



2022年江苏丰山集团股份有限公司公开发行 行A股可转换公司债券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：

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 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
丰山转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：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”）客户资质较优，销售渠道广泛，在手订单仍可为短期业绩提供一定保障；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不断下滑，且存在持续承压的可能性，以及仍面临市场竞争加剧的风险、在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险、环保及安全生产风险、进入新领域投资风险、人民币兑美元汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2023年6月28日

联系方式

项目负责人：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	27.34	26.67	19.93	19.97
归母所有者权益	16.30	15.99	14.21	13.39
总债务	7.41	7.02	2.17	2.35
营业收入	3.96	17.09	15.18	14.94
净利润	0.10	0.99	1.15	2.36
经营活动现金流净额	-0.34	1.85	0.60	1.57
净债务/EBITDA	--	-1.89	-1.68	-1.48
EBITDA 利息保障倍数	--	13.99	193.92	141,815.04
总债务/总资本	31.26%	30.51%	13.23%	14.96%
FFO/净债务	--	-38.65%	-46.23%	-61.77%
EBITDA 利润率	--	11.38%	12.87%	22.23%
总资产回报率	--	4.91%	6.68%	15.55%
速动比率	2.23	2.28	1.74	1.62
现金短期债务比	3.06	3.51	2.80	3.24
销售毛利率	13.55%	16.67%	20.04%	30.54%
资产负债率	40.40%	40.04%	28.70%	32.95%

注：2020-2022年公司净债务为负

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

优势

- **客户资质较优，销售渠道广泛。**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喹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，截至 2023 年 3 月末，公司在手订单仍可为经营业绩提供一定支撑。

关注

- **原材料价格上涨挤压公司主营业务利润空间，主营业务盈利能力持续承压。**直接原材料占公司主营业务成本仍在 70% 以上，2022 年公司采购石化产品受原油价格影响仍处于上涨态势，公司主要产品毛利率均出现下滑。进入 2023 年以来，受市场需求不足影响，公司产品销售价格下跌幅度超过原材料价格下跌幅度，2023 年一季度，公司净利润同比下滑 66.90% 至 0.10 亿元，盈利能力持续承压。
- **在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险。**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。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。
- **公司计划进军新能源电子化学品产业，需关注其投资风险。**2022 年 8 月，公司成立江苏丰山全诺新能源科技有限公司（以下简称“丰山全诺”），持股 66.00%，向新能源电子化学品产业进军。该业务与公司主营业务关联度较低，需关注其投资风险。
- **关注人民币兑美元汇率波动风险。**截至 2022 年末，公司出口外销收入占主营业务收入比例为 30.94%，主要外销地为澳大利亚、巴西、印度等，外销产品为农药原药，外销产品主要以美元结算。公司每月会根据预判的汇率走势选择是否采取远期协议锁汇等操作减少汇率波动风险，但仍需关注人民币兑美元汇率波动对公司利润的影响。
- **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，公司目前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。跟踪期内，公司因违反《中华人民共和国安全生产法》、《中华人民共和国消防法》、《江苏省消防条例》受到当地有关部门处罚，公司在环保及安全生产方面仍需加强管理。未来如行业生产标准进一步提高，公司可能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。

同业比较（单位：亿元）

指标	长青股份	湖南海利	中旗股份	新农股份	公司
总资产	74.74	39.25	40.40	16.41	26.67
营业收入	42.44	31.30	29.70	12.48	17.09
营收增长率（%）	12.72	13.89	35.42	7.36	12.59
净利润	2.64	3.74	4.24	1.01	0.99
销售毛利率（%）	17.23	25.13	25.55	25.53	16.67
资产负债率（%）	37.79	44.12	49.10	28.62	40.04

注：以上各指标均为 2022 年数据。

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_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	8/9
	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	中
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

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	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-/丰山转债	2022-7-26	徐宁怡、徐铭远	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)	阅读全文
AA-/稳定	AA-/丰山转债	2021-9-26	徐宁怡、朱磊	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)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
丰山转债	5.00	4.99	2022-7-26	2028-6-27

注：债券余额截至 2023 年 6 月 19 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、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。根据公司2023年1月5日发布的《江苏丰山集团股份有限公司关于变更部分募集资金投资项目的公告》，公司拟将原计划可转债募投项目和IPO投资项目之一“年产1,600吨2-硝基-4-甲磺基苯甲酸及750吨环己二酮建设项目”变更为“年产24,500吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目”（以下简称“新项目”），新项目总投资金额68,080.81万元，拟投入募集资金为56,047.47万元（含IPO募集资金7,068.60万元和可转债募集资金48,978.87万元）。截至2023年3月31日，丰山转债募集资金专户账户余额为10,641.48万元，另有31,000.00万元资金用于购买委托理财，剩余资金已用于项目建设及暂时补充流动资金。

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2023年3月末，公司总股本为16,231.65万股，实收资本为16,231.65万元¹，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%，公司股权结构图见附录二。殷凤山于2022年6月将其持有的公司2,698.03万股股份用于个人融资质押，截至2023年2月末已解除质押。截至2023年6月9日，公司控股股东及实际控制人已无股权质押。

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。2022年，公司新设子公司3家，通过江苏丰山全诺新能源科技有限公司计划进军新能源电子化学品产业，生产以锂离子、钠离子为主的储能电池、动力电池等电解液产品，预计于2023年8月投产；通过湖北丰山新材料科技有限公司计划向新材料高端精细化工产业发展。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共8家，详见附录四。

表1 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江苏丰山全诺新能源科技有限公司	66.00%	10,000.00	一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；电子专用材料研发、制造及销售等	新设
湖北丰山新材料科技有限公司	100.00%	50,000.00	农药生产；农药批发；农药零售等	新设

