



# 2022年江苏丰山集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券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員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：

# 2022年江苏丰山集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	首次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
丰山转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“丰山转债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：公司客户资质较优，销售渠道广泛，在手订单充足；同时中证鹏元也关注到，受原油价格上涨和市场供需状况影响，公司主营业务盈利能力下滑，且将持续承压，以及仍面临市场竞争加剧的风险、环保及安全生产风险、能源供应不足导致生产中断的风险、在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险等风险因素。

## 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。

## 评级日期

2022年07月26日

## 联系方式

项目负责人：徐宁怡  
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：徐铭远  
xumy@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	20.89	19.93	19.97	15.39
归母所有者权益	14.52	14.21	13.39	11.02
总债务	3.01	2.17	2.35	0.77
营业收入	4.41	15.18	14.94	8.66
净利润	0.31	1.15	2.36	0.35
经营活动现金流净额	-1.18	0.60	1.57	1.22
销售毛利率	17.85%	20.04%	30.54%	28.16%
EBITDA 利润率	--	12.87%	22.23%	8.49%
总资产回报率	--	6.68%	15.55%	2.71%
资产负债率	30.50%	28.70%	32.95%	28.39%
净债务/EBITDA	--	-1.68	-1.48	-7.94
EBITDA 利息保障倍数	--	193.92	141,815.04	1,799.04
总债务/总资本	17.17%	13.23%	14.96%	6.52%
FFO/净债务	--	-45.22%	-60.58%	-7.67%
速动比率	1.64	1.74	1.62	1.96
现金短期债务比	1.65	2.80	3.24	8.90

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

## 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，部分主力产品氟乐灵和精啞禾灵在细分市场具有一定竞争优势，且农药行业长期需求有较好支撑，公司在手订单充足，可为经营业绩提供一定支撑。

## 关注

- **主营业务盈利能力下滑，且将持续承压。**2021年在原油价格大涨及国内“能耗双控”政策双重影响下，公司上游化工原材料价格攀升，且在原药价格整体上涨的大环境下，公司部分主力产品价格受市场供需影响出现回落，毛利率受到较大侵蚀，受此影响，当年净利润降幅高达51.32%；预计2022年原材料价格仍将高位运行，公司成本管控压力仍较大。
- **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。**农药生产企业面临较强的环保安全约束，公司生产基地集中在江苏省盐城市大丰区，“3·21响水事件”使得区域政府对安全、环保的标准趋严。未来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。此外，根据农业部有关规定，公司主力产品之一毒死蜱在部分作物上被限用，其下游需求面临收缩的风险。
- **能源供应不足导致生产中断的风险。**公司所处园区供热企业唯一，若其因安全监测、检修等停止对外供热，或未来限电政策持续，公司生产连续性将受到影响。
- **在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险。**公司在建项目尚需投资规模较大，受行业环境、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，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	扬农化工	长青股份	湖南海利	中旗股份	丰山集团	新农股份
总资产	131.02	68.65	32.45	31.55	<b>19.93</b>	15.53
营业收入	118.41	37.65	27.02	21.93	<b>15.18</b>	11.63
营收增长率	20.45%	25.15%	23.79%	17.78%	<b>1.61%</b>	-2.61%
净利润	12.23	2.48	2.89	2.16	<b>1.15</b>	1.38
销售毛利率	23.06%	17.51%	22.77%	21.83%	<b>20.04%</b>	30.61%

注1：以上各指标均为2021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：iFinD，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
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	很小
	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	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	2		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	表现不佳	
			盈利水平	5	
业务状况评估结果		强	财务状况评估结果		很小
指示性信用评分					aa
调整因素	重大特殊事项		调整幅度		-1
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-	2021-9-26	徐宁怡、朱磊	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
丰山转债	5.00	5.00	2021-9-26	2028-6-27

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年6月27日发行6年期5.00亿元丰山转债，募集资金计划用于年产10000吨3,5-二硝基-4-氯三氟甲苯等精细化工产品建设项目<sup>1</sup>。截至2022年7月19日，丰山转债募集资金存放于验资户中，账户余额为49,354.46万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2022年6月末，公司总股本为16,234.88万股，实收资本为16,234.88万元<sup>2</sup>，控股股东及实际控制人仍为殷凤山和殷平（父女关系），持股比例分别为41.72%和5.08%，其中殷凤山于2022年6月将其持有的2,698.03万股用于个人融资质押，截至2022年6月末质押股票数占其持有公司全部股票的39.84%，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司主营业务未发生重要变化，仍主要从事农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售。跟踪期内，公司主要高管未发生变化，管理人员的稳定有助于公司经营的持续发展。

2021年及2022年1季度，公司合并报表范围均未发生变化，截至2022年3月末，公司纳入合并报表范围的子公司共5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

<sup>1</sup> 根据公司于2022年7月16日发布的公告，由于本期债券募集资金净额为48,978.87万元，故将募投项目拟投入募集资金金额由50,000.00万元调整为48,978.87万元。

<sup>2</sup> 根据公司于2022年7月16日发布的公告，拟对部分限制性股票进行回购注销，注销完成后，公司总股本将变更为16,229.39万股，注册资本相应变更为16,229.39万元，截至本报告出具日，上述回购注销事项尚未完成。



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。

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。

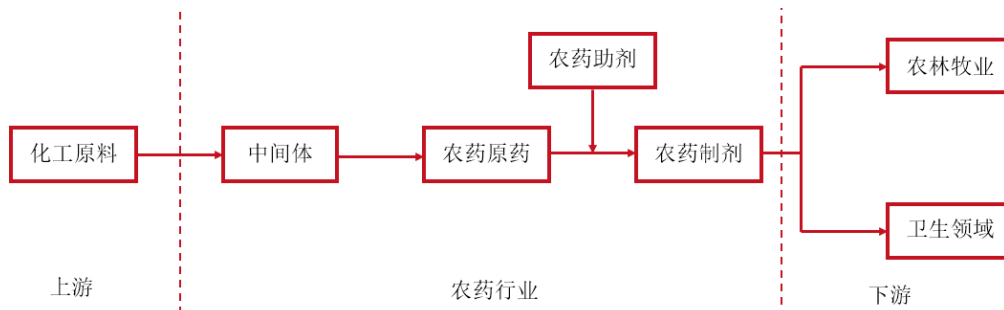
## 行业运营环境

**中国农药企业仍集中于产业附加值较低的原药环节，2021年我国农药行业量价齐升，景气度边际回暖**

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，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。

