

安徽省司尔特肥业股份有限公司

2014 年公司债券（第一期）2015  
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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

## 安徽省司尔特肥业股份有限公司

### 2014 年公司债券（第一期）2015 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【6】号 01

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日期: 2019 年  
10 月 22 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 到期一次还本

分析师

姓名:  
程炎弟 臧晓娜

电话:  
021-51035670

邮箱:  
chengyd@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

|            | 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       | 2015 年 02 月 12 日 | 2014 年 10 月 13 日 |

#### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“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”）及其 2014 年 10 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 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公司收入保持增长，盈利水平小幅提升、产品产销率维持在较高的水平、产能利用率较上年有所提升、销售网络稳定，同时我们也关注到了复合肥行业竞争较激烈，原材料价格波动风险、公司产能消化压力等风险因素。

#### 正面:

- 公司收入保持增长，盈利水平小幅提升。2014 年公司实现营业收入 23.78 亿元，较上年增长 6.95%，实现利润总额 1.70 亿元，较上年增长 29.20%。
- 公司产品产销率维持在较高的水平。2014 年公司氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵（不含自用）产销率分别为 91%、102.38%和 82.36%，维持在较高的水平。
- 公司产能利用率较上年有所提高。2014 年公司氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵产能利用率分别为 69.46%、94.40%和 115.31%，均较上年有所提高。
- 公司销售网络较稳定。公司以华东地区为核心向周边地区辐射，形成了较稳定的销售网络，2014 年销售收入中的 74.14%来自于华东地区。

### 关注：

- **复合肥行业竞争较激烈。**复合肥企业众多，整体产能利用率不高，大型复合肥企业纷纷扩大产能，新建复合肥生产线，行业竞争激烈。
- **原材料价格波动风险。**跟踪期内，主要原材料尿素等先跌后涨，存在一定的波动性，增加了公司成本控制难度。
- **新增产能消化压力。**2013年公司新增的29万吨氯基复合肥产能尚未完全消化、同时公司拟建90万吨/年的新型复合肥项目，未来产能将扩张明显，面临一定的产能消化压力。
- **项目建设带来的融资压力。**随着公司产业链的延伸，马尾山硫铁矿项目建设的推进，复合肥生产线建设的需求，公司存在一定的融资压力。
- **负债水平上升较快。**2014年末，公司负债总额为16.13亿元，较上年增长57.52%，资产负债率上升至47.42%，资产负债水平上升较快，偿债压力有所增加。

### 主要财务指标：

| 项目            | 2014年      | 2013年      | 2012年      |
|---------------|------------|------------|------------|
| 总资产（万元）       | 337,941.63 | 267,606.19 | 218,632.50 |
| 所有者权益合计（万元）   | 176,675.84 | 165,228.99 | 157,028.69 |
| 有息债务（万元）      | 118,767.00 | 64,650.00  | 32,000.00  |
| 资产负债率         | 47.72%     | 38.26%     | 28.18%     |
| 流动比率          | 1.67       | 1.52       | 2.15       |
| 速动比率          | 1.06       | 1.13       | 1.49       |
| 营业总收入（万元）     | 237,836.21 | 222,386.46 | 185,498.31 |
| 营业利润（万元）      | 14,787.37  | 10,201.65  | 18,517.30  |
| 利润总额（万元）      | 16,992.58  | 13,152.04  | 20,202.11  |
| 综合毛利率         | 17.31%     | 15.56%     | 18.30%     |
| 总资产回报率        | 7.14%      | 6.65%      | 10.34%     |
| EBITDA（万元）    | 30,975.38  | 23,203.45  | 25,433.97  |
| EBITDA 利息保障倍数 | 6.70       | 7.70       | 16.73      |
| 经营活动现金流净额（万元） | 3,184.03   | 1,613.13   | 9,350.33   |

注：本报告在计算总资产回报率、EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数时未考虑票据贴现利息，下同。  
 资料来源：公司 2012-2014 年审计报告、鹏元整理

## 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“证监许可【2014】820”号文核准，公司公开发行不超过6亿元公司债券，采用分期发行方式，本期债券于2014年10月22日发行，发行规模为3亿元，票面利率为6.5%，扣除发行费用之后的净募集资金2.976亿元。

本期债券的起息日为2014年10月22日，采用单利按年计息，到期一次还本。本期债券的票面利率在存续期限的前3年内固定不变，附公司在本期债券存续期的第3年末上调后2年票面利率选择权，在公司做出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择将其持有的本期债券全部或部分回售给公司。跟踪期内，本期债券尚未发生本息兑付情况。

本期债券的募集资金用于偿还银行贷款，补充公司流动资金。截至2015年01月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

公司控股股东为安徽省宁国市农业生产资料有限公司（以下简称“宁国农资”）、实际控制人为金国清，公司注册资本为29,600万元。跟踪期内，公司控股股东、实际控制人和注册资本均未发生变更。

公司控股股东宁国农资于2014年11月6日至11月7日期间减持公司股份1,450万股，占公司总股本的4.90%；实际控制人金国清于2014年11月7日减持公司股份400万股，占公司总股本的1.35%。截至2014年12月31日，公司前三大股东及持股情况见下表。

**表1 截至2014年12月31日，公司前三大股东及持股情况**

| 项目                               | 持股数量<br>(股)        | 占总股本<br>比例    | 持股比例同<br>期变动情况 |
|----------------------------------|--------------------|---------------|----------------|
| 安徽省宁国市农业生产资料有限公司                 | 125,200,000        | 42.30%        | -4.90%         |
| 金国清                              | 12,280,000         | 4.15%         | -1.35%         |
| 新华人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-018L-FH002深 | 6,420,000          | 2.17%         | -1.21%         |
| <b>合计</b>                        | <b>143,900,000</b> | <b>48.62%</b> | <b>-7.46%</b>  |

资料来源：wind 资讯

截至2014年12月31日，纳入公司合并范围内的子公司为1家，跟踪期内公司合并报表范围变化情况见下表。

**表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

| 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况  |      |       |  |   |
|------------------------|------|-------|--|---|
| 子公司名称                  | 持股比例 | 注册资本  | 主营业务   | 合并方式  |
| 上海司尔特电子商务有限公司          | 100% | 5,000 | 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、金融业务）。          | 新设  |
| 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况 |      |       |  |   |
| 子公司名称                  | 持股比例 | 注册资本  | 主营业务   | 不再纳入合并报表的原因   |
| 安徽省司尔特农业科技发展有限公司       | 100% | 5,000 | 农业科技领域内的技术开发、技术推广、技术转让、技术咨询、技术服务；化肥、农地膜、农机具、化工原料及产品（除危险品）的销售（以上凡涉及许可的项目均凭许可证经营）。 | 鉴于公司的战略安排，该公司有关业务已纳入公司相关部门操作，为进一步整合公司现有资源、提高管理效率，故决定注销合肥公司。 |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年度公司利润分配预案为：以截至2014年12月31日公司总股本29,600万股为基数，以未分配利润向全体股东每10股派发现金股利人民币1.00元（含税）；同时，以资本公积金向全体股东每10股转增10股。

2015年1月21日，公司董事会会议审议通过了关于非公开发行股票的相关议案。公司拟通过非公开发行股份数量不超过7,500万股（含7,500万股），扣除发行费用后的募集资金净额不超过102,753万元的资金进行以下两个项目的建设：（1）年产90万吨新型复合肥项目，投资总额82,184万元；（2）司尔特“O2O”农资电商服务平台建设项目，投资总额20,569万元。本次非公开发行股票方案尚需经公司股东大会审议批准和中国证监会的核准，能否取得相关的批准或核准，以及最终取得批准和核准的时间存在不确定性。

截至2014年12月31日，公司资产总额为33.79亿元，归属于母公司的所有者权益为17.67亿元，资产负债率为47.72%；2014年度，公司实现营业收入23.78亿元，利润总额1.70亿元，经营活动现金流净额3,184.03万元。