¹ 总股本较2022年末减少3.25万股，主要系公司对部分限制性股票进行回购注销。

江苏丰山生化科技有限公司	100.00%	10,000.00	农药生产；农药批发；农药零售等	新设
--------------	---------	-----------	-----------------	----

资料来源：公司提供，公开信息，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。

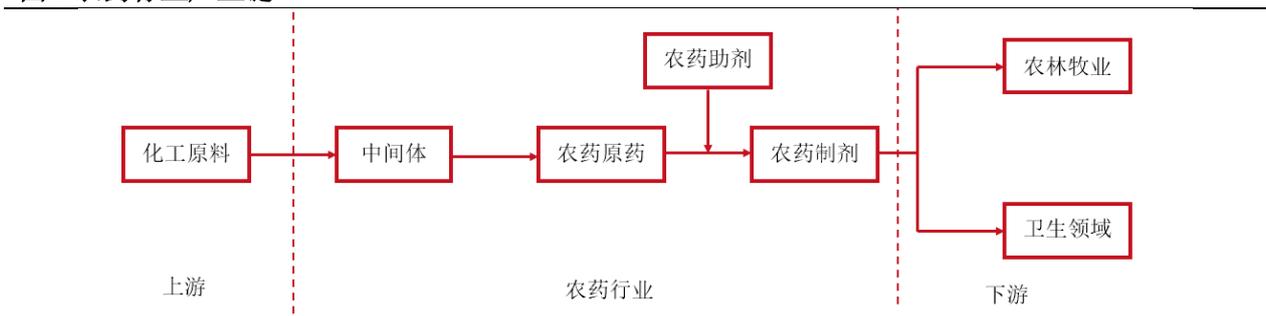
在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

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，在有效防控病虫害灾害、保障粮食安全等方面发挥重要作用。农药主要包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂三大类。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

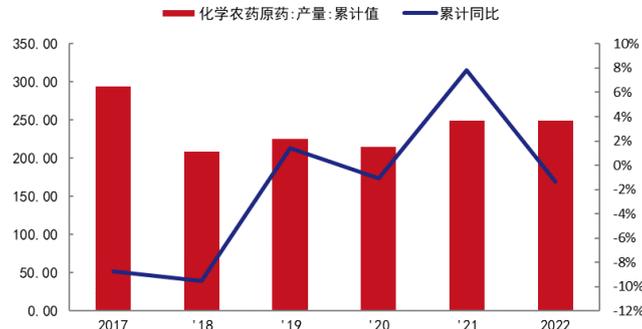
从经营特点来看，原药生产对企业生产技术、工艺水平等要求较高，多呈现技术密集特点；制剂产品接近终端消费，对经营企业的剂型研发能力、营销渠道及品牌优势等要求较高。从产业价值链来看，农药创新药前端研发与终端制剂销售为主要盈利环节，由于新药研发所需资金投入规模大、研发周期长、风险高，目前资金实力雄厚的国际农化巨头主导研发，同时凭借品牌和渠道优势把控终端制剂销售市场，国际四大农化巨头（先正达、拜尔、科迪华、巴斯夫）占据全球超 50% 的市场份额。中国农药企业主要集中于仿制药的生产和中间体加工，相关环节附加值较低，且生产企业众多，规模普遍较小，竞争激烈。

市场规模方面，根据 Phillips McDougall 的统计，2022 年全球农药市场销售额为 781.93 亿美元，其中作物用农药占比接近九成，市场销售额达 692.56 亿美元。分地区来看，亚太、拉美两地是规模最大、增长最快的地区市场，2022 年亚太地区市场销售额 218.85 亿美元，占比 32%，拉丁美洲市场销售额 191.37 亿美元，占比 28%。分品种来看，除草剂依然是规模最大的细分市场，占作物用农药市场的 44%，杀虫剂、杀菌剂市场份额分别为 27%、25%。

2017 年以来，随着供给侧改革的推进及环保政策趋严，同时随着农村农业部“到 2020 年实现化肥、农药零增长”政策的实施，我国农药总产量总体呈下降趋势，2021 年出口拉动下有所回升，2022 年国内外市场需求增加，国内生产企业产能得以充分释放，2022 年全国农药产量接近 249.70 万吨，与上年基本持平，其中杀虫剂产量同比增长，杀菌剂和除草剂产量同比下降；从品种看，草铵膦、精异丙甲草胺、乙酰甲胺磷、敌草隆和啞菌酯等原药产量同比实现大幅增长，但草甘膦、莠去津、多菌灵、杀虫单等原药产量不同程度下降。2022 年 11 月，农业农村部印发《到 2025 年化学农药减量化行动方案》，随着系列农药减量政策落地实施，我国农药产业结构将持续优化，化学农药施用总量进一步减少，农药产品结构

将加速调整。

图 2 近年我国农药原药产量情况



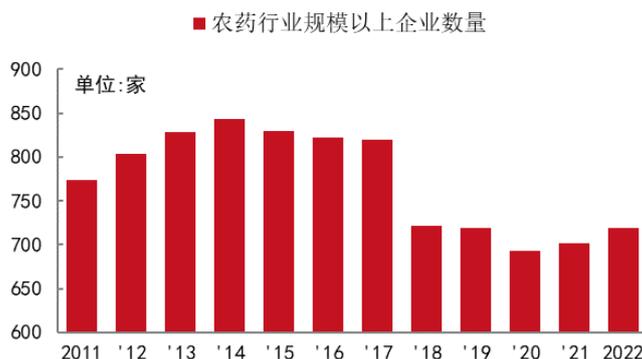
资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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；近年国内农药行业竞争激烈，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。2021 年 12 月工信部等六部委发布《化工园区建设标准和认定管理办法(试行)》，随后各省陆续制定、完善本地区化工园区认定评价管理办法、实施细则及评分标准，并发布园区认定名单，化工园区从严、规范管理政策的调整，提高了企业入园门槛，一定程度上增加了农药企业入园的难度。根据 2022 年 1 月发布的《“十四五”全国农药产业发展规划》，国家将推进农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强，培育一批竞争力强的大中型生产企业，未来农药原药生产经营将进一步集中，到 2025 年，农药生产企业数量由 2020 年的 1,705 家下降至 1,600 家以下，规模以上企业农药业务收入由 2,280.6 亿元增加至 2,500 亿元以上，农药经营单位由 2020 年的 32.5 万家下降至 30 万家。

