

信用等级公告

联合[2014] 652 号

联合资信评估有限公司通过对江苏扬农化工集团有限公司 2014 年度第一期短期融资券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

江苏扬农化工集团有限公司
2014 年度第一期短期融资券的信用等级为
A-1

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年五月二十二日



江苏扬农化工集团有限公司

2014 年度第一期短期融资券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期短期融资券信用等级: A-1

本期短期融资券发行额度: 10 亿元

本期短期融资券期限: 365 天

偿还方式: 到期一次性还本付息

发行目的: 偿还银行借款

评级时间: 2014 年 5 月 22 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	29.71	35.05	32.18	33.84
资产总额(亿元)	78.34	91.10	92.83	102.57
所有者权益(亿元)	31.98	47.40	50.88	52.41
短期债务(亿元)	30.11	23.18	22.61	26.82
全部债务(亿元)	30.11	23.93	28.79	33.00
营业收入(亿元)	59.56	60.68	65.34	18.66
利润总额(亿元)	4.75	4.42	4.49	1.78
EBITDA(亿元)	9.86	9.99	9.81	--
经营性净现金流(亿元)	4.10	7.43	5.24	0.76
净资产收益率(%)	12.74	7.52	7.87	--
资产负债率(%)	59.18	47.97	45.19	48.91
速动比率(%)	91.31	117.74	138.43	137.17
EBITDA 利息倍数(倍)	7.05	5.93	8.68	--
经营现金流流动负债比(%)	9.02	17.64	14.93	--
现金偿债倍数(倍)	2.97	3.51	3.22	3.38

注: 2014 年一季度财务数据未经审计

分析师

侯煜明 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

经联合资信评估有限公司评定, 江苏扬农化工集团有限公司(以下简称“公司”)拟发行的 2014 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合分析, 联合资信认为, 公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司产品涵盖农药、基础化工领域, 产品种类丰富; 主要产品规模优势较为明显、市场占有率高, 具有较强的市场竞争力。
2. 公司整体技术水平高, 部分生产工艺为公司首创, 具有明显的成本和技术优势; 同时, 公司产业链完整, 实现了循环经济, 可在一定程度上调节产品结构, 有利于降低经营风险。
3. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

关注

1. 中国基础化工与农药行业市场竞争激烈, 产品价格波动较大, 加大了公司经营的难度。
2. 公司短期债务占比高。

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）与江苏扬农化工集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与江苏扬农化工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、联合资信与评估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，未因江苏扬农化工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苏扬农化工集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏扬农化工集团有限公司 2014 年度第一期短期融资券信用等级自本期短期融资券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。

一、主体概况

江苏扬农化工集团有限公司（以下称“公司”或“扬农集团”）前身为始建于 1958 年的扬州农药厂，1998 年改制为国有独资公司，2002 年改制为国有控股、工会和自然人参股的有限责任公司，初始注册资本变为 12987 万元。其中扬州市人民政府授权扬州市化学工业公司持股 67.66%，江苏扬农化工集团有限公司工会持股 22.62%，周其钧等 9 位自然人持股 9.72%。1999 年公司作为主要发起人发起设立江苏扬农化工股份有限公司，其于 2002 年发行上市（600486.SH，扬农化工）。根据 2011 年 12 月 1 日扬州市人民政府、公司和中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“中化国际股份”）签署的《三方战略合作协议》和江苏金茂化工医药集团有限公司（以下简称“江苏金茂”）、周其钧等 45 位自然人、江苏扬农化工集团有限公司工会、中化国际股份和公司共同签署的《关于江苏扬农化工集团有限公司的增资扩股协议》，中化国际股份于 2011 年 12 月 20 日出资 1.81 亿元，公司注册资本由 1.30 亿元变更至 1.37 亿元；2012 年 4 月，根据扬州市国资委《关于同意扬农化工集团增资扩股的批复》（扬国资【2012】23 号）和《关于江苏扬农化工集团有限公司的股权转让暨增资扩股协议》的规定，中化国际股份出资 8.55 亿元，公司注册资本增至 1.69 亿元，同时公司工会委员会将其持有的股权转让给中化国际股份。

