

信用等级公告

联合[2011] 551 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
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十九日



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）与江苏扬农化工集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级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主体长期信用等级自 2011 年 7 月 19 日至 2012 年 7 月 18 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
二零一一年七月十九日



江苏扬农化工集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: AA⁻
评级展望: 稳定
评级时间: 2011 年 7 月 19 日

财务数据

项目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
资产总额(亿元)	49.31	59.22	69.30	74.60
所有者权益(亿元)	15.79	22.76	26.52	27.31
长期债务(亿元)	0.70	0.10	0.10	0.10
全部债务(亿元)	18.95	20.59	24.22	22.83
营业收入(亿元)	50.92	40.04	49.63	15.25
利润总额(亿元)	2.39	2.94	4.20	0.87
EBITDA(亿元)	6.09	7.06	8.73	--
营业利润率(%)	13.48	17.60	19.01	15.32
净资产收益率(%)	14.26	10.87	13.40	--
资产负债率(%)	67.97	61.56	61.74	63.38
全部债务资本化比率(%)	54.55	47.50	47.74	45.53
流动比率(%)	64.66	85.56	95.31	96.65
全部债务/EBITDA(倍)	3.11	2.91	2.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	8.46	8.96	--

注: 公司 2011 年 1 季度财务数据未经审计。

分析师

黄滨 祁志伟
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(以下称“联合资信”)对江苏扬农化工集团有限公司(以下称“公司”)的评级,反映了其作为大型综合性化工企业,在产品结构、生产规模、技术水平、循环经济等方面所拥有的优势。同时,联合资信也关注到氯碱、农药等产品产能过剩、市场竞争激烈,以及上游原材料价格波动较大、公司所处地理位置限制、公司债务结构不合理等因素对公司经营及信用水平可能产生的负面影响。

考虑到公司完整的产业链、明显的产品竞争力,以及未来无重大资本支出,预计公司未来仍将保持较好的发展前景。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司产品种类丰富,主要产品市场占有率高,规模优势明显,市场竞争力强。
2. 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。
4. 公司产品市场知名度高,产品销售渠道完善且较为稳定。

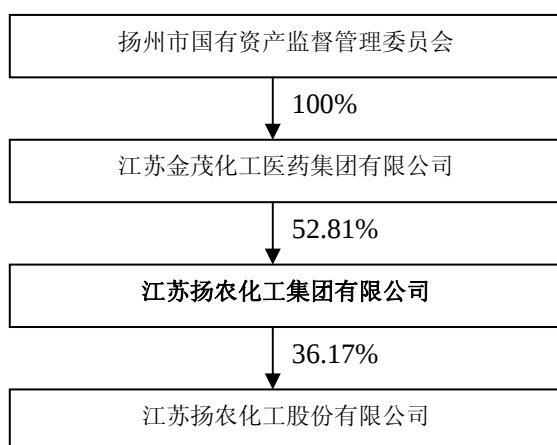
关注

1. 目前中国国内氯碱、农药等产品产能过剩,市场竞争激烈。
2. 原材料价格波动频繁,对公司成本控制带来一定难度。
3. 公司短期债务占比高,债务结构有待改善。
4. 公司扬州本部厂区毗邻扬州市郊,安全生产和环境保护压力大。

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 年改制为国有企业、工会和自然人参股的有限责任公司，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职工持股会持股 22.62%，周其钧等 41 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）。2003 年 1 月 5 日，经扬州市人民政府扬府复[2003]1 号《关于扬农集团公司第二步产权制度改革的批复》文件批准，扬州市产权交易中心扬产交确字[2003]4 号《产（股）权转让交割确认书》确认，扬州市化工资产经营管理有限责任公司（原扬州市化学工业公司）将其所持有的公司 19283583 股出资转让给程晓曦等 41 位自然人。2007 年 7 月，经扬州市人民政府批准，扬州市化工资产经营管理有限责任公司变更为江苏金茂化工医药集团有限公司（以下简称“金茂集团”）。

图 1 公司股权结构图



资料来源：根据公司提供信息整理。

截至 2011 年 3 月底，公司注册资本 12987 万元，股东分别为金茂集团（持股 52.81%）、江苏扬农化工集团有限公司工会委员会（持股

22.62%）、程晓曦等 41 位自然人（持股 24.57%）。公司控股股东为金茂集团，实际控制人为扬州市国资委。

公司经营范围为：化工、医药、房地产、机械制造行业的投资；化工产品（不含危险品、易燃易爆品）销售；房地产开发（取得资质后经营）；机械产品销售；货物出口贸易（国家限定企业经营或禁止进出口的商品除外）；接受委托管理资产、提供劳务服务、接受主管部门委托为改制企业职工提供服务。

截至 2011 年 3 月底，公司拥有 7 家控股子公司、6 家参股子公司、7 家分厂和 1 家分公司；公司本部设有质监部、生产部、财务部、安全部、工程部和规划发展部等 14 个职能部门。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 69.30 亿元，所有者权益 26.52 亿元（其中少数股东权益 11.69 亿元）；2010 年，公司实现营业收入 49.63 亿元，利润总额 4.20 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额 74.60 亿元，所有者权益 27.31 亿元（其中少数股东权益 11.98 亿元）；2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.25 亿元，利润总额 0.87 亿元。

二、行业分析

公司主要产品为农药、氯碱、基础化工、精细化工等，属于化工行业。

1. 烧碱等基础化学品行业

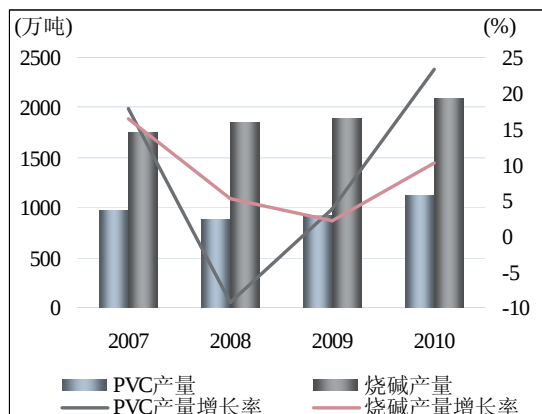
烧碱（氢氧化钠）是重要的基础化工原料，广泛应用于石油、化纤、医药、轻工、造纸和有色金属等多个行业。从 2004 年开始，由于中国市场需求的快速增长和成本优势的逐步显现，中国烧碱产业开始步入高速发展时期，市场需求和产能迅速增长，目前中国已成为全球最大的烧碱生产国。

在烧碱产能快速增长的同时，烧碱行业呈现下列积极变化：（1）产品结构优化。烧碱生

产主要以离子膜法和隔膜法为主，由于离子膜法生产具有能耗低、产品质量高、污染小等优点，中国烧碱离子膜法生产所占比重逐年提高。（2）产业集中度提高。烧碱企业生产规模不断扩大，在全国 180 家主要烧碱企业中，产能超过 20 万吨的已 40 余家，最大的单体生产企业产能已达到 80 万吨。（3）区域分布更加合理。烧碱新增产能越来越多的向资源丰富的内蒙古、新疆等地区转移，西部地区烧碱产能所占比重不断提高。

近年来中国烧碱产业已经逐渐趋于成熟。根据中国氯碱工业协会的统计，2008 年受国际金融危机向实体经济蔓延的影响，氯碱工业增速显著放缓，全年烧碱产量 1852.14 万吨，同比仅增加 5.28%。自 2009 年下半年开始，氯碱行业开工率逐渐回升，全年共生产烧碱 1890.99 万吨，同比增长 2.10%。2010 年全国烧碱累计产量 2086.60 万吨，同比增加 10.34%。2010 年烧碱新增产能 490 万吨，同比增速达到 17.5%，产能增速过快导致行业开工率趋势性下滑，2010 年烧碱装置平均开工率为 72%。

图 2 中国 PVC 和烧碱产量变动

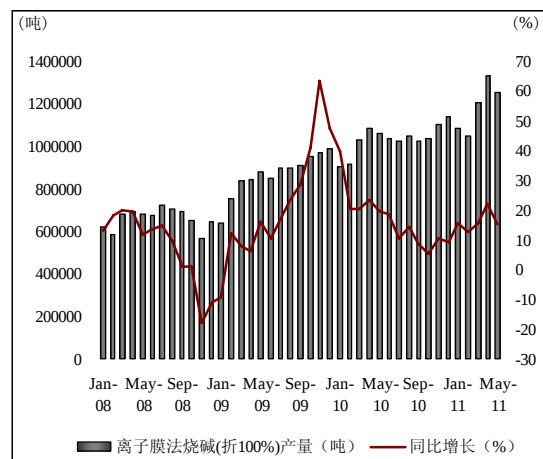


资料来源：中国氯碱工业协会

在当前环保要求严格、资源紧张条件下，发展离子膜烧碱已成为氯碱企业增强市场竞争力的重要措施。据不完全统计，目前中国离子膜烧碱企业总产能已超过 2000 万吨/年，年产能 20 万吨以上的离子膜烧碱企业约有 20 余家。2011 年 1~5 月，中国离子膜烧碱产

量（折 100%）为 590.02 万吨，较上年同期略有增长；5 月当月完成 124.89 万吨，同比增长 15.12%。

图 3 中国离子膜烧碱产量及增长率



资料来源：WIND 资讯

2007 年 11 月，国家发改委发布了《氯碱（聚氯乙烯、烧碱）行业准入条件》（下称“准入条件”），从氯碱产业布局、生产规模、工艺与装备的先进性等方面，提出了准入的硬指标。要求东部地区原则上不允许新建电石法氯碱装置；要求新建、改扩建烧碱及 PVC 项目规模不能低于 30 万吨/年；规定了现有和新建氯碱项目的能耗和资源消耗限额。总体看，准入条件的出台将大力推动中国氯碱工业向中西部地区迁移，并靠近电石、原盐等原料产地；同时也将促进氯碱行业的优胜劣汰，推动产业集中度的提高。

