跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]568 号

江苏长青农化股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

江苏长青农化股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

江苏长青农化股份有限公司公开发行的“长青转 2”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年 四 月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

江苏长青农化股份有限公司
公开发行可转换公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
长青转 2	9.14 亿元	6 年	AA	AA	2018 年 8 月 27 日

转股期：自 2019 年 9 月 5 日至 2025 年 2 月 27 日止

初始转股价格：11.41 元/股

跟踪评级时间：2019 年 4 月 23 日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年
资产总额（亿元）	38.25	40.73
所有者权益（亿元）	30.61	32.76
长期债务（亿元）	0.00	0.00
全部债务（亿元）	4.55	5.01
营业收入（亿元）	22.45	30.01
净利润（亿元）	2.28	3.21
EBITDA（亿元）	4.73	5.84
经营性净现金流（亿元）	5.15	6.09
营业利润率（%）	26.06	24.87
净资产收益率（%）	7.59	10.12
资产负债率（%）	19.99	19.55
全部债务资本化比率（%）	12.95	13.27
流动比率（倍）	2.19	2.27
EBITDA全部债务比（倍）	1.04	1.16
EBITDA利息倍数（倍）	15.86	31.60
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.52	0.64

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、全部债务计算中包含其他科目中付息项。

评级观点

跟踪期内，江苏长青农化股份有限公司（以下简称“长青股份”或“公司”）仍以农药研发、生产和销售为主业，其在行业地位、技术水平、市场认可度和经营稳定性等方面仍具备竞争优势；2018 年，公司经营状况良好，经营活动现金流状况较佳，债务负担维持在较低水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到农药行业竞争激烈，安全环保标准趋严、原材料价格上涨等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着募投项目产能的逐步释放，公司竞争实力有望增强。同时，公司将丰富产品结构，探索农资营销模式，增加直接出口比例，公司经营状况将继续保持良好。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有可能进一步增强。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“长青转 2”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．跟踪期内，受国家安全和环保监管趋严影响，农药产品价格上涨，拉动公司农药板块收入规模增长。

2．公司在建项目产能逐步释放，有利于在农药市场竞争中获取有利地位。

3．跟踪期内，公司经营活动现金流净额大幅增加，公司货币资金较为充裕，债务负担较轻。

关注

1．跟踪期内，受原材料价格上涨影响，公司农药板块毛利率有所下降。

2．公司债务全部为短期债务，债务结构有待改善；公司所有者权益中未分配利润规模有所增长且占比较高，权益结构稳定性一般。

3. 未来随着公司生产规模不断扩大，安全、环保压力将逐步增加，若发生重大安全、环保事故，将给公司的生产经营带来重大的不利影响。

4．跟踪期内，行业内化工安全事故频发，安全、环保监管加强，可能对公司正常生产经营带来一定影响。

分析师

李　莹
电话：010-85172818
邮箱：liying@unitedratings.com.cn

龚　艺
电话：010-85172818
邮箱：gongy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

江苏长青农化股份有限公司成立于 2001 年 1 月 4 日，系经江苏省人民政府《省政府关于同意设立江苏长青农化股份有限公司的批复》（苏政复〔2000〕243 号）批准，由江苏长青集团有限公司作为主要发起人，联合沈阳化工研究院及于国权等 8 位自然人发起设立的股份有限公司；成立时，公司股本为 3,800 万股。2010 年 3 月，经中国证监会《关于江苏长青农化股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2010〕286 号）核准，公司首次公开发行 2,500 万股股票。2010 年 4 月，公司股票在深圳证券交易所挂牌交易（证券简称“长青股份”，证券代码“002391.SZ”），公开发行上市后公司股本为 9,892 万股，注册资本增至 9,892 万元。

公司后经多次转股增资，截至 2018 年底，公司总股本增至 35,948.62 万股，注册资本增至 35,948.62 万元。截至 2018 年底，公司前十大股东持股比例为 64.08%，其中于国权先生持有公司 30.60%股份，系公司控股股东和实际控制人。

表 1　截至 2018 年底公司前十大股东持股情况（单位：%）

股东名称	持股比例
于国权	30.60
黄南章	6.86
周秀来	4.58
周汝祥	4.58
于国庆	4.58
全国社保基金一零二组合	3.72
吉志扬	2.79
刘长法	2.49
中国人寿保险股份有限公司－分红－个人分红-005L-FH002 深	2.17
周治金	1.71
合计	**64.08**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要经营范围未发生变化：农药的生产、销售。公路货物运输（限分支机构经营）。化工产品的生产、销售。经营本企业和本企业成员企业自产产品及相关技术的出口业务，经营本企业和本企业成员企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务，经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2018 年底，公司下设内销部、国贸部、外贸部、技术部、供应部、财务部、法务部、质量部、生产部、设备部、安全部、环保部和人力资源部等职能管理部门；公司合并范围共有 7 家全资及控股子公司，未发生变化。公司拥有在职员工 1,937 名。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 40.73 亿元，负债合计 7.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 32.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.59 亿元。2018 年，公司实现营业收入 30.01 亿元，净利润（含少数股东损益）3.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.09 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.72 亿元。

公司注册地址：扬州市江都经济开发区三江大道 8 号；法定代表人：于国权。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会证监许可[2018]2097 号文核准核准，公司于 2019 年 2 月 26 日公开发行“2019 年江苏长青农化股份有限公司公开发行可转换公司债券”，债券简称为“长青转 2”，债券代码“128055.SZ”。“长青转 2”实际发行规模为 9.14 亿元；债券存续期限为 6 年，转股期限自 2019 年 9 月 5 日至 2025 年 2 月 27 日止。本次债券票面利率第一年为 0.50%、第二年为 0.70%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%，按年付息，到期一次还本。截至 2019 年 3 月 6 日，公司已使用募集资金投资年产 1600 吨丁醚脲原药项目 0.67 亿元；投资年产 5000 吨盐酸羟胺项目 0.56 亿元。

本次债券尚未到首次付息日。

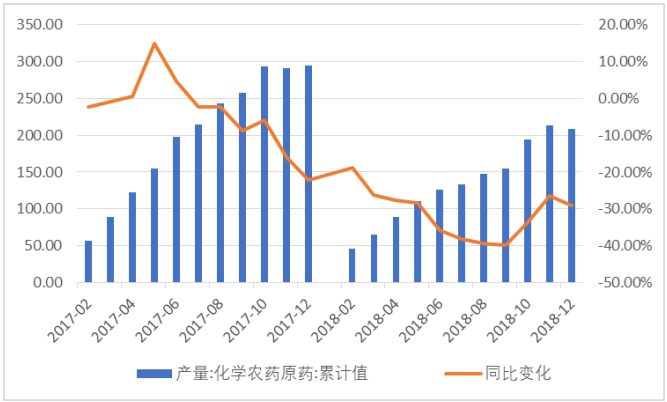
三、行业分析

公司主营业务为农药原药及制剂的研发、生产和销售，产品主要为除草剂、杀虫剂和杀菌剂，属于农药行业。

1. 产量与进出口

2017年，受供给侧结构性改革持续推进以及环保监管趋严的影响，全国农药原药产量为294.09万吨，同比减少22.16%。2018年，环保监管持续推进，全国农药原药产量为208.30万吨，同比减少29.17%。

