



2019年安徽省司尔特肥业股份有限公司 可转换公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：





2019年安徽省司尔特肥业股份有限公司可转换公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-28	2020-05-25

债券概况

债券简称：司尔转债

债券剩余规模：7.92 亿元

债券到期日期：2025-04-08

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

联系方式

项目负责人：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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4月发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司营业收入及利润规模均有所提升，上游产业链进一步完善，经营活动现金流表现较好。同时也关注到，公司存在控制权变化的风险，三元复合肥产能消化情况仍不理想以及健康产业存在一定经营管理风险。

未来展望

- 预计公司上游产业链将进一步完善，且经营活动现金流表现仍较好。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	68.88	60.98	55.77	48.89
归母所有者权益	41.63	40.72	38.35	35.19
总债务	15.29	11.97	10.80	8.31
营业收入	7.69	37.92	30.16	31.27
净利润	0.91	3.01	2.51	3.12
经营活动现金流净额	-2.53	11.54	2.87	2.09
销售毛利率	27.32%	20.87%	21.19%	24.53%
EBITDA 利润率	--	15.30%	13.24%	17.46%
总资产回报率	--	7.00%	6.60%	8.85%
资产负债率	38.31%	31.82%	29.80%	26.65%
净债务/EBITDA	--	-1.52	0.24	0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	12.86	7.63	11.61
总债务/总资本	26.46%	22.35%	21.61%	18.82%
FFO/净债务	--	-52.19%	230.16%	196.20%
速动比率	1.68	2.44	1.91	1.19
现金短期债务比	2.36	4.23	2.49	0.86

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **公司营业收入及利润规模有所提升。**公司有较成熟完善的销售体系和销售网络，并已建立起一支稳定的经销商队伍，为公司业务的发展提供了保障，2020年公司三元复合肥及磷酸一铵销量均呈较快增长态势，营业收入及利润规模均有所提升。
- **上游产业链将进一步完善。**2021年2月公司收购贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）60%的股权，持股比例将由40%提升至100%，贵州路发所拥有的磷矿区储量较大，随着公司对贵州路发全资控股，公司上游产业链将进一步完善。
- **经营活动现金流表现较好，且现金类资产大幅增加。**公司下游客户主要为中小经销商，绝大部分销售采用先款后货的方式，且预收的货款增加，销售回款情况较好。此外，2020年消纳了较大规模的存货，使得当年公司经营活动现金流净额同比大幅增长，经营活动现金流表现较好。

关注

- **公司存在控制权变化的风险。**公司控股股东国购产业控股有限公司（以下简称“国购控股”）持有的公司全部股份被法院冻结，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。
- **三元复合肥产能消化情况仍不理想。**2020年公司三元复合肥产能利用水平仍较低，且未来随着本期债券募投项目建成投产，公司将面临更大的产能消化压力。
- **健康产业存在一定经营管理风险。**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，存在一定的经营管理风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	司尔特	云图控股	史丹利	泸天化	川发龙蟒
总资产	60.98	102.29	71.18	78.52	73.35
营业收入	37.92	91.54	61.88	56.18	51.80
净利润	3.01	5.07	2.71	3.82	6.68
销售毛利率	20.87%	17.80%	18.11%	12.98%	17.88%
资产负债率	31.82%	65.60%	33.67%	31.03%	47.69%

注：以上各指标均为2020年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月发行6年期8亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目。经2020年4月23日召开的2019年年度股东大会审议通过，公司使用不超过50,000.00万元的闲置募集资金投资安全性高、流动性好的保本型理财产品，自股东大会审议通过之日起12个月有效。经2021年4月27日召开的第五届董事会第十四次（临时）会议审议通过，公司拟继续使用不超过50,000.00万元的闲置募集资金投资安全性高、流动性好的保本型理财产品，使用期限为自公司董事会审议通过之日起12个月。截至2021年5月31日，本期债券募集资金账户余额为65,256.07万元（含闲置募集资金用于购买理财产品未到期的本金）。

三、发行主体概况

本期债券自2019年10月14日起开始转股，截至2021年3月末，已累计转股3.44万股¹，公司总股本增至71,815.47万股。跟踪期内公司股权关系未发生变动，控股股东仍为国购控股，持股比例为25.35%，实际控制人仍为自然人袁启宏²，其中国购控股质押的股份数为17,953.00万股，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18,205.08万股³，占其所持公司股份的100%，占公司总股本的25.35%。截至2021年3月末，公司股权结构图见附录二。跟踪期内，公司人事变动较大，公司重要人事变动情况见表1所示。2020年公司合并范围无变化，截至2020年末公司合并范围子公司情况见附录四。

表1 跟踪期内公司重要人事变动情况

日期	姓名	变更前职务	变更后职务
2020年8月	文继兵	总经理助理	副总经理
2020年8月	李刚	董事	不再担任公司任何职务

¹ 2021年4月份以来，司尔转债也有陆续转股，使得司尔转债的剩余规模有所下降，但转股数量暂未公告。

² 未取得实际控制人的征信报告。

³ 安徽省合肥市中级人民法院2019年11月5日正式通知和下达裁定书，裁定受理国购投资有限公司、国购控股及国购投资有限公司下属其他八家企业的重整申请，目前上述事项仍在推进中。2020年6月16日，国购投资收到了合肥中院作出的（2020）皖01破申25号民事裁定书，合肥中院依法准许安徽国购科技投资股份有限公司等32家公司与国购投资等11家公司共43家公司进行实质合并重整。2020年11月30日，国购投资有限公司等四十三家公司合并重整案第一次债权人会议召开。

2020年10月	杜宇	董事	不再担任公司任何职务
2020年10月	方君	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	董事、副总经理、董事会秘书
2020年10月	王文墨	-	财务总监
2020年11月	方君	董事、副总经理、董事会秘书	副总经理
2020年11月	袁其荣	-	董事
2020年11月	于泷	-	董事
2021年1月	周大跃	董事会秘书	不再担任公司任何职务
2021年1月	顾海英	独立董事	不再担任公司任何职务
2021年4月	王文墨	财务总监	不再担任公司任何职务
2021年4月	牛浩哲	-	独立董事
2021年5月	赵宏亮	-	副总经理兼财务总监
2021年5月	吴昌昊	-	董事会秘书