图 3 近年农药行业规模以上企业数量整体呈下降趋势



资料来源：iFinD，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，但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。2022年受多重因素影响，国外企业生产人员紧张，能源和资源价格上涨，生产能力不能充分释放，难以满足国际农业生产需求，而我国生产企业复工复产进程加快，产业链运转趋向正常，行业运行势头良好，主要经济指标创下历史新高，2022年农药行业规模以上企业营业收入同比增长超20%，利润总额同比增长77%，增速较2021年高49%。从2022年农药销售百强企业业绩来看，总销售额达3,275.76亿元，同比增长28.76%；前十强企业的销售额达1,305.02亿元，同比增长29.48%，占百强企业销售总额的39.84%。百强和十强企业销售增速明显快于行业整体营收增速，市场份额向头部企业进一步集中，头部企业竞争优势凸显。

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4 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

五、经营与竞争

公司核心产品氟乐灵、精噻禾灵原药在细分市场具有一定的竞争及品牌优势。跟踪期内，受益于中间体及新产品系列的收入贡献，公司营业收入同比保持增长，但受原材料价格上涨影响，公司销售毛利率下降

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，2022年公司营业收入同比增长12.59%，增量主要来源于除草剂及中间体的销售收入增长。跟踪期内，公司杀菌剂产品收入有所下滑。从产品分类来看，除烟嘧磺隆系列产品销售收入下滑外，主要产品氟乐灵、精噻禾灵、毒死蜱及绿草定系列产品销售收入同比均保持增长，其中绿草定系列产品为2021年新增品类，2022年销售额放量明显，同比增长45.85%。2022年，公司新增产品氟氟草酯及炔草酯系列，营业收入贡献为6,817.50万元。

毛利率方面，2022年公司上游化工原材料价格仍处于上涨态势，主要受俄乌战争冲突以及外部环境影响，化工原材料供应链较为紊乱，且部分依赖进口的原材料价格涨幅明显。公司主营产品利润空间仍受到较大程度挤压，2022年销售毛利率较上年下降3.41个百分点。2023年以来，受市场供需环境影响，化工原材料需求不足使得销售价格走低，但公司销售产品价格跌幅超过原材料采购价格跌幅，公司2023年一季度销售毛利率进一步下滑至13.43%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

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
除草剂	23,138.42	58.59%	13.46%	111,436.68	65.24%	18.66%	99,002.27	65.24%	23.33%
杀虫剂	11,539.92	29.22%	8.51%	37,210.93	21.78%	8.88%	36,445.34	24.02%	13.07%

杀菌剂	1,475.64	3.74%	15.99%	6,733.43	3.94%	17.77%	9,399.77	6.19%	15.82%
精细化 工中间 体	2,192.91	5.55%	31.03%	11,654.57	6.82%	15.59%	4,380.21	2.89%	3.66%
其他	1,097.11	2.78%	28.94%	3,678.01	2.15%	33.23%	2,529.66	1.67%	35.40%
电池材 料	0.00	0.00%	--	3.10	0.00%	48.57%	--	--	--
农产品	46.20	0.12%	-54.49%	102.46	0.06%	79.65%	--	--	--
合计	39,490.19	100.00%	13.43%	170,819.17	100.00%	16.63%	151,757.25	100.00%	20.04%

注：农产品销售收入主要系子公司江苏丰山新农业发展有限公司油菜及水稻销售收入
 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，但仍值得关注新产品的研发及销售风险

原药登记证获取周期较长，获得一个原药登记证一般需要3-5年，形成一定行业壁垒。公司目前已有原药登记证18个，制剂登记证112个；在登记申请中的产品有29个，其中包含新产品17个，老产品登记变更扩大使用范围12个。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。2022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，公司亦推动湖北宜昌生产基地的建设，规划分期建设年产13万吨对氯甲苯等精细化学品。对氯甲苯是生产公司主力产品氟乐灵的重要原料，同时也可用于氰戊菊酯、多效唑、烯效唑、禾草丹、杀草隆等农药的合成；2,4-二氯甲苯、2,6-二氯甲苯等产品可用于生产氨基丙氟灵、烯唑醇、虱螨脲等农药产品。该项目有利于将公司产业链延伸至上游基础原料领域，提升原材料供应的稳定性。同时，该项目产品还可用于医药、染料等非农药领域，市场需求潜力很大，有利于增强公司的抗风险能力。公司计划通过丰山全诺的新能源锂（钠）等锂离子电池电解液业务为切入点，向上游电解质等方向进行产业延伸，需关注新产品的研发及销售风险。

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；受前期客户提前备货影响，公司目前在手订单额明显减少但仍可为短期业绩提供一定保障；2023年以来，公司部分主力产品价格受市场供需影响价格下跌，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，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。