图1　2017~2018年我国化学农药原药生产情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind

出口方面，2017年，全国累计出口农药163.00万吨，同比增长16.43%；出口金额47.64亿美元，同比增长28.49%，我国农药出口数量及金额均大幅增长。2018年，全国累计出口农药149.00万吨，同比减少8.59%；出口金额52.27亿美元，同比增长9.71%，我国农药出口数量下降、但金额增长。2018年，农药行业逐步回暖，农药价格有所回升；同时，受环保监管持续推进的影响，行业竞争格局优化。

进口方面，2017年，我国进口农药数量为8.35万吨、同比下降1.47%，进口金额为6.81亿美元、同比增长0.95%。2018年，我国进口农药数量为7.92万吨、同比下降5.20%，进口金额为6.90亿美元、同比增长1.20%。从单价来看，我国农药进口单价明显高于出口，国内高技术水平高附加值农药产品发展滞后于国际先进水平。

总体看，2018年，环保监管持续推进，全国农药原药产量同比减少；我国农药进出口额贸易顺差仍然明显，但国内高技术水平高附加值农药产品发展滞后于国际。

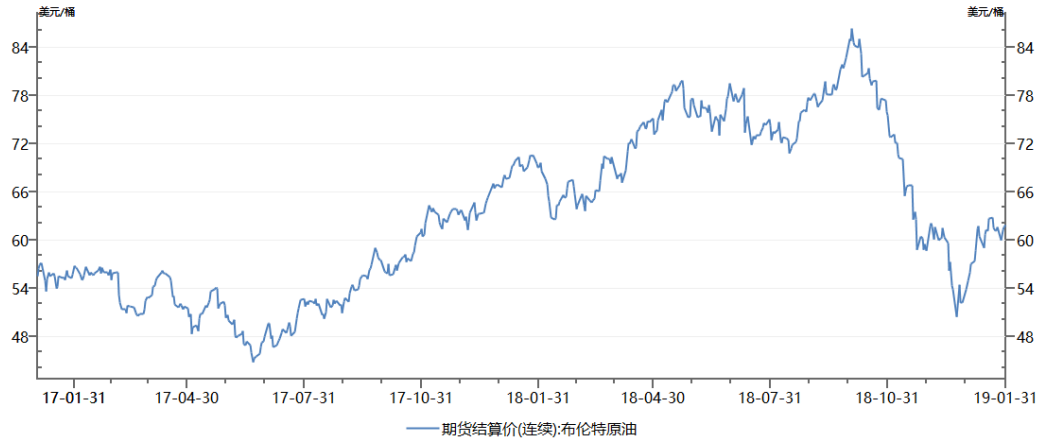
2. 上下游行业状况

（1）上游

农药上游行业为化工行业，关联性较强。农药生产过程中使用的大量溶剂、农药生产的中间体来源于石油化工行业，原油等基础原材料价格的波动将带来生产成本的波动。

原油价格方面，2017年前三季度，国际油价处于区间震荡格局；2017年四季度以来，受美元指数破位下行及地缘政治突发事件的影响，国际油价震荡走强。2018年一季度，国际油价呈区间震荡格局，且震荡中枢上移；二季度供应中断叠加地缘政治，激发市场风险偏好，油价强势上行；三季度，伊朗制裁等风险事件聚集，中美贸易战导致区域分化，油价出现极端行情；四季度，宏观微观共振，美股开启暴跌模式，原油与美股联动性增强，开始暴力回调。截至2018年底，布伦特原油期货结算价为53.80美元/桶，较年初下跌19.55%。2019年以来，宏观情绪缓和，市场风险偏好整体修复，油价、美股同步反弹，但市场不确定因素依然较多，市场对宏观预期持保守态度，截至2019年1月底，油价维持区间震荡走势，布伦特原油期货结算价为61.89美元/桶，较年初上涨12.71%。

图 2　2017 年以来国际原油价格变化情况（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

（2）下游

根据国家统计局数据，2018年，全国粮食播种面积175,555万亩，比2017年减少1,428万亩，同比下降0.8%；全国粮食总产量65,789万吨，比2017年减少371万吨，同比下降0.6%；全国粮食单位面积产量375公斤/亩，比2017年增加0.9公斤/亩，同比增长0.2%。

随着我国政府对农业支持力度的加大以及农业供给侧改革的逐步落实，全国粮食单位面积产量持续增长，现代化农业集约化经营、农业种植收益提高、农业互联网模式变革对农药的需求也稳步增长，带动了农药行业的发展。

总体看，化学农药行业属于精细化工产业，与上游化工行业有较强的关联性，随着中央对农业发展的积极扶持，下游农业生产对高效、低毒、低残留农药的需求将有所增长。

3. 行业政策

根据《农药工业“十三五”发展规划》，农药原药生产将进一步集中，到2020年，农药原药企业

数量减少30%，其中销售额在50亿元以上的农药生产企业5个，销售额在20亿元以上的农药生产企业有30个。国内排名前20位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的70%以上。建成3~5个生产企业集中的农药生产专业园区，到2020年，力争进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的80%以上。培育2~3个销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。到2020年，农药创制品种累计达70个以上，国内排名前十位的农药企业建立较完善的创新体系和与之配套的知识产权管理体系，创新研发费用达到企业销售收入的5%以上；农药全行业的研发投入占到销售收入的3%以上。到2020年，特殊污染物处理技术进一步提高和完善，“三废”排放量减少50%；农药产品收率提高5%，副产物资源化利用率提高50%，农药废弃物处置率达到50%。

目前我国农药行业享受农药产品增值税税率优惠，低于普通化工产品增值税税率。同时，国家支持农药行业出口，出口的部分农药产品享受出口“免、抵、退”税政策，农药制剂、原药的出口退税率主要包括6%、10%两档。政策的支持为农药企业降低了税收成本，减轻企业的税收负担。

总体看，《农药工业“十三五”发展规划》和农药行业优惠税率等相关政策对农药行业的健康发展提供了较有利的外部支持。

4. 行业关注

（1）面临国际市场不确定性风险

自上次金融危机以来，世界经济整体尚处低迷阶段，我国作为第一大农药出口国，行业发展受国际农药市场波动影响较大。此外，杜邦、拜耳、陶氏等跨国公司将凭借其雄厚的资本、新颖的产品、优秀的品质、卓越的防效、到位的服务对中国本土农药企业形成产品和销售渠道上的竞争和压力。

