



2020年四川国光农化股份有限公司公开发行 行可转换公司债券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

2020年四川国光农化股份有限公司公开发行可转换公司债券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
国光转债	AA-	AA-

评级日期

2024年6月25日

联系方式

项目负责人：肖无心
xiaowx@cspengyuan.com

项目组成员：蒲德慧
pudh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：四川国光农化股份有限公司（以下简称“公司”或“国光农化”，股票代码 002749.SZ）是我国植物生长调节剂领域龙头企业，2023 年农药登记证数量持续增长，领先的农药登记证数量构筑起经营壁垒；同期经销商数量大幅增长，主要产品销售规模持续增长；负债水平仍较低，现金类资产充裕度较高，资产流动性较好；公司实际控制人颜昌绪提供的保证担保和股份质押担保仍能为本期债券安全性提供一定保障。同时中证鹏元也关注到公司盈利状况易受原材料价格波动影响，在建项目产能和投资规模仍较大，存在产能利用率较低、建设进度和运营效益不达预期的风险，同时仍面临环保和安全生产风险。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	25.88	26.57	22.59	19.75
归母所有者权益	17.26	17.74	14.79	14.08
总债务	3.73	3.95	3.14	2.89
营业收入	3.66	18.60	16.48	13.58
净利润	0.71	3.21	1.15	2.04
经营活动现金流净额	-0.07	3.99	1.38	3.28
净债务/EBITDA	--	-1.74	-1.92	-2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	32.16	16.10	16.75
总债务/总资本	16.35%	16.79%	16.04%	16.95%
FFO/净债务	--	-45.79%	-40.47%	-29.51%
EBITDA 利润率	--	22.66%	18.92%	23.11%
总资产回报率	--	15.17%	7.83%	13.94%
速动比率	4.52	4.55	4.01	4.95
现金短期债务比	28.40	17.01	37.98	66.78
销售毛利率	43.83%	41.55%	37.87%	44.58%
资产负债率	26.24%	26.26%	27.16%	28.30%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，主要系净债务指标为负。

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

- **公司是我国植物生长调节剂领域龙头企业，2023 年农药登记证数量持续增长，领先的农药登记证数量构筑起经营壁垒。**公司长期深耕于植物生长调节剂领域，应用技术积累丰富；截至 2023 年末，公司共计有 307 个农药产品登记证（其中植物生长调节剂登记证 129 个），较上年增加 16 个，农药登记证数量位于行业前列，形成一定的经营壁垒。
- **公司经销商数量持续增长，营销网络进一步完善，推行作物全程方案增强客户粘性，主要产品销售规模持续增长。**截至 2023 年末，公司的经销商超过 5,800 个，较上年末增长 28.9%，营销网络的覆盖面持续增加，2023 年公司在在大田作物开始试行推广全程解决方案，有利于增强客户粘性。2023 年公司植物生长调节剂、杀菌剂和水溶肥销量分别同比增长 28.84%、8.99%、16.26%，推动公司营业收入同比增长 12.82%。
- **负债水平仍较低，现金类资产充裕度较高，资产流动性较好。**公司资产负债率持续下降，截至 2023 年末资产负债率为 26.26%，货币资金占资产总额的比例达 47.00%，资产流动性较好。
- **股份质押担保和保证担保仍能为本期债券安全性提供一定保障。**公司实际控制人颜昌绪将其拥有的 5,400.00 万股公司股票为本期债券提供质押担保，截至 2024 年 6 月 24 日，质押股票市值为 8.37 亿元，是本期债券剩余规模的 740.44%；同时颜昌绪为本期债券提供连带责任保证担保。

关注

- **公司盈利状况易受原材料价格波动影响，对公司成本管控形成压力。**公司营业成本中直接材料费用占比超过 80%，化工原材料及原药价格的上涨直接影响到公司生产成本，进而影响公司的盈利能力，同时会影响存货账面价值。受国际原油价格震荡下行影响，近年公司主要产品毛利率有所波动。2024 年以来，国际原油、磷矿石等价格中枢呈高位震荡走势，仍需关注原材料价格波动对公司成本管控形成的压力。
- **在建项目产能和投资规模仍较大，存在产能利用率较低、建设进度和运营效益不达预期的风险。**2023 年公司农药原药和农药制剂产能利用率仍处于较低水平，分别为 35.25% 和 36.58%。本期债券募投项目建设进度较原计划延迟，主要因公司获取项目建设用地进度延迟；公司在建项目尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、施工进度、行业和地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期，且投产后仍面临产能消化方面的挑战。
- **2023 年公司新增一起环保部门处罚，仍面临环保和安全生产风险。**2023 年 3 月，子公司鹤壁全丰安阳分公司 6 号车间未按环评规定安装光氧催化设施和活性炭，违反了《中华人民共和国大气污染防治法》第四十三条之规定，责令五日内改正违法行为，被安阳市生态环境局处罚款 88,850 元。未来行业生产标准可能进一步提高，公司将面临不能及时达标的环保和安全生产风险以及经营成本提高的风险。
- **国光转债已触发提前赎回条件，需关注转股或赎回相关事项。**根据 2024 年 6 月 15 日公司公告，国光转债已触发提前赎回条件，停止交易日为 2024 年 7 月 3 日，停止转股日为 2024 年 7 月 8 日，若 2024 年 7 月 5 日收市后，未实施转股的国光转债将停止转股，被强制赎回。本次赎回完成后，国光转债将在深圳证券交易所摘牌，需关注转股或赎回相关事项。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为在国家重点保障粮食安全背景下，农药和化肥需求具有刚性，公司营销网络较为完善，预计未来公司销售业绩仍有良好保障。另外，公司 EBITDA 利息保障倍数、速动比率等财务指标表现仍较好，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	利民股份	润丰股份	农心科技	国光股份
总资产	68.15	148.98	13.53	26.57

营业收入	42.24	114.85	6.06	18.60
净利润	0.64	8.50	0.49	3.21
销售毛利率	16.98%	21.19%	32.53%	41.55%
资产负债率	58.69%	54.09%	29.60%	26.26%
总资产净利率	0.92%	6.42%	3.70%	13.05%

注：（1）利民股份为利民控股集团股份有限公司的简称、润丰股份为山东潍坊润丰化工股份有限公司的简称、农心科技为农心作物科技股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：同花顺 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	9/9
	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	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				-1
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
国光转债	3.20	1.13	2023-6-14	2026-7-27

注：债券余额截至 2024 年 6 月 24 日。

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2020年7月公开发行6年期3.20亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目、年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目和企业技术中心升级改造项目。公司于2023年12月15日召开第五届董事会第十六次（临时）会议审议通过了《关于变更部分募集资金投资项目和实施主体的议案》，“企业技术中心升级改造项目”除已使用664.53万元募集资金外，公司拟将剩余的尚未使用的募集资金6,549.43万元（占募集资金净额的20.98%）投资至公司二级子公司重庆润尔科技有限公司“年产1.5万吨原药及中间体合成生产项目”，该项目投资总额30,000.27万元，其中拟以募集资金投入6,549.43万元，其余由公司自筹资金投入，实施地点由位于四川省简阳市的成都市空天产业功能区化工集中区（即平泉工业园区）变更为重庆市万盛经开区煤电化园区。截至2024年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额合计30,018.50万元。

国光转债自2021年2月1日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为13.70元/股，目前转股价格为12.31元/股，2023年国光转债累计有0.5万元转换成公司股票，因转股形成的股份数量为385股。

根据2024年6月15日公司公告，自2024年5月6日至2024年6月14日，公司股票价格已有15个交易日的收盘价不低于“国光转债”当期转股价格的130%（含130%），国光转债已触发提前赎回条件，停止交易日为2024年7月3日，停止转股日为2024年7月8日，若2024年7月5日收市后，未实施转股的国光转债将停止转股，被强制赎回。本次赎回完成后，国光转债将在深圳证券交易所摘牌，需关注转股或赎回相关事项。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化，公司控股股东及实际控制人未发生变动。公司总股本由2022年末的435,462,583股变更为2024年3月末的443,022,502股，少量的变化系期间本期债券转股、限制性股票激励计划部分限制性股票回购注销等所致。2024年5月，公司注册资本由434,890,053.00元变更为442,882,281.00元。截至2024年3月末，控股股东和实际控制人仍为颜昌绪，持股比例为36.36%，其中5,400.00万股因本期债券处于质押状态，占其所持公司股份比例的33.52%。前十大股东中，颜昌绪及其亲属直接持股合计为56.91%，总体持股比例较集中。

