

信用等级公告

联合[2013] 337 号

联合资信评估有限公司通过对江阴澄星实业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

江阴澄星实业集团有限公司

主体长期信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一三年四月三日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

江阴澄星实业集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2013 年 4 月 3 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
资产总额(亿元)	123.21	141.42	165.30	171.02
所有者权益(亿元)	44.84	51.82	62.37	69.14
长期债务(亿元)	17.66	17.72	29.07	31.88
全部债务(亿元)	74.63	78.09	94.06	94.00
营业收入(亿元)	149.70	177.89	204.32	161.80
利润总额(亿元)	5.21	8.65	12.89	7.26
EBITDA(亿元)	12.93	18.86	25.04	--
营业利润率(%)	6.69	8.80	10.00	9.00
净资产收益率(%)	10.30	13.48	16.92	--
资产负债率(%)	63.61	63.36	62.27	59.57
全部债务资本化比率(%)	62.47	60.11	60.13	57.62
流动比率(%)	68.71	74.14	90.70	101.99
全部债务/EBITDA(倍)	5.77	4.14	3.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	4.13	4.62	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

姚德平 王 冰

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(“联合资信”)对江阴澄星实业集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司在化工领域适度多元化的产业布局、完整的上下游产业链、稳定的客户群体等方面具备的优势。同时,联合资信也关注到化工行业原材料及产品价格波动大、公司营业利润率较低、债务规模增长较快等因素给公司经营及偿债能力可能带来的不利影响。

公司在中国磷酸盐领域处于领先地位,同时在化工领域内适度多元化发展,有助于避免单一行业可能对经营所带来的不利影响。随着 PTA 项目的建成投产,公司聚酯产业链也得到进一步完善。公司经营有望保持稳定,进而支撑公司的信用基本面。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司实行化工领域内适度多元化投资策略,产业链进一步完善,成本控制能力加强。
2. 公司在中国磷酸盐行业居领先地位,拥有从磷矿、电厂到物流运输完整的产业链。
3. 公司营业收入稳定增长,主业盈利能力较为稳定。

关注

1. 公司磷酸盐和聚酯切片原料价格波动大,产品价格受行业景气周期影响大。
2. 公司有息债务以短期债务为主,债务结构有待改善。
3. 公司对外担保金额较大,存在一定的或有负债风险。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江阴澄星实业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江阴澄星实业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江阴澄星实业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江阴澄星实业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江阴澄星实业集团有限公司主体长期信用等级自 2013 年 4 月 3 日至 2014 年 4 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

江阴澄星实业集团有限公司（以下简称“澄星实业”或“公司”）前身为由江阴市要塞镇澄南村于 1984 年成立的村办企业江阴市要塞澄南化工厂。1994 年 5 月，以江阴市要塞澄南化工厂为主体的五家同属于江阴市要塞镇澄南村的村办企业组建成立江苏澄星磷化工集团公司。2001 年 3 月，江苏澄星磷化工集团公司由李兴等 30 名自然人出资改制为有限责任公司，并更名为江阴澄星实业集团有限公司（现名），注册资本变为 19834 万元。随后公司进行了多次增资，2009 年 8 月公司股东将部分股权转让给江阴澄星实业集团有限公司工会委员会。

截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 82000 万元，股东结构如下表 1 所示，李兴先生为公司创始人，也是公司的实际控制人。

表 1 公司股权结构

股东名称	投资额（元）	占股比例（%）
李兴	418212300	51.00
傅本度	58165060	7.09
李伟林	49910940	6.09
周忠明	41683060	5.08
刘金法	22844367	2.79
陈国龙	14508800	1.77
澄星集团工会委员会	214675473	26.18
合计	820000000	100.00

资料来源：公司提供

公司主要从事实业投资，目前已涉足精细磷化工；矿、电、磷一体化；热电；聚酯瓶级切片；化肥生产；液体化工产品仓储物流；国际进出口贸易等领域。

截至 2012 年 9 月底，公司内设总裁办公室、法律事业部、人力资源部、行政后勤部、企业管理部、工程管理部、科技管理部、环保管理部、能源管理部、投资管理部、财务结算部、物质采购协调管理部等 12 个职能部门，下辖磷化工事业部、PET 事业部、PTA 事业部、热电

事业部、物流事业部、仓储事业部、驻外事业部、进出口事业部和综合事业部 9 个事业部。截至 2011 年底，公司纳入合并范围的全资及控股子公司 22 家。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为 165.30 亿元，所有者权益合计 62.37 亿元（其中少数股东权益 13.10 亿元），2011 年公司实现营业收入 204.32 亿元，利润总额 12.89 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 171.02 亿元，所有者权益合计 69.14 亿元（其中少数股东权益 13.81 亿元），2012 年 1~9 月公司实现营业收入 161.80 亿元，利润总额 7.26 亿元。

公司注册地址：江阴市澄张路 18 号；法定代表人：李兴。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012 年前三季度，中国实现国内生产总值 353480.0 亿元，同比增长 7.7%，GDP 前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长 8.1%，二季度增长 7.8%，三季度增长 7.7%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年 1~12 月，中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%，其中 12 月单月同比增速达 10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为 0.3、0.4、0.5 和 0.4 个百分点。2012 年 1~11 月规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现主营业务收入 823325 亿元，同比增长 10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为 0.1、0.5 个百分点。规模以上工业企业实现利润 46625 亿元，同比增长 3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为 1.3、2.3 和 2.5 个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、

投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年1~12月，社会消费品零售总额为20334亿元，同比增长15.2%，同比增速小幅回落2.9个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年1~11月，固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

2012年CPI整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年1~11月全国教育支出16394亿元，同比增长32.9%；医疗卫生支出6027亿元，同比增长19.7%；社会

保障和就业支出11089亿元，同比增长15.7%；住房保障支出3688亿元，同比增长16.8%。2012年1~11月，全国财政累计收入为108903亿元，累计支出为104896亿元，分别同比增长11.9%和17.9%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省（直辖市、计划单列市）。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，我国将对进出口关税进行部分调整，我国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至11月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全

年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年底，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款利率调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

三、行业及区域经济环境

公司主要的业务板块分为石化板块、磷化工板块、煤化工板块和物流贸易板块，其中石化板块和磷化工板块是公司的主要生产业务；煤化工板块所占份额较小，公司正在逐步退出；物流贸易则随着公司生产业务的发展而不断壮大。

1. 磷化工行业（黄磷、磷酸、磷酸盐）

广义磷化工产业包括从磷矿石到下游磷肥和精细磷酸盐等含磷化学品的整条产业链。

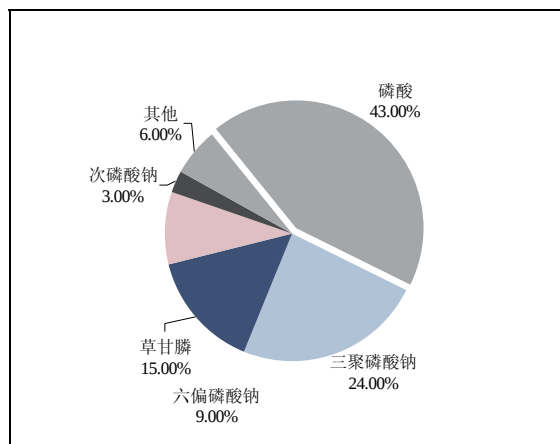
中国磷矿经济储量达 37 亿吨，仅次于摩洛哥，但是整体品位仅为 17%，可采储量的平均品位也仅为 23%，远低于 30% 的全球平均水平，是世界上矿石平均品位最低的国家。同时，中国 90% 以上的磷矿为 P_2O_5 含量低于 30% 的中低品位矿，真正可用的磷矿资源并不丰富。

磷矿石主要用于生产磷肥（磷酸一铵、磷酸二铵等）、饲料（磷酸氢钙），或加工为黄磷，进而生产洗涤助剂（三聚磷酸钠）、含磷农药、磷系阻燃剂等产品，其中磷酸既是最终产品，又是用于生产磷酸盐的原料。国内 2011 年消费的磷矿石中，用于生产磷肥的比例超过 80%，国外需求分布中磷肥比例略低（70~80%），但整体格局与之大体相仿。

精细磷化工产品主要有黄磷、磷酸、磷酸盐，其中黄磷为生产磷酸和磷酸盐的中间产品，黄磷的生产过程中，电力成本占到黄磷成本的 50% 以上。国内黄磷发展的主要方向是在电力条件相对优越的地方发展大型黄磷生产装置，并大力发展黄磷生产的循环经济。精细磷化工行业最终面向客户的产品为磷酸和磷酸盐。国内磷酸盐产品主要包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、三氯化磷（用于生产草甘膦等含磷农药）。与国外企业工艺路线不同的是，由于国内的湿法磷酸的生产和提纯技术不过关，产品纯度偏低（最高 30%），因此大部份产品以热法磷酸工艺生产，即先将磷矿石还原为黄磷（磷单质），再进一步加工为各类产品。2000~2011 年，国内黄磷产量的年复合增速为 7.3%。

黄磷属高能耗、资源型产品，电力约占生产成本的 50% 以上。近年来主要发达国家由于受资源和能源的限制，已关闭其生产装置。国内黄磷则多在云贵川鄂等水电和磷矿资源相对集中的地区生产。

图1 2010年国内黄磷下游主要用途分布



资料来源: Wind 资讯

依靠资源优势,中国精细磷化工行业发展速度较快,目前中国磷化工生产企业在 500 家以上,磷酸盐生产能力约 300 万吨,产量约 200 万吨,共有 60 多个品种、100 多个规格,就产量而言,是世界上仅次于美国的第二大磷酸盐生产大国。中国黄磷、磷酸、三聚磷酸钠的产量均位居世界第一,占据了世界 2/3 的市场份额,已成为国际初级磷酸盐产品的主要出口国。

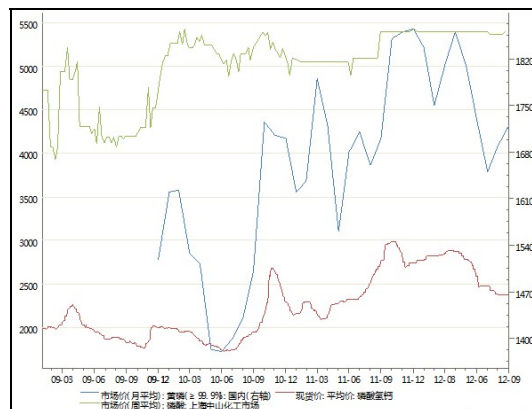
2011 年,中国黄磷产能超过 220 万吨/年,磷酸及其他磷酸盐产品总产能已经超过 1000 万吨/年,高居世界首位。黄磷生产多利用发电季节性很强的地方小水电(丰水期发电生产,枯水期停电停工),由于实行差别电价,即使以火电为电力的黄磷企业,也往往实行错峰生产。2011 年以来,为完成节能减排目标,各主产省均对黄磷生产加以限制,全国黄磷产量在 60 万吨左右,全行业开工率仅约 30%。

2010 年上半年,黄磷价格延续了 2009 年四季度的盘整格局,出现了震荡下跌的势头。2010 年下半年,受短期运输、供给影响,国内黄磷价格在丰水期逆市大幅上涨,带来下游磷化工产品价格上涨。随着丰水期逐渐结束、黄磷供给逐渐减少,黄磷价格开始在高位震荡。

2011 年年初以来,黄磷的价格一直小幅波动之中。磷酸的价格出现了小幅的上涨。磷酸盐的价格在 2011 年下半年出现了一波明显的上涨,截至目前,黄磷价格一直处于高位波动

状态。

图2 黄磷、磷酸和磷酸氢钙的价格走势(元/吨)



