



# 2020年四川国光农化股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2023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 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
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

- 该评级结果是考虑到：四川国光农化股份有限公司（以下简称“公司”或“国光农化”）是我国植物生长调节剂领域龙头企业，2022年农药登记证数量大幅增长，领先的农药登记证数量构筑起经营壁垒；经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善，主要产品销售规模持续增长；负债水平仍较低，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仍能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”）关联企业的应收账款和理财产品本金大幅计提坏账，收购鹤壁全丰生物科技有限公司（以下简称“鹤壁全丰”）形成的商誉发生大额减值，仍面临环保和安全生产风险，原材料价格中枢进一步抬升，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

2023年6月14日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	23.39	22.59	19.75	17.46
归母所有者权益	15.59	14.79	14.08	12.74
总债务	3.41	3.14	2.89	2.75
营业收入	3.35	16.48	13.58	11.60
净利润	0.59	1.15	2.04	1.70
经营活动现金流净额	0.07	1.38	3.28	2.09
净债务/EBITDA	--	-1.92	-2.75	-2.32
EBITDA 利息保障倍数	--	16.10	16.75	36.31
总债务/总资本	16.47%	16.04%	16.95%	17.66%
FFO/净债务	--	-40.47%	-29.51%	-37.15%
EBITDA 利润率	--	18.92%	23.11%	25.49%
总资产回报率	--	7.83%	13.94%	13.95%
速动比率	4.31	4.01	4.95	5.28
现金短期债务比	20.48	37.98	66.78	48.27
销售毛利率	39.33%	37.87%	44.58%	47.28%
资产负债率	26.04%	27.16%	28.30%	26.61%

注：公司净债务为负数，使得净债务/EBITDA、FFO/净债务为负数。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：李佳  
lij@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松  
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司是我国植物生长调节剂领域龙头企业，2022 年农药登记证数量大幅增长，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 年末，公司共有 291 个农药产品登记证（其中属生物农药登记共 50 个），同比增长 42.65%，农药登记证数量位于行业前列，形成一定的经营壁垒。
- **公司经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善，主要产品产能及产销规模持续增长。**由于收购鹤壁全丰，公司经销商数量和产能产量均同比大幅增长。截至 2022 年末，公司的经销商超过 4,500 个，同比增长超过 50%，营销网络的覆盖面持续增加，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，2022 年公司植物生长调节剂产量同比大幅增长。
- **负债水平仍较低，现金类资产充裕度较高。**截至 2022 年末，公司资产负债率为 27.16%，货币资金占资产总额的比例达 44.97%，资产流动性较好。
- **股份质押担保和保证担保仍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 2023 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 179.77%；同时颜昌绪为本期债券提供连带责任保证担保。

## 关注

- **原材料价格中枢进一步抬升，对公司成本管控形成压力。**直接原材料占公司生产成本的 80% 以上。2022 年公司主要原料原油、磷矿石等价格中枢进一步抬升，市场竞争环境下公司调价相对滞后，公司主要产品毛利率均出现下滑。其中公司核心产品调节剂毛利率下滑超过 8 个百分点。2023 年一季度部分原材料价格回落，公司主要产品毛利率有所回升。此外，原材料上涨也导致公司经营活动现金净流入同比大幅减少，2022 年公司经营活动现金流净额为 1.38 亿元，较上年的 3.28 亿元大幅下降。
- **在建项目产能和投资规模仍较大，存在建设进度和运营效益不达预期的风险。**随着公司 IPO 募投项目逐渐投产以及并购行业内其他企业，公司产能明显扩张。2022 年农药原药设计产能为 1.45 万吨，同比增长 590.48%；农药制剂产能为 8.89 万吨，同比增长 120.75%，但农药原药和农药制剂产能利用率仍处于很低水平，分别为 34.81% 和 27.13%。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；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。
- **商誉发生大额减值，未来仍需关注商誉减值风险。**2022 年 3 月，公司收购鹤壁全丰生物科技有限公司（以下简称“鹤壁全丰”，民营企业）形成商誉 1.11 亿元。由于鹤壁全丰后续盈利表现低于预期，2022 年末该商誉已计提减值 0.67 亿元。2022 年末公司商誉账面价值为 0.56 亿元，未来仍需关注商誉减值风险。
- **2023 年公司新增一起环保部门处罚，仍面临环保和安全生产风险。**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 月受到运城市农业农村局处罚。2023 年 3 月，子公司鹤壁全丰擅自拆除所租赁工厂中的某车间的光氧催化设施+活性炭装置，被安阳市生态环境局罚款 8.89 万元。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。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为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。

## 同业比较（单位：亿元、%）

指标名称	国光农化	盐湖股份	鲁西化工	云天化	利民股份
资产总计	22.59	419.83	344.07	532.23	70.56
营业收入	16.48	307.48	303.57	753.13	50.16

净利润	<b>1.15</b>	196.78	31.55	70.46	2.27
销售毛利率	<b>37.87</b>	79.10	20.02	16.22	18.84
资产负债率	<b>27.16</b>	32.17	49.27	63.53	59.75

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：各公司公告，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				-1
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					0
<b>主体信用等级</b>					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 历史评级关键信息

主体评级	国光转债 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-	2022-6-7	龚程晨、陈俊松	<a href="#">化工企业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>
AA-/稳定	AA-	2021-6-28	陈刚、陈洪	<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>
AA-/稳定	AA-	2020-5-15	刘志强、张涛	<a href="#">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)</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
国光转债	3.20	3.1991	2022-6-7	2026-7-27

注：债券余额截至 2023 年 6 月 9 日

## 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、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，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2023年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额合计23,751.02万元，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29,251.02万元。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。2022年5月27日，公司取得项目土地产权证。截至2022年末，募投项目建设用地场地平整工程已经完成。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化，公司董事、监事、高级管理人员未发生变动。2021年末公司总股本为435,634,280股，2023年3月末总股本变更为435,462,583股，少量的变化系期间本期债券转股、限制性股票激励计划部分限制性股票回购注销等所致。截至2023年3月末，控股股东和实际控制人仍为颜昌绪，持股比例为37.00%，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%。前十大股东中，颜昌绪及其亲属直接持股合计为59.40%，总体持股比例较集中。

