 亿元、0.86 亿元、0.20 亿元和 0.02 亿元，占百菌清产品销售额的 14.86%、23.79%、8.79%和 9.17%；嘧菌酯销售客户较为分散，客户包括扬州先锋化工有限公司、惠州市银农科技股份有限公司等；农药制剂主要销售给合营企业世科姆作物科技（无锡）有限公司（简称“世科姆无锡”），2018-2020 年及 2021 年一季度销售额分别为 0.31 亿元、0.38 亿元、0.37 亿元和 0.09 亿元，占农药制剂产品销售额的 8.58%、9.79%、13.49%和 16.15%。

该公司与大客户签订年度框架协议，每月底依据市场行情的波动情况、对

下月原材料的预判以及库存情况进行报价，与客户协商确定下月供货数量及结算价格。公司在发货后，给予客户 1-4 个月的账期。近年来公司产销率一直保持在较高水平，对于国外销售，通常以电汇方式进行结算；国内销售则以银行承兑汇票及电汇方式为主。

图表 17. 公司农药类主要产品自用及销售情况（单位：吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年第一季度			
	数量	均价	产销率 ³	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	
百菌清原药	自用	4,619.06	--	100.62	4,219.78	--	96.06	3,209.66	--	93.71	490.57	--	75.65
	外销	9,473.51	4.30		8,575.55	4.23		7,751.88	2.93		1,037.90	2.29	
噻菌酯原药	自用	108.65	--	102.02	69.73	--	98.10	159.85	--	101.09	80.03	--	99.50
	外销	479.99	27.15		500.19	29.82		983.69	21.87		305.98	22.00	
农药制剂	自用	--	--	99.20	0.39	--	101.22	--	--	98.48	--	--	98.00
	外销	7,661.76	4.64		8,115.59	4.74		6,579.13	4.15		1,266.23	4.21	

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

B. 阻燃剂

该公司阻燃剂产品主要为十溴二苯乙烷。2018-2020 年实现营业收入分别为 3.43 亿元、3.61 亿元和 3.15 亿元，占阻燃剂产品收入分别为 88.28%、85.98% 和 86.73%。毛利率方面，2018-2020 年阻燃剂产品毛利率分别为 24.53%、26.11% 和 24.01%。其中，十溴二苯乙烷毛利率分别为 22.16%、23.24% 和 20.58%。2020 年毛利率有所下滑，主要系新旧产线转换，生产成本有所上升所致。

该公司十溴二苯乙烷产品生产主体为百力化学，该产品由纯苯和二氯乙烷催化合成二苯乙烷，再与溴素反应生成，其副产品为氢溴酸。2020 年 5 月末公司 15,000 吨十溴二苯乙烷及配套工程建成投产，替换了原 8,000 吨产能。随着十溴二苯乙烷产能释放，作为副产品氢溴酸的产能亦随之增加。截至 2021 年 3 月末，十溴二苯乙烷和氢溴酸产能分别为 15,000 吨/年和 25,500 吨/年。2020 年十溴二苯乙烷由于新旧生产线转换，产能利用率为 68.42%。2021 年一季度十溴二苯乙烷产能利用率升至 71.52%，受制于新生产线稳定性尚未达到最佳状态及新生产线产品需要客户验证等原因，产能利用率仍不高。

图表 18. 公司阻燃剂主要产品生产概况（单位：吨/年，吨，%）

项目	十溴二苯乙烷	氢溴酸
2018 年	设计产能	14,000.00
	产量	14,282.75
	产能利用率	102.02
2019 年	设计产能	14,000.00
	产量	13,346.78
	产能利用率	95.33
2020 年	设计产能	17,200.00
	产量	12,350.32
	产能利用率	71.80

³ 产销率=（自用量+外销量）/ 产量

项目	十溴二苯乙烷		氢溴酸	
	设计产能 ⁴	3,750.00	6,375.00	
2021 年第一季度	产量	2,682.13	4,495.48	
	产能利用率	71.52	70.57	

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

该公司十溴二苯乙烷产品主要原材料溴素采购以国内外相结合的方式，国外采购主要供应商为以色列 Dead Sea Bromine Company Ltd，2018-2020 年及 2021 年一季度采购额分别为 1.02 亿元、1.88 亿元、1.42 亿元和 0.56 亿元，分别占溴素采购额的 30.89%、52.25%、41.40%和 47.12%；国内采购主要供应商为山东鸿昌化工有限公司，2018-2020 年及 2021 年一季度采购额分别为 1.50 亿元、1.13 亿元、1.37 亿元和 0.33 亿元，分别占溴素采购额的 45.16%、31.52%、40.17%和 28.16%。公司纯苯和二氯乙烷国内供应较充足，采购价格根据大宗市场价格有所波动。结算方式方面，国外采购见提单 60 天 T/T 付款，国内采用电汇、银行承兑汇票付款。

图表 19. 公司阻燃剂主要生产用原材料采购情况（单位：吨、万元、元/吨）

年度	溴素			纯苯		
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
2018 年	12,878.23	33,154.95	25,744.95	3,234.72	1,866.17	5,769.19
2019 年	12,412.80	35,992.23	28,996.06	3,171.77	1,433.66	4,520.07
2020 年	12,786.24	34,215.96	26,759.99	3,440.90	1,222.71	3,553.46
2021 年 1-3 月	4,199.27	11,856.88	28,235.57	1,106.70	544.72	4,922.02

