

跟踪评级公告

联合[2014] 580 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持江阴澄星实业集团有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“11澄星MTN1”、“13澄星MTN1”、和“13澄星MTN2”AA、“13澄星CP003”、“14澄星CP001”及“14澄星CP002” A-1的信用等级。

特此公告。



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)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江阴澄星实业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
11 澄星 MTN1	5 亿元	2011/2/18-2016/2/18	AA	AA
13 澄星 MTN1	5 亿元	2013/1/23-2018/1/23	AA	AA
13 澄星 MTN2	4 亿元	2013/4/23-2018/4/23	AA	AA
13 澄星 CP003	7 亿元	2013/11/8-2014/11/8	A-1	A-1
14 澄星 CP001	5 亿元	2014/2/27-2015/2/27	A-1	A-1
14 澄星 CP002	6 亿元	2014/4/8-2015/4/8	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 5 月 7 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
现金类资产(亿元)	27.95	27.92	30.98	42.68
资产总额(亿元)	141.42	165.30	179.22	194.90
所有者权益合计(亿元)	51.82	62.37	69.61	74.37
短期债务(亿元)	60.36	64.99	71.02	87.87
全部债务(亿元)	78.09	94.06	97.63	112.55
营业收入(亿元)	177.89	204.32	206.99	158.42
利润总额(亿元)	8.65	12.89	7.96	6.19
EBITDA(亿元)	18.86	24.66	22.53	--
经营性净现金流(亿元)	15.91	3.97	12.62	8.09
营业利润率(%)	8.80	10.00	9.07	8.49
净资产收益率(%)	13.48	16.92	8.77	--
资产负债率(%)	63.36	62.27	61.16	61.84
全部债务资本化比率(%)	60.11	60.13	58.38	60.21
流动比率(%)	74.14	90.70	90.39	87.30
全部债务/EBITDA(倍)	2.93	3.81	4.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.30	4.44	2.89	--
经营现金流流动负债比(%)	25.73	5.66	15.77	--

注: 2013 年 3 季度财务数据未经审计。

分析师

盛东巍 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

跟踪期内, 江阴澄星实业集团有限公司(以下简称“公司”)在中国磷酸盐领域保持领先地位, 同时在化工领域内适度多元化发展, 向产业链上游及下游延伸, 有助于避免单一行业可能对经营所带来的系统性风险。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到跟踪期内化工行业原材料及产品价格波动大、公司营业利润率下滑、债务规模上升等因素给公司经营及偿债能力可能带来的不利影响。未来, 公司将着重于“矿电磷”一体化基地的整合优化、PTA二期项目的扩建以及磷化工产品原材料供应的加强, 公司经营有望保持稳定, 进而支撑公司的信用基本面。

综合考虑, 联合资信维持江阴澄星实业集团有限公司AA的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11澄星MTN1”、“13澄星MTN1”和“13澄星MTN2”AA、“13澄星CP003”、“14澄星CP001”及“14澄星CP002”A-1的信用等级。

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, 抗风险能力较强。
3. 公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障程度高。

关注

1. 跟踪期内, 国内磷化工及石油化工行业景气度下滑, 且短期内复苏迹象不明显, 公司盈利能力受到一定影响。
2. 跟踪期内, 公司债务负担上升, 短期债务规模大, 存在一定的短期支付压力。
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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照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及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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 2013 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 2013 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。截至 2013 年 9 月底，公司纳入合并范围的全资及控股子公司 17 家。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 179.22 亿元，所有者权益合计 69.61 亿元（其中少数股东权益 13.90 亿元）；2012 年，公司实现营业收入 206.99 亿元，利润总额 7.96 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 194.90 亿元，所有者权益合计 74.37 亿元（其中少数股东权益 14.82 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 158.42 亿元，利润总额 6.19 亿元。

公司注册地址：江阴市澄张路 18 号；法定代表人：李兴。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，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）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第

