

跟踪评级公告

联合[2015] 1494 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的信用等级。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十八日

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(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

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.18	32.39	27.91	24.20
资产总额(亿元)	179.22	195.50	225.76	219.97
所有者权益合计(亿元)	69.61	74.88	81.18	82.00
短期债务(亿元)	71.02	90.90	115.13	107.95
全部债务(亿元)	98.54	113.54	136.60	130.80
营业收入(亿元)	206.99	209.67	212.06	61.09
利润总额(亿元)	7.96	6.69	5.95	1.58
EBITDA(亿元)	22.53	21.57	16.49	--
经营性净现金流(亿元)	12.62	5.69	7.00	1.80
营业利润率(%)	9.07	7.78	7.54	7.92
净资产收益率(%)	8.77	7.00	6.89	--
资产负债率(%)	61.16	61.70	64.04	62.72
全部债务资本化比率(%)	58.60	60.26	62.72	61.47
流动比率(%)	90.39	86.40	83.21	83.12
全部债务/EBITDA(倍)	4.37	5.26	8.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	2.78	2.91	--
经营现金流/流动负债(%)	15.77	5.90	5.74	--

注: 1. 2015 年 1 季度财务数据未经审计; 现金类资产已扣除受限的货币资金;

2. 长期应付款中有息债务部分已计入全部债务核算。

分析师

王 冰 盛东巍

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, 磷化工板块产业链完整, 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”)关注到跟踪期内磷化工及石油化工有限公司竞争加剧、产品价格快速下跌、公司盈利能力弱化以及债务规模上升等因素给公司信用基本面带来的不利影响。未来, 公司将仍着重于“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 的信用等级。

优势

1. 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。
2. 跟踪期内, 在磷化工及石油化工有限公司景气度下行的环境下, 公司通过加强管理、调整采购节奏等措施, 仍保持了一定的盈利水平。
3. 公司经营活动现金流入量、EBITDA 对存续期内债券的保障程度较高。

关注

1. 跟踪期内, 石化产品价格波动大, 公司面临一定的存货跌价风险。
2. 跟踪期内, 公司债务规模上升, 短期债务占比高, 存在短期支付压力。
3. 公司其他应收款存在一定回收风险。

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 2015 年 3 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 2015 年 3 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 2014 年底，公司（合并）资产总额为 225.76 亿元，所有者权益合计 81.18 亿元（其中少数股东权益 15.71 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 212.06 亿元，利润总额 5.95 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 219.97 亿元，所有者权益合计 82.00 亿元（其中少数股东权益 16.17 亿元）；2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 61.09 亿元，利润总额 1.58 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，

进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增长11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增长4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增长6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增长11449亿元，增长8.2%。其中，中央本级支出22570亿元，比上年增长2098亿元，增长10.2%；地方财政支出129092亿元，比上年增长9351亿元，增长7.8%。

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将

重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。

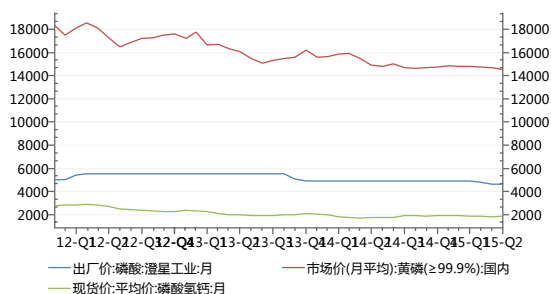
1. 磷化工行业（黄磷、磷酸、磷酸盐）

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。2014年，中国磷矿石总产量达到1.2亿吨，同比增长7%，产地主要分布于湖北、贵州和云南。

