



2020年四川国光农化股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年四川国光农化股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
国光转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元对四川国光农化股份有限公司（以下简称“国光股份”或“公司”，股票代码：002749.SZ）及其2020年7月发行的3.20亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2022年跟踪评级结果为：公司主体信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定，本期债券信用等级维持为AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司是我国植物生长调节剂领域龙头企业，农药登记证数量领先；营销网络较为完善，主要产品产销规模持续上升；负债水平较低，现金类资产充裕度较高；公司实际控制人颜昌绪提供的保证担保和股份质押担保为本期债券安全性提供一定保障。同时中证鹏元也关注到公司对恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大集团”）的应收款项存在回收风险，面临环保和安全生产风险，原材料价格波动对成本管控形成压力，在建项目存在建设进度和运营效益不达预期的风险。

评级日期

2022年6月7日

未来展望

- 在国家重点保障粮食安全背景下，农药和化肥需求具有刚性，公司营销网络较为完善，预计未来公司销售业绩仍有良好保障，经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

联系方式

项目负责人：龚程晨
gongchch@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	19.96	19.75	17.46	13.42
归母所有者权益	14.49	14.08	12.74	11.15
总债务	2.99	2.89	2.75	0.19
营业收入	2.39	13.58	11.60	10.14
净利润	0.40	2.04	1.70	2.01
经营活动现金流净额	-1.29	3.28	2.09	2.16
销售毛利率	36.84%	44.58%	47.28%	45.87%
EBITDA 利润率	--	23.11%	25.49%	22.67%
总资产回报率	--	13.94%	13.95%	18.85%
资产负债率	27.02%	28.30%	26.61%	16.92%
净债务/EBITDA	--	-2.75	-2.32	-2.11
EBITDA 利息保障倍数	--	16.75	36.31	9,654.57
总债务/总资本	17.02%	16.95%	17.66%	1.65%
FFO/净债务	--	-27.80%	-34.90%	-37.55%
速动比率	4.67	4.95	5.28	3.33
现金短期债务比	41.57	66.78	48.27	28.10

资料来源：公司2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司是我国植物生长调节剂领域龙头企业，领先的农药登记证数量构筑起经营壁垒。**公司长期深耕于植物生长调节剂领域，在我国植物生长调节剂市场份额领先，应用技术积累丰富；截至 2022 年 4 月末，公司及下属子公司拥有农药登记证 296 个，其中植物生长调节剂原药和制剂产品登记证共 123 个，农药登记证数量位于行业前列，形成一定的经营壁垒。
- **营销网络较为完善，主要产品销售规模持续增长。**截至 2021 年末，公司共有 3,000 多名经销商，已形成以县级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络，覆盖除香港、澳门和台湾外全国所有省份，2021 年公司主要产品销售规模持续增长。
- **负债水平较低，现金类资产充裕度较高。**截至 2021 年末，公司资产负债率为 28.30%，货币资金占资产总额的比例达 58.45%，资产流动性较好。
- **股份质押担保和保证担保能为本期债券安全性提供一定保障。**公司实际控制人颜昌绪将其拥有的 5,400.00 万股公司股票为本期债券提供质押担保，截至 2022 年 5 月 25 日，质押股票市值为 5.75 亿元，是本期债券剩余规模的 179.72%；同时颜昌绪为本期债券提供连带责任保证担保。

关注

- **公司对恒大集团关联企业的应收账款和理财产品本金存在回收风险。**公司在园林业务中形成对恒大集团关联企业的应收票据和应收账款账面余额合计 2,771.62 万元，相关商业票据已出现逾期未兑付情况；公司购买的以恒大集团关联企业作为增信方的理财产品已逾期未兑付，2021 年末尚有 2,684.52 万元本金未收回。公司已对上述款项计提 50% 的坏账准备，考虑到恒大集团债务化解仍存在不确定性，需关注款项的回收风险。
- **环保和安全生产风险。**近年国家对于农药生产企业的安全和环保标准较为严格。2018 年 6 月，子公司山西浩之大生物科技有限公司（以下简称“浩之大”）因 1 个产品未取得农药登记证而生产销售相关农药，2021 年 1 月受到运城农业农村局处罚。未来行业生产标准可能进一步提高，公司将面临不能及时达标和经营成本提高的风险。
- **原材料价格波动对成本管控形成压力。**2021 年因上游磷矿石价格快速上涨，公司肥料产品成本抬升，由于调价机制滞后，肥料产品毛利率明显下滑；2022 年初以来农药的主要原材料石油化工品价格宽幅震荡，目前国内外不确定因素仍较多，原材料价格波动将对公司成本管控形成压力。
- **在建项目存在建设进度和运营效益不达预期的风险。**2021 年公司 IPO 项目逐渐投产后产能大增，农药制剂产能利用率降至低水平，在建项目设计产能规模较大，存在产能消化风险。截至 2022 年 3 月末，本期债券募投项目尚未开工，建设进度较原计划延迟；公司在建项目尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、施工进度、行业和地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	最小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	7
	经营规模	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	4		总债务/总资本	7
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	7
	经营效率	3		杠杆状况调整分	0
	业务多样性	4		盈利状况	非常强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		最小
指示性信用评分					aa+
调整因素		重大特殊事项	调整幅度		-2
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-6-28	陈刚、陈洪	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA-	2020-5-15	刘志强、张涛	化学原料及化学制品制造企业主体长期信用评级方法 (py_ff_2016V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
国光转债	3.20	3.20	2021-6-28	2026-7-27

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年7月发行6年期3.20亿元2020年四川国光农化股份有限公司公开发行可转换公司债券¹，募集资金原计划用于年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目、年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目和企业技术中心升级改造项目。截至2022年3月31日，本期债券募投项目尚未开工，本期债券募集资金专项账户余额合计23,771.69万元，另外将5,500万元开立大额存单存款，该笔存款到期后将存入本期债券募集资金专项账户，本期债券募资余额合计29,271.69万元。本期债券募投项目建设进度较原计划延迟，主要因公司获取项目建设用地进度延迟，目前项目土地产权证正在办理中。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化。根据限制性股票激励计划，2021年3月，公司完成了548.373万限制性股票的授予登记；同年9月，公司回购注销限制性股票737,442股。公司发行的可转换公司债券于2021年2月1日起开始转股，截至2022年3月末，可转换公司债券累计转股4,556股，公司总股本变为435,635,614股，控股股东和实际控制人仍为颜昌绪，持股比例为36.98%，其中5,400.00万股因本期债券处于质押状态，占其所持公司股份比例的33.52%。

表1 2022年3月末公司前十大股东情况

股东名称	持股比例	持股数量（单位：股）
颜昌绪	36.98%	161,102,605
颜亚奇	9.39%	40,898,340
颜昌立	3.21%	13,995,565
颜秋实	3.21%	13,995,565
颜昌成	3.20%	13,927,690

