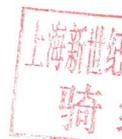




内部编号: 2023060941



2022 年江苏苏利精细化工股份有限公司

公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告

分析师: 何婕妤 何婕妤 hejiayu@shxsj.com
杨亿 杨亿 yangyi@shxsj.com

评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100588】

评级对象：2022年江苏苏利精细化工股份有限公司公开发行可转换公司债券

苏利转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA/稳定/AA/2023年6月28日
前次跟踪：AA/稳定/AA/2022年5月19日
首次评级：AA/稳定/AA/2021年6月24日

跟踪评级观点

主要优势：

- 产业链优势。苏利股份农药和阻燃料产品拥有成熟的中间体生产工艺，较为完善的产业链有利于保障产品质量，降低生产成本，提升公司综合盈利能力。
- 债务负担较轻。截至2023年3月末，苏利股份资产负债率为36.19%，整体债务负担较轻，具有一定再融资空间。

主要风险：

- 项目投入产出风险。苏利股份宁夏精细化工产品投资项目投资规模较大，建设周期长，产品主要为农药原药及中间体，产能释放需要一定周期，预期收益存在一定的不确定性。
- 境外关联交易风险。跟踪期内苏利股份与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、霜脲氰原药等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。
- 本次可转换债券转股及回售风险。截至2023年3月末，苏利股份股价低于转股价，后续若转股期内公司股价持续低迷或未达到本次可转换债券持有人预期而导致转股情况不理想，则会加重公司债务负担。另外，本次可转换债券设置了回售条件，可能面临债券存续期缩短风险。

未来展望

通过对苏利股份及其发行的苏利转债主要信用风险要素的跟踪分析与评估，本评级机构维持AA主体信用等级，评级展望为稳定；认为苏利转债还本付息安全性很强，并维持苏利转债AA信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	3.00	2.73	2.88	2.85
刚性债务（亿元）	0.16	0.35	8.70	8.91
所有者权益（亿元）	11.62	14.77	16.21	16.45
经营性现金净流入量（亿元）	1.06	0.50	0.46	-
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	30.68	38.72	53.14	52.66
总负债（亿元）	5.48	11.72	19.72	19.06
刚性债务（亿元）	0.86	6.24	15.13	14.97
所有者权益（亿元）	25.20	27.00	33.42	33.60
营业收入（亿元）	15.59	22.92	31.50	5.52
净利润（亿元）	2.19	2.82	3.89	0.20
经营性现金净流入量（亿元）	1.69	3.16	5.19	0.83
EBITDA（亿元）	3.47	4.40	6.08	-

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产负债率[%]	17.86	30.27	37.11	36.19
权益资本与刚性债务比率[%]	2939.34	432.93	220.83	224.49
流动比率[%]	338.92	208.59	300.64	323.51
现金比率[%]	239.83	142.80	222.04	246.06
利息保障倍数[倍]	-	625.03	11.14	-
净资产收益率[%]	8.66	10.79	12.87	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	40.02	37.38	46.97	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.73	-6.00	-13.02	-
EBITDA/利息支出[倍]	-	841.18	14.20	-
EBITDA/刚性债务[倍]	4.70	1.24	0.57	-

注 1: 根据苏利股份经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (精细化化工行业) FM-GS027 (2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	1	
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
		其他因素	0
调整理由: 无			
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	-	
	支持理由: 无		
主体信用级别		AA ⁻	

同类企业比较表

企业名称 (简称)	2022 年末主要经营及财务数据				
	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	资产负债率 (%)	EBITDA/利息支出
颖泰生物	81.61	26.04	13.60	52.72	10.55
利民股份	50.61	18.84	4.67	59.75	9.71
飞凯材料	29.07	39.31	9.07	39.52	9.33
苏利股份	31.50	22.32	10.39	37.11	14.20

注 1: 颖泰生物全称为北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司, 利民股份全称为利民控股集团股份有限公司, 飞凯材料全称为上海飞凯材料科技股份有限公司。

注 2: 颖泰生物和利民股份并非本公司所评级公司, 主要经营及财务数据经由公开数据整理、计算。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年江苏苏利精细化工股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“苏利转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据该公司提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 2 月 16 日发行规模为 95,721.10 万元、期限为 6 年的苏利转债。苏利转债采取了累进利率，第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.00%、第六年 3.00%，采用每年付息一次，到期归还本金及最后一年利息。苏利转债的转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（2022 年 8 月 22 日至 2028 年 2 月 15 日），转股价格为 19.71 元/股¹。截至 2023 年 3 月末，苏利转债正常付息，累计转股数为 1,968 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0011%，债券余额为 95,717.20 万元，主要系股价较低，导致转股进度缓慢；同期末公司股价为 18.08 元/股，低于转股价，如果因后期公司股票价格走势持续低迷或苏利转债持有人的投资偏好等原因导致苏利转债到期未能实现转股，将会增加公司的财务负担。

图表 1. 公司存续期内债券概况

债项名称	发行金额（万元）	期限（年）	发行利率（%）	起息时间	本息兑付情况
苏利转债	95,721.10	6.00	累进利率，目前 0.60%	2022/2/16	正常付息

资料来源：苏利股份（截至 2023 年 3 月末）

注：苏利转债附转股价格向下修正条款、有条件回售条款、附加回售条款。

苏利转债募集资金共计 95,721.10 万元，所涉及募投项目为“年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目”。截至 2023 年 3 月末，该公司已投入 37,694.19 万元进行项目投资，目前一期项目建设已经基本完成。

图表 2. 苏利转债所涉募投项目的投资计划（万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金（万元）	募集资金已使用额
年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目	133,971.75	95,721.10	37,694.19

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

¹因公司 2021 年度权益分派方案实施，自 2022 年 6 月 8 日起转股价格由原来的 20.11 元/股调整为 19.71 元/股。

2023 年第一季度,全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升,主要经济体的通胀压力依然很大,美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化,我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露,政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力,但金融领域的潜在风险并未完全消除;美欧货币政策紧缩下,美元、欧元的供给持续回落,对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展,俄乌军事冲突的演变尚不明确,对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解,消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓;除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外,大多数制造业生产及经营绩效持续承压,且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平;公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善,其中餐饮消费显著回暖,除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长;基建和制造业投资延续中高速增长,房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄;剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展,实际有效汇率稳中略升,境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长,人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革,扩大高水平对外开放,提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署;短期内宏观政策调控力度仍较大,为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效,专项债靠前发行,延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策,在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策,综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具,加大对国内需求和供给体系的支持力度,保持流动性合理充裕,引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革,有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建,对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年,随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效,我国经济将恢复性增长:高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复;基建投资表现平稳,制造业投资增速有所回落,房地产投资降幅明显收窄;出口在外需放缓影响下呈现疲态,或将对工业生产形成拖累。从中长期看,在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上,贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性,我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产与销售。

A. 农药

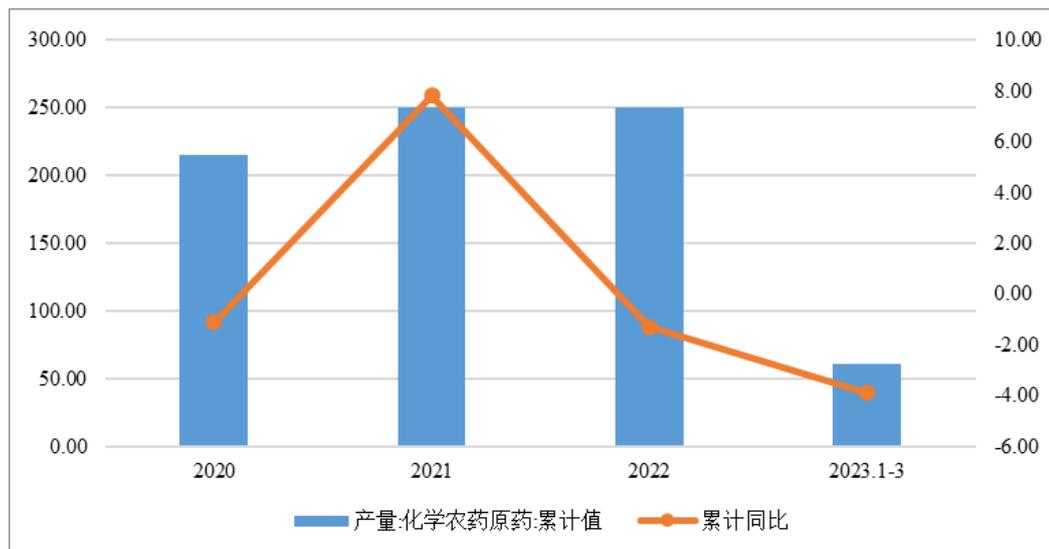
农药作为重要的农业生产资料,具有一定的需求刚性,受宏观经济周期波动影响较小。2022 年全球农药产品需求继续向好,但随系列农药减量政策落地实施,国内农药原药产量有所下降,同时上游原油价格高位震荡,成本压力传导至下游,农药平均价格高于去年同期。2023 年以来,国内农药产品产能集中释放,但需求减弱,市场转为供大于求状态,农药价格快速下行。随着行业竞争的加剧以及环保压力加大,我国农药行业进入了新一轮整合期。

农药作为重要的农业生产资料,在农产品生产及卫生害虫防控等方面发挥着重要作用,具有一定的需求刚性,受宏观经济周期波动影响较小。从产业链来看,农药上游为无机和有机化工原料,下游为农林牧业及卫生领域。农药行业生产自上而下可分为农药中间体、农药原药和农药制剂。根据用途分类,农药可以分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂等,其中除草剂的市场规模最大、杀菌剂的份额持续增长。

a. 行业概况

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,农药产品结构加速调整。根据国家统计局数据显示,2022 年化学农药原药(折 100%)产量为 249.7 万吨,同比减少 1.3%;2023 年 1-3 月受需求减弱影响,化学农药原药(折 100%)产量为 62.1 万吨,同比减少 3.9%。

图表 3. 2020-2023 年 1-3 月我国化学农药原药生产情况 (单位: 万吨, %)