资料来源: Wind 资讯

目前中国精细磷化工产品结构不够合理,出现结构性供给过剩,低附加值的初级磷化工产品如工业磷酸、三聚磷酸钠比例过大,高附加值的精细磷化工产品如牙膏级磷酸氢钙、电子级磷酸比例较小,不能满足市场需求。传统的大宗磷酸盐产品需求不振,而以高等级磷酸及磷酸盐(电子级、食品级)、复配磷酸盐、有机磷酸盐等为代表的部分精细化、专用化磷化工产品需求增长较快,且竞争壁垒较高,具备很好的发展前景,也是国内大型磷酸盐企业的发展重点。

由于黄磷具有战略资源特性,受政策调控力度较大。2010 年 7 月 15 日国家财政部和税务总局下发《关于取消部分商品出口退税的通知》,有十余个磷酸盐品种被覆盖其中。2011 年内公布的《产业结构调整指导目录》(2011 版)将所有新建的黄磷装置列入限制类产品目录,新建黄磷产能审批难度将加大,且即使建成也需承受较高的限制类电价,成本劣势将较为明显。以云南省为例,按照其限制类企业每千瓦时 0.1 元的差别电价加价标准,黄磷吨成本将提升 1300 元以上。《石化和化学工业“十二五”发展规划》提出将淘汰单台产能 5000 吨/年以下和不符合准入的黄磷生产企业。

国家总体政策导向为限制磷矿石、黄磷等磷资源类产品以及工业级磷酸等磷化工初级产品的出口,促进中国磷化工产业向精细化发展。

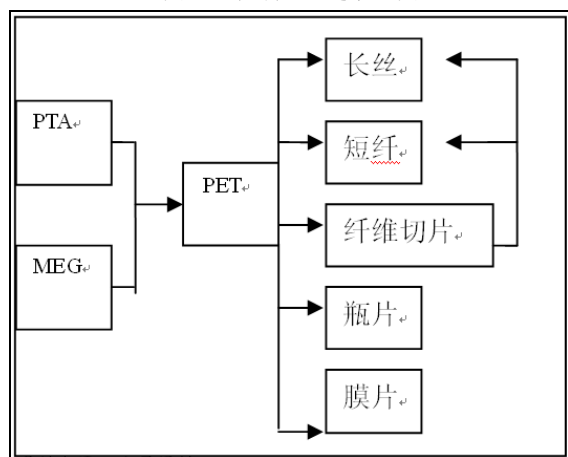
展望未来, 由于传统产品的需求仍然较为低迷, 伴随磷矿石价格上涨、黄磷产能收紧, 国内大宗磷酸盐的落后产能有望加速淘汰, 而新增产能又受制于行业政策, 行业秩序将逐步好转。

2. 石化板块 (PTA、PET)

PTA 产品

PTA (对苯二甲酸) 是生产聚酯, 尤其是聚对苯二甲酸乙二醇酯 (PET) 的原料。高纯度 PTA 与 MEG (乙二醇) 缩聚得到 PET, 主要用于生产聚酯。而聚酯纤维是合成纤维最主要的品种, 在中国以聚酯为原料生产的聚酯纤维已经在合成纤维总产量中超过了 80% 的比例。加之聚酯还用于生产非纤维产品 (如瓶级聚酯), 消耗的 PTA 的数量近来增长迅速, 非纤维领域聚酯的用量持续增长, 目前产品主要用于与乙二醇酯化聚合生产聚酯切片长短涤纶纤维, 广泛用于纺织, 此外聚酯还用于电影胶片、涂料、油漆及聚酯塑料的生产。

图 3 聚酯产业链示意图



资料来源: 联合资信整理

PTA 的应用比较集中, 世界上 90% 以上的 PTA 用于生产 PET, 其它部分是作为聚对苯二甲酸丙二醇酯 (PTT) 和聚对苯二甲酸丁二醇酯 (PBT) 及其它产品的原料。

PTA 经由 PX (对二甲苯) 以醋酸为溶剂, 在催化剂作用下经空气氧化, 结晶、过滤、干燥、除杂质等过程制成。其中, PX 是 PTA 的

主要原料, 占到成本的 80% 左右。PX 属于石化项目产品, 一般是由石脑油中提取, 而石脑油中约 80% 的比例用于生产乙烯, 所以 PX 供应量的刚性较大, 不跟随下游需求的变动而变化。且 PX 的固定资产投资一般跟随于大型的炼化项目。近年来计划建设的 PX 装置由于受国家环保政策及国际原油市场波动影响纷纷缓建。截至 2011 年底, 中国 PX 厂家主要集中在中石化、中石油和中海油三家国有企业中, 厂家数目为 14 家。2009 年全球经济复苏, 国内 PX 产能集中投产, 产能增速高达 63%, 但是 2010 年新增 PX 产能 80 万吨, 2011 年只有中石化乌鲁木齐 100 万吨装置投产, 国内 PX 产能为 906 万吨/年。

PX 需求方面, 2010 年中国 PTA 产量为 1300 万吨, PX 产量为 730 万吨, 按 1 吨 PTA 需要 0.655 吨 PX 计算, 缺口在 200 万吨左右。2011 年国内 PTA 产能增加约 375 万吨, 因此短期供需矛盾将更为突出。2012 年国内 PTA 产能集中投产, 新增产能总量约在 890 万吨, 而国内 PX 新增产能仅为 145 万吨。虽然目前规划中的 PX 项目较多, 但尚未能够大规模投产。所以 PX 短缺局面将持续很长一段时间。

PX 进口方面, 2003 年以来, 中国 PX 进口量逐年递增, 进口依存度在 40% 左右。未来随着 PTA 新增产能投产, 中国 PX 进口量将继续增加。中国 PX 进口主要集中在日本和韩国。两者进口量占总进口量 50%。因此, 两国 PX 生产状况明显会影响中国 PX 价格。

中国的 PTA 生产曾长期由石化系统国企垄断, 基于体制和历史原因, 许多企业运营效率较低。随着近年来相关政策放宽, 其它投资主体逐渐进入到聚酯原料生产领域。截至 2011 年底, 中国 PTA 生产商为 20 家。虽然中国 PTA 产业起步较晚, 但是扩展迅猛, 2010 年中国 PTA 产能达到 1996 万吨/年。随着 PTA 行业的发展, 中国 PTA 产能已经超越韩国、美国, 成为世界第一。未来两年全球 PTA 产能增长主要集中在中国。开工率方面, 2011~2012 年 PTA 产能增

速明显高于 PX 产能增速，因此 PTA 的开工率将受 PX 供给制约，或将有所下降。

表 2 2011 年国内主要 PTA 产能（单位：万吨）

项目名称	投产日期	项目规模
扬子石化	1989、2006	135
仪征化纤	1995、2003	95
辽阳石化	1996、2007	80
厦门翔鹭	2002、2006	160
珠海 BP	2003、2008	150
宁波逸盛石化	2005、2006	135
绍兴远东石化	2005、06、07	180
亚东石化	2006	60
宁波三菱	2006	60
宁波台塑	2007	60
大连逸盛	2009	150
重庆蓬威石化	2009	90
福建石狮佳龙	2010	60
2011 年投产		
江阴汉邦	2011.1	60
大连逸盛	2011.5	(新增产能)50
宁波逸盛石化	2011.9	180
江苏三房巷	2011.9	90

资料来源：联合资信整理

表 3 2012 年 PTA 新增产能（单位：万吨）

项目名称	投产日期	项目规模
珠海 BP	2012.2	20
绍兴远东	2012.4	120
嘉兴桐昆	2012.5	150
厦门翔鹭	2012.6	200
大连恒力	2012.8	200
海南逸盛	2012.12	200
合计		890

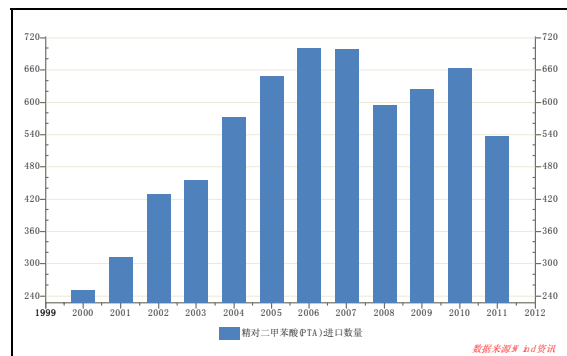
资料来源：联合资信整理

随着国内下游聚酯产业的迅速发展和国内 PTA 产能增加的相对滞后，PTA 缺口部分只能通过进口满足，其中每年的进口量中约 98% 左右来自亚洲。浙江与江苏等地是 PTA 进口的主要接收地，主要是因为江苏与浙江地区下游聚合物产品总产能比较大，占据了全国的 70% 以上市场份额。2008 年以后，国内 PTA 项目逐步投产，2011 年进口量为 537.75 万吨。今后两年

内中国 PTA 新增产能将远超过之前每年的进口量，但预计中国 PTA 进口量还将保持一定的水平，主要原因是进口 PTA 能够满足进口商融资需求，降低资金成本，另外，部分生产高端产品的聚酯厂家一直习惯用进口 PTA 作为原料。

PTA 进口方面，虽然中国近年来 PTA 产能大幅扩张，并且维持非常高的开工率，但仍难以满足国内对 PTA 的需求，但进口依存度已经从 2006 之前的 50% 以上逐年下降至 2010 年的 31%。

图 4 2000~2011 年 PTA 进口数量

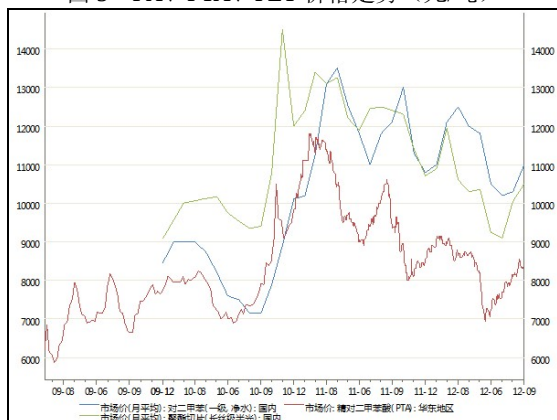


资料来源：Wind 资讯

2010 年，中国纺织服装需求旺盛，棉花价格大涨，作为 PTA 下游的化纤（其中涤纶主要由 PET 制成），其比价优势凸显。PET 的价格在需求旺盛的带动下一路走高。受聚酯产能扩张的影响，PTA 的价格也不断上涨。同时，作为 PTA 原料的 PX 也随国际原油价格的大涨而抬头向上。总体上，2010 年，在上游 PX 价格的支撑以及下游 PET 需求的旺盛共同作用下，全年 PTA 的价格出现了大幅上涨。

进入 2011 年，国际经济环境持续低迷，PTA 扩产产能的释放令供给较为充分。上半年 PTA 以及 PET 价格出现回落。二季度价格出现短暂回升，三季度以来，价格又再次出现大幅下降。2012 年上半年 PTA 和 PET 价格继续大幅下滑，直至 6 月份才出现反弹迹象。目前 PTA 和 PET 价格还在反弹过程中，后续能否继续上升还需进一步观察。

图5 PX、PTA、PET 价格走势（元/吨）



资料来源: Wind 资讯

总体来看,随着国民经济的发展,PET 在纺织、瓶片及薄膜等领域的需求将会稳定增长,进而带动 PTA 的需求同步上涨。国际原油价格上涨带动下的 PX 价格的强势将为 PTA 价格带来支撑,但产能的扩张使得企业间的竞争较为激烈。同时,受经济环境的影响,PTA、PET 均呈现一定的周期性波动。

PET 产品

聚酯为 PTA 板块的主要下游产业,聚酯切片具有较高的粘度、较低的乙醛含量、较好的结晶性、耐热性和尺寸稳定性等特征,分为纤维用和非纤维用,其中 20%的 PET 制成非纤维用品。由于聚酯瓶对原材料聚酯切片的质量要求较高,该用途的聚酯切片称为聚酯瓶片或瓶级切片。