### 三、运营环境

#### 跟踪期内，复合肥行业竞争较激烈，新型复合肥产能扩张明显

近年来，化肥行业产能过剩，市场需求下降，行业利润偏低，市场竞争加剧。据中国有机农业网显示，2014年我国化肥总产能已达到13,167万吨，化肥产量达到8,011.73万

吨，而我国化肥需求量仅为 6,610 万吨，产能过剩较严重。复合肥作为效果好、污染小的肥料，在我国施用量逐年提升，行业成长空间依然较大。但我国复合肥企业众多，目前，全国复合肥企业约 3,500 家，行业产能 2 亿吨，实际产销量 5,000 万吨至 6,000 万吨，开工率不足 30%。2014 年，复合肥行业竞争依旧激烈，在行业整体景气不高的情况下，规模小、环保不达标的企业在竞争中被淘汰；同时，国内大型复合肥企业从生产走向服务，并把服务落地，测土配方施肥、科学施肥、金融服务等贯穿整个产业链条，竞争力逐步提升，行业整合力度加大。

随着土地流转的推进、农业大户的增加，农业生产者对复合肥需求的开始逐渐升级，中低端复合肥增速放缓，以控释肥、硝基肥、水溶肥等新型复合肥市场增长。新型复合肥产能快速扩张，国内大型复合肥企业纷纷扩大产能，建设新型复合肥生产线，预计 2015-2016 年将迎来新型复合肥产能集中释放期，行业竞争将更加激烈。

**表3 截至 2014 年底，国内主要大型复合肥企业主要在建、拟建新型复合肥产能情况**

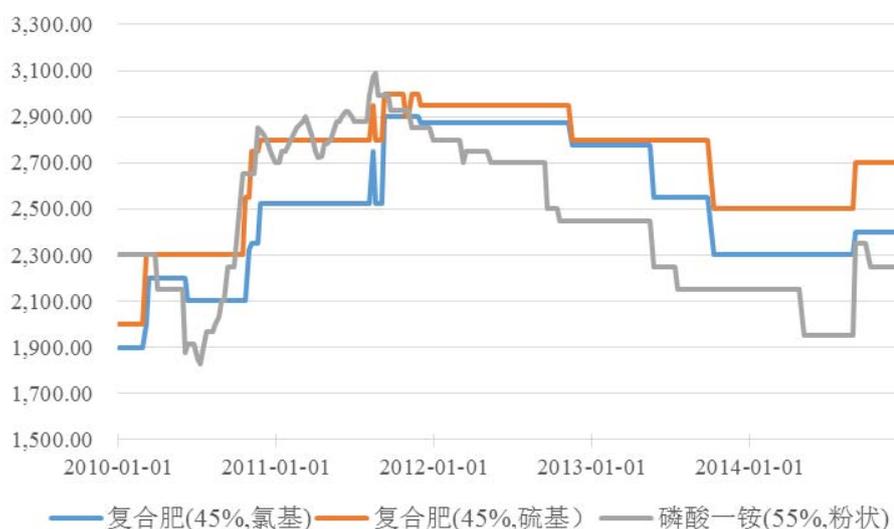
| 企业名称            | 在建、拟建项目  |
|-----------------|--|
| 山东金正大生态工程股份有限公司 | 于 2014 年 5 月建设年产 60 万吨/年硝基复合肥及 40 万吨/年水溶性肥料工程项目。         |
| 湖北新洋丰肥业股份有限公司   | 拟非公开发行股票募集资金用于投建 120 万吨/年新型复合肥项目和 60 万吨/年硝基复合肥项目。        |
| 史丹利化肥股份有限公司     | 拟在江西丰城建设 60 万吨/年新型复合肥项目。                                 |
| 成都市新都化工股份有限公司   | 于 2014 年建设了河南宁陵 80 万吨/年新型复合肥项目、山东平原 100 万吨/年新型复合肥项目一期项目。 |
| 安徽省司尔特肥业股份有限公司  | 拟非公开发行股票募集资金建设 90 万吨/年新型复合肥项目。                           |

资料来源：上市公司公开披露信息、鹏元整理

#### 跟踪期内，复合肥、磷酸一铵价格止跌回升，行业景气度有所回暖

2014 年上半年复合肥行业继续表现低迷，复合肥价格于低位徘徊，随着复合肥消费旺季的来临，需求的增加，同时，在尿素等单质肥及磷酸一铵等出口关税的下降、国外需求的增加下，复合肥经销商备货热情提高，复合肥价格从 9 月份起底部回升，行业景气度有所回暖。

图1 2010-2014年国内复合肥、磷酸一铵市场价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯、鹏元整理

2014 年磷酸一铵价格先跌后涨，1-5 月份，磷酸一铵价格延续 2013 年的跌势，行业开工率降至 40% 以下，供给较上年有所减少。6 月份磷酸一铵国内磷肥市场需求增加，价格开始止跌企稳。同时，巴西、阿根廷等拉美国家需求开始复苏，加之 2014 年我国磷肥出口关税较上年有所下降，因此我国磷酸一铵出口量较 2013 年同比上涨 195.87%，带动价格出现较大幅度的反弹。2014 年 12 月 18 日，国务院颁布了《2015 年关税实施方案》，对氮肥、磷肥实施全年统一的出口关税税率，出口关税进一步下降。预计 2015 年磷酸一铵出口将进一步增加，将有利于缓解国内产能过剩情况，市场价格的回升。

表4 近年来，磷酸一铵出口关税的变化情况

| 品种   | 阶段 | 2015 年  | 2014 年     | 2013 年   |
|------|----|---------|------------|--|
| 磷酸一铵 | 淡季 | 100 元/吨 | 50 元/吨     | 当出口价格不高于基准价格时，5%；当出口价格高于基准价格时，税率=（1.05-基准价格/出口价格）*100%；（基准价格 3200 元/吨） |
|      | 旺季 | 100 元/吨 | 15%+50 元/吨 | 当出口价格不高于基准价格时，80%，当出口价格高于基准价格时，税率=（1.8-基准价格/出口价格）*100%；（基准价格 3200 元/吨） |

资料来源：中国化肥网、《2015年关税实施方案》、鹏元整理

**跟踪期内，复合肥主要基础原材料价格的波动，对复合肥企业生产经营形成一定的影响**

生产复合肥的主要基础原材料包括硫铁矿、硫磺、磷矿石、合成氨以及氯化钾（钾肥）、尿素等。原材料成本占生产成本的比重接近90%，原材料价格波动对复合肥产品的价格、企业生产经营等影响较大。从整个复合肥行业来看，氮、磷、钾原材料价格的下跌，虽然

会使公司生产成本下降，但是原材料价格下跌也会使得复合肥产品价格的下跌，复合肥产品的下跌将导致经销商的谨慎采购心态，旺季不旺，从而导致市场的需求趋于平稳；而且在原材料价格下跌的过程中复合肥的原材料以及成品库存都存在一定的风险。

原材料中的合成氨、尿素由于产能严重过剩，以及主要原材料的煤炭价格下跌，2014年上半年，呈下跌态势，尿素价格跌至十多年来新低，之后在国内秋季用肥旺季、尿素关税较上年有所下降的推动下，尿素需求增加，价格从底部小幅反弹，但11月开始有所回调，整体在低位波动。2015年尿素旺季出口关税将进一步下调，预期出口将增加，从而对尿素价格形成一定的支撑，但是单质肥使用量的下降，产能的过剩将抑制其上涨程度。