三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷

款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时

间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业环境

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。

目前，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。

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。

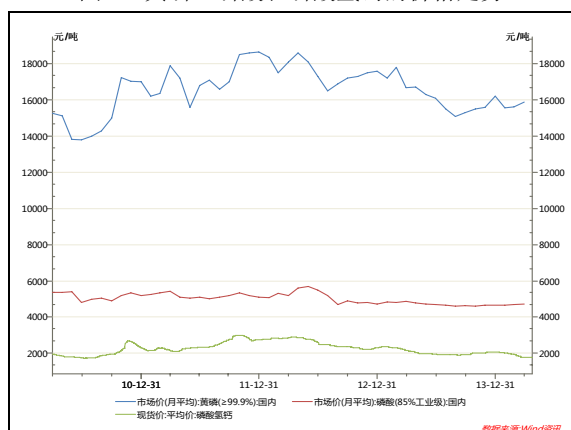
依靠资源优势，中国精细磷化工行业发展速度较快，目前中国磷化工生产企业在 500 家以上，磷酸盐生产能力约 300 万吨，产量约 200 万吨，共有 60 多个品种、100 多个规格，就产量而言，是世界上仅次于美国的第二大磷酸盐生产大国。中国黄磷、磷酸、三聚磷酸钠的产量均位居世界第一，占据了世界 2/3 的市场份额，已成为国际初级磷酸盐产品的主要出口国。

产量方面，2013 上半年全国黄磷产量约 25 万吨，较上年同期降（31 万吨）下降 6 万吨，降幅 19%。全国仅贵州一个省份产量稍增，2013 上半年贵州产量约 5.8 万吨，较去年同期增 0.9 万吨，增幅 18%。拥有全国最大产能的云南地区，上半年产量仅为 12.3 万吨左右，同比降 15.7%。四川地区产量出现明显的降幅，主要是

由于是磷酸盐出口较差，黄磷消耗量较少。

价格方面，2012 年以来，国内磷酸及磷酸氢钙价格较为平稳，而黄磷价格在 14000~18000 元/吨的价格区间波动较为频繁。截至 2014 年 3 月 31 日，国内黄磷均价为 15890 元/吨，磷酸均价为 4730 元/吨，磷酸氢钙均价为 1766.67 元/吨。

图 1 黄磷、磷酸和磷酸氢钙的价格走势



资料来源：Wind 资讯

目前，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

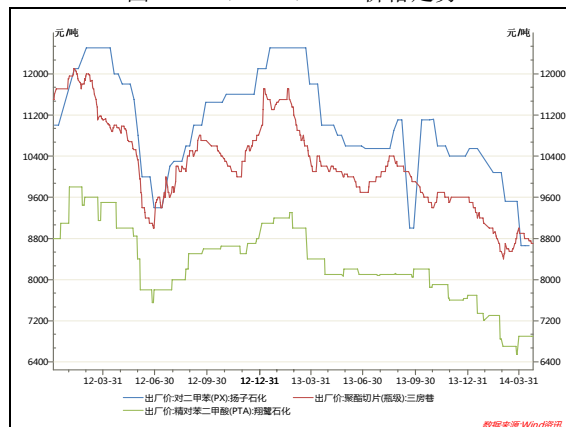
PTA（对苯二甲酸）是生产聚酯，尤其是聚对苯二甲酸乙二酯（PET）的原料。高纯度 PTA 与 MEG（乙二醇）缩聚得到 PET，主要用于生产聚酯。而聚酯纤维是合成纤维最主要的品种，在中国以聚酯为原料生产的聚酯纤维已经在合成纤维总产量中超过了 80% 的比例。加之聚酯还用于生产非纤维产品（如瓶级聚酯），消耗的 PTA 的数量近来增长迅速，非纤维领域聚酯的用量持续增长，目前产品主要用于与乙二醇酯化聚合生产聚酯切片长短涤纶纤维，广

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。

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 2013 年底，中国 PTA 生产商共有 20~30 家左右。虽然中国 PTA 产业起步较晚，但是扩展迅猛，2013 年中国 PTA 产能达到 3293.50 万吨，而产量只有 2700 万吨。开工率方面，2013 年以来，受下游需求疲软、原料价格高企，国内多家 PTA 工厂采取限产自救的保护性措施，工厂开工率大幅下滑，2013 年国内 PTA 生产线开工率仅为 68.38%，较前些年的 80% 下降明显。

