



2022年江苏丰山集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券2024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.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年江苏丰山集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
丰山转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：江苏丰山集团股份有限公司（以下简称“丰山集团”或“公司”，股票代码“603810.SH”）跟踪期内原药产能有所提升，产品种类进一步丰富，下游客户资质较优，销售渠道广泛；同时中证鹏元也关注到，2023年农药价格持续下跌，农药企业效益普遍下行，公司2023年及2024年一季度归母净利润亏损，盈利能力持续承压，且仍面临产能利用率偏低，在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险、新增产能无法消化风险、存货减值风险、环保及安全生产风险和人民币兑美元汇率波动风险等风险因素。

评级日期

2024年6月27日

联系方式

项目负责人：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	25.88	26.91	26.67	19.93
归母所有者权益	15.69	15.58	15.99	14.21
总债务	7.90	8.68	7.02	2.17
营业收入	2.63	11.96	17.09	15.18
净利润	-0.12	-0.40	0.99	1.15
经营活动现金流净额	-0.66	0.70	1.85	0.60
净债务/EBITDA	--	-4.76	-1.89	-1.68
EBITDA 利息保障倍数	--	1.45	13.99	193.92
总债务/总资本	33.51%	35.77%	30.51%	13.23%
FFO/净债务	--	-0.33%	-38.65%	-46.23%
EBITDA 利润率	--	3.45%	11.38%	12.87%
总资产回报率	--	-1.21%	4.91%	6.68%
速动比率	2.39	2.02	2.28	1.74
现金短期债务比	2.63	2.49	3.51	2.80
销售毛利率	7.27%	9.88%	16.67%	20.04%
资产负债率	39.39%	42.09%	40.04%	28.70%

注：2021-2023年净债务为负

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **跟踪期内，公司原药产能有所提升，产品种类进一步丰富。**跟踪期内，公司原药产能有所增加，且增加了氰氟草酯、炔草酯等产品，产品种类进一步丰富。
- **公司客户资质仍较优，销售渠道广泛。**公司原药产品长期供货给海内外知名农化公司，部分主力产品氟乐灵和精喹禾灵在细分市场仍具有一定竞争优势，客户资质仍较优，销售渠道广泛，且农药行业长期需求有较好支撑。

关注

- **跟踪期内，农药行业整体不景气，农药价格持续下跌，公司 2023 年及 2024 年一季度净利润持续亏损。**2023 年，受行业周期性波动及市场供需变化影响，农化行业原药与中间体整体渠道库存过大，市场需求减少，农药产品价格持续下跌，农药行业盈利能力减弱。根据国家统计局数据，2023 年农药行业营业收入同比下降 17.0%，利润总额同比下降 62.2%。在此行情背景下，公司 2023 年营业收入同比减少 30%，2023 年及 2024 年一季度归母净利润分别亏损 3,915.94 万元和 1,090.95 万元，公司盈利能力持续承压。
- **公司面临产品跨界经营和新增产能消化风险。**子公司江苏丰山全诺新能源科技有限公司（以下简称“丰山全诺”）电解液一期项目于 2023 年 11 月底进入试生产阶段，公司计划通过此项目进军新能源电子化学品产业。需注意的是，进入动力电池核心供应商体系认证期需 1-3 年时间，电解液生产和销售模式同公司传统业务存在明显差异，同时，近期电解液价格受市场行情影响有所下降，公司电解液项目未来仍面临新增产能无法消化及项目收益不及预期的风险。2023 年新增两个农药产品生产线技改项目投产，若产能利用率不达预期，折旧等固定费用增加亦削弱公司盈利能力。
- **在农药价格及原材料价格下跌背景下，公司面临存货减值风险。**2023 年，公司对原材料及库存商品分别计提 285.54 万元和 710.27 万元，且 2023 年末除草剂库存量较上年增长 89.12%，在农药价格及原材料价格下跌背景下，公司面临存货减值风险。
- **公司外销出口额虽大幅下滑，仍需关注人民币兑美元汇率波动风险。**受海外市场前期累库影响，海外需求 2023 年较为低迷，公司出口销售额同比减少 46.21%，主要外销地为澳大利亚、巴西、印度等，外销产品为农药原药，外销产品主要以美元结算。公司每月会根据预判的汇率走势选择是否采取远期协议锁汇等操作减少汇率波动风险，但仍需关注人民币兑美元汇率波动对公司利润的影响。
- **环保及安全生产风险。**农药生产企业面临较强的环保安全约束，公司目前生产基地集中在江苏省盐城市大丰区，“3·21 响水事件”使得区域政府对安全、环保的标准趋严。近三年内，公司存在因违反《中华人民共和国安全生产法》、《中华人民共和国消防法》、《江苏省消防条例》受到当地有关部门处罚的情形，公司在环保及安全生产方面仍需加强管理。未来如行业生产标准进一步提高，公司可能面临不能及时达标和经营成本提高的风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为农药行业需求相对刚性，随着国家对于化工行业的环保、安全要求不断加强，农药行业的进入壁垒提高；公司客户资质仍较优，销售渠道广泛，且未来可转债募投项目投产后有利于公司进一步形成产业链优势，经营风险和财务风险可控。

同业比较（单位：亿元）

指标	长青股份	湖南海利	中旗股份	新农股份	公司
总资产	80.50	44.02	38.56	14.76	26.91
营业总收入	36.14	23.74	23.90	8.21	11.96
营收同比增长率（%）	-14.83	-24.14	-19.52	-34.22	-30.00

归母净利润	0.73	2.74	1.92	-0.25	-0.39
归母净利润同比增长率 (%)	-72.13	-22.28	-54.38	-125.02	-139.46
销售毛利率 (%)	14.53	22.74	22.41	22.00	9.88
资产负债率 (%)	43.10	28.68	41.21	24.00	42.09

注：以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：iFinD，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
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		7/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa-**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
丰山转债	5.00	4.59	2023-6-28	2028-6-27

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年6月27日发行6年期5.00亿元丰山转债，募集资金计划用于年产10,000吨3,5-二硝基-4-氯三氟甲苯等精细化工产品建设项目。根据公司2023年1月5日发布的《江苏丰山集团股份有限公司关于变更部分募集资金投资项目的公告》，公司拟将原计划可转债募投项目和IPO投资项目之一“年产1,600吨2-硝基-4-甲磺基苯甲酸及750吨环己二酮建设项目”变更为“年产24,500吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目”（以下简称“新项目”），新项目总投资金额68,080.81万元，拟投入募集资金为56,047.47万元（含IPO募集资金7,068.60万元和可转债募集资金48,978.87万元）。根据《江苏丰山集团股份有限公司2023年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，截至2023年12月31日，丰山转债募集资金专户账户余额为21,096.15万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司实收资本为16,231.19万元¹。2024年一季度，“丰山转债”转股数增加，截至2024年3月末，公司实收资本较2023年末增加292.96万元至16,524.16万元。公司控股股东及实际控制人仍为殷凤山和殷平（父女关系）。截至2024年3月末，殷凤山和殷平持股比例分别为40.99%和4.03%，公司股权结构图见附录二。公司控股股东及实际控制人无股权质押。

跟踪期内，公司主营业务有所调整，仍主要从事农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售。同时，2023年，子公司丰山全诺一期5万吨电解液项目已完成项目建设并投入运营，主要生产以锂离子、钠离子为主的储能电池、动力电池等电解液产品，公司未来计划探索以电解液产品为基础向上游产业链延伸的产业布局。2022年，公司注销子公司上海丰山测试技术有限公司。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司共7家，详见附录四。

2023年6月，因公司实施2022年度权益分派，“丰山转债”的转股价格将由原来的13.80元/股调整为13.73元/股。根据《江苏丰山集团股份有限公司关于可转债转股结果暨股份变动的公告》，截至2024年3月末，累计已有408,840张“丰山转债”转为公司股份，累计转股股数2,977,080股。