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

该公司十溴二苯乙烷产品销售以国内市场为主，2018-2020 年及 2021 年一季度国内销售占比分别为 64.76%、72.39%、90.37%和 82.71%。公司国内客户包括金发科技股份有限公司、深圳沃尔核材股份有限公司等，境外销售主要包括美国、德国、印度、意大利等地区。目前在欧美市场，公司主要采取与美国 SACO、德国阿乐斯（Armacell）、荷兰帝斯曼（Royal DSM）等国际阻燃剂使用厂商合作的方式，拓展市场空间。结算方式方面，国内销售采取银行承兑汇票或者电汇，账期在 1-4 个月；国外销售则采取 T/T，账期为 60 天-120 天。此外，公司十溴二苯乙烷的副产品氢溴酸主要销售给山东鸿昌化工有限公司，2018-2020 年及 2021 年一季度销售额分别为 1.24 亿元、1.28 亿元、0.94 亿元和 0.29 亿元，分别占氢溴酸销售额的 76.61%、75.64%、65.83%和 54.31%。

图表 20. 公司阻燃剂主要产品销售情况（单位：吨、万元/吨、%）

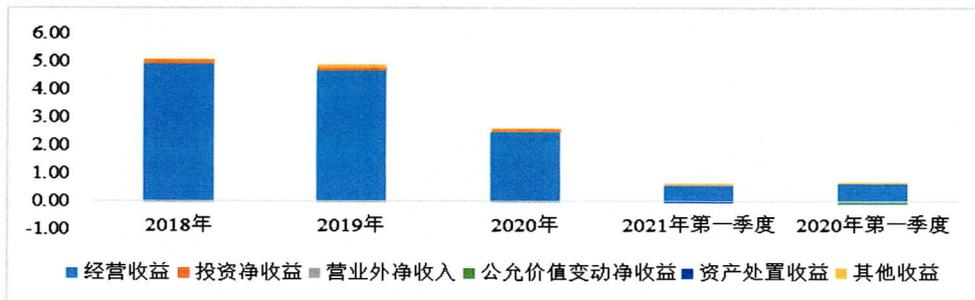
项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年第一季度		
	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率
十溴二苯乙烷	8,124.02	4.22	103.10	7,344.68	4.91	98.34	6,489.46	4.85	94.37	2,290.16	4.66	85.39
氢溴酸	14,466.35	1.12	101.29	13,292.78	1.28	99.60	12,218.64	1.17	98.93	4,179.64	1.30	92.97

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

⁴产能按照实际天数折算

(2) 盈利性

图表 21. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据苏利股份所提供数据绘制

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

2018-2020年, 该公司综合毛利率分别为40.57%、36.60%和26.94%, 呈逐年下降趋势, 主要系百菌清受市场供应放量影响, 价格出现大幅下滑, 带动百菌清相关农药制剂产品价格亦出现大幅回落, 公司农药类产品毛利率整体收窄。2021年一季度百菌清及相关农药制剂产品价格继续下滑, 公司综合毛利率降至23.47%。

2018-2020年, 该公司期间费用率分别为10.28%、9.90%和10.33%, 期间费用率较为稳定。其中, 2018-2020年公司销售费用分别为0.34亿元、0.37亿元和0.13亿元, 2020年根据新收入会计准则, 将运输费计入主营业务成本, 销售费用较往年有所下降。同期管理费用分别为0.64亿元、0.73亿元和0.74亿元。管理费用主要为工资薪酬及折旧、摊销, 随着公司业务规模扩大, 管理费用有所增加; 公司注重研发投入, 2018-2020年公司研发投入分别为0.83亿元、0.92亿元和0.86亿元, 分别占营业收入的5.05%、5.08%和5.52%; 公司财务费用主要由利息收入及汇兑损益构成。2018-2020年财务费用分别为-0.11亿元、-0.23亿元和-0.12亿元。由于公司产品主要销往意大利、德国等国家或地区, 境外销售业务主要以美元作为结算货币, 虽然公司采取了外汇套期保值措施, 但若人民币大幅升值, 汇兑损失将会公司盈利产生不利影响。2021年第一季度, 得益于公司销售规模同比增长, 期间费用率降至8.73%。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2018年度	2019年度	2020年度	2021年 第一季度
营业收入合计 (万元)	164,589.90	181,260.56	155,861.00	41,572.49
毛利率 (%)	40.57	36.60	26.94	23.47
其中: (1) 农药类产品 (%)	52.65	45.04	31.13	26.23
(2) 阻燃剂类产品 (%)	24.53	26.11	24.01	24.17
(3) 其他精细化工产品 (%)	9.39	16.39	17.58	15.50
毛利 (万元)	66,774.84	66,343.56	41,988.81	9,757.41
其中: (1) 农药类产品 (万元)	54,510.48	51,502.84	29,092.66	5,295.13
(2) 阻燃剂类产品 (万元)	9,538.69	10,947.24	8,720.50	3,083.09

公司营业利润结构	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
(3) 其他精细化工产品 (万元)	1,859.17	3,419.36	3,757.79	1,172.73
期间费用率 (%)	10.28	9.90	10.33	8.73
其中: 财务费用率 (%)	-0.69	-1.28	-0.79	-1.98

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理

该公司利润主要来自营业毛利, 公司投资收益主要系权益法核算的长期股权投资世科姆无锡以及理财产品投资产生的收益。2018-2020 年投资收益分别为 1,166.78 万元、861.93 万元和 708.58 万元。同期公司营业外净支出分别为 78.16 万元、99.78 万元和 251.72 万元。公司营业外支出主要为非流动资产毁损报废损失及对外捐赠。2018-2020 年, 公司净利润分别为 4.26 亿元、4.08 亿元和 2.19 亿元。2021 年 1-3 月, 公司实现净利润 0.44 亿元, 同比下降 17.99%, 主要是受到公司产品综合毛利率下降影响, 经营效益下滑。

