

安徽省司尔特肥业股份有限公司

2015 年公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：




中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【55】号 01

债券简称：15 司尔债
债券剩余规模：0.01 亿
元
债券到期日期：2020 年
11 月 19 日
债券偿还方式：到期一
次还本，附债券存续期
第三年末投资者回售选
择权

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

安徽省司尔特肥业股份有限公司 2015 年公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 05 月 25 日	2019 年 06 月 24 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 2015 年 11 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：跟踪期内公司三元复合肥业务仍表现稳定，上游产业链进一步完善，经营活动现金流表现较好；同时中证鹏元也关注到，公司存在控制权变化的风险，终端产能消化情况仍不理想及健康产业发展存在一定市场风险和管理风险等不利因素。

正面：

- 公司三元复合肥业务仍表现稳定。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，为公司三元复合肥业务的稳定发展提供了保障，2019 年三元复合肥实现销量 85.98 万吨，实现销售收入 16.77 亿元，业务稳定性较好。
- 上游产业链进一步完善。2019 年公司年产 38 万吨硫铁矿项目投产，同期公司对贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）增资 2.00 亿元，持股比例由 20% 上升至 40%，进一步向上游产业链延伸，提升了原材料的供应保障。
- 公司经营现金流表现较好。公司下游客户主要为中小经销商，销售回款情况较好，近年经营活动现金流持续净流入，2019 年净流入规模增至 2.87 亿元，较上年增长 37.39%。

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%。公司冻结股份的处置可能会带来控制权变化的风险。
- **产能消化情况仍不理想。**截至 2019 年末，公司三元复合肥产能合计 140 万吨/年，全年产能利用率为 63.12%，产能利用水平仍较低，同期磷酸一铵出口量减少明显，全年产能利用率下滑至 88.66%，较上年下降 10.68 个百分点。
- **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。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 3 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	573,601.24	557,703.46	488,912.56	449,171.45
归属于母公司所有者权益合计	389,597.13	383,513.36	351,865.21	332,695.26
有息债务	122,690.94	107,958.42	83,134.88	60,613.60
资产负债率	30.68%	29.80%	26.65%	24.70%
流动比率	2.88	2.91	1.87	3.72
速动比率	2.28	1.91	1.19	2.88
营业收入	85,808.52	301,593.17	312,680.86	260,272.12
营业利润	7,242.90	30,379.05	36,823.97	25,106.01
净利润	6,100.18	25,050.44	31,238.22	21,494.45
综合毛利率	18.78%	21.19%	24.53%	20.63%
总资产回报率	-	6.60%	8.85%	6.09%
EBITDA	-	51,122.89	57,005.73	40,537.07
EBITDA 利息保障倍数	-	9.77	12.13	11.79
经营活动现金流净额	55,409.79	28,705.23	20,892.52	4,507.60

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

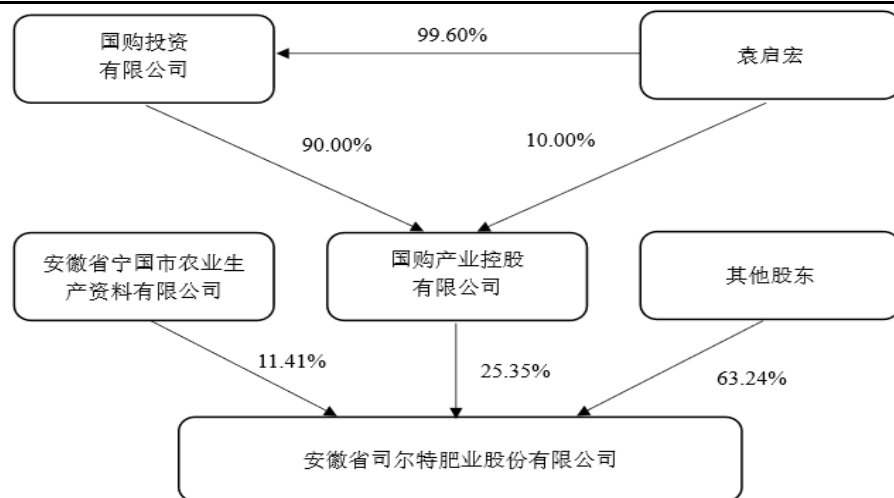
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年11月19日发行5年期3亿元公司债券，募集资金原计划用于补充公司流动资金和偿还银行贷款。截至2019年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

公司可转债自2019年10月14日起开始转股，截至2020年3月末，已累计转股6.81万元。受可转债转股影响，2020年3月末公司注册资本增至71,813.13万元。跟踪期内公司股权关系未发生变动，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¹。根据公司2019年8月28日公告，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²，占其所持公司股份的 100%，占公司总股本的 25.35%。截至2020年4月末，公司股权结构及实际控制关系如下。

图1 截至2020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

2019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

¹ 公司未提供控股股东及实际控制人征信报告。

² 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、产业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。

至2019年末，公司纳入合并报表范围内子公司共8家（详见附录二），2019年公司合并范围子公司变动情况如下。

表1 2019年公司纳入合并报表范围子公司变动情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	变更方式
宣城华信健康体检门诊部有限公司	100.00%	1,300.00	医疗保健服务	收购
安徽省司尔特生态农业科技有限公司	100.00%	5,000.00	生物有机肥生产	新设
安徽省鑫宏健康管理有限公司	100.00%	2,000.00	健康产业管理	注销