¹ 本次发行的可转债的初始转股价格为13.70元/股。公司于2021年6月4日实施了权益分派，“国光转债”的转股价格由13.70元/股调整为13.48元/股，调整后的转股价格于2021年6月4日生效。2021年7月6日第四届董事会第二十九次（临时）会议、2021年8月11日2021年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购注销2018年限制性股票激励计划部分限制性股票的议案》，决定回购注销共计737,442股股权激励的限制性股票，回购价格为5.2504元/股，“国光转债”的转股价格由13.48元/股调整为13.49元/股。根据公司于2022年5月21日发布的《四川国光农化股份有限公司关于“国光转债”转股价格调整的公告》，公司将“国光转债”转股价格由13.49元/股下调为13.17元/股，转股价格调整起始日期2022年5月27日。

李汝	1.87%	8,127,880
颜玲	1.80%	7,827,005
颜铭	1.59%	6,909,545
颜丽	1.57%	6,827,105
颜小燕	1.57%	6,827,105
合计	64.37%	280,438,405

注：颜昌绪是颜亚奇的父亲，颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟，李汝是颜昌绪妹妹的子女，颜铭和颜小燕是颜昌立的子女，颜丽是颜秋实的子女，颜玲是颜昌成的子女。

资料来源：公司2022年一季报，中证鹏元整理

2021年12月23日，公司召开第五届董事会第一次会议，会议审议通过了关于选举颜亚奇先生为公司董事长的议案。其余董事、监事、高级管理人员变动情况见下表。

表2 2021年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动类型	变动日期	原因
颜昌绪	董事长	任期满离任	2021年12月23日	任期届满
颜亚奇	董事长、总裁	任免	2021年12月23日	换届选举
邹涛	董事、副总裁	任免	2021年12月23日	换届选举
花荣军	独立董事	被选举	2021年12月23日	换届选举
林晓安	独立董事	被选举	2021年12月23日	换届选举
何云	独立董事	被选举	2021年12月23日	换届选举
毕超	独立董事	被选举	2021年12月23日	换届选举
刘云平	独立董事	任期满离任	2021年12月23日	任期届满
周洁敏	独立董事	任期满离任	2021年12月23日	任期届满
吉利	独立董事	任期满离任	2021年12月23日	任期届满
李天民	独立董事	任期满离任	2021年12月23日	任期届满
刘刚	监事会主席、职工代表监事	任免	2021年12月23日	换届选举
秦春花	监事	被选举	2021年12月23日	换届选举

资料来源：公司2022年一季报，中证鹏元整理

公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和水溶性肥料的研发、生产和销售业务。2021年公司合并报表范围无减少，新增四川芸领农业技术服务有限公司和海南依尔热带作物科技有限公司共2家子公司，合计纳入子公司11家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转

变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

（一）农药行业

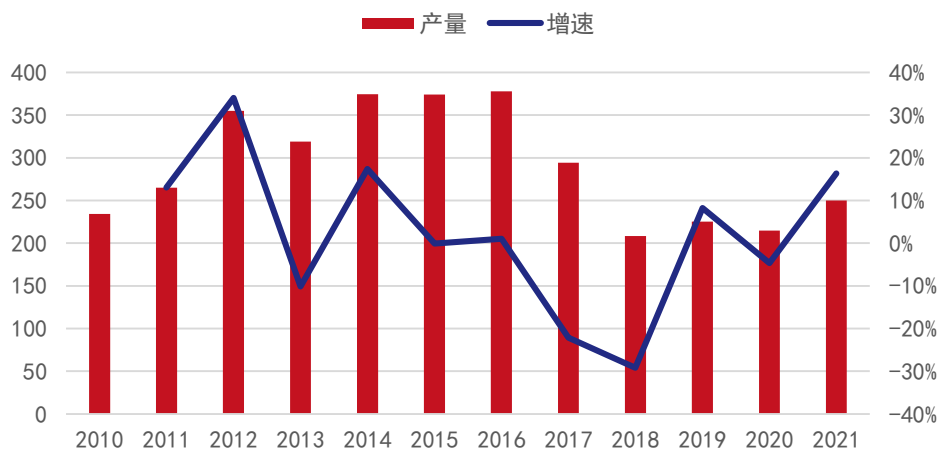
2021年全国农药产量有所回暖，“农药使用量零增长”等政策仍对需求端形成长期约束，考虑到农药需求具有刚性，预计中长期内国内农药市场总量将保持相对稳定

农药，是指农业上用于防治病虫害及调节植物生长的化学药剂。农药下游主要应用领域为农、林、

牧业生产和卫生防疫领域，在有效防控病虫害灾害、保障粮食安全等方面发挥重要作用。农药主要包括除草剂、杀虫剂、杀菌剂和植物生长调节剂等，种类丰富。其中，植物生长调节剂市场规模相对较小，其是由人工合成或从微生物中提取、具有与植物内源激素相同或相似功能的一类物质，能够对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导等作用，具有使用成本低、见效快、投入产出比较高的特性，有助于农业的规模化和集约化生产。

我国是农药生产大国，2010至2014年国内农药产业发展处于上升周期，主要受益于农业国际产业链转移；2015-2020年，随着农业农村部“农药使用量零增长”政策的实施，高毒有机磷农药品种（其中绝大部分为杀虫剂）被逐步淘汰，农药总产量整体呈下降态势。2021年受疫情后粮食价格上涨等影响，全国农药原药产量同比增长16.29%至249.8万吨；产量前五的地区依次为江苏、四川、山东、浙江和安徽，占比分别为22%、12%、12%、10%、9%。

图1 近年我国农药原药产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

农业属于弱周期行业，农药需求相对刚性。但农药生产过程中涉及到多种具有毒性和污染性的化工原辅料、中间产品，随着国家对于化工行业的环保、安全要求不断加强，农药行业的进入壁垒提高，对供给端形成长期约束。从行业格局来看，国内农药市场格局较为分散，多数企业规模相对较小，行业竞争较为激烈。《2020年农药管理工作要点》对农药行业管理提出了较高要求，工作要点包括完善农药登记管理制度，鼓励企业兼并重组，退出一批竞争力弱的小农药企业，推进高毒农药淘汰等。随着国内多轮环保、安全整顿工作的开展，农药环保、安全无法达标的小企业逐渐淘汰，农药产能向规模化、规范化企业集聚，行业马太效应增强。

表3 近年农药相关政策情况

时间	相关政策文件	发布单位	主要内容
2015年2月	《到2020年农药使用量零增长行动方案》	农业部	到2020年，初步建立资源节约型、环境友好型病虫害可持续治理技术体系，科学用药水平明显提升，单位防治面积农药使用

2016年4月	《2016年农药专项整治行动方案》	农业部办公厅	量控制在近三年平均水平以下，力争实现农药使用总量零增长。
2017年3月	《农药管理条例》	国务院	加大禁限用农药整治力度，打击制售假劣农药行为，大力提高农药科学使用水平，切实防控农药使用安全风险等主要任务。对我国农药登记、农药生产、农药经营、农药使用等作出了明确规定，为农药监督管理提供了依据。
2019年10月	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	国家发改委	将高效、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，定向合成法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列入石化化工鼓励类项目。
2012-2020年	《中央一号文件》	中共中央、国务院	大力推广高效安全肥料、低毒低残留农药；启动低毒低残留农药和高效缓释肥料使用补助试点；加大农业面源污染防治力度，支持高效肥和低残留农药使用；支持农机、化肥、农药企业技术创新；建立健全化肥农药行业生产监管及产品追溯系统，严格行业准入管理。
2020年2月	《2020年农药管理工作要点》	农业农村部办公厅	优化审批服务、加强市场监管，加快构建创新驱动、绿色安全、优质高效、管理规范、现代农药产业体系，不断提升农药管理能力和水平，促进农业丰收和农产品质量安全。
2020年12月	《中华人民共和国长江保护法》	全国人大常委会	禁止在长江干支流岸线一公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