（2）农药企业安全、环保压力大

随着国民经济的快速发展和国民生活水平的不断提高，环境保护和食品安全意识的不断增强，农药生产过程中“三废”排放监管力度不断加大，农产品中农药残留制定的限量标准将日趋严格，对农药企业的布局、新产品开发、新技术应用等提出了更高的要求。一方面，国家监管部门逐步提高环保标准，加强监督力度；另一方面，国外跨国公司在确定供应商时，对包括环境保护情况在内的企业社会责任履行状况进行评估。农药企业环保支出占生产成本的比重逐渐上升，进而影响产品的市场竞争力。

5. 行业发展

（1）我国农药出口亟需结构性转变

我国农药工业的基础良好，劳动力成本和环保治理成本低，在国际上具有明显的比较优势，预计未来几年，出于成本、质量、市场等因素考虑，我国农药生产企业仍然是跨国农药企业的重要原药供应商。另一方面，在原药出口增长滞缓的情况下，我国农药企业亟需发展技术水平更高、附加值更高的制剂类产品，以维持市场占有水平，维护和提高自身在国际市场的竞争力。

（2）高效、低毒、低残留的农药取代老品种成为长期趋势

国内全面禁止甲胺磷、对硫磷、甲基对硫磷、久效磷、磷胺五种高毒农药在农业生产中使用。国家加大新品种开发和产业化力度，重点支持高效、安全、环境友好新品种的开发和产业化进度，一批新烟碱类、拟除虫菊酯类、杂环类等高效、安全、环境友好的杀虫剂得到进一步发展。杀菌剂的品种发生了较大变化，效果更好、残留更低的杂环类、三唑类和甲氧基丙烯酸酯类杀菌剂品种得到快速发展，已经成为我国杀菌剂的骨干品种。随着有机磷类、磺酰脲、磺酰胺和杂环类除草剂的

发展，它们的市场占有率迅速上升，从而改变了过去除草剂以二苯醚类、苯氧羧酸类、三嗪类等为主的局面。高效、低毒、低残留的农药不断取代老品种将成为一个长期趋势，这为生产低毒农药、规模较大、生产工艺和技术领先的厂家提供了扩大市场份额、提升技术水平和创新能力的良好机会，有利于我国农药行业整体的产品升级和技术进步。

总体看，我国农药行业产业升级的脚步将会加快，农药生产将进一步向大型化、集约化、清洁化方向发展，农药产品将朝着高效、安全、经济和环境友好的方向发展。

四、管理分析

2018 年 11 月 27 日，公司副总经理、董事会秘书闵丹，独立董事冯巧根任期满离任。同日，聘任马长庆为董事会秘书，龚新海为独立董事，赵功华、李剑为公司副总经理。

马长庆先生，中国国籍，1977 年 9 月生，本科学历，注册会计师。2004~2010 年历任南京立信永华会计师事务所有限公司审计助理、项目经理，2010 年 7 月起任公司财务总监，2012 年 10 月起兼任公司董事会秘书，2015 年 6 月起不再兼任董事会秘书。2018 年 11 月起兼任董事会秘书。

赵功华先生，中国国籍，1977 年 6 月出生，硕士研究生学历。2000 年至 2001 年任江苏长青集团有限公司销售业务员；2001 年至 2004 年任本公司销售业务员；2005 年至 2007 年任本公司销售区域经理；2008 年至 2015 年任本公司国际贸易部部长；2016 年起任本公司总经理助理，2018 年 11 月起任本公司副总经理。

李剑先生，中国国籍，1976 年 6 月出生，本科学历。1998 年至 1999 年任江都农药厂销售员；2000 年至 2001 年任江苏长青集团有限公司销售业务员；2002 年至 2005 年任本公司销售业务员；2006 年至 2012 年任本公司销售区域经理；2012 年至 2015 年任本公司国内销售部部长；2016 年起任本公司总经理助理，2018 年 11 月起任本公司副总经理。

龚新海先生，中国国籍，1963 年 5 月生，南京农业大学经济管理学院本科、硕士研究生，中国注册会计师。1999~2013 年任江苏天华大彭会计师事务所副所长，2013 年至今任信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）合伙人。2018 年 11 月起兼任公司独立董事。

跟踪期内，公司核心管理人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

总体看，跟踪期内，公司核心管理人员变动不大，管理制度变化不大，经营管理状况稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，受国家安全和环保监管趋严影响，农药市场产品紧缺，农药产品价格上涨，拉动公司农药板块收入规模增长。2018 年，公司实现营业收入 30.01 亿元，较上年增长 33.65%；公司实现营业利润 3.87 亿元，较上年增长 38.08%；公司实现净利润 3.21 亿元，较上年增长 40.86%。

从营业收入构成看，2018 年，公司农药板块合计收入 29.38 亿元，较上年增长 34.59%，公司农药板块收入占营业收入比重为 97.90%，较上年上升 0.70 个百分点，公司主营业务仍突出。2018 年，公司除草剂实现收入 12.30 亿元，较上年增长 17.36%，主要系产品价格上涨所致；除草剂收入占公司营业收入比重的 41.00%，较上年下降 5.68 个百分点。2018 年，公司杀虫剂实现收入 15.09 亿元，较上年增长 53.20%，主要系销量、产品价格增长所致；杀虫剂收入占公司营业收入比重的 50.27%，较上年提高 6.41 个百分点。2018 年，公司杀菌剂实现收入 1.85 亿元，较上年增长 23.45%，主要系

公司调整产品结构，杀菌剂产量增长所致；杀菌剂收入占公司营业收入比重的 6.15%，较上年下降 0.51 个百分点。2018 年，公司化肥/种子业务、服务业和其他业务，分别实现营业收入 0.14 亿元、0.51 亿元和 0.12 亿元，分别占公司营业收入的 0.48%、1.69%和 0.41%，收入占比小。

表 2　公司主营业务收入情况（单位：亿元、%、百分点）

产品类别	2017 年			2018 年			收入变动	占比变动	毛利率变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率			
除草剂	10.48	46.68	21.97	12.30	41.00	23.30	17.36	-5.68	1.33
杀虫剂	9.85	43.86	31.19	15.09	50.27	26.73	53.20	6.41	-4.46
杀菌剂	1.50	6.66	15.34	1.85	6.15	14.64	23.45	-0.51	-0.71
化肥/种子	--	--	--	0.14	0.48	11.16	--	0.48	--
服务业	0.47	2.10	65.64	0.51	1.69	66.35	7.48	-0.40	0.71
主营业务合计	**22.30**	**99.30**	**26.52**	**29.89**	**99.59**	**25.17**	**34.03**	**0.29**	**-1.35**
其他业务	0.16	0.70	55.87	0.12	0.41	64.82	-21.30	-0.29	8.95
合计	**22.45**	**100.00**	**26.73**	**30.01**	**100.00**	**25.33**	**33.65**	--	**-1.40**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从毛利率来看，2018 年，公司综合毛利率为 25.33%，较上年有所下降。具体来看，2018 年公司除草剂毛利率为 23.30%，较上年提高 1.33 个百分点，主要系农药市场产品紧缺，除草剂价格上涨所致；2018 年公司杀虫剂毛利率为 26.73%，较上年下降 4.46 个百分点，主要系原材料价格上涨以及公司调整产品结构所致；2018 年公司杀菌剂毛利率为 14.64%，较上年下降 0.70 个百分点，主要系产品价格波动所致。