**表1 2023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	37.00	161,102,605
颜亚奇	9.39	40,898,340
颜秋实	3.21	13,995,565
颜昌立	3.21	13,995,565
颜昌成	3.20	13,927,690
浙商丰利增强债券型证券投资基金	2.30	10,000,000
颜玲	1.80	7,827,005
李汝	1.59	6,912,880
李培伟	1.59	6,912,444
颜铭	1.59	6,909,545
<b>合计</b>	<b>64.88</b>	<b>282,481,639</b>

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2023年一季报，中证鹏元整理

2022年公司继续并购行业内企业，扩张企业规模。2022年3月，公司收购鹤壁全丰51%的股权，取得成本为2.70亿元，形成商誉1.11亿元。鹤壁全丰以植物生长调节剂原药生产为主，是国内植物生长调节剂行业的主要企业之一，亦是公司重要的原药供应商。收购完成后，公司产能得到提升，但由于鹤壁全丰后续盈利表现低于预期，2022年末该商誉已计提减值6,687.08万元。

2022年公司合并报表范围无减少，新增3家子公司，分别为鹤壁全丰、四川依尔全丰农业科技有限公司和四川格尔全丰农业科技有限公司，后两者均系鹤壁全丰旗下新设子公司。截至2022年末，合计纳入子公司14家，详见附录四。跟踪期内，公司仍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究、生产和销售业务。

**表2 2022年公司合并报表范围内子公司的变化情况（单位：亿元）**

**1、新纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	持股比例	注册资本	合并时间	主营业务	原因
鹤壁全丰生物科技有限公司	51%	0.95	2022年	农药生产及销售	收购
四川依尔全丰农业科技有限公司	51%	0.10	2022年	农药生产及销售	新设
四川格尔全丰农业科技有限公司	51%	0.10	2022年	农药生产及销售	新设

**2、不再纳入公司合并范围的子公司情况**

子公司名称	原持股比例	注册资本	处置时间	主营业务	原因
无					

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。



货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

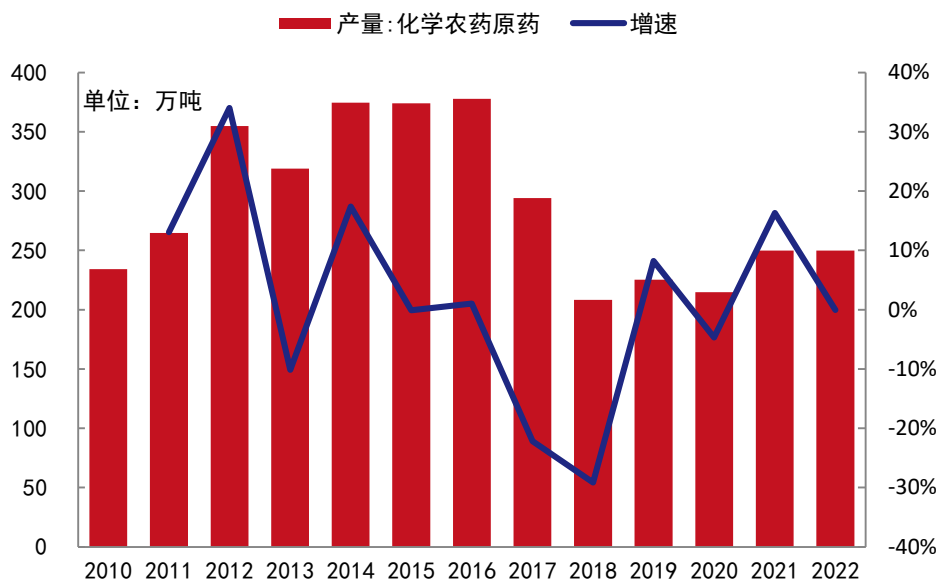
### （一）农药行业

**2022年粮食价格上涨至历史高位，但在“农药使用量零增长”等政策下，全国农药产量和上年基本持平，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、畜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、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。

目前，全球农药产业已经形成了以跨国农化巨头为主导的市场格局，跨国巨头牢牢把持着前端创新药研发和终端制剂销售渠道两大高附加值环节。国内方面，得益于完备的基础化工产业体系以及极具竞争力的成本控制水平，中国拥有全球近70%的原药产能，呈现“原药强、制剂弱”的特征。

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年受全球公共卫生事件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。2022年俄乌战争爆发，俄罗斯和乌克兰两大重要粮食出口国粮食出口同时减少，全球粮食价格持续上涨至历史高位，但在“农药使用量零增长”等政策下，全国农药产量和上年基本持平。2023年2月以来，由于全球经济增速放缓，需求不振，粮食价格有所下滑。

**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。
2021年3月	《农业生产“三品一标”提升行动实施方案》	农业农村部	推广绿色投入品，加快推广生物有机肥、缓释肥料、水溶性肥料、高效叶面肥、高效低毒低残留农药、生物农药等绿色投入品，推广粘虫板、杀虫灯、性诱剂等病虫绿色防控技术产品
2021年10月	《2030年前碳达峰行动方案》	国务院	合理控制化肥、农药、地膜使用量，实施化肥农药减量替代计划，加强农作物秸秆综合利用和畜禽粪污资源化利用
2021年11月	《中共中央国务院关于加大污染防治攻坚战的意见》	国务院	从严管控农药、化工等行业的重度污染地块规划用途，确需开发利用的，鼓励用于拓展生态空间。
2022年1月	《“十四五”节能减排综合工作方案》	国务院	强化农业面源污染防治，推进农药化肥减量增效、秸秆综合利用，加快农膜和农药包装废弃物回收处理。深入推进规模养殖场污染治理，整县推进畜禽粪污资源化利用
2022年2月	《“十四五”全国农药产业发展规划》	农业农村部	完善农药产业发展扶持政策，优化农药产业发展环境。引导农业生产企业向化工园区集中，在规划用地、能源配给、环保配套、融资贷款等方面给予政策支持。鼓励企业开发、引进先进设备和工艺，提高绿色化、智能化、连续化生产水平，推进产业转型升级，加快淘汰高污染、高风险产能。

