

联化科技股份有限公司

**2011 年 6.3 亿元公司债券  
2014 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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。



## 联化科技股份有限公司

### 2011年6.3亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：6.3亿元

债券到期日期：2019年02月21日

评级日期：2014年05月23日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余规模：6.3亿元

评级日期：2013年06月20日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对联化科技股份有限公司（以下简称“联化科技”或“公司”）及其2012年2月21日发行的6.3亿元公司债券2014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，评级展望为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	460,284.40	384,916.74	276,230.38
所有者权益（万元）	270,589.36	213,410.11	181,574.51
资产负债率	41.21%	44.56%	34.27%
流动比率	1.46	1.63	1.51
速动比率	1.00	1.14	1.02
有息负债（万元）	117,072.31	111,263.76	58,700.53
营业收入（万元）	336,835.14	295,536.18	256,804.50
营业利润（万元）	52,627.58	43,597.71	34,240.44
利润总额（万元）	52,788.07	44,079.92	34,603.80
综合毛利率	32.86%	31.54%	27.09%
总资产回报率	13.13%	14.52%	16.21%
经营活动净现金流（万元）	46,512.62	50,170.29	20,230.52
EBITDA（万元）	70,365.13	58,296.97	43,000.14
EBITDA利息保障倍数	26.10	14.93	26.73

资料来源：公司2011-2013年审计报告

### 正面：

- 跟踪期内，农药中间体业务收入增长较快，且毛利率维持在较高水平，盈利能力较强；
- 跟踪期内，公司核心客户较为稳定，业务稳定性较好；
- 联化台州中间体生产建设项目即将投产，将进一步增加公司收入规模。

### 关注：

- 如果国家进一步提高环境污染治理标准，公司将需要相应加大环保投入，增加环保运营成本；
- 核心客户对公司收入贡献占比较大，主要客户经营情况的变化将会对公司的销售收入及经营成果产生一定影响；
- 公司主要产品销往国外，汇率的波动使公司面临一定的汇兑损失风险；
- 由于公司基建、生产线工程建设投入的增加，产能尚未释放，导致公司的总资产周转效率下降；
- 公司负债规模进一步增加，且有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。

### 分析师

姓名：毕柳 刘书芸

电话：021-51035670

邮箱：bil@pyrating.cn

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2011年10月8日，经中国证券监督管理委员会《关于核准联化科技股份有限公司公开发行公司债券的批复》（证监许可[2011]1612号）同意，同意公司公开发行面值不超过6.3亿元的公司债券。本期债券于2012年2月发行，募集资金总额6.3亿元，票面利率7.30%，扣除发行费用后，募集资金净额62,081.60万元。

本期债券期限为7年，附第5年末投资者回售选择权。本期债券起息日为2012年2月21日，按年计息，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。2013年至2019年每年的2月21日为上一计息年度的付息日。若投资者行使回售选择权，回售部分债券的付息日为2013年至2017年每年的2月21日，2017年2月21日为回售部分债券的本金兑付日；未回售部分债券的本金兑付日为2019年2月21日。截至2014年4月30日，公司本息支付情况见下表。

**表1 截至2014年4月30日本期债券本息累计兑付情况**

本息兑付日期	期初本金余额 (亿元)	本金兑付/回 售金额(亿元)	利息支付 (万元)	期末本金余额 (亿元)
2013年2月21日	6.30	0	4,599	6.30
2014年2月21日	6.30	0	4,599	6.30

资料来源：公司提供

截至2014年4月30日，本期债券62,081.60万元的募集资金已全部使用（其中：偿还银行借款28,530.00万元，补充流动资金26,551.60万元，收购山东平原永恒化工股权7,000.00万元）。

## 二、发行主体概况

2013年公司对提出申请行权的125名激励对象的914.55万份股票期权予以行权。本次行权资金14,934.60万元已足额缴纳，其中：新增注册资本914.55万元，作为股本溢价计入资本公积14,020.05万元。变更后公司注册资本为人民币52,523.58万元。本次行权的股份已于2013年3月18日上市。跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变化。截至2014年3月31日，公司前十大股东及持股情况见下表。

**表2 截至2014年3月31日公司前十大股东及持股情况（单位：万股）**

股东名称	股东性质	持股 比例	期末持 股数量	持有有限售条 件的股份数量
牟金香	境内自然人	35.62%	18,995.72	14,246.79

张有志	境内自然人	3.98%	2,122.90	1,592.17
中国建设银行—华安宏利股票型证券投资基金	境内非国有法人	2.94%	1,566.00	-
中国农业银行—鹏华动力增长混合型证券投资基金	境内非国有法人	2.92%	1,557.68	-
张贤桂	境内自然人	2.13%	1,135.70	851.77
全国社保基金四零四组合	境内非国有法人	1.95%	1,039.89	-
兴业银行股份有限公司—兴全趋势投资混合型证券投资基金	境内非国有法人	1.85%	987.79	-
博时价值增长证券投资基金	境内非国有法人	1.72%	914.88	-
兴业银行股份有限公司—兴全全球视野股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.67%	891.26	-
中国建设银行—兴全社会责任股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.66%	887.90	-