截至 2014 年 3 月底，公司注册资本 1.69 亿元，股东分别为江苏金茂（为扬州市国资委的全资子公司）（持有公司 40.59% 的股权）、中化国际股份（最终实际控制人为国资委）（持有公司 40.53% 的股权）以及周其钧等 45 名自然人（持有公司 18.88% 的股权）。公司第一大股东江苏金茂为公司实际控制人，最终实际控制人为扬州市国资委。

另根据公司公告，公司控股股东江苏金茂已与中国中化集团公司签署《股权无偿划转协

议》，金茂化工将所持 40.59% 扬农集团股权中的 0.06%（10 万股）股权划转给中化集团，划转后金茂化工持有公司 40.53% 的股权，中化集团直接持有公司 0.06% 的股权，通过其间接控股的子公司中化国际股份间接持有扬农集团 40.53% 的股权，合计持有扬农集团 40.59% 的股权，成为扬农集团的实际控制人。目前公司尚未完成股权划转的工商变更登记手续。

公司经营范围为：农药、有机化学品、无机化学品、工业机械设备、蒸汽、交流电的制造、加工、销售，焊接气瓶检验（经有核准权的质量技术监督部门核准后方可经营）；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）；进料加工和一来一补业务。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有 9 家全资或控股子公司、5 家参股子公司；公司本部设有供应部、生产部、质监部、市场部、财务部、安全部、管理部和规划发展部等 15 个职能部门。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 92.83 亿元，所有者权益 50.88 亿元，其中少数股东权益 19.90 亿元；2013 年公司实现营业收入 65.34 亿元，利润总额 4.49 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 102.57 亿元，所有者权益合计 52.41 亿元（其中少数股东权益 20.75 亿元）；2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.66 亿元，利润总额 1.78 亿元。

公司注册地址：扬州市文峰路 39 号；法定代表人：程晓曦。

二、本期短期融资券概况

公司于 2013 年注册短期融资券 13 亿元，2013 年度第一期短期融资券额度为 8 亿元，已于 2013 年 3 月发行并如期兑付。本期公司计划发行 2014 年度第一期短期融资券（以下简称“本期短期融资券”），额度为 10 亿元，期限 365 天，

本期短期融资券无担保。

公司发行本期短期融资券所募集资金将用于偿还银行借款。

三、主体长期信用状况

中国氯碱行业产能过剩，市场竞争激烈，但 2011 年下半年经济增速下滑导致下游需求回落，中国氯碱行业产量增速有所放缓，价格波动加大；农药行业受宏观经济波动影响较小。得益于国家粮食安全战略的实施、农业投入的增长以及农药市场巨大的容量和稳定的刚性需求，中国农药产业有望保持稳定的增长趋势。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有二氯苯年产能 10 万吨，生产规模居世界首位；氯化苯年产能 13 万吨、硝基氯苯年产能 10 万吨，生产规模均为全国第三，控制技术领先；环氧氯丙烷年产能 11 万吨，生产规模国内第二；双氧水年产能 10 万吨，江苏地区最大；烧碱年产能 28 万吨（其中离子膜烧碱年产能 14 万吨），生产技术水平国内领先。农药及菊酯产品方面，公司拥有 3000 吨吡虫啉、30000 吨草甘膦及 8000 吨菊酯系列产品的生产能力。目前公司是中国最大的拟除虫菊酯杀虫剂生产企业，拥有国内规模最大、配套最全的菊酯产业链，其中卫生菊酯全球销量排名第一，国内市场占有率高达 70%。

公司法人治理结构合理，内控管理体制较为完善，公司管理体制较为健全。随着公司业务规模不断扩大，公司收入及利润规模逐年稳定增长。公司资产结构合理，资产质量及流动性较好；债务负担适宜；盈利能力稳定提升，整体偿债能力强，公司主体长期信用风险低。