2021年石油化工产品等原材料价格中枢大幅上移，2022年初以来受疫情反复及地缘政治冲突等影响，原油价格宽幅震荡，目前国内外不确定因素仍较多，未来原油价格波动将对农药生产企业成本控制形成压力

农药行业上游原材料主要为石油化工产品，在农药原药生产企业的主营业务成本中，直接材料占比较高，相关原材料采购成本主要锚定原油价格。近年原油价格波动较大，2020年初以来受新冠疫情影响，全球经济遭受较大负面冲击，原油需求疲弱，叠加主要产油国价格战等影响，原油价格急剧下跌；随着主要经济体新冠疫情逐渐得到有效控制，国际油价逐步回暖。2021年，在世界主要经济体复苏共振下原油需求明显提高，全年油价整体呈上涨行情，价格中枢大幅上移。2022年初以来，2021年6月，布伦特原油平均价格约73美元/桶，处于历史高位。2022年以来，全球疫情反复叠加地缘政治冲突等影响，原油价格宽幅震荡，布伦特原油现货价于2022年3月达到历史高点，至138美元/桶。中证鹏元认为，目前国内外不确定因素仍较多，未来原油价格可能继续大幅波动，从而对农药生产企业成本控制形成压力。

图2 2021年原油价格中枢明显提高



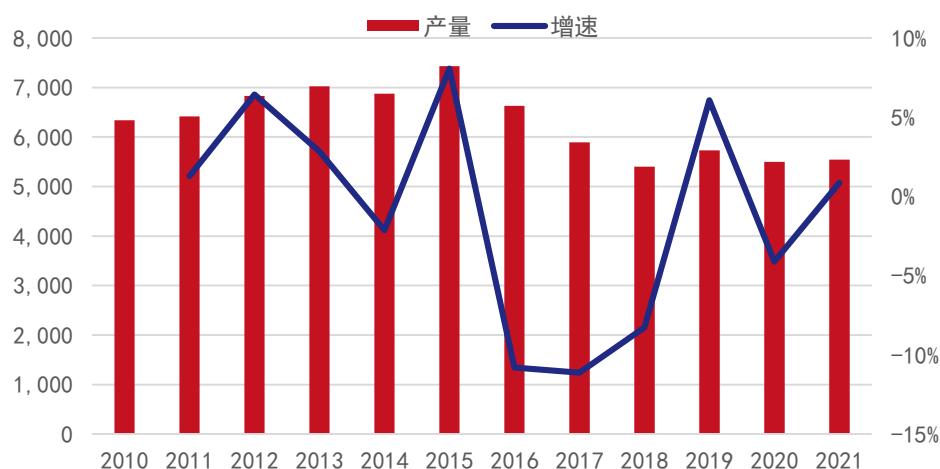
资料来源：Wind，中证鹏元整理

(二) 化肥行业

在化肥使用量零增长等政策指导下，近两年化肥产量较为稳定；水溶肥细分行业市场规模尚小，未来发展前景较好

化肥是用化学和（或）物理方法制成的含有一种或几种农作物生长需要的营养元素的肥料，也称无机肥料，包括氮肥、磷肥、钾肥、微肥、复合肥料等。2015年，中国农业部发布《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，提出到2020年，初步建立科学施肥管理和技术体系，科学施肥水平明显提升；2015年到2019年，逐步将化肥使用量年增长率控制在1%以内；力争到2020年，主要农作物化肥使用量实现零增长。此后几年化肥行业进入去产能周期，2015-2018年我国农用氮、磷、钾化肥产量逐年下滑；2019-2021年，化肥产量较为稳定，2021年我国农用氮、磷、钾化肥产量为5,543.60万吨，同比增长0.87%。

图 3 近年我国农用氮、磷、钾化肥产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

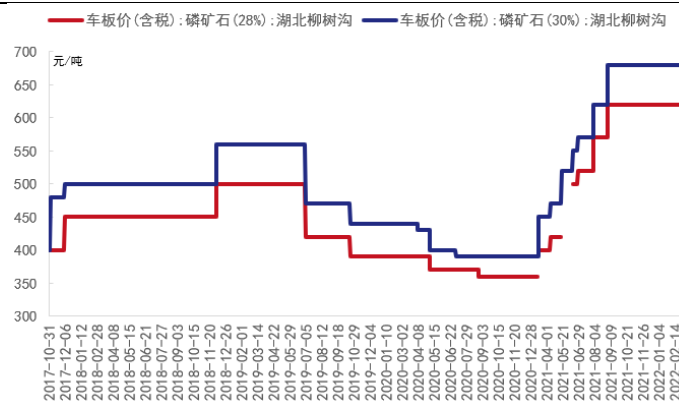
水溶性肥料是一种可以完全溶于水的多元复合肥料，它能迅速溶解于水中，更容易被作物吸收，可

以用于喷滴灌等设施农业，实现水肥一体化，达到省水省肥省工的效能。水溶性肥料符合我国节水农业和无公害农产品生产发展的需要，对提升我国农业种植技术水平、作物产量和品质具有重要作用。2022年中央一号文件提出农业发展要推动水肥一体化。目前我国水溶肥细分市场较小，但在国家倡导节水农业、配方施肥等大背景之下，水溶肥未来发展前景较好。

2021年磷矿石等磷肥原材料价格快速上涨，下游磷肥生产企业成本控制压力增加

磷矿石是磷肥等化工产品最初原料之一，为不可再生资源。作为战略性资源，近年我国湖北等主要产地坚持控制磷矿石产量，鼓励就地深加工。近年受湖北省推动减产计划，宜昌市坚持整合关闭生产能力15万吨/年以下的磷矿企业、不得新建产能在50万吨/年以下的磷矿企业，以及四川省及云南省环保压减产能等因素影响，近年我国磷矿石产量由2017年的1.23亿吨持续下降至2020年的0.89亿吨，其中2020年受疫情影响开工率不足亦是产量下降原因之一。2021年以来下游磷铵、草甘膦等化肥农药需求增加，磷矿石价格快速上涨，2021年9月以来湖北柳树沟磷矿石（28%）和磷矿石（30%）车板含税价分别稳定在620元/吨和680元/吨，下游磷化工企业成本控制压力增加。