总体看，2018 年，公司主要收入来源仍为农药板块，受国家安全和环保监管趋严影响，农药产品价格上涨，拉动公司农药板块收入规模增长，同时，受原材料价格上涨影响，公司农药板块毛利率有所下降。

2.　农药板块

（1）生产环节

2018 年，公司除草剂产能维持不变，随着公司在建项目建成投产，杀虫剂、杀菌剂产能分别为 10,350 吨/年和 5,950 吨/年，分别较上年小幅增长 1.47%和 2.59%。

公司根据“以销定产”的原则安排生产，2018 年，公司根据市场需求调整产品结构，除草剂产量为 16,642.12 吨，较上年微幅下降 0.23%，产能利用率 90.64%，较上年下降 0.21 个百分点；杀虫剂产量为 7,410.25 吨，较上年下降 12.13%，产能利用率为 71.60%，较上年下降 11.08 个百分点；杀菌剂产量为 4,558.03 吨，较上年增长 59.45%，产能利用率 76.61%，较上年提高 27.32 个百分点。

表 3　2017~2018 年公司农药产品生产情况

产品	项目	2017 年	2018 年	变动情况（%）
除草剂	产能（吨/年）	18,360.00	18,360.00	--
	产量（吨）	16,680.08	16,642.12	-0.23
	产能利用率（%）	90.85	90.64	下降 0.21 个百分点
杀虫剂	产能（吨/年）	10,200.00	10,350.00	1.47
	产量（吨）	8,433.64	7,410.45	-12.13
	产能利用率（%）	82.68	71.60	下降 11.08 个百分点

杀菌剂	产能（吨/年）	5,800.00	5,950.00	2.59
	产量（吨）	2,858.64	4,558.03	59.45
	产能利用率（%）	49.29	76.61	提高 27.32 个百分点

资料来源：公司提供

生产成本方面，受原材料采购量以及价格上涨影响，公司直接材料成本占比较上年提高 2.58 个百分点至 70.81%，直接人工和制造费用占比分别下降 0.59 个百分点和 1.99 个百分点至 4.58%和 24.61%。整体看，公司生产成本构成仍为直接材料成本，直接人工和制造费用占比均较低。

表 4　2017~2018 年公司生产成本情况（单位：%，百分点）

项目	2017 年	2018 年	变动情况
直接材料	68.23	70.81	2.58
直接人工	5.17	4.58	-0.59
制造费用	26.60	24.61	-1.99
合计	**100.00**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司根据市场需求，调整产品结构，产品产量及产能利用率有所分化。公司生产成本构成保持稳定，整体生产运营状况良好。

（2）采购环节

公司采购的原材料主要为基础化工产品，主要包括咪唑烷、1,2,4-三氯苯、3,4-二氯三氟甲苯、丙烯醛和丙烯腈等。采购数量方面，受公司调整产品结构，以及部分产品产能释放影响，咪唑烷和 1,2,4-三氯苯采购量分别下降 14.58%和 15.50%，3,4-二氯三氟甲苯、丙烯腈、丙烯醛和间甲酚采购量分别增长 12.21%、13.01%、14.05%和 29.44%。采购价格方面，2018 年，受前三季度原油价格震荡回升影响，公司主要原材料采购价格上涨，但受供给过剩影响，1,2,4-三氯苯采购价格有所下降。

表 5　2017~2018 年公司原材料采购均价及采购量情况（单位：吨，万元/吨，万元，%）

原料名称	2017 年度			2018 年			数量变动	单价变动	含税金额变动
	数量	单价	含税金额	数量	单价	含税金额			
咪唑烷	2,957.00	3.50	10,342.35	2,525.88	4.62	11,679.70	-14.58	32.11	12.93
1,2,4-三氯苯	5,182.67	0.90	4,672.68	4,379.28	0.85	3,723.16	-15.50	-5.54	-20.32
3,4-二氯三氟甲苯	3,201.42	2.10	6,728.71	3,592.44	2.25	8,079.43	12.21	7.10	20.07
丙烯腈	3,555.85	1.28	4,562.36	4,018.52	1.58	6,365.06	13.01	23.74	39.51
丙烯醛	2,675.47	1.42	3,802.37	3,051.46	1.89	5,760.04	14.05	32.93	51.49
间甲酚	1,562.50	2.06	3,219.32	2,022.52	2.50	5,062.01	29.44	21.50	57.24

资料来源：公司提供

能源采购方面，公司各类能源均由公司所处区域的供应商提供，能够满足本公司生产对于各类能源的需求。2018 年，受公司产能释放及调整产品结构影响，公司煤、电、水和蒸汽采购量较上年分别增长 5.89%、6.40%、7.29%和 4.50%，公司天然气采购量较上年小幅下降 2.69%。受上述因素及 2018 年煤炭价格保持高位影响，公司煤、电和蒸汽采购金额较上年分别增长 26.07%、6.59%和 6.75%；公司水采购金额较上年增长 13.48%，天然气采购金额较上年减少 8.78%。

表 6　2017~2018 年公司主要能源采购情况

主要能源		2017 年	2018 年	变化情况（%）
煤	用量（吨）	32,379.95	34,288.07	5.89
	金额（万元）	2,245.97	2,831.41	26.07
电	用量（万度）	15,805.89	16,817.32	6.40
	金额（万元）	9,808.69	10,455.26	6.59
水	用量（吨）	1,994,001.00	2,139,305.00	7.29
	金额（万元）	323.76	367.39	13.48
蒸汽	用量（吨）	199,822.00	208,822.76	4.50
	金额（万元）	3,451.36	3,684.49	6.75
天然气	用量（立方）	9,548,548.00	9,291,486.00	-2.69
	金额（万元）	2,776.11	2,532.36	-8.78

资料来源：公司提供

在采购集中度方面，2018年，公司前五大供应商采购总金额为2.59亿元，占当期同类采购金额比重为12.43%，较2017年下降1.84个百分点，公司的原材料采购集中度进一步降低。

