

信用等级公告

联合[2011] 140 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及其拟发行的 2011 年度第二期中期票据的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

江阴澄星实业集团有限公司

2011 年度第二期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年三月十四日



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 2011 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

联合资信评估有限公司

二零一一年三月十四日

江阴澄星实业集团有限公司

2011年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据额度: 10 亿元
本期中期票据期限: 3 年

评级时间: 2011 年 3 月 14 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
资产总额(亿元)	93.22	104.31	123.21	138.29
所有者权益(亿元)	36.13	40.24	44.84	48.83
长期债务(亿元)	8.10	6.44	17.66	17.71
全部债务(亿元)	48.84	56.66	74.63	77.34
营业收入(亿元)	107.72	131.02	149.70	125.12
利润总额(亿元)	5.16	4.40	5.21	4.45
EBITDA(亿元)	10.94	10.61	12.78	--
经营性净现金流(亿元)	2.44	17.38	11.96	12.02
营业利润率(%)	7.63	7.40	6.69	6.95
净资产收益率(%)	11.43	10.21	10.30	--
资产负债率(%)	61.24	61.42	63.61	64.69
全部债务资本化比率(%)	57.48	58.48	62.47	61.30
流动比率(%)	81.21	74.19	68.71	57.52
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	5.34	5.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.10	3.59	5.89	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.09	1.06	1.28	--

注: 公司 2010 年 1~9 月财务数据未经审计。

分析师

王佳 张方磊
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”) 的评级反映了公司作为具有一定规模的实业投资公司, 在化工领域适度多元化的产业布局、完整的上下游产业链、优质稳定的客户群体等方面的优势。同时, 联合资信也关注到化工行业原材料价格波动大、公司营业利润率较低、债务规模增长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内处于领先地位, 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。公司磷化工产业链完整, 随着PTA项目的建成投产, 聚酯产业链也将逐渐延伸, 未来总体收入和盈利规模将继续增长, 经营有望保持稳定, 并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。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公司实行化工领域内适度多元化投资策略, 产业布局合理。
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. 公司磷酸盐和聚酯切片产品客户优质, 合作稳定。
4. 公司货币资金充裕, 经营现金流规模大, 对本期中期票据覆盖能力强。

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，毛利率较低。

2. 公司债务以流动负债为主，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。
4. 公司所有者权益中未分配利润占比大，稳定性较弱。

一、主体概况

江阴澄星实业集团有限公司(以下简称“澄星集团”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 2010 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 公司最新股权结构

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	6.08
周忠明	41683060	5.08
刘金法	22844367	2.78
陈国龙	14508800	1.76
澄星集团工会委员会	214675473	26.17
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 2010 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、物资采购协调管理部等 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(见

附件 1)。截至 2009 年底,公司纳入合并范围的全资及控股子公司 19 家(见附件 2)。

截至 2009 年底,公司(合并)资产总额为 123.21 亿元,负债合计为 78.38 亿元,所有者权益合计 44.84 亿元(其中少数股东权益 11.62 亿元),2009 年公司实现营业收入 149.70 亿元,利润总额 5.21 亿元。

截至 2010 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 138.29 亿元,负债合计为 89.45 亿元,所有者权益合计 48.83 亿元(其中少数股东权益 11.78 亿元),2010 年 1~9 月公司实现营业收入 125.12 亿元,利润总额为 4.45 亿元。

公司注册地址:江阴市澄张路 18 号;法定代表人:李兴。

二、中期票据概况

公司注册总额度为 15 亿元的中期票据,并已于 2011 年 2 月发行第一期中期票据,额度 5 亿元,期限 5 年。公司本期计划发行 2011 年第二期中期票据,额度 10 亿元,期限 3 年。本期中期票据所募集资金将主要用于公司本部及下属公司生产经营活动所需资金,并拓宽公司融资渠道、降低财务成本。具体用途如下:

(一) 偿还银行贷款

本期中期票据发行所募集的资金中 50%,即人民币 50000 万元,将用来归还公司本部及下属子公司到期银行贷款。其中,1.5 亿元用于本部归还银行贷款;2 亿元用于江苏澄星磷化工股份有限公司归还银行贷款;1.5 亿元用于江阴澄高包装材料有限公司归还银行贷款。

目前公司融资主要以银行借款为主,融资渠道较为单一,风险相对集中。本期中期票据的发行将使公司进一步摆脱主要依靠银行融资的局面,提高直接融资比例和优化债务结构。同时,此前通过银行贷款方式获得的资金成本相对较高,本期中期票据的发行可以一定程度降低公司融资成本。

(二) 补充流动资金

本期中期票据募集资金中 50%，即人民币 50000 万元，将用于补充公司 PTA 项目投产后购买原料及产品库存的流动资金需求。

公司“年产 60 万吨精对苯二甲酸（PTA）项目”为下属公司汉邦（江阴）石化有限公司 PTA 项目，该项目投产后每年需采购原料 PX 约 46 万吨，购买原料周期一般为 3 个月，在产品 & 产品库存环节周期为 1 个月，投产后需要周转流动资金约 17 亿元，其中：企业自筹流动资金 12 亿元，本期中期票据拟发行金额的 50000 万元将用于补充该项目投产后流动资金的需要。该项目已于 2011 年 1 月 18 日试投产，目前运营状况良好，日产能 2160 吨，超过预期设计产能 13%，经济效益良好，该项目预计每年可实现销售收入 504000 万元，利润总额 50782 万元，内部收益率 16.08%。

三、公司基础素质

1. 公司规模及竞争力

公司是一个产、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 2010 年 9 月底，公司持股 26.22%）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，目前是国内

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。

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。

2. 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、中国洗涤剂工业协会常务理事等社会职位。

截至 2010 年 9 月底，公司共有各类职工 6312 人，从专业划分看，其中管理人员 1061 人，财务人员 63 人，销售人员 376 人，生产人员 4812 人；从学历构成看，大学本科及以上 923 人，大中专 1991 人，高中技校及以下 3398 人。

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。

四、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，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。

五、经营分析

1. 经营现状

公司经营业务主要包括磷化工、石化、煤化工和商贸流通，其中磷化工、石化和商贸流通业务收入合计在营业收入占比超过 95%，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 2 公司近年来营业收入分布情况

业务板块	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-9 月	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
磷化工	305648.61	28.38	386521.37	29.50	390854.66	26.11	409277.99	32.71
石化	335579.29	31.15	372574.58	28.44	428210.37	28.60	414282.92	33.11
煤化工	43623.29	4.05	48652.48	3.71	86875.32	5.80	39745.40	3.18
商贸物流	377182.67	35.02	479285.86	36.58	565787.97	37.79	365345.10	29.20
其他	15132.48	1.40	23212.06	1.77	25321.04	1.69	22580.60	1.80
合计	1077166.34	100	1310246.35	100	1497049.36	100	1251232.00	100

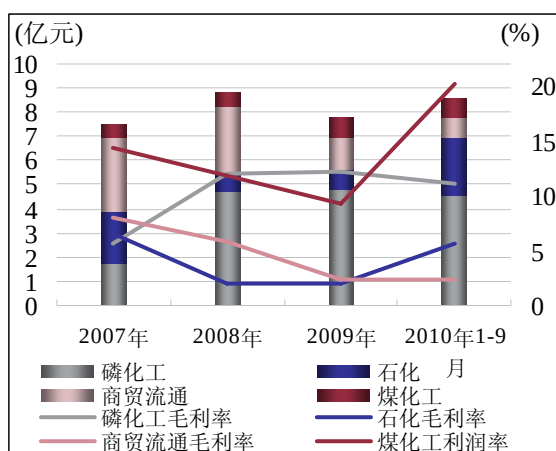
资料来源：公司提供

从利润贡献和毛利率分析，2008 年公司磷化工业务云南“矿电磷一体化”生产基地投入运营，公司磷酸及磷酸盐收入规模上升，利润贡献稳定。同时，成本优势得以体现，2008 年起磷化工产品毛利率有较大幅度提升，2010 年