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。2022年，公司出口销售额同比增长25.19%至5.29亿元，外销收入占比有所提升。公司主要外销增量来源于精喹禾灵系列、毒死蜱系列及2022年新增品类炔草酯系列，公司外销客户集中度较高。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	2023年1-3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	3.38	85.54%	11.80	69.06%	10.95	72.18%
外销	0.57	14.46%	5.29	30.94%	4.22	27.82%
合计	3.95	100.00%	17.08	100.00%	15.18	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022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
2022年	1	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	9,816.51	5.75%
	2	NUTRIEN AG SOLUTIONS LIMITED	9,014.69	5.28%
	3	UPL	8,797.39	5.15%
	4	TITAN.AG.PTY.LTD	5,143.88	3.01%
	5	JOINT STOCK COMPANY AVGUST Inc	4,683.28	2.74%
			合计	37,455.75
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%
		合计	32,150.60	21.18%

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

2022年，由于基础化工原材料价格仍呈上涨态势，农药价格普遍上涨，公司氟乐灵、精喹禾灵及毒死蜱系列产品受市场供需影响，销售均价较上年均有所上涨。但部分产品如精喹禾灵、烟嘧磺隆及毒死蜱系列销量亦有所下滑。整体来看，五大主力系列产品合计销售收入占比有所下滑。截至2023年3月末，公司在手订单量仅为1.37亿元，但仍可为短期业绩提供一定保障。前期受全球供应链影响，公司外销客户上一年度提前备货产品仍处于消化阶段，导致2023年以来销售订单的下滑。进入2023年以来，受市场

供需关系影响，公司部分主力产品单价呈下跌趋势，需关注公司未来业绩下滑风险。且中证鹏元亦注意到，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²，且农药行业整体而言竞争较为激烈，如未来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 公司主要产品营业收入及均价情况（单位：吨、万元/吨、万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	数量	均价	收入	数量	均价	收入	数量	均价	收入
氟乐灵系列	613.10	3.36	2,058.85	6,023.95	3.70	22,307.42	5,885.46	3.56	20,980.78
精喹禾灵系列	404.07	14.64	5,915.76	1,646.52	14.47	23,823.63	2,414.49	9.34	22,552.30
烟嘧磺隆系列	465.61	13.95	6,495.27	2,257.82	11.20	25,291.78	2,720.15	11.13	30,286.12
毒死蜱系列	2,363.07	3.85	9,096.21	6,174.17	4.15	25,646.31	6,581.22	3.40	22,357.26
绿草定系列	548.27	6.14	3,369.07	2,531.17	6.71	16,973.17	1,813.51	6.42	11,637.21
合计			26,935.16			114,042.32			107,813.67
占比			68.21%			66.76%			71.04%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 截至2023年3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	河北农信达化工贸易有限公司、南京王牌化学有限公司、山东金仕利化工有限公司、中农立华生物科技股份有限公司北京分公司等	3,748.55	履行中+未履行	
	绿草定酯	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司、燕化永乐（乐亭）生物科技有限公司、Nufarm	2,412.94	履行中+未履行	
	氟乐灵	南京苯泽国际贸易有限公司、侨昌现代农业有限公司、山东绿邦作物科学股份有限公司	413.45	履行中	
	精喹禾灵	辽宁晟钰科技有限公司、南京博道仓储有限公司、博爱惠丰生化农药有限公司等	1,245.1	履行中	
	烟嘧磺隆	上海联睿化工有限公司、辽宁晟钰科技有限公司、河北安瑞特化工有限公司、Syngenta等	2,804.55	履行中+未履行	
	氰氟草酯	南京汇凯生物科技有限公司、河南瀚斯作物保护有限公司	440.4	履行中	
精细化工中间体	二氯喹啉啞	上海润禄化工有限公司、上海浓辉化工有限公司、SUMMIT	2,618.44	未履行	
合计			--	13,683.43	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，受制于产品需求影响，公司原药及制剂产能利用率较上年均有所下滑，且公司制剂产能利用率低于同业水平；在建项目待投资规模较大，面临一定的资金支出压力；需关注在建项目建设

² 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。

不及预期、新增产能无法消化及新领域投资风险等风险因素

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，公司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，合同履行信誉较好，存货因滞销带来的跌价风险相对可控。产能利用方面，公司原药及制剂2022年产能利用率均有所下滑。需注意的是，公司制剂产品产能利用率低于同业水平，主要系公司在做生产技术的转型升级。由于市场发生变化，现在种田大户不断增多，人力成本居高不下，无人飞机的大量作业，公司原生产的可湿粉已无法满足市场飞防要求，故产能利用率较低。从长远发展来看，未来公司将重点向可分散油悬剂和干悬浮剂等等新剂型方向转型升级，压缩可湿粉产量，增加新剂型生产量。按产品名称来看，跟踪期内，氟乐灵、烟嘧磺隆系列产能利用率有所下滑。

表7 公司主要产品产能及产能利用率情况（单位：吨、%）

产品名称	2022年			2021年			
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	
原药	除草剂	11,500.00	9,807.95	85.29%	10,500.00	10,001.87	95.26%
	杀虫剂	11,000.00	5,734.24	52.13%	11,000.00	5,351.69	48.65%
	小计	22,500.00	15,542.19	69.08%	21,500.00	15,353.56	71.41%
制剂	除草剂		4,081.05		5,226.75		
	杀虫剂		2,433.71		2,709.74		
	杀菌剂	20,000.00	502.71	37.11%	20,000.00	598.26	44.49%
	其他		404.64		363.30		
	小计		7,422.11		8,898.05		

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，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。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，未来公司计划在湖北宜昌新建第二生产基地，主要生产精细化工产品，项目建成后有助于分散生产风险和完善产业链布局。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，2022年中间体三氯吡氧乙酸对公司收入贡献提升。根据公司2023年1月5日发布的《关于变更部分募集资金投资项目的公告》，公司本期可转债募投项目已变更为“年产24,500吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目”，且生