¹ 总股本较2022年末减少主要系公司对部分限制性股票进行回购注销及可转债转股影响。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

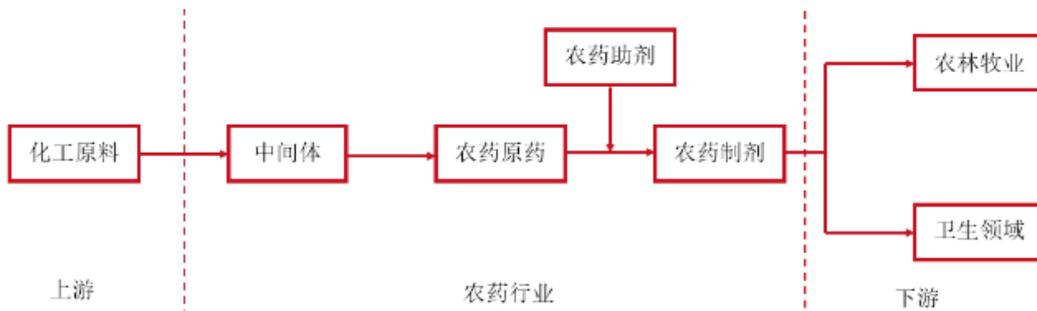
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

中国是农药制造大国，但农药企业集中于中间体和原药生产环节，产业附加值相对较低，且生产企业众多，竞争激烈；随着国内多轮环保、安全整顿工作的开展，农药产能向规模化企业集聚

农药下游主要应用领域为农、林、畜牧业生产和卫生防疫领域，在有效防控病虫害灾害、保障粮食安全等方面发挥重要作用。农药主要包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂三大类。从生产环节看，农药行业产品主要包括中间体、原药和制剂，其中中间体是由化工原料制成的精细化工产品，是生产农药的重要中间材料；农药原药是农药的有效成份，由各类农药中间体及基础化工产品经化学合成等技术制备，一般无法直接应用于农业生产；制剂是在原药的基础上，通过加入分散剂和助溶剂等辅料，经研制、复配、加工等环节制成，可直接应用于农业生产。

图1 农药行业产业链



资料来源：公开信息，中证鹏元整理

从经营特点来看，原药生产对企业生产技术、工艺水平等要求较高，多呈现技术密集特点；制剂产品接近终端消费，对经营企业的剂型研发能力、营销渠道及品牌优势等要求较高。从产业价值链来看，农药创新药前端研发与终端制剂销售为主要盈利环节，由于新药研发所需资金投入规模大、研发周期长、风险高，目前资金实力雄厚的国际农化巨头主导研发，同时凭借品牌和渠道优势把控终端制剂销售市场，国际四大农化巨头（先正达、拜尔、科迪华、巴斯夫）占据全球超50%的市场份额。

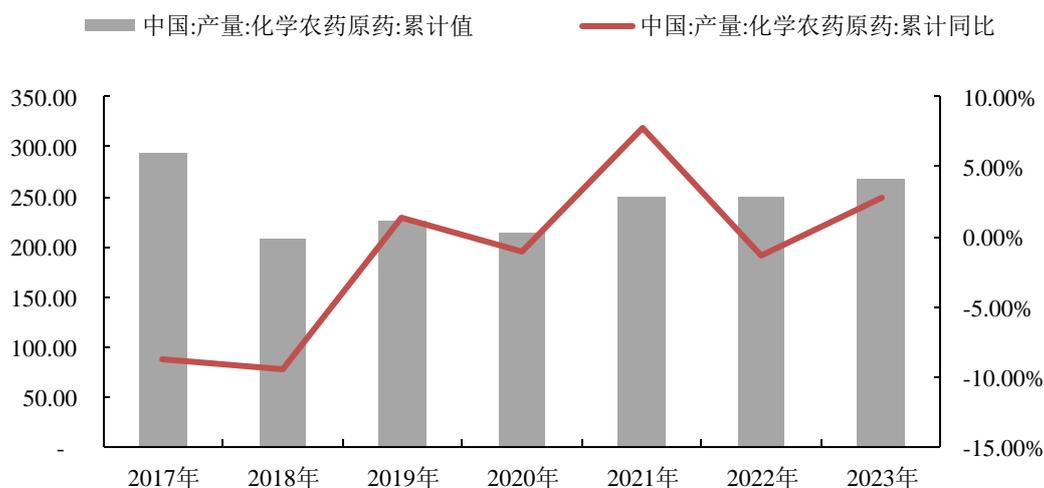
从国内产业发展和行业格局来看，中国是农药制造大国，但主要集中于仿制药的生产和中间体加工，相关环节附加值较低，且生产企业众多，规模普遍较小，竞争激烈。随着国内多轮环保、安全整顿工作的开展，农药环保、安全无法达标的小企业逐渐淘汰，农药产能向规模化、规范化企业集聚，行业马太效应增强。《2020年农药管理工作要点》对农药行业管理提出了更高的要求，工作要点包括完善农药登记管理制度，鼓励企业兼并重组，退出一批竞争力弱的小农药企业，推进高毒农药淘汰等。2021年12月工信部等六部委发布《化工园区建设标准和认定管理办法(试行)》，随后各省陆续制定、完善本地区化工园区认定评价管理办法、实施细则及评分标准，并发布园区认定名单，化工园区从严、规范管理政策的调整，提高了企业入园门槛，一定程度上增加了农药企业入园的难度。根据2022年1月发布的《“十四五”全国农药产业发展规划》，国家将推进农药生产企业兼并重组、转型升级、做大做强，培育一批竞争力强的大中型生产企业，未来农药原药生产经营将进一步集中，到2025年，农药生产企业数量由2020年的1,705家下降至1,600家以下，规模以上企业农药业务收入由2,280.6亿元增加至2,500亿元以上，农药经营单位由2020年的32.5万家下降至30万家。

受环保政策推行等影响，叠加化工行业的安全要求不断加强，农药行业的进入壁垒提高，供给端面临长期约束

农药生产过程中涉及到多种具有毒性和污染性的化工原辅料、中间产品，随着国家对于化工行业的环保、安全要求不断加强，农药行业的进入壁垒提高，对供给端形成长期约束。

2017年以来，随着供给侧改革的推进及环保政策趋严，同时随着农村农业部“到2020年实现化肥、农药零增长”政策的实施，我国农药总产量总体呈下降趋势，2021年出口拉动下有所回升，2022年国内外市场需求增加，2022年全国农药产量与上年基本持平。随着国内生产企业产能持续释放，2023年农药产量同比略增长2.8%，2023年其中杀虫剂产量同比增长，杀菌剂和除草剂产量同比下降；从万吨级以上品种看，草铵膦、乙酰甲胺磷、噻虫嗪、高效氯氟氰菊酯、多菌灵、精异丙甲草胺等13个品种原药产量同比实现增长；乙烯利、莠灭净、百草枯、二甲戊灵等15个品种原药产量不同程度下降。2022年11月，农业农村部印发《到2025年化学农药减量化行动方案》，随着系列农药减量政策落地实施，我国农药产业结构将持续优化，化学农药施用总量进一步减少，农药产品结构将加速调整。