2010 年 10 月 13 日，工业和信息化部发布《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》，提出将对汞法烧碱、石墨阳极隔膜法烧碱、未采用节能措施（扩张阳极、改性隔膜等）的普通金属阳极隔膜法烧碱生产装置；电石渣采用堆存处理的 5 万吨/年以下的电石法聚氯乙烯生产装置；开放式电石炉；单台炉变压器容量小于 12500 千伏安的电石炉等加速淘汰，以此推进全行业节能减排工作的进行。清洁生产与环境保护工作也将有可能成为未来政策发展的主要趋势之一。

图 4 中国烧碱价格指数变动



资料来源：WIND 资讯

由于受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，中国烧碱产品价格 2008 年以来呈现下降趋势。为完成“十一五”规划中节能减排的任务，各地政府从 2010 年 8 月起开始施行限电政策。由于基础化工耗电量大，因此受限电政策影响最为显著。2010 年 10 月以来，由于产量增速的持续下滑以及库存的大幅消耗，基础化工产品价格呈现了一个普涨的局面。烧碱价格也由 2010 年 10 月的 1300 元/吨变动为 2011 年 5 月的 3000 元/吨以上。但是由于限电减产所导致的价格暴涨是以降低企业开工率为代价，并没有提升盈利能力，只有少数自备电厂且能够保持开工率的企业可以从中获益。从长期趋势来看，唯有整合上下游产业链后具备成本优势的企业拥有高于行业的毛利水平。

总体来看，中国氯碱行业仍处于持续增长时期，尽管未来将会面临产能过剩和原料价格上涨的双重压力，但由于产品用途非常广泛，目前国内仍有较大的成长空间。联合资信认为，拥有上游资源或规模优势的氯碱企业有能力规避经营风险，从而保证一定的利润空间。

2. 有机化工中间体

有机化工中间体既是基础原料的下游产品，又是精细化工产品的原料，具有品种繁多、单品种规模小、合成路线选择性广、合成技术进展迅速等特点。

20 世纪九十年代以来，基于世界高度发达的石油化工向深加工方向发展，以及高新技术的蓬勃兴起，世界精细化工产业得到前所未有的快速发展，其增长速度明显高于整个化学工业的发展速度。目前世界精细化学品品种已超过 10 万种。

随着中国基础化工和精细化学品工业的快速发展，有机化工中间体产业也取得了长足的进展：（1）装置规模不断扩大，硝基氯苯、二氯苯等众多产品的生产装置规模已处于世界前列；（2）在安全环保以及质量标准提高的环境下，有机中间体的合成技术进步速度明显加快；（3）原料供给充足，石油化工行业的迅速发展带动纯苯、甲苯、甲醇、乙酸、烧碱、纯碱等系列基础原料产能大幅扩张，改变了大量依靠进口的局面，有力保障了中间体的正常生产。

目前中国约有 5000 家精细化学品生产企业，其中约有 1500 家规模相对较大，其中又有约 60 家技术实力已达到世界领先水平；中国已成为全球有机中间体产品主要的生产国和供应国。

就总量而论，中国已成为世界上主要的精细化工产品生产国之一。相比有机中间体，精细化学品具有更高的技术含量和附加值，目前中国精细化工行业发展相对与有机中间体有一定差距，大部分中间体产品用于出口，许多产品在国际市场上已占有相当份额，有的甚至占有举足轻重的地位。

在有机中间体行业快速发展的同时，仍然存在一些主要问题：（1）部分关键合成技术仍然没有突破，一些中间体质量与国际先进水平存在较大差距，行业深度发展后劲不足；（2）中间体生产企业布局分散、普遍规模小、低水

平重复性建设多、供应产品种类少，行业结构有待调整；（3）有机化工中间体生产伴随大量污染，甚至是剧毒性污染，但生产企业普遍存在环保设施不完善，治理资金投入不足的状况，并导致环境污染严重。

2007 年 6 月 18 日，财政部和国家税务总局商国家发展改革委、商务部、海关总署发布了《财政部 国家税务总局关于调低部分商品出口退税率的通知》，规定自 2007 年 7 月 1 日起，调整部分商品的出口退税政策，有机中间体行业出口退税率由 13% 调整为 5%。2010 年 6 月 22 日，财政部和国家税务总局联合下发《关于取消部分商品出口退税的通知》，明确从 7 月 15 日开始，取消 406 个税号的产品出口退税，其中包括众多化工产品，涉及农药、磷化工、基础化工原料、塑料、橡胶等行业，进一步加重了企业出口成本和经营压力。

从未来发展看，“十二五”规划战略新兴产业提出，为相关有机中间体和精细化工企业提供了更为广阔的市场，未来发展空间广阔。

3. 农药行业

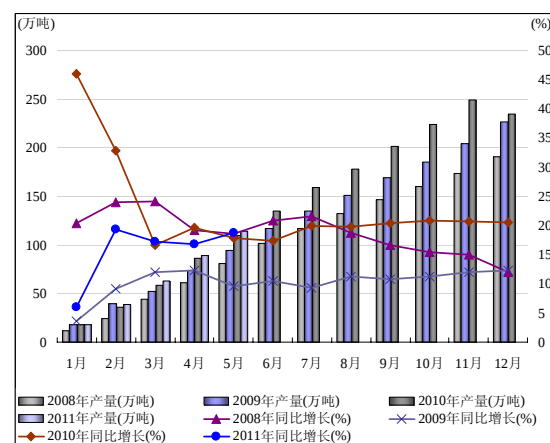
农药按照能否直接使用可以分为原药和制剂，原药是以石化产品为主要原料，通过化学合成技术得到，一般不可直接施用；在原药基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，可产出制剂产品。按照用途不同，农药可分为杀虫剂、杀菌剂和除草剂。

随着生产能力的国际转移，中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求，过剩产品主要出口。从产品结构来看，中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主，杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比，在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果，需求刚性突出。随着近年中国对农业的政策倾斜，农业种植积极性大幅提高，并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区，上述省份农药产量合计占中国农药总产量的

70% 以上。

2008 年，全国累计生产化学农药 190.24 万吨，同比增长 12%。2009 年，化学农药产量继续保持平稳增长，全年共生产 226.24 万吨，同比增长 12.32%。2010 年，化学农药产量增速放缓，全国化学农药产量 234.25 万吨，同比增长 3.99%。2011 年 1~5 月，全国化学农药产量 114.2 万吨，同比增长 18.8%。

图 5 中国化学农药产量走势图



资料来源：wind 资讯

中国现有农药企业 2600 余家，其中原药生产企业 600 余家，制剂生产企业近 2000 家，但制剂生产企业规模较小。根据中国石油化工有限公司统计数据，2010 年销售收入排名前 20 位的农药企业中，大部分是原药生产企业。目前，中国大部分的农药原药产品仍为仿制品，主要依靠生产国外专利保护过期产品，自创品种数量不足 10%，原药生产企业尽管规模相对较大，但原创性方面缺乏竞争力，且由于近年国内产能过剩压力，利润空间受到挤压。

从盈利情况来看，目前农药行业利润正呈现从原药向制剂和销售渠道转移的态势。以草甘膦除草剂为例，中国企业以原药形式出口，价格低廉，而一些世界级农药企业通过销售不同浓度的制剂、稀释助剂和施药器材往往能够获得几倍甚至几十倍的收入或毛利，中国农药企业的盈利能力仍处于低水平。

总体看，得益于巨大的市场容量和稳定的消费需求，中国农药产业有望保持稳定的增长

趋势。但受单体生产规模偏小、科研实力薄弱、行业产能过剩等不利因素的影响，产业结构性矛盾突出，未来将面临全行业洗牌的可能。

三、基础素质分析

1. 企业规模及竞争力

公司主要产品为农药、氯碱、基础化工、精细化工等，已经建成了覆盖全国和亚、非、欧、南北美等地区的销售网路，是集生产、科研、设计、制造、安装、商贸、服务等多种经营于一体、多角度发展的国有大型综合性化工企业。其控股的上市公司扬农化工是国内规模最大的新型仿生农药——拟除虫菊酯生产基地。

截至 2011 年 3 月底，公司拥有年产 13 万吨氯化苯和 7 万吨二氯苯的生产能力，规模居世界首位；硝基氯苯产能 10 万吨/年，产品规模全国第三，控制技术领先；环氧氯丙烷产能 8 万吨/年，国内第二，拥有国内独一无二的甘油法清洁生产工艺路线，是国内唯一具备加工贸易条件的公司；三氯杀螨醇产能 2500 吨/年，是国内唯一产品质量符合 FAO（国际粮农组织）标准的生产企业；双氧水产能 10 万吨/年，江苏地区最大；烧碱产能 30 万吨/年，技术水平国内领先。

农药及菊酯产品方面，公司拥有年产杂环类农药 2500 吨三氯杀螨醇和 700 吨吡虫啉的生产能力；草甘膦 30000 吨、菊酯系列产品 8000 吨的生产能力。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，核心技术已与国际先进水平接近，产品应用涵盖农用、卫生两个领域，形成了三大系列、30 多个品种的产品群，其中卫生菊酯全球销量排名第二，国内市场占有率高达 70%。

公司是全国农药生产骨干企业，全国化工 100 强企业，国家火炬计划高新技术企业，江苏省成长型企业，在全国化工系统中享有较高

声誉。2008 年 6 月，中国品牌研究院公布第二届中国行业标志性品牌名单，本次共评出 288 个中国行业标志性品牌，“扬农”品牌榜上有名。2010 年，在中国化工企业管理协会发布的“全国化工企业 500 强”排名中，公司由第 424 位上升至第 125 位。“扬农”品牌被先后评为中国名牌产品、中国驰名商标。

2. 技术水平

公司作为国家农药生产骨干企业，拥有稳定的研发团队，设有独立的研究所，并设有农药行业首家国家级博士后科研工作站。同时，公司重视与科研机构的合作，已与中科院、清华、复旦、南大、沈阳化工研究所等 20 多家国家著名机构建立了紧密的技术交流关系，与国内知名的化工设计院合作成立了集团工程设计院，并建立 CAD 中心，把先进的技术成果应用到工业化规模生产中，实现了新产品开发与产业化开发的无缝对接。