图表 23. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位: 万元)

影响公司盈利的其他因素	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年 第一季度
投资净收益	1,166.78	861.93	708.58	82.99
其中: 权益法核算的长期股权投资收益	615.98	668.71	630.81	77.45
营业外净收入	-78.16	-99.78	-251.72	27.84
公允价值变动损益	--	11.84	--	--

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司将不断通过调整和优化产品结构, 加大新型农药原药及中间体研发、生产和销售以及进一步发展医药及医药中间体业务, 打造新的收入和利润增长点。截至 2021 年 3 月末, 公司主要在建工程项目为年产 5,000 吨溴化聚苯乙烯、年产 1,000 吨啶酰菌胺项目、年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目等, 其中年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目是本次募投项目, 其他项目资金来源为公司自筹资金。

图表 24. 截至 2021 年 3 月末公司主要在建工程情况 (单位: 万元)

项目	总投资	已投资	开工时间	竣工时间	2021 年 4-12 月 计划投资
年产 5,000 吨溴化聚苯乙烯项目	11,874.00	9,959.02	2018 年	2021 年	2,000.00
年产 1,000 吨啶酰菌胺项目	5,527.44	1,556.34	2018 年	2022 年	4,000.00
合计	17,401.44	11,515.36	--	--	6,000.00

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理

年产 5,000 吨溴化聚苯乙烯项目和年产 1,000 吨啶酰菌胺项目经营主体均为百力化学, 截至 2021 年 3 月, 两个项目剩余投资金额约为 6,000 万元, 投

资压力较小。溴化聚苯乙烯为绿色环保新型溴系阻燃剂，目前项目处于联合试运转阶段，预计 2021 年底竣工；啶酰菌胺为杀菌剂原药，为全球领先的十五大杀菌剂之一，目前项目处于安装阶段，预计项目于 2022 年竣工。

总的来看，该公司在建项目主要系围绕主业丰富公司的产品品类，同时增强公司农药中间体的生产能力，有利于稳定产品产能，增强成本控制，提升盈利水平。随着可转债募投项目的推进，公司资本支出将增加，但整体风险可控。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司产权结构稳定，并建立了较为完善的公司管理制度体系。截至 2021 年 3 月末，公司实际控制人为缪金凤，直接持股 40.00%，实际控制人及其一致行为人股权均未质押。公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、啞菌酯等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。此外，需关注交易价格的公允性。

(1) 产权关系

近三年，该公司产权结构稳定。截至 2021 年 3 月末，缪金凤为公司实际控制人，直接持股比例为 40.00%，通过控股公司宁波梅山保税港区沽盛投资有限公司（缪金凤持股 55.5%），控制公司 10% 的股权。此外，公司股东汪静莉、汪焕兴、汪静娟、汪静娇为缪金凤的一致行为人，合计持有公司 20.00% 股份。公司实际控制人缪金凤及其一致行动人的股权均未质押。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联方交易主要为关联销售，2018-2020 年关联销售分别为 3.40 元、3.12 亿元和 2.09 亿元，主要系向意大利世科姆奥克松和世科姆无锡分别销售百菌清原药和农药制剂；同期关联采购金额较小，分别为 327.15 万元、358.97 万元和 148.54 万元。总的来看，公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、啞菌酯等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。此外，需关注交易价格的公允性。

图表 25. 公司与关联方的重大购销概况（单位：万元）⁵

关联方名称	关联关系	交易内容	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 一季度
采购商品/接受劳务						
江苏嘉隆化工有限公司	独立董事花荣军担任其控股股东江苏辉丰生物农业股份有限公司独立董事	委托加工	150.84	--	--	--
江阴市捷丰新能源有限公司	缪金凤配偶之弟持有其 100.00% 股权并担任执行董事、总经理	电	63.93	63.65	61.47	15.40
世科姆无锡	合营企业	原材料	--	189.00	--	87.36
浙江禾本科技股份有限公司	独立董事花荣军担任其董事	原材料	--	--	80.88	--
出售商品/提供劳务						
意大利世科姆奥克松	公司控股子公司的少数股东的母公司	农药类产品	30,163.96	26,214.11	16,506.11	2,184.04
世科姆无锡	合营企业	农药类产品	3,066.50	4,497.05	4,337.19	946.88
浙江禾本科技股份有限公司	独立董事花荣军担任其董事	农药类产品	--	--	7.02	--

资料来源：苏利股份

（3）公司治理

该公司按照《公司法》和国家其它有关法律、行政法规制定公司《章程》，并不断完善公司法人治理结构，规范公司运作，切实维护公司及全体股东利益。公司股东大会、董事会、监事会、各经营层职责明确，各董事、监事和高级管理人员勤勉尽责，确保了公司安全、稳定、健康、持续的发展。

该公司设股东大会、董事会、监事会。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划；董事会由 9 人组成，其中董事长 1 人，独立董事 3 人。监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 人，职工监事 1 人。非职工代表监事由股东会选举产生，职工代表由公司职工代表大会民主选举产生。

该公司已建立较完善的信息披露制度且执行情况较好，近三年公司未出现财务报表披露延期、重大差错等问题。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司根据自身经营和管理需要，下设人事行政中心、内部审计部、生产运营部、采购中心、财务中心、质量控制部、营销中心等（详见附录二）。各部门分工明确，职责清晰。