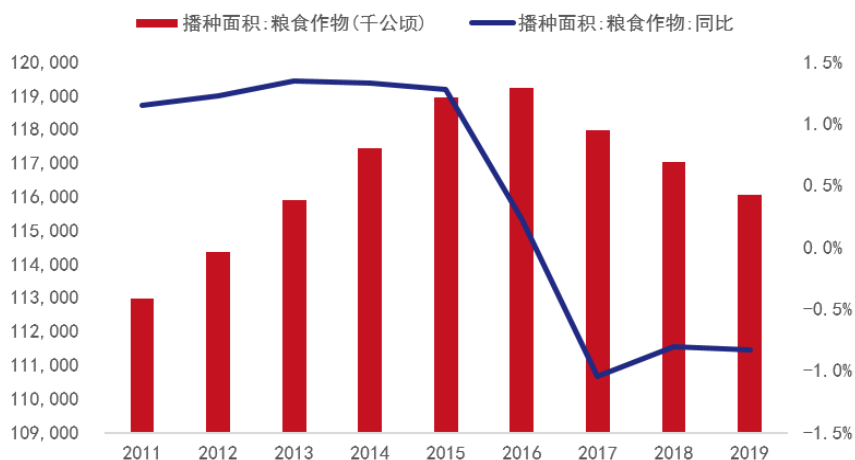
资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

近年全国粮食播种面积持续下滑，对化肥施用形成一定不利影响，但复合肥施用量持续增长，且当前国内化肥行业复合化率仍较低，预计未来复合肥仍有一定增长空间

2010年至2016年我国农作物播种面积随农作物价格的持续攀升不断增长，但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。根据国家统计局数据，2019年全国粮食播种面积为116,064千公顷，同比下滑0.83%。

图2 近年全国粮食作物播种面积持续下降

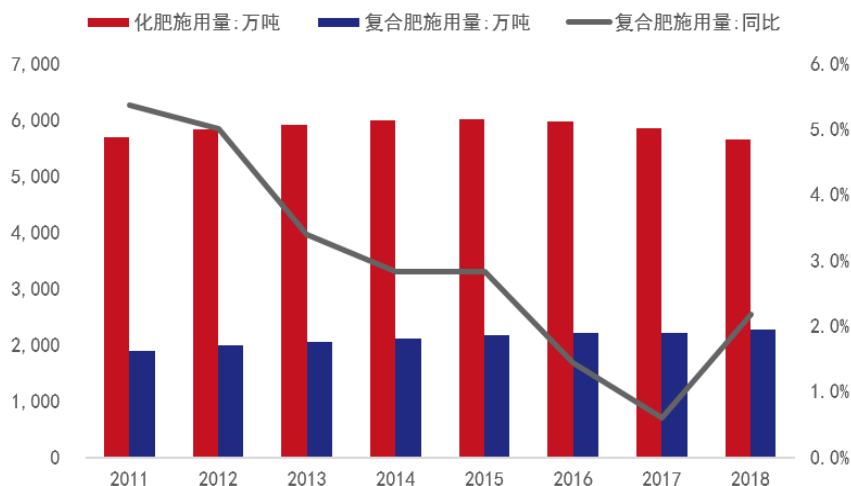


数据来源：国家统计局，中证鹏元整理

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，复合肥施用量增长率同样有较大下滑，但整体增速高于化肥施用量增长率。在化肥施用零增长及提质增效的背景下，叠加播种积极性受粮价低迷影响持续下滑等因素，预计未来化肥消费总量将延续下滑态势。复合肥施用方面，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：Wind，中证鹏元整理

2019年国内氮肥、钾肥、硫酸等原材料价格持续下行，复合肥价格随之下滑，下游农需疲软，经销商观望情绪浓厚，行业整体利润空间受到小幅压缩

复合肥原材料主要包括硫酸、氯化钾（钾肥）、尿素（氮肥）等。尿素市场方面，2019年国内环保政策边际放松，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，2019年1-10月全国累计生产氮肥3,097万吨，同比增长6.6%，系2017年以来首次增长。价格方面，受产能回升影响，2019年氮肥价格整体上回落明显，仅4月份春耕备肥阶段有所反弹，之后受供给冲击影响，价格持续向下，夏季追肥阶段也没有出现往年的反弹行情。预计在产能供给回升、国内需求稳定及国外出口受阻等因素综合作用下，2020年国内氮肥价格仍将延续下降趋势。

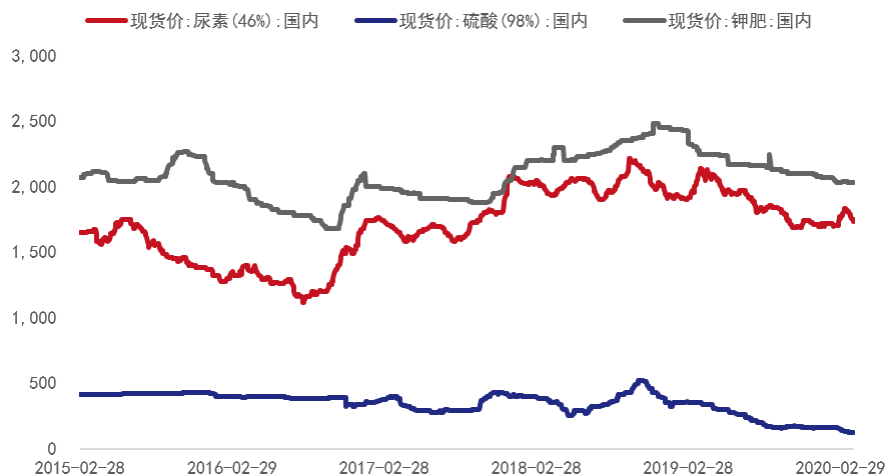
硫酸市场方面，2019年国内硫酸产能过剩依然严重，且部分地区硫酸产能仍在不断增加，同期下游磷肥厂商开工率较2018年下滑明显，整体开工率不足50%，叠加上游硫磺价格大幅下滑影响，全年硫酸价格持续下滑，预计短期内仍将维持低位。