产基地由四川广安³变更为湖北宜昌。新项目建设期为1.5年，募集资金对项目总投资额覆盖比例为82.32%，公司仍面临一定的项目资金支出压力。另外，公司2022年新设子公司丰山全诺生产基地在大丰港产业园，公司持股66.00%，合作方南通全诺新能源材料科技有限公司是从事电解液贸易的公司，在钠离子电池电解液研发上具备专利技术及技术优势。在建项目为年产50,000吨电池电解液项目一期，预计于2023年8月投产。

总体来看，公司主要的在建与拟建项目尚需投资规模较大，公司仍面临一定资金支出压力，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，项目投产后若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。此外，公司电解液项目与公司主营业务关联度较低，需关注公司进入新领域的投资风险。

表8 截至2023年3月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	14,522.91	IPO募集资金
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	盐城大丰	17,050.00	17,050.00	10,693.65	IPO募集资金
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	盐城大丰	7,800.00	7,800.00	6,305.10	IPO募集资金
年产24,500吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目	湖北宜昌	68,080.81	56,047.47	6,407.51	IPO募集资金及可转债资金
合计		109,430.81	93,897.47	31,521.66	

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；

注3：“年产24,500吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目”由原项目“年产1,600吨2-硝基-4-甲磺基苯甲酸及750吨环己二酮建设项目”及“年产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”变更而来。

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，跟踪期内，化工原材料价格上涨进一步挤压公司盈利空间，公司成本管控持续面临压力

跟踪期内，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。跟踪期内，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。在原油价格大幅波动背景下，公司采购

³ 2022年7月，《四川省水利厅关于印发四川省行政区域嘉陵江流域范围划定成果的通知》中将驴溪河认定为嘉陵江的二级支流，公司原项目用地在驴溪河一公里范围内，使得项目投资存在重大风险。

原材料2022年整体价格仍处于上涨态势，对利润造成较大程度挤压，公司成本管控持续面临压力。

表9 2022年主要原材料基本情况（单位：%、吨）

主要原材料	价格同比变动比率	采购量	耗用量
对苯二酚	14.50	936.00	906.69
对氯邻硝基苯胺	6.83	514.03	556.25
二氯烟酸	0.65	427.50	423.30
嘧啶胺	53.44	327.00	331.97
对氯甲苯	-10.87	2,922.23	2,826.39
二正丙胺	7.70	1,645.68	1,570.73
氟化氢	9.10	1,434.48	1,417.32
乙基氯化物	33.33	3,452.36	3,440.43
三氯乙酰氯	32.23	5,724.19	5,719.23
液碱	56.70	31,925.17	31,717.28

资料来源：公司2022年年报，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。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10 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
2022年	1	盐城市凌云海热电有限公司	4,592.42	4.65%
	2	山东省和信化工科技有限公司	4,521.68	4.58%
	3	聊城德丰化工有限公司	3,868.70	3.91%
	4	应城市东诚有机硅有限公司	3,641.59	3.69%
	5	索尔维（镇江）化学品有限公司	3,503.54	3.55%
		合计	20,127.93	20.38%
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%
		合计	17,396.97	12.18%

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

跟踪期内，公司整体营运资金管理效率未发生明显变化

跟踪期内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。结算方式以银行承兑汇票和银行转账相结合的方式。跟踪期内，公司应收账款及应收票据回款周期略有拉长。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。

表11 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2022年	2021年
应收账款周转天数	35.98	38.30
应收账款及应收票据周转天数	66.35	38.30
存货周转天数	94.72	91.00
应付账款周转天数	37.87	44.85
应付账款及应付票据周转天数	102.90	109.94
净营业周期	92.83	84.46

资料来源：iFinD，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2020-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司新纳入合并报表范围子公司3家，均为新设子公司，具体见表1，无合并范围子公司减少。

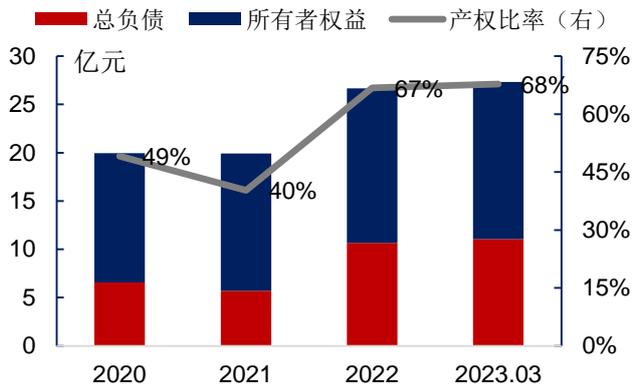
资本实力与资产质量

跟踪期内公司资产规模保持增长主要受益于可转债的发行及经营积累，公司房屋设备等固定资产及土地资产因发行可转债用于资产抵押而受限比例高，仍需关注应收款项回收风险和存货跌价风险

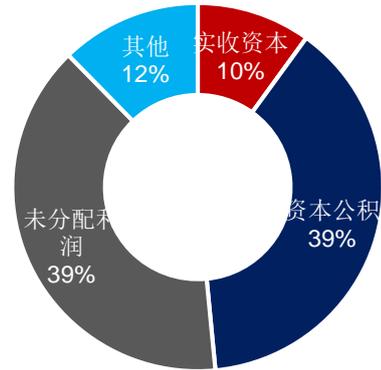
跟踪期内公司所有者权益保持增长主要系经营积累，同期负债总额增加主要系发行“丰山转债”募集资金5.00亿元，故产权比率呈上升趋势，总体而言，公司财务杠杆水平虽有所上升，但净资产对负债的保障程度尚可。

