

2016 年江苏辉丰农化股份有限公司

可转换公司债券 2019 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：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【681】号 01

债券简称：辉丰转债

债券剩余规模：
84,477.03 万元（截至
2019 年 3 月 29 日）

债券到期日期：2022 年
4 月 21 日

债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次

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制
造企业主体长期信用评
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

2016 年江苏辉丰农化股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	A+	A+
发行主体长期信用等级	A+	A+
评级展望	负面	负面
评级日期	2019 年 06 月 24 日	2018 年 08 月 23 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”）对江苏辉丰生物农业股份有限公司¹（以下简称“辉丰股份”或“公司”，股票代码：002496）及其 2016 年 4 月 21 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 A+，发行主体长期信用等级维持为 A+，评级展望维持为负面，将公司主体长期信用等级和“辉丰转债”信用等级移出信用评级观察名单。该评级结果是考虑到公司制剂车间及部分合成车间已逐步复产，且农药板块毛利率水平进一步提高；同时中证鹏元也关注到，公司资本实力同比下降，营业收入大幅下滑并严重亏损，油品、化学品贸易业务存在一定经营风险，经营业绩预亏，证监会对公司进行立案调查，公司及子公司因污染环境罪被东台市人民检察院提起公诉，被出具带有保留意见的审计报告等不利因素。

正面：

- 公司制剂车间及部分合成车间已逐步复产。2018 年 9 月 26 日制剂车间 J10、I10、I51 复产，同年 11 月 19 日，制剂车间 J30、J71、J80、J81 复产，2019 年 1 月 3 日，合成车间 B50、B60、B70、E10、C50、C60、C10、C20 复产，公司已部分恢复生产以及正常开展经营的子公司 2017 年实现收入 21.89 亿元，占当年公司合并收入的 55.39%。
- 农药板块毛利率水平进一步提高。2018 年公司农药及农药中间体产品销售价格大幅上涨，该板块毛利率较上年上升 11.14 个百分点至 37.18%。

¹ 2017 年 8 月 29 日公司名称变更为现用名。

关注:

- **公司资本实力同比下降。**受环保整改影响，2018 年公司计提较大规模资产减值准备，同时业务规模收缩导致经营性资产规模同比减少，截至 2018 年末，公司资产总计 59.61 亿元，较上年减少 26.59%，归属于母公司所有者权益合计 31.62 亿元，较上年减少 16.33%，公司资本实力有所下降。
- **公司营业收入大幅下滑并亏损严重。**受停产整改影响，2018 年公司农药板块产能利用率严重不足，产销规模同比大幅下降，全年营业收入为 25.19 亿元，同比下降 36.25%，净利润为-5.87 亿元，同比下降 234.91%，公司盈利能力受到大幅削弱。
- **油品、化学品贸易业务存在一定的经营风险。**2018 年公司新增储罐规模 16.2 万立方米，但化工行业环保检查力度趋严，市场贸易需求下降，油品、化学品贸易业务规模未随储罐规模提升而大幅增长，此外油品、化学品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，整体上看该业务存在一定的经营风险。
- **公司经营业绩预亏。**目前公司仍有部分合成车间及重要子公司尚未复产，且前期复产的合成车间因园区供热中断临时停产，具体复产时间尚不明确，对公司正常生产经营造成较大不利影响，基于上述情况，公司预计 2019 年 1-6 月经营业绩的净利润为-5,000 万元至 0 元。
- **证监会对公司进行立案调查。**公司于 2018 年 4 月 23 日收到中国证监会《调查通知书》（苏证调查字 2018029 号），因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，证监会决定对公司进行立案调查，目前立案调查尚未结束，如公司存在重大违法行为，公司股票可能被深圳证券交易所实施暂停上市。
- **公司及子公司因污染环境罪被东台市人民检察院提起公诉。**2018 年 12 月，子公司江苏科菲特生化技术股份有限公司（以下简称“科菲特”）因违反国家法规，触犯污染环境罪，由江苏省东台市人民检察院向江苏省东台市人民法院提起公诉；2019 年 3 月，公司因违反国家法规，触犯污染环境罪，由江苏省东台市人民检察院向江苏省东台市人民法院提起公诉，目前上述刑事诉讼尚在进行中，如公司及科菲特违法犯罪行为属实，将承担相应责任。
- **公司被出具带有保留意见的审计报告。**审计机构无法获取充分、适当的审计证据，以判断法院判决结果、中国证监会调查结果以及停产车间何时复产的不确定性程度，包括所计提的长期资产减值准备、环境污染赔偿及罚款支出以及环境管控与修复费用是否充分、适当。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
总资产	621,121.04	596,062.08	811,993.92	745,899.27
归属于母公司所有者权益合计	317,311.12	316,175.95	377,898.82	344,621.55
有息债务	155,588.07	133,075.69	275,036.21	224,506.23
资产负债率	45.07%	42.84%	48.25%	48.33%
流动比率	1.40	1.46	1.38	1.46
速动比率	0.93	0.90	0.98	1.06
营业收入	45,398.99	251,911.26	395,155.37	311,641.61
营业利润	928.54	-52,196.41	54,471.61	20,370.12
净利润	470.04	-58,733.00	43,534.60	16,904.74
综合毛利率	38.57%	34.86%	26.64%	21.14%
总资产回报率	-	-7.37%	7.56%	3.93%
EBITDA	-	-23,327.46	85,413.84	50,520.99
EBITDA 利息保障倍数	-	-2.18	9.62	7.01
经营活动现金流净额	8,400.22	113,343.74	55,034.14	-43,503.34

注：2017 年期末财务数据用 2018 年期初财务数据代替

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告和 2019 年一季报，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年4月21日发行6年期8.45亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产5,000吨草铵膦原药生产线技改项目、年产1,000吨抗倒酯原药生产线技改项目和年产2,000吨甲氧虫酰肼原药技改项目。截至2018年12月31日，本期债券募集资金余额为32,314.64万元。

二、发行主体概况

2018年，公司经营范围、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年3月末，公司控股股东、实际控制人均为仲汉根，公司前十大股东及持股情况详见下表。根据公司2019年一季报，公司控股股东、实际控制人仲汉根已质押其持有公司423,150,000股份，占其持有公司的股份数66.47%，占公司总股本的28.07%。

表1 截至2019年3月31日公司前十大股东及持股情况（单位：股）

股东名称	股东性质	持股比例	期末持股数量
仲汉根	自然人	42.23%	636,631,953
仲玉容	自然人	4.82%	72,604,100
江苏辉丰农化股份有限公司-第一期员工持股计划	其他	2.03%	30,595,320
唐中义	自然人	0.84%	12,606,576
张捷	自然人	0.54%	8,215,057
母灿先	自然人	0.44%	6,566,395
赵辰	自然人	0.43%	6,528,160
刘海波	自然人	0.41%	6,154,540
刘海涛	自然人	0.35%	5,229,811
陈红娟	自然人	0.32%	4,826,231

资料来源：公司2019年一季报，鹏元整理

2018年，公司合并报表范围减少子公司4家，无新增子公司情形，详见下表。

表2 2018年公司合并报表范围减少子公司情况（单位：万元）

子公司名称	股权处置比例	主营业务	处置方式
临沂市金源化工有限公司	22.50%	化工中间体生产销售	转让
上海博闰国际贸易有限公司	51.00%	进出口贸易	转让
盐城市致远化工有限公司	100.00%	化学原料和化学制品制造	转让
徐州长顺置业有限公司	98.00%	房地产开发、销售	转让

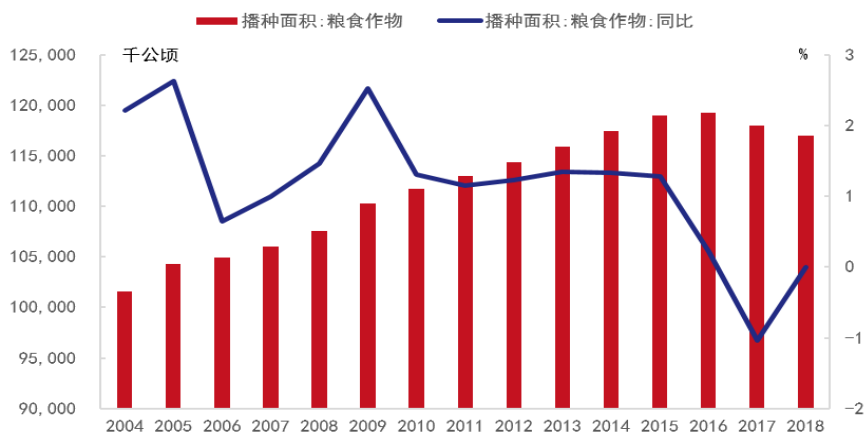
资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、运营环境