MEG 是聚酯的主要原料之一。MEG 未来两年无新增产能,国内对进口 MEG 的依存度高达 70%,MEG 港口库存处于近年来较低的水平,市场当前供需基本平衡。价格方面 MEG 经过 2009 年的震荡和 2010 年的持续上涨之后,今年有所回落,但与其他化工产品相比幅度有限,由于对进口依存度较高以及产能投放和 PX 类似,均处于停滞阶段,未来两年无产能投放肯定会使 MEG 的供给受到限制,进而支撑 MEG 的价格。这样必然导致下游成本进一步增加,挤压下游利润。

聚酯瓶片是 PET 最大的非纤维应用市场,

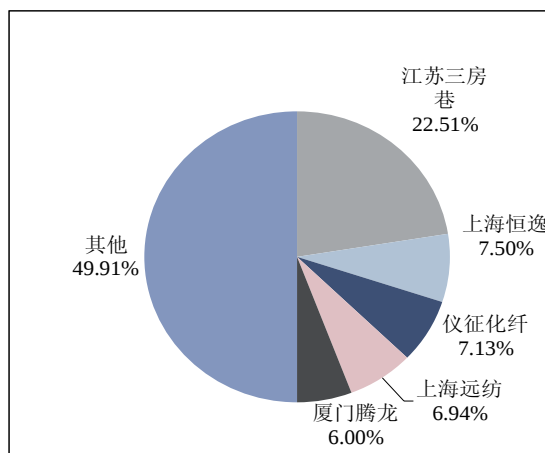
由于 PET 具有可回收性和易改性两大优点,广泛应用于包装业,同时也是 PET 增长最快的领域。聚酯瓶片的主要产品有水瓶级、油瓶级、碳酸饮料级、热灌装级、片材级,其中水瓶级聚酯切片适用于制作纯净水、天然矿泉水、蒸馏水等各种饮用水包装瓶和各种食用调味品包装瓶;油瓶级聚酯切片适用于食用油包装瓶、酒瓶、药品瓶等;碳酸饮料级聚酯切片适用于制作各种碳酸饮料瓶、大桶饮用水瓶等;热灌装瓶级聚酯切片适用于茶饮料、果汁饮料和其他需要热灌装消毒处理的介质型饮料瓶;片材聚酯切片适用于目前市场日益流行和使用广泛的环保型片材。

近年来,饮料、食品等的包装需求强劲增长,带动了全球聚酯瓶和聚酯瓶片的需求量。包装用聚酯的市场容量和发展潜力都非常巨大,而经济波动对大量使用聚酯包装的快速消费品行业影响相对较小,为聚酯瓶片提供了稳定的下游市场基础。鉴于聚酯瓶片能够较好地替代 PVC、铝材和玻璃等传统的包装材料,更是在诸多包装材料领域得到了广泛的应用,发展潜力很大,已成为聚酯链产品中增长速度最快的大类。最近几年,全球聚酯瓶片产能及市场需求增长率稳定保持在 15%以上,随着产品开发和技术改进,其在整个聚酯链产品中所占的比重还将继续上升。目前国内聚酯瓶片的下游客户主要集中在华东、华南及胶东半岛的一些规模较大的饮料企业。

根据国家统计局和海关的统计数据,中国 2011 年聚酯切片产量为 1224.80 万吨,同比增加 2.94%。目前世界上聚酯切片产能百万吨以上的大公司主要有美国威尔曼和 Vordian、台湾远东纺织、德国 equipolymers 和波兰 elana 等。国内瓶级聚酯切片行业起步虽晚,但发展迅速。国内的聚酯产能集中于浙江、江苏及上海地区。经过多年市场竞争,目前国内已出现一批具备相当规模的聚酯链企业集团,其中江苏澄星实业、三房巷、上海恒逸、仪征化纤、上海远纺、厦门腾龙、辽阳石化、新疆屯河、广州泛亚、

厦门翔鹭、华润、海南盛之业和浙江逸盛等十几家业内主要企业已具有了较强的竞争实力。大部分厂家的瓶级切片同质化比较明显，质量有待提高。与发达地区相比，国内企业结构不合理、产能不平衡的问题仍然存在，产品多以常规品种为主，市场竞争能力一般，毛利率水平低，功能化、差别化产品生产能力不足。近年来，由于新投产的瓶级切片项目产品质量要求提高，同时下游包装瓶、包装片材市场需求量巨大且持续高速增长，受经济波动影响较小，现有生产线基本满负荷运行，市场可开拓空间很大。

图6 2011年国内主要聚酯瓶片生产商产能占比



资料来源：公司提供

总体看，聚酯切片行业已步入发展成熟阶段，属于市场竞争比较充分的行业，整体毛利率水平较低。鉴于产品差异化程度低的行业特征，决定了市场主体的竞争力获得更多需要依靠产品品质和低廉价格，故而规模效应、技术优势和管理水平对主体竞争力的影响非常重要。

3. 物流板块

中国专业物流市场规模潜力巨大。而专业物流大致可以分为以下几类：快销品物流、IT物流、汽车物流、石化物流、冷链物流。

化工品和石油液化气等，属于危险品物流的范畴，相较其他行业来说，有一定的进入壁

垒，但是经常会受制于地区限制，难以发展成全国性的网络。由于通常在地区范围内没有其他竞争者，可以保持比较好的运营状况。物流活动专业化和细分化，是物流行业的发展趋势，并能在专业化过程中获得更高额的利润。从事石化物流的企业，由于拥有区域优势和政策优惠，通常能保持较高的盈利能力。

2011年6月8日，温家宝主持召开国务院常务会议。会议提出“要切实减轻物流企业税收负担”、“要加大对物流业的土地政策支持力度”、“要促进物流车辆便利通行”、“要改进对物流企业的管理”、“要鼓励整合物流设施资源”、“要推进物流技术创新和应用”、“要加大对物流业的投入”、“要促进农产品物流业发展”等物流国八条。

从行业整体角度而言，大部分物流公司目前处于只增产（营业收入）不增收（净利润）的尴尬境地，这一趋势延续一段时间，物流行业真正的大繁荣时期尚未到来。但专业类、仓储类物流公司将依然享受其物流节点功能这一优势所带来的垄断红利而获得与营业收入增长相匹配的业绩增长，尤其是在增值税改革终将实现的大背景下，物流公司所能获得的增值税抵扣和减免，将是公司更新设备，提升服务能力的最有力竞争手段。

4. 区域经济概况

公司位于江苏省境内，地方经济发达、经济运行情况良好，对公司经营产生了积极的影响。

江苏作为中国最富庶和经济最发达的地区之一，自改革开放以来，其经济增速年均达16%。2011年，江苏实现地区生产总值4.86万亿元，仅次于广东5.3万亿元，位居大陆第二，按可比价格计算，较2010年增长11%，增幅高于全国平均增幅1.8个百分点，其中，第一产业增加值3064.8亿元，增长4%；第二产业增加值25023.8亿元，增长11.7%；第三产业增加值20515.7亿元，增长11.1%。人均GDP首次

突破 6 万元，按当年汇率计算，达到 9545 美元。

江苏省地方经济发达，经济发展形势良好，江苏省地区生产总值增速超越中国经济增速 1.8 个百分点，对公司业务的发展提供了有利的外部环境支撑。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 82000 万元。李兴先生持有公司 51% 的股份，为公司的实际控制人。

2. 公司规模及竞争力

公司是一个集产、供、销、科、工、贸为一体，产品经营、贸易经营、资本经营相结合的民营化工企业集团，目前已形成磷化工、石油化工（聚酯切片）和商贸流通等核心板块。

在磷化工领域，公司主要从事磷化工系列产品的生产与销售。公司控股的江苏澄星磷化工股份有限公司（截至 2012 年 6 月底，公司持股 25.78%）在上海证券交易所上市，股票简称“澄星股份”，股票代码 600078，是中国最大的精细磷化工产品生产和出口企业，也是国内精细磷化工行业的龙头企业，年生产各种磷制品在 100 万吨以上。公司拥有矿山（磷矿、煤矿）、电力（水电、火电）以及配套物流资源，形成了从磷矿—黄磷—精细磷化工系列产品完整的产业链。

在石油化工（瓶级聚酯切片，聚酯是聚对苯二甲酸乙二醇酯的简称，英文简称 PET）领域，公司引进美国杜邦公司 NG3 聚酯工艺技术，专业生产瓶级聚酯切片产品，是国内先进的瓶级聚酯切片生产基地，主要产品有水瓶级、油瓶级、碳酸饮料级、热灌装级、片材级。公司拥有年产高品质聚酯切片 35 万吨的规模，并配套年产 60 万吨上游产品 PTA 的汉邦（江阴）石化有限公司（“汉邦石化”）。

在商贸流通板块，公司拥有自营出口权，

在长江江阴段建有 5 万吨级泊位专用化工码头，拥有总容量为 40 万立方米的各类化工储罐 50 个，拥有 200 个铁路化工自备专用车皮和 2000 个化工专用集装箱罐。公司从事磷及磷化工产品、化学工业品、纸张及纸浆等产品的贸易。公司码头是华东地区液体化工品主要集散地之一，在区域内具有一定竞争力。

公司生产的澄星牌三聚磷酸钠被国家质量监督检验检疫总局授予“中国名牌产品”称号，“澄星”商标被认定为中国驰名商标。

综合看，公司已形成化工领域内的相对多元化的发展格局，各板块经营稳定，综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司现有高级管理人员 15 人。公司董事长、党委书记兼总裁李兴先生，1953 年生，大专学历，高级经济师。李兴先生为公司创始人，从 1984 年 12 月起一直担任公司负责人。李兴先生兼任多家下属公司董事长，并同时担任中国石油和化学工业协会副会长、中国五矿化工进出口商会磷及磷制品分会理事长、中国洗涤用品工业协会常务理事等社会职位。

截至 2012 年 9 月底，公司共有各类职工 6288 人，从专业划分看，其中管理人员 1249 人（占 19.86%），财务人员 63 人（占 1.00%），销售人员 425 人（占 6.76%），生产人员 4551 人（占 72.38%）；从学历构成看，大学本科及以上 902 人（占 14.34%），大中专 2204 人（占 35.05%），高中技校及以下 3182 人（占 50.60%）。

总体来看，公司的管理和专业技术人员的整体素质较高，生产人员学历结构基本能满足公司目前的人力资源需求，与公司现阶段的业务发展基本匹配。

五、公司管理

公司按照《公司法》等法律法规构建和完善现代企业法人治理结构，公司目前设立股东

会、董事会和监事会，股东会是公司的权力机构，审议公司的重大事宜。董事会是公司经营决策机构，目前由七名董事组成，监事会是公司内部监督机构，目前由2名股东代表和1名职工代表组成。

公司下属子公司较多，在公司本部方面，公司实行业务部专业板块管理，同时公司对下属子公司实行总经理、财务负责人派任制度，提高了公司的执行力和控制力。针对下属各公司采购物资规模及总体金额大的状况，公司在本部层面设立了物资采购协调管理部，统一协调部署采购及物流运输。

投资决策管理方面，公司下属各子公司无对外投资权限，对外投资统一由公司本部规划及实施。公司投资管理部具体负责投资项目的初审和投资项目的前期分析及论证，并协助各事业部制定年度投资计划。在项目的具体投向上，公司会组织有关专家和专业人员对投资项目的风险程度、增值能力和综合效益进行论证评审，形成可行性报告草案，对项目可行性进行初步的分析和论证，并由董事会组织拟定和提出方案，股东会讨论做出决议。

