

# 江苏丰山集团股份有限公司2021年公开发行A股可转换公司债券信用评级报告

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.

技术领先，服务全球，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等级的变化情况。

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：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

# 江苏丰山集团股份有限公司 2021年公开发行A股可转换公司债券信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级  
评级展望  
债券信用等级  
评级日期

AA-  
稳定  
AA-  
2021-09-26

中证鹏元评定江苏丰山集团股份有限公司（以下简称“丰山集团”或“公司”，股票代码 603810.SH）本次拟发行不超过 5.00 亿元（含）可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司客户资质较优，销售渠道广泛，在手订单充足；首次公开发行股票后资本实力增强，融资渠道通畅；经营活动现金流表现尚可，债务负担可控。同时中证鹏元也关注到，公司面临农药市场竞争加剧的风险、环保及安全生产风险和原材料价格上涨的风险，以及面临在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险。

## 债券概况

发行规模：不超过 5.00 亿元（含）  
发行期限：6 年  
偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，附债券赎回及回售条款  
发行目的：用于年产 10000 吨 3,5-二硝基-4-氯三氟甲苯等精细化工产品建设项目  
增信方式：资产抵押增信

## 未来展望

公司客户资质较优，业务发展有一定保障，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。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.6	2020	2019	2018
总资产	20.07	19.97	15.39	14.91
归母所有者权益	13.67	13.39	11.02	11.09
总债务	2.45	2.35	0.77	1.53
营业收入	8.50	14.94	8.66	13.17
净利润	0.83	2.36	0.35	1.39
经营活动现金流净额	-1.43	1.57	1.22	1.53
销售毛利率	22.14%	30.54%	28.16%	26.92%
EBITDA 利润率	--	22.23%	8.49%	15.91%
总资产回报率	--	15.55%	2.71%	12.85%
资产负债率	31.88%	32.95%	28.39%	25.65%
净债务/EBITDA	--	-1.48	-7.94	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	141,815.04	1,799.04	39.56
总债务/总资本	15.20%	14.96%	6.52%	12.12%
FFO/净债务	--	-60.58%	-7.67%	-40.34%
速动比率	1.66	1.62	1.96	2.19
现金短期债务比	2.27	3.24	8.90	3.96

注：2018-2020 年公司净债务为负。  
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：徐宇怡  
xuny@cspengyuan.com

徐宇怡

项目组成员：朱磊  
zhul@cspengyuan.com

朱磊

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **客户资质较优，销售渠道广泛，在手订单充足。**公司原药产品长期供货给海内外知名农化公司，产品质量管控能力获得核心客户认可，较优的客户资质与广泛的销售渠道有利于保障公司销售业绩平稳。此外，农药行业长期需求有较好支撑，公司在手订单充足，预计可为经营业绩提供一定保障。
- **公开发行股票后资本实力增强，融资渠道通畅。**公司于 2018 年首次公开发行股票后资本实力明显增强，公司银行授信额度较为充足，直接和间接融资渠道通畅。
- **经营活动现金流表现尚可，债务负担可控。**2018-2020 年公司经营活动现金持续实现净流入，主营业务获现能力尚可，为即期债务的偿付提供一定保障，且公司资产负债率水平较低，刚性债务规模较小，债务负担相对可控。

## 关注

- **市场竞争加剧的风险。**公司所处的农化行业市场竞争较为激烈，在农药需求较为刚性的情况下，随着国内主要农药生产企业新增产能逐步释放，行业竞争可能加剧，进而影响公司的经营业绩水平。
- **环保及安全生产风险。**作为农药生产企业，公司在生产过程中存在一定的安全环保风险。公司生产基地集中在江苏省盐城市大丰区，2019 年受当地环保及安全生产整治工作影响，公司开工受限，业绩大幅下滑。未来如发生重大安全事故，将给公司经营带来较大不利影响；此外，如行业生产标准进一步提高，公司将面临不能及时达标和经营成本提高的风险。
- **主要原材料价格上涨可能挤压盈利空间。**公司销售的大部分产品竞争较为激烈，原材料涨价向下游转嫁的空间相对较小，公司面临一定的原材料价格波动风险。目前国际油价已处于历史高位，预计 2021 年化工原材料价格中枢明显上移，从而可能挤压公司盈利空间。
- **在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险。**公司在建与拟建项目尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、行业环境、地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期；此外，相关项目设计产能规模较大，考虑到细分产品容量有限，项目投产后如未来市场需求发生变化或后期市场开发不及预期，新增产能可能无法及时消化，项目实际运营效益存在不确定性。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	丰山集团	扬农化工	长青股份	湖南海利	中旗股份	新农股份
总资产	19.97	108.95	56.75	29.70	25.40	13.50
营业收入	14.94	98.31	30.08	20.26	18.62	11.94
净利润	2.36	12.11	1.95	3.01	1.96	1.75
销售毛利率	30.54%	26.31%	18.28%	30.84%	23.25%	30.80%

注 1：以上各指标均为 2020 年数据。

注 2：同行业可比公司为江苏扬农化工股份有限公司（简称“扬农化工”）、江苏长青农化股份有限公司（简称“长青股份”）、湖南海利化工股份有限公司（简称“湖南海利”）、江苏中旗科技股份有限公司（简称“中旗股份”）和浙江新农化工股份有限公司（简称“新农股份”）。资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用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

## 一、发行主体概况

公司前身为大丰县草庙化工厂，成立于1988年8月，设立时资金总额为1.22万元，经济性质为集体企业，1991年更名为“大丰县农化二厂”（以下简称“农化二厂”）。1996年，农化二厂改制为大丰县丰山农药有限责任公司（以下简称“丰山有限”），企业类型为有限责任公司，注册资本为2,231.17万元，设立时殷凤山持股比例20.57%，同年更名为江苏丰山集团有限公司。2014年11月，公司整体变更为股份有限公司并更为现名，注册资本为2,231.17万元。2015年1月末，公司注册资本增至6,000.00万元。

经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏丰山集团股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2018〕1338号）核准，公司于2018年9月首次公开发行人民币普通股（A股）2,000万股，每股面值人民币1.00元，发行后公司股本总额变更为8,000.00万元。后经多次限制性股票激励计划实施与回购注销、资本公积转增股本等，截至2021年6月末，公司总股本增至1.63亿元，控股股东及实际控制人为殷凤山和殷平（父女关系，一致行动人），持股比例分别为41.63%和5.07%，无受限情况，股权结构图见附录二。

公司主营业务是农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共5家，详见附录四。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**江苏丰山集团股份有限公司2021年公开发行A股可转换公司债券；

**发行规模：**不超过5.00亿元（含5.00亿元）；

**债券期限和利率：**期限为6年；本次发行可转债票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权公司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（主承销商）协商确定；

**还本付息方式：**每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，计息起始日为可转债发行首日；

**转股期限：**自本期债券发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期之日止；

**初始转股价格：**本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告之日前二十个交易日公司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交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司A股股票交易均价。具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定；

**转股价格向下修正条款：**在本期债券存续期间，当公司A股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交

公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于审议上述方案的股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一交易日公司A股股票交易均价的较高者；

**债券赎回条款：** 在本期债券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债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据市场情况等确定。另外，在转股期内，如果公司A股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%）或未转股余额不足3,000万元时，公司董事会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换公司债券；

**债券回售条款：** 自本期债券最后两个计息年度起，如果公司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，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券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换公司债券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，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权；

若公司本次发行的可转换公司债券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，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

**向原股东配售的安排：** 本期债券给予原A股股东优先配售权，具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。公司原A股股东优先配售之外的余额和原A股股东放弃优先配售后部分采用通过上海证券交易所交易系统网上发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。具体发行方式提请公司股东大会授权公司董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定；

**增信方式：** 资产抵押担保。

### 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过5.00亿元（含5.00亿元），资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
------	-------	----------	----------

年产 10000 吨 3,5-二硝基-4-氯三氟甲苯等 精细化工产品建设项目	6.42	5.00	77.88%
---	------	------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据公司提供资料，本期债券募投项目由公司子公司四川丰山生物科技有限公司（以下简称“丰山生物”）作为实施主体，拟建地点位于四川省广安市经济开发区新桥能源化工园区内，项目建成后拟形成各类精细化工中间体合计18,000吨/年的生产能力，具体建设内容如下：