2013 年，国内 PTA 市场整体呈现前高后低的走势，运行区间逐步下移。年初，亚洲 PX 价格坚挺推动 PTA 出现短暂冲高走势，春节过后，受宏观氛围不佳、亚洲 PX 合同价谈判未果及新增产能投产预期等因素影响，PTA 出现深幅下跌的走势，三季度初，由于 PTA 生产装置大幅检修，PX 价格止跌回升带动生产成本上行，PTA 价格出现震荡回升行情；步入四季度，美国政府停摆重创全球金融市场，PTA 检修装置重启，下游需求呈现旺季不旺，供需宽松使得 PTA 价格呈现震荡走弱行情。截至 2014 年 3 月 31 日，国内 PTA 和 PET 价格分别为 6900 元/吨和 8700 元/吨。

图 2 PX、PTA、PET 价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体来看，2014 年全球经济延续温和复苏，

欧美经济复苏有望提振外贸出口，国内深化改革将继续促进内需，需求端有望缓慢改善。值得注意的是，2014 年国内 PTA 工厂将有大量 PTA 项目投产，产能的大幅提升短期内将对 PTA 生产企业的盈利能力造成较大影响。

PET 产品

聚酯 (PET) 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品质要求较高，该用途的聚酯切片称为聚酯瓶片或瓶级切片。

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。

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。

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。

五、基础素质分析

截至 2013 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。

公司是集产、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 2013 年 9 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。

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。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

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 2 近年公司各板块营业收入及毛利率情况

业务板块	2011 年		2012 年		2013 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 (%)
磷化工	441888.76	4.25	612903.15	12.58	440286.41	12.14
石化	766873.27	11.04	806773.01	3.77	501426.79	6.50
煤化工	59960.15	11.45	61805.39	13.20	51368.06	15.60
物流贸易	712545.05	12.98	517691.56	11.59	528628.18	5.97
其他	61958.11	18.69	70757.02	28.32	62455.82	21.82
合计	2043225.34	10.49	2069930.13	9.46	1584165.26	8.79

资料来源：公司提供

营业收入方面，2012 年公司实现营业收入 206.99 亿元，较 2011 年小幅增长 1.31%。公司营

业收入构成中磷化工、石化及物流贸易板块收入占比较大，2012 年分别为 29.61%、38.98% 和

25.01%。

毛利率方面，2012年公司整体毛利率为9.46%，较2011年下降了1.03个百分点，下降主要是该年度受公司石化产品的价格大幅下降影响所致。

2013年1~9月，公司实现营业收入158.42亿元，较2012年同期（161.80亿元）略有下降，业务发展平稳。受磷化工及石油化工业景气度下滑的影响，公司盈利能力有所下降。

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。

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。

2012年，公司磷酸及磷酸盐营业收入分别占磷化工板块总营业收入的52.21%和31.10%。2012年，公司磷酸产量为74.89万吨，同比增长

19.16%，磷酸销量为73.29万吨，同比增长35.27%。期间，公司磷酸产品的销售均价为5406.75元/吨，较2011年略有上升。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。2012年，公司磷酸盐产量为29.61万吨，同比增长29.81%，磷酸盐的销量为25.87万吨，同比增长21.06%，其平均售价为7405.69元/吨，同比上涨22.28%。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。2012年，公司黄磷产品销售收入为10.23亿元，较2011年增加5.97亿元；同期，公司黄磷销量为12.31万吨，较2011年增加9.56万吨，黄磷业务变化较大主要是由于近年黄磷市场价格始终处于高位，而下游产品受市场需求影响较大，因此目前对外销售黄磷的利润空间要大于其加工后产品的销售利润；同时，公司利用自身黄磷运输和专用罐车的优势加大了黄磷采购与销售量。

2013年1~9月，公司磷化工板块实现营业收入44.03亿元，为2012年全年收入的71.84%；板块毛利率为12.14%，受产品价格下降的影响，盈利水平较2012年有所下降。磷化工主要产品方面，受下游需求减小的影响，公司磷酸、磷酸盐及黄磷产量有所下降，其中磷酸及磷酸盐销售均价有所下降，仅黄磷价格较为坚挺。