价格方面，2014年国内黄磷、磷酸及磷酸氢钙价格较2013年整体略有下降。截至2014年国内黄磷均价为15170元/吨，磷酸均价为4900元/吨，磷酸氢钙均价为1850元/吨，同比分别下降6.16%、8.35%和9.99%。2015年3月，黄磷、磷酸、磷酸氢钙平均价格分别为14780元/吨、4900元/吨、1880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,国内传统底层磷酸盐产品需求不振,而中高等级磷酸及磷酸盐(电子级、食品级)、复配磷酸盐、有机磷酸盐等精细化、专用磷化工产品需求增长较快。而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)

(1)上游PX的市场概况

PX(二甲苯),是一种重要的有机化工原料。PX用途很广,也与人们的生活息息相关。PX下游主要用于生产精对苯二甲酸(PTA)及聚酯(PET),最终用于生产服装、饮料瓶、食用瓶等。工业应用中,PX主要用作生产聚酯纤维和树脂、涂料、燃料及农药的原料。

从世界范围看,2014年底全球PX产能在4600万吨/年左右,装置负荷率降至78%,按照生产一吨PTA需要耗用0.66吨PX计算,上述PX产能可供给约5400万吨PTA生产。截至2014年底,PTA产能达到7500万吨,装置平均负荷率70%,PX存在150万吨左右的过剩产能。

亚洲PX总产能约4147万吨,目前亚洲产能主要集中在韩国、日本等地区。中国

是亚洲最大的PX生产国和消费国,截止2014年底中国拥有PX产能1220万吨/年,位居第一,韩国拥有PX产能970.5万吨/年,位居第二,虽然韩国拥有产能占比23.4%,仅次于中国,但是自身PX消费能力较低,三分之一的产量要出口到中国。其余泰国、台湾、印度、等国占分量较小。

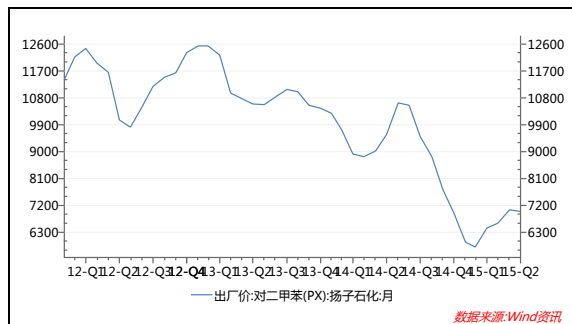
据金银岛统计,亚洲PX产量约2900万吨,需求量(0.66吨PX产1吨PTA及开工7成计算)约3490万吨,供需缺口达590万吨,然而2014年供需关系却转变为饱和甚至过剩,2014年亚洲PX产能约4147万吨,亚洲PTA产能约6500万吨,PX产量(开工7.5成)约3110万吨,PTA产量(开工6.8成)约4420万吨,PX需求量(0.66吨PX产1吨PTA)约2917万吨,由此可以看出,有193万吨的PX属于供应过剩,原因是2014年PX产能增加较快,其中韩国增加330万吨/年,印度、新加坡、中国分别增加92万吨、80万吨和65万吨,共计增加567万吨PX产能。尽管下游PTA企业产能也有所增加,但PTA全年平均开工68%左右。据预测,到2015年底,PX产能可达6485万吨,2016年底将达7010万吨,整体供需格局有望趋于平衡。

从中国情况看,近年来,国内PX生产项目的新建、扩建产能逐步释放,2014年底中国PX总产能已约1220万吨。尽管PX的产能有所提高,但是由于近年来下游PTA行业迅速扩张以及PX新建项目面临越来越大的环保和审批压力,PX原料进口均保持较高的比例水平。Wind资讯的数据显示,2013年,PX产量保持770万吨,表观消费量达1657.18万吨,PX进口量905万吨,同比增长46.01%,进口依存度为54.63%。截至2014年底,中国PX产能约1220万吨,产量860万吨,进口量达998万吨,全年PX表观消费量达1847万吨,同比增长11.47%,进口依赖度53%,同比有所下降。