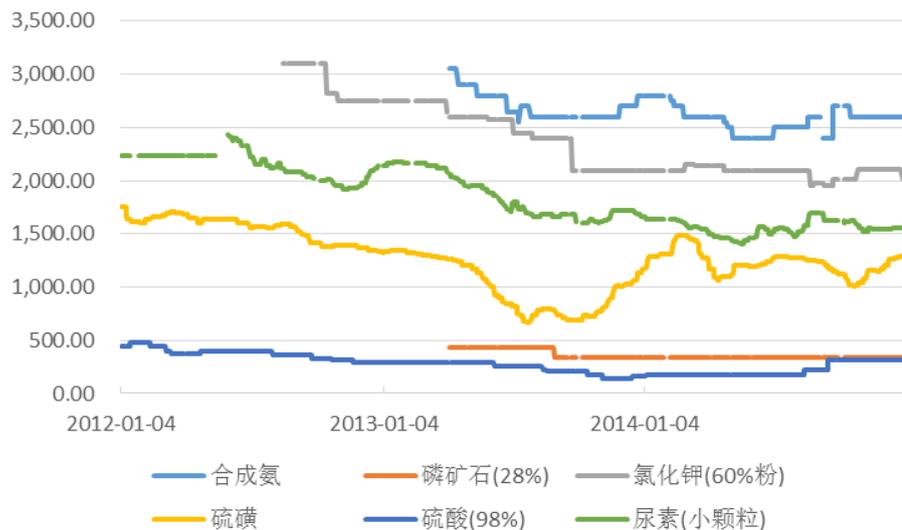
表5 近年来，尿素出口关税的变化情况

| 品种 | 阶段 | 2015年 | 2014年     | 2013年   |
|----|----|-------|-----------|---|
| 尿素 | 淡季 | 80元/吨 | 40元/吨     | 出口基准价格为2260元/吨，当出口价格不高于基准价格时，税率2%；当出口价格高于基准价格时，税率为(1.02-基准价格/出口价格)*100% |
|    | 旺季 | 80元/吨 | 15%+40元/吨 | 特别出口税率为75%  |

资料来源：中国化肥网、《2015年关税实施方案》、鹏元整理

2014年氯化钾价格在整体经济形势弱势盘整，氯化钾市场价格虽然有小幅波动，但总体较为平稳；硫磺主要从原油中回收，受原油价格影响大，2014年价格波动较大；磷矿石国内自给率较高，在2013年中期价格下跌后，2014年价格总体较稳定。

图2 2012-2014年复合肥主要原材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯、鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司主营复合肥的生产和销售，主要产品包括氯基、硫基复合肥和作为复合肥中间原材料之一的磷酸一铵，磷酸一铵在满足自用的基础上对外销售。近年来公司业务较为稳定，营业收入保持增长。2014年公司实现营业收入23.78亿元，较上年增长6.95%，主要是磷酸一铵销售收入的增长，2014年磷酸一铵销售额占总收入的比重为39.14%，成为公司第一大收入来源。2014年公司综合毛利率为17.31%，较上年小幅上升，主要是磷酸一铵毛利率的提升。公司其他副产品主要为红粉、盐酸等，跟踪期内因红粉价格下降较快，使得副产品毛利率及收入下降较多。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

| 项目        | 2014年             |               | 2013年             |               |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|           | 收入                | 毛利率           | 收入                | 毛利率           |
| 氯基复合肥     | 88,274.94         | 14.84%        | 88,819.95         | 15.61%        |
| 硫基复合肥     | 44,781.28         | 22.82%        | 39,839.92         | 21.50%        |
| 磷酸一铵      | 93,084.70         | 17.47%        | 77,140.43         | 11.67%        |
| 其他副产品     | 10,834.36         | 8.27%         | 15,608.24         | 15.45%        |
| 尿素贸易      | -                 | -             | 0.02              | 16.42%        |
| 子公司复合肥贸易  | -                 | -             | 81.99             | 10.84%        |
| 其他业务收入    | 860.93            | 81.37%        | 895.91            | 83.24%        |
| <b>合计</b> | <b>237,836.21</b> | <b>17.31%</b> | <b>222,386.46</b> | <b>15.56%</b> |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 跟踪期内，公司产品产量较上年有所增加，产能利用率均有所提高

截至2014年末，公司拥有氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的产能分别为72万吨、20万吨和55万吨。跟踪期内，随着产能的逐步释放，公司各产品产量、产能利用率较上年均有所提高，氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的产能利用率分别为69.46%、94.40%和115.31%，其中硫基复合肥、磷酸一铵产能利用率维持在较高的水平。

公司相对于其他大部分复合肥企业的不同之处主要是公司依托当地丰富的硫铁矿资源，形成了硫铁矿制酸至最终产品更为完整的产业链，具有规模生产上游主要原材料磷酸一铵的优势，由于产业链相对较长，在磷酸一铵需求增加，价格上涨情况下，磷酸一铵毛利率一定程度上能增厚公司的综合毛利率，提高公司产品的核心竞争力。2014年磷酸一铵出口关税下降，国外需求增加，价格回升较快，因此公司加大了磷酸一铵的生产，同时由于氯基复合肥产品市场竞争激烈，毛利率较低，公司适当控制了氯基复合肥的生产量，从而增加毛利率较高的磷酸一铵对外销售量，因此公司氯基复合肥的产能利用率虽有所提

高，但相对较低。公司氯基复合肥属于传统复合肥品种，竞争激烈，短期内市场需求难以大幅增长，因此目前72万吨产能能否被市场很好的消化存在一定的不确定性。

**表7 公司主要产品的产能、产量和产能利用率情况**

| 产品名称  | 项目     | 2014年   | 2013年   |
|-------|--------|---------|---------|
| 氯基复合肥 | 产能（万吨） | 72.00   | 72.00   |
|       | 产量（万吨） | 50.01   | 42.95   |
|       | 产能利用率  | 69.46%  | 59.65%  |
| 硫基复合肥 | 产能（万吨） | 20.00   | 20.00   |
|       | 产量（万吨） | 18.88   | 17.44   |
|       | 产能利用率  | 94.40%  | 87.20%  |
| 磷酸一铵  | 产能（万吨） | 55.00   | 55.00   |
|       | 产量（万吨） | 63.42   | 56.40   |
|       | 产能利用率  | 115.31% | 102.55% |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司原材料采购价格整体有所下降，原材料供应商较稳定；但原材料储备增长较多，虽然主要原材料价格处于较低的水平，但仍存在一定的波动性，对公司成本控制方面形成影响

公司生产所需原材料主要包括硫铁矿、磷矿石、尿素、氯化钾、合成氨等，原材料占生产成本的比重接近 90%，原材料价格波动对公司生产经营影响较大。跟踪期内，公司主要原材料在经过前期持续下跌后，在低位波动。尿素、合成氨价格先跌后涨；在整体经济形势弱势盘整环境下，氯化钾、磷矿石、硫铁矿市场价格虽然有小幅波动，但总体较为平稳。公司主要采取以销定采的经营模式，通过预付部分货款的方式提前锁定采购成本。整体来看，公司主要原材料平均采购价格较上年有所下降。同时，基于公司未来战略发展及对原材料价格走势的判断，公司增加了磷矿石等原材料的储备，2014 年末，公司存货金额为 7.68 亿元，较上年增长 94.53%，存货中的原材料为 5.07 亿元，较上年增长 173.09%。虽然主要原材料价格处于较低的位置，但目前国内外经济整体较弱，行业复苏存在一定的不确定性，原材料价格走势仍存在一定的波动性，将对公司成本控制、盈利形成一定的影响。