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

### 2022年原油价格先升后降，大幅波动，总体价格中枢抬升，对农药生产企业成本管控形成压力

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年初以来受全球公共卫生事件影响，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；随着主要经济体全球公共卫生事件逐渐得到有效控制，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年上半年，全球公共卫生事件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6月达到历史高点。2022年下半年至今，由于全球经济增长乏力，美国页岩油产量提升，以及美元走强等因素，原油价格掉头下行。原油价格大幅波动对农药生产企业成本管控形成压力。

图2 2022年原油价格总体先升后降，波动很大



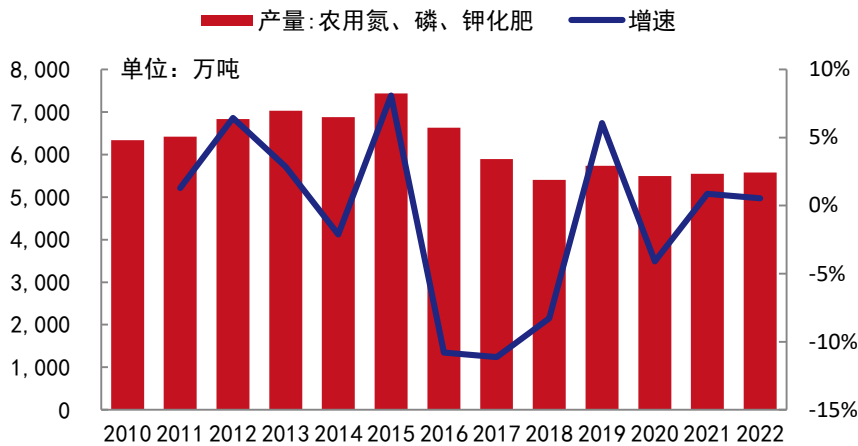
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## （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；2019-2022年，化肥产量较为稳定，2022年我国农用氮、磷、钾化肥产量为5,573.30万吨，同比增长0.54%。

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

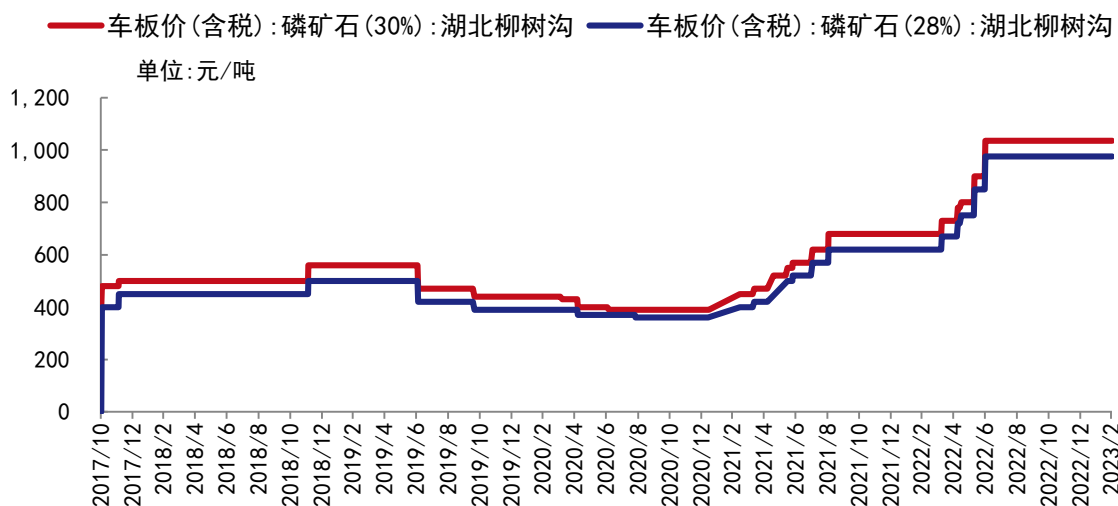
水溶性肥料是一种可以完全溶于水的多元复合肥料，它能迅速溶解于水中，更容易被作物吸收，可以用于喷滴灌等设施农业，实现水肥一体化，达到省水省肥省工的效能。水溶性肥料符合我国节水农业和无公害农产品生产发展的需要，对提升我国农业种植技术水平、作物产量和品质具有重要作用。2022年中央一号文件提出农业发展要推动水肥一体化。目前我国水溶肥细分市场规模较小，但在国家倡导节水农业、配方施肥等大背景之下，水溶肥未来发展前景较好。

### 2022年磷矿石等磷肥原材料价格中枢明显上涨，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年受全球公共卫生事件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，2022年7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975元/吨和1,035元/吨，下游磷化工企业成本控制压力增加。

**图4 2022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

公司是国内植物生长调节剂领域龙头企业，2022年农药登记证数量同比大幅增长，登记证数量继续领跑行业，经营壁垒得到进一步巩固；2022年3月公司收购鹤壁全丰，一方面公司品牌矩阵和供应链更加完善，另一方面公司产能产量大幅增长，驱动公司营业收入增长，但受原材料价格上涨影响，公司销售毛利率下降

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。2022年公司营业收入同比增长21.34%，增速较上年有所提升；其中核心产品植物生长调节剂收入占比41.85%，贡献最大收入增量，增幅高达33.21%，其余主要类别产品均实现收入增长。毛利率方面，2022年主要产品毛利率均有所下降，调节剂、杀虫剂、除草剂、水溶肥等产品毛利率下降幅度较大，主要因原材料价格大幅上涨。2023年1-3月随着原材料价格回落，公司主要产品毛利率回升。