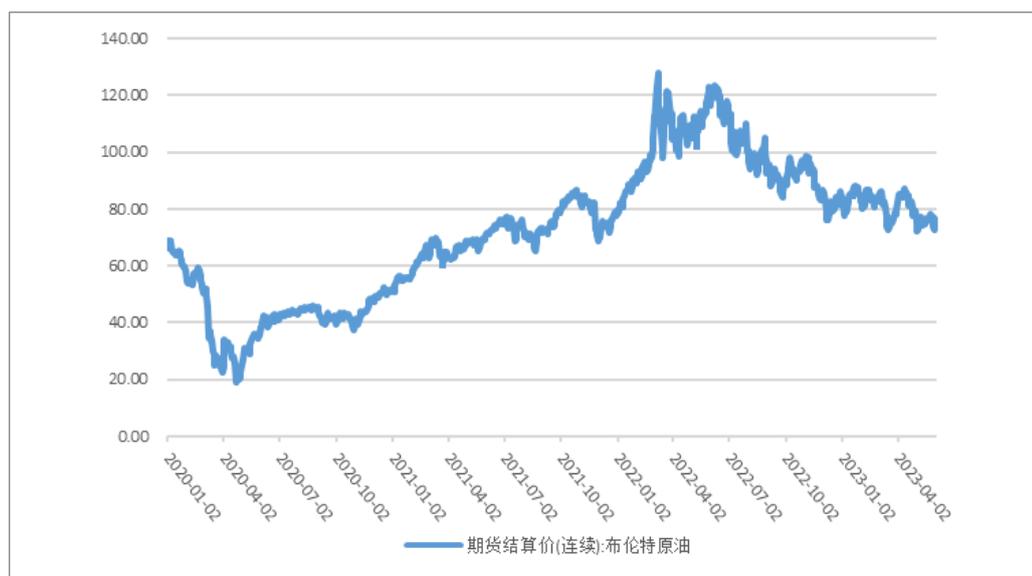


资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

从全球农药需求区域分布来看, 亚太地区为全球最大的消费地区, 其次为拉美地区和欧洲地区。目前我国已经成为全球农药原药生产和出口的第一大国。一方面国际农业生产能力不足, 订单需求转移到国内, 另一方面国家调整出口贸易政策, 大力扶持农药出口, 《关于优化农药进出口管理服务措施的公告》、中国-巴西海关 AEO 互认等政策的正式实施, 为我国农药进出口贸易、提高通关效率提供了便利条件。2022 年我国农药贸易总额约为 220 亿美元, 同比增长超 30%, 出口量为 240 万吨 (实物量), 与上年基本持平; 进口占贸易总额的 5%, 同比下降 14%, 行业持续表现为外贸顺差且贸易顺差在扩大。

农药上游的石油化工原料价格受原油价格影响较大。2022 年上半年, 受国际政治局势紧张影响, 原油价格快速走高并维持高位震荡, 短期内给农药行业带来不小的成本压力; 下半年随着紧张局势的缓和, 原油价格开始下行, 但整体来看, 2022 年原油价格处于较高水平, 成本压力传导至下游, 影响了下游农药产品价格走势。

图表 4. 2020 年以来布伦特原油期货价格走势 (单位: 美元/桶)

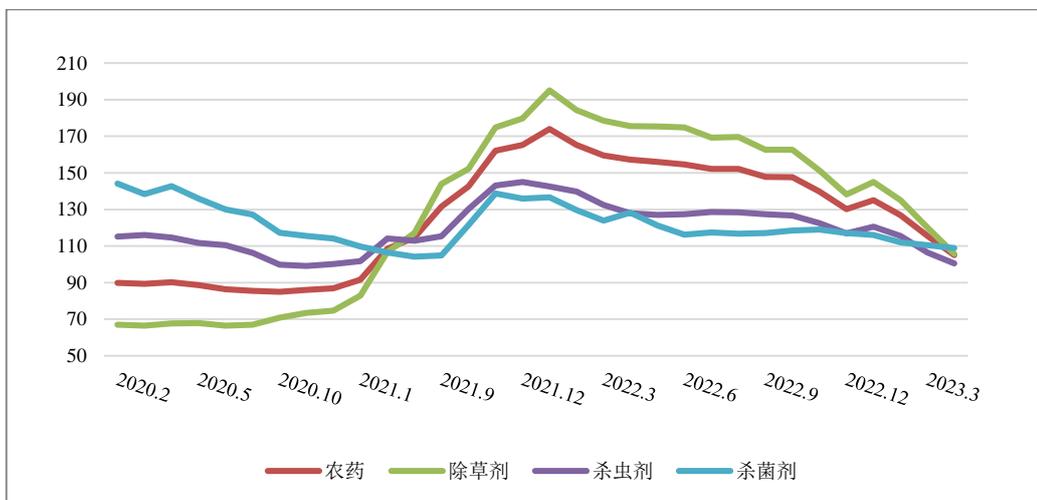


资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

根据中国农药工业协会数据显示, 2022 年初农药价格指数处于历史高位, 达 178.13。后期随着草甘膦等大宗农药产品价格回落, 价格指数持续温和回落, 年末农药价格指数为 130.15, 同比下降 21.26%, 但整体来说, 受全球农化周期影响, 农药需求向好, 2022 年农药平均价格高于去年同期。2022 年除草

剂、杀虫剂和杀菌剂平均价格指数分别为 169.79、128.98 和 121.81，同比分别增长 24.13%、4.69%和 3.79%。2023 年 1-4 月，农药价格指数快速下行，国内农药产能集中释放，但需求有所走弱，市场处于供大于求状态。

图表 5. 2020-2023 年 4 月农药价格指数



资料来源：中国农药工业协会，新世纪评级整理

b. 政策环境

2021 年以来农药行业继续鼓励减量高效、环保的农药产品，淘汰高污染、高毒、高残留的农药生产装置，同时生产者对农药包装废弃物需进行妥善贮存，不得擅自倾倒、堆放、遗撒农药包装废弃物。在确保产品高效安全的前提下，加快生物农药、高毒农药替代产品、特色小宗作物用药登记审批进程，促进农药高质量发展和绿色发展。2022 年 2 月《“十四五”全国农药产业发展规划》发布，鼓励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，这将导致未来农药行业集中度提升，中小企业面临较大的淘汰压力。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》，提出到 2025 年，建立健全环境友好、生态包容的农作物病虫害综合防控技术体系，农药使用品种结构更加合理，科学安全用药技术水平全面提升，力争化学农药使用总量保持持续下降势头。2023 年 2 月，《中共中央、国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》中强调全力抓好粮食生产，支持开展小麦“一喷三防”，农药保产刚需属性显著；并提出推进农业绿色发展，加快农业投入品减量增效技术推广应用等。

图表 6. 2021 年以来农药行业相关政策

年份	文件	主要内容
2021 年 2 月	《2021 中央一号文件》	农村生产生活方式绿色转型取得积极进展，化肥农药使用量持续减少，农村生态环境得到明显改善。实施国家黑土地保护工程，推广保护性耕作模式。健全耕地休耕轮作制度。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。加强畜禽粪污资源化利用。全面实施秸秆综合利用和农膜、农药包装物回收行动，加强可降解农膜研发推广。在长江经济带、黄河流域建设一批农业面源污染综合治理示范县。
2021 年 8 月	《“十四五”全国农业绿色发展规划》	农药持续减量，连续 4 年实现负增长。农业废弃物资源化利用水平稳步提高，农业面源污染得到有效遏制，产地环境明显改善。推广新型高效植保机械，支持创制推广喷杆喷雾机、植保无人机等先进的高效植保机械，提高农药利用率。推进科学用药，开展农药使用安全风险评估，推广应用高效低毒低残留新型农药，逐步淘汰高毒、高风险农药。支持一批有条件的县，重点推进绿色防控，推广物理、生物等农药减量技术模式。培育一批统防统治社会化服务组织和专业合作社，开展农作物病虫害统防统治。

年份	文件	主要内容
2022年2月	《“十四五”全国农药产业发展规划》	鼓励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。到2025年，农药生产企业由2020年的1705家减少到1600家以下，农药经营门店控制在30万家；农药产业体系更趋完善，产业结构更趋合理，对农业生产的支撑作用持续增强，绿色发展和高质量发展水平不断提升；三大粮食作物统防统治覆盖率达到45%，持续推进化学农药减量使用；主要农作物化学农药利用率提高到43%以上。
2022年3月	《转基因耐除草剂作物用目标除草剂登记资料要求》	该资料要求的发布，加速了耐除草剂转基因作物在我国的推广，从而推动一些除草剂品种的销量的增加，有利于农药行业的整体发展。
2022年11月	《到2025年化学农药减量化行动方案》	到2025年，建立健全环境友好、生态包容的农作物病虫害综合防控技术体系，农药使用品种结构更加合理，科学安全用药技术水平全面提升，力争化学农药使用总量保持持续下降势头。
2023年2月	《中共中央、国务院关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	强调全力抓好粮食生产，支持开展小麦“一喷三防”；推进农业绿色发展，加快农业投入品减量增效技术推广应用等。

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

c. 竞争格局/态势

目前我国已经逐步形成了从原药生产、制剂加工、原材料及中间体配套的完整农药生产体系，但终端制剂市场仍主要由先正达（已被中国中化控股有限责任公司收购）、拜尔（已收购孟山都）、科迪华（陶氏和杜邦合并后拆分组建）和巴斯夫四大农化巨头把控，占据全球50%的市场份额。国际农化巨头的发展模式具有科技创新、全产业链、产品种类丰富、一体化、国际化等特点。全球农药工业和市场呈现高度集中态势，跨国公司的垄断优势短期内很难发生改变。

随着行业竞争的加剧，我国农药行业进入了新一轮整合期。2022年9月，中旗股份以自有资金1,107.8万元取得苏科农化100%股权，帮助中旗股份在制剂领域的既定品牌和相关资质获得优势，扩大其制剂的生产和销售能力，进一步向下游产品链延伸；贝斯美于2022年12月发布公告称，公司计划以现金出资8500万元收购宁波捷力克20%的股权；润丰股份发布公告，宣布将以现金方式收购西班牙农化公司 Exclusivas Sarabia,S.A.100%股权，重大的兼并重组事件接踵而至。此外，鲁西化工拟通过向鲁西集团的全部股东发行股份的方式对鲁西集团实施吸收合并。合并后鲁西化工承接鲁西集团所拥有的商标、专利等知识产权。通过并购整合诞生的巨头，将带动行业结构加速优化升级，提升产业集中度和企业综合竞争力。而众多中小农药企业，将面临淘汰压力。