财务管理方面，公司建立了全面预算管理、

融资统一管理和委派财务负责人的制度。为控制财务风险，降低财务费用，加强公司融资管理，公司制定了专门的融资管理办法，明确要求下属子公司需在本部的统一组织与领导下进行资金的筹集。同时公司为防范经营风险，制定了详细的对外担保管理办法，重大担保必须由股东会决策。

总体看，公司作为投资控股型公司，已建立了基本管理制度，并形成了良好的管理机制。公司管理较规范，对下属公司管理和控制能力强，整体管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营现状

公司主要的业务板块分为石化板块、磷化工板块、煤化工板块和物流贸易板块，其中石化板块和磷化工板块是公司的主要生产业务；煤化工板块所占份额较小，公司正在逐步退出；物流贸易则随着公司生产业务的发展而不断壮大。磷化工、石化及商贸流通（主要是黄磷、磷酸以及化学品）具有一定的协同效应。

表 4 公司近年来营业收入及毛利率情况

业务板块	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~9 月	
	金额 (万元)	毛利率 (%)	金额 (万元)	毛利率 (%)	金额 (万元)	毛利率 (%)	金额 (万元)	毛利率 (%)
磷化工	390854.66	12.18	535626.60	13.24	441888.76	4.25	452177.37	11.30
石化	428210.37	6.53	539925.56	11.59	766873.27	11.04	625329.73	6.17
煤化工	86875.32	9.35	79490.80	8.64	59960.15	11.45	47103.29	17.75
物流贸易	565787.96	2.31	596463.57	3.90	712545.05	12.98	441106.93	9.42
其他	25321.04	38.36	27370.42	2.44	61958.11	18.69	52317.75	27.32
合计	1497049.34	7.11	1778876.95	9.23	2043225.34	10.49	1618035.07	9.51

资料来源：公司提供

营业收入方面，2009~2011 年，公司营业收入年均增长 16.83%，2011 年达到 204.32 亿元，同比增长 14.86%。公司营业收入中石化板块、磷化工板块、物流板块和煤化工占比较高，合计三年占比分别为 98.31%、98.46% 和

96.97%。公司石化板块和物流板块的营业收入近年来均保持了较快增长，磷化工板块则出现一定幅度波动，而煤化工板块的营业收入则逐年下降。2011 年，由于公司 PTA 项目的投产，期内公司石化板块营业收入大幅增长。

毛利率方面，2009~2011年，公司综合毛利率水平节节提升，2011年达到10.49%。其中，磷化工板块的毛利率波动下降，石化板块毛利率经历了2010年和2011年的上升之后2012年又出现快速下降，煤化工板块和物流贸易板块的毛利率则从2010年起快速上升。2011年公司循环经济业务逐渐显现成效，其他业务收入规模有所上升，毛利率较上年也有很大增幅。

2012年1~9月，公司实现营业收入161.80亿元，为2011年全年收入的79.19%，业务发展平稳。受石化产品价格大幅下降的影响，公司整体毛利率有所下降。

磷化工板块

磷化工板块方面，公司主要是以子公司澄星股份为平台，全力发展精细磷化工业务，目前公司已成为国内最大的精细磷化工产品生产企业，公司通过不断向上拓展，目前已形成了从矿山（磷矿、煤矿）—电力—黄磷—精细磷化工系列产品—磷化工产品物流配送的完整磷化工产业链。

资源方面，公司收购宣威磷电有限责任公司（以下简称“宣威磷电”）和云南弥勒县磷电化工有限责任公司（以下简称“弥勒磷电”），并以此为平台，以收购、勘探等方式获得磷矿、煤矿资源。目前公司已经获得采矿权或探矿权的磷矿资源储量超1.3亿吨，已获采矿权证的核定年开采量110万吨，成为国内拥有磷矿资源最多的磷化工企业之一。随着对磷矿的进一步整合，公司不仅能够保障公司生产黄磷的磷矿需求，而且在资源升值过程中扩大公司产品的盈利空间。

采购方面，磷化工产品的主要原材料为磷矿石、碳酸钠、氢氧化钠、氧化钙和碳酸钙等。目前公司拥有1.3亿吨磷矿石储备，基本实现磷矿石原材料自给自足，少量由公司在其周边采购。其他生产所需的碳酸钠、氢氧化钠、氧化钙和碳酸钙占成本比例较小，均采取外购模式。公司的磷酸和磷酸盐产品耗电较少，但上游黄磷耗电较大，其成本中电耗约占50%以上。

公司黄磷生产基地弥勒磷电与宣威磷电位于云南。云南以水电为主，发电量受丰水期与枯水期影响，枯水期工业用电难以保证。为保障黄磷供应，公司在云南采取水电与火电互为补充的战略布局：弥勒磷电用电主要由雷打滩水电站供应，在枯水期供应不足部分外购；宣威磷电用电主要由自备电厂提供，并适时在丰水期电力价格相对低廉时外购电力作为补充。

表5 2011年前5大供应商(单位:万元)

供应商名称	采购金额	占采购总额比例
张家港市华源化工有限公司	18653.35	6.80%
宣威市林顺经贸有限公司	6025.35	2.20%
江阴市恒利燃料化工有限公司	5187.24	1.89%
江苏苏化集团有限公司	4862.57	1.77%
泰兴新浦化学工业有限公司	3457.87	1.26%
前五大供应商合计	38186.38	13.93%

资料来源：公司提供

生产方面，公司磷化工产品分为黄磷、磷酸和磷酸盐，其中黄磷主要用于公司制备磷酸和磷酸盐。公司目前拥有16万吨黄磷、75万吨磷酸及32万吨磷酸盐的生产能力，75万吨磷酸全部达到食品酸的标准，其中50%对外销售，50%用于下游精细磷化工产品的生产。磷酸盐产品主要为磷酸氢钙和三聚磷酸钠。

表6 近年来公司黄磷业务电力成本(单位:亿元、亿度)

项目	2009年		2010年		2011年	
	金额	用电量	金额	用电量	金额	用电量
弥勒	1.59	5.17	1.93	5.38	2.11	5.87
宣威	3.33	10.09	4.51	11.88	4.72	11.21

资料来源：公司提供

黄磷生产方面，公司能耗控制较好，目前一吨黄磷约耗能1.3万度。同时公司宣威、弥勒磷电公司均有配套电厂提供稳定的电力供给，2010年以来雷打滩水电站3*36MW的水电机组提供弥勒磷电公司70%左右的电力供给，宣威磷电火电的自给率达到了80%。磷酸生产方面，公司产品主要是食品级磷酸和准电子级磷酸。磷酸盐生产方面，主要为磷酸氢钙和三

聚磷酸钠，前者应用于牙膏、制药、食品级钙制品企业，后者主要为洗涤剂、水处理等企业服务。

公司在提高磷矿石、水、电等资源利用效率的同时，综合利用各种副产品和废弃物，通过发展循环经济提高精细化工基础产品的综合竞争能力。公司目前利用占磷矿石生产黄磷过程中 50~60% 的磷矿石废渣生产渣砖及水泥，未来随着宣威磷电公司利用废气替代标煤发电项目的完成，公司每产生 1~2 亿元黄磷利润的同时，将获得 8000 万左右的相对废渣效益。另外磷酸合成为放热反应，生产过程中会放出大量的热，目前江阴厂区利用此部分热进行发电的项目也在进行之中。

2011 年，公司磷酸及磷酸盐营业收入占磷化工板块总营业收入的 90.35%。2011 年，公司磷酸产量为 62.86 万吨，同比下降 6.08%，同期磷酸销量为 54.18 万吨，同比下降 26.08%。期间，公司磷酸产品的销售均价为 5278.63 元/吨，同比上涨了 34.18%。公司磷酸产品有近 50% 为自用，下游客户为金属表面处理、食品、饮料、精细磷酸盐企业。从地域上来看，有 4~5 万吨准电子级高纯磷酸出口，主要出口地为日本和韩国，其余销往东北、华北、华东、华南地区。公司食品级磷酸客户主要是可口可乐、百事可乐等，准电子级高纯磷酸主要客户为通用电气、汉高、壳牌、帕卡等。2011 年，公司磷酸盐产量为 22.81 万吨，同比下降 19.85%，磷酸盐的销量为 21.37 万吨，同比下降 41.29%，其平均售价为 6056.14 元/吨，同比上涨 4.19%。从地域上来看，出口到亚太地区、欧洲、中东等地，国内则销往浙江、上海、广东等省市。磷酸氢钙的主要客户为高露洁公司、香港好来化工公司、联合利华、LG、帝斯曼等，三聚磷酸钠主要客户为伊朗 SGC 公司、高露洁公司、联合利华、宝洁公司、比利时玛吕莎等。

表 7 2011 年前 5 大销售客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	占总额之比
联合利华(中国)投资有限公司	46501.53	10.52%
云南晋宁黄磷有限公司	27902.32	6.31%
德国汉姆公司	21828.50	4.94%
MANUCHAR N.V	14215.24	3.22%
Colgate-Palmolive(Thailand)Ltd	14039.84	3.18%
前五大销售客户合计	124487.43	28.17%

资料来源：公司提供

2009~2011 年，公司磷化工板块业务波动较大。金融危机冲击之后，2010 年，公司加大销售力度，磷酸业务的毛利率有所下滑。但磷酸氢钙磷酸盐等高附加值、高技术含量产品得益于公司一体化产业链优势，以及主要供应高露洁、黑人、美加净和蓝天等国内外知名牙膏品牌，合同期限较长，销售量和价格相对稳定，使板块毛利率维持了相对稳定的水平。2010 年，公司位于云南的黄磷生产基地遭遇干旱天气，公司水电站优势无法完全发挥，需要部分依靠外购电力生产，因而造成公司黄磷生产成本有所上升，导致 2010 年公司黄磷业务毛利率有所下降。2011 年公司磷酸盐出口同比大幅下降，导致公司磷化工板块收入同比减少。2010 年 12 月，澄星股份由老厂区搬迁至新厂区，原老厂区停产，设备利用率下降且折旧、摊销等增加（搬迁工作已于 2012 年 6 月底完成）。此外，2011 年公司采购黄磷成本上升（目前公司约 50% 的黄磷需要外购），因而 2011 年公司磷酸和磷酸盐的毛利率受到一定的影响，其中磷酸由于价格上涨，毛利率下降幅度较小，但磷酸盐价格上涨幅度明显小于主要原料磷酸的价格，导致磷酸盐毛利率大幅下降。

2012 年 1~9 月，黄磷价格有所下降，而公司磷酸及磷酸盐产品品的销售均价有所上涨，导致公司磷化工板块的毛利率明显回升。

表 8 公司磷化工产能、产量、销售情况（单位：万吨、元/吨）

磷化工主要产品		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
磷酸	产能	72	72	75	75
	产量	74.03	66.92	62.85	61.28
	销量	66.25	73.3	54.18	57.22
	平均售价	3697.45	3933.86	5278.63	5369.27
	销售额（万元）	244956.06	288351.94	269812.98	241362.54
	毛利率	10.91%	4.98%	4.15%	11.93%
磷酸盐	产能	30	30	32	32
	产量	26.87	28.46	22.81	21.06
	销量	23.32	36.4	21.373	19.70
	平均售价	5502.09	5732.63	6056.14	7209.25
	销售额（万元）	128308.74	208667.73	129437.86	142039.17
	毛利率	14.64%	11.45%	1.50%	8.24%
黄磷	产能	16	16	16	16
	产量	15.99	15.85	11.25	8.95
	销量	1.02	2.55	2.75	8.70
	平均售价	13126.76	15154.49	15832.54	15563.25
	销售额（万元）	17589.86	38606.93	42637.92	68775.56
	毛利率	11.80%	6.85%	11.41%	9.93%

