

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪
第【812】号 01

债券简称: 司尔转债

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日:

2025 年 4 月 8 日

债券偿还方式:

对未转股债券按年计
息, 每年付息一次, 到
期归还本金和支付最后
一年利息

分析师

姓名:

杨培峰 毕柳

电话:

021-51035670

邮箱:

yangpf@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
化学原料及化学制品公
司债券评级方法, 该评
级方法已披露于公司官
方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址:

www.cspengyuan.com

2019 年安徽省司尔特肥业股份有限公司 可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 24 日	2018 年 05 月 29 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司 (以下简称“中证鹏元”) 对安徽省司尔特肥业股份有限公司 (以下简称“司尔特”或“公司”, 股票代码: 002538.SZ) 及其 2019 年 04 月 08 日发行的可转换公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2019 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA, 发行主体长期信用等级维持为 AA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司营业收入及综合毛利率均有所提升, 原材料产能上升, 原材料自给率进一步提高。同时中证鹏元也关注到公司存在控制权变化的风险; 亳州基地 60 万吨复合肥产能消化不及预期; 公司健康产业发展存在一定经营和管理风险; 公司有息负债规模有所增长, 短期债务压力有所上升等风险因素。

正面:

- 公司营业收入及综合毛利率均有所提升。受益于三元复合肥及磷酸一铵销量和价格的提升, 2018 年公司实现营业收入 31.27 亿元, 较上年增加 20.14%, 综合毛利率水平较上年提升 3.90 个百分点至 24.53%。
- 原材料产能有所上升, 自给率进一步提高。随着宣城基地 25 万吨硫铁矿制硫酸项目试投产运营, 截至 2018 年末, 公司硫酸产能达 115 万吨/年, 2018 年硫酸自给率同比提高 9.18 个百分点至 76.42%, 原材料自给率的提高有利于公司控制生产成本。

关注：

- **公司存在控制权变化的风险。**国购产业控股有限公司（以下简称“产业控股”）持有公司股份数量 182,050,800 股，占公司总股本的 25.35%。其中：质押的股份数为 179,530,000 股，占其所持公司股份的 98.62%，占公司股份总数的 25.00%；其所持公司股份累计被法院冻结 182,050,800 股，占其所持公司股份的 100%，占公司总股本的 25.35%。公司冻结股份的处置可能会带来控制权变化的风险。
- **新增产能消化不及预期。**2018 年亳州基地复合肥产能 60 万吨项目产能利用率仅为 40.26%，公司全部复合肥产线的产能利用率为 64.16%，此外，2017-2018 年公司净增复合肥产能 20 万吨，后续仍面临一定产能消化风险。
- **健康产业发展存在一定风险。**公司目前积极拓展健康产业，但其在医疗健康领域的经验较少，且主要依托外部经营团队以及资源，存在一定的市场风险和管理风险。
- **公司有息负债规模有所增长，短期债务压力上升。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 8.31 亿元，同比增长 37.16%，占负债总额比例上升至 63.81%，且基本为短期负债，短期偿付压力有所上升。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	514,871.42	488,912.56	449,171.45	474,863.93
归属于母公司所有者权益合计	356,170.76	351,865.21	332,695.26	318,502.01
有息债务	101,594.35	83,134.88	60,613.60	100,874.92
资产负债率	29.47%	26.65%	24.70%	31.80%
流动比率	1.77	1.87	3.72	3.07
速动比率	1.04	1.19	2.88	2.54
营业收入	51,804.73	312,680.86	260,272.12	281,810.07
营业利润	5,251.48	36,823.97	25,106.01	26,187.29
净利润	4,479.12	31,238.22	21,494.45	24,683.59
综合毛利率	24.69%	24.53%	20.63%	18.59%
总资产回报率	-	8.85%	6.09%	7.30%
EBITDA	-	57,005.73	40,537.07	43,689.31
EBITDA 利息保障倍数	-	12.13	11.79	10.80
经营活动现金流净额	-7,300.41	20,892.52	4,507.60	59,143.57

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

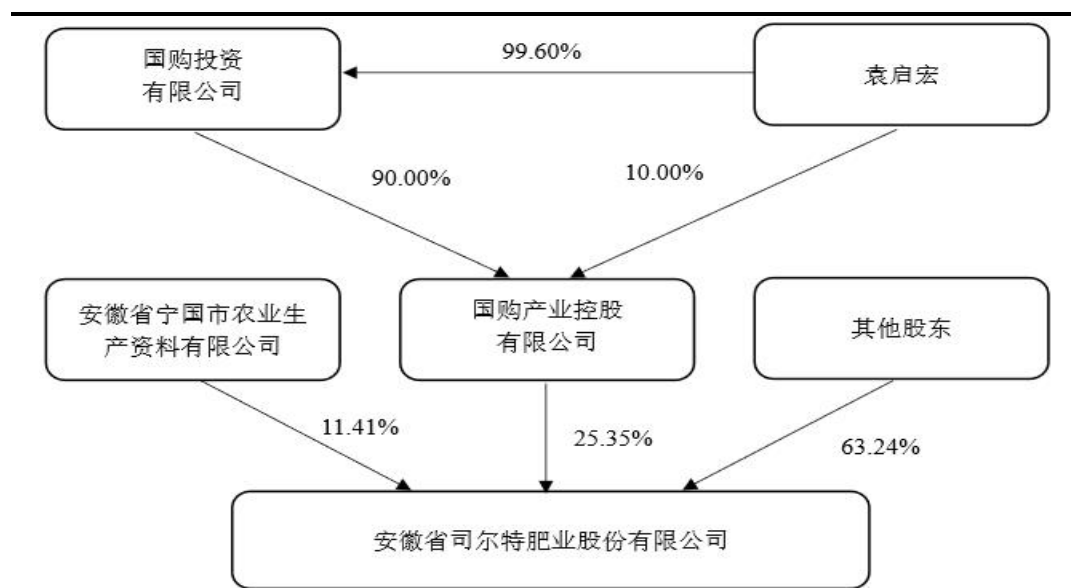
公司于2019年4月8日发行可转换公司债券，发行规模为8亿元，期限为6年，票面利率在存续期第一年为0.4%，第二年为0.6%，第三年为1.0%，第四年为1.5%，第五年为1.8%，第六年为2.0%。

本期债券拟募集资金扣除发行费用后计划全部投资于年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目。该项目总投资为100,313.04万元，其中建设投资94,734.66万元（拟使用募集资金投入80,000.00万元），铺底流动资金5,578.38万元。截至2019年5月31日，本期债券募集资金账户余额为7.83亿元。

二、发行主体概况

2018年公司注册资本未发生变动，第二大股东安徽省宁国市农业生产资料有限公司的持股比例由10.80%上升至11.41%，控股股东仍为产业控股，持股25.35%，实际控制人仍为自然人袁启宏。2019年5月28号公司发布公告称，产业控股持有公司股份数量182,050,800股，占公司总股本的25.35%。其中：质押的股份数为179,530,000股，占其所持公司股份的98.62%，占公司股份总数的25.00%；其所持有公司股份累计被法院冻结182,050,800股，占其所持公司股份的100%，占公司总股本的25.35%。截至2019年4月末，公司股权结构及实际控制关系如下。