**表2 本期债券募投项目建设内容（单位：吨/年）**

序号	募投项目 生产的中间体产品名称	设计产能	可用于生产的 原药产品名称
1	3,5-二硝基-4-氯-三氟甲苯	10,000	氟乐灵、氟节胺、乙丁烯氟灵等产品
2	2,4-二氯-3,5-二硝基-三氟甲苯	2,000	氨基丙氟灵、氟啶胺等产品
3	2-氯烟酸	2,000	烟嘧磺隆、啶酰菌胺氟吡酰草胺等产品
4	2-氨基-4,6-二甲氧基嘧啶	1,000	烟嘧磺隆、苄嘧磺隆、氯吡嘧磺隆等产品
	R-(+)-2-(4-羟基苯氧基)丙酸	3,000	-
5	其中：R-(+)-2-(4-羟基苯氧基)丙酸	1,000	氰氟草酯、炔草酯等产品
	R-(+)-2-(4-羟基苯氧基)丙酸甲酯	1,000	高效氟吡甲禾灵等产品
	R-(+)-2-(4-羟基苯氧基)丙酸乙酯	1,000	精喹禾灵、精恶唑禾草灵等产品
	合计	18,000	-

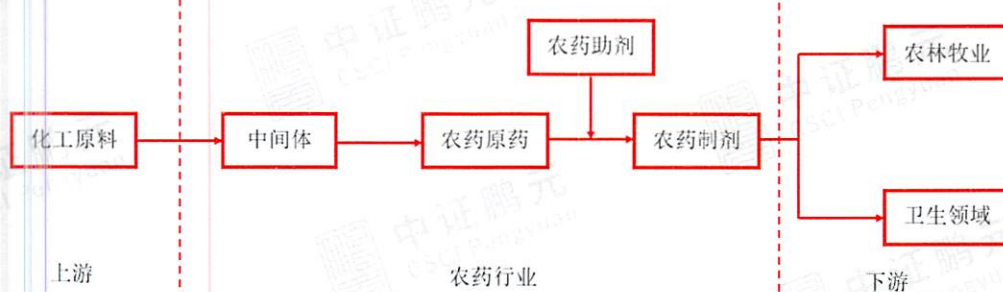
资料来源：公司提供

截至本报告出具日，该项目已取得立项备案（川投资备[2103-511624-04-01-261530]FGQB-0052号）和环境影响报告书批复（广环审批[2021]14号）。项目整体设计的建设工期为3年，项目回收期（含3年建设期，税后）为8.69年，内部收益率（税后）为12.46%。但受后续资金到位情况、行业政策、市场环境等影响因素，项目能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性。

## 四、运营环境

中国农药企业集中于中间体和原药生产环节，产业附加值相对较低；受环保政策推行等影响，近年国内农药产量整体呈下行态势，农药出口导向趋势明显

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、保障粮食安全等方面发挥重要作用。农药主要包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂三大类。从生产环节看，农药行业产品主要包括中间体、原药和制剂，其中中间体是由化工原料制成的精细化工产品，是生产农药的重要中间材料；农药原药是农药的有效成份，由各类农药中间体及基础化工产品经化学合成等技术制备，一般无法直接应用于农业生产；制剂是在原药的基础上，通过加入分散剂和助溶剂等辅料，经研制、复配、加工等环节制成，可直接应用于农业生产。

**图 1 农药行业产业链**


资料来源：公开信息，中证鹏元整理

从经营特点来看，原药生产对企业生产技术、工艺水平等要求较高，多呈现技术密集特点；制剂产品接近终端消费，对经营企业的剂型研发能力、营销渠道及品牌优势等要求较高。从产业价值链来看，农药创新药前端研发与终端制剂销售为主要盈利环节，由于新药研发所需资金投入规模大、研发周期长、风险高，目前资金实力雄厚的国际农化巨头主导研发，同时凭借品牌和渠道优势把控终端制剂销售市场，国际四大农化巨头（先正达、拜尔、科迪华、巴斯夫）占据全球超 50% 的市场份额。中国农药企业主要集中于仿制药的生产和中间体加工，相关环节附加值较低，且生产企业众多，规模普遍较小，竞争激烈。

市场规模方面，据 Phillips McDougall 统计，2020 年全球农药总销售额为 698.86 亿美元，同比增长 2.5%；作物用农药销售额（按出厂水平计）为 620.36 亿美元，同比增长 2.7%，其中作物用除草剂、杀菌剂和杀虫剂销售额分别为 274.07 亿美元、168.04 亿美元和 156.81 亿美元，同比分别增长 2.9%、2.4% 和 3.1%，占全球作物用农药市场的比例分别为 44.2%、27.1% 和 25.3%。分地区来看，巴西依然是全球第一大农药市场，全年农药销售额为 113.09 亿美元，同比增长 3.6%；其次是美国，农药销售额为 84.60 亿美元，同比增长 3.4%；其后是中国、日本和印度等亚太地区国家，2020 年中国、日本和印度农药销售额分别为 78.21 亿美元、32.24 亿美元和 31.20 亿美元，同比分别增长 4.1%、3.4% 和 8.8%。

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；2015-2019 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）被逐步淘汰等因素影响下，农药总产量整体呈下降态势。2020 年全国农药原药产量 214.80 万吨，同比增长 1.4%，其中产量排名前三的省份为江苏省、山东省和四川省，农药产量分别为 58.2 万吨、28.5 万吨和 27.6 万吨，合计占总产量的 53.2%。出口方面，近年我国农药出口占比不断提升，2019 年出口占比提升至 70% 左右；2020 年受新冠疫情影响，海外农药企业开工受限，但国内疫情迅速得到有效控制，全年农药出口大增，全年实现农药出口量 251.4 万吨，同比增加 71.2%，出口金额 76.24 亿美元，同比增加 56.9%。



**图 2 近年我国农药原药产量情况**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

农药需求相对刚性，环保、安全生产标准提升强化了供给端长期约束，国内农药产能逐渐向中西部转移；国内农药行业竞争激烈，近年行业集中度逐渐提升，头部企业竞争优势将更加突出

农业属于弱周期行业，农药需求相对刚性。据联合国粮食及农业组织（FAO）统计，全球由于有害生物而损失的农作物收获量相当于潜在收获量的三分之一，如果停止用药或用药不当，一年后收成将减少 25%-40%，两年后将减少 40-60%甚至绝产。农药在减少作物产量损失、保证农作物稳产等方面发挥了重要作用。据世界银行的统计数据，预计到 2050 年，全球人口将增长至 100 亿左右，对应的食品需求将增长至 30%左右。在全球耕地面积有限的情况下，满足粮食增长需求需要提高农业生产效率，预计未来农药需求将有较强保障。

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。《2020 年农药管理工作要点》对农药行业管理提出了更高的要求，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。分地区来看，在东南沿海地区农药行业监管趋严的背景下，国内农药产能逐渐向中西部转移。江苏省作为农药生产第一大省，在 2019 年响水“3.21”化工事故之后，加大环保安全生产整顿、严格限制新增产能<sup>1</sup>，企业外迁、停工整改等进程加快，2020 年江苏省农药总产量同比减少 4.9%。近年国内主要农药企业在中西部新建产能<sup>2</sup>，湖南省、甘肃省和宁夏回族自治区 2020 年农药产量同比分别增长 30.4%、130.2%和 33.6%，增速较快，主要受新增产能有效释放影响。

<sup>1</sup> 2020 年 5 月发布的《江苏省化工产业结构调整限制、淘汰和禁止目录》中，明确禁止新增农药原药(化学合成类)生产企业，禁止新(扩)建农药、医药和染料中间体化工项目。

<sup>2</sup> 利民控股集团股份有限公司在内蒙古布局新基地；江苏苏利精细化工股份有限公司新基地位于宁夏化工园区；江苏长青农化股份有限公司新建湖北产能；丰山集团在四川广安建设第二基地。

**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。
2016年4月	《2016年农药专项整治行动方案》	农业部办公厅	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。
2017年3月	《农药管理条例》	国务院	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、管理规范的现代农药产业体系，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