钾肥市场方面，2018年底国内钾肥价格在大合同价上调后升至高位，2019年初国内钾肥产量小幅增长，国际钾肥到货量不断增加，经销商出货意识不断增强，价格连续下跌，4月份以来，国产钾肥产量趋稳，国际钾肥到港减少，钾肥价格整体保持缓慢下行态势。目前来看，国内钾肥供给充足，经销商库存仍处高位，国际市场空头强势，预计后续价格

延续下行。

整体上看，2019年国内复合肥原材料价格均有所回落，复合肥厂商成本端压力有所缓解，当前国内单质肥受新冠疫情影响出口受阻明显，出口转内需较为迫切，预计短期内复合肥上游成本压力将进一步下降。

图4 2019年复合肥主要原材料价格均有所回落



数据来源: Wind, 中证鹏元整理

受行业产能过剩、原材料价格整体走低、经销商前期备肥亏损挫伤备肥积极性等因素影响，国内复合肥价格在2019年以来同样呈现走低态势，其中45%氯基复合肥价格由2019年年初的2,100.00元/吨下滑至年末的1,900.00元/吨，降幅约9.52%，45%硫基复合肥价格由年初的2,400.00元/吨下滑至年末的2,100.00元/吨，降幅约12.50%，尤其在在四季度冬储阶段，经销商观望情绪浓厚，复合肥价格快速下跌。

2019年磷肥、氮肥、硫酸等价格有所下滑，同时海外磷酸一铵产能集中释放，国内磷酸一铵出口受阻，全年磷酸一铵出口量为239.09万吨，同比下滑3.98%，出口金额为9.09亿美元，同比下滑9.89%，综合导致磷酸一铵价格大幅下滑，由年初的2,183.33元/吨下滑至年末的1,800.00元/吨，降幅约17.56%。2020年一季度受新冠疫情影响，湖北地区磷化工产能受限，市场供给紧缺，磷酸一铵价格快速上行，但随着复工复产逐步推进，叠加海外疫情爆发导致出口受阻因素，预计后续磷酸一铵价格回升空间有限。

整体上看，2019年复合肥价格随上游原材料价格回落同步下滑，经销商观望情绪浓厚，叠加农需疲软，下游议价能力上升，行业整体利润空间受到小幅压缩。

图5 2019年复合肥及磷酸一铵价格降幅较大



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, 根据卓创资讯统计, 2019年国内复合肥企业年均开工率为40.28%, 较上年微增0.64个百分点, 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2019年营业收入为30.16亿元, 同比下降3.55%, 其中, 三元复合肥销售收入保持稳定, 磷酸一铵收入因出口受阻下降21.65%, 系营业收入下降的主要原因, 磷石膏等副产品销售有所增长, 磷矿石因公司内部消耗增加导致合并口径收入有所下降, 同期新增医疗服务收入, 但收入规模较小, 此外其他业务收入大幅增长, 主要系应下游客户需要, 新增一笔贸易性业务。公司2019年前三季度综合毛利率受主营产品价格下跌影响不断下滑, 四季度因年底供应商返利汇算清缴原因有所反弹, 全年综合毛利率为21.19%, 较上年下滑3.34个百分点。

公司2020年一季度实现营业收入8.58亿元, 同比增长65.64%, 主要系湖北地区化肥产能受新冠疫情影响下降严重, 下游经销商更换货源, 公司三元复合及磷酸一铵销售收入大

幅增长所致，同期综合毛利率为18.78%。但考虑到一季度业绩增长主要系外部原因导致，随着湖北地区逐步复工复产，该增长并不具备可持续性。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
三元复合肥	45,686.74	18.12%	167,690.50	21.03%	166,597.08	22.14%
磷酸一铵	34,482.61	17.02%	95,784.59	19.63%	122,257.37	25.41%
其他副产品	3,941.83	33.41%	18,953.53	26.58%	12,595.51	21.34%
磷矿石	1,438.82	28.33%	7,354.74	58.89%	9,563.39	52.97%
医疗服务	27.19	54.95%	172.32	32.58%	0.00	-
其他	231.33	100.00%	11,637.49	3.38%	1,667.51	59.77%
合计	85,808.52	18.78%	301,593.17	21.19%	312,680.86	24.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司三元复合肥销量稳中有增，磷酸一铵销量有所下降，综合毛利率均有所回落

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。2019年公司化肥销售规模136.68万吨，同比下降4.79%。其中，三元复合肥销售85.98万吨，同比上涨3.64%，产销率为97.30%；磷酸一铵销售50.70万吨，同比下降16.32%，产销率（不含自用）为67.28%，同比下降4.48个百分点，主要系海外磷酸一铵产能大幅提升，导致国内出口受阻所致。销售价格上，受农需下滑、出口受阻、单质肥价格下跌等多重因素影响，公司三元复合肥、磷酸一铵销售价格同比均有所回落，产品毛利率分别下滑至21.03%和19.63%，同比分别下降1.11个百分点和5.78个百分点，综合影响下，公司当年综合毛利率下滑至21.19%，较上年下降3.34个百分点。