图1 截至2019年4月末公司股权结构及实际控制关系



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年公司主营业务未发生变化，主要从事复合肥料及专用肥料研发、生产、销售，硫酸、磷酸一铵、合成氨、碳铵及副盐酸、红粉、磷石膏生产、加工、销售，公司子公司贵州政立矿业有限公司（以下简称“贵州政立”）主要从事磷矿石开采、加工、销售。截至2018年末，公司纳入合并报表范围内子公司共6家（详见附录二），2018年公司新增合并范围子公司1家，具体情况如下。

表1 2018年公司新增纳入合并报表范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
安徽省鑫宏健康管理有限公司	100.00%	2,000.00	健康产业管理	设立

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

粮食价格的长期低迷抑制了播种积极性，化肥施用量持续下降

自2012年以来，包括大豆、大米、玉米等在内的主要粮食受高库存、取消粮补、取消最低收购价等因素影响，粮食价格持续低迷，价格跌幅普遍达40%左右，粮食价格的长期低迷降低了农作物种植的积极性。数据显示，2010年以来我国农作物播种面积增速已降至1%以下，2015年已呈现零增长，2017年进一步下降0.72%，2018年，全国粮食作物播种面积为117,037.00千公顷，较上年下降0.01%，仍处于下降状态。

图2 近年全国粮食作物播种面积持续下降

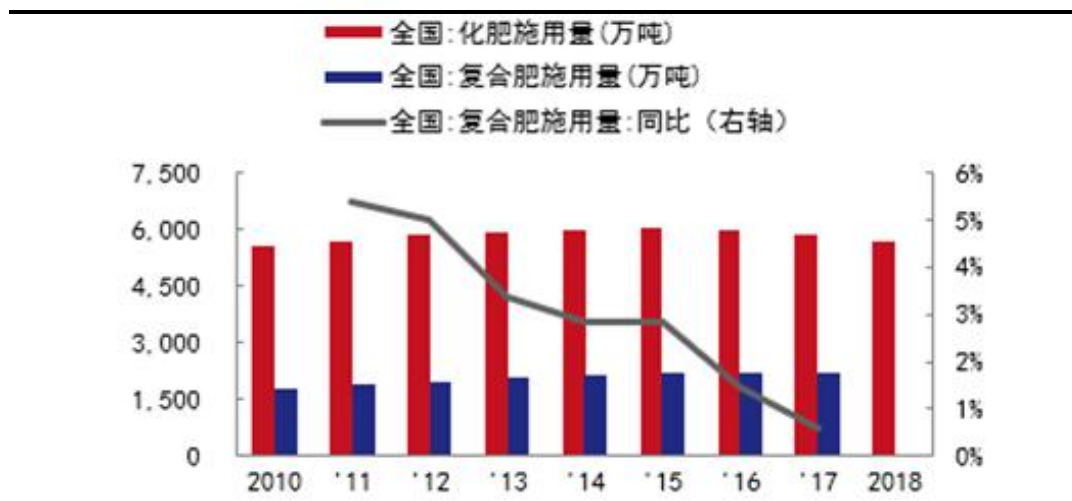


数据来源：前瞻数据库，中证鹏元整理

受农作物播种面积增速持续下滑影响，近年全国化肥及复合肥施用量同比增速持续放缓，其中化肥施用量已经出现负增长，2018年全国化肥施用量维持下滑态势。复合肥施用方面，虽然近年全国复合肥施用量增速持续下滑，但仍保持正的增长速度，另外，从化肥行业发展趋势来看，复合肥替代单质肥是必然趋势，目前我国化肥行业复合化率约40%左

右，远低于美国、日本等发达国家70%-80%的复合化水平，复合肥未来存在较大渗透替代空间，长期来看大型复合肥生产厂商相比传统单质肥生产厂商在市场竞争方面将更有优势。

图3 近年全国复合肥施用量维持增长

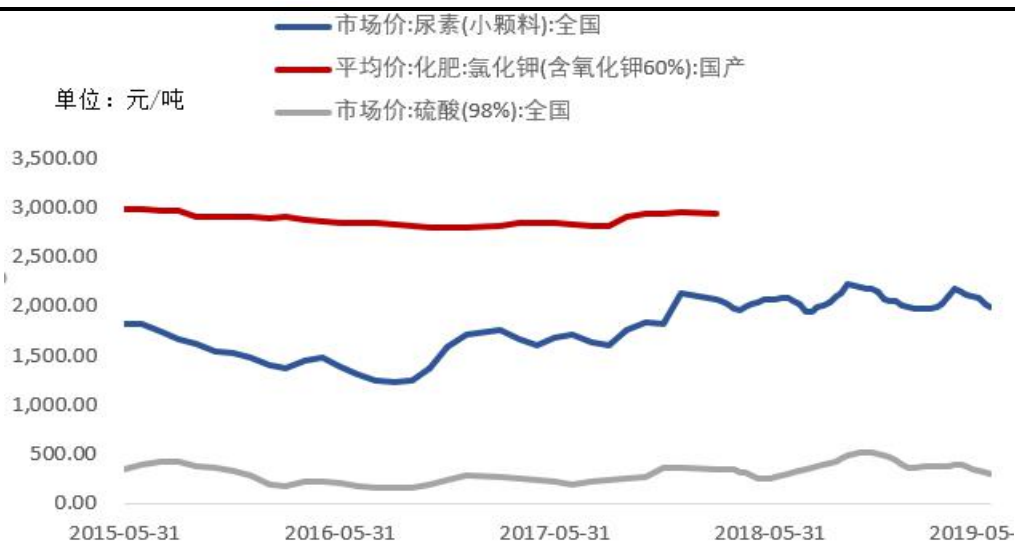


数据来源：前瞻数据库，中证鹏元整理

2018年国内复合肥价格增幅高于原材料，行业整体利润空间有一定幅度提升

复合肥原材料主要包括硫酸、氯化钾（钾肥）、尿素（氮肥）等。2018年尿素市场方面，上游煤炭价格上涨，天然气价格暴涨，导致尿素成本增加许多。部分气头企业因限气停车，导致尿素开工率在低位徘徊，货源紧张，根据国家统计局数据，2018年前11月全国尿素产量约2,195.33万吨，同比下降8.80%。下游工业需求不佳，虽然印度有大量招标，但贸易商采购有限。整体来看，2018年尿素市场在环保检查、印度招标、限气、雾霾天气等因素影响下，价格持续维持高位。2018年，国内硫酸市场低开高走，上半年硫酸在环保高压、需走走弱等各种利空因素冲击下，硫酸市场走势低迷。而下半年以来，受主力酸企停车及出口订单增加的双重影响，硫酸价格一路走高，市场主流价格水平达到近5年来最高。同时钾肥价格在市场整体行情的提振下亦有所走强。整体上看，2018年国内复合肥原材料价格整体走高。