从PX价格走势看,PX价格波动较大,与原油价格走势一致,2014年四季度以来大幅下

跌，2014 年 12 月均价跌至 6939 元/吨，2015 年 2 月进一步下跌至 5800 元/吨，同比下跌 40.27%，2015 年 3 月小幅反弹至 6434 元/吨。但由于近年来 PX 相比 PTA 产能增长有限，基本上处于供不应求的状态，其对下游 PTA 的议价能力较强，PX 优势地位仍较明显。

图 2 2012 年以来 PX 价格走势



资料来源：Wind 资讯

(2) 下游聚酯市场概况

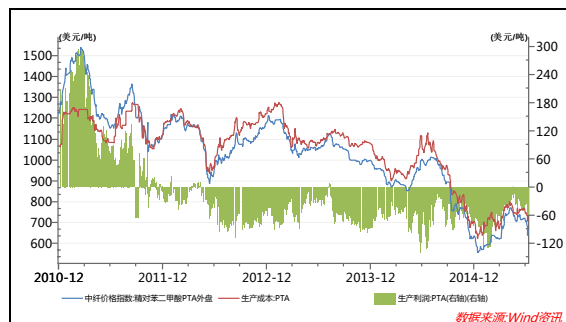
PTA 的下游主要是聚酯行业，近年来中国聚酯产能增长较快。据不完全统计，截止 2014 年底，国内聚酯总产能约为 4600 万吨/年，同比增长 9.5%，2014 年国内聚酯总产量约为 3326 万吨，同比增长 3.12%，产能增速小于上游 PX 和 PTA 行业，据预测，未来两年 PET 新增产能增速将放缓至 8% 左右。

(3) PTA 的市场概况

2014 年底，中国 PTA 产能达到 4320 万吨，已达超过其表观消费量 2835 万吨水平，行业开工率降至 65% 附近，PTA 行业进入完全产能过剩格局。2014 年，国内 PTA 产量为 2740 万吨，同比增长 8.76%，较 2013 年 22.4% 的产量增速大幅下滑。2014 年全年 PTA 进口量仅有 98 万吨，同比下滑 64.75%，而出口量达到 43 万吨，同比上涨 258%。

2015 年中国有三套累计 340 万吨 PTA 产能计划投产，由于行业保持低开工成为市场共识，且目前产能已经过剩，新增的 PTA 产能对市场的打压作用大不如前。

图 3 PTA 生产利润估算（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2014 年 PTA 价格维持震荡走低的趋势。一月份平均价格接近 7000 元/吨，5 月份跌至 6200 元/吨，之后由于主要 PTA 大厂采取了限产报价措施，价格在 8 月份达到 7400 元/吨的水平，之后随原油价格下跌，PTA 价格在 2015 年 1 月份达到 4500 元/吨。2015 年 5~6 月其平均价格在 5000 元/吨的水平。

2014 年国内 PTA 行业平均装置负荷率维持在 65% 左右，产能过剩压力使得生产企业整体维持亏损局面。

整体看，跟踪期内，上游 PX 产能增加较快，但整体供需格局的改变仍有待观察，下游聚酯经营效益偏差，需求增速放缓，PTA 新增产能较大，行业开工率低，企业亏损面持续扩大。

五、基础素质分析

截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 82000 万元。自然人李兴持有公司 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 2014 年底，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, 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 68 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, 公司高管人员、管理制度方面无重大变化。

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(单位: 亿元、%)

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
磷化工	61.29	29.61	12.58	53.04	25.63	11.64	55.24	26.05	8.19	12.57	20.57	9.16
石化	80.68	38.98	3.77	59.81	28.90	4.50	63.44	29.92	5.23	17.63	28.87	4.38
煤化工	6.18	2.99	13.20	5.98	2.89	10.08	6.02	2.84	15.29	1.63	2.67	14.77
物流贸易	51.77	25.01	11.59	63.08	30.47	6.88	63.21	29.81	6.30	15.93	26.08	7.42
其他	7.08	3.42	28.32	27.76	13.41	10.82	24.15	11.39	15.16	13.32	21.81	12.73
合计	206.99	100.00	9.46	209.67	101.29	8.02	212.06	100.00	7.73	61.09	100.00	8.25