年初西南地区旱情使公司外购电量增加，毛利率小幅下降。公司石化业务主要是瓶级 PET（聚酯切片），2008 年至 2009 年主要原材料 PTA 价格波动较大，同时市场需求有所下滑，毛利润和毛利率同时降低，2010 年 1-9 月，瓶级 PET

下游需求增长迅速，价格上升，PTA 价格维持较小波动范围，瓶级 PET 毛利润和毛利率上升。商贸流通主要是磷化工（黄磷、磷矿石）和化学品（乙二醇、苯乙烯等），2007 年起毛利润和毛利率呈下降趋势，主要因为公司采取“高买低卖”策略增强市场两端控制力所致。公司煤化工业务利润贡献较小，2010 年 3 月停产，目前正在办理有关报批手续，争取早日投产。公司主要生产高端煤化工产品，目前正处于搬迁过程中，未来不作为公司战略发展方向。

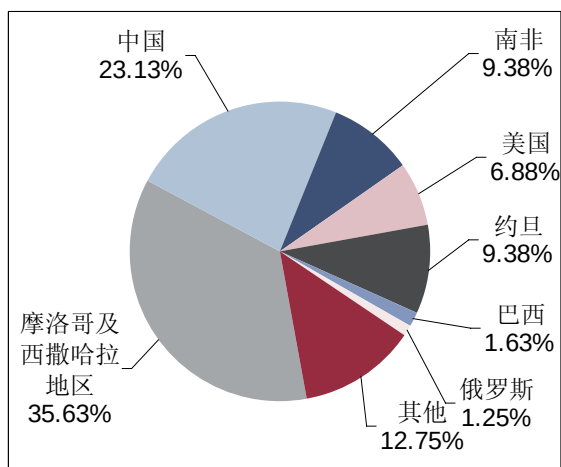
图 1 公司各板块毛利润及毛利率情况



资料来源：公司提供

2. 磷化工板块 行业分析

图 2 世界磷矿石资源储量分布

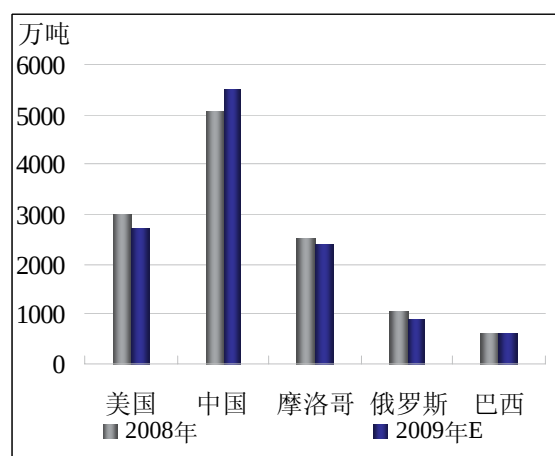


资料来源：Mineral Commodity Summaries 2010

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。磷是生物体内不可或缺的关键元素，多数磷化工最终目的是为生物提供养分。世界磷矿资源分布不均衡，截至 2009 年底，全球储量为 160 亿吨，非洲磷矿资源富集度相对高，摩洛哥和西撒哈拉是世界磷矿资源最丰富的地区，储量为 57 亿吨。中国磷矿石资源储量为 37 亿吨，主要分布在云南、贵州、四川、湖北和湖南，以上五个省份储量占全国储量 80% 以上，富矿也主要分布在以上地区。

图 3 主要国家磷矿石产量



资料来源：Mineral Commodity Summaries 2010

磷肥是产量最大的磷化工产品，占磷矿石消耗量 80%，磷肥行业产能过剩，竞争激烈。精细磷化工产品广泛应用于食品饮料和工业领域，具有消费品属性，需求增长比较稳定。除磷肥外，磷化工产品包括以磷酸为基础的磷酸氢钙、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠和其他磷酸盐；精细磷化工产品包括工业级和食品级磷酸、食品级和牙膏级磷酸氢钙。

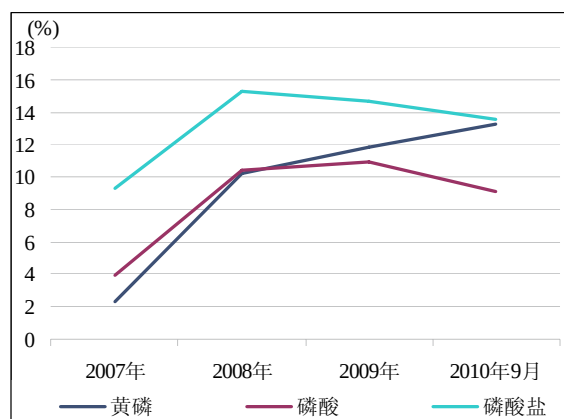
磷化工技术路线主要分为热法（黄磷）路线和湿法精制路线。湿法精制路线将磷矿石和硫酸生产出粗磷酸，再将粗磷酸精制净化（用有机溶剂萃取）得到高浓度磷酸；热法磷酸路线将磷矿石加工成黄磷，黄磷燃烧得到五氧化二磷加水制成磷酸。湿法精制磷酸路线需要用到硫酸，国外（北美）磷矿与硫矿一般在地理上相距较近，物流成本较低，具有低价硫磺矿

成本优势；国内磷矿分布区主要位于贵州、云南、湖北等区域，基本上缺乏硫铁矿或硫磺供应，进口硫磺带来的物流成本较大，中国国内湿法精制路线与国际相比处于相对劣势。湿法精制路线提出超高品质的磷酸难度更大，成本高于热法磷酸技术，日本的电子和半导体所用的电子级磷酸基本上全部由高纯黄磷加工或热法高纯磷酸深加工而来，这也是中国黄磷和高纯热法磷酸出口的动力之一。

公司经营

公司磷化工业务经营实体为澄星股份，主要产品为黄磷、磷酸和磷酸盐。目前，公司已形成“矿电磷”一体化产业链，公司拥有的磷矿资源主要位于云南省，包括宣威磷电、弥勒磷电下属磷矿，公司拥有具备采矿权的磷矿资源储量 1.3 亿吨，年产量 190 万吨，理论上公司磷矿可以完全实现自给；拥有煤矿资源储量 5500 万吨，目前年产量 45 万吨，由于公司处于战略和工艺安排，磷矿石自给率在 50% 左右，其余部分在周边采购。由于黄磷生产成本中电力占比为 60%、焦炭占比 10%、磷矿石占比约为 20%，公司为云南黄磷生产基地分别配备了电力供应，其中宣威黄磷生产基地自备火电厂，电煤来自公司所拥有的煤矿，电力可完全自给，但公司会在丰水期外购水电以降低成本。弥勒黄磷生产基地配备了雷打滩水电站，丰水期水电可满足弥勒磷电需求，枯水期电力将部分外购。宣威火电发电成本为 0.28 元千瓦时，弥勒水电发电成本为 0.15 元千瓦时，低于外购电成本 0.34 元千瓦时。云南“矿电磷一体化”基地制成黄磷，由公司通过铁路或者水路运输到江阴市磷化工基地生产磷酸及磷酸盐。

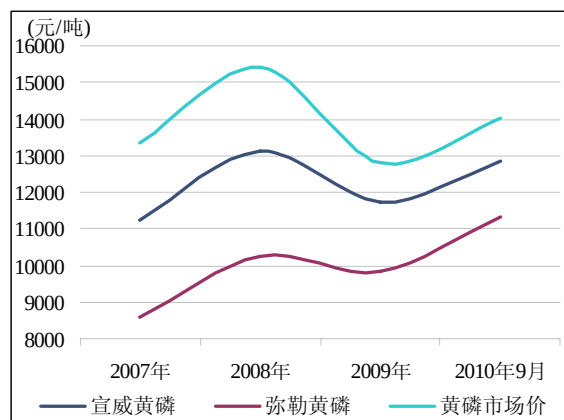
图 4 公司主要磷化工产品毛利率



资料来源：公司提供

2008 年公司矿电磷一体化基地全面投产，使公司磷酸及磷酸盐业务增强了对上游黄磷价格波动风险抵抗能力，盈利能力提高，整体市场竞争力提升。2008 年矿产资源价格整体出现大幅上涨行情，磷矿石及下游产品黄磷、磷肥价格同期迅速升高，公司黄磷自给率不断提高，磷酸及磷酸盐生产成本具有相对优势，提高了公司磷化工产品盈利能力。2009 年金融危机使国外经济增长下滑，行业需求下降使公司主要磷化工产品价格有所下降，公司磷化工产品毛利率有所下降。2010 年初，西南地区旱情持续，枯水期影响公司自备水电厂发电量，公司外购电量增加导致公司黄磷生产成本上升，下游磷化工产品盈利能力有所减弱。