资料来源：公司 2014 年一季报

2013 年度，公司主营业务未发生变化，公司合并范围内较上年减少一家子公司-天苗（上海）生物科技有限公司（以下简称“天苗生物”），具体情况见下表。天苗生物自 2012 年 9 月成立以来一直处于项目的前期筹划阶段，其在技术开发和市场拓展方面未达预期目标。为了加强风险管控，2013 年 5 月，公司以 4,461 万元将其 100% 股权转让给自然人吕德政，2013 年度天苗生物不再纳入合并范围。

**表3 2013 年公司合并范围变化情况（单位：万元）**

名称	处置日净资产	期初至处置日净利润	不再合并原因
天苗（上海）生物科技有限公司	4,498.90	-331.27	转让

资料来源：公司 2013 年年度报告

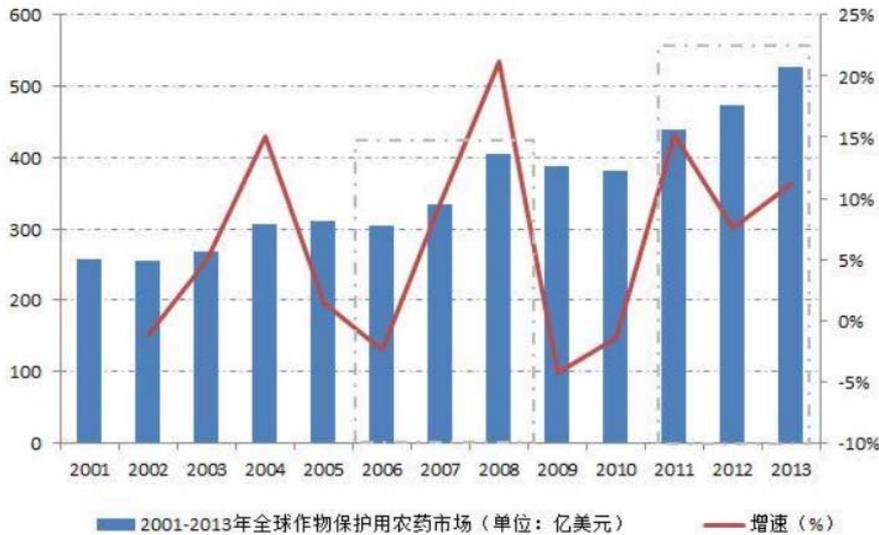
截至2013年12月31日，公司资产总额为46.03亿元，所有者权益为27.06亿元，资产负债率为41.21%；2013年度，公司实现营业收入33.68亿元，利润总额5.28亿元，经营活动现金流净额4.65亿元。

### 三、运营环境

**全球农药市场近年来稳步发展，农药景气度上升，跟踪期内农药市场继续保持稳定增长，全球市场集中度较高**

得益于人口增长和对生物质能源的需求，2013年全球农药市场继续稳步发展，植物保护业务2013年增长率约为10.1%(以经销商标准计)，全球销售额超过591亿美金。2013年，全球非作物农药销售额同比增长1.9%，达到64.95亿美元，而作物保护市场份额则同比增长11.2%，达到了526.65亿美元。扣除物价因素，将通货膨胀和汇率因素计算在内，作物保护市场销售额同比增长9%，幅度与2012年相当。

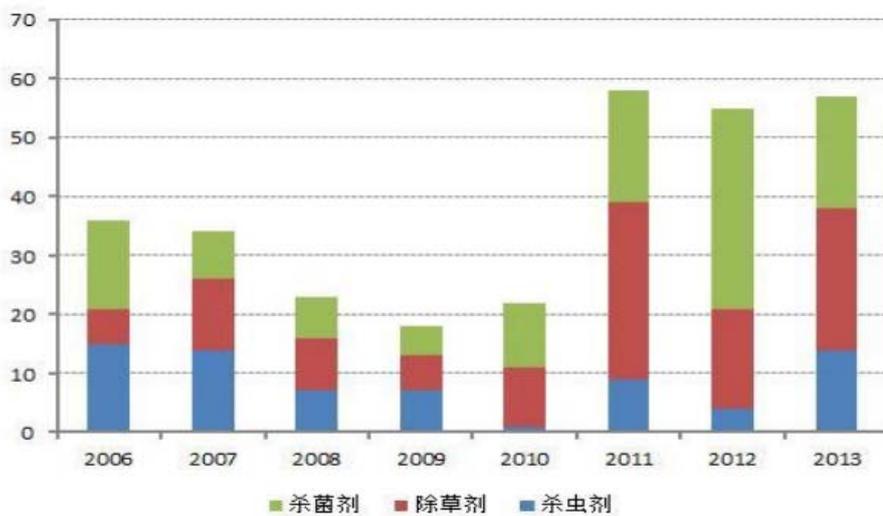
**图1 2001-2013年全球作物保护用农药市场销售额（单位：亿美元）**



资料来源：《世界农药新进展三》

农药景气度上升，全球农药登记注册也趋于活跃，农药新产品上市推广速度加快。图2显示，2013年全球共有93个农药产品获批登记（77个单一产品以及16个复配产品），其中杀菌剂有27个品种，21个杀虫剂品种，15个除草剂品种。一般情况下，新农药针在农药抗性研究、杀虫机理上有新的突破，产品处在生命周期前期，具有较高的附加值高，参与生产的厂商可以分享较长时间的高利润回报。