从产业发展和行业格局来看，中国是农药制造大国，国内农药生产行业格局较为分散，多数企业规模相对较小，行业竞争较为激烈。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。近年国内农药行业淘汰整合持续进行，2020年我国规模以上企业数为693家，同比减少26家，较2014年的843家减少了150家。在企业数量减少的同时，规模以上企业主营业务收入实现增长。2020年全国农药行业规模以上企业主营业务收入2,280.58亿元，同比增长6.1%；利润总额190.62亿元，同比增长0.5%，其中化学原药利润总额同比增长1.8%；亏损企业有112家，同比增长0.9%，亏损面达16.2%。2020年行业整体呈现“增收不增利”的局面，主要系环保和安全生产标准提升后企业经营成本上升，叠加上游化工原材料供应紧张，企业利润空间压缩。从2020年农药销售百强企业业绩来看，总销售额达2,062.07亿元，同比增长12.3%，前十名销售额合计达793.41亿元，同比增长13.0%，占百强企业销售总额的38.5%。百强和十强企业销售增速明显快于行业整体营收增速，表明市场份额向头部企业集中，头部企业竞争优势进一步凸显。

图3 2015年以来，农药行业规模以上企业数量持续减少



资料来源：Wind，中证鹏元整理

石油化工产品等原材料为农药原药生产企业营业成本的主要构成，预计 2021 年化工原料价格中枢大幅上移，从而挤压行业盈利空间

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，2016 年石油输出国组织（OPEC）新一轮减产协议达成，原油价格进入上涨区间；2018 年受美国对伊朗实施经济制裁等事件催化，原油价格出现大幅波动；2019 年，受 OPEC 减产执行效率、国际经贸摩擦、美联储货币政策、伊朗邮轮爆炸事件等因素综合影响，全年国际油价宽幅震荡。2020 年一季度，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，企业复工复产，原油需求提振，国际油价在震荡中开始逐步回暖；整体来看，2020 年全年平均油价仍相对较低。2021 年上半年，世界主要经济体复苏共振下原油需求明显提高，但供给端价格弹性相对较小，油价迎来上涨行情；2021 年 6 月，布伦特原油平均价格约 73 美元/桶，处于历史高位。中证鹏元认为，经济修复阶段的石油需求受疫情演化影响可能出现波动，但在主要产油国增产相对保守的情况下，2021 年下半年原油价格仍有一定支撑，预计全年原油价格中枢明显上移，从而压缩下游农药原药生产企业盈利空间。

图 4 2020 年二季度以来，原油价格延续震荡上行态势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、公司治理与管理

公司根据《公司法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会等有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构等治理机构的议事规则和决策程序，同时修订并完善了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》等公司治理制度。

从组织架构与职责来看，公司设董事会，对股东大会负责，董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1名，由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事由股东大会选举或更换，任期3年，董事任期届满，可连选连任。董事会下设战略、审计、薪酬与考核、提名等专门委员会，专门委员会的成员全部由董事组成。公司设监事会，监事会由3名监事组成，设主席1名，职工代表监事1名，监事会对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履职情况进行监督并发表意见。公司设总裁1名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘，总裁每届任期3年，连聘可以连任；设副总裁若干名，协助总裁工作，副总裁由总裁提名，由董事会聘任或解聘。公司根据自身经营与管理特点，下设财务部、信息部、人力资源管理部、综合事务部、预算部、原药运营中心、制剂事业部、大丰生产基地、上海研发中心等相关部门，保障了公司产品开发、制造、销售以及资金筹集、运用等各方面工作能够有序开展。具体组织结构见附录三。

人员方面，公司员工总数1,371人，其中生产人员977人，技术人员185人，人员配备符合制造业特征。从教育程度看，本科及以上学历员工为228人，专科及以下学历的员工1,143人，基本能够满足公司生产经营需求。

**表4 截至2020年末公司员工的岗位分布情况及教育程度情况**

岗位分布	人数	占职工总数的比例
生产人员	977	71.26%
销售人员	102	7.44%
技术人员	185	13.49%
财务人员	24	1.75%
行政人员	83	6.05%
合计	1,371	100.00%
教育程度	人数	占职工总数的比例
博士	6	0.44%
硕士	28	2.04%
本科	194	14.15%
大专	209	15.24%
中专及以下	934	68.13%
合计	1,371	100.00%

资料来源：公司2020年年度报告，中证鹏元整理

## 六、经营与竞争

公司的主营业务是农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售。公司主要产品为除草剂、杀虫剂、杀菌剂和精细化工中间体，其中农药产品包括原药和制剂，原药占比约70%左右，具体包括氟乐灵、精喹禾灵、烟嘧磺隆三大除草剂产品系列和以毒死蜱为主的杀虫剂系列；精细化工中间体以自供为主，剩余部分对外销售。收入结构方面，公司营业收入主要来源于除草剂和杀虫剂，杀菌剂与精细化工中间体作为补充，近年收入波动较大，2019年收入大幅下降主要受江苏省化工园区环保安全整顿及园区供热公司停产检修影响，公司开工受限；2020年收入大幅增长主要受上年低基数影响。毛利率方面，2018-2020年公司主营业务毛利率持续小幅提升，2021年1-6月毛利率大幅下滑，公司毛利率波动主要受市场供需变化及化工原材料价格涨跌等影响。

**表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
除草剂	53,900.57	24.52%	90,309.19	33.83%	50,483.65	29.89%	75,506.22	28.38%
杀虫剂	21,991.52	16.16%	46,548.50	24.02%	28,483.90	25.87%	45,792.38	25.33%
杀菌剂	5,702.72	21.72%	6,656.52	13.39%	4,981.72	20.29%	5,568.49	16.78%
精细化工中间体	1,474.88	5.36%	4,552.44	58.10%	1,489.09	33.93%	4,005.36	31.68%
其他	1,886.53	38.57%	1,101.23	26.73%	1,105.72	34.92%	743.26	25.14%

合计	84,956.22	22.14%	149,167.88	30.54%	86,544.07	28.15%	131,615.71	26.91%
----	-----------	--------	------------	--------	-----------	--------	------------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司部分主力产品在细分市场具有一定竞争优势，客户资质较优，销售渠道广泛，有利于保障经营业绩平稳

公司核心产品为氟乐灵、精喹禾灵、烟嘧磺隆和毒死蜱四大产品系列的农药原药和制剂，其中原药产品为主要构成。公司是全球主要的氟乐灵和精喹禾灵原药生产企业之一，在细分市场具有较强的竞争优势和较好的品牌口碑。经过多年经营积累，公司在海内外建立了较为优质的客户渠道，公司原药产品长期供货给ADAMA、NUFARM、NUTRIEN等国际知名的农化公司以及北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司、中农立华生物科技股份有限公司等国内领先<sup>3</sup>的农药生产企业，产品质量管控能力获得核心客户认可；近年公司不断拓展销售渠道和开发新市场，整体来看，较优的客户资质与较为广泛的销售渠道有利于保障公司销售业绩平稳。

从产品结构来看，公司产品包括农药中间体、农药原药和制剂产品，其中中间体主要作为原药生产的原材料，部分原药可直接用于制剂产品的生产，内部形成一定的产业链上下游关系，有利于保障制剂业务的原料稳定供应，同时有助于增强生产成本管控能力；此外，公司新建四川广安生产基地，主要生产关键农药中间体，项目建成后将进一步完善公司产业链一体化布局。专利储备方面，近年公司保持较为稳定的研发投入力度，截至2021年6月末，公司获授权发明专利17项。近年公司不断丰富产品结构，绿草定酯原药等新产品陆续实现量产，成为公司新的利润增长点。总体来看，公司在核心产品竞争力、客户渠道和产业链布局等方面具备一定优势。公司连续多年进入国内农药销售百强榜，2020年公司销售额位于国内农药行业企业销售排名第44位。

表6 公司研发投入情况（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
研发投入金额	4,770.95	4,336.26	4,148.17
研发投入占营业收入比例	3.19%	5.01%	3.15%

资料来源：2018-2020年公司年度报告，中证鹏元整理

客户销售集中度偏低，对单一客户依赖较低，整体客户资质较好且具备一定粘性；外销比例较高，海外疫情演化可能对未来经营效益形成扰动；在手订单充足，短期业绩有保障，但需关注未来行业竞争加剧导致其业绩下滑的风险