总体看，2018 年，受产品结构调整以及部分产品产能释放影响，公司采购规模增长；同时，原油和煤炭价格上涨拉动原材料和主要能源价格上涨，削弱了农药板块的盈利能力；公司原材料采购集中度较低。

（3）销售环节

公司产品的销售模式分为境内销售和出口销售。境内销售方面，公司内销产品主要包括原药和制剂。公司原药的内销一般采取直销方式，即由公司直接销售给需要的其他农药厂商，由其继续加工复配成制剂销售。公司制剂产品销售采用了国内农药行业通行的经销商销售模式，通过对以前销售业绩、回款情况的考核，以县为单位，选择 1~2 家作为公司在当地的经销商，根据经销商的订单，向经销商发货。出口销售方面，公司出口的产品主要为原药和制剂，出口的地区包括南美、北美、欧洲、东南亚等。公司产品出口分为自营出口和通过中间商代理出口两种形式，自营出口是公司直接销售给境外客户，代理出口是公司先将产品销售给国内代理商，再由其将产品销往境外。

从销量上看，由于公司采取以销定产的模式进行生产运营，2018 年，公司因市场需求改变产品结构，除草剂销量合计 15,431.49 吨，较上年减少 6.54%；杀虫剂销量合计 7,444.43 吨，较上年减少 4.98%；杀菌剂销量合计 4,211.36 吨，较上年增长 34.71%。2018 年，公司除草剂产销率较上年提高 0.96 个百分点至 92.73%；杀虫剂产销率较上年提高 8.14 个百分点至 100.46%；杀菌剂产销率较上年降低 15.52 个百分点至 92.39%。整体看，公司农药板块主要产品产销率维持较高水平。

从销售均价上看，2018 年，受国内安全、环保监管趋严影响，市场农药产品供给侧收缩，导致农药产品价格涨幅明显，公司除草剂、杀虫剂和杀菌剂平均销售价格分别为 7.39 万元/吨、16.87 万元/吨和 4.36 万元/吨，分别较上年增长 17.86%、50.09%和 0.69%。

表 7　2017~2018 年公司农药产品销售情况

产品	项目	2017 年	2018 年	变动情况（%）
除草剂	销量（吨）	15,021.89	14,162.04	-5.72
	原药领用量（吨）	1,489.13	1,269.45	-14.75
	合计（吨）	**16,511.02**	**15,431.49**	**-6.54**
	产销率（%）	91.85	92.73	提高 0.96 个百分点
	平均销售单价（万元/吨）	6.27	7.39	17.86

杀虫剂	销量（吨）	7,366.48	7,277.59	-1.21
	原药领用量（吨）	468.14	166.84	-64.36
	合计（吨）	**7,834.62**	**7,444.43**	**-4.98**
	产销率（%）	92.90	100.46	提高 8.14 个百分点
	平均销售单价（万元/吨）	11.24	16.87	50.09
杀菌剂	销量（吨）	2,676.28	3,413.67	27.55
	原药领用量（吨）	450.00	797.69	77.26
	合计（吨）	**3,126.28**	**4,211.36**	**34.71**
	产销率（%）	109.36	92.39	降低 15.52 个百分点
	平均销售单价（万元/吨）	4.33	4.36	0.69

资料来源：公司提供
注：产销率=（销量+原药领用量）/产量；表中销量为原药、制剂合计销量，平均销售单价为原药、制剂销售均价，且公司下辖贸易公司的销量未计入该表中。
注：农药按照能否直接使用可以分为原药和制剂，原药是以石化产品为主要原料，通过化学合成技术得到，一般不可直接施用；在原药基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，可产出制剂产品。

从销售区域分布来看，2018 年，公司产品销售仍以出口销售为主，国际销售额占主营收入的比重为 59.33%，较上年小幅下降 0.66 个百分点。其中，自营出口规模较上年增长 71.82%至 14.45 亿元，占主营收入的比重较上年提高 10.64 个百分点至 48.37%；代理出口规模较上年减少 33.87%至 3.28 亿元，占主营收入的比重较上年降低 11.31 个百分点至 10.96%，公司对外出口仍以自营出口为主，规模和占比较上年有所增长。2018 年，公司内销规模为 12.15 亿元，较上年增长 36.21%，其中华东地区、东北地区、华北地区和西北地区的销售规模增幅较大，分别较上年增长 35.88%、48.68%、72.22%和 116.67%。从各地区销售收入构成看，东部和北部区域集中度有小幅提升，整体较上年变化不大。

表8　2017~2018年公司主营业务收入分地区构成情况（单位：亿元、%）

地区分类	2017 年		2018 年		变化情况	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
自营出口	8.41	37.73	14.45	48.37	71.82	提高 10.64 个百分点
代理出口	4.96	22.27	3.28	10.96	-33.87	降低 11.31 个百分点
出口合计	**13.38**	**59.99**	**17.73**	**59.33**	**32.51**	**降低 0.66 个百分点**
华东地区	6.41	28.76	8.71	29.14	35.88	提高 0.38 个百分点
东北地区	0.76	3.41	1.13	3.78	48.68	提高 0.37 个百分点
中南地区	1.13	5.06	1.28	4.28	13.27	降低 0.78 个百分点
华北地区	0.36	1.60	0.62	2.09	72.22	提高 0.49 个百分点
西北地区	0.12	0.55	0.26	0.88	116.67	提高 0.33 个百分点
西南地区	0.14	0.63	0.15	0.50	7.14	降低 0.13 个百分点
内销合计	**8.92**	**40.01**	**12.15**	**40.67**	**36.21**	**提高 0.66 个百分点**
合计	**22.30**	**100.00**	**29.88**	**100.00**	**33.99**	**--**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从销售集中度来看，2018 年，公司前五大客户的销售收入总额占总销售收入比重为 45.30%，较上年小幅下降 1.58 个百分点，销售集中度仍属较高，但由于公司主要客户为长期合作且信用质量较好的大型跨国公司，因此风险可控。

从销售结算方式来看，国内销售以电汇和银行承兑汇票结算方式为主，账期通常为 2~3 个月；国外销售以电汇为主，账期一般为 1~3 个月，整体回款情况较好。

总体看，2018 年，受农药行业景气度提升影响，公司各产品价格均有所上涨；公司根据市场需

求调整产品结构，各产品销售量有所分化，产销率仍处于较高水平；公司出口销售中自营部分规模增长，内销区域结构变化不大；公司销售集中度较高。

3. 在建工程

2018，公司在建项目全部完工转固 3 个，部分完工项目 3 个，新开工项目 2 个，在建项目预算总投资 3.56 亿元，截至 2018 年底已完成投资 2.06 元，2019 年计划投资 0.95 亿元。公司在建项目资金来源主要为发行长青转 2 所募集的资金，对外融资需求有限，未来随着公司在建项目的投产，公司农药板块业务规模将逐步扩大。