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

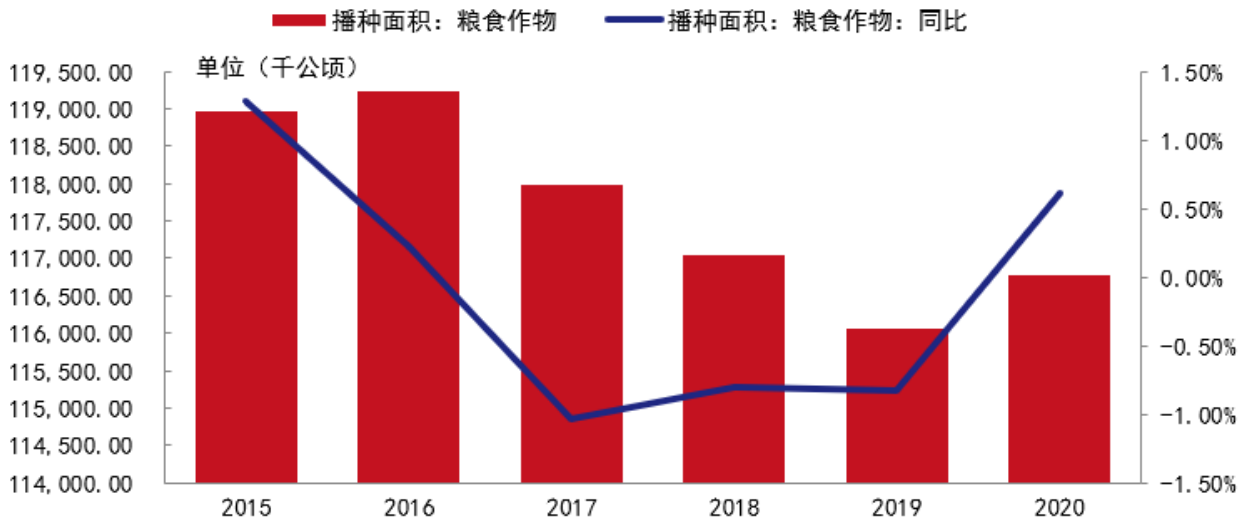
2020年公司主营业务未发生变化，仍主要从事复合肥料及专用肥料研发、生产、销售，硫酸、磷酸一铵、合成氨、碳铵及副盐酸、红粉、磷石膏生产、加工、销售，公司子公司贵州政立矿业有限公司（以下简称“贵州政立”）主要从事磷矿石开采、加工、销售。

四、运营环境

2020年我国化肥产量继续减少，当前国内化肥行业复合化率仍较低，未来复合肥仍存在较大渗透替代空间，2020年下半年以来氮肥、钾肥、硫酸等原材料价格持续回升，带动复合肥、磷酸一铵价格提高

2016年以来政府连续下调水稻、小麦等主要粮食作物的最低收购价，导致粮食价格持续处于低位，叠加玉米、大豆等粮食作物最低收购价取消的影响，近年农民种粮积极性明显受挫，全国粮食作物播种面积已连续三年下滑。2020年全球受疫情影响，为保障粮食供给和粮食安全，国家出台了政策支持，农产品价格上涨，处于景气高位，农民种植积极性有所提升，我国粮食作物播种面积结束下滑的态势，同比增长0.61%，为116,768千公顷，化肥市场需求相对稳定。

图 1 2020 年我国粮食作物播种面积结束下滑的态势，同比有所增长

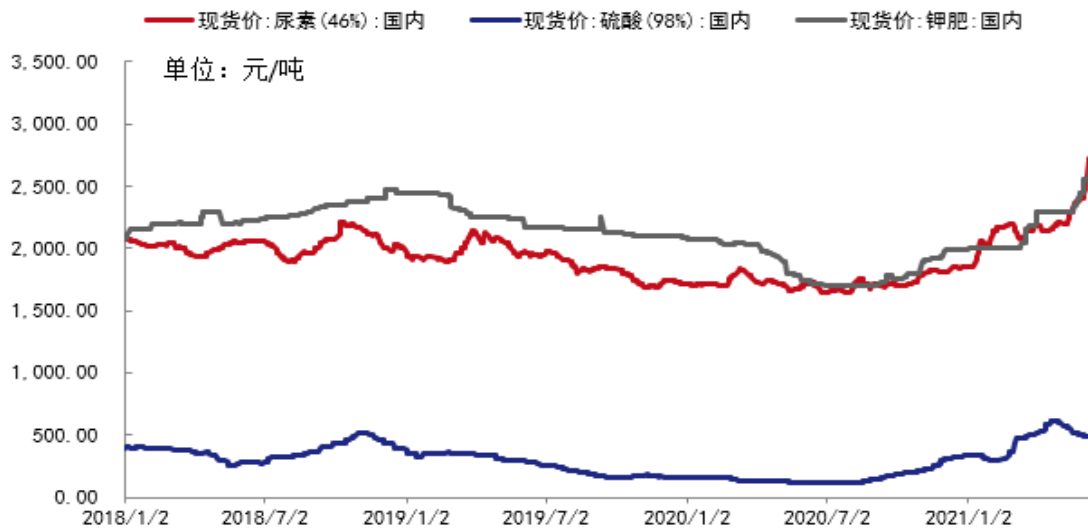


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

在我国化肥行业减量增效政策的引导下，我国化肥产量继续减少，根据国家统计局数据，2020年我国累计生产化肥5,395.80万吨，同比下降0.90%，从化肥行业发展趋势来看，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。

复合肥原材料主要包括硫酸、氯化钾（钾肥）、尿素（氮肥）等。2020年国内环保“一刀切”现象逐步减少，氮肥产量出现反弹，根据国家统计局数据，2020年全国累计生产氮肥3,679.10万吨，同比增长2.7%，钾肥则受重点生产企业计划性减产、停产检修时间延长的影响，产量同比下降7.0%，为710.80万吨。价格方面，2020年上半年我国复合肥主要原材料氮肥、钾肥、硫酸价格均有所回落，2020年下半年逐步回升，2021年以来仍快速走高。