我国是全球农药原药主要生产基地和最大出口国，目前全球市场近70%的农药原药在中国生产。2021年以来，我国农药行业逐渐走出衰退，量价均迎来向上拐点。

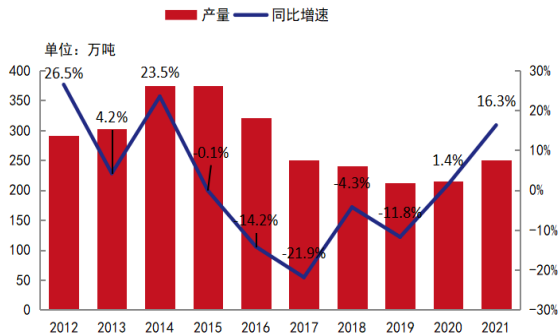
产量方面，2017年供给侧改革及环保治理后，行业产量明显下滑，2020年上半年又因为疫情影响开工，整体产量表现不佳。2020年下半年以来，全球农化产品需求持续向好，而海外供应链持续运转受阻，边际需求转移到国内，我国农药出口需求旺盛，行业产量明显提升。根据国家统计局数据，2021年国内原药产量249.8万吨，同比增长16.3%，增速创2015年以来新高，其中产量前五的地区依次为江苏、四川、山东、浙江和安徽。同时农药出口形势依然向好，2021年农药进口量10.4万吨，出口量220.2万吨（货物量），贸易顺差达到71亿美元，再创历史新高。

价格方面，2021年，我国农药价格指数呈强势上涨势头，尤其是下半年以来，在能耗双控、限产限电的政策影响下，基础原材料价格大幅上涨，叠加安全事故时有发生、疫情散发的开工率限制，多因素导致产品供应不足，以草甘膦、草铵膦为首的大宗除草剂等原药产品价格持续攀升，创近10年新高，据中国农药工业协会监测的近百种农药价格数据来看，85.57%的品种价格上涨，其中29.90%涨幅超40%。而进入2022年以来，随着原药供应紧张格局有所缓解，产品价格普遍出现回落，但仍处于相对高位。

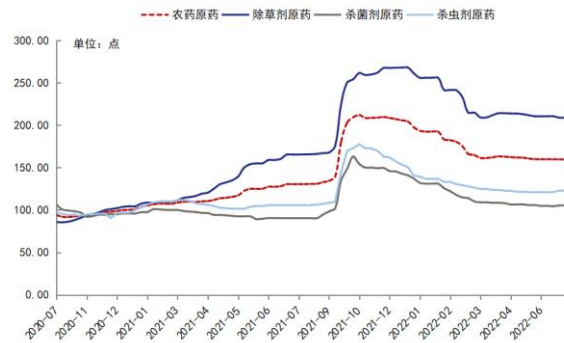
**图 2 2021 年我国农药原药产量增速创新高**

**图 3 2021 年我国原药产品价格大幅上涨**





资料来源：iFinD，中证鹏元整理

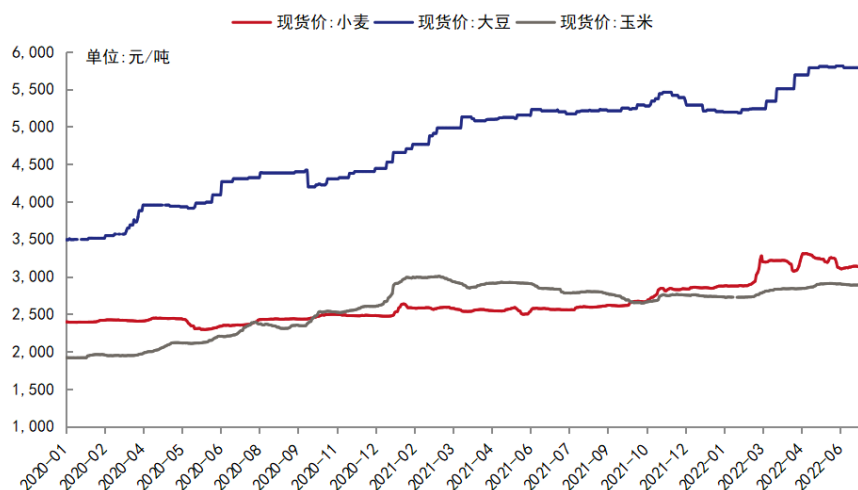


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

### 粮食价格上行有望支撑农药需求景气度，环保约束和产业政策助力供给端格局持续优化，行业绿色化及大型化发展趋势延续，行业集中度有望进一步提高

由于农业的弱周期属性，农药需求相对刚性，而目前全球粮食价格上涨有望提升农药需求。自新冠疫情爆发以来，粮食安全战略被各国提高到前所未有的高度，从我国主要农作物现货均价来看，粮食价格从2020年3季度开始便逐步上涨，而近期爆发的俄乌冲突更是进一步引发了各国对粮食安全问题的担忧，由于俄罗斯和乌克兰都是重要的农作物生产国和出口国，市场担心俄乌军事冲突将影响两国农业种植以及出口，故而加剧了粮食作物供应紧张的预期，农作物价格仍延续上涨趋势。农作物价格上涨促使农民种植意愿增强，根据国家统计局数据，2021年我国谷物种植面积为15.03亿亩，同比增长2.3%。展望2022年下半年，预计地缘军事冲突以及新冠疫情带来的影响短期内仍将持续，全球粮食价格仍处于上行通道，有望大大增强农民施用农药的积极性，并带动农药需求持续提升。

图 4 我国农作物价格自 2020 年 3 季度以来持续上涨



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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、安全要求加强，以及供给侧改革相关政策逐步落地，农药行业的进入壁垒不断提高，未来行业绿

色化及大型化发展趋势仍将是主线，对供给端形成长期约束。

产品结构方面，2022年1月出台的《“十四五”全国农药产业发展规划》（以下简称“农药产业十四五规划”）中指出大力发展生物农药，并将农药产品划分为优先发展、适度发展和逐步退出三类，逐步淘汰退出抗性强、药效差、风险高的老旧农药品种和剂型<sup>3</sup>。而2022年3月出台的《中华人民共和国农业农村部公告第 536号》规定禁止生产甲拌磷、甲基异柳磷、水胺硫磷、灭线磷原药及制剂产品。

行业格局方面，虽然国内农药生产企业格局仍较为分散，但随着国内多轮环保、安全整顿工作的开展，农药行业整合已初具成效，且行业兼并重组仍在有序进行。2021年全国农药行业销售TOP100企业总销售额达2,062.07亿元，同比增长12.31%，在全国农药企业中占比约60%，其中前10强企业销售额达793.41亿元，同比增长12.95%，占百强企业销售总额的38.48%，销售额超过10亿的企业达64家，较2020年增加5家，市场份额继续向头部企业集中。且根据农药行业十四五规划，计划到2025年着力培育10家产值超50亿元企业、50家超10亿元企业、100家超5亿元企业，龙头企业市占率有望进一步提升。

