

深圳市芭田生态工程股份有限公司

2012 年公司债券 2016 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：

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第  
【445】号 01

债券剩余规模: 5.4 亿元

债券到期日期: 2018 年  
1 月 25 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 到期一次还本,  
附第 3 年末公司上调票  
面利率选择权和投资者  
回售选择权

分析师

姓名:  
胡亮亮 董斌

电话:  
0755-82873175

邮箱:  
hull@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司公司债券  
评级方法, 该评级方法  
已披露于公司官方网  
站。

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

## 深圳市芭田生态工程股份有限公司 2012 年公司债券 2016 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	2016 年 6 月 21 日	2015 年 6 月 15 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对深圳市芭田生态工程股份有限公司(以下简称“芭田股份”或“公司”)及其 2013 年 1 月 25 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2016 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复合肥业务经营仍较稳健;公司继续推进技术研发、产品结构完善以及产业链整合,有利于整体抗风险能力的增强;但我们也关注到原材料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响;公司新项目已基本建成投产,产能消化值得关注;公司有息债务规模扩大,偿债压力加大等风险因素。

### 正面:

- 公司复合肥业务经营仍较稳健。2015 年公司凭借其较高的产品质量、完善的经销商网络以及较强的成本控制能力,实现复合肥生产量 79.14 万吨、销售量 78.04 万吨,实现营业收入 21.70 亿元、利润总额 1.71 亿元,公司复合肥业务经营仍较稳健。
- 公司继续推进技术研发、产品结构完善以及产业链整合,有利于整体抗风险能力的增强。2015 年公司获得授权专利 33 件,其中发明专利 17 件,实用新型 16 件;公司通过收购北京世纪阿姆斯生物技术有限公司 100% 股权以及与希杰(沈阳)生物科技有限公司合资经营沈阳芭田希杰生态科技有限公司等方式,积极布局生物肥、新型液体有机肥料产品,完善现有产品结构;公司实现贵州磷矿资源的勘查,成本结构有望改善。

- **公司新项目已基本建成投产，有望进一步丰富公司产品结构和拓展市场。**2015 年公司贵州工业园一期基本建成投产，该项目是国内首条国产化“磷矿——复合肥”生产线，主要生产品质更高的富含各类有益矿物质的矿物质肥，有望进一步丰富公司产品结构。另外，公司还有望扩大在云南、四川等西南片区的市场占有率。

### 关注：

- **原材料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响。**公司复合肥产品受原材料价格影响较大，原材料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响。
- **公司新项目已基本建成投产，产能消化值得关注。**2015 年公司贵州工业园一期基本建成投产，新增复合肥年产能 80 万吨；但 2015 年整体产能利用率仅为 32.04%，上述产能的消化值得关注。
- **公司有息债务规模扩大，偿债压力有所加大。**截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率为 53.04%，有息债务余额为 18.32 亿元，较 2014 年末增长 38.88%，公司债务偿还压力有所加大。

### 主要财务指标：

项目	2016 年 3 月	2015 年	2014 年	2013 年
总资产（万元）	415,945.07	392,013.26	313,339.03	249,020.04
所有者权益合计（万元）	195,324.19	193,584.77	160,149.68	146,556.44
有息债务（万元）	183,178.15	157,777.93	131,901.41	74,508.27
资产负债率	53.04%	50.62%	48.89%	41.15%
流动比率	0.87	0.83	1.03	3.19
营业收入（万元）	37,092.13	217,030.55	236,120.93	213,255.36
利润总额（万元）	1,893.17	17,148.58	20,904.94	14,943.50
综合毛利率	22.05%	21.43%	21.06%	16.82%
总资产回报率	-	6.01%	8.27%	8.55%
EBITDA（万元）	-	29,161.48	28,272.07	22,819.81
EBITDA 利息保障倍数	-	3.98	6.35	6.24
经营活动现金流量净额（万元）	-6,001.35	28,954.80	26,396.50	17,434.43

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，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（以下简称“中国证监会”）证监许可[2013]41号文件核准，公司于2013年1月25日公开发行5.40亿元公司债券，票面利率为5.80%。

本期债券为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2016年1月23日，公司发布了《深圳市芭田生态工程股份有限公司关于“12芭田债”投资者回售结果的公告》，本期债券的回售数量为0张，回售金额为0元，剩余托管量为5,400,000张；本期债券票面利率维持5.80%。

截至2016年3月底，本期债券本息兑付情况见表1。

**表1 截至2016年3月底本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）**

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年1月27日	54,000	0	3,132	54,000
2015年1月26日	54,000	0	3,132	54,000
2016年1月25日	54,000	0	3,132	54,000

注：2014年1月25日、2015年1月25日均为法定休息日，付息日顺延至其后第一个交易日。

资料来源：公司提供，鹏元整理

本期债券募集资金用途为偿还公司债务和补充流动资金。截至2016年3月底，本期债券募集资金已按照指定用途使用完毕。

## 二、发行主体概况

2015年5月，公司向北京世纪阿姆斯生物技术有限公司（以下简称“北京阿姆斯”）全体45名股东发行2,357.27万股股份（折合对价13,460万元）和支付现金800万元，以收购全体股东持有的北京阿姆斯100%股权，并向华安基金管理有限公司、东海基金管理公司等两名特定投资者非公开发行165.45万股股份以募集配套资金4,753.33万元；使得公司注册资本和实收资本均增至8.77亿元。截至2015年底，公司注册资本和实收资本均为8.77亿元，控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变化，公司控股股东和实际控制人仍然是自然人黄培钊先生，其持股比例为27.48%，较上年末下降0.82个百分点。近年公司前五大股东变化情况如表2所示。