2018年全国粮食作物种植面积继续减少，农药施用量随之下降，同时出口数量受产能限制有所收缩，但出口金额受益于产品价格回升仍同比上涨

自2012年以来，包括大豆、大米、玉米等在内的主要粮食受高库存、取消粮补、取消最低收购价等因素影响，粮食价格持续低迷，价格跌幅普遍达40%左右，粮食价格的长期低迷降低了农作物种植的积极性。数据显示，2010年以来我国农作物播种面积增速已降至1%以下。同时，近年农业部加大农业供给侧改革力度，不断调整农业种植结构，2017年粮食作物种植面积下滑主要系东北玉米种植面积大幅缩减所致，2018年种植面积较上年进一步减少95.21万公顷，主要是国内谷物库存充足，谷物种植面积调减所致。整体上看，近年粮食作物播种面积持续下降，一定程度上抑制了农药施用需求。

图1 2018年全国粮食作物播种面积继续减少



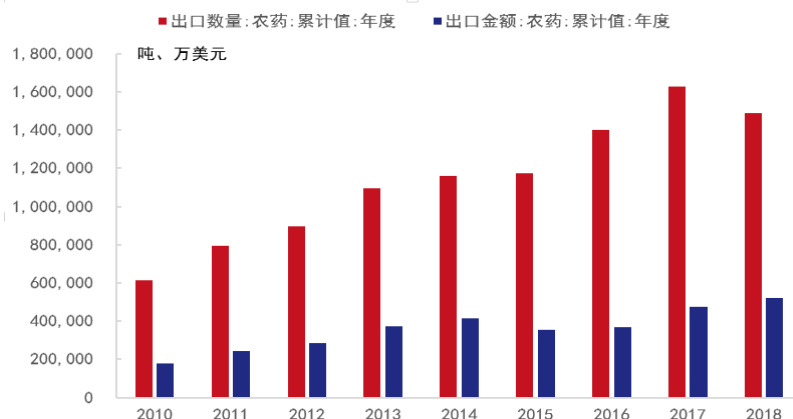
数据来源：国家统计局，Wind，中证鹏元整理

受农作物播种面积增速持续下滑影响，近年全国农药施用总量开始回落，根据中国农业农村部（以下简称“农业部”）数据，在“一控两减三基本”的政策导向下，2016年全国已实现农药使用量零增长，2017-2018年使用量继续下降。2017年6月，农业部发布《关于加强管理促进农药产业健康发展的意见》，明确提出有序淘汰低效、高毒农药，到2020年，新登记同质化产品数量减少30%，预计未来国内农药使用总量将延续下滑态势。

此外，我国农药市场结构以农药原药企业为主，主要系长期以来我国农药企业以给国外农药巨头代工为主，因此农药出口需求变化是影响农药市场需求的另一重要因素。根据海关总署数据，2018年农药出口数量约149万吨，同比减少8.59%，出口金额约52.27亿美元，同比增长9.71%，农药出口下滑主要受国内环保政策趋紧影响，原药及中间体产能大幅下降，供给不足导致出口规模下降，同时供需结构失衡抬升了产品价格，全年农药出口

金额在出口数量下滑的基础上实现了逆势增长。整体来看，虽然2018年国内农药出口数量同比下滑，但主要系受制于产能收缩，出口规模占同期国内农药总产量规模仍较大，短期内海外市场对国内农药生产仍有一定支撑作用。

图2 2018年农药出口数量下降但出口金额上涨

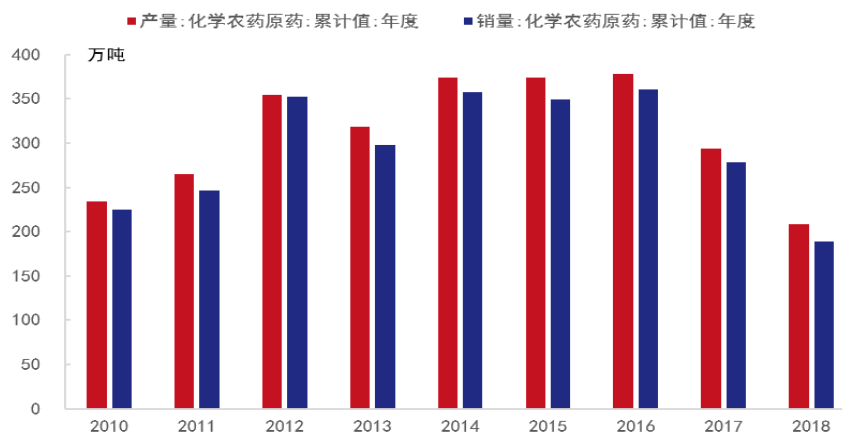


数据来源: Wind, 中证鹏元整理

受环保督查影响, 农药行业产能释放不足, 2018年全国农药原药产销量同比大幅下降; 同时供给短缺推升了农药产品价格, 有助于提升行业利润空间

随着农业部下发的《到2020年农药使用量零增长行动方案》贯彻执行的不深入, 近年国内农药使用量开始下降, 市场需求的下降对农药行业的生产销售形成抑制。此外, 环保限产压力日益上升, 环保督查常态化对低端、落后、高污染产能形成较强的监督作用, 行业限产停产成为常态。2018年全国农药原药产量及销量继续大幅回落, 其中产量约208.30万吨, 同比下降29.17%, 销量约189.25万吨, 同比下降约32.00%, 产量及销量均跌至近年最低水平。根据国家统计局最新数据, 2019年1-3月全国农药原药产销量分别为48.80万吨和23.47万吨, 同比分别下降25.72%和23.47%, 下滑态势明显。

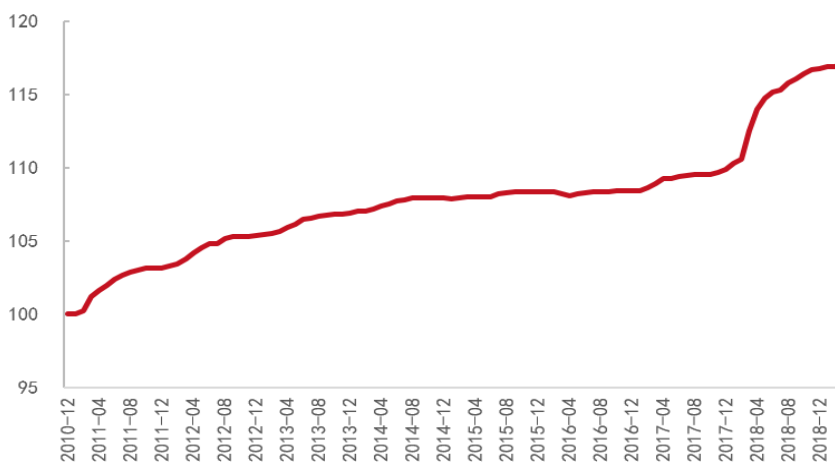
图3 2018年化学农药原药产销量同比大幅下滑



数据来源: Wind, 中证鹏元整理

价格方面，受环保限产、停产整改等因素影响，2018年国内农药原药、中间体等产能释放不足，市场供货能力大幅下滑，相关产品价格大幅攀升，通过农药及农药械价格指数可以看到，进入2018年后国内农药及农药械价格快速上涨，2019年一季度延续上涨态势。据中国农药网统计，部分产品受产能缩减影响呈翻倍增长，如咪鲜胺2018年末价格较年初增长约146.75%，烯草酮、功夫菊酯等多款除草剂、杀虫剂产品价格增幅在50%-80%之间，产品价格的大幅提升，有助于提升行业利润空间。同时，目前工信部已原则上不再新增农药生产企业备案，环保检查提高了农药企业的生产门槛，农药行业产能日趋紧缩，预计短期内原药价格或维持高位。