目前，公司已拥有各类工程技术人员 820 人，集团研究所 80% 以上的研发项目是产学研相结合的成果，具有从实验室研究到中试放大、产业化开发直至工业化全流程的技术与人才优势，发行人先后承担了 5 项国家科技攻关项目、3 项国家级和 5 项省级火炬计划项目等科研项目。

3. 产业链及循环经济

经过 50 多年的发展，公司拥有基础化工和农药两大系列 30 多种产品，各系列产品有着密切的内在联系，形成了综合资源优势。

公司产品从电解食盐水开始，产生的氢气合成双氧水、苯胺、环己烷、对氨基苯酚众多加氢产品，产生的氯气合成盐酸、液氯、氯化苯、二氯苯、三氯杀螨醇、硝基氯苯、环氧氯丙烷、吡虫啉、拟除虫菊酯等众多化工、农药产品，产生的烧碱既为产品，又是众多其他产品的原料，整个公司氯碱原料得到充分利用，形成了较好的循环经济和综合比较资源优势。

丰富、完善的产品链、产品树建设提升了公司的综合竞争力和抗市场风险能力，在相关行业细分中具有举足轻重的地位，产品质量在下游客户和消费者中有着良好的口碑。

4. 人员素质

截至 2011 年 3 月底，公司高级管理人员 6 人，大部分具有高级职称和大学以上学历，均具有在公司长期工作的经历。

公司党委书记、董事长兼总经理程晓曦先生，51 岁，研究生学历，高级工程师；1982 年至 1998 年历任公司（前身）技术员；三车间副主任、主任；生产科科长；农药厂副厂长兼任生产部主任；1998 年 5 月起先后任公司常务副总经理、总经理、党委书记、副董事长；2008 年 9 月起任金茂集团董事长、总经理、党委书记；江苏扬农化工集团公司董事长、总经理、党委书记。

截至 2011 年 3 月底，公司合并口径员工总数 4277 人。按学历划分，大专及以上学历 1800 人，高中及中专 1650 人，初中及以下 827 人；按年龄划分，50 岁以上 320 人，30 至 50 岁 1943 人，30 岁以下 2014 人；按职称划分，初级职称 942 人，中级职称 286 人，高级职称 70 人。

总体上，公司高级管理人员整体素质较好，具有长期的行业从业经验和管理经验；员工结构合理，可以满足生产经营需要。

四、管理分析

公司按照《公司法》要求建立了股东会、董事会、总经理、监事会等相互制衡的法人治理结构，明确了相应的权责，并制定了相应机构的议事规则和议事程序。

公司董事会是生产经营的决策机构，董事由股东会选举产生，职工董事由职工代表大会选举产生，董事长是公司的法定代表人；目前公司董事会 9 人（含职工董事 1 人），设董事长 1 人。公司日常经营管理由总经理负责，总

经理由董事会聘任或解聘；目前公司经理层 6 人，其中总经理 1 人、副总经理 3 人、副总经理兼总工程师 1 人和总会计师 1 人。公司监事会成员 4 人，监事会列席董事会会议，对股东会负责。

作为经营历史超过 50 年的企业，公司拥有完备的内部控制制度。

公司依其对所属控股子公司的出资，依照子公司章程委派相关代表参与管理与监督，并根据相关议程对下属子公司管理人员进行任免，以维护合法权益。

公司财务部门发挥投资管理、融资管理、资金结算、会计核算和财务预测等职能，严格落实财务相关规定；除扬农化工及所属企业外，公司对集团本部及其他所属企业的资金进行统一组织、协调、融通和调配，以提高使用效率、节约资金成本。

公司不断完善体系文件，规范管理要求，注重管理的有效性，巩固提高质量管理的运行水平。通过修订原料验收标准、完善检测手段、强化质监检查，保证了原辅材料准入、流程中控和产品出厂的受控，不断实施质量改进，保证了产品质量的达标与提高。

公司成立了以总经理为主任、各部门主要负责人为成员的安全生产委员会，建立了公司、分厂、工段三级安全管理网络，专门负责安全工作。公司制定有全面的安全生产规章制度和应急预案，并通过定期开展安全检查，加强危险源监控，加大安全投入等措施以防范安全事故的发生。

总体上，公司管理体制健全，各部门能各行其权、各负其责，安全环保等管理理念被员工广泛接受，管理制度运行良好。

五、经营分析

2009 年 8 月以来，随着宏观经济的逐步转好，国内化工行业呈现恢复性增长趋势，2010 年公司实现主营业务收入 47.32 亿元，较 2009

年增长26.64%；2011年1季度，公司实现主营业务收入14.26亿元。

从毛利率水平看，受益于公司积极延伸产业链，依据市场情况及时提高优势、高毛利产品占比，公司主导产品毛利率大幅提升（由

2008年的6.54%提升至2010年的17.14%），一定程度上抵消其他产品毛利下滑带来的不利影响，2010年公司毛利率大幅提升至19.02%。2011年1~3月，公司毛利率17.89%。整体看，公司主营业务盈利能力较好。

表1 2008~2011年1季度公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元/%）

行业	产品类别	2008 年			2009 年		
		主营业务收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	主营业务收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
农药行业	农药产品	20102.32	3.96	31.47	10764.65	2.88	37.99
	菊酯产品	116655.52	23.00	19.44	95624.47	25.59	26.07
	除草剂	82502.49	16.26	17.66	49445.82	13.23	18.95
基础化工行业	无机产品	50983.96	10.05	22.61	45268.82	12.11	17.59
	有机产品	233106.84	45.95	6.54	163522.40	43.76	13.08
其他	其他产品	3921.74	0.77	11.68	9041.80	2.42	21.76
合计	合计	507272.87	100.00	13.96	373667.90	100.00	18.66
行业	产品类别	2010 年			2011 年 1 季度		
		主营业务收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）	主营业务收入（万元）	占比（%）	毛利率（%）
农药行业	农药产品	18145.41	3.83	29.94	8147.17	5.71	22.59
	菊酯产品	100083.88	21.15	23.18	28727.86	20.15	23.31
	除草剂	49962.66	10.56	7.55	15738.49	11.04	7.53
基础化工行业	无机产品	49200.54	10.40	28.70	15261.98	10.70	28.75
	有机产品	250189.11	52.87	17.14	72360.88	50.74	15.14
其他	其他	5618.22	1.19	10.61	2368.65	1.66	18.81
合计	合计	473199.83	100.00	19.02	142605.04	100.00	17.89

资料来源：公司提供

1. 原料供应

公司生产所需原材料及能源主要集中于盐、纯苯、硝酸和煤等产品。

公司所需原料基本上都属于大宗商品，市场供应充足。公司对主要原料的采购比较注重与大企业的合作，实际运作中也坚持厂家直供的采购方式，因此公司的原料供应比较稳定，可以保障生产的正常运行。

	采购总价	50403.99	54226.35	24442.25
硝酸	采购数量	41404.00	39550.00	10874.00
	采购均价	1608.00	1792.00	1658.00
	采购总价	6657.76	7087.36	1802.91
煤	采购数量	841022.00	849155.00	269198.00
	采购均价	525.00	641.00	626.00
	采购总价	44153.66	54430.84	16851.79
合计		107097.76	121848.52	44554.78

资料来源：公司提供

表2 2009年-2011年1季度原材料采购情况表

（单位：吨、元/吨、万元）

原料	采购状况	2009 年	2010 年	11 年 1-3 月
盐	采购数量	332336.00	316268.00	49586.00
	采购均价	177.00	193.00	294.00
	采购总价	5882.35	6103.97	1457.83
苯	采购数量	127864.00	90302.00	38516.00
	采购均价	3942.00	6005.00	6346.00

由于坚持厂家直供，减少了中间环节，采购成本有一定优势；另外，这种采购方式导致公司主要原料的供应商集中度相对较高；其中，盐产品主要来源于中国盐业集团和江苏盐业集团所属企业，纯苯主要来源于中石化和中石油所属企业，煤主要来源于兖州煤业和神华集团。

表 3 2009 年-2011 年 1 季度主要原材料供应商
(单位:吨)

主要原材料	主要供应商	2009 年	2010 年	2011 年 1-3 月
纯苯	神华蒙西华瑞化工有限公司	5893.00	7828.00	648.00
	中石油天然气兰州石化分公司	6664.00	6949.00	4049.00
	上海宝钢化工有限公司	3983.00	8043.00	1149.00
硝酸	安徽华尔泰化工股份有限公司	10984.00	15553.00	4525.00
	安徽淮化股份有限公司	17514.00	16320.00	3224.00
煤	兖州煤业股份有限公司	346501.00	132651.00	19058.00
	神华蒙西煤化有限公司	252208.00	353788.00	199795.00
盐 (包括卤水)	江苏井神盐化股份有限公司	11655.00	33007.00	8895.00
	中盐金坛盐化有限责任公司	45314.00	210772.00	39968.00
	江苏省苏盐连锁有限公司扬州分公司	35865.00	24476.00	40.00

资料来源: 公司提供

公司扬州本部厂区与码头仅一墙之隔,水路具有明显的运输成本优势;同时,公司拥有铁路专用线,可以保障原料运输的及时性;近年公司在西部采购原料量呈上升趋势,公司铁路专用线所带来的成本节约和保障能力更加突出。

总体上,公司原料运输便利,所需原料多为大宗商品,供应保障正常。但近年部分原料价格上涨明显,原料价格波动的加大及频繁性,给公司生产成本控制带来一定困难。

2. 产品生产

公司主要生产实体位于扬州市,包括 4 个直属分厂和 1 家控股子公司(扬农化工)。随

着城市的发展,公司位置越来越处于城市中心区,生产扩张受到明显的制约。为保证公司的持续发展,公司将部分新投产装置安排在仪征化学园,成立了江苏瑞祥化工有限公司(以下称“瑞祥化工”)和仪征瑞达化工有限公司(以下称“瑞达化工”)。由此,公司生产实体包括 4 个分厂和 3 家子公司,分布在公司本部和仪征化学园两个地址。

