

深圳市芭田生态工程股份有限公司
2012年5.4亿元公司债券
2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。



深圳市芭田生态工程股份有限公司

2012年5.4亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：5.4亿元

债券到期日：2018年01月25日

跟踪日期：2014年05月21日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：5.4亿元

评级日期：2013年06月27日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对深圳市芭田生态工程股份有限公司（以下简称“芭田股份”或“公司”）及其2013年1月25日发行的5.4亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：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。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	249,020.04	185,773.72	110,934.88
所有者权益合计（万元）	146,556.44	138,927.61	76,834.91
有息负债（万元）	74,508.27	35,622.71	22,706.40
资产负债率	41.15%	25.22%	30.74%
营业收入（万元）	213,255.36	216,719.70	232,376.86
营业利润（万元）	13,560.22	9,353.52	8,428.40
营业外收入（万元）	1,999.95	820.84	705.06
利润总额（万元）	14,943.50	10,068.79	9,055.74
综合毛利率	16.82%	12.88%	13.92%
总资产回报率	8.55%	7.51%	10.38%
EBITDA（万元）	22,819.81	14,900.26	13,177.54
EBITDA 利息保障倍数	6.24	13.92	15.57
经营活动现金流净额（万元）	17,434.43	30,932.69	-3,817.82

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期间，在原材料价格下降的市场条件下，公司通过加强成本控制，主营业务毛利率有所提高；
- 公司在建项目较多，同时 2013 年与兖矿鲁南化肥厂合作投资 30 万吨生态复合肥项目，未来整体业务规模将有较大提升空间；
- 公司资产规模有所提升，货币资金相对充裕，目前债务偿付压力不大。

关注：

- 跟踪期间，受市场疲软及行业产能过剩影响，公司复合肥产销规模及收入增幅较小，产品价格有所下降；
- 原料价格波动对公司盈利稳定性造成潜在风险，同时公司面临一定的宏观政策风险；
- 公司在建项目投资规模较大，资金压力加大，同时相关项目未来运营后能否对新增产能进行有效消化并达到预期效益，存在较大的不确定性；
- 公司存货仍保持在一定规模，在原料及产品价格下跌的市场状态下，面临一定跌价风险；
- 公司应收账款的增加以及采购原料时减少承兑汇票的使用量，导致 2013 年经营活动现金净流量下降；
- 本期债券的发行推高了公司有息负债规模。

分析师

姓名：雷巧庭 王一峰

电话：0755-82872806

邮箱：leiqt@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会《关于核准深圳市芭田生态工程股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2013]41号）的批准，公司于2013年1月25日公开发行5.4亿元公司债券，票面利率5.80%。

本期债券期限为5年，设第三年末公司上调利率选择权和投资者回售选择权。债券起息日为2013年1月25日，本期债券存续期内前3年票面利率固定不变；在本期债券存续期的第3年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分的票面年利率为债券存续期前3年票面年利率加上调基点，在债券存续期限后2年固定不变。

本期债券每年付息一次，到期一次还本，付息日为2014-2018年的1月25日；如投资者行使回售权，则其回售部分债券的付息日为2014-2016年的每年1月25日。如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日。截至2014年3月底，本期债券还本付息情况如下表所示。

表1 截至2014年3月底本期债券还本付息情况（单位：万元）

时间	偿还本金金额	偿付利息金额	期末本金余额
2014年1月27日	0	3,132	54,000

注：2014年1月25日为周六，故顺延至2014年1月27日。

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

2013年4月18日，公司召开2012年度股东大会，审议通过2012年年度权益分派方案：以公司总股本47,308.52万股为基数，向全体股东每10股派1.00元人民币现金；同时，以资本公积金向全体股东每10股转增8股。截至2013年底，公司股本增至85,155.34万元，前三大股东如下表所示：

表2 截至2013年底公司前三大股东情况

编号	股东	持股数量（万股）	持股比例
1	黄培钊	24,097.65	28.30%
2	深圳市琨伦创业投资有限公司	9,492.98	11.15%
3	黄林华	5,253.23	6.17%

