

2022 年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

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100025】

评级对象: 2022年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

苏利转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2022年5月19日

首次评级: AA/稳定/AA/2021年6月24日

主要财务数据及指标

| 项目 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|----------------------|----------|----------|--------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | |
| 母公司口径数据: | | | |
| 货币资金 | 3.64 | 3.00 | 2.73 |
| 刚性债务 | — | 0.16 | 0.35 |
| 所有者权益 | 11.33 | 11.62 | 14.77 |
| 经营性现金净流入量 | 0.29 | 1.06 | 0.50 |
| 合并口径数据及指标: | | | |
| 总资产 | 28.54 | 30.77 | 38.72 |
| 总负债 | 3.17 | 5.57 | 11.72 |
| 刚性债务 | 0.62 | 0.86 | 6.24 |
| 所有者权益 | 25.37 | 25.20 | 27.00 |
| 营业收入 | 18.13 | 15.59 | 22.92 |
| 净利润 | 4.08 | 2.19 | 2.82 |
| 经营性现金净流入量 | 4.86 | 1.69 | 3.16 |
| EBITDA | 5.46 | 3.47 | 4.40 |
| 资产负债率[%] | 11.11 | 18.10 | 30.27 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 4,098.66 | 2,939.34 | 432.93 |
| 流动比率[%] | 598.81 | 337.52 | 208.59 |
| 现金比率[%] | 425.89 | 238.84 | 142.80 |
| 利息保障倍数[倍] | — | — | 625.06 |
| 净资产收益率[%] | 17.09 | 8.66 | 10.79 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 186.76 | 39.91 | 37.33 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 38.95 | -8.64 | -5.97 |
| EBITDA/利息支出[倍] | — | — | 841.22 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 13.72 | 4.70 | 1.24 |

注: 根据苏利股份经审计的2019~2021年财务数据整理、计算。2020年数据根据2021年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

分析师

何婕妤 hejieyu@shxsj.com
钱源 qianyuan@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对江苏苏利精细化工股份有限公司(简称苏利股份、发行人、该公司或公司)及其发行的2022年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的跟踪评级反映了2021年以来苏利股份在产业链、再融资空间等方面持续保持优势,同时也反映了公司在产品毛利率、项目投入产出、境外关联交易、刚性债务规模、可转债转股及回售等方面继续面临的压力。

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年末,苏利股份资产负债率为30.27%,虽较上年末有所上升,但整体债务负担较轻,具有一定再融资空间。

主要风险:

- **农药类产品毛利率下降。**跟踪期内苏利股份百菌清产品受市场供需变化和竞争加剧影响,价格有所下滑,公司农药类产品毛利率下降。
- **项目投入产出风险。**跟踪期内苏利股份宁夏精细化工产品投资项目投资规模较大,建设周期长,产品主要为农药原药及中间体,产能释放需要一定周期,预期收益存在一定的不确定性。
- **境外关联交易风险。**跟踪期内苏利股份与境外关联方意大利世科姆奥松关联交易金额较大,交易内容主要是百菌清、霜脲氰原药等产品的销售,关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。
- **刚性债务规模上升。**跟踪期内随着票据池业务开展,苏利股份刚性债务规模有所上升。未来随着宁夏精细化工产品投资项目的推进,刚性

债务规模或将进一步增长。

- **汇率风险。**苏利股份部分农药产品向境外销售，采用美元结算，跟踪期内虽然公司采取了外汇套期保值措施，但汇兑损失仍对公司盈利产生一定不利影响。
- **本次可转换债券转股及回售风险。**截至 2022 年 3 月末，苏利股份股价低于转股价，后续若转股期内公司股价持续低迷或未达到本次可转换债券持有人预期而导致转股情况不理想，则会加重公司债务负担。另外，本次可转换债券设置了回售条件，可能面临债券存续期缩短风险。

➤ 未来展望

通过对苏利股份及其发行的苏利转债主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持 AA- 主体信用等级，评级展望为稳定，认为苏利转债还本付息安全性很强，并维持苏利转债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2022 年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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年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（简称“苏利转债”、本次债券）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据公司提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 2 月 16 日发行规模为 95,721.10 万元、期限为 6 年的苏利转债。本次债券采取了累进利率，第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.00%、第六年 3.00%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。本次债券的转股期自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（2022 年 8 月 22 日至 2028 年 2 月 15 日），转股价格为 20.11 元/股。截至 2022 年 3 月末，本次债券尚未到付息兑付日，尚未进入转股期，债券余额为 95,721.10 万元；同期末公司股价为 17.33 元/股，低于转股价，如果因后期公司股票价格走势持续低迷或本次债券持有人的投资偏好等原因导致本次债券到期未能实现转股，将会增加公司的财务负担。

图表 1. 公司存续期内债券概况

| 债项名称 | 发行金额（万元） | 期限（年） | 发行利率（%） | 起息时间 | 本息兑付情况 |
|------|-----------|-------|---------------|-----------|--------|
| 苏利转债 | 95,721.10 | 6.00 | 累进利率，目前 0.40% | 2022/2/16 | 尚未到付息期 |

资料来源：苏利股份（截至 2022 年 3 月末）

注：本次债券附转股价格向下修正条款、有条件回售条款、附加回售条款。

本次债券募集资金净额为 94,361.94 万元，所涉及募投项目为“年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目”。截至 2021 年末，公司已前期投入部分资金进行项目投资，具体金额待公司进行募集资金置换审计后确定。

图表 2. 本次债券所涉募投项目的投资计划（万元）

| 项目名称 | 总投资 | 拟投入募集资金 | 募集资金已使用额 |
|---------------------------|------------|-----------|------------------|
| 年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目 | 133,971.75 | 94,361.94 | 待公司进行募集资金置换审计后确定 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(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，具有一定的需求刚性，受宏观经济周期波动影响较小。2021年以来，全球农化产品需求持续向好，而海外供应链受疫情影响开工率下降，订单需求转移到国内，带动我国农药产量有所提升；同期受原材料、中间体价格上涨等因素影响，农药价格指数显著上涨。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。

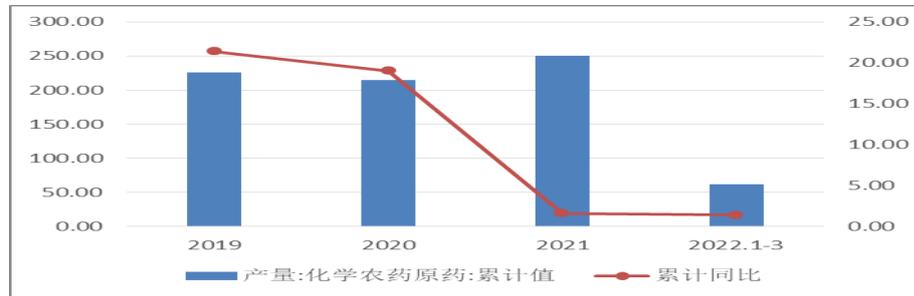
农药作为重要的农业生产资料，在农产品生产及卫生害虫防控等方面发挥着重要作用，具有一定的需求刚性，受宏观经济周期波动影响较小。从产业链来看，农药上游为无机和有机化工原料，下游为农林牧业及卫生领域。农药行业生产自上而下可分为农药中间体、农药原药和农药制剂。根据用途分类，农药可以分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂等，其中除草剂的市场规模最大、杀菌剂的份额持续增长。

a. 行业概况

2021年以来，全球农化产品需求持续向好，而海外供应链受疫情影响开工率下降，订单需求转移到国内，带动我国农药产量有所提升。根据国家统计局数据显示，2021年化学农药原药(折100%)产量为249.8万吨，同比增长7.8%。