图4 2021年我国磷矿石价格快速上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主营业务为农药和化肥的生产和销售，辅以园林养护品等其他产品产销，其中农药主要包含植物生长调节剂、杀菌剂和杀虫剂等，肥料包含水溶性肥料和普通复合肥。2021年公司营业收入同比增长17.11%，其中核心产品植物生长调节剂收入占比38.12%，贡献最大收入增量，增幅高达21.51%，其余主要类别产品均实现收入增长。毛利率方面，2021年农药类产品整体毛利率较为稳定，化肥产品毛利率明显降低，主要因原材料价格大幅上涨，整体来看，2021年公司销售毛利率出现小幅下滑；2022年1-3月，公司大部分农药品类和肥料产品毛利率均出现下滑，主要受原材料成本抬升及促销政策影响。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率

调节剂	7,144.28	50.86%	51,782.93	52.22%	42,617.39	52.47%
杀菌剂	4,023.13	26.88%	23,861.90	32.35%	21,268.72	34.15%
杀虫剂	1,859.44	35.30%	10,848.48	43.48%	10,087.45	41.40%
除草剂	1,406.74	42.10%	8,384.08	39.84%	6,932.45	40.02%
水溶肥	4,884.68	38.73%	19,081.45	53.30%	17,841.08	58.08%
复合肥	3,402.00	16.17%	12,940.87	23.44%	9,090.08	36.10%
园林养护品	944.59	38.04%	8,228.25	50.98%	7,746.29	57.23%
其他	224.36	16.00%	719.96	48.16%	420.87	46.58%
合计	23,889.22	36.84%	135,847.92	44.58%	116,004.33	47.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司是国内植物生长调节剂领域龙头企业，植物生长调节剂原药及制剂登记产品数量处于领先地位，2021年农药登记证和技术储备进一步丰富，收购鹤壁全丰后品牌矩阵和供应链更加完善，有利于巩固市场竞争优势

公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和高端水溶性肥料的研究、生产和销售，其中肥料产品主要为配套调节剂产品进行打包销售。根据行业的相关规定，农药企业生产的产品必须“三证”齐全，即农药登记证、农药生产许可证及相应的质量标准证书，近年随着农药行业监管趋严，行业企业新获取农药登记证的难度和成本明显提高，获证周期较长，获得一个原药登记证一般需要3-5年。截至2022年4月末，公司本部及子公司四川润尔科技有限公司（以下简称“四川润尔科技”）、重庆依尔双丰科技有限公司（以下简称“依尔双丰”）、浩之大、鹤壁全丰生物科技有限公司（以下简称“鹤壁全丰”）拥有农药登记证296个，肥料登记证80个，目前公司在植物生长调节剂原药及制剂登记产品数量处于领先地位。2021年，公司研发投入规模继续扩大，当年获得5件专利授权（其中发明专利3件），技术储备进一步丰富。

公司长期深耕于植物生长调节剂领域，已形成较强的供应链能力和全国营销网络，具有一定的品牌影响力和领先的市场地位。公司于2022年3月投资收购鹤壁全丰生物科技有限公司（以下简称“鹤壁全丰”）²，鹤壁全丰以植物生长调节剂原药为主要产品，原药和制剂的登记证合计约80件，是我国目前植物生长调节剂原药生产品种较多、产能较大、产品进入市场较早的企业之一，其矮壮素、调环酸钙、胺鲜酯、烯效唑产品具有国内产能领先的生产基地，有利于丰富公司的产品结构；同时鹤壁全丰是公司重要的原药供应商，本次收购后有利于提高公司的原药供应的保障能力、优化成本。目前，公司已形成“国光”、“双丰”、“浩之大”、“全丰”四个农业作物品牌和“国光园林”一个非农作物品牌，品牌矩阵进一步完善。

表5 截至 2022 年 4 月末公司拥有的三证登记产品情况（单位：个）

² 2022年3月21日公司第五届董事会第二次（临时）会议审议通过了《关于对外投资的议案》，并于当日与鹤壁全丰等相关方签署了《增资及股权转让协议》，公司持有鹤壁全丰股权4,845万元（占鹤壁全丰注册资本的51%）。

产品类别	类型	四川润尔科技	依尔双丰	浩之大	鹤壁全丰	公司本部	合计
植物生长调节剂	原药	13	5	0	12	0	30
	制剂	41	18	6	18	10	93
杀菌剂	原药	3	0	0	0	0	3
	制剂	36	6	10	14	0	66
除草剂	原药	0	5	0	0	0	5
	制剂	8	24	0	1	0	33
其他	原药	0	0	0	2	0	2
	制剂	18	1	13	32	0	64
肥料登记产品	--	44	26	10	0	0	80
合计	--	163	85	39	79	10	376

注：公司本部10个制剂产品登记证为缅甸农药登记委员会颁发。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 近年公司研发投入情况

项目	2021年	2020年	2019年
研发投入金额（万元）	4,769.25	4,686.36	4,221.34
研发投入占营业收入比例	3.51%	4.04%	4.16%

资料来源：公司2019-2021年年度报告，中证鹏元整理

公司仍以经销模式为主，下游客户分散，营销网络较为完善；公司园林业务对恒大园林集团有限公司应收账款规模较大，已出现款项逾期和计提部分坏账准备，需关注相关款项回收风险

公司主要客户包括农资经销商、园林绿化企业、政府农资采购部门、大型集团用户、规模化种植业经营单位等，最终消费群体主要为种植户、园林绿化养护单位等。公司目前的销售模式包括经销和直销，以经销为主，直销主要面向原药客户、政府采购和大型用户等。由于我国农资行业客户分散、单位用户需求量小的特点，直接面向基层客户的营销能力是行业企业竞争力的重要体现。截至2021年末，公司共有3,000多名经销商，已形成以县级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络，覆盖除香港、澳门和台湾外全国所有省份，营销网络较为完善。公司采取技术营销模式，通过提供用药指导等技术服务重点打造经销商销售渠道。结算方面，公司对经销商的销售主要采取的是先款后货的结算方式，直销根据具体订单存在赊销情况，账期不等；2020-2021年公司应收账款周转天数分别为7.17天和7.94天。中证鹏元注意到，2021年末，公司对恒大园林集团有限公司（以下简称“恒大园林”）及恒大集团的其他关联企业应收票据和应收账款账面余额合计为2,771.62万元，因恒大集团出现票据到期不能支付³等信用状况恶化的情况，公司对上述应收款项计提50%的坏账准备，考虑到恒大集团债务化解仍存在不确定性，公司相关应收款项存在回收风险。

从销售地区来看，公司产品基本是在国内销售，其中西南区域销售占比最高，达22.69%。2021年公

³ 2021年12月16日，公司持有的出票人为恒大园林集团有限公司、到期日期为2021年12月16日、金额为4,408,278.93元的商业承兑汇票到期未承兑。

司前五大客户销售收入在当期营业收入中所占的比例为7.35%，客户集中度较低，其中公司对恒大园林的销售金额为1,416.42万元，占年度销售总额的比例为1.04%，占比较低，预计公司与恒大园林的业务往来对年度销售表现的影响有限。

表7 公司各销售模式收入情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
经销模式	125,903.28	92.68%	105,444.57	90.90%
直销模式	9,224.68	6.79%	10,138.89	8.74%
其他	719.96	0.53%	420.87	0.36%
合计	135,847.92	100.00%	116,004.33	100.00%