图 5 公司资本结构

图 6 2023年3月末公司所有者权益构成



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



资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产结构上仍以流动资产为主。现金类资产随着可转债募集资金到期末余额有所增加，截至 2022 年末，公司因票据保证金及待扣款结构性存款而受限的货币资金占比为 11.34%，受限比例较小。公司交易性金融资产为结构性存款理财产品，风险较小，2022 年末较上年末增长 126.47% 至 2.60 亿元。公司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 15.29%，流动性尚可。应收账款主要为产品销售款，与上年末变化不大，且仍以 1 年以内的应收账款为主；2023 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，2022 年末前五大应收账款期末余额合计占比 43.99%，欠款集中度较上年略有上升；同期末单项计提的坏账准备余额 321.71 万元，其中核销了 2021 年计提坏账准备的山东金农华药业有限公司 240.00 万元货款，因该客户无可执行财产，其余部分客户仍存在回款风险。2022 年末，公司存货规模增长 18.15% 至 4.06 亿元，同期存货占比有所下降。2022 年，公司新增计提存货跌价准备 1,614.28 万元，由于 2022 年对苯二酚价格波动，导致精喹禾灵、氰氟草酯、炔草酯等以对苯二酚为主要原材料的产品价格自 2022 年第三季度开始出现下行，使得期末计提存货跌价准备较上年大幅增加。由于公司主要实行以销定产，存货滞销风险相对可控。

公司非流动资产构成主要为固定资产和无形资产，跟踪期内，公司固定资产原值较上年增加 1.03 亿元，其中在建工程转固 0.65 亿元，购置增加固定资产 0.37 亿元。需注意的是，用于本期债券资产抵押的固定资产及无形资产受限比率分别为 102.12% 和 46.08%，抵质押比例较高。公司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，规模虽然不大，但均为公司不熟悉领域，有一定投资风险。在建工程主要为在建的 IPO 募投项目。

整体来看，跟踪期内公司资产结构占比变化不大，仍以现金类资产、应收账款、存货和房屋设备组成，但房屋设备等固定资产及土地资产因发行可转债用于资产抵押比率较高；期末存货受备货增加影响有所增多，需关注存货跌价风险；应收账款对营运资金占用增加，且前五大欠款客户集中度小幅提升，

需关注公司应收账款回收风险；此外，公司参与高新领域产业投资亦带来一定投资风险。

表12 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	8.16	29.85%	7.05	26.43%	3.65	18.30%
应收账款	2.71	9.91%	1.77	6.64%	1.64	8.25%
存货	4.00	14.61%	4.06	15.22%	3.44	17.24%
交易性金融资产	1.00	3.67%	2.60	9.76%	1.15	5.77%
应收票据	1.34	4.89%	1.44	5.41%	0.00	0.00%
流动资产合计	18.58	67.95%	18.25	68.44%	12.63	63.37%
其他权益工具投资	0.69	2.54%	0.50	1.87%	0.50	2.51%
固定资产	5.13	18.76%	5.27	19.75%	4.89	24.55%
在建工程	0.67	2.43%	0.46	1.74%	0.63	3.18%
无形资产	1.57	5.75%	1.47	5.50%	0.53	2.66%
非流动资产合计	8.76	32.05%	8.42	31.56%	7.30	36.63%
资产总计	27.34	100.00%	26.67	100.00%	19.93	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

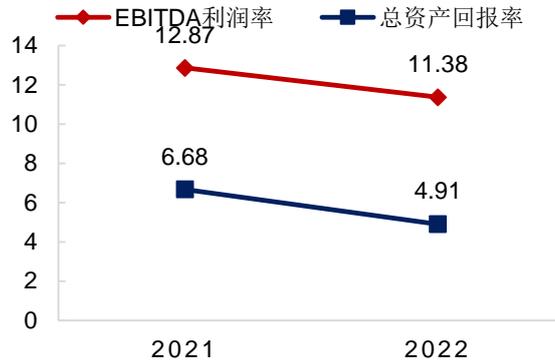
盈利能力

2022年，受益于新产品及中间体销售收入增加贡献，公司营业收入同比增长，但原材料价格上涨挤压公司主营业务利润空间，公司销售毛利率下滑；公司整体盈利能力仍受原材料价格波动及农药市场行情影响持续承压

公司收入仍主要来源于农药原药、制剂及精细化工中间体的销售，除草剂和杀虫剂原药销售收入为公司营业收入的主要构成。跟踪期内，公司营业收入同比增长12.59%至17.09亿元。跟踪期内，公司中间体、新产品绿草定、氰氟草酯及炔草酯系列产品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，但需注意的是，2023年以来公司外销客户订单下滑较为明显，需关注外销收入变化对公司经营情况影响。

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。跟踪期内，受原材料价格上涨，而公司主力产品精喹禾灵、烟嘧磺隆、绿草定系列进入2022年第三季度以来市场价格呈下行趋势，公司盈利能力持续走弱。进入2023年以来，由于市场需求不足，公司产品销售价格下跌幅度超过原材料价格下跌幅度，公司盈利持续承压。2023年一季度，公司净利润同比下滑66.90%至0.10亿元。

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

公司总债务规模大幅增长主要系可转债发行影响，由于项目支出陆续支付，本期末现金类资产仍为充裕，公司现金类资产对短期债务保障程度较好，整体债务压力可控，但公司在建项目未来仍面临一定资金支出压力

受发行可转债影响，2022年末公司总债务占比提升至65.76%。公司总债务构成以应付票据、银行短期借款及可转债为主。经营性负债方面，公司应付账款主要为应付材料款。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，公司偿债压力尚可。