资料来源：公司提供

2013年，公司新增合并子公司3个，其中北京芭田生态农业科技有限公司为新设成立，

青岛新润生态科技有限公司和芭田生态工程（湖北）有限公司为控股合并。截至 2013 年底公司共有合并子公司共 12 家，具体情况如下表所示：

表 3 截至 2013 年底公司合并子公司情况

编号	子公司全称	简称	注册资本 (万元)	持股比例
1	徐州市芭田生态有限公司	徐州芭田	21,377.18	98.60%
2	徐州市禾协肥业有限公司	禾协肥业	300.00	90.00%
3	贵港市芭田生态有限公司	贵港芭田	22,943.20	98.69%
4	贵港市好阳光肥业有限公司	贵港好阳光	300.00	100.00%
5	深圳市好阳光肥业有限公司	深圳好阳光	3,079.00	100.00%
6	和原生态控股股份有限公司	和原生态	10,000.00	97.20%
7	深圳市芭田农业生产资料有限公司	芭田农资	500.00	100.00%
8	贵州芭田生态工程有限公司	贵州芭田	53,380.00	100.00%
9	江苏临港燃料有限公司	临港燃料	3,000.00	100.00%
10	北京芭田生态农业科技有限公司	北京芭田	200.00	100.00%
11	青岛新润生态科技有限公司	青岛新润	1,450.00	60.00%
12	芭田生态工程（湖北）有限公司	湖北芭田	300.00	68.00%

资料来源：公司 2013 年审计报告

截至 2013 年底，公司资产总额 24.90 亿元，归属于母公司所有者权益合计 14.39 亿元，资产负债率为 41.15%。2013 年度公司实现营业收入 21.33 亿元，利润总额 1.49 亿元，经营活动现金流量净额 1.74 亿元。

三、经营与竞争

2013 年，公司主营业务收入增幅很小，但主营业务毛利率上升了 3.87 个百分点。另外，其他业务收入大幅减少，主要原因是公司磷酸二铵等原材料的出口贸易规模下降所致。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

类别	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	210,492.27	16.58%	207,576.62	12.71%
芭田复合肥系列	187,484.17	16.59%	179,681.05	12.52%
中挪复合肥系列	10,060.41	16.30%	11,113.46	13.34%
中美复合肥系列	7,069.92	16.63%	8,177.24	13.71%
好阳光复合肥系列	5,631.85	16.46%	7,976.68	15.03%
中俄复合肥系列	99.12	14.14%	392.17	11.70%

哈乐复合肥系列	146.80	31.25%	236.03	19.48%
其他业务收入	2,763.09	34.96%	9,143.07	16.68%
合计	213,255.36	16.82%	216,719.70	12.88%

资料来源：公司审计报告

跟踪期间，受市场疲软及行业产能过剩影响，公司复合肥产销规模及收入增幅较小，产品价格有所下降；由于原料价格持续下跌及公司的成本控制，主营业务毛利率有所提高，但原料价格波动仍对公司盈利稳定性造成不利影响

跟踪期间，公司 2012 年非公开发行股票四个募投项目均处于在建状态，因此复合肥年产能不变，仍为 163 万吨。受国内外经济疲软的影响，以及化肥行业的产能过剩，2013 年全国化肥市场相对疲软，公司复合肥产销规模及收入增幅较小。根据中企顾问《2014-2019 年中国复合肥料行业监测及投资决策咨询报告》，复合肥行业具有明显的淡旺季，且存在产能过剩风险，复合肥行业平均产能利用率在 22.5%，而金正大、史丹利等一线大厂产能利用率可达到 70% 以上。公司产能利用率明显高于行业平均水平，但与行业龙头企业相比，存在一定差距，主要是公司销售区域以华南地区为主，其他区域销售规模仍相对偏小。

表 5 公司复合肥产品产销情况

项目	2013 年	2012 年
产能（万吨/年）	163	163
产量（万吨）	75.46	68.93
销量（万吨）	75.51	68.82
产能利用率	46.29%	42.29%
产销率	100.07%	99.84%