2019年公司磷石膏等其他副产品实现营业收入1.90亿元，较上年增长50.49%，毛利率水平较上年回升5.24个百分点至26.58%。

表3 2018-2019年公司主营产品销售情况

产品名称	项目	2019年	2018年
三元复合肥	销量（万吨）	85.98	82.96
	平均价格（元/吨）	1,950.46	2,008.16
	产销率	97.30%	92.36%
磷酸一铵	自用（万吨）	18.72	23.31
	外销（万吨）	50.70	60.59
	平均价格（元/吨）	1,889.05	2,017.78
	产销率（不含自用）	67.28%	71.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司经销模式未发生改变，三元复合肥的主要客户仍为中小型经销商，分散度较高，因此大客户全部为大宗采购磷酸一铵的客户。2019年磷酸一铵出口受阻明显，导致国内磷酸一铵短期供给过剩，大客户集中采购磷酸一铵的规模也有所减少，2019年公司前五大客户合计销售规模3.35亿元，同比下降16.67%，前五大客户合计销售额占磷酸一铵全年销售额比例为34.99%，客户集中度较低。

表4 2018-2019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
2019年	客户一	15,802.64	16.50%	5.24%	磷酸一铵
	客户二	5,309.77	5.54%	1.76%	磷酸一铵
	客户三	4,224.69	4.41%	1.40%	磷酸一铵
	客户四	4,197.57	4.38%	1.39%	磷酸一铵
	客户五	3,985.12	4.16%	1.32%	磷酸一铵
	合计	33,519.80	34.99%	11.11%	-
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%	-

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国家及中东地区，但2019年海外磷酸一铵产能大幅提升，导致国内出口受阻，全年公司磷酸一铵出口总量9.22万吨，同比减少49.43%，出口销售收入1.88亿元，同比下降49.93%，占当年磷酸一铵销售收入比例为19.59%，较上年下降11.07个百分点。

表5 2018-2019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）
2019年	磷酸一铵	92,203.00	2,035.48	18,767.11
2018年	磷酸一铵	182,344.00	2,055.62	37,482.93

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司复合肥产业链上游产能进一步完善，但复合肥产能利用率较低，仍面临较大产能消化压力，同时磷酸一铵产能利用率受出口减少影响有所下降

公司目前拥有安徽宁国、宣城、亳州三大化肥生产基地³与宣城马尾巴山硫铁矿山、贵州开阳磷矿山。2019年公司终端产品产能和中间产品产能较2018年均没有发生变化，上游矿石产能有所增长，主要系马尾巴山硫铁矿项目投产，新增硫铁矿产能38万吨/年，但目前

³ 此前公司筹备的江西生产基地因战略调整已暂停。

该产能处于前期开采阶段，开采量较少，项目资金平衡主要依赖于采矿过程中所伴生的稀有金属销售收入。截至2019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2019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	40	55	4	65	30	-	-
宣城	40	30	-	50	15	-	-
亳州	60	-	-	-	-	-	-
马尾矿	-	-	-	-	-	38	-
贵州政立	-	-	-	-	-	-	40
合计	140	85	4	115	45	38	40

注：NPK 即三元复合肥，MAP 即磷酸一铵。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，2019年产能利用率分别63.12%和88.66%，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，磷酸一铵产能利用率同比下滑10.68个百分点，主要系出口销量下滑所致。

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87.04%和86.49%，硫酸产能利用率同比小幅提升，磷酸产能利用率同比下降7.26个百分点，主要系磷酸一铵生产减少，配套磷酸生产随之减少。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，硫酸产能有一定不足，2019年自给率为83.46%，同比提升7.04个百分点，主要系硫酸产量提升以及下游磷酸生产所需下滑共同导致。

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。2019年公司实际磷矿石开采量为46.34万吨，产能利用率为115.85%，产能利用水平较高。2019年公司磷矿石自给率为13.16%，较上年提升7.27个百分点，外购需求依然突出。

表7 2018-2019年公司产能利用率情况

产品类型	产品名称	项目	2019年	2018年
终端产品	三元复合肥	产能（万吨）	140.00	140.00
		产量（万吨）	88.37	89.82
		产能利用率	63.12%	64.16%

	磷酸一铵	产能 (万吨)	85.00	85.00
		产量 (万吨)	75.36	84.44
		产能利用率	88.66%	99.34%
中间产品	硫酸	产能 (万吨)	115.00	115.00
		产量 (万吨)	100.10	98.39
		产能利用率	87.04%	85.56%
		自给率	83.46%	76.42%
	磷酸	产能 (万吨)	45.00	45.00
		产量 (万吨)	38.92	42.19
		产能利用率	86.49%	93.75%
		自给率	100.00%	100.00%
上游矿石	磷矿石	产能 (万吨)	40.00	40.00
		产量 (万吨)	46.34	44.78
		产能利用率	115.85%	111.95%
		自给率	13.16%	5.89%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建产能方面，截至2019年末公司主要正在建设的项目为年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目，即“司尔转债”的募投项目，考虑到该项目募集资金已全部到位且暂时主要以现金类资产进行存管，后续资金压力一般。

表8 截至2019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
年产65万吨新型肥料和40万吨土壤调理剂项目	100,313.04	9,767.59	-	有机肥、水溶肥、土壤调理剂	2021年5月

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。但同时需注意，目前公司三元复合肥产能利用率较低，待后续可转债募投项目建成投产，公司将面临更大的产能消化压力。

2019年上游原材料采购均价及采购金额均有所下降，原材料入库到产成品出库的较长间隔导致主营业务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，2019年公司马尾巴硫铁矿项目投产，但当年实际产量较少，公司生产所需硫铁矿仍主要依赖于外购，2019年采购量为65.24万吨，采购总额为1.76亿元，较上年均有小幅减少。