公司产品主要销售给国内外农化企业和经销商。从销售模式来看，公司农药原药、中间体产品主要采取直销模式，主要销售给原药与制剂生产企业，再由其继续加工或复配成制剂产品进行销售；农药制剂产品主要采用经销模式，主要由子公司江苏丰山农化有限公司负责。在经销模式下，公司一般每年与

<sup>3</sup> 根据中国农药工业协会统计数据，北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司、中农立华生物科技股份有限公司2020年销售额排名均位于国内行业前五。

各经销商签订年度经销合作协议，就市场区域定位、产品定位、价格定位、付款方式、付款进度等条款进行约定，通常情况下要求经销商在其所在地区销售季节结束后结清货款。对于直销客户，一般每月下达具体订单，产品定价主要依据市场行情。账期方面，公司对客户一般给予0-180天的账期，2018-2020年公司应收账款及票据周转天数在30-45天左右。

近年公司销售集中度偏低，对单一客户的销售依赖度较低，整体客户资质较好<sup>4</sup>；近年前五大客户结构较为稳定，体现了一定的客户粘性，以直销客户为主。从销售区域来看，公司外销产品主要为农药原药，主要外销地为澳大利亚、巴西、印度等，通过产品外销可以在一定程度上平滑国内农药销售的季节性波动。外销收入占比大约为三分之一，公司主要通过远期锁汇管控汇兑风险，同时购买出口信用保险管理外销信用风险。考虑到主要外销地新冠疫情形势较为严峻，变异毒株扩散及各国公共卫生管理水平差异导致全球疫情演化存在较大不确定性，未来可能对公司外销表现造成不利影响。

表7 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2020年	1	NUFARM	9,158.75	6.14%
	2	NUTRIEN	9,136.83	6.13%
	3	ADAMA	7,136.68	4.78%
	4	江苏汇鸿国际集团中天控股有限公司	4,673.74	3.13%
	5	OURO FINO QUIMICA LTDA	3,588.15	2.41%
		合计	<b>33,694.15</b>	<b>22.59%</b>
2019年	1	OURO FINO QUIMICA LTDA	3,619.01	4.18%
	2	NUFARM	2,870.89	3.32%
	3	ADAMA	2,799.01	3.23%
	4	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	2,615.21	3.02%
	5	SHARDA CROP CHEM LIMITED	2,267.58	2.62%
		合计	<b>14,171.70</b>	<b>16.37%</b>
2018年	1	OURO FINO QUIMICA LTDA	5,654.21	4.30%
	2	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	5,449.21	4.14%
	3	ADAMA	4,610.20	3.50%
	4	NUTRIEN	4,196.11	3.19%
	5	GREENCHEM HK., LIMITED	3,246.63	2.47%
		合计	<b>23,156.36</b>	<b>17.60%</b>

注：上述前五大客户的销售情况按照受同一实际控制人控制的原则合并计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
----	-------	-------	-------

<sup>4</sup> 2020年公司前20大客户主要为国内外大型农化企业。

	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	10.06	67.47%	6.66	76.96%	8.76	66.56%
外销	4.85	32.53%	1.99	23.04%	4.40	33.44%
合计	14.92	100.00%	8.65	100.00%	13.16	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年6月末，公司在手订单充足，预计可为短期业绩提供一定保障。但中证鹏元亦注意到，公司目前主力产品的生产技术较为成熟，细分市场容量相对有限<sup>5</sup>，且农药行业整体而言竞争较为激烈，如未来市场竞争加剧，可能蚕食公司市场份额，影响业绩水平。

**表9 截至2021年6月末公司在手订单情况（单位：万元）**

类型	产品名称	主要客户	订单金额	履行状况
原药	毒死蜱	OUROFINO、NUTRIEN、SHARDA、中国江苏国际经济技术合作集团有限公司等	33,075.87	履行中
	绿草定酯	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司、SHARDA、UPL等	6,714.27	履行中
	氟乐灵	NUTRIEN、SUMMIT、ADAMA等	5,208.95	履行中
	精喹禾灵	青岛格力斯药业有限公司、山东中农联合生物科技股份有限公司等	123.81	履行中
精细化工中间体	二氯喹啉啉、丙酸等	SUMMIT、甘肃联凯生物科技有限公司等	1,304.60	履行中
			387.00	履行中
制剂	5%精喹禾灵乳油、48%氟乐灵乳油、500G/L 毒死蜱乳油等	NUFARM、南京润之辰国际贸易有限责任公司等	240.72	履行中
合计		--	47,055.22	--

注：上表中以美元计价的订单按照“1.00美元=6.50元人民币”的汇率转换为人民币单位。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

以销定产模式下存货滞销风险相对可控；制剂产品产能利用率较低，持续拖累盈利表现；在建与拟建项目后续投资带来一定资金支出压力，且新增产能存在消化风险；公司生产基地集中，需关注农药环保和安全生产风险

公司主要采取以销定产的生产模式，主要产品产销率表现较好，考虑到公司产品主要由订单保障，客户主要为国内外大型农化公司和经销商，合同履约信誉较好，存货因滞销带来的跌价风险相对可控。近年公司主要产品的产能规模保持稳定，农药原药产能利用率波动较大，2019年受江苏省加大化工园区安全环保整治力度及供热公司停产检修影响，开工受限，产能利用率大幅下降；2020年产能利用水平与2018年相比提升明显，主要受益于公司农药产品市场需求提振，其中除草剂产能利用率较高。农药制剂产品设计产能规模较大，近年产能利用率一直处于低水平，设备折旧等固定费用支出持续拖累盈利表现。

**表10 公司主要产品产销、产能利用情况（单位：吨/千升）**

产品名称	年份	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
------	----	----	----	----	-------	-----

<sup>5</sup> 根据BASF公告，2019年全球除草剂除草甘膦以外，其余产品销售额均在5.00亿美元以下，其中氟乐灵（含制剂）销售额在2.00亿美元左右；杀虫剂中毒死蜱（含制剂）销售额为3.90亿美元左右。



	除草剂		8,500.00	8,905.15	8,116.08	104.77%	95.96%
	杀虫剂	2020年	11,000.00	8,478.24	7,378.45	77.07%	94.66%
	小计		<b>19,500.00</b>	<b>17,383.39</b>	<b>15,494.53</b>	<b>89.15%</b>	<b>95.33%</b>
原药	除草剂		8,500.00	2,771.18	3,123.88	32.60%	118.49%
	杀虫剂	2019年	11,000.00	2,862.03	3,111.80	26.02%	123.19%
	小计		<b>19,500.00</b>	<b>5,633.21</b>	<b>6,235.69</b>	<b>28.89%</b>	<b>120.88%</b>
	除草剂		8,500.00	7,510.58	6,540.10	88.36%	94.20%
	杀虫剂	2018年	11,000.00	5,172.59	5,466.75	47.02%	111.35%
	小计		<b>19,500.00</b>	<b>12,683.17</b>	<b>12,006.85</b>	<b>65.04%</b>	<b>101.19%</b>
	除草剂			4,881.72	4,670.42		95.67%
	杀虫剂			2,951.75	2,649.03		89.74%
	杀菌剂	2020年	20,000.00	580.68	639.78	42.78%	110.18%
	其他			141.24	119.84		84.85%
	小计			<b>8,555.40</b>	<b>8,079.06</b>		<b>94.43%</b>
	除草剂			2,484.43	3,578.05		144.02%
	杀虫剂			1,969.34	2,215.36		112.49%
制剂	杀菌剂	2019年	20,000.00	372.95	401.65	24.71%	107.70%
	其他			114.46	109.03		95.25%
	小计			<b>4,941.18</b>	<b>6,304.09</b>		<b>127.58%</b>
	除草剂			6,510.37	5,590.50		85.87%
	杀虫剂			2,855.15	2,464.42		86.38%
	杀菌剂	2018年	20,000.00	515.66	428.80	49.67%	82.79%
	其他			53.31	89.63		168.12%
	小计			<b>9,934.48</b>	<b>8,573.34</b>		<b>86.30%</b>