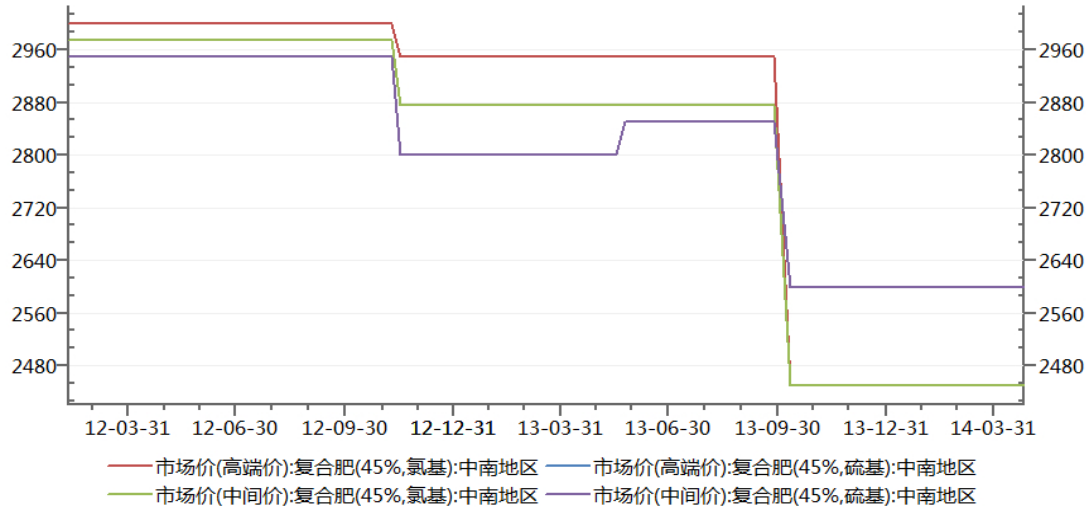
资料来源：公司提供

受市场疲软的拖累，2013 年国内复合肥市场价格均有所下降，导致公司复合肥收入增幅缩水。2013 年公司复合肥销售均价为 2,787.61 元/吨，较 2012 年下降了 1.82%。

复合肥产品原料主要为钾肥、氮肥、磷肥，三样原料占复合肥产品成本比重约为 80%。公司产品价格随原料价格的变动而有所调整，且产品价格调整有一定滞后性，因此在原料价格持续下降时，毛利率有可能上升，但在原料价格上升时，虽能转嫁一部分成本至消费者，但仍需要承担一部分原料成本的上涨。2013 年尿素、硫酸钾、磷酸一铵的市场价格一路波动下滑，下降幅度较大。在此背景下，公司严格控制库存增幅，同时在生产车间采用“内公司模利”的管控方法，要求每家内公司在销售、采购、再销售和 PMC 等一系列生产经营活动中，审定目标，自主经营，独立核算，实现目标管理，考核到每一天，利润核算到每一天。通过内部管理的加强，公司产品成本降低取得成效。2013 年，公司主营业务毛利率 16.58%，

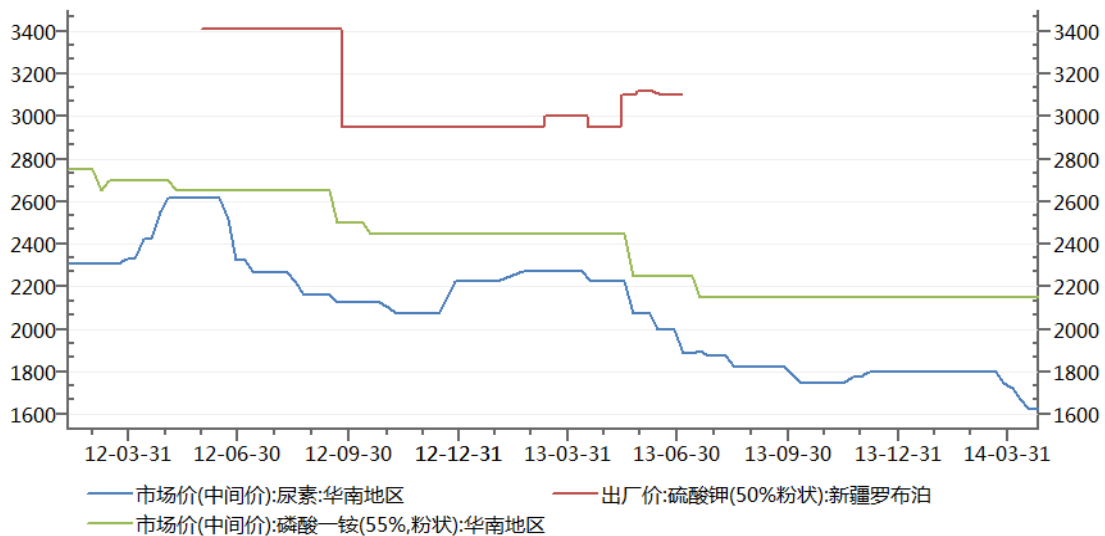
较上年同期毛利率 12.71% 上升 3.87 个百分点。值得注意的是，复合肥的原料占产品成本的比重较高，原料价格的波动仍然对公司盈利的稳定性造成潜在风险。

图 1 2012 年至 2014 年 3 月国内中南地区氯基、硫基复合肥价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

图 2 2012 年至 2014 年 3 月国内主要复合肥原材料价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