表9 截至2018年底公司主要在建项目情况（单位：万元，%）

项目名称	预算总投资	2018 年增加金额	2019 年计划投资	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
中闸原药厂区车间技改	8,000.00	6,154.75	979.47	87.76	部分完工	自有资金
中闸原药厂区三废治理工程	7,000.00	2,533.03	519.00	92.59	部分完工	自有资金
南通子公司原药车间技改	6,000.00	4,517.65	887.27	85.21	部分完工	自有资金
年产 1,600 吨丁醚脲原药项目	7,716.00	5,629.12	2,086.88	72.95	在建	自有资金
年产 5,000 吨盐酸羟胺项目	6,869.00	1,799.35	5,069.65	26.20	在建	自有资金
合计	**35,585.00**	**20,633.90**	**9,542.27**	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建工程主要涉及农药板块扩产，若项目能顺利投建，将在一定程度上提升公司竞争力。

4. 经营效率

2018 年，公司的应收账款周转次数由上年的 6.51 次提高至 10.63 次，主要系公司营业收入增长，同时，公司加大应收账款回收力度，应收账款规模变化不大所致；公司存货周转次数由上年的 2.49 次提高至 2.80 次，主要系受上游原材料价格大幅增长影响，公司营业成本增长所致；公司总资产周转次数由上年的 0.57 次提高至 0.76 次。

与同行业上市公司相比，2018 年公司主要经营效率指标处行业中游水平。

表10 2018年与公司市值相近的农药行业上市公司经营指标（单位：次）

公司简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
红太阳	3.65	2.74	0.46
湖南海利	12.94	4.95	0.79
利民股份	12.44	4.39	0.59
长青股份	**11.33**	**2.80**	**0.76**

资料来源：wind
注：wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司比较，本表相关指标统一采用 wind 数据。

总体看，2018 年，公司运营指标均有所提高，整体运营效率较高。

5. 经营关注

（1）行业竞争风险

目前我国农药生产企业 1,700 多家，基本上以生产仿制农药产品为主，且以价格竞争为主要策略。在我国农药产业结构调整的过程中，国内大型农药公司和国际农药巨头也将会充分利用国内农药产业结构调整的契机，不断扩大市场份额，导致行业竞争更趋激烈。公司主要产品具有较高的毛利率，这将吸引潜在进入者加大对相关工艺技术的研发投入，实现技术突破进入市场，从而加剧公司产品的市场竞争，导致主要产品价格下跌、毛利率下降，影响公司的盈利水平。

（2）产能扩张风险

公司通过可转债募集资金建设项目产能规模为 19,100 吨/年，建成投产后，生产能力将得到进一步提升，虽然公司对新项目建设进行了深入的研究和严密的论证、组织，但竞争对手的发展、产品价格的变动、市场容量的变化、宏观经济形势的变动以及营销渠道的开拓等因素都会对项目的投资回报和预期收益产生影响，在项目竣工投产后，短期内市场推广有可能无法适应产能快速扩大的要求，使产品销售面临一定风险，同时存在因固定资产折旧费用较大幅度增长而导致利润下滑的风险。

（3）原材料价格波动风险

公司主要原材料主要为石油化工行业的下游产物，原材料占生产成本的 70%左右，因此原材料价格的波动将影响公司的生产成本，进而影响公司的盈利能力。公司拥有较强的成本转移能力和基于规模优势的原材料采购议价能力，但公司产品价格调整存在滞后且同时受其他市场因素影响，当原材料价格波动幅度较大时，仍会对公司业绩产生一定的影响。

（4）汇率风险

随着公司进出口贸易业务占比逐步上升，公司目前大部分进出口贸易业务采用外币结算，而我国目前外币对人民币采取有管理的浮动汇率制度，外币对人民币的汇率存在一定的波动，可能会对公司利润水平带来一定影响。

（5）安全环保风险

公司生产过程中部分原料、半成品或产成品为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，并涉及高温、高压等工艺，存在因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当等而造成意外安全事故的风险。虽然公司建立了自动化控制平台，发生安全事故的可能性很小，但不排除因设备及工艺不完善、物品保管及操作不当和自然灾害等原因造成意外安全事故的可能，从而影响生产经营的正常进行，并可能造成较大的经济损失。随着国家环境保护力度不断加强，并可能在未来出台更为严格的环保标准，对农药生产企业提出更高的环保要求。环保标准的提高需要公司进一步加大环保投入，提高运营成本，可能会对公司利润水平带来一定影响。

6. 未来发展

未来的3~5年，公司仍将围绕主营业务，继续坚持技术发展战略、全球市场战略以及国内销售战略。技术发展战略方面，公司将依托建设国家级技术中心和博士后科研工作站，在研发新产品、新剂型，拓宽与跨国名企、高等科研院校的技术合作，向上下游精细化学品延伸、拓展研发中间体等多方位进行技术辐射。全球市场战略方面，公司将密集展开境外登记，组建全球化销售网络，深入与跨国公司的“双维度”合作，增加直接出口比例。国内销售战略方面，公司将进一步丰富产品结构、提供农作物整套技术服务方案，以及契合国家产业整合、土地流转等政策，积极探索由过去的传统农资销售模式转为提供种子、化肥、病虫害防治等全套技术服务方案的农资营销模式，更好地服务于种田大户，形成新型的农资营销模式。安全环保方面，公司将从健全完善安全生产规章制度、

工艺操作流程、强化业务培训、提高职工安全意识入手，进一步提高安全生产标准化规范；公司将持续加大环保投入，不断完善环保基础设施，提高三废处理运行效率，加快推进进口焚烧装置废盐系统的调试运行，同时加强对公司废气、废渣焚烧炉和废水处理设施检查，确保三废设施正常、有效运行，降低公司环保运营成本，减少三废的排放量，提升公司的清洁生产技术水平。

总体看，公司经营战略清晰，未来持续运营发展可期。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度合并财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照最新的企业会计准则的要求编制。截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司共 7 家，未发生变化。2018 年，公司主营业务无变化，财务数据可比性高。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 40.73 亿元，负债合计 7.96 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 32.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 32.59 亿元。2018 年，公司实现营业收入 30.01 亿元，净利润（含少数股东损益）3.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.09 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.72 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额 40.73 亿元，较年初增长 6.47%，其中流动资产占 43.01%，非流动资产占 56.99%，公司流动资产占比小幅上升。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 17.52 亿元，较年初增长 8.21%，主要系货币资金和存货增长所致；公司流动资产构成以货币资金（占 19.78%）、应收款项（占 18.82%）和存货（占 48.01%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 3.47 亿元，较年初增长 1.02 倍，主要系公司报告期末收到的银行借款增加所致。公司货币资金以银行存款为主（占 96.15%），受限比例为 3.64%，受限比例低，受限资金主要为银行承兑汇票保证金（占 95.96%）。