图 2 2020 年上半年我国复合肥主要原材料价格均有所回落，下半年起逐步回升，2021 年以来快速增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

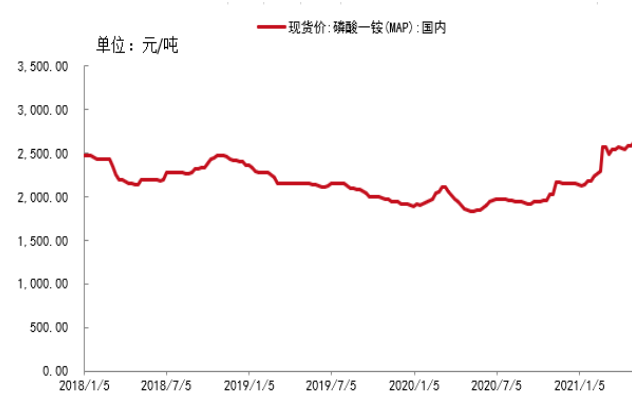
三元复合肥及磷酸一铵等产品的价格走势与氮肥、钾肥、硫酸等原材料价格基本一致，2020年下半年以来原材料上涨，若复合肥和磷酸一铵生产企业未能将增加的采购成本充分转移至下游客户，其盈利将受到一定压缩。

图 3 2020 年上半年三元复合肥价格仍呈下降趋势，7 月底以来价格持续走高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2020 年上半年磷酸一铵价格总体有所下降，6 月份起略有提升，2021 年 1 月份以来磷酸一铵价格快速走高



资料来源：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，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。

五、经营与竞争

公司仍主要从事三元复合肥、磷酸一铵等产品的生产销售以及磷矿石的开采、加工、销售等业务。2020年下游经销商加大对三元复合肥及磷酸一铵产品的备货，叠加公司加大市场拓展力度，三元复合肥及磷酸一铵的收入均有所增长，其他副产品收入同比大幅增长，主要系当期公司实现较大规模的尿素产品贸易收入以及铁精粉的销售收入，此外，磷矿石销售收入也有所增长，从而带动公司当期营业收入规模提升。毛利率方面，2020年公司三元复合肥产品毛利率略有提高，受产品销售均价较2019年有所下降的影响，磷酸一铵毛利率有所下降，磷矿石产品毛利率同比大幅下降；其他副产品毛利率略有提升，综合影响下，2020年公司销售毛利率略有下滑。受三元复合肥销量较上年同期下降的影响，2021年1-3月公司实现营业收入较2020年同期下降10.42%，销售毛利率较2020年同期提高8.54个百分点，主要系下游原材料价格上涨带动终端产品销售价格提升，且公司销售产品所用的原材料为提前采购，采购价格较低所致，此外销售的铁精粉及磷矿石等上游原材料产品价格上涨。未来随着公司产品生产使用的原材料采购价格上涨，若公司未能将增加的成本充分转移至下游客户，公司三元复合肥、磷酸一铵终端产品的销售毛利率可能会有一定下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
三元复合肥	3.09	23.06%	18.52	22.56%	16.77	21.03%
磷酸一铵	3.33	18.12%	12.75	14.55%	9.58	19.63%
其他副产品	0.90	66.00%	5.29	27.58%	1.90	26.58%
磷矿石	0.27	52.38%	1.06	30.12%	0.74	58.89%
医疗服务	0.04	27.71%	0.12	23.96%	0.02	32.58%
其他	0.06	62.10%	0.17	42.46%	1.16	3.38%
合计	7.69	27.32%	37.92	20.87%	30.16	21.19%

资料来源：公司2019-2020年年度报告，公司提供，中证鹏元整理

2020年公司三元复合肥及磷酸一铵销量均呈较快增长态势，销售均价均有所下滑，使得磷酸一铵销售毛利率同比有所下滑

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。2020年公司三元复合肥及磷酸一铵销量均呈较快增长态势，产销率较2019年均有所提高。销售价格方面，由于上游原材料价格下降，而公司销售的终端产品价格与原材料价格的变化有较高的一

致性，2020年公司三元复合肥、磷酸一铵销售均价较2019年均有所回落，其中磷酸一铵销售均价下降幅度较大，且公司生产所需原材料均需要提前采购，原材料入库到产成品出库的间隔较长，使得磷酸一铵销售毛利率同比有所下滑。

表 3 2019-2020 年公司主营产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品类型	项目	2020 年	2019 年
三元复合肥	销量	97.17	85.98
	平均价格	1,906.38	1,950.46
	产销率	105.71%	97.30%
磷酸一铵	自用量	19.62	18.72
	外销量	74.93	50.70
	平均价格	1,701.2	1,889.05
	产销率（不含自用）	92.59%	67.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司销售模式未发生改变，三元复合肥的主要客户仍为中小型经销商，分散度较高，因此大客户基本为大宗采购磷酸一铵的客户，公司产品销售绝大部分为收到全款后再发货，对资质好的客户给予一定赊销账期，业务回款较好。2020年公司前五大客户销售金额合计7.52亿元，占销售总额的比例为19.83%，对主要客户的依赖程度仍不高。

表 4 2019-2020 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	占总销售额比例	产品名称
2020 年	客户一	23,178.84	6.11%	磷酸一铵
	客户二	17,893.43	4.72%	磷酸一铵
	客户三	14,766.69	3.89%	磷酸一铵、复合肥
	客户四	11,660.69	3.08%	磷酸一铵
	客户五	7,682.59	2.03%	磷酸一铵
	合计	75,182.24	19.83%	-
2019 年	客户一	15,802.64	5.24%	磷酸一铵
	客户二	5,309.77	1.76%	磷酸一铵
	客户三	4,224.69	1.40%	磷酸一铵
	客户四	4,197.57	1.39%	磷酸一铵
	客户五	3,985.12	1.32%	磷酸一铵
	合计	33,519.80	11.11%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

出口方面，公司出口的产品全部是磷酸一铵，出口地区主要为东南亚及中东地区，2020年公司磷酸一铵出口总量小幅提升，但出口销售收入同比有所下降，系出口均价大幅下降所致，公司磷酸一铵出口主要集中在2020年年中，价格处于低位，故出口均价较2019年下滑幅度较大，出口占当年磷酸一铵销售收入比例为11.91%，较上年下降7.68个百分点。