2022年1-3月受需求减弱影响，化学农药原药（折100%）产量为62.1万吨，同比减少0.50%。

图表 3. 2019-2022年1-3月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

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。目前我国已经成为全球农药原药生产和出口的第一大国。2021年受需求下降影响，我国农药出口数量（货物量）为220.16万吨，同比减少12.45%，出口金额800.98亿美元，同比增长5.1%；同期我国农药进口量10.41万吨，同比减少5.48%，进口额9.17亿美元，同比增长1.16%。

根据中国农药工业协会数据显示，2021年受原材料、中间体价格上涨等因素影响，农药价格指数显著上涨，2021年末农药价格指数为165.28，较上年末增长90.33%。从主要细分产品来看，2021年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大幅上行。同期随着产能释放，2021年1-8月杀虫剂和杀菌剂价格指数均有所下降。2021年9月及第四季度受能耗双控政策影响，加之基础原材料大幅涨价，农药主要细分产品价格指数均出现上涨。2021年末除草剂、杀虫剂和杀菌剂价格指数分别为179.75、145.06和136.01，分别较上年末增长140.89%、44.77%和19.22%。相较于杀虫剂和杀菌剂产品，除草剂产品成本传导能力更强，价格指数位居首位。2022年1-2月农药价格指数有所回落，主要系受国内疫情影响，春耕市场虽有启动，但市场没有达到预期。

图表 4. 2019-2022年2月农药价格指数

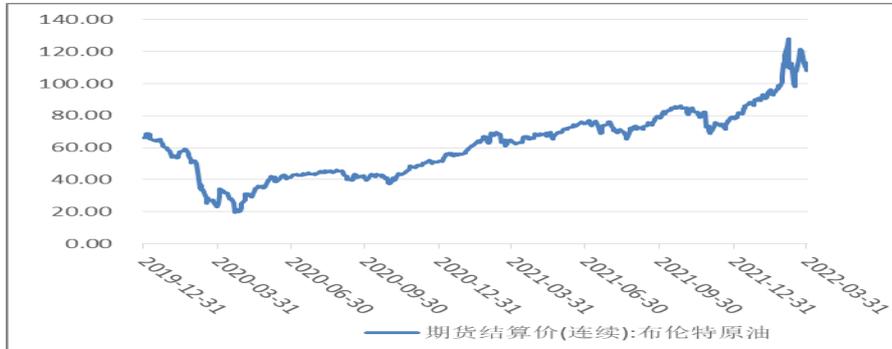


资料来源：中国农药工业协会，新世纪评级整理

农药上游的石油化工原料价格受原油价格影响较大。2021年，随着全球通胀加剧，原油价格不断走高。截至2021年末布伦特原油期货价格为77.78美

元/桶，较 2020 年末增长 50.15%。随着原油价格的不断走高，短期内给农药行业成本带来不小压力，但随着后期成本压力传导至下游，农药行业经营业绩将有所改善。

图表 5. 2020 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

2021 年以来农药行业继续鼓励减量高效、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。2022 年 2 月《“十四五”全国农药产业发展规划》发布，鼓励农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强，培育一批竞争力强的大中型生产企业，这将导致未来农药行业集中度提升，中小企业面临较大的淘汰压力。

图表 6. 2021 年以来农药行业相关政策

| 年份 | 文件 | 主要内容 |
|------------|-------------------|---|
| 2021 年 2 月 | 《2021 中央一号文件》 | 农村生产生活方式绿色转型取得积极进展，化肥农药使用量持续减少，农村生态环境得到明显改善。实施国家黑土地保护工程，推广保护性耕作模式。健全耕地休耕轮作制度。持续推进化肥农药减量增效，推广农作物病虫害绿色防控产品和技术。加强畜禽粪污资源化利用。全面实施秸秆综合利用和农膜、农药包装物回收行动，加强可降解农膜研发推广。在长江经济带、黄河流域建设一批农业面源污染综合治理示范县。 |
| 2021 年 8 月 | 《“十四五”全国农业绿色发展规划》 | 农药持续减量，连续 4 年实现负增长。农业废弃物资源化利用水平稳步提高，农业面源污染得到有效遏制，产地环境明显改善。推广新型高效植保机械，支持创制推广喷杆喷雾机、植保无人机等先进的高效植保机械，提高农药利用率。推进科学用药，开展农药使用安全风险评估，推广应用高效低毒低残留新型农药，逐步淘汰高毒、高风险农药。支持一批有条件的县，重点推进绿色防控，推广物理、生物等农药减量技术模式。培育一批统防统治社会化服务组织和专业合作社，开展农作物病虫害统防统治。 |
| 2022 年 2 月 | 《“十四五”全国农药产业发展规划》 | 鼓励农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强，培育一批竞争力强的大中型生产企业。到 2025 年，农药生产企业由 2020 年的 1705 家减少到 1600 家以下，农药经营门店控制在 30 万家；农药产业体 |

| 年份 | 文件 | 主要内容 |
|----|----|--|
| | | 系更趋完善，产业结构更趋合理，对农业生产的支撑作用持续增强，绿色发展和高质量发展水平不断提升；三大粮食作物统防统治覆盖率达到 45%，持续推进化学农药减量使用；主要农作物化学农药利用率提高到 43%以上。 |

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

c. 竞争格局/态势

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，但终端制剂市场仍主要由先正达（已被中国中化控股有限公司收购）、拜尔（已收购孟山都）、科迪华（陶氏和杜邦合并后拆分组建）和巴斯夫四大农化巨头把控，占据全球 50% 的市场份额。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。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。2021 年 2 月，浙江新安化工集团股份有限公司通过受让部分原股东股权并增加注册资本的方式，取得合肥星宇化学有限责任公司 51% 以上的股份；2021 年 10 月，利民控股集团股份有限公司（简称“利民股份”）使用自有资金 2,000 万美元购买科迪华中国知名品牌产品“大生”的专有技术配方工艺、产品商标、登记数据、药效数据、许可使用包装设计和标签的权利等；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于 2021 年 5 月 8 日在北京正式揭牌成立。通过并购整合诞生的巨头，将带动行业结构加速优化升级，提升产业集中度和企业综合竞争力。而众多中小农药企业，将面临淘汰压力。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021 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 | 118.41 | 23.06 | 杀虫剂、除草剂 | 131.02 | 46.98 | 6.39 | 12.23 | 14.54 |
| 安徽广信农化股份有限公司 | 55.50 | 42.76 | 杀菌剂、除草剂 | 101.53 | 31.46 | -- | 14.79 | 14.11 |
| 利尔化学股份有限公司 | 64.94 | 32.00 | 除草剂 | 102.32 | 43.08 | 2.91 | 11.63 | 13.17 |
| 利民股份 | 47.38 | 22.60 | 杀菌剂 | 68.83 | 58.17 | -- | 3.35 | 0.60 |
| 颖泰生物 | 73.54 | 20.20 | 除草剂、杀菌剂 | 119.41 | 59.51 | 1.14 | 4.57 | 5.04 |
| 苏利股份 | 22.92 | 23.57 | 杀菌剂 | 38.72 | 30.27 | 432.93 | 2.82 | 3.16 |

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）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，跟踪期内作为溴系阻燃剂主要的下游，塑料制品行业发展稳定；由于主要原材料溴素供不应求，溴素价格的上升带动阻燃剂产品价格上涨。目前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，绿色环保新型溴系阻燃剂及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，在产品种类方面与发达国家仍有一定差距。