⁵ 截至 2021 年 3 月末，因公司派驻董事离职，上海众农化工科技有限公司、广东聚石化学股份有限公司、利民股份、江山股份不再是公司关联方，故未将其列入关联方购销。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司严格按照《公司法》、《证券法》等有关法律、法规和《公司章程》的要求规范运作，不断地完善法人治理结构，建立健全内部管理和控制制度，规范公司运作。公司内控体系日益健全，治理水平的规范化程度持续提高。

在供销管理方面，该公司制定了《销售部门管理制度》、《销售业务内部控制制度》、《采购中心内部控制管理制度》、《采购业务内部控制制度》等措施来控制公司在采购、销售阶段风险。

该公司实行了全面质量管理体系，构建了从产品设计、原材料采购、产品生产到出厂等全过程的管理控制体系，并针对原材料检测、产品出厂检测等环节设置了专门的职能部门和专业人员进行管理和控制。

该公司为防止重大生产安全事故的发生，制定了《HSE 部门管理制度》，在安全、环保、职业健康方面，对公司进行管理。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司制定了《货币资金管理制度》、《财务内部管理控制制度》等各项资金管理与财务制度。公司加强预算管理，控股公司及子公司实行资金统一管控，并通过内部审计实施内部监督。

募集资金管理制度方面，该公司制定《募集资金管理制度》，规定募集资金应当存放于经董事会批准设立的专项账户，由保荐机构、存管银行和公司共同监管募集资金按照承诺用途和金额使用。募集资金到位后，公司和保荐机构将持续监督募集资金使用情况，保证募集资金合理规范使用，合理防范募集资金使用风险。

对外投资方面，该公司制定《对外投资管理制度》，规定公司的对外投资实行预算管理。对于短期投资，公司财务部定期编制短期投资资金流量状况表，由公司总经理指定的有关部门或人员根据证券市场上各种证券的情况和其他投资对象的盈利能力编报短期投资计划，短期投资计划按审批权限履行审批程序后实施；公司长期投资需要经过公司总经理办公室初审，再由相关工作小组进行可行性分析并编制报告，董事会战略委员会对可行性研究报告及有关合作协议评审通过后提交董事会审议。

关联交易方面，该公司制定《关联交易管理制度》，对关联交易的审批权限、审议程序、关联交易的披露、关联交易价格的确定等方面进行了详细的规定，以规范关联交易行为，保护公司股东及相关利益人的合法权益。

(4) 不良行为记录

该公司本部提供了 2021 年 1 月 12 日查询的《企业征信报告》，公司本部及下属子公司苏利化学和百力化学 2018 年以来无信贷违约记录。

新世纪评级于 2021 年 4 月 30 日查询了证监会证券期货市场失信信息公

开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局重大税收违法案件信息公布栏和最高人民法院失信被执行人信息查询平台，未发现 2018 年以来公司本部及下属子公司存在重大不良记录。

财务

随着业务的发展，该公司刚性债务规模有所上升，但整体负债化经营程度较低，具有一定的再融资空间。近年来随着国内销售占比上升，现金回款比例下降，同时随着宁夏精细化工产品投资项目的推进，投资活动现金流出增加，预计现金流平衡对筹资活动依赖性上升。公司资产受限比例低，现金类资产占比较高，加之存货较容易变现，能够对公司债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

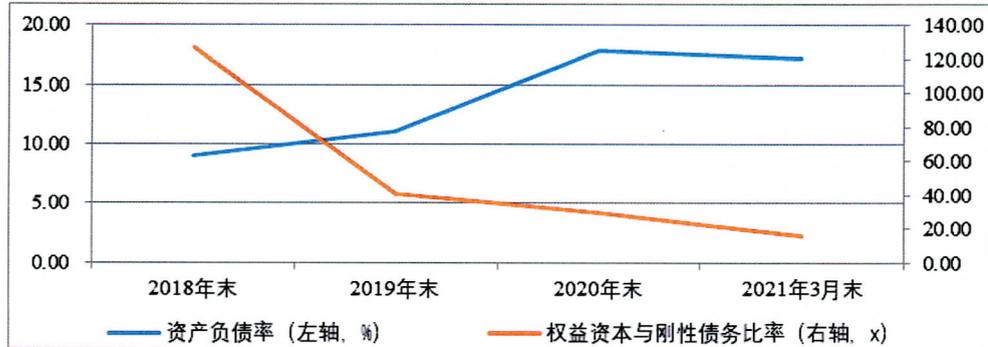
瑞华会计师事务所对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，2019 年根据公司业务发展和未来审计的需要将审计机构更换为大华会计师事务所。大华会计师事务所对公司 2019-2020 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（合称“企业会计准则”），以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。2018 年公司根据财政部发布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）以及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，进行了会计政策变更。2019 年公司执行《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》和《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》。

合并范围变化方面，2018 年该公司新设 2 家子公司分别为苏利农业科技（上海）有限公司和苏利（宁夏）新材料科技有限公司。2019 年公司合并范围未发生变化。2020 年公司新设子公司 Suli Agrosience Philippines Inc。2021 年一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司数量 6 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 26. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据苏利股份提供资料绘制

2018-2020 年末，该公司负债总额分别为 2.24 亿元、3.17 亿元和 5.48 亿元，逐年增长。受益于盈利积累，公司所有者权益逐年增长，同期末权益总额分别为 22.37 亿元、25.37 亿元和 25.20 亿元。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，2018-2020 年末分别为 56.44%、60.86% 和 60.00%，权益结构稳定性一般。同期末，公司资产负债率分别为 9.09%、11.11% 和 17.86%，财务杠杆水平较低但呈上升趋势；权益资本与刚性债务比率分别为 126.59、40.99 和 29.39，随着资产负债率的增长，权益资本对刚性债务的覆盖水平有所下降。