表3 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		2011年	2012年	2013年1~9月
磷酸	产能	75	75	75
	产量	62.85	74.89	46.87
	销量	54.18	73.29	46.39
	平均售价	5278.63	5406.75	4978.16
	销售额（万元）	269812.98	320016.34	230912.45
磷酸盐	产能	32	32	32
	产量	22.81	29.61	17.48
	销量	21.37	25.87	17.36
	平均售价	6056.14	7405.69	7068.49
	销售额（万元）	129437.86	190587.65	122725.92
黄磷	产能	16	16	16

	产量	11.25	13.02	7.89
	销量	2.75	12.31	5.52
	平均售价	15832.54	15819.20	15728.47
	销售额（万元）	42637.92	102299.13	86797.88

资料来源：公司提供

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。

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 年以来，国内 PET 市场竞争加剧，公司 PET 业务受到一定影响。2012 年，公司 PET 切片产量和销量分别为 24.56 万吨和 21.29 万吨（包含自用部分），同比分别下降 25.08% 和

27.73%。期内，公司 PET 切片的销售均价为 10213.02 元/吨，同比下降 17.14%。2012 年，公司半抛光聚酯切片（半成品）的销量为 1.20 万吨，同比下降幅度较大，其销售均价为 9916.23 元/吨，同比下降 5.26%。2012 年，公司 PTA 产量为 65.48 万吨，销量为 63.12 万吨（包含自用部分），产销率达到 96.40%，其中约有一半作为内部销售供给公司 PET 业务。

2013 年 1~9 月，公司石化板块实现营业收入 50.14 亿元，为 2012 年全年收入的 62.15%。受国内外多重因素影响，PTA 行业景气度呈现高开低走的态势，在此环境下公司依然保证工厂正常生产，前三季度 PTA 产量为 42.73 亿元，但销售价格的下降影响了公司石化板块收入的规模。

表 4 石化产品产能、产量、销售情况（单位：万吨、元/吨）

主要产品名称		2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
瓶级 PET	产能	35	35	35
	产量	32.78	24.56	18.14
	销量	21.76	21.29	17.74
	平均售价	12325.51	10213.02	10259.58
	销售额（万元）	268235.96	217435.20	182091.49
半抛光 PET	销量	9.36	1.20	0.45
	平均售价	10467.14	9916.23	9702.42
	销售额（万元）	98020.74	11937.16	4356.58
PTA	产能	60	60	60
	产量	66.87	65.48	42.73
	销量	41.25	63.12	37.07
	平均售价	9711.92	8760.61	8496.98
	销售额（万元）	400616.57	552960.94	314978.80

资料来源：公司提供

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，2012 年占比约为 2.99%，毛利率为

13.20%。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。

2013年1~9月，公司煤化工板块实现营业收入5.14亿元，为2012年全年收入的83.11%。主要产品方面，异丙胺在产销环节变化不大，N-甲基甲酰胺的产销量较2012年同期均有所提升，而DMF（二甲基甲酰胺）在销量方面持续下滑。

表5 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		2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
异丙胺	产能	2.7	3	3
	产量	2.83	2.91	2.31
	销量	2.86	2.87	2.15
	平均售价	10035.24	10612.25	10698.15
	销售额（万元）	28700.79	30488.99	22958.23
DMF	产能	7	7	7
	产量	4.5	2.67	1.94
	销量	4.12	2.58	1.73
	平均售价	5126.30	6201.28	6245.17
	销售额（万元）	21120.36	15999.30	10779.16
N-甲基甲酰胺	产能	3	3	3
	产量	1.32	2.41	2.38
	销量	1.25	1.93	2.23
	平均售价	8045.21	7902.48	7898.39
	销售额（万元）	10056.51	15251.79	17630.63

资料来源：公司提供

物流贸易板块

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：磷化工贸易（磷矿石、黄磷、磷酸、磷酸盐）；化学品贸易（苯乙烯、乙二醇、甲醇）；纸张贸易（纸张、纸浆）。

2012年，公司商贸物流业务收入51.77亿元，同比下降27.34%，下降主要系该年度化学品价格下降，公司减少了化学品销售所致；综合毛利率为11.59%，同比下降1.39个百分点。