表 6 2012-2013 年公司复合肥产品、原料价格及毛利率增减情况（元/吨）

项目		2013 年	2012 年	增减幅度
原材料销售均价	硫酸钾	2,957.13	3,149.33	-6.10%
	硝磷复肥	1,773.60	1,862.87	-4.79%
	磷酸一铵	2,428.12	2,645.93	-8.23%
	白钾	2,259.85	2,457.66	-8.04%
复合肥销售均价		2,787.61	3,016.22	-7.58%
主营业务毛利率		16.58%	12.71%	3.87 个百分点

资料来源：公司提供

公司在建项目较多，未来产能和收入有较大提升空间；但项目投资规模较大，未来运营后能否达到预期效益，存在较大的不确定性

2012 年公司非公开发行股票，募集资金分别投向“年产 10 万吨料浆全溶灌溉复合肥和 20 万吨高塔全溶灌溉复合肥及年推广 100 万亩灌溉施肥设备项目”等四个项目。相关项目完工投产后，公司的灌溉肥、缓释肥和有机肥的年产能将分别增加 42 万吨、60 万吨和 20 万吨。目前，生态环境问题及农业可持续发展受到国家的重要关注，可持续发展成为内地农业的重要政策取向，生态农业将取代石油农业成为未来发展方向，当中绿色化肥将成为主力扶持对象和市场热点。灌溉肥、缓释肥和有机肥与一般的复合肥相比，能更好地针对土壤性质，提高肥料施用效率，未来前景良好。另外，四个项目预计总投资 5.37 亿元，截至 2014 年 3 月底，累计投资金额为 2.79 亿元，未来仍有一定投入。

表 7 截至 2014 年 3 月底公司非公开发行的募投项目建设情况（单位：万元）

项目名称	地点	总投资	已投资	达产后 预计收入	达产后 预计净利
年产 12 万吨粉状水溶性肥项目里的 8 万吨转到贵州	贵港	16,932	9,945.08	65,280	9,792
年产 10 万吨料浆全溶灌溉复合肥和 20 万吨高塔全溶灌溉复合肥及年推广 100 万亩灌溉施肥设备项目	徐州	19,301	7,383.65	165,600	14,980
年产 60 万吨缓释肥及 35 万台种肥一体播种设备项目	徐州	15,168	10620.81	180,000	8,194
年产 20 万吨有机肥产业化项目	贵港	2,299.2	0.00	16,000	1,768
合计	-	53,700.2	27,949.54	426,880	34,734

资料来源：公司提供

另外，2012 年，公司第四届董事会第二十三次会议审议通过了《关于在贵州设立全资子公司的议案》，决定出资 20,000 万元人民币在贵州省瓮安县注册设立全资子公司贵州芭田生态工程有限公司（以下简称“贵州芭田”）。贵州芭田主要生产项目为“210 万吨高新磷肥及配套精细磷化工项目”。该项目设计产能较高，投资规模较大，共分三期进行，其中一期计划总投资约 25 亿元，截至 2014 年 3 月底已投资金额为 4.52 亿元，主要用于土地购置、厂房建设和设备购买等，预计 2015 年底完工，未来仍有较大投入。一期项目建完后，公司预计可实现年产值 15 亿元。项目生产的高新磷肥直接在母粒生产中注入增效技术、缓释技术、中微量元素螯合技术，从源头提高肥效，随着国内绿色农业的政策导向，高新磷肥拥有良好的市场空间。

受土壤特性和种植物的不同，复合肥产品种类较多，同时受季节性等因素的影响，其运输的便捷性要求较高，导致物流运输量大，工作复杂且成本较高，因此复合肥行业存在经济销售半径。公司通过项目建设持续提高深圳、徐州、贵州和贵港等地区的产能，能够对旺季的生产要求提供有力支持，有效提升中南及沿海地区的销售辐射范围，提高客户响应速度和市场竞争力。

值得注意的是，相关项目投资规模较大，增加了公司的资金压力，且在目前国内复合肥行业产能过剩的整体环境下，公司项目建成后能否对新增产能进行有效消化并实现预期效益，受公司经营状况和相关产品的市场行情等多方面因素的影响，存在较大的不确定性。

2013年7月公司与兖矿鲁南化肥厂合作投资30万吨生态复合肥项目，有利于加强山东省的业务规模，但项目未来效益状况仍需进一步观察

2013年7月10日公司与兖矿鲁南化肥厂签订了《30万吨生态复合肥项目合作协议》，投资对象为鲁化芭田生态肥业有限公司（以下简称“鲁化芭田”），投资总额15,200万元人民币，其中兖矿鲁南化肥厂以设备资产评估价值8,400万元入股，占鲁化芭田股权比例为55%；公司以自有资金出资6,800万元入股，占股权比例为45%，公司将其计入长期股权投资。