资料来源: 公司提供

营业收入方面, 2014 年公司实现营业收入 212.06 亿元, 较 2013 年小幅增长。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, 2014 年分别为 26.05%、29.92% 和 29.81%, 板块构成较上年变化不大。

毛利率方面, 2014 年公司整体毛利率为

7.73%, 较 2013 年下降 0.29 个百分点, 下降主要是该年度磷酸盐产品价格下降导致毛利率降低。

2015 年 1~3 月, 公司实现营业收入 61.09 亿元, 同比增长 2.98%, 业务发展平稳。受益于磷化工产品毛利率回升因素, 公司盈利能力

变化不大。

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，磷酸盐产品主要为磷酸氢钙和三聚磷酸钠。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。跟踪期内，公司主要产品产能无变化。

2014年，国内磷化工行业总体呈现市场需求不振、产品价格下行的不利局面，为此，公司拓展了新的磷酸盐市场（主要是增加保鲜剂及水处理剂方面的市场）；黄磷的销售量增加是为节省运输及物流成本，将黄磷委托第三方销售管理，其中有一部分对外销售，主要还是提供给股份公司自用，因有第三方而产生了销售量和销售额。2014年公司黄磷自给率达到63.69%。

由于市场需求低迷，磷酸和磷酸盐产销量较上年相比均有所下降，磷酸售价同比变化不大，磷酸盐和黄磷售价同比下降，磷化工板块毛利率同比下降3.45个百分点。

2015年1~3月，公司磷化工板块实现营业收入12.57亿元，为2013年全年收入的23.54%；板块毛利率为9.16%，较2014年小幅提升。

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		2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
磷酸	产能	75	75	75
	产量	68.14	72.45	18.16
	销量	58.86	53.44	13.36
	平均售价	4901.24	4915.24	4802.14
	销售额（万元）	288511.00	262668.46	64141.43
磷酸盐	产能	32	32	32
	产量	26.08	29.64	6.25
	销量	18.47	23.18	6.06
	平均售价	7650.68	7345.17	7296.44
	销售额（万元）	141272.10	170264.71	44190.16
黄磷	产能	16	16	16
	产量	15.57	15.78	4.11
	销量	6.44	8.20	1.16
	平均售价	15628.11	14571.51	14964.91
	销售额（万元）	100660.66	119482.01	17332.36

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 68 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。

2014年，国内石化行业竞争加剧，PTA价格则延续了震荡下行的走势。从公司石化板块的生产经营来看，PTA及PET产品在产能利用率和产销率方面同比保持稳定，产销量亦相对稳定，但受行业景气度低迷影响，产品价格同比均有不同程度的下降。公司通过加强原料采购（PX）、包装及运输等成本的控制力度，同时根据市场行情调整采购节奏，PET盈利能力有

所提升，因此石化板块毛利率小幅上升。

2015年1~3月，公司石化板块实现营业收入17.63亿元，为2014年全年收入的27.79%。2015年一季度，公司产品销售价格延续了下行趋势，但乙二醇价格下降幅度较大，从而使得PET毛利率下降幅度较小，板块毛利率较2014年下降0.85个百分点。

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		2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
瓶级 PET	产能	35	35	35
	产量	24.30	21.47	9.16
	销量	20.66	20.77	9.05
	平均售价	10025.47	9303.10	7926.21
	销售额（万元）	207172.13	192053.20	71724.27
半抛光 PET	销量	0.62	0.13	0.06
	平均售价	9658.77	9350.86	7869.47
	销售额（万元）	6001.96	1218.42	472.17
PTA	产能	60	68	68
	产量	67.25	67.32	18.76
	销量	63.18	64.68	16.58
	平均售价	8025.97	6820.27	6280.23
	销售额（万元）	381277.72	441146.66	104147.27