表1 2024年3月末公司前十大股东情况

股东名称	持股比例 (%)	持股数量 (股)
颜昌绪	36.36	161,102,605
颜亚奇	4.62	20,449,170
胡利霞 ¹	4.62	20,449,170
颜昌立	3.16	13,995,565
颜秋实	3.16	13,995,565
颜昌成	3.14	13,927,690
颜玲	1.77	7,841,405
颜铭	1.58	7,006,345
李汝	1.56	6,912,880
李培伟	1.56	6,912,444
合计	61.53	272,592,839

注：颜亚奇是颜昌绪的儿子，胡利霞是颜亚奇的前妻，颜秋实、颜昌成、颜昌立是颜昌绪的兄弟，颜玲是颜昌成的子女，李汝、李培伟是颜昌绪妹妹的子女，颜铭是颜昌立的子女。

资料来源：公司2024年第一季度报告，中证鹏元整理

公司跟踪期内合并报表范围无变化。截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围的子公司共14家，明细见附录四。

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

¹ 根据公司2023年9月16日的公告，公司原董事长、总裁颜亚奇与胡利霞已办理解除婚姻关系手续，根据二人签订的离婚协议，颜亚奇将持有的20,449,170股股份，分割至胡利霞名下。

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。

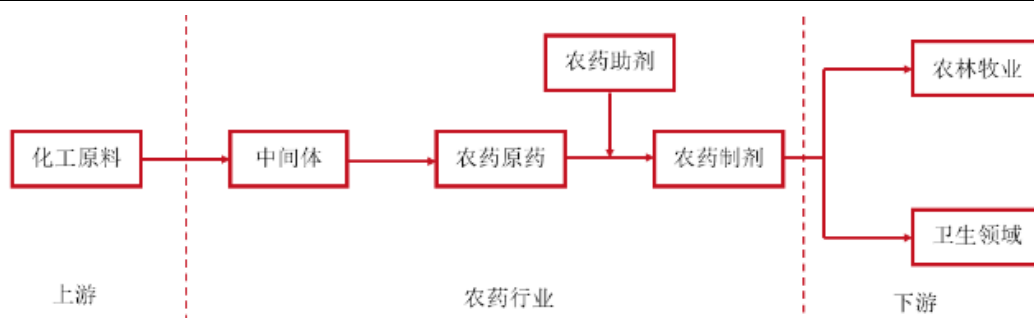
行业环境

（一）农药行业

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、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

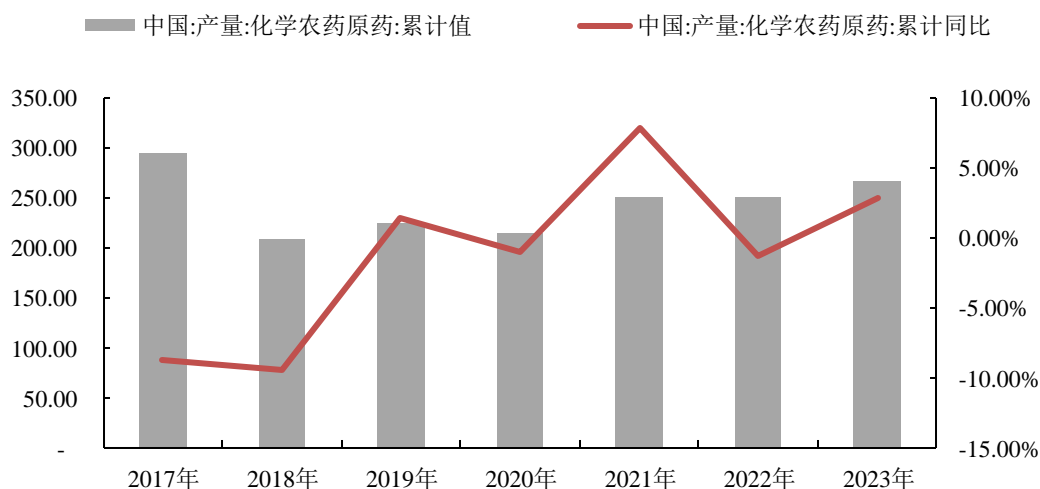
从经营特点来看，原药生产对企业生产技术、工艺水平等要求较高，多呈现技术密集特点；制剂产品接近终端消费，对经营企业的剂型研发能力、营销渠道及品牌优势等要求较高。从产业价值链来看，农药创新药前端研发与终端制剂销售为主要盈利环节，由于新药研发所需资金投入规模大、研发周期长、风险高，目前资金实力雄厚的国际农化巨头主导研发，同时凭借品牌和渠道优势把控终端制剂销售市场，国际四大农化巨头（先正达、拜尔、科迪华、巴斯夫）占据全球超50%的市场份额。

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。

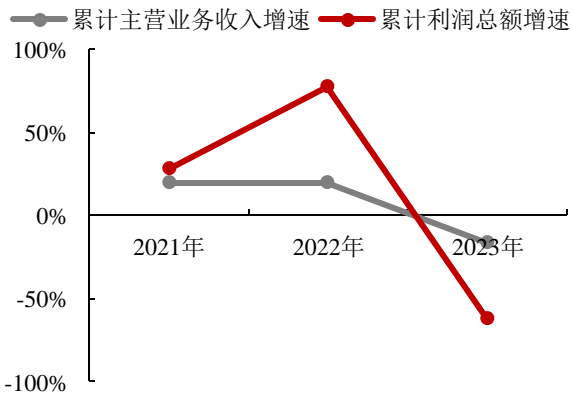
2017年以来，随着供给侧改革的推进及环保政策趋严，同时随着农村农业部“到2020年实现化肥、农药零增长”政策的实施，我国农药总产量总体呈下降趋势，2021年出口拉动下有所回升，2022年国内外市场需求增加，2022年全国农药产量与上年基本持平。随着国内生产企业产能持续释放，2023年农药产量同比略增长2.8%，2023年其中杀虫剂产量同比增长，杀菌剂和除草剂产量同比下降；从万吨级以上品种看，草铵膦、乙酰甲胺磷、噻虫嗪、高效氯氟氰菊酯、多菌灵、精异丙甲草胺等13个品种原药产量同比实现增长；乙烯利、莠灭净、百草枯、二甲戊灵等15个品种原药产量不同程度下降。2022年11月，农业农村部印发《到2025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


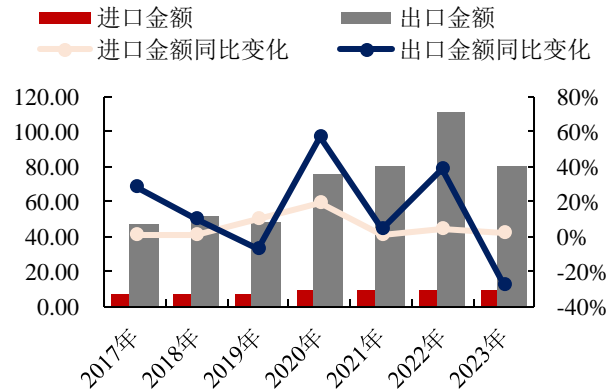
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