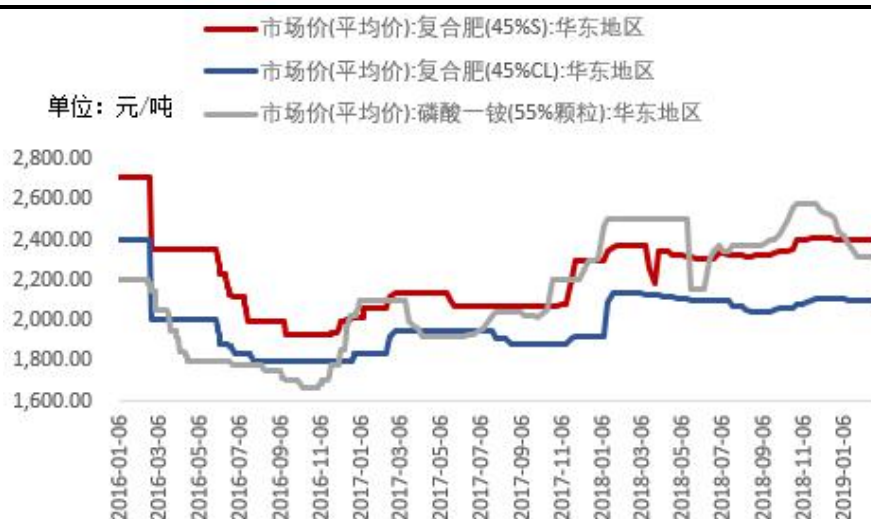
图4 2018年复合肥主要原材料价格均出现上涨



数据来源：Wind，中证鹏元整理

受原材料价格整体走高的影响，国内复合肥价格在2018年以来同样呈现走强态势，其中45%氯基复合肥年平均价由2017年的2,098.30元/吨增加至2018年的2,344.33元/吨，涨幅约11.73%，45%硫基复合肥年平均价由2017年的1,891.23元/吨增加至2018年的2,093.07元/吨，涨幅约10.67%。虽然磷酸一铵受原材料硫磺和尿素价格上升影响在暴涨之后回落，叠加经历了冬储备肥之后，磷酸一铵的需求阶段性下降的影响，在年初出现较大幅度下跌，但2018全年均价仍在2,440.61元/吨，较上年平均水平增加17.96%，处于近年较高水平。同时我们也注意到，复合肥价格的上涨幅度明显高于氮肥、钾肥等原材料的价格涨幅，在复合肥需求持续增长的背景下，行业整体利润空间有一定幅度提升。

图5 2018年复合肥及磷酸一铵价格增幅较大



数据来源：Wind，中证鹏元整理

复合肥行业产能过剩依然严重，环保压力加速产能出清，市场集中度将逐步提高

随着供给侧改革的不断推进，同时政府不断强化对农业施肥的指导，叠加环保限产等因素，近年国内复合肥产能不断下降，部分装置设备落后、环保不达标、规模无优势的老旧产能逐步退出市场。目前国内复合肥行业产能过剩依然严重，根据华夏化工网消息，截至2018年11月16日，我国主要复合肥企业装置平均开工率在35%左右，较上年同期低8个百分点左右，除部分大型复合肥厂商能保持较高的产能利用率外，其他多数小型厂商产能利用率严重不足。另外，随着近年环保政策趋紧，环保督查频率日趋增加。此外，《中华人民共和国环境保护税法》的出台与实施，将进一步加快清退生产设备落后、环保不达标、资本实力薄弱的小型化肥生产厂商，加速落后产能出清，推动行业集中度提升。

四、经营与竞争

公司营业收入主要来源于三元复合肥、磷酸一铵和其他副产品的销售收入，从营业收入规模看，2018年公司实现营业总收入31.27亿元，同比上升20.14%，主要系三元复合肥及磷酸一铵销量及价格同比上升所致。2019年1-3月公司实现营业收入5.18亿元，同比上升7.92%。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为24.53%，较上年上升3.90个百分点，主要系三元复合肥及磷酸一铵价格上涨所致，2019年1-3月综合毛利率水平为24.69%。

表2 2017-2019年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
三元复合肥	26,175.53	21.39%	166,597.08	22.14%	145,524.41	17.87%
磷酸一铵	18,186.60	24.24%	122,257.37	25.41%	94,847.92	20.66%
其他副产品	5,237.85	28.35%	12,595.51	21.34%	12,330.74	40.31%
磷矿石	1,810.70	63.17%	9,563.39	52.97%	5,609.04	46.27%
其他	394.04	38.31%	1,667.51	59.77%	1,960.00	26.82%
合计	51,804.73	24.69%	312,680.86	24.53%	260,272.12	20.63%

注：公司三元复合肥包括氯基复合肥和硫基复合肥。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司化肥销售量及销售收入有所上升，综合毛利率小幅改善

公司作为安徽省最大的磷复肥生产和出口基地，其产品安徽、江西、湖南、河南等地均具有较高的市场认可度。在复合肥替代单质肥的背景下，2018年公司化肥销售规模出现反弹，全年主营产品合计对外销售规模143.55万吨，同比上涨6.59%。其中，三元复合肥销售82.96万吨，同比上涨3.04%，产销率为92.36%；磷酸一铵销售60.59万吨，同比上涨

11.85%，产销率（不含自用）为71.76%。2018年公司主营产品销售量均有所上升，同时销售价格也出现明显上涨，其中三元复合肥、磷酸一铵2018年平均销售价格较上年分别增长11.10%和15.25%，受此影响，2018年公司三元复合肥毛利率较上年增长4.27个百分点至22.14%，磷酸一铵毛利率较上年增长4.75个百分点至25.41%，综合影响下，公司当年综合毛利率达到24.53%，较上年增长3.90个百分点。

2018年公司其他副产品实现营业收入1.26亿元，较上年小幅增长，毛利率水平较上年下降18.97个百分点至21.34%，系主要副产品硫酸渣销售价格下降所致。

表3 2017-2018年公司主营产品销售情况

产品名称	项目	2018年	2017年
三元复合肥	销量（万吨）	82.96	80.51
	平均价格（元/吨）	2,008.16	1,807.47
	产销率	92.36%	106.47%
磷酸一铵	自用（万吨）	23.31	18.37
	外销（万吨）	60.59	54.17
	平均价格（元/吨）	2,017.78	1,750.85
	产销率（不含自用）	71.76%	72.34%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

客户方面，由于公司三元复合肥的主要客户为中小型经销商，分散度较高，因此大客户全部为大宗采购磷酸一铵的客户。随着复合肥市场需求的持续增加，大客户集中采购磷酸一铵的规模也有所上升，2018年公司前五大客户合计销售规模4.02亿元，同比上升20.17%，其中第一大客户销售额占磷酸一铵全年销售比例下滑至8.94%，前五大客户合计销售额占磷酸一铵全年销售额比例为32.90%，同比下降2.38个百分点，客户集中风险有所降低。

表4 2017-2018年公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	前五大客户	销售金额	占产品销售比例	占总销售额比例	产品名称
2018年	客户一	10,926.14	8.94%	3.49%	磷酸一铵
	客户二	8,077.57	6.61%	2.58%	磷酸一铵
	客户三	7,413.54	6.06%	2.37%	磷酸一铵
	客户四	7,408.55	6.06%	2.37%	磷酸一铵
	客户五	6,398.18	5.23%	2.05%	磷酸一铵
	合计	40,223.98	32.90%	12.86%	-
2017年	客户一	8,974.14	9.46%	3.45%	磷酸一铵
	客户二	7,988.94	8.42%	3.07%	磷酸一铵
	客户三	6,063.57	6.39%	2.33%	磷酸一铵
	客户四	5,827.60	6.14%	2.24%	磷酸一铵