**表 2 近年公司前五大股东变化情况**

2015 年		
股东名称	股东性质	持股比例
黄培钊	境外自然人(香港)	27.48%
深圳市琨伦创业投资有限公司	境内非国有法人	8.03%
黄林华	境内自然人	5.99%
汇添富基金—招商银行—汇添富—芭田股份—双喜盛世 47 号资产管理计划	其他	1.85%
邓祖科	境内自然人	1.75%
合计	-	45.10%
2014 年		
股东名称	股东性质	持股比例
黄培钊	境内自然人	28.30%
深圳市琨伦创业投资有限公司	境内非国有法人	11.15%
黄林华	境内自然人	6.17%
平安信托有限责任公司—睿富二号	境内非国有法人	4.74%
萍乡市昆山投资管理有限公司	境内非国有法人	3.48%
合计	-	53.84%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015 年公司纳入财务报表合并范围的一级子公司增加 2 家，具体情况如表 3 所示。

**表 3 2015 年公司新纳入财务报表合并范围的一级子公司情况（单位：万元）**

单位名称	单位简称	投资金额	持股比例	主营业务	取得方式
北京世纪阿姆斯生物技术有限公司	北京阿姆斯	14,260.00	100%	复合生物肥、生物有机肥等肥料的研究、生产、销售	收购
沈阳芭田希杰生态科技有限公司	沈阳芭田	6,800.00	68%	复合肥等肥料的研究、生产、销售	投资设立

资料来源：公司 2015 年年度报告，鹏元整理

截至2015年底，公司资产总额39.20亿元，所有者权益合计19.36亿元，资产负债率为50.62%。2015年度公司实现营业收入21.70亿元，利润总额1.71亿元，经营活动现金净流入2.90亿元。

截至2016年3月底，公司资产总额41.59亿元，所有者权益合计19.53亿元，资产负债率为53.04%。2016年1-3月公司实现营业收入3.71亿元，利润总额0.19亿元，经营活动现金净流出0.60亿元。

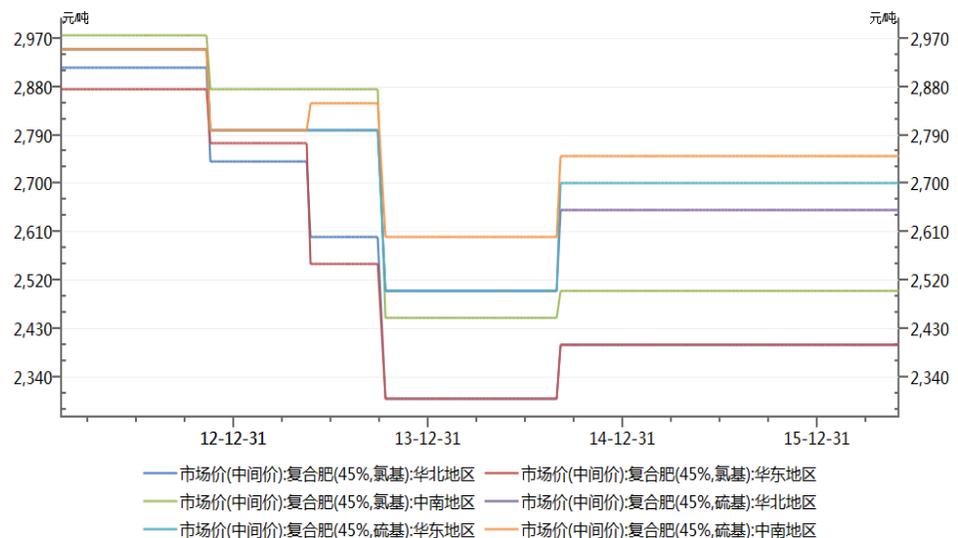
### 三、运营环境

**2015年以来，复合肥行业产能过剩，落后产能面临淘汰；2015年受下游需求拉动等因素影响，复合肥产品价格有所回升**

目前我国获得复合肥生产许可证的企业有5,000家左右，行业产能约2亿吨，但实际产销量为6,000-7,000万吨，行业产能过剩，整体开工率不足35%。2015年2月17日，农业部印发《到2020年化肥使用量零增长行动方案》和《到2020年农药使用量零增长行动方案》，大力推进化肥减量提效、农药减量控害，旨在解决当前国内化肥过量施用、盲目施用等问题，以及由此带来的成本增加和环境污染等问题。在此政策背景下，长效、环保型复合肥等高附加值产品将成为国内复合肥行业未来的发展方向，工艺落后、环保不达标的落后产能面临淘汰。