资料来源：公司提供

表8 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占年度销售总额比例
2021年	1	客户一	4,390.07	3.23%
	2	客户二	1,759.20	1.29%
	3	恒大园林集团有限公司	1,416.42	1.04%
	4	客户三	1,246.29	0.92%
	5	客户四	1,167.10	0.86%
			合计	9,979.08
2020年	1	客户一	4,557.85	3.93%
	2	客户二	3,068.78	2.65%
	3	客户三	1,376.11	1.19%
	4	客户四	1,068.55	0.92%
	5	客户五	1,068.39	0.92%
			合计	11,139.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司采购集中度有所下降，主要原材料中磷化工产品等价格大幅上涨，对肥料产品盈利空间形成挤压；石油化工品原材料价格波动较大，目前国内外不确定因素仍较多，未来原材料价格波动将对公司成本管控形成压力

公司采取“以产定购”的采购方式，即公司生产管理部根据年度生产计划和临时计划确定原材料需求量，同时根据市场行情进行一定战略储备。公司农药产品的原材料主要包括多效唑原药、乙烯利原药等农药原药、助剂和石油化工原材料；肥料产品的主要原材料包括氮、磷、钾等。考虑到上游原材料主要为大宗商品，市场供应较为充足，原材料短缺风险相对可控。2021年受上游磷矿石价格快速上涨影响，公司肥料产品成本抬升，市场竞争环境下公司调价相对滞后，2021年肥料产品毛利率明显下滑；石油化工原材料价格中枢在2021年有所抬升，今年以来受疫情反复、俄乌战争等影响价格波动较大，2022年一季度受原材料成本抬升等影响，公司调节剂、杀菌剂和杀虫剂的毛利率均出现下降，目前国内外不确定

因素仍较多，未来原材料价格波动将对公司成本管控形成压力。从供应商情况来看，2021年公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例为29.20%，供应商集中度有所下降。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占年度采购总额比例
2021年	1	供应商一	6,869.09	10.21%
	2	供应商二	4,538.55	6.75%
	3	供应商三	4,285.66	6.37%
	4	供应商四	2,220.64	3.30%
	5	供应商五	1,730.20	2.57%
			合计	19,644.14
2020年	1	供应商一	9,330.04	15.80%
	2	供应商二	5,222.62	8.84%
	3	供应商三	3,235.70	5.48%
	4	供应商四	2,274.61	3.85%
	5	供应商五	2,129.56	3.61%
			合计	22,192.53

注：采购总额包括采购的原材料和委外加工的成品。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

IPO项目投产后公司产能规模大幅扩张，农药制剂产能利用率降至低水平，公司在建项目设计产能规模较大，未来存在一定的产能消化风险；公司核心生产基地较为集中，需关注环保和安全生产风险

公司生产基地位于成都市简阳市、重庆市和山西等，其中简阳工厂为核心生产基地。2021年，公司IPO募投项目逐渐投产运营，产品产能明显扩张，其中农药制剂产能为4.02万吨，同比增长123.61%，产能提升有助于满足公司生产高峰期的产能需求，但在市场拓展相对缓慢的情况下，2021年产能利用率大幅下降至38.90%；肥料产能（不含生物有机肥/菌肥）1.38万吨，同比增长27.78%，产能利用率为92.34%。截至2021年末，公司在建项目包括本期债券募投项目和重庆市万盛经开区“年产3.5万吨原药及中间体合成生产项目”，其中原药及中间体合成生产项目有利于进一步提高公司的原药供应能力，制剂和水溶肥产能设计规模较大，考虑到现有制剂产能利用率低，如未来市场拓展不及预期，新增产能可能无法及时消化；在建项目尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、施工进度、行业和地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期。

从生产模式来看，公司肥料产品主要采取“以销定产”模式，近两年产销率保持高位。农药制剂产品采用“以销定产”和安全库存相结合的模式，对于需求量较大且相对稳定的品种，根据年度生产计划组织生产；对于需求量较小或不确定的品种按照订单进行生产，维持较低库存；每季度、月度根据销售情况，结合临时订单对生产计划及物料需求计划适时进行调整。农药原药主要用于公司制剂产品的生产，原药生产以制剂的生产计划而定。2020-2021年，公司杀菌剂产品的产销率均保持高位，植物生长调节剂在2021年产量大增，产销率下降至86.74%。

表10 公司主要产品产销量情况

年份	产品类型	产量（吨）	销量（吨）	产销率
2021年	植物生长调节剂	10,851.50	9,412.72	86.74%
	杀菌剂	3,668.72	4,654.40	126.87%
	水溶肥	12,801.64	12,983.38	101.42%
2020年	植物生长调节剂	7,035.79	7,592.08	107.91%
	杀菌剂	2,789.98	4,132.65	148.12%
	水溶肥	9,467.88	11,969.18	126.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至 2021 年末公司在建项目情况（单位：吨/年，万元）

项目类型	项目内容	设计产能	计划总投资	已投资	尚需投资
本次可转债募投项目：农药制剂项目	年产 22,000 吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	22,000	14,500.00	1,178.30	13,321.70
本次可转债募投项目：肥料项目	年产 50,000 吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	50,000	9,500.00	351.22	9,148.78
本次可转债募投项目	企业技术中心升级改造项目	--	7,213.96	658.03	6,555.93
自筹资金建设项目	年产 3.5 万吨原药及中间体合成生产项目	35,000	30,000.00	218.45	29,781.55
合计	-	-	61,213.96	2,406.00	58,807.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司作为化工类生产企业，生产过程中会产生废水、废气、固废和噪音等，且部分原材料属于易燃、易爆、有毒等危险化学品，面临一定环境保护风险和安全生产风险。近年国家对于化工企业生产的安全和环保标准较为严格，未来行业生产标准可能进一步提高，如公司不能及时满足相关要求，可能被限产、停产或面临受到环保处罚的风险，且更高的环保安全标准将提高公司经营成本。2018年6月，浩之大因一个产品未取得农药登记证而用肥料登记证生产销售农药，行为违反了《农药登记管理办法》第二条“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”之规定，2021年1月，子公司浩之大被运城市农业农村局作出“没收相关产品和生产设备，没收违法所得及处罚款合计66,630元”的行政处罚。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司总资产规模实现增长，货币资金充裕度较好，资产流动性较好，但需关注公司对恒大集团关联企业的应收款项和相关理财产品存在回收风险

受益于经营积累、业务扩张等，2021年公司资产规模持续增长，以流动资产为主要构成。2021年末，公司货币资金规模同比明显增长，占资产总额的比例达58.45%，受限规模为150万元，资金充裕度较好；货币资金水平较高主要因公司盈余现金累积及本期债券募集资金尚未完全投入使用所致，2022年3月末随着支付子公司收购款及营运资金投入等，货币资金规模下降至9.23亿元。