图 2 2006-2013年全球登记或上市的农药品种数量



资料来源：世界农化网

一直以来，欧洲是全球最大的农化产品市场地区，2013年，拉丁美洲农作物保护市场继续保持领先增长速度，2013年增长26.9%，超越了欧洲市场，成为全球农化市场增长的重要拉动因素。除亚洲市场外，2013年其他各区域保持了8%左右的增长幅度，亚洲市场增长仅1.6%。从市场份额来看，拉美市场占据全球大约27.60%市场份额，欧洲25.84%，亚洲23.99%。

全球农药行业是集中度比较高的行业，2012年全球前6名农化巨头（包括先正达、拜耳

作物科学、巴斯夫、陶氏益农、孟山都和杜邦，下同）占据全球销售的75.7%，2013年全球前6名农化企业占全球销售额的70.91%。

#### 全球医药行业市场规模增速不高，全球市场集中度下降

根据IMS HEALTH 报告，2012年7月到2013年6月的全球医药行业市场规模为8,541亿美元，比上一年度增长1.3%。这一期间前十大公司的销售额占约40%，集中度略有下降。受各种因素影响，过去5年市场增长率仅为5%左右。与2012年相比，2013年主要跨国公司削减研发费用，减少研发人员和研发活动，并购交易主要集中在专科药厂。这一趋势为低成本的研发和制造提供较好的发展空间。

国家从“十一五”开始组织实施“重大新药创制”科技重大专项，实施年限将持续到2020年，“十一五”国家投入资金达到64亿元，“十二五”将进一步扩大到124亿元；并且医药产业发展已列为浙江省的“十二五”重要产业发展。

## 四、经营与竞争

跟踪期内，农药中间体收入的增加带动公司收入规模迅速上升，综合毛利率水平保持稳定；但公司客户集中度较高，主要客户经营情况的变化将会对公司的销售收入及经营成果产生一定影响

2013年，公司实现营业收入336,835.14万元，较上年上升13.97%，其中工业业务实现收入278,107.68万元，较上年增长19.33%，主要源于农药中间体的增长。贸易业务是公司了解原材料大宗市场价格变动的渠道之一，仍非公司主要业务，2013年收入规模为58,727.46万元，较上年下降6.02%。得益于医药中间体毛利率的进一步提升，2013年公司综合毛利率继续保持增长趋势。

表4 公司收入构成情况（单位：万元）

项目	2013年			2012年	
	金额	毛利率	收入同比增减	金额	毛利率
医药中间体	34,676.05	37.61%	13.89%	30,447.02	36.53%
农药中间体	221,564.35	41.26%	22.09%	181,472.03	41.16%
其他	21,867.28	24.99%	3.49%	21,129.89	25.78%
工业业务收入合计	<b>278,107.68</b>	<b>39.52%</b>	<b>19.33%</b>	<b>233,048.94</b>	<b>39.16%</b>
贸易业务收入合计	<b>58,727.46</b>	<b>1.30%</b>	<b>-6.02%</b>	<b>62,487.24</b>	<b>3.13%</b>
营业收入	<b>336,835.14</b>	<b>32.86%</b>	<b>13.97%</b>	<b>295,536.18</b>	<b>31.54%</b>

资料来源：公司2012-2013年审计报告

从公司收入构成来看，公司收入仍以农药中间体为主，2013年农药中间体收入占营业

收入比重达到65.78%。跟踪期内，公司继续实施大客户战略，主要进行定制生产，公司下游客户仍保持较高的集中度，2013年公司前五名客户销售合计占公司年度营业收入59.56%。核心客户对公司收入贡献占比较大，主要客户经营情况的变化将会对公司的销售收入及经营成果产生一定影响。

目前公司与十余家核心合作的国际知名企业客户签订框架协议，公司进行研发、建设特定产品的生产线，投产后全部销售给委托客户。公司的主要客户中有先正达、杜邦、巴斯夫等多家国际农化巨头企业，而全球农药行业是集中度比较高的行业（2013年全球前6名农化企业占全球销售额的70.91%），公司与核心客户合作时间较长（出于对产品质量、技术保密等因素考虑，定制生产的定制客户在进入大生产阶段后，不会轻易更换合作伙伴，公司客户具有一定的长期性、稳定性），一般合作协议到期后会进行续签，公司产品销售渠道较有保证，目前公司70%以上的收入来源于客户的定制生产业务。截至2014年4月末，公司与核心客户签署合作协议情况见下表。

**表5 截至2014年4月底公司与核心客户签署合作协议情况**

序号	客户名称	项目名称	到期时间
1	APIC	医药中间体	2016.04.06
2	APIC	医药中间体	2021.08.10
3	DOW Agro	农药中间体	2016.12.31
4	FMC	农药中间体(共8个产品)	2023.12.31
5	Novartis	医药原药	2016.06.01
6	United Therapeutics	医药中间体	2016.4.30
7	巴斯夫	农药中间体	2014.12.31
8	蝶理	农药中间体	2018.08.07
9	杜邦	农药中间体	2014.06.30
10	杜邦	农药中间体	2014.09.30
11	杜邦	农药中间体	2015.2.28
12	杜邦	农药中间体	2015.4.30
13	杜邦	农药中间体	2016.5.31
14	杜邦	农药中间体	2017.12.31
15	杜邦	农药中间体	2031.05.20
16	柯达	其他	长期
17	日产化学	农药中间体	2017.12.31
18	三井化学	农药中间体	2014.07.21
19	三井化学	农药中间体	2014.08.04
20	三井化学	农药中间体	2014.12.01
21	三井化学	农药中间体	2014.12.01
22	三菱化学	医药中间体	2014.06.30
23	先正达	农药原药	2015.12.31
24	先正达	农药中间体	2015.12.31