图4 2018年农药及农药械价格指数大幅上升



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2018年环保检查力度不减，叠加全国大范围开展安全整改，短期内部分产品供给大幅收缩，长期来看行业将面临深度整合，市场集中度有望提升。

为防控生态污染，提高农药利用率，近年国家先后出台了《到2020年农药使用量零增长行动方案》、《2016年农药专项整治行动方案》、《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》、《农药管理条例》、《关于加强管理促进农药产业健康发展的意见》、《排污许可证申请与核发技术规范农药制造业》等多项文件，旨在促进农药生产、销售、使用规范。2018年，农药二维码追溯系统正式实施，农药商品实现了农药信息互联互通、追根溯源、即时查询，提高了农药管理的信息化水平，加速了行业的净化力；5月农业农村部召开《农药管理条例》贯彻落实调度推进会，会议指出省级农业部门要在6月底之前全面启动农药生产许可和限制使用农药经营许可，市县级农业部门要在8月1日前全面启动农药经营许可；此外农业农村部公告自2019年3月25日起停止氟虫胺生产和使用，同时不再受理和批准含甲拌磷、涕灭威、水胺硫磷产品的新增农药登记申请和新增农药生产许可申请，并撤销非原药企业相关产品的农

药登记证。整体来看，国家通过多种途径促进农药行业健康有序发展。

环保及安全生产方面，2018年各地环保检查力度进一步加大，环保督查、环保回头看等检查持续开展，并成立了生态环境部，负责生态和城乡各类污染排放监管与行政执法，全国多个大型化工园已全年停产整改。此外，2018年国家全面推进沿海化工园区整治工作，江苏沿海城市连云港、盐城、南通三地化工园区的医药、农药和染料中间体项目被列入“禁止类，一律不准审批”及“淘汰类，已建项目要限期关停”两大类。2019年3月21日，盐城市响水化工园发生特大爆炸事故，4月4日，盐城市决定永久关闭响水化工园，江苏省人民政府办公厅也发布了关于征求《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》(以下简称“方案”)意见的紧急通知，方案指出，到2020年底，江苏省化工生产企业数量减少到2,000家，到2022年，全省化工生产企业数量不超过1,000家，沿长江干支流两侧1公里范围内、化工园区外的34家企业原则上2020年底前全部退出。除江苏外，包括山东、河北、浙江、福建等沿海省份在响水化工园爆炸事故后均开展了化工产业安全整治行动，化工企业环保、安全检查已逐渐全面化、常态化。

短期来看，环保高压叠加安全检查，原药、中间体等处于农药产业链上游且产废较多环节的供给将急剧收缩，产品价格仍将维持高位。而地方政府着手的化工园区整合、中小企业清退等工作，也将直接影响到包括农药在内的化工行业竞争格局，部分生产不规范、环保不达标的小厂将被直接淘汰关停，部分准予清退转移的中小型企业能否在短期内搬迁至中西部地区存在较大不确定性，而剩余部分环保达标、生产规范、所处园区优质的大型企业或将在本次行业大洗牌中最终受益，其市场占有率有望迅速扩大，另外生产许可证、排污许可证、企业数量控制等多重限制大幅提高了未来农药行业进入壁垒，长期来看，环保限产、安全整改、转移转型等行政手段将推动整个行业的低、小、散落后产能的淘汰，改善国内农药行业供给格局，提高市场集中度，实现产业的高质量发展。

四、经营与竞争

公司业务范围主要涉及农药及农药中间体产品的生产和销售、油品和大宗化学品仓储运输及贸易等，2018年公司实现营业收入25.19亿元，较上年下降36.25%。分业务板块看，2018年农药及农药中间体销售收入合计19.46亿元，较上年下降43.05%，主要系公司因环境违法问题而导致生产线停产所致。公司油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务规模同比保持稳定，全年实现业务收入4.01亿元。2019年1-3月，公司实现营业收入4.54亿元，同比下降46.32%，主要系停产导致农药板块销售收入同比减少所致，其中农药及农药中间体实现销售收入3.78亿元，油品、大宗化学品仓储运输及贸易收入0.36亿元。

毛利率方面，受环保检查影响，农药行业产品供不应求，2018年公司农药及农药中间体产品销售价格大幅上涨，该板块毛利率较上年上升11.14个百分点至37.18%。同期，油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务毛利率较上年下滑5.84个百分点至30.71%，主要系采购成本上升所致。受上述因素影响，2018年公司综合毛利率同比上升8.22个百分点至34.86%，2019年一季度进一步上升至38.57%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
农药及农药中间体	37,768.26	40.39%	194,555.96	37.18%	341,607.39	26.04%
油品、大宗化学品仓储运输及贸易	3,635.08	35.75%	40,053.34	30.71%	39,772.83	36.54%
其他	3,995.65	23.91%	17,301.96	18.48%	13,775.16	13.11%
合计	45,398.99	38.57%	251,911.26	34.86%	395,155.37	26.64%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，2019年1-3月数据由公司提供

2018年5月公司因环境违法问题全面停产整改，2018年9月开始逐步复产，但目前仍有部分合成车间及重要子公司尚未复产，且前期复产的合成车间因园区供热中断临时停产，对公司经营造成较大不利影响；此外，重要子公司关闭及重大在建工程拆除一定程度上削弱了公司的资本实力及盈利能力

2018年，公司本部及连云港市华通化学有限公司（以下简称“华通化学”）、科菲特、江苏嘉隆化工有限公司（以下简称“嘉隆化工”）、连云港致诚化工有限公司（以下简称“致诚化工”）、盐城明进纳米材料科技有限公司等子公司因环境违法问题，被盐城市大丰区环境保护局、盐城市环境保护局、灌南县环境保护局出具多份行政处罚决定书，并要求公司停产整改相关车间及其他生产违法行为。针对上述问题，中国生态环境部于2018年4月20日发布《生态环境部通报盐城市辉丰公司严重环境污染及当地中央环保督察整改不力问题专项督察情况》，对公司存在的多项严重的环境违法问题进行了通报。2018年4月23日，公司收到证监会《调查通知书》（苏证调查字 2018029 号），因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司进行立案调查。2018年5月10日，盐城市环境保护委员会发布《关于建议责令滨海县、大丰区部分企业停产整治的函》（盐市环委函【2018】8号），要求公司除环保车间外，其他生产车间实施停产整治，消除环境安全隐患，生产车间复产必须验收合格，此后公司处于全面停产状态。2018年8月14日，因公司生产经营受到严重影响已达三个月，具体复产时间尚未确定，公司被实施其他风险警示。整体上看，公司因环境违法问题，生产车间逐步停产直至全面停产，对公司正常生产经营产生较大不利影响。

除停产整改外，公司于2018年9月收到江苏省环境保护厅出具的《行政处罚决定书》（苏环罚【2018】9号），决定书要求公司组织拆除新上高浓COD废水制水煤浆焚烧副产蒸汽项目（年处置30,000吨高浓COD废水）（以下简称“水煤浆项目”）使用的水煤浆锅炉，公司收到决定书后已组织拆除水煤浆项目。根据公司2018年10月22日发布的《关于计提资产减值准备的公告》，截至2018年9月30日，水煤浆项目资产账面价值为9,158.32万元，计提减值准备6,902.01万元。华通化学于2018年9月18日收到灌南县环境保护局《行政处罚决定书》（灌环关【2018】3号），决定书责令企业关闭，公司收到决定书后已关闭华通化学。根据公司2018年10月22日发布的《关于计提资产减值准备的公告》，截至2018年9月30日，华通化学未经审计的净资产为-68.57万元，母公司对华通化学长期股权投资账面价值为10,039.62万元，固定资产账面价值为36,722.19万元，公司基于谨慎性原则对上述资产进行了减值处理，其中华通化学对生产线固定资产及在建工程计提资产减值准备9,446.02万元，母公司对华通化学的长期股权投资计提资产减值准备10,039.62万元。考虑到上述事项所产生的资产减值准备规模较大，一定程度削弱了公司的资本实力及盈利能力。