应收票据和应收账款主要为经营业务往来形成的信用欠款，规模较小；中证鹏元注意到，公司园林业务的客户恒大园林及恒大集团其他关联企业对公司的商业票据出现逾期兑付情况，2021年末公司对恒大集团关联企业形成应收票据和应收账款账面余额合计为2,771.62万元，公司对上述应收款项计提50%的坏账准备，考虑到恒大集团债务化解仍存在不确定性，需关注相关应收款项的回收风险。此外，公司于2021年4月6日购买了以杭州源铨投资管理有限公司作为受托管理人、青岛市绿野国际工程有限公司作为备案登记人、恒大互联网信息服务（深圳）有限公司作为增信方的理财产品“恒传程佳 033509 产品”3,000万元，产品到期日为2021年10月11日，公司未能在该产品的到期日收回投资本息，2021年末公司共收回本金314.68万元，尚有2,684.52万元本金未收回，相关款项计入“其他应收款”，已按尚未收回本金的50%计提坏账准备。

公司存货主要为原材料、库存商品、半成品等，2021年末占比分别为36.99%、44.75%、8.63%，存货结构符合行业企业生产特征；其中原材料规模和占比同比明显下滑，主要系原材料价格上涨期间公司减少战略储备，库存商品增长主要为匹配业务规模扩张；考虑到公司主要采取“以销定产”的生产模式，存货跌价风险相对可控。

非流动资产方面，公司固定资产主要为厂房、设备等，2021年末账面价值3.18亿元，同比变动不大，其中0.97亿元新厂房屋等固定资产尚未办妥权证。无形资产主要为土地使用权、农药登记证等。

整体来看，公司资产以货币资金、存货、固定资产为主要构成，货币资金较为充裕，资产流动性较好，但需关注公司对恒大集团关联企业的应收款项和相关理财产品存在回收风险。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	92,288.06	46.23%	115,452.11	58.45%	94,658.84	54.20%
应收票据	1,732.22	0.87%	1,802.60	0.91%	3,988.15	2.28%
应收账款	4,546.82	2.28%	3,585.00	1.82%	2,405.89	1.38%
存货	37,139.77	18.61%	26,079.68	13.20%	24,152.32	13.83%
流动资产合计	145,759.99	73.02%	152,510.05	77.22%	128,609.48	73.65%
固定资产	31,525.69	15.79%	31,781.46	16.09%	32,887.82	18.83%

无形资产	7,178.95	3.60%	6,381.31	3.23%	7,683.82	4.40%
非流动资产合计	53,851.71	26.98%	45,002.82	22.78%	46,022.32	26.35%
资产总计	199,611.70	100.00%	197,512.87	100.00%	174,631.81	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

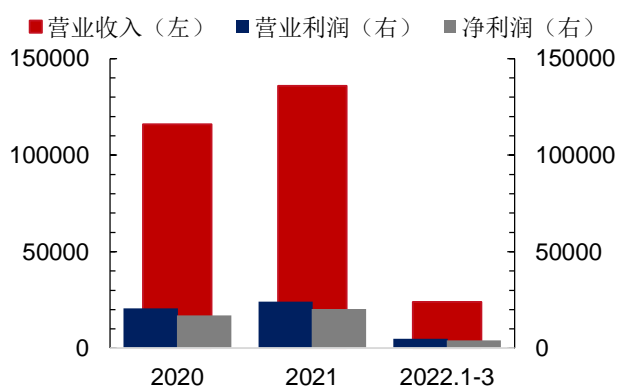
盈利能力

2021年公司营业收入增长较快，综合毛利率小幅下滑，来自恒大集团关联企业应收款项和理财产品的信用减值损失对利润形成较大拖累

公司深耕植物生长调节剂领域多年，在细分领域具有领先的市场地位，其肥料产品主要为配套调节剂产品进行打包销售。近年我国农药和化肥受“零增长”等政策影响，市场需求保持相对稳定，随着化工行业安全环保等要求趋严，落后产能逐渐退出，公司作为植物生长调节剂细分市场龙头企业，其市场销售额保持增长，市场地位进一步巩固。2021年公司营业收入同比增长17.11%，各类别产品收入均实现增长，其中核心产品植物生长调节剂收入增幅高达21.51%，为营业收入的最主要构成。考虑到国家重点保障粮食安全背景下，农药和化肥需求具有刚性，预计未来公司销售业绩仍有良好保障。毛利率方面，2021年农药类产品整体毛利率较为稳定，化肥产品毛利率明显降低，主要因上游磷化工产品等原材料价格大幅上涨，全年销售毛利率出现小幅下滑；考虑到宏观市场及行业等不确定因素较多，未来原材料价格仍可能大幅波动，从而影响公司盈利水平。

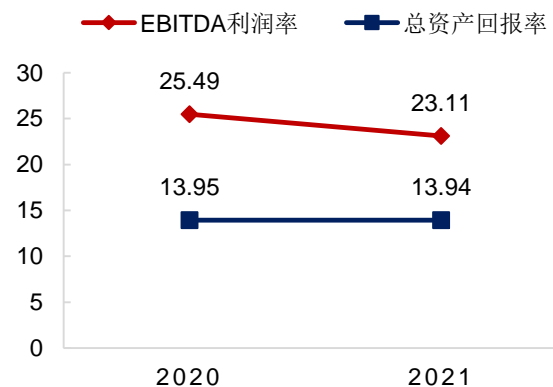
利润方面，2021年公司实现归属于上市公司股东的净利润2.06亿元，但归属于上市公司股东的扣非净利润表现较差，同比下滑10.72%，主要系对恒大集团关联企业应收款项和理财产品的信用减值损失较大。此外，2021年公司销售费用增速为23.44%，快于营收增速，主要系公司为便利疫情影响下销售工作开展而增加营销团队车辆购置。

图 5 公司收入及利润情况（单位：万元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



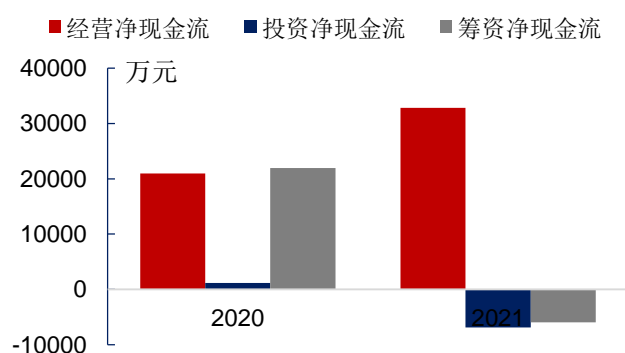
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务的现金生成能力较好，经营活动现金流呈持续净流入状态

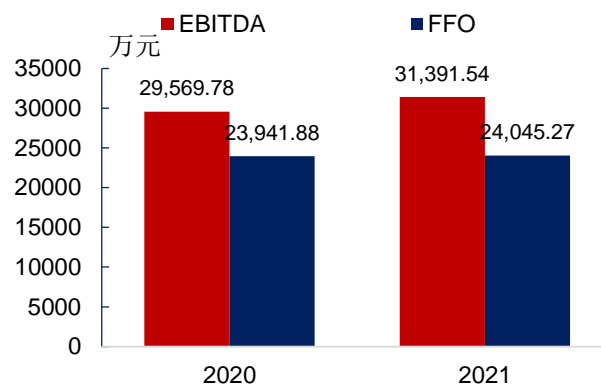
2020-2021年公司经营收现比分别为0.96和0.99，业务回款情况较好，随着业务规模扩张，2021年公司经营活动净现金流规模大幅增长。投资活动方面，2021年公司投资活动现金流净额同比大幅减少，主要系当年收回投资收到的现金减少，同时收购子公司股权支付现金等支出较多。筹资活动方面，近年公司主要的融资来源为银行借款和发行债券等，2021年公司筹资活动现金流净额由正转负，主要系当年融资活动较少而支付利息等刚性支出较大。2021年公司FFO同比变动不大，主营业务的现金生成能力仍较好。

