



# 利民控股集团股份有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0489 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 15 日

本次跟踪发行人及评级结果	利民控股集团股份有限公司	AA/稳定
--------------	--------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“利民转债”	AA
-------------	--------	----

评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于利民控股集团股份有限公司（以下简称“利民股份”或“公司”）2022 年以来继续保持领先的行业地位和丰富的产品结构、产品竞争力和技术水平优势明显、股权融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到原材料和产品价格波动对公司整体盈利及获现稳定性影响较大、短期债务占比较高、面临一定短债压力以及安全环保风险等因素对公司经营及整体信用状况的影响。
------	--

评级展望	中诚信国际认为，利民控股集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
------	---

调级因素	<b>可能触发评级上调因素：</b> 公司资本实力显著增强、盈利大幅增长且具有可持续性、或资产质量和偿债能力显著提升。 <b>可能触发评级下调因素：</b> 公司发生大额亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化、收并购企业经营效益不及预期或其他导致信用水平显著下降的因素。
------	--

<b>正面</b>	
■ 作为国内重点农药生产企业之一，主导产品在国内原药市场保持较高的市占率，产品结构丰富	
■ 技术研发实力强，产品开发和登记数量不断增长，产品竞争优势明显	
■ 股权融资渠道畅通	
<b>关注</b>	
■ 原材料和产品价格波动对公司盈利及获现稳定性影响较大	
■ 短期债务占比较高，面临一定短债压力	
■ 安全环保风险	

项目负责人：李雪玮 xwli@ccxi.com.cn  
项目组成员：郝晓敏 xmhao@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

利民股份（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	51.90	68.83	70.56	68.23
所有者权益合计（亿元）	25.16	28.79	28.40	29.01
负债合计（亿元）	26.74	40.04	42.16	39.22
总债务（亿元）	13.84	27.28	27.48	26.15
营业总收入（亿元）	43.88	47.38	50.16	11.82
净利润（亿元）	4.30	3.35	2.27	0.60
EBIT（亿元）	5.52	4.46	3.32	--
EBITDA（亿元）	7.61	7.12	6.12	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	9.03	0.60	6.43	-1.77
营业毛利率（%）	24.74	22.60	18.84	20.91
总资产收益率（%）	--	7.39	4.76	--
EBIT 利润率（%）	12.58	9.41	6.61	--
资产负债率（%）	51.52	58.17	59.75	57.48
总资本化比率（%）	35.49	48.66	49.18	47.41
总债务/EBITDA（X）	1.82	3.83	4.49	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	12.75	8.73	5.84	--
FFO/总债务（X）	0.36	0.21	0.14	--

注：1、中诚信国际根据公司对外披露的其经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际分析时，将其他流动负债的有息债务调整至短期债务，将其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务；4、由于缺乏相关数据，2023 年一季度部分指标无法计算。

## 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主营业务	主要产品最新产能	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
保利联合	民爆产品生产销售、爆破工程施工	工业炸药 50.08 万吨/年 工业雷管 27,425 万发/年 工业导爆索 7,000 万米/年	162.76	37.73	76.82	63.64	-9.07
贵州轮胎	轮胎业务	全钢胎 405,596 吨/年 斜交胎 126,000 吨/年 杀菌剂 73,500 吨/年	157.62	64.82	58.88	84.40	4.32
利民股份	农药和兽药	杀虫剂 4,100 吨/年 除草剂 2,000 吨/年 兽药 600 吨/年	70.56	28.40	59.75	50.16	2.27

中诚信国际认为，与可比企业相比，均处于细分行业领先地位，技术水平较好，且上游原材料均主要依赖于外采，但利民股份较所处行业集中度更为分散且竞争更为激烈，但产品结构更为丰富。财务方面，利民股份财务杠杆、盈利能力及获现能力均处于可比企业中游水平，资金占用规模较小，受非经常性损益影响亦较小，但短期债务偿付压力较大。

注：“保利联合”为“保利联合化工控股集团股份有限公司”简称；“贵州轮胎”为“贵州轮胎股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