资料来源：公司提供

公司磷化工主要产品生产和科研开发基地在江苏省江阴市，主要原料黄磷的产地集中在云南，公司将黄磷原料从云南运输到江苏省江阴市。公司拥有 200 个铁路化工自备专用车皮、2000 个化工专用集装箱罐、一艘 1.1 万吨的黄磷运输船舶和 50 多辆黄磷专用运输车。其黄磷运输模式为：首先由黄磷专用运输车在云南的黄磷产地装运黄磷，专用运输车上的黄磷储罐车是一种充氮型黄磷储运容器，由于运输过程中在封磷水层上充氮气，更为安全可靠，确保了无黄磷泄露，消除了不安全隐患。黄磷专用运输车装上黄磷后通过公路运输到火车站或海运码头；然后通过火车或专用的黄磷运输船，运输到无锡火车站或江苏大丰港；最后通过专用运输车再运回江阴市的磷酸生产基地。澄星集团在开通黄磷铁路自备车运输后，又成功开通了海运黄磷，公司地处长江流域，未来还将开通价格更加低廉的水运，在完善自身产业链的同时，还将把江阴打造成为华东地区黄磷贸易的集散地。

石化板块

石化板块是公司未来重点发展产业，主要生产 PTA 和 PET。瓶级 PET 主要通过江阴澄高包装材料有限公司、江阴澄盛包装新型材料有限公司、江阴市日用化工厂进行生产经营。PTA 业务主要通过汉邦（江阴）石化有限公司生产经营。

采购方面，PX 为 PTA 的主要原料，其中进口部分占到 60%以上，其余部分在国内采购。进口 PX 由公司与国外供应商签订长期协议，价格按协议确定方式核算，减少了 PX 价格波动给公司生产经营带来的不确定性影响。国内采购的 PX 则按中石化挂牌价格结算。供应商方面，国外主要向日本三井和新加坡永辉采购，国内则是与中石化等供应商合作。

PET 产品的主要原材料为 PTA 和 MEG（生产 1 吨 PET 需要 0.85~0.86 吨的 PTA 和 0.33~0.34 吨的 MEG），公司目前 90%的 PTA 已经实现自给，其余约 10%从台湾进口，价格按中石化挂牌价格月底结算。MEG 的供应则主要依靠进口，具体采购模式为公司每月按需向供应商

开具信用证采购，价格按实时牌价结算。供应商方面，PTA 主要向台湾鸿兴祥采购，MEG 则是由韩国三星和新加坡东鹰提供。

表 9 2011 年前 5 大供应商（单位：万元）

供应商名称	采购金额	占采购总额之比
日本三井	181653.24	26.22%
台湾鸿兴祥贸易公司	180652.11	26.07%
韩国三星	98263.44	14.18%
韩国 SK	74985.57	10.82%
新加坡永辉	71576.65	10.33%
前五大供应商合计	607131.01	87.62%

资料来源：公司提供

公司主要的石化产品为 PET 切片和半抛光聚酯切片（半成品），2011 年起新增 PTA 产品。公司目前拥有 35 万吨 PET 切片及 60 万吨 PTA 的生产能力，具体分为水瓶级、油瓶级、碳酸饮料级、热灌装级、片材级。2011 年 1 月，公司 60 万吨/年 PTA 项目投产。

生产工艺方面，PTA 生产公司采用的是杜邦英威达工艺及专利技术，是目前同类项目中最先进、生产效率最高的技术之一。PET 生产则是采用美国杜邦公司 NG3 聚酯生产技术，该技术生产的瓶级聚酯切片比传统型瓶级聚酯切片有更多的线性分子，分子量的分布窄、切片的特性黏度比传统工艺均匀、切片中残留乙醛含量低、低聚物含量低，而且工艺流程短，生产设备少，在生产中可降低单耗及能耗，产品质量比传统工艺的好。

2009~2011 年，公司 PET 瓶片和半抛光 PET 切片业务有一定波动，PTA 业务发展势头良好。2011 年，公司 PET 切片产量和销量分别为 32.78 万吨和 31.12 万吨（包含自用部分），同比分别上升 4.66% 和 3.32%。期内，公司 PET 切片的销售均价为 12325.51 元/吨，同比上涨 23.78%。2011 年，公司半抛光聚酯切片（半成品）的销量为 9.36 万吨，同比下降 26.53%，其销售均价为 10467.14 元/吨，同比上涨 10.66%。具体销售模式为按单收费，价格随行就市，除少量多年业务伙伴之外，并无长期协议客户。

从销售区域来看，主要集中在华东、华南以及胶东半岛。2011 年，公司 PTA 产量为 66.87 万吨，销量为 63.25 万吨（包含自用部分），产销率达到 94.58%，其中约有一半作为内部销售供给公司 PET 业务。从区域来看，公司的 PTA 产品主要是依靠地域优势，大部分销售给周边江苏省内的 PET 企业，少量销往浙江。PTA 销售具体模式是按单结算，价格则以中石化挂牌价格为基准，随行就市，款到发货，物流相关费用按市场价结算。对于内部销售部分，集团内部均以市价独立核算。

表 10 2011 年前 5 大销售客户（单位：万元）

销售客户名称	销售金额	占销售总额之比
农夫山泉股份有限公司	71023.28	9.26%
华润包装材料有限公司	64253.27	8.38%
江阴兴泰新材料有限公司	48685.87	6.35%
江阴华凯聚酯有限公司	41253.25	5.38%
浙江恒盛化纤有限公司	31524.25	4.11%
前五大销售客户合计	256739.92	33.48%

资料来源：公司提供

2009 年，由于受金融危机影响以及 PET 行业产能扩张过快，出现供大于求的局面，公司瓶级 PET 产品销售价格连续下滑，挤压了公司的利润空间，使得公司毛利率一直处于较低水平。

2010 年由于下游碳酸饮料、矿泉水、茶饮料市场需求出现了持续强劲的增长态势，瓶级 PET 产品价格上涨 13.64%，半抛光 PET 价格上涨 14.78%，而主要原材料 PTA 价格上涨滞后，使得公司毛利率大幅上涨至 11.59%。进入 2011 年以来，国内 PET 市场竞争加剧，公司 PET 业务受到一定影响，毛利率有所下滑，但随着公司 PTA 项目的投产，瓶级 PET 产品的生产成本进一步趋于稳定，盈利能力进一步得到保证。2011 年，公司 PTA 业务毛利率达到 19.71%，发展势头良好。

2012 年 1~9 月，受上半年石化产品价格下跌的影响，公司 PET 及 PTA 产品的售价均出现大幅下跌，且下降幅度显著超过主要原料

PX，导致公司石化板块的毛利率明显下降。

表 11 石化产品产能、产量、销售情况（单位：万吨、元/吨）

主要产品名称		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
瓶级 PET	产能	35	35	35	35
	产量	36.17	31.32	32.78	21.02
	销量	36.78	42.12	21.76	17.10
	平均售价	8763.25	9957.65	12325.51	10108.77
	销售额（万元）	322312.34	419416.22	268235.96	172897.37
	毛利率	6.78%	6.12%	2.60%	2.58%
半抛光 PET	销量	12.85	12.74	9.36	1.05
	平均售价	8241.09	9459.13	10467.14	9915.28
	销售额（万元）	105898.01	120509.32	98020.74	10452.69
	毛利率	5.78%	11.78%	-1.25%	0.82%
PTA	产能			60	60
	产量			66.87	51.02
	销量			41.25	50.78
	平均售价			9711.92	8703.20
	销售额（万元）			400616.57	441978.09
	毛利率			19.71%	5.77%

资料来源：公司提供。

注：表中瓶级 PET 和半抛光 PET 的成本包含了车间生产成本、税费等全部成本。

此前公司为确保 PTA 原材料的品质，主要向香港和台湾两家公司采购，一方面运输成本较高，另一方面议价能力较弱。2011 年，公司通过投产 60 万吨的 PTA 项目实现了自身产业链的向上游延伸，从而改善了公司整体盈利能力及市场抗风险能力。

此外，苏南的聚酯工业已具有一定规模，PTA 缺口超过 200 万吨，此前全部为外购，与外购 PTA 相比，公司产品运费较低，所以具备较强的市场竞争力。

煤化工板块

公司煤化工业务经营实体为江苏新亚化工

有限公司。煤化工板块对公司销售收入总额贡献较小，2011 年占比 2.94%左右，毛利率为 11.45%。从发展方向来看，煤化工非公司战略重点板块，其在公司营业收入中占比很小。未来公司将停产合成氨、甲醇等低端产品，专注生产甲酰胺、二甲基甲酰胺、N-甲基甲酰胺等中高端产品，公司生产所需合成氨、甲醇等生产原料，从宿迁市当地化工厂购买。由于煤化工板块在公司营业收入中占比很小，煤化工业务的调整对公司未来经营效益产生的影响很小。

表 12 煤化工产能、产量、销售情况（单位：万吨、元/吨）

煤化工板块主要产品名称		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~9 月
异丙胺	产能	2.7	2.7	2.7	3
	产量	2.63	2.3	2.83	2.36
	销量	2.58	2.14	2.86	2.23
	平均售价	8530	10538	10035.24	10583.20
	销售额（万元）	22007.40	22551.32	28700.79	7605.04
	毛利率	51.75%	51.90%	13.22%	17.45%
DMF	产能	7	7	7	7

	产量	6.86	4.02	4.5	2.65
	销量	6.46	4.25	4.12	2.01
	平均售价	4860	5132	5126.3	6210.58
	销售额(万元)	31395.60	21811.00	21120.36	5058.77
	毛利率	5.88%	4.48%	6.65%	15.69
N-甲基甲酰胺	产能	3	3	3	3
	产量	2.97	2.10	1.32	1.57
	销量	2.84	2.48	1.25	1.39
	平均售价	8297	8427	8045.21	7953.27
	销售额(万元)	23563.48	20898.96	10056.51	3005.30
	毛利率	19.02%	18.99%	16.57%	27.84

资料来源：公司提供

物流板块

商贸物流板块主要通过江苏澄星磷化工集团进出口有限公司、江阴澄利贸易有限公司、贵州民缘实业开发有限公司、江阴澄利散装化工有限公司、上海澄阳国际贸易有限公司等展开。公司拥有较强的物流网络，在长江边拥有2万吨级泊位化工专用码头一座；总容量为40万立方米的各类化工储罐50个；200个铁路化工自备专用车皮和2000个化工专用集装箱罐。公司专用码头位于长江下游沿岸，靠近终端消费市场，具有地理优势，是华东地区液体化工品主要集散地之一，在区域内具有一定竞争力。

公司商贸物流板块主要从事三大品种贸易：磷矿石、黄磷、磷酸、磷酸盐贸易；苯乙烯、乙二醇、甲醇贸易；纸张、纸浆贸易。

采购方面公司的化工品主要从国外进口，而磷矿石主要是依靠云南和江苏市场。

表13 2011年前5大供应商(单位：万元)

供应商名称	采购金额	占采购总额之比
日本三菱化学有限公司	72653.87	11.75%
江苏裕元实业有公司	38652.48	6.25%
中石化华东销售分公司	30682.01	4.96%
云南磷化集团有限公司	28762.50	4.65%
韩国三星化学有限公司	24315.27	3.93%
前五大供应商合计	195066.13	31.54%

资料来源：公司提供

公司商贸物流板块销售市场主要在江苏和

云南，集中度一般，前五大客户销售收入占销售总额的25%左右。

表14 2011年前5大销售客户(单位：万元)

销售客户名称	销售金额	占销售总额之比
无锡兴达泡塑有限公司	63568.25	8.92%
九红(上海)有限公司	48653.20	6.83%
江苏裕元实业有限公司	39852.48	5.59%
上海中泽国际贸易有限公司	16289.28	2.29%
江苏开元国际集团轻工业品进出口股份有限公司	9875.24	1.39%
前五大销售客户合计	178238.45	25.01%