图2 近年我国农药原药产量情况（单位：万吨）

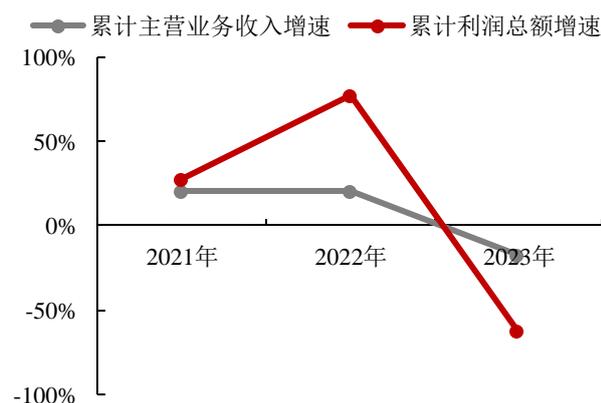


资料来源：Wind，中证鹏元整理

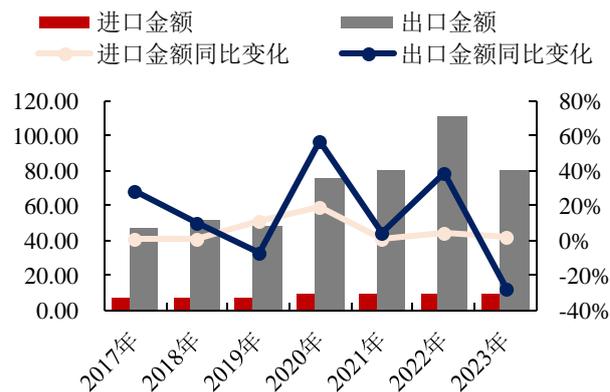
受宏观经济、行业周期性波动及市场供需变化影响，近年农药行业景气度存在较大波动，随着需求下滑、供给扩张进入投产期，2023年农药处于去库下行周期，农药产品价格呈下行态势；但从中长期来看，在去全球化和地缘政治冲突背景下，农药需求刚性偏强

近年，受宏观经济、行业周期性波动及市场供需变化影响，农药行业景气度存在较大波动，2023年农药处于去库下行周期。2021年，得益于原药价格上涨及海外市场需求大增的有效带动，农药行业产销两旺，实现营业收入、利润同比大幅增长。2022年受多重因素影响，我国生产企业复工复产进程加快，产业链运转趋向正常，行业运行势头良好，主要经济指标创下历史新高。2022年四季度以来，农药行业全球市场渠道高库存风险暴露，需求迅速下滑，开始进入去库存周期，2023年农药产品价格延续自2022

年底以来的下行趋势，大多数农药产品价格一路走低；与此同时，国内市场供给端新一轮产能扩张进入投产期，加之前两年的行业高景气吸引了部分跨界投资入局，导致2023年规模化产能集中释放，竞争激烈，而需求端出口受阻内需疲软，进一步加剧了农药产品价格下行态势，根据国家统计局数据，2023年农药行业营业收入同比下降17.0%，利润总额同比下降62.2%，出口额同比下降27.2%。

图3 农药行业收入和利润波动情况


资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图4 农药进出口情况（单位：亿美元）


资料来源：海关总署，中证鹏元整理

从中长期来看，在去全球化和地缘政治冲突背景下，农药需求刚性偏强。根据Phillips Mc Dougall的统计，2022年全球农药市场销售额为781.93亿美元，其中作物用农药占比接近九成，市场销售额达692.56亿美元；分地区来看，亚太、拉美两地是规模最大、增长最快的地区市场，2022年亚太地区市场销售额218.85亿美元，占比32%，拉丁美洲市场销售额191.37亿美元，占比28%；分品种来看，除草剂依然是规模最大的细分市场，占作物用农药市场的44%，杀虫剂、杀菌剂市场份额分别为27%、25%。此外，俄乌作为粮食生产大国和出口大国，俄乌冲突对两国粮食产量和贸易均产生了较大影响，对全球粮食供应链也造成了较大冲击，受频发的极端天气和俄乌冲突等因素影响，2022年以来全球农作物产量有所下行。在去全球化、地缘冲突、气候变化的背景下，全球主要经济体越来越重视粮食安全，全球范围内种粮积极性有所提升，农药需求中枢刚性偏强。

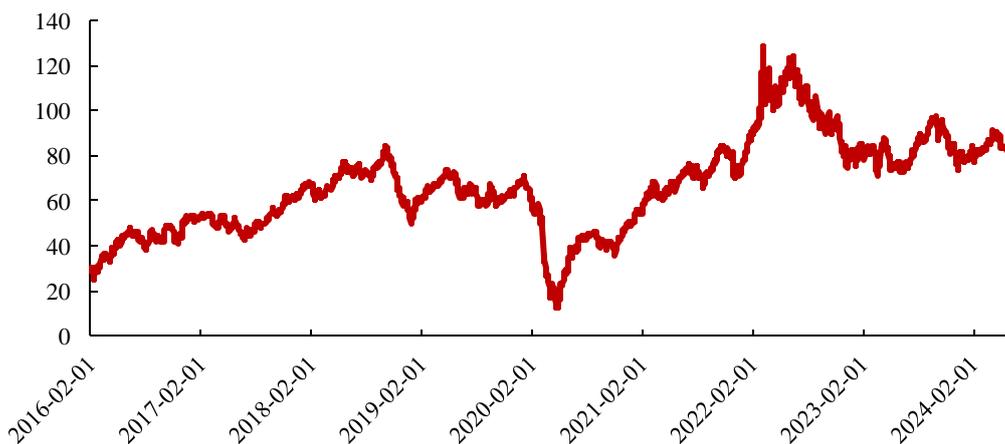
近年原油价格持续大幅波动，总体价格中枢抬升，对农药生产企业成本管控形成压力

农药行业上游原材料主要为石油化工产品，在农药原药生产企业的主营业务成本中，直接材料占比比较高，相关原材料采购成本主要锚定原油价格。

2020年初以来受全球公共卫生事件影响，全球经济遭受较大负面冲击，原油需求疲弱，叠加主要产油国价格战等影响，原油价格急剧下跌；随着主要经济体全球公共卫生事件逐渐得到有效控制，国际油价逐步回暖。2021年，在世界主要经济体复苏共振下原油需求明显提高，全年油价整体呈上涨行情，价格中枢大幅上移。2022年上半年，全球公共卫生事件反复叠加地缘政治冲突等影响，原油价格宽幅震荡，布伦特原油现货价于2022年6月达到历史高点。2022年下半年至2023年，由于全球经济增长乏力，美国

页岩油产量提升，以及美元走强等因素，原油价格震荡下行。2024年以来，受中东地缘局势演变影响，国际原油价格持续呈现高位震荡走势；同期，美国通胀情况持续削弱市场对于美联储短期内降息的预期，国际原油价格进一步上冲动能有所减弱，预计后期原油价格偏弱运行。近年原油价格波动较大，原油价格大幅波动或对农药生产企业成本管控形成压力。

图5 近年原油价格总体波动较大（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司核心产品氟乐灵、精喹禾灵原药在细分市场仍具有一定的竞争及品牌优势，且产能有所提升，产品种类增加；2023年，农药行业整体不景气，农药产品价格持续下跌，公司营业收入同比下降30%，销售毛利率大幅下降，2023年及2024年一季度净利润均为负

公司的主营业务依然是农药原药、制剂及精细化工中间体的研发、生产和销售，其中农药产品包括原药和制剂，原药占比约70%左右；精细化工中间体以自供为主，剩余部分对外销售。由于2023年农药行业整体不景气，供需失衡导致农药价格持续下行，公司销售量及销售额均大幅下降。分产品来看，除草剂、杀虫剂、杀菌剂和中间体营业收入同比减少31.82%、22.40%、19.61%和53.82%。

毛利率方面，受产品销售价格下降的幅度高于原材料价格下降幅度影响，公司主营产品利润空间受到较大程度挤压，2023年主营业务销售毛利率较上年下降6.83个百分点。2024年一季度销售毛利率进一步下滑至7.27%，公司盈利能力持续承压。

表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
除草剂	75,980.47	63.65%	7.60%	111,436.68	65.24%	18.66%