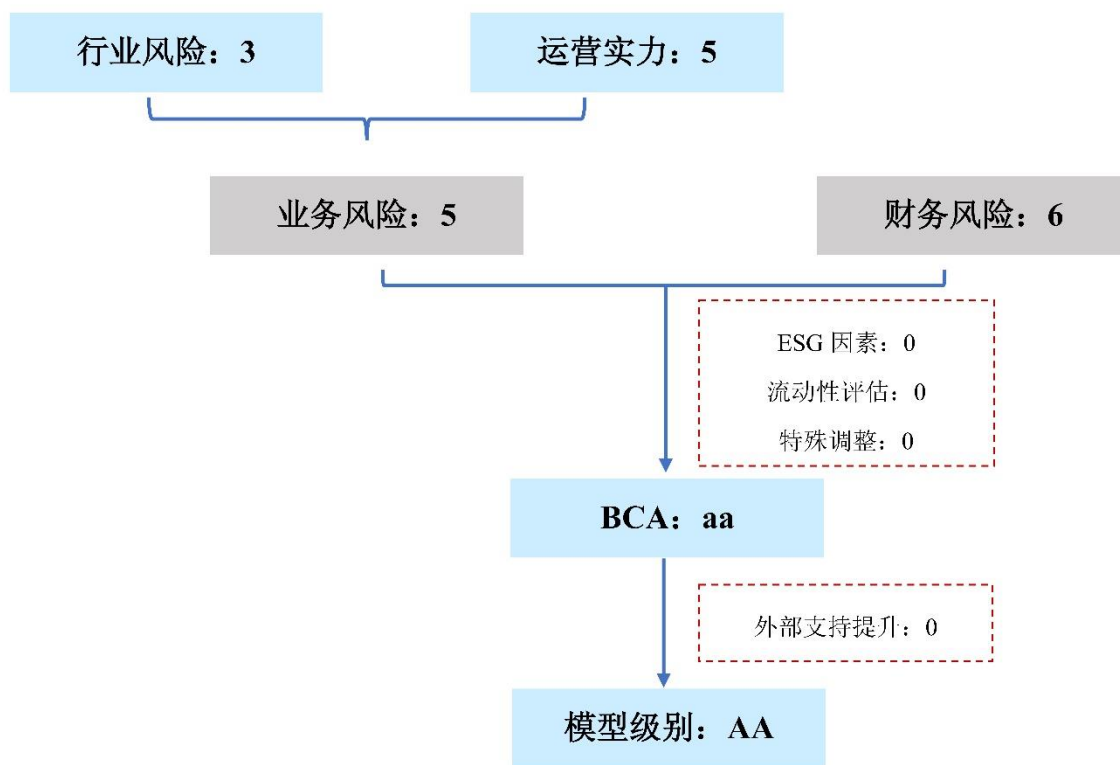
## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债 项评级 结果	上次评级时间	发行金 额（亿 元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
利民转债	AA	AA	2022/06/17	9.80	9.79	2021/03/01~2027/03/01	回售、赎回

注：转股期限为 2021 年 9 月 6 日至 2027 年 2 月 28 日。2021 年 9 月 7 日转股价格由 13.98 元/股向下修正为 11.50 元/股，自 2022 年 5 月 24 日进一步调整为 11.20 元/股。截至 2023 年 3 月末，剩余可转债金额为 9.79 亿元，剩余可转债数量为 9,793,818 张。

## ● 评级模型

利民控股集团股份有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际化工行业评级方法与模型 C030000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

利民股份属于化工行业，因化工行业与国民经济相关性大，中国化工行业风险评估为中等；公司行业地位领先，产品结构丰富，技术水平较好，但所处行业竞争性较强，且原材料全部依赖外采对利润影响较大，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险:

利民股份债务规模整体有所增长，盈利有所下滑令偿债指标有所弱化，但杠杆水平适中，经营获现能力有所提升，股权融资渠道畅通，财务风险评估为很低。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对利民股份个体基础信用等级无影响，利民股份具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

### ■ 外部支持:

利民股份系实际控制人持有资产中最核心企业，因此实际控制人对公司支持意愿很强；但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调较为有限，支持能力较弱。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

利民控股集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（以下简称“利民转债”）发行规模为 9.80 亿元，募集资金扣除发行费用后用于投资年产 12,000 吨三乙磷酸铝原药技改项目、年产 10,000 吨水基化环境友好型制剂加工项目、年产 500 吨甲氨基阿维菌素苯甲酸盐新建项目、绿色节能项目以及补充流动资金。截至 2022 年末，“利民转债”债券募集资金已使用金额为 8.82 亿元，尚未使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>



## 近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，原油价格维持高位，化工产品盈利空间有所收缩。未来上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑。传统终端市场需求回升有待内需逐步修复，而新兴市场需求仍将保持高速增长，各子行业运营及财务情况预计将出现持续分化。

2022 年以来，新能源以及国产替代相关行业需求旺盛，新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资持续上涨，但受国内传统终端市场需求疲软影响，主要产品产量当期增速均不同程度放缓。能源价格整体高位运行，但主要化工产品价格冲高回落，除油气开采外其他子行业虽收入规模保持增长，但增幅有所收窄。未来一段时间，传统终端市场需求短期内或仍有所承压，长期受房地产边际修复影响较大；而新能源以及国产替代相关行业预计仍将保持相对高速发展，带动新能源材料和化工新材料等行业固定资产投资保持上涨趋势。上游能源价格预计仍将保持高位震荡，对各子行业 PPI 形成一定底部支撑，各子行业运营及财务情况预计仍将出现持续分化。