25	先正达	农药中间体	2015.12.31
26	先正达	农药中间体	2018.12.31
27	先正达	农药中间体	2018.12.31
28	先正达	农药中间体	2021.06.01
29	先正达	农药中间体	长期
30	住友化学	农药中间体	2015.01.17
31	住友化学	医药中间体	2015.12.31

注：以上顺序按客户名称字母排序。

资料来源：公司提供

2013 年公司医药中间体销售量、生产量分别比去年同期增长 39.42% 和 34.60%，主要原因系随着医药中间体业务的不断拓展，销售量增加，生产量同步增加所致；库存量比去年同期增加 62.98%，主要原因系随着销售规模的扩大增加库存以及根据部分定制客户的需求增加库存所致。2013 年，公司农药中间体由于产品结构的优化调整，导致销售单价上升，虽然销量与上年相比变化不大，但收入规模大幅上升。由于公司业务模式主要为定制生产，跟踪期内，公司仍保持较高的产销率，农药中间体和医药中间体的产销率分别为 100.38% 和 100.10%。

**表6 2012-2013 年公司产销量情况（单位：万公斤）**

行业分类	项目	2013 年	2012 年	同比增减
工业业务-农药中间体	销售量	2,024.57	2,028.73	-0.21%
	生产量	2,016.89	2,127.01	-5.18%
	产销率	100.38%	95.38%	5.24%
	库存量	159.14	148.19	7.39%
工业业务-医药中间体	销售量	1,108.01	794.71	39.42%
	生产量	1,106.87	822.33	34.60%
	产销率	100.10%	96.64%	3.58%
	库存量	39.02	23.94	62.98%

资料来源：公司 2013 年年度报告

2013 年，公司产品仍以外销为主，2013 年公司外销金额占营业收入比重为 75.21%。2013 年，公司在国内市场及欧洲市场的销售收入上升幅度较大，分别达到了 45.06% 和 60.22%。欧洲市场的增长主要源于老客户订单增加；而国内收入的增长主要源于公司挖掘和培育自主产品新的目标市场和潜力客户。

**表7 2012-2013 年公司主营业务分地区情况（单位：万元）**

地区	2013 年			2012 年	
	金额	占营业收入比重	较上年增减	金额	占营业收入比重
工业业务合计：	278,107.68	82.56%	19.33%	233,048.94	78.86%
国内市场	77,897.70	23.13%	45.06%	53,699.41	18.17%
欧洲	69,750.98	20.71%	60.22%	43,533.54	14.73%
美国	101,158.93	30.03%	-6.20%	107,841.16	36.49%
亚洲	29,300.07	8.70%	4.74%	27,974.83	9.47%

<b>贸易业务合计：</b>	<b>58,727.46</b>	<b>17.44%</b>	<b>-6.02%</b>	<b>62,487.24</b>	<b>21.14%</b>
国内市场	5,600.10	1.66%	-62.43%	14,907.17	5.04%
国外市场	53,127.36	15.77%	11.66%	47,580.07	16.10%
<b>合计</b>	<b>336,835.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.97%</b>	<b>295,536.18</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

2013 年公司继续加大产品技术创新与研发的力度，优化生产工艺，创新研发模式，提高产品的技术含量和附加值。全年公司共开题 211 个项目，26 个项目成功进入大规模生产；对 35 个老产品进行了工艺技术改进；全年共有 9 项国内或国际发明专利、6 项实用新型专利获得授权，4 个产品被评为省级新产品，1 个项目荣获国家火炬计划。

**公司目前在建项目较多，还需一定的建设资金支出；未来项目投产后，随着产能释放将进一步增加公司收入规模**

随着公司与大客户定制生产合作关系的加深，公司近年新厂区及生产线投资建设力度加大。跟踪期内，公司主要增加了对联化台州中间体生产建设项目、山东平原永恒厂区工程等多个项目的投资（具体情况见表 9）。其中台州联化的“年产 300 吨淳尼胺、300 吨氟唑菌酸、200 吨环丙嘧啶酸项目”预计 2014 年上半年开始贡献产出，未来项目投产后将进一步增加公司收入规模。但目前公司在建项目较多，还需一定的建设资金支出。

公司属于精细化工行业，国家的环保法律法规对本行业制定了较高的环境污染治理标准，但是，随着国家经济增长方式的转变和可持续发展战略的全面实施，如果国家进一步提高环境污染治理标准，公司将需要相应加大环保投入，增加环保运营成本，从而对经营业绩产生一定程度的不利影响。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2012-2013 年审计报告，公司报表按照新会计准则编制。