**表1 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
2021年2月	《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（2021年中央一号文件）	国务院	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。
2022年1月	《“十四五”全国农药产业发展规划》	农业农村部、国家发改委、科技部、工信部、生态环境部等八单位	优化生产布局，发展农药产业重点园区 31 个。提高产业集中度，到 2025 年，园区内农药生产企业产值提高 10 个百分点。调整产品结构，大力发展生物农药，逐步淘汰退出抗性强、药效差、风险高的老旧农药品种和剂型。
2022年3月	中华人民共和国农业农村部公告（第 536 号）	农业农村部	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

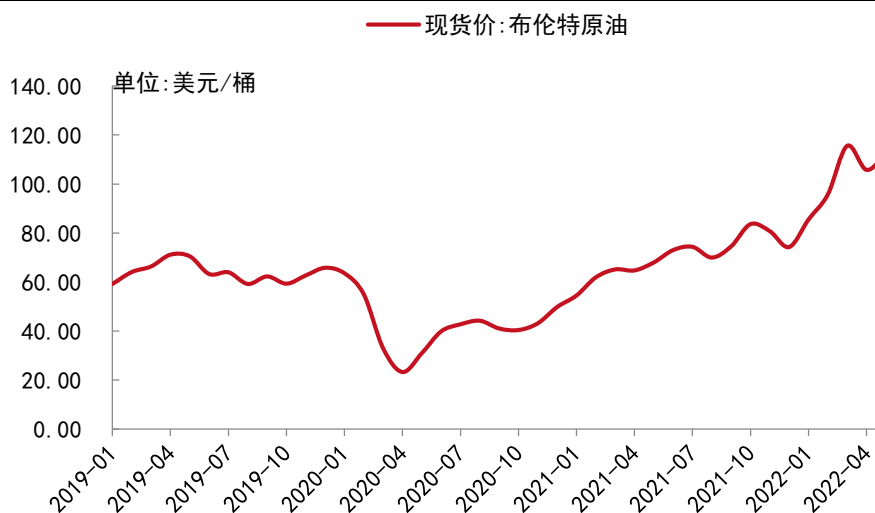
### 石油化工产品等原材料为农药原药生产企业营业成本的主要构成，预计2022年化工原料价格中枢高位运行，持续挤压行业盈利空间

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。2021年全年石油石化维持高景气度，主要系随着全球疫情逐渐得到控制，经济复苏驱动原油需求提升，而 OPEC+执行减产政策，导致原油供给端偏紧，供需失衡推动油价持续上涨。同时，在天然气、煤炭价格高企的情况下，石油作为间接替代的一次性能源受到价格推动。2022年以来，俄乌冲突爆发使得来自俄罗斯的能源供应缺口进一步放大，而以沙特为首的 OPEC 成员国依然缺乏增产意愿，原油供给端紧张程度加剧，原油价格飙升，带动石油、石化相关行业价格走高。

<sup>3</sup> 公司目前在产产品中毒死蜱为适度发展类，其他产品均不属于适度发展和逐步退出类。

展望 2022 年下半年，短期来看，原油供需不平衡局面难以缓和，并且地缘政治溢价难以消除，同时由于目前全球原油与成品油库存均处于近年来的绝对低位，低库存将托底油价，预计全年原油价格中枢或将持续处于高位，从而压缩下游农药原药生产企业盈利空间。

**图 5 2021 年以来，原油价格延续震荡上行态势**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司的主营业务依然是农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售，其中农药产品包括原药和制剂，原药占比约70%左右；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，公司营业收入仍然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，2021年除草剂收入整体保持增长，但杀虫剂收入显著下滑，主要系毒死蜱系列产品因政策限制导致下游市场需求收缩<sup>4</sup>，公司对其产量进行调减，整体来看，公司主营业务收入较上年小幅增长；毛利率方面，2021年在原油价格大涨及国内“能耗双控”政策双重影响下，公司上游化工原材料价格上涨，主营产品利润受到较大程度挤压，而受细分市场供需环境影响，公司部分主力产品价格出现回落，故当年销售毛利率同比大幅下降，且2022年1季度毛利率仍延续下降的态势。

**表2 公司主营业务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
除草剂	27,198.86	21.04%	99,002.27	23.33%	90,309.19	33.83%
杀虫剂	12,039.23	9.67%	36,445.34	13.07%	46,548.50	24.02%

<sup>4</sup> 农业部第 2032 公告称，自 2016 年 12 月 31 日起，毒死蜱禁止在蔬菜上使用；根据农业部 2567 号公告，毒死蜱属于“非定点经营”的“限制农药”，且不能在网上进行销售。

杀菌剂	1,901.94	21.82%	9,399.77	15.82%	6,656.52	13.39%
精细化工中间体	1,317.21	3.19%	4,380.21	3.66%	4,552.44	58.10%
其他	1,662.87	31.45%	2,529.66	35.40%	1,101.23	26.73%
<b>合计</b>	<b>44,120.10</b>	<b>17.83%</b>	<b>151,757.25</b>	<b>20.04%</b>	<b>149,167.88</b>	<b>30.54%</b>

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；随着产业链进一步完善，公司竞争力有望提升**

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，以原药产品为主，其中氟乐灵、精喹禾灵原药在细分市场具有一定的竞争优势和较好的品牌口碑。2021年，公司IPO募投项目持续推进，且部分项目已达产，可丰富现有产品结构，并拓展新的利润来源；同时，公司亦推动四川广安生产基地的建设，该基地主要围绕关键农药中间体生产，建成后将进一步完善中间体-原药-制剂的产业链一体化布局，有助于提升原材料供应的稳定性和产品的盈利能力。客户渠道方面，公司在海内外建立了较为优质的客户渠道，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的农药生产企业，产品质量管控能力获得核心客户认可。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仍具备一定优势。

**公司销售集中度仍偏低，整体客户资质较好且具备一定粘性，目前在手订单充足，短期业绩有保障；但2021年公司部分主力产品价格受供需影响逆势下跌，需关注未来行业竞争加剧导致其业绩下滑的风险，同时全球疫情演化可能对公司外销表现形成扰动**

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，约占营业收入的80%，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。2021年公司的销售政策未发生较大变动，在经销模式下，公司一般每年与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。公司对客户的销售账期为0-180天不等，其中内销账期一般为1个月，外销账期为1-6个月，2021年及2022年1季度，公司整体回款周期较上年略有延长，2021年应收账款平均周转天数约为42天。