该项目设计年产能30万吨，走高端复合肥路线。兖矿鲁南化肥厂是具有丰富生产氮（合成氨）的大型国企，在氮肥等上游资源方面拥有一定优势。该项目可提高公司在山东省的业务规模，同时有利于带动公司自身品牌复合肥的销售。另外，项目建设期为6个月，由于生产时间偏晚，2013年鲁化芭田的净利润为88.91万元，规模较小。同时，考虑到复合肥行业产能过剩等整体环境，该项目未来效益状况有待进一步观察。

公司复合肥产品以华南市场为主，随着在建项目的建成投产，未来北部和西部地区的产品辐射能力有望加强

跟踪期间，公司复合肥销售区域分布变化不大，其中华南、华北市场依然占主要地位。公司进一步深化营销网络，2013年西北地区收入有所提高。公司经销商遍布全国，客户集中度不高，不存在对单一客户过于依赖的情况。2012-2013年，公司前五大客户销售占比分别为8.06%和8.32%，单一客户销售占比不超过5%。

未来随着全资子公司贵州芭田的“210万吨高新磷肥及配套精细磷化工项目”以及参股公司鲁化芭田的“30万吨生态复合肥项目”投产，公司在北部和西部地区的产品辐射能力有望得到加强。

表 8 公司复合肥销售区域分布情况（单位：万元）

地区	2013 年		2012 年	
	收入	占主营业务 收入比重	收入	占主营业务 收入比重
华南	108,861.79	51.72%	113,790.01	54.82%
华北	45,782.93	21.75%	45,870.35	22.10%
西南	23,920.31	11.36%	22,924.42	11.04%
华东	19,490.50	9.26%	18,373.11	8.85%
西北	12,436.74	5.91%	6,618.73	3.19%
合计	210,492.27	100.00%	207,576.62	100.00%

资料来源：公司提供

2014 年复合肥行业进出口关税调整利好行业，但作为复合肥生产企业，公司仍面临一定的宏观政策风险

根据国务院批准的《2014 年关税调整方案》，自 2014 年 1 月 1 日起，总体来讲化肥出口关税降低，如氯化钾、硫酸钾关税调整为全年实行 600 元/吨，而 2013 年需 2,000 元/吨，同比降幅达 70%。化肥进出口关税较大幅度的降低，有利于缓解氮、磷化肥产能过剩，积极扩大国外市场需求，对拥有出口业务的企业起到利好作用，同时也可一定程度上缓解国内产能过剩的状况。

值得注意的是，作为复合肥生产企业，公司仍面临一定的宏观政策风险。其中，国家将国产化肥出厂价格、除钾肥外的进口化肥港口交货价格由政府指导价改为市场调节价；化肥批发、零售价格继续实行市场调节价；取消对已放开的化肥出厂价格实行提价申报、调价备案、最高限价以及对化肥流通环节价格实行差率控制等各项临时价格干预措施；继续对一般贸易进口钾肥价格实行适度监管。在此政策环境下，由于化肥行业集中程度不高，在由政府限制价向完全市场价过渡期间，一定程度上的价格混乱可能难以避免，这对公司的原料采购和产品销售均会产生影响，在很大程度上潜藏着原料成本上升和价格战风险。

另一方面，国家对化肥生产用电、用气和铁路运输实行的价格优惠政策以及对化肥生产、流通实行的税收优惠政策均是暂时性措施，特别是铁路运价近年来多次连续向上调整，使得公司因政策优惠节省的成本费用是否能够继续存在着不确定性。目前，国家正在酝酿铁路运价改革方案，预计将由政府定价转为政府指导价，增加市场因素的影响作用，届时运价或不再固定不变，而可能随着运输量上下波动。

四、财务分析

财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012-2013 年审计报告。公司报表采用新会计准则编制。

2013 年，公司新增合并子公司 3 个，分别为北京芭田、青岛新润和湖北芭田，截至 2013 年底共有合并子公司共 12 家，具体情况详见表 3。

财务分析

跟踪期内，公司资产规模有所提升，货币资金相对充足，但存货规模仍较大，面临一定的跌价风险；公司营业收入下降，主营业务收入增幅很小，但受综合毛利率有所提高以及营业外收入的增长，净利润得到提升；受应收账款增加和票据使用量减少的影响，公司经营活动现金净流量下降，同时未来资本支出较大；公司整体资产负债水平有所提高，但目前债务压力不大