经联合资信评估有限公司综合评定，公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

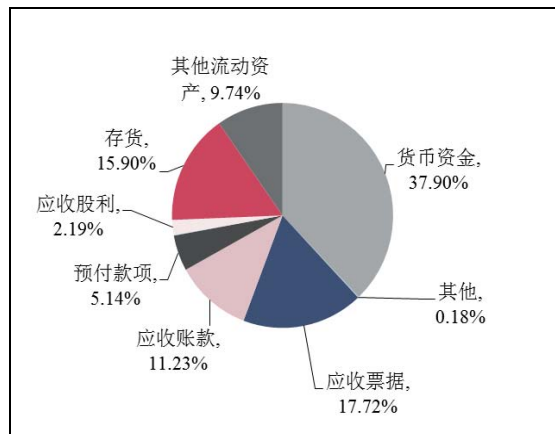
四、主体短期信用分析

1. 资产流动性分析

2011 年~2013 年，公司流动资产波动中有

所增长，年均增长 8.39%。截至 2013 年底，公司流动资产合计 57.73 亿元，同比下降 2.50%，主要源自货币资金和存货的增加。公司流动资产包括货币资金（占 37.90%）、存货（占 15.90%）、应收账款（占 11.23%）和应收票据（占 17.72%）。

图 1 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2011~2013 年，公司货币资金有所波动，年均复合增长率 1.82%。截至 2013 年底，公司货币资金 21.88 亿元，主要由银行存款（占 89.90%）构成，其中使用受限的票据和保函保证金 2.20 亿元，扣除受限部分后公司货币资金为 19.69 亿元，公司货币资金占比较高，较为充裕。

2011~2013 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 22.58%。截至 2013 年底，公司应收账款账面净额为 6.48 亿元，同比增长 20.03%，主要原因是一方面受化工市场不景气的影响，公司为增加销量改变销售策略，另一方面，农药板块吡虫啉产品出口增长较快，而出口产品账期较长，导致应收账款有所增长。从账龄分布看，账龄 1 年以内的占 96.55%，1~2 年的占 2.24%，2 年以上的占 1.21%。公司计提坏账准备 0.58 亿元。公司应收账款大部分账龄较短，计提坏账准备较为充分。公司应收账款前 5 名单位合计占应收账款总额的 53.19%，集中度较高。

2011~2013 年，公司应收票据有所增长，

年均复合增长 9.53%，截至 2013 年底为 10.23 亿元，同比增长 45.09%，全部为银行承兑汇票。2013 年大幅增长的原因是一方面受化工市场不景气影响，资金回笼难度加大，票据结算比例上升，另一方面，由于近期银票贴现利率比较高，公司为降低财务成本，通过盘活资金，减少了票据贴现。

2011~2013 年，公司存货有所增长，年均增长 9.62%，截至 2013 年底为 9.18 亿元，同比下降 4.64%，构成以原材料（46.25%）、库存商品（占 38.09%）和在产品（占 13.81%）为主。2012 年公司存货同比增长 26.02%，主要系纯苯等原材料价格上涨明显，公司为规避大宗原料价格上涨风险，增加原材料储备所致。公司计提存货跌价准备 0.08 亿元，计提比例 0.84%。

2011~2013 年，公司预付款项有所下降，年均减少 23.65%，截至 2013 年底为 2.97 亿元，同比下降 5.15%。2012 年底较 2011 年底下降 38.55%，主要系年底公司加强结算，预付款结账速度加快所致。

截至 2013 年底，公司其他流动资产为 5.62 亿元，同比增长 19.59%，主要系公司及扬农化工购买的短期银行理财产品。

总体上，公司流动资产占比逐年上升，其中货币资金占比高，现金类资产充裕。整体看，公司资产质量及流动性较好。

2. 现金流分析

经营活动方面，公司主要现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2013 年为 72.81 亿元；公司现金流出以购买商品、支付劳务为主，2013 年为 58.92 亿元。公司支付其他与经营活动有关现金主要是各项费用及往来款；2011~2013 年，公司经营性净现金流波动增长，2013 年为 5.24 亿元。公司调整策略，在确保收入增长的基础上，增加了赊销和银行承兑汇票结算。