2018年9月26日，公司J10、I10、I51三个制剂生产车间复产，并已向盐城市大丰区环境保护局及大丰港石化新材料产业园进行复产备案，上述制剂车间2017年业务收入占当年公司合并收入比重为10.77%。2018年11月19日，公司J30、J71、J80、J81四个制剂车间复产，并已向盐城市大丰区环境保护局及大丰港石化新材料产业园进行复产备案，上述制剂车间2017年业务收入占当年公司合并收入比重为6.30%。2019年1月3日，公司B50、B60、B70、E10、C50、C60、C10、C20八个合成车间复产，并已向盐城市大丰区环境保护局及大丰港石化新材料产业园进行复产备案，上述制剂车间2017年业务收入占当年公司合并收入比重为14.39%。公司已经恢复生产部分以及正常开展经营的子公司 2017年实现收入21.89亿元，占当年公司合并收入的55.39%，经深圳证券交易所审核，公司股票于2019年2月11日撤销其他风险警示。

整体上看，公司目前制剂车间及部分合成车间已复产，在正常生产的情况下能够为公司2019年收入及利润提供一定保障。但同时我们也注意到，科菲特、嘉隆化工、致诚化工等重要子公司及公司本部部分合成车间仍尚未复产，且复产时间尚未确定，对公司经营造成较大不利影响。此外，根据公司发布的《关于原药车间临时停产的公告》，公司本部所在园区集中供热公司盐城市凌云海热电有限公司因对蒸汽管网全线进行安全监测、检修，将于2019年4月18日停止对外供热，公司已复产的5个原药合成车间将临时停产，预计停产时间为三周，但截至本报告出具之日，上述车间因供热尚未恢复仍处于临时停产状态。根据上述公告，本次停产的产品与之前尚未复产的合成车间2017年产品实现收入占当年合并

收入比重为39.29%，占2018年合并收入比重为61.60%。针对上述情况，公司对2019年1-6月经营业绩预计为净利润为-5,000万元至0元，公司仍面临较大业绩压力，原药产能利用率或将继续处于较低水平。

受停产整改影响，2018年公司原药及制剂销售收入均有所下滑，但毛利率水平随产品价格上涨进一步提升，考虑到公司目前仍有部分生产线及子公司尚未复产，叠加外部因素导致临时停产，预计2019年公司整体产能利用率仍维持较低水平

农药板块是公司主营业务板块，该业务主要由公司本部及华通化学、科菲特、嘉隆化工等子公司负责运营。2018年，华通化学、科菲特、嘉隆化工等子公司及公司本部部分生产线相继出现环保问题，环保部门依法对相关违法问题作出行政处罚并勒令停产整治，自2018年5月10日，公司除环保车间外其他车间全部停产。全面停产对公司正常生产经营造成了较为严重的不利影响，2018年公司农药产品销售量为32,223.07T/KL，同比减少63.16%，生产量为27,833.29T/KL，同比减少67.68%，同期农药销售收入较上年减少43.05%，低于产销降幅，主要系环保限产导致短期供给不足，推动产品价格大幅上升所致，同时2018年销售的部分产品为2017年生产成本较低时的库存，上述因素共同推动该板块毛利率由上年的26.04%上升至37.18%。2019年1-3月公司农药板块分别实现产、销量5,280.11T/KL和4,163.48T/KL，较上年同期分别减少61.17%和59.97%，主要系公司本部部分原药生产车间及科菲特、嘉隆化工²等子公司仍处于停产状态，产能释放不足所致。

表4 2018-2019年3月公司农药化工产品生产量、销售量和库存量情况

项目	2019年1-3月	同比增减	2018年	同比增减
销售量 (T/KL)	4,163.48	-59.97%	32,223.07	-63.16%
生产量 (T/KL)	5,280.11	-61.17%	27,833.29	-67.68%
库存量 (T/KL)	7,051.65	-47.85%	5,935.02	-42.52%

资料来源：公司提供

公司原药生产主要由公司本部及嘉隆化工等主要子公司负责，截至2018年末，杀菌剂产能仍为14,500.00吨/年，较上年无变化，除草剂产能为23,000.00吨/年，较上年减少6,450.00吨/年，主要系环保整改过程中拆除了部分老旧产能所致，杀虫剂产能仍为5,880.00吨/年，较上年无变化，调节剂产能仍为1,000.00吨/年，较上年无变化，中间体产能减少7,400.00吨/年至70,400.00吨/年，主要系环保整改过程中拆除了部分老旧产能所致。制剂产能方面，杀菌剂和杀虫剂产能同比未发生变化，除草剂产能减少5,000.00吨/年，主要系复配产品标准差异所致，调节剂产能新增400吨/年，主要系新增生物刺激素等新产品所致。

² 华通化学于2018年下半年启动关闭注销流程，嘉隆化工于2018年10月与其签订《吸收合并协议》，约定由嘉隆化工吸收合并华通化学的所有资产和负债，所有债权和债务也均由嘉隆化工继承，并统一由嘉隆化工按照园区规定进行整改。嘉隆化工已于2019年4月15日完成吸收合并的工商变更登记手续。

产能利用率方面，自2018年二季度以来，公司原药生产车间因环保问题逐步停产直至全面停产，且原药车间复产时间相对较晚，导致全年原药生产线产能利用率同比大幅下滑，杀菌剂、中间体、除草剂、杀虫剂、调节剂产能利用率分别下滑至18.96%、9.99%、14.96%、9.01%和13.46%。制剂车间生产情况整体表现优于原药车间，主要系制剂车间停产时间较晚，且复产时间较早，部分生产线产能利用率同比变化不大，但部分生产线因原药供给不足也出现产量大幅下滑情况。整体上看，2018年公司因停产整改问题导致原药及部分制剂生产线产能利用率大幅下滑，公司生产经营受到重大不利影响，同时考虑到公司目前仍有部分原药生产车间及重要子公司尚未复产，且公司本部所在化工园区因供热公司对其蒸汽管网全线进行安全监测、检修临时中断供热，公司原药车间临时停产，截至本报告出具之日，供热公司尚未恢复供热，预计2019年公司原药产能利用率仍将维持较低水平。

本期债券募投项目主要包括年产5,000吨草铵膦原药生产线技改项目、年产1,000吨抗倒酯原药生产线技改项目和年产2,000吨甲氧虫酰肼原药技改项目，预计总投资分别为68,622.00万元、6,550.00万元和6,850.00万元。根据公司公告，截至2018年末，上述募投项目分别已累计投资42,804.52万元、5,867.49万元和2,653.72万元，尚需投资合计30,696.27万元，其中年产1,000吨抗倒酯原药生产线技改项目2016年9月已基本建成并投入使用，但未能达到预期收益，年产5,000吨草铵膦原药生产线技改项目主体工程已完工，年产2,000吨甲氧虫酰肼原药技改项目尚在建设之中，目前上述项目均处于停产整改阶段。

表5 公司农药及农药中间体生产情况（单位：吨/年、吨）

行业分类	产品分类	项目	2018年	2017年
原药	杀菌剂	年产能	14,500.00	14,500.00
		产量	2,749.06	8,334.64
		产能利用率	18.96%	57.48%
	中间体	年产能	70,400.00	77,800.00
		产量	7,032.76	30,217.75
		产能利用率	9.99%	38.84%
	除草剂	年产能	23,000.00	29,450.00
		产量	3,441.46	11,333.73
		产能利用率	14.96%	38.48%
	杀虫剂	年产能	5,880.00	5,880.00
		产量	529.83	4,622.92
		产能利用率	9.01%	78.62%
	调节剂	年产能	1,000.00	1,000.00
		产量	134.60	305.78
		产能利用率	13.46%	30.58%

制剂	杀菌剂	年产能	4,800.00	4,800.00
		产量	3,262.04	2,950.91
		产能利用率	67.96%	61.48%
	除草剂	年产能	31,400.00	36,400.00
		产量	6,900.42	23,737.05
		产能利用率	21.98%	65.21%
	杀虫剂	年产能	6,000.00	6,000.00
		产量	3,632.21	4,346.00
		产能利用率	60.54%	72.43%
	调节剂	年产能	800.00	400.00
		产量	150.91	267.04
		产能利用率	18.86%	66.76%