从销售区域来看，公司主要外销地为澳大利亚、巴西、印度等，外销产品主要为农药原药，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。2021年疫情导致国际海运不畅，公司出口发货受阻，外销收入及其占比有所下降，考虑到目前主要外销地疫情形势仍较为严峻，变异毒株扩散及各

<sup>5</sup> 根据中国农药工业协会统计数据，中农立华生物科技股份有限公司、北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司2021年销售额分别排名国内农药行业第4和第8。

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，未来可能持续影响公司外销表现。此外，公司产品出口还面临一定的汇兑风险和信用风险，目前主要通过远期锁汇和出口信用保险加以管理。

**表3 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）**

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
内销	10.95	72.18%	10.06	67.47%
外销	4.22	27.82%	4.85	32.53%
<b>合计</b>	<b>15.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.92</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司销售集中度仍较低，不存在对少数客户存在较大依赖的情形，前五大客户结构相对稳定，以海内外直销客户为主，客户资质较好。

**表4 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
2021 年	1	NUTRIEN	8,929.62	5.88%
	2	江苏汇鸿国际集团中天控股有限公司	7,631.74	5.03%
	3	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	6,711.70	4.42%
	4	UPL	6,011.66	3.96%
	5	NUFARM	2,865.88	1.89%
		<b>合计</b>	<b>32,150.60</b>	<b>21.18%</b>
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%
		<b>合计</b>	<b>33,694.15</b>	<b>22.59%</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

2021年，由于基础化工原材料价格攀升，叠加供给端收缩，农药价格普遍上涨，但公司氟乐灵、精喹禾灵及毒死蜱系列产品受市场供需影响，销售均价较上年均出现回落，因此当年原材料价格上涨对产品利润侵蚀较大。同时，部分产品销量亦有所下滑，整体来看，2021年四大主力系列产品合计销售收入及其对营收的贡献率同比有所下降，而新增的绿草定酯等系列产品销售额开始逐步放量。截至2022年6月末，公司在手订单量为3.41亿元，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>6</sup>，且农药行业整体而言竞争较为激烈，如未来

<sup>6</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。



市场竞争进一步加剧，可能蚕食公司市场份额，影响业绩水平。

**表5 截至 2022 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	北京中农卓亚科技有限公司、南京广通医药化工有限责任公司、OURO FINO、湖南海利化工股份有限公司等	3,457.87	履行中+未履行
	绿草定酯	燕化永乐(乐亭)生物科技有限公司、TITAN、江苏金立凯化工有限公司等	6,325.52	履行中+未履行
	氟乐灵	NUTRIEN、TITAN、江苏金立凯化工有限公司、中化农化有限公司等	14,289.09	履行中+未履行
	精喹禾灵	AUGUST、辽宁晟钰科技有限公司、AMVAC 等	5,371.95	履行中+未履行
	炔草酯	AUGUST	451.00	未履行
	氰氟草酯	青岛海西格玛化工有限公司	277.50	未履行
精细化工 中间体	2,6-二氯喹啉啉	SUMMIT、NUFARM、ADAMA BRASIL 等	2,431.30	未履行
	4-氯-3,5-二硝基三氟甲苯		1,331.21	未履行
制剂	毒死蜱乳油	NUFARM	183.30	未履行
<b>合计</b>		--	<b>34,118.74</b>	--

注：上表中以美元计价的订单按照“1.00美元=6.70元人民币”的汇率转换为本币单位。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**杀虫剂原药产能利用率大幅下降，制剂产能利用率仍在低位；在建项目待投资规模较大，且新增产能存在消化风险；公司生产基地集中，需关注环保和安全生产风险**

公司主要采取以销定产的生产模式，也会根据销售季节及市场情况对部分产品提前储备，2021年主要产品产销率表现依然较好，考虑到公司产品主要由订单保障，客户以国内外大型农化公司和经销商为主，合同履约信誉较好，存货因滞销带来的跌价风险相对可控。随着IPO募投项目逐步达产，2021年除草剂原药产能有所提升，其他产品产能仍维持上年状况。产能利用方面，原药产品产能利用率整体较上年有所下滑，主要是因为公司考虑到毒死蜱下游需求及盈利空间收缩，对其产量进行了调减，致使杀虫剂产能利用率大幅下降，除草剂产能利用率略有下降但仍处于较高水平；由于新产品登记证获取进程缓慢，制剂产品下游需求未有明显改善，产能利用率仍在低位，设备折旧等固定费用支出持续拖累公司盈利表现。

**表6 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
除草剂	2021 年	10,500.00	10,001.87	8,948.00	95.26%	95.74%
杀虫剂		11,000.00	5,351.69	4,582.68	48.65%	96.82%
<b>小计</b>		<b>21,500.00</b>	<b>15,353.56</b>	<b>13,530.68</b>	<b>71.41%</b>	<b>96.11%</b>
除草剂	2020 年	8,500.00	8,905.15	8,116.08	104.77%	95.96%
杀虫剂		11,000.00	8,478.24	7,378.45	77.07%	94.66%
<b>小计</b>		<b>19,500.00</b>	<b>17,383.39</b>	<b>15,494.53</b>	<b>89.15%</b>	<b>95.33%</b>



制剂	除草剂			5,226.75	4,695.38		89.83%
	杀虫剂			2,709.74	2,772.05		102.30%
	杀菌剂	2021年	20,000.00	598.26	463.80	44.49%	77.52%
	其他			363.30	231.88		63.83%
	<b>小计</b>			<b>8,898.05</b>	<b>8,163.11</b>		<b>91.74%</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%
	<b>小计</b>			<b>8,555.40</b>	<b>8,079.06</b>		<b>94.43%</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，公司目前生产基地仍集中在盐城市大丰区，四川广安生产基地（一期）正在建设中<sup>7</sup>。由于江苏省对区域内化工企业生产的安全和环保标准较为严格，近年公司在环保安全生产方面的投入较大，且前期装备投入在2021年已初现成效，当年公司废渣、废液等自行处置比例加大，三废处置成本同比有所下降<sup>8</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，公司正在四川广安新建第二生产基地，主要生产关键农化中间体，优先满足公司原药生产需求，剩余部分对外销售，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IPO募投项目仍在持续推进中，其中“年产700吨氰氟草酯、300吨炔草酯原药生产线技改项目”和“年产1,000吨三氯吡氧乙酸和1,000吨三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯原药生产线技改项目”已投产试车，预计全部达产后将有效扩充公司现有产品序列、增加新的利润增长点。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，从而增加公司平均经营成本，拉低盈利水平。