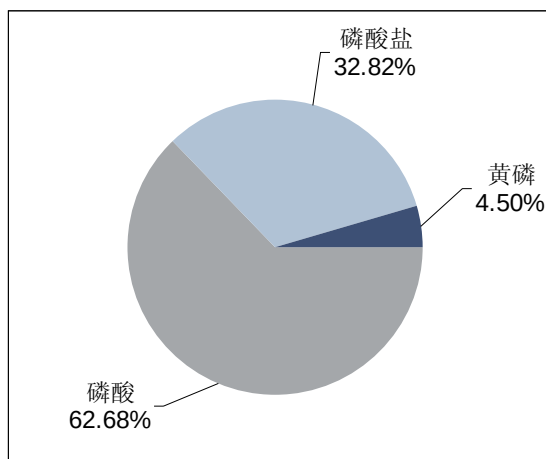
图 5 公司黄磷成本价与黄磷市场价格



资料来源：公司提供

目前,公司所生产的黄磷主要自用,同时部分对外销售,磷酸产品主要是食品级磷酸和准电子级磷酸,磷酸客户主要是可口可乐、百事可乐亚太区独家供应商,准电子级高纯磷酸主要出口日本和韩国。磷酸盐产品中主要是牙膏级磷酸氢钙,公司牙膏级磷酸氢钙是高露洁、联合利华、香港好莱化工的主要供应商之一。公司的三聚磷酸钠产品主要供应宝洁、德国汉高公司。公司食品级磷酸和磷酸盐产主要供应跨国食品饮料公司和跨国日化用品公司,由于跨国公司供应商选择程序复杂,对产品品质要求较高,更换供应商成本很高,公司未来下游需求稳定。公司年产 6.5 万吨磷酸盐项目已于 2011 年 1 月竣工,目前进入试投产阶段,项目投产后将提高公司磷酸产品在业务结构中的比重,整体收入规模和盈利能力有望上升。

图 6 2009 年公司主要磷化工产品收入构成



资料来源:公司提供

总体看,公司磷矿资源储备充足,矿电磷一体化为下游磷酸及磷酸盐产品提供了成本优势,公司食品级和准电子级磷酸、磷酸盐产品(磷酸氢钙)属于中高端产品,客户优质,需求稳定,市场占有率高,产品品质具有较强竞争力。

3. 石化板块

行业分析

PET 即聚酯产品,由 PTA(精对苯二甲酸)

和 MEG(乙二醇)聚合而成(生产 1 吨 PET 需要 0.85~0.86 吨的 PTA 和 0.33~0.34 吨的 MEG),其主要用途可以分为纤维级聚酯切片、瓶级聚酯切片、膜级聚酯切片。中国市场 75% 的 PET 用于生产聚酯纤维,20% 用于生产聚酯瓶片,5% 用于生产聚酯薄膜。聚酯瓶片和聚酯薄膜属于非纤聚酯,其中聚酯瓶片是公司所在的细分子行业,也是 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。

根据美国 SRI consulting 公司在 2009 年 11 月的最新研究报告,目前全球聚酯产能已达到 5800 万吨/年,比消费需求超出了 1000 万吨/年,中国 2009 年聚酯产能 2586 万吨,聚酯产量 1810 万吨,聚酯开工率为 69.99%。2010 年预计共需求聚酯 2047 万吨,仍远低于产能的 2586 万吨。

2009 年国内 PTA 经过产能扩充后已经从 2005 年的 670 万吨/年增长到 1486 万吨/年,但 PTA 产能释放存在时滞,2009 年国内 PTA 产量为 1125 万吨,供需缺口主要通过进口解决,但随着国内产能逐步释放,PTA 进口量呈下降趋势。PTA 属于石化产品,原油价格波动会传导至 PTA,近三年原油价格大幅波动,PTA 价格与原油价格同步出现 2008 年下半年价格跳水和 2009 年价格的回升。

图7 2007~2010年11月郑州商品交易所PTA结算价



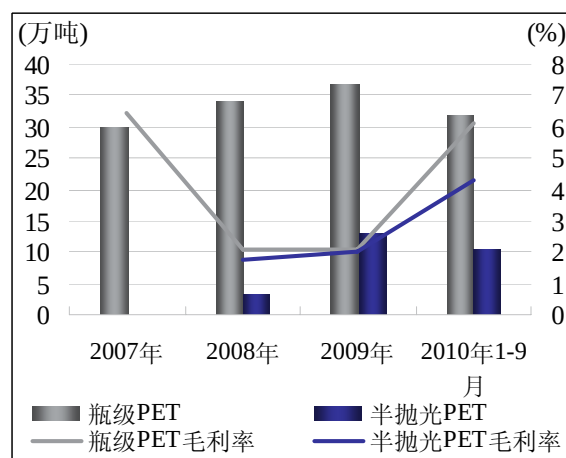
资料来源: Wind 资讯

国家发改委2006年出台了《PTA“十一五”建设项目的布局规划》(发改工业[2006]646号),在“十一五”期间内国产PTA的满足率按80%进行控制和安排,以稳定国内PTA对下游行业需求保障,增强PTA定价权,同时对国内PTA总量进行控制,以避免产能过剩对行业秩序的冲击。PTA的上游原材料是PX(对二甲苯),PTA生产成本中PX占比80%以上,近年来国内PX产能扩张迅速,有效改善了PTA原料供应。根据中国石油化工股份有限公司披露的数据,随着国内PX新产能装置的陆续投产,到2009年年末,国内PX产能达到了712万吨。PTA上游石化产品产业链投资额度大,一般由实力雄厚的石油石化集团投资建设。PTA总体上游供应保障程度不断提高。

公司经营

公司石油化工业务主要从事瓶级PET切片产品的生产和销售,经营实体为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。江阴澄高包装材料有限公司2005年引进了美国杜邦公司NG3聚酯工艺技术,生产瓶级PET产品。NG3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。

图8 公司主要石化产品销量及毛利率



资料来源: 公司提供

公司目前PET产品主要包括瓶级PET和半抛光切片,半抛光PET为瓶级PET的半成品,主要由江阴澄盛包装新型材料有限公司和江阴市日用化工厂生产。公司瓶级PET产能为35万吨,2007~2010年9月,瓶级PET产量分别为29.97万吨、34.24万吨、36.78万吨和31.81万吨,产销率接近100%。从PET收入结构看,由于半抛光PET销售收入逐年上升,瓶级PET在石化业务中占比逐渐下降,近三年公司瓶级PET销售收入稳定。

从市场价格和毛利率看,2007年~2010年9月瓶级PET平均销售价格为11197.17元/吨、9967.08元/吨、8763.25元/吨和9963.62元/吨。2007年,瓶级PET市场产销基本平衡,但部分月份供不应求,2007年下半年PTA价格下降,公司瓶级PET毛利率位于近三年的最高点6.47%。2008年以来,国内PET行业产能扩充迅速,PTA价格降低,同时金融危机使消费支出减少,瓶级PET下游行业需求出现下降,公司瓶级PET价格呈现下降趋势。2010年1~9月,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,PTA价格波动幅度减小,瓶级PET产品价格出现上升,毛利率回升至6.14%。总体看,公司瓶级PET产品价格受下游需求影响较大,产品成本易受原材料PTA价格波动影响,盈利能力一般。