客户五	4,619.07	4.87%	1.77%	磷酸一铵
合计	33,473.31	35.28%	12.86%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品出口方面，随着近年国家对化肥出口关税政策逐步放开，2018年公司化肥合计出口总量18.23万吨，同比上涨89.51%，全部系磷酸一铵，出口销售收入3.75亿元，同比上涨120.48%，占当年磷酸一铵销售收入比例为30.66%，较上年上升12.74个百分点。

表5 2017-2018年公司磷酸一铵出口情况

年度	产品名称	出口数量（吨）	出口均价（元/吨）	确认收入（万元）
2018 年	磷酸一铵	182,344.00	2,055.62	37,482.93
2017 年	磷酸一铵	96,217.00	1,766.90	17,000.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司复合肥产业链上游硫酸产能进一步增加，但复合肥产能利用率有所下滑，新增产能面临较大消化压力

公司目前拥有安徽宁国、宣城、亳州三大化肥生产基地¹与宣城马尾巴硫铁矿山、贵州开阳磷矿山。产能方面，2018年宣城15万吨复合肥生产线投产，宁国10万吨复合肥生产投通过技改转向生产出口用磷酸一铵以满足出口需求。截至2018年末，公司已拥有复合肥产能140万吨，磷酸一铵产能85万吨，硫酸钾产能4万吨，硫酸产能115万吨，磷酸产能45万吨，硫铁矿产能38万吨，以及磷矿石产能40万吨，各产能分布情况详见下表。

表6 截至2018年12月31日公司产能明细（单位：万吨）

各生产基地产能		终端产品产能		中间产品产能			上游矿石产能	
		NPK	MAP	硫酸钾	硫酸	磷酸	硫铁矿	磷矿石
宁国	2018 年产能	40	55	4	65	30	-	-
	2019 年预计投产	-	-	-	-	-	-	-
宣城	2018 年产能	40	30	-	50	15	-	-
	2019 年预计投产	-	-	-	-	-	-	-
亳州	2018 年产能	60	-	-	-	-	-	-
	2019 年预计投产	-	-	-	-	-	-	-
马尾巴	2018 年产能	-	-	-	-	-	-	-
	2019 年预计投产	-	-	-	-	-	38	-
贵州政立	2018 年产能	-	-	-	-	-	-	40
	2019 年预计投产	-	-	-	-	-	-	-
合计	2018 年产能	140	85	4	115	45	0	40
	2019 年预计投产	0	0	0	0	0	38	0

注：NPK 即三元复合肥，MAP 即磷酸一铵；年产 38 万吨硫铁矿项目因浅层矿石品位较低暂未投入生产。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

¹ 此前公司筹备的江西生产基地因战略调整已暂停。

产能利用率方面，公司目前主要对外销售终端产品包括三元复合肥和磷酸一铵，2018年产能利用率分别64.16%和99.34%，其中复合肥产能利用率水平较低，主要系2016年亳州分公司新投产的60万吨产能释放不达预期所致。

目前公司生产的中间产品主要包括硫酸和磷酸，产能分别为115万吨/年和45万吨/年，与上年一致，产能利用率分别为85.56%和93.75%，较上年均有所上升，主要系终端产品产量增加，公司扩大生产力度所致。公司生产的中间产品全部用于自给，目前公司磷酸产能基本能够满足自身所需，但硫酸产能有所不足，随着2017年四季度宣城25万吨硫铁矿制硫酸项目投产，硫酸自给能力有所提高。

磷矿石开采主要由下属子公司贵州政立负责运营，目前贵州政立已完成磷矿技改扩能建设工程，磷矿石产能提高至40万吨/年。2018年公司实际磷矿石开采量为44.78万吨，产能利用率为111.95%，产能利用水平较高。2018年公司磷矿石自给率为5.89%，较上年下降3.58个百分点，外购需求依然突出。

表7 2017-2018年公司产能利用率情况

产品类型	产品名称	项目	2018年	2017年
终端产品	三元复合肥	产能（万吨）	140.00	135.00
		产量（万吨）	89.82	75.62
		产能利用率	64.16%	56.01%
	磷酸一铵	产能（万吨）	85.00	75.00
		产量（万吨）	84.44	74.89
		产能利用率	99.34%	99.85%
中间产品	硫酸	产能（万吨）	115.00	115.00
		产量（万吨）	98.39	75.53
		产能利用率	85.56%	65.68%
		自给率	76.42%	67.24%
	磷酸	产能（万吨）	45.00	45.00
		产量（万吨）	42.19	37.51
		产能利用率	93.75%	83.36%
		自给率	100.00%	100.00%
上游矿石	磷矿石	产能（万吨）	40.00	30.00
		产量（万吨）	44.78	35.17
		产能利用率	111.95%	117.23%
		自给率	5.89%	9.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建终端产品产能方面，目前公司主要正在建设的系O2O农资电商平台项目，根据公司2019年6月5日发布的公告显示，考虑到目前的实际建设情况，公司已终止该项目。

此外，2019年4月8日公司发行8亿元可转换公司债券，投资于年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目，考虑到马尾山硫铁矿项目和宣城市体检及康复中心工程项目投资已接近尾声以及O2O农资电商服务平台项目的终止，在建项目资金压力一般。

表8 截至2018年12月31日公司主要在建拟建项目情况（单位：万元、万吨/年）

项目名称	拟投资额	已投资额	新增产能	产品名称	计划完工时间
马尾山硫铁矿项目	20,700.00	19,591.62	38.00	硫铁矿	2019年07月
O2O农资电商服务平台项目	20,569.00	7,996.27	-	-	2019年12月
宣城市体检及康复中心工程	4,800.00	3,236.85	-	-	2019年12月
年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目	100,313.04	-	105.00	新型肥料及土壤调理剂	2021年5月
合计	146,382.04	30,824.74	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体上看，公司产业链趋于完善，有利于提高综合竞争力及利润空间。同时需注意，2018年亳州60万吨复合肥产能利用率较低，未来仍面临一定产能消化风险。

公司部分原材料采购价格有所上升，供应商集中度进一步降低

公司生产所需上游原材料主要包括硫铁矿、磷矿石、氯化钾和合成氨，中间产品主要包括硫酸、磷酸和磷酸一铵，其中磷酸一铵是公司主营产品，除用于生产复合肥外剩余部分全部对外销售。具体来看，硫铁矿是制硫酸的主要原材料，截至2018年末，公司马尾山硫铁矿项目已经基本完工，2019年已进入试投产阶段。目前公司硫铁矿年外购需求量稳定在45万吨以上，受采购数量上涨影响，2018年公司硫铁矿采购总额同比上升55.57%至1.88亿元，同期采购占比提高0.91个百分点。