图表7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2022年/末，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	主要产品	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
扬农化工	158.11	25.68	杀虫剂、除草剂	147.93	42.28	10.44	17.96	21.24
安徽广信农化股份有限公司	90.62	40.99	杀菌剂、除草剂	138.52	36.36	7.10	23.78	29.28
利尔化学股份有限公司	101.36	31.98	除草剂	128.66	34.85	7.13	20.25	25.97
利民股份	50.16	18.84	杀菌剂	70.56	59.75	1.28	2.27	6.43
颖泰生物	81.61	26.04	除草剂、杀菌剂	125.47	52.72	1.56	10.58	14.61
苏利股份	31.50	22.32	杀菌剂	53.14	37.11	2.24	3.89	5.19

资料来源：新世纪评级整理

注：核心样本以有公开信息披露的上市公司和发债企业为主

d. 风险关注

新世纪评级将持续关注：（1）下游行业需求的变化；（2）行业市场竞争不断加剧，对行业盈利空间可能带来的不利影响；（3）环保政策调整对行业供给的影响等。

B. 阻燃剂及中间体

近年来随着下游应用市场快速发展及防火意识增强，市场对阻燃剂需求总体稳定。目前溴系阻燃剂在市场中占据重要地位，塑料制品行业作为溴系阻燃剂主要的下游，跟踪期内产量小幅下降；主要原材料溴素价格跟踪期内呈高位盘整后回落走势，阻燃剂产品价格与之同向变动。目前欧美等国家陆续颁布了法规以逐步对部分溴系阻燃剂进行限制和禁用，绿色环保新型溴系阻燃剂及磷系阻燃剂成为行业未来发展方向。欧美国家在阻燃剂生产方面具有先发优势，我国发展起步较晚，在产品种类方面与发达国家仍有一定差距。

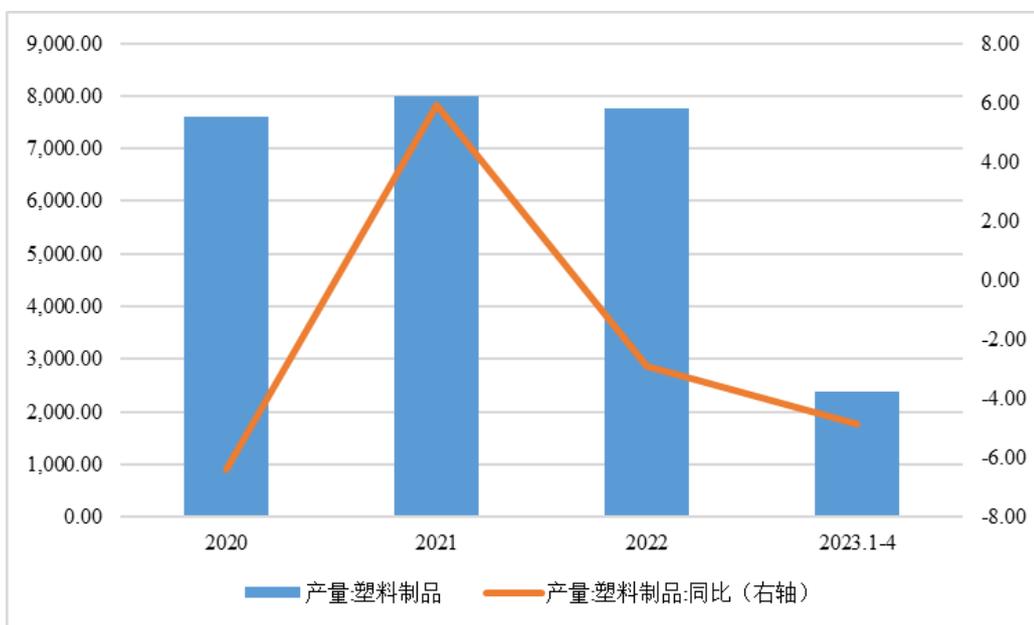
阻燃剂是一种能够阻止聚合物材料引燃或抑制火焰继续蔓延的添加剂。根据组成，主要包括无机阻燃剂和有机阻燃剂。有机阻燃剂又以卤系阻燃剂（有机氯化物和有机溴化物）和磷系阻燃剂为主要代表，具有阻燃效果好、添加量少、与高分子材料的相容性好等优点。但部分溴系阻燃剂发烟量大，释放出的气体具有腐蚀性，并且会产生有毒致癌物质，影响人体代谢；无机阻燃剂一般包括氢氧化铝、氢氧化镁、赤磷、多聚磷酸铵、硼酸锌、氧化锑和钼化合物等。一般阻燃效能较低，添加量大，因而会对材料的性能产生一定的影响，但由于无机阻燃剂成本低，主要应用于低端产品。该公司的主要阻燃剂产品十溴二苯乙烷属于卤系阻燃剂中的溴系阻燃剂；三聚氰胺聚磷酸盐属于磷系阻燃剂。

a. 行业概况

全球阻燃剂前三大消费市场为亚太、北美和西欧，占比分别约 49%、23%和 19%。我国阻燃剂的消费市场分布于江苏、广东和上海。阻燃剂的上游主要为磷酸盐、溴素、石油化工产品等，下游主要为塑料、橡胶、纺织品、涂料等，占比分别约 80%、10%、5%和 3%，终端应用于建筑、家居用品、电子电器、交通运输等。根据新材料在线数据显示，随着下游应用市场快速发展及防火意识增加，市场对阻燃剂需求将进一步增加，预计 2025 年阻燃剂市场需求量为 128 万吨。

塑料制品行业为溴系阻燃剂主要的下游，2022 年及 2023 年 1-4 月我国规模以上工业企业塑料制品产量累计分别为 7,771.60 万吨和 2,380.20 万吨，同比分别下降 2.90%和 4.83%，跟踪期内下游需求小幅下降。

图表 8. 2020 年以来塑料制品产量走势（单位：万吨，%）

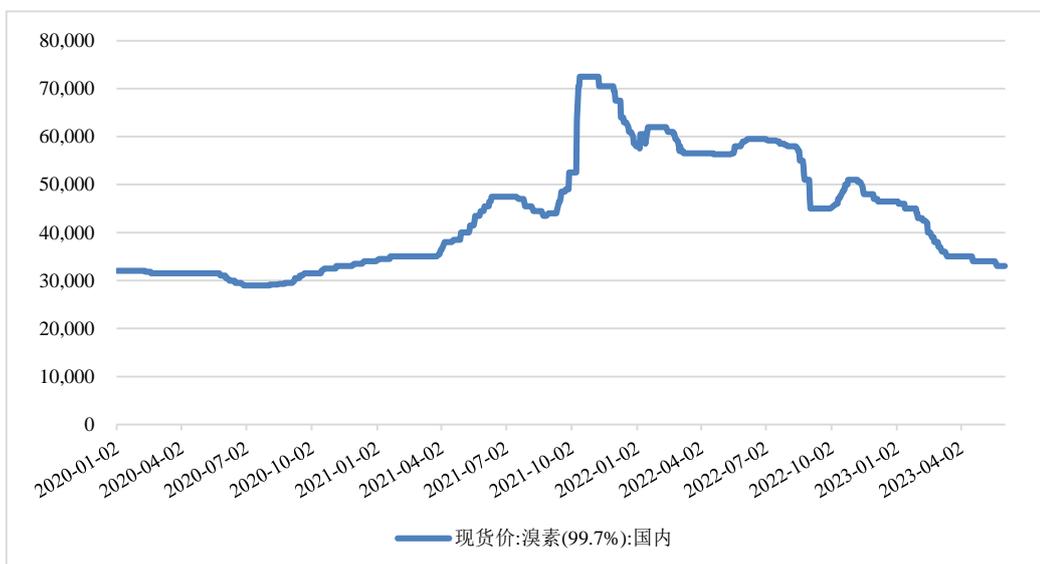


资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

目前有机卤系阻燃剂（如：十溴二苯乙烷等）主要原材料为溴素。我国溴素生产主要在山东省。近年来随着地下卤水卤度逐年降低，溴素产量不断下降。此外，受环保政策的影响，我国山东地区的溴素生产厂家停车时间较长，国内溴素供应较为紧张，依赖进口。我国溴素进口主要来自以色列、约旦和印度等国家，年进口采购量规模维持在 6 万吨以上。

2022 年溴素价格走势呈高位盘整后回落态势，期末溴素价格为 46,500 元/吨，虽较上年末下降 19.83%，但全年平均价格仍超过上年。2023 年一季度，受下游需求乏力影响，溴素价格继续回落，期末溴素价格为 35,000 元/吨，同比下降 38.05%。阻燃剂产品价格与之同向变动。

图表 9. 2020 年以来溴素价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

b. 政策环境

近年来，欧美等国家陆续颁布了法规以逐步对部分溴系阻燃剂进行限制和禁用，欧盟在《ROHS》（全称“《关于限制在电子电气设备中使用某些有害成分的指令》”）中明确要求 2006 年 7 月 1 日以后新投放欧盟市场的电气电子产品不得含有铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯、多溴二苯醚等六种有害物质；全球《斯德哥尔摩公约》于 2009 年 5 月新添加 9 种禁止生产的有机污染物，包括四溴联苯醚、五溴联苯醚、六溴联苯醚、七溴联苯醚；2019 年 12 月，欧盟公布了新的电子显示屏生态设计法规要求，自 2021 年 3 月 1 日起，禁止在所有电子显示屏、显示器和电视的机箱和机座中使用卤化阻燃剂。