2013年1~9月，公司物流板块实现营业收入52.86亿元，已超过2012年物流板块全年收入水平；而受化学品价格大幅下滑挤压利润空间的影响，物流板块毛利率下降至5.97%。

表 6 物流贸易板块营业收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2011 年		2012 年		2013 年 1~9 月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
磷化工贸易	170328.24	2.51%	230434.51	6.70%	134367.81	9.50%
纸张贸易	51613.64	8.44%	22013.25	4.46%	1865.79	9.43%
化学品贸易	490603.17	17.09%	265243.80	16.43%	392394.58	4.74%
合计	712545.05	12.98%	517691.56	11.59%	528628.18	5.97%

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2010~2012 年，公司销售债权周转次数分别为 30.80 次、32.55 次和 27.61 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 14.89 次、9.77 次和 7.05 次，公司存货周转效率不断下滑；总资产周转次数分别为 1.34 次、1.33 次和 1.20 次。

总体看，跟踪期内，公司经营效率较高，但存货的周转效率下降，给公司带来了一定的库存及资金压力。

3. 在建项目及未来发展

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。

表 7 公司主要在建项目（万元）

项目名称	项目总投资	2014 年 3 月末已投资额	开工时间	预计完工时间	项目进度
澄星科研楼	22000	19633.73	2011.03	2014.06	土建已完工，正在装修
澄星 PTA 二期	350000	21025.27	2013.04	--	设备采购及立项阶段
广西钦州化工新材料园	150000	12332.14	2012.11	2016.12	一期已完工投产
合计	522000	52991.14	--	--	--

资料来源：公司提供

注：广西钦州化工新材料园一期为年产 30 万吨磷酸项目，由于施工阶段工程款尚未完成决算，因此部分投入未计入已投资额度。

2013 年，公司主要在建项目包括为下属子公司——江苏澄星磷化工股份有限公司 100 万吨磷制品项目（广西钦州化工新材料园）、澄星科研楼和澄星 PTA 二期项目。总投资 52.20 亿元，截至 2014 年 3 月底已完成投资 5.30 亿元。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。总体看，公司未来几年内投资额较大，存在一定资本支出压力。

八、财务分析

公司提供的 2010~2012 年财务报告经江

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；公司提供的 2013 年三季度财务报表未经审计。

合并报表范围变化：2012 年，公司合并范围新纳入江阴澄信农村小额贷款有限公司 1 家，对近年财务数据可比性影响不大。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 179.22 亿元，所有者权益合计 69.61 亿元（其中少数股东权益 13.90 亿元），2012 年公司实现营业收入 206.99 亿元，利润总额 7.96 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 194.90 亿元，所有者权益合计 74.37 亿元（其中少数股东权益 14.82 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 158.42 亿元，利润总额 6.19 亿元。

1. 盈利能力

2012 年公司营业收入和营业成本分别为 206.99 亿元和 187.12 亿元，分别较 2011 年小幅增长 1.31% 和 2.31%。同期，公司营业利润率为 9.07%，较 2011 年略有下降，主要系 PTA 和化学品价格下降所致。

从期间费用看，2012 年公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）为 11.53 亿元，较 2011 年增长 36.86%，增长主要来自财务费用，系该年度对外融资规模增长带动所致。2012 年，公司期间费用占营业收入比为 5.57%，较 2011 年上升 1.45 个百分点，公司对期间费用的控制水平较好。

从盈利指标来看，受财务费用上升以及营业成本增速过快影响，2012 年公司实现利润总额 7.96 亿元，较 2011 年下降 38.23%。2012 年，由于公司资产规模及权益上升以及利润规模下降，公司总资产收益率及净资产收益率较 2011 年有所下降，2012 年上述比率分别为 8.07% 和 8.77%（2011 年分别为 9.76% 和 16.92%）。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 158.42 亿元，较 2012 年同期（161.80 亿元）略有下降，收入规模基本保持平稳。同期，公司分别实现