**表7 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	生产基地	总投资额	拟投入募集资金	已投资额	主要资金来源
年产700吨氰氟草酯、300吨炔草酯原药生产线技改项目	盐城大丰	16,500.00	13,000.00	13,611.73	IPO募集资金

<sup>7</sup> 农药产业十四五规划提出发展农药产业重点园区31个，公司目前主要生产基地大丰港石化新材料产业园未列入江苏省3个发展农药产能重点园区中，但第二生产基地四川广安新桥工业园区为西南地区唯一的发展农药产能重点园区。

<sup>8</sup> 2021年公司环保投入总额（含固定资产投资、费用类投入和环境保护税）为1.03亿元，其中费用类投入0.94亿元，同比下降21.95%。

年产 1700 吨精喹禾灵原药及 1083 吨副产品氯化钾生产线技改、500 吨喹禾糠酯原药生产线技改项目	盐城大丰	17,050.00	17,050.00	9,688.82	IPO 募集资金
年产 1000 吨三氯吡氧乙酸和 1,000 吨三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯原药生产线技改项目	盐城大丰	7,800.00	7,800.00	6,594.83	IPO 募集资金
年产 1600 吨 2-硝基-4-甲磺基苯甲酸及 750 吨环己二酮建设项目	四川广安	14,588.22	7,068.60	46.00	IPO 募集资金
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	四川广安	64,230.95	48,978.87	427.96	可转债募集资金
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>120,169.17</b>	<b>93,897.47</b>	<b>30,369.34</b>	<b>-</b>

注1：已投资额包括相关项目流动资金投入；

注2：“年产1,700吨精喹禾灵原药及1083吨副产品氯化钾生产线技改、500吨喹禾糠酯原药生产线技改项目”由原项目“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”变更而来，该变更是基于公司对精喹禾灵的生产工艺进行了升级，新项目预计投产时间延至2023年6月。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司供应商集中度仍较低，2021年化工原材料价格上涨大幅挤压盈利空间；预计2022年国际原油价格中枢仍将高位运行，公司成本管控压力仍较大

2021年公司主营业务成本中直接材料占比仍在70%以上，以化工原材料及能源为主。公司主要原材料的基础原料为石油等大宗商品，采购价格随行就市，考虑到公司销售的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。2021年以来，国际原油市场供需不平衡导致油价持续攀升至高位，加之“能耗双控”政策使得上游原料供应紧张，公司原材料采购价格持续攀升，对利润造成较大程度挤压；预计2022年国际原油价格中枢仍将高位运行，公司仍面临较大的成本管控压力。

**表8 主要原材料均价（不含税）变动情况（单位：元/吨）**

主要原材料	2021 年采购均价	2020 年采购均价	年度变动比率
对苯二酚	55,730.52	41,204.90	35.25%
对氯邻硝基苯胺	20,322.60	18,838.42	7.88%
二氯烟酸	137,330.73	101,604.48	35.16%
嘧啶胺	102,639.10	106,643.59	-3.76%
对氯甲苯	9,570.73	5,904.70	62.08%
二正丙胺	13,997.15	13,029.68	7.43%
氟化氢	11,186.50	9,862.53	13.42%
乙基氯化物	16,662.14	15,242.67	9.31%
三氯乙酰氯	9,201.41	7,371.93	24.82%
液碱	719.24	570.22	26.13%

资料来源：公司2021年度主要经营数据公告，中证鹏元整理

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。2021年，公司与供应商的结算方式和结算周期较上年无较大变化，以票据结算和银行转账相结合，通常在月结的基础上给予一定信用期，账期集中在40-55天左右。从前五大供应商来看，2021年公司采购集

中度较上年进一步下降，公司对化工原材料供应商依赖度不高，原材料短缺风险可控；但盐城市凌云海热电有限公司为园区唯一供热企业，若其因安全监测、检修等停止对外供热，公司将面临生产中断的风险，同时公司2021年因限电偶有停产情况，需持续关注限电政策对公司生产连续性的影响。

**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	占当期采购额比例
2021年	1	国网江苏省电力有限公司	4,596.38	3.22%
	2	盐城市凌云海热电有限公司	3,511.21	2.46%
	3	浙江荣凯科技发展股份有限公司	3,321.68	2.33%
	4	南京博兰德生物科技有限公司	3,090.85	2.16%
	5	博兴县和信新材料科技有限公司	2,876.85	2.01%
			<b>合计</b>	<b>17,396.97</b>
2020年	1	国网江苏省电力有限公司	4,336.10	4.48%
	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	浙江荣凯科技发展股份有限公司	3,360.18	3.47%
	5	联合环境水处理（大丰）有限公司	2,924.06	3.01%
			<b>合计</b>	<b>18,240.80</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

## 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公证天业会计师事务所（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2022年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年及2022年1-3月公司合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产规模窄幅波动，资产流动性尚可，但仍需关注应收款项回收风险和对外投资风险

2021年及2022年1季度公司资产规模窄幅波动，结构上仍以流动资产为主。其中，现金类资产整体规模呈下降趋势，2021年及2022年1季度货币资金持续下降，主要系理财产品购买及项目建设资金投入增加，其中2022年3月末作为票据保证金而受限的货币资金占比为23.93%；交易性金融资产为理财产品，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，公司现金类资产合计受限比例为30.05%，流动性尚可。应收账款主要为产品销售款，2021年末余额较上年基本持平，且仍以1年以内的应收账款为主；2022年3月末应收账款规模大幅提升主要系销售款回款周期影响；公司应收账

款对象以国内外知名农化公司和经销商为主，2021年末前五大应收账款对象合计占比41.62%，欠款集中度较上年明显提升；截至2021年末单项计提的坏账准备余额534.50万元，其中2021年新增计提对1家客户240.00万元的坏账准备，对方已进入破产清算程序，预计较难收回。如未来海内外疫情演化或国内环保持续趋严，可能导致公司客户出现经营困难，而且公司下游客户存在部分经销商和种植大户，其履约能力偏弱，上述因素均会带来一定的坏账风险。2021年末存货规模同比有所提升，主要系疫情导致国际航运紧张，公司部分出口产品发货受阻所致，结构较上年变化不大，仍主要由库存商品、原材料和在产品组成，符合公司的产销特征，由于公司主要实行以销定产，存货滞销跌价风险相对可控。

非流动资产方面，其他权益工具投资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、智能制造等高科技领域，均为公司不熟悉领域，有一定投资风险。固定资产主要为房屋建筑物及设备，2021年受计提折旧等因素影响，固定资产账面余额较上年小幅下降。在建工程主要为在建的IPO募投项目。