详见《中国化工行业展望，2023 年 2 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/9793?type=1>

中诚信国际认为，利民股份作为国内重点农药生产企业之一，具备一定的行业地位和产能规模优势，产品结构丰富，技术研发实力较强。但原材料主要依赖外采，2022 年以来原材料价格上涨对主要产品盈利形成一定影响。

*跟踪期内，公司部分产品产能继续保持行业前列，主要产品产销量虽整体有所下降，但销售价格小幅增长。需关注细分市场格局及供需形势变化对未来经营业绩的影响。*

公司作为国内重点农药生产企业之一，产品涵盖杀菌剂、杀虫剂、除草剂和兽药原药及粉剂、预混剂和水针剂等系列制剂，产品品类丰富。同时，公司拥有国内最大的代森锰锌、霜脲氰、三乙磷酸铝、啉霉胺和威百亩等产能，主导产品在国内原药市场仍保持较高的市占率。2022 年以来，公司布局的国内五大生产基地生产运行保持平稳，产能规模持续提升<sup>1</sup>。

表 1：截至 2022 年末公司原药产能情况（吨/年、%）

板块	产能	经营主体	国内市场占有率	
农药板块	杀菌剂	利民化学 双吉化工 威远资产组	代森锰锌	70~80
			三乙磷酸铝	60~70
			霜脲氰	70~80
			啉霉胺	55~65
			丙森锌	40~50
	杀虫剂	利民化学 威远资产组	啉菌酯	5~15
			阿维菌素	25~35
			甲氨基阿维菌素苯甲酸盐	20~30
			吡蚜酮	28~35
			呋虫胺	45~55
除草剂	2,000	利民化学 威远资产组	草铵膦	10~20
兽药板块	600	威远资产组		--

注：公司农药板块石硫类其他原药产能为 9,000 吨/年。

资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 2022 年 4 月，年产 12,000 吨三乙磷酸铝原药技改项目进入试生产阶段；7 月，新威远新型绿色生物产品制造项目进入试生产阶段；10 月，年产 5,000 吨草铵膦项目进入试生产阶段。

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产”的模式。2022 年各装置运行稳定，受市场供需关系变化令产品结构调整以及供应链不畅等因素影响，主要产品产能利用率<sup>2</sup>有所波动，但继续保持在较高水平。2022 年公司减少产量并消纳库存，而市场供需关系变化令除除草剂和兽药外其他产品销量均有所下降。**中诚信国际关注到**，公司通过调节不同产品的产销结构，令 2022 年主要产品价格整体保持增长态势，在一定程度上减少价格波动的不利影响，但其所处农药行业供给侧结构性调整不断推进，安全环保监管趋严且细分产品市场竞争较为激烈，需关注供需形势变化对产品产销的影响。

**表 2：近年来公司分板块产品产销情况（吨）**

板块	项目	2020	2021	2022	
农药板块	杀菌剂	产量	95,427.12	87,545.04	76,773.72
		销量	82,384.24	84,568.89	75,865.87
	杀虫剂	产量	22,242.18	22,260.52	18,888.28
		销量	21,823.19	22,229.73	22,170.75
	除草剂	产量	13,018.43	15,341.22	15,135.87
		销量	27,667.29	14,040.94	15,239.59
兽药板块	产量	5,024.00	4,629.27	4,156.75	
	销量	4,788.25	4,487.08	4,795.15	

注：公司农药板块除杀菌剂、杀虫剂和除草剂外，另有生产和销售部分其他农药；由于存在外采及期初库存，部分产品产量小于销量。  
资料来源：公司提供

截至 2022 年末，公司市场营销和技术服务网络覆盖全国 30 个省直辖市、1,200 多个县，拥有 2,000 余家经销商和近四万家零售商。同时，公司还持续推进海外产品登记和市场拓展，目前销售市场覆盖 130 多个国家和地区，2022 年随着海外销售量价齐升令国外销售收入同比增长。公司下游客户相对分散，2022 年前五大客户销售收入占比为 9.10%。销售主要通过电汇、承兑、信用证等方式进行结算，采取现款现货、预收款及滚动结算等形式，海外客户账期在 30~180 天，对外业务通常通过投保中信保的形式以控制国外销售的收款风险。