磷矿石是生产磷酸及磷酸一铵的主要原材料，目前公司对磷矿石的年需求量约130万吨左右，而公司拥有的磷矿石产能仅为40万吨/年，考虑到公司自产磷矿石与外购相差不多，因此公司生产所需磷矿石主要依赖于外购。此外，公司目前持有贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）20%的股权，贵州路发所拥有的矿区储量较大，且属于富矿区，随着后续贵州路发将其探矿权全部转换为采矿权后，届时公司磷矿石自给能力将有一定幅度提升。从2018年磷矿石采购情况看，考虑到2017年底公司磷矿石库存较少，叠加2018年上半年磷矿石价格上涨的因素，当年公司磷矿石采购总量186.29万吨，较上年大幅增长，采购总额8.30亿元，占采购比重达30.54%，是公司采购规模最大的原材料。

氯化钾又称钾肥，是生产复合肥所必需的原材料，我国钾矿储量较少，主要集中在青海地区，公司钾肥采购的供应商集中度较高，对钾肥采购成本的控制程度相对较弱。2018年公司复合肥产能利用率有所提升，对钾肥的需求亦有所提升，全年公司钾肥采购总量为20.25万吨，同比上升16.56%，采购总额为3.98亿元，占采购比重为14.66%，较上年上升0.76

个百分点。

合成氨主要包括尿素、氯化铵等，由于国内合成氨行业目前处于产能过剩状态且行业集中度较低，公司对合成氨的采购采用就近采购和价格就低采购原则，供应商集中度较低。2018年公司合成氨采购数量同比上升19.05%至15.20吨，采购总额为4.44亿元，占采购比重16.34%。

中间产品采购方面，由于公司磷酸产能已基本能够满足生产所需，中间产品的采购主要集中在硫酸的采购。随着宣城25万吨硫铁矿制硫酸项目投产，公司硫酸外购需求有所收缩，2018年公司硫酸采购总量30.37万吨，同比减少17.53%，但采购均价上升明显，使得采购金额小幅下降至0.81亿元，占采购比重2.99%。

表9 2017-2018年公司主要原材料采购情况

项目		2018年	2017年
硫铁矿	数量（吨）	664,979.45	495,689
	金额（万元）	18,830.68	12,103.99
	平均单价（元/吨）	283.18	244.18
	占采购比重	6.93%	6.02%
磷矿石	数量（吨）	1,862,856.28	1,222,665
	金额（万元）	82,983.87	45,578.83
	平均单价（元/吨）	445.47	372.78
	占采购比重	30.54%	22.65%
氯化钾	数量（吨）	202,488.43	173,727
	金额（万元）	39,830.30	27,958.24
	平均单价（元/吨）	1,967.04	1,609.33
	占采购比重	14.66%	13.90%
合成氨	数量（吨）	152,030.73	127,707.00
	金额（万元）	44,397.03	32,346.36
	平均单价（元/吨）	2,920.27	2,532.87
	占采购比重	16.34%	16.08%
硫酸	数量（吨）	303,679	368,241
	金额（万元）	8,121.21	8,857.57
	平均单价（元/吨）	267.43	240.54
	占采购比重	2.99%	4.40%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从采购对象看，2018年公司前五大供应商合计采购金额为9.16亿元，同比上升21.44%，占采购总额的比例为33.29%，较上年下降3.68个百分点，供应商集中度继续降低，有助于增强原材料采购的议价能力。从采购产品的类别来看，公司采购集中度较高的产品主要是外购需求较大的氯化钾及磷矿石。

表10 2017-2018年公司前五大供应商情况（单位：万元）

年度	前五大供应商	采购金额	采购比例	采购类别
2018 年	供应商一	24,873.32	9.04%	氯化钾
	供应商二	18,521.20	6.73%	磷矿石
	供应商三	18,435.22	6.70%	磷矿石
	供应商四	15,925.07	5.79%	氯化钾
	供应商五	13,830.30	5.03%	磷矿石
	合计	91,585.12	33.29%	-
2017 年	供应商一	19,323.49	9.47%	氯化钾
	供应商二	18,984.39	9.31%	氯化钾
	供应商三	16,738.97	8.20%	磷矿石
	供应商四	14,551.25	7.13%	磷矿石
	供应商五	5,816.32	2.85%	硫铁矿
	合计	75,414.41	36.97%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续推进测土配方复合肥的研究，提高产品市场竞争力

农业部在《关于打好农业面源污染防治攻坚战的实施意见》中明确指出，到2020年，实现化肥农药零增长；肥料、农药利用率均达到40%以上；确保测土配方施肥技术覆盖率达90%以上。公司作为农业部认定的首批全国测土配方肥定点生产企业，长期与中国农业大学、湖南农业大学、安徽农科院、江西农科院等国内众多农业科研院校保持密切合作，并建立了全国首家“中国农大一司尔特测土配方施肥研究基地”，开创了“测、配、产、供、施”一条龙服务机制。截至2018年末，公司研发人员数量为301人，研发人员数量占比为9.87%，研发投入金额为0.81亿元，占同期营业收入比例为2.59%，规模较大的研发团队是公司赢取未来新型复合肥市场的核心竞争力。

表11 2017-2018年公司研发投入情况

项目	2018年	2017年
研发人员数量（人）	301	308
研发人员数量占比	9.87%	10.22%
研发投入金额（万元）	8,090.55	7,970.51
研发投入占营业收入比例	2.59%	3.06%

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

公司已确定了“互联网+农业”的战略布局，以O2O农资电商服务平台为载体，以前期测土配方采集的数据样本为支撑，通过农业大数据整合，结合农资电商平台的时效信息，最终指导农户科学施肥。目前公司已成功注册“甜农网”电商平台，测土配方研究中心也已通过建立完成的部分电商平台（宣城、芜湖等片区已在试点试运行）对外输送技术、信息。未来随着农户对测土配方施肥认可度的提高以及对电商平台的熟悉，预期农资服务平

台将成为直接面对终端客户的多功能立体服务生态圈。

公司继续推进“化肥+健康”双主业战略，但公司在医疗健康领域的积累较少，需关注后续的经营风险和管理风险

根据战略规划，公司未来将打造“化肥+健康”双主业战略格局，一方面继续做大做强磷复肥主营业务，另一方面积极探寻医疗健康产业的发展途径，实现从无到有的突破。根据前瞻产业研究院2014年的数据显示，美国的健康产业占GDP的比重超过15%，加拿大、日本等国健康产业占GDP比重超过10%，而我国目前健康产业（含保健、医药及健康产业）仅占GDP的4%-5%，产业未来发展空间较大。此外，中共中央、国务院于2016年11月发布的《“健康中国2030”规划纲要》指出，要大力发展健康产业，到2020年健康服务行业总规模超8万亿元，到2030年达16万亿元，未来健康产业发展或可享受一定政策红利。

根据公司2018年3月16日公告，公司全资子公司安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司（以下简称“鑫宏大健康”）拟与国购投资有限公司（以下简称“国购投资”）共同成立子公司，该子公司负责落实与安徽医科大学第一附属医院战略合作框架协议，合作设立医疗机构，创建三级甲等医院，截至2019年5月末该合作已终止。

根据公司2018年2月13日发布的关于筹划重大资产重组的停牌公告，公司拟收购安徽强英鸭业集团有限公司部分股权。根据公司2018年3月16日发布的关于终止筹划重大资产重组事项暨股票复牌公告，交易双方对本次交易的重要条款未能达成一致意见，决定终止筹划本次重大资产重组事项。