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主要依赖于外购，2019年采购规模为127.12万吨，采购金额为5.63亿元。2019年7月公司以2.00亿元对贵州路发进行增资，持股比例由20%提升至40%，贵州路发所拥有的矿区储量较大，且属于富矿区，随着持股比例的进一步提升，公司磷矿石采购的保障程度将随之上升。

2019年公司钾肥采购总量为19.01万吨，同比下降6.09%，采购总额为3.69亿元，占采购比重为16.77%，采购单价仍维持较高水平，主要系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。

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。2019年公司合成氨采购数量为13.82万吨，采购总额为3.89亿元，占采购比重17.67%。

中间产品采购主要集中在硫酸上，2019年公司磷酸产量下降，对硫酸的采购需求随之减少，全年硫酸采购总量为19.91万吨，同比减少34.45%，采购总额0.45亿元，同比下降44.39%。

整体上看，2019年公司上游原材料采购价格均有所回落，采购总额随之下降，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，导致在上游价格持续下滑过程中，公司主营业务毛利率不断下降。

表9 2018-2019年公司主要原材料采购情况

项目		2019年	2018年
硫铁矿	数量（吨）	652,384.19	664,979.45
	金额（万元）	17,639.69	18,830.68
	平均单价（元/吨）	270.39	283.18
	占采购比重	8.01%	6.93%
磷矿石	数量（吨）	1,271,228.02	1,862,856.28
	金额（万元）	56,272.64	82,983.87
	平均单价（元/吨）	442.66	445.47
	占采购比重	25.56%	30.54%
氯化钾	数量（吨）	190,149.11	202,488.43
	金额（万元）	36,934.12	39,830.30
	平均单价（元/吨）	1,942.38	1,967.04
	占采购比重	16.77%	14.66%
合成氨	数量（吨）	138,190.12	152,030.73
	金额（万元）	38,899.45	44,397.03
	平均单价（元/吨）	2,814.92	2,920.27

	占采购比重	17.67%	16.34%
硫酸	数量（吨）	199,056.08	303,679.00
	金额（万元）	4,516.12	8,121.21
	平均单价（元/吨）	226.88	267.43
	占采购比重	2.05%	2.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从采购对象看，2019年公司前五大供应商合计采购金额为8.13亿元，同比下降11.28%，占采购总额的比例为37.93%，较上年提升4.64个百分点，供应商集中度有所上升。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 2018-2019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
2019年	供应商一	28,873.72	13.48%	氯化钾
	供应商二	18,288.87	8.54%	磷矿石
	供应商三	17,890.22	8.35%	磷矿石
	供应商四	9,985.95	4.66%	氯化钾
	供应商五	6,217.79	2.90%	磷矿石
	合计	81,256.55	37.93%	-
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%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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，另一方面积极探索医疗健康产业的发展途径，实现从无到有的突破。

根据公司2019年7月26日公告，公司完成了位于宣城市的健康产业基地大楼的主体建设，后续公司将依托该基地建设住检一体化的体检中心，该体检中心预计总投资0.96亿元，截至2019年末，该项目工程施工部分已全部完成，正在进行设备安装调试。

根据公司2019年10月16日公告，公司子公司安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司（以下简称“鑫宏健康”）与宣城东晨健康产业管理有限公司（以下简称“东晨健康”）、方万鹏签订股权转让协议，鑫宏健康以现金购买东晨健康和方万鹏持有的宣城华信健康体检门诊部有限公司100%股权及相应权益，双方协定转让价格3,050.00万元。目前公司已建立

了健康大楼，该收购将有利于有效整合上述资源，发挥整体效应和竞争优势，加快推进项目扩建和发展，提升盈利能力。

综合来看，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“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2018年审计报告、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年审计报告和未经审计的2020年一季报，报告均采用新会计准则编制。2019年公司纳入合并报表子公司变动情况详见表1，截至2019年末，公司合并范围子公司共8家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

2019年公司资产规模进一步增长，资产流动性尚可，但长期股权投资出现减值情形

随着可转债的成功发行，2019年公司资产规模增至55.77亿元，同比增长14.07%，2020年3月末进一步增至57.36亿元，且募集资金主要以现金类资产进行存管，流动资产占比明显上升。

截至2019年末，公司流动资产账面价值27.09亿元，同比增长18.15%，其中货币资金账面余额2.38亿元，其中银行存款2.36亿元，其他货币资金0.02亿元，其他货币资金主要为各类保证金。2019年末公司新增交易性金融资产7.11亿元，主要系公司以可转债募集资金购买的银行理财产品和结构性存款。预付款项主要是公司采购原材料所预付的货款，2019年末账面价值4.79亿元，同比减少15.25%，预付款项对资金的占用有所缓解。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82.33%，预付款项集中度较高，但坏账风险不大。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，2019年末账面价值合计

9.34亿元，同比增长12.00%，主要系年末经销商观望情绪浓厚，产品销售不畅所致。2020年3月末，随着春耕施肥需求上升，叠加复产复工受新冠疫情影响有所延后，公司存货规模大幅下降至6.17亿元。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	73,352.50	12.79%	23,831.61	4.27%	61,943.94	12.67%
交易性金融资产	80,643.49	14.06%	71,052.19	12.74%	0.00	0.00%
预付款项	41,454.36	7.23%	47,884.08	8.59%	56,500.71	11.56%
存货	61,672.77	10.75%	93,405.11	16.75%	83,399.61	17.06%
流动资产合计	295,232.43	51.47%	270,941.86	48.58%	229,314.54	46.90%
长期股权投资	54,938.22	9.58%	56,149.69	10.07%	39,533.29	8.09%
固定资产	153,538.19	26.77%	156,853.95	28.12%	138,658.21	28.36%
无形资产	39,873.04	6.95%	40,195.47	7.21%	35,384.25	7.24%
非流动资产合计	278,368.82	48.53%	286,761.60	51.42%	259,598.02	53.10%
资产总计	573,601.24	100.00%	557,703.46	100.00%	488,912.56	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季度，中证鹏元整理