**表 3：近年来公司收入构成情况（亿元）**

分地区	2020	2021	2022
国内地区	25.13	25.75	25.37
国外地区	18.75	21.63	24.79

资料来源：公司年报

### 2022 年以来，公司农药原材料价格持续上涨，对产品盈利能力形成影响。

公司原药生产的原材料主要包括乙二胺、二硫化碳和硫酸锰等，采购品种较多，整体采购集中度较低。2022 年受地缘政治、国际经济下行等因素影响，原材料供应受阻且农药原材料价格上行，对公司主要产品盈利能力形成影响，但公司原药制剂一体化在一定程度上增强生产成本控制能力。**同时中诚信国际关注到**，由于原材料采购成本占生产成本比重较大，价格与宏观经济、原油价格、上下游行业供需和安全环保等因素密切相关，公司盈利稳定性易受影响。结算方面，公司与原材料供应商主要结算方式为现款、承兑汇票。对于属于战略合作伙伴的供应商采取滚动结算的方式，账期约为 30 天；其余采购基本采用货到付款的形式。

<sup>2</sup> 2020~2022 年原药产能利用率分别为 84.16%、84.16% 和 80.45%，制剂产能利用率分别为 78.85%、78.85% 和 82.01%。



表 4：近年来公司主营业务板块原材料采购金额（亿元）

	2020	2021	2022
农药	19.99	22.81	25.26
兽药	3.06	3.11	2.87

资料来源：公司年报

目前公司在建项目较少，未来投资压力较小。

截至 2022 年末，公司主要在建项目为小型技改、零星工程，投资总额约 3.00 亿元；拟建项目为年产 1 万吨精草铵膦项目，计划总投资 3.30 亿元，2023 年计划投资 7,000 万元，未来投资压力较小。

公司持续加大研发投入，进行技术储备、产品开发和登记，产品竞争及技术优势明显。

公司目前建有南京研发中心（国际认证 GLP 实验室）、河北省企业技术中心（国家级）、河北省水分散粒剂技术中心（省级）、江苏省工程技术中心（省级）和内蒙古自治区企业研究开发中心（省级）五大研发平台，具备新药发现、原药合成、化学工程与工艺、生物工程、制剂开发、分析检测、生物测试等完善的农药、兽药技术研发体系。跟踪期内，公司保持较大规模的研发投入。2022 年新申请专利 41 项，其中发明专利 34 项、PCT 专利（国际专利）7 项，获得专利授权 34 项，其中发明专利 21 项，协同开发多项新技术和新产品，截至 2022 年末公司已经取得国内农药登记 246 个，其中原药 46 个，制剂 200 个。公司继续加大国际市场开拓力度，加快产品登记步伐，新开展境外授权登记 396 个、境外自主登记 20 个，新获得境外授权登记证 116 个、境外自主登记证 15 个。

表 5：公司近年来研发投入情况

	2020	2021	2022
研发投入金额（亿元）	1.86	1.90	2.06
研发投入占营业收入比例（%）	4.23	4.00	4.12

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，受益于部分产品销售价格增长，2022 年公司收入规模有所增长，同时保持稳定的资本结构，债务结构持续优化；但盈利能力易受市场竞争以及价格波动影响，跟踪期内，盈利能力下滑令偿债指标整体有所弱化。

2022 年公司收入规模有所增长，但受原材料价格持续上升等因素影响，经营性盈利能力有所下滑。

2022 年受益于杀菌剂销售价格增长以及除草剂量价齐升，公司营业总收入同比增长，但受原材料价格持续上升等因素影响，营业毛利率同比下滑。较好的费用管控能力令公司期间费用率保持下降趋势，但经营性业务利润及相关盈利指标仍同比下滑。2023 年一季度，受产品销量及销售价格下降等因素影响，公司营业总收入较上年同期下降 5.15%，同时原材料价格持续高位震荡令营业毛利率下降 1.81 个百分点，进一步使得经营性业务利润等盈利指标随之下滑。

**表 6: 近年来公司主要板块收入和毛利率构成 (亿元、%)**

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
农用杀菌剂	16.66	29.09	18.72	21.53	20.57	19.89
农用杀虫剂	19.06	23.79	17.67	23.22	17.12	18.93
农用除草剂	3.10	5.72	5.80	19.50	7.13	19.72
兽药	4.37	24.38	4.77	21.64	4.64	18.11
其他	0.69	--	0.42	--	0.70	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>43.88</b>	<b>24.74</b>	<b>47.38</b>	<b>22.60</b>	<b>50.16</b>	<b>18.84</b>

注：其他业务主要为销售乙二胺等原材料。

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

**表 7: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)**

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用合计	6.87	7.02	6.75	1.58
期间费用率	15.66	14.82	13.47	13.39
经营性业务利润	3.98	3.66	2.71	0.86
利润总额	4.91	3.73	2.55	0.71
EBITDA	7.61	7.12	6.12	--
总资产收益率	10.63	7.39	4.76	--