植物生长调节剂细分市场占比小，但增速较快，随着国内传统农药行业监管趋严叠加土地流转乡村振兴政策推动，未来细分市场具备增长潜力

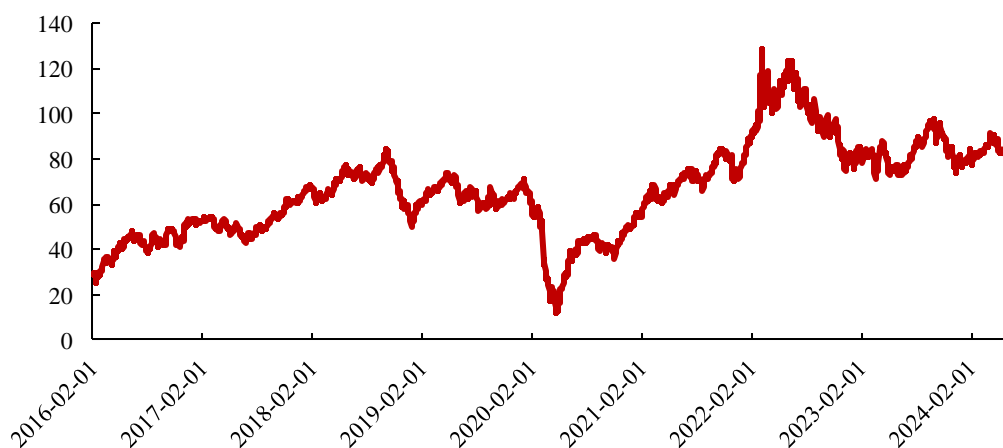
植物生长调节剂是人工合成的（或从微生物中提取的天然的）对植物的生长、发育具有调节作用的化学物质，具有与植物激素相似的化学性质，具有用量小、速度快、效益高、残毒少的优势。相较于传统农药，植物生长调节剂市场规模占比小，但增速较快。根据华经产业研究院，我国植物生长调节剂市场规模从2016年的58.1亿元增加到2021年的96.1亿元，市场规模近百亿，复合增长率为10.59%。随着国内对农药行业的监管趋严，使用精细、收效快、效益高的植物生长调节剂成为农业生产的更优选择，加上土地流转加速以及乡村振兴等政策推动下，土地种植规模化、专业化经营成为趋势，植物生长调节剂市场得以持续增长。

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

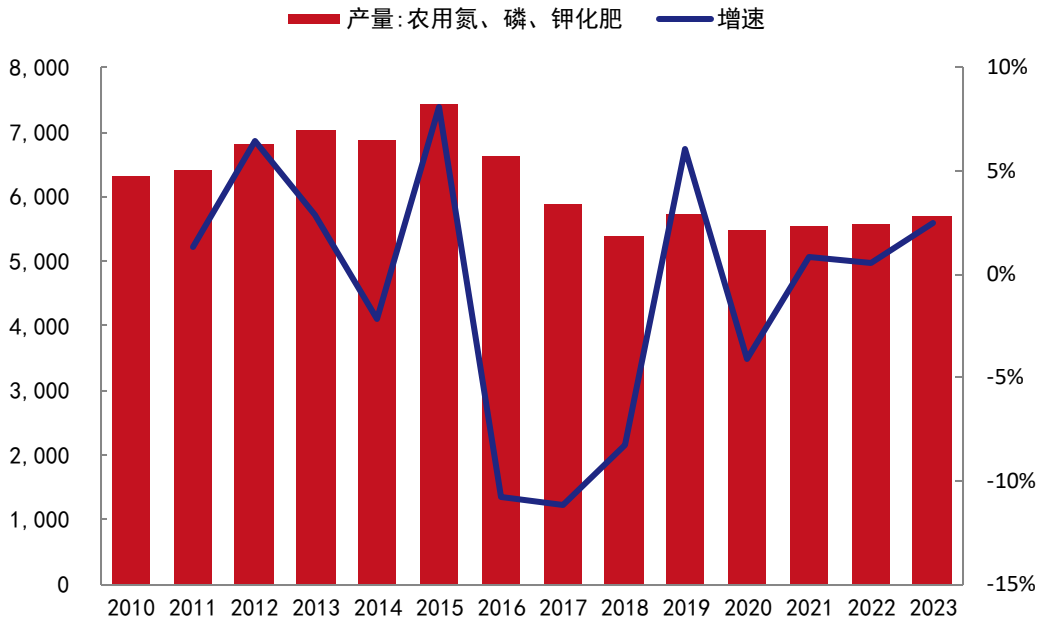
（二）化肥行业

在“化肥用量零增长”等政策指导下，近年化肥产量较为稳定；水溶肥细分行业市场规模尚小，未来发展前景较好

化肥是用化学和（或）物理方法制成的含有一种或几种农作物生长需要的营养元素的肥料，也称无机肥料，包括氮肥、磷肥、钾肥、微肥、复合肥料等。2015年，中国农业部发布《到2020年化肥使用量零增长行动方案》，提出到2020年，初步建立科学施肥管理和技术体系，科学施肥水平明显提升；2015年到2019年，逐步将化肥使用量年增长率控制在1%以内；力争到2020年，主要农作物化肥使用量实现零增长。此后几年化肥行业进入去产能周期，2015-2018年我国农用氮、磷、钾化肥产量逐年下滑；2019-2023年，化肥产量较为稳定，2023年我国农用氮、磷、钾化肥产量为5,713.60万吨，同比增长2.52%。2022年11月，中国农业部发布《到2025年化肥减量化行动方案》，提出到2025年，氮、磷、钾

和中微量元素等养分结构更加合理，全国农用化肥施用量实现稳中有降。

图 6 近年我国农用氮、磷、钾化肥产量情况（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

水溶性肥料是一种可以完全溶于水的多元复合肥料，它能迅速溶解于水中，更容易被作物吸收，可以用于喷滴灌等设施农业，实现水肥一体化，达到省水省肥省工的效能。水溶性肥料符合我国节水农业和无公害农产品生产发展的需要，对提升我国农业种植技术水平、作物产量和品质具有重要作用。2022年中央一号文件提出农业发展要推动水肥一体化。中国农业部发布的《到2025年化肥减量化行动方案》中也提出，加强绿色投入品创新研发，引导肥料产品优化升级，积极推广缓控释肥料、水溶肥料、微生物肥料、增效肥料和其他功能性肥料，准确匹配植物营养需求，提高养分吸收效率。

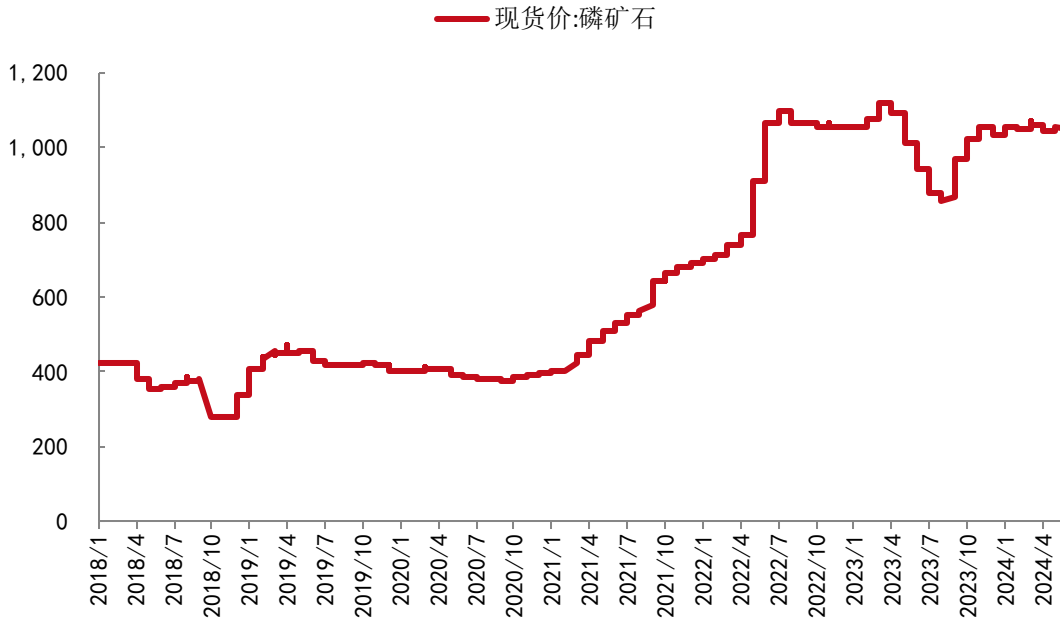
水溶肥等新型肥料属于肥料行业中的细分领域，目前我国水溶肥细分市场规模较小，处于快速发展阶段，国内参与者较多，市场竞争充分，行业集中度较低。虽然近年来我国新型肥料企业数量增长迅速，但多数企业生产规模偏小，产品品种单一，大型企业数量较少，但在国家倡导节水农业、配方施肥等大背景之下，水溶肥未来发展前景较好。据智研瞻产业研究院统计，2022年我国水溶肥市场规模为697.5亿元，预计2025年我国水溶肥市场将增长到860.48亿元，复合增长率为5.16%。