整体来看，公司资产规模小幅波动，主要由现金类资产、应收账款、存货和固定资产组成，整体资产流动性尚可，但需关注近期应收账款对营运资金占用增加，且面临一定的回收风险；此外，公司参与高新领域产业投资亦带来一定投资风险。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

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	2.82	13.50%	3.65	18.30%	6.44	32.26%
交易性金融资产	0.82	3.93%	1.15	5.77%	0.00	0.00%
应收账款	3.27	15.64%	1.64	8.25%	1.59	7.94%
应收款项融资	1.19	5.68%	1.05	5.27%	1.19	5.94%
存货	3.94	18.86%	3.44	17.24%	2.70	13.53%
<b>流动资产合计</b>	<b>13.65</b>	<b>65.34%</b>	<b>12.63</b>	<b>63.37%</b>	<b>12.81</b>	<b>64.15%</b>
其他权益工具投资	0.50	2.39%	0.50	2.51%	0.50	2.50%
固定资产	4.80	22.98%	4.89	24.55%	5.00	25.02%
在建工程	0.67	3.19%	0.63	3.18%	0.51	2.54%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.24</b>	<b>34.66%</b>	<b>7.30</b>	<b>36.63%</b>	<b>7.16</b>	<b>35.85%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.97</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

**2021年公司营业收入小幅增长，化工原材料价格上涨对公司利润造成较大侵蚀，盈利能力大幅走弱**

公司收入主要来源于农药原药、制剂及精细化工中间体的销售，其中除草剂和杀虫剂原药销售为收

入的主要构成。2021年，公司营业收入同比微增1.61%，从产品结构上看，主要是由于公司部分主力产品市场竞争趋于激烈，销售收入明显下滑，而公司新产品拓展已具备一定成效，对整体营业收入形成一定支撑。公司拥有较优质的客户资源与较广泛的销售渠道，预计可保障未来销售业绩平稳，但需关注行业竞争加剧和海外疫情演化可能导致公司经营波动。

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，2021年及2022年1季度，受石油价格上涨及供给不足双重影响，上游化工原材料价格快速上涨，而毒死蜱、氟乐灵等部分产品价格回落进一步压缩盈利空间，公司除草剂和杀虫剂毛利率明显下滑，整体盈利能力大幅走弱。

由于产品结构差异，与部分同行业公司相比，2021年公司营收增幅明显落后于同业，且销售毛利率和销售净利率下降幅度更大。考虑到公司主要产品细分市场需求相对有限，若未来行业竞争进一步加剧，并且原材料价格继续高企，将持续冲击公司业绩水平和盈利能力。

图6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

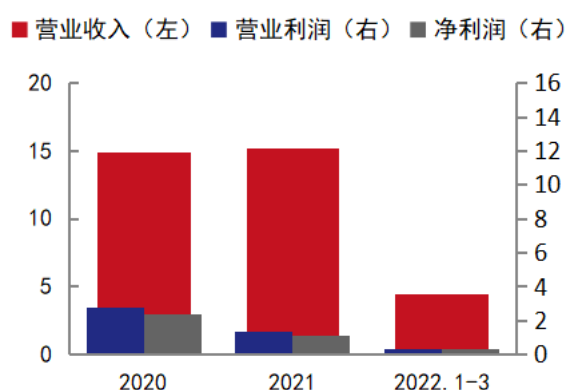
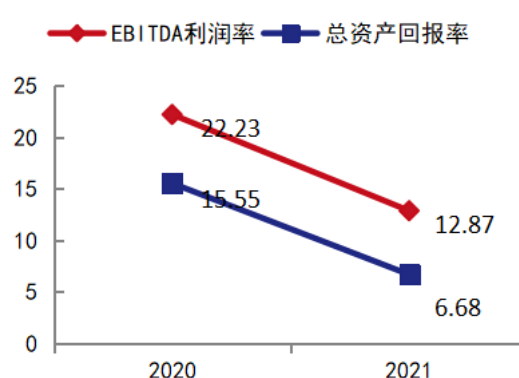


图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



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

表11 2021年部分农化企业盈利能力指标（单位：%）

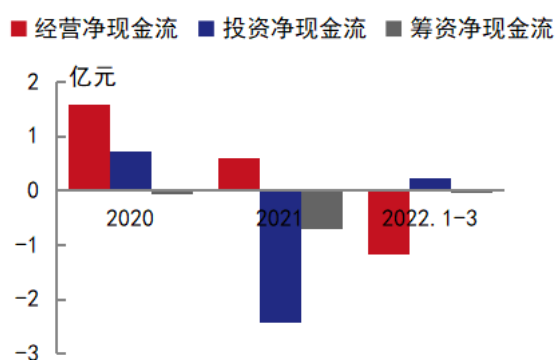
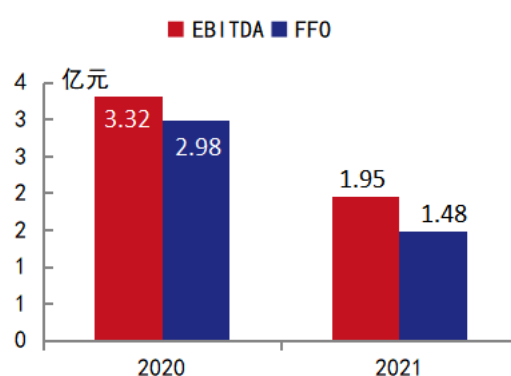
指标	丰山集团	扬农化工	长青股份	湖南海利	中旗股份	新农股份	平均值
营收增长率	1.61	20.45	25.15	23.79	17.78	-2.61	14.36
销售毛利率	20.04	23.06	17.51	22.77	21.83	30.61	22.64
期间费用率	11.87	11.21	10.73	9.70	10.47	18.82	12.13
销售费用率	2.85	2.27	1.81	1.23	1.29	5.02	2.41
管理费用率	5.91	4.95	3.75	4.62	6.18	7.05	5.41
研发费用率	2.91	3.15	3.99	3.79	2.62	6.51	3.83
销售净利率	7.56	10.33	6.60	10.70	9.84	11.86	9.48