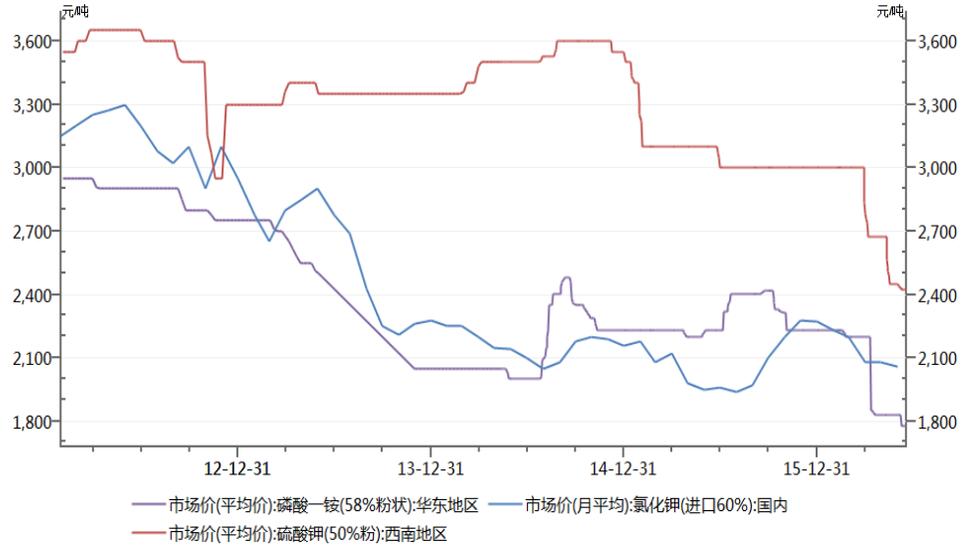
2015年，受下游需求拉动等因素影响，我国农用氮磷钾化肥实现产量7,627.40万吨，同比增长10.75%。由于复合肥企业存在一定的销售半径，局部地区产能利用率较高，加之复合肥企业将部分新增成本转嫁至下游客户以维持合理利润空间，导致2015年我国复合肥价格也有所提升，行业景气度有所回暖。原材料价格方面，2015年前三季度氯化钾（进口60%）价格震荡下行，而2015年第四季度氯化钾（进口60%）价格迅速回升，全年平均价格较上年降低3.55%；2015年硫酸钾价格下降幅度较大，西南地区硫酸钾（50%粉）全年平均价格较上年降低13.09%；2015年磷酸一铵价格稳中有升，华东地区磷酸一铵（58%粉状）全年平均价格较上年提高4.02%。

图 1 近年国内复合肥价格走势



资料来源：wind 资讯

图 2 近年国内复合肥主要原材料价格走势



资料来源：wind 资讯

**2015年以来，受铁路运输、电价调整、税负调整等政策影响，复合肥企业经营成本有所增加，利润空间可能被压缩**

国家有关部门对化肥产业优惠政策的调整，提出了分三步走的方案：第一步结合铁路货运价格和天然气价格的调整，最终实现计划内、计划外天然气价格并轨；第二步取消优惠电价，取消铁路优惠运价；第三步取消增值税优惠。

铁路运输方面：2015年1月29日，国家发展改革委下发了《关于调整铁路货运价格，进一步完善价格形成机制的通知》，首次取消了化肥优惠运价，其中农用化肥调整为执行4号运价<sup>1</sup>，另外明确农用化肥跨局铁路运价可以下浮。

出口关税政策：继国务院批准的《2014年关税调整方案》后，2015年化肥出口关税政策再度调整，取消了化肥出口淡旺季的划分，全年采用统一的税额或税率，化肥出口税负有所增加，而氯化钾、硫酸钾出口关税维持600元/吨，三元复合肥出口关税维持30%的税率。

电价调整方面：2015年4月13日，国家发改委发布了《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，该通知规定：逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分两步到位，2016年4月20日起全部取消电价优惠。

增值税方面：2015年8月10日，财政部、海关总署、国家税务总局联合发布《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》，该通知规定：自2015年9月1日起，对纳税人销售和进

<sup>1</sup> 4号运价即整车货物每吨运价=16.30元/吨+0.098元/吨公里\*运价公里。

口化肥统一按13%税率征收国内环节和进口环节增值税，钾肥增值税先征后返政策同时停止执行。增值税恢复征收进一步提高了化肥生产企业的经营成本，对利润空间有限的中小企业影响甚大。

## 四、经营与竞争

2015年公司收入主要来源于复合肥的研发、生产、销售业务。跟踪期内，受市场竞争激烈等因素影响，公司主营业务收入略有下滑。受产品价格上涨以及部分原材料价格下跌等因素影响，公司主营业务毛利率略有上升。

**表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
芭田复合肥系列	193,456.30	21.60%	204,295.79	21.61%
中挪复合肥系列	2,246.67	20.68%	11,290.60	18.04%
中美复合肥系列	10,130.29	18.97%	8,623.40	19.67%
好阳光复合肥系列	7,096.73	20.88%	5,664.75	18.86%
中俄复合肥系列	7.92	18.86%	65.65	18.78%
哈乐复合肥系列	519.87	18.53%	258.37	33.00%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>213,457.78</b>	<b>21.43%</b>	<b>230,198.56</b>	<b>21.31%</b>
<b>其他业务收入</b>	<b>3,572.78</b>	<b>21.20%</b>	<b>5,922.38</b>	<b>11.60%</b>
<b>营业收入合计</b>	<b>217,030.55</b>	<b>21.43%</b>	<b>236,120.93</b>	<b>21.06%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年年度报告，鹏元整理