国内方面，2019 年 10 月，国家发展和改革委员会《产业结构调整指导目录》（2019 年本）鼓励类产业中包括：“A 级阻燃保温材料制品，建筑用复合真空绝热保温材料，保温、装饰等功能一体化复合板材，桥梁隧道、地下管廊、岛礁设施、海工设施等领域用长寿命防水防腐阻燃复合材料，改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、水性或高固含量防水涂料等新型建筑防水材料”；2020 年 3 月财政部和税务总局发布《财政部、税务总局关于提高部分产品出口退税率的公告》，将十溴二苯乙烷等 1084 项产品出口退税率提高至 13%，在一定程度上增强了这些产品在国际市场的成本竞争优势。2022 年 4 月，工信部发布《关于化纤工业高质量发展的指导意见》，指出研发功能纤维用关键材料、辅料以及阻燃剂、改性剂、母粒、催化剂、油剂等添加剂。2022 年 5 月，应急管理部发布《“十四五”应急管理标准化发展计划》，指出制定防火阻燃材料全生命周期阻燃性能有效性试验和评价方法标准；制定石化设施、交通隧道、轨道交通等特殊场所耐火构件及阻燃防护产品标准；改进和完善电缆和光缆及其组件的阻燃、耐火性能试验方法标准。总的来看，我国为阻燃剂行业发展及产业结构调整提供了政策支持。

c. 竞争格局/态势

目前溴系阻燃剂凭借其阻燃效率高、用量少、对材料性能影响小、应用领域广泛、价格适中等优点，在阻燃剂市场占据重要地位，其中全球用量较大的三种阻燃剂产品分别为十溴二苯乙烷、四溴双酚 A 及六溴环十二烷，均为溴系阻燃剂。由于欧洲出台 ROHS 环保指令，目前十溴二苯醚(DBDPO)、六溴环十二烷(HBCD)已被限制使用。绿色环保新型溴系阻燃剂十溴二苯乙烷、溴化聚苯乙烯等将会成为溴系阻燃剂的主力军。

从全球阻燃剂生产企业来看，欧美国家的化工企业具有先发优势。目前，美国雅宝公司、美国科聚亚公司和以色列化工集团是全球阻燃剂生产商巨头。我国阻燃剂在品种上与发达国家仍存在一定差距，产品仍以有机阻燃剂为主，目前国内的溴系阻燃剂生产厂商，包括苏利股份、山东寿光卫东化工有限公司和山东天一化学股份有限公司等，其中苏利股份为国内溴系阻燃剂产能规模最大的企业之一。此外，随着磷系阻燃剂的发展，浙江万盛股份有限公司（简称“万盛股份”）和扬州晨化新材料股份有限公司（简称“晨化股份”）成为磷系阻燃剂生产的领先企业。

图表 10. 行业内核心样本企业基本数据概览（2022 年/末，单位：亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或业务类别）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	主要产品	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万盛股份	35.64	22.12	磷系阻燃剂	60.54	33.53	5.47	3.41	5.06
晨化股份	10.78	23.13	磷系阻燃剂	13.52	16.66	1,250.03	1.17	1.28
苏利股份	31.50	22.32	溴系阻燃剂	53.14	37.11	2.24	3.89	5.19

资料来源：新世纪评级整理

注：核心样本以有公开信息披露的上市公司和发债企业为主

d. 风险关注

新世纪评级将持续关注：（1）下游行业需求的变化；（2）磷系阻燃剂对溴系阻燃剂的替代进程；（3）环保政策调整对行业供给的影响等。

（3）区域因素

宁东能源化工基地目前形成以煤制油、煤基烯烃、新材料、氢能、精细化工、电子材料及专用化学品、节能环保等互为补充、协调发展的产业格局，地区经济稳定发展，可为该公司生产提供良好的外部环境。同时宁东能源化工基地具有丰富的能源资源，可为公司生产提供稳定的能源供应，且有效降低公司的能源成本。

宁东能源化工基地是国务院批准的国家重点开发区，规划区总面积 3,500 平方公里（核心区面积 800 平方公里）。宁东能源化工基地位于中国宁夏回族自治区中东部银川灵武市，目前已建成发达公路、铁路网络。各园区主干道路与青银高速、京藏高速、福银高速、211 国道、307 国道、203 省道等形成了便捷的公路交通网络，境内公路总里程 1831 公里。区域内已建成地方铁路 375 公里，形成了“两纵两横”的铁路网络，各工业园区铁路专用线通过宁东地方铁路连接太中银、京包、宝中、陇海线，辐射全国，形成通畅高效的铁路外运通道。产业方面，宁东能源化工基地形成以煤制油、煤基烯烃、新材料、氢能、精细化工、电子材料及专用化学品、节能环保等互为补充、协调发展的产业格局。2022 年宁东能源化工基地完成地区生产总值 620 亿元，增长 8% 左右；工业总产值达到 1,930 亿元，增长 24.50%；工业增加值增长 10% 左右；固定资产投资 241 亿元，增长 15% 左右；全口径财政收入超过 160 亿元。地区经济的稳步增长，为该公司生产提供了良好的外部支持。

自 2003 年开发建设以来，宁东能源化工基地先后被确定为国家重要的大型煤炭生产基地、“西电东送”火电基地、煤化工产业基地、国家产业转型升级示范区、现代煤化工产业示范区、绿色园区、新型工业化产业示范基地、外贸转型升级基地，与陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯共同构成国家能源“金三角”。宁东地区资源丰富，煤炭、石油等化石能源储量约占全国的 50%，同时蕴含丰富的光能、风能资源。丰富的能源资源，使其在电力、蒸汽、天然气等生产能源方面较其他地区具有较为明显的竞争优势，可为该公司生产提供稳定的能源供应，且有效降低公司的能源成本。

2. 业务运营

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售，在相关细分市场继续保持一定优势。2022 年受益于下游需求向好及原材料价格支撑，公司噻菌酯原药及十溴二苯乙烷等主要产品量价齐升，叠加溴化聚苯乙烯等阻燃剂新产品投产并实现销售，公司营业收入同比上升，但受到

上游原材料涨幅较大影响，阻燃剂类产品毛利率有所下滑；2023 年第一季度，随主要产品价格快速回落，公司营业收入同比有所下降，毛利率亦进一步下滑。目前公司主要在建项目为宁夏精细化工产品投资项目，投资规模较大，建设周期长，产品主要为农药原药及中间体，产能释放需要一定周期，预期收益存在一定的不确定性。

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售。农药类产品包括百菌清原药、嘧菌酯原药、农药制剂及其他农药类产品；阻燃剂类产品包括十溴二苯乙烷及阻燃母粒和其他阻燃剂类产品；其他精细化工产品类主要为氢溴酸等产品。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
农药类（百菌清原药、嘧菌酯原药、农药制剂及其他农药类产品）	全球	技术/成本
阻燃剂类（十溴二苯乙烷及阻燃母粒和其他阻燃剂类产品）	全球	

资料来源：苏利股份

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况（单位：万元，%）

主导产品或服务		2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业收入合计		155,861.00	229,164.87	315,017.08	55,207.27	79,473.90
其中：核心业务营业收入	金额	151,136.54	222,572.95	299,625.09	51,263.16	77,720.35
	占比	96.97	97.12	95.11	92.86	97.79
包括：(1) 农药类产品	金额	93,441.59	112,489.59	152,849.33	35,349.18	36,096.25
	占比	59.95	49.09	48.52	64.03	45.42
(2) 阻燃剂类产品	金额	36,325.28	68,427.73	96,577.29	10,664.65	28,952.94
	占比	23.31	29.86	30.66	19.32	36.43
(3) 其他精细化工产 品	金额	21,369.66	41,655.63	50,198.47	5,249.33	12,671.16
	占比	13.71	18.18	15.94	9.51	15.94

资料来源：苏利股份

2020-2022 年，该公司营业收入分别为 15.59 亿元、22.92 亿元和 31.50 亿元。从核心收入构成来看，农药类产品和阻燃剂产品为公司主要收入来源，2022 年两类产品合计收入为 24.94 亿元，占核心业务收入的 83.25%；同比分别增长 35.88%和 41.14%，主要系依托于原材料价格支撑和下游需求向好，嘧菌酯原药、十溴二苯乙烷等产品量价齐升，叠加溴化聚苯乙烯等阻燃剂新产品投产并实现销售所致。其他精细化工产品主要为氢溴酸和医药中间体等其他产品，2022 年其他精细化工产品实现营业收入 5.02 亿元，同比增长 20.51%，主要系原材料溴素价格大幅上升带动氢溴酸产品价格上涨。此外，公司其他业务收入主要为原料销售等，对营收贡献较小。

2023 年第一季度，该公司实现营业收入 5.52 亿元，同比下降 30.53%，主要系细分行业景气度下降，下游需求波动，主要产品销售单价及数量下降所致；毛利率为 20.09%，同比下降 6.88 个百分点，自 2021 年四季度以来，公司主要原材料采购价格呈下降趋势，但整体下降速度低于产品销售价格。此外，由于成本结转周期的影响，2023 年一季度营业成本中的材料耗用部分为上期结余存货，相应的当期部分产品毛利率下滑明显。

A. 农药

该公司农药类产品主要为百菌清原药、嘧菌酯原药和农药制剂，2022 年公司农药类产品毛利率为 27.66%，同比上升 1.84 个百分点。2022 年依托于上游原材料成本支撑及下游市场需求向好，各产品售价均有不同程度的上涨，除嘧菌酯原药受原材料价格涨幅超过售价增长幅度影响，毛利率较上年有所下降以外，百菌清原药和农药制剂毛利率均有所提升。2023 年第一季度，农药类产品营业收入合计 3.53

亿元，农药产品毛利率为 27.03%，同比有所下降，主要系百菌清和啉菌酯原药销售价格下降所致。

a. 生产情况

该公司农药类产品生产主体为子公司江阴苏利化学股份有限公司（简称“苏利化学”）和泰州百力化学股份有限公司（简称“百力化学”），分别位于江阴市和泰兴市。苏利化学主要生产百菌清和农药制剂，目前拥有百菌清原药年产能 1.40 万吨和农药制剂年产能 2.45 万吨；百力化学主要生产啉菌酯，目前具有年产 2,500 吨啉菌酯原药生产能力。近年来公司农药类产品产能未发生变化。

图表 13. 公司农药类产品生产概况（单位：吨/年，吨，%）

项目	农药类产品	
	设计产能	产量
2020 年	46,280.00	24,296.53
		产能利用率
		52.50%
2021 年	46,280.00	25,845.64
		产能利用率
		55.85%
2022 年	46,280.00	27,073.80
		产能利用率
		58.50%
2023 年第一季度	11,570.00	5,631.26
		产能利用率
		48.67%