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 现金流

公司经营活动现金流表现趋弱，在建项目后续建设带来一定资金支出压力

2021年公司收现比为0.71，较上年略有下降，同期原材料价格上涨致经营活动现金支出明显增加，综合影响下，经营活动现金净流入额同比大幅下降，受此影响，EBITDA和FFO表现也明显趋弱。近年公司投资活动主要为理财产品投资和项目资本性投入，2021年投资活动现金流转为大规模净流出，主要系当年购买和赎回理财产品金额差异所致。公司2021年及2022年1季度无对外借款，筹资活动现金流均为净流出状态，其中2021年因现金股利发放导致净流出规模有所扩大。截至2021年末，公司在建项目尚需投资规模为8.98亿元，面临一定的资金支出压力，但项目建设资金基本可由IPO募集资金和本期债券募集资金匹配，且公司账面尚有一定存量资金。

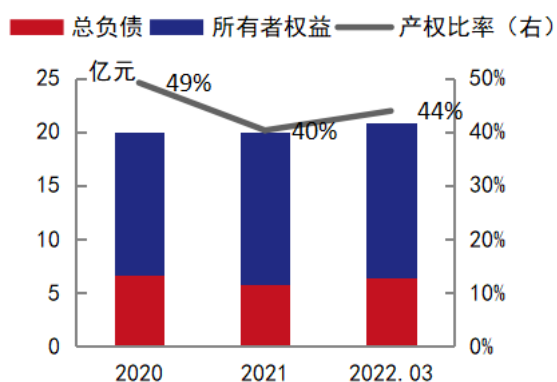
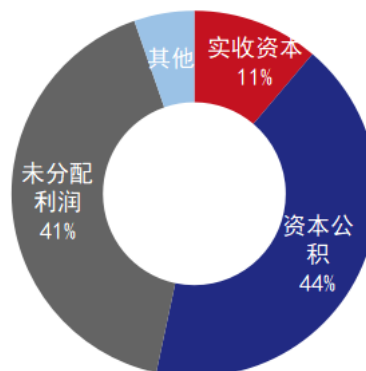
**图8 公司现金流结构**

**图9 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


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

### 资本结构与偿债能力

本期债券的发行将大幅增加公司债务规模，预计债务偿付压力将加大

随着公司经营积累，2021年及2022年3月末所有者权益持续小幅增长，但同期负债总额波动下降，故产权比率也呈现下降趋势，净资产对负债的保障程度较好。

**图10 公司资本结构**

**图11 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 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理



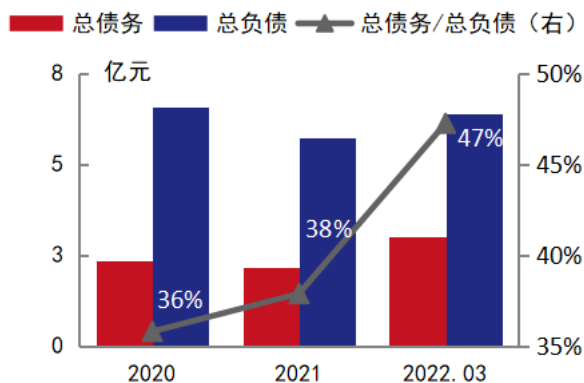
公司负债主要为流动负债，占负债总额的比重仍维持在90%以上，以经营性负债为主。应付票据和应付账款主要为应付材料款等，合计规模及占负债的比重较大，体现了一定的上游占款能力，其中应付票据为银行承兑汇票，具有偿付刚性。合同负债主要为针对部分紧缺产品预收的货款，预收比例不定。其他应付款主要由限制性股票回购和经营费用而产生。其他流动负债以未终止确认的背书未到期票据为主。整体来看，公司总债务主要为应付票据形成的短期债务，考虑到其账上未受限现金类资产尚且充裕，公司偿债压力尚可。

**表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

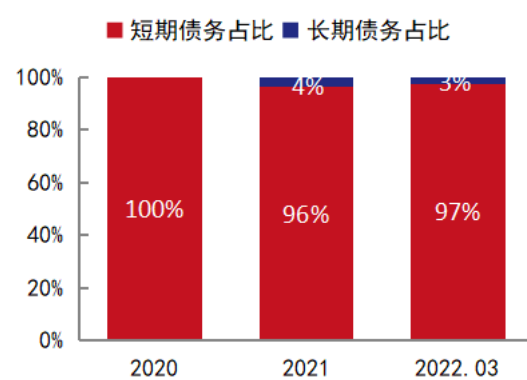
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	2.91	45.64%	2.06	36.01%	2.33	35.41%
应付账款	1.30	20.40%	1.35	23.56%	1.68	25.49%
合同负债	0.39	6.17%	0.51	8.92%	0.53	8.01%
其他应付款	0.50	7.83%	0.48	8.43%	0.78	11.83%
其他流动负债	0.62	9.66%	0.52	9.07%	0.51	7.71%
<b>流动负债合计</b>	<b>5.92</b>	<b>92.96%</b>	<b>5.30</b>	<b>92.60%</b>	<b>6.23</b>	<b>94.64%</b>
<b>负债合计</b>	<b>6.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.72</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.58</b>	<b>100.00%</b>

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

**图 12 公司债务占负债比重**



**图 13 公司长短期债务结构**



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

公司资产负债率波动下降，目前负债水平不高，但随着本期债券成功发行，公司负债水平将明显提高。公司融资性债务规模仍在低位，但 2021 年随着盈利能力和现金生成能力趋弱，现金类资产和 EBITDA 对债务及利息的保障程度也呈下滑趋势，但仍在安全范围内。公司速动比率相对稳定，流动负债偿还的保障程度尚可。虽然公司资产流动性尚可，目前债务本息的偿付具备一定的安全性，但考虑到其主营业务盈利能力及造血能力下降，且本期债券发行大幅增加其债务规模，预计偿债压力将加大。

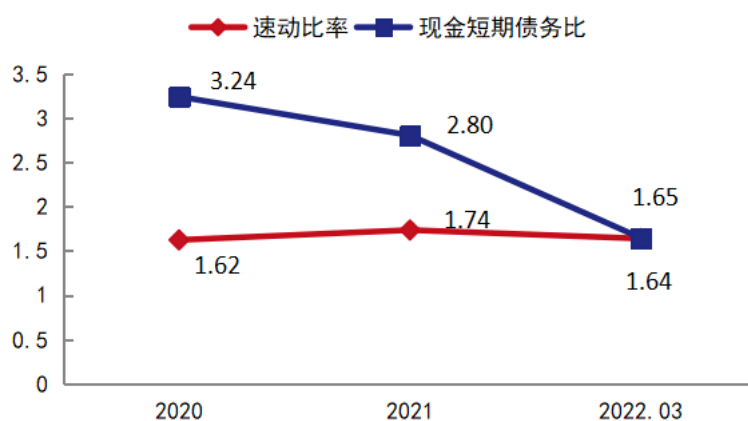
**表13 公司杠杆状况指标**

项目	2022年3月	2021年	2020年
----	---------	-------	-------

资产负债率	30.50%	28.70%	32.95%
净债务/EBITDA	--	-1.68	-1.48
EBITDA 利息保障倍数	--	193.92	141,815.04
总债务/总资本	17.17%	13.23%	14.96%
FFO/净债务	--	-45.22%	-60.58%

