

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 1485 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江苏扬农化工集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“13扬农MTN1”AA的信用等级，并维持“14扬农CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十九日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

江苏扬农化工集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 扬农 MTN1	4 亿元	2013/5/14~2015/5/14	AA	AA
14 扬农 CP001	10 亿元	2014/7/18~2015/7/18	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 29 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
营业利润率(%)	18.58	19.80	18.00	18.44
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
全部债务资本化比率(%)	48.49	33.55	36.14	38.64
流动比率(%)	108.12	140.60	164.59	156.75
全部债务/EBITDA(倍)	3.05	2.40	2.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.05	5.93	8.68	--
经营现金流动负债比(%)	9.02	17.64	14.93	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王冰 侯煜明
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 江苏扬农化工集团有限公司(以下称“公司”)收入规模稳定增长, 产能利用率高, 盈利能力保持稳定。作为大型综合性化工企业, 公司在产品结构、生产规模、技术水平等方面具有优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“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、公司短期债务占比高、安全及环保压力较大等因素对公司信用基本方面带来的负面影响。

公司多元化的产品结构有利于分散单一产品市场波动风险。公司战略实施过程中有望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。

基于以上分析, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 维持“13 扬农 MTN1”AA 的信用等级, 并维持“14 扬农 CP001”A-1 的信用等级。

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. 跟踪期内, 公司收入规模稳定增长, 盈利能力良好。
3. 公司现金类资产和经营性现金流入量对存续债券保障程度较好。

关注

1. 中国基础化工与农药行业产能过剩、市场竞争激烈, 跟踪期内, 氯碱价格低位震荡, 公司面临一定的经营风险。
2. 作为农药化工企业, 公司面临一定的安全、环保压力。
3. 跟踪期内, 公司债务规模波动上升, 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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于江苏扬农化工集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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）、《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》和章程修正案的规定，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，公司注册资金为人民币1.69亿元，江苏金茂化工医药集团有限公司（以下简称“金茂集团”）持有公司40.59%的股份，中化国际（控股）股份有限公司持有公司40.53%的股份，其余股东持股比例均低于5%，公司的实际控制人是扬州市人民政府国有资产监督管理委员会，持有江苏金茂化工医药集团有限公司100%股权。

2014年6月6日，公司发布公告，公司股东金茂集团持有的公司0.06%（10万股）国有股权无偿划转至中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）的股权变更事项，已于2014年6月3日经扬州市工商行政管理局登记。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

2. 政策环境

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

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币

政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调;灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡;发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力;进一步推进利率市场化改革。10月25日,贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行,实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底,M2存量达110.7万亿,同比增长13.6%。从社会融资规模来看,2013年全社会融资规模为17.3万亿,比上年同期多1.5万亿;其中人民币贷款12.97万亿,增加2.54万亿;全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元,比上年增加1044亿元。其中,A股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)2803亿元,增加710亿元;上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元,增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元,比上年减少667亿元。

2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康发展。

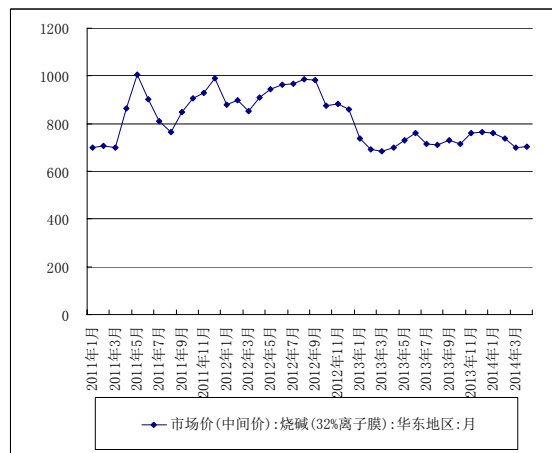
四、行业环境

氯碱行业

烧碱价格方面,以华北地区32%离子膜烧碱(中间价)为例,2011年国内烧碱价格整体

呈波动上行趋势,受2011年3月中旬日本大地震影响,在液碱出口旺盛的带动下,烧碱价格由2011年初的700元/吨增至1000元/吨;6~8月份是烧碱市场传统的淡季,因此国内一些企业借市场疲软的契机停车检修,导致市场现货供应量紧张,并推动2011年四季度烧碱价格提升至990元/吨。2012年国内烧碱价格整体波动区间不大,基本控制在850~980元/吨的范围,其中2012年一季度烧碱价格出现较大幅度下滑,主要是受内需减缓和紧缩政策的影响。2013年上半年,在大宗商品普遍下跌的压力下,以及受下游需求持续疲软影响,国内烧碱价格呈现明显的下跌态势,企业出货压力较大,截至2013年3月烧碱价格由年初的740元/吨降至680元/吨的水平。2013年下半年以来,受下游需求下降的影响,烧碱价格持续振荡,2014年4月为700元/吨的水平。

图1 烧碱价格走势



资料来源: Wind 资讯

农药行业

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

2013年,全国化学农药原药产量318.95万吨(折百量),同比减少35.95%,其中除草剂产量179.98万吨,杀虫剂产量61.27万吨,杀菌剂产量20.35万吨。

2013年,中国农药制造企业实现收入

2812.60 亿元、实现利润总额 229.26 亿元，同比分别增长 19.32%和 30.75%。2014 年 1~3 月，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长（实现收入 674.10 亿元，同比增长 9.69%；实现利润总额 45.86 亿元，同比增长 21.36%），利润增幅大幅高于收入增幅，行业盈利能力明显提升。

2012年以来主要农药品种价格震荡上行，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长，行业盈利能力明显提升。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。

五、基础素质分析

截至 2014 年 3 月底，公司注册资金为人民币 1.69 亿元，江苏金茂化工医药集团有限公司（以下简称“金茂集团”）持有公司 40.59%的股份，中化国际（控股）股份有限公司（以下简称“中化国际”）持有公司 40.53%的股份，其余股东持股比例均低于 5%，公司的实际控制人是扬州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“扬州市国资委”），持有江苏金茂化工医药集团有限公司 100%股权。

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，是集生产、

科研、制造等多种经营于一体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 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%。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理制度、高管人员等方面无重大变化。

七、经营分析

公司主要从事为农药、基础化工产品的生产和销售。

表 1 公司主营业务收入情况（单位：万元，%）

行业	产品类别	2011 年			2012 年		
		主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
农药行业	农药产品	23194.65	4.16	44.68	34265.17	6.09	45.59
	菊酯产品	127832.75	22.90	22.80	115221.16	20.48	24.16
	除草剂	54259.50	9.72	6.73	90898.99	16.16	14.78
	小计	162129.71	36.06	21.02	240385.32	42.73	23.67
基础化工行业	无机产品	63284.68	11.34	35.41	57498.42	10.22	38.02
	有机产品	282170.52	50.55	14.62	243770.43	43.33	11.62
	小计	345455.20	61.89	18.43	301268.85	53.55	16.66
其他	其他	7477.44	1.34	23.17	20956.71	3.72	21.24
合计	合计	558219.54	100.00	19.45	562610.88	100.00	19.82
行业	产品类别	2013 年			2014 年 1-3 月		

		主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
农药行业	农药产品	38352.09	6.05	43.08	26383.27	14.33	14.63
	菊酯产品	149917.24	23.66	24.59	41015.75	22.28	21.31
	除草剂	127676.37	20.15	23.63	38634.18	20.98	28.86
	小计	315945.70	49.86	26.44	106033.20	57.59	22.40
基础化工行业	无机产品	58099.52	9.17	24.00	12129.36	6.59	30.84
	有机产品	234491.69	37.01	5.85	59472.98	32.30	10.45
	小计	292591.21	46.18	9.45	71602.34	38.89	13.90
其他	其他	25082.05	3.96	33.92	6468.41	3.51	17.60
合计	合计	633618.96	100.00	18.89	184103.95	100.00	18.93

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司农药行业主要产品销售收入均显著增长，2013年实现主营业务收入63.36亿元，同比增长12.62%，2014年1~3月，受益于农药产品收入的持续增长，公司实现主营业务收入18.41亿元，占2013年全年的29.06%。公司其他业务主要是蒸汽等副产品，占主营业务收入的比例低，对公司业绩影响小。

跟踪期内，公司农药板块毛利率明显上升，为26.44%，同比上升2.77个百分点，主要系公司在加大新产品研发力度的同时，通过“原药来源证明”来限制下游中小企业使用假药，减少假药对市场的冲击，同时，全球气候差异，造成农产品短缺，菊酯类农药利润贡献较大，草甘膦产品受海外市场补货影响，价格增长显著。2014年1~3月公司毛利率明显下降，一方面由于三氯杀螨醇产品停产，同时由三氯杀螨醇生产线改造的吡虫啉3000吨/年产能尚未达产，另一方面由于西部农药销售增长，导致销售结构变化，部分产品毛利水平较低。同期，除草剂产品毛利率上升，主要系原料价格下跌所致。

跟踪期内，由于行业产能过剩，销售价格下跌，2013年公司基础化工板块实现营业收入29.26亿元，同比下降2.97%，毛利率为9.45%，同比下降7.21个百分点。2014年1~3月，基础化工板块毛利率为13.90%，较上年有所回升，原因是一方面受国家政策要求，小型非达标农药企业对二氯苯、环氧氯丙烷等产品停产，市场供需状况有所改善，另一方面主要原材料成

本下降明显。

原材料采购方面，公司所需原料主要为大宗商品，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。跟踪期内，由于原材料价格波动较大，公司降低库存，调整采购节奏，部分原材料采购量出现下降。

基础化工行业

跟踪期内，基础化工产品市场行情走弱，公司结合战略规划和装置设计寿命，减少30%烧碱产能2万吨，减少二氯苯产能2万吨。

无机产品

公司无机化学产品主要包括30%烧碱、双氧水和32%离子膜碱，其中烧碱部分对外销售，部分用于下游产品生产，随着公司产业链的不断延伸及烧碱产能的不断释放，公司烧碱自用比例不断上升，目前约72%用于外销，其余自用。公司目前烧碱采用两种工艺生产。截至2014年3月底，公司烧碱总产能为28万吨/年，其中离子膜烧碱14万吨。产量分别为12.68万吨和14.84万吨，销售额分别为1.30亿元和2.42亿元。

跟踪期内，公司无机产品经营情况出现波动，收入规模变化不大，但毛利率明显下降。2013年实现营业收入5.81亿元，同比下降1.04%。同时2013年公司无机产品毛利率24.00%，同比下降14.02个百分点，主要原因是烧碱价格明显下降。

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（对二氯苯、邻二氯苯、间二氯苯）、硝基氯苯（对硝基氯化苯、邻硝基氯化苯、间硝基氯化苯）等产品。跟踪期内，公司环氧氯丙烷产能增加，截至 2014 年 3 月底已增至 11 万吨，但新增产能尚未完全释放，该产品产能利用率较低。

从销售额占比来看，其中主要产品为环氧氯甲烷（占比 31.15%）、氯化苯（占比 17.18%）、对二氯苯（占比 16.33%）、和对硝基氯苯（占比 18.40%）。

公司有机产品为收入的重要来源，约占主营收入的 40%左右，2013 年该板块实现收入 23.45 亿元，同比下降 3.97%，跟踪期内，有机产品板块毛利率显著下降，2013 年毛利率 5.85%，较 2012 年下降 5.77 个百分点，主要原因一是原料苯的价格上涨，二是环氧氯丙烷新增产能尚未完全达产。

农药行业

公司农药产品以三氯杀螨醇、吡虫啉、菊酯类杀虫剂和草甘膦除草剂为主。截至 2014 年 3 月底，公司拥有 3000 吨吡虫啉、8000 吨菊酯类杀虫剂和 30000 吨草甘膦的生产能力。

① 农药产品

2012 年四季度起，根据市场需求及公司实际情况，公司利用三氯杀螨醇现有土地及设备，改建吡虫啉设备，一方面由于三氯杀螨醇为广谱性杀螨剂，目前市场替代品较多，市场竞争激烈，对该产品利润产生影响比较大，另一方面由于三氯杀螨醇销售区域为广西、广东及新疆地区，运输成本比较高，达产后吡虫啉产能为 3000 吨/年。

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。2013 年，公司实现吡虫啉产量 1206 吨，销售额 1.68

亿元；2014 年 1~3 月，公司吡虫啉产量占 2013 年全年的 58.79%，销售价格较 2013 年均价有所上升

② 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江苏优士化学有限公司）。2013 年公司菊酯类杀虫剂销量、价齐升，产品实现销售额 14.99 亿元，同比增长 30.11%，菊酯产品毛利率 24.59%，同比变化不大。

跟踪期内，因耐草甘膦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，其销售额持续增长，2013 年实现销售额 10.89 亿元，同比增长 42.28%，除草剂产品毛利率为 23.63%，同比上升 8.85 个百分点，2014 年 1~3 月销售额为 2.63 亿元，占 2013 年全年的 24.15%。

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。

公司农药产品出口占大部分，国内销售部分以华东、华南地区为主。从销售区域来看，跟踪期内公司农药板块产品的内销、出口比例较为稳定，分别为 29.48%和 70.52%。公司农药板块以出口为主，其中，扬农化工为公司最大农药出口单位，2013 年扬农化工出口收入金额为 22.25 亿元，同比增长 33.47%。

公司基础化工板块以内销为主，国内市场集中于华南及华东地区，2013 年内销比例达 87.62%。

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;跟踪期内,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。

跟踪期内,公司技改扩建等在建项目进展顺利,暂无重大投资计划。

八、财务分析

公司提供的 2011~2012 年度财务数据经江苏苏亚金诚会计师事务所审计,2013 年财务数据经安永华明会计师事务所审计,均出具了标准无保留意见的审计结论,公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

2012 年财务报表合并范围增加 2 家子公司:江苏瑞盛新材料科技有限公司和 Yangnong Singapore PTE Ltd. 合并范围变化对财务报表可比性影响不大。

截至 2013 年底,公司合并资产总额 92.83 亿元,所有者权益合计 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。

1. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 65.34 亿元,同比增长 7.68%,主要原因是随着农药行业的逐步回暖,农药产品价格回升,同时公司经营规模扩大,销售收入增加。同期,公司营业成本年均复合增长 5.13%,增幅略高于营业收入增幅。

2011~2013 年,公司投资收益、营业外收入、营业外支出等非经常性损益对公司经营业绩影响小。

期间费用方面,跟踪期内,随经营规模扩

大,公司期间费用增长较快,但占营业收入的比重保持稳定,2013 年为 11.69%,同比下降 0.50 个百分点,公司费用控制能力较好。

从盈利指标来看,公司 2013 年营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 18.00%、6.44%和 7.87%,分别较上年变动-1.80、-0.92 和 0.35 个百分点,净资产收益率明显下降主要系所有者权益增加较多所致。

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,占 2013 全年的比重分别为 28.56%和 39.69%,同期公司营业利润率为 18.44%。

整体看,跟踪期内,公司营业收入规模稳步增长,期间费用控制较好,整体盈利能力尚可。

2. 现金流及保障

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;2013 年经营性净现金流为 5.24 亿元。跟踪期内,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,跟踪期内公司现金收入比变化不大,2013 年为 111.43%,同比下降 1.82 个百分点,维持在较好水平。

投资活动方面,2013 年公司收回投资收到的现金 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;2013 年公司投资活动现金流量净额为-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。

2013 年公司筹资活动现金流入和流出分别为 41.67 亿元和 44.15 亿元,公司筹资活动现金净流入-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 年公司资本支出规模小,对外筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底,公司资产总额 92.83 亿元,其中流动资产合计占 62.19%,非流动资产合计占 37.81%。公司资产以流动资产为主。

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%),构成变化不大。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。

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。

截至 2013 年底,公司非流动资产合计 31.89 亿元,同比增长 1.90%,主要由可供出售金融资产(占比 5.76%)、固定资产(占比 74.63%)、无形资产(占 5.51%)和在建工程(占比 7.71%)构成。

截至 2014 年 3 月底,公司资产总额为

102.57 亿元,较 2013 年底增长 10.49%。公司资产中流动资产占比为 66.12%,非流动资产占比为 33.88%。截至 2014 年 3 月底,公司其他流动资产为 7.10 亿元,较 2013 年底增长 26.27%,主要系公司下属子公司江苏瑞盛新材料科技有限公司增加委托贷款 1.6 亿元所致,其余主要为购买的银行短期理财产品。

总体看,公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2013 年底,公司所有者权益合计 50.88 亿元,同比增长 7.34%,主要来自于未分配利润的增长。截至 2013 年底,公司所有者权益中实收资本占 3.32%,资本公积占 25.84%,盈余公积占 2.83%,未分配利润占 28.45%,少数股东权益占 39.12%。

截至 2014 年 3 月底,公司所有者权益合计 52.41 亿元,较 2013 年底增长 3.00%,构成以资本公积和未分配利润为主,结构较 2013 年底变化不大。

整体看,公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主,权益稳定性一般。

负债

截至 2013 年底,公司负债合计 41.95 亿元,较上年减少 4.01%,其中流动负债占 83.61%,非流动负债占 16.39%,公司负债以流动负债为主。2013 年底公司其他流动负债为 8.02 亿元,同比增长 164.94%,为发行的额度为 8 亿元的短期融资券。

截至 2013 年底,公司应付债券 3.98 亿元,为该年度发行的 2 年期额度为 4 亿元的中期票据。截至 2013 年底,公司其他非流动负债为 0.58 亿元,主要为金茂化工托管资产、环保拨款、尚需发放的职工购建房补贴及递延收益等。

从有息债务来看,截至 2013 年底,公司全部债务 28.79 亿元,短期债务占 78.53%,短期债务占比有所下降。截至 2013 年底公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 45.19%和 36.14%,由于长期债务的增长,公司长期债务资本化比率明显增长,2013 年底为 10.83%。

截至2014年3月底,公司负债合计为50.16亿元,其中流动负债占86.25%,非流动负债占13.75%。截至2014年3月底,公司短期借款较2013年底增长111.55%,其他流动负债下降99.78%,主要系2014年3月20日公司归还了2013年发行的短期融资券8亿元,增加短期借款所致。

截至2014年3月底,公司的全部债务为33.00亿元,较2013年底增长14.63%,短期债务和长期债务均有所增长。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为48.91%、38.64%和10.55%,债务负担较2013年底有所加重。

总体看,跟踪期内公司债务负担基本维持,处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债能力来看,2013年底公司流动比率和速动比率分别为164.59%和138.43%,2014年3月底上述指标分别为156.75%和137.17%,2013年公司经营现金流动负债比为14.93%。同时考虑到公司货币资金较为充裕,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看,随着公司的稳步发展,公司EBITDA保持稳定,2011~2013年分别为9.86亿元、9.99亿元和9.81亿元。由于公司债务规模有所下降,公司全部债务/EBITDA波动中有所降低,2013年为2.93倍;EBITDA利息倍数波动中有所上升,2013年为8.68倍。公司EBITDA对利息保护程度较好。总体看,公司整体偿债能力强。

2013年5月和2014年7月,公司分别发行额度4亿元、期限2年的中期票据“13扬农MTN1”和额度10亿元、期限1年的短期融资券“14扬农CP001”,“13扬农MTN1”和“14扬农CP001”(以下简称“存续债券”),均在2015年到期,金额合计14亿元。截至2014年3月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为48.91%、

38.64%和10.55%，“14扬农CP001”发行后,上述指标分别上升至53.44%、45.07%和10.55%。

截至2014年3月底,公司现金类资产为33.84亿元,为存续债券的2.42倍,2013年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为存续债券的5.31倍和0.37倍,公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较高。

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;公司在上海证券交易所上市(600309),公司直接融资渠道畅通。

4. 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(机构信用代码:G1032100200085500S),截至2014年5月17日,公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

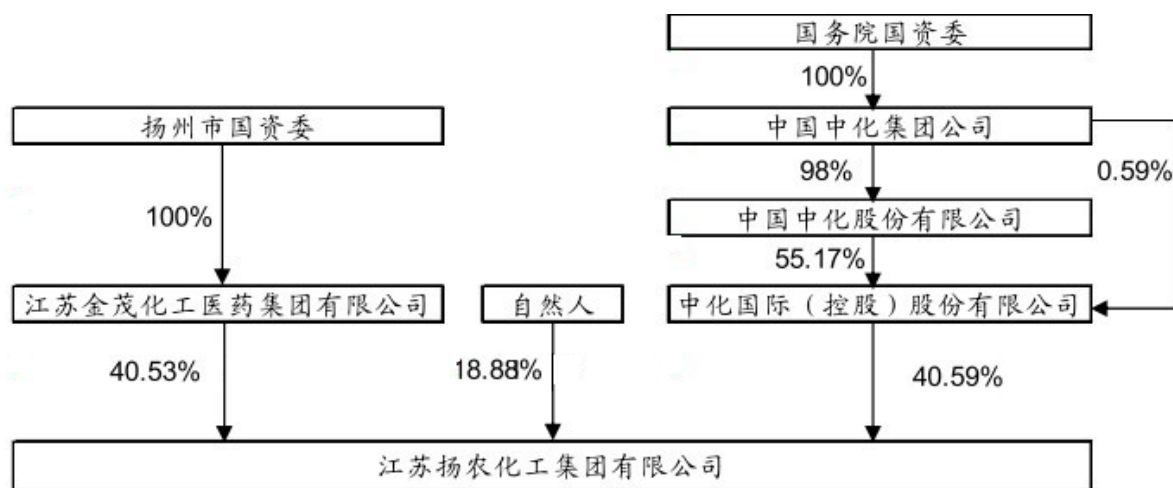
5. 抗风险能力

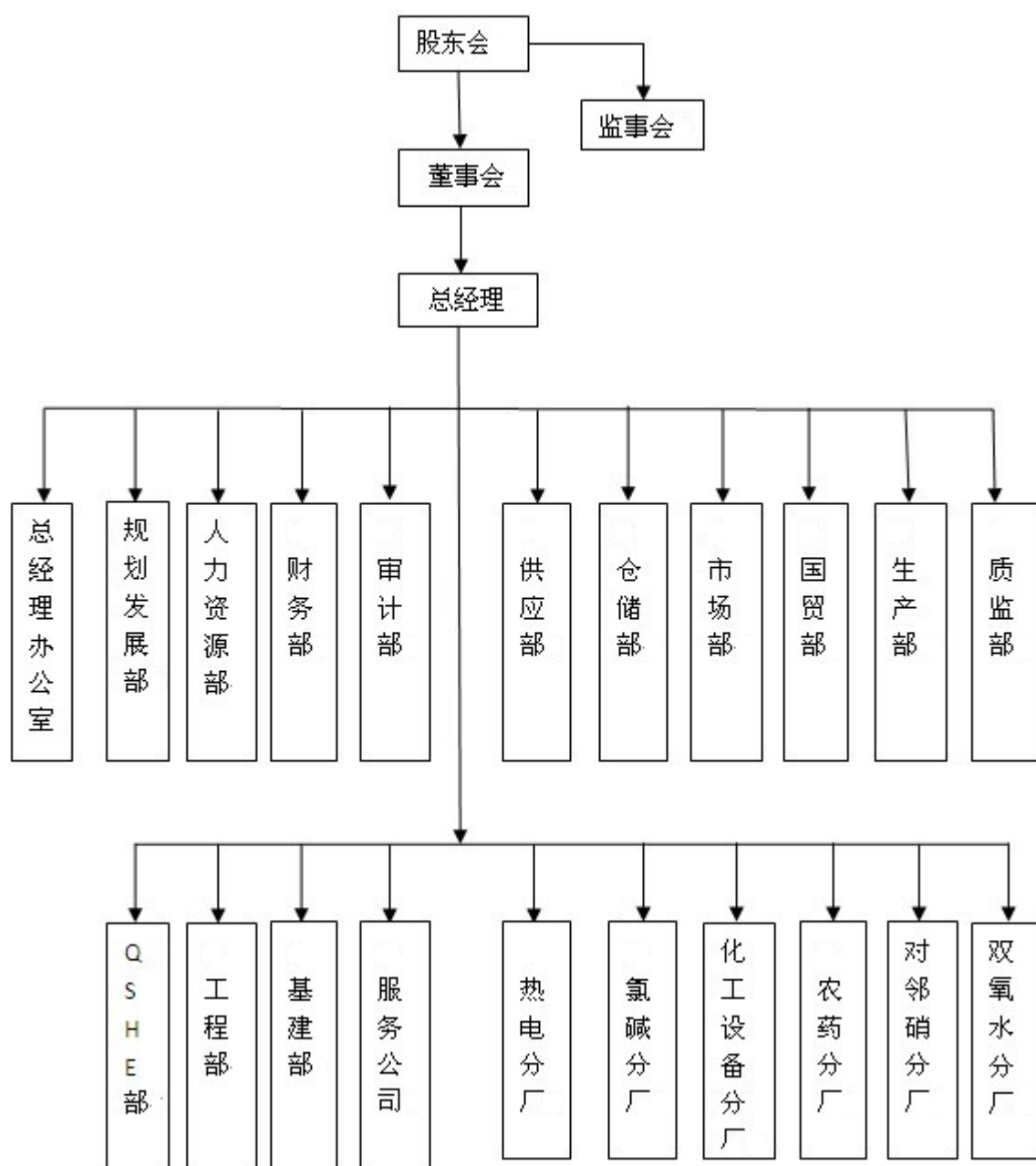
公司是中国综合性化工生产企业,涵盖农药和基础化工领域,产品种类丰富、公司主要产品工艺技术先进、具备良好的市场知名度和较高的市场占有率,同时多元化的产品格局有利于公司分散单一产品市场波动风险。公司收入及利润规模逐年稳定增长,盈利能力稳定中有所提升。另外中化国际股份的入驻有助于提升公司综合管理能力及获得必要的销售渠道、资金支持。综合来看,公司整体抗风险能力强。

九、结论

综合考虑,联合资信维持江苏扬农化工集团有限公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,维持“13扬农MTN1”AA的信用等级,并维持“14扬农CP001”A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图





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	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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