注：2022 年公司处置衍生金融工具产生投资损失 289.31 亿元。

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司总资产和所有者权益整体保持增长，债务规模和杠杆比率维持一定水平，债务结构持续优化。**

跟踪期内，随着在建项目的不断投入和转固，2022 年末公司总资产小幅增长，非流动资产占比不断提升。而募集资金投入建设令货币资金持续下降，使得 2023 年 3 月末总资产小幅下降。此外，公司货币资金受限比例相对较高；应收账款持续增长，但以一年以内账龄为主，2022 年末占比为 98.51%。公司总负债以有息债务和应付账款为主；2022 年以来，随着在建项目的不断投入，应付工程及设备采购款有所增长，债务规模维持一定水平，短期债务占比有所下降；财务杠杆随债务规模的波动而波动。此外，少数股东权益下降令 2022 年末所有者权益小幅下滑，但利润累积令 2023 年 3 月末所有者权益有所回升。

**表 8: 近年来公司资产、负债及资本结构 (亿元、%)**

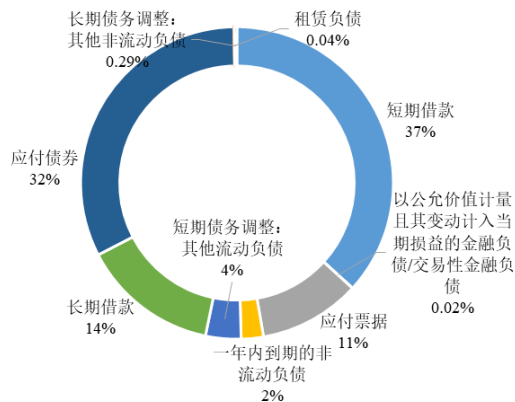
	2020	2021	2022	2023.3
<b>资产总额</b>	<b>51.90</b>	<b>68.83</b>	<b>70.56</b>	<b>68.23</b>
货币资金	7.33	9.70	7.64	5.03
存货	6.59	10.66	9.77	9.17
应收账款	1.97	2.62	3.78	5.71
固定资产	19.69	20.29	25.76	25.17
在建工程	1.22	6.07	8.07	9.21
非流动资产/总资产	58.00	57.43	64.01	66.49
<b>负债总额</b>	<b>26.74</b>	<b>40.04</b>	<b>42.16</b>	<b>39.22</b>
应付账款	4.67	4.76	7.02	7.41
<b>总债务</b>	<b>13.84</b>	<b>27.28</b>	<b>27.48</b>	<b>26.15</b>
短期债务/总债务	80.27	62.33	55.73	53.24
<b>所有者权益合计</b>	<b>25.16</b>	<b>28.79</b>	<b>28.40</b>	<b>29.01</b>
资产负债率	51.52	58.17	59.75	57.48
总资本化比率	35.49	48.66	49.18	47.41

注：2022 年以来，受产品价格下滑影响，公司计提一定存货跌价准备或合同履约成本减值准备令期末存货持续小幅下滑。2022 年 4 月，公司完成收购威远资产组（威远生化、威远药业和新威远）剩余 10% 的少数股东股权，使得少数股东权益下降令所有者权益略有

下降。2022 年公司分红规模为 1.10 亿元。

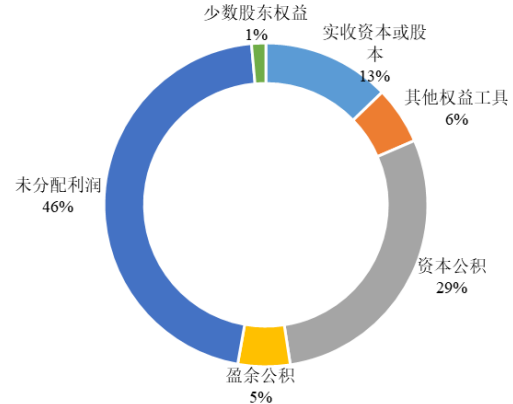
资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

**图 1：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成**



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**图 2：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**2022 年公司经营获现水平同比大幅提升，但偿债指标整体有所弱化；需持续关注未来经营获现的变化情况及稳定性。**

2022 年，商品销售收入增加、购买原材料的现金支出减少以及收到税费返还令经营活动净现金流大幅增长；预付在建工程款减少以及理财产品到期收回令当期投资活动现金净流出规模大幅下降；同时，当期无可转债发行因素影响，在保持一定债务偿付力度的情况下，筹资活动现金流由净流入转为净流出。2023 年一季度，受销售旺季原材料采购等支出增加等因素影响，经营活动现金呈净流出态势；由于在建投资压力较小，投资活动净流出和筹资活动净流入规模均有所下降。