杀虫剂	28,874.94	24.19%	7.41%	37,210.93	21.78%	8.88%
杀菌剂	5,412.92	4.53%	15.51%	6,733.43	3.94%	17.77%
精细化工中间体	5,381.54	4.51%	29.69%	11,654.57	6.82%	15.59%
电池材料	73.65	0.06%	2.31%	3.10	0.00%	48.57%
农产品	110.12	0.09%	25.13%	102.46	0.06%	79.65%
其他	3,543.28	2.97%	37.25%	3,678.01	2.15%	33.23%
合计	119,376.92	100.00%	9.80%	170,819.17	100.00%	16.63%

注：农产品销售收入主要系子公司江苏丰山新农业发展有限公司油菜及水稻销售收入
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司部分主力产品在细分市场仍具有一定竞争优势，且产能有所提升，产品种类进一步丰富，公司新进入电解液市场，存在新业务产品与客户开发挑战；未来随着产业链进一步完善，公司竞争力有望提升，但仍值得关注新产品的研发及销售风险

原药登记证获取周期较长，获得一个原药登记证一般需要3-5年，形成一定行业壁垒。公司目前已有原药登记证19个，制剂登记证118个；在登记申请中的产品有55个，其中包含制剂新产品25个，原药新产品7个，老产品登记变更扩大使用范围23个。公司核心产品为氟乐灵、精喹禾灵、烟嘧磺隆和毒死蜱四大产品系列的农药原药和制剂，以原药产品为主，其中氟乐灵、精喹禾灵原药在细分市场具有一定的竞争优势和较好的品牌口碑。跟踪期内，公司完成年产1,700吨精喹禾灵原药及1,083吨副产品氯化钾生产线技改、500吨喹禾糠酯原药生产线技改项目和年产3,000吨/年三氯吡氧乙酸丁氧基原药生产线技改项目建设，进一步提升了公司主要产品产能。且增加了氰氟草酯、炔草酯等产品，产品种类进一步丰富。

2023年，公司IPO募投项目持续推进，且部分项目已达产，可丰富现有产品结构，并拓展新的利润来源；同时，公司亦推动湖北宜昌生产基地的建设，规划分期建设年产13万吨对氯甲苯等精细化学品项目。对氯甲苯是生产公司主力产品氟乐灵的重要原料，同时也可用于氰戊菊酯、多效唑、烯效唑、禾草丹、杀草隆等农药的合成。该项目有利于将公司产业链延伸至上游基础原料领域，提升原材料供应的稳定性。同时，该项目产品还可用于医药、染料等非农药领域，市场需求潜力很大，有利于增强公司的抗风险能力。

公司计划通过丰山全诺的新能源锂（钠）等锂离子电池电解液业务为切入点，向上游电解质等方向进行产业延伸。截至2023年末，公司已出资0.54亿元，子公司丰山全诺电池电解液一期项目于2023年11月底进入试生产阶段，目前相关产能利用率较低。电解液一期项目产生经济效益仍需不断加强客户开发及资质认证。需注意的是，进入动力电池核心供应商体系认证期需1-3年时间，且近期电解液价格受市场行情影响有所下降，公司电解液项目未来仍面临新增产能无法消化及项目收益不及预期的风险，且该项目与公司现有领域无相关性，仍需关注新产品的研发及销售风险。

客户渠道方面，公司在海内外建立了较为优质的客户渠道，原药产品长期供货给ADAMA、NUFARM、NUTRIEN等国际知名的农化公司以及北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司、中农立华生物

科技股份有限公司等国内领先的农药生产企业，产品质量管控能力获得核心客户认可。总体来看，公司在核心产品竞争力、客户渠道和产业链布局等方面仍具备一定优势。

公司销售集中度仍偏低，整体客户资质较好且具备一定粘性；跟踪期内，农药行业进入下行周期，农药产品价格持续下跌，公司主力产品价格受市场供需影响价格下跌在20%左右，且销量亦有所下滑，仍需持续关注农药行业景气度波动风险

公司产品主要销售给国内外农化企业和经销商。从销售模式来看，公司农药原药、中间体产品主要采取直销模式，约占营业收入的80%左右，主要销售给原药与制剂生产企业，再由其继续加工或复配成制剂产品进行销售；农药制剂产品主要采用经销模式，主要由子公司江苏丰山农化有限公司负责。

跟踪期内，五大主力系列产品合计销售收入占比维持稳定，产品均价较上年普遍下降20%左右，除烟嘧磺隆系列产品和绿草定系列产品销量有所增长外，其余产品销量均下降。截至2024年3月末，公司在手订单量为1.20亿元，较去年同期有所增加。公司目前主力产品的生产技术较为成熟，细分市场容量相对有限，且农药行业整体而言竞争较为激烈，仍需持续关注农药行业景气度波动风险。

表2 公司主要产品营业收入及均价情况（单位：吨、万元/吨、万元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	数量	均价	收入	数量	均价	收入	数量	均价	收入
氟乐灵系列	1,013.25	2.70	2,735.11	4,724.16	2.91	13,734.09	6,023.95	3.70	22,307.42
精喹禾灵系列	467.60	8.97	4,194.52	1,159.79	10.81	12,532.29	1,646.52	14.47	23,823.63
烟嘧磺隆系列	368.27	15.78	5,810.00	2,432.29	8.39	20,398.80	2,257.82	11.20	25,291.78
毒死蜱系列	1,604.39	3.11	4,997.25	6,160.85	3.51	21,599.89	6,174.17	4.15	25,646.31
绿草定系列	360.41	4.03	1,454.14	2,611.28	4.60	12,014.05	2,531.17	6.71	16,973.17
合计			19,191.02			80,279.12			114,042.32
占比			73.23%			67.25%			66.76%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售区域来看，公司主要外销地为澳大利亚、巴西、印度等，外销产品主要为农药原药，通过产品外销可以在一定程度上平滑国内农药销售的季节性波动。2023年农化市场一直处于去库存状态，海外市场受前期累库影响，需求缩减。2023年，公司出口销售额较上年减少46.21%。公司产品出口还面临一定的汇兑风险和信用风险，目前主要通过远期锁汇和出口信用保险加以管理。

表3 公司主营业务收入按区域分类情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
内销	2.21	84.37%	9.09	76.18%	11.80	69.06%
外销	0.41	15.63%	2.84	23.82%	5.29	30.94%
合计	2.62	100%	11.94	100%	17.08	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司销售集中度仍较低，不存在对少数客户存在较大依赖的情形，前五大客户结构相对稳定，以海内外直销客户为主，客户资质较好。

表4 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	排名	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2023年	1	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	8,816.15	7.39%
	2	NUTRIEN AG SOLUTIONS LIMITED	8,184.40	6.86%
	3	山东滨农科技有限公司	3,837.70	3.21%
	4	SUMMIT ARGO INTERNATIONAL LTD	3,445.34	2.89%
	5	江苏省农垦生物化学有限公司	2,457.15	2.06%
		合计	26,740.74	22.40%
2022年	1	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	9,816.51	5.75%
	2	NUTRIEN AG SOLUTIONS LIMITED	9,014.69	5.28%
	3	UPL	8,797.39	5.15%
	4	TITAN.AG.PTY.LTD	5,143.88	3.01%
	5	JOINT STOCK COMPANY AVGUST Inc	4,683.28	2.74%
		合计	37,455.75	21.93%

注：上述前五大客户的销售情况按照受同一实际控制人控制的原则合并计算。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司产能利用率持续下滑，制剂产能利用率仍低于同业水平；在建项目待投资规模较大，面临一定的资金支出压力；需关注在建项目建设不及预期、新增产能无法消化及项目收益不及预期等风险因素

公司主要采取以销定产的生产模式，也会根据销售季节及市场情况对部分产品提前储备，公司产品产销率表现依然较好，考虑到公司产品主要由订单保障，客户以国内外大型农化公司和经销商为主，合同履行信誉较好，存货因滞销带来的跌价风险相对可控。产能利用方面，公司原药及制剂2023年产能利用率均有所下滑。按产品名称来看，精喹禾灵、毒死蜱系列产能利用率下滑明显。公司制剂产品产能利用率仍低于同业水平。