2023年磷矿石等磷肥原材料价格有所回落，短期回落后又逐步抬升

磷矿石是磷肥等化工产品最初原料之一，为不可再生资源。作为战略性资源，近年我国湖北等主要产地坚持控制磷矿石产量，鼓励就地深加工。近年受湖北省推动减产计划，宜昌市坚持整合关闭生产能力15万吨/年以下的磷矿企业、不得新建产能在50万吨/年以下的磷矿企业，以及四川省及云南省环保压减产能等因素影响，近年我国磷矿石产量由2017年的1.23亿吨持续下降至2020年的0.89亿吨，其中2020年受全球公共卫生事件影响开工率不足亦是产量下降原因之一。2021年以来下游磷铵、草甘膦等化肥农

药需求增加，磷矿石价格快速上涨，2023年受短期供需变化影响磷矿石价格有所回落，但短期回落后又逐步回升。

图7 近年我国磷矿石价格情况（单位：元/吨）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是国内植物生长调节剂领域龙头企业，2023年登记证数量继续增长，持续领跑行业，经营壁垒得到进一步巩固；2023年公司经销商数量快速扩张，营销网络进一步完善，推行作物全程方案增强客户粘性，进而带动营业收入持续增长；2023年受益于原材料价格下降，公司销售毛利率上升

公司主营业务为农药和化肥的生产和销售，辅以园林养护品等其他产品产销，其中农药主要包含植物生长调节剂、杀菌剂和杀虫剂等，肥料包含水溶性肥料和普通复合肥。2023年公司营业收入同比增长12.82%，其中农药收入占比68.29%，对收入贡献最大，增幅为10.00%，肥料收入增速最快，增幅为23.09%，园林资材等产品收入较为稳定。毛利率方面，受原材料价格下降影响，2023年主要产品毛利率均有所上升。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
农药	2.44	66.59%	47.16%	12.70	68.29%	43.91%	11.55	70.04%	39.53%
肥料	1.05	28.73%	36.71%	4.89	26.27%	35.62%	3.97	24.08%	32.36%
园林资材等	0.12	3.24%	50.79%	0.83	4.47%	43.44%	0.84	5.08%	41.51%

服务收入	0.05	1.44%	16.36%	0.18	0.97%	26.87%	0.13	0.79%	35.18%
合计	3.66	100.00%	43.83%	18.60	100.00%	41.55%	16.48	100.00%	37.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年农药登记证数量继续增长，持续领跑行业，研发人员数量及研发投入持续增加

农药登记证获取周期较长，形成一定行业壁垒。根据行业的相关规定，农药企业生产的产品必须“三证”齐全，即农药登记证、农药生产许可证及相应的质量标准证书，其中农药登记证需在中华人民共和国农业农村部申请。近年随着农药行业监管趋严，行业企业新获取农药登记证的难度和成本明显提高，获证周期较长，取得一个原药登记证一般需要3-5年。

2023年公司登记证数量继续增长，产品品种的增加为公司未来发展提供支撑。公司新获得农药产品登记证16个（其中植物生长调节剂10个），对13个登记证扩大了使用范围；新增肥料登记证12个。截至2023年末，四川润尔科技有限公司（以下简称“润尔科技”）、重庆依尔双丰科技有限公司（以下简称“依尔双丰”）、山西浩之大生物科技有限公司（以下简称“山西浩之大”）、鹤壁全丰生物科技有限公司（以下简称“鹤壁全丰”）四个子公司共计有307个农药产品登记证（其中植物生长调节剂登记证129个），共计有110个肥料登记证。2023年公司还获得14件专利授权（其中发明专利9件）。

近年公司研发人员数量及研发投入持续增长，2023年研发投入6,274.46万元，较上年增长11.27%，占营业收入比例为3.37%，研发人员数量占比也有所提升，有利于公司持续推进新产品研发、产品配方及工艺优化、应用技术研发、产品登记。

表3 截至 2024 年 3 月末公司拥有的三证登记产品情况（单位：个）

产品类别	类型	润尔科技	依尔双丰	山西浩之大	鹤壁全丰	公司本部	合计
植物生长调节剂	原药	15	5	0	13	1	34
	制剂	55	24	6	23	1	109
杀菌剂	原药	3	0	0	0	0	3
	制剂	38	6	10	14	0	68
除草剂	原药	0	4	0	0	0	4
	制剂	9	24	0	1	0	34
其他	原药	0	0	0	3	0	3
	制剂	19	1	13	33	0	66
肥料登记及备案产品	--	68	23	14	12	0	117
合计	--	207	87	43	99	2	438

注：公司本部的登记产品均为国外登记，润尔科技制剂登记产品中11个为国外登记。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 近年公司研发投入情况

项目	2023 年	2022 年
研发投入金额（万元）	6,274.46	5,639.02
研发投入占营业收入比例	3.37%	3.42%

研发人员数量（人）	244	237
研发人员数量占比	12.21%	11.75%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善，仍以经销模式为主，下游客户较分散；推行作物全程解决方案，技术服务特色鲜明，客户粘性高，带动2023年公司主要产品销量均出现不同程度的增长，其中植物生长调节剂较上年增长28.84%，为当期业绩增长提供了有力支持；随着原材料价格的下降，各主要产品销售均价有不同程度下降

跟踪期内公司主要客户类型变化不大，包括农资经销商、园林绿化企业、政府农资采购部门、大型集团用户、规模化种植业经营单位等，最终消费群体主要为种植户、园林绿化养护单位等。公司目前的销售模式包括经销和直销，以经销为主，直销主要面向原药客户、政府采购和大型用户等。

由于我国农资行业客户分散、单位用户需求量小的特点，直接面向基层客户的营销能力是行业企业竞争力的重要体现。公司具备以县级经销商为主、营销工作下沉至广大乡镇乃至种植户的扁平化营销网络。截至2023年末，公司的经销商超过5,800个，较上年末增长28.9%，每个农化经销商下游还有约20个零售商（乡、镇一级），营销网络的覆盖面持续增加。结算方面，公司对经销商的销售主要采取的是先款后货的结算方式，直销根据具体订单存在赊销情况，账期不等；2021-2023年公司应收账款周转天数分别为7.94天、7.76天、6.59天，周转速度加快。

公司利用丰富的产品，针对不同粮食作物、经济作物、蔬菜、水果、园林植物开发了以植物生长调节剂为核心的、以农药化肥为组合的作物调控技术方案和作物全程解决方案。作物全程解决方案是通过作物“从种到收”的生长周期实施全过程、一体化的管理解决方案，核心解决种植户增产增收的诉求，同时通过定期巡田和技术指导等服务增加种植户的粘性。近年在国家高度重视粮食安全叠加土地流转带动种植大户数量增多的情况下，土地种植规模化、专业化经营成为趋势，在大田领域推广植物生长调节剂的市场条件日渐成熟，公司于2023年在大田作物开始试行推广全程解决方案，该方案增产效果明显，按照公司测算，一般增产可达15%左右。

2023年公司主要产品销量同比大幅增长，植物生长调节剂、杀菌剂和水溶肥销量分别同比增长28.84%、8.99%、16.26%。销售均价方面，随着原材料价格的下降，公司主要产品均价也有所下降，但产品价格调整滞后于原材料价格的变动。2023年植物生长调节剂、杀菌剂、水溶肥的平均价格分别为36,810.68元/吨、52,537.03元/吨、15,610.28元/吨，相比上年分别下降11.04%、4.38%、0.50%。

表5 公司主要产品销售情况

年份	产品类型	销量（吨）	收入实现（亿元）	平均价格（元/吨）
2023年	植物生长调节剂	21,477.96	7.91	36,810.68
	杀菌剂	4,804.16	2.52	52,537.03
	水溶肥	16,934.32	2.64	15,610.28

2022年	植物生长调节剂	16,670.82	6.90	41,379.09
	杀菌剂	4,407.81	2.42	54,943.62
	水溶肥	14,565.37	2.29	15,689.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售地区来看，公司产品基本是在国内销售，2023年在西南、华北、华南、华东等地区的营收占比均超过15%，在华中和西北地区的营收占比亦超过12%，总体来看，公司的销售地域分布较均匀。公司客户集中度较低，单个客户销售占比很低。2023年公司前五大客户销售收入在当期营业收入中所占的比例为7.14%，其中仅第一大客户销售收入占比超过1%，其他客户均在1%以下。