为提高瓶级 PET 盈利能力，公司与香港汉邦公司合资成立汉邦（江阴）石化有限公司，向上游 PTA 生产延伸。汉邦 PTA 项目审批年产能 60 万吨，项目采用杜邦英威达工艺及专利技术，技术先进，生产效率较高。汉邦（江阴）石化有限公司注册资本 10 亿元，公司持股 85%，总投资 27.7 亿元，项目于 2007 年 4 月启动，2010 年 11 月试生产，2011 年 1 月 18 日试投产，目前运营状况良好，日产能 2160 吨，超过预期设计产能 13%，经济效益良好，该项目预计每年可实现销售收入 504000 万元，利润总额 50782 万元，内部收益率 16.08%。汉邦项目投产后，公司“PTA~PET”产业链获得延伸，瓶级 PET 原材料供应得到保障，抵御 PTA 价格波动风险能力增强，盈利能力有望上升。

公司主要原材料为 PTA 和 MEG，目前每年 PTA 原料需求料约为 30 万吨，主要从香港和台湾进口。汉邦项目投产后，公司 PTA 原料将实现 100%自给。

表 3 2009 年公司石化产品前五大供应商

供应商名称	采购项目	采购额 (万元)	占采购总额 比例
台湾鸿兴祥贸易公司	PTA	117757.90	39.29%
香港碧辟公司	PTA	79218.95	26.43%
新加坡东鹰公司	MEG	36284.41	12.11%
三星公司	MEG	12901.12	0.00%
韩国 KP 公司	IPA	3776.82	1.26%
前五名供应商合计采购金额		249939.19	83.38%

资料来源：公司提供

公司瓶级 PET 客户主要包括农夫山泉、杭州娃哈哈食品有限公司、天津顶新食品有限公司（康师傅）等国内知名企业，其中农夫山泉 95%的瓶级 PET 原材料由公司提供。康师傅瓶级 PET80%由公司提供，在油瓶领域，公司主要客户包括鲁花、福临门和金龙鱼等。

表 4 2009 年公司石化产品前五大销售客户

客户名称	销售额 (万元)	占销售总额比例
农夫山泉股份有限公司	36183.78	8.45%
浙江黄岩洲皇实业有限公司	30531.40	7.13%
浙江亿盛塑业有限公司	25778.26	6.02%
顶新食品有限公司	17727.91	4.14%
北京聚燕新枫塑料包装制	12760.67	2.98%
前五名客户合计销售金额	122982.02	28.72%

资料来源：公司提供

公司瓶级 PET 市场稳定，随着汉邦石化 PTA 项目投产，PTA 原材料可以实现完全自给，公司石化产品产业链将得到延伸和完善，收入和盈利能力有望增强。

4. 商贸流通板块

行业分析

随着中国经济的持续快速增长，流通行业规模不断扩大，并保持了较快的发展速度。消费品和生产资料流通活跃，且其销售总额增速均高于 GDP 增幅。根据国家统计局和中国物流信息中心的核算统计，2009 年中国全社会实现消费品零售总额 12.5 万亿元，同比增长 15.2%；实现生产资料销售总额 27.75 万亿元，按可比价格计算比上年增长 13.8%，比 2008 年增速提高了 3.4 个百分点。

交通设施规模的扩大、信息化建设的突破性进展为流通批发行业的发展提供了良好的设施条件。据不完全统计，截至 2009 年末，中国铁路营业里程达 8.6 万公里，高速公路通车里程达 6.03 万公里，港口泊位 3.64 万个，民用机场 160 个，同时大型现代化物流园区的建设也使得流通行业的效率不断提高。

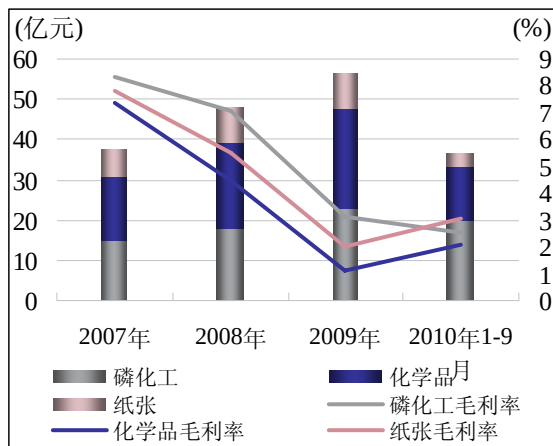
国家正逐步提高对流通业的重视程度，相关的监管及配套政策也在逐步完善之中。2005 年 4 月，国务院召开的全国流通工作会议提出要以开放促进流通改革和发展，并下发了促进流通产业发展的若干意见。商务部在《国内贸易“十一五”发展规划》中也对批发业的发展提出了明确要求：即推进批发业经营与服务方

式创新；促进商品交易市场升级，使其逐步向商品展示订货中心、批发采购中心、信息服务中心、物流配送中心等现代市场形态转变。此外，2009年3月16日国务院正式印发了《物流业调整和振兴规划》（以下简称《规划》），这是十大调整和振兴规划中唯一的服务业规划，也是我国物流业发展的首部《规划》，对促进物流业的发展意义深远。

公司经营

公司商贸流通业务主要有：磷矿石、黄磷、磷酸、磷酸盐等磷化工贸易；苯乙烯、乙二醇、甲醇等化学品贸易；纸张、纸浆贸易。公司商贸流通业务主要经营实体为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。从基础设施看，公司在长江边拥有5万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。

图9 公司商贸流通业务规模及毛利率情况



资料来源：公司提供

从业务构成分析，纸品贸易收入占比逐渐降低，磷化工贸易和化学品贸易比例均保持在40%左右。从毛利率变化看，公司商贸流通业务毛利率呈下降趋势，主要是为配合公司磷化工生产业务，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），业务毛利相对较低。同时化学品和纸张方面主要从国外进口，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。为增强公司在磷化工、化学品物流市场控制力，公司通过“高进低出”策略分别抢占物流两端生产商和客户资源，“高进低出”策略使得该部分毛利空间逐渐缩小。

表5 2009年公司商贸流通前五大客户

名称	销售项目	销售额 (万元)	占收入总额 比例
无锡兴达泡塑有限公司	苯乙烯	82541.59	14.59%
无锡华宏化纤有限公司	乙二醇	48964.22	8.65%
江阴金桥化工有限公司	甲醇	30782.16	5.44%
江苏裕元实业有限公司	黄磷、磷酸	29334.62	5.18%
云南磷化集团有限公司	黄磷、磷酸	28597.10	5.05%
对前五名客户合计销售金额		220219.69	38.92%

资料来源：公司提供

公司商贸流通业务销售客户主要位于江苏和云南；化工品采购主要来自国外，磷矿石主要在江苏和云南。黄磷属于易燃易爆化学品，磷酸及其化学品属危险物品，长途运输具有安全风险，专业性要求较高。公司于2003年建立了全新的黄磷储罐包装运输方式，储罐可以直接进入生产线灌装，运输和包装成本降低，降低了运输和供应风险，总运输能力为15万吨/年。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。随着公司化学品、磷化工产品贸易额增长，运输网络控制力有望持续增强。

表6 2009年公司商贸流通前五大采购商

名称	采购项目	采购额 (万元)	占采购总额 比例
日本三菱化学有限公司	苯乙烯	81716.18	14.86%
韩国三星化学有限公司	甲醇、乙二醇	51412.43	9.35%
新加坡东鹰公司	乙二醇	30474.34	5.54%
江苏裕元实业有限公司	磷矿石、黄磷	27158.54	4.94%
云南磷化集团有限公司	磷矿石、黄磷	26745.10	4.86%
从前五名供应商合计采购金额		217506.58	39.56%