表 5 2019-2020 年公司磷酸一铵出口情况（单位：吨、元/吨、万元）

年度	出口量	出口均价	确认收入
2020 年	99,000.00	1,534.03	15,187.04
2019 年	92,203.00	2,035.48	18,767.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司涉及复合肥产业链上游，随着公司向上游纵向收购，原材料自给程度将有所提升，有利于提高综合竞争力及利润空间，但三元复合肥产能利用率较低，仍面临较大产能消化压力

公司目前拥有安徽宁国、宣城、亳州三大化肥生产基地⁴与宣城马尾巴山硫铁矿山、贵州开阳磷矿山。2020年公司终端产品产能、中间产品及上游矿石产能较2019年均没有发生变化，马尾巴山硫铁矿于2020年5月份顺利投矿，各产能分布情况详见下表。

表 6 截至 2020 年末公司产能明细（单位：万吨）

项目	终端产品产能		中间产品产能			上游矿石产能	
	三元复合肥	磷酸一铵	硫酸钾	硫酸	磷酸	硫铁矿	磷矿石
宁国	40	55	4	65	30	-	-
宣城	40	30	-	50	15	-	-
亳州	60	-	-	-	-	-	-
马尾巴矿	-	-	-	-	-	38	-
贵州政立	-	-	-	-	-	-	40
合计	140	85	4	115	45	38	40

注：上表中“-”代表无该产能。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产能利用率方面，公司对外销售终端产品主要包括三元复合肥和磷酸一铵，随着下游经销商采购的增加，公司加大产品生产，2020年三元复合肥和磷酸一铵产能利用率均有所提高，其中磷酸一铵的产能利用率处于较高水平，三元复合肥的产能利用率仍较低。公司生产的中间产品主要包括硫酸和磷酸，2020年产能利用率同比均小幅提升。磷矿石开采主要由下属子公司贵州政立负责运营，目前贵州政立磷矿石的产能为40万吨/年，2020年公司实际磷矿石开采量为45.83万吨，产能利用水平高，磷矿石自给率为13.59%，较上年略有提升，外购需求依然较大，2021年2月公司收购贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）60%的股权⁵，持股比例将由40%提升至100%，本次收购贵州路发（剥离有关资产负债后）的净资产账面价值为4.00亿元，评估价值为12.79亿元，经与出让方协议，贵州路发整体作价12.63亿元，公司以7.58亿元受让贵州路发60%的股权，2020年贵州路发实现营业收入1.90亿元，净利润为-1.28亿元，主要系贵州路发的化工厂产线计提较大减值所致，本次收购已将贵州路发的化工厂业务进行了剥离。此外，本次收购公司豁免了原股东需向公司支付的补偿金额1.20亿元及业绩承诺期的亏损额

⁴ 此前公司筹备的江西生产基地因战略调整已暂停。

⁵ 截至 2021 年 3 月末，公司对贵州路发 60%的股权部分尚未支付的股权收购款计入到其他非流动资产中。

0.69亿元，合计1.89亿元。贵州路发所拥有的矿区储量较大，持有明泥湾4.5602平方公里和永温8.38平方公里的磷矿采矿权，本次收购股权出让方承诺贵州路发拥有的明泥湾矿及永温矿总保有资源不低于11,298.46万吨，若低于上述数量，则实际可采储量差额由股权出让方按5元/吨补偿，股权出让方对该补偿义务承担无限连带责任。目前贵州路发的磷矿石产能为年产100万吨，随着公司对贵州路发全资控股，未来公司磷矿石自给程度将有望上升。

表 7 2019-2020 年公司主要产品产能利用率情况（单位：万吨）

产品类型	产品名称	项目	2020 年	2019 年
终端产品	三元复合肥	产能	140.00	140.00
		产量	91.92	88.37
		产能利用率	65.66%	63.12%
	磷酸一铵	产能	85.00	85.00
		产量	80.93	75.36
		产能利用率	95.21%	88.66%
中间产品	硫酸	产能	115.00	115.00
		产量	105.62	100.10
		产能利用率	91.84%	87.04%
		自给率	81.00%	83.46%
	磷酸	产能	45.00	45.00
		产量	41.50	38.92
		产能利用率	92.22%	86.49%
		自给率	100%	100.00%
上游矿石	磷矿石	产能	40.00	40.00
		产量	45.83	46.34
		产能利用率	114.58%	115.85%
		自给率	13.59%	13.16%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建产能方面，截至2020年末公司主要正在建设的项目为本期债券募投项目，考虑到本期债券募投项目募集资金已全部到位并暂时主要以现金类资产进行存管，且账上现金类资产规模较大，后续资金压力不大。

表 8 截至 2020 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额	产品名称	计划完工时间
年产 65 万吨新型肥料和 40 万吨土壤调理剂项目	100,313.04	15,240.10	有机肥、水溶肥、土壤调理剂	2022 年 5 月

注：根据公司于2021年4月29日披露的公告，年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目的建设因受新冠疫情的影响也有所延期，且为提高募集资金的使用效率以及募集资金投放后能尽快产生效益，拟将该项目完成时间从2021年5月延期至2022年5月31日。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体上看，公司涉及复合肥产业链上游，随着公司向上游纵向收购，原材料自给程度将有所提升，

有利于提高综合竞争力及利润空间。但同时需注意，目前公司三元复合肥产能利用率较低，未来随着本期债券募投项目建成投产，公司将面临更大的产能消化压力。

2020年主要上游原材料采购量有所提升，采购均价均有所下降，原材料入库到产成品出库的较长间隔导致磷酸一铵销售毛利率在此过程中出现下滑

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，2020年公司马尾山硫铁矿项目稳步开采，但实际产量较少，公司生产所需的硫铁矿仍主要依赖于外购；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，因此公司生产所需磷矿石也主要依赖于外购，随着公司对贵州路发全资控股，公司磷矿石自给程度有所上升。2020年公司主要原材料采购量均有所提升，且主要原材料采购均价有所下降，但公司生产所需原材料均需要提前采购，原材料入库到产成品出库的间隔较长，而终端产品价格与原材料价格的变化有较高的一致性，导致在上游原材料价格持续下滑过程中，公司磷酸一铵销售毛利率有所下降。