2021 年 3 月末，该公司负债总额较上年末下降 2.60% 至 5.34 亿元，资产负债率同步下降至 17.23%，但因应付票据规模增长，权益资本对刚性债务的覆盖水平进一步下降至 15.89。

(2) 债务结构

图表 27. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）



核心债务	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
预收款项 ⁶ (亿元)	0.10	0.21	0.21	0.10
其他应付款 (亿元)	0.15	0.13	1.39	1.25
刚性债务占比 (%)	7.90	19.53	15.65	30.23
应付账款占比 (%)	53.81	53.17	44.88	34.95
预收款项占比 (%)	4.55	6.52	3.92	1.85
其他应付款占比 (%)	6.85	4.04	25.34	23.41

资料来源：根据苏利股份提供资料绘制

该公司负债表现为以流动负债为主，2018-2020 年末长短期债务比分别为 5.02%、3.00%和 2.01%。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，2020 年末上述科目占比分别为 15.65%、44.88%、3.92%和 25.34%。2018-2020 年末，刚性债务分别为 0.18 亿元、0.62 亿元和 0.86 亿元，均为应付票据。同期末，公司应付账款分别为 1.20 亿元、1.69 亿元和 2.46 亿元，主要为购买原材料、机器设备的款项及应付工程款等，近年来随着公司经营规模扩大及百力化学新厂区在建工程项目建设而逐年增加；预收款项分别为 0.10 亿元、0.21 亿元和 0.21 亿元，主要为预收货款，其中 2019 年增加主要系公司部分产品市场需求供应较为紧张，公司收到客户支付的预付款项增加所致；其他应付款分别为 0.15 亿元、0.13 亿元和 1.39 亿元，主要为应付的股权收购款和往来款，其中 2020 年有所增长主要系应付收购阿克松亚洲持有的苏利化学及百力化学各 6.00%股权转让款增加所致。

2021 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增长 88.20%至 1.61 亿元，主要系公司采购规模扩大及与供应商加大票据结算比例导致的应付票据规模增加所致；因结算方式变化，应付账款随之较上年末下降 24.16%；预收款项较上年末下降 54.14%，主要系受春节因素影响所致；因支付代扣代缴股权转让所得税，公司其他应付款较上年末下降 10.01%至 1.25 亿元。公司其余负债科目变化不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 28. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 第一季度
营业周期 (天)	131.04	121.47	132.50	-
营业收入现金率 (%)	93.43	89.02	79.31	61.61
业务现金收支净额 (亿元)	4.76	5.25	2.07	-0.74
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.55	-0.38	-0.38	-0.10

⁶ 含合同负债，下同。

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	4.20	4.86	1.69	-0.85
EBITDA（亿元）	5.61	5.46	3.47	-
EBITDA/刚性债务（倍）	31.73	13.72	4.70	-

资料来源：根据苏利股份提供资料整理

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018-2020年该公司营业周期分别为131.04天、121.47天和132.50天，其中2019年公司主要产品处于供不应求的状态，当年存货周转率较快，导致营业周期缩短。公司营业收入现金率较低且逐年下降，2018-2020年及2021年第一季度分别为93.43%、89.02%、79.31%和61.61%，主要系一方面公司国内销售占比逐年增加导致现金回款比例下降；另一方面经营性应收项目如应收票据、应收账款金额增加所致。

2018-2020年，该公司经营性现金流量净额分别为4.20亿元、4.86亿元和1.69亿元，其中2020年有所减少主要系当期销售规模、经营收益下降，以及应收票据等经营性应收项目增加所致。同期，公司业务现金收支净额分别为4.76亿元、5.25亿元和2.07亿元，近三年呈净流入；其他因素现金收支净额分别为-0.55亿元、-0.38亿元和-0.38亿元，主要为期间费用及票据保证金的收支，近三年呈净流出。

2021年第一季度，该公司经营性现金流净流出0.85亿元，主要系购买商品支付的现金增加，同时经营性应收项目增加所致，其中业务现金收支净流出0.74亿元。

2018-2020年，该公司EBITDA分别为5.61亿元、5.46亿元和3.47亿元，近年来因经营业绩下滑，EBITDA逐年下降，EBITDA对刚性债务覆盖能力同步下降，同期分别为31.73、13.72和4.70。

（2）投资环节

图表 29. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
收回投资收到的现金	-	-	-	-0.53
取得投资收益收到的现金	0.06	0.07	0.16	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.39	-3.84	-2.15	-0.45
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.19	-0.05	-0.08	-0.00
投资环节产生的现金流量净额	-1.14	-3.81	-2.07	-0.99

资料来源：根据苏利股份提供资料整理

2018-2020年及2021年第一季度，该公司投资性现金净流量分别为-1.14

亿元、-3.81 亿元、-2.07 亿元和-0.99 亿元，呈现持续净流出状态，主要系购置土地、新建厂房及购买设备支出。

(3) 筹资环节

图表 30. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年	2019 年	2020 年
权益类净融资额	-0.78	-1.13	-1.15
筹资环节产生的现金流量净额	-0.78	-1.13	-1.15