**表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
调节剂	1.33	39.81%	46.47%	6.90	41.85%	43.99%	5.18	38.12%	52.22%
杀菌剂	0.47	14.16%	30.42%	2.42	14.69%	30.73%	2.39	17.57%	32.35%
杀虫剂	0.23	6.94%	39.21%	1.28	7.78%	38.77%	1.08	7.99%	43.48%
除草剂	0.18	5.45%	32.10%	0.94	5.72%	30.61%	0.84	6.17%	39.84%
水溶肥	0.57	16.87%	41.43%	2.29	13.86%	41.91%	1.91	14.05%	53.30%

复合肥	0.42	12.54%	25.52%	1.68	10.22%	19.42%	1.29	9.53%	23.44%
园林资材等	0.11	3.36%	49.90%	0.84	5.08%	41.51%	0.82	6.06%	50.98%
服务收入	0.03	0.87%	21.46%	0.13	0.79%	35.18%	0.07	0.53%	48.16%
<b>合计</b>	<b>3.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>39.33%</b>	<b>16.48</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.87%</b>	<b>13.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>44.58%</b>

注：复合肥包含有机肥及其他肥

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2022年农药登记证数量同比大幅增长，登记证数量继续领跑行业，同期公司收购鹤壁全丰，品牌矩阵和供应链更加完善

农药登记证获取周期较长，形成一定行业壁垒。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。

2022年公司登记证数量大幅增加。公司是目前国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业。截至2022年末，公司共有291个农药产品登记证（其中属生物农药登记共50个），同比增加42.65%；其中植物生长调节剂登记证118个（含原药登记证31个，属生物农药登记的46个）。2022年公司还获得13件专利授权（其中发明专利2件）。

2022年收购鹤壁全丰后品牌矩阵和供应链更加完善。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。鹤壁全丰原实际控制人为自然人王建国，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 近年公司研发投入情况**

项目	2022年	2021年
研发投入金额（万元）	5,639.02	4,769.25
研发投入占营业收入比例	3.42%	3.51%
研发人员数量（人）	237	185
研发人员数量占比	11.75%	12.37%

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

**表6 鹤壁全丰财务数据**

项目	2022年	2021年
资产总额	2.73	2.96
负债总额	0.63	1.87

净资产	2.10	1.09
营业收入	2.82	2.44
营业利润	0.19	0.29
净利润	0.22	0.27

资料来源：公司公告

**公司经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善，仍以经销模式为主，下游客户较分散；公司园林业务对恒大园林集团有限公司应收账款大幅计提坏账**

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。

2022年公司经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善。截至2022年末，公司的经销商超过4,500个，同比增长超过50%，每个农化经销商下游还有约20个零售商（乡、镇一级），营销网络的覆盖面持续增加。另外，公司还在全国设有20多个仓库，有助于提高物流响应速度。目前公司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。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；2021-2022年公司应收账款周转天数分别为7.94天和7.76天。中证鹏元注意到，2022年末公司对恒大园林集团有限公司（以下简称“恒大园林”）应收账款账面余额合计为3,081.21万元，已计提坏账2,752.46万元。

从销售地区来看，公司产品基本是在国内销售，2022年在西南、华北、华中、华南等地区的营收占比均超过15%，在华东和西北地区的营收占比亦超过12%，总体来看，公司在销售地域分布较均匀。公司客户集中度较低，单个客户销售占比很低。2022年公司前五大客户销售收入在当期营业收入中所占的比例为8.67%，其中仅前三大客户销售收入占比超过1%，其他客户均在1%以下。

**表7 公司各销售模式收入情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
经销模式	142,022.69	86.16%	125,903.28	92.68%
直销模式	21,512.48	13.05%	9,224.68	6.79%
其他	1,306.30	0.79%	719.96	0.53%
<b>合计</b>	<b>164,841.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>135,847.92</b>	<b>100.00%</b>

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
----	----	------	------	-----------

2022年	1	客户一	5,592.75	3.39%
	2	客户二	3,847.96	2.33%
	3	客户三	1,776.92	1.08%
	4	客户四	1,537.78	0.93%
	5	客户五	1,532.04	0.93%
			<b>合计</b>	<b>14,287.45</b>
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%
			<b>合计</b>	<b>9,979.08</b>

注：2022年恒大园林集团有限公司不在前五大客户内。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司原材料价格中枢进一步抬升，主要产品盈利空间受到挤压，2023年一季度部分原材料价格回落，总体来看原材料价格波动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。近年直接原材料占公司生产成本的80%以上。

2022年公司主要原料原油、磷矿石等价格中枢进一步抬升，市场竞争环境下公司调价相对滞后，公司主要产品毛利率均出现下滑。其中公司核心产品调节剂毛利率下滑超过8个百分点，除草剂、水溶肥毛利率下滑均超过9个百分点。2023年一季度原油价格回落，公司主要产品毛利率略有回升。

从供应商情况来看，2022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30.42%，较上年变化不大。

**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
2022年	1	供应商一	9,493.35	10.25%
	2	供应商二	7,880.10	8.51%
	3	供应商三	5,698.16	6.15%
	4	供应商四	2,941.45	3.18%
	5	供应商五	2,151.94	2.32%
			<b>合计</b>	<b>28,165.00</b>
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		<b>19,644.14</b>	<b>29.20%</b>