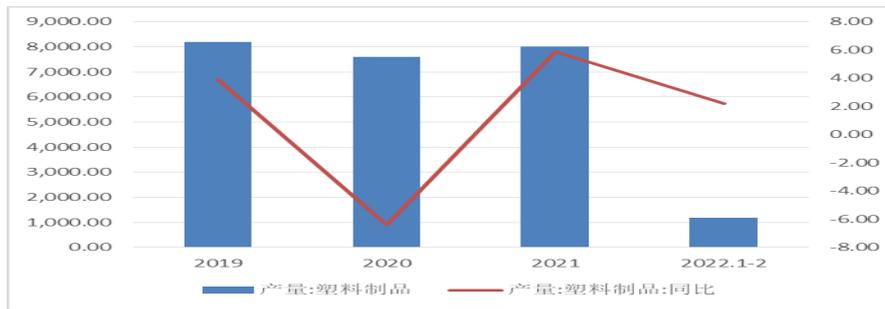
阻燃剂是一种能够阻止聚合物材料引燃或抑制火焰继续蔓延的添加剂。根据组成，主要包括无机阻燃剂和有机阻燃剂。有机阻燃剂又以卤系阻燃剂（有机氯化物和有机溴化物）和磷系阻燃剂为主要代表，具有阻燃效果好，添加量少，与高分子材料的相容性好等优点。但部分溴系阻燃剂发烟量大，释放出的气体具有腐蚀性，并且会产生有毒致癌物质，影响人体代谢；无机阻燃剂一般包括氢氧化铝、氢氧化镁、赤磷、多聚磷酸铵、硼酸锌、氧化锑和钼化合物等。一般阻燃效能较低，添加量大，因而会对材料的性能产生一定的影响，但由于无机阻燃剂成本低，主要应用于低端产品。该公司的主要阻燃剂产品十溴二苯乙烷属于卤系阻燃剂中的溴系阻燃剂；三聚氰胺聚磷酸盐属于磷系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

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，分别占比为 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，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，2021 年随着我国新冠疫情得到有效控制，全年我国规模以上工业企业塑料制品产量累计为 8,004 万吨，同比增长 5.9%。2022 年 1-2 月，塑料制品产量 1,186.30 万吨，同比增长 2.20%。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 8. 2019 年以来塑料制品产量走势（单位：万吨，%）

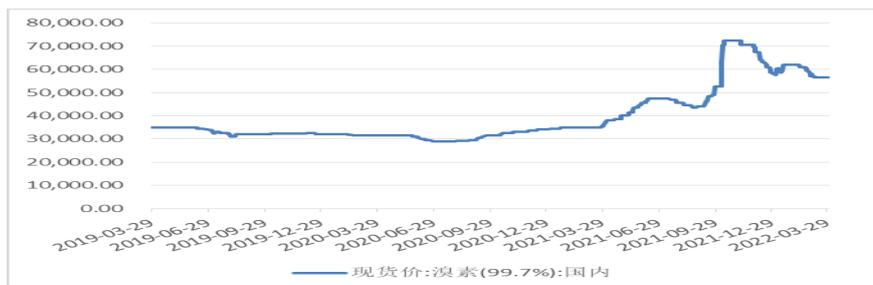


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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。2021 年溴素进口量 6.29 万吨，同比增长 16.83%，主要系国内溴素产能萎缩，溴素供不应求，加大了进口采购量。2021 年，以色列、约旦和印度为是我国溴素三大进口来源国，分别占进口总量的 58.09%、18.76%和 18.60%。

由于溴素供不应求，2021 年溴素价格加速上升，最高涨至 10 月末的 72,500 元/吨，之后有所回落。截至 2021 年末，溴素价格为 58,000 元/吨，较上年末增长 70.59%。溴素价格的上升带动阻燃剂产品价格上涨。2022 年一季度溴素价格继续回落，截至 3 月末溴素价格为 56,500 元/吨，同比减少 2.59%。

图表 9. 2019 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，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”；2020年3月财政部和税务总局发布《财政部、税务总局关于提高部分产品出口退税率的公告》，将十溴二苯乙烷等1084项产品出口退税率提高至13%，在一定程度上增强了这些产品在国际市场的成本竞争优势。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 10. 行业内核心样本企业基本数据概览（2021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 | 41.15 | 32.70 | 磷系阻燃剂 | 33.17 | 28.61 | 11.82 | 8.24 | 8.41 |
| 晨化股份 | 11.93 | 23.80 | 磷系阻燃剂 | 12.98 | 17.44 | 1,330.96 | 1.52 | 1.70 |
| 苏利股份 | 22.92 | 23.57 | 溴系阻燃剂 | 38.72 | 30.27 | 432.93 | 2.82 | 3.16 |

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

宁东能源化工基地目前形成以煤制油、煤基烯烃、新材料、氢能、精细化工、电子材料及专用化学品、节能环保等互为补充、协调发展的产业格局，地

区经济稳定发展，可为该公司生产提供良好的外部环境。同时宁东能源化工基地具有丰富的能源资源，可为公司生产提供稳定的能源供应，且有效降低公司的能源成本。

该公司所处宁东能源化工基地是国务院批准的国家重点开发区，规划区总面积 3,500 平方公里（核心区面积 800 平方公里）。宁东能源化工基地位于中国宁夏回族自治区中东部银川灵武市，目前已建成发达公路、铁路网络。各园区主干道路与青银高速、京藏高速、福银高速、211 国道、307 国道、203 省道等形成了便捷的公路交通网络，境内公路总里程 1831 公里。区域内已建成地方铁路 375 公里，形成了“两纵两横”的铁路网络，各工业园区铁路专用线通过宁东地方铁路连接太中银、京包、宝中、陇海线，辐射全国，形成通畅高效的铁路外运通道。产业方面，宁东能源化工基地形成以煤制油、煤基烯烃、新材料、氢能、精细化工、电子材料及专用化学品、节能环保等互为补充、协调发展的产业格局。2021 年宁东能源化工基地完成地区生产总值 500.7 亿元，增长 5.1% 左右；工业总产值达到 1,550.7 亿元，增量创历史最高水平；工业增加值增长 4.5%；固定资产投资 210.9 亿元；全口径财政收入超过百亿元，一般公共预算收入增长 23.6%。地区经济的稳步增长，为该公司生产提供了良好的外部支持。

自 2003 年开发建设以来，宁东能源化工基地先后被确定为国家重要的大型煤炭生产基地、“西电东送”火电基地、煤化工产业基地、国家产业转型升级示范区、现代煤化工产业示范区、绿色园区、新型工业化产业示范基地、外贸转型升级基地，与陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯共同构成国家能源“金三角”。宁东地区资源丰富，煤炭、石油等化石能源储量约占全国的 50%，同时蕴含丰富的光能、风能资源。丰富的能源资源，使其在电力、蒸汽、天然气等生产能源方面较其他地区具有较为明显的竞争优势，可为公司生产提供稳定的能源供应，且有效降低公司的能源成本。

总的来看，该公司在宁东能源化工基地生产具有稳定的能源供应，且有效降低公司的能源成本。

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、噁菌酯原药、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，跟踪期内受益于海外销售市场回暖及原材料价格上涨，2021 年公司营业收入有所上升。但受百菌清市场供需变化及竞争加剧等因素影响，公司农药类产品毛利率下降。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。目前公司主要在建项目为宁夏精细化工产品投资项目，投资规模较大，建设周期长，

产品主要为农药原药及中间体，产能释放需要一定周期，预期收益存在一定的不确定性。

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 11. 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

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（单位：万元，%）

| 主导产品或服务 | | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|-------------|----|------------|------------|------------|
| 营业收入合计 | | 181,260.56 | 155,861.00 | 229,164.87 |
| 其中：核心业务营业收入 | 金额 | 177,142.85 | 151,136.54 | 222,572.95 |
| | 占比 | 97.73 | 96.97 | 97.12 |
| 包括：（1）农药类产品 | 金额 | 114,344.83 | 93,441.59 | 112,489.59 |
| | 占比 | 64.55 | 61.83 | 50.54 |
| （2）阻燃剂类产品 | 金额 | 41,934.22 | 36,325.28 | 68,427.73 |
| | 占比 | 23.67 | 24.03 | 30.74 |
| （3）其他精细化工产品 | 金额 | 20,863.81 | 21,369.66 | 41,655.63 |
| | 占比 | 11.78 | 14.14 | 18.72 |