资料来源：公司提供

公司2009年以来，商贸物流业务营业收入逐年增加，物流贸易业务毛利率也有所上升。2009~2011年的综合毛利率分别为2.31%、3.90%和12.98%。公司商贸物流板块配合公司磷化工板块生产业务，特别是近几年来，为部分战略合作客户的代加工业务量上升较快(例如从客户买进磷矿石，加工成黄磷产品再卖给客户)；公司化学品和纸张主要从国外进口，而近年来国外进口价偏高，而国内销售价偏低，导致毛利空间被逐步挤压；公司拥有强大的物流网络，通过“高进低出”策略把生产商和客户通过物流网络分开，占领磷化工、化学品的全国物流市场，“高进低出”策略使得公司毛利空间相对较小。2011年，公司物流贸易板块毛利率大幅增长至12.98%，主要是由于公司出售了储罐中的部分溢余料所致。

表 15 物流贸易板块营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~9 月	
	营业收入	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
磷化工贸易	228101.29	3.16%	281768.28	1.46%	170328.24	2.51%	180325.88	10.58%
纸张贸易	91456.12	1.10%	61253.25	3.64%	51613.64	8.44%	21000.25	8.43%
化学品贸易	246230.57	1.98%	253442.04	6.67%	490603.17	17.09%	239780.80	8.64%
合计	565787.97	2.31%	596463.57	3.90%	712545.05	12.98%	441106.93	9.42%

资料来源：公司提供

公司将进一步加强物流控制，充分利用水路、铁路资源优势，加速推进化工物流项目，与国内知名的物流运输公司结成战略合作伙伴，打造公路、铁路、水运物流网络，向大物流方向发展。

2. 经营效率

2009~2011 年，公司销售债权周转次数分别为 26.67 次、30.80 次和 32.55 次，公司销售债权周转次数较高是由公司货款结算及时、应收账款期限短等原因造成；存货周转次数分别为 12.29 次、14.89 次和 9.77 次；总资产周转次数分别为 1.19 次、1.34 次和 1.33 次。总体看，公司经营效率较高。

3. 未来发展

从公司规划看，公司将以磷化工、石化、商贸流通为核心业务，并侧重于内涵式增长，逐步增强在行业内地位和市场竞争力。在磷化工方面，公司“矿电磷”一体化基地继续整合优化，提升磷矿开采能力，提高黄磷生产所需电力供应稳定性和黄磷自给比例，保证下游磷酸和磷酸盐生产需要，稳步提升磷化工业务收入规模和盈利能力。在石化业务方面，随着汉邦 PTA 项目投产，提高了公司石化业务收入规模和利润规模。在 PTA 方面，规划进行二期项目的扩建，将进一步增加公司 PTA 产能。在瓶级 PET 方面，公司将适时引入吹瓶技术，将“PTA—PET”产业链延伸至聚酯瓶，利用公司在下游终端消费品的客户资源优势，拓展石化业务市场空间，并逐步扩大油瓶级、热灌装等高附加值瓶级 PET 产品市场空间。在商贸物流

方面，公司将发挥在磷化工、化学品运输领域的专业实力和资源优势，逐步加强对黄磷、磷酸等磷化工产品内陆原材料供应和东部磷酸盐消费区域两头的控制力，最终为公司精细磷化工业务提高市场竞争力铺垫。

从 2011 年底以来，由于磷化工产品江阴本地区的发展受政府对化工企业用地的限制，公司近年来不会有新的装置建设，只能对原有的装置进行技术革新，调整产品结构及加强节能降耗。未来三年，公司在磷化工和 PTA 产品方面有一些项目规划，但大多处于初步阶段，立项及建设还均需一段时间。

2012 年以来公司没新增新的生产装置，主要是对磷化工上游宣威磷电黄磷的生产装置后道尾气进行了节能利用。公司下属的仓储企业澄利散装化工由于二期增加了 15 万立方的仓储能力，仓储能力的提高后增加了一定的营业收入。对码头岸线的改造，可同时停泊二条万吨级的货轮，也大快了散装货物的周转。2011 年四季度由于澄星股份花山路老厂区因政府政策性搬迁，影响了 8%左右的产能利用。同时，公司利用自身“矿、电、磷一体化”的优势，对一些磷制品产品结构进行了一定调整。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

江阴大桥会计师事务所有限公司对公司 2009~2011 年度的财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。2012 年三季度财务数据未经审计。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额

165.30 亿元，所有者权益 62.37 亿元（含少数股东权益 13.10 亿元）；2011 年公司实现营业收入 204.32 亿元，利润总额 12.89 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 171.02 亿元，所有者权益合计 69.14 亿元（其中少数股东权益 13.81 亿元），2012 年 1～9 月公司实现营业收入 161.80 亿元，利润总额 7.26 亿元。

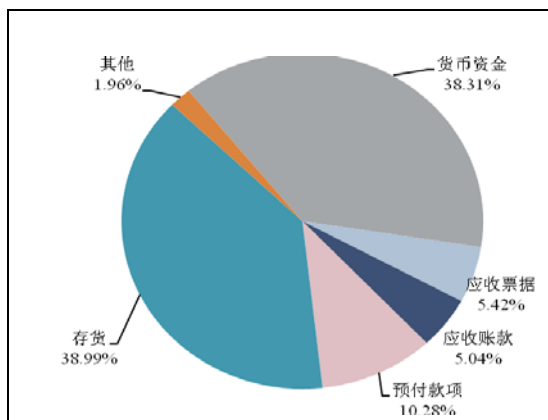
2. 资产质量

2009～2011 年，公司资产总额年均增长 15.83%，截至 2011 年底，公司资产总额 165.30 亿元，同比增长 16.89%，其中流动资产合计占 38.46%，非流动资产合计占 61.54%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2009～2011 年，公司流动资产年均增长 25.75%，截至 2011 年底，公司流动资产合计 63.57 亿元，同比增长 43.01%，主要由预付款项和存货增加所致。公司的流动资产主要包括货币资金（占 38.31%）、应收票据（占 5.42%）、应收账款（占 5.04%）、预付款项（占 10.28%）、存货（38.99%）等。

图 7 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2009～2011 年，公司货币资金年均复合增长 7.77%。截至 2011 年底，公司货币资金 24.36 亿元，占流动资产的比例为 38.31%，其中使用受限的银行票据保证金 9.02 亿元（占 37.03%）。

2009～2011 年，公司应收票据规模较为平稳。截至 2011 年底，公司应收票据为 3.44 亿元，应收票据均为银行承兑汇票，变现能力强。截至 2012 年 9 月底，公司应收票据达到 5.48 亿元，较 2011 年底增加 59.15%。主要原因是采用承兑汇票支付货款的长单客户显著增加所致。

2009～2011 年，公司应收账款有所波动，年均复合增长 11.13%。截至 2011 年底，应收账款账面余额为 3.21 亿元。从账龄分布看，账龄在 1 年以内的占 91.99%，1～2 年的占 1.80%，2 年及以上的占 6.21%。2009～2011 年，公司应收账款坏账准备分别为 0.24 亿元、0.18 亿元和 0.26 亿元。公司应收账款大部分账龄较短，计提坏账准备较为充足。

表 16 2011 年底公司应收账款金额前五名单位情况

单位名称	金额 (万元)	账龄	占比 (%)
农夫山泉股份有限公司	7892.32	1年以内	24.62
联合利华(中国)投资有限公司	1467.26	1年以内	4.58
顶津食品有限公司	1403.28	1年以内	4.38
德国汉姆公司	1159.11	1年以内	3.62
Colgate-Palmolive(Thailand)Ltd	727.66	1年以内	2.27
合计	12649.63	1年以内	39.46

资料来源：公司提供

2009～2011 年，公司预付款项波动较大，年均增长 61.26%。截至 2011 年底，公司预付款项账面余额为 6.53 亿元，同比增长 177.87%。预付款项中账龄在 1 年以内的部分占 94.81%。公司预付款项主要是公司预付的原材料采购款和预付设备工程款。公司未对预付款计提坏账准备。

表 17 2011 年底公司预付款项金额前五名单位情况

单位名称	金额 (万元)	账龄	占比 (%)
中石化华东销售分公司	22500.00	1年以内	34.44%
云南磷化集团有限公司	18732.00	1年以内	28.68%
日本三井	4550.00	1年以内	6.97%
台湾鸿兴祥贸易公司	3680.00	1年以内	5.63%

新加坡永辉	2871.00	1年以内	4.39%
合计	52333.00	1年以内	80.11%

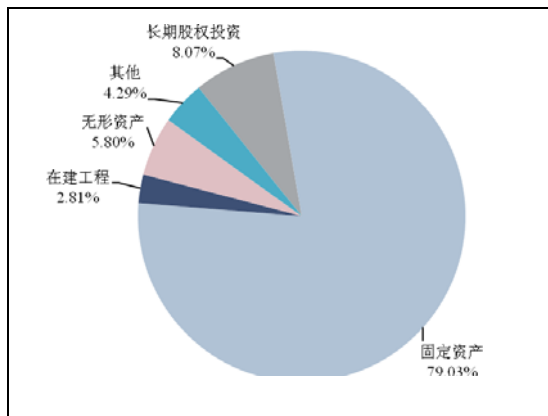
资料来源：公司提供

2009~2011年，公司存货增长幅度较大，年均复合增长 65.46%。截至 2011 年底，公司存货账面余额为 24.79 亿元，其中主要为原材料（占 59.42%）和库存商品（占 38.48%）。公司未计提存货跌价准备。2011 年底，公司存货账面价值同比增长 96.28%，主要是为汉邦（江阴）石化有限公司 PTA 项目开工而增加了原料及产品的库存。由于截至 2011 年底的存货成本都低于市场变现价格，所以没有计提跌价准备。

非流动资产

2009~2011年，公司非流动资产年均增长 10.70%。截至 2011 年底，公司非流动资产合计 101.73 亿元，同比增长 6.45%，主要由于固定资产增加所致。公司的非流动资产主要包括长期股权投资（占 8.07%）、固定资产（占 79.03%）和无形资产（占 5.80%）等。

图 8 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2009~2011年，公司长期股权投资增长幅度较大，年均复合增长 107.34%。截至 2011 年底，公司长期股权投资为 8.21 亿元，同比增长 202.95%。公司长期股权投资明细见下表。

表 18 2011 年底公司长期股权投资

单位名称	投资金额（万元）
华龙证券	9050.00
广汇汽车	18000.00
江阴澄信农村小额贷款公司	24000.00
江苏海陆装饰科技股份有限公司	6128.40
南南铝业股份有限公司	2520.00
东吴基金管理有限公司	2100.00
江苏维尔新材料股份有限公司	2643.70
股权投资价差	17677.20
小计	82119.30

资料来源：公司提供

2009~2011年，公司固定资产账面价值年均增长 35.43%。截至 2011 年底，公司固定资产账面余额为 109.38 亿元，累计计提折旧 28.99 亿元，固定资产账面价值为 80.39 亿元。公司在建工程波动较大。截至 2011 年底，公司在建工程账面价值为 2.86 亿元，较上年下降 92.16%。主要是由于公司汉邦石化 PTA 项目投产后由在建工程转入固定资产，导致公司固定资产增加较多。

2009~2011年，公司无形资产年均增长 5.07%。截至 2011 年底，公司无形资产账面价值为 5.90 亿元，其中土地使用权 5.52 亿元，其他为专利权、商标权及非专利技术。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 171.02 亿元，较 2011 年底小幅增长，主要是由于公司流动资产增加所致，其中其他应收款大幅增长，主要系下属子公司澄星股份江阴花山路老厂区搬迁应收江阴市土地储备中心的补偿款 4.42 亿元。公司资产中流动资产占比为 39.98%，非流动资产占比为 60.02%。公司资产结构保持稳定。