**表8 公司主要原材料采购情况**

|     | 项目        | 2014年     | 2013年     |
|-----|-----------|-----------|-----------|
| 磷矿石 | 数量（吨）     | 1,790,657 | 1,003,392 |
|     | 金额（万元）    | 85,969.90 | 56,034.58 |
|     | 平均单价（元/吨） | 480.1     | 558.45    |
|     | 占采购比重     | 40.01%    | 30.61%    |
| 硫铁矿 | 数量（吨）     | 406,610   | 484,994   |
|     | 金额（万元）    | 16,388.92 | 20,617.9  |
|     | 平均单价（元/吨） | 403.06    | 425.12    |

|     |           |           |           |
|-----|-----------|-----------|-----------|
|     | 占采购比重     | 7.63%     | 11.26%    |
| 氯化钾 | 数量（吨）     | 163,812   | 121,430   |
|     | 金额（万元）    | 30,493.78 | 24,044.73 |
|     | 平均单价（元/吨） | 1,861.51  | 1,980.13  |
|     | 占采购比重     | 14.19%    | 13.13%    |
| 合成氨 | 数量（吨）     | 105,535   | 98,613    |
|     | 金额（万元）    | 27,799.80 | 28,627.34 |
|     | 平均单价（元/吨） | 2,634.18  | 2,903.00  |
|     | 占采购比重     | 12.94%    | 15.64%    |

资料来源：公司提供

2014年，公司磷矿石、硫铁矿、氯化钾、合成氨采购占总采购额的比重分别为40.01%、7.63%、14.19%、12.94%。公司与主要原材料供应商建立了长期合作关系，跟踪期内，公司原材料供应商较稳定。总体来看，公司原材料采购对单个供应商的依赖程度不高。

表9 2013-2014年公司前五大供应商情况（单位：万元）

| 年度    | 序号 | 前五大供应商            | 采购金额      | 采购比例   | 采购类别 |
|-------|----|-------------------|-----------|--------|------|
| 2014年 | 1  | 贵州路发钰峰贸易有限公司      | 25,482.85 | 11.86% | 磷矿石  |
|       | 2  | 格尔木藏格钾肥股份有限公司     | 25,238.92 | 11.74% | 氯化钾  |
|       | 3  | 贵州路发实业有限公司        | 16,985.63 | 7.91%  | 磷矿石  |
|       | 4  | 贵州开磷有限责任公司        | 11,879.79 | 5.53%  | 磷矿石  |
|       | 5  | 铜陵有色金属集团股份有限公司    | 6,065.95  | 2.82%  | 硫酸   |
|       |    | 合计                | 85,653.14 | 39.87% |      |
| 2013年 | 1  | 格尔木藏格农业生产资料有限责任公司 | 21,062.91 | 11.50% | 氯化钾  |
|       | 2  | 贵州路发实业有限公司        | 16,282.66 | 8.89%  | 磷矿石  |
|       | 3  | 贵州路发钰峰贸易有限公司      | 8,146.13  | 4.45%  | 磷矿石  |
|       | 4  | 神农架绿谷水电发展有限公司     | 7,587.35  | 4.14%  | 磷矿石  |
|       | 5  | 贵州鑫新企业集团营销有限公司    | 6,031.72  | 3.29%  | 磷矿石  |
|       |    | 合计                | 59,110.77 | 32.27% |      |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司积极扩张市场，销售网络较稳定；产品产销率维持在较高的水平，销售收入保持增长

公司销售网络以安徽为核心，向江西、湖南、湖北等省市辐射，销售市场覆盖全国27个省市1,500多个县市。公司销售收入主要来自华东地区，安徽、江西等是公司传统优势市场。安徽省内大型复合肥企业较少，以小型复合肥企业为主，公司以其品牌、规模和资金优势，占据了较大份额的市场。2014年，公司在华东地区、华中地区、华北地区和东北地区的销售收入占比分别为74.14%、5.69%、3.77%和13.36%，其中东北地区销售收入占比较上年增加8.15个百分点，主要是公司加大了东北市场的开拓。

公司产品销售价格一般随行就市，受原材料价格及市场供需情况影响而呈现一定的波动。2014年上半年复合肥行业继续表现低迷，复合肥价格于低位徘徊，随着复合肥消费

旺季的来临，需求的增加，同时，在尿素等单质肥及磷酸一铵等出口关税的下降、国外需求的增加下，复合肥经销商备货热情提高，复合肥价格从9月份开始底部回升，行业景气度有所回暖。但总体而言，2014年公司氯基复合肥、硫基复合肥平均销售价格较上年均有所下降。磷酸一铵在2014年内先跌后涨，下半年在供给有所减少，出口关税下降，国外需求增加下，价格回升较快，因此2014年公司磷酸一铵销量、平均价格较上年小幅增长。

复合肥属于基础农业生产资料，市场需求较为稳定，2014年公司各产品的产销量继续保持增长，产销率维持在较高的水平。2014年公司氯基复合肥、硫基复合肥和磷酸一铵的产销率分别为91%、102.38%和82.36%（除去自用部分）。其中，氯基复合肥由于市场竞争激烈，产销率较上年小幅减少；磷酸一铵对外销售量较上年增长17.36%、销售收入较上年增长20.67%，成为公司营业收入增长的主要来源。

**表10 公司主要产品销售情况**

| 产品名称  | 项目        | 2014年    | 2013年    |
|-------|-----------|----------|----------|
| 氯基复合肥 | 销量（万吨）    | 45.51    | 40.82    |
|       | 平均价格（元/吨） | 1,939.68 | 2,175.89 |
|       | 产销率       | 91.00%   | 95.04%   |
| 硫基复合肥 | 销量（万吨）    | 19.33    | 16.71    |
|       | 平均价格（元/吨） | 2,316.67 | 2,384.19 |
|       | 产销率       | 102.38%  | 95.81%   |
| 磷酸一铵  | 自用（万吨）    | 18.28    | 14.80    |
|       | 外销（万吨）    | 45.30    | 38.60    |
|       | 平均价格（元/吨） | 2,054.85 | 1,998.46 |
|       | 产销率（不含自用） | 82.36%   | 70.18%   |

资料来源：公司提供

公司复合肥产品销售以经销商为主，占复合肥产品销售收入的70%以上。在重点销售区域，一般以农业县为单位，开发县级经销商，复合肥客户较分散。公司销售一般采用款到发货方式，对经销时间长、信誉好、资金实力强、业务发展快的经销商给予一定的信用期限。公司磷酸一铵直接销售给复合肥生产企业，客户集中度较复合肥产品高，2014年公司前五大客户采购的均为磷酸一铵，前五大客户集中都较上年有所增加，但仍处于较低的水平。

**表11 2013-2014年公司前五大客户情况（单位：万元）**

| 年度    | 序号 | 前五大客户          | 销售金额      | 销售比例  | 主要销售产品 |
|-------|----|----------------|-----------|-------|--------|
| 2014年 | 1  | 绥芬河市龙生经贸有限责任公司 | 15,608.05 | 6.56% | 磷酸一铵   |
|       | 2  | 黑龙江倍丰国际贸易有限公司  | 13,059.96 | 5.49% | 磷酸一铵   |
|       | 3  | 高淳县苏农农资连锁有限公司  | 9,743.80  | 4.10% | 磷酸一铵   |

|              |           |                |                  |               |       |
|--------------|-----------|----------------|------------------|---------------|-------|
|              | 4         | 山东倍丰化肥销售有限公司   | 7,054.40         | 2.97%         | 磷酸一铵  |
|              | 5         | 南京恒康肥业有限公司     | 4,644.88         | 1.95%         | 磷酸一铵  |
|              | <b>合计</b> |                | <b>50,111.09</b> | <b>21.07%</b> |       |
| <b>2013年</b> | 1         | 高淳县苏农农资连锁有限公司  | 9,789.31         | 4.41%         | 磷酸一铵  |
|              | 2         | 绥芬河市龙生经贸有限责任公司 | 8,739.85         | 3.93%         | 磷酸一铵  |
|              | 3         | 安徽省海港化肥有限公司    | 5,183.56         | 2.33%         | 磷酸一铵  |
|              | 4         | 马鞍山市信盛实业有限公司   | 5,031.04         | 2.26%         | 副产品铁粉 |
|              | 5         | 南京恒康肥业有限公司     | 4,986.61         | 2.24%         | 磷酸一铵  |
|              | <b>合计</b> |                | <b>33,730.37</b> | <b>15.17%</b> |       |