注：产销率=销售及生产领用量/产量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产能布局来看，公司生产基地集中在盐城市大丰区，目前江苏省对区域内化工企业生产的环保标准较为严格。近年公司先后投资建设了废水处理系统工程、RTO焚烧炉、污泥干化设备、固体废物焚烧炉等“三废”处理设备，在环保安全生产方面投入力度较大<sup>6</sup>。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。为降低生产基地过于集中的风险，公司计划在四川广安新建第二生产基地，主要生产关键农化中间体，其中农化中间体优先满足公司原药生产需求，剩余部分对外销售，预计项目建成后有助于分散生产风险和完善产业链布局。此外，公司在建项目还包括大丰基地的精喹禾灵和喹禾糠酯原药生产线技改项目。总体来看，公司主要的在建与拟建项目尚需投资规模较大，带来一定资金支出压力，受后续资金到位情况、行业环境、地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期；此外，相关项目设计产能规模较大，考虑到细分产品市场需求相对有限，且行业竞争较为激烈，项目投产

<sup>6</sup> 2018-2020年公司环保投入总额（含固定资产投入、费用类投入和环境保护税）分别为1.47亿元、0.94亿元和1.84亿元。

后如未来市场需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能可能无法及时消化，从而提升公司平均经营成本，拉低盈利水平。

**表11 截至2021年6月末公司主要在建与拟建项目情况（单位：万元）**

项目名称	生产基地	总投资额	已投资额
年产800吨精喹禾灵及年产500吨喹禾糠酯原药生产线技改项目	大丰基地	17,050.00	9,174.11
10,000吨3,5-二硝基-4-氯三氟甲苯等精细化工产品建设项目（本期债券募投项目）	四川广安	64,230.95	242.46
1,600吨2-硝基-4-甲磺基苯甲酸等精细化工产品建设项目	四川广安	14,588.22	15.00
<b>合计</b>	--	<b>95,869.17</b>	<b>9,431.57</b>

注：已投资额包括相关项目流动资金投入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**采购集中度不高，不存在对单一供应商依赖较大的情况；化工原材料价格上涨可能挤压公司盈利空间**

近年公司主营业务成本中直接材料占比在70%以上，以电力、化工原材料等为主。在采购质量管理方面，公司建立了合格供应商评审体系，主要化工原材料的新供应商通常经过工厂现场评估、小试验证、批量试样、规模化供货生产等验证程序合格后才能正式列入合格供应商名录。从前五大供应商来看，近年公司采购集中度不高，不存在对单一供应商依赖较大的情况。结算方式是通常在月结的基础上给予一定信用期，近年采购账期集中在40-55天左右。采购价格随行就市，考虑到公司销售大部分产品市场竞争较为激烈，原材料涨价向下游转嫁的空间相对较小，公司面临一定的原材料价格波动风险。2020年受新冠疫情影响，国际原油全年平均价格下跌，化工原材料采购成本降低，对公司毛利率有一定提升作用；2021年以来，世界主要经济体复苏共振下原油需求明显提高，油价迎来上涨行情，目前已处于历史高位，预计2021年国际原油价格中枢明显上移，从而挤压公司盈利空间。

**表12 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	占当期采购额比例
2020年	1	国网江苏省电力有限公司	4,336.10	4.47%
	2	博兴县和信新材料科技有限公司	3,858.80	3.98%
	3	内蒙古灵圣作物科技有限公司	3,761.66	3.88%
	4	浙江荣凯科技发展有限公司	3,360.18	3.46%
	5	浙江埃森化学有限公司	2,624.07	2.71%
		<b>合计</b>	<b>17,940.81</b>	<b>18.50%</b>
2019年	1	国网江苏省电力有限公司	2,065.58	4.01%
	2	博兴县和信新材料科技有限公司	1,559.39	3.03%
	3	盐城新宇辉丰环保科技有限公司	1,434.91	2.79%
	4	内蒙古灵圣作物科技有限公司	1,237.95	2.40%
	5	盐城市凌云海热电有限公司	1,226.26	2.38%
		<b>合计</b>	<b>7,524.08</b>	<b>14.61%</b>

2018年	1	应城市东诚有机硅有限公司	3,317.19	3.65%
	2	国网江苏省电力有限公司	2,928.84	3.22%
	3	山东中新科农公司	2,765.60	3.04%
	4	浙江荣凯科技发展股份有限公司	2,084.53	2.29%
	5	盐城市凌云海热电有限公司	1,974.11	2.17%
		<b>合计</b>	<b>13,070.27</b>	<b>14.38%</b>

注：上述前五大供应商采购情况按照受同一实际控制人控制的原则合并计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>7</sup>审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及2021年1-6月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018-2019年合并报表范围未发生变化，2020年公司新增2家子公司，系公司新设丰山生物和江苏丰山新农业发展有限公司。

### 资产结构与质量

**近年公司资产规模保持增长，资产流动性尚可，但需关注应收款项回收风险和对外投资风险**

近年随着公司经营积累、扩大生产等，资产规模持续增长，以流动资产为主。近年公司现金类资产整体规模较为稳定，2020年末货币资金大幅增加主要因理财产品赎回，其中0.81亿元资金作为票据保证金受限；交易性金融资产为理财产品；应收票据和应收款项融资为产品销售形成的银行承兑汇票，即时变现能力较强；整体来看，公司未受限现金类资产占比较大，流动性较好。应收账款主要为产品销售款，2018-2020年账面规模主要随当年销售表现波动，信用政策未发生较大变化；2021年6月末应收账款规模大幅提升主要系销售款回款周期影响；2020年末，账龄在一年以内的应收账款账面余额占应收账款余额比例达97.72%；公司应收账款对象以国内外知名农化公司和经销商为主，前五大应收账款对象合计占比26.28%，集中度一般，如未来海外疫情演化影响公司外销客户生产经营，或国内环保安全生产政策趋严，可能导致公司客户出现经营困难，从而带来一定的坏账风险。近年公司存货规模较为稳定，存货主要为原材料、在产品、库存商品和发出商品等，其占存货账面价值比例分别为26.51%、6.71%、59.23%和6.75%，符合公司的产销特征，由于公司实行以销定产，存货滞销跌价风险相对可控。

非流动资产方面，2020年公司新增其他权益工具投资0.50亿元，主要为公司作为有限合伙人通过上海斐昱歆琰投资管理合伙企业（有限合伙）开展的产业投资，主要投资领域包括信息安全、智能制造等

<sup>7</sup>原名江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙），2019年更为现名。

高科技领域，有一定投资风险，如相关投资出现亏损，将影响公司盈利水平。固定资产主要为房屋建筑物及设备，随着新建产能与技术改进等项目陆续完工转固，近年固定资产规模不断增长，无闲置情况。在建工程主要为在建的IPO募投项目。

整体来看，公司资产以现金类资产、应收账款、存货和固定资产为主要构成，整体资产流动性尚可，但需关注近期应收账款增加，对营运资金占用加大，且公司面临一定回收风险；此外，公司参与高新领域产业投资亦带来一定投资风险。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.80	13.95%	6.44	32.26%	3.77	24.47%	3.54	23.72%
交易性金融资产	1.47	7.32%	0.00	0.00%	2.47	16.05%	0.00	0.01%
应收票据	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.60	3.92%	0.12	0.81%
应收账款	3.33	16.59%	1.59	7.94%	0.38	2.49%	0.85	5.69%
应收款项融资	1.29	6.43%	1.19	5.96%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
存货	2.90	14.43%	2.70	13.53%	2.11	13.69%	2.95	19.78%
<b>流动资产合计</b>	<b>12.79</b>	<b>63.74%</b>	<b>12.81</b>	<b>64.15%</b>	<b>10.02</b>	<b>65.14%</b>	<b>10.52</b>	<b>70.52%</b>
其他权益工具投资	0.50	2.49%	0.50	2.50%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	4.80	23.94%	5.00	25.02%	3.19	20.73%	2.95	19.77%
在建工程	0.73	3.63%	0.51	2.54%	0.85	5.54%	0.16	1.10%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.28</b>	<b>36.26%</b>	<b>7.16</b>	<b>35.85%</b>	<b>5.37</b>	<b>34.86%</b>	<b>4.40</b>	<b>29.48%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.91</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