此外，2017年12月18日，鑫宏大健康与安徽众泰建设工程有限公司（以下简称“安徽众泰”）、合肥磐信股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“磐信投资”）共同投资设立了健康医疗产业基金暨合肥磐信康健股权投资合伙企业（有限合伙），并于2018年1月5日完成工商注册登记。该产业基金以有限合伙企业形式组建，基金总规模80,000万元，安徽众泰作为有限合伙人认缴出资49,999万元，鑫宏大健康作为有限合伙人认缴出资30,000万元，磐信投资作为基金管理人及普通合伙人认缴出资1万元。根据公司2018年9月29日公告，综合公司实际发展及资金情况，经协商一致，拟终止该产业基金并注销合肥磐信康健股权投资合伙企业（有限合伙）。截至2018年12月31日注销手续已完成。

综合来看，公司目前通过资本运作、投资设厂等多渠道了解并参与医疗健康产业，推进“化肥+健康”双主业战略，同时我们注意到，公司前期主要从事磷复肥生产、销售业务，在医疗健康领域明显缺乏资源积累，公司在资本市场或业务领域的合作主要依赖于外部经营主体，存在一定管理风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告和未经审计的2019年1季报，报告均采用新会计准则编制。2018年公司新增纳入合并报表子公司共1家，详见表1，截至2018年末，公司合并范围子公司共6家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，整体资产流动性尚可

截至2018年末，公司资产总计48.89亿元，同比增加8.85%。2019年3月公司资产规模增至51.49亿元，主要系新增外部融资较多所致。

截至2018年末，公司流动资产账面价值合计22.93亿元，同比增长15.74%，主要系存货的增加所致。流动资产主要包括货币资金、预付款项和存货。截至2018年末，公司货币资金账面余额6.19亿元，规模同比增长6.98%，主要系银行存款增加所致，2018年末货币资金中使用受限的金额为0.08亿元，占全部货币资金比重为1.32%，主要为票据及环境治理恢复等各项保证金。预付款项主要是公司采购原材料所预付的货款，随着产能利用率的提升，2018年末公司预付款项规模同比增加7.26%至5.65亿元。从账龄分布看，账龄在1年以内的预付款项占比达99.00%，账龄结构有所缩短。从预付对象看，公司预付对象主要是钾肥供应商和磷矿石供应商，年末预付规模前五名合计预付总额4.59亿元，占预付款项期末余额的比例为81.24%，预付款项集中度较高。此外，较大规模的预付款项占用了公司的营运资金，增加了公司资金周转的压力以及资金成本。公司存货主要包括产成品、原材料、包装物、半成品以及备品备件，2018年末账面价值合计8.34亿元，同比大幅增长87.35%，主要系新增产能投产叠加市场需求增加所致。公司存货以产成品和原材料为主，年末账面价值分别为4.28亿元和3.83亿元，考虑到近年复合肥及原材料价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。

表12 2017-2019年3月末公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,092.87	11.28%	61,943.94	12.67%	57,903.98	12.89%
预付款项	54,145.50	10.52%	56,500.71	11.56%	52,676.52	11.73%

存货	105,316.52	20.45%	83,399.61	17.06%	44,515.26	9.91%
流动资产合计	255,933.13	49.71%	229,314.54	46.90%	198,122.38	44.11%
长期股权投资	39,915.06	7.75%	39,533.29	8.09%	39,828.01	8.87%
固定资产	134,726.39	26.17%	138,658.21	28.36%	124,618.24	27.74%
在建工程	29,234.44	5.68%	25,887.62	5.29%	36,095.20	8.04%
无形资产	35,127.28	6.82%	35,384.25	7.24%	33,776.62	7.52%
非流动资产合计	258,938.29	50.29%	259,598.02	53.10%	251,049.07	55.89%
资产总计	514,871.42	100.00%	488,912.56	100.00%	449,171.45	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产，2018 年末账面价值合计 25.96 亿元，较上年末小幅增长 3.41%，占总资产比例下降至 53.10%。其中，长期股权投资主要是公司持有贵州路发的 20% 股权，按权益法计算 2018 年末账面价值 3.95 亿元。固定资产是公司非流动资产的主要构成，2018 年末账面价值合计 13.87 亿元，同比增长 11.27%，主要包括房屋及建筑物资产和机器设备资产，年末账面价值分别为 9.48 亿元和 4.14 亿元，同比分别增长 17.53% 和 1.56%，其中房屋及建筑物资产的大幅增长主要来源于在建工程的完工转入。截至 2018 年末，公司在建项目主要包括马尾巴硫铁矿项目和 O2O 农资电商服务平台项目，2018 年合计新增投入 1.24 亿元，转入固定资产 2.25 亿元，年末账面价值合计 2.59 亿元。公司无形资产主要包括土地使用权和采矿权，2018 年末账面价值合计 3.54 亿元，同比上升 4.76%，其中土地使用权和采矿权账面价值分别为 2.06 亿元和 1.46 亿元，其中土地使用权主要是公司厂房及办公楼的建设用地，土地用途主要为工业用地，均未进行抵押，采矿权主要是公司取得的安徽省宣城市宣州区马尾巴硫铁矿的采矿权和贵州省开阳县金中镇平安磷矿二矿的采矿权。

整体上看，跟踪期内公司资产总额继续增长，考虑到期末货币资金规模仍较大，资产流动性尚可。

资产运营效率

受存货大幅增加的影响，公司净营业周期小幅增加，随着营业收入的回升，公司总资产周转天数小幅下滑，经营性资产运营效率有所提升

公司下游客户以中小经销商为主，因此应收账款规模不大，应收账款周转率仍保持较高水平。同时，虽然 2018 年公司应付账款规模同比上升 95.33%，但当年营业成本上升幅度更大，使得应付账款周转天数下降 5.36 天至 29.46 天。存货周转方面，2018 年公司存货周转天数为 97.57 天，较上年增加 20.83 天，主要系 2018 年存货规模较前期大幅增长所致，存货

周转率有所下滑。2018年公司净营业周期为76.63天，较上年增加26.70天，净营业周期大幅增加，但整体运营效率尚可。

在复合肥代替单质肥的背景下，我国复合肥施用量持续增长，2018年公司营业收入明显回升，使得流动资产周转天数下降67.23天至246.05天，固定资产周转天数同比小幅下降11.21天至151.56天。受此影响，总资产周转天数由上年的639.05天降至540.05天，公司经营性资产的运营效率有所提升。

表13 2017-2018年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018 年	2017 年
应收账款周转天数	8.52	8.00
存货周转天数	97.57	76.74
应付账款周转天数	29.46	34.82
净营业周期	76.63	49.93
流动资产周转天数	246.05	313.28
固定资产周转天数	151.56	162.77
总资产周转天数	540.05	639.05