表6 公司各销售模式、各地区收入情况（单位：万元）

划分方式	项目	2023年		2022年	
		金额	占比	金额	占比
分销售模式	经销模式	161,805.70	87.00%	142,022.69	86.16%
	直销模式	22,376.07	12.03%	21,512.48	13.05%
	其他	1,797.82	0.97%	1,306.30	0.79%
	合计	185,979.59	100.00%	164,841.47	100.00%
分地区	西南区	34,694.45	18.65%	32,427.41	19.67%
	东北区	8,351.16	4.49%	6,284.55	3.81%
	华北区	31,241.50	16.80%	28,345.29	17.20%
	华中区	27,744.73	14.92%	28,633.62	17.37%
	华南区	28,644.32	15.40%	25,845.59	15.68%
	华东区	29,722.43	15.98%	20,977.30	12.73%
	西北区	24,219.61	13.02%	21,925.88	13.30%
	外销	1,361.39	0.74%	401.82	0.24%
	合计	185,979.59	100.00%	164,841.47	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年年度报告，中证鹏元整理

表7 公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	排名	名称	销售金额	占年度销售/采购总额比例
2023年	1	客户一	6,715.50	3.61%
	2	客户二	1,788.91	0.96%
	3	客户三	1,765.73	0.95%
	4	客户四	1,758.42	0.95%
	5	客户五	1,241.30	0.67%
		合计	13,269.86	7.14%
2022年	1	客户一	5,592.75	3.39%
	2	客户二	3,847.96	2.33%
	3	客户三	1,776.92	1.08%
	4	客户四	1,537.78	0.93%

5	客户五	1,532.04	0.93%
合计		14,287.45	8.67%

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

此外，公司园林资材收入对公司营业收入形成一定补充。公司园林等非农业务主要由子公司四川国光园林科技股份有限公司（以下简称“国光园林”）负责，国光园林立足于花卉苗木园林绿化领域，为园林养护者提供专业解决方案，满足园艺种植、林业和园林绿化养护的需求，客户主要为地产公司、物业公司、地方园林局等，通常通过招投标等方式获取业务，因而存在一定账期，一般在3-6个月。

2023年受国际原油价格震荡下行影响，公司原材料价格持续走低，主要产品盈利空间加大，带动公司毛利率持续上升；公司营业成本中直接材料费用占比超过80%，产品盈利能力受原材料价格波动影响较大，对公司成本管控形成压力

跟踪期内公司采购方式并未发生变化，公司采取“以产定购”的采购方式，即公司生产管理部根据年度生产计划和临时计划确定原材料需求量，同时根据市场行情进行一定战略储备。公司农药产品的原材料主要包括多效唑原药、多菌灵原药等农药原药、助剂和石油化工原材料；肥料产品的主要原材料包括氮、磷、钾等。

近年直接材料占公司生产成本的80%以上，化工原材料及原药价格的上涨直接影响到公司生产成本，进而影响公司的盈利能力，同时会影响存货账面价值，2022年公司主要上游原料原油、磷矿石等价格抬升，公司主要产品毛利率均出现下滑。如果未来原材料的价格出现大幅上涨，而公司不能有效地将原材料价格上涨的压力转移或不能通过技术工艺改进创新抵消成本上涨的压力，将会对公司的经营成果产生不利影响。

2023年以来，受国际原油价格震荡下行影响，公司采购的主要原材料多效唑原药、多菌灵原药等价格持续走低，公司主要产品盈利空间加大，带动主要产品毛利率上升，盈利空间持续修复。其中公司农药产品毛利率上升超过4个百分点，肥料产品毛利率上升超过3个百分点。但2024年以来国际原油、磷矿石等价格中枢呈高位震荡走势，仍需关注原材料价格波动对公司成本管控形成的压力。

表8 2023年公司主要原材料采购及价格情况（单位：元/吨）

主要原材料	采购模式	占采购总额比例	2022年上半年平均价格	2022年下半年平均价格	2023年上半年平均价格	2023年下半年平均价格
多效唑原药	以产定购	11.87%	68,437.00	63,302.00	48,317.00	45,924.00
3%赤霉酸乳油	以产定购	5.36%	39,241.00	39,475.00	38,245.00	38,868.00
多菌灵原药	以产定购	4.79%	-	-	35,387.00	32,463.00
磷酸二氢钾	以产定购	4.60%	11,021.00	10,127.00	8,883.00	7,481.00
环氧乙烷	以产定购	3.54%	-	-	6,200.00	5,968.00

注：“-”表示年度报告未披露。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

从供应商情况来看，2023年公司前五大供应商合计采购金额占年度采购总额的比例为24.72%，较上年有所下降。

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	占年度采购总额比例
2023年	1	供应商一	6,234.67	7.07%
	2	供应商二	5,742.76	6.51%
	3	供应商三	4,501.33	5.11%
	4	供应商四	2,883.13	3.27%
	5	供应商五	2,430.05	2.76%
			合计	21,791.94
2022年	1	供应商一	9,493.35	10.25%
	2	供应商二	7,880.10	8.51%
	3	供应商三	5,698.16	6.15%
	4	供应商四	2,941.45	3.18%
	5	供应商五	2,151.94	2.32%
			合计	28,165.00

注：采购总额包括采购的原材料和委外加工的成品。

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

2023年公司水溶肥产能进一步增加，产能消化良好，当期产能利用率达103.98%；公司其余主要产品产能较上年无变化，产能利用率仍较低，植物生长调节剂产销率相比上年有所下降；目前公司在建项目设计产能规模仍较大，未来存在一定的产能消化风险

公司生产基地位于成都市简阳市、重庆市和山西省鹤壁市等，其中简阳工厂为核心生产基地。2023年农药原药、农药制剂、生物有机肥/菌肥的设计产能均未变化，水溶肥设计产能增加21.74%。产能利用率方面，2023年主要产品产能利用率有升有降，农药原药和农药制剂产能利用率有所提升，但仍处于较低水平，分别为35.25%和36.58%；水溶肥产能消化良好，当期产能利用率达103.98%；生物有机肥/菌肥产能利用率很低，仅为8.18%。

表10 公司主要产品产能情况（单位：吨）

主要产品	2023年设计产能	2022年设计产能	2023年产能利用率	2022年产能利用率	在建产能
农药原药	14,500	14,500	35.25%	34.81%	15,000
农药制剂	88,850	88,850	36.58%	27.13%	22,000
水溶肥	16,800	13,800	103.98%	99.16%	50,000
生物有机肥/菌肥	60,000	60,000	8.18%	13.67%	-

资料来源：公司2022-2023年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内公司生产模式变化不大，肥料产品主要采取“以销定产”模式，保证了公司较高的产销率。农药制剂产品采用“以销定产”和安全库存相结合的模式，对于需求量较大且相对稳定的品种，根据年

度生产计划组织生产；对于需求量较小或不确定的品种按照订单进行生产，维持较低库存；每季度、月度根据销售情况，结合临时订单对生产计划及物料需求计划适时进行调整。农药原药主要用于公司制剂产品的生产，原药生产依制剂的生产计划而定。2023年植物生长调节剂、杀菌剂、水溶肥产销率分别为69.19%、108.96%、96.94%，受益于采用“以销定产”的生产模式，杀菌剂和水溶肥产销率保持高位，植物生长调节剂产销率相比上年下降13.02%，主要系产量增速较快，植物生长调节剂库存量有所增加。

目前公司在建产能扩张项目仍较多，未来产能消化存在一定不确定性。截至2023年末，公司在建项目包括本期债券募投项目“年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目”、“年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目”和本期债券募集资金用途变更后的重庆市万盛经开区“年产1.5万吨原药及中间体合成生产项目”，其中原药及中间体合成生产项目有利于进一步提高公司的原药供应能力，农药制剂和水溶肥产能设计规模较大，考虑到现有农药制剂产能利用率低，如未来市场拓展不及预期，新增产能可能无法及时消化。