2019年末公司非流动资产账面价值合计28.68亿元，同比增长10.46%，其中长期股权投资5.61亿元，同比增长42.03%，主要是公司持有贵州路发实业有限公司（以下简称“贵州路发”）的股权，2019年公司对贵州路发追加投资2.00亿元，但同期贵州路发因环保限产出现亏损，公司按权益法确认投资损失0.37亿元。固定资产主要包括房屋及建筑物资产和机器设备资产，2019年末账面价值合计15.69亿元，同比增长13.12%，主要系在建工程的完工转入所致。公司无形资产主要包括土地使用权和采矿权，其中土地使用权主要是公司厂房及办公楼的建设用地，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山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，2019年末无形资产账面价值合计4.02亿元，同比上升13.60%，主要系新增硫铁矿采矿权所致。

综合来看，跟踪期内公司资产规模进一步增长，流动资产占比继续上升，资产流动性尚可，但投资标的出现亏损，长期股权投资仍存在减值可能。

资产运营效率

跟踪期内公司存货规模上升导致净营业周期有所延长，同时资产规模进一步增长，但收入规模未随之增长，整体资产运营效率有所下降

公司下游客户以中小经销商为主，因此应收账款及应收票据规模不大，2019年公司应

收账款及应收票据周转率仍保持较高水平，下游占款风险可控。同期应付账款、应付票据及存货规模有所增长，对应周转天数均有所上升，其中应付账款及应付票据周转天数同比增加7.44天至57.75天，公司对上游占款有所增加，存货周转天数同比增加36.32天至133.89天，存货周转效率下降。2019年公司净营业周期为100.06天，较上年增加29.19天，净营业周期大幅增加，但整体运营效率一般。

2019年公司流动资产和固定资产规模均有所增长，同期营业收入基本稳定，综合影响下，流动资产周转天数较上年增长52.51天至298.57天，固定资产周转天数较上年增长24.81天至176.37天，总资产周转天数由上年的540.02天增至624.65天，主要系2019年新增增量资产尚未转化为经营性资产，拉低了总体资产的周转效率。

表12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款及应收票据周转天数	23.93	23.60
存货周转天数	133.89	97.57
应付账款及应付票据周转天数	57.75	50.31
净营业周期	100.06	70.87
流动资产周转天数	298.57	246.06
固定资产周转天数	176.37	151.56
总资产周转天数	624.65	540.02

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入规模及综合毛利率受磷酸一铵销售波动影响均有所下滑，整体盈利能力有一定下降

公司2019年实现营业收入30.16亿元，同比小幅下降3.55%，主要系海外供给上升，磷酸一铵出口下降所致。2019年化肥行业产品价格呈下降趋势，上游原材料氮肥、钾肥、硫酸等价格均出现不同程度下滑，复合肥价格随之下降，公司三元复合肥销售毛利率同比小幅下滑1.11个百分点至21.03%。同期磷酸一铵出口受阻，短期内供过于求导致产品价格大幅下滑，毛利率同比大幅下降5.78个百分点至19.63%，大幅拉低了公司综合毛利率水平。2019年公司综合毛利率为21.19%，同比下降3.34个百分点。2020年1-3月公司营业收入规模为8.58亿元，同比增长65.64%，主要系湖北地区化肥产能受新冠疫情影响下降严重，下游经销商更换货源，公司三元复合肥、磷酸一铵销售均大幅提升。

2019年公司销售费用有所减少，管理费用和财务费用有所增加，研发支出保持稳定，期间费用总额同比变化不大。但同期公司营业收入小幅下滑，期间费用率由上年的12.75%

上升至13.23%，期间费用率的上升挤占了公司的盈利空间。此外，2019年公司追加对贵州路发长期股权投资2.00亿元，贵州路发当年出现亏损，该投资按权益法确认损失0.37亿元，同期公司收到政府补贴0.23亿元，收到土地收储补偿款0.97亿元，综合影响下，2019年公司营业利润3.04亿元，同比减少17.50%，利润总额及净利润均有所下滑。

2019年公司总资产回报率及净资产收益率分别为6.60%和6.68%，较上年分别下滑2.25个百分点和2.29个百分点，公司总资产及净资产虽持续增长，但新增资产经营性较弱，无法有效形成收入及利润，整体盈利能力同比有一定下降。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-3月	2019年	2018年
营业收入	85,808.52	301,593.17	312,680.86
营业利润	7,242.90	30,379.05	36,823.97
利润总额	7,143.15	29,320.36	36,794.93
净利润	6,100.18	25,050.44	31,238.22
综合毛利率	18.78%	21.19%	24.53%
期间费用率	9.94%	13.23%	12.75%
营业利润率	8.44%	10.07%	11.78%
总资产回报率	-	6.60%	8.85%
净资产收益率	-	6.68%	8.97%
营业收入增长率	65.64%	-3.55%	20.14%
净利润增长率	36.19%	-19.81%	45.33%