资料来源：苏利股份

2019-2021 年，该公司营业收入分别为 18.13 亿元、15.59 亿元和 22.92 亿元。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，2021 年两类产品合计收入为 18.09 亿元，占核心业务收入的 81.28%。2021 年农药类产品收入较上年上升，一方面系海外销售市场回暖，公司百菌清原药和嘧菌酯原药销量增加；另一方面系受原材料上涨影响，嘧菌酯原药销售均价上升；同期阻燃剂产品收入亦上升，主要系十溴二苯乙烷产品市场需求提升及新扩产线逐步达产、产能进一步释放等因素影响，产品量价齐升。

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，2021 年其他精细化工产品实现营业收入 4.17 亿元，同比增长 94.92%。其中氢溴酸实现营业收入为 3.05 亿元，同比增长 114.25%，主要系原材料溴素价格大幅上升带动产品价格上涨；同期医药中间体等其他产品实现主营业务收入为 1.11 亿元，同比增长 56.29%。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”），2021年6月，公司以自有资金4,000万元对苏利制药进行增资，以促进苏利制药对其参股公司大连永达苏利药业有限公司（简称“大连永达苏利”）进一步出资。大连永达苏利系苏利制药与江苏永达药业有限公司在大连长兴岛投资设立，苏利制药持股40%。大连永达苏利以药品生产为主业，未来将为创新药企业提供CDMO服务。目前大连永达苏利正处于基本建设前期准备及基础设施建设阶段，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。

根据该公司规划，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、嘧菌酯原药和农药制剂。2021年三个产品营业收入合计为8.49亿元，占农药类产品收入的75.47%。毛利率方面，2021年农药类产品毛利率为25.82%，较上年下降5.31个百分点。其中，百菌清原药、嘧菌酯原药和农药制剂毛利率分别为18.43%、26.48%和22.43%，除了嘧菌酯原药受市场需求提升及能耗双控供给减少等因素影响，毛利率较上年上升10.52个百分点外，百菌清原药和农药制剂毛利率分别较上年下降24.82个百分点和4.93个百分点，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释放，市场供给增加，价格出现下滑，进而导致百菌清原药及相关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江阴苏利化学股份有限公司（简称“苏利化学”）和泰州百力化学股份有限公司（简称“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；百力化学主要生产嘧菌酯，目前具有年产2,500吨嘧菌酯原药生产能力。2021年公司农药类产品产能未发生变化。

图表 13. 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 | 嘧菌酯原药 | 农药制剂 | |
|-------|-------|-----------|----------|-----------|
| 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 |
| 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 | 设计产能 | 14,000.00 | 2,500.00 | 24,500.00 |
| | 产量 | 13,015.04 | 1,804.8 | 5,668.67 |
| | 产能利用率 | 92.96 | 72.19 | 23.14 |

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，2021年受益于国外需求回暖，该公司百菌清原药和嘧菌酯原药产能利用率均有所上升。但农药制剂产品产能利用率维持低位，主要系受疫情影响，海运成本上涨，导致进口农药制剂较农药原药性价比低，

国外客户对农药制剂需求减少所致。

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。2021 年，公司间二甲苯和液氨的采购量随百菌清产量增加均有所上升。采购均价方面，液氨随原油价格上涨，但间二甲苯由于需求不足，采购价格近年来持续走低，2021 年受原油价格支撑，下跌幅度有所收窄。

图表 14. 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 |
| 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 | 7,031.40 | 4,469.02 | 6,355.80 | 8,348.46 | 2,981.99 | 3,571.90 | 1,119.80 | 15,510.80 | 138,514.53 |

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、苯并呋喃酮等，均在国内采购，供应商包括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。2021 采购均价随原油价格上升。结算方式方面，公司 4,6-二氯嘧啶采购按货到票到 30 天后支付银行承兑汇票。

总的来看，该公司大部分原材料价格与原油价格关联度较高，短期内原油价格的大幅上涨，增加公司的经营成本压力。

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，其中农药原药直销占比 60-70%，制剂直销占比 50-60%。公司产品同时在境内外销售，2021 年公司农药类产品境外销售占比为 44.48%，较上年增加 5.02 个百分点，出口主要分布于美国、巴西等。其中，百菌清原药境外销售占比 86.98%，较上年增加 17.99 个百分点，主要出口给关联方意大利世科姆奥克松，当年销售额为 1.92 亿元，占百菌清产品销售额的 77%。意大利世科姆奥克松将农药原药加工成制剂后，再以世科姆的品牌对全球客户销售；2021 年嘧菌酯境外销售占比 30.69%，较上年增加 18.68 个百分点，主要出口美国 Generic Crop Science，当年销售额为 0.38 亿元，占嘧菌酯产品销售额的 10.24%；2021 年农药制剂境外销售占比 36.88%，较上年减少 1.99 个百分点，主要出口瑞士 Syngenta 和德国 HELM AG，当年销售额合计为 0.31 亿元，占农药制剂产品销售额的 13.67%。

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，2021 年销

销售额为 0.09 亿元，占百菌清产品销售额的 3.72%；噁菌酯销售客户较为分散，客户包括扬州先锋化工有限公司、山东潍坊润丰化工有限公司等；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”），2021 年销售额为 0.27 亿元，占农药制剂产品销售额的 12.03%。

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 15. 公司农药类主要产品自用及销售情况（单位：吨、万元/吨、%）

| 项目 | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 | | |
|-------|--------|----------|-------|----------|-------|--------|-----------|-------|--------|
| | 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 | 4,219.78 | -- | 3,209.66 | -- | 93.71 | 2,385.00 | -- | 106.09 |
| | 外销 | 8,575.55 | 4.23 | 7,751.88 | 2.93 | | 11,422.53 | 2.18 | |
| 噁菌酯原药 | 自用 | 69.73 | -- | 159.85 | -- | 101.09 | 175.1 | -- | 92.22 |
| | 外销 | 500.19 | 29.82 | 983.69 | 21.87 | | 1,489.33 | 25.09 | |
| 农药制剂 | 自用 | 0.39 | -- | -- | -- | 98.48 | -- | -- | 100.88 |
| | 外销 | 8,115.59 | 4.74 | 6,579.13 | 4.15 | | 5,718.39 | 3.96 | |

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。2021 年实现营业收入 6.04 亿元，同比增长 91.63%，占阻燃剂产品收入的 88.23%。毛利率方面，2021 年阻燃剂产品毛利率为 24.03%，比上年增加 0.02 个百分点。其中，十溴二苯乙烷毛利率为 21.65%，比上年增加 1.07 个百分点。

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。2021 年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 16. 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 |
|--------|--------|-----------|
| 2019 年 | 加权产能 | 14,000.00 |
| | 产量 | 13,346.78 |
| | 产能利用率 | 95.33 |
| 2020 年 | 加权产能 | 17,200.00 |
| | 产量 | 12,350.32 |
| | 产能利用率 | 71.80 |
| 2021 年 | 加权产能 | 25,500.00 |
| | 产量 | 17,475.22 |
| | 产能利用率 | 68.53 |

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, 2021 年采购额为 2.75 亿元, 占溴素采购额的 40.42%; 国内采购主要供应商为山东鸿昌化工有限公司, 2021 年采购额为 2.63 亿元, 占溴素采购额的 38.62%。公司纯苯和二氯乙烷国内供应较充足, 2021 年采购价格随大宗市场价格大幅上升。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 17. 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 |
| 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 | 18,078.54 | 68,068.12 | 37,651.34 | 3,587.89 | 2,241.03 | 6,246.09 |

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, 2021 年国内销售占比为 69.34%。公司国内客户包括浙江睿高新材料股份有限公司、深圳沃尔核材股份有限公司等, 境外销售主要包括美国、意大利等地区。目前在欧美市场, 公司阻燃剂使用厂商客户包括美国 SACO、荷兰帝斯曼 (Royal DSM) 等; 贸易商客户包括意大利 EVERKEM S.R.L. 等。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, 2021 年销售额为 2.08 亿元, 占氢溴酸销售额的 68.21%。