“年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目”、“年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目”拟在2021年3月开工建设，但由于公司2022年5月27日才取得简阳市规划和自然资源局颁发的《国有建设用地使用权不动产权证书》（川（2022）简阳市不动产权第0022044号），比计划的项目开工时间推迟了14个月获得土地，导致项目无法按计划的时间开工建设。

“年产1.5万吨原药及中间体合成生产项目”征地手续已经完成，进行了场平，尚未开工建设。在建项目尚需投资规模较大，受后续资金到位情况、施工进度、行业和地区政策等因素影响，未来项目建设进度可能不达预期。

表11 截至2023年末公司在建项目情况（单位：吨/年，万元）

项目类型	项目内容	设计产能	计划总投资	已投资	尚需投资
本次可转债募投项目：农药制剂项目	年产22,000吨高效、安全、环境友好型制剂生产线搬迁技改项目	22,000	14,500.00	1,830.01	12,669.99
本次可转债募投项目：肥料项目	年产50,000吨水溶肥料（专用肥）生产线搬迁技改项目	50,000	9,500.00	783.02	8,716.98
本次可转债募投项目：原药项目*	年产1.5万吨原药及中间体合成生产项目	15,000	30,000.27	2,170.63	27,829.64
合计	-	-	54,000.27	4,783.66	49,216.61

注：*公司于2023年12月15日召开第五届董事会第十六次（临时）会议审议通过，变更了部分募集资金投资项目和实施主体，原药项目是变更后的募集资金投资项目，原药项目已投资额与公司2023年审计报告在建工程中的账面价值存在差额，差额为项目获取土地的费用。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产能利用率较低，但仍持续扩张产能，主要原因是：一方面，行业特点和公司经营模式需要设计产能保有较大富余，才能满足产品供应。公司的终端用户主要为农业种植者，由于公司的主要产品植物生长调节剂使用的季节性很强，需要在短时间内集中生产、供应；另外，公司采取先付款后发货的现款销售政策使得经销商为了不长期、大量占用资金，一般在市场需求临近时才向公司订购产品。因此，

公司在设计产能时，要考虑重点满足需求峰值的需要，将产能规划扩大，而不是按照全年平均产量来设计产能；另一方面，新建产能与原有产能生产的原药和制剂类别有所不同，且农药与肥料不能混合生产。

总结来看，2023年公司登记证数量继续增长，品牌矩阵和供应链更加完善，经销商数量快速扩张，推行作物全程方案增强客户粘性，带动销售收入持续增长，同时受原材料价格下降影响，公司销售毛利率上升。

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四川华信（集团）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年一季度未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。公司跟踪期内合并报表范围无变化。

资本实力与资产质量

在公司经营积累下，2023年公司总资产规模实现增长，增量资产主要为货币资金，货币资金占比较高，资产流动性较好

跟踪期内，公司仍表现出规模小，负债低，现金多的特点。2023年公司所有者权益规模有所增长，主要系公司未分配利润增加2.59亿元。2024年3月末公司产权比率为36%，处于较低水平，较2022年末进一步下降，所有者权益对负债的保障程度较好。2024年3月末公司所有者权益主要为利润累计和实收资本，资本公积相比期初增加0.50亿元，主要系本期发行限制性股票导致的资本公积增加。

图 8 公司资本结构

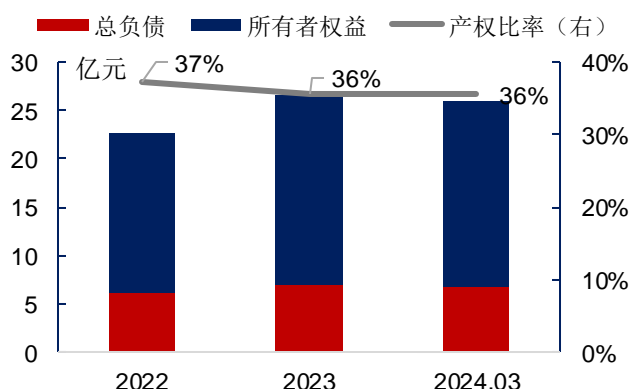
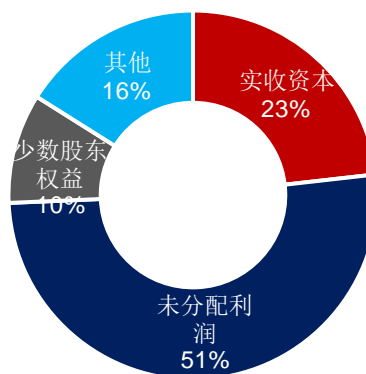


图 9 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



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

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司资产规模有所增长，主要系经营活动累积的货币资金增长较快；截至期末公司资产主要由货币资金、存货、固定资产和无形资产，合计占比83.05%，其中货币资金占总资产比例为47.00%，

较上年末进一步上升，其中银行存款有1.09亿元使用受限（1.05亿元系定期存单）。整体而言，公司货币资金占比较高，资产流动性较好。

存货主要由原材料和库存商品构成，2023年末公司存货相比上年下降8.79%，主要系原材料价格下降所致，本期存货计提跌价准备61.38万元，计提比例较低。公司固定资产主要为厂房、设备等，无形资产主要为土地使用权、农药登记证等，2023年固定资产、无形资产账面价值小幅增长，截至2024年3月末，固定资产中0.29亿元房屋建筑物尚未办妥权证。此外，截至2023年末，公司无形资产中部分土地使用权因借款抵押而受限，账面价值为1,173.97万元。

其他资产主要为应收账款和其他流动资产。公司应收账款账龄主要在1年以内、2-3年及3年以上，应收对象主要是恒大园林集团有限公司（3,096.04万元）、铜川海升现代农业有限公司（285.71万元）、四川润高科技技术有限公司（235.43万元）等，其中恒大园林集团有限公司债务危机爆发前的债权已全部计提坏账准备，铜川海升现代农业有限公司被列为失信被执行人，已计提坏账准备54.34万元；截至2023年末，公司其他流动资产主要为公司购买的国债逆回购产品（1.50亿元）。

表12 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	12.70	49.08%	12.49	47.00%	10.16	44.97%
应收账款	0.54	2.09%	0.33	1.24%	0.35	1.56%
存货	3.81	14.71%	3.53	13.30%	3.87	17.13%
其他流动资产	0.06	0.23%	1.54	5.78%	0.05	0.24%
流动资产合计	18.02	69.61%	18.68	70.31%	15.30	67.75%
固定资产	4.30	16.61%	4.35	16.38%	4.18	18.53%
无形资产	1.65	6.39%	1.69	6.37%	1.66	7.34%
非流动资产合计	7.87	30.39%	7.89	29.69%	7.28	32.25%
资产总计	25.88	100.00%	26.57	100.00%	22.59	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

2023年产销量增长推动公司营业收入大幅增长，原材料价格回落扩大公司主营产品利润空间，销售毛利率上升，未来仍需关注原材料价格对公司盈利能力的影响

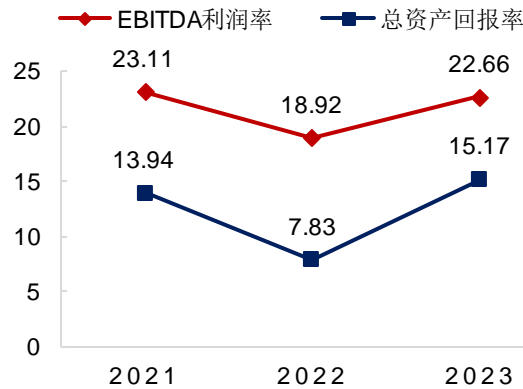
公司主要产品营业收入均有所增长，主要系销量提升所致。2023年公司营业收入同比增长12.82%，其中农药、肥料的营收分别为12.70亿元、4.89亿元，同比分别增长10.00%和23.09%。

原材料价格回落扩大公司主营产品利润空间，销售毛利率上升。2023年以来公司采购的原材料多效唑原药、多菌灵原药、磷酸二氢钾等价格持续走低，公司主要产品盈利空间加大，带动主要产品毛利率上升。其中公司农药产品毛利率上升超过4个百分点，肥料产品毛利率上升超过3个百分点。2023年公司