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，2013年占比约为2.85%，毛利率为10.08%。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。目前公司专注于生产甲酰胺、二甲基甲酰胺、N-甲基甲酰胺等中高端产品，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。

2014年，公司异丙胺在产销环节变化不大，N-甲基甲酰胺的产销量较上年均有所提升，而DMF（二甲基甲酰胺）在销量方面有所下滑。由于异丙胺售价下降以及DMF销量减少，2014年公司煤化工板块实现收入6.02亿元，变化很小。2015年1~3月，公司煤化工板块实现营业收入1.63亿元，为2014年全年收入的27.08%。

商贸物流板块

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

2014 年，公司商贸物流业务收入 63.21 亿元，同比增长 21.84%，主要系该年度公司扩大了化学品贸易的规模；商贸物流业务毛利率小幅下降至 6.30%。

2015 年 1~3 月，公司物流板块实现营业

收入 15.93 亿元，已达到 2014 年物流板块全年收入水平的 25.20%；公司物流板块毛利率上升至 7.42%，主要是公司将部分采购价格较低的 PX 出售所致。

表 5 物流贸易板块营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
磷化工贸易	22.06	9.27	18.53	7.72	4.54	8.11
纸张贸易	0.58	11.77	--	--	--	--
化学品贸易	40.44	5.51	44.68	3.69	11.39	7.14
合计	63.08	6.88	63.21	4.87	15.93	7.42

资料来源：公司提供

2. 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 PTA 方面，PTA 二期预计于 2015 年 11 月完工，届时，公司 PTA 产能将达到 280 万吨/年，PTA 加工成本每吨可降低 250 元左右。

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。

表 6 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 PTA 二期	450000	115492.60	2013.04	2015.11	设备采购阶段
广西钦州化工新材料园	150000	38020.41	2012.11	2016.12	一期已完工投产
合计	600000	153513.01	--	--	--

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。

2014 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）和澄星 PTA 二期项目。总投资 60 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 15.35 亿元。

八、财务分析

公司提供的 2012 年和 2014 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 年财务报告经江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。

合并报表范围变化：2013 年，公司合并范围新纳入无锡澄泓微电子材料有限公司 1 家，2014 年合并范围未发生变化。近年财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 225.76 亿元，所有者权益合计 81.18 亿元（其中少数股东权益 15.71 亿元）；2014 年，公司实

现营业收入 212.06 亿元，利润总额 5.95 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 219.97 亿元，所有者权益合计 82.00 亿元（其中少数股东权益 16.17 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 61.09 亿元，利润总额 1.58 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司营业收入和营业成本分别为 212.06 亿元和 195.66 亿元，分别较 2013 年小幅增长 1.14% 和 1.45%。同期，公司营业利润率为 7.54%，同比小幅下降。

从期间费用看，2014 年公司期间费用率为 5.28%，同比小幅下降，主要系销售费用下降，公司期间费用控制水平仍然较好。

2014 年，公司投资收益 1.37 亿元，主要来自长期股权投资收益。2014 年，公司实现利润总额 5.95 亿元，同比下降 11.07%。

从盈利指标来看，2014 年，受化工行业景气度下行影响，公司营业利润率、总资产收益率及净资产收益率较 2013 年均有所下降，为 7.54%、5.15% 和 6.89%，同比分别下降 0.24 个、1.65 个和 0.11 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 61.09 亿元，同比小幅增长，同期，公司分别实现利润总额 1.58 亿元和营业利润率 7.92%。

跟踪期内，公司收入规模保持平稳，但受盈利能力下滑的影响，利润规模有所下降。公司对期间费用控制较好，整体盈利能力尚可。

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。2014 年，公司经营活动现金流入为 250.20 亿元，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 248.96 亿元，同比稳定增长。同期，公司现金收入比为 117.40%，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。2014 年，公司经营活动现金流净额为 7.00