表5 公司主要产品产能及产能利用率情况（单位：吨）

产品名称	2023年			2022年			
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	
原药	除草剂	16,700	11,261.96	67.44%	11,500.00	9,807.95	85.29%
	杀虫剂	11,000	4,731.25	43.01%	11,000.00	5,734.24	52.13%
	小计	27,700	15,993.21	57.74%	22,500.00	15,542.19	69.08%
制剂	除草剂		4,018.88		4,081.05		
	杀虫剂		2,332.21		2,433.71		
	杀菌剂	20,000.00	567.86	36.71%	20,000.00	502.71	37.11%
	其他		423.68		404.64		

小计

7,342.61

7,422.11

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表6 公司主要产品产能及产能利用率变动情况（单位：%）

产品名称	设计产能	2023年产能利用率	2022年产能利用率	变动
氟乐灵	6,000	87.32	86.61	0.82
精喹禾灵	1,300	28.27	73.49	-61.53
烟嘧磺隆	1,200	82.34	66.73	23.39
毒死蜱	11,000	43.01	53.62	-19.78
制剂	20,000	36.71	38.39	-4.37
氰氟草酯、炔草酯	1,000	41.16	36.28	13.45
三氯吡氧乙酸、三氯吡氧乙酸丁氧基乙酯	5,000	180.64	126.35	42.97

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从产能布局来看，公司目前生产基地仍集中在盐城市大丰区，由于江苏省对区域内化工企业生产的安全和环保标准较为严格，近年公司在环保安全生产方面的投入较大，2023年投入环保资金1.10亿元。且前期装备投入在2021年已初现成效，当年公司废渣、废液等自行处置比例加大，三废处置成本同比有所下降。未来行业生产标准可能进一步提高，如公司不能及时满足相关要求，可能被限产、停产或面临受到环保处罚的风险，且更高的环保安全标准将提高公司经营成本。为降低生产基地过于集中的风险，未来公司计划在湖北宜昌新建第二生产基地，主要生产精细化工产品，项目建成后有助于分散生产风险和完善产业链布局。

跟踪期内，公司“年产1,700吨精喹禾灵原药及1,083吨副产品氯化钾生产线技改、500吨喹禾糠酯原药生产线技改项目”和“年产3,000吨/年三氯吡氧乙酸丁氧基原药生产线技改项目建设”两个项目通过安全设施竣工验收，于2023年12月达到预定使用状态。

本期可转债募投项目“年产24,500吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目”建设期为1.5年，募集资金对项目总投资额覆盖比例为82.32%，公司仍面临一定的项目资金支出压力。

表7 截至 2024 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	生产基地	总投资额	拟投入募集资金	已投资额	主要资金来源
年产 24,500 吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目	湖北宜昌	68,080.81	56,047.47	21,226.49	IPO 募集资金及可转债资金，自有资金

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供应商集中度仍较低，跟踪期内，化工原材料价格有所下跌，但跌幅弱于公司产品销售价格，公司成本管控持续面临压力

跟踪期内，公司主营业务成本中直接材料占比仍在70%以上，以化工原材料及能源为主。公司主要原材料的基础原料为石油等大宗商品，采购价格随行就市，考虑到公司销售的大部分产品市场竞争较为激烈，原材料涨价向下游转嫁的空间相对较小，公司面临一定的原材料价格波动风险。跟踪期内，公司采购原材料价格跌幅弱于公司产品销售价格，成本管控持续承压，仍需持续关注原材料价格变动对公司成本管控的影响。

表8 2023年主要原材料基本情况（单位：%、吨）

主要原材料	价格同比变动比率	采购量	耗用量
液碱	-24.40	31,667.59	31,821.73
三氯乙酰氯	-46.20	5,601.13	5,557.31
乙基氯化物	-25.75	2,891.79	2,859.14
对氯甲苯	-26.31	2,807.36	2,772.96
二正丙胺	-6.06	1,610.94	1,630.25
氟化氢	-10.89	1,390.87	1,398.30
二氯烟酸	-34.23	500.69	508.31
嘧啶胺	-25.02	404.10	409.31
对苯二酚	-17.90	269.18	362.33
对氯邻硝基苯胺	-9.49	73.20	73.85

资料来源：公司2023年年报，中证鹏元整理

在采购质量管理方面，公司建立了合格供应商评审体系，主要化工原材料的新供应商通常经过工厂现场评估、小试验证、批量试样、规模化供货生产等验证程序合格后才能正式列入合格供应商名录。公司对化工原材料供应商依赖度不高，原材料短缺风险可控；但盐城市凌云海热电有限公司为园区唯一供热企业，若其因安全监测、检修等停止对外供热，公司将面临生产中断的风险。

表9 公司前五大供应商情况（单位：万元）

年份	排名	供应商名称	采购金额	占当期采购额比例
2023年	1	国网电力公司	4,927.52	5.70%
	2	盐城市凌云海热电有限公司	4,390.28	5.08%
	3	应城市东诚有机硅有限公司	2,972.15	3.44%
	4	湖北丰杯生物科技有限公司	2,894.49	3.35%
	5	乌海市森洋环保科技有限公司	2,491.37	2.88%
			合计	17,675.81
2022年	1	盐城市凌云海热电有限公司	4,592.42	4.65%
	2	山东省和信化工科技有限公司	4,521.68	4.58%
	3	聊城德丰化工有限公司	3,868.70	3.91%
	4	应城市东诚有机硅有限公司	3,641.59	3.69%
	5	索尔维（镇江）化学品有限公司	3,503.54	3.55%
			合计	20,127.93

注：上述前五大供应商采购情况按照受同一实际控制人控制的原则合并计算。
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司净营业周期有所拉长，主要受存货周转率下降因素影响较大

跟踪期内，公司的销售政策未发生较大变动，在经销模式下，公司一般每年与各经销商签订年度经销合作协议，就市场区域定位、产品定位、价格定位、付款方式、付款进度等条款进行约定，通常情况下要求经销商在其所在地区销售季节结束后结清货款。对于直销客户，一般每月下达具体订单，产品定价主要依据市场行情。公司对客户的销售账期为0-180天不等，其中内销账期一般为1个月，外销账期为1-6个月。结算方式以银行承兑汇票和银行转账相结合的方式。跟踪期内，公司应收账款及应收票据回款周期有所拉长，其中应收账款周转天数较上年延长约10天左右，公司与供应商的结算周期较上年亦有所拉长，其中应付账款周转天数较上年延长约9天左右。公司存货周转天数较上年明显拉长，主要是市场低迷，导致公司期末库存量增加。

表10 公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	2023年	2022年
应收账款周转天数	45.56	35.98
应收账款及应收票据周转天数	88.43	51.16
存货周转天数	130.95	94.72
应付账款周转天数	46.79	37.87
应付账款及应付票据周转天数	162.79	102.90
净营业周期	129.72	92.83

资料来源：iFinD，中证鹏元整理

六、财务分析

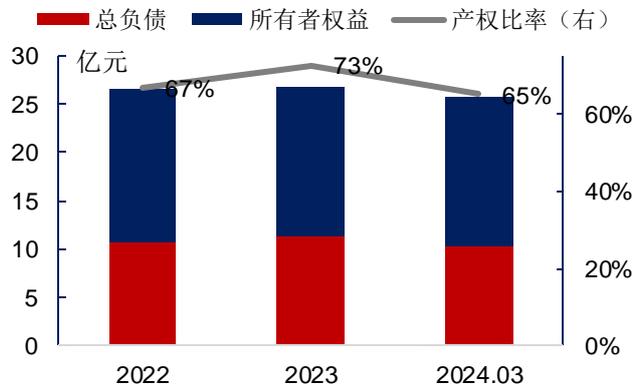
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并范围子公司减少1家。