资料来源：公司提供

#### 跟踪期内，公司积极扩张产能，向上延伸产业链，以降低原材料的外部依赖性

因目前公司磷酸一铵产能利用率超过100%，公司已于2014年末开始建设总投资为9,199.98万元的20万吨/年粉状磷酸一铵生产线及配套磷酸线，预计将于2015年3月投产，目前磷酸一铵供销情况较好，磷酸一铵生产线的建设将有助于缓解目前公司磷酸一铵产能有所不足的情况。但由于磷酸一铵需求及价格受国内外市场环境景气度影响较大，存在一定的波动性，公司新增产能部分能否达到预期的效益存在一定的不确定。

近年来，为降低原材料价格对公司生产经营的影响，公司积极向上延伸产业链，充分利用公司周边丰富的硫铁矿资源，跟踪期内，公司年产38万吨马鞍山硫铁矿采选工程项目开始建设，预计将于2015年5、6月份投产，硫铁矿将全部自用，铅、锌、铜等金属将对外销售，公司关于投资建设年产38万吨硫铁矿采选工程项目的公告中披露，项目建成后预计新增年销售收入1.5亿元。

**表12 截至2014年底，公司主要在建项目情况（单位：万元）**

| 项目名称                  | 预计总投资额        | 已投资比例    | 尚需投资额         |
|-----------------------|---------------|----------|---------------|
| 16万吨氯基缓释复合肥技改项目       | 5,000         | 0.76%    | 4,962.00      |
| 硫酸钾生产线                | 5,000         | 16.21%   | 4,189.5       |
| 20万吨/年粉状磷酸一铵生产线及配套磷酸线 | 9,199.98      | 7.23%    | 8,534.82      |
| 马鞍山硫铁矿项目              | 16,000        | 49.47%   | 8,084.80      |
| <b>合计</b>             | <b>35,200</b> | <b>-</b> | <b>25,771</b> |

资料来源：公司提供

#### 跟踪期内，公司大力推广测土配方施肥，加大研发投入，提升公司技术能力

公司是科技部认定的省级高新技术企业，拥有国家级农化服务中心、省级企业技术中心、棉花专用新型肥料省级工程技术中心，并与国内多所大学等建立了合作关系。公司被国家农业部认定为全国配方肥定点生产企业，被安徽省农委推荐为首批安徽省配方肥料生产企业。跟踪期内，公司继续推广测土配方施肥，加大农化服务力度，利用测土配方积累的数据信息、经验优势，大力推进渠道下沉，逐步扩大家庭农场、种粮大户、专业合作社

施用测土配方肥的比重，以增加公司产品市场竞争力。在研发投入方面也逐渐增加，2014年公司在研发方面的投入为7,848万元，占营业收入的比重为3.30%，拥有技术人员560人，较上年均有所增长。截至2014年末，公司拥有48项专利技术，研发能力逐步增强。

**表13 公司研发投入占营业收入的比重情况**

| 项目          | 2014年 | 2013年 |
|-------------|-------|-------|
| 研发投入金额（万元）  | 7,848 | 6,311 |
| 研发投入占营业收入比例 | 3.30% | 2.84% |
| 技术人员（人）     | 560   | 429   |

资料来源：2013-2014年公司年报

**公司拟非公开发行股票募集资金新建复合肥产能和农资电商平台，届时公司产能将大幅提高，但也将面临一定的产能消化压力**

2015年1月21日，公司董事会会议审议通过了关于非公开发行股票的相关议案。公司拟通过非公开发行股份数量不超过7,500万股（含7,500万股），扣除发行费用后的募集资金净额不超过102,753万元的资金进行以下两个项目的建设：（1）年产90万吨新型复合肥项目，投资总额82,184万元；（2）司尔特“O2O”农资电商服务平台建设项目，投资总额20,569万元。

年产90万吨新型复合肥项目具体建设规模及内容为：60万吨/年融料高塔造粒硝基复合肥装置和20万吨/年氨酸法转鼓造粒氯基复合肥装置（2×10万吨/年双系列复合肥装置）以及10万吨/年水溶肥装置。新型复合肥能够调节土壤结构、作物的生长机制，同时肥效更好，越来越受到用户的欢迎，发展前景较好。公司该项目建设地址为位于安徽省和河南省临近的亳州市，希望利用其较为便利的交通运输条件和公司已积累的市场优势，逐步扩张周边身份市场。但公司此次拟建设的产能规模较大，建成后公司复合肥产能将翻倍，复合肥需求短期内难以大幅增加；同时，国内各大复合肥企业目前都处于新型复合肥产能快速扩张期，预期2015-2016年行业将进入产能集中释放期，届时市场竞争也将加剧，公司将面临一定的产能消化压力及销售压力，同时，项目建设的增加也会为公司带来一定的资金压力。

公司拟建设的“O2O”农资电商服务平台，具体包括：（1）搭建司尔特农资线上平台。（2）建设10,080家村级农资电商线下服务站。在土地流转加速，农业经营主体发生变化，合作社和家庭农场将逐渐崛起的背景下，农资电商将成为未来农资销售的重要渠道和平台，未来随着公司线上线下的结合将提升公司销售渠道整体竞争力，在一定程度上有助于化解公司新增的产能。

另外，本次非公开发行股票方案尚需经公司股东大会审议批准和中国证监会的核准，

能否取得相关的批准或核准，以及最终取得批准和核准的时间也存在不确定性。

## 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众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年-2014年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，公司注销了全资子公司安徽省司尔特农业科技发展有限公司，同时，设立了全资子公司上海司尔特电子商务有限公司，纳入合并报表范围内。

### 资产结构与质量

#### 公司资产保持增长，存货增长较快，存在一定的跌价风险

公司资产规模保持增长，2014年末公司总资产为33.79亿元，较上年增长26.28%，主要是货币资金、存货等的增长所致。公司资产以流动资产为主，2014年末，流动资产比重为62.84%。

公司流动资产以货币资金、应收票据、预付款项和存货为主。2014年末，公司货币资金较上年增长88.96%，主要是公司新增票据结算原材料，存入承兑保证金所致。2014年末，货币资金中票据保证金为2.5亿元，资金使用受限。公司应收票据均为银行承兑票据，2014年末较上年增长18.31%，主要是票据结算的增加。化肥行业具有消费季节性、生产连续性、淡储旺销的特点，因此公司淡季时备货占用资金较多，年末存货及预付款项规模较大。2014年公司预付款项为6.48亿元，较上年增长15.20%。公司存货主要以产成品和原材料为主，2014年末，公司存货金额为7.68亿元，较上年增长94.53%，主要是原材料采购的增加所致，存货中的原材料为5.07亿元，较上年增长173.09%，占存货的比重为65.96%。公司存货增长较快，存货中的原材料属于大宗商品，变现较容易，流动性较好，但价格波动也较大，存在一定的跌价风险。

公司非流动资产以固定资产、在建工程 and 无形资产为主。固定资产主要为生产设备等。公司在建工程主要为马尾巴山硫铁矿项目及复合肥车间技改等工程的投入，2014年末，在建工程较上年增长84.12%，主要是马尾巴山硫铁矿项目的资金投入。公司无形资产主要是土地使用权和马尾巴山硫铁矿的采矿权，2014年末，采矿权的账面价值为5,686.68万元。

**表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

| 项目 | 2014年 | 2013年 |
|----|-------|-------|
|----|-------|-------|

|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 货币资金           | 35,000.85         | 10.36%         | 18,523.30         | 6.92%          |
| 应收票据           | 25,921.27         | 7.67%          | 21,910.22         | 8.19%          |
| 预付款项           | 64,810.66         | 19.18%         | 56,261.16         | 21.02%         |
| 存货             | 76,824.17         | 22.73%         | 39,493.02         | 14.76%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>212,359.10</b> | <b>62.84%</b>  | <b>151,066.40</b> | <b>56.45%</b>  |
| 固定资产           | 86,167.65         | 25.50%         | 91,381.72         | 34.15%         |
| 在建工程           | 11,474.58         | 3.40%          | 6,232.19          | 2.33%          |
| 无形资产           | 17,969.48         | 5.32%          | 18,260.78         | 6.82%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>125,582.53</b> | <b>37.16%</b>  | <b>116,539.79</b> | <b>43.55%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>337,941.63</b> | <b>100.00%</b> | <b>267,606.19</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