表9 2019-2020年公司主要原材料采购情况（单位：万吨、万元、元/吨）

产品名称	项目	2020年	2019年
硫铁矿	数量	75.43	65.24
	金额	17,793.71	17,639.69
	平均单价	235.88	270.39
	占采购比重	9.26%	8.01%
磷矿石	数量	138.97	127.12
	金额	49,774.59	56,272.64
	平均单价	358.17	442.66
	占采购比重	25.90%	25.56%
氯化钾	数量	20.46	19.01
	金额	34,064.42	36,934.12
	平均单价	1,665.02	1,942.38
	占采购比重	17.72%	16.77%
合成氨	数量	15.00	13.82
	金额	38,397.21	38,899.45
	平均单价	2,560.08	2,814.92
	占采购比重	19.98%	17.67%
硫酸	数量	24.81	19.91
	金额	2,660.83	4,516.12
	平均单价	107.23	226.88
	占采购比重	1.38%	2.05%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从采购对象看，2020年公司前五大供应商合计采购金额为6.71亿元，占采购总额的比例为19.69%，

供应商集中度有所下降，对主要供应商的依赖程度不高。

公司继续推进健康产业发展，但公司在医疗健康领域的积累较少，需关注后续的经营管理风险

公司医疗服务业务主要由2019年收购的子公司宣城华信健康体检门诊部有限公司（以下简称“华信健康”）负责，2019年12月，华信健康体检中心已搬迁至新大楼，并对新引进的医疗设备调试，于2020年4月正式营业，2020年公司此项医疗服务收入0.12亿元，业务毛利率为23.96%。2020年公司收购华信健康形成商誉减值准备0.06亿元，2020年末公司收购华信健康所形成的商誉尚有0.18亿元。公司目前通过资本运作、投资建设等多渠道了解并参与医疗健康产业，推进健康产业发展，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，存在一定经营管理风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计2021年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围无变化，截至2020年末，公司合并范围子公司见附录四。

资产结构与质量

2020年公司资产规模进一步增长，资产流动性较好

随着公司经营利润的积累及预收的货款增加，2020年末公司资产规模同比有所增加，2021年一季度，公司债务融资规模有所增长，使得2021年3月末公司资产规模进一步提升，随着其他非流动资产规模大幅增长，2021年3月末，公司非流动资产占比较2020年末有所提高。

流动资产方面，2020年末公司货币资金账面余额同比大幅增加，主要系当期化肥市场行情较好，且在先款后货的模式下，公司经营活动现金呈大规模净流入状态，期末公司使用受限的货币资金仅0.02亿元，主要为应政府要求存入专用账户的环境治理等各类保证金及冻结的银行存款；交易性金融资产系银行理财产品及结构性存款，2020年末规模有所提高；应收账款主要为应收的货款，由于公司产品销售绝大部分为先款后货的方式，应收账款规模较小，其中应收贵州开阳青利天盟化工有限公司（以下简称“贵州开阳”）的款项余额为0.75亿元，占应收账款期末余额的比例为76.00%，系子公司贵州政立应收的磷矿石销售款，贵州开阳系贵州政立的另一股东贵州青利集团有限公司的子公司；账龄方面，2020年末公司1年以内及1-2年的应收账款占余额的比重分别为59.65%和29.89%，2020年计提的应收账款坏账准备为0.04亿元，回收风险总体可控。预付款项主要是公司采购原材料所预付的货款，2020年末账面价值有所提高，从账龄分布看，账龄在1年以内及1至2年的预付款项占比分别为56.33%和43.53%，账龄总体有所延长。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，期末前五名合计预付总额

4.54亿元，占预付款项期末余额的比例为77.89%，预付款项集中度较高，但坏账风险不大。2020年末存货账面价值大幅下降，主要系当年产品销售规模较大，库存规模有所减少，公司存货主要包括产成品1.80亿元、原材料2.72亿元、备品备件0.16亿元、半成品0.08亿元以及包装物0.04亿元，2021年3月末，随着公司积极备货采购较多原材料，存货规模有所增长。

非流动资产方面，公司长期股权投资系持有的贵州路发股权，2020年末公司长期股权投资账面价值略有下降，主要系贵州路发2020年亏损，公司按权益法计量确认的投资损失0.28亿元所致；固定资产主要为厂房等房屋建筑物及机器设备资产，无形资产主要包括土地使用权和采矿权，2020年末固定资产及无形资产规模均略有下降，主要系计提折旧所致；在建工程主要系在建产能项目，2020年末规模同比有所增加，主要系本期债券募投项目的投入增加。其他非流动资产主要为预付的股权收购款、工程设备款及土地款，2021年一季度，公司收购贵州路发60%股权预付大规模的款项，使得2021年3月末其他非流动资产规模较2020年末大幅增长。截至2020年末，公司使用受限的资产仅有0.02亿元的货币资金，受限资产规模小。

总体来看，公司资产规模进一步增长，货币资金及交易性金融资产规模较大，受限资产规模小，资产流动性较好。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.66	14.02%	11.13	18.26%	2.38	4.27%
交易性金融资产	9.54	13.85%	10.05	16.47%	7.11	12.74%
应收账款	1.23	1.79%	0.85	1.39%	0.83	1.48%
预付款项	6.26	9.09%	5.83	9.56%	4.79	8.59%
存货	6.22	9.03%	4.79	7.86%	9.34	16.75%
流动资产合计	34.15	49.57%	33.82	55.46%	27.09	48.58%
长期股权投资	5.23	7.60%	5.26	8.62%	5.61	10.07%
固定资产	14.33	20.81%	14.90	24.44%	15.69	28.12%
在建工程	1.73	2.52%	1.39	2.29%	1.36	2.44%
无形资产	3.90	5.66%	3.84	6.30%	4.02	7.21%
其他非流动资产	8.04	11.67%	0.24	0.40%	0.19	0.35%
非流动资产合计	34.73	50.43%	27.17	44.54%	28.68	51.42%
资产总计	68.88	100.00%	60.98	100.00%	55.77	100.00%