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入及利润水平均有明显回升

2018年度，公司实现营业收入合计31.27亿元，同比增长20.14%，营业收入的增长主要系市场需求加大叠加主要产品价格上涨所致。毛利率方面，2018年化肥行业产品价格整体上呈上升趋势，公司主营产品三元复合肥、磷酸一铵等产品价格增长明显，有效拉升了公司综合毛利率水平，2018年公司综合毛利率为24.53%，同比上升3.90个百分点。2019年1-3月公司营业收入规模为5.18亿元，同比增长7.82%，综合毛利率升至24.69%。

期间费用方面，公司职工薪酬、折旧及摊销费用、行政运营费用随公司经营规模的扩大不断上涨，使得2018年公司管理费用继续增加，叠加研发费用大幅增长的因素，期间费用总额随之增长。期间费用率由上年的12.04%上升至12.75%，2019年一季度进一步增至14.43%。期间费用的增加侵蚀了公司的营业利润，但当年营业收入及毛利率水平均有一定增幅，2018年公司营业利润合计3.68亿元，同比增长46.74%，利润总额及净利润均有较大幅度提升。资产回报率方面，2018年公司总资产回报率及净资产收益率分别为8.85%和8.97%，较上年分别上升2.75个百分点和2.47个百分点。

表14 2017-2019年3月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	51,804.73	312,680.86	260,272.12
营业利润	5,251.48	36,823.97	25,106.01
利润总额	5,257.16	36,794.93	24,711.99
净利润	4,479.12	31,238.22	21,494.45
综合毛利率	24.69%	24.53%	20.63%
期间费用率	14.43%	12.75%	12.04%
营业利润率	10.14%	11.78%	9.64%
总资产回报率	-	8.85%	6.09%
净资产收益率	-	8.97%	6.49%
营业收入增长率	-	20.14%	-7.64%
净利润增长率	-	45.33%	-12.92%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

现金流

受益于公司经营效益的提升，2018年经营现金流入规模大幅增长

受益于营业收入及毛利率的增长，2018年公司实现净利润3.12亿元，同比增长45.33%，公司FFO较上年大幅增长47.19%至5.01亿元，净利润转化为现金的能力有所增强。同时我们也注意到，2018年公司存货大幅增加，经营性应收项目出现减少，而经营性应付大幅增加，使得营运资本与上年基本相当，综合影响下，2018年公司经营活动产生的现金流量净额同比大幅上升363.50%至2.09亿元。

随着硫铁矿制酸项目建设的持续推进，2018年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出2.71亿元。公司2018年投资活动现金净流出1.76亿元。

2018年公司筹资活动现金流入主要系新增银行借款，当年合计融资10.61亿元，用于偿还债务、分配股利及支付利息支出10.56亿元。2018年筹资活动现金净流入流出规模基本相当。

表15 2017-2018年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	31,238.22	21,494.45
非付现费用	14,800.43	13,403.71
非经营损益	4,073.53	-852.09
FFO	50,112.18	34,046.07
营运资本变化	-29,219.66	-29,538.48
其中：存货减少（减：增加）	-38,884.34	-732.93

经营性应收项目的减少（减：增加）	278.89	-17,926.82
经营性应付项目的增加（减：减少）	9,385.80	-10,878.73
经营活动产生的现金流量净额	20,892.52	4,507.60
投资活动产生的现金流量净额	-17,645.66	52,764.66
筹资活动产生的现金流量净额	447.91	-20,295.20
现金及现金等价物净增加额	3,694.78	36,977.05

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模有所增长，短期债务压力有所上升

得益于经营的积累，公司所有者权益规模持续增长，截至2018年末，公司所有者权益总额35.86亿元，同比增长6.03%。同时，2018年末负债总额上升至13.03亿元，同比增加17.44%。截至2018年末，公司产权比率为36.32%，较上年末上升3.52个百分点，公司所有者权益对负债的保障程度有所下降，但仍处于较好水平。截至2019年3月末，公司负债总额增至15.18亿元，所有者权益上升至36.31亿元，产权比率增至41.79%。

表16 2017-2019年3月末公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	151,754.75	130,275.00	110,928.30
所有者权益	363,116.68	358,637.55	338,243.14
产权比率	41.79%	36.32%	32.80%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

2018年公司负债结构由上年的以非流动负债为主调整为以流动负债为主，主要系偿还应付债券所致，公司短期债务压力增加。截至2018年末，公司流动负债规模12.27亿元，同比大幅增加130.29%，占负债总额比例较上年上升46.17个百分点至94.21%，2019年3月末流动负债余额增至14.45亿元。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据与应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年，公司新增短期借款4.60亿元，占全部负债比例为35.31%，系公司负债的主要组成部分。截至2018年末，公司应付票据及应付账款账面余额为3.50亿元，同比增长13.22%，其中应付票据全部是银行承兑汇票，2018年末应付票据合计1.68亿元，同比增长59.28%。公司应付账款主要包括应付材料货款、应付采矿权款、应付设备款及应付工程款，2018年末应付账款合计1.82亿元，较上年末减少10.59%。预收款项全部是下游客户预付给公司的货款，截至2018年末，公司预收款项合计0.63亿元，同比下降31.70%，无账龄超过1年的重要预收款项，考虑到预收款项主要是货款，主要通过货

物交付实现债务清偿，公司无实际货币偿还压力。截至2018年末，公司其他应付款总额0.82亿元，同比增长29.98%，主要是工程保证金、预提货物运费、往来款等。一年内到期的非流动负债即为“14司尔01”，期末余额为2.03亿元。

公司非流动负债2018年末余额为0.75亿元，占全部负债比重为5.79%，应付债券大幅减少主要系“15司尔债”回售以及“14司尔01”转入一年内到期的非流动负债所致。

表17 2017-2019年3月末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	54,000.00	35.58%	46,000.00	35.31%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	46,437.86	30.60%	35,019.32	26.88%	30,931.55	27.88%
预收款项	9,219.96	6.08%	6,251.83	4.80%	9,153.68	8.25%
其他应付款	9,253.74	6.10%	8,209.06	6.30%	6,315.63	5.69%
一年内到期的非流动负债	20,295.39	13.37%	20,282.17	15.57%	0.00	0.00%
流动负债合计	144,457.97	95.19%	122,732.06	94.21%	53,294.82	48.04%
应付债券	63.18	0.04%	64.93	0.05%	50,073.60	45.14%
非流动负债合计	7,296.78	4.81%	7,542.94	5.79%	57,633.48	51.96%
负债合计	151,754.75	100.00%	130,275.00	100.00%	110,928.30	100.00%
有息负债	101,594.35	66.95%	83,134.88	63.81%	60,613.60	54.64%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务合计8.31亿元，同比增长37.16%，占负债总额比例上升至63.81%，同时我们注意到，截至2019年3月末，公司有息债务规模上升至10.16亿元，且基本为短期负债，短期偿付压力有所上升。

从偿债指标看，2018年公司资产负债水平同比上升1.95个百分点至26.65%，2019年3月末进一步上升至29.47%。2019年3月末公司流动比率和速动比率分别为1.77和1.04，较2017年末均有不同程度下滑，流动资产对流动负债的覆盖能力有所下降，短期债务压力有所上升。2018年公司EBITDA规模随营业收入上升有所回升，同期财务费用支出小幅上升，EBITDA利息保障倍数有所增强且保持在较高水平。2018年公司经营性净现金流与流动负债的相对水平较上年明显增强，经营现金流对短期债务的保障有所提升。