截至 2018 年底，公司应收票据账面价值为 0.66 亿元，较年初减少 60.28%，主要系公司年初银行承兑汇票本期背书支付货款所致。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 2.64 亿元，较年初减少 0.85%，变化不大。公司应收账款中按照信用风险特征组合计提坏账准备的账面余额占 94.33%；其中，1 年以内的占比 98.38%，账龄较短。截至 2018 年底，公司应收账款坏账准备计提比例 5.67%；前 5 名客户所欠应收账款合计占比 47.58%，集中度较高，存在一定回收风险。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 8.41 亿元，较年初增长 11.00%，主要系原材料采购价格增长，引起库存商品账面价值增长所致。公司存货由原材料（占 19.87%）、在产品（占 12.06%）、库存商品（占 14.23%）、周转材料（占 7.13%）和自制半成品（占 46.71%）构成；公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 23.21 亿元，较年初增长 5.19%，主要系固定资产和其他非流动资产增加所致；公司非流动资产构成以固定资产（占 80.02%）和在建工程（占 7.19%）为主。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 18.57 亿元，较年初增长 2.68%，主要系在建工程转

固所致。从公司固定资产构成来看，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 53.25%）和机器设备（占 43.77%）构成。公司固定资产累计计提折旧 8.15 亿元，固定资产成新率 69.50%，成新率尚可。

截至 2018 年底，公司在建工程为 1.67 亿元，较年初下降 3.11%，主要系公司年产 200 吨茚虫威原药项目、年产 300 吨环氧菌唑原药项目以及年产 450 吨醚苯磺隆原药配套项目等在建项目完工或部分完工转入固定资产所致。公司未计提在建工程减值准备。

截至 2018 年底，公司主要资产所有权或使用权受到限制的资产账面价值 3.46 亿元，占总资产比例为 8.50%；具体构成如下表所示。

表 11　截至 2018 年底公司所有权或使用权受到限制的资产情况（单位：元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	12,614,700.00	保证金
固定资产	229,741,051.94	借款抵押
无形资产	38,853,061.31	借款抵押
投资性房地产	64,898,961.07	借款抵押
合计	**346,107,774,.32**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司母公司资产总额 35.18 亿元，较年初增长 3.50%，主要系流动资产增长所致，公司母公司资产结构仍以非流动资产为主（占 59.24%），较年初变化不大。流动资产以货币资金（占 21.32%）、应收款项（占 26.80%）、预付账款（占 9.25%）和存货（占 31.47%）为主；非流动资产中长期股权投资占 38.38%，固定资产占 50.02%。

总体看，2018 年，公司资产规模小幅增长，仍以非流动资产为主，公司货币资金较为充裕；随着在建项目逐渐完工转固，公司产能释放的同时提高了固定资产规模，公司整体资产质量仍较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 7.96 亿元，较年初增长 4.14%；其中流动负债 7.73 亿元（占 97.12%）、非流动负债 0.23 亿元（占 2.88%），负债结构以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 7.73 亿元，较年初增长 4.83%，流动负债主要由短期借款（占 47.86%）、应付票据（占 16.95%）和应付账款（占 24.77%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 3.70 亿元，较年初增长 2.79%，由抵押借款（占 48.64%）、保证借款（占 15.69%）和信用借款（占 35.67%）构成。公司短期借款主要用于公司生产运营。

截至 2018 年底，公司应付票据为 1.31 亿元，较年初增长 37.66%，主要系采用银行承兑汇票结算方式增加所致。公司应付票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款为 1.92 亿元，较年初增长 6.55%，主要系公司产销规模增长，拉动应付材料款增长所致。公司应付账款账龄主要在一年之内（占 96.79%）。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 0.23 亿元，较年初下降 14.69%，主要系递延收益下降所致。公司非流动负债主要由递延收益（占 95.72%）构成。

截至 2018 年底，公司递延收益为 0.22 亿元，较年初下降 14.95%，主要系与资产相关的政府补助减少所致。

从债务负担情况来看，截至 2018 年底，公司全部债务为 5.01 亿元，较年初增长 10.13%，主要系公司应付票据规模增长所致，公司债务全部为短期债务。债务指标方面，2018 年，公司资产负债

率较年初下降 0.44 个百分点至 19.55%；全部债务资本化比率较年初增长 0.32 个百分点至 13.27%；长期债务资本化比率为 0.00%，较年初无变化。公司债务负担较轻。

截至 2018 年底，公司母公司负债合计 5.97 亿元，流动负债占 97.01%，非流动负债占 2.99%，负债结构以流动负债为主；公司母公司资产负债率为 16.97%，低于合并口径资产负债率水平。

总体看，2018 年，公司负债规模整体变动不大，债务负担较轻，但公司债务全部为短期债务，债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 32.76 亿元，较年初增长 7.05%。其中归属于母公司所有者权益为 32.59 亿元，占所有者权益比重为 99.46%。归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 11.03%），资本公积金（占 50.01%）、盈余公积（占 5.39%）和未分配利润（占 33.57%）构成。

截至 2018 年底，公司所有者权益中未分配利润为 10.94 亿元，较年初增长 20.83%，规模有所增长，公司权益稳定性一般。

截至 2018 年底，公司母公司所有者权益 29.21 亿元，主要由实收资本（占 12.31%）、资本公积金（占 55.79%）和未分配利润（占 25.89%）构成，权益稳定性一般。

总体看，2018 年，公司所有者权益规模变动不大，未分配利润规模有所增长且占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 30.01 亿元，同比增长 33.65%，主要系受农药价格上涨以及公司产品结构调整影响，公司农药板块业务收入上升所致。2018 年，公司实现利润总额 3.65 亿元，同比增长 38.57%；实现净利润 3.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.19 亿元。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 3.71 亿元，同比增长 13.93%，主要系销售费用、管理费用和研发费用增长所致。其中，公司销售费用为 1.00 亿元，同比增长 15.94%，主要系职工薪酬、办公费和运输费用增加所致；公司管理费用为 1.20 亿元，同比增长 11.45%，主要系职工薪酬增加所致；公司研发费用为 1.38 亿元，同比增长 40.15%，主要系研发新产品、新工艺和新技术所投入的试验材料费用增加所致。公司财务费用为 0.13 亿元，同比下降 60.48%，主要系公司借款利息支出减少以及汇兑损益减少所致。2018 年公司费用收入比由 14.52%下降至 12.37%，整体费用控制能力有待提高。