表 4 公司经营实体分布

生产企业	主要产品
氯碱分厂	烧碱、盐酸、氯气、二氯苯
农药分厂	三氯杀螨醇、吡虫啉
双氧水分厂	双氧水
对邻硝分厂	对硝基氯苯、邻硝基氯苯
扬农化工	农用菊酯、卫生菊酯、除草剂
瑞祥化工	环氧氯丙烷、氯化苯
瑞达化工	物流、农药加工

资料来源: 公司提供

无机产品

公司主要生产工艺以电解食盐水开始,生成烧碱、氢气和氯气。烧碱可以作为最终产品直接销售,也可作为其他产品的原料进行下一步化学处理;氢气和氯气则全部作为原料进入下一道生产工序。目前烧碱总产能为 30 万吨/年,其中离子膜烧碱 12 万吨。离子膜烧碱生产低能耗、无污染,其节约能源、清洁生产具有无比的优越性,是全球推广的先进的烧碱生产技术。日常经营中,公司主要侧重于氯碱技术的改进,以降低生产成本,比如通过控制使离子交换膜的使用寿命达到 5 年,远高于同行三年的平均寿命;通过改进,公司氯碱装置的能耗指标均达到行业前列。

近年烧碱生产装置处于连续满负荷生产状态,2010 年产销量分别为 24.79 万吨和 21.91 万吨。

表 5 公司 2008 年-2011 年 1 季度无机产品产销情况表

无机产品		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度
双氧水	产能 (吨)	100000.00	100000.00	100000.00	100000.00
	产量 (吨)	101240.00	100000.00	100141.00	24873.00
	销量 (吨)	96616.00	101650.00	92334.00	22508.00
	平均价格 (含税) (元/吨)	985.00	650.00	911.00	818.00
	销售额 (万元)	9517.00	6607.00	8412.00	1843.00
30%烧碱	产能 (吨)	170000.00	170000.00	180000.00	180000.00
	产量 (吨)	168244.00	176837.00	184212.00	45635.00
	销量 (吨)	151715.00	159714.00	157459.00	31534.00
	平均价格 (含税) (元/吨)	1931.00	1469.00	1419.00	1887.00
	销售额 (万元)	29296.00	23462.00	22352.00	5949.00
32%离子膜碱	产能 (吨)	60000.00	60000.00	60000.00	120000.00
	产量 (吨)	62600.00	64031.00	63733.00	30973.00
	销量 (吨)	54760.00	66282.00	61608.00	25044.00
	平均价格 (含税) (元/吨)	1899.00	1450.00	1460.00	1906.00
	销售额 (万元)	10399.00	9611.00	8998.00	4775.00

资料来源：公司提供

有机产品

公司生产烧碱过程中产生的氯气主要用来合成盐酸、氯化苯等产品，并以氯化苯为基础生产出二氯苯、硝基氯苯等产品。氯化苯是以氯气和苯为主要原料，在催化剂作用下，经高温条件反应生成；并通过后续的分装置分离出二氯苯（对二氯苯、邻二氯苯、间二氯苯）等产品。硝基氯苯（对硝基氯化苯、邻硝基氯化苯、间硝基氯化苯）是以氯化苯、硝酸等为原料，通过硝化、分离、结晶等工序加工而成。

在主要产品中，公司具有年产 13 万吨氯化苯、7 万吨二氯苯、10 万吨硝基氯苯的生产能力，其中氯化苯和二氯苯的产能居世界第一，硝基氯苯的产能居全国第三。

公司在生产过程中不断引进或自创新技术，其中苯的除水技术、环式氯化技术和精馏技术、脱氯化氢技术，保障了氯化苯生产的安全稳定、提升了产品质量、实现了物料回收、解决了长期困扰氯化苯行业中酸、碱性废水处理的难题；在硝基氯苯生产中定向硝化技术、以精馏—结晶技术为主的间硝基氯苯回收系统

的应用，使硝基氯苯的质量达到国际先进标准、并提升了硝基氯苯的产品回收率，降低了原料消耗。通过上述技术的应用，公司生产过程中的消耗水平处于行业最低水平，相关技术申请了发明专利、并获得了省级科技进步奖。目前，公司已成为国际氯化苯、二氯苯市场上举足轻重的产品供应商，硝基氯苯产品在国内市场的占有率为 30%。

2006 年公司开发了年产 6 万吨环氧氯丙烷生产装置，是世界上唯一的采用甘油法生产环氧氯丙烷的装置，经过技术改造，产能已增至 8 万吨，居全国第二。环氧氯丙烷是以甘油和氯化氢为主要原料，生产中间体二氯丙醇，再以烧碱皂化而成。相比于传统的氯醇法，公司的甘油法生产工艺甘油原料容易获取，前段生产工艺中的烧碱产品可以作为原料、副产品氯化氢通过解吸也可以直接使用，生产环氧氯丙烷过程中产生的废水可以作为烧碱生产原料，实现了循环利用，具有明显的经济效益。2010 年公司环氧氯丙烷产销量为 5.50 万吨和 5.54 万吨，销量较 2009 年技改时明显恢复。

表 6 公司 2008 年-2011 年 1 季度有机产品产销情况表

有机产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度
氯化苯	产能（吨）	130000.00	130000.00	130000.00
	产量（吨）	96305.00	49264.00	89465.00
	销量（吨）	18949.00	8223.00	14370.00
	平均价格（含税）（元/吨）	6609.00	4975.00	6731.00
	销售额（万元）	12523.00	4091.00	9673.00
对二氯苯	产能（吨）	33000.00	33000.00	53000.00
	产量（吨）	39259.00	33171.00	44080.00
	销量（吨）	10720.00	4779.00	41856.00
	平均价格（含税）（元/吨）	8725.00	8451.00	7347.00
	销售额（万元）	9353.00	4039.00	30750.00
邻二氯苯	产能（吨）	17000.00	17000.00	17000.00
	产量（吨）	10718.00	12039.00	14276.00
	销量（吨）	9750.00	12008.00	14045.00
	平均价格（含税）（元/吨）	6962.00	7229.00	9267.00
	销售额（万元）	6788.00	8681.00	13016.00
对硝基氯苯	产能（吨）	60000.00	60000.00	60000.00
	产量（吨）	60180.00	57966.00	62103.00
	销量（吨）	60648.00	54660.00	55519.00
	平均价格（含税）（元/吨）	3887.00	4078.00	5766.00
	销售额（万元）	23573.00	22290.00	32011.00
邻硝基氯苯	产能（吨）	40000.00	40000.00	40000.00
	产量（吨）	41136.00	38659.00	43047.00
	销量（吨）	39661.00	32851.00	44726.00
	平均价格（含税）（元/吨）	10951.00	5856.00	6427.00
	销售额（万元）	43433.00	19238.00	28747.00
环氧氯丙烷	产能（吨）	60000.00	60000.00	80000.00
	产量（吨）	31965.00	44750.00	54960.00
	销量（吨）	21521.00	7913.00	55421.00
	平均价格（含税）（元/吨）	8212.00	8690.00	12497.00
	销售额（万元）	17673.00	6876.00	69260.00

资料来源：公司提供

杂环农药

公司的杂环农药以三氯杀螨醇、吡虫啉为主要产品。三氯杀螨醇以氯化苯、三氯乙醛为原料，包括缩合、碱解、氯化、水解、提纯等工序生产而成；吡虫啉以吗啉、丙醛为原料，经过烯胺胺、戊酯、吡啶酮、一氯、二氯合成等工序得到主要中间体二氯，再进一步合成得到吡虫啉原药。

公司三氯杀螨醇生产在工艺上开发了 DDE

合成技术和先进的双组分微分逆流萃取提纯技术，在设备上采用了新型的震动萃取塔和萃取分离机，极大地提高了产品品质，原药含量提高到 95% 以上，杂质含量在 1% 以下。

吡虫啉是世界公认的生产放心蔬菜的主要农药品种，农业部推荐发展的新农药品种。公司吡虫啉生产是中国唯一采用吗啉—丙醛路线的企业，相比于其他企业的环戊二烯路线，该工艺具有总收率高、三废少、安全性好等特点；

同时，公司攻克了一次合成 98%吡虫啉生产技术，产品质量得到德国拜尔公司的认可，成为其在中国的合格供应商。

随着国家对剧毒农药的禁用，新型高效、低毒、低残留的环保绿色农药得以推广，为顺应这一趋势，公司通过与高校和研究所的合作，并坚持技术引进与自主创新相结合，利用中间体二氯开发了新型高效杀虫剂啉虫脒；利用吡虫啉生产的副产物，攻克了吡啶环的定向氯、甲基氟化等难点，实现了重要中间体氯代三氟

甲基吡啶的产业化。

截至 2011 年 3 月底，公司拥有 2500 吨三氯杀螨醇和 700 吨吡虫啉的生产能力。中国是世界上最大的吡虫啉供应商，2010 年的生产能力超过 25000 吨，但产能过剩的趋势已经非常明显，大部分生产企业的开工率都不到 50%。2009~2010 年，公司吡虫啉产品价格有明显的下降，开工率较低；2011 年 1 季度，吡虫啉产品价格略有回升。

表 7 公司 2008 年-2011 年 1 季度杂环农药产销情况表

产 品		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-3 月
三氯杀螨醇	产能（吨）	1800.00	1800.00	2500.00	2500.00
	产量（吨）	1064.00	1866.00	2358.00	794.00
	销量（吨）	2155.00	2005.00	2362.00	289.00
	平均价格（含税）（元/吨）	13269.00	13781.00	13928.00	13964.00
	销售额（万元）	2859.00	2763.00	3290.00	404.00
吡虫啉	产能（吨）	700.00	700.00	700.00	700.00
	产量（吨）	601.00	420.00	348.00	157.00
	销量（吨）	475.00	283.00	409.00	197.00
	平均价格（含税）（元/吨）	153000.00	92000.00	92000.00	101000.00
	销售额（万元）	727.00	2604.00	3770.00	1985.00