图 7 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债率较低，现金短债比较高，整体债务压力可控

受益于利润盈余的累积等，2021年公司所有者权益仍实现增长，增速达10.50%；同期公司负债总额保持增长。近年公司产权比率小幅波动，2022年3月末产权比率为37%，水平较低。截至2022年3月末，公司所有者权益仍主要由实收资本和未分配利润构成。

图 9 公司资本结构

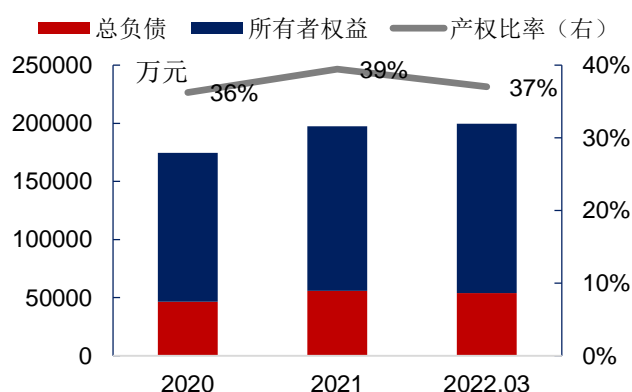
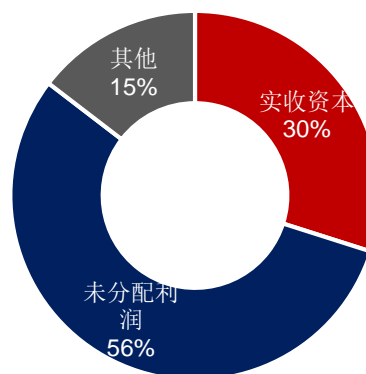


图 10 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主。2021年-2022年3月末，公司短期借款规模均小幅增长，主要为商业承兑汇票贴现；应付账款主要为应付的材料款、设备款和工程款等，规模变动不大；合同负债主要为预收货款，随着公司业务扩张，合同负债规模持续增长；应付债券主要为本期债券。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

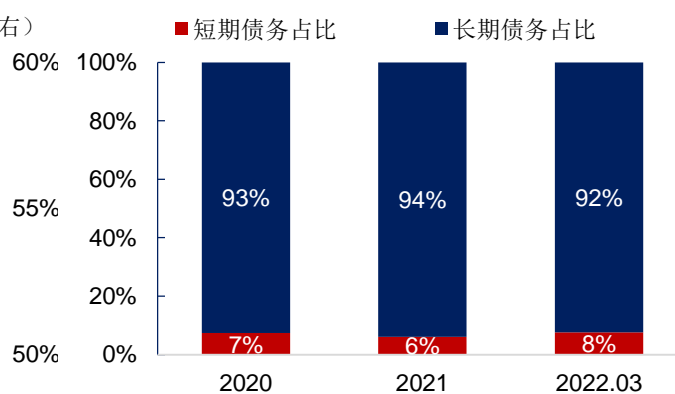
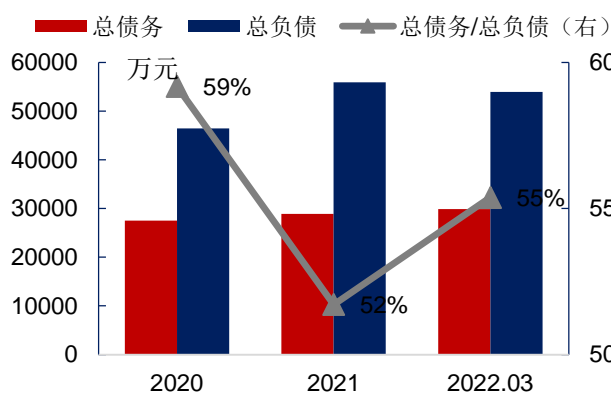
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,776.00	3.29%	1,275.00	2.28%	1,043.95	2.25%
应付账款	4,272.12	7.92%	4,018.86	7.19%	4,533.94	9.76%
合同负债	7,681.95	14.24%	6,783.53	12.14%	4,675.86	10.06%
流动负债合计	23,238.59	43.08%	25,558.09	45.73%	19,800.74	42.62%
应付债券	27,594.41	51.16%	27,126.61	48.54%	25,453.28	54.78%
非流动负债合计	30,698.40	56.92%	30,330.84	54.27%	26,663.18	57.38%
负债合计	53,937.00	100.00%	55,888.94	100.00%	46,463.93	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总债务规模为2.99亿元，占总负债的比例为55%，其中短期债务仅占比8%，考虑到公司货币资金较为充裕，整体债务压力可控。

图 11 公司债务占负债比重

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，报告期内公司资产负债率均处于较低水平，2021年末资产负债率为28.30%，2022年3月末资产负债率为27.02%。2021年公司EBITDA利息保障倍数大幅降低，但仍处于较好区间，盈利对利息的保障能力较好。2021年末流动比率略降，现金短债比大幅提升，2022年3月末随着货币资金逐渐投入使用后现金短债比指标有所下降，但水平仍较高，现金对短期债务的保障能力较好。

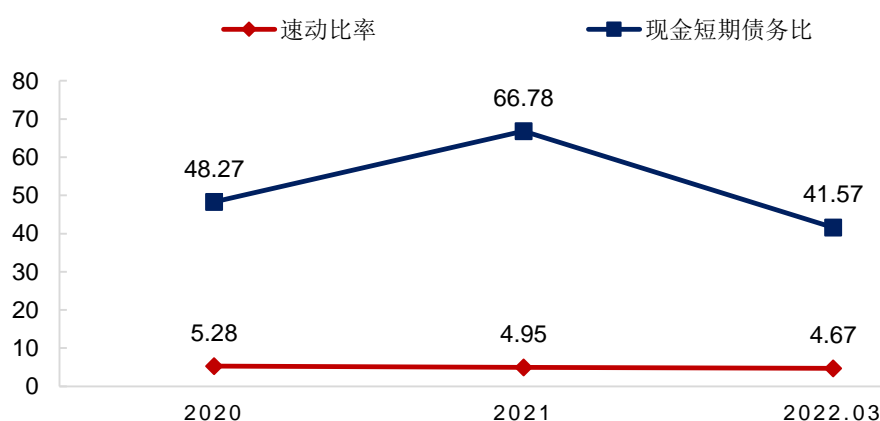
表14 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	27.02%	28.30%	26.61%
净债务/EBITDA	--	-2.75	-2.32
EBITDA 利息保障倍数	--	16.75	36.31
总债务/总资本	17.02%	16.95%	17.66%
FFO/净债务	--	-27.80%	-34.90%