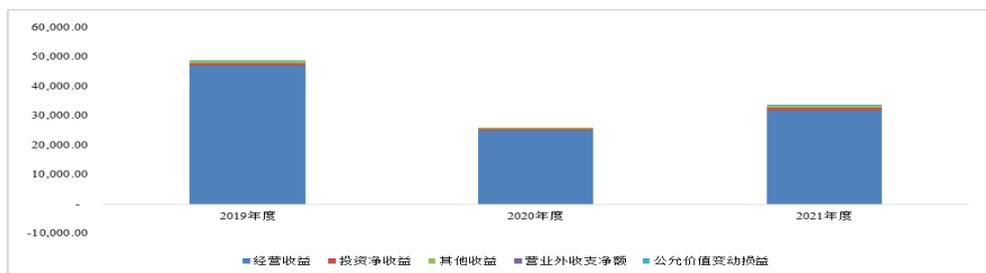
图表 18. 公司阻燃剂主要产品销售情况 (单位: 吨、万元/吨、%)

| 项目 | 2019 年 | | | 2020 年 | | | 2021 年 | | |
|--------|-----------|------|-------|-----------|------|-------|-----------|------|-------|
| | 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 | 7,344.68 | 4.91 | 98.34 | 6,489.46 | 4.85 | 94.37 | 10,255.40 | 5.89 | 97.92 |
| 氢溴酸 | 13,292.78 | 1.28 | 99.60 | 12,218.64 | 1.17 | 98.93 | 17,324.42 | 1.76 | 99.14 |

资料来源: 根据苏利股份提供的数据绘制

(2) 盈利性

图表 19. 公司盈利来源结构 (单位: 万元)



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

2019-2021 年, 该公司实现营业毛利分别为 6.63 亿元、4.20 亿元和 5.40 亿元, 2021 年得益于销售规模增加, 毛利同比增加。同期, 公司综合毛利率分别为 36.60%、26.94%和 23.57%, 呈逐年下降趋势, 主要系百菌清受市场供需

变化及竞争加剧等因素影响，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。

2019-2021年，该公司期间费用分别为1.79亿元、1.61亿元和1.98亿元，2021年主要因研发支出增加，期间费用同比有所增加。2019-2021年公司研发投入分别为0.92亿元、0.86亿元和1.13亿元，分别占营业收入的5.08%、5.52%和4.93%；2021年财务费用为-0.12亿元，其中利息收入0.19亿元，汇兑损失0.05亿元。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，人民币升值会导致汇兑损失，虽然公司采取了外汇套期保值措施，但仍无法完全规避汇兑损失，进而对公司盈利产生不利影响。2019-2021年公司期间费用率分别为9.90%、10.33%和8.62%，2021年得益于公司收入规模大幅增长，期间费用率下降。同期公司经营收益分别为4.69亿元、2.48亿元和3.17亿元，2021年经营收益同比有所增加。

图表 20. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 |
|-----------------|------------|------------|------------|
| 营业收入合计（万元） | 181,260.56 | 155,861.00 | 229,164.87 |
| 毛利率（%） | 36.60 | 26.94 | 23.57 |
| 其中：（1）农药类产品（%） | 45.04 | 31.13 | 25.82 |
| （2）阻燃剂类产品（%） | 26.11 | 24.01 | 24.03 |
| （3）其他精细化工产品（%） | 16.39 | 17.58 | 18.40 |
| 毛利（万元） | 66,343.56 | 41,988.81 | 54,018.46 |
| 其中：（1）农药类产品（万元） | 51,502.84 | 29,092.66 | 29,049.21 |
| （2）阻燃剂类产品（万元） | 10,947.24 | 8,720.50 | 16,445.74 |
| （3）其他精细化工产品（万元） | 3,419.36 | 3,757.79 | 7,665.08 |
| 期间费用率（%） | 9.90 | 10.33 | 8.62 |
| 其中：财务费用率（%） | -1.28 | -0.79 | -0.52 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

该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。2021年投资收益为995.17万元，其中权益法核算的长期股权投资收益为894.53万元。公司长期股权投资包括合营企业世科姆无锡和联营企业大连永达苏利。2021年上述两家公司权益法核算的长期股权投资收益分别为897.43万元和-2.90万元。由于大连永达苏利尚在建设期，因此投资亏损；2021年公司其他收益660.73万元，包括人才引进资金、生产扶持专项基金等；同期公司公允价值变动损益21.96万元，为公司远期结汇的公允价值变动；资产减值损失1,716.11万元，包括应收账款坏账损失722.80万元、存货跌价损失及合同履行成本减值损失390.51万元和固定资产减值损失602.80万元；营业外净支出为177.17万元。公司营业外支出主要为固定资产处置损失及对外捐赠。2019-2021年，公司净利润分别为4.08亿元、2.19亿元和2.82亿元。

图表 21. 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 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 投资净收益 | 861.93 | 708.58 | 995.17 |
| 其中：权益法核算的长期股权投资收益 | 668.71 | 630.81 | 894.53 |
| 营业外净收入 | -99.78 | -251.72 | -177.17 |
| 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 年末，公司主要在建工程项目为宁夏精细化工产品投资项目和年产 1,000 吨啶酰菌胺项目，本次可转债募投项目年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目为宁夏精细化工产品投资项目的子项目。

图表 22. 截至 2021 年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 | 项目建设进度 |
|------------------|------------|-----------|--------|--------|--------|
| 宁夏精细化工产品投资项目 | 298,830.00 | 16,844.18 | 2021 年 | 2025 年 | 基础工程建设 |
| 年产 1,000 吨啶酰菌胺项目 | 5,527.44 | 1,556.34 | 2018 年 | 2022 年 | 安装阶段 |
| 合计 | 17,401.44 | 11,515.36 | -- | -- | -- |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

该公司宁夏精细化工产品投资项目即年产 45 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目，经营主体为苏利宁夏，计划投资总额 29.88 亿元（包括募投项目计划投资 13.40 亿元）。对于募投项目，公司拟投入募集资金 9.44 亿元（以增资形式投入 4.97 亿元及以借款形式投入 4.47 亿元），剩余资金由另一个股东 OXON ASIA S.R.L.按 24%持股比例增资投入 1.57 亿元及由苏利宁夏自筹 2.39 亿元。截至 2021 年末募投项目主要包括基础工程建设等投入。募投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、苯并咪唑酮（杀菌剂啞菌酯的中间体）、4,6-二氯啞啉（杀菌剂啞菌酯的中间体）、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）。投产后，部分农药中间体为公司农药原药配套并内部消化，生产的原药产品将利用公司销售网络对外销售；对于非募投项目，已落实银行项目贷款额度 7 亿元（期限 6 年，利率为 LPR-0.24%），短期无进一步融资需求。未来剩余资金由公司通过经营累计资金、借款或其他筹资形式投入。非募投项目产品将根据市场情况动态调整，目前正在进行基础建设以及新建氯化车间等。截至 2021 年末，苏利宁夏目前合计已投资资金 1.68 亿元。

该公司年产 1,000 吨啶酰菌胺项目经营主体均为百力化学，截至 2021 年末，项目剩余投资金额约为 3,900 万元，投资压力较小。啶酰菌胺为杀菌剂

原药，为全球领先的杀菌剂之一，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，同时增强公司医药、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。但随着宁夏精细化工产品投资项目的推进，公司资本支出将增加，产能释放需要一定周期，预期收益存在一定的不确定性。

管理

跟踪期内，该公司产权结构稳定，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、霜脲氰原药等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。