资料来源：公司提供

5. 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,前身为公司于 2004 年整体收购组建的江苏新亚化工集团公司(原武进化肥厂),该公司位于江苏省常州市。江苏新亚化工有限公司原位于常州市区,常州市政府将对该地块进行收储。2010 年 3 月,江苏新亚化工有限公司实施停产搬迁,公司将煤化工业务整体搬迁至江苏省宿迁市,并组建宿迁新亚科技有限公司,宿迁市煤炭资源较丰富,接近徐州煤矿,公司搬迁后原材料成本将降低,同时宿迁市政府给予公司税收优惠政策。宿迁新亚科技有限公司目前正按照政府要求,办理相关的报批手续,积极争取早日投产,今后公司将主要生产异丙胺、N-甲基甲酰胺和甲酰胺等中高端产品,不属于过剩产能产品序列,产能规模缩减至年产 10 万吨。2009 年煤化工业务收入在营业收入中占比不到 4%,规模不大。从发展方向看,煤化工非公司战略重点方向。

6. 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。在瓶级切片方面,随着汉邦 PTA 项目投产,PET 生产所需 PTA 自给率将达到 100%,PTA 项目也将提高公司石化业务收入规模和利润规模,在瓶级 PET 下游,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。在瓶级 PET 产品方面,公司逐步扩大油瓶级、热灌装等高附加值瓶级 PET 产品市场空间,改善公司瓶级 PET 产品依赖水瓶级 PET 产品的不足。在商贸物流方面,公司将发挥在磷化工、

化学品运输领域内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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年财务报表已经江阴大桥会计师事务所有限公司审计,均出具了标准无保留意见的审计结论。公司财务报表按照 2006 年财政部公布的《企业会计准则》编制,从合并范围看,2009 年公司将新收购的江阴澄星石庄热电有限公司纳入合并范围,公司合并范围变化不大。公司 2010 年上半年报表未经审计,公司 2007~2010 年 9 月财务数据和主要计算指标见附件。

截至 2009 年底,公司合并资产总额为 123.21 亿元,负债合计为 78.38 亿元,所有者权益合计 44.84 亿元(其中少数股东权益 11.62 亿元),2009 年公司实现主营业务收入 149.70 亿元,利润总额 5.21 亿元。

截至 2010 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 138.29 亿元,负债合计为 89.45 亿元,所有者权益合计 48.83 亿元(其中少数股东权益 11.78 亿元),2010 年 1~9 月公司实现营业收入 125.12 亿元,利润总额为 4.45 亿元。

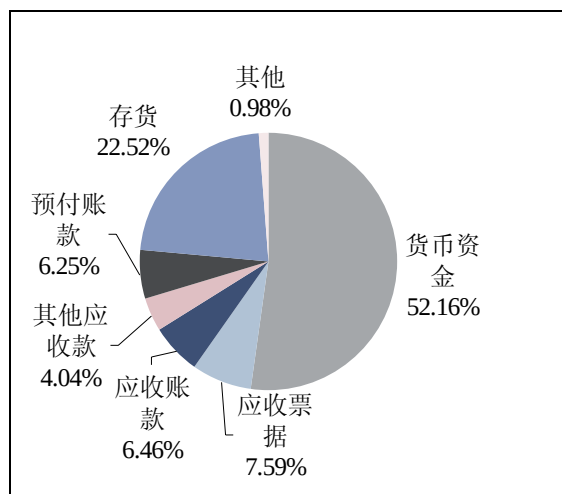
2. 资产质量

2007~2009 年,公司资产规模持续增长,年复合增长率为 14.97%,主要是固定资产增长所致。截至 2009 年底,公司合并资产合计为 123.21 亿元,其中流动资产占 32.63%,非流动资产合计占 67.37%。

2007~2009 年,公司流动资产规模基本保持稳定,从内部结构看,货币资金和存货是最主要构成部分。截至 2009 年底,公司流动资产 40.20 亿元,其中占比较大的有货币资金

20.97 亿元，存货 9.05 亿元，应收票据 3.05 亿元（见图 10）。

图 10 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2007~2009 年，公司货币资金稳定增长，年复合增长率为 16.78%，截至 2009 年底，公司货币资金 20.97 亿元，占流动资产的比例为 52.16%，公司货币资金充足率较高。

2007~2009 年，公司应收票据有所波动，截至 2009 年底为 3.05 亿元，均为银行承兑汇票，变现能力强。

2007~2009 年，公司应收账款规模基本稳定，截至 2009 年底，应收账款账面余额为 2.60 亿元，从账龄分布看，账龄在 1 年以内的占 91.22%，1~2 年的占 5.26%，2 年及以上的占 3.52%。公司 2009 年末应收账款金额前五名合计 7468.35 万元，占应收账款余额合计的 28.77%，集中度一般。公司应收账款账龄较短，同时客户合作较稳定，相应未计提坏账准备。

2007~2009 年，公司预付款项规模略有减少，主要是公司预付的原材料采购款和预付设备工程款。截至 2009 年底，公司预付账款余额 2.52 亿元，其中 1 年内的占 95.41%，1~2 年的占 3.19%，2 年及以上的占 1.40%，公司预付款主要集中在 1 年以内，未对预付款提取坏账准备。

2007~2009 年，公司其他应收款账面净额

有所波动，截至 2009 年底，公司其他应收款为 1.62 亿元，从账龄分布看，账龄在 1 年以内的占 98.48%，1 年及以上的占 1.52%，公司其他应收款主要是与房地产开发商合作开发江阴市永安四村项目形成的占用款项。

2007~2009 年，公司存货余额有所波动，总体规模较大。截至 2009 年底，公司存货账面余额为 9.05 亿元，其中原材料和库存商品分别占 41.23%和 49.01%，在产品占 6.21%。公司 2008 年末的存货余额为 13.58 亿元，较 2007 年末增加了 4.45 亿元，增长了 48.81%，主要原因是受行业周期性因素影响，公司下属子公司江阴澄高包装材料有限公司根据当时市场变化，购买 PET 原料增加库存所致。

2007~2009 年，公司非流动资产规模增长较快，主要是 2008 年公司新设汉邦（江阴）石化有限公司后在建工程大幅增长，同时公司部分技改项目和厂区搬迁也增加了部分固定资产。

2007~2009 年公司固定资产稳定增长，截至 2009 年底，公司固定资产原值 61.51 亿元，其中房屋及建筑物占 31.38%，机器设备占 64.63%。截至 2009 年，公司累计计提折旧 17.68 亿元，固定资产净额为 43.84 亿元，固定资产成新率为 71.26%。

随着汉邦 PTA 项目的陆续投入，公司在建工程规模也不断增长，2009 年底达 30.63 亿元。

2007~2009 年公司长期股权投资规模保持稳定，主要是对东吴基金管理有限公司（公司投资 2100 万，占股 21%）和对中化化肥原料有限责任公司的投资。

截至 2010 年 9 月底，公司资产总额 138.29 亿元，其中非流动资产占比上升为 74.04%，流动资产占比有所下降。

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. 负债及所有者权益

随每年利润增加, 2007~2009年公司所有者权益稳定增长。截至2009年底, 公司归属于母公司的所有者权益33.22亿元(另外少数股东权益11.62亿元), 其中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润分别占24.69%、1.04%、12.15%、62.12%。公司所有者权益增长主要来自未分配利润的增加, 稳定性较弱。

截至2010年9月底, 公司归属于母公司的所有者权益合计为37.05亿元(另外少数股东权益11.78亿元), 较2009年底略有增长, 主要是未分配利润增长所致, 公司所有者权益结构较2009年底维持稳定。

2007~2009年公司负债合计持续增长, 年复合增长率为17.17%, 截至2009年底, 公司负债合计78.38亿元, 其中流动负债占74.64%, 非流动负债占25.36%。

2007~2009年公司流动负债规模略有增长, 年复合增长率为9.80%, 截至2009年底, 公司流动负债为58.50亿元, 其中以短期借款(占比46.84%)和应付票据(占比47.97%)为主。2007~2009年, 公司短期借款一直保持在较大规模, 2009年底为27.41亿元。