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

从产能利用率来看，2022 年受益于国外需求回暖，该公司农药类产品产能利用率有所上升；2023 年第一季度农药类产品产能利用率存在一定下滑，主要系农药类产品市场需求下滑致使公司主动减少该产品生产所致。

b. 采购

该公司农药类产品的原材料主要包括间二甲苯、4,6-二氯嘧啶和液氨等，大部分主要原辅材料直接向生产厂商采购，少部分原辅材料向经销商采购，该公司原材料供应商分布于国内以及海外，公司与不同供应商之间主要采用电汇、承兑以及信用证等方式进行结算。

图表 14. 公司农药类产品主要生产用原材料采购情况（单位：吨、万元、元/吨）

年度	间二甲苯			液氨			4,6-二氯嘧啶		
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
2020 年	6,907.25	4,657.71	6,743.22	8,282.57	2,175.50	2,626.60	655.98	7,397.80	112,775.56
2021 年	7,031.40	4,469.02	6,355.80	8,348.46	2,981.99	3,571.90	1,119.80	15,510.80	138,514.53
2022 年	7,478.77	6,695.53	8,952.72	8,741.17	3,371.99	3,857.59	1,257.96	20,397.69	162,148.69
2023 年第一季度	1,093.08	839.39	7,679.11	2,198.90	830.28	3,775.88	350.84	5,221.48	148,826.03

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

2022 年，该公司主要原料间二甲苯、液氨及 4,6-二氯嘧啶的采购量随百菌清和啉菌酯原药产量增长均有所上升，采购均价均随原油价格上涨而大幅上升，公司承受较大成本压力。2023 年第一季度，随着原油价格逐步下跌，主要原材料价格均有所回落。总的来看，公司大部分原材料价格与原油价格关联度较高，原油价格的大幅波动，将增加公司的经营成本压力。

c. 销售

该公司农药原药产品优先满足自用，用于农药制剂的生产，剩余部分对外销售。农药原药和农药制剂销售主要通过直销与经销商方式，公司产品同时在境内外销售。2022 年公司农药类产品境外销售有所增长，出口主要分布于美国、巴西等。国内市场方面，公司农药类产品主要向华东地区的农药制剂厂商和经销商进行销售。

该公司与大客户签订年度框架协议，每月底依据市场行情的波动情况、对下月原材料的预判以及库存情况进行报价，与客户协商确定下月供货数量及结算价格。公司在发货后，给予客户 1-4 个月的账期，大客户 60-180 天账期。近年来公司产销率一直保持在较高水平。对于国外销售，通常以电汇方式

进行结算；国内销售则以银行承兑汇票及电汇方式为主。

图表 15. 公司农药类主要产品自用及销售情况（单位：吨、万元/吨、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年第一季度		
	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率
农药类产品	19,615.74	4.76	95.46	23,487.96	4.79	101.81	24,384.25	6.27	99.49	5,113.50	6.91	103.69

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制，产销率=（销售量+自用量）/生产量

B. 阻燃剂

该公司阻燃剂产品主要为十溴二苯乙烷，2022 年阻燃剂产品实现营业收入 9.66 亿元，同比增长 41.14%。毛利率方面，2022 年阻燃剂产品毛利率为 19.97%，比上年下降 4.06 个百分点。

该公司十溴二苯乙烷产品生产主体为百力化学，该产品由纯苯和二氯乙烷催化合成二苯乙烷，再与溴素反应生成，其副产品为氢溴酸。2020 年 5 月末公司 15,000 吨十溴二苯乙烷及配套工程建成投产，替换了原 8,000 吨产能，随着十溴二苯乙烷产能释放，作为副产品氢溴酸的产能亦随之增加。2021 年末公司年产 5,000 吨溴化聚苯乙烯项目完工，并于 2022 年正式投产。截至 2022 年末，十溴二苯乙烷和氢溴酸产能分别为 15,000 吨/年和 32,600 吨/年。2022 年随着新生产线逐步达到稳定生产状态，产能利用率有所提高。2023 年第一季度，受春节假期和原材料价格持续下降、下游需求降低影响，公司主动减少了部分产能，产能利用率有所下降。

图表 16. 公司阻燃剂产品生产概况（单位：吨/年，吨，%）

项目	阻燃剂产品	
2020 年	加权产能	14,550.00
	产量	10,882.52
	产能利用率	74.79%
2021 年	加权产能	19,500.00
	产量	14,711.03
	产能利用率	75.44%
2022 年	加权产能	24,500.00
	产量	16,917.96
	产能利用率	69.05%
2023 年第一季度	加权产能	6,125.00
	产量	2,565.35
	产能利用率	41.88%

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

该公司十溴二苯乙烷产品主要原材料溴素采购以国内外相结合的方式，其中国外供应商主要来自以色列死海地区，国内供应商主要来自山东地区。公司纯苯和二氯乙烷国内供应较充足。溴素、纯苯等主要原材料采购价格跟随大宗市场走势而变动，在 2022 年大幅上升后 2023 年第一季度有所下降。结算方式方面，国外采购见提单 60 天 T/T 付款，国内采用电汇、银行承兑汇票付款。

图表 17. 公司阻燃剂主要生产用原材料采购情况（单位：吨、万元、元/吨）

年度	溴素			纯苯		
	购入量	金额	采购均价	购入量	金额	采购均价
2020 年	12,786.24	34,215.96	26,759.99	3,440.90	1,222.71	3,553.46
2021 年	18,078.54	68,068.12	37,651.34	3,587.89	2,241.03	6,246.09
2022 年	19,742.01	95,257.66	48,251.25	3,840.16	2,771.50	7,217.14
2023 年第一季度	2,872.33	10,272.96	35,765.25	940.03	593.56	6,314.27

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

该公司十溴二苯乙烷产品销售以国内市场为主，公司国内客户包括金发科技股份有限公司、深圳沃尔核材股份有限公司等，境外销售主要包括美国、意大利等地区。目前在欧美市场，公司阻燃剂使用厂商客户包括美国 SACO、荷兰帝斯曼（Royal DSM）等；贸易商客户包括意大利 EVERKEM S.R.L.等。结算方式方面，国内销售采取银行承兑汇票或者电汇，账期在 6 个月；国外销售则采取 T/T，账期为 60

天-120天。

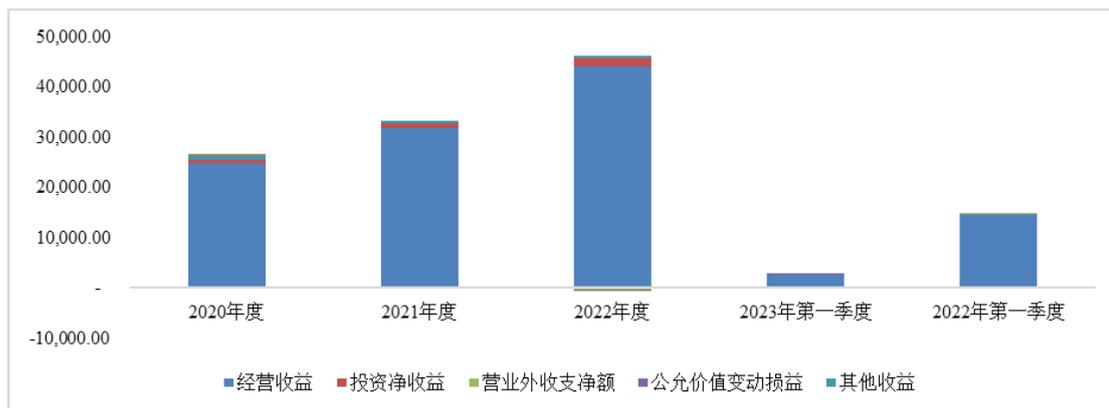
图表 18. 公司阻燃剂产品销售情况（单位：吨、万元/吨、%）

项目	2020年			2021年			2022年			2023年第一季度		
	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率	数量	均价	产销率
阻燃剂产品	8,485.10	4.28	90.71	13,236.29	5.17	102.75	14,087.85	6.86	95.54	2,318.76	4.60	107.48

资料来源：根据苏利股份提供的数据绘制

（2）盈利性

图表 19. 公司盈利来源结构（单位：万元）



资料来源：根据苏利股份所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2020-2022年，该公司实现营业毛利分别为4.20亿元、5.40亿元和7.03亿元，2022年得益于主要产品销量增加，毛利同比增加。同期，公司综合毛利率分别为26.94%、23.57%和22.32%，呈逐年下降趋势，跟踪期内主要系阻燃剂及其他精细化工产品毛利率下降所致。

2020-2022年，该公司期间费用分别为1.61亿元、1.98亿元和2.20亿元，主要由管理费用和研发费用构成；其中研发投入分别为0.86亿元、1.13亿元和1.38亿元，分别占营业收入的5.52%、4.93%和4.39%；管理费用分别为0.74亿元、0.81亿元和1.06亿元，主要系人工成本及长期资产折旧、摊销增加；财务费用常年为负，2022年财务费用为-0.42亿元，主要来自汇兑收益，由于公司产品主要销往意大利、德国等国家或地区，境外销售业务主要以美元作为结算货币，人民币升值会导致汇兑损失，反之则体现为汇兑收益，虽然公司采取了外汇套期保值措施，但仍无法完全规避汇率风险。2020-2022年公司期间费用率分别为10.33%、8.62%和6.97%，得益于公司收入规模增长，期间费用率逐年下降。同期公司经营收益分别为2.48亿元、3.17亿元和4.41亿元，随营业毛利逐年增加。

图表 20. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020年度	2021年度	2022年度	2023年第一季度
营业收入合计（万元）	155,861.00	229,164.87	315,017.08	55,207.27
毛利率（%）	26.94	23.57	22.32	20.09
其中：（1）农药类产品（%）	31.13	25.82	27.66	27.03
（2）阻燃剂类产品（%）	24.01	24.03	19.97	2.99
（3）其他精细化工产品（%）	17.58	18.40	13.24	-1.23
毛利（万元）	41,988.81	54,018.46	70,297.12	11,092.37
其中：（1）农药类产品（万元）	29,092.66	29,049.21	42,274.21	9,556.37
（2）阻燃剂类产品（万元）	8,720.50	16,445.74	19,282.39	318.66