亿元，同比增长 23.03%。

从投资活动看，2014 年公司投资活动现金流入 10.27 亿元，其中收回投资收到的现金 7.97 亿元，主要为公司赎回银行短期理财产品形成。2014 年投资活动现金流出 14.25 亿元，包括购建固定资产、无形资产等支付的现金 9.60 亿元，主要是对公司在建项目的投入，投资支付的现金 4.25 亿元，为公司购买银行短期理财产品形成。2014 年，公司投资活动现金流量净额 -3.98 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和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要表现为偿还债务支付的现金。2014 年，公司筹资活动净现金流为 5.58 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动净额为 1.80 亿元，投资活动净额为 -3.44 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 -3.69 亿元；同期，公司筹资活动现金净额为 -8.05 亿元，主要是用于偿还债务而支付的现金增加。

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，未来融资需求可能上升。

3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额 225.76 亿元，其中流动资产占比 44.95%，非流动资产占比 55.05%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

因货币资金、交易性金融资产及应收票据规模上升，2014 年公司流动资产同比有所增长。截至 2014 年底，公司流动资产 101.47 亿元，同比增长 21.82%，主要源自应收股利的增长。同期，公司货币资金为 40.80 亿元（其他货币资金 18.51 亿元，主要是保证金存款），同比增长 26.75%；公司其他应收款为 9.36 亿元（已计提坏账准备 4.82 亿元），同比增长 154.01%，主要为参股的新材料与新能源企业，由于市场情况不好，经营困难，而向公司请求资金支持，

新增其他应收款单位及余额是：江苏宏鑫绿洲新能源有限公司 2.01 元；常州铂斯特新材料有限公司 1.96 亿元；江阴宏图金属材料有限公司 4563.2 万元。公司其他应收款的借款方经营困难，面临一定回收风险，若出现回收困难，公司计划进行债转股。

截至 2014 年底，公司存货账面余额 27.35 亿元，计提跌价准备 0.42 亿元，计提比例 1.54%，公司存货构成以原材料、在产品和库存商品为主，考虑到近期 PX、PTA 价格大幅波动，公司面临一定存货跌价风险。

截至 2014 年底，公司其他流动资产为 2.91 亿元，同比增长 494.07%，主要为进项留抵。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产 124.29 亿元，同比增长 10.78%，增长主要源自长期股权投资、在建工程及其他非流动资产的增长。同期，公司长期股权投资 11.94 亿元，同比增长 55.54%，主要原因是公司子公司的对外投资形成；在建工程为 7.68 亿元，同比增长 83.11%，主要为 PTA 二期工程投入增加所致；其他非流动资产 4.24 亿元，为预付的设备款、工程款和土地款等。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 219.97 亿元，较 2014 年底下降 2.57%，科目构成较 2014 年底变化不大，资产结构仍以非流动资产为主。

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，货币资金受限比例较高，公司资产流动性一般。公司其他应收款的借款方经营困难，面临一定回收风险，若出现回收困难，公司计划进行债转股。总体看，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 81.18 亿元，归属于母公司所有者权益中实收资本占 12.52%，资本公积占 2.13%，盈余公积占 8.70%，未分配利润占 76.39%。截至 2015 年 3 月底，

公司所有者权益为 82.00 亿元，较 2014 年底小幅增长，增长全部来自未分配利润。整体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 144.58 亿元，同比增长 19.87%，公司负债总额增长主要系应付票据增加和交易性金融负债增加，交易性金融负债为公司发行的额度分别为 5 亿元和 6 亿元的短期融资券，以及额度分别为 3 亿元、7 亿元和 10 亿元的 1 年期私募债券。截至 2015 年 3 月底，公司负债总额下降至 137.97 亿元，主要源自应付票据的减少。