跟踪期间，公司资产规模有所提高，主要增长点为长期股权投资和在建工程，非流动资产比重有所提高，但流动资产占比仍相对较大。

流动资产中，截至 2013 年底，公司货币资金相对充裕，其规模为 9.75 亿元，主要是 2013 年本期债券发行成功获得募集资金净额 5.33 亿元；货币资金中，受限资金仅为 0.26 亿元，规模较小。应收账款有所增加，考虑到收入增幅较小，公司回款效率有所降低。预付账款规模减小，一方面是公司控制库存增长，另一方面主要是 2012 年公司进行贵州芭田的生产建设形成了一定规模的预付土地征地款、设备定金。公司存货规模基本稳定，其中原材料和产成品的比重较大，其规模分别为 1.82 亿元和 0.84 亿元；考虑到目前市场上复合肥原料及产品价格持续下跌，公司存货面临一定的跌价风险。

非流动资产中，截至 2013 年底，公司长期股权投资大幅增加，主要是增加了对鲁化芭田的投资。另外，在建工程规模大幅提高，主要是“60 万吨缓释肥项目”、“二条粉状水溶性肥生产线”等项目的持续推进建设，未来公司固定资产和产能规模将有进一步的提升。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	153,948.32	61.82%	152,335.98	82.00%
货币资金	97,479.50	39.15%	84,950.47	45.73%
应收账款	6,421.26	2.58%	3,381.40	1.82%

预付款项	19,414.78	7.80%	34,699.00	18.68%
存货	29,077.58	11.68%	28,367.59	15.27%
非流动资产合计	95,071.72	38.18%	33,437.75	18.00%
长期股权投资	6,760.30	2.71%	-	0.00%
固定资产净额	24,648.62	9.90%	24,606.72	13.25%
在建工程	38,718.89	15.55%	2,697.33	1.45%
其他非流动资产	15,944.46	6.40%	-	0.00%
资产总计	249,020.04	100.00%	185,773.72	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013年公司营业收入同比下降，主要原因是2013年磷酸二铵等原材料的出口贸易规模持续下降。2014年，国家下调了化肥的进出口关税，有利于出口的提升。从主营业务来看，2013年复合肥收入增幅很小，主要是受国内外经济疲软的大环境影响，以及化肥行业的产能过剩，2013年全国化肥市场相对疲软。

由于原料价格下跌及内部成本管控有所加强，公司2013年综合毛利率提高了3.94个百分点，但期间费用有所增加，以销售费用和管理费用为主，主要是公司加大促销以及人工成本提高所致。另外，公司2013年营业外收入有所提高，主要是公司作为高新技术企业获得的政府补助，以及税收返还。

得益于毛利率的提升以及营业外收入的提高，公司在营业收入下降的情况下，净利润增长了49.45%。

表 10 公司主要盈利能力指标

盈利能力	2013年	2012年
营业收入（万元）	213,255.36	216,719.70
营业利润（万元）	13,560.22	9,353.52
营业外收入（万元）	1,999.95	820.84
利润总额（万元）	14,943.50	10,068.79
净利润（万元）	13,666.97	9,144.81
综合毛利率	16.82%	12.88%
期间费用率	10.34%	8.68%
总资产回报率	8.55%	7.51%

资料来源：公司审计报告

2013年公司收现比为1.02，与2012年持平，公司与主要经销商的合作关系较为稳定，主营业务现金生成能力良好。得益于净利润的提高，以及非经营损益的增加，公司FFO明显提高。但是，由于应收账款的增加，以及公司采购原材料减少了承兑汇票的使用量，导致公司营运资本变为负数，且公司经营活动现金流量净额有所下降。

公司2013年投资活动净流出4.39亿元，主要为非公开发行股票的募投项目和贵州芭田的生产项目等工程的建设支出和设备购入，以及鲁化芭田的投资支出。相关项目处于在建状态，未来仍需一定资金投入。公司筹资活动现金呈现大额净流入，主要是本期债券的成功发行，公司募集资金净额5.33亿元。公司现有银行借款规模较小，拥有一定的银行剩余授信额度，渠道较为通畅。

表 11 公司现金流量主要指标（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	13,666.97	9,144.81
非付现费用	4,422.74	3,482.31
非经营损益	3,258.77	-15.40
FFO	21,348.48	12,611.72
营运资本变化	-3,914.04	18,320.96
其中：存货减少（减：增加）	-709.99	4,113.19
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,919.46	-68.04
经营性应付项目增加（减：减少）	5,715.41	14,275.81
经营活动产生的现金流量净额	17,434.43	30,932.69
投资活动产生的现金流量净额	-43,916.09	-22,789.77
筹资活动产生的现金流量净额	40,774.78	46,574.98
现金及现金等价物净增加额	14,293.12	54,717.90