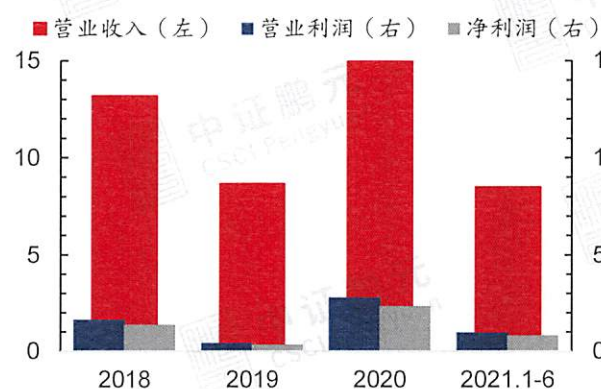
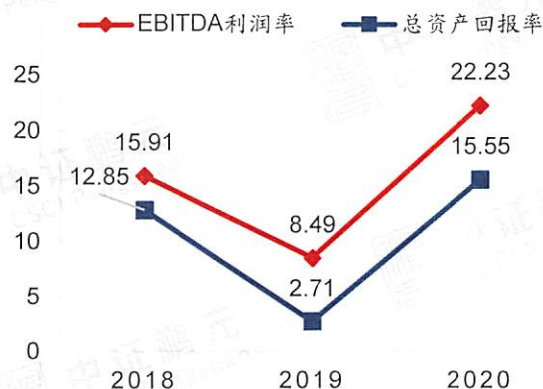
## 盈利能力

近年公司营业收入波动较大，盈利能力尚可，2021年化工原材料价格上涨或对盈利产生不利影响

公司收入主要来源于农药原药、制剂及化工中间体的销售，其中除草剂和杀虫剂原药销售为收入的主要构成。近年收入规模存在较大波动，其中2019年大幅下滑，主要系江苏省、盐城市政府在2019年陆续出台多项安全环保整治提升措施，同时在园区唯一供热公司盐城市凌云海热电有限公司对蒸汽管网全线进行安全监测、检修停止对外供热，导致公司原药合成车间于2019年4-10月停产。2020年收入规模在2018年的基础上明显增长，主要系2019年停产导致部分客户对公司产品的库存较低，2020年存在一定补库需求；同时新冠疫情影响下农药行业产能相对紧张，而公司所在区域疫情控制相对较好，复工复产相对较快，抢占了一定的市场份额，随着其他区域农药产能陆续恢复，该影响逐步消退；预计2021年公司所面临的产品需求将逐渐向常态水平回归，同时需关注海外疫情演化的不确定性可能导致公司外销表现波动。

盈利能力方面，由于公司生产的主要农药产品较为成熟，市场竞争较为激烈，产品盈利主要受市场

供需状况和原材料价格波动影响。具体来看，近年除草剂品种毛利率相对较高，2020年毛利明显提升，主要系客户补库需求及新冠疫情影响下公司部分除草剂原药销售大增，且化工原材料价格下跌亦扩大了盈利空间；杀虫剂毛利率相对较稳定，盈利水平一般；杀菌剂以制剂产品为主，国内农药制剂生产技术门槛较低，利润率较低，且公司产能利用率低，故毛利率偏低。整体来看，2018-2020年公司毛利率表现为小幅增长，2021年上半年上游化工原材料价格快速上涨，公司当期毛利明显下滑，预计2021年原材料价格中枢将明显上移，或对公司全年盈利产生不利影响。与部分同行业公司相比，公司销售毛利率处于中上区间，销售净利率位于中上水平，整体盈利能力尚可。

**图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）**

**图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

**表 14 2020 年部分农化企业盈利能力指标（单位：%）**

指标	丰山集团	扬农化工	长青股份	湖南海利	中旗股份	新农股份	平均值
销售毛利率	30.54	26.31	18.28	30.84	23.25	30.80	26.67
销售期间费用率	12.51	12.56	11.55	12.34	12.21	15.42	12.77
销售费用率	2.79	2.22	1.97	1.89	1.12	3.82	2.30
管理费用率	6.21	5.13	4.44	6.02	6.13	5.50	5.57
研发费用率	3.19	3.38	4.27	3.48	3.19	5.23	3.79
销售净利率	15.77	12.30	6.48	14.27	10.54	14.68	12.34

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 现金流

近年公司经营活动现金流表现尚可，在建和拟建项目后续建设带来一定资金支出压力

近年公司主营业务回款表现较稳定，2018-2020 年公司经营活动现金持续净流入，经营活动现金流表现尚可。近年公司投资活动主要为资本性投入和理财产品的投资，投资活动现金流净额规模存在较大波动。筹资活动方面，近年公司主要以股权融资为主，辅以短期借款融资，2018 年公司公开发行股票筹资规模较大，当年筹资活动现金大幅净流入，2019-2020 年筹资活动主要根据经营和投资活动的资金需求开展，筹资活动现金流净出入规模较小。公司资产流动性尚可，银行授信额度较为充足，且上市后融

资渠道更加丰富，整体融资弹性较好，但公司在建和拟建项目尚需投资规模较大，在考虑自有资金存量后尚存在一定资金缺口，公司面临一定的资金支出压力。

图 7 公司现金流结构

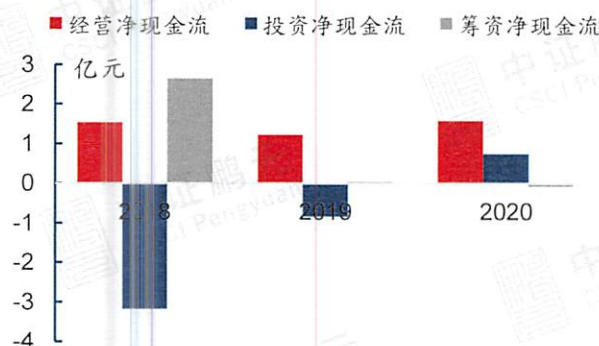
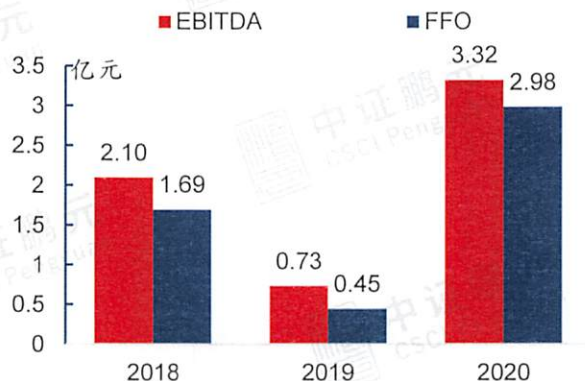


图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 资本结构与偿债能力

公司资本实力不断增强，负债水平较低，债务偿付压力不大

公司于 2018 年公开发行股票之后资本实力大幅增加，随着近年公司经营积累等，所有者权益持续增长，负债总额亦保持增长，产权比率有所提高。

图 9 公司资本结构

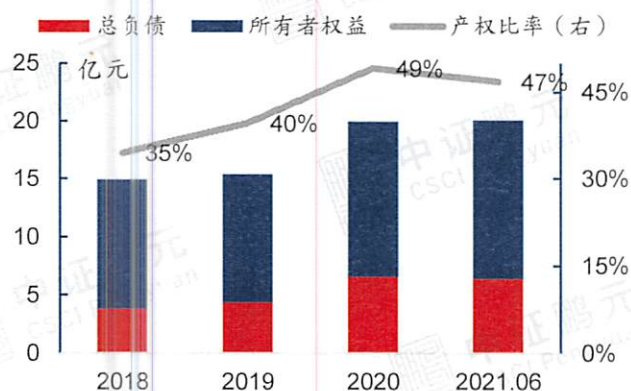
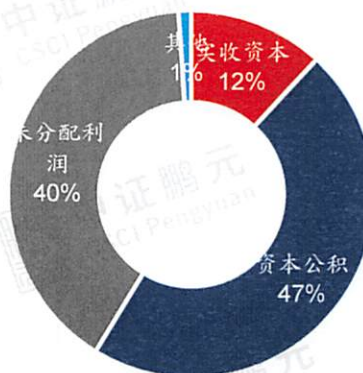


图 10 2021 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要为流动负债，近年流动负债占负债总额的比重均在 90% 以上，以经营性负债为主。应付票据为银行承兑汇票，具有偿付刚性，2020 年增长较快；应付账款主要为应付材料款等；预收款项与合同负债主要为预收货款；2020 年末公司应付票据和应付账款账面价值合计 4.01 亿元，占负债总额的比重为 60.90%，规模和占比较大，体现了一定的上游占款能力。其他应付款主要由限制性股票回购产生。其他流动负债以未终止确认的背书未到期票据为主。整体来看，公司总债务规模较小，均为短期债务，