资料来源：根据苏利股份提供资料整理

2018-2020 年，该公司筹资性现金净流量分别为-0.78 亿元、-1.13 亿元和-1.15 亿元，均为权益类融资流出，主要系现金分红所致。

4. 资产质量

图表 31. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
流动资产（在总资产中占比）	18.26	18.43	18.21	18.26
	74.22%	64.57%	59.33%	58.94%
其中：货币资金	12.42	12.59	10.83	9.14
应收账款	2.76	2.74	2.65	2.79
应收票据 ⁷	0.66	0.52	2.06	2.78
预付款项	0.17	0.19	0.20	0.14
存货	2.04	2.12	2.21	2.68
其他流动资产	0.03	0.26	0.24	0.24
非流动资产（在总资产中占比）	6.34	10.11	12.48	12.72
	25.78%	35.43%	40.67%	41.06%
其中：长期股权投资	0.43	0.50	0.42	0.47
固定资产	3.86	3.79	8.24	8.03
在建工程	0.45	3.07	1.52	1.75
无形资产	0.72	0.72	1.33	1.32
其他非流动资产	0.66	1.74	0.70	0.79
期末全部受限资产账面金额	0.19	0.27	0.89	1.76
受限资产账面余额/总资产	0.77%	0.94%	2.90%	5.68%

资料来源：根据苏利股份提供资料整理

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 24.60 亿元、28.54 亿元和 30.68 亿元；资产以流动资产为主，同期末占比分别为 74.22%、64.57%和 59.33%。

2020 年末，该公司流动资产为 18.21 亿元，以货币资金、应收账款、应收票据和存货为主。同期末货币资金为 10.83 亿元，较上年末下降 13.99%，主要系公司当期经营活动产生的现金流量净额减少所致，其中受限部分 0.16 亿元，为保证金存款；应收票据为 2.06 亿元，较上年末增长 294.24%，主要系公司在中国银行泰兴支行及江阴支行、建设银行临港新城支行等银行开展

⁷ 含应收款项融资，下同。

票据池业务，公司将收到的票据质押（质押比例 35%），以开立票据，票据结算的比例有所增加所致；应收账款为 2.65 亿元，较上年末下降 3.31%，主要系销售规模下降所致；存货为 2.21 亿元，较上年末增长 3.94%，主要系受疫情和市场因素影响，公司整体销售规模下降，库存商品增长所致。公司根据会计准则要求已计提 130.07 万元跌价准备。公司流动资产还主要包括预付款项和其他流动资产，同期末分别为 0.20 亿元和 0.24 亿元，其中预付款项主要为向供应商预付的原材料款；其他流动资产主要为待抵扣的增值税进项税项，2019 年以来增长主要系子公司百力化学新厂区基本建设投入增加引致留抵增值税增加所致。

2020 年末，该公司非流动资产为 12.48 亿元，主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产等。同期末固定资产为 8.24 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备等，较上年末增长 117.32%，主要系子公司百力化学部分在建工程项目已达到预计可使用状态转固所致；在建工程为 1.52 亿元，较上年末下降 50.35%，主要包括年产 5,000 吨溴化聚苯乙烯项目和年产 1,000 吨吡啶菌胺项目；此外，无形资产为 1.33 亿元，主要为土地使用权，较上年末增长 85.46%，主要系子公司百力化学及苏利宁夏当期合计取得三宗土地使用权所致。

2021 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 0.98%至 30.98 亿元。公司流动资产较上年末增长 0.32%至 18.26 亿元，其中货币资金为 9.14 亿元，较上年末下降 15.55%，主要系公司当期经营活动产生的现金流量净额减少以及投资活动支出现金增加所致；应收票据较上年末增长 34.95%至 2.78 亿元，主要系一方面，公司当期使用应收票据支付货款金额降低；另一方面，由于新冠疫情、市场竞争等因素影响，公司回款政策灵活，当期收到的应收票据金额增加所致；存货较上年末增长 21.27%至 2.68 亿元，主要系春节假期农药类产品销售较少所致。同期末，公司非流动资产较上年末增长 1.96%至 12.72 亿元，主要系在建工程宁夏精细化工产品投资项目投入增加所致。公司其他资产较上年末变化不大。

2021 年 3 月末，该公司受限资产合计 1.76 亿元，占资产总额的 5.68%，受限比例低。

5. 流动性/短期因素

图表 32. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2018 年末	2019 年末	2020 年末
流动比率 (%)	857.23	598.82	338.92
速动比率 (%)	753.41	523.60	294.15
现金比率 (%)	614.15	425.89	239.83

资料来源：根据苏利股份提供资料整理

该公司流动性指标处于较好水平，2018-2020 年末流动比率分别为 857.23%、598.82%和 338.92%；同期末速动比率分别为 753.41%、523.60%和 294.15%。公司流动比率、速动比率逐年下降主要系子公司百力化学新厂区

建设期应付项目款增加及应付股权转让款增加导致流动负债增长所致。公司货币资金较充裕，2020年末现金比率为239.83%，可为债务偿付提供一定支撑。

6. 表外事项

截至2021年3月末，该公司无对外担保和大额未决诉讼，或有负债风险较低。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事四氯-2-氰基础啶等农药中间体和三聚氰胺聚磷酸盐等阻燃剂中间体的生产。目前具有1,800吨四氯-2-氰基础啶产能和1,000吨三聚氰胺聚磷酸盐产能，产销率均保持在96%以上。2020年末，公司本部总资产为13.42亿元，主要包括3.00亿元的货币资金、8.51亿元的长期股权投资和0.77亿元的固定资产；总负债1.79亿元，主要包括1.25亿元的其他应付款和0.16亿元刚性债务；所有者权益为11.62亿元。2020年公司本部实现收入1.61亿元，净利润1.36亿元；经营性现金净流量为1.06亿元。整体来看，公司本部经营情况良好，亦可对下属子公司实行有效管控，有助于本部债务的及时偿付。