偿债指标方面，2022 年公司盈利水平的下降使得 EBITDA 对债务本息覆盖能力有所弱化；经营活动净现金流对利息覆盖能力有所提升，但对债务仍无法实现较好覆盖，同时非受限货币资金对短期债务的覆盖能力持续下降，面临一定短债压力。中诚信国际将对公司未来经营获现的变化情况及稳定性保持持续关注。

**表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	9.03	0.60	6.43	-1.77
投资活动产生的现金流量净额	-2.41	-10.42	-5.60	-0.96
筹资活动产生的现金流量净额	-3.58	10.30	-2.89	0.88
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	15.12	0.73	6.13	--
EBITDA 利息保障倍数	12.75	8.73	5.84	--
FFO/总债务	0.36	0.21	0.14	--
总债务/EBITDA	1.82	3.83	4.49	--
非受限货币资金/短期债务	0.59	0.41	0.34	0.36

资料来源：公司年度报告，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计 5.86 亿元，主要系货币资金 2.43 亿元、应收票据 1.49 亿元、固定资产 1.48 亿元和无形资产 0.47 亿元。

截至 2022 年末，公司无对外担保，无影响其正常经营的重大未决诉讼或仲裁事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的资料显示，2020~2023 年 5 月 19 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

——2023 年，考虑到新增产能的逐步释放以及下游需求或将有所回升，公司收入仍将保持增长，但原材料价格高位震荡，盈利能力或将持续小幅下行。

——2023 年，公司技改以及拟建项目将按期推进且保持一定投资。

——2023 年，公司投资压力不大，新增债务融资规模有限。

### 预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率（%）	48.66	49.18	47~49
总债务/EBITDA（X）	3.83	4.49	4.5~5.0

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司面临一定短期流动性压力，但投资规模较小，畅通的外部融资渠道可实现资金平衡。**

截至 2023 年 3 月末，公司在各家金融机构获得授信额度合计 28.18 亿元，其中，尚未使用授信额度为 12.35 亿元，拥有一定备用流动性；截至 2022 年末，公司未受限账面货币资金合计 5.21 亿元；同时，公司为 A 股上市，股权融资渠道畅通。

公司资金流出主要用于经营活动、资本性支出、债务还本付息以及向股东分配股利等，其中短期债务规模较大，未受限的自有资金对短期债务覆盖能力弱，短期流动性压力相对较大。但有息债务以银行融资和可转债为主，且未来投资规模较小，畅通的外部融资渠道可实现资金平衡。

表 11：截至 2022 年末公司债务到期分部情况（亿元）

合并口径	一年以内		一年以上
	15.32	12.16	
银行融资	10.06	3.70	
公开债务	0.00	8.38	
其他	5.26	0.09	

注：受四舍五入影响，各分项加总与合计数不一致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保工作，法人治理结构完善，各项管理措施完善，但仍需关注安全环保压力加大对公司的影响以及控股股东、实际控制人及其一致行动人对公司股权质押情况。**

环保方面，跟踪期内，公司继续推进各项环保工作，建立和完善环保管理的规章制度和应急预案，成立环境管理组织机构，加强现场的监督和检查。各子公司围绕法规标准和目标任务制定相应工作计划，大力推进“废气治理提标改造”、“零排放废水处理设施”等环保“新改扩”项目，未发生环境行政处罚事件和环境污染事件。同时，公司通过全面实施能源管理方案，节约能源使用，减少碳排放。

表 12：近年来公司安全、环保投入情况（万元）

	2020	2021	2022
安全生产投入	2,951.83	2,768.85	2,751.64
环保投入	19,968.06	29,041.26	20,538.89

资料来源：公司社会和治理报告，中诚信国际整理

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；近三年，公司无重大负面影响的产品质量问题，未发生市场监督管理部门处罚。安全生产方面，2022 年公司全面完善安全生产机制，推进安全标准化建设，优化和完善隐患排查治理制度，完善应急管理机，各子公司安全生产指标完成较好，威远生化通过省厅二级标准化的复审，全面展开一级标准化建设；双吉化工完成了安全生产二级标准化取证；威远药业完成了安全生产三级标准化取证。但作为农药生产企业，公司存在不可预见的安全隐患及其他不确定因素，安全风险较高，中诚信国际将对此保持关注。