资料来源：公司提供

2018年公司原药销量合计达17,184.02吨，较上年减少67.31%，主要系停产导致产能释放不足所致，除调节剂外公司各类原药产品销量均大幅下滑，但各类产品产销率大幅上升，主要系环保检查导致农药相关产品供不应求，全年原药实现销售收入13.47亿元，同比下降48.74%，除调节剂外，其他产品销售收入均大幅下滑，但整体收入下降幅度低于销量下降幅度，主要系产品售价提升所致，2018年原药销售毛利率升至38.18%，较上年大幅提高11.96个百分点。制剂销售方面，杀菌剂和调节剂销量同比小幅增长，杀虫剂和除草剂销量受原药供给影响有不同程度下滑，全年公司实现制剂销售收入5.98亿元，较上年减少24.04%，毛利率较上年回升9.50个百分点至34.92%。2019年1-3月，公司分别实现原药、制剂销售收入2.44亿元和1.33亿元，毛利率分别为39.36%和42.82%，较上年末分别提高1.18个百分点和7.90个百分点，主要系产品销售价格上升所致。

表6 公司农药及农药中间体收入构成及毛利率情况（单位：万元）

行业分类	产品分类	2019年1-3月		2018年		2017年	
		金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
原药	杀虫剂	3,703.15	33.08%	23,698.15	40.15%	63,046.77	18.52%
	杀菌剂	12,783.14	45.31%	40,489.54	43.63%	85,567.25	33.10%
	除草剂	5,822.22	35.41%	38,979.27	41.51%	53,269.94	30.58%
	中间体	1,280.83	17.62%	22,702.97	22.28%	55,411.80	20.01%
	调节剂	834.29	36.89%	8,878.51	34.13%	5,571.08	27.75%
	合计	24,423.63	39.36%	134,748.44	38.18%	262,866.83	26.22%
制剂	杀虫剂	4,111.15	30.80%	17,814.03	31.29%	17,196.27	31.24%
	杀菌剂	4,288.69	52.58%	18,743.81	44.08%	16,930.03	41.05%
	除草剂	2,868.39	15.24%	17,702.49	18.46%	41,888.80	14.27%
	调节剂	2,076.40	84.54%	5,547.19	68.13%	2,725.45	63.05%

	合计	13,344.63	42.82%	59,807.52	34.92%	78,740.56	25.42%
--	----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------

资料来源：公司提供

表7 2017-2019年3月公司农药原药产品产销情况

行业分类	项目	2019年1-3月	2018年	2017年
杀菌剂	销量（吨）	1,006.17	2,957.55	7,677.20
	产量（吨）	1,122.32	2,749.06	8,334.64
	产销率	89.65%	107.58%	92.11%
中间体	销量（吨）	259.42	7,366.64	29,947.68
	产量（吨）	300.24	7,032.76	30,217.75
	产销率	86.40%	104.75%	99.11%
除草剂	销量（吨）	285.55	5,744.79	11,016.30
	产量（吨）	165.46	3,441.46	11,333.73
	产销率	172.58%	166.93%	97.20%
杀虫剂	销量（吨）	87.84	849.79	3,775.68
	产量（吨）	34.32	529.83	4,622.92
	产销率	255.94%	160.39%	81.67%
调节剂	销量（吨）	24.65	265.25	149.47
	产量（吨）	0.00	134.60	305.78
	产销率	-	197.07%	48.88%

资料来源：公司提供

表8 2017-2019年3月公司农药制剂产品产销情况

行业分类	项目	2019年1-3月	2018年	2017年
杀菌剂	销量（吨）	550.68	3,315.20	3,310.25
	产量（吨）	944.63	3,262.04	2,950.91
	产销率	58.30%	101.63%	112.18%
除草剂	销量（吨）	790.97	6,947.28	25,739.22
	产量（吨）	1,313.37	6,900.42	23,737.05
	产销率	60.22%	100.68%	108.43%
杀虫剂	销量（吨）	1,099.53	4,397.43	5,537.89
	产量（吨）	1,309.73	3,632.21	4,346.00
	产销率	83.95%	121.07%	127.42%
调节剂	销量（吨）	58.67	379.14	321.47
	产量（吨）	90.04	150.91	267.04
	产销率	65.16%	251.24%	120.38%

资料来源：公司提供

原药产能受限导致出口规模下滑明显，但供给紧张促使大客户需求相对旺盛，公司客户集中度同比提升

农药产品销售渠道方面，公司农药产品销售模式较上年变化不大，仍通过国内市场和

国际市场共同销售，其中内销中委托出口实际的销售终端为海外客户。

外销的农药产品以原药产品为主，部分外销产品通过国内贸易公司委托出口，主要销往欧洲、美洲和亚洲等地，外销客户主要为国际知名的农化巨头企业；外销产品主要采用定制生产模式，即委托客户将生产环节中的一个或多个产品委托给公司生产，公司按客户指定的特定产品标准进行生产，最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。2018年公司因停产整改影响，原药产能大幅受限并导致出口缩减，全年外销及委托出口的农药及农药中间体产品合计销售收入为9.05亿元，较上年减少45.18%。

内销的农药产品以制剂产品为主，主要采用自产自销的模式，目前内销收入仍主要来源于华东、华南和华北地区，内销渠道分为线上和线下两类，线上渠道主要为农一网，线下渠道主要为县、乡镇一级批发商和贸易商。线下经销方面，2018年公司维持了原有的营销渠道，同时对于制剂销售渠道以及生物激活素、微生物系列产品等新产品加大了推广力度，年末销售人员较年初有所增加。线上销售渠道方面，2017年3月公司处置农一电子商务（北京）有限公司（以下简称“农一电子商务”）股权，农一电子商务不再纳入合并报表范围，但农一电子商务所销售产品主要来源于公司，且实际控制人系公司股东，预计后续该渠道仍能够为公司提供一定销售支持。整体上看，2018年公司内销规模随产量缩减出现较大幅度下滑，全年完成销售收入12.23亿元，同比下降42.97%。

表9 2017-2019年3月公司农药及农药中间体产品销售区域分布情况（单位：万元）

销售区域	2019年1-3月		2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
内销	23,355.82	61.84%	122,272.63	62.85%	214,386.28	62.76%
其中：委托出口	5,901.61	15.63%	18,186.73	9.35%	37,816.69	11.07%
外销	14,412.44	38.16%	72,283.33	37.15%	127,221.11	37.24%
合计	37,768.26	100.00%	194,555.96	100.00%	341,607.39	100.00%

资料来源：公司提供

销售方面，公司销售收入以原药为主，而原药销售以外销国外大型农化企业为主，因此公司前五大客户较为稳定，近年前五大客户中国外农化企业数量维持在3-4家。2018年前五大客户中外销销售额达6.00亿元，占前五大客户销售额比例为78.43%，较上年变化不大，全年公司前五大客户销售额为7.66亿元，同比减少39.23%，占农药销售收入的比重为39.35%，较上年提高2.48个百分点，2019年一季度进一步上升至53.94%，主要系农药产品供给紧张，大客户需求相对提升。

表10 公司农药产品销售前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2019年1-3月		2018年		2017年	
	销售金额	占比	销售金额	占比	销售金额	占比
客户1	6,300.68	16.68%	21,882.19	11.25%	48,771.63	14.28%
客户2	5,236.36	13.86%	19,711.33	10.13%	39,955.61	11.70%
客户3	3,878.79	10.27%	18,448.96	9.48%	16,615.74	4.86%
客户4	2,757.04	7.30%	8,375.79	4.31%	12,562.10	3.68%
客户5	2,203.28	5.83%	8,134.72	4.18%	8,057.32	2.36%
合计	20,376.15	53.94%	76,552.99	39.35%	125,962.40	36.87%

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司农药类产品的原材料采购成本在产品成本中占比约为80%，主要原材料为甲醇、甲苯等标准化的基础化工产品。我国基础化工产品市场供应充足，激烈的市场竞争使得基础化工行业的议价能力较低，农药产品产业链上游较为稳定。在采购计划的安排方面，由于基础化工品的价格易受原油价格变化影响，近年来原油价格波动较为频繁，为控制经营风险，公司在确保生产用料的基础上，采用淡季储备和战略合作采购相结合的采购模式。2018年以来，国际原油价格持续上涨，叠加环保限产等因素，相关基础材料和中间体价格大幅上涨，公司农药产品部分原材料采购价格明显提升。2018年，公司前五大供应商合计采购金额达2.26亿元，较上年下降36.96%，主要系停产导致需求下降所致，占当年度采购总额的比重下降至14.39%，较上年下降2.86个百分点，2019年1-3月进一步降至13.28%，总体来看公司原材料采购分散度较高。