注：2020-2021年公司净债务为负。

资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

八、抗风险能力分析

在国家重点保障粮食安全背景下，农药和化肥需求具有刚性，公司面临的行业环境较好，其作为我国植物生长调节剂领域龙头企业，农药登记证数量领先，构筑起一定的经营壁垒，同时其营销网络较为完善，近年主要产品销售规模持续增长。整体来看，公司具有一定的经营安全边际，且2021年末公司负债水平较低，现金类资产充裕度较高，财务风险相对可控。但中证鹏元也注意到，公司作为化工生产企业，面临一定的环保和安全生产风险，原材料价格波动也将对成本管控形成压力，公司对恒大集团关联企业的应收账款和理财产品本金存在回收风险，在建项目存在建设进度和运营效益不达预期的风险。总体来看，公司的抗风险能力尚可。

九、本期债券偿还保障分析

公司实际控制人提供的股份质押担保和保证担保能在一定程度上保障本期债券的安全性

本期债券采用股份质押和保证担保和个人保证担保方式。公司实际控制人颜昌绪将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，并且其本人为本期债券提供连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。保证期间为本期债券的存续期及本期债券履行期限届满之日起两年。

在办理初始股票质押手续时，初始质押股份总数为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的颜昌绪合计持有的公司股份市值为本期债券发行规模2倍，即：初始质押股份总数=（本期债券发行规模×200%）÷办理质押登记的前一交易日公司股票收盘价。

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额的130%，质权人代理人有权要求出质人个别或连带的在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率不低于200%；追加的质押财产限于国光股份人民币普通股，追加股份的价值计算基准为连续30个交易日内国光股份收盘价的均价。若质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券未偿还本息总额的270%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股份的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本金总额的200%。出质人已于2020年7月24日在中国证券登记结算有限公司办理质押股份登记手续及其他相关手续。

截至2022年5月25日，公司股票收盘价为每股10.65元，以此计算的出质人股份质押担保的市场价值为5.75亿元，是本期债券剩余规模的179.72%。

十、结论

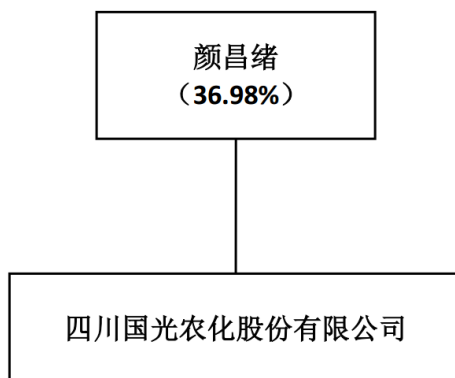
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

附录一公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022年3月	2021年	2020年
货币资金	92,288.06	115,452.11	94,658.84
应收票据	1,732.22	1,802.60	3,988.15
应收账款	4,546.82	3,585.00	2,405.89
存货	37,139.77	26,079.68	24,152.32
流动资产合计	145,759.99	152,510.05	128,609.48
固定资产	31,525.69	31,781.46	32,887.82
无形资产	7,178.95	6,381.31	7,683.82
非流动资产合计	53,851.71	45,002.82	46,022.32
资产总计	199,611.70	197,512.87	174,631.81
短期借款	1,776.00	1,275.00	1,043.95
应付账款	4,272.12	4,018.86	4,533.94
合同负债	7,681.95	6,783.53	4,675.86
流动负债合计	23,238.59	25,558.09	19,800.74
应付债券	27,594.41	27,126.61	25,453.28
非流动负债合计	30,698.40	30,330.84	26,663.18
负债合计	53,937.00	55,888.94	46,463.93
总债务	29,870.41	28,901.61	27,497.23
归属于母公司的所有者权益	144,870.66	140,780.93	127,385.20
营业收入	23,889.22	135,847.92	116,004.33
净利润	4,048.97	20,387.95	17,037.04
经营活动产生的现金流量净额	-12,892.28	32,803.15	20,932.02
投资活动产生的现金流量净额	-10,845.22	-6,883.03	1,191.40
筹资活动产生的现金流量净额	410.80	-5,955.37	21,960.68
财务指标	2022年3月	2021年	2020年
销售毛利率	36.84%	44.58%	47.28%
EBITDA 利润率	--	23.11%	25.49%
总资产回报率	--	13.94%	13.95%
产权比率	37.03%	39.46%	36.25%
资产负债率	27.02%	28.30%	26.61%
净债务/EBITDA	--	-2.75	-2.32
EBITDA 利息保障倍数	--	16.75	36.31
总债务/总资本	17.02%	16.95%	17.66%
FFO/净债务	--	-27.80%	-34.90%
速动比率	4.67	4.95	5.28
现金短期债务比	41.57	66.78	48.27

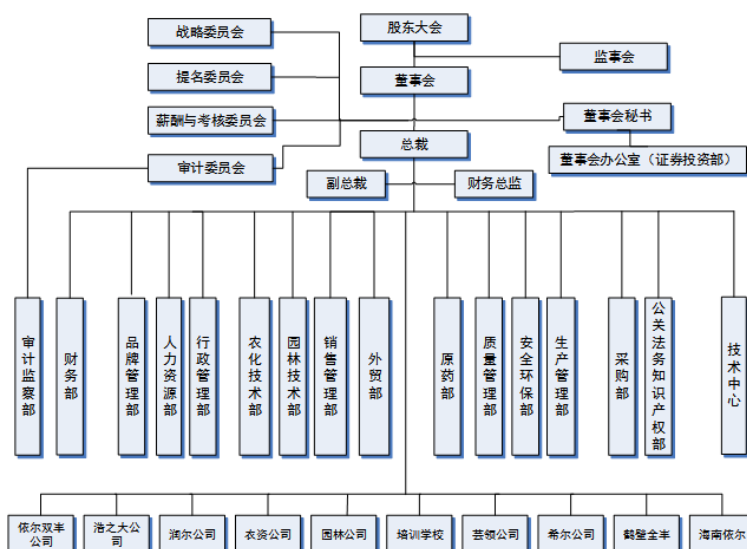
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 4 月 30 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 5 月 25 日）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
四川国光农资有限公司	7,000	100%	产品批发零售
四川润尔科技有限公司	41,166.80	100%	生产
四川嘉智农业技术有限公司	5,000	100%	农业、园林等技术咨询及服务
重庆依尔双丰科技有限公司	6,900	100%	农药制品
山西浩之大生物科技有限公司	1,000	55%	农药生产、销售
成都市国光现代农业职业技能培训学校有限公司	100	100%	非学历职业技能培训
重庆润尔科技有限公司	5,000	100%	农药生产、销售
四川国光园林科技有限公司	6,000	100%	产品批发零售
成都希尔作物科技有限公司	200	100%	技术服务
四川芸领农业技术服务有限公司	500	51%	技术服务
海南依尔热带作物科技有限公司	500	100%	农药批发及零售

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。