**受市场竞争激烈等因素影响，2015年公司复合肥产销规模及业务收入略有下滑，但销售渠道较畅通，公司复合肥业务发展仍较为稳健**

公司主要从事经济作物用复合肥的研发、生产、销售业务，生产基地主要分布于深圳、贵港、徐州、瓮安、北京、沈阳等地，公司主要按照“以销定产”方式安排生产。近年国内复合肥市场供给趋于饱和，企业产能利用率普遍较低，市场竞争进一步加剧。受上述因素影响，2015年公司实现复合肥生产量79.14万吨、销售量78.04万吨，分别同比下降7.01%、8.72%，产销率下降1.85个百分点。2015年末公司复合肥年产能达到247万吨，同比增长51.53%，主要系贵州工业园一期项目的基本建成投产以及收购北京阿姆斯所致；2015年公司产能利用率为32.04%，同比下降20.16个百分点。2015年公司复合肥销售均价略有上升，但销售量下降以及化肥产品恢复征收增值税，导致公司主营业务收入下降7.27%。

**表 5 公司复合肥产品的产销情况**

项目	2015 年	2014 年	增减幅度
----	--------	--------	------

产能（万吨/年）	247.00	163.00	51.53%
生产量（万吨）	79.14	85.10	-7.01%
销售量（万吨）	78.04	85.49	-8.72%
库存量（万吨）	4.43	3.33	33.03%
产销率	98.61%	100.46%	-1.85 个百分点
产能利用率	32.04%	52.20%	-20.16 个百分点
复合肥销售均价（元/吨）	2,735.24	2,692.70	1.58%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要通过经销商渠道销售产品，销售链为“公司——一级经销商——零售网点——消费终端”，其中一级经销商下游主要为分布于各乡镇的化肥零售店，由于一级经销商不专营单一品牌复合肥，故零售网点环节还需公司自派销售人员进行维护。目前公司拥有一级经销商近1,000家，销售集中度低，2015年前五大客户销售占比仅为7.26%，但广东、广西、海南、云南等地也有少量年销售量在1万吨以上的大经销商。公司一般采用“先款后货”方式销售产品，但对少量大经销商也会给予一定的商业信用期。

基于运输成本等因素考虑，复合肥企业存在一定的销售半径。目前公司在广东、广西、海南、山东、浙江具有一定的区域竞争优势，上述五省总销售额占公司年度销售总额的比重约为60%-70%。由于复合肥企业投资规模大且受限于销售半径，公司在上述五省及周边地区有生产布局，区域内竞争对手相对较少，公司区域市场份额较大。2015年公司复合肥销售区域仍以华南、华北、华东地区为主，其中华南地区销售占比维持在50%以上。

**表 6 公司复合肥产品销售区域分布情况（单位：万元）**

地区	2015 年		2014 年	
	金额	销售占比	金额	销售占比
华南	108,914.87	51.02%	117,152.28	50.89%
华北	37,755.31	17.69%	45,245.25	19.65%
华东	35,336.20	16.55%	30,226.37	13.13%
西南	23,445.35	10.98%	27,767.17	12.06%
西北	8,006.04	3.75%	9,807.49	4.26%
<b>合计</b>	<b>213,457.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>230,198.56</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2014-2015 年年度报告，鹏元整理

公司原材料主要采购自化工企业和贸易商，公司主要从供货质量、资金实力、经营规模等角度考核管理供应商。公司在业内经营多年，采购渠道较畅通，近年80%以上供应商保持相对稳定。由于化工企业规模通常较大，公司从化工企业直接采购原材料，一般采用预付货款方式，部分情况下，也会采用承兑汇票结算。公司从贸易商采购原材料，一般采用“货到付款”方式，但对于部分大贸易商，也会采用分期预付货款方式。2015年公司采购集中度有所提高，前五大供应商采购占比提升至39.66%。

由于原材料占复合肥成本的比重较高（约80%），原材料价格波动对公司盈利稳定性影响较大。2015年公司采购的硫酸钾、硝磷复肥原材料价格下降幅度较大，均超过10%；磷酸一铵、白钾原材料价格略有下降。但随着贵州工业园一期项目的建成投产，公司固定资产折旧、无形资产摊销等营业成本增加较多。在上述因素综合作用下，公司2015年主营业务毛利率仅提高0.12个百分点。

**表 7 公司复合肥产品主要原材料采购均价情况（单位：元/吨）**

原材料名称	2015年	2014年	增减幅度
硫酸钾 52%	2,981	3,340	-10.75%
硝磷复肥 36%	1,414	1,590	-11.07%
磷酸一铵 58%/60%	2,285	2,357	-3.05%
白钾 60%/62%	2,120	2,180	-2.75%

资料来源：公司提供，鹏元整理

**公司新项目已基本建成投产，有望进一步丰富公司产品结构和拓展市场；但公司产能利用率不高，未来产能消化存在一定的不确定性**

随着贵州工业园一期项目的建成投产以及收购北京阿姆斯的顺利完成，2015年末公司复合肥产能达到247万吨，同比增长51.53%，其中贵州工业园一期项目新增20万吨高塔全溶灌溉复合肥项目、60万吨缓释肥项目。公司贵州工业园位于贵州省黔南州瓮安县，由子公司贵州芭田生态工程有限公司（以下简称“贵州芭田”）负责运营，贵州工业园一期项目是国内首条国产化“磷矿——复合肥”生产线，主要生产品质更高的富含各类有益矿物质的矿物质肥，以丰富公司现有产品线。另外，随着贵州工业园一期项目的投产，公司有望扩大在云南、四川等西南片区的市场占有率。