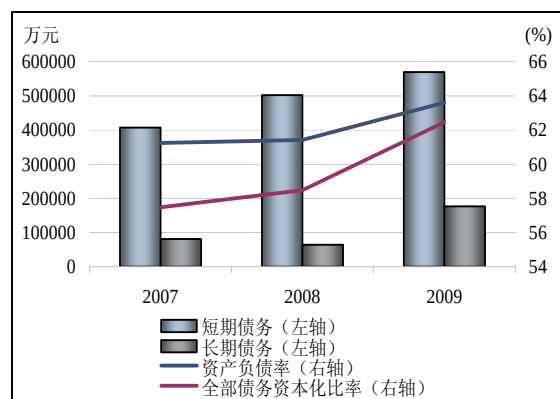
2007~2009年公司应付票据快速增长, 年复合增长率为59.81%, 2009年底达28.07亿元, 主要是因为公司集中财力投入汉邦PTA项目, 为保证流动资金的充足, 在购买原材料时使用银票支付所致。

2007~2009年公司非流动负债规模快速增长, 年复合增长率为52.29%, 截至2009年底公司长期负债为19.87亿元, 其中长期借款占15.58亿元, 应付债券2.08亿元(澄星股份发行的可转换债券), 其他长期负债1.46亿元。公司2009年底长期借款较2008年底增加11.17亿元, 主要是增加了汉邦PTA项目的银团贷款所致。

截至2010年9月底, 公司负债合计为89.45亿元, 其中流动负债占69.77%, 非流动负债占30.23%, 公司负债结构有所改善。

2007~2009年公司债务总额持续增长, 年复合增长率为23.62%, 截至2009年底公司债务总额为74.63亿元, 其中短期债务56.97亿元, 占76.34%, 长期债务17.66亿元, 占23.66%, 公司以短期债务为主。截至2010年9月底, 公司债务总额为77.34亿元, 规模和债务结构基本维持稳定。

图11 2007年~2009年公司债务负担



资料来源：公司年报

2007~2009年, 随着负债合计增长影响, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升, 2009年底分别为63.61%、62.47%和28.26%, 公司债务负担略有加重。截至2010年9月底, 以上指标分别为64.69%、61.30%和26.61%, 公司债务负担基本稳定。

总体看, 公司债务规模总量有所增长, 债务负担加重, 债务结构尚待改善。

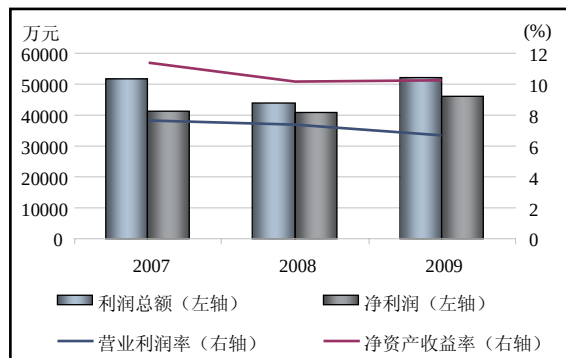
4. 盈利能力

2007~2009年随着公司磷化工生产规模扩大以及商贸流通板块收入大幅增长, 公司总体营业收入快速增长, 年复合增长率为17.89%, 2009年公司实现营业收入149.70亿元。受商贸流通领域毛利率较低影响, 近三年公司营业利润率略有下降, 分别为7.63%、7.40%和6.69%。

从期间费用看, 2007~2009年, 公司期间费用占营业收入的比重分别为4.43%、4.65%和3.63%, 期间费用占营业收入的比重较低。

2007~2009 年, 公司利润总额和净利润规模波动中略有增长, 2009 年分别为 5.21 亿元和 4.62 亿元, 受全球危机影响, 公司 2008 年盈利水平较 2007 年有所下滑。从盈利指标看, 公司净资产收益率有所下降, 近三年分别为 11.43%、10.21%和 10.30%。

图 12 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报表

2010 年 1~9 月, 公司实现营业收入 125.12 亿元, 公司营业利润率有所提高, 为 6.95%。2010 年 1~9 月公司利润总额和净利润分别为 4.45 亿元和 4.03 亿元。

总体看, 受商贸流通板块收入规模增长, 公司总体收入规模快速增长, 同时由于公司在商贸流通领域实行“高进低出”策略, 公司营业利润率水平有所下降, 公司整体盈利能力一般。随着公司汉邦 PTA 项目的建成投产, 公司产业链进一步完善, 营业收入将持续增加, 未来公司的盈利能力有望得到提升。

5. 现金流

从经营活动看, 2007~2009 年, 伴随着公司生产规模的扩大、商贸流通业务的增长和总体营业收入的增长, 公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入稳步增长, 三年年均增长率分别为 17.45%和 17.61%, 2009 年分别为 168.68 亿元和 169.83 亿元; 相应公司购买商品、接受劳务支付的现金增速较快, 公司经营活动现金流出三年年均增长率为 14.53%, 2009 年经营活动产生的现金流出额为

157.87 亿元。公司近年来经营活动流量净额表现为净流入, 2007~2009 年分别为 2.44 亿元、17.38 亿元和 11.96 亿元, 净流入规模呈波动增长趋势。2007~2009 年, 公司现金收入比有所波动, 三年分别为 113.51%、121.20%和 112.67%, 整体收入实现质量较好。

从投资活动看, 随着公司陆续进行技术改造, 开工新建和改扩建固定资产项目增加较多, 特别是汉邦 PTA 项目投资 27.7 亿元, 同时澄星股份从老厂区搬迁至新厂区, 厂房设备投入较大, 相应近年来投资活动现金流出较大, 2007~2009 年分别为 9.80 亿元、13.94 亿元和 26.32 亿元, 投资活动现金流表现为净流出。

2009 年公司加大了对汉邦 PTA 项目的投入, 相应公司筹资活动前现金流量净额为 -13.93 亿元, 经营活动产生的现金流量净额未能覆盖投资活动产生的现金净流出。

从筹资活动看, 2007~2009 年, 公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金, 现金流出主要为偿还债务和分配股利和偿付利息所支付的现金。2007~2009 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.77 亿元、-2.17 亿元、17.67 亿元。公司目前所需建设资金主要来自银行借款, 外部筹资压力较大。

2010 年 1~9 月, 公司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分别为 12.02 亿元和 -21.11 亿元, 经营活动产生的现金流量净额无法满足投资活动需要, 相应公司继续加大了筹资活动, 相应筹资活动产生的现金流量净额为 8.57 亿元, 公司对外部筹资活动有所增加。

总体看, 公司现金流情况正常, 经营活动现金流规模大; 对外筹资压力较大。同时随着汉邦 PTA 项目的建成投产, 公司筹资压力将有所减小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2007~2009 年, 公司流动比率和速动比率略有下降, 2009 年底分别

为68.71%和53.24%，2010年9月底上述指标分别为57.52%和43.81%，较2009年底有所下降。2007~2009年公司经营现金流动负债比分别为5.02%、30.40%和20.44%；从经营活动现金流入量对流动负债覆盖倍数看，2007~2009年分别为2.53倍、2.80倍和2.90倍，考虑到公司经营活动现金流入量规模较大，同时公司货币资金规模较大，短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力看，受利润规模以及当年折旧影响，公司EBITDA波动中有所增长，2007~2009年分别为10.94亿元、10.61亿元和12.78亿元。受债务总额上升影响，公司全部债务/EBITDA有所上升，2009年为5.84倍，EBITDA利息倍数则波动中有所上升，2009年为5.89倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2010年9月底，公司对外担保余额15.69亿元，担保比率为32.14%，与被担保企业多为互保行为，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7 2010年9月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	金额
红柳集团有限公司及下属企业	49800
法尔胜集团有限公司及下属企业	63849
江阴模塑集团有限公司及下属企业	43300
合计	156949

资料来源：公司提供

公司与各行业银行建立了长期稳定的合作关系，截至2010年9月底，公司共获各家银行授信额度93.90亿元，其中尚未使用额度29.81亿元，公司间接融资渠道畅通；同时公司拥有上市公司，直接融资渠道畅通。总体看，公司直接间接融资渠道畅通。