资料来源：公司提供

菊酯、除草剂

扬农化工是中国唯一以拟除虫菊酯仿生农药为主导产品的上市公司，中国主要的农药出口企业；扬农化工同时也是草甘膦除草剂主要生产企业之一。

扬农化工拥有中国规模最大、配套最全的菊酯产业链，核心技术接近国际先进水平，产品应用于农用、卫生两个领域，其中国内卫生杀虫剂市场占有率达到 70%，总销量处于全球第二位。扬农化工拥有年产 3300 吨农用菊酯类产品、1350 吨卫生用菊酯类产品的生产能力。2010 年扬农化工农用和卫生用菊酯产品分别实现销售收入 5.09 亿元和 4.41 亿元，分别较 2009 年增长 31.66%和下降 20.07%。

除草剂具体包括草甘膦和麦草畏，公司年产能分别为 30000 吨和 250 吨。草甘膦业务是扬农化工另一项主要业务，目前产品主要用于出口，公司已与需求方达成了 3~5 年的销售长单，未来此项业务运营有一定的稳定性。全球耐草甘膦转基因作物种植面积的不扩大使草甘膦需求大幅增长，但产能的扩张带来激烈的竞争，行业利润趋于平均化，特别是 2008 年第四季度金融危机的爆发导致草甘膦价格由最高点的近 10 万元/吨下跌至 8000 元/吨，目前仍维持在 2.5 万元/吨的相对低位。2011 年，受出口退税取消和国内产能过剩影响，预计草甘膦产品产销形势依然较为严峻。

表 8 公司 2008 年-2011 年 1 季度菊酯、除草剂产销情况表

产 品		2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1-3 月
菊酯类杀虫剂	产能（吨）	6500.00	6500.00	8000.00	8000.00
	产量（吨）	5705.00	3900.00	6865.00	1999.00
	销量（吨）	5406.00	2850.00	6089.00	1620.89
	平均价格（含税）（元/吨）	215788.98	335524.46	164368.34	177235.10
	销售额（万元）	116655.52	95624.47	100083.88	28727.86
除草剂（草甘膦）	产能（吨）	11000.00	15000.00	30000.00	30000.00
	产量（吨）	10197.00	13950.00	19779.63	6138.20
	销量（吨）	10197.00	13950.00	19741.00	5847.70
	平均价格（含税）（元/吨）	8091.00	35445.00	25300.00	25500.00
	销售额（万元）	82502.00	49446.00	49962.66	14918.29

资料来源：公司提供

总体上，公司主要生产规模大，产品系列齐全，技术水平高。2010 年，随市场需求回暖，公司化工产品产量出现恢复性增长，但受农药行业行情仍较低迷影响，公司部分农药类产品产能利用率仍不高。整体看，公司生产状况平稳，运行良好。

3. 产品销售

公司的销售模式主要有三种：直销、代理销售、直销和代理销售组合的方式。

从国内销售看，化工产品方面，环氧氯丙烷、对二氯苯、对氯基苯酚等产品主要采用直接面向客户的销售方式；双氧水、农药、拟除虫菊酯等产品主要采用代理的方式销售；烧碱、液氯、盐酸、硝基氯苯、氯化苯、苯胺等大宗化工原料采用直销和代理相结合的方式销售。农药产品方面，公司主要采取代理销售，销售区域覆盖了除西藏、台湾以外的所有省份。公司根据农产区的集散程度将全国区域划分了十多个片区，并在每个片区设置 3~5 个区域代理商，以此推进产品的销售。

从出口销售看，公司二氯苯、硝基氯苯、环氧氯丙烷、拟除虫菊酯、草甘膦等产品，大多具有专用性，国外市场需求量大，公司此类产品的相当部分用于出口，其销售市场涉及南亚、中东、欧洲、南美洲、南非等十多个国家和地区。目前公司已是中国二氯苯、硝基氯苯

等产品的最大出口企业之一，2010 年扬农化工的菊酯和草甘膦等产品的出口额达到 8.54 亿元，同比上升 16.41%。

总体上，公司针对不同的产品性质采取了不同的销售模式和市场划分，销售渠道畅通；但另一方面，公司有部分产品用于出口，汇率的变化对公司利润有一定影响。

4. 安全环保

近年公司通过落实安全生产责任制、加强安全生产教育培训、定期组织安全检查、加强重大危险源安全监控、制定事故应急预案、加大安全手段等措施，有效保证了生产的安全运行。通过各种学习，全体员工形成了共识，安全责任意识不断增强，“所有的事故都是可以防止的”、“所有安全操作隐患都是可以控制的”等安全理念深入人心。2008 年公司被扬州市安委会授予“安全生产先进单位”、“五星”级安全生产单位等称号。

环境保护方面，公司通过了环境管理体系认证和职业安全健康管理体系认证。目前公司拥有四套生化处理装置，总处理能力接近 4 万吨/天；公司废水经生化处理达标后排入城市污水处理厂。公司是全国千家节能企业之一，每年均与扬州市政府签订节能目标责任书，2008~2010 年每年均通过国家发改委组织的节能审计，根据主要产品节能量计算，公司实际

节能量是江苏省、扬州市政府下达的节能目标的 1.22 倍。

总体上，公司高度重视安全环保工作，通过学习，公司全体员工已广泛接受安全环保理念并应用实际工作中，近年公司安全环保工作取得了明显效果。但另一方面，作为化工企业，特别是部分产品有着较强的毒性，公司天然地存在着安全环保压力；另外，公司扬州本部厂区毗邻扬州市郊，公司的安全环保压力随之增加。

5. 经营效率

2008~2010 年公司资产总额、所有者权益年均复合增长率分别为 18.55%和 29.58%，利润总额年均复合增长率为 32.56%，增长质量较好。

2008~2010 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数均呈现逐年下降的趋势，2010 年二者值分别为 5.83 次、6.39 次；2008~2010 年，公司总资产周转次数呈波动下降的趋势，三年平均值为 0.82 次，2010 年为 0.77 次。

总体看，公司整体经营效率尚可。

6. 未来发展

从长期战略看，公司未来将以产业规划和产业政策为导向，发展新的核心技术和产品树。公司将选择科技含量高、资源消耗低、经济效益好、环境污染少的产品，不断提高企业自主创新能力，继续推进现有产品的提质降耗、综合利用新技术、新设备，做精做强氯碱系列、农药系列产品，重点突破橡胶助剂系列、合成材料系列产品，关注新能源、新光源系列新产品的开发。到“十二五”末，公司将形成以氯碱及清洁化为基础，有机中间体系列，杀虫剂、除草剂和杀菌剂品种齐全的高效新农药及精细化工系列、新材料系列、和新能源系列三大板块的产品结构。

从项目规划看，公司离子膜烧碱项目和对氨基苯酚项目分别于 2011 年 3 月和 6 月完工投

产。截至 2011 年 6 月底，公司尚无其他重大投资项目规划，预计未来债务负担将有所下降。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2008~2010 年报表已经江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司审计，均具有标准无保留意见的审计结论；公司 2011 年 3 月报表未经审计。

公司报表按《企业会计准则(2006)》编制，；从公司财务报表合并范围看，2009 年、2009 年公司合并范围未发生变化。截至 2010 年底，纳入公司合并报表范围的子公司合计 7 家，其中较 2009 年新增了控股子公司宁夏瑞泰科技股份有限公司。总体看，公司合并范围变化对公司整体经营影响较小，三年数据具有较强的可比性。

截至 2010 年底，公司合并资产总额 69.30 亿元，所有者权益 26.52 亿元（其中少数股东权益 11.69 亿元）；2010 年，公司实现营业收入 49.63 亿元，利润总额 4.20 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额 74.60 亿元，所有者权益 27.31 亿元（其中少数股东权益 11.98 亿元）；2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.25 亿元，利润总额 0.87 亿元。

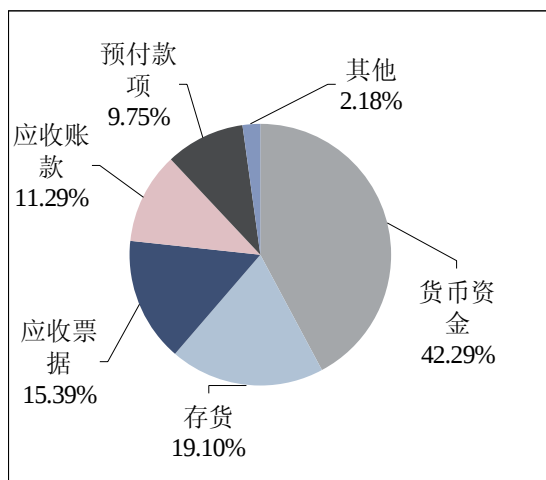
2. 资产质量

2008~2010 年，随着公司经营规模的逐步扩大，公司资产总额实现较快增长，年均增长率 18.55%，2010 年底资产规模达到 69.40 亿元；从资产构成情况看，2008~2010 年公司流动资产比重逐年上升。截至 2010 年底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 57.30%和 42.70%。

流动资产分析

2008~2010 年公司流动资产总额快速增长，年均增长率 38.76%，2010 年底为 39.71 亿元。从 2010 年公司流动资产构成情况看，主要以货币资金、存货、应收票据和应收账款为主。

图6 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2008~2010年，公司货币资金快速增长，三年平均增长率达42.15%。其中2009年底公司货币资金15.86亿元，同比增长90.84%，主要是银行借款增长以及扬农化工非公开增发股票募集的资金所致。截至2010年底，公司货币资金规模达到16.79亿元，主要由银行存款（占比84.63%）和其他货币资金（占比15.43%）构成。其中，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金（占比82.56%）和外汇贷款质押保证金（占比11.63%）。

2008~2010年，公司存货增长较快，年均增长24.99%，截至2010年底，公司存货账面余额为7.62亿元，其中以原材料（占比67.45%）、在产品（占比14.83）和产成品（占比14.44%）为主。公司对产成品计提了0.04亿元的跌价准备，计提比例为3.64%。

2008~2010年，随着营业收入规模的扩大，公司应收票据快速增长，年均增长率50.71%。截至2010年底，公司应收票据6.11亿元，全部为银行承兑汇票；应收票据同比增长54.79%，主要是下游客户增加以银行承兑汇票方式结算销售货款所致。