考虑到其账上资金相对充裕，公司偿债压力不大。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	2.15	33.59%	2.33	35.41%	0.77	17.58%	1.49	38.84%
应付账款	1.42	22.24%	1.68	25.49%	1.53	35.13%	1.21	31.56%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.24	5.42%	0.12	3.19%
合同负债	0.14	2.16%	0.53	8.01%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	0.69	10.81%	0.78	11.83%	0.68	15.46%	0.16	4.20%
其他流动负债	0.97	15.17%	0.51	7.71%	0.53	12.21%	0.07	1.91%
流动负债合计	5.95	93.01%	6.23	94.64%	4.04	92.49%	3.46	90.44%
非流动负债合计	0.45	6.99%	0.35	5.36%	0.33	7.51%	0.37	9.56%
负债合计	6.40	100.00%	6.58	100.00%	4.37	100.00%	3.83	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司债务占负债比重

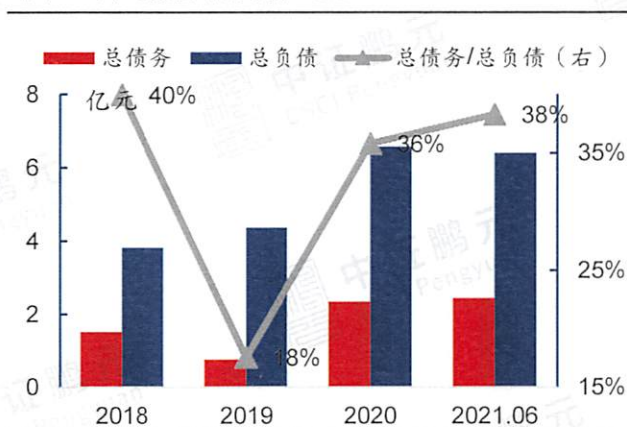
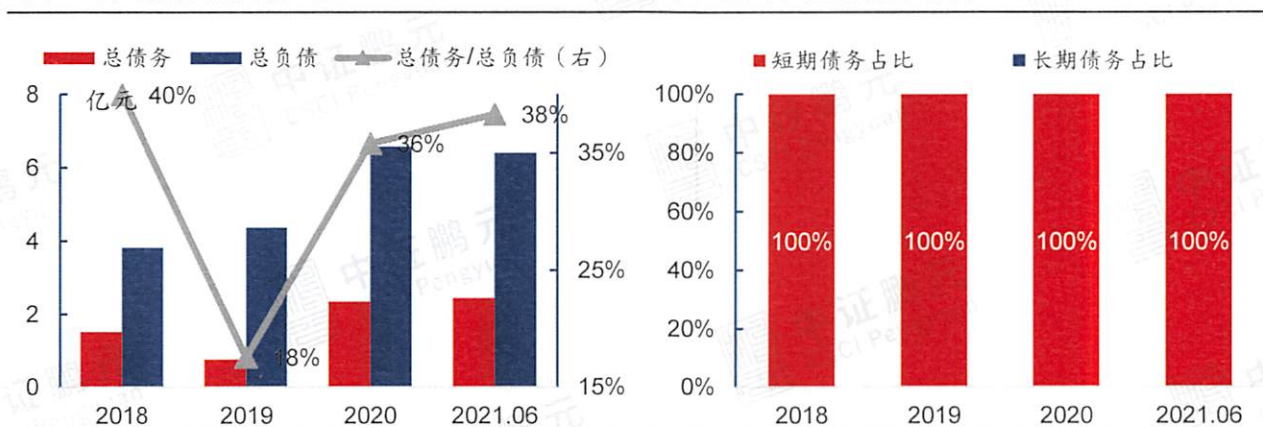


图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率小幅提升，目前负债水平不高，但本期债券如发行成功，公司负债水平将有明显提高。公司融资性债务规模较小，现金类资产对短期债务的保障水平较高，EBITDA 对利息的保障程度也较高，债务本息安全性较好。2018-2020 年公司速动比率持续下降，但保障程度尚可。公司资产流动性尚可，融资弹性较好，且经营活动现金生成能力尚可，财务风险较小。

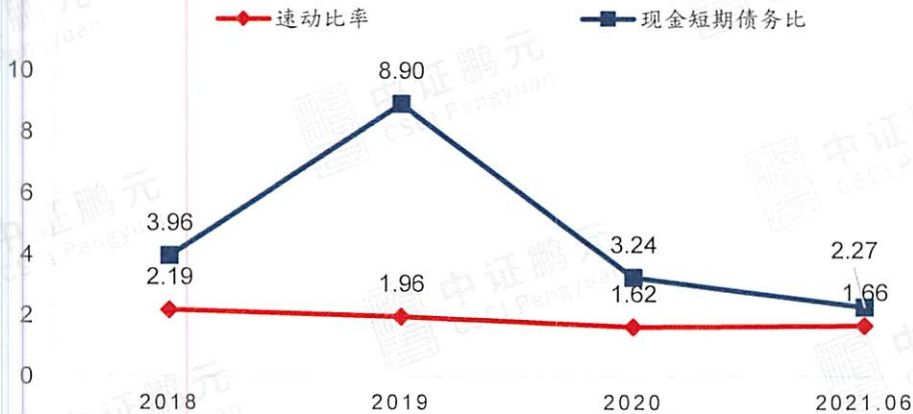
表16 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年6月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	31.88%	32.95%	28.39%	25.65%
净债务/EBITDA	--	-1.48	-7.94	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	141,815.04	1,799.04	39.56
总债务/总资本	15.20%	14.96%	6.52%	12.12%
FFO/净债务	--	-60.58%	-7.67%	-40.34%

注：2018-2020年公司净债务为负。

资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-6月未经审计财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司2018-2020年审计报告及2021年1-6月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 八、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2018年1月1日至报告查询日（2021年7月15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。

## 九、本期债券偿还保障分析

### 本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营活动现金净流入为本期债券偿债资金的主要来源。2018-2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为11.73亿元、6.97亿元和11.23亿元，经营活动产生现金流量净额分别为1.53亿元、1.22亿元和1.57亿元。公司下游客户资质较好，销售渠道较为广泛，业务发展有一定保障。但同时中证鹏元也关注到，农药行业较为激烈的市场竞争环境、环保安全生产风险，以及海外疫情形势演化的不确定性仍可能对公司经营业绩造成影响，从而影响公司经营现金流。

公司募投项目实现的现金流入为本期债券偿债资金的补充来源。根据公司提供的数据，本期募投项目建成并完全达产后，预计内部收益率（税后）为12.46%，可为本期债券的偿付提供一定保障，但需关注项目能否按预期完工或者实现预期收益存在一定的不确定性，且项目建设期的偿债安排依赖于公司自有资金。

此外，中证鹏元还关注到本期债券为可转换公司债券，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转



股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能。

### 本期债券保障措施分析

公司用于抵押增信的土地、房产、设备等资产可在一定程度上保障本期债券的偿付

根据公司（抵押人）与华泰联合证券有限责任公司（抵押权人代理人）签署的《江苏丰山集团股份有限公司公开发行可转换公司债券之抵押合同》（以下简称“《抵押合同》”），公司拟将其合法持有的土地、房产、设备等资产为本期债券还本付息提供抵押担保。担保的主债权为本期债券，担保范围为本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。担保期限为自本期债券发行首日至到期日或者全部股转日后二年止。担保期内，如抵押财产发生重大不利变化导致抵押财产价值低于担保金额（包括但不限于主债权、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用）100%的，抵押人承诺在该等重大不利变化发生之日起90个工作日内提出追加或替换抵押方案，并在该等方案经债券持有人会议审议通过后按照债券持有人会议审议通过的方案进行追加担保，追加后的抵押财产价值不低于担保金额100%。

根据江苏华信资产评估有限公司出具的《江苏丰山集团股份有限公司拟发行可转换公司债券涉及的抵押物市场价值评估项目资产评估报告》（苏华评报字[2021]第264号），评估基准日2021年3月31日，抵押资产评估值为65,279.04万元。中证鹏元认为，公司提供的资产抵押担保可在一定程度上保障本期债券的偿付，但相关资产评估增值率较高，其动态市场价值和即时变现能力受未来市场环境影响存在不确定性。