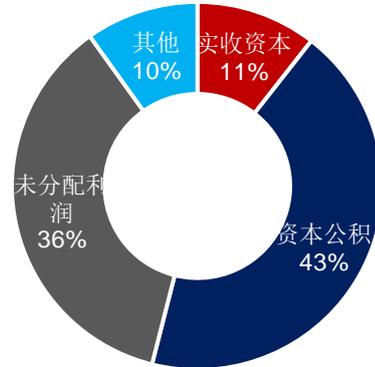
资本实力与资产质量

跟踪期内，受经营亏损影响，公司资产规模略有下降，公司房屋设备等固定资产及土地资产因发行可转债用于资产抵押而受限比例高，仍需关注应收款项回收风险和存货跌价风险

跟踪期内，受经营业务亏损影响，公司所有者权益较上年有所下降，叠加银行借款增加，期末产权比率有所上升。2024年一季度，产权比率有所下降主要受“丰山转债”转股因素影响。总体而言，公司财务杠杆水平虽有所上升，但净资产对负债的保障程度尚可。

图 6 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 7 2024 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产结构上仍以流动资产为主。2023 年末因票据保证金而受限的货币资金占比为 19.04%，受限比例较上年末有所增加。公司交易性金融资产为结构性存款理财产品。公司应收款项融资为产品销售形成的银行承兑汇票，即时变现能力较强；整体来看，公司现金类资产占期末总资产比例为 40.88%，现金储备尚可。应收账款主要为产品销售款，且仍以 1 年以内的应收账款为主；公司应收账款对象以国内外知名农化公司和经销商为主，2023 年末前五大应收账款期末余额合计占比 24.64%，欠款集中度较上年末有所下降。2023 年末公司存货账面价值及占比较上年均有所下降。受主要产品及原材料价格均下跌因素影响，2023 年，公司计提存货跌价准备 995.82 万元，对原材料及库存商品分别计提 285.54 万元和 710.27 万元。由于公司主要实行以销定产，存货滞销风险相对可控。但 2023 年末，除草剂库存量受新开除草剂车间和市场低迷两个因素影响，期末库存量较上年末增长 89.12%。

公司非流动资产构成主要为固定资产和无形资产，跟踪期内，公司在建工程转固 1.31 亿元，在建工程的投入主要为“年产 24,500 吨对氯甲苯等精细化工产品建设项目”项目投入。期末固定资产和无形资产受限比例分别为 43.40% 和 30.17%。

整体来看，跟踪期内公司资产结构占比变化不大，仍以现金类资产、应收账款、存货和房屋设备组成，但房屋设备等固定资产及土地资产因发行可转债用于资产抵押比率较高；期末仍需关注公司产品及原材料价格下跌影响导致的存货跌价风险；前五大应收账款欠款客户集中度有所下降，但公司经销商客户抗风险能力较弱，仍需关注公司应收账款回收风险。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.45	32.65%	8.48	31.50%	7.05	26.43%
交易性金融资产	0.10	0.39%	0.80	2.98%	2.60	9.76%
应收票据	1.42	5.49%	1.41	5.23%	1.44	5.41%

应收账款	2.33	9.00%	1.26	4.67%	1.77	6.64%
存货	3.10	11.97%	3.78	14.06%	4.06	15.22%
流动资产合计	16.30	63.00%	16.75	62.23%	18.25	68.44%
固定资产	5.79	22.36%	5.95	22.12%	5.27	19.75%
在建工程	1.09	4.22%	0.73	2.72%	0.46	1.74%
无形资产	1.17	4.53%	1.56	5.80%	1.47	5.50%
非流动资产合计	9.57	37.00%	10.17	37.77%	8.42	31.56%
资产总计	25.88	100.00%	26.91	100.00%	26.67	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

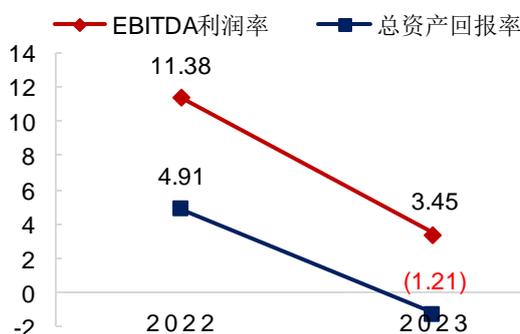
盈利能力

跟踪期内，受整个农药行业不景气影响，公司营业收入同比大幅下降，归母净利润由正转负，盈利能力明显下滑；公司整体盈利能力仍受原材料价格波动及农药市场行情影响持续承压

公司收入仍主要来源于农药原药、制剂及精细化工中间体的销售，除草剂和杀虫剂原药销售收入为公司营业收入的主要构成。跟踪期内，农药行业供给端产能释放导致产量过剩，需求端内外需均有所缩减，导致整个行业处于下行区间，农药产品价格持续下跌，农药行业盈利能力减弱。受此影响，2023 年，公司营业收入同比减少 30.00% 至 11.96 亿元，归母净利润为 -0.39 亿元。2024 年一季度，公司营业收入同比减少 33.55%，归母净利润为 -0.11 亿元。

盈利能力方面，跟踪期内，公司产品销售价格下降幅度高于原材料价格下降幅度，销售毛利率下降幅度较大，盈利能力明显下滑。且从 2024 年一季度数据来看，农药产品价格仍未止跌回升，农药企业盈利能力持续承压。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模大幅增长主要系可转债发行影响，由于项目支出陆续支付，本期末现金类资产仍

为充裕，公司现金类资产对短期债务保障程度较好，整体债务压力可控，但公司在建项目未来仍面临一定资金支出压力

跟踪期内，公司新增银行借款，总债务规模有所上升。总债务构成仍以应付票据、银行借款及可转债为主。经营性负债方面，公司应付账款主要为应付材料款。合同负债主要为针对部分紧缺产品预收的货款，预收比例不定。其他应付款主要由限制性股票回购和经营费用而产生。其他流动负债以未终止确认的背书未到期票据为主。整体来看，公司偿债压力尚可。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	4.94%	0.50	4.42%	0.05	0.47%
应付票据	3.27	32.12%	3.86	34.10%	3.09	28.90%
应付账款	1.03	10.10%	1.15	10.19%	1.65	15.44%
合同负债	0.17	1.69%	0.14	1.26%	0.31	2.91%
其他应付款	0.11	1.11%	0.15	1.32%	0.24	2.24%
其他流动负债	0.20	1.93%	0.26	2.26%	0.45	4.20%
流动负债合计	5.52	54.18%	6.42	56.66%	6.22	58.26%
长期借款	0.28	2.78%	0.19	1.70%	0.00	0.00%
应付债券	3.76	36.85%	4.02	35.52%	3.78	35.36%
非流动负债合计	4.67	45.82%	4.91	43.34%	4.46	41.74%
负债合计	10.19	100.00%	11.33	100.00%	10.68	100.00%
总债务	7.90	77.55%	8.68	76.62%	7.02	65.76%
其中：短期债务	3.83	37.59%	4.42	39.00%	3.17	29.73%
长期债务	4.07	39.95%	4.26	37.62%	3.85	36.03%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年，受业绩表现不佳影响，公司销售回款较上年同比大幅下降，经营活动现金流净额为0.70亿元，较上年减少1.16亿元；可转债募投项目持续投入，本期购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为1.40亿元；本期新增筹资主要来源于银行借款。受盈利能力下滑及利息支出增加影响，公司EBITDA利息保障倍数和FFO较上年明显下降。虽然公司2022-2023年净债务为负值，但在建项目仍面临一定的资金支出压力。