表11 公司前五大供应商情况（单位：万元）

供应商名称	2019年1-3月		2018年		2017年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
供应商1	1,293.10	4.06%	6,988.71	4.44%	16,865.10	8.10%
供应商2	1,085.07	3.41%	5,788.37	3.68%	8,729.63	4.19%
供应商3	721.19	2.27%	4,302.92	2.73%	4,210.18	2.02%
供应商4	628.91	1.98%	3,097.47	1.97%	3,110.10	1.49%
供应商5	495.00	1.56%	2,467.64	1.57%	3,004.27	1.44%
合计	4,223.27	13.28%	22,645.11	14.39%	35,919.27	17.25%

资料来源：公司提供

公司油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务收入保持稳定，业务毛利率小幅下滑

公司油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务（以下简称“油品、化学品贸易业务”）由下属子公司江苏辉丰石化有限公司（以下简称“辉丰石化”）负责运营，主要系成品油、化学品的供销、储存等业务。公司石化仓储项目一期工程于2015年完工，进入试运营阶段，并于2015年底获得成品油经营许可资质，石化仓储项目一期工程储存规模约为13万立方

米，石化仓储项目二期工程于2017年底完工，并于2018年1月4日取得试生产经营许可证，二期工程储存规模约16.2万立方米。截至2018年末，公司油品、化学品贸易业务已投入使用的储存规模约29.2万立方米，其中公司自用规模约为0.5万立方米，除满足自身储存需要外，其余场地主要用于油品、大宗化学品贸易业务。

表12 2017-2019年3月公司油品、化学品贸易业务生产量、销售量和库存量情况

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
销售量 (T/KL)	87,237.67	745,299.93	1,603,223.18
采购量 (T/KL)	92,641.99	751,142.24	1,582,728.52
库存量 (T/KL)	10,364.44	4,960.12	2,567.28

资料来源：公司提供

2018年度公司油品、化学品贸易业务规模受资金限制、化工行业外部环境变化、成品油税制改革等因素影响同比有所收缩，全年分别实现销售量、采购量745,299.93T/KL和751,142.24T/KL，同比分别下降53.51%和52.54%，实现业务收入4.01亿元，较上年保持稳定，业务毛利率为30.71%，较上年下降5.84个百分点，主要系石化仓储项目二期工程投入使用导致成本上升所致。2019年1-3月，油品、化学品贸易业务销售量、采购量分别为87,237.67T/KL和92,641.99T/KL，实现业务收入0.36亿元，业务毛利率回升至35.75%。

采购品种方面，目前公司油品、化学品贸易业务采购及销售产品以油品为主，以化学品为辅，其中油品贸易的主要品种为柴油、燃料油、混合芳烃等，化学品贸易的主要品种为甲苯、二甲苯、纯苯、乙二醇、苯乙烯、二甘醇等。整个业务过程，公司主要根据下游客户的需求向供应商下单，自身储备的贸易品规模不大，从而规避价格波动风险，但对资金形成一定的占用。此外，公司下游客户多为大型央企、国企、上市公司及在行业内具有一定知名度的贸易企业，违约风险不大。业务集中度方面，2018年公司油品、化学品贸易业务前五大客户合计占销售总额的比重为36.63%，客户集中度同比提升11.99个百分点，主要系头部客户订单量上升所致。

整体上看，公司目前油品、化学品贸易业务可用储罐规模较大，能够为该业务扩张提供硬件支持，但化工行业环保督查力度日趋上升，市场贸易需求有所下滑，且贸易业务占用资金量较大，考虑到公司因环保整改问题已大规模亏损，短期内油品、化学品贸易业务或难有明显增长。此外，油品、化学品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，公司油品、化学品贸易业务存在一定的运营风险。

表13 2017-2018年公司油品、化学品贸易业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	2018年		2017年	
	销售收入	占比	销售收入	占比

客户 1	5,124.58	12.79%	2,810.54	7.07%
客户 2	5,188.76	12.95%	2,301.50	5.79%
客户 3	1,655.70	4.13%	1,691.80	4.25%
客户 4	1,463.52	3.65%	1,657.57	4.17%
客户 5	1,245.55	3.11%	1,337.19	3.36%
合计	14,678.11	36.63%	9,798.60	24.64%

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带有保留意见的2018年审计报告及2019年一季度未经审计财务报表，报告采用新会计准则编制，2017年期末财务数据由2018年期初数代替，保留意见主要系审计机构无法获取充分、适当的审计证据，以判断法院判决结果、中国证监会调查结果以及停产车间何时复产的不确定性程度，包括所计提的长期资产减值准备、环境污染赔偿及罚款支出以及环境管控与修复费用是否充分、适当。2018年度公司合并范围变化情况见表2。

公司根据《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15号）及其解读和企业会计准则的要求编制2018年度财务报表，此项会计政策变更采用追溯调整法。

资产结构与质量

受停产整改影响，2018年公司资产规模有所下滑，整体经营实力有所削弱

受环保整改影响，2018年公司生产经营规模受到较大程度限制，资产规模较上年收缩明显。截至2018年末，公司资产总额为59.61亿元，同比减少26.59%，随着部分生产线逐步复产，2019年一季度公司资产规模回升至62.11亿元。从资产结构来看，经营收缩导致公司流动资产减少明显，2018年末流动资产占总资产比重下滑至38.84%，占比较上年下滑12.53个百分点。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项和存货等构成。截至2018年末，公司货币资金余额为5.10亿元，主要包括银行存款4.31亿元和其他货币资金0.79亿元，银行存款中有定期存款3.03亿元，其他货币资金主要是保证金，使用受限。随着业务规模收缩，2018年公司应收票据及应收账款规模下降明显，年末账面价值为4.20亿元，

同比下降59.42%，其中应收账款4.19亿元。应收账款集中度方面，2018年末公司应收账款的前五大应收对象合计占比为70.39%，较上年上升13.12个百分点；从账龄结构来看，1年以内的应收账款占比为87.14%，账期相比上年有小幅延长。公司预付款项主要为预付油品贸易款，2018年末公司预付款项账面价值3.72亿元，同比减少53.91%，考虑到油品、化学品作为大宗商品，价格波动较为频繁且波幅较大，未来需关注公司预付款项的减值风险。公司存货主要由原材料、在产品 and 库存商品等部分构成，2018年末账面价值合计8.84亿元，同比减少26.47%，主要系部分生产车间停产所致，年末原材料、在产品及库存商品账面价值分别为3.44亿元、0.83亿元和4.17亿元，合计计提跌价准备0.23亿元，较上年大幅增长，主要系公司因环保停产时间较长，部分库存物料闲置、物料质量不稳定，导致可回收价值低于账面价值。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	55,971.99	9.01%	50,975.55	8.55%	86,918.92	10.70%
应收票据及应收账款	52,228.17	8.41%	42,016.81	7.05%	103,543.32	12.75%
预付款项	51,977.14	8.37%	37,214.42	6.24%	80,748.89	9.94%
存货	86,560.45	13.94%	88,366.89	14.83%	120,174.25	14.80%
流动资产合计	258,673.85	41.65%	231,503.42	38.84%	417,098.90	51.37%
固定资产	221,354.38	35.64%	225,687.58	37.86%	232,168.71	28.59%
在建工程	38,483.76	6.20%	35,885.74	6.02%	55,589.80	6.85%
无形资产	28,555.17	4.60%	28,904.98	4.85%	36,902.84	4.54%
商誉	10,347.79	1.67%	10,347.79	1.74%	13,675.68	1.68%
非流动资产合计	362,447.20	58.35%	364,558.66	61.16%	394,895.02	48.63%
资产总计	621,121.04	100.00%	596,062.08	100.00%	811,993.92	100.00%

资料来源：公司2018年审计报告和2019年一季报，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产及商誉等构成。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、通用设备，二者合计占固定资产的比例达96%以上，年末账面价值为22.57亿元，较上年有所减少，主要系公司因环保整改问题，报废处置并计提较大规模资产减值准备所致。公司在建工程主要包括各类技术改进项目和产能扩建项目，2018年末账面价值为3.59亿元，较上年减少35.45%，主要系部分项目完工转入固定资产及拆除转入固定资产清理所致。公司无形资产主要为土地使用权，2018年末账面价值为2.89亿元，较上年减少21.67%，主要系企业合并减少所致。商誉主要是公司在收购科菲特、华通化学、嘉隆化工、石家庄瑞凯化工有限公司等子公司时形成的，2018年末账面价值为1.03亿元，同比减少24.33%，主要系子公司商誉减值所致，同时需注意，截至本报告出具日公司主要