从收入实现质量方面看，近三年，公司现金收入比总体有所提高，三年均值为 111.02%，

2013 年为 111.43%，主要由于 2012 年起公司注意账款回收，注重回款质量。总体看，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2011 和 2012 年公司投资活动现金流入整体规模小；2013 年公司收回投资受到的现金 4.70 亿元，主要系公司收回 3 亿元理财产品、扬农化工收回 1.7 亿元理财产品以及公司增加投资收益所致；近三年，由于宁夏瑞泰农药项目、对氨基苯酚等资本性支出，公司投资活动现金流出波动增长；受此影响，2011~2013 年，公司投资活动净现金流均为负值，2013 年为-9.41 亿元。

2013 年，因投资净流出规模上升较快，公司筹资活动前净现金流-4.17 亿元，考虑到公司项目投资规模不大，资金需求不大，公司对外筹资压力不大。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款。2012 年，吸收投资收到现金 8.55 亿元，主要是中化国际股份对公司的现金增资；公司收到其他与筹资活动有关的现金为发行和兑付短期融资券形成。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务；近三年，公司筹资活动净现金流量波动下降，2013 年为-2.48 亿元。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量 14.81 亿元，流出量为 14.05 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.76 亿元；同期，公司投资活动现金净流出 2.40 亿元，主要是子公司江苏瑞盛新材料科技有限公司购买银行理财产品导致投资活动现金流出 3.24 亿元。同期，公司筹资活动现金净流入 2.67 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入规模较大，收现质量较好，经营性净现金流相对稳定；2014 年公司在建项目投资金额小，对外筹资压力不大。

3. 短期偿债能力分析

从短期偿债能力看，2011~2013 年，公司流动比率和速动比率逐年上升。2013 年底分别

为164.59%和138.43%，2014年3月底上述指标分别为156.75%和137.17%。2011~2013年，公司经营现金流动负债比均值为14.56%，2013年为14.93%。同时考虑到公司货币资金较为充裕，公司短期偿债能力较好。

截至2014年3月底，公司无对外担保。

截至2014年3月底，公司共获得银行授信额度60.47亿元，未用授信额度42.56亿元，公司间接融资渠道畅通。控股子公司扬农化工为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

五、本期短期融资券偿债能力

公司本期短期融资券发行规模为10亿元，占2014年3月底短期债务的44.24%、全部债务余额的33.30%，本期短期融资券的发行对公司现有债务影响程度较大。

截至2014年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为48.91%和38.64%，以公司2014年3月底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期短期融资券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至53.44%和45.07%，公司债务负担将有所上升。但考虑到募集资金将全部用于置换银行借款，本期短期融资券发行后实际债务可能低于预测值。

近年公司现金类资产余额保持较高水平且逐年增长。2011~2013年分别为29.71亿元、35.05亿元和32.18亿元，分别为本期短期融资券的2.97倍、3.51倍和3.22倍；截至2014年3月底，公司现金类资产余额33.84亿元，为本期短期融资券的3.38倍。总体看，公司现金类资产对本期短期融资券保障能力强。

2011~2013年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期拟发行短期融资券的6.46倍、7.29倍和7.44倍；经营活动产生的现金流量净额分别为本期短期融资券额度的0.41倍、0.74倍和0.52倍，公司经营活动现金流入量对本期短期融资券覆盖程度较高。