利润总额 6.19 亿元和营业利润率 8.49%。2013 年 1~9 月，公司期间费用占营业收入比为 5.33%。

跟踪期内，公司收入及利润规模保持平稳，期间费用控制较好。受化工行业景气度下行、化学品价格下滑的影响，公司盈利水平有所下滑。总体看，公司盈利能力尚可。

2. 现金流及保障

从经营活动看，公司经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2012 年，公司经营活动现金流入为 255.58 亿元，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 241.30 亿元，较 2011 年增长 16.11%，主要系公司磷化工产品产销量增加所致。同期，公司现金收入比为 116.58%，公司收入实现质量较好。公司经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金，2012 年公司经营活动现金流出为 242.96 亿元，其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 217.68 亿元，较 2011 年增长 7.63%。2012 年公司经营活动现金流净额为 12.62 亿元。

从投资活动看，2012 年公司投资规模较以往有所下降，其中投资活动现金流入 1.04 亿元。2012 年投资活动现金流出 7.92 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 6.97 亿元，主要是公司老厂区搬迁及新厂区改造。2012 年，公司投资活动现金流量净额 -6.88 亿元。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金。2012 年，公司筹资活动净现金流为 -3.48 亿元。

2013 年 1~9 月，公司经营活动净额为 8.09 亿元，经营活动现金流净额保持较高水平；投资活动净额为 -8.13 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 11.58 亿元；同期，公司筹资活动现金净额为 8.37 亿元，主要源自银行借款以及发行债务融资工具所得。

总体看，跟踪期内，公司经营活动获取现金能力较好，经营活动产生的现金净流量持续

为正，且保持较高水平。公司未来投资规模较大，目前自身债务的偿还主要依赖对外筹资。

3. 资本及债务结构

截至 2012 年底，公司资产总额 179.22 亿元，其中流动资产占比 40.37%，非流动资产占比 59.63%，公司资产结构以非流动资产为主，其中生产设备、厂房等固定资产占资产比重较高，符合化工企业特点。

流动资产

因货币资金及存货规模上升，2012 年公司流动资产同比有所增长。截至 2012 年底，公司流动资产 72.35 亿元，同比增长 13.81%。同期，公司货币资金为 26.61 亿元（其他货币资金 9.57 亿元），同比增长 9.26%，主要系银行存款及票据保证金等增加所致。截至 2012 年底，公司存货为 28.27 亿元，同比增长 14.05%，系公司原材料采购量增加所致。此外，由于原材料成本低于市场变现价格，所以未计提跌价准备。

非流动资产

截至 2012 年底，公司非流动资产 106.87 亿元，同比小幅增长 5.05%，增长主要源自固定资产增长。同期，公司固定资产 88.02 亿元，同比增长 9.49%，增长主要系公司老厂区搬迁及新厂区改造后转固所致。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额为 194.90 亿元，较 2012 年底增长 8.75%，增长主要来自货币资金和无形资产；同期，公司流动资产占 42.13%，非流动资产占 57.87%，公司资产结构较 2012 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产结构以非流动资产为主，符合化工企业资产构成特点；流动资产中货币资金及存货占比较大，其中存货周转次数呈逐年递减态势，公司资产流动性尚可；非流动资产中固定资产占比较大。总体看，公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益 69.61 亿元，其中实收资本 8.20 亿元、资本公积 1.40 亿

元、未分配利润 41.38 亿元，分别占所有者权益比重的 11.79%、2.01%、59.45%。公司所有者权益中未分配利润占比高，存在一定的分红压力，所有者权益稳定性较弱。

截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益为 74.37 亿元，较 2012 年底小幅增长 6.84%，增长全部来自未分配利润。公司所有者权益结构较 2012 年底变化不大。整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2012 年底，公司负债总额 109.61 亿元，同比小幅增长 6.50%，公司负债总额增长主要系公司于 2012 年 10 月发行 5 亿元短期融资券所致。

截至 2013 年 9 月底，公司负债总额增至 120.53 亿元，主要是由于 2013 年前三季度公司发行了两期各 6 亿元的短期融资券、一期 5 亿元中期票据和一期 4 亿元中期票据，并偿还了部分银行借款。

从有息债务来看，截至 2012 年底，公司全部债务为 97.63 亿元，同比小幅增长 3.79%，其中短期债务占 72.74%，长期债务占 27.26%。截至 2013 年 9 月底，公司全部债务增长至 112.55 亿元，其中短期债务占 78.07%，长期债务占 21.93%。整体看，公司债务以短期债务为主。