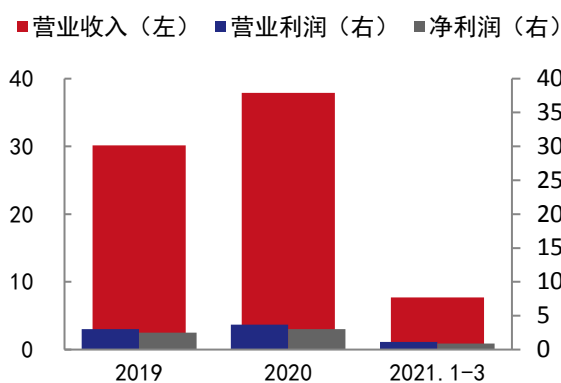
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

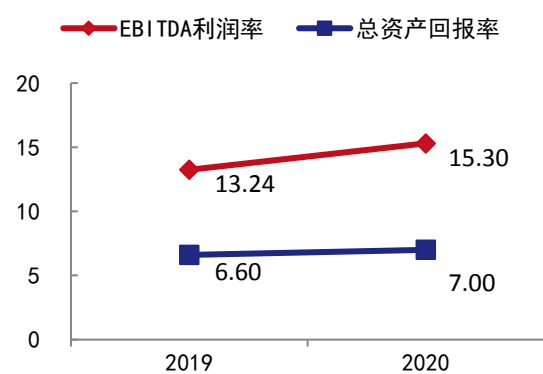
2020年公司收入及盈利规模均有所提升，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高

2020年下游经销商加大对三元复合肥、磷酸一铵产品的备货，叠加公司加大市场拓展力度，三元复合肥及磷酸一铵的收入均有所增长，且其他副产品收入也同比大幅增长，带动公司营业收入规模提升，

公司销售毛利率略有下降。总体来看，在营业收入增长的带动下，2020年公司盈利规模有所提升，同期公司实现净利润3.01亿元，同比增长20.05%，EBITDA利润率及总资产回报率均有所提高，2021年1-3月，公司实现营业收入7.69亿元，较2020年同期下降10.42%，主要系三元复合肥销售收入下降所致，销售毛利率为27.32%，较2020年同期提高8.54个百分点，主要系终端产品销售价格提升而所用的原材料为提前采购，采购价格较低，以及销售的铁精粉及磷矿石等上游原材料产品价格上涨。需要注意的是未来随着公司产品生产使用的原材料采购价格上涨，若公司未能将增加的成本充分转移至下游客户，公司三元复合肥、磷酸一铵终端产品的销售毛利率可能会有一定下滑。

图 5 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

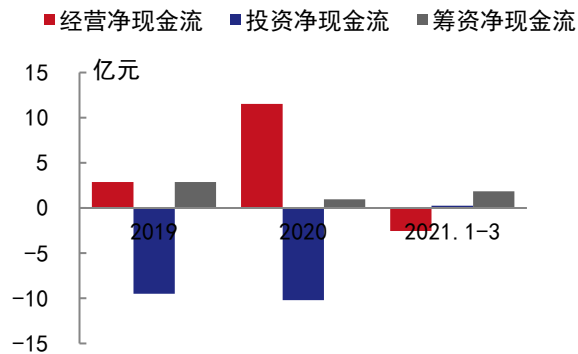
图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

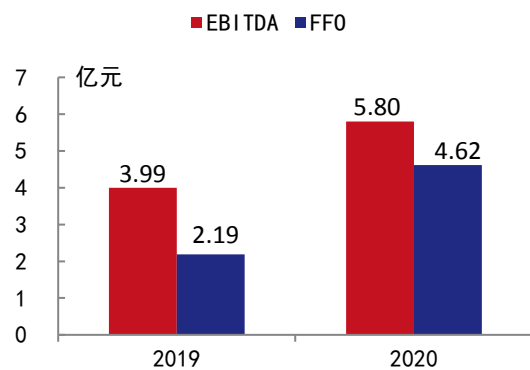
现金流

2020 年公司经营活动现金流量净额同比大幅增加，公司账上现金类资产规模较大，后续资金压力不大

得益于化肥行业市场行情较好，且公司绝大部分销售采取先款后货的方式，且预收的货款增加，销售回款情况较好，此外，2020 年消纳了较大规模的存货，使得当年公司经营活动现金流量净额较上年大幅增加，投资活动现金净流出规模较大，系当期购买理财产品支出较大所致；筹资活动现金净流入规模有所下降，主要系本期债务融资规模减少所致。2021 年 1-3 月，公司经营活动现金呈净流出状态，主要系公司积极采购原材料支付较大规模的采购款所致，投资活动现金呈小规模净流入状态，此外，公司债务融资增加使得筹资活动现金流保持净流入态势。2020 年公司盈利规模有所提升，带动 EBITDA 及 FFO 规模增长，公司经营活动现金生成能力有所提高。截至 2020 年末，公司主要在建产线系本期债券募投项目，考虑到公司本期债券募投项目募集资金已全部到位，暂时主要以现金类资产进行存管，且账上现金类资产规模较大，公司后续资金压力小。

图 7 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

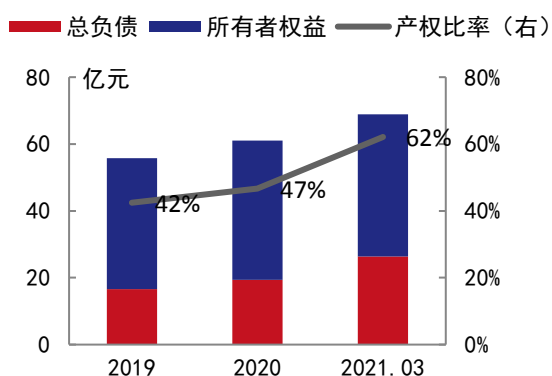
图 8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

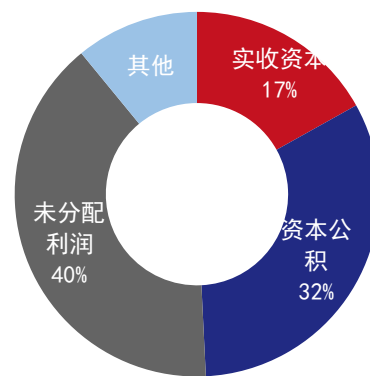
资本结构与偿债能力

公司总债务规模增长较快，且短期债务占比有所提高，但公司账上现金类资产规模较大，整体债务压力可控

随着公司债务融资及预收货款规模的增加，2021年3月末公司负债总额较2019年末增加较多，同时，得益于公司经营利润的积累，公司所有者权益规模也有所增长，所有者权益以未分配利润为主，受负债规模增长较快的影响，公司产权比率持续提高，但所有者权益对负债的保障程度仍较好。