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

**公司收购鹤壁全丰，产能扩张明显，但产能利用率仍较低，目前公司在建项目设计产能规模仍较大，未来存在一定的产能消化风险**

收购鹤壁全丰使得公司产能大幅增长，但产能利用率仍较低。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。2022年公司收购鹤壁全丰，产能明显扩张。2022年鹤壁全丰原药产能和制剂产能分别为1.34万吨、4.86万吨。收购完成后，2022年公司农药原药设计产能为1.45万吨，同比增长590.48%；农药制剂产能为8.89万吨，同比增长120.75%；水溶肥和生物有机肥/菌肥设计产能未变化。产能利用率方面，2022年主要产品产能利用率有升有降，农药原药和农药制剂仍处于很低水平，分别为34.81%和27.13%。

**表10 公司主要产品产能情况（单位：吨）**

主要产品	2022年设计产能	2021年设计产能	2022年产能利用率	2021年产能利用率
农药原药	14,500	2,100	34.81%	24.92%
农药制剂	88,850	40,250	27.13%	38.90%
水溶肥	13,800	13,800	99.16%	92.34%
生物有机肥/菌肥	60,000	60,000	13.67%	10.33%

资料来源：公司2021-2022年年度报告，中证鹏元整理

目前公司在建产能扩张项目仍较多，未来产能消化存在一定不确定性。截至2022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较低，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。

公司产能利用率较低，但仍持续扩张产能，主要有三个方面原因：一是，2022年公司通过并购鹤壁全丰产能有较大幅度增加。二是，行业特点和公司经营模式需要设计产能保有较大富余，才能满足产品供应。公司的终端用户主要为农业种植者，由于公司的主要产品植物生长调节剂使用的季节性很强，需要在短时间内集中生产、供应；另外，公司采取先付款后发货的现款销售政策使得经销商为了不长期、大量占用资金，一般在市场需求临近时才向公司订购产品。因此，公司在设计产能时，要考虑重点满足需求峰值的需要，将产能规划扩大，而不是按照全年平均产量来设计产能。三是，产能扩张以满足未来发展的需要。

从生产模式来看，公司肥料产品主要采取“以销定产”模式，保证了公司较高的产销率。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。

公司主要产品产量同比大幅增长，产销率总体仍保持高位。随着产能提高，2022年公司植物生长调节剂、杀菌剂和水溶肥产量分别同比增长86.86%、0.42%、5.77%，受益于采用“以销定产”的生产模式，各产品产销率总体保持高位，杀菌剂和水溶肥产销率超过100%，植物生长调节剂产销率为82.21%，稍低且较上年略有下降。

2022年公司营业收入同比增长21.34%，表现为量升价跌（主要指核心产品调节剂平均价格下降），而量升价跌又主要系收购鹤壁全丰所致。鹤壁全丰原药和制剂产能均有较大规模，导致合并后产量大幅提升；同时鹤壁全丰调节剂售价低于公司原有调节剂，导致合并后拉低了公司调节剂的平均销售价格。

总结来看，2022年公司经营情况的主要变化均系收购合并鹤壁全丰所致，其影响是多方面。包括登记证数量增长、经销商数量增长、品牌矩阵的完善、产能产量提升，拉低调节剂销售均价，收购产生的商誉大额减值等。

**表11 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
2022年	植物生长调节剂	20,277.17	16,670.82	82.21%
	杀菌剂	3,683.97	4,407.81	119.65%
	水溶肥	13,539.95	14,565.37	107.57%
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%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表12 截至2022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	1,385.57	13,114.43
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	489.40	9,010.60
本次可转债募投项目	企业技术中心升级改造项目	--	7,213.96	664.53	6,549.43
自筹资金建设项目	重庆市万盛经开区煤电化园区年产 1.5 万吨原药及中间体合成生产项目（一期）	15,000	8,500.00	264.07	8,235.93

合计	-	-	39,713.96	2,803.57	36,910.39
----	---	---	-----------	----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2023年公司新增一起环保部门处罚，仍面临环保和安全生产风险

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。2022年公司未受到安全部门及环保部门的处罚。2023年3月，子公司鹤壁全丰擅自拆除所租赁工厂中的某车间的光氧催化设施+活性炭装置，构成环境违法，被安阳市生态环境局罚款8.89万元。

## 六、财务分析

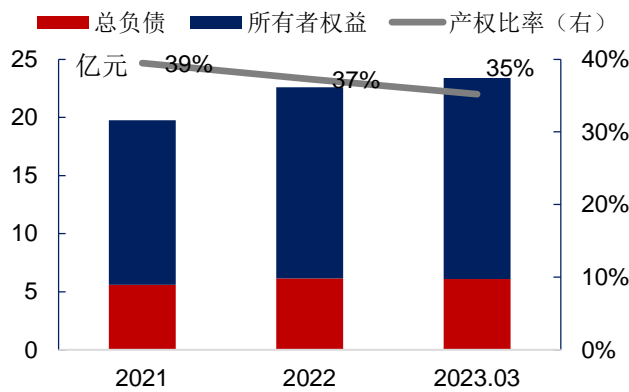
### 财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围增加3家子公司，详见前文表1。

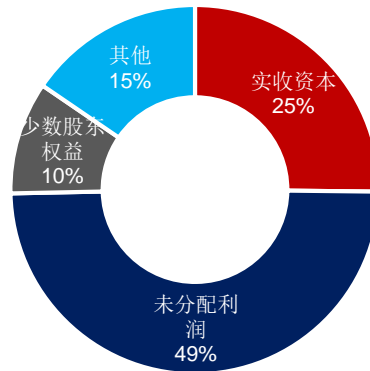
### 资本实力与资产质量

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，但公司对恒大集团关联企业的应收款项和相关理财产品大部分未能回收，收购鹤壁全丰形成的商誉发生大额减值，未来需关注商誉减值情况

跟踪期内，公司仍表现出规模小，负债低，现金多的特点。2022年公司所有者权益规模有所增长，主要系收购鹤壁全丰51%股权导致少数股东权益增加1.41亿元所致。2023年3月末公司产权比率为35%，处于较低水平，较2021年末进一步下降，所有者权益对负债的保障程度较好。2023年3月末公司所有者权益主要系利润累计和实收资本。