资料来源：公司2018-2019年审计报告和未经审计的2020年一季度，中证鹏元整理

现金流

公司营运资本增幅回落，经营活动现金流同比改善，当前公司账上现金类资产较多，整体资金压力不大

2019年公司实现净利润2.51亿元，同比下降19.81%，但同期公司固定资产折旧、无形资产摊销等非付现费用增加较多，扣除非经营损益影响，2019年公司营运现金流较上年减少22.79%至3.87亿元，净利润转化为现金的能力尚可。同时我们也注意到，2019年公司存货增加较多，营运资本较上年有所增加，但增量较上年有明显减少，2019年公司经营活动产生的现金流量净额同比回升37.39%至2.87亿元。

2019年公司投资活动主要集中于理财投资方面，当年共收回理财投资现金（含投资收益）5.05亿元，结合闲散自有资金，合计投资购买理财产品的现金13.50亿元，投资的产品主要系银行理财产品。同期，公司收到土地收储补偿款0.97亿元。此外，随着可转债募投项目建设的持续推进，2019年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出2.07亿元。

公司2019年投资活动现金净流出9.50亿元。

2019年公司筹资活动现金流入主要系银行借款及债券融资，合计取得现金15.34亿元，偿还债务、利息、支付股利等支出现金12.54亿元，全年筹资活动现金净流入2.88亿元。整体上看，2019年公司发行可转债后，账上现金类资产较多，资金压力不大。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	25,050.44	31,238.22
非付现费用	17,026.71	14,800.43
非经营损益	-3,384.83	4,073.53
FFO	38,692.32	50,112.18
营运资本变化	-9,987.08	-29,219.66
其中：存货减少（减：增加）	-9,987.05	-38,884.34
经营性应收项目的减少（减：增加）	7,099.46	278.89
经营性应付项目的增加（减：减少）	-7,099.49	9,385.80
经营活动产生的现金流量净额	28,705.23	20,892.52
投资活动产生的现金流量净额	-94,976.51	-17,645.66
筹资活动产生的现金流量净额	28,769.13	447.91
现金及现金等价物净增加额	-37,501.94	3,694.78

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模有所增长，资产负债率小幅提升，但整体债务压力可控

2019年末公司负债总额为16.62亿元，同比增长27.56%，主要系发行可转换公司债券所致。同期所有者权益随利润的不断累积增至39.15亿元，同比增长9.17%。2019年末公司产权比率为42.44%，较上年上升6.12个百分点，所有者权益对债务的覆盖仍较好。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	175,974.75	166,179.64	130,275.00
所有者权益	397,626.49	391,523.82	358,637.55
产权比率	44.26%	42.44%	36.32%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款余额为2.45亿元，同比减少46.85%，其中2.40亿元为信用借款，质押借款0.05亿元，质押资产为体检收入收费权。2019年末公司应付票据账面余额为1.82亿元，同比有小幅增加，全部是银行承兑汇票。公司应付账款主要分为与日常经营相关的应付款和与购建固定资产、在建工程相关的应付款，2019年末账面余额为2.30亿

元，较上年末增加26.12%，主要系与长期资产相关的应付款增长较快所致。预收款项全部是下游客户预付给公司的货款，2019年末账面余额为1.42亿元，同比增长126.69%，主要系年末客户预期磷复合肥售价将上涨、预付货款以锁定售价所致，考虑到预收款项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2019年末，公司其他应付款总额0.77亿元，同比减少6.06%，主要是应付股利、押金保证金、预提货物运费等。

公司非流动负债主要系应付债券，公司目前仍存续的债券包括“15司尔债”和“司尔转债”，2019年末账面余额合计6.52亿元，其中“15司尔债”余额为60.70万元，“司尔转债”余额为6.52亿元。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	29,704.00	16.88%	24,450.00	14.71%	46,000.00	35.31%
应付票据	27,000.00	15.34%	18,248.00	10.98%	16,787.78	12.89%
应付账款	12,702.96	7.22%	22,993.08	13.84%	18,231.54	13.99%
预收款项	20,050.24	11.39%	14,172.25	8.53%	6,251.83	4.80%
其他应付款	8,918.19	5.07%	7,711.42	4.64%	8,209.06	6.30%
流动负债合计	102,545.18	58.27%	93,165.68	56.06%	122,732.06	94.21%
应付债券	65,926.21	37.46%	65,199.72	39.23%	64.93	0.05%
非流动负债合计	73,429.58	41.73%	73,013.96	43.94%	7,542.94	5.79%
负债合计	175,974.75	100.00%	166,179.64	100.00%	130,275.00	100.00%
有息负债	122,690.94	69.72%	107,958.42	64.96%	83,134.88	63.81%

资料来源：公司2018-2019年审计报告和未经审计的2020年一季度报，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务余额为10.80亿元，同比增长29.86%，占负债总额的比重为64.96%，较上年提高1.15个百分点，其中2020年到期规模为4.28亿元，2022年及以后到期规模为6.52亿元。

表17 截至2019年12月31日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年及以后
短期借款	24,450.00	-	-
应付票据	18,248.00	-	-
一年内到期的非流动负债	60.70	-	-
应付债券	-	-	65,199.72
合计	42,758.70	-	65,199.72

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率为29.80%，较上年末提高3.15个百分点，但整体资产负债水平仍不高。2019年公司现金类资产随可转债的成功发行大幅增长，同期短期借款规模有所