总体来看，公司资产规模保持增长，但存货增长较快，存在一定的跌价风险。

### 资产运营效率

#### 2014年公司存货周转率下降明显，整体资产运营效率较上年有所下降

公司产品销售主要以现款现货结算为主，赊销比例不大，2014年公司加大收款力度应收账款下降明显，但票据结算的增加，使得整体应收账款及票据周转效率较上年小幅下降。受原材料储备增加较多影响，公司存货规模增长较快，存货周转效率较上年下降明显。公司应付账款和应付票据主要为应付原材料款，2014年公司新增票据结算原材料，公司应付账款及票据周转天数较上年上升明显。2014年公司总资产周转天数为458.29天，较上年也有所上升，整体来看，公司运营效率较上年有所下降。

**表15 公司资产运营效率指标（单位：天）**

| 项目          | 2014年  | 2013年  |
|-------------|--------|--------|
| 应收账款及票据周转天数 | 41.12  | 32.08  |
| 存货周转天数      | 106.46 | 75.22  |
| 应付账款及票据周转天数 | 52.13  | 24.23  |
| 净营业周期       | 95.45  | 83.07  |
| 流动资产周转天数    | 275.05 | 224.16 |
| 固定资产周转天数    | 134.37 | 90.48  |
| 总资产周转天数     | 458.29 | 393.56 |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

### 盈利能力

公司营业收入保持增长，盈利水平小幅提升

跟踪期内，公司营业收入保持增长，2014年实现营业收入23.78亿元，较上年增长6.95%，主要是磷酸一铵销售收入的增长。公司综合毛利率较上年小幅提升，主要是磷酸一铵毛利率的提升，2014年公司磷酸一铵毛利为17.47%，较上年增加5.8个百分点。公司期间费用由销售费用、管理费用和财务费用构成，2014年公司期间费用率较上年有所增长，主要是借款增加，财务费用增长所致，随着本期债券的发行，公司期间费用率呈增长态势。

2014年公司营业外收入为2,237.72万元，主要为中小企业财政扶持基金、财政补贴资金、工业经济发展奖励等政府补助。由于国家对农业的政策支持力度较大，公司有望持续获得政府补助，但金额存在一定的不确定性。2014年公司实现利润总额1.70亿元，较上年增长29.20%、净利润1.44亿元，较上年增长29.09%，盈利水平较上年小幅提升。

**表16 公司主要盈利指标（单位：万元）**

| 项目     | 2014年      | 2013年      |
|--------|------------|------------|
| 营业收入   | 237,836.21 | 222,386.46 |
| 营业利润   | 14,787.37  | 10,201.65  |
| 营业外收入  | 2,237.72   | 2,992.05   |
| 利润总额   | 16,992.58  | 13,152.04  |
| 净利润    | 14,406.85  | 11,160.30  |
| 综合毛利率  | 17.31%     | 15.56%     |
| 期间费用率  | 11.06%     | 10.80%     |
| 总资产回报率 | 7.14%      | 6.65%      |

注：在计算总资产回报率时未考虑票据贴现利息。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

总体来看，公司营业收入保持增长，随着市场景气度有所回暖，主要产品毛利率的提升，公司盈利水平小幅增加。

## 现金流

**随着公司产业链的延伸、业务的扩张需求，公司投资活动现金流呈持续流出，存在一定的融资压力**

公司产品以现款现货结算为主，从经营中获得的现金（FFO）较为稳定，现金生成能力较强。2014年公司增加了原材料储备，存货增长较快，同时，公司加大了应收款的回收力度，公司经营性应收项目有所减少，公司经营活动现金净流入较上年小幅增加，2014年经营活动现金净流入3,184.03万元。

投资活动方面，随着公司产业链的延伸，马尾山硫铁矿项目建设的推进，复合肥生产线技改的需求，公司投资活动现金流呈持续流出状态。公司主要在建项目预计尚需投资

2.58 亿元。另外，公司拟通过非公开发行股票募集资金建设年产 90 万吨新型复合肥项目，司尔特“O2O”农资电商服务平台建设项目，两个项目预计总投资为 10.28 亿元，若非公开发行股票募集资金不能获批，公司将通过其他融资方式解决两个项目的建设资金，随着业务的扩张，公司仍存在一定的资金压力。

筹资活动方面，2013 年公司筹资活动现金流入主要来自银行借款和本期债券的发行，2014 年公司筹资活动现金净流入较上年有所减少，主要是公司偿还了 1.2 亿元的银行借款。随着公司的业务的发展，公司未来将有较强的外部融资需求。

**表17 公司现金流情况（单位：万元）**

| 项目                   | 2014 年            | 2013 年            |
|----------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润                  | 14,406.85         | 11,160.30         |
| 非付现费用                | 9,228.05          | 7,216.16          |
| 非经营损益                | 4,445.62          | 2,895.41          |
| <b>FFO</b>           | <b>28,080.52</b>  | <b>21,271.87</b>  |
| <b>营运资本变化</b>        | <b>-24,896.5</b>  | <b>-19,658.75</b> |
| 其中：存货减少（减：增加）        | -37,331.15        | -511.36           |
| 经营性应收项目的减少（减：增加）     | 5,733.11          | -10,987.27        |
| 经营性应付项目的增加（减：减少）     | 6,701.54          | -8,160.12         |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>3,184.03</b>   | <b>1,613.13</b>   |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-22,809.24</b> | <b>-25,900.15</b> |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>11,350.91</b>  | <b>26,999.26</b>  |
| 现金及现金等价物净增加额         | -8,274.30         | 2,712.23          |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

总体来看，随着公司产业链的延伸、业务的扩张需求，公司投资活动现金流呈持续流出，存在一定的资金压力。

### 资本结构与财务安全性

#### 公司资产负债率上升较快，偿债压力有所增加

跟踪期内，随着本期债券的发行，公司负债规模增长较快，2014 年末，公司负债总额为 16.13 亿元，较上年增长 57.52%。随着未分配利润的积累公司所有者权益也有所增加，但相对于负债的增速较慢，因此公司负债与所有者权益比率较上年上升较多，所有者权益对负债的覆盖程度下降。

**表18 公司资本结构情况（单位：万元）**

| 项目   | 2014 年     | 2013 年     |
|------|------------|------------|
| 负债总额 | 161,265.79 | 102,377.20 |

|            |            |            |
|------------|------------|------------|
| 所有者权益      | 176,675.84 | 165,228.99 |
| 负债与所有者权益比率 | 91.28%     | 61.96%     |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

跟踪期内，公司流动负债占比较上年有所下降，2014年末为78.97%。公司流动负债以短期借款、应付票据、应付账款和预收款项为主。公司短期借款均为信用借款，2014年末为5.4亿元。公司应付票据均为银行承兑汇票，2014年公司采购新增票据结算方式，年末应付票据为3.5亿元。公司应付账款主要为应付原材料款及工程款，2014年末应付账款下降较多主要是应付工程款的减少。公司预收款项为预收的经销商货款，2014年下半年市场有所回暖，经销商备货积极性提升，预收款方式销售增加，2014年末预收款项较上年增长45.97%。公司非流动负债主要为公司于2014年10月22日发行、规模为3亿元、期限为5年的本期债券。