**图 5 公司资本结构**


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 6 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产整体规模仍较小，货币资金占比仍很高。2022 年末公司资产主要是货币资金、存货、固定资产和无形资产，合计占比 87.97%。2022 年末公司货币资金占总资产比例为 44.97%，占比较上年末有所下降但仍很高，其中银行存款有 1.17 亿元使用受限（1.05 亿元系定期存单）。随着公司经营规模扩大，2022 年末公司存货同比大幅增长 48.28%，主要为原材料和库存商品，存货已计提跌价准备 540.48 万元，计提比例较低。2022 年原材料及农药价格总体处于历史高位，后续可能有回调压力，需要关注存货跌价情况。公司固定资产主要为厂房、设备等，无形资产主要为土地使用权、农药登记证等，2022 年固定资产、无形资产账面价值有所增长，均系公司收购鹤壁全丰所致。固定资产主要为厂房和设备，其中 1.20 亿元房屋建筑物尚未办妥权证。

其他资产主要为应收款项。2022 年末公司对恒大园林应收账款账面余额合计为 3,081.21 万元，已计提坏账 2,752.46 万元。其他应收款中，公司于 2021 年 4 月 6 日购买恒大集团理财产品 3,000 万元，截至 2022 年末，公司共收回本金 322.68 万元，其中 2022 年仅收回投资本金 8.00 万元，剩余未收回 2,676.52 万元本金已全部计提坏账。此外，公司商誉发生大额减值。2022 年公司收购鹤壁全丰形成商誉 1.11 亿元，由于鹤壁全丰后续盈利表现低于预期，2022 年末该商誉已计提减值 0.67 亿元。鹤壁全丰业绩低于预期主要是因为 2022 年物流受阻，导致未完成全年销量目标，同时原材料价格上涨及产成品价格波动，导致毛利率下降。2022 年末公司商誉账面价值为 0.56 亿元，需关注后续商誉减值风险。

**表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.49	44.83%	10.16	44.97%	11.55	58.45%
应收账款	0.38	1.64%	0.35	1.56%	0.36	1.82%
存货	4.19	17.89%	3.87	17.13%	2.61	13.20%
应收票据	0.35	1.49%	0.34	1.51%	0.18	0.91%
应收款项融资	0.08	0.33%	0.22	0.96%	0.13	0.65%

流动资产合计	16.14	69.03%	15.30	67.75%	15.25	77.22%
固定资产	4.10	17.53%	4.18	18.53%	3.18	16.09%
无形资产	1.62	6.91%	1.66	7.34%	0.64	3.23%
非流动资产合计	7.24	30.97%	7.28	32.25%	4.50	22.78%
资产总计	23.39	100.00%	22.59	100.00%	19.75	100.00%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

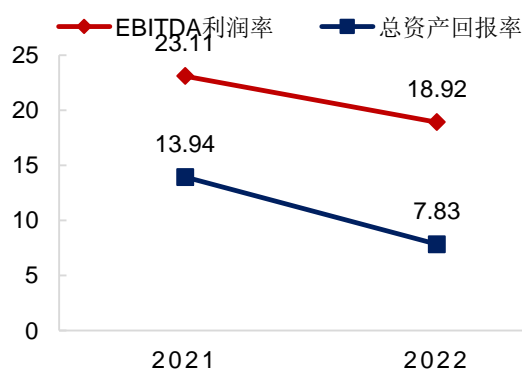
2022年产销量增长推动公司营业收入大幅增长，但原材料价格上涨挤压公司主营业务利润空间，销售毛利率下滑，未来仍需关注原材料价格对公司盈利能力的影响；同时收购鹤壁全丰产生的商誉大额减值、对恒大集团债权类资产计提减值准备等对当期利润水平影响很大

公司主要产品营业收入均有所增长，主要系销量提升所致。2022年公司营业收入同比增长21.34%，其中农药、肥料的营收分别为11.55、3.97亿元，同比分别增长21.7%和24.0%，调节剂、杀菌剂、水溶肥的销量分别为1.67万吨、0.44万吨、1.46万吨，同比分别增长77.1%、-5.3%和12.2%。

原材料价格上涨挤压公司主营业务利润空间，销售毛利率下滑。2022年公司主要原料原油、磷矿石等价格中枢进一步抬升，公司主要产品毛利率均出现下滑。其中公司核心产品调节剂毛利率下滑均超过8个百分点，除草剂、水溶肥毛利率下滑均超过9个百分点。2022年公司销售毛利率为37.87%，较上年下降6.71个百分点。未来仍需关注原材料价格对公司盈利能力的影响。

2022年公司计提了0.69亿元资产减值和0.27亿元信用减值损失，分别主要系计提鹤壁全丰商誉减值、对恒大集团关联企业债权类资产计提减值准备形成的损失，两项合计利润损失近1亿元。此外，2022年公司收到政府补贴（计入其他收益）0.19亿元，较上年的0.08亿元增长较多。受上述因素影响，2022年公司实现归母净利润1.14亿元，同比减少44.90%，EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

公司总债务规模仍较小，主要债务成本较低且期限较长，现金类资产充裕，整体债务压力可控

公司总债务规模仍较小，主要债务融资成本较低且期限较长。2022年末总债务仅3.14亿元，主要为应付债券2.89亿元（即本期债券），另有短期借款0.25亿元和很少的租赁负债。本期债券系可转债，利息负担较轻，到期时间为2026年，期限较长。