2018 年，公司取得其他收益 971.97 万元，较上年微幅增长 0.97%，主要由工业转型创新奖励、工艺技术研发经费补助和技改项目资金补助等补贴款项组成。2018 年，公司投资收益为 351.42 万元，同比减少 15.68%，主要系远期外汇合约到期交割产生亏损所致；公司投资收益主要由投资银行理财产品获得，不具有可持续性。2018 年公司营业外收入为 78.88 万元，同比增长 36.96%，主要为财产保险赔偿款收入。受上述因素影响，2018 年公司其他收益、投资收益和营业外收入合计占当期利润总额的比重由上年的 5.46%下降至 3.84%，上述三项收益对公司利润总额的贡献度低。

盈利指标方面，受农药产品价格及产销量增长影响，公司农药板块收入大幅增长，带动各项盈利指标较 2017 年有所上升。具体来看，2018 年公司总资本收益率为 9.65%，较上年上升 2.52 个百分点；总资产报酬率为 9.71%，较上年上升 2.21 个百分点；净资产收益率为 10.12%，较上年上升 2.53 个百分点。整体看，公司盈利水平有所提高。

与同行业上市公司相比，2018 年公司主要经营效率指标处行业上游水平。

表12　2018年与公司市值相近的农药行业上市公司盈利指标（单位：%）

公司简称	净资产收益率	总资产报酬率
红太阳	14.18	7.53
湖南海利	5.48	6.06
利民股份	11.82	9.70
长青股份	**10.13**	**9.67**

资料来源：wind
注：wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司比较，本表相关指标统一采用 wind 数据。

总体看，2018 年，受农药产品价格增长影响，公司农药板块收入大幅上涨，整体盈利水平提高。

5. 现金流

经营活动方面，2018 年，农药行业景气度提升导致公司采销规模均有所增长，公司经营活动现金流入为 23.61 亿元，同比增长 23.62%；公司经营活动现金流出为 17.53 亿元，同比增长 25.64%。综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 6.09 亿元，同比增长 18.15%。2018 年，公司现金收入比率为 72.67%，较上年下降 8.11 个百分点，主要系公司用银行承兑汇票结算部分货款所致，公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 6.03 亿元，同比增长 7.06%。公司投资活动现金流出为 9.09 亿元，同比增长 11.33%，主要系公司投资在建项目支出增长所致。综上影响，2018 年，公司投资活动现金净额为-3.06 亿元，净流出规模较上年增长 20.80%。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 7.76 亿元，同比增长 37.25%，主要系公司生产运营融资需求增长所致。公司筹资活动现金流出为 9.04 亿元，同比减少 14.81%。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金净额为-1.29 亿元，净流出规模较上年减少 3.68 亿元。

总体看，2018 年，受公司农药板块收入规模增长影响，公司经营活动现金流净额大幅增加。随着公司在建项目规模陆续竣工，公司外部融资需求有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 2.27 倍和 1.18 倍，较上年的 2.19 倍和 1.17 倍均有小幅上升；现金短期债务比由 0.74 倍上升至 0.82 倍。整体看，2018 年，公司经营活动现金流量净额对短期负债保护程度较好，公司短期偿债能力有所提高。

从长期偿债能力指标看，受利润总额增长影响，公司 2018 年 EBITDA 为 5.84 亿元，较上年增长 23.50%；EBITDA 的构成中，计入财务费用的利息支出占 3.16%，利润总额占 62.52%，折旧占 33.61%，摊销占 0.71%；EBITDA 利息倍数由上年的 15.86 倍上升至 31.60 倍，EBITDA 对利息的保障能力大幅提高；EBITDA 全部债务比由上年的 1.04 倍上升至 1.16 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度有所提高。整体看，公司长期偿债能力有所提升，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司无对外担保。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度合计 16.80 亿元，其中已用授信额度 4.91 亿元，尚可使用授信额度 11.89 亿元。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1032101200024290M），截至 2019 年 1 月 10 日，公司无未结清的不良类和关注类信贷记录，已结清业务中存在 1 笔欠息记录，涉及欠息金额合计 667.35 美元。

总体看，公司债务水平较低，偿债能力指标表现较好，考虑到农药行业景气度提升，以及公司产能逐渐释放，其整体偿债能力仍属很强。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 4.13 亿元，约为“长青转 2”余额（9.14 亿元）的 0.45 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低，公司的现金类资产对“长青转 2”的按期偿付的保障作用较差。截至 2018 年底，净资产达 32.76 亿元，约为债券余额（9.14 亿元）的 3.58 倍，公司的净资产能够对“长青转 2”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 5.84 亿元，约为债券余额（9.14 亿元）的 0.64 倍，公司 EBITDA 对“长青转 2”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 23.61 亿元，约为债券余额（9.14 亿元）的 2.58 倍，公司经营活动现金流入量对“长青转 2”的覆盖程度很高。

“长青转 2”尚未进入转股期，公司为本次发行可转换公司债而设置的转股价格调整及转股价格向下修正的条款有利于促进债券持有人实施转股。考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，转股将有利于降低公司投资项目的资金压力，公司偿付债券的能力将进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内农药行业领先企业，在行业地位、产品种类、技术水平等方面所具备的综合优势，以及本次债券存在转股可能等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、综合评价

联合评级对江苏长青农化股份有限公司的跟踪评级反映了公司作为国内农药行业领先企业，在行业地位、技术水平、市场认可度和经营稳定性等方面仍具备竞争优势；2018 年，公司经营状况良好，经营活动现金流状况较佳，债务负担维持在较低水平。同时，联合评级也关注到农药行业竞争激烈，安全环保标准趋严、原材料价格上涨等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，随着募投项目产能的逐步释放，公司竞争实力有望增强。同时，公司将丰富产品结构，探索农资营销模式，增加直接出口比例，公司经营状况将继续保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“长青转 2”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　江苏长青农化股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	38.25	40.73
所有者权益（亿元）	30.61	32.76
短期债务（亿元）	4.55	5.01
长期债务（亿元）	0.00	0.00
全部债务（亿元）	4.55	5.01
营业收入（亿元）	22.45	30.01
净利润（亿元）	2.28	3.21
EBITDA（亿元）	4.73	5.84
经营性净现金流（亿元）	5.15	6.09
应收账款周转次数（次）	6.51	10.63
存货周转次数（次）	2.49	2.80
总资产周转次数（次）	0.57	0.76
现金收入比率（%）	80.78	72.67
总资本收益率（%）	7.12	9.65
总资产报酬率（%）	7.51	9.71
净资产收益率（%）	7.59	10.12
营业利润率（%）	26.06	24.87
费用收入比（%）	14.52	12.37
资产负债率（%）	19.99	19.55
全部债务资本化比率（%）	12.95	13.27
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	15.86	31.60
EBITDA 全部债务比（倍）	1.04	1.16
流动比率（倍）	2.19	2.27
速动比率（倍）	1.17	1.18
现金短期债务比（倍）	0.74	0.82
经营现金流动负债比率（%）	69.83	78.71
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.52	0.64

注：1、本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、全部债务计算中包含其他科目中付息项。

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期底所有者权益+期底全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。