### 财务分析

#### 资产结构与质量

跟踪期内，公司加大基建、生产线建设投入导致资产规模快速增加，资产流动性一般

截至 2013 年底，公司总资产规模 460,284.40 万元，较 2012 年末增长 19.58%，主要系公司基建、生产线工程建设投入及应收账款的增加所致。公司资产以非流动资产为主，2013 年非流动资产占比为 62.39%。

2013 年公司业务规模扩大，应收账款、预付账款分别较上年增加 55.28% 和 20.97%。截至 2013 年底，公司应收账款 63,035.71 万元，欠款金额前五名客户的欠款总额占应收账款 44.94%，仍然保持了较高的集中度，但考虑到公司主要客户为先正达、杜邦、巴斯夫等国际农化巨头企业，客户资信状况较好，违约风险较低，且应收账款其中 96.66% 的账龄在 1 年以内，总体来看公司应收账款回收风险不大。2013 年末公司预付款主要为预付江苏省陈家港化工园区财政所、盐城市灌江化工开发有限公司的土地款。2013 年末公司存货金额为 54,513.76 万元，主要以原材料和库存商品为主，占比分别为 45.72% 和 37.83%，存货结构较上年变动不大。由于公司产品主要为定制生产，存货滞销风险较小。

**表8 2012-2013 年公司资产构成情况（单位：万元）**

项目	2013 年			2012 年	
	金额	占比	较上年增减	金额	占比
货币资金	30,443.85	6.61%	-42.65%	53,086.69	13.79%
应收票据	3,510.02	0.76%	10.99%	3,162.50	0.82%
应收账款	63,035.71	13.69%	55.28%	40,595.14	10.55%
预付款项	17,299.59	3.76%	20.97%	14,301.19	3.72%
其他应收款	4,321.06	0.94%	31.96%	3,274.40	0.85%
存货	54,513.76	11.84%	9.45%	49,806.27	12.94%
<b>流动资产合计</b>	<b>173,123.99</b>	<b>37.61%</b>	<b>5.42%</b>	<b>164,226.18</b>	<b>42.67%</b>
长期股权投资	4,409.86	0.96%	51.86%	2,903.84	0.75%
固定资产	143,985.13	31.28%	17.05%	123,016.10	31.96%
在建工程	106,756.16	23.19%	30.01%	82,113.12	21.33%
无形资产	28,010.97	6.09%	206.07%	9,151.67	2.38%
<b>非流动资产合计</b>	<b>287,160.41</b>	<b>62.39%</b>	<b>30.12%</b>	<b>220,690.55</b>	<b>57.33%</b>
<b>资产总计</b>	<b>460,284.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.58%</b>	<b>384,916.74</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

2013 年公司主要增加了对联化台州中间体生产建设项目、山东平原永恒厂区和江苏联化厂区工程等项目的投资，使固定资产、在建工程和无形资产分别较上年增长 17.05%、30.01% 和 206.07%，无形资产的增加主要源于联化台州中间体生产建设项目土地使用权的转入，主要变动情况见下表。由于公司 70% 以上的产品属于定制生产，客户所要求的特定标准一般需要配备相应的生产线，近年随着客户提出的不同产品需求的增加，导致公司近年工程投资力度较大。截至 2013 年底，公司固定资产成新率为 75.66%。

**表9 2012-2013 年公司主要在建工程项目情况（单位：万元）**

工程项目名称	预算总投	年初余额	本期增	转入固	转入无	资金来	期末余额
--------	------	------	-----	-----	-----	-----	------

	资		加	定资产	形资产	源	
联化江口新厂区工程	31,241.00	20,063.32	6,359.98	2,770.37	573.62	自筹	23,079.31
江苏联化厂区工程	20,614.50	10,341.19	10,073.46	7,875.79	-	自筹、 募集	12,538.86
联化台州中间体生产 建设项目	52,576.00	22,513.83	21,797.35	-	17,949.58	自筹、 募集	26,361.60
联化药业厂房工程	3,784.00	603.95	2,338.90	-	264.05	自筹	2,678.81
联化盐城厂区工程	31,394.00	5,552.77	8,842.44	-	-	自筹	14,395.21
山东平原永恒厂区工 程	35,000.00	11,511.77	14,210.68	-	-	自筹	25,722.45
辽宁天予厂区工程	13,654.00	7,426.90	6,011.30	11,693.33	-	自筹	1,710.74
湖北郡泰厂区工程	14,748.00	4,021.06	4,205.01	7,949.82	-	自筹	269.18
<b>合计</b>	<b>203,011.50</b>	<b>82,034.79</b>	<b>73,839.12</b>	<b>30,289.31</b>	<b>18,787.25</b>	-	<b>106,756.16</b>

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

### 资产运营效率

公司日常运营较平稳，由于公司基建、生产线工程建设投入的增加，产能尚未释放，导致公司的总资产周转效率下降

2013 年，由于部分大客户回款条件改变，账期加长，导致公司应收账款周转天数由 2012 年的 43.38 天上升至 58.94 天，而同时由于年底公司采购增加后尚未到付款周期导致应付账款较上年底增加幅度较大，使公司 2013 年应付账款周转天数也有所上升。公司备货、生产、出货相对稳定，存货周转天数基本与上年持平。整体来看，公司净营业周期无较大变化，运营较稳定。