七、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据发行额度为10亿元，占

2010年9月底全部债务规模77.34亿元的12.93%，对公司现有债务的影响程度小。

截至2010年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为64.69%和61.30%，公司第一期中期票据发行后资产负债率和全部债务资本化比率上升至65.92%和62.77%，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将进一步上升至68.14%和65.41%，公司债务负担将略有加重，债务结构将有所优化。

2. 本期中期票据偿还能力分析

截至2010年9月底，公司现金类资产（货币资金+交易性金融资产+应收票据）为23.49亿元，为本期中期票据额度的2.35倍，为2011年第一期和第二期中票发行额度合计15亿元的1.57倍。公司现金类资产对本期中期票据的覆盖程度较高。

2007~2009年公司经营活动产生的现金流入量分别为122.79亿元、160.09亿元和169.83亿元，分别为本期中期票据的12.28倍、16.01倍和16.98倍，为2011年第一期和第二期中票发行额度合计15亿元的8.19倍、10.67倍和11.32倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度高。公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.44亿元、17.38亿元和11.96亿元，分别为本期中期票据的0.24倍、1.74倍和1.20倍，为2011年第一期和第二期中票发行额度合计15亿元的0.16倍、1.16倍和0.80倍。公司2007~2009年EBITDA值分别为10.94亿元、10.61亿元和12.78亿元，分别为本期中期票据额度的1.09倍、1.06倍和1.28倍，为2011年第一期和第二期中票发行额度合计15亿元的0.73倍、0.71倍和0.85倍。公司EBITDA对本期中期票据保障程度较高。

八、综合评价

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。

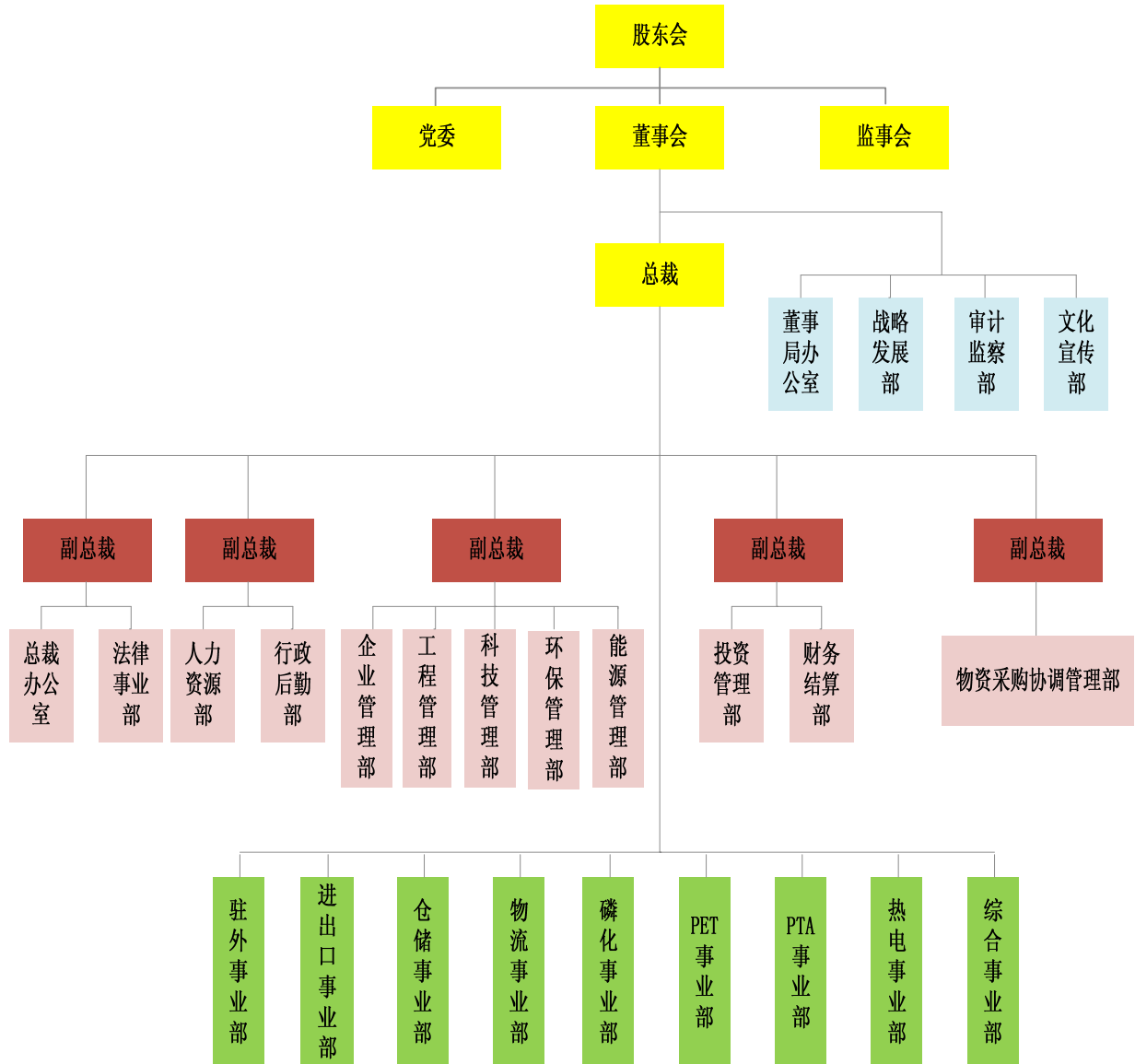
公司收入规模较大并保持稳定增长，货币资金充裕，资产质量较好，债务负担偏重，整体盈利能力一般，对全部债务的保护能力较强。

随着公司汉邦PTA项目的建成投产，公司产业链进一步完善，营业收入将持续增加，未来公司的盈利能力将得到进一步提升。

公司现金类资产、经营活动现金流入量和EBITDA规模较大，对本期中期票据覆盖程度高。

总体看，公司主体信用风险低，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 2010 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 2009 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	江阴黄田港仓储服务有限公司	500	60%
5	江阴澄利散装化工有限公司	2069.24	49%
6	江苏星宇鸿工贸实业有限公司	500	80%
7	江阴澄高包装材料有限公司	16554.39	70%
8	江苏澄星磷化工股份有限公司	63982.39	27.22%
9	江苏新亚化工有限公司	7000	71.43%
10	上海澄阳国际贸易有限公司	3000	60%
11	云南弥勒雷打滩水电有限公司	24000	55%
12	汉邦（江阴）石化有限公司	100000	85%
13	江阴市磷酸盐化工厂	2410	100%
14	江阴市日用化工厂	2083	100%
15	江阴澄盛新型包装材料有限公司	500 万美元	40%
16	上海澄龙生物科技发展有限公司	2000	47.5%
17	江苏石磷化学工业有限责任公司	1000	81%
18	云南澄星实业有限公司	1000	60%
19	江阴石庄热电有限公司	3800	100%

附件 3-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	153753.18	172304.40	209693.57	16.78	204465.70
交易性金融资产	1187.20	1984.53	2400.00	42.18	3000.00
应收票据	75147.92	21927.28	30495.90	-36.30	27468.00
应收账款	26622.36	33902.08	25955.60	-1.26	21494.78
预付款项	36161.65	28528.50	25119.10	-16.66	10997.20
应收利息					
待摊费用	149.04	1400.84	1555.40	223.05	1381.40
其他应收款	9801.87	28253.13	16238.80	28.71	4630.66
存货	91227.91	135758.21	90541.40	-0.38	85530.97
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	394051.12	424058.98	401999.78	1.00	358968.71
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	19101.77	19101.77	19101.77		23586.89
投资性房地产					
固定资产	380318.64	411839.03	438355.30	7.36	485628.76
在建工程	88527.83	135824.77	306319.50	86.01	373527.89
工程物资	7340.22	2611.33	8352.30	6.67	74476.37
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	39975.51	47170.89	53400.40	15.58	57585.47
开发支出					
商誉					
递延所得税资产					5297.05
其他非流动资产	2903.63	2462.73	4586.20	25.68	3790.21
非流动资产合计	538167.60	619010.52	830115.48	24.20	1023892.64
资产总计	932218.73	1043069.50	1232115.26	14.97	1382861.34