其他负债方面，应付账款主要为应付的材料款、设备款和工程款等，合同负债主要为预收货款，随着公司业务扩张，两者均有所增长。

**表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.47	7.79%	0.25	4.10%	0.13	2.28%
应付账款	0.62	10.21%	0.60	9.71%	0.40	7.19%
合同负债	0.67	11.02%	0.59	9.61%	0.68	12.14%
<b>流动负债合计</b>	<b>2.78</b>	<b>45.57%</b>	<b>2.85</b>	<b>46.47%</b>	<b>2.56</b>	<b>45.73%</b>
应付债券	2.94	48.19%	2.89	47.03%	2.71	48.54%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.32</b>	<b>54.43%</b>	<b>3.28</b>	<b>53.53%</b>	<b>3.03</b>	<b>54.27%</b>
<b>负债合计</b>	<b>6.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.59</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	3.41	55.99%	3.14	51.24%	2.89	51.71%
其中：短期债务	0.47	7.79%	0.25	4.10%	0.18	3.18%
长期债务	2.94	48.19%	2.89	47.15%	2.71	48.54%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从杠杆表现状况看，公司杠杆水平仍很低。2023年3月末资产负债率仅26.04%，处于较低水平且较上年略有下降。2022年EBITDA利息保障倍数达16.10，仍表现很好。公司现金类资产规模较大，债务规模较小，净债务持续为负数。

现金流方面，2022年经营活动现金净流入同比大幅减少，投资活动和筹资活动现金流仍为净流出。2022年公司经营活动现金流净额为1.38亿元，较上年的3.28亿元大幅下降，主要系合并范围变化、原材料价格上涨及存货备货增加所致。2022年投资活动投资产生的现金净流出3.15亿元，同比增长357.03%，主要系主要系本期支付鹤壁全丰收购款和投资大额定期存单所致。2022年筹资活动活动投资产生的现金净流出0.69亿元。

**表15 公司现金流及杠杆状况指标**

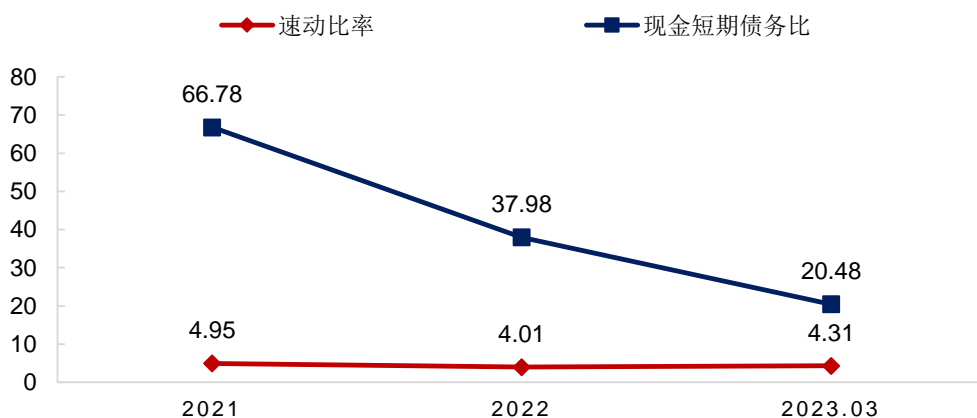
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流(亿元)	0.07	1.38	3.28
FFO(亿元)	--	2.43	2.55

资产负债率	26.04%	27.16%	28.30%
净债务/EBITDA	--	-1.92	-2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	16.10	16.75
总债务/总资本	16.47%	16.04%	16.95%
FFO/净债务	--	-40.47%	-29.51%
经营活动净现金流/净债务	-1.15%	-22.99%	-37.93%
自由现金流/净债务	0.98%	-12.46%	-33.14%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，由于公司现金类资产规模大，占总资产比例高，公司流动性指标表现较好。公司现金短期债务比看似变化很大，实际2021-2022年短期债务仅0.18亿元和0.25亿元，较小的绝对规模变化导致较大的比率指标变化。2023年3月末现金短期债务比和速动比率20.48和4.31，表现较好。备用流动性方面，公司可用的备用流动性较少。截至2022年末，国光农资、国光园林在兴业银行办理的、尚未到期的商业承兑汇票贴现金额分别为2,257万元、255.8万元。

图 8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

#### 环境因素

环境方面，根据《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，2023 年 3 月，子公司鹤壁全丰擅自拆除所租赁工厂中的某车间的光氧催化设施+活性炭装置，构成环境违法，

被安阳市生态环境局罚款 8.89 万元。本次处罚金额较小，直接影响不大，但显示出公司在环境治理方面可能需要加强。

### 社会因素

根据公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

### 公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员 9 名，其中独立董事 4 名，截至 2023 年 3 月末，控股股东和实际控制人仍为颜昌绪，持股比例为 37.00%，前十大股东中，颜昌绪及其亲属直接持股合计为 59.40%，总体持股比例较集中，有利于控股股东控制公司和实施经营战略。

2022 年公司董监高未发生变动，主要领导从业多年。公司现任董事长兼总裁颜亚奇先生，1979 年 2 月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士学位。历任公司业务员、北京片区经理、市场部经理、总经理助理、总经理、副董事长。现任公司董事长、总裁，负责公司全面运营工作。兼任子公司国光农资执行董事、子公司鹤壁全丰董事，中国农药发展与应用协会植物生长调节剂专业委员会副主任。

近年公司持续并购行业内企业，公司经营规模不断扩大。所收购企业多为公司核心业务上下游企业，能与公司原本业务形成协同效应。但公司版图的扩大对公司领导层经营管理能力提出了更高的要求，同时部分被收购企业业绩表现不及预期，未来仍需关注公司版图扩张节奏及扩张方向。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 5 月 19 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 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拥有的 5,400.00 万股公司股票为本期债券提供质押担保，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2023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179.77%。

## 十、结论

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，2022年公司农药登记证数量同比大幅增长，领先的农药登记证数量构筑起一定的经营壁垒，同时经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善，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2022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，仍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，收购鹤壁全丰产生的商誉发生大额减值，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。