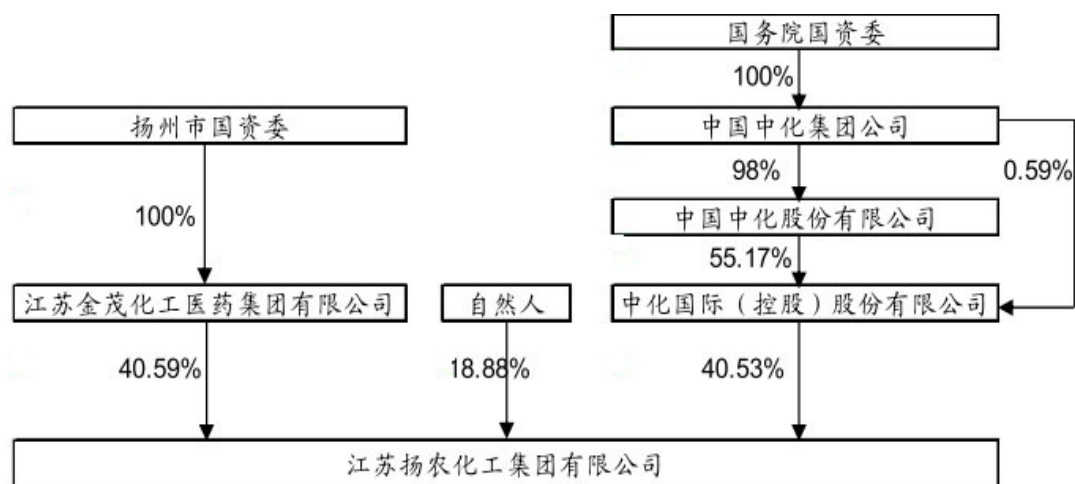
总体上，公司现金类资产及经营现金流入量对本期短期融资券保障能力强。

六、结论

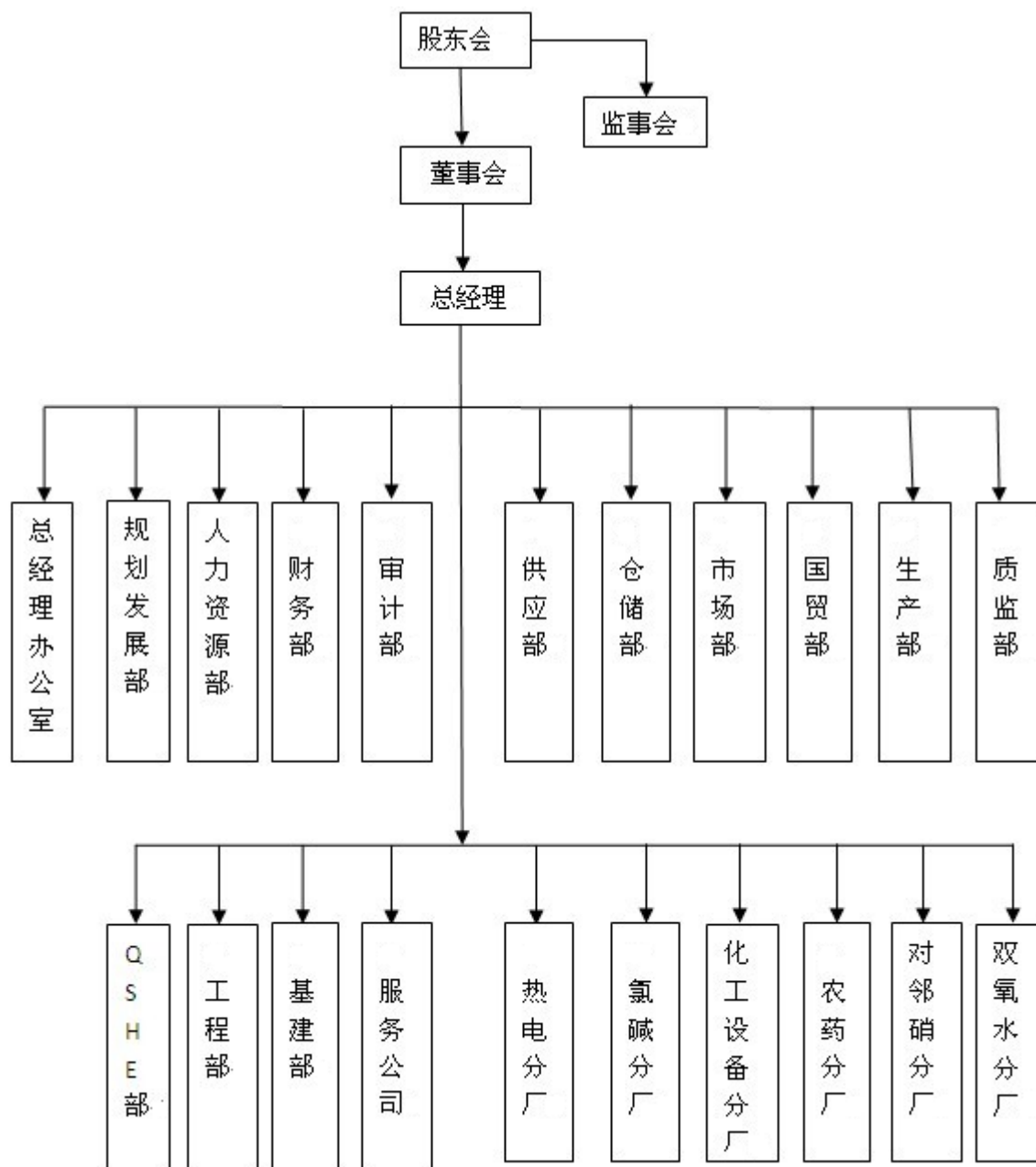
公司是中国大型综合性化工企业，涵盖农药和基础化工领域，产品种类丰富、主要产品规模优势较为明显、市场占有率高，工艺技术先进、产业链完整，实现了循环经济。公司资产结构合理，资产质量及流动性较好；债务负担适宜；盈利能力稳定，整体偿债能力强，公司主体信用风险低。