截至 2021 年末，缪金凤为该公司实际控制人，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。

该公司关联方交易主要为关联销售，2019-2021 年关联销售分别为 3.12 亿元、2.09 亿元和 2.62 亿元，主要系向意大利世科姆奥克松销售百菌清、霜脲氰原药等产品，向世科姆无锡分别销售农药制剂；同期关联采购金额较小，主要系向世科姆无锡采购农药制剂原材料氟酰胺原药。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。

图表 23. 公司与关联方的重大购销概况（单位：万元）

| 关联方名称 | 关联关系 | 交易内容 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|--------------|---------------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| 采购商品 | | | | | |
| 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 | 采购电 | 63.65 | 61.47 | 65.21 |
| 世科姆无锡 | 合营企业 | 采购原材料 | 189.00 | -- | 87.36 |
| 出售商品 | | | | | |
| 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 | 销售农药类产品 | 26,214.11 | 16,506.11 | 22,936.88 |
| 世科姆无锡 | 合营企业 | 销售农药类产品 | 4,497.05 | 4,337.19 | 3,231.43 |

资料来源：苏利股份

跟踪期内，该公司逐步改善法人治理结构，并进一步健全治理制度。根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《江苏苏利精细化工股份有限公司内部控制审计报告》（大华内字[2022]000187 号），按照《企业内部控制基本规范》和相关规定，跟踪期内公司在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

根据该公司提供的 2022 年 4 月 18 日的《企业信用报告》，跟踪期内公司

无信贷违约情况。

财务

跟踪期内随着票据池业务的发展，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。由于公司票据结算比例上升，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，刚性债务规模或将进一步增长。受票据池业务规模增加影响，公司受限资产比例上升，资产流动性下降，但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。此外，如果公司发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

1. 数据与调整

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 年财务报表进行了审计，并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》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

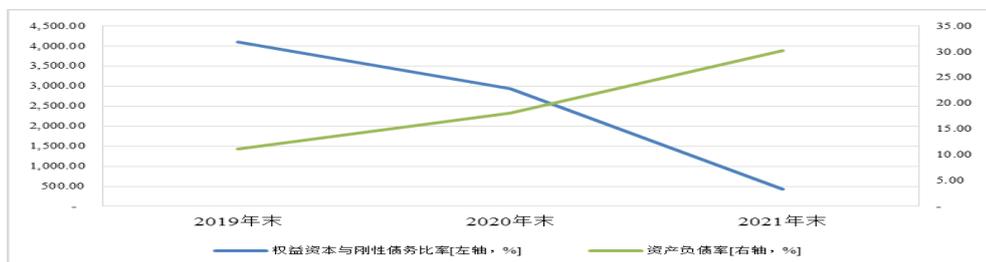
合并范围变化方面，跟踪期内该公司合并范围未发生变化。截至 2021 年末，公司纳入合并报表范围的子公司 6 家。

由于执行新租赁准则，该公司 2021 年审计报告对年初数和上年数进行了追溯调整，本报告中 2020 年数据采用 2021 年审计报告中的年初数或上年数。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 24. 公司财务杠杆水平变动趋势



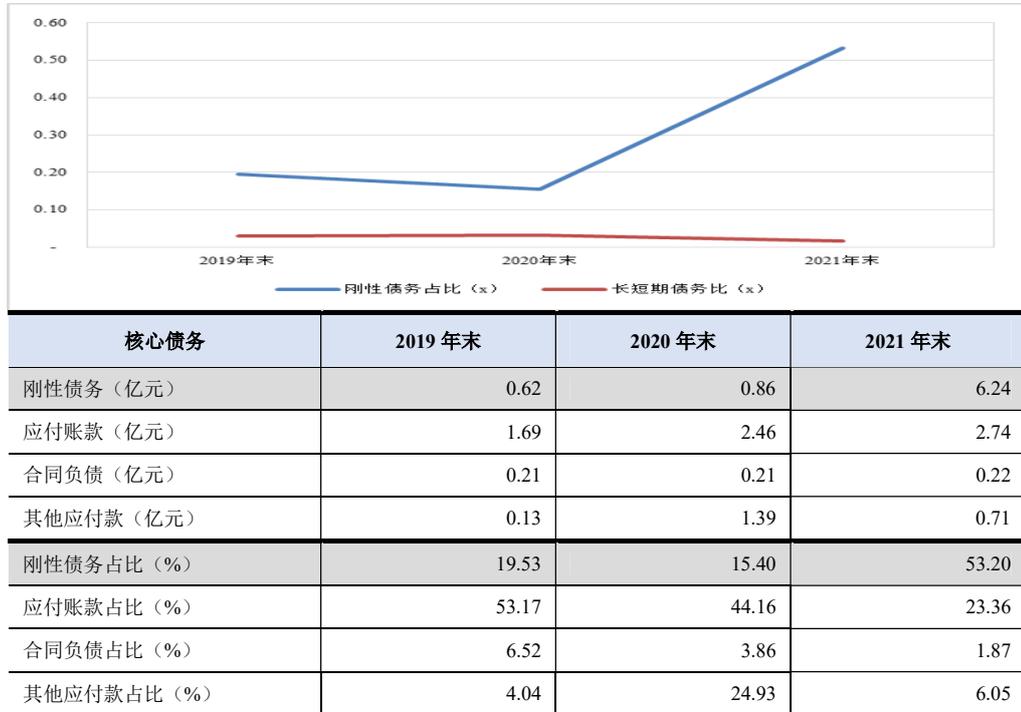
资料来源：根据苏利股份所提供数据绘制

2021 年末该公司负债总额为 11.72 亿元，较上年末增长 110.47%，主要系公司票据池业务规模上升所致；同期末所有者权益为 27.00 亿元，较上年末增长 7.12%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，2021 年末为 43.86%，权益结构稳定性一般。同期末，公司资产负债率为 30.27%，财务杠杆水平有所上升；权益资本与刚性债务比率为 432.93%，随着资产负债率的上升，权

益资本对刚性债务的覆盖水平有所下降。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据苏利股份所提供数据绘制

该公司负债以流动负债为主,2019-2021 年末长短期债务比分别为 3.00%、3.25%和 1.59%。

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,2021 年末上述科目占比分别为 53.20%、23.36%、1.87%和 6.05%。2021 年末,刚性债务为 6.24 亿元,主要为应付票据。同期末,公司应付账款为 2.74 亿元,主要为购买原材料、机器设备的款项及应付工程款等,2021 年随着公司生产经营规模扩大及百力化学新厂区在建工程项目建设,年末应付账款有所增加;同期末合同负债为 0.22 亿元,全部为预收货款;其他应付款为 0.71 亿元,主要为应付收购奥克松亚洲持有的苏利化学及百力化学各 6.00%股权收购款及其他往来款,较上年末减少 48.93%,主要系公司支付了部分股权收购款。此外,2021 年末公司应付股利 0.98 亿元,为应付奥克松亚洲的股利。

(3) 刚性债务

图表 26. 公司刚性债务构成 (亿元)

| 刚性债务种类 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|----------|---------|---------|---------|
| 短期刚性债务合计 | 0.62 | 0.86 | 6.24 |
| 其中: 短期借款 | -- | -- | 0.35 |

| 刚性债务种类 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|--------|---------|---------|---------|
| 应付票据 | 0.62 | 0.86 | 5.89 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

2021 年末该公司刚性债务 6.24 亿元，主要为应付票据，占比 93.44%。同期末公司应付票据 5.89 亿元，较上年末增加 5.03 亿元，一方面系公司票据池业务开展，应付票据规模增加；另一方面系公司宁夏项目部分采取全额保证金开立票据，应付票据增加所致。公司在宁波银行、中信银行、浙商银行等银行开展票据池业务，通过将收到的票据质押（质押比例 100%），以开立票据；同期末，公司短期借款 0.35 亿元，系信用证贴现，贴现利率为 1.35%-1.65%。此外，公司于 2022 年 2 月 16 日发行规模为 95,721.10 万元的可转换公司债。截至 2022 年 3 月末新增应付债券 7.86 亿元，同期末新增其他权益工具 1.64 亿元。