同时我们注意到，由于新产品的市场开拓需要一定的前期推广过程，目前矿物质肥市场尚未完全打开，贵州芭田尚处于亏损状态。2015年贵州芭田实现营业收入4,373.01万元、营业利润-7,587.90万元。根据公司公告，由于贵州工业园一期项目投产初期不能达产达标，亏损较大，公司预计2016年1-6月归属于上市公司股东的净利润将下降20%-50%。截至2015年底，公司贵州工业园一期项目基建工程已处于扫尾阶段，尚需投资约4,900万元。根据公司规划，贵州工业园二期、三期建设年产能均为70万吨，计划总投资（不包括合成氨项目）合计41.75亿元，待一期项目正常运转后，公司将适时启动后续工程建设。

综上，公司新项目已基本建成投产，有望进一步丰富公司产品结构和拓展市场；但公司产能利用率不高，未来产能消化存在一定的不确定性。

**跟踪期内，公司继续推进技术研发、产品结构完善以及产业链整合，有利于增强整体抗风险能力**

近年公司持续优化完善研发体系，设有“深圳市生态肥业工程技术研究开发中心”、

“国家钙镁磷复合肥研究中心深圳中心”、“企业博士后工作站”、“全国肥料和土壤调理剂标准化技术委员秘书处”等科研机构，先后承担多项国家级重点科研项目。2015年，公司共申请专利142件，其中发明专利130件，实用新型专利12件；2015年授权专利33件，其中发明专利17件，实用新型16件。截至2015年底，公司拥有发明专利79件，其中1件PCT国际专利分别获得美国和日本专利局授权。

在国家提出化肥使用量“零增长”目标的政策背景下，长效、环保型复合肥为代表的中高端复合肥成为未来行业发展的主要方向。公司是国内经济作物用复合肥行业领导者，产品定位中高端，产品结构远优于同行业平均水平，新型复合肥销量占比达60%以上。2015年5月，公司收购北京阿姆斯的全部股权，北京阿姆斯是我国第一家具有完整生物肥产业链的企业，拥有核心菌剂研发技术及良好的营销渠道。2015年4月，公司与希杰（沈阳）生物科技有限公司合资成立沈阳芭田，共同发展新型液体有机肥料产品系列。

为满足产业发展需要，保证产品品质，降低生产成本，公司斥资3.43亿元获得贵州省瓮安县小高寨磷矿探矿权。2014年12月，贵州芭田收到《矿产资源勘查许可证》。磷矿为不可再生资源，未来高品位磷矿的稀缺性将逐渐凸显；贵州小高寨磷矿平均品位在30%左右，远优于普通磷矿的25%，有利于为贵州磷复合肥项目及时提供优质原材料。2015年，公司实现贵州磷矿资源的勘查及贵州工业园一期项目的投产，目前公司正在申请小高寨磷矿开采权，初步预计2018年能获得授权，在此过程中公司尚需投资约1.50亿元。综上，公司通过整合上游资源，有望改善成本结构，增强同业竞争力。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析是基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告及未经审计的2016年第一季度财务报表，财务报表采用新会计准则编制。2015年，公司纳入财务报表合并范围的一级子公司增加2家，具体情况如表3所示。

### 资产结构与质量

**公司资产规模稳步增长，非流动性资产占比较大，资产流动性一般**

2015年，随着业务的开展，公司资产规模稳步增长。截至2015年底，公司总资产规

模达到 39.20 亿元，同比增长 25.11%；从资产结构来看，公司非流动资产占总资产的比例较大，2015 年末占比为 69.77%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、存货和其他流动资产构成。2015 年末公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，其中银行承兑汇票保证金等受限资金合计 4,661.67 万元。2015 年末预付款项主要系公司预付供应商的货款，其中账龄在 1 年以内的占比 85.54%、1-2 年的占比 6.35%、2 年以上的占比 8.11%；前五大债务人账面余额占比合计 34.57%，公司应收账款对象较分散；上述款项将随业务的开展而逐步结转。2015 年末公司存货以原材料、库存商品和自制半成品为主，考虑到公司目前销售渠道较畅通，存货变现较有保障；存货余额较上年末有所增长，主要系公司收购北京阿姆斯以及贵州工业园一期基本建成投产而增加备货所致。2015 年末公司其他流动资产主要是增值税留抵税额，系增值税恢复征收所致。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2015 年末公司固定资产、无形资产主要系公司经营用厂房、设备以及厂房所在地块、商标等；两者余额合计数较上年均大幅增加，主要系贵州工业园一期项目建设基本完工，转入固定资产所致。2015 年末公司在建工程主要是徐州技改工程、贵州工业园一期（基建）扫尾工程，上述工程均已接近尾声，资金需求量不大。2015 年末公司其他非流动资产主要是预付探矿权、工程款、设备款等；其余额较上年末有所减少，主要系预付设备款、工程款减少所致。公司生产经营用厂房、设备以及探矿权等非流动性资产的专用型较强，且占公司总资产比重较大，故公司资产整体流动性一般。