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
(3) 其他精细化工产品 (万元)	3,757.79	7,665.08	6,648.39	-64.35
期间费用率 (%)	10.33	8.62	6.97	11.97
其中: 财务费用率 (%)	-0.79	-0.52	-1.32	0.68

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理

该公司投资收益主要系权益法核算的长期股权投资世科姆无锡以及理财产品投资产生的收益。2022 年投资收益为 1,523.32 万元, 其中权益法核算的长期股权投资收益为 943.07 万元, 主要来自合营企业世科姆无锡。其他收益 394.90 万元, 来自人才引进资金、生产扶持专项基金等; 公允价值变动损益-97.87 万元, 为公司远期结汇的公允价值变动; 资产减值损失 2,909.25 万元, 包括存货跌价损失及合同履约成本减值损失 1,940.16 万元和固定资产减值损失 969.08 万元; 营业外净支出为 330.47 万元, 主要为对外捐赠及因解除合同支付违约金。2020-2022 年, 公司净利润分别为 2.19 亿元、2.82 亿元和 3.89 亿元。

2023 年第一季度, 公司实现营业毛利 1.11 亿元, 综合毛利率 20.09%, 同比分别下滑 48.24% 和 6.88 个百分点, 主要受下游需求不振, 销售价格大幅下降, 叠加营业成本中的材料耗用部分为上期价格较高的结余存货的影响。同期公司期间费用为 0.66 亿元, 主要由管理费用和研发费用构成, 分别为 0.26 亿元和 0.31 亿元, 管理费用率为 11.97%。同期公司经营收益为 0.02 亿元, 较上年同期下降 81.43%, 主要受营业毛利大幅下降影响。同期, 投资净收益和营业外净收入呈净流出, 综合影响下, 公司利润总额大幅下降 81.43% 至 0.27 亿元。

图表 21. 影响公司盈利的其他因素分析 (单位: 万元)

影响公司盈利的其他因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
投资净收益	708.58	995.17	1,523.32	-27.77
其中: 权益法核算的长期股权投资收益	630.81	894.53	943.07	0.005
营业外净收入	-251.72	-177.17	-330.47	-109.78
公允价值变动损益	--	21.96	-97.87	75.91

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理

(3) 运营规划/经营战略

未来该公司将不断通过调整和优化产品结构, 加大新型农药原药及中间体研发、生产和销售以及进一步发展医药及医药中间体业务, 打造新的收入和利润增长点。截至 2023 年 3 月末, 公司主要在建工程项目为宁夏精细化工产品投资项目和年产 1,000 吨啶酰菌胺项目, 公司可转债募投项目年产 1.15 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目为宁夏精细化工产品投资项目的子项目。

图表 22. 截至 2023 年 3 月末公司主要在建工程情况 (单位: 万元)

项目	总投资	已投资	开工时间	竣工时间	项目建设进度
宁夏精细化工产品投资项目	298,830.00	78,108.13	2019 年	2025 年	一期项目进入完全安装阶段
年产 1,000 吨啶酰菌胺项目	19,434.31	1,101.88	2018 年	2023 年	安装阶段
合计	318,264.31	79,210.01	--	--	--

资料来源: 根据苏利股份所提供数据整理

该公司宁夏精细化工产品投资项目即年产 45 万吨精细化工产品及相关衍生产品项目, 经营主体为苏利宁夏, 计划投资总额 29.88 亿元 (包括募投项目计划投资 13.40 亿元)。对于募投项目, 公司拟投入募集资金 9.44 亿元 (扣除发行费用 0.14 亿元后), 其中以增资形式投入 4.97 亿元、以借款形式投入 4.47 亿元, 剩余资金由另一个股东 OXON ASIA S.R.L. 按 24% 持股比例增资投入 1.57 亿元及由苏利宁夏自筹 2.39 亿元。截至 2023 年 3 月末募投资金已使用 3.77 亿元, 主要包括对基础工程建设等投入。

募投项目主要为公司农药产业链延伸，未来产出的产品主要包括杀菌剂原药丙硫菌唑、除草剂原药吡氟酰草胺、苯并呋喃酮（杀菌剂啞菌酯的中间体）、4,6-二氯嘧啶（杀菌剂啞菌酯的中间体）、对氯苯硼酸（杀菌剂啞菌酯的中间体）、对苯二甲腈（四氯对苯二甲腈的中间体）。投产后，部分农药中间体为公司农药原药配套并内部消化，生产的原药产品将利用公司销售网络对外销售；对于非募投项目，已落实银行项目贷款额度7亿元（期限6年，利率为LPR-0.24%），短期无进一步融资需求。未来剩余资金由公司通过经营累计资金、借款或其他筹资形式投入。非募投项目产品将根据市场情况动态调整，目前正在进行基础建设以及新建氯化车间等。截至2023年3月末，苏利宁夏目前合计已投资资金7.81亿元。目前宁夏一期项目处在全面安装，调试阶段，预计2023年内将进行试生产。

该公司年产1,000吨啞菌酯项目经营主体均为百力化学，截至2022年末，项目剩余投资金额约为18,332万元，投资压力较小。啞菌酯为杀菌剂原药，为全球领先的杀菌剂之一，目前项目处于全面建设和安装阶段，预计项目于2023年开展产线调试、试生产等工作，并将于2023年底前竣工投产。

总的来看，该公司在建项目主要系围绕主业丰富公司的产品品类，同时增强公司医药、农药中间体的生产能力，有利于稳定产品产能，增强成本控制，提升盈利水平。但随着宁夏精细化化工产品投资项目的推进，公司资本支出将增加，产能释放需要一定周期，预期收益存在一定的不确定性。

管理

跟踪期内，该公司董事会成员发生变动，但该公司产权结构及组织架构稳定，公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、霜脲氰原药等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。

截至2023年3月末，缪金凤仍为该公司实际控制人，直接持股比例为40.00%，通过控股公司宁波梅山保税港区沽盛投资有限公司（缪金凤持股55.5%），控制公司10%的股权。此外，公司股东汪静莉、汪焕兴、汪静娟、汪静娇为缪金凤的一致行动人，合计持有公司20.00%股份。公司实际控制人缪金凤及其一致行动人的股权均未质押。

该公司关联方交易主要为关联销售，2020-2022年关联销售分别为2.09亿元、2.62亿元和2.96亿元，主要系向意大利世科姆奥克松销售百菌清、霜脲氰原药等产品，向世科姆无锡分别销售农药制剂；同期关联采购金额较小，主要系向捷丰新能源采购新能源电力。总的来看，公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、啞菌酯等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。

图表 23. 公司与关联方的重大购销概况（单位：万元）

关联方名称	关联关系	交易内容	2020年	2021年	2022年
采购商品					
江阴市捷丰新能源有限公司	缪金凤配偶之弟持有其100.00%股权并担任执行董事、总经理	采购电	61.47	65.21	68.90
出售商品					
意大利世科姆奥克松	公司控股子公司的少数股东的母公司	销售农药类产品	16,506.11	22,936.88	25,051.01
世科姆无锡	合营企业	销售农药类产品	4,337.19	3,231.43	4,558.59

资料来源：苏利股份

跟踪期内，该公司董事会、监事会进行换届选举，对高级管理人员进行了重新聘任。根据大华会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《江苏苏利精细化工股份有限公司内部控制审计报告》（大华内字[2023]000529号），按照《企业内部控制基本规范》和相关规定，跟踪期内公司在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

根据该公司提供的2023年1月30日的《企业信用报告》，跟踪期内公司无信贷违约情况。

财务

跟踪期内随着可转公司债券的发行，该公司刚性债务规模大幅上升，但债务期限结构有所改善，短期偿债压力不大。随着公司在宁夏精细化工产品投资项目的推进，投资活动现金流出持续增加，预计现金流平衡对筹资活动依赖性上升，未来刚性债务规模或将进一步增长。随货币资金增长，公司流动性指标改善，加之存货较容易变现，能够对公司债务偿付提供一定保障。但若公司发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

1. 数据与调整

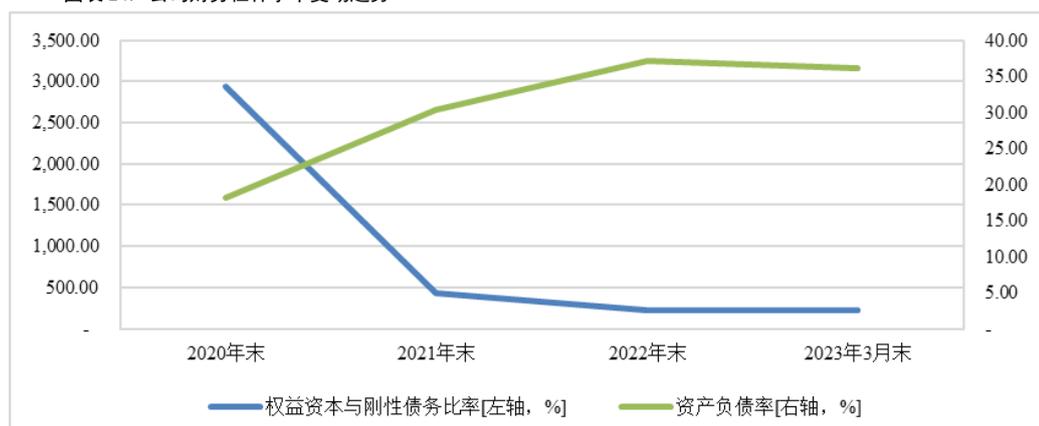
大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020-2022 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。

合并范围变化方面，该公司于 2022 年 4 月以自有资金设立全资子公司无锡苏利卓恒贸易有限公司（简称“苏利卓恒”）。截至 2022 年末，公司纳入合并报表范围的子公司 7 家，较上年末增加 1 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 24. 公司财务杠杆水平变动趋势