整体看，跟踪期内随着该公司票据池业务规模增加及可转换公司债发行，刚性债务大幅上升，但短期偿债压力不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 营业周期（天） | 121.47 | 132.50 | 106.98 |
| 营业收入现金率（%） | 89.02 | 79.31 | 76.52 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 5.25 | 2.07 | 4.11 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | -0.38 | -0.38 | -0.95 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 4.86 | 1.69 | 3.16 |
| EBITDA（亿元） | 5.46 | 3.47 | 4.40 |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 13.72 | 4.70 | 1.24 |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | -- | -- | 841.22 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

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。

2019-2021 年该公司营业周期分别为 121.47 天、132.50 天和 106.98 天，2021 年公司票据结算比例高，当年应收账款周期率较快，导致营业周期缩短。公司营业收入现金率较低且逐年下降，2019-2021 年分别为 89.02%、79.31% 和 76.52%，主要系公司应收票据大幅增加所致。

2019-2021 年，该公司经营性现金流量净额分别为 4.86 亿元、1.69 亿元和 3.16 亿元，2021 年有所增加主要系当期业务规模上升所致。同期，公司业务现金收支净额分别为 5.25 亿元、2.07 亿元和 4.11 亿元，近三年呈净流入；

其他因素现金收支净额分别为-0.38 亿元、-0.38 亿元和-0.95 亿元，2021 年有所增加，主要系期间费用及票据保证金的支出所致。

跟踪期内公司经营业绩有所提升，2021 年 EBITDA 升至 4.40 亿元，同期公司刚性债务规模有所增长，EBITDA 对刚性债务覆盖倍数降至 1.24。

(2) 投资环节

图表 28. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | 0.07 | 0.16 | -0.53 |
| 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 | -3.83 | -2.15 | -2.87 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -0.05 | -0.08 | -0.28 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -3.81 | -2.07 | -3.68 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司在宁夏推进精细化工产品投资项目，投资性现金流出规模有所扩大。2021 年末公司以自有资金购买银行结构性存款理财产品余额为 0.14 亿元，2021 年公司以自有资金对全资子公司苏利制药增资 0.40 万元，故回收投资与投资支付净流出 0.53 亿元；同期公司其他与投资活动有关的现金主要系试生产收支，2021 年净流出 0.28 亿元。2019-2021 年公司投资性现金净流出额分别为 3.81 亿元、2.07 亿元和 3.68 亿元。

(3) 筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 权益类净融资额 | -1.13 | -1.15 | -0.07 |
| 债务类净融资额 | -0.002 | -- | 0.34 |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | -- | -- | -0.64 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | -1.13 | -1.15 | -0.36 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

2018-2021 年，该公司筹资性现金净流出分别为 1.13 亿元、1.15 亿元和 0.36 亿元。2021 年债务类净融资增加主要系信用证贴现。2019-2021 年公司分配股利现金流流出分别为 1.13 亿元、1.15 亿元和 0.07 亿元。

4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|-------------------|---------|---------|---------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 18.43 | 18.21 | 24.07 |
| | 64.57 | 59.16 | 62.16 |
| 其中：货币资金（亿元） | 12.59 | 10.83 | 11.23 |
| 交易性金融资产（亿元） | 0.001 | -- | 0.14 |
| 应收款项（亿元） | 2.74 | 2.65 | 2.80 |

| 主要数据及指标 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|----------------------|---------|---------|---------|
| 存货 (亿元) | 2.12 | 2.21 | 3.90 |
| 预付账款 (亿元) | 0.19 | 0.20 | 0.41 |
| 其他流动资产 (亿元) | 0.26 | 0.24 | 0.44 |
| 非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%) | 10.11 | 12.57 | 14.65 |
| | 35.43 | 40.84 | 37.84 |
| 其中: 固定资产 (亿元) | 3.79 | 8.24 | 9.19 |
| 在建工程 (亿元) | 3.07 | 1.52 | 1.91 |
| 长期股权投资 (亿元) | 0.50 | 0.42 | 0.91 |
| 无形资产 (亿元) | 0.72 | 1.33 | 1.31 |
| 其他非流动资产 (亿元) | 1.74 | 0.70 | 0.95 |
| 期末全部受限资产账面金额 (亿元) | 0.27 | 0.89 | 5.68 |
| 受限资产账面余额/总资产 (%) | 0.94 | 2.89 | 14.68 |

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理。

2021 年末, 该公司业务规模上升, 资产总额较上年末增长 25.82%, 为 38.72 亿元; 资产以流动资产为主, 同期末占比为 62.16%。

2021 年末, 该公司流动资产为 24.07 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 11.23 亿元, 较上年末增长 3.78%, 其中受限部分 1.46 亿元, 为银行汇票保证金及信用证保证金; 应收票据为 5.10 亿元, 较上年末增长 148.02%, 主要系公司开展票据池业务, 票据结算的比例有所增加所致。其中受限部分 4.22 亿元, 为公司开具银行承兑汇票提供质押担保; 应收账款为 2.80 亿元, 较上年末增长 5.70%, 主要系销售规模上升所致; 存货为 3.90 亿元, 较上年末增长 76.52%, 主要系原材料价格上涨带动存货金额增长所致。公司根据会计准则要求已计提 390.51 万元跌价准备; 预付账款 0.41 亿元, 主要为向供应商预付的原材料款, 2021 年增加主要系采购规模上升所致; 其他流动资产 0.44 亿元, 主要为待抵扣的增值税进项税项和试生产产品, 2021 年增长系年产 5000 吨溴化聚苯乙烯项目试生产产品增加所致。

2021 年末, 该公司非流动资产为 14.65 亿元, 主要包括固定资产、在建工程和无形资产等。同期末固定资产为 9.19 亿元, 主要为房屋及建筑物和机器设备等, 较上年末增长 11.61%, 主要系子公司百力化学在建工程年产 5,000 吨溴化聚苯乙烯项目转固所致; 在建工程为 1.91 亿元, 较上年末增长 25.64%, 主要为宁夏精细化工产品投资项目; 此外, 无形资产为 1.31 亿元, 主要为土地使用权, 与上年末变化不大。

2021 年末, 该公司受限资产总计 5.68 亿元, 占资产总额的 14.68%。公司受限资产为货币资金和应收票据, 随着公司票据池业务规模上升, 资产受限比例较上年末有所增加。

5. 流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 |
|----------|---------|---------|---------|
| 流动比率 (%) | 598.82 | 337.52 | 208.59 |
| 速动比率 (%) | 523.60 | 292.94 | 171.27 |
| 现金比率 (%) | 425.89 | 238.84 | 142.80 |

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

跟踪期内，该公司资产流动性有所下降，主要系子公司百力化学新厂区建设期应付项目款增加及宁夏精细化工产品投资项目推进所致。2019-2021 年末，公司流动比率分别为 598.82%、337.52%和 208.59%；同期末速动比率分别为 523.60%、292.94%和 171.27%。同期，货币资金对短期债务覆盖程度亦有所下降，2021 年末现金比率为 142.80%。

6. 表外事项

根据该公司提供的 2021 年审计报告显示，截至 2021 年末，公司无对外担保，亦无重大诉讼、仲裁事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事四氯-2-氰基础吡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-氰基础吡啶产能和 1,000 吨三聚氰胺聚磷酸盐产能，产销率均保持在 95%以上。2021 年末，公司本部总资产为 16.09 亿元，主要包括 2.73 亿元的货币资金、9.71 亿元的长期股权投资和 1.04 亿元的固定资产；总负债 1.31 亿元，主要包括 0.64 亿元的其他应付款和 0.35 亿元刚性债务；所有者权益为 14.77 亿元。2021 年公司本部实现收入 1.89 亿元，净利润 3.67 亿元；经营性现金净流量为 0.50 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