表17 公司抵押资产情况（单位：亿元）

抵押资产名称	评估价值	评估增值率
建筑物	2.17	85.81%
设备	3.44	30.99%
土地使用权	0.92	78.29%
合计	6.53	51.49%

资料来源：《江苏丰山集团股份有限公司拟发行可转换公司债券涉及的抵押物市场价值评估项目资产评估报告》，中证鹏元整理

## 十、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

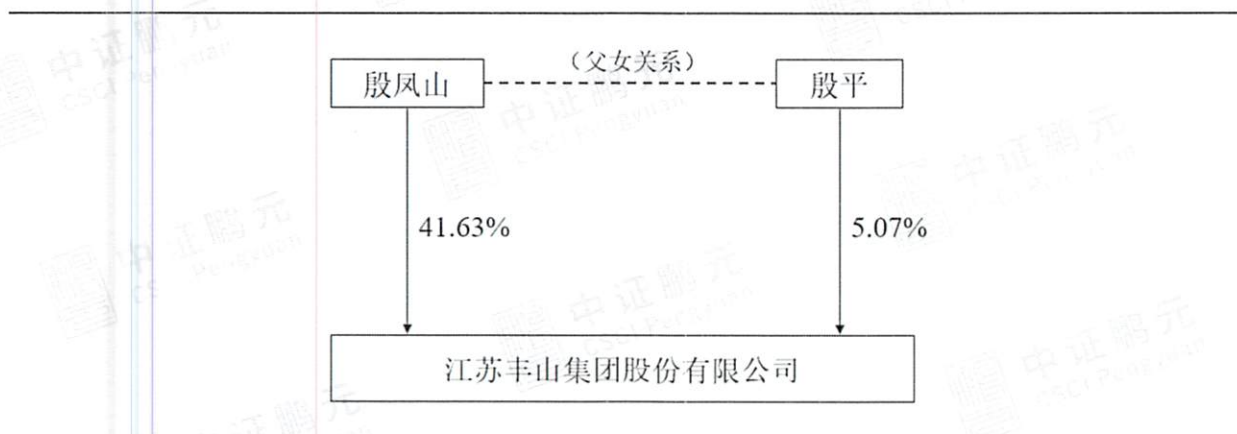
本评级机构将及时在本评级机构网站（[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

## 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：亿元）	2021年6月	2020年	2019年	2018年
货币资金	2.80	6.44	3.77	3.54
应收账款	3.33	1.59	0.38	0.85
存货	2.90	2.70	2.11	2.95
流动资产合计	12.79	12.81	10.02	10.52
固定资产	4.80	5.00	3.19	2.95
非流动资产合计	7.28	7.16	5.37	4.40
资产总计	20.07	19.97	15.39	14.91
短期借款	0.30	0.03	0.00	0.04
应付票据	2.15	2.33	0.77	1.49
应付账款	1.42	1.68	1.53	1.21
其他应付款	0.69	0.78	0.68	0.16
其他流动负债	0.97	0.51	0.53	0.07
流动负债合计	5.95	6.23	4.04	3.46
非流动负债合计	0.45	0.35	0.33	0.37
负债合计	6.40	6.58	4.37	3.83
总债务	2.45	2.35	0.77	1.53
归属于母公司的所有者权益	13.67	13.39	11.02	11.09
营业收入	8.50	14.94	8.66	13.17
净利润	0.83	2.36	0.35	1.39
经营活动产生的现金流量净额	-1.43	1.57	1.22	1.53
投资活动产生的现金流量净额	-1.83	0.73	-0.83	-3.17
筹资活动产生的现金流量净额	-0.33	-0.07	0.04	2.65
财务指标	2021年6月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	22.14%	30.54%	28.16%	26.92%
EBITDA 利润率	--	22.23%	8.49%	15.91%
总资产回报率	--	15.55%	2.71%	12.85%
产权比率	46.80%	49.14%	39.65%	34.51%
资产负债率	31.88%	32.95%	28.39%	25.65%
净债务/EBITDA	--	-1.48	-7.94	-2.00
EBITDA 利息保障倍数	--	141,815.04	1,799.04	39.56
总债务/总资本	15.20%	14.96%	6.52%	12.12%
FFO/净债务	--	-60.58%	-7.67%	-40.34%
速动比率	1.66	1.62	1.96	2.19
现金短期债务比	2.27	3.24	8.90	3.96

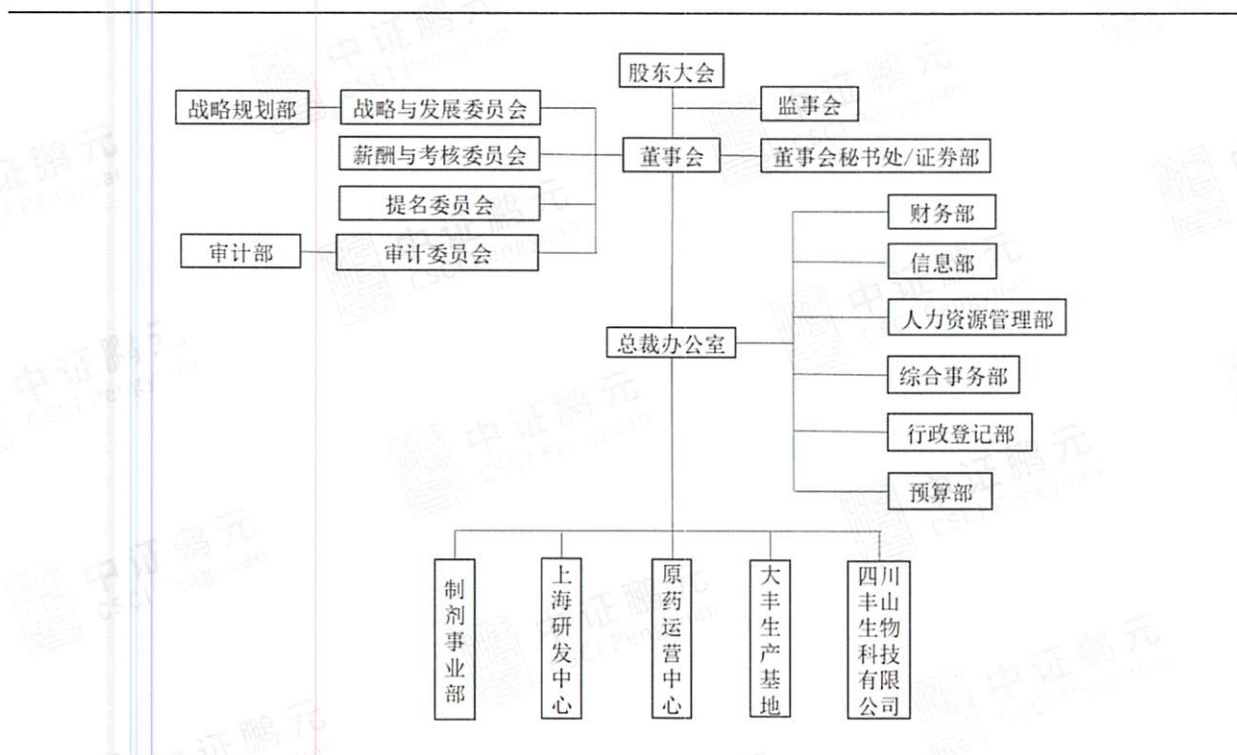
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2020 年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
四川丰山生物科技有限公司	10,000.00	100%	生物科技研发；化工产品、化工原料、农药研发、生产、销售；化工技术服务及技术转让；货物及技术进出口等
江苏丰山新农业发展有限公司	1,000.00	100%	农药批发；农药零售；农作物种子经营等
江苏丰山农化有限公司	3,000.00	100%	农药批发（按许可证所列项目经营）。植物生长调节剂、化工原料（除危险品）、肥料、农膜、农机械、不再分装的农作物包装种子零售等
南京丰山化学有限公司	2,000.00	100%	农业机械、农副产品、花卉、苗木、饲料、化工产品销售等
上海丰山测试技术有限公司	200.00	100%	医药中间体、农药及相关产品分析测试领域内的技术服务等

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

## 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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 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。