**表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

| 项目             | 2014年             |                | 2013年             |                |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|                | 金额                | 占比             | 金额                | 占比             |
| 短期借款           | 54,000.00         | 33.49%         | 64,650.00         | 63.15%         |
| 应付票据           | 35,000.00         | 21.70%         |                   | 0.00%          |
| 应付账款           | 9,437.12          | 5.85%          | 12,518.28         | 12.23%         |
| 预收款项           | 19,035.53         | 11.80%         | 13,040.58         | 12.74%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>127,348.15</b> | <b>78.97%</b>  | <b>99,073.12</b>  | <b>96.77%</b>  |
| 应付债券           | 29,767.00         | 18.46%         | -                 | -              |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>33,917.64</b>  | <b>21.03%</b>  | <b>3,304.08</b>   | <b>3.23%</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>161,265.79</b> | <b>100.00%</b> | <b>102,377.20</b> | <b>100.00%</b> |
| 其中：有息债务        | 118,767.00        | 73.65%         | 64,650.00         | 63.15%         |

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年末公司负债中有息债务<sup>1</sup>为11.88亿元，占总负债的比重为73.65%，公司有息债务以1年内的短期债务为主，短期偿债压力较上年有所增加。

从主要偿债指标来看，公司资产负债率上升较快，2014年末为47.72%，未来若二期债券获准发行，公司负债水平将进一步提升。受存货增长较多影响，公司流动资产上升较快，流动比率较上年小幅上升、速动比率较上年小幅下降，仍处于行业合理水平。利息保障倍数方面，受利息支出增加影响，公司EBITDA利息保障倍数较上年有所下降，但仍处于较合理的水平。

<sup>1</sup> 有息债务=短期借款+应付票据+应付债券

**表20 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2014年     | 2013年     |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率         | 47.72%    | 38.26%    |
| 流动比率          | 1.67      | 1.52      |
| 速动比率          | 1.06      | 1.13      |
| EBITDA（万元）    | 30,975.38 | 23,203.45 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 6.70      | 7.70      |

注：在计算 EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数时未考虑票据贴现利息。

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 八、评级结论

跟踪期内，复合肥、磷酸一铵价格止跌回升，行业景气度有所回暖，公司作为国内实力较强的复合肥生产企业，产品产销量保持增长，产销率维持在较高的水平，产能利用率较上年有所提高。公司以华东地区为核心，积极扩张市场，销售网络较稳定，销售收入保持增长，盈利水平小幅提升。公司拟非公开发行股票募集资金新建复合肥产能和农资电商平台，届时公司产能将大幅提高，有助于公司实现规模效益，但目前复合肥行业竞争较激烈，新型复合肥产能扩张明显，公司产能仍存在一定的消化压力。原材料方面，公司原材料供应商较稳定，但原材料储备较上年末增长较多，虽然主要原材料价格处于较低的水平，但仍存在一定的波动性，对公司成本控制形成影响。随着公司业务的发展，公司资产保持增长。随着存货的增加，公司存货周转率下降明显，整体资产运营效率较上年有所下降。随着公司产业链的延伸、业务的扩张需求，公司投资活动现金流呈持续流出，存在一定的融资压力。公司资产负债率上升较快，偿债压力有所增加。

基于以上情况，本次跟踪评级结果为：公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

| 项目            | 2014年      | 2013年      | 2012年      |
|---------------|------------|------------|------------|
| 货币资金          | 35,000.85  | 18,523.30  | 16,059.73  |
| 应收票据          | 25,921.27  | 21,910.22  | 11,072.00  |
| 应收账款          | 1,505.12   | 4,996.12   | 1,657.60   |
| 预付款项          | 64,810.66  | 56,261.16  | 53,265.92  |
| 应收利息          | 773.01     | -          | 313.06     |
| 其他应收款         | 4,013.35   | 4,137.37   | 4,532.56   |
| 存货            | 76,824.17  | 39,493.02  | 38,981.65  |
| 其他流动资产        | 3,510.66   | 5,745.22   | -          |
| 流动资产合计        | 212,359.10 | 151,066.40 | 125,882.52 |
| 固定资产          | 86,167.65  | 91,381.72  | 20,406.44  |
| 在建工程          | 11,474.58  | 6,232.19   | 53,222.90  |
| 无形资产          | 17,969.48  | 18,260.78  | 18,552.08  |
| 长期待摊费用        | 161.50     | 183.00     | 204.50     |
| 递延所得税资产       | 633.95     | 482.10     | 364.05     |
| 其他非流动资产       | 9,175.38   | -          | -          |
| 非流动资产合计       | 125,582.53 | 116,539.79 | 92,749.98  |
| 资产总计          | 337,941.63 | 267,606.19 | 218,632.50 |
| 短期借款          | 54,000.00  | 64,650.00  | 32,000.00  |
| 应付票据          | 35,000.00  | -          | -          |
| 应付账款          | 9,437.12   | 12,518.28  | 12,761.37  |
| 预收款项          | 19,035.53  | 13,040.58  | 10,382.14  |
| 应付职工薪酬        | 2,387.24   | 1,950.14   | 1,792.44   |
| 应交税费          | 480.30     | 282.43     | -2,021.79  |
| 应付利息          | 415.00     | 125.01     | 51.94      |
| 其他应付款         | 6,592.96   | 6,200.56   | 3,308.11   |
| 其他流动负债        |            | 306.11     | 223.81     |
| 流动负债合计        | 127,348.15 | 99,073.12  | 58,498.04  |
| 应付债券          | 29,767.00  | -          | -          |
| 递延收益          | 4,150.64   | 3,304.08   | 3,105.77   |
| 非流动负债合计       | 33,917.64  | 3,304.08   | 3,105.77   |
| 负债合计          | 161,265.79 | 102,377.20 | 61,603.81  |
| 实收资本          | 29,600.00  | 29,600.00  | 29,600.00  |
| 资本公积金         | 76,793.06  | 76,793.06  | 76,793.06  |
| 盈余公积金         | 8,548.51   | 7,118.35   | 6,000.90   |
| 未分配利润         | 61,734.27  | 51,717.58  | 44,634.72  |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 176,675.84 | 165,228.99 | 157,028.69 |
| 所有者权益合计       | 176,675.84 | 165,228.99 | 157,028.69 |
| 负债和所有者权益总计    | 337,941.63 | 267,606.19 | 218,632.50 |

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

## 附录二 利润表（单位：万元）

| 项目            | 2014年      | 2013年      | 2012年      |
|---------------|------------|------------|------------|
| 一、营业总收入       | 237,836.21 | 222,386.46 | 185,498.31 |
| 其中：营业收入       | 237,836.21 | 222,386.46 | 185,498.31 |
| 二、营业总成本       | 223,048.84 | 212,184.81 | 166,981.01 |
| 其中：营业成本       | 196,659.55 | 187,789.53 | 151,550.97 |
| 营业税金及附加       | 209.90     | 191.04     | 172.39     |
| 销售费用          | 10,255.61  | 10,112.53  | 6,046.65   |
| 管理费用          | 11,591.56  | 10,830.90  | 7,142.87   |
| 财务费用          | 4,466.42   | 3,083.59   | 2,016.00   |
| 资产减值损失        | -134.20    | 177.22     | 52.12      |
| 三、营业利润        | 14,787.37  | 10,201.65  | 18,517.30  |
| 加：营业外收入       | 2,237.72   | 2,992.05   | 1,735.71   |
| 减：营业外支出       | 32.50      | 41.66      | 50.90      |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 1.00       | 0.99       | -          |
| 四、利润总额        | 16,992.58  | 13,152.04  | 20,202.11  |
| 减：所得税         | 2,585.74   | 1,991.74   | 3,133.62   |
| 五、净利润         | 14,406.85  | 11,160.30  | 17,068.49  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 14,406.85  | 11,160.30  | 17,068.49  |