下降，年末流动比率、速动比率分别升至2.91和1.91，流动资产对短期债务的覆盖能力有所提升。2019年公司EBITDA为5.11亿元，同比下滑10.32%，叠加有息债务规模增长影响，EBITDA利息保障倍数下滑至9.77倍，有息债务及债务总额较EBITDA倍数均有所上升，公司整体经营债务负担有小幅增加。但公司有息债务以“司尔转债”为主，考虑到其存续期较长，且存续期内存在债转股的可能，公司有息债务压力或弱于账面表现，整体债务负担可控。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	30.68%	29.80%	26.65%
流动比率	2.88	2.91	1.87
速动比率	2.28	1.91	1.19
EBITDA（万元）	-	51,122.89	57,005.73
EBITDA 利息保障倍数	-	9.77	12.13
有息债务/EBITDA	-	2.11	1.46
债务总额/EBITDA	-	3.25	2.29
经营性净现金流/流动负债	0.54	0.31	0.17
经营性净现金流/负债总额	0.31	0.17	0.16

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告和未经审计的 2020 年一季度报，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2017年1月1日至报告查询日（2020年4月26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；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

跟踪期内公司三元复合肥业务仍表现稳定，较完善的经销体系与经销网络为其业务发展提供了保障；年产38万吨硫铁矿项目投产，同期对贵州路发增资，上游产业链进一步完善；销售回款情况良好，经营活动现金流表现较好。

同时中证鹏元也关注到，公司控股股东持有公司的股权已全部被冻结，存在控制权变化的风险；三元复合肥产能利用率仍偏低，磷酸一铵受出口影响，产能利用率出现大幅下滑；健康产业发展存在一定市场风险和管理风险等不利因素。

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）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	73,352.50	23,831.61	61,943.94	57,903.98
预付款项	41,454.36	47,884.08	56,500.71	52,676.52
存货	61,672.77	93,405.11	83,399.61	44,515.26
流动资产合计	295,232.43	270,941.86	229,314.54	198,122.38
长期股权投资	54,938.22	56,149.69	39,533.29	39,828.01
固定资产	153,538.19	156,853.95	138,658.21	124,618.24
无形资产	39,873.04	40,195.47	35,384.25	33,776.62
非流动资产合计	278,368.82	286,761.60	259,598.02	251,049.07
资产总计	573,601.24	557,703.46	488,912.56	449,171.45
短期借款	29,704.00	24,450.00	46,000.00	0.00
应付票据及应付账款	39,702.96	41,241.08	35,019.32	30,931.55
一年内到期的非流动负债	60.73	60.70	20,282.17	0.00
流动负债合计	102,545.18	93,165.68	122,732.06	53,294.82
应付债券	65,926.21	65,199.72	64.93	50,073.60
非流动负债合计	73,429.58	73,013.96	7,542.94	57,633.48
负债合计	175,974.75	166,179.64	130,275.00	110,928.30
有息债务	122,690.94	107,958.42	83,134.88	60,613.60
所有者权益合计	397,626.49	391,523.82	358,637.55	338,243.14
营业收入	85,808.52	301,593.17	312,680.86	260,272.12
营业利润	7,242.90	30,379.05	36,823.97	25,106.01
净利润	6,100.18	25,050.44	31,238.22	21,494.45
经营活动产生的现金流量净额	55,409.79	28,705.23	20,892.52	4,507.60
投资活动产生的现金流量净额	-11,051.62	-94,976.51	-17,645.66	52,764.66
筹资活动产生的现金流量净额	5,094.01	28,769.13	447.91	-20,295.20
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款及应收票据周转天数	-	23.93	23.93	8.00
存货周转天数	-	133.89	97.57	76.74
应付账款及应付票据周转天数	-	57.75	50.31	34.82
净营业周期	-	100.06	70.87	49.93
流动资产周转天数	-	298.57	246.06	313.29
固定资产周转天数	-	176.37	151.56	162.77
总资产周转天数	-	624.65	540.02	639.09
综合毛利率	18.78%	21.19%	24.53%	20.63%
期间费用率	9.94%	13.23%	12.75%	12.04%

营业利润率	8.44%	10.07%	11.78%	9.64%
总资产回报率	-	6.60%	8.85%	6.09%
净资产收益率	-	6.68%	8.97%	6.94%
营业收入增长率	65.64%	-3.55%	20.14%	-7.64%
净利润增长率	36.19%	-19.81%	45.33%	-12.92%
资产负债率	30.68%	29.80%	26.65%	24.70%
流动比率	2.88	2.91	1.87	3.72
速动比率	2.28	1.91	1.19	2.88
EBITDA (万元)	-	51,122.89	57,005.73	40,537.07
EBITDA 利息保障倍数	-	9.77	12.13	11.79
有息债务/EBITDA	-	2.11	1.46	1.50
债务总额/EBITDA	-	3.25	2.29	2.74
经营性净现金流/流动负债	0.54	0.31	0.17	0.08
经营性净现金流/负债总额	0.31	0.17	0.16	0.04

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年一季度报，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
亳州司尔特生态肥业有限公司	亳州	亳州	工业生产	100.00	-	设立
安徽省育康生态肥业股份有限公司	亳州	亳州	工业生产	-	100.00	设立
安徽省鑫宏大健康产业管理有限公司	宣城	宣城	健康产业管理	100.00	-	设立
宣城华信健康体检门诊部有限公司	宣城	宣城	医疗保健服务	-	100.00	企业合并
安徽利箭丰生态肥业有限公司	宣城	宣城	工业生产	100.00	-	设立
贵州政立矿业有限公司	开阳县	开阳县	磷矿石开采	55.00	-	企业合并
上海司尔特电子商务有限公司	上海	上海	电子商务	100.00	-	设立
安徽省司尔特生态农业科技有限公司	宣城	宣城	工业生产	100.00	-	设立

资料来源：公司2019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
应收账款及应收票据周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款及应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
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

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。