资料来源：公司审计报告

得益于往年的经营积累及2013年的资本公积转增股本，公司所有者权益持续增加。但随着本期债券的发行，公司负债规模也有较大幅度提高。截至2013年底，公司负债总额为10.25亿元，同比增长118.72%；公司资产负债率及负债与所有者权益比率分别为41.15%和69.91%，公司整体债务水平不高，净资产依然对总负债形成良好覆盖。

从结构看，由于本期债券的发行，非流动负债比重大幅提高。公司有息负债主要为短期借款和应付债券。考虑到目前公司的货币资金相对充足，扣除掉非公开发行股票的募集专户资金外，仍能完全覆盖银行借款。同时债券本金为到期一次还本，未来三年内的偿付压力不大。另外，公司预收款项和其他应付款有所增加，其中前者主要是对部分规模较小的经销商加强了预收货款，后者是对长期股权投资对象鲁化芭田的关联方欠款。

总体而言，公司整体负债水平不高，货币资金相对充裕，银行借款规模较小，现阶段的债务偿付保障程度较高。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
----	-------	-------

	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	48,251.55	47.09%	46,199.97	98.62%
短期借款	10,000.00	9.76%	19,103.45	40.78%
预收款项	10,295.93	10.05%	2,828.24	6.04%
其他应付款	6,189.25	6.04%	2,377.93	5.08%
非流动负债合计	54,212.05	52.91%	646.15	1.38%
应付债券	53,438.40	52.15%	-	0.00%
负债总额	102,463.60	100.00%	46,846.12	100.00%

资料来源：公司审计报告

表 13 公司主要偿债能力指标

指标	2013 年	2012 年
资产负债率	41.15%	25.22%
流动比率	3.19	3.30
速动比率	2.59	2.68
EBITDA（万元）	22,819.81	14,900.26
EBITDA 利息保障倍数	6.24	13.92

资料来源：公司审计报告

五、评级结论

总体而言，跟踪期间，受市场疲软及行业产能过剩影响，复合肥原料及产品价格均有所下滑，导致公司复合肥产销规模及收入增幅较小。在此背景下，公司通过加强成本控制，主营业务毛利率有所提高，同时由于营业外收入的增长，净利润得到了提升。目前，公司在建项目较多，未来整体业务规模将有较大提升空间，但相关项目未来运营后能否达到预期效益，存在较大的不确定性。

从财务上看，公司存货仍保持在一定规模，在原料及产品价格下跌的市场状态下，面临一定跌价风险。同时，受公司应收账款的增加，以及采购原料时减少承兑汇票的使用量的影响，公司经营活动现金净流量有所下降。不过，公司货币资金相对充裕，整体负债水平不高，目前债务偿付压力不大。

基于以上情况，经综合评定，鹏元的2014年跟踪评级结果为：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。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	97,479.50	84,950.47	26,430.33
应收票据	711.30	211.49	196.80
应收账款	6,421.26	3,381.40	6,408.29
预付款项	19,414.78	34,699.00	13,653.23
应收利息	-	64.64	-
其他应收款	843.91	661.39	694.20
存货	29,077.58	28,367.59	32,480.78
流动资产合计	153,948.32	152,335.98	79,863.63
长期股权投资	6,760.30	-	-
固定资产净额	24,648.62	24,606.72	24,710.16
在建工程	38,718.89	2,697.33	2,075.93
无形资产	4,451.68	2,383.85	1,746.38
长期待摊费用（递延资产）	2,050.79	1,949.89	1,759.46
递延所得税资产	2,496.99	1,799.96	779.32
其他非流动资产（其他长期资产）	15,944.46	-	-
非流动资产合计	95,071.72	33,437.75	31,071.25
资产总计	249,020.04	185,773.72	110,934.88
短期借款	10,000.00	19,103.45	21,028.09
应付票据	11,069.87	16,519.26	1,678.31
应付账款	4,923.53	2,823.68	5,064.10
预收款项	10,295.93	2,828.24	1,372.88
应付职工薪酬	1,819.91	1,712.71	1,467.13
应交税费	1,038.56	834.71	1,688.38
应付利息	2,914.50	-	-
应付股利（应付利润）	-	-	3.28
其他应付款	6,189.25	2,377.93	1,040.66
流动负债合计	48,251.55	46,199.97	33,342.82
应付债券	53,438.40	-	-
其他非流动负债	773.65	646.15	757.15
非流动负债合计	54,212.05	646.15	757.15
负债合计	102,463.60	46,846.12	34,099.97
实收资本（股本）	85,155.34	47,308.52	39,592.80
资本公积	19,952.09	59,918.58	10,881.50
盈余公积	6,078.31	4,860.35	3,174.24
未分配利润	32,753.91	25,040.70	21,618.08