**表 8 公司资产主要构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	金额	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	142,685.12	34.30%	118,507.17	30.23%	101,815.18	32.49%
货币资金	62,065.93	14.92%	49,712.16	12.68%	50,343.35	16.07%
预付款项	15,436.53	3.71%	14,966.72	3.82%	18,829.85	6.01%
存货	46,003.95	11.06%	34,564.92	8.82%	25,594.62	8.17%
其他流动资产	9,871.68	2.37%	11,445.47	2.92%	0.00	0.00%
非流动资产合计	273,259.95	65.70%	273,506.09	69.77%	211,523.85	67.51%
固定资产	151,279.26	36.37%	154,434.90	39.40%	32,562.79	10.39%
在建工程	7,328.96	1.76%	4,808.46	1.23%	60,379.20	19.27%
无形资产	34,900.70	8.39%	35,143.10	8.96%	34,433.78	10.99%
其他非流动资产	45,212.73	10.87%	44,882.79	11.45%	67,966.07	21.69%
资产总计	415,945.07	100.00%	392,013.26	100.00%	313,339.03	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 资产运营效率

### 新项目投产导致公司整体资产运营效率有所下降

近年公司主要采用“先款后货”方式销售产品，故应收账款周转很快。2015年公司收购北京阿姆斯以及贵州工业园一期建成投产增加了一定的备货，使得公司存货周转天数有所上升。公司应付设备款增加较多，应付款项余额明显增加，导致应付账款周转天数明显增加。上述因素综合作用，导致公司净营业周期有所缩短。

伴随着公司非公开发行股票募集资金投入贵州工业园项目，2014年末公司货币资金余额大幅减少，流动资产余额也随之大幅减少，而2015年公司流动资产余额略有增长，上述因素综合作用导致2015年流动资产周转天数略有下降。伴随着贵州工业园一期项目基本建成投产，公司固定资产余额大幅增加，导致固定资产周转天数大幅上升；公司总资产周转天数也随之提升，公司整体资产运营效率有所下降。

**表 9 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2015 年	2014 年
应收账款周转天数	8.47	8.49
存货周转天数	63.50	52.80
应付账款周转天数	29.02	-0.18
净营业周期	42.95	61.47
流动资产周转天数	182.73	194.97
固定资产周转天数	155.09	43.61
总资产周转天数	585.00	428.70

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 受市场竞争激烈等因素影响，公司收入和利润规模均有所下降

2015 年，受市场竞争激烈等因素影响，公司收入规模和盈利水平均有所下滑。2015 年公司实现营业收入 21.70 亿元、利润总额 1.71 亿元，分别同比下降 8.09%、17.97%。

2015 年，伴随着贵州工业园一期项目的基本建成投产，公司固定资产折旧等营业成本有所上升，但公司产品销售均价有所上升且主要原材料价格均有不同程度的下降，导致公司综合毛利率略有上升。2015 年公司负债规模有所上升，银行利息支出等财务费用有所增加，导致期间费用率有所上升。

**表 10 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2016年 1-3月	2015年	2014年
营业收入	37,092.13	217,030.55	236,120.93
营业利润	1,243.51	16,197.87	20,461.57
利润总额	1,893.17	17,148.58	20,904.94
净利润	1,783.03	15,950.03	18,740.88
综合毛利率	22.05%	21.43%	21.06%
期间费用率	18.89%	13.94%	12.00%
总资产回报率	-	6.01%	8.27%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流表现良好，资金流转较顺畅

2015 年公司利润规模虽有下滑，但净利润水平仍较高，加之固定资产折旧等非付现费用较多，公司实现 FFO 2.66 亿元，同比增长 1.79%；尽管此期间公司存货余额有所增长，但公司仍凭借其较高的盈利水平以及占用部分供应商资金，从而实现经营活动现金流量净额 2.90 亿元。

投资活动方面，随着贵州工业园一期等项目的不断投入，近年公司投资活动现金流均表现为大额净流出。筹资活动方面，2015 年公司的银行融资规模进一步攀升，公司筹资活动现金流表现为净流入。

**表 11 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2015年	2014年
净利润	15,950.03	18,740.88
非付现费用	7,896.69	5,503.63
非经营损益	2,765.63	1,899.38
FFO	26,612.35	26,143.89
营运资本变化	2,342.46	252.62
其中：存货的减少	-8,970.30	3,062.66
经营性应收项目的减少	6,728.04	-1,549.43
经营性应付项目的增加	4,584.72	-1,260.61
经营活动产生的现金流量净额	28,954.80	26,396.50
投资活动产生的现金流量净额	-52,457.51	-115,918.14
筹资活动产生的现金流量净额	21,776.72	41,435.15
现金及现金等价物净增加额	-1,726.00	-48,086.49

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模不断扩大，偿债压力进一步加重

随着经营活动利润积累以及增资扩股，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 19.36 亿元，同比增长 20.88%；而公司负债总额达 19.84 亿元，同比增长 29.53%，导致公司负债与所有者权益比率增至 102.50%。

**表 12 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债总额	220,620.88	198,428.49	153,189.36
所有者权益	195,324.19	193,584.77	160,149.68
负债与所有者权益比率	112.95%	102.50%	95.65%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

从负债构成来看，公司负债以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、其他流动负债和应付债券为主。2015 年末公司短期借款全部为信用借款，主要用于补充流动资金。2015 年末应付账款和应付票据主要是应付供应商材料款、设备款，其余有所增加，主要系公司采购设备欠款增加所致；公司应付账款中账龄以一年以内的为主。2015 年末其他流动负债是公司 2016 年 3 月发行的一年期短期融资券，票面利率 3.80%。2015 年末公司应付债券即本期债券。截至 2016 年 3 月底，公司有息债务为 18.32 亿元，较 2014 年末增长 38.88%，占总负债的比重为 83.03%，公司债务偿还压力有所加大。