子公司尚未复产，未来仍存在商誉减值的可能。

综合来看，受停产整改影响，2018年公司经营性流动资产规模减少明显，经营性非流动资产计提较大规模减值，公司整体经营实力有所削弱。

资产运营效率

2018年公司经营效率及资产周转率均有所下降

2018年公司应收票据及应收账款、存货、应付票据及应付账款规模受停产影响均有大幅减少，但同期营业收入及营业成本亦缩减明显，综合导致应收票据及应收账款周转率、存货周转率、应付票据及应付账款周转率较上年均有所下降。综合上述因素影响，2018年公司净营业周期为148.22天，较上年延长43.17天，经营效率降低明显。

资产周转效率方面，2018年货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、存货等流动资产均有所减少，但流动资产平均降幅不及营业收入降幅，使得流动资产周转天数同比延长较多，周转率有所下滑。2018年公司固定资产因整改问题计提较大规模减值，但同期在建工程完工转入规模亦较大，年末固定资产规模同比变化不大，叠加营业收入大幅下滑因素，2018年公司固定资产周转天数大幅延长。

总体来看，受停产影响，2018年公司营业收入大幅下滑，总资产的周转天数较上年延长296.46天，整体资产周转率处于较低水平。

表15 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收票据及应收账款周转天数	104.01	87.33
存货周转天数	228.77	142.70
应付票据及应付账款周转天数	184.56	124.98
净营业周期	148.22	105.05
流动资产周转天数	463.45	371.01
固定资产周转天数	327.16	203.24
总资产周转天数	1,006.11	709.65

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司营业收入受停产影响大幅下滑，期间费用及资产减值损失受整改影响大幅增长，公司综合盈利能力大幅下降

公司营业收入主要来源于农药及农药中间体产品销售收入及油品、大宗化学品仓储运

输及贸易业务收入，2018年公司本部及主要子公司因环境违法问题先后停产，由于停产整顿时间较长，公司农药板块销售收入同比大幅下滑；同期油品、大宗化学品仓储运输及贸易业务收入同比保持稳定，2018年公司实现营业收入25.19亿元，较上年减少36.25%。毛利率方面，受行业供给缩减影响，2018年农药及农药中间体等产品价格大幅攀升，提升了公司农药板块整体毛利率；同期仓储运输及贸易业务毛利率小幅下滑。整体来看，2018年那农药板块毛利率上升明显，且该板块收入是公司营业收入的主要构成，公司综合毛利率较上年提高8.22个百分点至34.86%。

期间费用方面，2018年公司期间费用合计10.96亿元，同比大幅增长87.40%，主要系环境整治费用支出及停产支出大幅增加所致，同期公司营业收入下降明显，导致期间费用率同比上升28.72个百分点至43.52%。期间费用的大规模增加，直接消耗了公司毛利，叠加子公司关闭及在建项目拆除导致发生较大规模资产减值损失等因素，2018年公司营业利润亏损5.22亿元，营业利润率下滑至-20.72%，总资产回报率和净资产收益率分别下滑至-7.37%和-15.44%，公司综合盈利能力大幅下降。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	45,398.99	251,911.26	395,155.37
营业利润	928.54	-52,196.41	54,471.61
利润总额	877.58	-61,442.10	52,802.67
净利润	470.04	-58,733.00	43,534.60
综合毛利率	38.57%	34.86%	26.64%
期间费用率	38.47%	43.52%	14.80%
营业利润率	2.05%	-20.72%	13.78%
总资产回报率	-	-7.37%	7.56%
净资产收益率	-	-15.44%	10.81%
营业收入增长率	-	-36.25%	26.80%
净利润增长率	-	-234.91%	157.53%

资料来源：公司2018年审计报告和2019年一季报，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营活动现金流大幅改善，外部融资力度有所下降，但投资活动现金流仍面临一定支出压力

受停产整改影响，2018年公司净利润为-5.87亿元，但亏损主要来源于子公司关闭及在建项目拆除导致的较大规模资产减值损失，同期非付现费用亦大幅增长，综合影响下2018

年公司FFO为0.70亿元，同比大幅减少。营运资本变化方面，受存货、应收票据及应收账款大幅减少影响，2018年公司营运资本投入减少10.64亿元。综合上述影响，2018年公司经营活动现金流量净额为11.33亿元，较上年大幅改善。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入主要系定期存款到期收回，同时公司定期存款支出3.03亿元，叠加购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出规模较大，全年公司投资活动现金净流出0.91亿元，考虑到目前公司仍有部分改扩建项目及整改项目尚未完工，预计后续仍面临一定现金流出压力。

受经营环境变化影响，2018年公司外部融资力度有所下降，全年通过借款取得的现金为14.16亿元，同比减少32.68%，扣除偿还债务、分配利润、支付利息等支出，筹资活动现金净流出11.44亿元。

整体上看，2018年公司经营活动现金流大幅改善，外部融资力度有所下降，但目前公司募投项目尚需投资金额及计提环境管控与修复费用金额合计4.17亿元，叠加停产整改因素，后续仍面临一定资金支出压力。

表17 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
净利润	-58,733.00	43,534.60
非付现费用	58,132.87	26,289.80
非经营损益	7,609.37	-454.93
FFO	7,009.24	69,369.47
营运资本变化	106,350.89	-15,652.68
其中：存货减少（减：增加）	27,154.97	-17,402.93
经营性应收项目的减少（减：增加）	113,284.29	-37,725.26
经营性应付项目的增加（减：减少）	-34,088.37	39,475.51
经营活动产生的现金流量净额	113,343.74	55,034.14
投资活动产生的现金流量净额	-9,144.96	-63,539.06
筹资活动产生的现金流量净额	-114,438.40	13,990.48
现金及现金等价物净增加额	-10,578.79	4,810.59

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司资产负债水平有所下降，但偿债流动性压力依然较大

2018年公司亏损规模较大，导致未分配利润同比下滑51.24%，并直接导致公司所有者权益同比下滑18.93%至34.07亿元。同期，公司负债经营性应付及有息债务均有所减少，年末负债总额降至25.54亿元，较上年减少34.81%。综合上述因素影响，2018年末公司产

权比率为74.96%，较上年下降18.26个百分点，公司所有者权益对负债的保障有所上升。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	279,952.16	255,370.73	391,751.01
所有者权益	341,168.88	340,691.35	420,242.91
产权比率	82.06%	74.96%	93.22%

资料来源：公司2018年审计报告和2019年一季报，中证鹏元整理

从负债结构看，公司负债结构仍以流动负债为主，截至2018年末，公司流动负债占负债总额的比重为62.29%，较上年下降14.99个百分点，主要系经营性应付大幅下降所致。

截至2018年末，公司流动负债账面余额为15.91亿元，同比减少47.46%，主要包括短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等。2018年末，公司短期借款余额为4.34亿元，较上年末减少65.27%，其中保证借款3.21亿元、信用借款0.87亿元、抵押借款0.12亿元、质押借款0.14亿元。截至2018年末，公司应付票据及应付账款余额为5.09亿元，同比减少56.59%，其中应付票据0.59亿元，应付账款4.50亿元，应付票据均为银行承兑汇票，受业务收缩影响，年末应付票据余额大幅减少，应付账款主要为应付当期采购货款和设备工程款，年末余额较年初亦有小幅减少。公司预收款项主要系化学品及油品贸易业务产生的预收货款，2018年末公司预收款项规模为2.68亿元，较上年末减少12.70%，期末无账龄1年以上重要的预收款项。公司其他应付款主要由应付利息、应付股利、应付借款及暂收款构成，2018年末规模为2.61亿元，同比增长101.05%，主要系借款及应付暂收款大幅增加所致。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、预计负债等构成，2018年末账面余额为9.63亿元，同比增长8.20%，主要系预计负债增长所致。公司长期借款全部系质押借款，2018年末余额为0.38亿元，较上年减少50.00%。公司应付债券为本期债券，扣除发行费用及权益拆分等部分后，2018年末余额为7.39亿元。预计负债主要系计提的环境管控与修复费用及与诉讼案件相关的环境污染赔偿及罚款支出，2018年末账面余额为1.24亿元。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	58,286.05	20.82%	43,359.02	16.98%	124,833.17	31.87%
应付票据及应付账款	58,653.76	20.95%	50,924.46	19.94%	117,313.08	29.95%
预收款项	35,768.19	12.78%	26,756.39	10.48%	30,649.99	7.82%
其他应付款	21,416.42	7.65%	26,137.40	10.24%	13,000.52	3.32%
一年内到期的非流动负债	5,300.00	1.89%	5,500.00	2.15%	6,500.00	1.66%