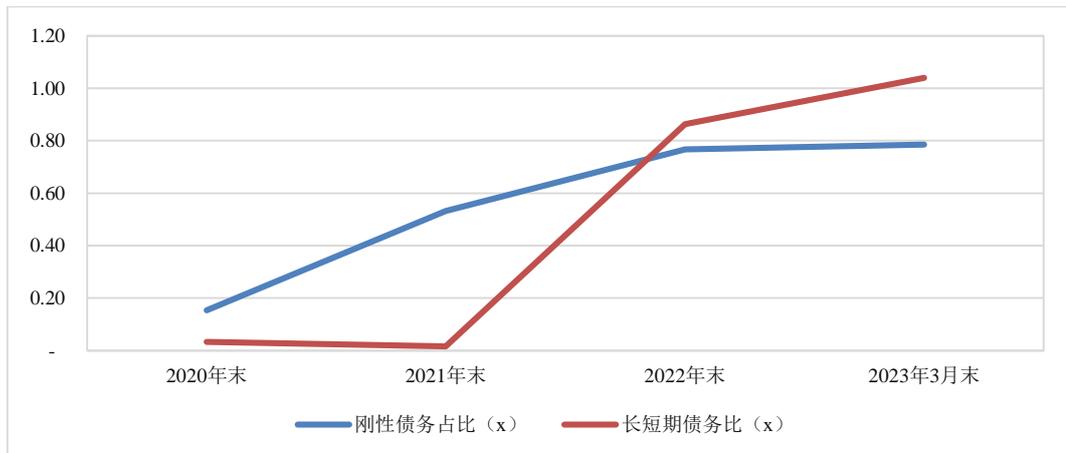
资料来源：根据苏利股份所提供数据绘制。

2022 年末该公司负债总额为 19.72 亿元，较上年末增长 68.25%，主要系公司发行本次债券导致刚性债务增加所致；同期末所有者权益为 33.42 亿元，较上年末增长 23.80%。公司所有者权益中未分配利润占比较高，2022 年末为 42.80%，权益结构稳定性一般。同期末，公司资产负债率为 37.11%，财务杠杆水平有所上升；权益资本与刚性债务比率为 220.83%，随着刚性债务规模增长，权益资本对刚性债务的覆盖水平有所下降。

2023 年 3 月末，该公司负债总额较上年末下降 3.37% 至 19.06 亿元，主要系应付票据及应付账款减少所致；同期末资产负债率降至 36.19%，权益资本对刚性债务的覆盖率升至 224.49%。

(2) 债务结构

图表 25. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	0.86	6.24	15.13	14.97
应付账款 (亿元)	2.46	2.74	2.72	2.43
合同负债 (亿元)	0.21	0.22	0.19	0.17
其他应付款 (亿元)	1.39	0.71	0.14	0.21
刚性债务占比 (%)	15.40	53.20	76.74	78.54
应付账款占比 (%)	44.16	23.36	13.79	12.76
合同负债占比 (%)	3.86	1.87	0.95	0.88
其他应付款占比 (%)	24.93	6.05	0.72	1.12

资料来源：根据苏利股份所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司负债结构由以流动负债为主转变为以非流动负债为主，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末长短期债务比分别为 0.03 倍、0.02 倍、0.86 倍和 1.04 倍，得益于发行本次债券，公司债务期限结构有所优化。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，2022 年末上述科目占比分别为 76.74%、13.79%、0.95%和 0.72%。2022 年末，刚性债务为 15.13 亿元，主要为应付债券和应付票据。同期末，公司应付账款为 2.72 亿元，主要为购买原材料、机器设备的款项及应付工程款等；合同负债为 0.19 亿元，全部为预收货款；其他应付款为 0.14 亿元，主要为应付其他往来款，较上年末减少 80.05%，主要系公司支付了股权收购款所致。2023 年 3 月末，公司负债总额微降，其中应付账款较上年末减少 10.58%，主要系因下游需求减弱公司减产，应付原材料采购款减少所致。

图表 26. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	0.86	6.24	6.59	5.85
其中：短期借款	--	0.35	0.13	0.05
交易性金融负债	--	--	0.01	--
一年内到期的长期借款	--	--	0.22	0.22
应付票据	0.86	5.89	6.23	5.58
中长期刚性债务合计	--	--	8.54	9.12
其中：长期借款	--	--	0.28	0.76
应付债券	--	--	8.26	8.36

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

2022 年末该公司刚性债务 15.13 亿元，较上年末大幅增加 8.89 亿元，主要系发行本次债券所致。公司刚性债务主要为应付票据和应付债券，分别占比 41.17%和 54.61%，银行借款规模很小，其中应付票据 6.23 亿元，较上年末增长 5.79%，主要系业务规模增大引致使用票据量增加，公司在宁波银行、中信银行、浙商银行等银行开展票据池业务，通过将收到的票据质押（质押比例 100%），以开立票据；此外，公司于 2022 年 2 月 16 日发行规模为 9.57 亿元的可转换公司债，截至 2022 年末新增应付债券 8.26 亿元，新增其他权益工具 1.64 亿元。2023 年 3 月末，公司刚性债务规模较上年末微降，主要系应付票据减少所致；此外因宁夏项目建设需要，公司长期借款由增加 0.28 亿元至 0.76 亿元。

整体看，跟踪期内得益于可转换公司债发行，该公司刚性债务大幅上升，但期限结构有所改善，短期偿债压力不大。

3. 现金流量

图表 27. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
营业周期（天）	132.50	106.98	91.82	--
营业收入现金率（%）	79.31	76.52	89.47	96.98
业务现金收支净额（亿元）	2.07	4.11	5.64	1.04
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.38	-0.95	-0.44	-0.21
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	1.69	3.16	5.19	0.83
EBITDA（亿元）	3.47	4.40	6.08	--
EBITDA/刚性债务（倍）	4.70	1.24	0.57	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	--	841.22	14.20	--

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2020-2022 年该公司营业周期分别为 132.50 天、106.98 天和 91.82 天，近年来公司票据结算比例提高，应收账款周期率加快，叠加下游需求旺盛，存货周转率有所提升，导致营业周期缩短。2020-2022 年及 2023 年第一季度该公司营业收入现金率分别为 79.31%、76.52%、89.47%和 96.98%，跟踪期内有所提高，主要系公司开展票据池业务，收到的票据到期现金流增加。

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司经营性现金流量净额分别为 1.69 亿元、3.16 亿元、5.19 亿元和 0.83 亿元，逐年增长主要得益于业务现金收支净额增加。其他因素现金收支规模很小，同期净额分别为-0.38 亿元、-0.95 亿元、-0.44 亿元和-0.21 亿元，主要系期间费用及票据保证金的支出。

跟踪期内该公司经营业绩有所提升，2022 年 EBITDA 升至 6.08 亿元，但同期公司刚性债务规模增幅较大，故 EBITDA 对刚性债务覆盖倍数降至 0.57。随着公司借款规模的增加，利息支出同步增长，2022 年 EBITDA 对全部利息支出覆盖倍数大幅下降至 14.20，但仍维持较高的保障水平。

图表 28. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	0.16	-0.53	-1.22	-0.01
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.15	-2.87	-6.02	-1.36
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.08	-0.28	--	--
投资环节产生的现金流量净额	-2.07	-3.68	-7.24	-1.37

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理。

跟踪期内，该公司继续在宁夏推进精细化工产品投资项目，投资性现金流出规模有所扩大，2020-2022 年及 2023 年第一季度公司投资性现金净流出额分别为 2.07 亿元、3.68 亿元、7.24 亿元和 1.37 亿

元。此外，为提高资金使用效率和收益，公司使用闲置募集资金和自有资金购买银行结构性存款理财产品，2022 年回收投资与投资支付净流出 1.22 亿元。

(1) 筹资环节

图表 29. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
权益类净融资额	-1.15	-0.07	-0.07	-
债务类净融资额	--	0.34	9.84	0.39
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	--	-0.64	-0.60	-0.01
筹资环节产生的现金流量净额	-1.15	-0.36	9.17	0.39

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理

2020-2022 年及 2023 年第一季度，该公司筹资性现金净流净额分别为-1.15 亿元、-0.36 亿元、9.17 亿元和 0.39 亿元，2022 年债务类净融资大幅增加主要系公司发行可转换公司债的募集资金所致。公司权益类净融资额规模较小，主要系公司分配股利现金流流出，2020-2022 年分别为-1.44 亿元、0.61 亿元和 1.63 亿元。

4. 资产质量

图表 30. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	18.21	24.07	31.81	30.23
	59.16	62.16	59.86	57.40
其中：货币资金（亿元）	10.83	11.23	19.24	18.54
应收账款（亿元）	2.65	2.80	3.50	2.76
应收款项融资（亿元）	2.06	5.10	4.05	4.25
存货（亿元）	2.21	3.90	3.52	3.39
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	12.57	14.65	21.33	22.43
	40.84	37.84	40.14	42.60
其中：固定资产（亿元）	8.24	9.19	8.61	8.39
在建工程（亿元）	1.52	1.91	7.43	8.67
长期股权投资（亿元）	0.42	0.91	2.20	2.20
无形资产（亿元）	1.33	1.31	1.27	1.26
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.89	5.68	4.94	-
受限资产账面余额/总资产（%）	2.89	14.68	9.30	-

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理。

2022 年末，该公司资产总额较上年末增长 37.26%至 53.14 亿元；资产以流动资产为主，同期末占比为 59.86%。

2022 年末，该公司流动资产为 31.81 亿元，以货币资金、应收账款、应收款项融资和存货为主。同期末货币资金为 19.24 亿元，较上年末增长 71.28%，新增部分主要系公司发行可转换公司债券闲置募集资金，其中受限部分 2.11 亿元，为银行汇票保证金；应收款项融资为 4.05 亿元，较上年末减少 20.54%，主要系公司收到的票据及票据质押减少所致，其中受限部分 2.84 亿元，为公司开具银行承兑汇票提供质押担保；应收账款为 3.50 亿元，较上年末增长 25.16%，主要系销售规模上升所致；存货为 3.52 亿元，较上年末减少 9.66%，主要受原材料价格下降影响，公司根据会计准则要求已计提 814.70 万元跌价准备。2023 年 3 月末公司流动资产减少至 30.22 亿元，主要系原材料价格下降和下游需求不