**表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年 3 月		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	164,710.94	74.66%	142,543.85	71.84%	99,088.93	64.68%
短期借款	51,000.00	23.12%	85,400.00	43.04%	61,865.50	40.38%
应付票据	18,456.62	8.37%	18,690.41	9.42%	16,476.64	10.76%
应付账款	20,570.78	9.32%	20,535.19	10.35%	5,591.27	3.65%
其他流动负债	60,000.00	27.20%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	55,909.94	25.34%	55,884.64	28.16%	54,100.42	35.32%
应付债券	53,721.53	24.35%	53,687.52	27.06%	53,559.27	34.96%
负债合计	220,620.88	100.00%	198,428.49	100.00%	153,189.36	100.00%
有息债务	183,178.15	83.03%	157,777.93	79.51%	131,901.41	86.10%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至 2015 年底，公司资产负债率为 50.62%，整体负债水平适中，流动比率和速动比率表现一般；公司 EBITDA 规模较大，利息保障能力较好。

**表 14 公司主要偿债能力指标**

项目	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	53.04%	50.62%	48.89%
流动比率	0.87	0.83	1.03
速动比率	0.59	0.59	0.77
EBITDA（万元）	-	29,161.48	28,272.07
EBITDA 利息保障倍数	-	3.98	6.35

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 六、评级结论

跟踪期内，公司复合肥业务经营仍较稳健；公司继续推进技术研发、产品结构完善以及产业链整合，有利于整体抗风险能力的增强；公司新项目已基本建成投产，有望进一步丰富公司产品结构和拓展市场。

同时我们注意到，原材料价格波动仍可能对公司盈利稳定性造成不利影响；公司新项目已基本建成投产，产能消化值得关注；公司有息债务规模扩大，偿债压力有所加大。

基于上述情况，鹏元将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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
货币资金	62,065.93	49,712.16	50,343.35	97,479.50
应收票据	429.22	293.00	952.20	711.30
应收账款	6,035.69	5,499.61	4,712.28	6,421.26
预付款项	15,436.53	14,966.72	18,829.85	19,414.78
其他应收款	2,842.12	2,025.28	1,382.88	843.91
存货	46,003.95	34,564.92	25,594.62	29,077.58
其他流动资产	9,871.68	11,445.47	0.00	0.00
流动资产合计	142,685.12	118,507.17	101,815.18	153,948.32
可供出售金融资产	4,000.00	4,000.00	4,000.00	0.00
长期股权投资	9,240.08	9,262.60	6,326.90	6,760.30
固定资产	151,279.26	154,434.90	32,562.79	24,648.62
在建工程	7,328.96	4,808.46	60,379.20	38,718.89
生产性生物资产	95.37	95.37	55.00	0.00
无形资产	34,900.70	35,143.10	34,433.78	4,451.68
商誉	9,195.45	9,195.45	0.00	0.00
长期待摊费用	6,938.77	6,975.10	2,302.44	2,050.79
递延所得税资产	5,068.62	4,708.32	3,497.67	2,496.99
其他非流动资产	45,212.73	44,882.79	67,966.07	15,944.46
非流动资产合计	273,259.95	273,506.09	211,523.85	95,071.72
资产总计	415,945.07	392,013.26	313,339.03	249,020.04
短期借款	51,000.00	85,400.00	61,865.50	10,000.00
应付票据	18,456.62	18,690.41	16,476.64	11,069.87
应付账款	20,570.78	20,535.19	5,591.27	4,923.53
预收款项	6,539.24	7,968.83	4,808.34	10,295.93
应付职工薪酬	1,578.04	1,801.14	1,809.81	1,819.91
应交税费	2,439.55	1,880.75	1,965.74	1,038.56
应付利息	565.50	2,914.50	2,914.50	2,914.50
其他应付款	3,561.21	3,353.02	3,657.13	6,189.25
其他流动负债	60,000.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	164,710.94	142,543.85	99,088.93	48,251.55
应付债券	53,721.53	53,687.52	53,559.27	53,438.40
长期应付款	1,054.43	1,050.02	0.00	0.00
递延所得税负债	104.74	104.74	0.00	0.00
递延收益	784.74	788.87	251.65	0.00

其他非流动负债	244.50	253.50	289.50	773.65
非流动负债合计	55,909.94	55,884.64	54,100.42	54,212.05
负债合计	220,620.88	198,428.49	153,189.36	102,463.60
股本	87,678.05	87,678.05	85,155.34	85,155.34
资本公积	34,961.19	34,961.19	19,952.09	19,952.09
盈余公积	9,069.16	9,069.16	7,757.36	6,078.31
未分配利润	60,947.43	59,148.11	44,578.79	32,753.91
归属于母公司所有者权益合计	192,655.82	190,856.50	157,443.57	143,939.64
少数股东权益	2,668.36	2,728.26	2,706.10	2,616.80
所有者权益合计	195,324.19	193,584.77	160,149.68	146,556.44
负债和所有者权益总计	415,945.07	392,013.26	313,339.03	249,020.04