表13 公司现金流及杠杆状况指标

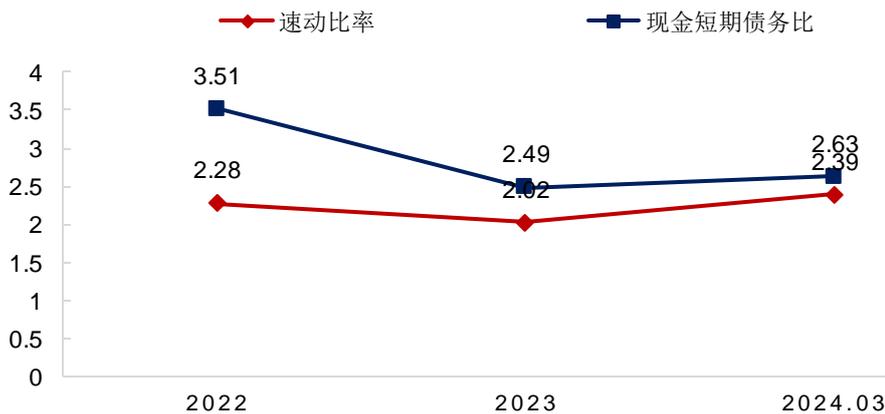
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流	-0.66	0.70	1.85
FFO	--	0.01	1.42
资产负债率	39.39%	42.09%	40.04%
净债务/EBITDA	--	-4.76	-1.89
EBITDA 利息保障倍数	--	1.45	13.99

总债务/总资本	33.51%	35.77%	30.51%
FFO/净债务	--	-0.33%	-38.65%
经营活动现金流/净债务	31.85%	-35.45%	-50.53%
自由活动现金流/净债务	47.35%	35.61%	-5.71%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产负债率有所上升，可转债募投项目持续投入，公司固定资产及在建工程规模增加，使得速动比率及现金短期债务比有所下降，但公司现金类资产对短期债务保障程度仍较好。可转债发行后公司融资性债务规模上升，利息支出增加，EBITDA对债务及利息的保障程度也呈下滑趋势，但仍在安全范围内。公司作为上市公司，融资渠道较为丰富，截至2024年3月末，公司合并口径尚可使用各类金融机构授信余额为11.44亿元，可用授信规模尚可，授信条件以信用为主，但期限较短，一般为一年期，综合而言，公司获取流动性资源能力为一般。

图9 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境因素

环境方面，根据公司 2024 年 5 月 8 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（以下简称“说明”）及公开资料查询，公司最近 36 个月内因违法违规而受到行政处罚的情况如下：2022 年 9 月，公司本部因应急救援器材维护保养不到位，违反了《中华人民共和国安全生产法》第十二条第二款，被盐城市大丰区应急管理局罚款 1.00 万元；2022 年 9 月，公司本部因擅自停用消防设施、器材违反了《中华人民共和国消防法》二十八条，因未按规定落实消防控制室管理制度违反了《江苏省

消防条例》第十七条第二款规定，被盐城市大丰区消防救援大队分别罚款 1.00 万元和 0.20 万元。上述处罚金额较小，直接影响不大。

社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

公司根据《公司法》、《上市公司治理准则》以及中国证监会等有关监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构的治理机构。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由8-9名董事组成，其中独立董事3名，董事会设董事长、副董事长各1名。董事长、副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司设监事会，监事会由3名监事组成，设主席1名，职工代表监事1名。监事会包括股东代表2名和公司职工代表1名。公司设总裁1名，由董事长提名，由董事会聘任或解聘。公司设副总裁若干名，协助总裁工作，由董事会聘任或解聘。

根据《江苏丰山集团股份有限公司关于完成董事会、监事会换届选举及聘任高级管理人员的公告》，公司第四届董事会、监事会及高级管理人员情况如下表。

表14 公司第四届董监高情况

名称	人员构成
董事会	殷凤山先生（董事长）、殷平女士（副董事长）、陈亚峰先生、单永祥先生、吴汉存先生、周献慧女士（独立董事）、王玉春先生（独立董事）、乔法杰先生（独立董事）
监事会	缪永国先生（监事会主席）、王晋阳先生、汪丽女士（职工代表监事）
高级管理人员	殷平女士（总裁）、陈亚峰先生（常务副总裁）、单永祥（副总裁）、吴汉存（财务总监）、赵青（董事会秘书）

注：董监高人员构成截至 2023 年末；2024 年 5 月，经公司股东大会审议，独立董事由乔法杰先生变更为夏晖先生。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

根据《江苏丰山集团股份有限公司关于股东及董监高减持股份结果暨致歉公告》及公司提供的说明，2023年12月29日，董事兼高管陈亚峰先生和顾翠月女士（一致行动人）在减持公司股份的过程中未准确统计挂单数量且未及时撤销导致交易被动成交，陈亚峰先生通过集中竞价减持9万股，减持股份累计达到1,211,000股，超减持计划数量减持11,000股；顾翠月女士通过集中竞价减持80,000股，减持累计达到406,700股，超减持计划数量6,700股。上述行为违反了《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》第13条等相关规定。陈亚峰和顾翠月承诺将本次超过减持计划数量的总计17,700股所得收益上缴上市公司，2024年3月21日，上述收益已上缴上市公司。此事项反映公司仍需加强上市公司董监高行为规范及管理。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2024年6月24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；公司无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2024年6月8日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2023年末，公司无对外担保或大额未结算诉讼情况。

八、债券偿还保障分析

公司用于抵押增信的土地、房产、设备等资产可在一定程度上保障本期债券的偿付

根据公司（抵押人）与华泰联合证券有限责任公司（抵押权人代理人）签署的《江苏丰山集团股份有限公司公开发行可转换公司债券之抵押合同》（以下简称“《抵押合同》”），公司拟将其合法持有的土地、房产、设备等资产为本期债券还本付息提供抵押担保。担保的主债权为本期债券，担保范围为本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。担保期限为自本期债券发行首日至到期日或者全部股转日后二年止。担保期内，如抵押财产发生重大不利变化导致抵押财产价值低于担保金额（包括但不限于主债权、债务人违约而应支付的违约金、损害赔偿金、债权人为了实现债权而产生的一切合理费用）100%的，抵押人承诺在该等重大不利变化发生之日起90个工作日内提出追加或替换抵押方案，并在该等方案经债券持有人会议审议通过后按照债券持有人会议审议通过的方案进行追加担保，追加后的抵押财产价值不低于担保金额100%。

根据江苏华信资产评估有限公司于2022年3月9日出具的《江苏丰山集团股份有限公司拟发行可转换公司债券涉及的抵押物市场价值评估项目资产评估报告》（苏华评报字[2022]第107号），评估基准日2021年12月31日，抵押资产评估值为64,123.50万元，对本期债券未偿付本息的覆盖率为139.68%。

表15 公司抵押资产情况（单位：亿元）

抵押资产名称	评估价值	评估增值率
建筑物	2.37	80.28%
设备	3.11	36.87%
土地使用权	0.93	84.53%
合计	6.41	56.67%

资料来源：《江苏丰山集团股份有限公司拟发行可转换公司债券涉及的抵押物市场价值评估项目资产评估报告》，中证鹏元整理

2022年10月12日，公司第三届董事会第十七次会议、第三届监事会第十七次会议分别审议通过了

《关于将部分资产划转至全资子公司的议案》，将位于大丰港石化新材料产业园的生产基地、上海分公司等的相关资产全部划转至新设的全资子公司江苏丰山生化科技有限公司（以下简称“丰山科技”），公司为可转换公司债券的担保资产中有部分系位于公司在大丰港石化新材料产业园的生产基地、上海分公司，此次将一并划转至新设的全资子公司丰山科技，相应的担保义务将由丰山科技继续承担。公司已与华泰联合证券有限责任公司（抵押权人代理人）签署《抵押权变更协议（抵押财产转让）》。根据公司提供的《抵押资产现状说明》，截至2024年5月16日，划入丰山科技的抵质押土地、房产和设备已办妥抵押登记手续。