振导致存货和应收账款减少所致，其余科目变动幅度较小。

2022 年末，该公司非流动资产为 21.33 亿元，主要包括固定资产、在建工程、长期股权投资和无形资产等。同期末固定资产为 8.61 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备等，较上年末减少 6.33%，主要系机器设备计提折旧所致；在建工程为 7.43 亿元，较上年末增长 288.28%，主要为宁夏精细化工产品投资项目；长期股权投资为 2.20 亿元，较上年末增长 141.02%，主要系新增对联营企业大连永达苏利药业有限公司（简称“大连永达苏利”）的股权投资；此外，无形资产为 1.26 亿元，主要为土地使用权，与上年末变化不大。2023 年 3 月末公司非流动资产增至 22.43 亿元，主要系因宁夏精细化工产品项目投资，在建工程较上年末增长 16.72%至 8.67 亿元，其余科目变动幅度较小。

2022 年末，该公司受限资产总计 4.94 亿元，占资产总额的 9.30%。公司受限资产为货币资金和应收票据，资产受限比例较上年末有所下降。

5. 流动性/短期因素

图表 31. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率 (%)	338.92	208.59	300.64	323.51
速动比率 (%)	294.15	171.27	264.16	285.64
现金比率 (%)	239.83	142.80	222.04	246.06

资料来源：根据苏利股份所提供数据整理。

跟踪期内，因发行可转换公司债券募资，同时流动负债下降，货币资金对短期债务的保障程度提升，该公司流动性有所改善。2020-2022 年及 2023 年 3 月末，公司流动比率分别为 338.92%、208.59%、300.64%和 323.51%；速动比率分别为 294.15%、171.27%、264.16%和 285.64%；现金比率分别为 239.83%、142.80%、222.04%和 246.06%。

6. 表外事项

根据该公司提供的 2022 年审计报告显示，截至 2022 年末，公司子公司苏利制药科技江阴有限公司对大连永达苏利提供 8,000 万元担保，占公司净资产的 2.39%。此外公司无其他对外担保，亦无重大诉讼、仲裁事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要从事四氯-2-氰基础吡啉等农药中间体和三聚氰胺聚磷酸盐等阻燃剂中间体的生产。目前具有 1,800 吨四氯-2-氰基础吡啉产能和 1,000 吨三聚氰胺聚磷酸盐产能。2022 年末，公司本部总资产为 25.53 亿元，主要包括 2.88 亿元的货币资金、5.06 亿元的其他应收款和 15.17 亿元的长期股权投资；总负债 9.32 亿元，主要包括 8.70 亿元的刚性债务；所有者权益为 16.21 亿元。2022 年公司本部实现收入 2.37 亿元，净利润 0.49 亿元；经营性现金净流量为 0.46 亿元。整体来看，公司本部经营情况良好，亦可对下属子公司实行有效管控，有助于本部债务的及时偿付。

外部支持

1. 政府支持

2020-2022 年该公司其他收益金额分别为 565.47 万元、660.73 万元和 394.91 万元。2022 年收到的政府补助主要系宁夏项目土地财政补贴、基础设施补贴等。虽然政府补助金额不大，但能对公司盈利提供一定的补充。

2. 国有大型金融机构支持

该公司目前可用授信较充足。截至 2022 年末，公司在金融机构的授信额度总额为 18.29 亿元，其中工农中建交五大商业银行授信总额 11.09 亿元，占比 60.63%。

跟踪评级结论

该公司主要从事农药、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售，在相关细分市场继续保持一定优势。2022 年受益于下游需求向好及原材料价格支撑，公司噻菌酯原药及十溴二苯乙烷等主要产品量价齐升，叠加溴化聚苯乙烯等阻燃剂新产品投产并实现销售，公司营业收入同比上升，但受到上游原材料涨幅较大影响，阻燃剂类产品毛利率有所下滑；2023 年第一季度，随主要产品价格快速回落，公司营业收入同比有所下降，毛利率亦进一步下滑。目前公司主要在建项目为宁夏精细化工产品投资项目，投资规模较大，建设周期长，产品主要为农药原药及中间体，产能释放需要一定周期，预期收益存在一定的不确定性。

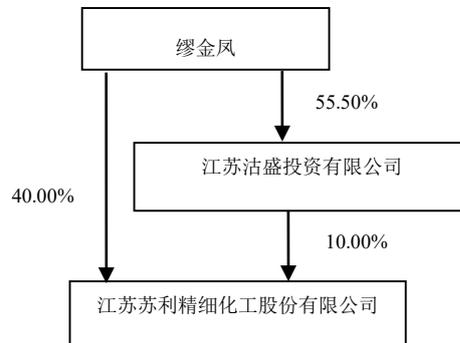
跟踪期内，公司董事会成员发生变动，但该公司产权结构及组织架构稳定，公司与境外关联方意大利世科姆奥克松关联交易金额较大，交易内容主要是百菌清、霜脲氰原药等产品的销售，关联方的经营情况将对公司产品销售产生较大影响。

跟踪期内随着可转公司债券的发行，该公司刚性债务规模大幅上升，但债务期限结构有所改善，短期偿债压力不大。随着公司在宁夏精细化工产品投资项目的推进，投资活动现金流持续增加，预计现金流平衡对筹资活动依赖性上升，未来刚性债务规模或将进一步增长。随货币资金增长，公司流动性指标改善，加之存货较容易变现，能够对公司债务偿付提供一定保障。但若公司发行的可转债到期未转股，将加重公司债务负担。

本评级机构将持续关注：（1）宏观经济环境及下游行业的需求变化；（2）该公司订单持续性项目及回款情况；（3）可转债募投项目推进及项目产出风险；（4）苏利转债未转股风险。

附录一：

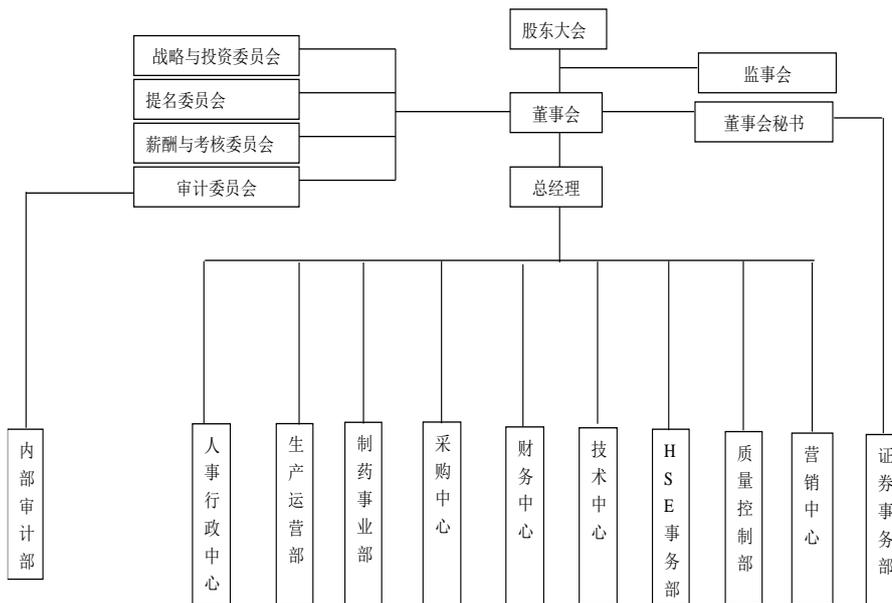
公司与实际控制人关系图



注：根据苏利股份提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据苏利股份提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营环节现金净流量（亿元）	EBITDA（亿元）	
江苏苏利精细化工股份有限公司	苏利股份	本级	—	化工产品生产与销售	8.70	16.21	2.37	0.49	0.46	--	母公司口径
江阴苏利化学股份有限公司	苏利化学	核心子公司	76.00	化工产品生产与销售	0.99	6.1	6.04	0.38	-0.23	0.69	
泰州百力化学股份有限公司	百力化学	核心子公司	76.00	化工产品生产与销售	3.23	15.46	24.21	2.73	4.29	4.03	

注：根据苏利股份 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
资产总额 [亿元]	30.68	38.72	53.14	52.66
货币资金 [亿元]	10.83	11.23	19.24	18.54
刚性债务[亿元]	0.86	6.24	15.13	14.97
所有者权益 [亿元]	25.20	27.00	33.42	33.60
营业收入[亿元]	15.59	22.92	31.50	5.52
净利润 [亿元]	2.19	2.82	3.89	0.20
EBITDA[亿元]	3.47	4.40	6.08	-
经营性现金净流入量[亿元]	1.69	3.16	5.19	0.83
投资性现金净流入量[亿元]	-2.07	-3.68	-7.24	-1.37
资产负债率[%]	17.86	30.27	37.11	36.19
权益资本与刚性债务比率[%]	2,939.34	432.93	220.83	224.49
流动比率[%]	338.92	208.59	300.64	323.51
现金比率[%]	239.83	142.80	222.04	246.06
利息保障倍数[倍]	-	625.03	11.14	-
担保比率[%]	-	-	2.39	2.38
营业周期[天]	132.50	106.98	91.82	-
毛利率[%]	26.94	23.57	22.32	20.09
营业利润率[%]	16.74	14.32	14.55	5.18
总资产报酬率[%]	8.73	9.42	10.39	-
净资产收益率[%]	8.66	10.79	12.87	-
净资产收益率*[%]	8.76	10.98	13.08	-
营业收入现金率[%]	79.31	76.52	89.47	96.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	40.02	37.38	46.97	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.73	-6.00	-13.02	-
EBITDA/利息支出[倍]	-	841.18	14.20	-
EBITDA/刚性债务[倍]	4.70	1.24	0.57	-

注：表中数据依据苏利股份经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021年6月24日	AA+/稳定	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年5月19日	AA+/稳定	何婕好、钱源	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月28日	AA+/稳定	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（精细化工行业）FM-GS027（2022.12）	-
债项评级（苏利转债）	历史首次评级	2021年6月24日	AA+	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年5月19日	AA+	何婕好、钱源	新世纪评级方法总论（2012） 基础化工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（基础化工）MX-GS017（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月28日	AA+	何婕好、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（精细化工行业）FM-GS027（2022.12）	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。