销售毛利率为41.55%，较上年上升3.68个百分点。未来仍需关注原材料价格对公司盈利能力的影响。

2023年公司实现归母净利润3.02亿元，同比增长165.89%，主要系2022年公司计提了0.69亿元资产减值和0.27亿元信用减值损失，两项合计利润损失近1亿元，导致2022年基数较低，同时受原材料价格回落影响，公司销售毛利率上升。综合影响下，2023年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所上升。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总债务规模仍较小，主要债务成本较低且期限较长，现金类资产充裕，整体债务压力可控

公司总债务规模仍较小，主要债务融资成本较低且期限较长。2023年末总债务仅3.95亿元，主要为应付债券3.06亿元（即本期债券），另有短期借款0.46亿元和租赁负债0.20亿元。本期债券系可转债，利息负担较轻，到期时间为2026年，期限较长，租赁负债为经营租赁，整体债务压力可控。

其他负债方面，应付账款主要为应付的材料款、设备款和工程款等，合同负债主要为预收货款，随着公司业务扩张，应付账款有所增长。

表13 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	0.26	3.80%	0.46	6.59%	0.25	4.10%
应付账款	0.86	12.64%	0.69	9.92%	0.60	9.71%
合同负债	0.47	6.85%	0.46	6.64%	0.59	9.61%
应付职工薪酬	0.30	4.42%	0.86	12.31%	0.69	11.33%
其他应付款	0.84	12.41%	0.44	6.24%	0.49	7.95%
流动负债合计	3.14	46.23%	3.33	47.67%	2.85	46.47%
应付债券	3.05	44.83%	3.06	43.87%	2.89	47.03%
租赁负债	0.23	3.31%	0.20	2.90%	0.01	0.11%

非流动负债合计	3.65	53.77%	3.65	52.33%	3.28	53.53%
负债合计	6.79	100.00%	6.98	100.00%	6.14	100.00%
总债务	3.73	54.93%	3.95	56.65%	3.14	51.24%
其中：短期债务	0.46	6.78%	0.69	9.88%	0.25	4.10%
长期债务	3.27	48.15%	3.26	46.77%	2.89	47.15%

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

从杠杆表现状况看，公司杠杆水平仍很低。2023年末公司资产负债率仅26.26%，处于较低水平且较上年略有下降。2023年EBITDA利息保障倍数达32.16，仍表现很好。公司现金类资产规模较大，债务规模较小，净债务持续为负数。

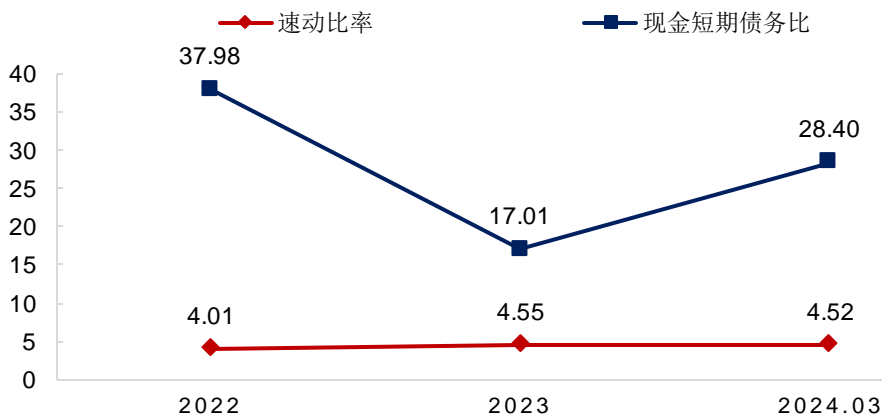
现金流方面，2023年经营活动现金净流入同比大幅增加，投资活动和筹资活动现金流仍为净流出。2023年公司经营活动现金流净额为3.99亿元，较上年的1.38亿元大幅增加189.85%，主要系2022年合并范围变化、原材料价格上涨及存货备货导致其基数较低。2023年投资活动产生的现金净流出1.38亿元，同比减少56.04%，2022年投资活动支出较多主要系支付鹤壁全丰收购款。2022年筹资活动产生的现金净流出0.20亿元。

表14 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.07	3.99	1.38
FFO（亿元）	--	3.36	2.43
资产负债率	26.24%	26.26%	27.16%
净债务/EBITDA	--	-1.74	-1.92
EBITDA 利息保障倍数	--	32.16	16.10
总债务/总资本	16.35%	16.79%	16.04%
FFO/净债务	--	-45.79%	-40.47%
经营活动现金流/净债务	0.75%	-54.43%	-22.99%
自由现金流/净债务	2.47%	-45.41%	-12.46%

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

流动性方面，由于公司现金类资产规模大，占总资产比例高，公司流动性指标表现较好。公司现金短期债务比看似变化很大，实际2022-2023年末短期债务仅0.25亿元和0.69亿元，较小的绝对规模变化导致较大的比率指标变化。2024年3月末现金短期债务比和速动比率分别为28.40和4.52，表现较好。备用流动性方面，公司可用的备用流动性较少，截至2024年3月末，剩余未使用授信额度0.39亿元。截至2023年末，国光农资、国光园林在兴业银行办理的、尚未到期的商业承兑汇票贴现金额合计为0.26亿元。

图 11 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，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，2023 年 3 月，子公司鹤壁全丰安阳分公司 6 号车间未按环评规定安装光氧催化设施和活性炭，违反了《中华人民共和国大气污染防治法》第四十三条之规定，责令五日内改正违法行为，被安阳市生态环境局处罚款 88,850 元。本次处罚金额较小，直接影响不大，但显示出公司在环境治理方面可能需要加强。

社会因素

根据公司提供的说明及公开资料查询，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《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。公司现任董事会成员 7 名，其中独立董事 3 名，截至 2024 年 3 月末，控股股东和实际控制人仍为颜昌绪，持股比例为 36.36%，前十大股东中，颜昌绪及其亲属直接持股合计为 56.91%，总体持股比例较集中，有利于控股股东控制公司和实施经营战略。

2023年12月，公司原董事长、总裁颜亚奇申请辞去公司董事、董事长、总裁及董事会专门委员会成员等职务。2023年12月15日召开第五届董事会第十六次（临时）会议，选举何颀为公司董事长，并聘任何颀为公司总裁。截至2023年末，何颀持有公司股份321,575股，系公司实际控制人颜昌绪妹妹的女儿之丈夫。公司现任董事长兼总裁何颀，1979年11月生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士。2002年入职本公司，历任业务员、省区经理、营销经理、人力资源部经理、总经办主任，自2009年12月至今担任公司董事、董事会秘书、副总经理（副总裁）。现兼任子公司四川国光园林科技股份有限公司董事长、子公司山西浩之大生物科技有限公司董事长，四川依贝智能装备有限公司执行董事，成都松尔企业管理咨询合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人。此外，原财务总监庄万福因个人身体状况原因辞去财务总监职务，林晓安因个人原因辞去公司独立董事职务，公司聘任颜铭为公司董事会秘书，聘任杨磊为公司财务总监。

2023年以来公司无并购事项，但近年公司并购行业内多家企业，公司经营规模不断扩大，所收购企业多为公司核心业务上下游企业，能与公司原本业务形成协同效应。但公司版图的扩大对公司领导层经营管理能力提出了更高的要求，同时部分被收购企业业绩表现不及预期，未来仍需关注公司版图扩张节奏及扩张方向。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2024年6月3日），公司本部及重要子公司四川润尔科技有限公司、四川国光农资有限公司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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，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2022年1月1日至查询日（2024年6月4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2024年5月末，公司尚未了结的重大诉讼如下：四川荣慧建设集团有限公司诉四川国光农化股份有限公司、四川润尔科技有限公司建设工程施工合同纠纷案件，涉案金额2,016.3万元，2023年12月公司收到简阳市人民法院判决书，判决公司向原告支付448.68万元，原告提起上诉，一审判决未生效。

八、债券偿还保障分析

公司实际控制人提供的股份质押担保和保证担保能在一定程度上保障本期债券的安全性

本期债券采用股份质押和保证担保和个人保证担保方式。公司实际控制人颜昌绪将其拥有的5,400.00万股公司股票为本期债券提供质押担保，并且其本人为本期债券提供连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，

担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。保证期间为本期债券的存续期及本期债券履行期限届满之日起两年。