2008~2010年，公司应收账款快速增长，年均增长率为53.48%，趋势与应收票据基本一致。其中2009年公司应收账款同比增长31.05%，主要是2009年市场行情低迷，销售回

款质量下降带来的应收账款增长所致；2010年公司应收账款同比增长80.17%，主要是随着营业收入增加应收账款金额相应加大，且部分客户货款未到付款期所致；2010年，公司应收账款账面余额4.85亿元，账龄在1年以内的占97.77%，1-2年的占0.85%，2-3年的占0.43%，3-4年的占0.38%，4-5年的占0.18%、5年以上的占0.39%，公司应收账款账龄较短，且公司分别按6.75%、18.57%、35.00%、45.15%、97.81%和100.00%的比例提取了坏账准备总计0.37亿元。总体看坏账计提较充分。应收账款前5名主要为与公司关联的公司及下游客户，账龄均在1年以内，前5名合计占应收账款总额比例为49.03%，集中度较高，但考虑到公司货款回笼及时，客户实力、信誉度和实际经营状况均较好，发生坏账的可能性较小，应收账款收回有一定保障。

表9 2010年公司应收账款前五名主要债务人明细

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	所占比例
江苏扬农锦湖化工有限公司	1.56	32.20
新加坡MSR公司	0.25	5.21
MCW-阿甘	0.25	5.17
上海祥源有限公司	0.17	3.60
北京颖新泰康国际贸易有限公司	0.14	2.86
合计	2.38	49.03

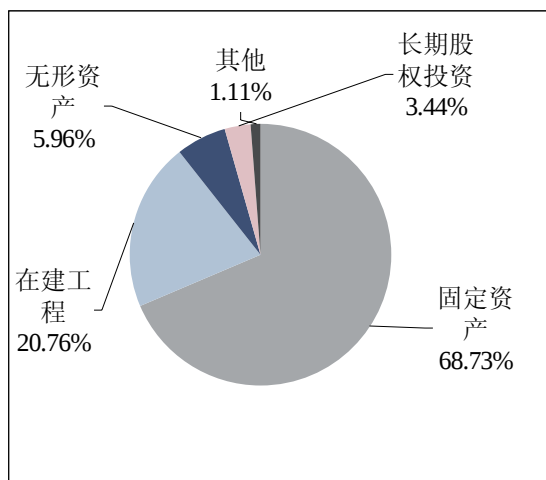
资料来源：公司审计报告附注

2008~2010年，公司预付款项快速增长，年均增长率47.71%。截至2010年底，公司预付款项3.87亿元，同比增长94.58%，主要是受行业回暖的影响，公司对未来销售大幅增长有良好的预期，故加大了原材料储备导致购进原材料款增加所致。

非流动资产分析

2008~2010年，公司非流动资产保持相对稳定。截至2010年底，公司非流动资产合计29.59亿元，主要由固定资产和在建工程构成。

图7 2010年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2008~2010年，公司固定资产波动中有所增长，年均增长率5.96%。截至2010年底，公司固定资产原值37.64亿元；固定资产主要由专用设备（占67.96%）、房屋及建筑物（占23.22%）及通用设备（占6.62%）组成。截至2010年底，公司固定资产累计折旧17.30亿元。

2008~2010年，公司在建工程波动中有所下降，年均降幅为13.22%。截至2010年底，公司在建工程6.14亿元，同比增长7.80%，主要是本年新增有宁夏瑞泰农药工程、离子膜烧碱项目、对氨基苯酚项目所致。

截至2011年3月底，公司资产总额74.60亿元，较2010年底增长7.64%；公司资产结构中流动资产占比59.83%，较2010年底上升了2.53个百分点，资产构成较2010年底变动不大。从流动资产内部构成看，货币资金所占比重有所上升，应收票据、应收账款所占比重略有下降，短期资金的流动性较好。从变动较大的会计科目看，公司其他应收款比2010年底增长111.74%，主要是公司增加扬州福源化工科技有限公司往来货款4380万元以及江苏扬农化工集团有限公司工会委员会代垫持股会预分配红利1130万元所致。

总体上，公司流动资产占比逐年上升，资产流动性较好；资产结构合理，符合生产型企业的特点，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2008~2010年，公司所有者权益增长较快，年均增长率29.58%，主要是2009年扬农化工股份增发导致所有者权益的大幅增长所致。截至2010年底，公司所有者权益合计为26.52亿元，其中少数股东权益为11.69亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本、资本公积分别占比8.77%和21.59%，未分配利润占比62.28%；所有者权益稳定性较差。

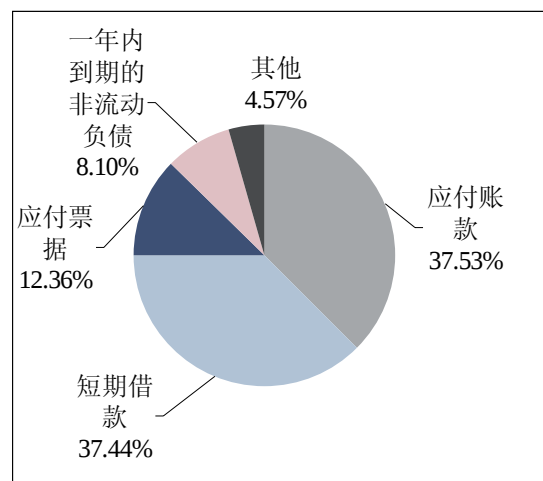
截至2011年3月底，公司所有者权益27.31亿元，较2010年底增长3.00%，增长主要来自为分配利润的小幅增加，所有者权益构成保持相对稳定。

负债

2008~2010年，公司负债稳定增长，年均复合增长率为12.98%。截至2010年底，公司负债合计42.79亿元，同比增长17.35%，主要是流动负债增加所致；从负债构成看，流动负债占97.37%，非流动负债占2.63%，公司负债以流动负债为主。

2008~2010年，公司流动负债稳定增长，年均增长率14.29%。截至2010年底，公司流动负债为41.66亿元，以应付账款（占比37.53%）、短期借款（占比37.44%）和应付票据（占比12.36%）为主。

图8 2010年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

2008~2010 年，公司短期借款稳定增长，年均增长率 4.19%。截至 2010 年底，公司短期借款 15.60 亿元，同比增长 2.64%。

2008~2010 年，公司应付账款不断增长，三年平均增长率为 14.05%。2010 年底，公司应付账款 15.64 亿元，同比增长 19.85%，主要是随着公司原材料采购增加，公司结算期内应付供货企业原材料款相应增长所致。从应付账款账龄看，1 年以内的应付账款占比 98.17%，1-2 年的占比 0.47%，应付账款的账龄较为合理。

2008~2010 年，公司应付票据规模不断增长，年均增长率 18.26%。截至 2010 年底，公司应付票据 5.15 亿元，同比增长 7.42%，应付票据全部为向供货商开具的银行承兑汇票。

2008~2010 年，公司一年内到期的非流动负债规模增长，年均增幅 310.78%。截至 2010 年底，公司一年内到期的非流动负债 3.37 亿元，同比增长 574.95%，主要是公司于本年度发行 3 亿元短期融资券所致。

2008~2010 年，公司非流动负债波动下降，年均降幅为 16.84%，主要是长期借款逐步偿还所致。截至 2010 年底，公司非流动负债 1.12 亿元，其中其他非流动负债 0.75 亿元，占比 67.00%，专项应付款 0.26 元，占比 23.15%，长期借款 0.10 亿元，占比 8.90%。

2008~2010 年，公司其他非流动负债不断增长，年均增长率 17.38%。截至 2010 年底，公司其他非流动负债 0.75 亿元，同比增长 14.25%，主要是本期新增 CTC 消费淘汰项目负债所致。

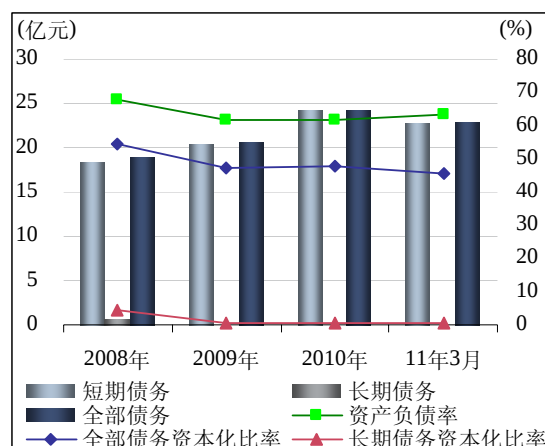
2008~2010 年，公司专项应付款逐年下降，年均降幅 16.90%。截至 2010 年底，公司专项应付款 0.26 亿元，同比下降 5.86%，专项应付款主要为国债专项基建拨款贴息（吡虫啉）、氟胺脲及氯代三氟甲基吡啶项目贴息和 2000 吨拟除虫菊酯基地项目贴息。

2008~2010 年，公司长期借款快速下降，年均降幅为 62.24%，主要是公司积极调整债务期限结构以及长期借款到期偿还所致。截至

2010 年底，公司其长期借款 0.10 亿元，同比增长 14.25%，主要是本期新增 CTC 消费淘汰项目负债所致。

2008~2010 年，公司全部债务逐年增长，三年平均增长率 13.05%。截至 2010 年底，公司全部债务 24.22 亿元，其中短期债务占 99.59%，长期债务占 0.42%，公司债务结构不合理。

图 9 2008~2011 年 3 月公司债务负担情况



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

由于公司总体负债规模增长幅度小于资产及所有者权益涨幅，2008~2010 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率均呈现波动下降的趋势，二者三年平均值分别为 62.93% 和 49.03%，2010 年分别为 61.74% 和 47.74%；2008~2010 年，由于公司长期债务规模逐年快速下降，故公司长期债务资本化比率亦呈现逐年快速下降的趋势，三年平均值为 1.17%，2010 年其值为 0.38%。