公司治理方面，公司依照法律法规，结合自身情况，不断完善公司的现代企业制度建设和公司治理结构，设有股东大会、董事会和监事会，法人治理结构完善，同时围绕业务的主要风险特征，建立健全内部控制和 risk 管理体系。资金方面，公司保持上市公司独立性，同时暂未对下属各子公司资金进行归集。**中诚信国际关注到**公司控股股东、实际控制人及其一致行动人对公司股权质押比例持续提升且维持较高水平，截至 2023 年 3 月末，控股股东、实际控制人及其一致行动人累积质押公司股权 0.64 亿股，占其所持股份比例 53.87%，主要用于融资还款。战略方面，公司将继续围绕主业发展，规划明晰，但化学农药对大气、水系和土壤均会造成一定污染，为了促进农药行业的健康发展，我国陆续发布了一系列农药减量增效相关政策，推动农药产品结构调整，随着竞争压力和环保压力加大，农药行业处于新一轮整合期，中诚信国际将持续关注行业竞争格局变化对公司发展战略的影响。

## 外部支持

**公司为实际控制人核心资产，其对公司支持意愿很强，但协调当地政府和金融机构等资源的能力有限。**

利民股份系实际控制人李明、李新生、李媛媛<sup>5</sup>持有资产中最核心企业，因此实际控制人对公司

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

<sup>5</sup>截至 2023 年 3 月末，公司总股本为 3.73 亿股，其中，李明持股比例为 19.79%；李新生持股比例为 12.01%，李媛媛持股比例为 0.19%。李明与李新生为父子关系，与李媛媛为父女关系，三人合计持有公司总股本的 31.99%，为公司的控股股东和实际控制人，跟踪期内持股比例未有变化。

支持意愿很强；但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调较为有限，支持能力较弱。

## 同行业比较

中诚信国际选取了保利联合和贵州轮胎作为利民股份的可比公司，上述三家公司虽主营业务细分领域不同，但所处行业地位以及财务等方面具有较高的可比性。

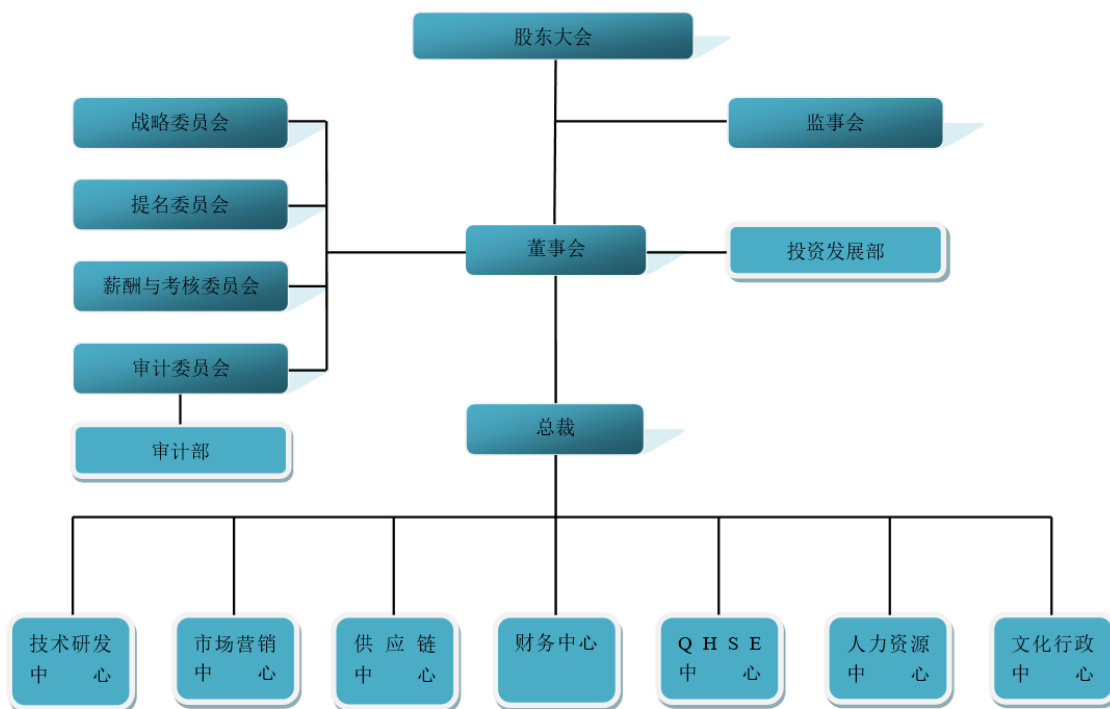
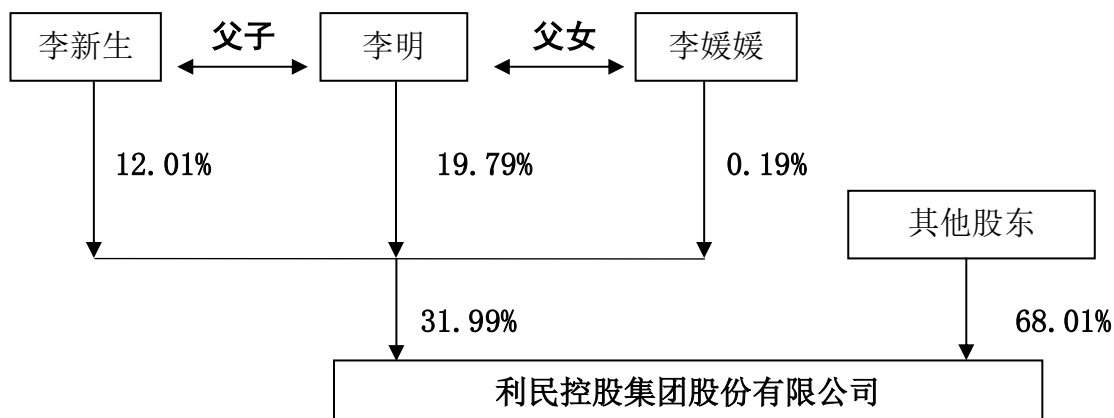
**中诚信国际认为，利民股份与可比公司均处于细分行业领先地位，技术水平较好，且上游原材料均主要依赖于外采，但利民股份较可比企业行业集中度更为分散且竞争更为激烈，但产品结构更为丰富。财务方面，利民股份财务杠杆处于行业平均水平，盈利能力及获现能力亦处于可比企业中游水平，较可比企业资金占用规模较小，受非经常性损益影响亦较小，但短期债务偿付压力较大。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持利民控股集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“利民转债”的信用等级为 **AA**。