表13 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	0.00	0.00%	0.05	0.47%	0.00	0.00%
应付账款	1.48	13.44%	1.65	15.44%	1.35	23.56%
应付票据	3.48	31.47%	3.09	28.90%	2.06	36.01%
合同负债	0.44	3.98%	0.31	2.91%	0.51	8.92%
其他应付款	0.27	2.42%	0.24	2.24%	0.48	8.43%
其他流动负债	0.60	5.40%	0.45	4.20%	0.52	9.07%
流动负债合计	6.55	59.28%	6.22	58.26%	5.30	92.60%
应付债券	3.83	34.64%	3.78	35.36%	0.00	0.00%
非流动负债合计	4.50	40.72%	4.46	41.74%	0.42	7.40%
负债合计	11.05	100.00%	10.68	100.00%	5.72	100.00%
总债务合计	7.41	67.10%	7.02	65.76%	2.17	37.87%
其中：短期债务	3.52	31.86%	3.17	29.73%	2.09	36.46%
长期债务	3.89	35.24%	3.85	36.03%	0.08	1.41%

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

2022年，公司经营活动现金流得到改善主要系本期销售回款情况较好，经营活动现金净流入额同比增长24.12%。公司在建项目较多，资本性支出持续流出，本期投资性活动现金净流出额同比增长39.92%。受盈利能力下滑及利息支出增加影响，公司EBITDA和FFO较上年下滑。公司2021-2022年净债务为负值，在建项目仍面临一定的资金支出压力。

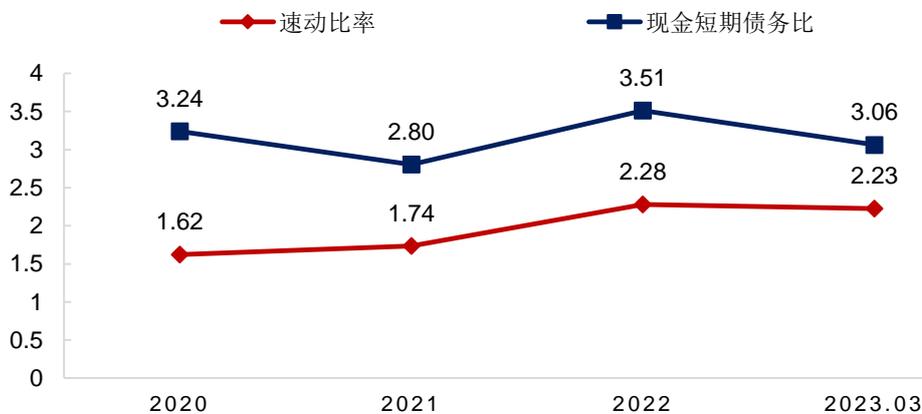
表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流	-0.34	1.85	0.60
FFO(亿元)	0.06	1.42	1.51
资产负债率	40.40%	40.04%	28.70%
净债务/EBITDA	--	-1.89	-1.68
EBITDA 利息保障倍数	--	13.99	193.92
总债务/总资本	31.26%	30.51%	13.23%
FFO/净债务	--	-38.65%	-46.23%
经营活动现金流/净债务	10.56%	-50.53%	-18.24%
自由现金流/净债务	17.05%	-5.71%	24.61%

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

跟踪期内，公司资产负债率有所上升，由于公司可转债项目尚处于项目初期，可转债资金有所沉淀使得公司现金类资产规模有所提升，带动跟踪期内速动比率上升，公司现金类资产对短期债务保障程度较好。可转债发行后公司融资性债务规模上升，利息支出增加，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。公司作为上市公司，融资渠道较为丰富，截至2023年3月末，公司本部尚可使用授信额度为10.10亿元，可用授信规模尚可，授信条件以信用为主，但期限较短，一般为一年期，综合而言，公司流动性资源为一般。

图 8 公司流动性比率情况



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

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 2023 年 5 月 12 日提供的《江苏丰山集团股份有限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，2022 年 9 月，公司本部因应急救援器材维护保养不到位，违反了《中华人民共和国安全生产法》第八十二条第二款，被盐城市大丰区应急管理局罚款 1.00 万元；2022 年 9 月，公司本部因擅自停用消防设施、器材违反了《中华人民共和国消防法》二十八条，因未按规定落实消防控制室管理制度违反了《江苏省消防条例》第十七条第二款规定，被盐城市大丰区消防救援大队分别罚款 1.00 万元和 0.20 万元。上述处罚金额较小，直接影响不大，但显示出公司在环境治理及安全生产方面仍需要加强。

社会因素

根据说明，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《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、监事会为监督机构的治理机构。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。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。公司设总裁 1 名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘。公司设副总裁若干名，由总裁提名，由董事会聘任或解聘。

跟踪期内公司高管未发生变动，公司总裁仍为殷平女士，公司经营情况较为稳定。

（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 4 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；公司无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（2023 年 6 月 8 日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

根据公司于 2023 年 4 月 28 日发布的《关于 2023 年度提供担保额度预计的公告》，截至 2023 年 4 月 28 日，

公司本部对子公司担保实际担保余额为1.01亿元，均为对合并范围内子公司担保，公司本部及子公司不存在对合并报表外单位提供担保的情形。

八、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%。

表15 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%
合计	6.41	56.67%

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

2022年10月12日，公司第三届董事会第十七次会议、第三届监事会第十七次会议分别审议通过了《关于将部分资产划转至全资子公司的议案》，将位于大丰港石化新材料产业园的生产基地、上海分公司等的相关资产全部划转至新设的全资子公司江苏丰山生化科技有限公司（以下简称“丰山科技”），公司为可转换公司债券的担保资产中有部分系位于公司在大丰港石化新材料产业园的生产基地、上海分公司，此次将一并划转至新设的全资子公司丰山科技，相应的担保义务将由丰山科技继续承担。公司已与华泰联合证券有限责任公司（抵押权人代理人）签署《抵押权变更协议（抵押财产转让）》。截至2023年5月17日，划入丰山科技的抵押土地、房产和设备已办妥抵押登记手续。