截至 2011 年 3 月底，公司负债合计 47.28 亿元，较 2010 年底增长 10.51%，主要是流动负债增长所致。从负债结构方面看，流动负债占负债总额的比重为 97.66%，较 2010 年底上升了 0.29 个百分点；债务负担方面，公司资产负债率 63.38%，较 2010 年底增长 1.64 个百分点，长期债务资本化比率以及全部债务资本化比率分别为 0.36% 和 45.53%，二者较 2010 年底均略有下降。从变动较大的会计科目看，公司

应付票据较 2010 年底增加 33.06%，主要是公司加大了对原材料采购通过银行承兑汇票方式的结算；其他流动负债为 6.32 亿元，主要是 2010 年 6 月发行的“10 扬农 CP01”和 2011 年 3 月发行的“11 扬农 CP01”。

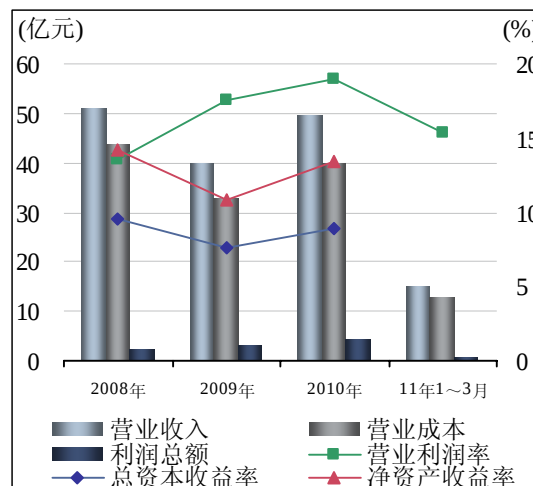
总体上，公司债务负担波动下降，目前债务水平适宜，但短期债务占比过高，债务结构不合理。

4. 盈利能力

2008~2010 年，公司营业收入有所波动。其中 2009 年，公司实现营业收入 40.04 亿元，同比下降 21.37%，主要是受金融危机的影响，企业主要产品销售规模在一定程度上缩小所致；2010 年全年，公司实现营业收入 49.63 亿元，同比增长 23.95%，基本达到 2008 年的收入水平，主要是随着国内经济环境逐步回暖，化工市场需求回升，公司销售规模扩大所致。公司营业成本亦呈现逐年波动下降的趋势，年均降幅为 4.42%，其降幅大于营业收入的降幅。公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）整体规模一般，2008~2010 年，期间费用合计占营业收入比重波动中有所上升，2010 年底该指标为 10.35%。从 2010 年期间费用构成情况看，管理费用占比 60.12%、销售费用占比 21.01%。公司营业外收入主要来自政府补助和固定资产处置，但非经常性损益整体对公司利润总额的影响较小。2008~2010 年，公司利润总额实现快速增长，年均增长率 32.56%。受金融危机影响，2008 年下半年开始公司盈利能力显著下降：一方面，2008 年下半年尤其是 10-12 月，原材料价格大幅下跌，原材料存货账面价值缩水，公司对原材料存货计提了大量跌价准备；另一方面，2008 年四季度公司主要产品的国内外市场需求急速下滑，且价格下跌幅度接近 70%，产品价格下降和原材料账面价值下降导致公司利润严重缩水；2009 年，随着化工行业逐步回暖，公司实现利润总额 2.94 亿元，同比增长 23.01%；2010 年，伴随化工行业景气度

的持续提升，公司延续了 2009 年的增势，全年共实现利润总额 4.20 亿元，同比增长 42.95%。

图 10 2008~2011 年 3 月公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报表，联合资信整理

从盈利指标来看，2008~2010 年，公司营业利润率逐年稳步上升，三年平均值为 17.48%，2010 年底该值为 19.01%；2008~2010 年，公司总资本收益率及净资产收益率小幅波动，二者三年平均值分别为 8.65%和 12.81%，2010 年底分别为 8.92%和 13.40%。

2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 15.25 亿元，占 2010 年全年营业收入的比重为 30.73%；实现利润总额 0.87 亿元，占 2010 年全年利润总额的比重为 20.71%，主要是原材料价格上涨带动营业成本上升以及企业管理人员工资增加所致。2011 年 1~3 月，公司营业利润率 15.32%，较 2010 年有所下降。

总体上，公司营业收入受行业制约和市场行情影响有所波动，但由于对成本控制较好，公司利润总额实现稳定增长；公司整体盈利能力较稳定。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动资产增长幅度大于流动负债的增幅，因此 2008~2010 年，公司流动比率、速动比率均呈现逐年上升的趋势，二者三年平均值分别为 86.26%和

69.93%，2010 年分别为 95.31%和 77.11%。2011 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 96.65%和 83.85%，较 2010 年底有不同程度的上升。受经营活动现金流量净额逐年减少的影响，2008~2010 年公司经营现金流动负债比相应逐年下降，三年平均值为 16.96%，2010 年底该值为 10.37%。总体看，公司短期偿债能力逐年增强。

从长期偿债能力指标看，2008~2010 年，公司 EBITDA 逐年稳定增长，年均增长率 19.69%，2010 年该值为 8.73 亿元。同时，EBITDA 利息保护倍数也呈现逐年增长的态势，三年均值为 8.18 倍，2010 年底为 8.96 倍，EBITDA 对利息保护程度较好。2008 年~2010 年，公司全部债务/EBITDA 呈逐年下降的态势，三年平均值为 2.88 倍，2010 年底为 2.78 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较好。总体看，公司的长期偿债能力较好。

截至 2010 年底，公司对外担保总额 1.23 亿元，担保比例为 4.64%。被担保方为扬州化工产业园公共管廊有限公司以及扬州福源化工科技有限公司，目前被担保方经营状况正常。

截至 2011 年 3 月底，公司共获得银行授信 42.29 亿元，其中未使用额度 20.41 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，拥有直接融资渠道。

七、综合评价

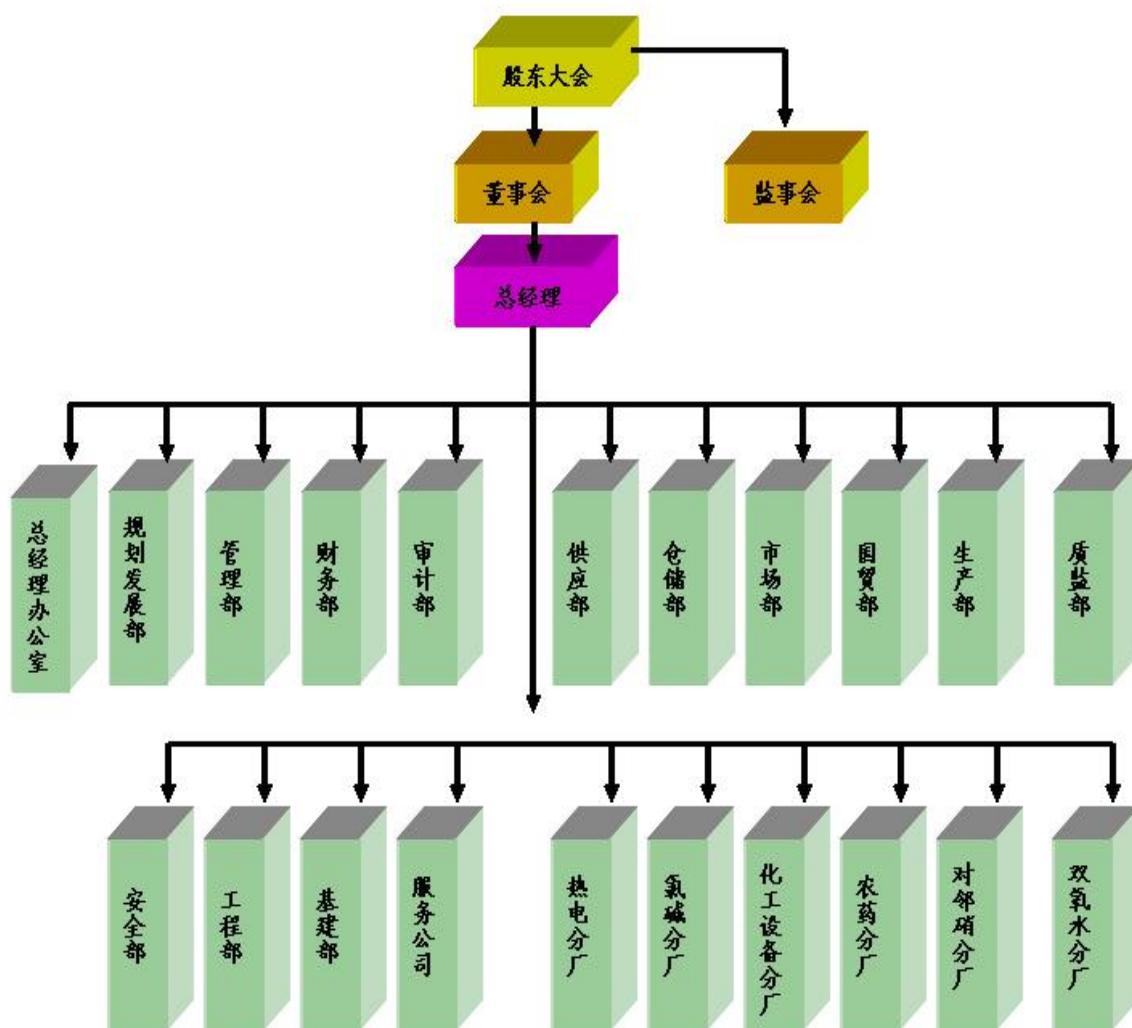
随着宏观经济的向好，中国化工行业呈现恢复性增长趋势，氯碱、农药等产品价格均有所上涨，但产能过剩趋势明显，未来将面临全行业整合的可能。

公司是中国大型综合性化工企业，产品种类多、工艺技术先进，实现了循环经济。随着公司业务规模不断扩大，主要化工产品市场占有率高。目前公司资产结构合理、债务负担适宜、盈利能力稳定，整体偿债能力较强。考虑到公司完整的产业链、明显的产品竞争力，预