## 附一：利民控股集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：利民控股集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	73,258.45	97,016.96	76,417.45	50,302.96
应收账款	19,716.15	26,200.02	37,798.85	57,102.61
其他应收款	8,950.62	1,489.87	1,716.83	2,286.55
存货	65,894.33	106,570.93	97,745.40	91,728.54
长期投资	27,949.22	31,233.67	30,386.45	30,162.78
固定资产	196,881.39	202,867.52	257,613.21	251,676.10
在建工程	12,153.88	60,687.11	80,675.44	92,139.75
无形资产	38,327.55	48,546.61	46,115.41	45,399.02
资产总计	518,971.71	688,329.26	705,612.38	682,261.68
其他应付款	5,593.04	6,681.29	6,872.68	8,646.34
短期债务	111,099.61	170,068.42	153,155.62	139,220.03
长期债务	27,307.14	102,781.50	121,645.18	122,264.48
总债务	138,406.76	272,849.91	274,800.80	261,484.51
净债务	72,845.98	203,545.23	222,664.65	211,181.55
负债合计	267,364.32	400,433.30	421,599.21	392,165.80
所有者权益合计	251,607.39	287,895.96	284,013.17	290,095.88
利息支出	5,972.90	8,157.18	10,482.32	--
营业总收入	438,804.79	473,756.60	501,635.99	118,175.25
经营性业务利润	39,766.36	36,580.50	27,098.84	8,582.72
投资收益	9,788.59	3,033.64	1,444.53	-201.85
净利润	42,981.01	33,498.86	22,738.14	5,960.48
EBIT	55,186.30	44,596.50	33,181.23	--
EBITDA	76,135.85	71,194.05	61,167.18	--
经营活动产生的现金流量净额	90,333.52	5,959.79	64,253.81	-17,700.98
投资活动产生的现金流量净额	-24,105.56	-104,152.08	-55,979.12	-9,578.83
筹资活动产生的现金流量净额	-35,814.61	103,047.32	-28,893.62	8,841.95
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	24.74	22.60	18.84	20.91
期间费用率（%）	15.66	14.82	13.47	13.39
EBIT 利润率（%）	12.58	9.41	6.61	--
总资产收益率（%）	--	7.39	4.76	--
流动比率（X）	0.95	1.03	0.88	0.88
速动比率（X）	0.66	0.65	0.54	0.53
存货周转率（X）	5.01	4.25	3.99	3.95*
应收账款周转率（X）	22.26	20.64	15.68	9.96*
资产负债率（%）	51.52	58.17	59.75	57.48
总资本化比率（%）	35.49	48.66	49.18	47.41
短期债务/总债务（%）	80.27	62.33	55.73	53.24
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.54	-0.03	0.17	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.68	-0.05	0.31	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	15.12	0.73	6.13	--
总债务/EBITDA（X）	1.82	3.83	4.49	--
EBITDA/短期债务（X）	0.69	0.42	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	12.75	8.73	5.84	--
EBIT 利息保障倍数（X）	9.24	5.47	3.17	--
FFO/总债务（X）	0.36	0.21	0.14	--

注：1、带“\*”指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	经营效率	应收账款周转率
存货周转率		营业成本/存货平均净额
现金周转天数		(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率		(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计		销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn