

信用等级公告

联合[2012] 1148 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
二零一二年十二月二十四日



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:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2012 年 12 月 24 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
资产总额(亿元)	59.22	69.30	78.34	90.64
所有者权益(亿元)	22.76	26.52	31.98	42.84
长期债务(亿元)	0.10	0.10	0.00	0.75
全部债务(亿元)	20.59	24.22	30.11	26.17
营业收入(亿元)	40.04	49.63	59.56	46.45
利润总额(亿元)	2.94	4.20	4.75	3.79
EBITDA(亿元)	7.06	8.73	9.86	--
营业利润率(%)	17.60	19.01	18.58	21.13
净资产收益率(%)	10.87	13.40	12.74	--
资产负债率(%)	61.56	61.74	59.18	52.74
全部债务资本化比率(%)	47.50	47.74	48.49	37.92
流动比率(%)	85.56	95.31	108.12	126.65
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.78	3.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.46	8.96	7.05	--

注: 公司 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

祁志伟 祖宇

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、公司债务结构不合理、安全及环保压力较大等因素对公司经营及发展可能产生的负面影响。

2011 年及 2012 年,中化国际(控股)股份有限公司(以下简称“中化国际股份”)合计对公司注资 10.36 亿元,公司权益规模实现较快增长,债务负担有所下降;在巩固现有产品竞争力的同时,公司将向下游应用型精细化工和上游资源延伸,并加强与中化国际股份之间的融合。公司战略实施过程中得到股东在物流业务、下游客户渠道、资金获取以及研发创新和技术转化等多方面的支持,未来发展潜力大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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. 公司收入及利润规模逐年稳定增长,盈利能力有所提升。
4. 受益于中化国际股份的现金注资,公司权益规模实现较快增长,债务负担有所下降。

关注

1. 中国基础化工与农药行业产能过剩、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，债务结构有待改善。
3. 作为农药化工企业，公司面临一定的安全、环保压力；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。

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主体长期信用等级自 2012 年 12 月 24 日至 2013 年 12 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内江苏扬农化工集团有限公司的主体长期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 2012 年 9 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。

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 2012 年 9 月底，公司拥有 7 家全资或控股子公司、6 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 2011 年底，公司合并资产总额 78.34 亿元，所有者权益合计 31.98 亿元（其中少数股东权益 12.52 亿元）；2011 年，公司实现营业收入 59.56 亿元，利润总额 4.75 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 90.64 亿元，所有者权益合计 42.84 亿元（其中少数股东权益 13.21 亿元）；2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 46.45 亿元，利润总额 3.79 亿元。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年国内生产总值 471564 亿元，比上年增长 9.2%。其中，第一产业增加值 47712 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 220592 亿元，增长 10.6%；第三产业增加值 203260 亿元，增长 8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 10.1%，第二产业增加值比重为 46.8%，第三产业增加值比重为 43.1%。

2011 年，中国全社会固定资产投资 311022 亿元，比上年增长 23.6%，扣除价格因素，实际增长 15.9%。其中，固定资产投资（不含农

户) 301933亿元, 增长23.8%; 农户投资9089亿元, 增长15.3%。东部地区投资130319亿元, 比上年增长20.1%; 中部地区投资70783亿元, 增长27.5%; 西部地区投资71849亿元, 增长28.7%; 东北地区投资32687亿元, 增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据, 2012年1-9月GDP实现353480亿元, 同比增长7.7%。2012年1-9月份, 固定资产投资(不含农户) 256933亿元, 同比增长20.5%, 比1-8月份提高0.3个百分点, 而其中中央项目投资同比增长2.3%; 地方项目投资同比增长21.8%。1-9月, 全国房地产开发投资51046亿元, 同比增长15.4%, 较1-8月回落0.2个百分点。总的来看, 投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面, 2011年全年公共财政收入103740亿元, 比上年增长20639亿元, 增长24.8%; 其中税收收入89720亿元, 增加16510亿元, 增长22.6%。2011年, 中国财政政策主要措施包括: 重启价格调节基金, 加大对农业的财政补贴力度, 抑制物价上涨幅度; 支持自主创新和战略性新兴产业发展, 有序启动“十二五”规划重大项目建设, 促进产业结构优化升级; 继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策, 分步实施个人所得税制度改革, 促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上, 明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 根据形势变化适时适度预调微调, 以维持经济的稳定增长。2012年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计1.38万亿元, 同比增长19.8%; 用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计1.51万亿元。

货币政策方面, 2011年, 央行货币政策较为频繁, 年度内6次上调存款准备金率, 3次上

调存贷款基准利率。根据2011年第四季度《中国货币政策执行报告》, 2011年年末, 中国广义货币供应量M2余额为85.2万亿元, 同比增长13.6%, 增速比上年低6.1个百分点。人民币贷款余额同比增长15.8%, 增速比上年低4.1个百分点, 比年初增加7.47万亿元。2011年社会融资规模为12.83万亿元, 其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行, 12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为8.01%, 比年初上升1.82个百分点。2012年1~9月, 央行3次下调存款准备金率, 并于7月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率, 通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至2012年9月末, 广义货币供应量(M2)94.37万亿元, 同比增14.8%, 增速分别比上月末和上年同期上升1.3和1.8个百分点; 狭义货币供应量(M1) 28.68万亿元, 同比增长7.30%, 增速分别比上月末提高2.8个百分点。从信贷规模来看, 9月份人民币贷款余额6232亿元, 同比多增364亿元, 其中新增中长期贷款2868亿元, 较上月继续小幅反弹, 占总新增贷款的比重从上月的17%上升至20%, 信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面, 调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011年3月16日, 国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》; 2011年9月7日, 国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》; 2011年中央政府继续加强房地产调控, “国八条”、房产税试点改革先后落地, “限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级, 房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012年5月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》, 提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台, 对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业及区域经济概况

公司主要产品为农药和基础化工等，属于化工行业。

1. 氯碱等基础化学品行业

行业概况

用电解饱和 NaCl 溶液的方法来制取 NaOH、Cl₂ 和 H₂，并以它们为原料生产一系列化工产品的工业，称为氯碱工业。氯碱工业产品以聚氯乙烯（PVC）和烧碱（NaOH）为主。PVC 和烧碱都是重要的基础化工原料，其中 PVC 是世界五大通用塑料之一，全球需求量在五大通用塑料中列于聚丙烯、聚乙烯之后居第三位，在中国其消费量已经升至第一位；烧碱广泛应用于石油、化纤、医药、轻工、造纸、有色金属等多个行业，PVC 和烧碱都有较多的应用领域，市场需求比较广泛。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，中国氯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和第二大 PVC 生产国。

表 1 烧碱和 PVC 产能产量统计（万吨）

产品	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
烧碱 (折纯)	产能	2472	2793	3021	3412
	产量	1741	1891	2087	2466
PVC	产能	1581	1781	2043	2193
	产量	825	916	1130	1295

资料来源：百川资讯

2012 年 1~9 月，中国烧碱及 PVC 产量分别为 1959.90 万吨和 1002.50 万吨，同比分别小幅增长 4.10% 和 1.90%，但增速同比分别大幅下降 13.63 个百分点和 10.70 个百分点。

在产量稳定增长的同时，从烧碱行业集中度看，行业内中小企业偏多，行业集中度较低，产能小于 30 万吨的企业累计产能约占国内烧碱总产能的 50% 以上。

行业关注

从产能及行业发展特点看，烧碱方面，

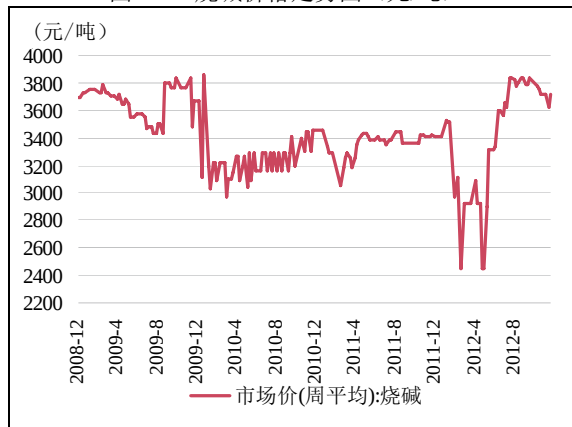
2011 年中国烧碱装置总产能达到 3412 万吨/年，同比继续大幅增长。由于受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，近年来烧碱产能利用率基本上都在 60% 以下徘徊。在烧碱产能快速增长的同时，烧碱行业呈现下列积极变化：（1）产品结构优化。烧碱生产主要以离子膜法和隔膜法为主，由于离子膜法生产具有能耗低、产品质量高、污染小等优点，中国烧碱离子膜法生产所占比重逐年提高。（2）产业集中度提高。烧碱企业生产规模不断扩大，在全国 180 家主要烧碱企业中，产能超过 20 万吨/年的已 40 余家，最大的单体生产企业产能已达到 80 万吨/年。（3）区域分布更加合理。烧碱新增产能越来越多的向资源丰富的内蒙古、新疆等地区转移，西部地区烧碱产能所占比重不断提高。

PVC 方面，近年来伴随着在中国 PVC 产能迅速扩张的同时，行业发展的一些问题也逐步浮出水面，一方面产能过剩、供大于求导致行业竞争激烈，引发行业开工率逐年降低，2011 年中国 PVC 产能为 2193 万吨/年，产量只有 1295 万吨，2012 年还有大量 PVC 产能将要上马，新增产能超过 800 万吨，预计到 2012 年年底，中国 PVC 产能将达到 3000 万吨/年；另一方面，国家节能减排政策的执行，PVC 作为高耗能、高污染行业首当其冲，原料、电价等成本持续走高，而在 PVC 产能严重过剩、供大于求的现状下，PVC 价格却很难得到提升，导致 PVC 行业盈利空间降低。

价格方面，由于受到产能过剩、产业内部激烈竞争等多重影响，中国烧碱产品价格自 2008 年以来呈现先抑后扬的趋势。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。2011 年烧碱市场整体处于平稳上涨的趋势，市场成交气氛活跃，国内外

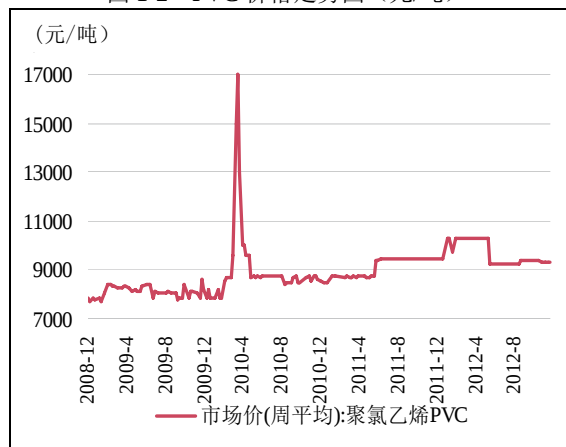
需求较好，年初因受春节过后生产企业装置负荷的提升，加上新增产能释放，市场货源供应充足，企业库存压力较大，液碱价格出现区域性的走跌，但进入3月以后受日本大地震影响，受成本推升和液碱出口旺盛带动，中国液碱价格触底反弹。同时，2011年提前进入电荒引起的限电政策导致氯碱企业开工率不足，而下游企业的需求一直稳步前行，使国内烧碱市场货源紧张也有利带动了烧碱市场的稳步上行，加之原盐价格及电价上调，有利支撑了烧碱市场价格的高位运行。随后的三季度因处在淡季及需求萎缩影响，价格曾有过下滑走势，但随四季度的到来，烧碱却又迎来了丰收。2012年上半年中国烧碱市场先抑后扬，其中一季度整体呈下滑走势，二季度受集中检修、整体开工率不足（6成左右）以及成本与需求的双重支撑影响，烧碱市场整体呈上行趋势。2012年三季度以来，以氧化铝为代表的下游企业经营欠佳，对烧碱的采购积极性下降；同时，江苏、湖北等地区新增烧碱产能释放对市场形成了较大冲击，中国烧碱价格整体上小幅下滑。

图 1-1 烧碱价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

图 1-2 PVC 价格走势图（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

行业政策及发展

政策方面，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。《产业结构调整指导目录（2011）》中规定，2015年年底要淘汰所有隔膜法烧碱生产装置。2010年隔膜法烧碱产能474万吨/年，2011年，中国有97.2万吨隔膜

碱装置被淘汰。退出速度依然较慢。

2011 年 7 月，氯碱行业“十二五规划”出台，政策将引导行业从以单纯规模扩张为目的的增长转变为以产业结构调整，提升行业增长质量的新阶段。规划在严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业整合、推进技术进入和自主创新、促进氯碱行业与石油化工、新型煤化工结合方面提出了政策建议措施。

总体来看，中国氯碱行业仍处于持续增长时期，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；同时行业整体行业集中度较低，致使下游议价能力较弱。尽管未来将会面临产能过剩和原料价格波动的双重压力，但由于产品用途非常广泛，中国氯碱行业仍处于持续增长时期。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

行业概况

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。

中国中间体行业自 20 世纪 70 年代开始起步，但自 20 世纪 90 年代开始，全球有机化工中间体生产与贸易中心逐步东移，逐步形成了以中国、印度为核心的有机化工中间体生产贸易区。

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。

行业关注

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。

行业政策及发展

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。2011 年 12 月 13 日，工信部制订并发布《石油和化学工业“十二五”发展规划》指出，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。

总体看，近年来中国有机中间体取得较快发展，但仍面临规模小、技术有待突破等亟待解决的问题；“十二五”规划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

行业概况

按生产方法与来源分，农药可分为化学农药和生物农药；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，一般不可直接使用；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。

从农药行业上下游产业链情况看，上游为石油化工行业，为农药生存提供原料；农药行业包括从中间体—农药原药—农药制剂的流程；下游应用领域主要为农林牧渔及卫生领域。

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。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。

近三年，中国农药原药产量逐年稳定增长（年均复合增长率 8.20%）。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；2009~2011 年，除草剂产量年均增长 20.01%，杀菌剂产量以相似的增速逐年下滑。

表 2 2009~2011 年中国化学农药原药（折有效成分 100%）产量情况

（单位：万吨）

项 目（万吨）	2009 年	2010 年	2011 年
农药原药	226.24	234.25	264.87
其中：			
杀虫剂	79.67	74.46	70.90
除草剂	81.59	105.40	117.50
杀菌剂	24.00	16.70	15.00

资料来源：Wind 资讯

2012 年前三季度，中国化学农药原药（折百）产量 256.40 万吨，同比增长 33.54%，增幅较 2011 年同期大幅增加 38.01 个百分点（2011 年 1~9 月，化学农药原药产量 192.00 万吨，同比下降 4.47 个百分点）。

农药行业受宏观经济影响相比周期性行业小，而主要与气候、耕作方式影响下发生的病虫害直接相关。

从盈利能力情况看，2011 年，中国农药制造企业实现收入 1945.27 亿元、实现利润总额 125.95 亿元，同比分别增长 29.67% 和 21.44%。

2012 年前三季度，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长（实现收入 1700.48 亿元，同比增长 21.81%；实现利润 102.66 亿元，同比大幅增长 29.43%），利润增幅高于收入增幅 7.62 个百分点，行业盈利能力有所提升。

吡虫啉

吡虫啉为杀虫剂的一种，可用于种子包衣、土壤处理、茎叶喷洒处理以及毒土、浸根等处理。适用于水稻、棉花、谷物、玉米、甜菜、马铃薯、蔬菜、柑橘、坚果等作物上的害虫防治。截至 2012 年 9 月底，中国吡虫啉产能超过 2.5 万吨/年，持有生产许可证的生产企业 23 家，2011 年产量约为 1.1 万吨，占全球总产量的三分之二。

从价格走势情况看，2009 年受经济危机效益以及吡虫啉在水稻应用上害虫抗性越来越明显的双重影响，其价格出现暴跌，最低价格一度回落至 8 万/吨，基本徘徊于成本线附近；2010 年因出现冰冻灾害（虫子发生小年）、以德国药物和化学品巨头拜耳公司为首的国际吡虫啉企业纷纷去库存，再加上中国国内产能严重过剩，吡虫啉价格持续低位徘徊；2011 年起，受益于国内开工率不足、拜耳等国际吡虫啉企业补库存以及巴西和印度的登记证重新梳理，国内吡虫啉原药价格逐步走出低谷，并呈现波动上升的态势。2012 年 4 月后吡虫啉价格稳定在 14~15 万元/吨，根据百川资讯资料，

截至 2012 年 11 月 29 日，江苏 95%吡虫啉原粉主流价格约为 15 万元/吨。

菊酯

菊酯类杀虫剂作为第三代杀虫剂，具有速效、高效、低毒、低残留，对作物安全等特点。

根据百川资讯的数据显示，2009 前三季度农用氯氰菊酯（江苏扬农）价格从 12 万元/吨的价格逐步跌至 8 万元/吨的低位，并长期在 8~10 万元/吨的区间震荡；2011 年 3 月后，农用菊酯价格震荡上行并稳定在 10~12 万元/吨的区间。截至 2012 年 11 月 26 日其价格为 11 万元/吨。

草甘膦

草甘膦是一种高效、低毒、广谱非选择性除草剂。作为全球第一大农药品种，草甘膦下游主要用于耐草甘膦的转基因作物、非耕地除草园地以及免耕作物种植区等。

从供求关系和行业集中度情况看，在经历了 2008~2011 年的深度去产能后，国内的供求结构由产能严重过剩恢复到基本平衡的状态。根据百川资讯的统计，2011 年中国开工的草甘膦企业总产能 49.70 万吨，其中前四大生产企业（浙江金帆达生化股份有限公司（以下简称“金帆达”）、浙江新安化工集团股份有限公司（以下简称“新安股份”）、福华化工有限责任公司（以下简称“福华化工”）和南通江山农药化工股份有限公司（以下简称“江山股份”）产能占比达 62.37%，行业集中度较高，大型企业对下游的议价能力有所增强。

表 3 截至 2011 年底中国主要草甘膦企业产能
(单位: 万吨/年)

序号	企业名称	产能
1	金帆达	9.00
2	新安股份	8.00
3	福华化工	7.00
4	江山股份	7.00
合计		31.00

资料来源：公司提供

从草甘膦价格情况看，根据百川资讯的统

计，因草甘膦国内产能长期严重过剩，2009 年至 2011 年底国内草甘膦价格在 2 万元~2.50 万元/吨的区间内震荡；2012 年上半年因行业供求关系改善、草甘膦成本上升¹以及氯甲烷需求降低限制了甘氨酸法草甘膦产量的增加，国内草甘膦价格快速上升，并于 2012 年 9 月到达 3.6 万元/吨的高位。截至 2012 年 11 月 29 日，草甘膦价格为 3.4 万元/吨。

行业关注

产业集中度低，企业规模较小

中国现有农药原药生产企业 500 余家，布局分散，规模较小，至今尚无具有国际竞争力的龙头企业，前 10 家农药企业销售收入占全行业的比例仅为 21.90%，销售额 5000 万元以下的原药生产企业约占 50%。

科技创新能力弱，技术装备水平低

目前，中国大部分的农药原药产品仍以仿制为主，绝大多数农药企业研发投入占收入的比重不到 1%，新产品开发后劲不足；只有少数企业在个别产品生产实现了连续化、自动化，大多数企业仍然采用工艺参数集中显示、就地或手动遥控。

绿色环保产品少，高度高残留农药仍未淘汰

目前，适合中国国情和农业生产方式的绿色环保农药品种发展缓慢，高度高残留农药品种仍占一定比例。

环境资源问题突出，废弃物缺乏有效处置

目前，中国农药原药生产未反应的原料和副产品回购绿地，废水含盐高、难降解有机污染物浓度高，一些特殊污染因子缺乏有效的处理手段；大部分原药生产企业不具备有效处理特殊污染物的能力。

行业政策及发展

2012 年 2 月 3 日，工信部发布了《农药工业“十二五”发展规划》。根据规划，未来农

¹ 2012 年起，草甘膦有效成分含量低于 30%的水剂将不再获准生产，因此必须对生产过程中产生的废料母液进行处理，从而增加了生产成本。

药行业将大力调整产业结构（提高产业集中度、优化产业布局、调整产品结构、加快技术改造和淘汰落后产能），提高科技创新能力（包括加大重要农药总筒体和专用助剂的开发），同时加大环保力度。

总体看，农药行业受宏观经济影响相比周期性行业小，2011年以来主要农药品种价格震荡上行；2012年前三季度，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长，行业盈利能力有所提升。农药企业目前正面临单体生产规模偏小、科研实力薄弱、行业集中度低等不利因素的影响；农药行业十二五规划将使优质企业面临良好的发展机遇。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。

4. 区域经济概况

公司主要生产基地及销售市场集中在江苏省内及周边区域。

根据《江苏省 2011 年国民经济和社会发展统计公报》，2011 年江苏省实现生产总值 48604.30 亿元，同比增长 11.00%，其中第二产业增加值 25023.80 亿元，同比增长 11.70%。

工业方面，2011 年江苏省规模以上工业增加值同比增长 13.80%；实现利润总额 6850.40 亿元，同比增长 24.30%。

2011 年，江苏省生产化学纤维 1123.80 万吨，同比增长 10.50%，产纱 411.20 万吨，同比增长 0.70%，产布 67.70 亿米，同比增长 6.60%。

固定资产投资方面，2011 年，江苏省固定资产投资 26299.40 亿元，同比增长 21.50%。

总体看，2011 年江苏省经济继续保持平稳较快增长，为公司经营发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权关系

2011 年及 2012 年，经中化国际股份增资扩股和公司工会所持股权转让后，截至 2012 年 9 月底，公司注册资本 1.69 元，股东分别为江苏金茂（持股 40.59%）、中化国际股份（持股 40.53%）以及周其钧等 45 名自然人（持股 18.88%）。公司实际控制人为江苏金茂，最终实际控制人为扬州市国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司主要产品为农药和基础化工等，形成了两大系列、30 多个品种的产品群，已经建成了覆盖全国和亚、非、欧、南北美等地区的销售网络，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 2012 年 9 月底，公司拥有年产 13 万吨氯化苯和 10 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（其中离子膜烧碱 14 万吨/年），生产技术水平国内领先。

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，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；2011 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 125 位上升至第 100 位。“扬农”品牌被先后评为中国名牌产品、中国驰名商标。

总体看，公司产品涵盖农药、氯碱、基础以及精细化工领域，种类齐全，农药菊酯及部分基础化工、精细化工产能具有较为明显的规模优势；公司产品质量良好、品牌知名度较高，市场竞争力较强。

3. 人员素质

截至 2012 年 9 月底，公司高级管理人员 10 人，大部分具有高级职称和大学以上学历，均具有在公司、或中化国际股份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，52 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 2012 年 9 月底，公司合并口径员工总数 4652 人。按学历划分，大专及以上 2254 人，占 48.45%；高中及中专 1620 人，占 34.82%；初中及以下 778 人，占 16.73%；按年龄划分，50 岁以上 263 人，仅占 5.67%；30 至 50 岁、30 岁以下分别为 1973 人和 2416 人，分别占 42.40%和 51.93%；按职称划分，初级、中级及高级职称分别占 71.53%、23.61%和 4.86%。

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。

4. 技术研发水平

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。

截至 2012 年 9 月底，公司已拥有各类工程技术人员 661 人，集团研究所 40%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。近三年，公司共完成 54 项小试、中试课题研究，承担了 2 项国家 863 计划、1 项国家重点新品项目和 1 项国家级、1 项省级火炬计划项目。截至 2012 年 9 月底，公司已拥有 17 项专利，并全部为发明专利。

总体看，公司产学研成果转化水平较高，技术研发实力较强。

5. 安全生产与环境保护

公司制定了《易燃易爆区、有毒有害区作业安全规程》、《紧急事故应急处理预案》等一系列安全生产规定，从制度层面保障公司生产的安全。公司实行安全生产领导负责制，各级行政第一领导对本部门安全生产负全面和第一责任。分管安全生产工作的各级领导对本单位安全生产负直接领导责任。

2010 年，公司被认定为安全标准化二级企业、省安全生产诚信企业；2011 年，公司被扬州市安委会授予“安全生产先进单位”称号。

2012 年 8 月 14 日 19 时 45 分左右，公司农药分厂一工段发生火灾。火灾发生后公司迅速启动应急预案进行处置并及时报警，事故未

造成人员伤亡。同时,经市环保部门现场检测,未造成环境污染。经扬州市公安消防支队火灾事故认定书(扬公消火认定【2012】第 0002 号)确认,此次事故的起火原因为雷击(自然不可抗力)所导致。

为避免类似因自然原因导致安全事故的再次发生,公司及时对类似安全隐患进行排查,对相应的避雷设备进行加高、加固处理。

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。公司废水、废气经生化装置处理后均达标排放;废渣处理全程跟踪,最终通过处理厂焚烧或填埋。

2011 年 3 月,公司子公司江苏优士化学有限公司(以下简称“优士化学”)收到仪征市人民政府限期治理决定书,要求优士公司针对废气超标排放问题实施停产整治,并于 6 月 30 日前完成治理工作。优士化学公司及时向仪征市政府、扬州市政府进行了汇报,获得了解,公司在保持正常生产的同时,启动废气专项治理方案。公司已于 2011 年 9 月 9 日在指定媒体作了澄清公告,该事项未对公司生产经营活动造成重大影响。

近年公司安全环保工作取得了一定成效。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;同时,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。另外,公司在环保信息披露方面仍有改善的空间。

6. 产业链及循环经济

经过 50 多年的发展,公司拥有农药、基础化工两大系列 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。

总体看,公司产业链完整,实现了循环经济,并可依据市场情况在一定程度上调节产品结构。

7. 股东支持

从权益规模及负债水平看,2011 年及 2012 年,中化国际股份对公司注资 10.36 亿元,公司权益规模实现较快增长,债务负担有所下降。

公司未来在巩固现有产品竞争力的同时,将向下游应用型精细化工和上游资源延伸,并加强与中化国际股份之间的融合。预计公司战略实施过程中将得到股东在物流业务、下游客户渠道、资金获取以及研发创新和技术转化等多方面的支持,公司未来发展潜力大。

从管理制度和管理效率层面看,作为央企旗下的上市公司,中化国际股份的进驻有助于公司管理机制的改进和优化,并有利于管理效率的提升。

五、管理分析

1. 法人治理结构

在完成增资扩股和股权转让后,公司重新修改了《公司章程》。公司按照《公司法》、《公司章程》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。

公司股东会由全体股东组成,是公司的权力机构;公司董事会是生产经营的决策机构,董事会由 9 人组成,其中江苏金茂提名 4 人,中化国际股份提名 4 人,职工代表董事 1 名(周德林,公司党委副书记、纪委书记)。公司董

事会设董事长 1 名，由江苏金茂提名的董事担任。公司日常经营管理由总经理负责，公司设总经理 1 名，由中化国际股份推荐，并由董事会聘任或解聘。目前公司经理层 10 人，其中总经理 1 人、副总经理 8 人、副总经理兼总工程师 1 人。公司监事会成员 3 人，其中江苏金茂提名 1 人，中化国际股份提名 1 人，其余 1 人由职工代表担任。

2. 管理水平

公司根据国家政策法规并结合自身实际情况，制定并完善了包括对子公司管理、财务管理、投融资管理、关联交易管理、产品质量管理等一系列内部控制制度。

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。

投融资管理方面，公司重视加强对固定资产、资本性投资、资本性融资的管理，包括基本建设、更新改造和科研开发项目的管理，以及资本性投资的可行性研究、方案策划和项目评审，策划并实施资本市场融资方案等。

公司明确划分股东会及董事会对关联交易事项的审批权限，规定关联交易事项的审批程序和回避表决要求，对子公司之间发生的关联交易，均要求遵循市场规律，以市场定价方式，公开、公平、公正地进行。

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、流程中控制和产品出厂的受控，不断实施质量改进，保

证了产品质量的达标与提高。

总体上，公司管理体制健全，各部门能各行其权、各负其责，管理制度运行良好。作为央企旗下的上市公司，中化国际股份的进驻有助于公司管理机制的改进和优化，并有利于管理效率的提升。

六、经营分析

公司主业为农药和基础化工板块，近三年一期，两板块合计收入占主营业务收入的比重均超过 96%，公司主业突出。2009~2011 年，在基础化工中有机产品收入规模快速增长的带动下，公司主营业务收入年均复合增长 22.22%；2012 年 1~9 月，受益于菊酯产品和除草剂收入的增加，公司实现主营业务收入 43.42 亿元，较去年同期增长 2.23 个百分点。

从毛利率水平看，2010 年农药价格持续低位徘徊，而原料成本上涨导致农药产品毛利率同比均有不同程度的下滑；2011 年，除草剂、菊酯产品毛利率基本保持稳定，其他类农药产品（主要是三氯杀螨醇和吡虫啉）价格有所回升，同时吡虫啉通过提高产量降低了单位生产成本，板块毛利率大幅提升至 44.68%；2012 年以来，随着公司农药销售价格的提升，产品毛利率均呈上升态势。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，公司基础化工行业有机产品毛利率波动上行。无机产品 2009~2011 年毛利率逐年增长，截至 2012 年 9 月底为 36.30%，公司通过热电联产、提高精制盐水利用率、发展循环经济（如将生产环氧氯丙烷产生的高盐废水用于烧碱生产；将生产氯化苯、二氯苯产生的酸气回收生产盐酸等）等方式提高资源综合使用效率，从而不断降低能耗，提升无机产品单产效益。近三年一期，公司整体毛利率逐年小幅增长，2012 年 1~9 月，公司整体毛利率 22.67%。整体看，公司主营业务盈利能力较好。

表4 2009~2012年1-9月公司主营业务收入和毛利率情况(单位:万元/%)

行业	产品类别	2009年			2010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	10764.65	2.88	37.99	18145.41	3.83	29.94
	菊酯产品	95624.47	25.59	26.07	100083.88	21.15	23.18
	除草剂	49445.82	13.23	18.95	49962.66	10.56	7.55
基础化工行业	无机产品	45268.82	12.11	17.59	49200.54	10.40	28.70
	有机产品	163522.38	43.76	13.08	250189.11	52.87	17.14
其他	其他产品	9041.80	2.42	21.76	5618.22	1.19	10.61
合计	合计	373667.94	100.00	18.66	473199.83	100.00	19.02
行业	产品类别	2011年			2012年1-9月		
		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	23194.65	4.16	44.68	23520.90	5.42	54.76
	菊酯产品	127832.75	22.90	22.80	101097.00	23.28	23.48
	除草剂	54259.50	9.72	6.73	59725.00	13.75	11.57
基础化工行业	无机产品	63284.68	11.34	35.41	44699.96	10.29	36.30
	有机产品	282170.52	50.55	14.62	188456.86	43.40	18.29
其他	其他	7477.44	1.34	23.17	16727.90	3.85	25.12
合计	合计	558219.54	100.00	19.45	434227.62	100.00	22.67

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。

表5 2009年-2012年1-9月原材料采购情况表
(单位:吨、元/吨、万元)

原料	采购状况	2009年	2010年	2011年	12年1-9月
盐	采购数量	332336.00	316268.00	436252.87	297544.00
	采购均价	177.00	193.00	201.00	214.00
	采购总价	5882.35	6103.97	8768.06	6377.00
苯	采购数量	127864.00	90302.00	145605.28	106669.00
	采购均价	3942.00	6005.00	6783.71	7082.00
	采购总价	50403.99	54226.35	98774.34	75544.00
硝酸	采购数量	41404.00	39550.00	64955.35	45553.00
	采购均价	1608.00	1792.00	1804.35	1599.00
	采购总价	6657.76	7087.36	11720.25	7285.00
煤	采购数量	841022.00	849155.00	849928.80	603188.00
	采购均价	525.00	641.00	701.00	692.00
	采购总价	44153.66	54430.84	59580.46	41742.00
合		107097.76	121848.52	178843.11	130948.00

计					
---	--	--	--	--	--

资料来源:公司提供

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。

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油所属企业,煤主要来源于神华集团,其余部分为印尼进口。

表6 2011年以及2012年1-9月主要原材料供应商
(单位:吨)

主要原材料	主要供应商	2011年	2012年1-9月
纯苯	神华蒙西华瑞化工有限公司	7030.67	5875.00
	中石油天然气兰州石化分公司	24690.55	37259.00

	武汉双辉恒信贸易有限公司	9077.82	12310.00
硝酸	安徽华尔泰化工有限公司	15386.33	9887.00
	安徽淮化股份有限公司	26409.46	15746.00
煤	印尼进口	72895.95	113973.00
	神华蒙西煤化有限公司	673130.15	453381.00
盐（包括水）	江苏井神盐化股份有限公司	41104.00	34242.00
	金坛金东精致盐水有限公司	204003.41	159455.00
	中盐镇江盐化有限责任公司	144083.80	102331.00

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。

目前公司原燃料采购未采用中化国际股份的物流平台和渠道，公司仍通过原有渠道进行大宗采购；总体上，公司原料运输便利，所需原料多为大宗商品，目前供应保障正常；但公司盐、煤及硝酸采购较为集中，存在一定的集中采购风险；近年部分原料价格波动上行，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宁夏回族自治区中卫工业园区以及仪征化学工业园区，

成立了宁夏瑞泰科技股份有限公司（以下简称“宁夏瑞泰”）、江苏瑞祥化工有限公司（以下简称“瑞祥化工”）和仪征瑞达化工有限公司（以下简称“瑞达化工”）。由此，公司生产实体包括 4 个分厂和 4 家子公司，分布在公司本部、仪征化学园和宁夏三个地址。

表 7 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、苯胺
瑞达化工	物流、农药加工
宁夏瑞泰	农药及农药中间体

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。截至 2012 年 9 月底，公司烧碱总产能为 30 万吨/年，其中离子膜烧碱 14 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。

2011 年，通过技术改造，公司离子膜产能增至 14 万吨，普通烧碱淘汰落后产能 2 万吨。近三年，公司烧碱生产装置处于连续满负荷生产状态，但 2011 年以来因自用量增加，产销率水平有所下降。2012 年前三季度，烧碱价格波动加大，公司销售烧碱的平均价格较 2011 年保持基本稳定。

表 8 公司 2009 年-2012 年 1-9 月无机产品产销情况表

无机产品		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
双氧水	产能 (吨)	100000.00	100000.00	100000.00	100000.00
	产量 (吨)	100000.00	100141.00	92638.00	68631.00
	销量 (吨)	101650.00	92334.00	85841.00	64379.00
	平均价格 (含税) (元/吨)	650.00	911.00	864.00	800.00
	销售额 (万元)	6607.00	8412.00	7416.00	5151.00
30%烧碱	产能 (吨)	170000.00	180000.00	160000.00	160000.00
	产量 (吨)	176837.00	184212.00	169678.00	121739.00
	销量 (吨)	159714.00	157459.00	111235.00	69537.00
	平均价格 (含税) (元/吨)	1469.00	1419.00	2215.00	2304.00
	销售额 (万元)	23462.00	22352.00	24647.00	16019.00
32%离子膜碱	产能 (吨)	60000.00	60000.00	140000.00	140000.00
	产量 (吨)	64031.00	63733.00	144564.00	115231.00
	销量 (吨)	66282.00	61608.00	98698.00	77594.00
	平均价格 (含税) (元/吨)	1450.00	1460.00	2516.00	2487.00
	销售额 (万元)	9611.00	8998.00	24836.00	19295.00

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；并通过后续的分选装置分离出二氯苯（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、10 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；公司二氯苯生产工艺国际领先，其中吸附分离法生产间二氯苯技术申请了发明专利，并获得了行业协会科技进步三等奖、省科

技进步二等奖；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水平、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%。2012 年，公司新增二氯苯产能 3 万吨，其中邻二氯苯 1.7 万吨，对二氯苯 1.3 万吨。2012 年前三季度，邻二氯苯价格大幅回落，导致产品产销率有所下降。

2006 年公司开发了年产 6 万吨环氧氯丙烷生产装置，是国内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。2011年因下游需求增长、设备达到设计产能，公司

环氧氯丙烷产能利用率大幅提升，产量同比增加 2.26 万吨；2012 年前三季度，公司环氧氯丙烷产销保持稳定态势，销售均价小幅下跌。

表 9 公司 2009 年-2012 年 1-9 月有机产品产销情况表

有机产品		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
氯化苯	产能（吨）	130000.00	130000.00	130000.00	130000.00
	产量（吨）	49264.00	89465.00	99936.00	66166.00
	销量（吨）	8223.00	14370.00	17086.00	10715.00
	平均价格（含税）（元/吨）	4975.00	6731.00	6961.00	7068.00
	销售额（万元）	4091.00	9673.00	11893.00	7574.00
对二氯苯	产能（吨）	33000.00	53000.00	53000.00	70000.00
	产量（吨）	33171.00	44080.00	48710.00	40977.00
	销量（吨）	4779.00	41856.00	48503.00	33883.00
	平均价格（含税）（元/吨）	8451.00	7347.00	9858.00	10216.00
	销售额（万元）	4039.00	30750.00	47816.00	34615.00
邻二氯苯	产能（吨）	17000.00	17000.00	17000.00	30000.00
	产量（吨）	12039.00	14276.00	14113.00	13350.00
	销量（吨）	12008.00	14045.00	13776.00	8644.00
	平均价格（含税）（元/吨）	7229.00	9267.00	10935.00	7854.00
	销售额（万元）	8681.00	13016.00	15064.00	6789.00
对硝基氯苯	产能（吨）	60000.00	60000.00	60000.00	60000.00
	产量（吨）	57966.00	62103.00	60910.00	42244.00
	销量（吨）	54660.00	55519.00	46051.00	31743.00
	平均价格（含税）（元/吨）	4078.00	5766.00	5652.00	5250.00
	销售额（万元）	22290.00	32011.00	26029.00	16666.00
邻硝基氯苯	产能（吨）	40000.00	40000.00	40000.00	40000.00
	产量（吨）	38659.00	43047.00	41658.00	28941.00
	销量（吨）	32851.00	44726.00	41913.00	27552.00
	平均价格（含税）（元/吨）	5856.00	6427.00	6722.00	7611.00
	销售额（万元）	19238.00	28747.00	28174.00	20971.00
环氧氯丙烷	产能（吨）	60000.00	80000.00	80000.00	80000.00
	产量（吨）	44750.00	54960.00	77524.00	57857.00
	销量（吨）	7913.00	55421.00	76075.00	58750.00
	平均价格（含税）（元/吨）	8690.00	12497.00	12105.00	10166.00
	销售额（万元）	6876.00	69260.00	92091.00	59727.00

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、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，成为其在中国唯一的合格供应商。

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，攻克了吡啉环的定向氯、甲基氟化等难点，实现了重要中间体氯代三氟甲基吡啉的产业化。

截至 2012 年 9 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，2011 年产能超过 2.50 万吨，产量约为 1.10 万吨，占全球总产量的三分之二。2009~2010 年，公司吡虫啉产品价格低位徘徊，开工率较低；2011 年起，在国内开工率不足、国际市场补库存以及巴西和印度的登记证重新梳理导致产量下降因素的综合影响下，公司吡虫啉销售价格逐步走出低谷，产能利用率逐年上升。2012 年 1~9 月，公司吡虫啉产量占 2011 年全年的 80%，销售价格较 2011 年均价大幅增长 21.62%；2012 年以三氯杀螨醇为主的虫害面积减少，产量相应有所下降（仅 1460.00 吨，占 2011 年的 56.33%）。

表 10 公司 2009 年-2012 年 1-9 月杂环农药产销情况表

产 品		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
三氯杀螨醇	产能（吨）	1800.00	2500.00	2500.00	2500.00
	产量（吨）	1866.00	2358.00	2592.00	1460.00
	销量（吨）	2005.00	2362.00	2282.00	1463.00
	平均价格（含税）（元/吨）	13781.00	13928.00	14354.00	16550.00
	销售额（万元）	2763.00	3290.00	3276.00	2421.00
吡虫啉	产能（吨）	700.00	700.00	700.00	700.00
	产量（吨）	420.00	348.00	535.00	428.00
	销量（吨）	283.00	409.00	519.00	340.00
	平均价格（含税）（元/吨）	92000.00	92000.00	107253.00	130440.00
	销售额（万元）	2604.00	3770.00	5562.00	4427.00

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（公

司其余菊酯类杀虫剂产能在优士化学）。2011 年公司菊酯类杀虫剂量、价齐升，产品实现收入 12.78 亿元。

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断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，2010~2011 年，产品价格处于低位徘徊，

毛利率水平较低，行业利润趋于平均化；2012年前三季度，因下游转基因作物种植面积增加、甘氨酸法草甘膦生产量受到限制，产品供求关

系改善导致价格上升，公司销售收入为2011年全年的1.10倍。

表 11 公司 2009 年-2012 年 1-9 月年菊酯、除草剂产销情况表

产 品		2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
菊酯类杀虫剂	产能（吨）	6500.00	8000.00	8000.00	8000.00
	产量（吨）	3900.00	6865.00	7215.00	5879.00
	销量（吨）	2850.00	6089.00	7845.00	5768.00
	平均价格（含税）（元/吨）	149870.18	150200.00	162948.00	175272.00
	销售额（万元）	42713.00	91439.55	127832.75	101097.00
除草剂（草甘膦）	产能（吨）	15000.00	30000.00	30000.00	30000.00
	产量（吨）	13950.00	19779.63	20852.00	21050.00
	销量（吨）	13950.00	19741.00	20879.00	20512.00
	平均价格（含税）（元/吨）	35445.00	25300.00	25987.00	29118.00
	销售额（万元）	49446.00	49962.66	54259.50	59725.00

资料来源：公司提供

总体上，公司主要产品的规模优势较为突出，产品系列齐全，技术水平高。2011 年以来，基础化工市场波动较大，公司整体产销形势及盈利能力保持稳定；农药行业供求情况持续改善，主要产品产能利用水平与板块盈利能力有所提升。整体看，公司生产状况平稳，运行情况良好。

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。

2011 年，公司农药板块前五大销售客户（均为海外企业）销售额占板块收入的比重为 17.66%，公司已被主要下游海外客户纳入全球采购体系；公司基础化工板块以内销为主，2011 年内销比例达 79.51%，前五大销售客户收入占比为 21.67%。

目前公司仍通过原有渠道进行产品销售，未共享中化国际股份的销售网络。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；2011 年以来，公司主要农药产品售价上升，产销率保持较高水平；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. 经营效率

2009~2011 年，公司资产总额、所有者权益年均复合增长 15.01%和 18.52%，利润总额年

均复合增长 27.16%，公司权益和利润增长质量较好。

2009~2011 年，公司销售债权周转次数及存货周转次数均呈现逐年小幅下降的趋势，2011 年二者值分别为 5.08 次和 6.34 次；同期，公司总资产周转次数小幅上升，2011 年为 0.81 次。

总体看，公司整体经营效率尚可。

5. 在建工程及未来发展

在建工程

截至 2012 年 9 月底，公司在建工程账面余额 3.57 亿元，主要是宁夏瑞泰农药工程项目以及二氯丙醇扩建项目等。

公司在建项目手续齐备，符合国家相关法律要求。其中宁夏瑞泰农药工程项目计划投资 7.50 亿元，包含年产 5000 吨多菌灵和 2000 吨硫菌灵及相关公共配套工程。项目已于 2009 年 4 月开工建设，已累计完成投资 3.63 亿元，预计将于 2013 年底前完工投产。

公司在建项目 2013 年拟投资金额 2.67 亿元，金额较小，资金来源以自有资金为主，预计公司负债水平将保持相对稳定。

未来发展

中化国际股份注资后，公司（产品结构以农药、精细化工前端中间体产品为主）作为从石油化工向精细化工发展的承上启下的重要的中间环节，发展战略较之前相应有所调整。

基于目前中间体行业同质化竞争加剧、利润被不断挤压的现状，未来公司在通过优化技术、降低中间体成本的同时将向下游应用型精细化工产品领域拓展，同时向上游延伸获取资源，为精细化工长期发展打下坚实基础。

上游资源获取方面，公司将强化供应链建设，与战略供应商建立可持续的合作关系，保障原料获取的稳定性和成本优势；同时，关注能源结构和原料供应变化，利用天然气、甲醇制烯烃等新路径以丰富基础化工原料供应。

下游精细化工延伸方面，公司将通过应有

研发拓展农药和环氧树脂产品链，向特色农药及应用新材料领域延伸。

在具体实施措施过程中，公司将借鉴中化国际股份的先进管理经验，建设统一管理的精细化工平台，并优化现有的管理架构；同时充分发挥中化国际股份在化工物流业务、客户市场、资本运作以及研发创新和技术转化方面的优势。

由于公司战略规划正在制定阶段，目前尚无重大投资项目规划。

综合看，公司未来将向下游应用型精细化工产品领域拓展，同时向上游延伸获取资源，为精细化工长期发展打下坚实基础。预计公司战略实施过程中将得到股东在物流业务、下游客户渠道、资金获取以及研发创新和技术转化等多方面的支持，公司未来发展前景广阔、发展潜力大。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2009~2011 年报表已经江苏苏亚金诚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 2012 年三季度财务数据未经审计。

从合并范围变化情况看，2010 年公司合并范围增加宁夏瑞泰科技股份有限公司 1 家；2011 年以及 2012 年三季度合并范围无变化。总体看，2010 年合并范围对整体财务报表影响较小，可比性较强。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 78.34 亿元，所有者权益合计 31.98 亿元（其中少数股东权益 12.52 亿元）；2011 年，公司实现营业收入 59.56 亿元，利润总额 4.75 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 90.64 亿元，所有者权益合计 42.84 亿元（其中少数股东权益 13.21 亿元）；2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 46.45 亿元，利润总额 3.79 亿元。

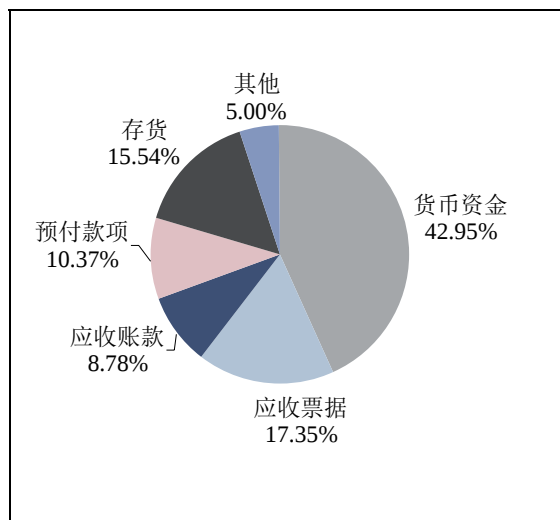
2. 资产质量

2009~2011 年，得益于流动资产的较快增长，公司资产总额年均增长 15.01%，截至 2011 年底公司资产为 78.34 亿元；从公司资产构成来看，截至 2011 年底公司流动资产占 62.73%，非流动资产占 37.27%，公司资产以流动资产为主。

流动资产分析

2009~2011 年，公司流动资产总额增长较快，年均增长 27.35%，截至 2011 年底为 49.14 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货构成。

图 2 2011 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

截至 2011 年底，公司货币资金为 21.11 亿元，同比增长 25.69%，主要是本年度发行两期合计 6 亿元短期融资券所致；货币资金主要由银行存款（占 88.72%）和其他货币资金构成（占 11.28%），其中，其他货币资金主要为银行承兑汇票等保证金、信用证保证金及外汇贷款质押保证金等。

近三年，随着收入规模的增加公司票据结算规模相应加大，截至 2011 年底为 8.53 亿元，并全部为银行承兑汇票；2010 年，为扩大收入规模，公司增加了客户赊销比例从而导致应收账款同比大幅增长，2011 年公司应收账款 4.32 亿元，同比保持稳定。截至 2011 年底公司应收

账款账面余额为 4.65 亿元，共计提坏账准备 3381.63 万元，计提比率为 7.27%；公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款为 3.29 亿元（占 67.80%），其中账龄以一年以内为主（占 97.30%）。公司应收账款前五名金额合计 2.75 亿元，占应收账款 59.10%，公司应收账款集中度较高。

公司预付款项主要是预付原材料采购款、土地款及工程设备款。截至 2011 年底，公司预付款项为 5.10 亿元，账龄主要为一年以内（占 89.94%）。

公司其他应收款主要为往来款及暂借款。截至 2011 年底，公司其他应收款账面余额为 2.56 亿元，共计提坏账准备 1893.07 万元，其他应收款净额 2.17 亿元。公司前五名其他应收款金额合计占 84.65%，其中与关联方江苏扬农锦湖化工有限公司及原股东江苏扬农化工集团有限公司工会委员会的其他应收款占比 52.57%。

表 12 公司前五位其他应收款明细（万元，%）

单位名称	期末余额	账龄	备注	占比
江苏扬农锦湖化工有限公司	12095.31	一年以内	往来款	47.17
扬州福源化工科技有限公司	7265.26	一年以内	往来款	28.33
江苏扬农化工集团有限公司工会委员会	1383.85	四至五年	往来款	5.40
扬州化学工业园区管理委员会	500.00	一年以内	借款	1.95
代扣代缴个人所得税	460.52	一年以内	往来款	1.80
合计	21704.95			84.65

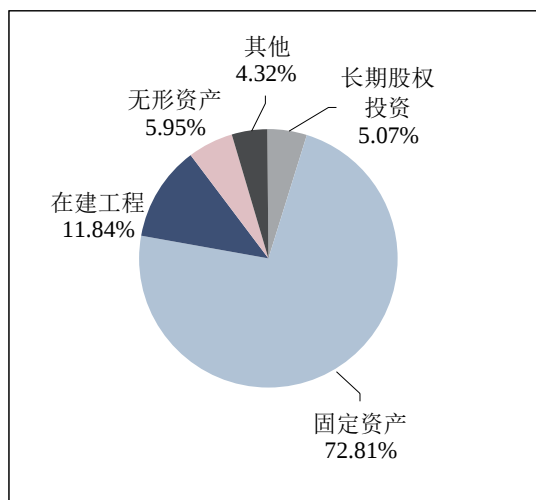
资料来源：公司审计报告

2010 年，随着生产规模的增长，公司存货规模同比大幅增长 53.63%；截至 2011 年底，公司存货为 7.64 亿元，同比保持稳定；公司存货主要由原材料（占 50.86%）、产成品（占 22.40%）和在产品（占 21.47%）构成。由于 2011 年原材料、化工及农药产成品价格震荡上行，故公司 2011 年末计提存货跌价准备。

非流动资产分析

近三年，公司非流动资产保持相对稳定。截至 2011 年底，公司非流动资产合计 29.20 亿元，主要由固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资构成。

图 3 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2011 年底公司长期股权投资 1.48 亿元。公司本期长期股权投资主要是对江苏扬农锦湖化工有限公司和江苏瑞盛新材料科技有限公司的投资。

2009~2011 年，公司固定资产保持相对稳定。截至 2011 年底，公司固定资产原值 42.13 亿元，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 29.23%）和专用设备（占 64.91%）构成。固定资产累计折旧 20.87 亿元，固定资产净额为 21.26 亿元。

截至 2011 年底，公司在建工程 3.46 亿元，同比下降 43.71%，主要是 8 万吨/年离子膜烧碱、对氨基苯酚等项目转固所致。

截至 2011 年底，公司无形资产为 1.74 亿元，主要为土地使用权。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额 90.64 亿元，较 2011 年底增长 15.70%，主要是 2012 年公司获得中化国际股份的现金增资，公司现金较充裕，其中其他流动资产为 3 亿元短期理财产品（期限 1 年）；公司固定资产较 2011 年

底增加 2.03 亿元，主要是 3 万吨/年二氯苯、环氧氯丙烷填平补齐项目竣工结转所致；由于对江苏瑞盛新材料科技有限公司增资，公司长期股权投资较 2011 年底增加 1.56 亿元。公司资产结构中流动资产占比 64.44%，资产构成较 2011 年底变动不大。

总体上，公司资产结构合理，符合生产型企业的特点；公司流动资产占比逐年上升，流动资产构成中货币资金占比高，受限规模小。整体看，公司资产质量及流动性较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2009~2011 年，受益于盈利规模增长导致未分配利润的增厚以及资本公积的增加，公司所有者权益年均增幅 18.52%。

2011 年中化国际股份对公司增资 1.81 亿元，经江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司验资（苏亚诚验【2011】066 号）公司实收资本增加 683.57 万元、增至 1.37 亿元，其余计入资本公积。

截至 2011 年底，公司所有者权益合计为 31.98 亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 7.03%，资本公积占 25.04%，专项储备占 0.83%，盈余公积占 6.27%，未分配利润占比 60.83%，公司所有者权益稳定性较弱。

因资本公积（中化国际股份投入的股本溢价 8.23 亿元）及 2012 年前三季度公司持续盈利导致未分配利润的增厚，2012 年中化国际股份再次对公司增资 8.55 亿元，经江苏苏亚金诚会计师事务所有限公司验资（苏亚诚验【2012】055 号）公司实收资本增加 3227.75 万元、增至 1.69 亿元，其余计入资本公积。截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益 42.84 亿元，其中归属于母公司权益构成为实收资本占 5.71%，资本公积占 44.23%，专项储备占 0.67%，盈余公积占 4.12%，未分配利润占 45.28%。

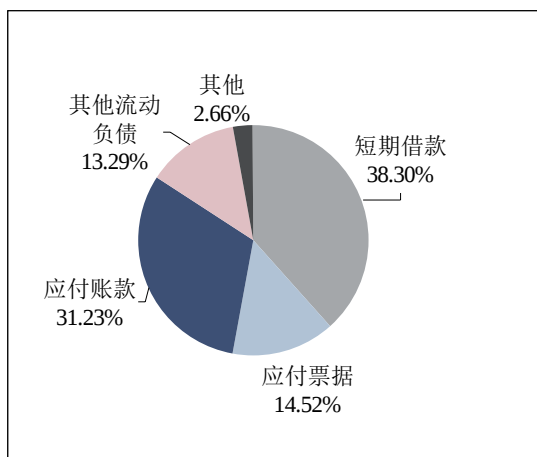
总体看，公司所有者权益稳定性偏弱。

负债

2009～2011年，公司负债年均增幅12.77%，小于权益的增长幅度。截至2011年底，公司负债合计46.36亿元，其中流动负债占98.03%，非流动负债占1.97%，公司负债主要为流动负债。

近三年，随着经营规模的扩大，对流动资金需求上升导致公司增加了外部融资（银行短期贷款以及发行短期融资券）。截至2011年底，公司流动负债为45.45亿元，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他流动负债构成。

图4 2011年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2011年底，公司短期借款17.41亿元，并以保证借款为主（占81.16%）。

截至2011年底，公司应付票据及应付账款合计金额20.79亿元，较2010年保持稳定，其中应付票据6.60亿元，全部为银行承兑汇票；应付账款主要是原材料采购款，截至2011年底为14.20亿元，账龄以一年以内为主（占97.87%）。

公司其他应付款金额较小，截至2011年底仅为0.46亿元，主要为应付职工补充养老保险、预留股份分红以及应付往来款等。

近三年，公司其他流动负债快速增长，其中2010年为3.37亿元，主要是发行的3亿元短期融资券；截至2011年底为6.04亿元，同比增加2.66亿元，其他流动负债主要为公司分

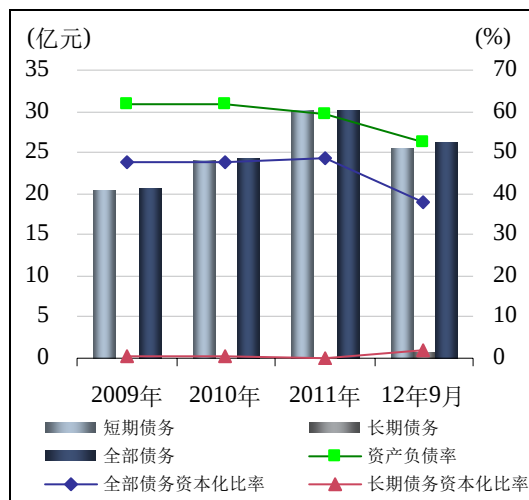
别于2011年3月和2011年8月发行的额度分别为3亿元的两期短期融资券。该部分已计入短期债务。

公司非流动负债规模较小，且2009～2011年呈波动下降趋势，截至2011年底为0.91亿元，主要由专项应付款（占26.79%）和其他非流动负债（占72.85%）构成。

从有息债务来看，2009～2011年，公司全部债务年均增长20.99%，截至2011年底达到30.11亿元，并全部为短期债务，公司债务结构不合理。

从负债指标来看，由于权益规模较负债规模增长快，公司资产负债率呈波动下行趋势，三年均值为60.42%，2011年为59.18%；全部债务资本化比率保持相对稳定，2011年为48.49%；由于2011年公司无长期债务，相应长期债务资本化比率为零。

图5 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

截至2012年9月底，因其他应付款的增长（中化国际股份收购公司工会持股会的股份对价暂未支付职工），公司负债合计较2011年底小幅增长3.11%，至47.81亿元；从负债结构看，流动负债仍占96.48%；债务负担方面，因中化国际股份持续注资导致公司权益规模快速增长，截至2012年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别大幅降至52.74%和37.92%，同期长期债务资本化比率仅为1.72%。

总体上,受益于中化国际股份的现金注资,公司权益规模实现较快增长,债务负担有所下降,目前负债水平适宜;但短期债务占比过高,债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2009~2011年,在基础化工中有机产品收入规模快速增长的带动下,公司营业收入年均增长21.96%;同期,公司营业成本年均增幅为21.26%,略低于收入增幅。受此影响,公司营业利润率波动上升,2011年为18.58%。

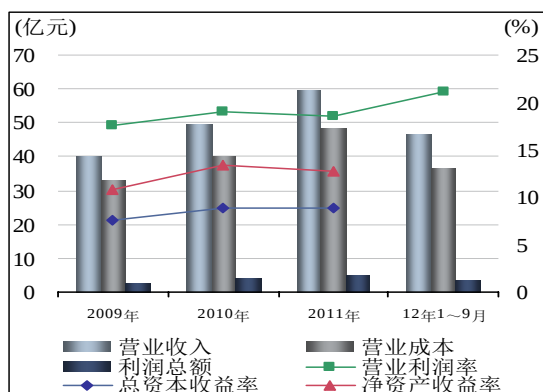
从期间费用构成情况看,期间费用以管理费用为主,2011年管理费用占比达61.32%。公司管理费用(主要是人员工资福利、招待费用等支出)增长较快,从而导致公司期间费用占营业收入比重波动中有所上升,2011年为11.14%;公司对期间费用控制有待进一步加强。

2011年,公司资产减值损失为负,主要是坏账损失的冲回;2010及2011年,公司公允价值变动收益均为负值,为交易性金融资产的变动损益;公司营业外收入主要为政府补助,2011年营业外收入0.28亿元。总体看,非经常性损益对公司利润规模影响较小。

2009~2011年,公司利润总额年均增长率27.16%,2011年达到4.75亿元。

从盈利指标来看,2009~2011年,公司总资产收益率及净资产收益率波动上升,二者三年平均值分别为8.61%和12.56%,2011年底分别为8.82%和12.74%。

图6 公司盈利能力情况



资料来源:公司审计报告

2012年1~9月,主要受益于菊酯产品和除草剂收入的增加,公司实现营业收入46.45亿元,较去年同期增长1.69个百分点;公司实现利润总额3.79亿元,同比增长11.14%;公司营业利润率21.13%,较2011年上升2.55个百分点。

总体上,近年来,公司收入及利润规模逐年较快增长;公司整体盈利能力小幅提升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2009~2011年,公司流动比率、速动比率均呈现逐年上升的趋势,二者2011年底分别为108.12%和91.31%;2012年9月底,因获得了中化国际股份的现金增资,公司流动比率和速动比率分别大幅升至126.65%和108.11%。受经营活动净现金流逐年下降的制约,2009~2011年,公司经营现金流负债比逐年下降,2011年该值为9.02%。考虑到公司流动资产中货币资金占比高,且受限规模小,总体看,公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2009~2011年,公司EBITDA年均增长18.11%,2011年该值为9.86亿元;同期,公司全部债务/EBITDA呈波动增长的态势,三年平均值为2.94倍,2011年为3.05倍,EBITDA对全部债务的覆盖程度仍较好;公司EBITDA利息保护倍数相应呈波动下行趋势,三年均值为7.90倍,2011年为7.05倍,EBITDA对利息保护程度较好。总体看,公司的长期偿债能力较好。

截至2012年9月底,公司对外担保总额0.05亿元,担保比例为0.12%。被担保方为扬州福源化工科技有限公司(以下简称“福源化工”)。福源化工主营化工产品的生产与销售。

表13 公司对外担保情况(截至2012年9月底)

单位	金额(亿元)	担保期限
扬州福源化工科技有限公司	0.05	2012.2-2013.2
合计	0.05	

资料来源:公司提供

截至 2012 年 9 月底，福源化工资产总额 1.41 亿元，所有者权益合计 0.91 亿元；2012 年 1~9 月，福源化工实现营业收入 2.23 亿元，净利润 0.07 亿元。

总体看，公司对外担保金额小，目前被担保方经营状况正常，或有负债风险小。

截至 2012 年 9 月底，公司共获得银行授信 43.39 亿元，其中未使用额度 29.16 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，公司拥有直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号：B-201212806962），截至 2012 年 12 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；近三年到期的债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

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；公司管理体制健全，管理制度运行良好；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，盈利能力稳定中有所提升。

基于对行业及区域经济环境，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

八、结论

中国氯碱、农药等产品产能过剩，市场竞争激烈。中国氯碱行业仍处于持续增长时期，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

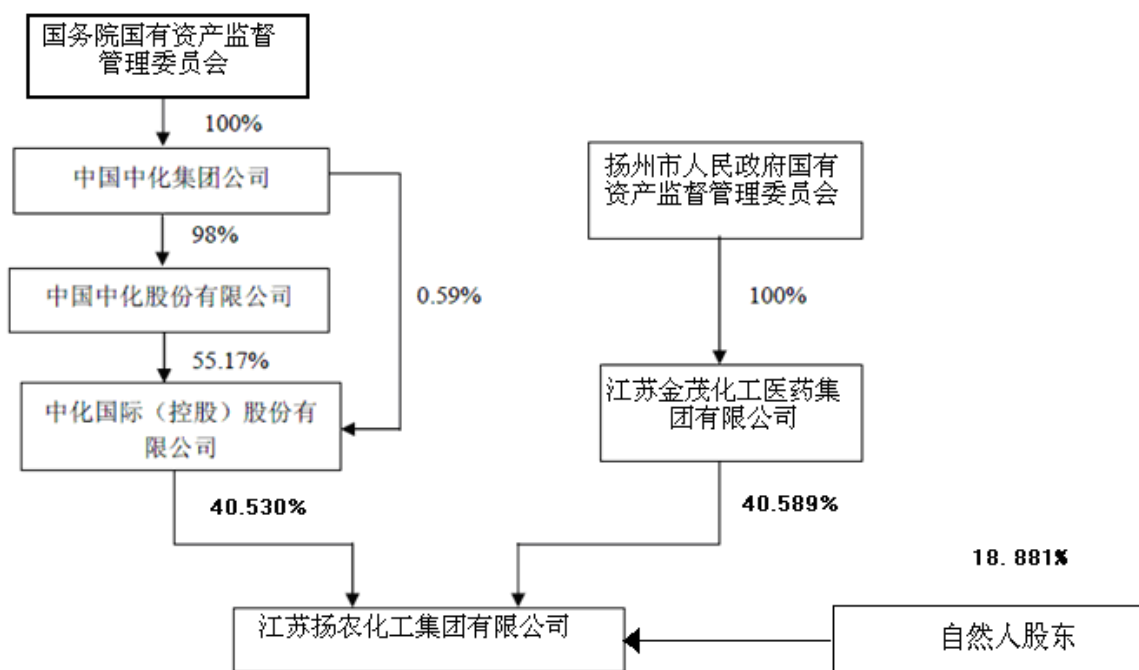
求，中国农药产业有望保持稳定的增长趋势。

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。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。

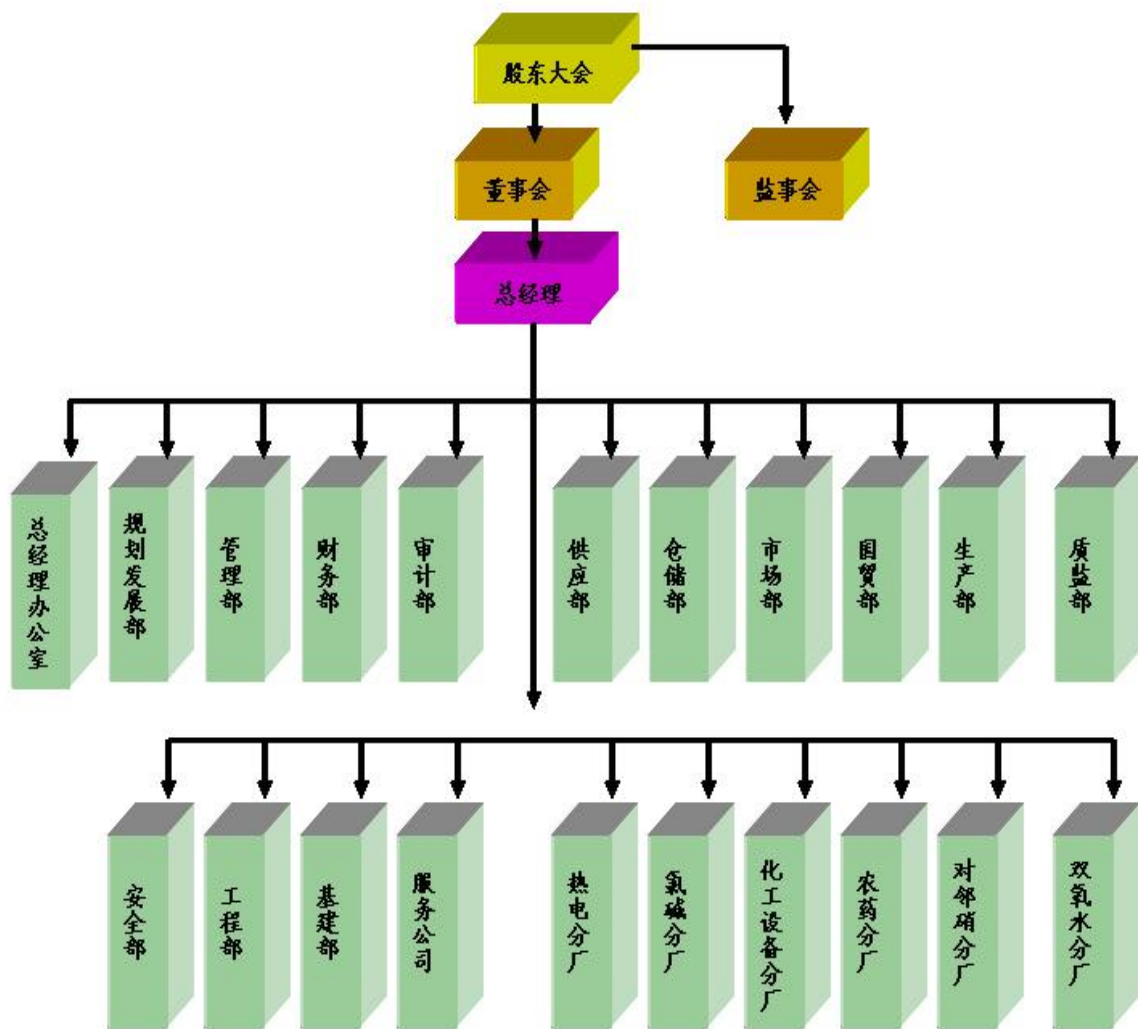
公司资产结构合理，资产质量及流动性较好；债务负担适宜，但债务结构有待改善；盈利能力稳定提升，整体偿债能力较强。公司在巩固现有产品竞争力的同时，向下游应用型精细化工和上游资源延伸，并加强与中化国际股份之间的融合。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2012 年 9 月底）



附件 1-2 组织机构图（截至 2012 年 9 月底）



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	158608.04	167937.77	211073.84	15.36	268526.52
交易性金融资产	840.70	944.77	791.81	-2.95	736.97
应收票据	39477.59	61107.82	85263.64	46.96	75991.00
应收账款	24885.23	44834.58	43157.69	31.69	60465.84
预付款项	19902.17	38726.51	50951.41	60.00	48132.51
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	9924.89	7697.73	23746.94	54.68	14791.92
存货	49373.56	75851.29	76378.30	24.38	85488.63
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	41.24		30000.00
流动资产合计	303012.17	397100.47	491404.88	27.35	584133.39
非流动资产：					
可供出售金融资产	309.79	612.80	253.04	-9.62	244.83
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	9592.81	10194.67	14801.26	24.22	30441.11
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产	206997.94	203398.89	212612.69	1.35	232901.09
在建工程	56998.33	61442.70	34583.79	-22.11	35705.87
工程物资	212.31	728.72	9294.00	561.63	1907.33
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	14327.38	17647.07	17375.14	10.12	17040.51
开发支出	0.00	0.00	138.23		138.23
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	42.11	1192.83		1521.80
递延所得税资产	754.91	1862.76	1730.44	51.40	2358.76
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	289211.96	295948.22	291999.92	0.48	322278.04
资产总计	592224.13	693048.69	783404.80	15.01	906411.43

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	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	151975.33	155980.64	174096.20	7.03	182625.18
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	47935.89	51493.26	65976.45	17.32	40577.19
应付账款	130474.23	156379.00	141966.22	4.31	118243.87
预收款项	11541.85	8033.09	8825.97	-12.55	10803.91
应付职工薪酬	5382.27	5834.19	5486.13	0.96	5404.88
应交税费	-6424.71	-693.89	-10192.10	25.95	-11998.61
应付利息	209.97	787.11	2245.12	226.99	501.63
应付股利	115.57	130.98	115.63	0.03	484.42
其他应付款	6755.31	4942.95	4599.41	-17.49	82029.17
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	5000.00	0.00	1000.00	-55.28	1000.00
其他流动负债	1182.61	33747.70	60394.73	614.63	31547.27
流动负债合计	354148.31	416635.03	454513.76	13.29	461218.92
非流动负债：					
长期借款	1014.37	1000.00	0.00	-100.00	7500.00
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	2762.47	2600.62	2441.43	-5.99	2318.01
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	81.12	106.53	33.06	-36.16	29.23
其他非流动负债	6586.80	7525.28	6640.12	0.40	6987.52
非流动负债合计	10444.77	11232.42	9114.62	-6.58	16834.75
负债合计	364593.09	427867.45	463628.38	12.77	478053.67
所有者权益：					
实收资本(或股本)	12987.74	12987.74	13671.31	2.60	16899.06
资本公积	31334.25	31591.81	48722.41	24.70	131023.19
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
专项储备	950.80	1286.87	1610.65	30.15	1980.60
盈余公积	7804.35	10099.70	12204.94	25.05	12204.94
未分配利润	68420.80	92268.00	118339.67	31.51	134140.86
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	121497.95	148234.13	194548.97	26.54	296248.64
少数股东权益	106133.09	116947.12	125227.44	8.62	132109.12
所有者权益合计	227631.04	265181.24	319776.42	18.52	428357.76
负债和所有者权益总计	592224.13	693048.69	783404.80	15.01	906411.43

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	400413.48	496311.87	595579.60	21.96	464451.87
减: 营业成本	328350.66	400275.54	482833.49	21.26	364717.03
营业税金及附加	1609.89	1698.02	2095.20	14.08	1595.61
销售费用	9980.19	10842.02	12634.47	12.51	9561.94
管理费用	24124.04	30851.30	40698.06	29.89	35833.35
财务费用	8267.83	9668.59	13033.17	25.55	10514.65
资产减值损失	19.96	6103.13	-1002.71		2298.90
加: 公允价值变动收益	280.28	-134.62	-142.96		-26.53
投资收益	-578.76	1400.62	832.87		-338.45
其中: 对合营企业投资收益	-1055.84	601.86	0.00	-100.00	-733.61
汇兑收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	27762.43	38139.27	45977.83	28.69	39565.41
加: 营业外收入	2515.42	4929.82	2762.40	4.79	379.35
减: 营业外支出	925.32	1109.37	1280.96	17.66	2014.58
其中: 非流动资产处置损失	155.36	6431.37	0.00	-100.00	0.00
三、利润总额	29352.53	41959.72	47459.27	27.16	37930.19
减: 所得税费用	4613.30	6431.37	6708.96	20.59	6374.54
四、净利润	24739.23	35528.35	40750.30	28.34	31555.64
其中: 归属于母公司的净利润	12311.91	27766.01	30612.11	57.68	22909.35
少数股东损益	12427.31	7762.34	10138.19	-9.68	8646.29

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	427322.05	504907.17	635164.69	21.92	515525.58
收到的税费返还	5657.95	7514.20	6411.78	6.45	4052.63
收到其他与经营活动有关的现金	6876.14	10883.00	4921.26	-15.40	78753.28
经营活动现金流入小计	439856.14	523304.37	646497.72	21.24	598331.49
购买商品、接受劳务支付的现金	311959.32	403920.40	492519.36	25.65	440591.86
支付给职工以及为职工支付的现金	20268.15	22696.72	26057.24	13.39	22194.00
支付的各项税费	14376.13	22021.64	29985.38	44.42	14640.46
支付其他与经营活动有关的现金	27329.49	31456.24	56956.88	44.36	51301.99
经营活动现金流出小计	373933.10	480095.00	605518.85	27.25	528728.31
经营活动产生的现金流量净额	65923.04	43209.37	40978.87	-21.16	69603.18
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	10.00		38.48
取得投资收益收到的现金	477.99	798.75	354.95	-13.83	1256.91
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	83.63	3127.25	1934.03	380.90	1.37
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	561.62	3926.00	2298.98	102.32	1296.77
购建固定资产、无形资产等支付的现金	32970.83	55125.02	36815.75	5.67	45258.30
投资支付的现金	563.42	238.69	5986.42	225.96	46000.00
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	33534.26	55363.70	42802.17	12.98	91258.30
投资活动产生的现金流量净额	-32972.63	-51437.70	-40503.18	10.83	-89961.53
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	47457.00	4139.50	20100.90	-34.92	85535.51
取得借款收到的现金	210220.89	227371.08	295356.40	18.53	246688.10
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	8078.70		1662.50
筹资活动现金流入小计	257677.89	231510.58	323535.99	12.05	333886.11
偿还债务支付的现金	204944.40	198180.58	256592.61	11.89	230750.35
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11110.65	11311.77	16361.46	21.35	23932.70
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	7176.70	1662.50		14800.00
筹资活动现金流出小计	216055.05	216669.06	274616.57	12.74	269483.05
筹资活动产生的现金流量净额	41622.83	14841.52	48919.43	8.41	64403.05
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1175.76	-943.33	-744.84	-20.41	270.49
五、现金及现金等价物净增加额	73397.49	5669.85	48650.27	-18.59	44315.19
加: 期初现金及现金等价物余额	81693.73	155091.22	160761.07	40.28	209411.34
六、期末现金及现金等价物余额	155091.22	160761.07	209411.34	16.20	253726.52

附件 4-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	24739.23	35528.35	40750.30	28.34
加：资产减值准备	19.96	6103.13	-1002.71	
固定资产折旧及其他	32666.97	35101.38	36621.17	5.88
无形资产摊销	277.80	458.92	492.73	33.18
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	-14.62	-191.39	0.00	-100.00
固定资产报废损失	133.43	141.62	124.89	-3.26
公允价值变动损失	-280.28	134.62	142.96	
财务费用	8722.28	9316.99	13365.43	23.79
投资损失	578.76	-1400.62	-832.87	
递延所得税资产减少	136.83	-1107.85	132.32	-1.66
递延所得税负债增加	81.12	25.40	-73.47	
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	-820.02	-26477.74	-527.01	-19.83
经营性应收项目的减少	-23056.48	-52019.19	-44600.99	39.08
经营性应付项目的增加	22217.06	36639.87	-4533.20	
其他	520.98	955.89	919.32	32.84
经营活动产生的现金流量净额	65923.04	43209.37	40978.87	-21.16
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	155091.22	160761.07	209411.34	16.20
减：现金的期初余额	81693.73	155091.22	160761.07	40.28
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	73397.49	5669.85	48650.27	-18.59

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	7.26	5.83	5.08	5.74	--
存货周转次数(次)	6.71	6.39	6.34	6.43	--
总资产周转次数(次)	0.74	0.77	0.81	0.78	--
盈利能力					
营业利润率(%)	17.60	19.01	18.58	18.51	21.13
总资本收益率(%)	7.63	8.92	8.82	8.61	--
净资产收益率(%)	10.87	13.40	12.74	12.56	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.44	0.38	0.00	0.20	1.72
全部债务资本化比率(%)	47.50	47.74	48.49	48.07	37.92
资产负债率(%)	61.56	61.74	59.18	60.42	52.74
偿债能力					
流动比率(%)	85.56	95.31	108.12	99.76	126.65
速动比率(%)	71.62	77.11	91.31	83.11	108.11
经营现金流动负债比(%)	18.61	10.37	9.02	11.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.46	8.96	7.05	7.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.91	2.78	3.05	2.94	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.16	-0.03	0.00	0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.95	-0.84	0.03	0.55	--

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。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十四日

评级业务专用章