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。

九、结论

公司所处的农药行业需求相对刚性，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，未来本期可转债募投项目投产后有利于公司进一步形成产业链优势，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，但考虑到偿债指标表现尚可，整体债务压力可控，但公司在建项目未来仍面临一定资金支出压力。综上，我们认为公司整体抗风险能力尚可。

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“丰山转债”的信用等级为AA-。

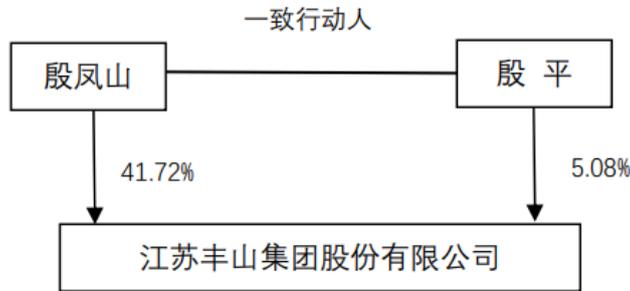
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	8.16	7.05	3.65	6.44
存货	4.00	4.06	3.44	2.70
应收账款	2.71	1.77	1.64	1.59
应收票据	1.34	1.44	0.00	0.00
流动资产合计	18.58	18.25	12.63	12.81
固定资产	5.13	5.27	4.89	5.00
非流动资产合计	8.76	8.42	7.30	7.16
资产总计	27.34	26.67	19.93	19.97
短期借款	0.00	0.05	0.00	0.03
应付账款	1.48	1.65	1.35	1.68
应付票据	3.48	3.09	2.06	2.33
一年内到期的非流动负债	0.04	0.04	0.03	0.00
流动负债合计	6.55	6.22	5.30	6.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.83	3.78	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	4.50	4.46	0.42	0.35
负债合计	11.05	10.68	5.72	6.58
总债务	7.41	7.02	2.17	2.35
所有者权益	16.30	15.99	14.21	13.39
营业收入	3.96	17.09	15.18	14.94
营业利润	0.16	1.02	1.34	2.81
净利润	0.10	0.99	1.15	2.36
经营活动产生的现金流量净额	-0.34	1.85	0.60	1.57
投资活动产生的现金流量净额	1.42	-3.39	-2.42	0.73
筹资活动产生的现金流量净额	-0.05	4.64	-0.70	-0.07
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	0.15	1.94	1.95	3.32
FFO(亿元)	0.06	1.42	1.51	3.04
净债务(亿元)	-3.25	-3.67	-3.28	-4.92
销售毛利率	13.55%	16.67%	20.04%	30.54%
EBITDA 利润率	--	11.38%	12.87%	22.23%
总资产回报率	--	4.91%	6.68%	15.55%
资产负债率	40.40%	40.04%	28.70%	32.95%
净债务/EBITDA	--	-1.89	-1.68	-1.48
EBITDA 利息保障倍数	--	13.99	193.92	141,815.04

总债务/总资本	31.26%	30.51%	13.23%	14.96%
FFO/净债务	--	-38.65%	-46.23%	-61.77%
速动比率	2.23	2.28	1.74	1.62
现金短期债务比	3.06	3.51	2.80	3.24

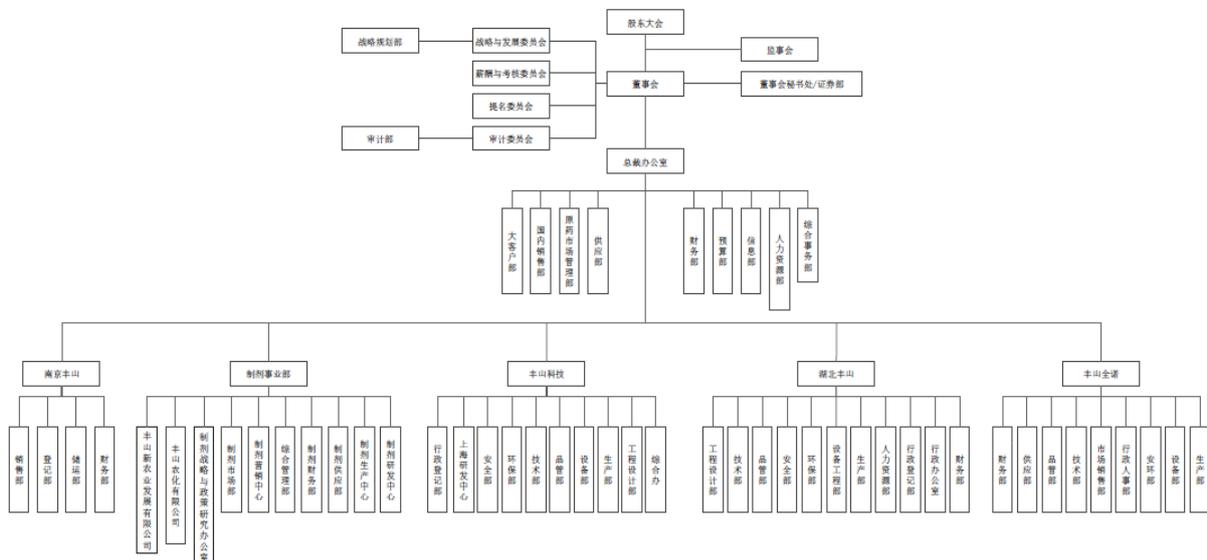
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 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
江苏丰山全诺新能源科技有限公司	10,000.00	66.00%	一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；电子专用材料研发、制造及销售等
湖北丰山新材料科技有限公司	50,000.00	100.00%	农药生产；农药批发；农药零售等
江苏丰山生化科技有限公司	10,000.00	10,000.00	农药生产；农药批发；农药零售等

注：上海丰山测试技术有限公司于 2022 年 8 月注销。

资料来源：公司提供，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、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。