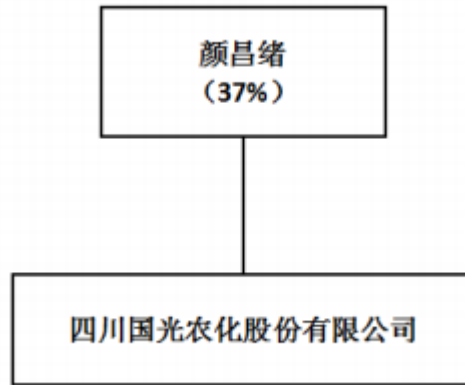
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA-。

## 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：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	10.49	10.16	11.55	9.47
存货	4.19	3.87	2.61	2.42
流动资产合计	16.14	15.30	15.25	12.86
固定资产	4.10	4.18	3.18	3.29
无形资产	1.62	1.66	0.64	0.77
非流动资产合计	7.24	7.28	4.50	4.60
资产总计	23.39	22.59	19.75	17.46
应付票据及应付账款	0.62	0.60	0.45	0.51
合同负债	0.67	0.59	0.68	0.47
流动负债合计	2.78	2.85	2.56	1.98
应付债券	2.94	2.89	2.71	2.55
非流动负债合计	3.32	3.28	3.03	2.67
负债合计	6.09	6.14	5.59	4.65
总债务	3.41	3.14	2.89	2.75
所有者权益	17.30	16.45	14.16	12.82
营业收入	3.35	16.48	13.58	11.60
营业利润	0.69	1.49	2.41	2.07
净利润	0.59	1.15	2.04	1.70
经营活动产生的现金流量净额	0.07	1.38	3.28	2.09
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-3.15	-0.69	0.12
筹资活动产生的现金流量净额	0.26	-0.69	-0.60	2.20
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.66	3.12	3.14	2.96
FFO(亿元)	--	2.43	2.55	2.55
净债务(亿元)	-6.23	-5.99	-8.65	-6.86
销售毛利率	39.33%	37.87%	44.58%	47.28%
EBITDA 利润率	--	18.92%	23.11%	25.49%
总资产回报率	--	7.83%	13.94%	13.95%
资产负债率	26.04%	27.16%	28.30%	26.61%
净债务/EBITDA	--	-1.92	-2.75	-2.32
EBITDA 利息保障倍数	--	16.10	16.75	36.31
总债务/总资本	16.47%	16.04%	16.95%	17.66%
FFO/净债务	--	-40.47%	-29.51%	-37.15%
速动比率	4.31	4.01	4.95	5.28
现金短期债务比	20.48	37.98	66.78	48.27

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

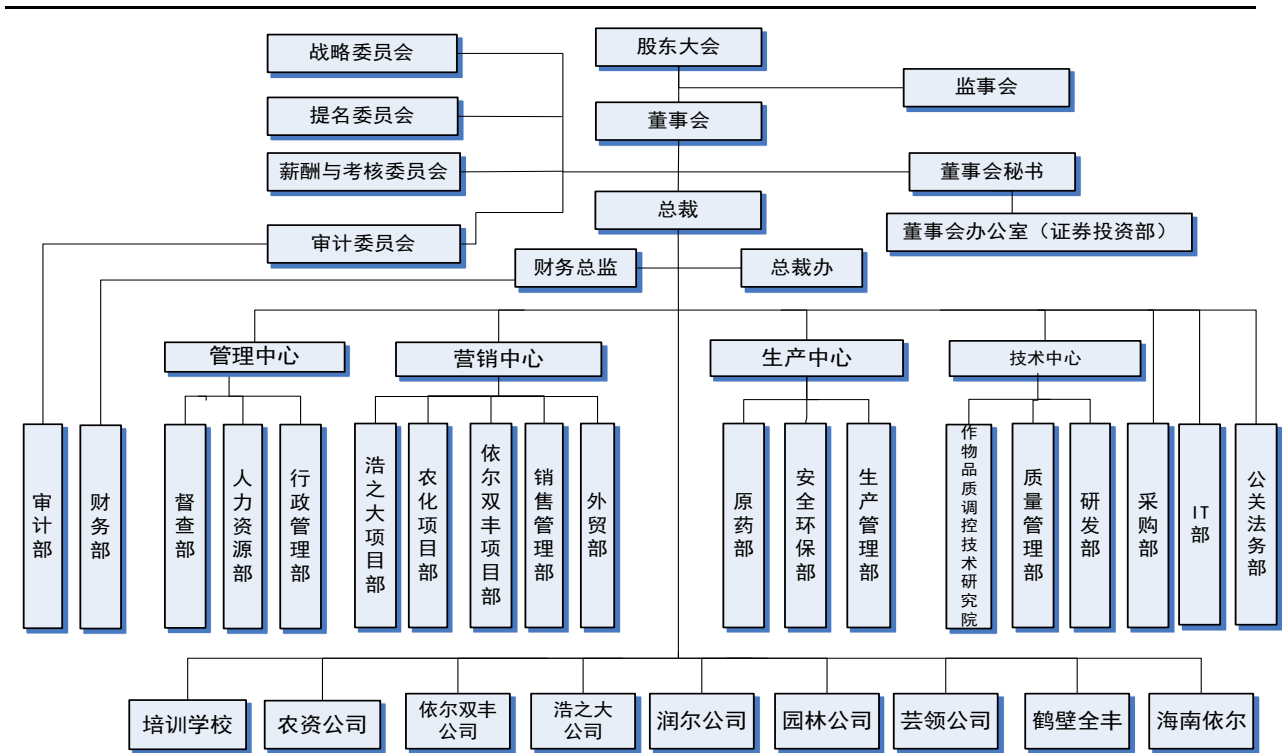
附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023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	6,743.8	100%	产品批发零售
成都希尔作物科技有限公司	500	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
鹤壁全丰生物科技有限公司	9,500	51%	农药批发及零售
四川依尔全丰农业科技有限公司	1,000	51%	农药批发及零售
四川格尔全丰农业科技有限公司	1,000	51%	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
销售毛利率	(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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。