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

### 附录三-1 现金流量表（单位：万元）

| 项目                        | 2014年      | 2013年      | 2012年      |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| 一、经营活动产生的现金流量：            |            |            |            |
| 销售商品、提供劳务收到的现金            | 245,424.42 | 212,422.01 | 209,392.40 |
| 收到其他与经营活动有关的现金            | 3,729.39   | 6,269.78   | 3,260.96   |
| 经营活动现金流入小计                | 249,153.81 | 218,691.79 | 212,653.36 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金            | 214,754.59 | 184,930.36 | 180,590.74 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金           | 16,561.85  | 13,437.53  | 8,556.04   |
| 支付的各项税费                   | 3,107.40   | 8,361.74   | 7,485.95   |
| 支付其他与经营活动有关的现金            | 11,545.94  | 10,349.04  | 6,670.30   |
| 经营活动现金流出小计                | 245,969.78 | 217,078.66 | 203,303.03 |
| 经营活动产生的现金流量净额             | 3,184.03   | 1,613.13   | 9,350.33   |
| 二、投资活动产生的现金流量：            |            |            |            |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | -          | 22.05      | 24.30      |
| 投资活动现金流入小计                | -          | 22.05      | 24.30      |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金   | 22,809.24  | 25,922.20  | 38,829.35  |
| 投资活动现金流出小计                | 22,809.24  | 25,922.20  | 38,829.35  |
| 投资活动产生的现金流量净额             | -22,809.24 | -25,900.15 | -38,805.05 |
| 三、筹资活动产生的现金流量：            |            |            |            |
| 取得借款收到的现金                 | 109,000.00 | 94,650.00  | 70,000.00  |
| 收到其他与筹资活动有关的现金            | -          | 248.67     | 251.30     |
| 发行债券收到的现金                 | 29,760.00  | -          | -          |
| 筹资活动现金流入小计                | 138,760.00 | 94,898.67  | 70,251.30  |
| 偿还债务支付的现金                 | 119,650.00 | 62,000.00  | 67,000.00  |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金         | 7,759.09   | 5,899.41   | 4,486.41   |
| 筹资活动现金流出小计                | 127,409.09 | 67,899.41  | 71,486.41  |
| 筹资活动产生的现金流量净额             | 11,350.91  | 26,999.26  | -1,235.11  |
| 四、现金及现金等价物净增加额            | -8,274.30  | 2,712.23   | -30,689.84 |
| 加：期初现金及现金等价物余额            | 18,222.54  | 15,510.30  | 46,200.14  |
| 五、期末现金及现金等价物余额            | 9,948.23   | 18,222.54  | 15,510.30  |

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目                      | 2014年      | 2013年      | 2012年      |
|-------------------------|------------|------------|------------|
| 净利润                     | 14,406.85  | 11,160.30  | 17,068.49  |
| 加：资产减值准备                | -134.20    | 177.22     | 52.12      |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 9,049.45   | 6,726.14   | 3,461.65   |
| 无形资产摊销                  | 291.30     | 291.30     | 239.48     |
| 长期待摊费用摊销                | 21.50      | 21.50      | 10.50      |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失   | -8.40      | 0.99       | -12.99     |
| 财务费用                    | 4,605.87   | 3,012.47   | 1,520.23   |
| 递延所得税资产减少               | -151.85    | -118.05    | -34.12     |
| 存货的减少                   | -37,331.15 | -511.36    | -23,643.54 |
| 经营性应收项目的减少              | 5,733.11   | -10,987.27 | 23,896.95  |
| 经营性应付项目的增加              | 6,701.54   | -8,160.12  | -13,208.45 |
| 经营活动产生的现金流量净额           | 3,184.03   | 1,613.13   | 9,350.33   |
| 现金的期末余额                 | 9,948.23   | 18,222.54  | 15,510.30  |
| 减：现金的期初余额               | 18,222.54  | 15,510.30  | 46,200.14  |
| 现金及现金等价物净增加额            | -8,274.30  | 2,712.23   | -30,689.84 |

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

| 项目               | 2014年      | 2013年      | 2012年      |
|------------------|------------|------------|------------|
| 营业收入             | 237,836.21 | 222,386.46 | 185,498.31 |
| 营业利润             | 14,787.37  | 10,201.65  | 18,517.30  |
| 营业外收入            | 2,237.72   | 2,992.05   | 1,735.71   |
| 利润总额             | 16,992.58  | 13,152.04  | 20,202.11  |
| 净利润              | 14,406.85  | 11,160.30  | 17,068.49  |
| 综合毛利率            | 17.31%     | 15.56%     | 18.30%     |
| 期间费用率            | 11.06%     | 10.80%     | 8.20%      |
| 总资产回报率           | 7.14%      | 6.65%      | 10.34%     |
| 应收账款及票据周转天数      | 41.12      | 32.08      | 49.88      |
| 存货周转天数           | 106.46     | 75.22      | 64.52      |
| 应付账款及票据周转天数      | 52.13      | 24.23      | 26.37      |
| 净营业周期            | 95.45      | 83.07      | 88.03      |
| 流动资产周转天数         | 275.05     | 224.16     | 279.46     |
| 固定资产周转天数         | 134.37     | 90.48      | 41.51      |
| 总资产周转天数          | 458.29     | 393.56     | 407.8      |
| 净利润              | 14,406.85  | 11,160.30  | 17,068.49  |
| 非付现费用            | 9,228.05   | 7,216.16   | 3,763.75   |
| 非经营损益            | 4,445.62   | 2,895.41   | 1,473.12   |
| FFO              | 28,080.52  | 21,271.87  | 22,305.36  |
| 营运资本变化           | -24,896.50 | -19,658.75 | -12,955.04 |
| 其中：存货减少（减：增加）    | -37,331.15 | -511.36    | -23,643.54 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | 5,733.11   | -10,987.27 | 23,896.95  |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 6,701.54   | -8,160.12  | -13,208.45 |
| 经营活动产生的现金流量净额    | 3,184.03   | 1,613.13   | 9,350.33   |
| 投资活动产生的现金流量净额    | -22,809.24 | -25,900.15 | -38,805.05 |
| 筹资活动产生的现金流量净额    | 11,350.91  | 26,999.26  | -1,235.11  |
| 现金及现金等价物净增加额     | -8,274.30  | 2,712.23   | -30,689.84 |
| 资产负债率            | 47.72%     | 38.26%     | 28.18%     |
| 流动比率             | 1.67       | 1.52       | 2.15       |
| 速动比率             | 1.06       | 1.13       | 1.49       |
| EBITDA（万元）       | 30,975.38  | 23,203.45  | 25,433.97  |
| EBITDA 利息保障倍数    | 6.7        | 7.7        | 16.73      |

资料来源：公司审计报告、鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

|            |               |   |
|------------|---------------|---|
| 资产运营效率     | 固定资产周转率（次）    | 营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]                |
|            | 应收账款周转率       | 营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]                |
|            | 存货周转率         | 营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]                        |
|            | 应付账款周转率       | 营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]                |
|            | 净营业周期（天）      | 应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数                    |
|            | 总资产周转率（次）     | 营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]                    |
| 盈利能力       | 综合毛利率         | （营业收入-营业成本）/营业收入×100%                       |
|            | 销售净利率         | 净利润/营业收入×100%                               |
|            | 净资产收益率        | 净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×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% |
|            | 管理费用率         | 管理费用/营业收入×100%                              |
|            | 销售费用率         | 销售费用/营业收入×100%                              |
| 现金流        | EBIT          | 利润总额+计入财务费用的利息支出                            |
|            | EBITDA        | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销                     |
|            | 利息保障倍数        | EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）                  |
|            | 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）                |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率         | 负债总额/资产总额×100%                              |
|            | 流动比率          | 流动资产合计/流动负债合计                               |
|            | 速动比率          | （流动资产合计-存货）/流动负债合计                          |
|            | 长期有息债务        | 长期借款+应付债券+融资租赁款                             |
|            | 短期有息债务        | 短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款                        |
|            | 有息债务          | 长期有息债务+短期有息债务                               |

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号  | 定义              |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

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

### 二、债务人主体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。 |