公司资产以固定资产为主，符合公司投资的企业所处行业特征。公司流动资产中货币资金和存货占比较大，资产流动性好。总体看，公司整体资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益合计年均增长 17.95%，截至 2011 年底，公司所有者权益合计为 62.37 亿元，同比增长 20.36%。公司所有者权益的增长主要是由未分配利润增加所致。

截至 2011 年底，公司归属于母公司所有者权益中实收资本占比 16.67%，资本公积占比 0.70%，盈余公积占比 8.20%，未分配利润占比 74.43%。

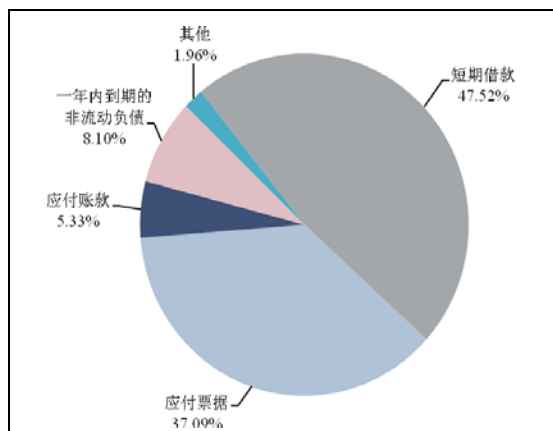
截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计为 69.14 亿元（含少数股东权益 13.81 亿元），较 2011 年底小幅增长。整体看，公司所有者权益大幅稳定，所有者权益以未分配利润为主，稳定性一般。

负债

2009~2011 年，公司负债合计年均增长 14.60%，截至 2011 年底，公司负债合计 102.93 亿元，同比增长 19.34%，其中流动负债占比 68.09%，非流动负债占比 31.91%。

2009~2011 年，公司流动负债合计年均复合增长 9.46%。截至 2011 年底，公司流动负债为 70.09 亿元，其中以短期借款（占比 47.52%）和应付票据（占比 37.09%）为主。

图 9 2011 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司年报

2009~2011 年，公司短期借款年均复合增

长 10.24%。截至 2011 年底，公司短期借款为 33.31 亿元，其中担保借款 25.35 亿元，抵押借款 1.60 亿元，保理借款 2.60 亿元。

2009~2011 年，公司应付票据余额小幅波动。截至 2011 年底，公司应付票据为 26.00 亿元，同比下降 7.80%。

2009~2011 年，公司应付账款增长较快，年均复合增长 273.45%。截至 2011 年底，公司应付账款为 3.73 亿元，同比大幅增长 124.70%，主要是由于公司 PTA 项目投产后增加了 PX 及 MEG 等原材料采购，且原材料采购款未到结算期。公司应付账款主要为应付货款。

表 19 2011 年底公司应付账款金额前五名单位情况

（单位：万元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
日本丸红株式会社	10159.01	1 年以内	27.21
SK GLOBAL CHEMICAL CO.,LTD	6052.39	1 年以内	16.21
张家港市华源化工有限公司	2413.88	1 年以内	6.47
宣威市林顺经贸有限公司	1589.57	1 年以内	4.26
江苏裕元实业有公司	1452.14	1 年以内	3.89
合计	21666.99	1 年以内	58.03

资料来源：公司提供

2009~2011 年，公司非流动负债合计年均复合增长 28.54%。截至 2011 年底，公司非流动负债为 32.84 亿元，其中以长期借款（42.85%）、应付债券（45.68%）和其他非流动负债（9.54%）为主。

2009~2011 年，公司长期借款有所下降。截至 2011 年底，公司长期借款为 14.07 亿元，同比下降 9.69%，其中担保借款 3.09 亿元、抵押借款 7.00 亿元、信用借款 1.10 亿元。

2009~2011 年，公司应付债券年均复合增长 168.68%。截至 2011 年底，公司应付债券为 15.00 亿元，主要是公司于 2011 年分两期合计发行了 15.00 亿元的中期票据。

2009~2011 年，公司其他非流动负债波动较大。截至 2011 年底，公司其他非流动负债为 3.13 亿元。主要为公司以融资租赁方式取得的

借款。

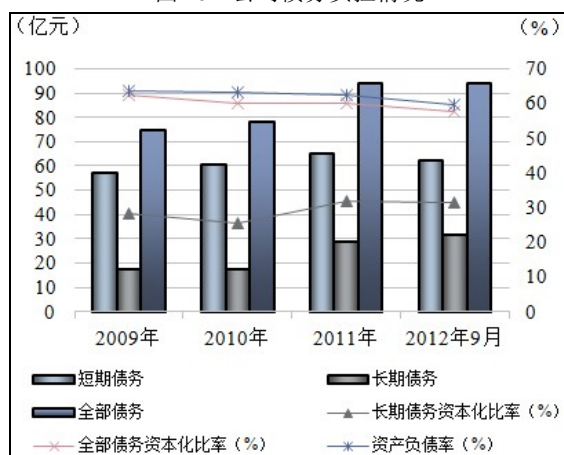
2009~2011 年公司有息债务总额年均复合增长 12.26%，截至 2011 年底公司债务总额为 94.06 亿元，其中短期债务 64.99 亿元，长期债务 29.07 亿元，公司债务结构以短期债务为主。

2009~2011 年，公司资产负债率小幅下降。截至 2011 年底，公司资产负债率为 62.27%，同比下降 1.09 个百分点。同期全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有小幅波动，截至 2011 年底，分别为 60.13%和 31.79%，同比债务有所上升，但由于公司资产和权益增长稳定，债务负担指标变化不大。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计为 101.88 亿元，其中流动负债占 65.80%，非流动负债占 34.20%。公司负债结构有所改善。

截至 2012 年 9 月底，公司的全部债务为 94.00 亿元，较 2011 年底略有增长，其中短期债务为 62.12 亿元（占 66.08%），长期债务为 31.88 亿元（占 33.92%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 59.57%、57.62%和 31.56%，债务负担较 2011 年底有所减轻。

图 10 公司债务负担情况



资料来源：公司年报

总体看，公司债务规模总量有所增长，债务负担较重，债务结构尚待改善。

4. 盈利能力

2009~2011 年，公司石化板块、磷化工板块以及物流贸易的营业收入实现全面增长，公司营业收入增长稳定，年均复合增长 16.83%，2011 年公司实现营业收入 204.32 亿元。同期，公司营业成本随之上升，年均复合增长 14.68%，2011 年公司营业成本为 182.89 亿元。2009~2011 年，公司营业利润率和利润总额增长迅速，高于公司营业收入增长幅度。2011 年，公司利润总额达到 12.89 亿元。

期间费用方面，2009~2011 年，公司期间费用增长较快，年均复合增长 24.49%，占营业收入的比重分别为 3.63%、4.07%和 4.12%。由于近年来公司新增了 PTA 项目，公司财务费用和管理费用增长较快。2009~2011 年，公司销售费用呈波动下降趋势，主要是由于公司 2011 年改变产品包装模式，从小包装改为吨袋及散装利用集装罐运输方式减少了运输成本。总体看，公司管理水平相对较高，期间费用占营业收入的比重较低。

盈利指标方面，2009~2011 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均稳步上升。2011 年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为 10.00%、10.21%和 16.92%。总体看，公司盈利能力稳步提高，盈利水平尚可。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入为 161.80 亿元，为 2011 年全年水平的 79.19%，实现利润总额 7.26 亿元，期间营业利润率为 9.00%。

总体看，近年来公司总体收入规模快速增长，期间费用控制较好，盈利能力较为稳定。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2009~2011 年，公司流动比率和速动比率稳定上升，但仍然有待改善，2011 年底分别为 90.70%和 55.33%，2012 年 9 月底上述指标分别为 101.99%和 68.44%。2009~2011 年，公司经营现金流动负债比分别为

20.44%、25.73%和5.66%。从经营活动现金流入量对流动负债覆盖倍数看，2009~2011年分别为2.90倍、2.75倍和3.15倍。考虑到公司经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，随着公司的稳步发展，公司EBITDA平稳增长，2009~2011年分别为12.93亿元、18.86亿元和25.04亿元。由于公司EBITDA增长较快，公司全部债务/EBITDA稳步下降，2011年为3.76倍；EBITDA利息倍数则逐步上升，2011年为4.62倍。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2012年9月底，公司对外担保余额16.44亿元，担保比率为23.78%，目前各被担保方经营正常。公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

表 20 2012 年 9 月底公司对外担保情况 (单位: 万元)

被担保企业	金额
江苏红柳床单有限公司	56400
江阴模塑集团有限公司	58000
江苏法尔胜泓昇集团有限公司	50040
合计	164440

资料来源：公司提供

公司与各家银行建立了长期稳定的合作关系，截至2012年9月底，公司共获得各家银行授信额度合计人民币114.50亿元，未使用额度45.26亿元，公司间接融资渠道畅通；同时公司下属子公司江苏澄星磷化工股份有限公司（股票代码：600078）为上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201211460231），截至2012年11月1日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司收入规模较大并保持稳定增长，资产质量较好，整体盈利能力尚可但较为稳定。目前公司已形成化工领域内的相对多元化的发展格局，拥有完整的上下游产业链，综合竞争力强。综合考虑，公司整体抗风险能力强。

八、结论

公司已形成化工领域内的相对多元化的发展格局，各板块经营稳定，拥有完整的上下游产业链，综合竞争力强。

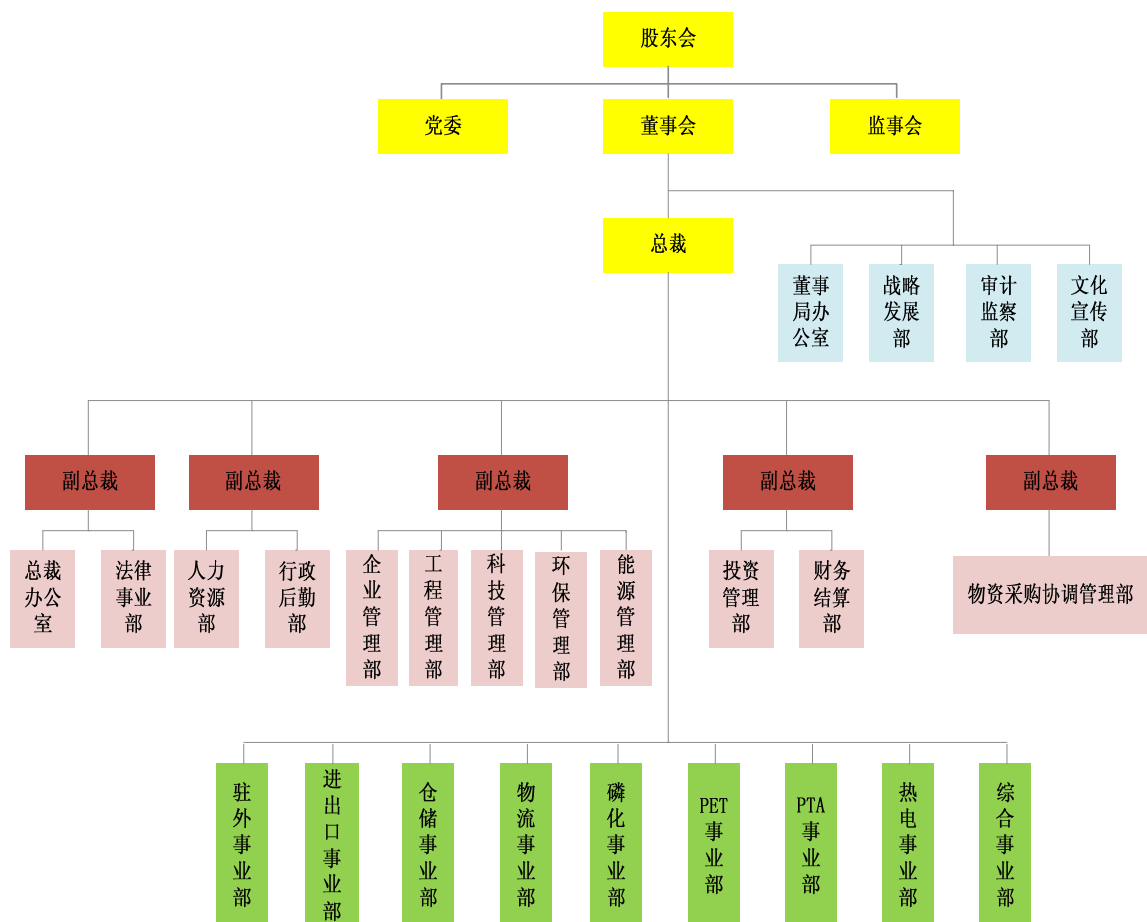
公司收入规模较大并保持稳定增长，资产质量较好，债务负担偏重，整体盈利能力尚可。

随着公司PTA项目的建成投产，公司产业链进一步完善，营业收入持续增加，公司抗风险能力有望不断加强。

综合考虑，公司主体长期信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构及组织结构图

股东名称	投资额（元）	占股比例（%）
李兴	418212300	51.00
傅本度	58165060	7.09
李伟林	49910940	6.09
周忠明	41683060	5.08
刘金法	22844367	2.79
陈国龙	14508800	1.77
澄星集团工会委员会	214675473	26.18
合计	820000000	100.00