从债务指标来看，截至 2012 年底，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分别为 61.16%、58.38%和 27.66%。截至 2013 年 9 月底，公司以上指标分别为 61.84%、60.21%和 24.92%。

总体看，跟踪期内受公司发行债务融资工具影响，债务规模有所增长。目前公司全部债务中以短期债务为主，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012 年，公司流动比率和速动比率分别为 90.39%和 55.07%，较 2011 年底变化不大；2013 年 1~9 月，公司上述比率分别为 87.30%和 55.36%。2012 年，公司

经营活动现金流负债比为 15.77%，较 2011 年增加 10.11 个百分点。总体看，公司短期偿债能力指标较弱，全部债务中短期债务占比高且规模大，考虑到公司较好的经营获现能力有助于缓解偿债压力，公司仍存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2012 年公司 EBITDA 为 22.53 亿元。同期，公司全部债务/EBITDA 为 4.33 倍；EBITDA 利息保障倍数为 2.89 倍。总体看，公司整体偿债能力较强，但存在一定的短期支付压力。

截至跟踪日，公司存续期内债券总额为 32 亿元（以下简称“存续债券”）。截至 2012 年底，公司现金类资产（不包含受限资金）21.41 亿元，为存续债券的 0.67 倍；截至 2013 年 9 月底，公司现金类资产（不包含受限资金）31.40 亿元，为存续债券的 0.98 倍。2012 年，公司 EBITDA 为 22.53 亿元，为存续债券的 0.70 倍。2012 年，公司经营活动现金流入及经营活动现金净流量分别为 255.58 亿元和 12.62 亿元，分别为存续债券的 7.99 倍和 0.39 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障程度高。

截至跟踪日，公司一年以内到期的债券总额为 18 亿元，分别为“13 澄星 CP003”、“14 澄星 CP001”和“14 澄星 CP002”（以下简称“一年内到期债券”）。截至 2012 年底，公司现金类资产（不包含受限资金）21.41 亿元，为一年内到期债券的 1.19 倍；截至 2013 年 9 月底，公司现金类资产（不包含受限资金）为一年内到期债券的 1.74 倍。2012 年，公司经营活动现金流入及经营活动现金净流量分别为 255.58 亿元和 12.62 亿元，分别为一年内到期债券的 14.20 倍和 0.70 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对一年内到期债券保障程度高，现金类资产对一年内到期债券保障程度尚可。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保金额 12.23 亿元，担保比例为 16.44%（以 2013 年 9 月底数据为基础）。公司与被担保企业多为互保行为，被担保企业目前经营正常。总体看，公

司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

表 8 2014 年 3 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	49150
江阴模塑集团有限公司	35000
江苏法尔胜泓昇集团有限公司	38100
合计	122250

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 2014 年 3 月底，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 121.30 亿元，其中未使用授信额度 54.91 亿元。此外，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。总体看，公司直接和间接融资渠道多且畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国货币网披露的信息，截至 2014 年 3 月底，公司在公开市场上发行的债务融资工具均按时还本付息，无债务违约情况。