图 9 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 10 2021 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债仍以流动负债为主，2020年以来，公司短期融资规模有所加大，短期借款及应付票据账面余额均有所提高，短期借款主要为信用借款，应付票据系银行承兑汇票。公司应付账款主要分为与日常经营相关的应付款及与购建固定资产、在建工程相关的应付款，变动较小；预收款项及合同负债为预收的货款，随着下游经销商采购规模的增加，且公司绝大部分销售采用先款后货的方式，2020年末公司预

收的货款规模有所增加；其他应付款主要是应付股利、押金保证金、预提货物运费、应付的股权收购款等，2020年末其他应付款账面余额有所增加，主要系应付的股利及预提货物运费增加，2021年一季度，公司收购贵州路发股权，形成一定规模的应付股权收购款，使得其他应付款规模继续增长。非流动负债方面，公司应付债券系本期债券，账面余额略有增长，主要系摊销增加所致。2021年3月末，公司新增长期应付款，系收购贵州路发股权未来需支付的收购款。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.90	22.34%	4.00	20.63%	2.45	14.71%
应付票据	2.45	9.28%	1.11	5.73%	1.82	10.98%
应付账款	2.50	9.49%	2.22	11.46%	2.30	13.84%
预收款项	0.00	0.00%	0.00	0.00%	1.42	8.53%
合同负债	2.12	8.02%	2.45	12.61%	0.00	0.00%
其他应付款	2.70	10.23%	1.11	5.70%	0.77	4.64%
流动负债合计	16.60	62.91%	11.89	61.30%	9.32	56.06%
应付债券	6.90	26.13%	6.82	35.13%	6.52	39.23%
长期应付款	2.24	8.50%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	9.79	37.09%	7.51	38.70%	7.30	43.94%
负债合计	26.39	100.00%	19.40	100.00%	16.62	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

随着公司短期融资规模增加，公司总债务规模有所增长，2021年3月末，公司总债务规模为15.29亿元，较2019年末增长41.62%，占负债总额的比重略有下降。债务结构方面，公司短期债务占比有所提高，长期债务主要为本期债券，本期债券于2025年到期，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能以及投资者回售所形成的偿债压力。

图 11 公司债务占负债比重

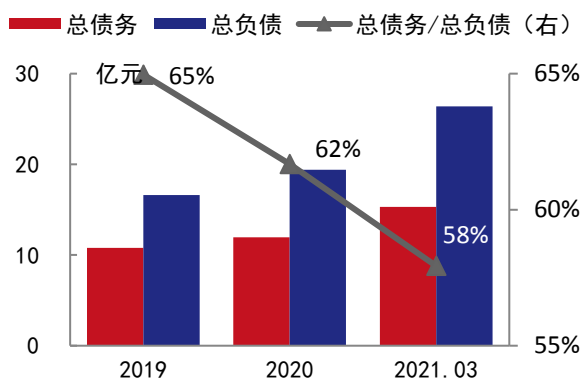
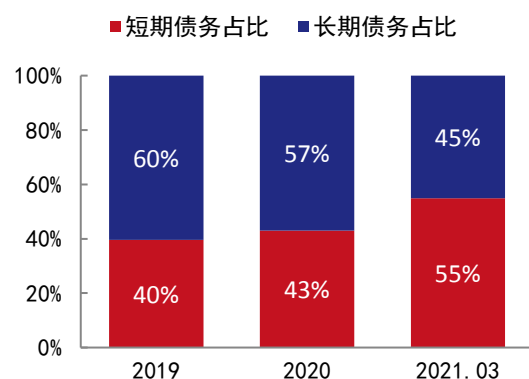


图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2021年3月末，公司资产负债率较2019年末有所提高，随着公司现金类资产增加，使得公司净债务为负数，EBITDA及FFO对净债务的保障程度有所提高。同时得益于公司盈利规模的提升，2020年公司EBITDA利息保障倍数较上年提高，盈利对利息支出的保障程度好，公司总债务规模增长较快，使得总债务占总资本的比重有一定上升。

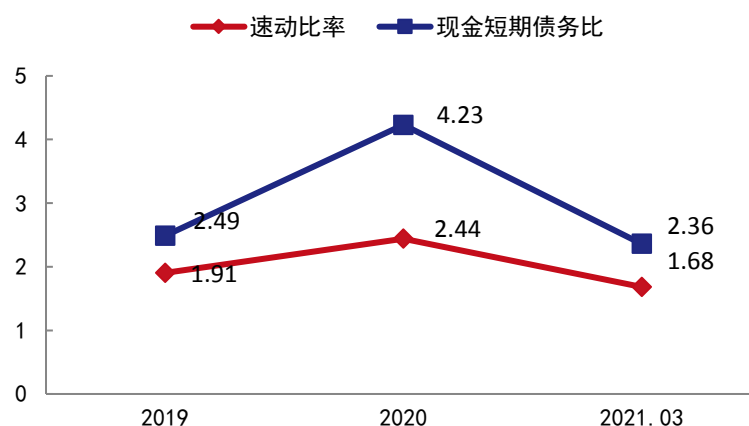
表 12 公司杠杆状况指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	38.31%	31.82%	29.80%
净债务/EBITDA	--	-1.52	0.24
EBITDA 利息保障倍数	--	12.86	7.63
总债务/总资本	26.46%	22.35%	21.61%
FFO/净债务	--	-52.19%	230.16%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

得益于公司现金类资产的大幅增加，2020年末公司速动比率及现金短期债务比均有较明显的提升，2021年一季度，公司短期借款、应付票据融资有所增加及新增应付股权收购款，使得流动负债及短期债务规模均有所提升，2021年3月末，公司速动比率及现金短期债务比均下降较多，但速动比率及现金短期债务比仍较高。总体来看，总债务规模增长较快，且短期债务占比有所提高，但公司账上现金类资产规模较大，整体债务压力可控。根据公司提供的数据，截至2021年3月末公司获得的银行授信额度共计21.50亿元，未使用的授信额度为13.16亿元，必要时可为公司提供一定流动性支持。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月18日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