附件 2 2011 年底公司纳入合并范围的下属子公司

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例
1	江阴澄利贸易有限公司	3000	51%
2	江苏澄星磷化工集团进出口有限公司	500	70%
3	江阴市澄星房地产开发有限公司	1000	90%
4	江阴澄利散装化工有限公司	5835	49%
5	江苏星宇鸿工贸实业有限公司	500	80%
6	江阴澄高包装材料有限公司	16554	70%
7	江苏澄星磷化工股份有限公司	66251	25.78%
8	江苏新亚化工有限公司	7000	71.42%
9	上海澄阳国际贸易有限公司	3000	60%
10	云南省弥勒县雷打滩水电有限责任公司	24000	55%
11	汉邦（江阴）石化有限公司	100000	85%
12	江阴澄星石庄热电有限公司	38000	100%
13	江阴澄宏新型包装材料有限公司	5000	90%
14	江阴澄信农村小额贷款有限公司	30000	60%
15	云南澄星实业有限公司	600	60%
16	江阴市澄星加油站有限公司	50	100%
17	江阴市澄星汽修有限公司	50	100%
18	江阴市澄星运输发展有限公司	50	100%
19	江阴市澄星物资公司	60	100%
20	江阴澄南包装容器有限公司	50	80%
21	江阴澄星新型环保建材有限公司	50	100%
22	宜兴市澄星磷化工有限公司	98	90%

附表 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	209693.57	242832.08	243565.82	7.77	258974.95
交易性金融资产	2400.00	2200.00	1210.94	-28.97	1210.94
应收票据	30495.90	34466.40	34433.62	6.26	54801.14
应收账款	25955.60	24592.12	32054.38	11.13	44643.97
预付款项	25119.10	23500.45	65324.79	61.26	43877.98
待摊费用	0.00	2012.50	0.00		0.00
其他应收款	16238.80	2608.30	9000.70	-25.55	53926.37
存货	90541.40	126332.12	247885.75	65.46	224886.55
其他流动资产	1555.40	0.00	2234.16	19.85	1377.13
流动资产合计	401999.78	458543.98	635710.16	25.75	683699.04
非流动资产：					
长期股权投资	19101.77	27074.10	82119.30	107.34	87869.30
固定资产	438355.30	482054.26	803947.82	35.43	853169.99
在建工程	306319.50	364568.40	28609.16	-69.44	18754.21
工程物资	8352.30	13995.22	30036.86	89.64	13.27
无形资产	53400.40	56698.10	58952.10	5.07	55089.51
商誉	0.00	0.00	1270.39		1270.39
长期待摊费用	4586.20	5616.30	6765.25	21.46	5614.16
递延所得税资产	0.00	5690.50	5584.39		4746.37
非流动资产合计	830115.48	955696.89	1017285.27	10.70	1026527.22
资产总计	1232115.26	1414240.87	1652995.42	15.83	1710226.25

附表 3-2 合并资产负债表(负债及股东权益)
 (单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债:					
短期借款	274050.00	309650.00	333074.75	10.24	280950.00
应付票据	280666.00	281985.00	260000.00	-3.75	300000.00
应付账款	2677.10	16588.60	37335.67	273.45	26658.95
预收款项	2612.90	3402.70	2356.71	-5.03	8212.69
应付职工薪酬	394.70	397.48	1576.63	99.86	905.44
应交税费	6376.69	-12529.10	5441.64	-7.62	1661.81
应付利息	2569.89	3860.46	2408.40	-3.19	9372.30
应付股利	380.34	1562.32	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	301.80	1532.56	1909.71	151.55	2161.81
一年内到期的非流动负债	15000.00	12000.91	56790.36	94.58	40211.50
其他流动负债			14.97		226.08
流动负债合计	585029.43	618450.94	700905.84	9.46	670360.59
非流动负债:					
长期借款	155800.00	155800.00	140714.03	-4.96	168800.00
应付债券	20778.98	21419.22	150000.00	168.68	150000.00
长期应付款	7572.20	8863.90	6332.04	-8.55	15349.38
专项应付款	0.00	16179.60	0.00		8367.97
其他非流动负债	14574.00	75334.00	31309.39	46.57	5916.30
非流动负债合计	198725.18	277596.72	328355.46	28.54	348433.64
负债合计	783754.61	896047.66	1029261.30	14.60	1018794.23
所有者权益:					
实收资本(或股本)	82000.00	82000.00	82000.00	0.00	82000.00
资本公积	3459.18	3459.18	3459.18	0.00	13956.47
盈余公积	40375.37	40375.37	40375.37	0.00	40375.37
未分配利润	206340.24	269231.70	366889.52	33.34	417020.13
归属于母公司权益合计	332174.79	395066.24	492724.07	21.79	553351.96
少数股东权益	116185.86	123126.97	131010.06	6.19	138080.05
所有者权益合计	448360.65	518193.21	623734.13	17.95	691432.02
负债和所有者权益总计	1232115.26	1414240.87	1652995.42	15.83	1710226.25

附表 4 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	1497049.34	1778862.90	2043225.34	16.83	1618035.07
减: 营业成本	1390582.91	1614614.52	1828867.66	14.68	1464181.50
营业税金及附加	6324.21	7735.59	10035.25	25.97	8195.61
销售费用	18617.38	23883.49	15070.90	-10.03	14166.53
管理费用	14069.80	15066.79	22135.59	25.43	10250.03
财务费用	21687.34	33404.21	47059.89	47.31	54177.88
资产减值损失					-509.61
加: 公允价值变动					4.80
投资收益	3877.69	655.64	8096.28	44.50	1099.06
其中: 对联营企业和合营企业的 投资收益					
汇兑损益					
二、营业利润	49645.39	84813.94	128152.32	60.67	68167.39
加: 营业外收入	2864.22	2363.76	2070.46	-14.98	5644.66
减: 营业外支出	378.14	725.32	1328.45	87.43	1176.37
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	52131.47	86452.39	128894.32	57.24	72635.68
减: 所得税费用	5949.05	16609.82	23353.41	98.13	15435.08
四、净利润	46182.42	69842.56	105540.91	51.17	57200.60
其中: 归属于母公司的净利润	41652.19	62891.45	97657.83	53.12	50130.61
少数股东损益	4530.23	6951.11	7883.09	31.91	7069.99

附表 5 合并现金流量表
 （单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
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	1686767.55	1687180.31	2078299.04	11.00	1880511.44
收到的税费返还	5086.99	5520.06	546.37	-67.23	673.17
收到其他与经营活动有关的现金	6432.18	6432.18	130942.00	351.19	26451.67
经营活动现金流入小计	1698286.72	1699132.55	2209787.40	14.07	1907636.28
购买商品、接受劳务支付的现金	1501889.84	1463155.06	2022560.70	16.05	1716441.02
支付给职工以及为职工支付的现金	14172.22	14172.22	14492.63	1.12	16757.20
支付的各项税费	30396.81	30396.81	28952.33	-2.40	24785.79
支付其他与经营活动有关的现金	32272.93	32272.93	104098.87	79.60	10364.56
经营活动现金流出小计	1578731.80	1539997.02	2170104.53	17.24	1768348.58
经营活动产生的现金流量净额	119554.92	159135.54	39682.87	-42.39	139287.70
二、投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	415.47	0.00	520.00	11.87	0.00
取得投资收益收到的现金	3877.69	3877.69	1011.28	-48.93	0.00
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	73.75	136.38		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	4039.40	1359.21		0.00
投资活动现金流入小计	4293.16	7990.84	3026.87	-16.03	0.00
购建固定资产、无形资产等支付的现金	263112.71	258121.37	51975.95	-55.55	54578.34
投资支付的现金	0.00	0.00	51834.28		5750.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	25073.76	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	263112.71	283195.13	103810.23	-37.19	60328.34
投资活动产生的现金流量净额	-258819.55	-275204.29	-100783.36	-37.60	-60328.34
三、筹资活动产生的现金流量：					
取得借款收到的现金	1213050.00	1308050.91	911171.46	-13.33	703884.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	183649.74		40000.00
筹资活动现金流入小计	1213050.00	1308050.91	1094821.20	-5.00	743884.00
偿还债务支付的现金	1036396.20	1122871.20	743749.42	-15.29	709840.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.00	35972.44	68108.83		73741.89
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	221128.74		23852.33
筹资活动现金流出小计	1036396.20	1158843.64	1032986.98	-0.16	807434.22
筹资活动产生的现金流量净额	176653.80	149207.27	61834.22	-40.84	-63550.22
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00		0.00
五、现金及现金等价物净增加额	37389.17	33138.51	733.73	-85.99	15409.13
加：期初现金及现金等价物余额	172304.40	209693.57	242832.08	18.71	243565.82
六、期末现金及现金等价物余额	209693.57	242832.08	243565.82	7.77	258974.95

附件 6 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	26.67	30.80	32.55	30.85	--
存货周转次数(次)	12.29	14.89	9.77	11.81	--
总资产周转次数(次)	1.19	1.34	1.33	1.31	--
现金收入比(%)	112.67	94.85	101.72	101.85	116.22
盈利能力					
营业利润率(%)	6.69	8.80	10.00	8.98	9.00
总资本收益率(%)	6.40	8.89	10.21	9.06	--
净资产收益率(%)	10.30	13.48	16.92	14.56	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	28.26	25.48	31.79	29.19	31.56
全部债务资本化比率(%)	62.47	60.11	60.13	60.59	57.62
资产负债率(%)	63.61	63.36	62.27	62.86	59.57
偿债能力					
流动比率(%)	68.71	74.14	90.70	81.34	101.99
速动比率(%)	53.24	53.72	55.33	54.43	68.44
经营现金流动负债比(%)	20.44	25.73	5.66	14.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	4.13	4.62	4.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.77	4.14	3.76	4.27	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.15	-0.06	-0.11	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.60	-2.54	-1.13	-2.25	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 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%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
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 / 利息支出

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期 (非流动) 负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 8 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 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

联合资信评估有限公司关于 江阴澄星实业集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在江阴澄星实业集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

江阴澄星实业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江阴澄星实业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江阴澄星实业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江阴澄星实业集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如江阴澄星实业集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如江阴澄星实业集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江阴澄星实业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