2013 年，在建工程转入导致公司固定资产上升幅度较大，部分产能尚未完全释放，固定资产周转效率相应下降，同时由于公司基建、生产线工程建设投入的增加导致非流动资产大幅增加，从而导致公司的总资产周转效率下降。

**表10 2012-2013 年公司资产运营效率情况（单位：天）**

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	58.94	43.38
存货周转天数	83.03	84.23
应付账款周转天数	76.33	64.75
净营业周期	65.65	62.86
固定资产周转天数	142.68	116.41
总资产周转天数	451.66	402.68

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

### 盈利能力

得益于公司农药中间体收入的上升，公司营业收入较上年上升幅度较大；公司产品销往国外，近年人民币升值使公司面临一定的汇率波动带来的汇兑损失风险

2013 年公司实现营业收入 336,835.14 万元，较上年增长 13.97%，利润总额 52,788.07 万元，较上年增长 19.76%，主要源于医药中间体收入的上升。2013 年公司综合毛利率为 32.86%，与上年相比变化不大。

虽然 2013 年公司期间费用率较上年变动不大，但我们关注到公司财务费用中利息支出金额下降，公司利息收入及汇兑损失较上年上升幅度较大。汇兑损失主要由 2013 年人民币升值导致。由于公司主要产品销往国外，公司面临一定的汇率波动带来的汇兑损失风险。

2011 年底公司进行股权激励计划，行权期限为自授予日 2011 年 12 月 29 日起 4 年（2015 年 12 月 29 日），经过一年等待期后，分三次行权，三次行权比例为 30%、30% 和 40%。根据 2011 年度权益分派方案实施结果，公司董事会调整已授予的股票期权行权价格为 16.33 元/股。由于进行股权激励，2013 年支付股份成本 2,115.46 万元，2014 年仍有一次行权，未来一年的股份支付成本仍会对公司的利润产生一定的影响。

**表11 2012-2013 年公司主要盈利科目及指标**

项目	2013 年		2012 年
	金额	较上年增减	金额
营业收入（万元）	336,835.14	13.97%	295,536.18
营业利润（万元）	52,627.58	20.71%	43,597.71
利润总额（万元）	52,788.07	19.76%	44,079.92
综合毛利率	32.86%	-	31.54%
总资产回报率	13.13%	-	14.52%
期间费用率	16.50%	-	16.44%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

## 现金流

跟踪期内，公司经营较为稳定，销售回款及时，经营活动净现金流表现较佳；公司在建工程较多，尚需投入一定的建设资金

2013 年，公司收现比为 0.98，虽然较上年略有下降，但资金回笼情况较好。2013 年公司收入规模扩大，利润上升，公司 FFO（经营所得现金）规模上升明显，但由于部分客户回款条件变更，经营性应收金额增加幅度较大，导致公司经营活动产生的现金流量净额小于 2012 年。

投资活动方面，投资活动现金流入比 2012 年增加 956.61%，主要系 2013 年公司转让了全资子公司天苗（上海）生物科技有限公司所致。而投资活动现金流出则主要表现在公司基建、生产线等固定资产的投资。筹资活动方面，2013 年公司进行股权激励计划，对股票期权予以行权，吸收投资 14,934.60 万元；此外，由于公司 2012 年成功发行债券募集超过 6

亿元的长期资金，2013 年公司银行短期借款融资频率下降，公司筹资活动产生的现金流量净额较上年下降幅度较大。

总体来看，公司经营较为稳定，销售回款及时，经营活动净现金流表现表现较佳；但同时我们关注到公司在建工程较多，尚需投入一定的建设资金。

**表12 2012-2013 年主要现金流科目（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年
收现比	0.98	1.00
净利润	45,381.54	36,746.15
非付现费用	16,276.49	11,002.12
非经营损益	4,086.77	3,452.77
FFO	65,744.80	51,201.04
营运资本变化	-21,295.54	-4,714.28
其中：存货减少（减：增加）	-5,948.89	-2,183.74
经营性应收项目的减少（减：增加）	-24,265.83	-19,235.17
经营性应付项目增加（减：减少）	8,919.18	16,704.63
其他	2,063.35	3,683.53
经营活动产生的现金流量净额	46,512.61	50,170.29
投资活动产生的现金流量净额	-76,489.94	-81,663.32
筹资活动产生的现金流量净额	7,218.70	41,768.35
现金及现金等价物净增加额	-23,729.40	10,631.41

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

## 资本结构与财务安全性

**2013 年公司负债规模进一步增加，且有息债务规模较大，存在一定的偿债压力**

2013 年公司进行股权激励计划，吸收投资 14,934.60 万元，此外由于利润的积累，使公司所有者权益较上年增长 26.79%，至 2013 年底达到 270,589.36 万元。所有者权益与负债的比值由 2012 年末的 1.24 上升至 2013 年末的 1.43，所有者权益对负债的保障程度有所提高。

**表13 2012-2013 年公司负债及所有者权益变动情况（单位：万元）**

项目	2013 年		2012 年
	金额	较上年变化	金额
所有者权益合计	270,589.36	26.79%	213,410.11
负债合计	189,695.05	10.61%	171,506.62
所有者权益/负债	1.43	-	1.24