流动负债合计	184,495.49	65.90%	159,059.80	62.29%	302,741.62	77.28%
长期借款	2,700.00	0.96%	3,800.00	1.49%	7,600.00	1.94%
应付债券	74,539.15	26.63%	73,874.83	28.93%	71,187.10	18.17%
预计负债	12,399.39	4.43%	12,399.39	4.86%	718.00	0.18%
非流动负债合计	95,456.67	34.10%	96,310.93	37.71%	89,009.39	22.72%
负债合计	279,952.16	100.00%	255,370.73	100.00%	391,751.01	100.00%
其中：有息债务	155,588.07	55.58%	133,075.69	52.11%	275,036.21	70.21%

资料来源：公司 2018 年审计报告和 2019 年一季报，中证鹏元整理

有息债务方面，2018年末公司有息债务规模为13.31亿元，较上年末减少51.62%，有息债务占负债总额的比重为52.11%，较上年末下降18.10个百分点，2019年3月末有息债务规模回升至15.56亿元。从有息债务结构来看，2018年末公司短期有息债务规模为5.48亿元，占有息债务总额的比重为41.18%，仍面临一定短期偿付压力。

从偿债指标看，2018年公司净资产及负债总额均有所减少，年末公司资产负债率为42.84%，同比下降5.41个百分点。短期偿债能力方面，2018年公司流动资产及流动负债同比均有较大幅度减少，年末流动比率和速动比率较上年变化不大，整体上看公司流动资产对流动负债的覆盖不足，同时考虑到流动资产中存货和预付款项占比较高，公司实际短期偿债能力偏弱。受停产整改影响，2018年公司亏损严重，息税折旧摊销前利润为-2.33亿元，公司利润对于利息支出的保障较弱，经营债务压力仍较大。此外，公司尚未全面复产，且已复产的原药车间因园区供热检修临时性停产，若不能及时复产，将对公司资金周转及债务偿还产生不利影响。

表20 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	45.07%	42.84%	48.25%
流动比率	1.40	1.46	1.38
速动比率	0.93	0.90	0.98
EBITDA（万元）	-	-23,327.46	85,413.84
EBITDA 利息保障倍数	-	-2.18	9.62
有息债务/EBITDA	-	-5.70	3.22
债务总额/EBITDA	-	-10.95	4.59
经营性净现金流/流动负债	-	0.71	0.18
经营性净现金流/负债总额	-	0.44	0.14

资料来源：公司 2018 年审计报告和 2019 年一季报，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月10日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司于2018年4月23日收到证监会《调查通知书》（苏证调查字2018029号）。因公司涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证监会决定对公司进行立案调查，目前立案调查尚未结束，如公司存在重大违法行为，公司股票可能被深圳证券交易所实施暂停上市。

2018年6月，盐城市公安局直属分局因公司及科菲特涉嫌触犯污染环境罪被立案侦查；2018年9月，盐城市公安局直属分局将公司、科菲特及相关责任人员涉嫌环境污染案材料移送至江苏省东台市人民检察院；2018年12月，科菲特及相关责任人员因违反国家法规，触犯污染环境罪，由江苏省东台市人民检察院向江苏省东台市人民法院提起公诉；2019年3月，公司及相关责任人员因违反国家法规，触犯污染环境罪，由江苏省东台市人民检察院向江苏省东台市人民法院提起公诉。截至本报告出具之日，上述刑事诉讼尚在进行中，如公司及科菲特违法犯罪行为属实，将承担相应责任。

七、评级结论

2018年9月份以来，公司制剂车间及部分合成车间已逐步复产，目前已恢复生产部分以及正常开展经营的子公司2017年实现收入21.89亿元，占当年公司合并收入的55.39%；农药板块受产品价格上涨影响，业务毛利率较上年上升11.14个百分点至37.18%。

同时中证鹏元也关注到，公司因环保整改计提较大规模资产减值准备，同时生产规模收缩导致经营性资产规模同比减少，资本实力同比下降；营业收入受停产影响大幅下滑，并且净利润出现严重亏损；油品、化学品贸易业务存在一定经营风险；公司仍有部分合成车间及重要子公司尚未复产，且前期复产的合成车间因园区供热中断临时停产，具体复产时间尚不明确，2019年1-6月经营业绩预亏；证监会对公司进行立案调查；公司及子公司因污染环境罪被东台市人民检察院提起公诉；公司被出具带有保留意见的审计报告。

综上所述，中证鹏元对公司2019年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为A+，

发行主体长期信用等级维持为A+，评级展望维持为负面，将公司主体长期信用等级和“辉丰转债”信用等级移出信用评级观察名单。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	55,971.99	50,975.55	86,918.92	92,887.85
应收票据及应收账款	52,228.17	42,016.81	103,543.32	88,177.05
存货	86,560.45	88,366.89	120,174.25	109,629.73
固定资产	221,354.38	225,687.58	232,168.71	214,003.83
资产总计	621,121.04	596,062.08	811,993.92	745,899.27
短期借款	58,286.05	43,359.02	124,833.17	108,531.63
应付票据及应付账款	58,653.76	50,924.46	117,313.08	83,962.81
预收款项	35,768.19	26,756.39	30,649.99	42,468.12
其他应付款	21,416.42	26,137.40	13,000.52	26,691.65
一年内到期的非流动负债	5,300.00	5,500.00	6,500.00	4,666.38
长期借款	2,700.00	3,800.00	7,600.00	12,000.00
应付债券	74,539.15	73,874.83	71,187.10	68,445.78
长期应付款	300.00	600.00	2,300.00	129.92
负债合计	279,952.16	255,370.73	391,751.01	360,482.05
有息债务	155,588.07	133,075.69	275,036.20	224,506.23
所有者权益合计	341,168.88	340,691.35	420,242.91	385,417.22
营业收入	45,398.99	251,911.26	395,155.37	311,641.61
营业利润	928.54	-52,196.41	54,471.61	20,370.12
净利润	470.04	-58,733.00	43,534.60	16,904.74
经营活动产生的现金流量净额	8,400.22	113,343.74	55,034.14	-43,503.34
投资活动产生的现金流量净额	-8,114.97	-9,144.96	-63,539.06	-88,841.66
筹资活动产生的现金流量净额	1,643.36	-114,438.40	13,990.48	121,200.18
财务指标	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	104.01	87.33	87.49
存货周转天数	-	228.77	142.70	169.96
应付账款周转天数	-	184.56	124.98	137.08
净营业周期	-	148.22	105.05	120.38
流动资产周转天数	-	463.45	371.01	389.65
固定资产周转天数	-	327.16	203.24	250.67
总资产周转天数	-	1,006.11	709.65	787.32
综合毛利率	38.57%	34.86%	26.64%	21.14%
期间费用率	38.47%	43.52%	14.80%	15.87%
营业利润率	2.05%	-20.72%	13.78%	6.54%
总资产回报率	-	-7.37%	7.56%	3.93%

净资产收益率	-	-15.44%	10.81%	4.53%
营业收入增长率	-	-36.25%	26.80%	-6.50%
净利润增长率	-	-234.91%	157.53%	3.41%
资产负债率	45.07%	42.84%	48.25%	48.33%
流动比率	1.40	1.46	1.38	1.46
速动比率	0.93	0.90	0.98	1.06
EBITDA (万元)	-	-23,327.46	85,413.84	50,520.99
EBITDA 利息保障倍数	-	-2.18	9.62	7.01
有息债务/EBITDA	-	-5.70	3.22	4.44
债务总额/EBITDA	-	-10.95	4.59	7.14
经营性净现金流/流动负债	-	0.71	0.18	-0.16
经营性净现金流/负债总额	-	0.44	0.14	-0.12

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告和 2019 年一季报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款

附录三 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。