八、结论

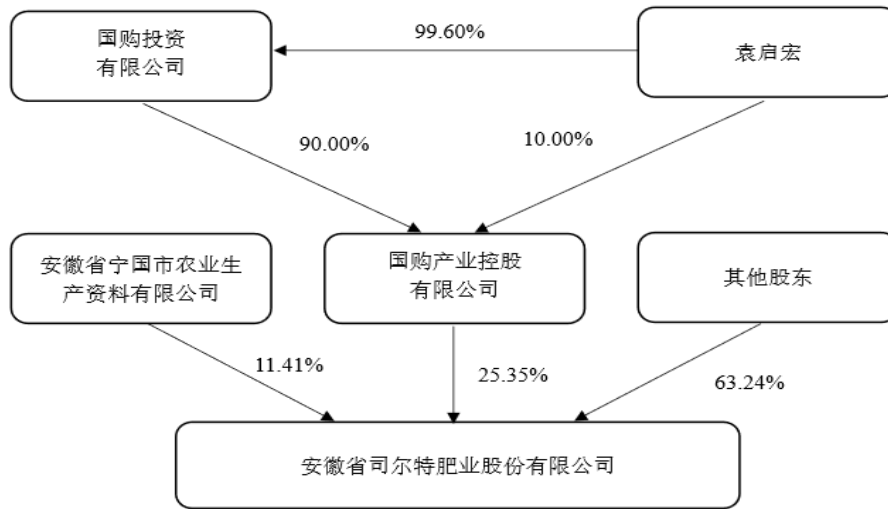
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	9.66	11.13	2.38	6.19
交易性金融资产	9.54	10.05	7.11	0.00
流动资产合计	34.15	33.82	27.09	22.93
固定资产	14.33	14.90	15.69	13.87
其他非流动资产	8.04	0.24	0.19	0.15
非流动资产合计	34.73	27.17	28.68	25.96
资产总计	68.88	60.98	55.77	48.89
短期借款	5.90	4.00	2.45	4.60
其他应付款（合计）	2.70	1.11	0.77	0.82
一年内到期的非流动负债	0.05	0.04	0.01	2.03
流动负债合计	16.60	11.89	9.32	12.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	6.90	6.82	6.52	0.01
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	9.79	7.51	7.30	0.75
负债合计	26.39	19.40	16.62	13.03
总债务	15.29	11.97	10.80	8.31
归属于母公司的所有者权益	41.63	40.72	38.35	35.19
营业收入	7.69	37.92	30.16	31.27
净利润	0.91	3.01	2.51	3.12
经营活动产生的现金流量净额	-2.53	11.54	2.87	2.09
投资活动产生的现金流量净额	0.26	-10.21	-9.50	-1.76
筹资活动产生的现金流量净额	1.85	0.95	2.88	0.04
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	27.32%	20.87%	21.19%	24.53%
EBITDA 利润率	--	15.30%	13.24%	17.46%
总资产回报率	--	7.00%	6.60%	8.85%
资产负债率	38.31%	31.82%	29.80%	26.65%
净债务/EBITDA	--	-1.52	0.24	0.36
EBITDA 利息保障倍数	--	12.86	7.63	11.61
总债务/总资本	26.46%	22.35%	21.61%	18.82%
FFO/净债务	--	-52.19%	230.16%	196.20%
速动比率	1.68	2.44	1.91	1.19
现金短期债务比	2.36	4.23	2.49	0.86

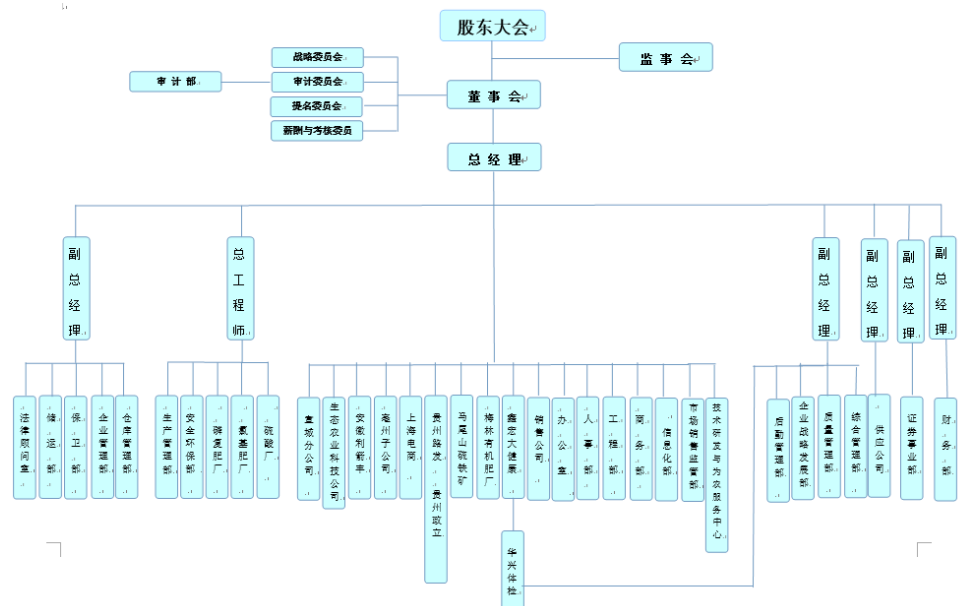
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
亳州司尔特生态肥业有限公司	1.00	100%	工业生产
安徽省育康生态肥业股份有限公司	0.10	100%	工业生产
安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司	2.00	100%	健康产业管理
宣城华信健康体检门诊部有限公司	0.13	100%	医疗保健服务
安徽利箭丰生态肥业有限公司	0.50	100%	工业生产
贵州政立矿业有限公司	0.60	55%	磷矿石开采
上海司尔特电子商务有限公司	1.00	100%	电子商务
安徽省司尔特生态农业科技有限公司	0.50	100%	工业生产

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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。