从有息债务来看，截至 2014 年底，公司全部债务为 136.60 亿元，同比增长 20.31%，其中短期债务占 84.28%。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务下降至 130.80 亿元，其中短期债务占 82.53%。整体看，公司债务以短期债务为主，债务结构有待改善。

从债务指标来看，截至 2014 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 64.04%、62.72%和 20.91%，同比变动-2.30/2.46 和 2.34 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司以上指标分别为 62.72%、61.47%和 21.79%。

总体看，跟踪期内，受公司项目建设支出增加影响，债务规模增加较快，债务结构以短期债务为主，债务负担一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 83.21%和 61.13%；2015 年 3 月底，上述指标分别为 83.12%和 60.97%。2014 年，公司经营活动现金流动负债比为 5.74%。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，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2014 年公司 EBITDA 为 16.49 亿元。同期，公司全部债务/EBITDA 为 8.28 倍；EBITDA 利息保障倍数为

2.91 倍。公司长期偿债能力指标有所弱化。

截至本次跟踪评级日，公司存续期内债券包括“11 澄星 MTN1”、“13 澄星 MTN1”和“13 澄星 MTN1”，其中“13 澄星 MTN1”和“13 澄星 MTN1”将于 2018 年到期，公司待偿付债券为 9 亿元。2014 年，公司 EBITDA 为 16.49 亿元，为待偿还债券的 1.83 倍。2014 年，公司经营活动现金流入及经营活动现金净流量分别为 250.20 亿元和 7.00 亿元，分别为待偿还债券的 27.80 倍和 0.78 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障程度较高。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额 9.98 亿元，担保比率为 12.17%。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，公司对外担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

表 7 2015 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	28524.00
江阴模塑集团有限公司	39000.00
江苏法尔胜泓昇集团有限公司	32250.00
合计	99774.00

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 2015 年 3 月底，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 116.61 亿元，其中未使用授信额度 52.58 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畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2015 年 7 月 22 日，公司已结清和无未结清的不良信贷信息记录；公司对外担保信息概要中存在 8750 万元关注类保证担保和 1651.82 万元不良类保证担保，其中 8750

万元是公司江苏法尔胜泓昇集团有限公司担保，由于其所在行业被划分为关注类，因此该笔担保也被列为关注；另外 1651.82 万元是公司江阴申达集团有限公司担保，由于地方政府为该笔担保设置了反担保措施，在一定程度上化解了公司承担的风险。