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

**图 14 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计财务报表，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 6 月 28 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

公司所处的农药行业需求相对刚性，而且目前全球粮食价格上涨，将进一步支撑农药需求，同时环保约束和产业政策助力供给端格局持续优化，行业市场份额有望持续向大型农药企业集中，公司有望从中获益。

公司目前在海内外建立了较为优质的客户渠道，且部分主力产品在细分市场具有一定的竞争优势，同时随着本期债券的成功发行，四川广安第二生产基地有望加快建设，建成后将进一步完善产业链一体化布局，提升公司综合竞争力。但公司主要产品细分市场容量相对有限，且农药行业整体竞争较为激烈，需警惕未来市场竞争进一步加剧的风险。偿债能力方面，虽然公司盈利能力有下滑的趋势，但考虑到其资产流动性尚可，目前债务安全性尚可。综上，我们认为公司整体抗风险能力尚可。

## 九、债券偿还保障分析

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[2022]第107号），评估基准日2021年12月31日，抵押资产评估值为64,123.50万元，对本期债券未偿付本息的覆盖率为118.31%。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的影响存在不确定性。

**表14 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	2.37	80.28%
设备	3.11	36.87%
土地使用权	0.93	84.53%
<b>合计</b>	<b>6.41</b>	<b>56.67%</b>

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

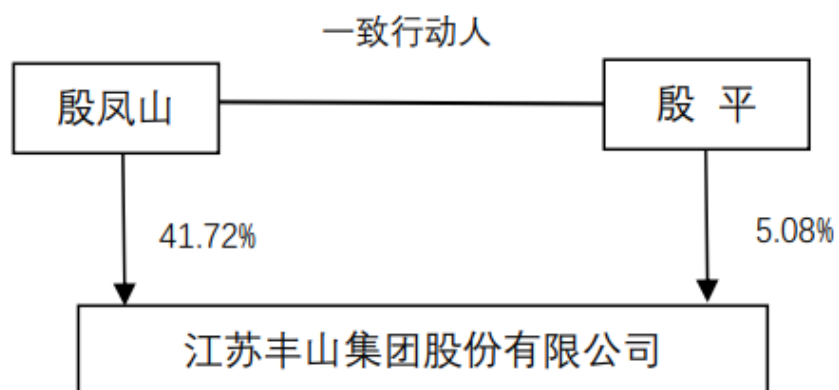
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“丰山转债”的信用等级为AA-。

## 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：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	2.82	3.65	6.44	3.77
应收账款	3.27	1.64	1.59	0.38
存货	3.94	3.44	2.70	2.11
流动资产合计	13.65	12.63	12.81	10.02
固定资产	4.80	4.89	5.00	3.19
非流动资产合计	7.24	7.30	7.16	5.37
资产总计	20.89	19.93	19.97	15.39
短期借款	0.00	0.00	0.03	0.00
应付票据	2.91	2.06	2.33	0.77
应付账款	1.30	1.35	1.68	1.53
一年内到期的非流动负债	0.03	0.03	0.00	0.00
流动负债合计	5.92	5.30	6.23	4.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.45	0.42	0.35	0.33
负债合计	6.37	5.72	6.58	4.37
总债务	3.01	2.17	2.35	0.77
归属于母公司的所有者权益	14.52	14.21	13.39	11.02
营业收入	4.41	15.18	14.94	8.66
净利润	0.31	1.15	2.36	0.35
经营活动产生的现金流量净额	-1.18	0.60	1.57	1.22
投资活动产生的现金流量净额	0.22	-2.42	0.73	-0.83
筹资活动产生的现金流量净额	-0.01	-0.70	-0.07	0.04
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	17.85%	20.04%	30.54%	28.16%
EBITDA 利润率	--	12.87%	22.23%	8.49%
总资产回报率	--	6.68%	15.55%	2.71%
资产负债率	30.50%	28.70%	32.95%	28.39%
净债务/EBITDA	--	-1.68	-1.48	-7.94
EBITDA 利息保障倍数	--	193.92	141,815.04	1,799.04
总债务/总资本	17.17%	13.23%	14.96%	6.52%
FFO/净债务	--	-45.22%	-60.58%	-7.67%
速动比率	1.64	1.74	1.62	1.96
现金短期债务比	1.65	2.80	3.24	8.90

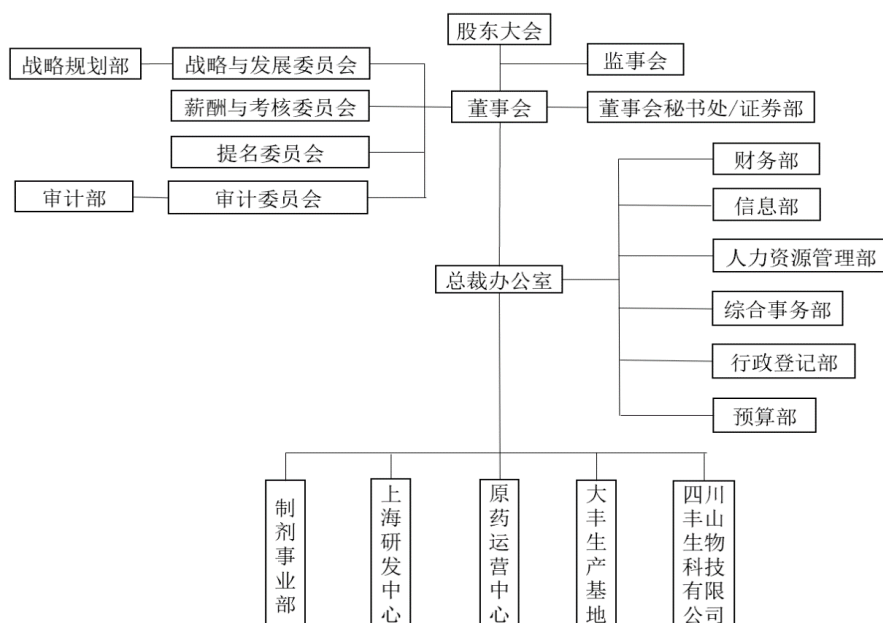
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及 2022 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

### 附录四 2022 年 3 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：公司提供，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。