外部支持因素

1. 政府支持

2018-2020年及2021年一季度该公司获得的与日常活动相关的政府补助收入分别为264.60万元、841.95万元、565.47万元和22.27万元。公司政府补助是根据项目申报获取的，受申报项目不同，各年间政府补助有所波动。2019年收到的政府补助金额较大，主要系博士人才引进，中共江阴市委组织部给予英才计划领军型团队资助资金。虽然政府补助金额不大，但能对公司盈利提供一定的补充。

2. 国有大型金融机构支持

该公司目前可用授信较充足。截至2021年3月末，公司在金融机构的授信额度总额为7.80亿元，其中工农中建交五大商业银行授信总额7亿元，占比89.74%。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券为可转换公司债券，转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，在可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债。此外，本次债券还设置了有条件赎回条款和回售条款以及附加回售条款。

关于有条件赎回条款，在本次可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，该公司有权决定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债：（1）在转股期内，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）未转股余额不足 3,000 万元时。

关于有条件回售条款，在本次可转债最后两个计息年度，如果该公司 A 股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格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

关于附加回售条款，在本次可转债存续期内，若本次可转债募集资金投资项目的实施情况与该公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。

本次可转债一旦面临不能转股风险，相应会增加该公司本息支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

2. 其他偿付保障措施

（1）盈利保障分析

2018-2020 年和 2021 年第一季度，该公司营业毛利分别为 6.68 亿元、6.63 亿元、4.20 亿元和 0.98 亿元；净利润分别为 4.26 亿元、4.08 亿元和 2.19 亿元和 0.44 亿元。公司持续盈利能力可为本次债券本息偿付提供一定保障。

（2）偿债资金来源保障分析

2018-2020 年和 2021 年第一季度，该公司货币资金余额分别为 12.42 亿元、12.59 亿元、10.83 亿元和 9.14 亿元，现金类资产占比较高且受限资产比例较低。作为上市公司，公司能够保持较强的再融资能力，可为本次债券的到期偿付提供有力保障。

评级结论

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售，在百菌清原药、嘧菌酯原药、十溴二苯乙烷等主要产品在相关细分市场具有一定优势。由于公司部分产品在海外销售，受全球新冠疫情及供需变化影响，2020 年公司营业收入出现下滑，目前全球防控疫情局面尚不稳定，短期内海外市场仍会对公司销售产生一定不利影响。受百菌清市场产能扩张影响，公司部分农药类产品价格承压，导致公司盈利水平下滑。根据公司规划，未来公司将不断通过调整和优化产品结构，加大新型农药原药及中间体研发生产和销售以及进一步发展医药及医药中间体业务，打造新的收入和利润增长点。

该公司产权结构稳定，并建立了较为完善的公司管理制度体系。截至 2021 年 3 月末，公司实际控制人为缪金凤，直接持股 40.00%，实际控制人及其一致行为人股权均未质押。公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、嘧菌酯等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。此外，需关注交易价格的公允性。

随着业务的发展，该公司刚性债务规模有所上升，但整体负债化经营程度较低，具有一定的再融资空间。近年来随着国内销售占比上升，现金回款比例下降，随着宁夏精细化工产品投资项目的推进，投资活动现金流出增加，预计现金流平衡对筹资活动依赖性上升。公司资产受限比例低，现金类资产占比较高，加之存货较容易变现，能够对公司债务偿付提供一定保障。总体上，本次债券还本付息能力很强。同时，若公司本次发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

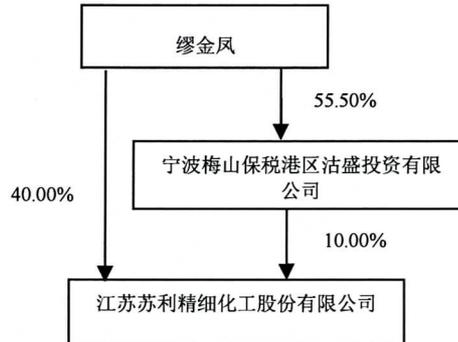
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