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

2013 年公司负债总额较年初增长 10.61%，仍以流动负债为主，主要由短期借款和应付账款构成。截至 2013 年底，公司应付账款 37,037.39 万元，较上年增长 41.20%，主要源于公司采购增加后尚未到付款周期导致。截至 2013 年底，公司有息负债 117,072.31 万元，

规模较大，存在一定的偿债压力。

**表14 2012-2013 年公司主要负债构成（单位：万元）**

项目	2013 年			2012 年	
	金额	占比	较上年增减	金额	占比
短期借款	37,735.34	19.89%	12.59%	33,515.06	19.54%
应付票据	17,054.60	8.99%	9.48%	15,577.36	9.08%
应付账款	37,037.39	19.52%	41.20%	26,230.30	15.29%
预收款项	15,623.34	8.24%	-8.64%	17,100.17	9.97%
应付利息	4,072.71	2.15%	2.89%	3,958.16	2.31%
其他应付款	6,389.13	3.37%	8.72%	5,876.65	3.43%
<b>流动负债合计</b>	<b>118,370.14</b>	<b>62.40%</b>	<b>17.47%</b>	<b>100,768.73</b>	<b>58.76%</b>
应付债券	62,282.37	32.83%	0.18%	62,171.34	36.25%
其他非流动负债	8,273.15	4.36%	6.10%	7,797.16	4.55%
<b>非流动负债合计</b>	<b>71,324.90</b>	<b>37.60%</b>	<b>0.83%</b>	<b>70,737.90</b>	<b>41.24%</b>
<b>负债合计</b>	<b>189,695.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.61%</b>	<b>171,506.62</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息负债	117,072.31	61.72%	5.22%	111,263.76	64.87%

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

2013 年底，由于流动负债的增加，公司流动比率、速动比率较上年有所降低。受公司业务规模扩大影响，公司 EBITDA 指标较上年增长 20.70%，继续保持了较快的增长，从而使公司 EBITDA 利息保障倍数较上年有所上升，对公司债务利息偿付的保障程度较好。同时我们关注到公司应付票据保证金为 10%，说明银行对公司信用评价较好，属于银行优质客户，也可为公司带来一定的财务融资弹性。

**表15 2012-2013 年公司主要偿债能力指标**

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	41.21%	44.56%
流动比率	1.46	1.63
速动比率	1.00	1.14
EBITDA（万元）	70,365.13	58,296.97
EBITDA 利息保障倍数	26.10	14.93

资料来源：公司 2012-2013 年审计报告

## 六、评级结论

跟踪期内，农药中间体收入的增加带动公司收入规模迅速上升，利润水平显著提高；销售回款及时，经营活动净现金流表现较佳；公司目前在建项目较多，未来项目投产后，随着产能释放将进一步增加公司收入规模；2013 年公司所有者权益对债务的保障程度提高，有息债务规模与上年基本持平，利润对债务的保障程度较高，且公司具有一定的财务融资弹性，整体而言公司的财务安全性较高。但同时我们关注到，公司在建工程较多，尚需投入一定的建设资金；由于公司基建、生产线工程建设投入的增加，产能尚未释放，导致公司的总资产

周转效率下降；公司主要产品销往国外，近年人民币升值使公司面临一定的汇率波动带来的汇兑损失风险；2013 年公司负债规模进一步增加，且有息债务规模较大，存在一定的偿债压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA 和本期债券信用等级 AA，评级展望维持稳定。

**附录一 合并资产负债表（单位：万元）**

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	30,443.85	53,086.69	42,467.28
应收票据	3,510.02	3,162.50	1,964.72
应收账款	63,035.71	40,595.14	25,494.52
预付款项	17,299.59	14,301.19	21,495.42
其他应收款	4,321.06	3,274.40	4,197.70
存货	54,513.76	49,806.27	44,866.06
流动资产合计	173,123.99	164,226.18	140,485.70
长期股权投资	4,409.86	2,903.84	2,669.38
投资性房地产	-	-	55.66
固定资产	143,985.13	123,016.10	68,115.74
在建工程	106,756.16	82,113.12	56,675.62
无形资产	28,010.97	9,151.67	5,445.32
商誉	2,987.41	2,987.41	2,397.62
递延所得税资产	1,010.89	518.41	385.34
非流动资产合计	287,160.41	220,690.55	135,744.67
资产总计	460,284.40	384,916.74	276,230.38
短期借款	37,735.34	33,515.06	46,199.53
应付票据	17,054.60	15,577.36	12,501.00
应付账款	37,037.39	26,230.30	18,465.73
预收款项	15,623.34	17,100.17	18,564.19
应付职工薪酬	1,384.38	62.85	54.87
应交税费	-926.76	-1,551.82	-4,434.32
应付利息	4,072.71	3,958.16	-
其他应付款	6,389.13	5,876.65	1,972.98
流动负债合计	118,370.14	100,768.73	93,323.98
应付债券	62,282.37	62,171.34	-
长期应付款	769.39	769.39	769.39
其他非流动负债	8,273.15	7,797.16	562.5
非流动负债合计	71,324.90	70,737.90	1,331.89
负债合计	189,695.05	171,506.62	94,655.87
实收资本（或股本）	52,523.58	51,609.03	39,699.26
资本公积	71,352.64	55,217.13	66,338.10
盈余公积	11,010.15	7,671.36	5,697.56
未分配利润	132,835.61	96,470.85	65,848.07
归属于母公司所有者权益合计	267,721.98	210,968.37	177,582.98
少数股东权益	2,867.38	2,441.74	3,991.53