总体看，公司过往履约记录良好。

6. 抗风险能力

公司收入规模较大并保持稳定增长，资产质量一般，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。

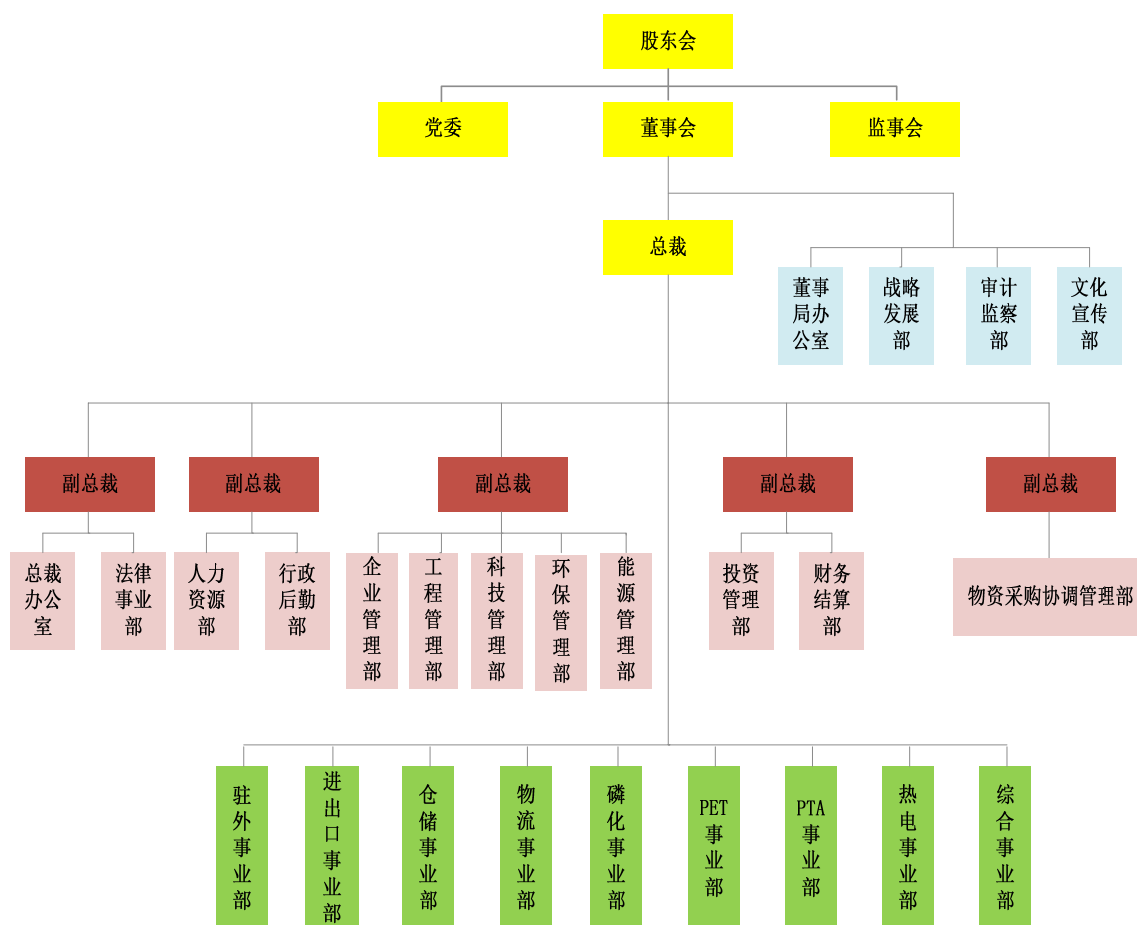
九、结论

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 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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.18	32.39	27.91	
资产总额(亿元)	179.22	195.50	225.76	219.97
所有者权益(亿元)	69.61	74.88	81.18	82.00
短期债务(亿元)	71.02	90.90	115.13	107.95
长期债务(亿元)	27.52	22.64	21.47	22.85
全部债务(亿元)	98.54	113.54	136.60	130.80
营业收入(亿元)	206.99	209.67	212.06	61.09
利润总额(亿元)	7.96	6.69	5.95	1.58
EBITDA(亿元)	22.53	21.57	16.49	--
经营性净现金流(亿元)	12.62	5.69	7.00	1.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	27.61	20.26	17.78	--
存货周转次数(次)	7.05	7.27	7.56	--
总资产周转次数(次)	1.20	1.12	1.01	--
现金收入比(%)	116.58	115.09	117.40	127.43
营业利润率(%)	9.07	7.78	7.54	7.92
总资本收益率(%)	8.03	6.80	5.15	--
净资产收益率(%)	8.77	7.00	6.89	--
长期债务资本化比率(%)	28.34	23.22	20.91	21.79
全部债务资本化比率(%)	58.60	60.26	62.72	61.47
资产负债率(%)	61.16	61.70	64.04	62.72
流动比率(%)	90.39	86.40	83.21	83.12
速动比率(%)	55.07	60.67	61.13	60.97
经营现金流动负债比(%)	15.77	5.90	5.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.89	2.78	2.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.37	5.26	8.28	--

注：1. 2015 年 1 季度财务数据未经审计；

2. 长期应付款中有息债务部分已计入全部债务核算。

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
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%

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
 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