附件 3-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	282800.00	299325.00	274050.00	-1.56	302800.00
交易性金融负债					
应付票据	109900.00	188500.00	280666.00	59.81	293518.00
应付账款	39675.62	55538.24	2677.10	-74.02	15553.46
预收款项	3513.60	4220.74	2612.90	-13.76	5339.60
应付职工薪酬	763.51	664.10	394.70	-28.10	295.06
应交税费	8558.70	-6096.72	6376.69	-13.68	2833.92
应付利息	2113.86	2963.21	2569.89	10.26	1248.75
应付股利	713.96	380.34	380.34	-27.01	929.19
其他应付款	22538.03	11720.29	301.80	-88.43	710.48
一年内到期的非流动负债	14650.00	14400.00	15000.00	1.19	
其他流动负债					870.12
流动负债合计	485227.29	571615.20	585029.43	9.80	624098.58
非流动负债：					
长期借款	41800.00	44050.00	155800.00	93.06	155800.00
应付债券	39213.64	20357.78	20778.98	-27.21	21298.12
长期应付款	4668.30	4668.30	7572.20	27.36	77343.17
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债			14574.00		16000.00
非流动负债合计	85681.93	69076.07	198725.18	52.29	270441.28
负债合计	570909.23	640691.27	783754.61	17.17	894539.86
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	3459.18
减：库存股					
盈余公积	31850.25	35957.13	40375.37	12.59	40375.37
未分配利润	136276.55	169306.30	206340.24	23.05	244637.07
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	253585.98	290722.60	332174.79	14.45	370471.61
少数股东权益	107723.52	111655.63	116185.86	3.85	117849.87
所有者权益合计	361309.50	402378.23	448360.65	11.40	488321.48
负债和所有者权益总计	932218.73	1043069.50	1232115.26	14.97	1382861.34

附件 4 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
一、营业收入	1077166.35	1310246.35	1497049.34	17.89	1251232.00
减: 营业成本	991987.54	1206019.63	1390582.91	18.40	1158418.75
营业税金及附加	2954.52	7285.51	6324.21	46.31	5895.34
销售费用	14350.92	18965.69	18617.38	13.90	11652.84
管理费用	11917.06	12377.25	14069.80	8.66	9197.65
财务费用	21444.50	29565.03	21687.34	0.56	22338.41
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)	14115.03	6659.89	3877.69	-47.59	498.10
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润	48626.85	42693.13	49645.39	1.04	44227.12
加: 营业外收入	4793.10	1863.08	2864.22	-22.70	580.04
减: 营业外支出	1810.54	570.23	378.14	-54.30	261.47
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	51609.41	43985.98	52131.47	0.50	44545.69
减: 所得税费用	10327.47	2917.25	5949.05	-24.10	4251.58
四、净利润	41281.94	41068.73	46182.42	5.77	40294.11

附件 5-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 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	1222734.20	1587981.69	1686767.55	17.45	1485765.00
收到的税费返还	2446.84	503.01	5086.99	44.19	734.89
收到其他与经营活动有关的现金	2700.89	12461.15	6432.18	54.32	5899.06
经营活动现金流入小计	1227881.94	1600945.86	1698286.72	17.61	1492398.96
购买商品、接受劳务支付的现金	1135807.15	1343561.95	1501889.84	14.99	1332244.77
支付给职工以及为职工支付的现金	16388.42	13732.77	14172.22	-7.01	10164.30
支付的各项税费	26022.94	39542.54	30396.81	8.08	22432.18
支付其他与经营活动有关的现金	25292.94	30343.53	32272.93	12.96	7372.49
经营活动现金流出小计	1203511.46	1427180.79	1578731.80	14.53	1372213.74
经营活动产生的现金流量净额	24370.47	173765.07	119554.92	121.49	120185.22
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3812.80	-797.33	415.47	-66.99	498.10
取得投资收益收到的现金	14115.03	6659.89	3877.69	-47.59	20440.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	17927.83	5862.56	4293.16	-51.06	20938.99
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	97994.93	139380.57	263112.71	63.86	226981.10
投资支付的现金					5085.12
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	97994.93	139380.57	263112.71	63.86	232066.22
投资活动产生的现金流量净额	-80067.10	-133518.01	-258819.55	79.79	-211127.23
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	8215.24				
取得借款收到的现金	578490.00	1147475.00	1213050.00	44.81	752520.00
收到其他与筹资活动有关的现金	44000.00				71389.26
筹资活动现金流入小计	630705.24	1147475.00	1213050.00	38.68	823909.26
偿还债务支付的现金	537661.30	1139082.57	1036396.20	38.84	708889.64
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33715.74	30088.28		-100.00	26346.13
支付其他与筹资活动有关的现金	1634.60			-100.00	2959.35
筹资活动现金流出小计	573011.65	1169170.85	1036396.20	34.49	738195.11
筹资活动产生的现金流量净额	57693.59	-21695.85	176653.80	74.98	85714.15
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	1996.97	18551.22	37389.17	332.70	-5227.87

附件5-2 公司现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：				
净利润	41281.94	41068.73	46182.42	5.77
加：资产减值准备	-812.43	-2102.35	-1343.20	28.58
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	35145.61	32098.34	53462.77	23.34
无形资产摊销	773.19	452.64	490.20	-20.38
长期待摊费用摊销	469.62			
待摊费用减少（减：增加）	37.84	-1251.81	-154.56	
预提费用增加（减：减少）	1005.58	849.35	-393.32	
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）				
财务费用（收益以“－”号填列）	21444.50	29565.03	21687.34	0.56
投资损失（收益以“－”号填列）	-14115.03	-6659.89	-3877.69	-47.59
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）				
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）				
存货的减少（增加以“－”号填列）	-24540.40	-44530.30	45216.81	
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-54221.46	47752.16	-85215.65	25.36
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	17901.52	76523.18	43499.80	55.88
其他				
经营活动产生的现金流量净额	24370.47	173765.07	119554.92	121.49
3.现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	153753.18	172304.40	209693.57	5.86
减：现金的期初余额	151756.21	153753.18	172304.40	17.55
现金及现金等价物净增加额	1996.97	18551.22	37389.17	

附件 6 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	12.51	16.63	26.67	--
存货周转次数(次)	5.60	10.63	12.29	--
总资产周转次数(次)	1.14	1.33	1.32	--
现金收入比(%)	113.51	121.20	112.67	118.74
盈利能力				
营业利润率 (%)	7.63	7.40	6.69	6.95
总资本收益率(%)	7.38	7.29	5.68	--
净资产收益率(%)	11.43	10.21	10.30	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	18.32	13.80	28.26	26.61
全部债务资本化比率(%)	57.48	58.48	62.47	61.30
资产负债率(%)	61.24	61.42	63.61	64.69
偿债能力				
流动比率(%)	81.21	74.19	68.71	57.52
速动比率(%)	62.41	50.44	53.24	43.81
经营现金流流动负债比(%)	5.02	30.40	20.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.10	3.59	5.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.46	5.34	5.84	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	0.07	-0.19	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.60	1.36	-6.42	--
本期中期票据偿债能力				
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	1.09	1.06	1.28	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	12.28	16.01	16.98	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.24	1.74	1.20	--
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.56	0.40	-1.40	--

注：公司 2010 年三季度数据未经审计。

附件 7 有关指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
本期中期票据偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
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 / 本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期中期票据到期偿还额

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 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

注：主体长期信用等级含义同中长期债券信用等级含义。

联合资信评估有限公司关于 江阴澄星实业集团有限公司 2011 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每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，江阴澄星实业集团有限公司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，据以确认或调整信用等级。

如江阴澄星实业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至江阴澄星实业集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如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。

联合资信评估有限公司
二零一一年三月十四日