所有者权益（或股东权益）合计	270,589.36	213,410.11	181,574.51
负债和所有者权益（或股东权益）总计	460,284.40	384,916.74	276,230.38

## 附录二 合并利润表（除每股收益外，其他数据单位为万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业总收入	336,835.14	295,536.18	256,804.50
其中：营业收入	336,835.14	295,536.18	256,804.50
二、营业总成本	284,348.42	252,172.93	222,736.98
其中：营业成本	226,157.21	202,322.23	187,226.68
营业税金及附加	1,214.78	579.48	728.15
销售费用	4,259.02	3,932.20	4,242.94
管理费用	48,889.92	41,795.47	29,174.61
财务费用	2,432.33	2,853.85	1,573.45
资产减值损失	1,395.17	689.72	-208.85
加：投资收益	140.86	234.47	172.92
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	178.75	234.47	370.42
三、营业利润	52,627.58	43,597.71	34,240.44
加：营业外收入	720.38	983.05	1,210.95
减：营业外支出	559.89	500.84	847.59
其中：非流动资产处置损失	394.68	315.43	560.33
四、利润总额	52,788.07	44,079.92	34,603.80
减：所得税费用	7,406.53	7,333.77	4,866.63
五、净利润	45,381.54	36,746.15	29,737.17
归属于母公司所有者的净利润	44,955.91	36,566.51	29,433.50
少数股东损益	425.63	179.64	303.68
六、每股收益：			
（一）基本每股收益（元）	0.86	0.71	0.58
（二）稀释每股收益（元）	0.85	0.71	0.58
七、其他综合收益	-	-	-
八、综合收益总额	45,381.54	36,746.15	36,746.15
归属于母公司所有者的综合收益总额	44,955.91	36,566.51	36,566.51
归属于少数股东的综合收益总额	425.63	179.64	179.64

### 附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	329,118.47	294,852.39	271,108.54
收到的税费返还	4,835.00	7,945.23	7,827.76
收到其他与经营活动有关的现金	3,266.69	11,775.51	1,450.55
经营活动现金流入小计	337,220.16	314,573.14	280,386.86
购买商品、接受劳务支付的现金	217,263.20	207,465.62	210,630.53
支付给职工以及为职工支付的现金	30,700.58	25,438.58	18,339.89
支付的各项税费	12,965.36	8,320.79	8,239.62
支付其他与经营活动有关的现金	29,778.40	23,177.86	22,946.29
经营活动现金流出小计	290,707.54	264,402.85	260,156.33
经营活动产生的现金流量净额	46,512.62	50,170.29	20,230.52
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	-	-	150.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	171.37	438.39	300.02
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	4,460.72	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	794.41
投资活动现金流入小计	4,632.08	438.39	1,244.43
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	79,794.77	71,255.50	59,189.46
投资支付的现金	1,327.26	-	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	10,846.21	-
投资活动现金流出小计	81,122.03	82,101.71	59,189.46
投资活动产生的现金流量净额	-76,489.94	-81,663.32	-57,945.03
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	14,934.60	-	64,803.71
取得借款收到的现金	72,697.61	155,212.63	90,390.25
发行债券收到的现金	-	63,000.00	-
收到其他与筹资活动有关的现金	-	12.00	-
筹资活动现金流入小计	87,632.21	218,224.63	155,193.96
偿还债务支付的现金	68,639.52	170,426.02	78,379.49
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,687.44	5,111.86	6,550.66
支付其他与筹资活动有关的现金	1,086.56	918.40	36.90
筹资活动现金流出小计	80,413.52	176,456.28	84,967.05
筹资活动产生的现金流量净额	7,218.70	41,768.35	70,226.91
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-970.77	356.09	26.61

五、现金及现金等价物净增加额	-23,729.40	10,631.41	32,539.01
加：期初现金及现金等价物余额	52,291.69	41,660.28	9,121.27
六、期末现金及现金等价物余额	28,562.29	52,291.69	41,660.28

### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	44,955.91	36,566.51	29,433.50
加：少数股东损益	425.63	179.64	303.68
资产减值准备	1,395.17	689.72	-208.85
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,878.97	10,009.64	6,657.18
无形资产摊销	1,002.35	302.76	130.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	393.76	208.42	542.29
固定资产报废损失	7.17	-	1.61
财务费用	4,319.18	3,562.73	1,619.28
投资损失	-140.86	-234.47	-172.92
递延所得税资产减少	-492.48	-83.91	265.61
存货的减少	-5,948.89	-2,183.74	-11,290.24
经营性应收项目的减少	-24,265.83	-19,235.17	-4,677.08
经营性应付项目的增加	8,919.18	16,704.63	-2,362.14
其他	2,063.35	3,683.53	-11.88
经营活动产生的现金流量净额	46,512.62	50,170.29	20,230.52
现金的期末余额	28,562.29	52,291.69	41,660.28
减：现金的期初余额	52,291.69	41,660.28	9,121.27
现金及现金等价物净增加额	-23,729.40	10,631.41	32,539.01

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	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	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁款}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营收益}$

## 附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。