归属于母公司所有者权益合计	143,939.64	137,128.16	75,266.63
*少数股东权益	2,616.80	1,799.45	1,568.28
所有者权益合计	146,556.44	138,927.61	76,834.91
负债和所有者权益总计	249,020.04	185,773.72	110,934.88

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	213,255.36	216,719.70	232,376.86
减：营业成本	177,390.88	188,804.21	200,023.13
营业税金及附加	14.04	25.44	2,487.64
销售费用	9,524.74	8,554.84	9,305.81
管理费用	11,161.78	9,439.99	10,958.01
财务费用	1,362.88	820.27	642.19
资产减值损失	201.12	-278.57	511.67
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-39.70	-	-20.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	13,560.22	9,353.52	8,428.40
加：营业外收入	1,999.95	820.84	705.06
减：营业外支出	616.66	105.57	77.73
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	14,943.50	10,068.79	9,055.74
减：所得税费用	1,276.53	923.98	2,473.75
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	13,666.97	9,144.81	6,581.98
减：* 少数股东损益	4.96	231.17	262.56
五、归属于母公司所有者的净利润	13,662.01	8,913.64	6,319.42

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
销售商品、提供劳务收到的现金	217,100.70	221,318.08	225,695.78
收到的税费返还	700.00	1.00	200.00
收到其他与经营活动有关的现金	6,175.46	2,370.61	455.14
经营活动现金流入小计	223,976.16	223,689.68	226,350.92
购买商品、接受劳务支付的现金	178,519.90	168,164.62	206,385.09
支付给职工以及为职工支付的现金	14,122.34	12,331.54	10,793.41
支付的各项税费	2,071.21	3,057.06	4,894.58
支付其他与经营活动有关的现金	11,828.28	9,203.77	8,095.66
经营活动现金流出小计	206,541.73	192,756.99	230,168.74
经营活动产生的现金流量净额	17,434.43	30,932.69	-3,817.82
收回投资收到的现金	-	-	420.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	26.96	44.75	18.22
投资活动现金流入小计	26.96	44.75	438.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	36,970.87	22,834.52	8,070.88
投资支付的现金	6,800.00	-	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	172.18	-	-
投资活动现金流出小计	43,943.05	22,834.52	8,070.88
投资活动产生的现金流量净额	-43,916.09	-22,789.77	-7,632.66
吸收投资收到的现金	-	57,180.64	-
取得借款收到的现金	10,000.00	35,072.03	31,889.27
发行债券收到的现金	53,438.40	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	1,944.09	578.38	-
筹资活动现金流入小计	65,382.49	92,831.05	31,889.27
偿还债务支付的现金	19,103.45	36,996.67	13,861.18
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,504.26	4,878.79	2,369.35
支付其他与筹资活动有关的现金	-	4,380.61	578.38
筹资活动现金流出小计	24,607.71	46,256.07	16,808.91
筹资活动产生的现金流量净额	40,774.78	46,574.98	15,080.36
现金及现金等价物净增加额	14,293.12	54,717.90	3,629.88

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	13,666.97	9,144.81	6,581.98
加：资产减值准备	201.12	-278.57	511.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,766.61	3,477.79	3,013.29
无形资产摊销	134.79	96.60	81.71
长期待摊费用摊销	320.22	186.49	180.25
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	261.40	-65.34	46.54
财务费用	3,654.69	1,070.59	846.55
投资损失	39.70		20.00
递延所得税资产减少	-697.02	-1,020.65	-141.73
存货的减少	-709.99	4,113.19	-12,025.91
经营性应收项目的减少	-8,919.46	-68.04	-11,358.00
经营性应付项目的增加	5,715.41	14,275.81	8,425.83
经营活动产生的现金流量净额	17,434.43	30,932.69	-3,817.82
现金的期末余额	94,862.98	80,569.86	25,851.95
减：现金的期初余额	80,569.86	25,851.95	22,222.08
现金及现金等价物净增加额	14,293.12	54,717.90	3,629.88

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	有息负债	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。