在办理初始股票质押手续时，初始质押股份总数为按照办理质押登记的前一交易日收盘价计算的颜昌绪合计持有的公司股份市值为本期债券发行规模2倍，即：初始质押股份总数=（本期债券发行规模×200%）÷办理质押登记的前一交易日公司股票收盘价。

合同签订后及主债权有效存续期间，如在连续30个交易日内，质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券未偿还本息总额的130%，质权人代理人有权要求出质人个别或连带的在30个工作日内追加担保物，以使质押财产的价值与本期债券未偿还本金的比率不低于200%；追加的质押财产限于国光股份人民币普通股，追加股份的价值计算基准为连续30个交易日内国光股份收盘价的均价。若质押股份的市场价值（以每一交易日收盘价计算）连续30个交易日超过本期债券未偿还本息总额的270%，出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放，但释放后的质押股份的市场价值（以办理解除质押手续前一交易日收盘价计算）不得低于本期债券尚未偿还本金总额的200%。出质人已于2020年7月24日在中国证券登记结算有限公司办理质押股份登记手续及其他相关手续。

截至2024年6月24日，公司股票收盘价为每股15.50元，以此计算的出质人股份质押担保的市场价值为8.37亿元，是本期债券剩余规模的740.44%。

九、结论

在国家重点保障粮食安全背景下，农药和化肥需求具有刚性，公司面临的行业环境较好，其作为我国植物生长调节剂领域龙头企业，2023年公司农药登记证数量继续增长，领先的农药登记证数量构筑起一定的经营壁垒，同时经销商数量大幅增长，营销网络进一步完善，推行作物全程方案增强客户粘性，近年主要产品产销规模持续增长。整体来看，公司具有一定的经营安全边际，且2023年末公司负债水平较低，现金类资产充裕度较高，财务风险相对可控。但中证鹏元也注意到，公司作为化工生产企业，仍面临一定的环保和安全生产风险，盈利状况易受原材料价格波动影响，同时公司存在产能利用率较低、在建项目建设进度和运营效益不达预期的风险。总体来看，公司的抗风险能力尚可。

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，维持本期债券信用等级为AA-。

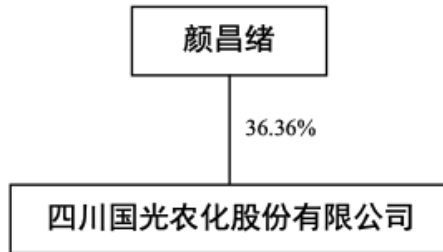
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	12.70	12.49	10.16	11.55
应收账款	0.54	0.33	0.35	0.36
存货	3.81	3.53	3.87	2.61
其他流动资产	0.06	1.54	0.05	0.05
流动资产合计	18.02	18.68	15.30	15.25
固定资产	4.30	4.35	4.18	3.18
在建工程	0.37	0.30	0.28	0.14
无形资产	1.65	1.69	1.66	0.64
非流动资产合计	7.87	7.89	7.28	4.50
资产总计	25.88	26.57	22.59	19.75
短期借款	0.26	0.46	0.25	0.13
应付账款	0.86	0.69	0.60	0.40
合同负债	0.47	0.46	0.59	0.68
应付职工薪酬	0.30	0.86	0.69	0.67
应交税费	0.21	0.17	0.15	0.12
其他应付款	0.84	0.44	0.49	0.49
一年内到期的非流动负债	0.07	0.07	0.00	0.00
流动负债合计	3.14	3.33	2.85	2.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	3.05	3.06	2.89	2.71
租赁负债	0.23	0.20	0.01	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.65	3.65	3.28	3.03
负债合计	6.79	6.98	6.14	5.59
所有者权益	19.09	19.59	16.45	14.16
营业收入	3.66	18.60	16.48	13.58
营业利润	0.85	3.71	1.49	2.41
净利润	0.71	3.21	1.15	2.04
经营活动产生的现金流量净额	-0.07	3.99	1.38	3.28
投资活动产生的现金流量净额	1.91	-1.38	-3.15	-0.69
筹资活动产生的现金流量净额	-1.07	-0.20	-0.69	-0.60
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	0.79	4.21	3.12	3.14
FFO（亿元）	--	3.36	2.43	2.55
净债务（亿元）	-9.26	-7.34	-5.99	-8.65
销售毛利率	43.83%	41.55%	37.87%	44.58%

EBITDA 利润率	--	22.66%	18.92%	23.11%
总资产回报率	--	15.17%	7.83%	13.94%
资产负债率	26.24%	26.26%	27.16%	28.30%
净债务/EBITDA	--	-1.74	-1.92	-2.75
EBITDA 利息保障倍数	--	32.16	16.10	16.75
总债务/总资本	16.35%	16.79%	16.04%	16.95%
FFO/净债务	--	-45.79%	-40.47%	-29.51%
经营活动现金流/净债务	0.75%	-54.43%	-22.99%	-37.93%
自由现金流/净债务	2.47%	-45.41%	-12.46%	-33.14%
速动比率	4.52	4.55	4.01	4.95
现金短期债务比	28.40	17.01	37.98	66.78

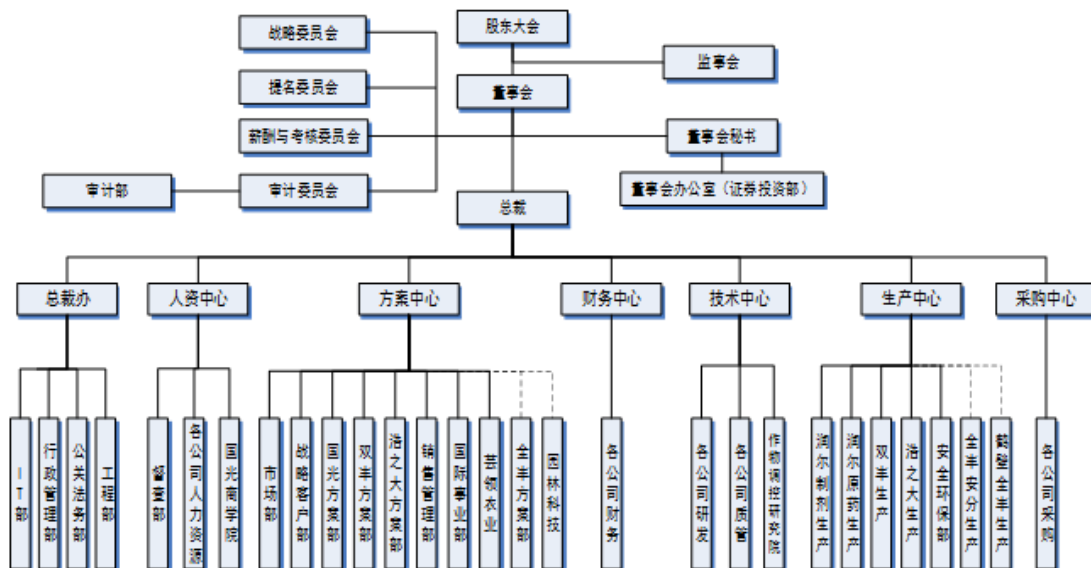
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月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
四川国光农资有限公司	7,000.00	100.00%	产品批发零售
四川润尔科技有限公司	41,166.80	100.00%	生产
四川嘉智生态科技有限公司	5,000.00	88.97%	农业、园林等技术咨询及服务
重庆依尔双丰科技有限公司	6,900.00	100.00%	农药制品
山西浩之大生物科技有限公司	1,000.00	55.00%	农药生产、销售
成都市国光现代农业职业技能培训学校有限公司	100.00	100.00%	非学历职业技能培训
重庆润尔科技有限公司	13,366.00	100.00%	农药生产、销售
四川国光园林科技股份有限公司	6,743.80	88.97%	产品批发零售
成都希尔作物科技有限公司	500.00	100.00%	技术服务
四川芸领农业技术服务有限公司	500.00	51.00%	技术服务
海南依尔热带作物科技有限公司	500.00	100.00%	农药批发及零售
鹤壁全丰生物科技有限公司	9,500.00	51.00%	农药批发及零售
四川依尔全丰农业科技有限公司	1,000.00	51.00%	农药批发及零售
四川格尔全丰农业科技有限公司	1,000.00	51.00%	农药批发及零售

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。