计公司未来仍将保持较好的发展前景。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：					
货币资金	83111.86	158608.04	167937.77	42.15	209253.71
交易性金融资产	0.00	840.70	944.77		934.77
应收票据	26903.27	39477.59	61107.82	50.71	73901.85
应收账款	19033.05	24885.23	44834.58	53.48	57482.78
预付款项	17748.81	19902.17	38726.51	47.71	29314.84
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	10888.41	9924.89	7697.73	-15.92	16298.91
存货	48553.54	49373.56	75851.29	24.99	59098.17
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
流动资产合计	206238.93	303012.17	397100.47	38.76	446285.02
非流动资产：					
可供出售金融资产	59.85	309.79	612.80	219.99	612.80
持有至到期投资	18.50	18.50	18.50	0.00	18.50
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	10698.65	9592.81	10194.67	-2.38	10294.40
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	181164.59	206997.94	203398.89	5.96	195987.36
在建工程	81584.15	56998.33	61442.70	-13.22	72718.29
工程物资	109.56	212.31	728.72	157.90	374.10
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	12371.94	14327.38	17647.07	19.43	17537.46
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
合并价差	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	42.11		42.11
递延所得税资产	891.74	754.91	1862.76	44.53	2093.64
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	286898.98	289211.96	295948.22	1.56	299678.65
资产总计	493137.91	592224.13	693048.69	18.55	745963.66

附件 2-2 合并资产负债表（负债和权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：					
短期借款	143698.84	151975.33	155980.64	4.19	158813.61
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	36817.12	47935.89	51493.26	18.26	68518.87
应付账款	120227.89	130474.23	156379.00	14.05	154546.83
预收款项	17115.38	11541.85	8033.09	-31.49	8571.00
应付职工薪酬	4274.99	5382.27	5834.19	16.82	4419.38
应交税费	-11435.26	-6424.71	-693.89	-75.37	-1204.59
应付利息	225.31	209.97	787.11	86.91	913.61
应付股利	105.39	115.57	130.98	11.48	130.98
其他应付款	4933.14	6755.31	4942.95	0.10	3840.30
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	2000.00	5000.00	0.00	310.78	0.00
其他流动负债	992.83	1182.61	33747.70	-100.00	63189.23
流动负债合计	318955.62	354148.31	416635.03	14.29	461739.22
非流动负债：					
长期借款	7014.37	1014.37	1000.00	-62.24	1000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	3765.65	2762.47	2600.62	-16.90	2600.62
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	81.12	106.53		106.53
其他非流动负债	5461.84	6586.80	7525.28	17.38	7368.89
非流动负债合计	16241.86	10444.77	11232.42	-16.84	11076.03
负债合计	335197.48	364593.09	427867.45	12.98	472815.24
所有者权益：					
实收资本(或股本)	12987.74	12987.74	12987.74	0.00	12987.74
资本公积	17554.04	31334.25	31591.81	34.15	31591.81
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
专项储备	848.82	950.80	1286.87	23.13	1507.00
盈余公积	6858.20	7804.35	10099.70	21.35	10099.70
未分配利润	58678.50	68420.80	92268.00	25.40	97136.71
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司权益合计	96927.30	121497.95	148234.13	23.67	153322.96
少数股东权益	61013.12	106133.09	116947.12	38.45	119825.46
所有者权益合计	157940.42	227631.04	265181.24	29.58	273148.42
负债和所有者权益总计	493137.91	592224.13	693048.69	18.55	745963.66

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 月
一、营业收入	509180.31	400413.48	496311.87	-1.27	152547.65
减: 营业成本	438146.94	328350.66	400275.54	-4.42	128659.70
营业税金及附加	2375.49	1609.89	1698.02	-15.45	511.14
销售费用	11790.03	9980.19	10842.02	-4.10	1896.76
管理费用	22986.42	24124.04	30851.30	15.85	9128.66
财务费用	10597.52	8267.83	9668.59	-4.48	2459.36
资产减值损失	2739.75	19.96	6103.13	49.25	1081.95
加: 公允价值变动收益	0.00	280.28	-134.62		0.00
投资收益	628.89	-578.76	1400.62	49.24	102.22
其中: 对合营企业投资收益	1.20	-1055.84	601.86	2141.73	-1.43
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	21173.04	27762.43	38139.27	34.21	8912.30
加: 营业外收入	5259.70	2515.42	4929.82	-3.19	79.57
减: 营业外支出	2554.38	925.32	1109.37	-34.10	251.49
其中: 非流动资产处置损失	4.88	4613.30	4.70	-1.85	0.00
三、利润总额	23878.36	29352.53	41959.72	32.56	8740.38
减: 所得税费用	1361.13	4613.30	6431.37	117.37	1399.48
四、净利润	22517.23	24739.23	35528.35	25.61	7340.90
其中: 归属于母公司的净利润	10586.29	12311.91	27766.01	61.95	4868.71
少数股东损益	11930.94	12427.31	7762.34	-19.34	2472.19
被合并方合并前的净利润	0.00	0.00	0.00		0.00

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1~3 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	603730.71	427322.05	504907.17	-8.55	149949.14
收到的税费返还	1433.95	5657.95	7514.20	128.91	3149.86
收到其他与经营活动有关的现金	4091.39	6876.14	10883.00	63.09	12300.22
经营活动现金流入小计	609256.05	439856.14	523304.37	-7.32	165399.23
购买商品、接受劳务支付的现金	428982.33	311959.32	403920.40	-2.97	102480.77
支付给职工以及为职工支付的现金	19304.60	20268.15	22696.72	8.43	7686.60
支付的各项税费	31587.22	14376.13	22021.64	-16.50	6902.25
支付其他与经营活动有关的现金	30634.48	27329.49	31456.24	1.33	31970.58
经营活动现金流出小计	510508.63	373933.10	480095.00	-3.02	149040.20
经营活动产生的现金流量净额	98747.42	65923.04	43209.37	-33.85	16359.03
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	633.16	0.00	0.00	-100.00	10.00
取得投资收益收到的现金	625.49	477.99	798.75	13.00	2.50
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	156.12	83.63	3127.25	347.55	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流入小计	1414.77	561.62	3926.00	66.58	12.50
购建固定资产、无形资产等支付的现金	87953.30	32970.83	55125.02	-20.83	8028.59
投资支付的现金	599.78	563.42	238.69	-36.92	0.00
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	88553.09	33534.26	55363.70	-20.93	8028.59
投资活动产生的现金流量净额	-87138.31	-32972.63	-51437.70	-23.17	-8016.09
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	587.22	47457.00	4139.50	165.50	0.00
取得借款收到的现金	205429.22	210220.89	227371.08	5.21	77800.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		2244.00
筹资活动现金流入小计	206016.44	257677.89	231510.58	6.01	80044.00
偿还债务支付的现金	188035.10	204944.40	198180.58	2.66	44967.03
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	13866.75	11110.65	11311.77	-9.68	1940.42
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	7176.70		0.00
筹资活动现金流出小计	201901.85	216055.05	216669.06	3.59	46907.45
筹资活动产生的现金流量净额	4114.60	41622.83	14841.52	89.92	33136.55
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1051.90	-1175.76	-943.33	-5.30	-52.00
五、现金及现金等价物净增加额	14671.81	73397.49	5669.85	-37.84	41427.49
加: 期初现金及现金等价物余额	67021.92	81693.73	155091.22	52.12	163199.50
六、期末现金及现金等价物余额	81693.73	155091.22	160761.07	40.28	204626.99

附件 4-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	22517.23	24739.23	35528.35	25.61
加：资产减值准备	2739.75	19.96	6103.13	49.25
固定资产折旧及其他	26272.52	32666.97	35101.38	15.59
无形资产摊销	267.84	277.80	458.92	30.90
长期待摊费用摊销	0.00	0.00	0.00	
处置固定资产、无形资产等损失	-1667.53	-14.62	-191.39	-66.12
固定资产报废损失	4.88	133.43	141.62	438.71
公允价值变动损失	0.00	-280.28	134.62	
财务费用	10698.18	8722.28	9316.99	-6.68
投资损失	-628.89	578.76	-1400.62	49.24
递延所得税资产减少	-630.21	136.83	-1107.85	32.59
递延所得税负债增加	0.00	81.12	25.40	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	13485.51	-820.02	-26477.74	
经营性应收项目的减少	38479.18	-23056.48	-52019.19	
经营性应付项目的增加	-14123.04	22217.06	36639.87	
其他	1331.99	520.98	955.89	-15.29
经营活动产生的现金流量净额	98747.42	65923.04	43209.37	-33.85
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	81693.73	155091.22	160761.07	40.28
减：现金的期初余额	67021.92	81693.73	155091.22	52.12
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	14671.81	73397.49	5669.85	-37.84

附件 5 主要计算指标

项目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值	2011 年 3 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	7.94	7.26	5.83	6.68	--
存货周转次数(次)	7.72	6.71	6.39	6.75	--
总资产周转次数(次)	1.05	0.74	0.77	0.82	--
盈利能力					
营业利润率(%)	13.48	17.60	19.01	17.48	15.32
总资本收益率(%)	9.50	7.63	8.92	8.65	--
净资产收益率(%)	14.26	10.87	13.40	12.81	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	4.25	0.44	0.38	1.17	0.36
全部债务资本化比率(%)	54.55	47.50	47.74	49.03	45.53
资产负债率(%)	67.97	61.56	61.74	62.93	63.38
偿债能力					
流动比率(%)	64.66	85.56	95.31	86.26	96.65
速动比率(%)	49.44	71.62	77.11	69.93	83.85
经营现金流动负债比(%)	30.96	18.61	10.37	16.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.81	8.46	8.96	8.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.11	2.91	2.78	2.88	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.06	0.16	-0.03	0.04	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.11	3.95	-0.84	0.98	--

附件 6 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
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 7 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 江苏扬农化工集团有限公司 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）将在江苏扬农化工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，据以确认或调整主体长期信用等级。

如江苏扬农化工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，直至江苏扬农化工集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如江苏扬农化工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苏扬农化工集团有限公司、主管部门、交易机构等。