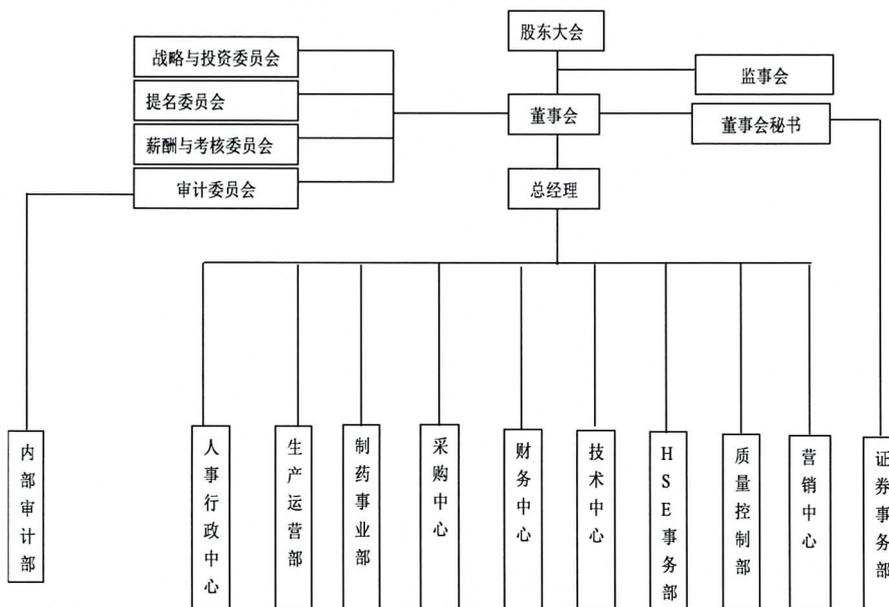
公司与实际控制人关系图



注：根据苏利股份提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据苏利股份提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2020 年 (末) 主要财务数据 (亿元)					备注	
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金流量净流入量 (亿元)		EBITDA (亿元)
江苏苏利精细化工股份有限公司	苏利股份	本级	—	化工产品生产与销售	0.16	11.62	1.61	1.36	1.06	—	母公司口径
江阴苏利化学股份有限公司	苏利化学	核心子公司	76.00	化工产品生产与销售	0.52	9.03	5.42	0.61	1.15	0.94	
泰州百力化学股份有限公司	百力化学	核心子公司	76.00	化工产品生产与销售	0.29	11.44	9.85	0.83	-0.40	1.48	

注：根据苏利股份 2020 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	24.60	28.54	30.68	30.98
货币资金 [亿元]	12.42	12.59	10.83	9.14
刚性债务[亿元]	0.18	0.62	0.86	1.61
所有者权益 [亿元]	22.37	25.37	25.20	25.65
营业收入[亿元]	16.46	18.13	15.59	4.16
净利润 [亿元]	4.26	4.08	2.19	0.44
EBITDA[亿元]	5.61	5.46	3.47	--
经营性现金净流入量[亿元]	4.20	4.86	1.69	-0.85
投资性现金净流入量[亿元]	-1.14	-3.81	-2.07	-0.99
资产负债率[%]	9.09	11.11	17.86	17.23
权益资本与刚性债务比率[%]	12,659.00	4,098.66	2,939.34	1,589.38
流动比率[%]	857.23	598.82	338.92	354.08
现金比率[%]	614.15	425.89	239.83	240.64
利息保障倍数[倍]	--	--	--	--
担保比率[%]	--	--	--	--
营业周期[天]	131.04	121.47	132.50	--
毛利率[%]	40.57	36.60	26.94	23.47
营业利润率[%]	30.88	26.81	16.74	13.89
总资产报酬率[%]	22.55	18.25	8.73	--
净资产收益率[%]	20.69	17.09	8.66	--
净资产收益率*[%]	19.05	16.30	8.76	--
营业收入现金率[%]	93.43	89.02	79.31	61.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	234.05	186.76	40.02	--
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	160.58	38.95	-8.73	--
EBITDA/利息支出[倍]	--	--	--	--
EBITDA/刚性债务[倍]	31.73	13.72	4.70	--

注：表中数据依据苏利股份经审计的 2018~2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产余额-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2}+365/{报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

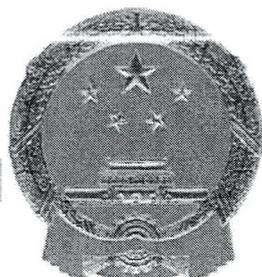
本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 新世纪评级方法总论（2012）
- 基础化工行业信用评级方法（2018）
- 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22

法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币 3000.0000 万元整

成立日期 1992 年 7 月 30 日

营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限

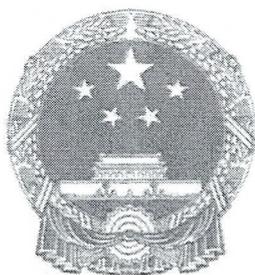
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供
投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。
【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2016年 08 月 18 日





营业执照

(副本)

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
 类型 有限责任公司(国内合资)
 住所 上海市杨浦区控江路 1555 号 A 座 103 室 K-22
 法定代表人 朱荣恩
 注册资本 人民币 3000.0000 万元整
 成立日期 1992 年 7 月 30 日
 营业期限 1992 年 7 月 30 日至 不约定期限

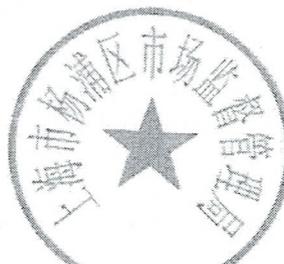
经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】

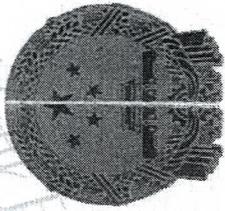
年报提示
 请于每年1月1日至6月30日
 申报年报, 逾期
 将列入经营异常名录



登记机关



2016 年 08 月 18 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



中国证券监督管理委员会(公章)

2012年11月2日

公司名称:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:朱荣恩

注册地址:上海市杨浦区控江路1555号A座103室K—22

编号: ZPJ003

中国证券业执业证书

执业注册记录



仅限评级项目使用

姓名：何婕好

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

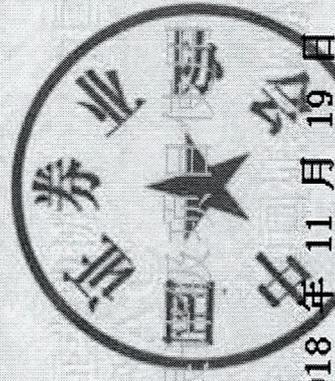
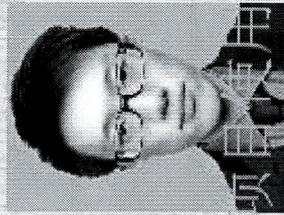
编号：R0070218120007



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: 杨亿

性别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号: R0070218100003

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。