2019-2021 年该公司获得的与日常活动相关的政府补助收入分别为 841.95 万元、565.47 万元和 660.73 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。2021 年收到的政府补助主要系四氯-2-氰基吡啶的生产扶持专项基金、基础设施补贴等。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 年末，公司在金融机构的授信额度总额为 16.60 亿元，其中工农中建交五大商业银行授信总额 13.00 亿元，占比 78.31%。

附带特定条款的债项跟踪分析

本评级报告跟踪的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。

跟踪评级结论

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、啞菌酯原药、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，跟踪期内受益于海外销售市场回暖及原材料价格上涨，2021 年公司营业收入有所上升。但受百菌清市场供需变化和竞争加剧影响，公司农药类产品毛利率下降。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。目前公司主要在建项目为宁夏精细化工产品投资项目，投资规模较大，建设周期长，产品主要为农药原药及中间体，产能释放需要一定周期，预期收益

存在一定的不确定性。

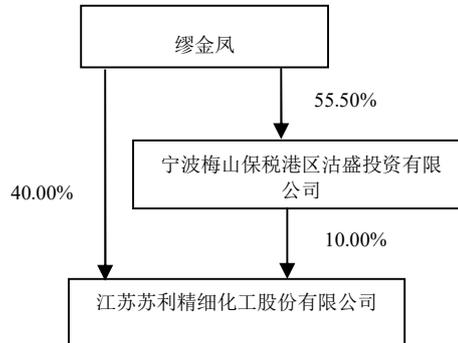
跟踪期内，该公司产权结构稳定，公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、啞菌酯等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。

跟踪期内随着业务的发展，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。由于公司票据结算比例上升，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。受票据池业务规模增加影响，公司受限资产比例上升，资产流动性下降，但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。此外，如果公司发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

本评级机构仍将持续关注：(1)宏观经济环境及下游行业的需求变化；(2)该公司订单持续性及项目回款情况；(3)可转债募投项目推进及项目产出风险；(4)本次债券未转股风险。

附录一：

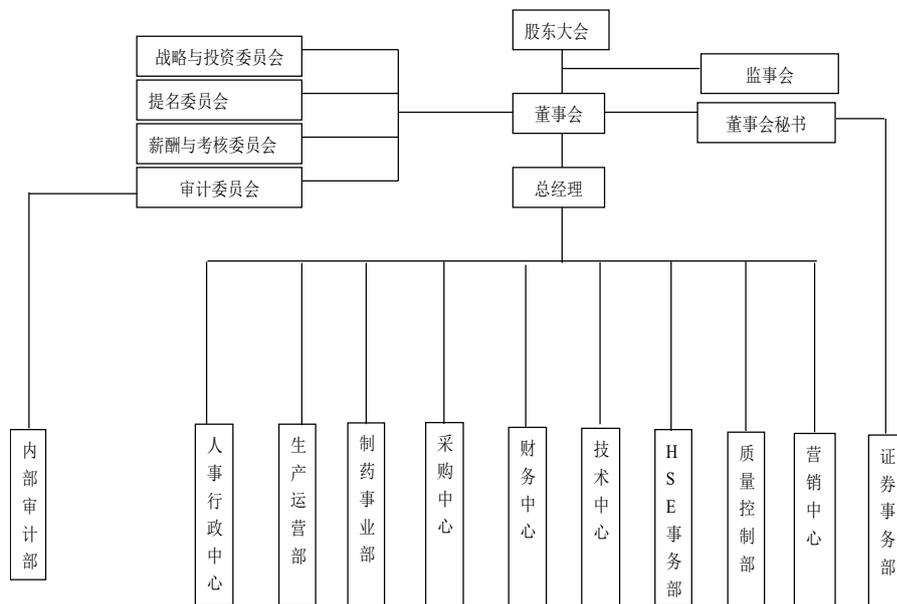
公司与实际控制人关系图



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 | 2021 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 | 0.35 | 14.77 | 1.89 | 3.67 | 0.50 | -- | 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 | 1.69 | 5.73 | 5.08 | 0.02 | 0.73 | -- | |
| 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 | 4.24 | 12.70 | 17.00 | 2.11 | 1.24 | -- | |

注：根据苏利股份 2021 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] | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|----------------------|----------|----------|--------|
| 资产总额 [亿元] | 28.54 | 30.77 | 38.72 |
| 货币资金 [亿元] | 12.59 | 10.83 | 11.23 |
| 刚性债务[亿元] | 0.62 | 0.86 | 6.24 |
| 所有者权益 [亿元] | 25.37 | 25.20 | 27.00 |
| 营业收入[亿元] | 18.13 | 15.59 | 22.92 |
| 净利润 [亿元] | 4.08 | 2.19 | 2.82 |
| EBITDA[亿元] | 5.46 | 3.47 | 4.40 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 4.86 | 1.69 | 3.16 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -3.81 | -2.07 | -3.68 |
| 资产负债率[%] | 11.11 | 18.10 | 30.27 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 4,098.66 | 2,939.34 | 432.93 |
| 流动比率[%] | 598.81 | 337.52 | 208.59 |
| 现金比率[%] | 425.89 | 238.84 | 142.80 |
| 利息保障倍数[倍] | — | — | 625.06 |
| 担保比率[%] | — | — | — |
| 营业周期[天] | 121.47 | 132.50 | 106.98 |
| 毛利率[%] | 36.60 | 26.94 | 23.57 |
| 营业利润率[%] | 26.81 | 16.74 | 14.32 |
| 总资产报酬率[%] | 18.25 | 8.71 | 9.41 |
| 净资产收益率[%] | 17.09 | 8.66 | 10.79 |
| 净资产收益率*[%] | 16.30 | 8.76 | 10.98 |
| 营业收入现金率[%] | 89.02 | 79.31 | 76.52 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 186.76 | 39.91 | 37.33 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 38.95 | -8.64 | -5.97 |
| EBITDA/利息支出[倍] | — | — | 841.22 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 13.72 | 4.70 | 1.24 |

注：表中数据依据苏利股份经审计的2019~2021年财务数据整理、计算。2020年数据根据2021年审计报告年初数和上年数进行了追溯调整。

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% |
| 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、CCC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。

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等级 | | 含义 |
|----|-----|--------------------------|
| A等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

| | 一级要素 | 二级要素 | 风险程度 |
|-----------|------------|-----------|-----------------|
| 个体信用 | 业务风险 | 宏观环境 | 1 |
| | | 行业风险 | 3 |
| | | 市场竞争 | 10 |
| | | 盈利能力 | 2 |
| | | 公司治理 | 1 |
| | 财务风险 | 财务政策风险 | 1 |
| | | 会计政策与质量 | 1 |
| | | 现金流状况 | 3 |
| | | 负债结构与资产质量 | 1 |
| | | 流动性 | 1 |
| | 个体风险状况 | | 4 |
| | 个体调整因素调整方向 | | 不调整 |
| 调整后个体风险状况 | | 4 | |
| 外部支持 | 支持因素调整方向 | | 不调整 |
| 主体信用等级 | | | AA ⁻ |

附录七：

发行人历史评级情况

| 评级类型 | 评级情况分类 | 评级时间 | 评级结果 | 评级分析师 | 所使用评级方法和模型的名称及版本 | 报告(公告)链接 |
|------------|--------|------------|---------------------|--------|---|----------------------|
| 主体评级 | 历史首次评级 | 2021年6月24日 | AA ⁻ /稳定 | 何婕好、杨亿 | 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) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年5月19日 | AA ⁻ /稳定 | 何婕好、钱源 | 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) | - |
| 债项评级(苏利转债) | 历史首次评级 | 2021年6月24日 | AA ⁻ | 何婕好、杨亿 | 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) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年5月19日 | AA ⁻ | 何婕好、钱源 | 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) | - |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。