公司现金类资产较为充裕，经营活动现金流入量规模大，对本期短期融资券保障能力较强。综合分析，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	29.71	35.05	32.18	33.84
资产总额(亿元)	78.34	91.10	92.83	102.57
所有者权益(亿元)	31.98	47.40	50.88	52.41
短期债务(亿元)	30.11	23.18	22.61	26.82
长期债务(亿元)	-	0.75	6.18	6.18
全部债务(亿元)	30.11	23.93	28.79	33.00
营业收入(亿元)	59.56	60.68	65.34	18.66
利润总额(亿元)	4.75	4.42	4.49	1.78
EBITDA(亿元)	9.86	9.99	9.81	--
经营性净现金流(亿元)	4.10	7.43	5.24	0.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.46	5.77	6.19	--
存货周转次数(次)	6.32	5.62	5.68	--
总资产周转次数(次)	0.76	0.72	0.71	--
现金收入比(%)	106.65	113.25	111.43	76.14
营业利润率(%)	18.58	19.80	18.00	18.44
总资本收益率(%)	8.82	7.36	6.44	--
净资产收益率(%)	12.74	7.52	7.87	--
长期债务资本化比率(%)	-	1.56	10.83	10.55
全部债务资本化比率(%)	48.49	33.55	36.14	38.64
资产负债率(%)	59.18	47.97	45.19	48.91
流动比率(%)	108.12	140.60	164.59	156.75
速动比率(%)	91.31	117.74	138.43	137.17
经营现金流动负债比(%)	9.02	17.64	14.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.05	5.93	8.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.05	2.40	2.93	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	6.46	7.29	7.44	---
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.41	0.74	0.52	--
现金偿债倍数(倍)	2.97	3.51	3.22	3.38

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
本期短期融资券偿债能力	
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/本期短期融资券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期短期融资券到期偿还额
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/本期短期融资券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期短期融资券到期偿还额

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(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 4 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

联合资信评估有限公司关于 江苏扬农化工集团有限公司 2014 年度第一期短期融资券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期短期融资券存续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。

江苏扬农化工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。江苏扬农化工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苏扬农化工集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏扬农化工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，据以确认或调整本期短期融资券的信用等级。

如江苏扬农化工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，如本期短期融资券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苏扬农化工集团有限公司、主管部门、交易机构等。