表18 2017-2019年3月公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	29.47%	26.65%	24.70%
流动比率	1.77	1.87	3.72
速动比率	1.04	1.19	2.88
EBITDA（万元）	-	57,005.73	40,537.07

EBITDA 利息保障倍数	-	12.13	11.79
有息债务/EBITDA	-	1.46	1.50
债务总额/EBITDA	-	2.29	2.74
经营性净现金流/流动负债	-0.05	0.17	0.08
经营性净现金流/负债总额	-0.05	0.16	0.04

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告和未经审计的 2019 年一季报，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年4月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2018年，全国复合肥施用量维持增长，同时在环保检查力度加大的背景下，复合肥等产品价格出现较大幅度增长，当年公司实现营业收入31.27亿元，较上年增加20.14%，综合毛利率水平较上年提升3.90个百分点至24.53%；随着宣城基地25万吨硫铁矿制硫酸项目试投产运营，截至2018年末，公司硫酸产能达115万吨/年，2018年硫酸自给率同比提高9.18个百分点至76.42%，原材料自给率的提高，有利于公司控制生产成本。

同时我们也关注到，公司存在控制权变化的风险；亳州基地复合肥产能利用率为40.26%，公司全部复合肥产线的产能利用率为64.16%，此外，2017-2018年公司净增复合肥产能20万吨，后续仍面临一定产能消化风险。公司虽然积极推进健康产业发展，但其在医疗健康领域经验较少，其发展主要依赖于外部主体，存在一定经营和管理风险。此外，截至2018年末，公司有息债务合计8.31亿元，同比增长37.16%，占负债总额比例上升至63.81%，且基本为短期负债，短期偿付压力有所上升。

综合分析，中证鹏元维持公司的主体长期信用等级为AA，维持本期债券的信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	58,092.87	61,943.94	57,903.98	20,919.49
预付款项	54,145.50	56,500.71	52,676.52	78,959.15
存货	105,316.52	83,399.61	44,515.26	43,565.17
流动资产合计	255,933.13	229,314.54	198,122.38	254,859.87
长期股权投资	39,915.06	39,533.29	39,828.01	40,572.65
固定资产	134,726.39	138,658.21	124,618.24	110,741.85
无形资产	35,127.28	35,384.25	33,776.62	35,402.18
非流动资产合计	258,938.29	259,598.02	251,049.07	220,004.07
资产总计	514,871.42	488,912.56	449,171.45	474,863.93
短期借款	54,000.00	46,000.00	-	-
应付票据及应付账款	46,437.86	35,019.32	30,931.55	60,796.73
一年内到期的非流动负债	20,295.39	20,282.17	-	-
流动负债合计	144,457.97	122,732.06	53,294.82	83,103.53
应付债券	63.18	64.93	50,073.60	59,645.74
非流动负债合计	7,296.78	7,542.94	57,633.48	67,908.77
负债合计	151,754.75	130,275.00	110,928.30	151,012.29
有息债务	101,594.35	83,134.88	60,613.60	100,874.92
所有者权益合计	363,116.68	358,637.55	338,243.14	323,851.64
营业收入	51,804.73	312,680.86	260,272.12	281,810.07
营业利润	5,251.48	36,823.97	25,106.01	26,187.29
净利润	4,479.12	31,238.22	21,494.45	24,683.59
经营活动产生的现金流量净额	-7,300.41	20,892.52	4,507.60	59,143.57
投资活动产生的现金流量净额	-3,958.53	-17,645.66	52,764.66	-97,952.86
筹资活动产生的现金流量净额	7,407.87	447.91	-20,295.20	-11,132.40
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	8.52	8.00	5.95
存货周转天数	-	97.57	76.74	91.88
应付账款周转天数	-	29.46	34.82	23.16
净营业周期	-	76.63	49.93	74.66
流动资产周转天数	-	246.05	313.29	311.58
固定资产周转天数	-	151.56	162.77	126.68
总资产周转天数	-	540.05	639.09	565.59
综合毛利率	24.69%	24.53%	20.63%	18.59%
期间费用率	14.43%	12.75%	12.04%	10.44%

营业利润率	10.14%	11.78%	9.64%	9.29%
总资产回报率	-	8.85%	6.09%	7.30%
净资产收益率	-	8.97%	6.94%	7.90%
营业收入增长率	-	20.14%	-7.64%	-5.24%
净利润增长率	-	45.33%	-12.92%	0.06%
资产负债率	29.47%	26.65%	24.70%	31.80%
流动比率	1.77	1.87	3.72	3.07
速动比率	1.04	1.19	2.88	2.54
EBITDA（万元）	-	57,005.73	40,537.07	43,689.31
EBITDA 利息保障倍数	-	12.13	11.79	10.80
有息债务/EBITDA	-	1.46	1.50	2.31
债务总额/EBITDA	-	2.29	2.74	3.46
经营性净现金流/流动负债	-0.05	0.17	0.08	0.71
经营性净现金流/负债总额	-0.05	0.16	0.04	0.39

资料来源：公司2016-2018年审计报告及未经审计的2019年一季报，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司(单位:万元)

公司名称	注册资本	持股比例	取得方式	主营业务
亳州司尔特生态肥业有限公司	10,000.00	100.00%	设立	复合肥料、专用肥料及水溶肥料研发、生产、销售;经营本企业自产产品及技术的出口业务(凭备案经营);经营化肥、农地膜、农机具的购销业务;经营本企业生产所需要的材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术进出口业务(国家限定公司经营和国家禁止出口商品及技术除外);经营来料加工和“三来一补”业务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
安徽利箭丰生态肥业有限公司	5,000.00	100.00%	设立	复合肥料、专用肥料及水溶肥料研发、生产、销售;硫酸、磷酸一铵、磷酸二铵、硫酸钾、合成氨、碳铵及副盐酸、铁粉、磷石膏生产、加工、销售;经营本企业自产产品及技术的出口业务;经营化肥、农地膜、农机具的购销业务;经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进出口业务(国家限定公司经营和国家禁止进口的商品及技术除外);经营进料加工和“三来一补”业务。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
贵州政立矿业有限公司	6,000.00	55.00%	收购	法律、法规、国务院决定规定禁止的不得经营;法律、法规、国务院决定规定应当许可(审批)的,经审批机关批准后凭许可(审批)文件经营;法律、法规、国务院决定规定无需许可(审批)的,市场主体自主选择经营。(矿产品、矿物原料、化工原料及产品(不含危化品)的销售;磷矿石开采、加工、销售。)
上海司尔特电子商务有限公司	10,000.00	100.00%	设立	化肥、饲料及添加剂、化工产品(除危险化学品、监控化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品、易制毒化学品)的销售,电子商务(不得从事增值电信业务、金融业务)。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司	20,000.00	100.00%	设立	健康产业管理及咨询;健康信息咨询;企业管理咨询。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)
安徽省鑫宏健康管理咨询有限公司	2,000.00	100.00%	设立	健康产业管理与咨询;健康信息咨询;企业管理咨询。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

资料来源:公司2018年审计报告,中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 应付债券
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目减少 + 经营性应付项目增加

附录四 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、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。