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	37,092.13	217,030.55	236,120.93	213,255.36
其中：营业收入	37,092.13	217,030.55	236,120.93	213,255.36
二、营业总成本	35,913.33	201,113.53	215,225.96	199,655.45
其中：营业成本	28,914.27	170,529.74	186,389.06	177,390.88
营业税金及附加	51.54	408.99	17.43	14.04
销售费用	1,019.72	8,153.31	11,195.70	9,524.74
管理费用	4,206.30	18,652.80	16,454.03	11,161.78
财务费用	1,782.52	3,438.61	685.97	1,362.88
资产减值损失	-61.02	-69.93	483.77	201.12
加：投资收益	64.71	280.84	-433.40	-39.70
三、营业利润	1,243.51	16,197.87	20,461.57	13,560.22
加：营业外收入	670.60	1,024.48	677.71	1,999.95
减：营业外支出	20.94	73.78	234.35	616.66
四、利润总额	1,893.17	17,148.58	20,904.94	14,943.50
减：所得税费用	110.14	1,198.55	2,164.06	1,276.53
五、净利润	1,783.03	15,950.03	18,740.88	13,666.97
减：少数股东损益	-16.28	68.91	127.62	4.96
归属于母公司所有者的净利润	1,799.32	15,881.12	18,613.25	13,662.01

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
销售商品、提供劳务收到的现金	34,990.24	221,759.43	232,279.15	217,100.70
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	700.00
收到其他与经营活动有关的现金	1,693.63	2,740.78	2,150.38	6,175.46
经营活动现金流入小计	36,683.87	224,500.21	234,429.53	223,976.16
购买商品、接受劳务支付的现金	32,582.25	153,988.22	166,866.26	178,519.90
支付给职工以及为职工支付的现金	4,858.33	18,284.40	17,681.85	14,122.34
支付的各项税费	701.42	7,362.09	2,876.63	2,071.21
支付其他与经营活动有关的现金	4,543.22	15,910.69	20,608.28	11,828.28
经营活动现金流出小计	42,685.22	195,545.41	208,033.03	206,541.73
经营活动产生的现金流量净额	-6,001.35	28,954.80	26,396.50	17,434.43
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	7.70	126.51	26.96
投资活动现金流入小计	0.00	7.70	126.51	26.96
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,286.67	49,097.51	112,044.65	36,970.87
投资支付的现金	0.00	3,247.01	4,000.00	6,800.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	120.70	0.00	172.18
投资活动现金流出小计	2,286.67	52,465.22	116,044.65	43,943.05
投资活动产生的现金流量净额	-2,286.67	-52,457.51	-115,918.14	-43,916.09
吸收投资收到的现金	0.00	4,071.81	0.00	0.00
取得借款收到的现金	59,940.00	84,200.00	66,065.50	10,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	151.40	530.00	0.00	1,944.09
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	53,438.40
筹资活动现金流入小计	60,091.40	88,801.81	66,065.50	65,382.49
偿还债务支付的现金	34,400.00	61,965.50	14,200.00	19,103.45
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,898.21	3,964.78	9,480.00	5,504.26
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,094.80	950.35	0.00
筹资活动现金流出小计	39,298.21	67,025.09	24,630.35	24,607.71
筹资活动产生的现金流量净额	20,793.18	21,776.72	41,435.15	40,774.78
现金及现金等价物净增加额	12,505.17	-1,726.00	-48,086.49	14,293.12

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表

## 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	15,950.03	18,740.88	13,666.97
加：资产减值准备	-69.93	483.77	201.12
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	6,574.91	4,078.17	3,766.61
无形资产摊销	947.86	535.87	134.79
长期待摊费用摊销	443.85	405.82	320.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7.70	119.39	261.40
财务费用	4,046.28	2,347.27	3,654.69
投资损失	-280.84	433.40	39.70
递延所得税资产减少	-1,112.25	-1,000.68	-697.02
递延所得税负债增加	104.74	0.00	0.00
存货的减少	-8,970.30	3,062.66	-709.99
经营性应收项目的减少	6,728.04	-1,549.43	-8,919.46
经营性应付项目的增加	4,584.72	-1,260.61	7,835.08
其他	0.00	0.00	-2,119.67
经营活动产生的现金流量净额	28,954.80	26,396.50	17,434.43

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
综合毛利率	22.05%	21.43%	21.06%	16.82%
期间费用率	18.89%	13.94%	12.00%	10.34%
总资产回报率	-	6.01%	8.27%	8.55%
非付现费用（万元）	-	7,896.69	5,503.63	4,422.74
非经营损益（万元）	-	2,765.63	1,899.38	3,258.77
FFO（万元）	-	26,612.35	26,143.89	21,348.48
负债与所有者权益比率	112.95%	102.50%	95.65%	69.91%
资产负债率	53.04%	50.62%	48.89%	41.15%
流动比率	0.87	0.83	1.03	3.19
速动比率	0.59	0.59	0.77	2.59
EBITDA（万元）	-	29,161.48	28,272.07	22,819.81
EBITDA 利息保障倍数	-	3.98	6.35	6.24

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年第一季度财务报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收账款周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / \text{营业收入}$
	存货周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2] / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
	总资产周转天数(天)	$360 \times [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2] / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
现金流	非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
	营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
资本结构及财务安全性	负债与所有者权益比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
	资产负债率	负债总额/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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+其他流动负债+1年内到期的长期有息债务
	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。