中证鹏元认为，公司提供的资产抵押担保可在一定程度上保障本期债券的偿付，但相关资产评估增值率较高，且抵质押资产近期未做资产评估，上次评估基准日为2021年12月31日，其动态市场价值和即时变现能力受未来市场环境存在不确定性。

九、结论

公司所处的农药行业需求相对刚性，同时环保约束和产业政策助力供给端格局持续优化，行业市场份额有望持续向大型农药企业集中，公司有望从中获益。2023年，受宏观经济、行业周期性波动及市场供需变化影响，农化行业原药与中间体整体渠道库存过大，市场需求减少，农药产品价格持续下跌，导致农药行业盈利能力减弱，农药企业效益普遍下行。

公司目前在海内外建立了较为优质的客户渠道，且部分主力产品在细分市场具有一定的竞争优势，未来本期可转债募投项目投产后有利于公司进一步形成产业链优势，提升公司综合竞争力。跟踪期内，公司营业收入同比下滑，盈利能力持续承压，产能利用率偏低。偿债能力方面，公司现金类资产占比尚可，债务结构以应付债券和应付票据为主，偿债指标表现尚可，整体债务压力可控，但公司在建项目未来仍面临一定资金支出压力。综上，我们认为公司整体抗风险能力尚可。

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“丰山转债”的信用等级为AA-。

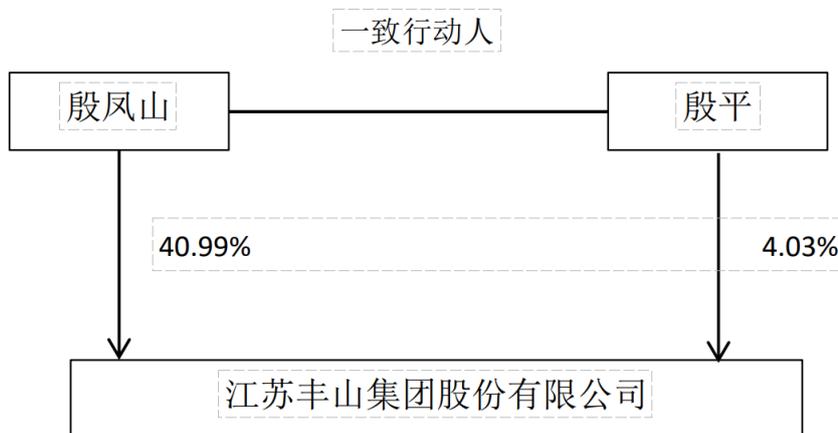
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	8.45	8.48	7.05	3.65
应收票据	1.42	1.41	1.44	0.00
应收账款	2.33	1.26	1.77	1.64
存货	3.10	3.78	4.06	3.44
流动资产合计	16.30	16.75	18.25	12.63
固定资产	5.79	5.95	5.27	4.89
非流动资产合计	9.57	10.17	8.42	7.30
资产总计	25.88	26.91	26.67	19.93
短期借款	0.50	0.50	0.05	0.00
应付票据	3.27	3.86	3.09	2.06
应付账款	1.03	1.15	1.65	1.35
一年内到期的非流动负债	0.05	0.05	0.04	0.03
流动负债合计	5.52	6.42	6.22	5.30
长期借款	0.28	0.19	0.00	0.00
应付债券	3.76	4.02	3.78	0.00
非流动负债合计	4.67	4.91	4.46	0.42
负债合计	10.19	11.33	10.68	5.72
总债务	7.90	8.68	7.02	2.17
其中：短期债务	3.83	4.42	3.17	2.09
所有者权益	15.68	15.59	15.99	14.21
营业收入	2.63	11.96	17.09	15.18
营业利润	-0.16	-0.41	1.02	1.34
净利润	-0.12	-0.40	0.99	1.15
经营活动产生的现金流量净额	-0.66	0.70	1.85	0.60
投资活动产生的现金流量净额	0.73	-0.60	-3.39	-2.42
筹资活动产生的现金流量净额	0.08	0.51	4.64	-0.70
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	0.41	1.94	1.95
FFO（亿元）	--	0.01	1.42	1.51
净债务（亿元）	-2.08	-1.97	-3.67	-3.28
销售毛利率	7.27%	9.88%	16.67%	20.04%
EBITDA 利润率	--	3.45%	11.38%	12.87%
总资产回报率	--	-1.21%	4.91%	6.68%
资产负债率	39.39%	42.09%	40.04%	28.70%
净债务/EBITDA	--	-4.76	-1.89	-1.68
EBITDA 利息保障倍数	--	1.45	13.99	193.92

总债务/总资本	33.51%	35.77%	30.51%	13.23%
FFO/净债务	--	-0.33%	-38.65%	-46.23%
经营活动现金流净额/净债务	31.85%	-35.45%	-50.53%	-18.24%
自由现金流/净债务	47.35%	35.61%	-5.71%	24.61%
速动比率	2.39	2.02	2.28	1.74
现金短期债务比	2.63	2.49	3.51	2.80

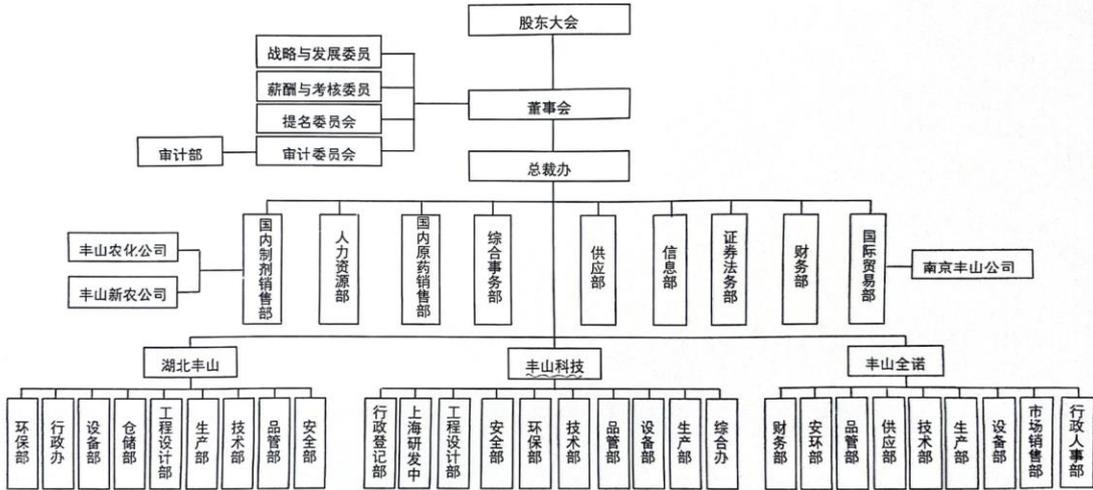
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公开资料、中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
四川丰山生物科技有限公司	2,931.40	100.00%	生物科技研发；化工产品、化工原料、农药研发、生产、销售；化工技术服务及技术转让；货物及技术进出口等
江苏丰山新农业发展有限公司	1,000.00	100.00%	农药批发；农药零售；农作物种子经营等
江苏丰山农化有限公司	3,000.00	100.00%	农药批发（按许可证所列项目经营）。植物生长调节剂、化工原料（除危险品）、肥料、农膜、农机械、不再分装的农作物包装种子零售等
南京丰山化学有限公司	2,000.00	100.00%	农业机械、农副产品、花卉、苗木、饲料、化工产品销售等
江苏丰山全诺新能源科技有限公司	10,000.00	66.00%	一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；电子专用材料研发、制造及销售等
湖北丰山新材料科技有限公司	50,000.00	100.00%	农药生产；农药批发；农药零售等
江苏丰山生化科技有限公司	10,000.00	100.00%	农药生产；农药批发；农药零售等

资料来源：公司提供，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。