6. 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。

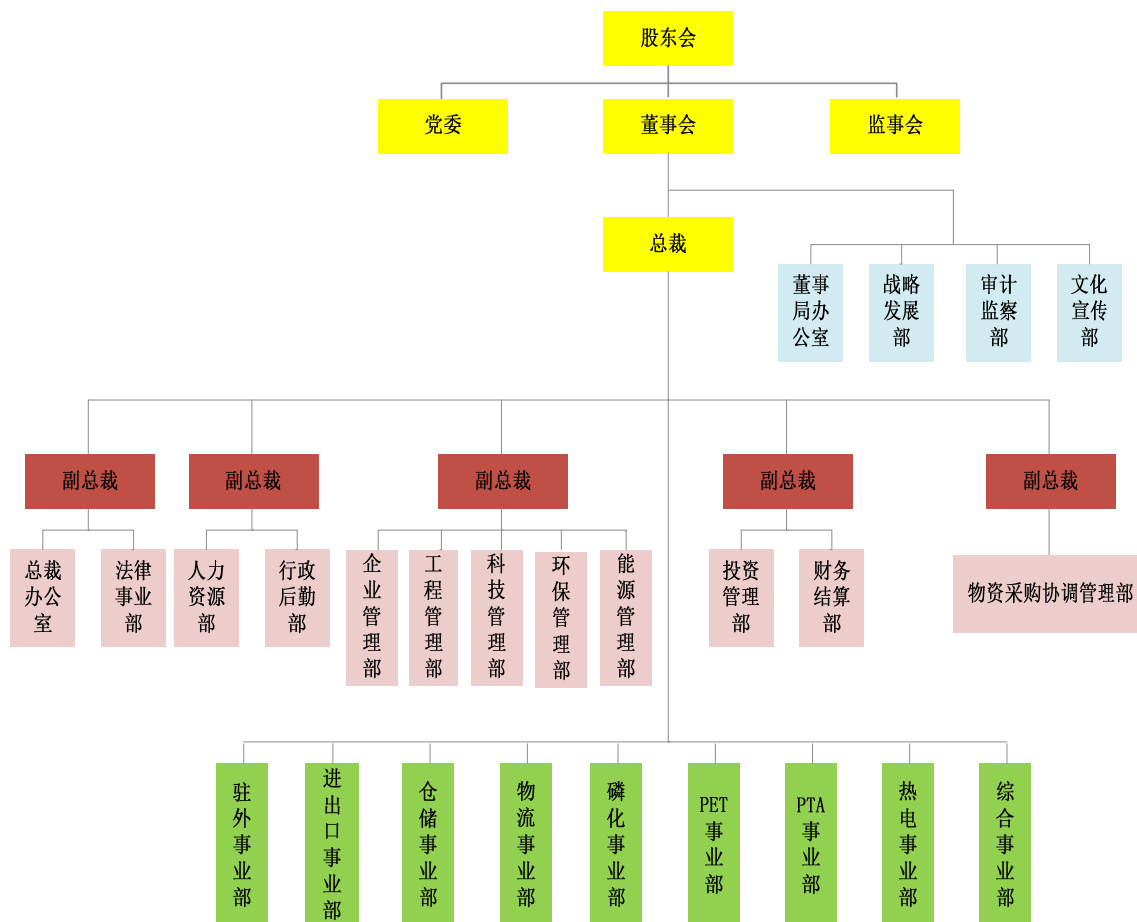
九、结论

综合考虑，联合资信维持江阴澄星实业集团有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 澄星 MTN1”、“13 澄星 MTN1”和“13 澄星 MTN2”AA、“13 澄星 CP003”、“14 澄星 CP001”及“14 澄星 CP002” A-1 的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图

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 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.95	27.92	30.98	42.68
资产总额(亿元)	141.42	165.30	179.22	194.90
所有者权益(亿元)	51.82	62.37	69.61	74.37
短期债务(亿元)	60.36	64.99	71.02	87.87
长期债务(亿元)	17.72	29.07	26.61	24.69
全部债务(亿元)	78.09	94.06	97.63	112.55
营业收入(亿元)	177.89	204.32	206.99	158.42
利润总额(亿元)	8.65	12.89	7.96	6.19
EBITDA(亿元)	18.86	24.66	22.53	--
经营性净现金流(亿元)	15.91	3.97	12.62	8.09
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.80	32.55	27.61	--
存货周转次数(次)	14.89	9.77	7.05	--
总资产周转次数(次)	1.34	1.33	1.20	--
现金收入比(%)	94.85	101.72	116.58	116.04
营业利润率(%)	8.80	10.00	9.07	8.49
总资本收益率(%)	7.95	9.76	8.07	--
净资产收益率(%)	13.48	16.92	8.77	--
长期债务资本化比率(%)	25.48	31.79	27.66	24.92
全部债务资本化比率(%)	60.11	60.13	58.38	60.21
资产负债率(%)	63.36	62.27	61.16	61.84
流动比率(%)	74.14	90.70	90.39	87.30
速动比率(%)	53.72	55.33	55.07	55.36
经营现金流动负债比(%)	25.73	5.66	15.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.30	4.44	2.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.93	3.81	4.33	--

注：2013 年 3 季度财务数据未经审计。

附件 3 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	(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+费用化利息支出) / (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
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 4 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息