

信用等级公告

联合[2012] 221 号

联合资信评估有限公司通过对江苏华昌化工股份有限公司信用状况进行综合分析和评估, 确定

江苏华昌化工股份有限公司
主体长期信用等级为
A⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十月三十一日

评级业务专用章

江苏华昌化工股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: A⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2012 年 10 月 31 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 6 月
资产总额(亿元)	32.84	33.57	37.63	39.43
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	13.03	13.13	13.93	14.04
长期债务(亿元)	1.40	0.25	0.15	0.00
全部债务(亿元)	15.46	15.42	16.25	19.55
营业收入(亿元)	23.51	32.77	41.22	20.16
利润总额(亿元)	-1.30	0.13	0.99	0.11
EBITDA(亿元)	1.17	2.86	3.99	--
营业利润率(%)	2.87	6.31	9.31	7.18
净资产收益率(%)	-7.67	0.80	5.76	--
资产负债率(%)	60.34	60.88	62.98	64.39
全部债务资本化比率(%)	54.28	54.01	53.84	58.21
流动比率(%)	58.29	57.60	62.41	66.76
全部债务/EBITDA(倍)	13.22	5.39	4.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.42	3.81	4.43	--

注: 2012 年上半年财务数据未经审计。

分析师

姚德平 胡岩

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(以下简称“联合资信”)对江苏华昌化工股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为江苏省内主要的化工企业,在生产规模、技术水平、区域环境等方面具有的比较优势,同时,联合资信也关注到行业竞争激烈、原材料及产品价格波动较大等因素对公司生产经营和财务状况带来的不利影响。

2011 年,由于行业景气度回升,公司主要产品价格向好,盈利能力有所改善。但 2012 年受宏观经济影响,公司利润有所收缩。公司的募投项目陆续投产,有望给公司带来新的利润增长点。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司地处中国长三角地区,区域经济发达,下游需求旺盛,且公司建有自备内河码头连接京杭大运河和长江,运输成本低且方便快捷,区位优势明显。
2. 公司旗下科研机构较多,设备技术在国内处于先进水平,技术储备为公司提高生产效率、丰富产品体系奠定了坚实的基础。
3. 在苏浙沪区域市场,公司氮肥和纯碱生产规模都处于领先地位,具有一定的规模优势。
4. 在国家取消优惠电价后,公司自备电厂生产的电力将有较明显的优势,有利于公司降低生产成本。

关注

1. 化工行业周期性明显,原材料及产品的价格波动大,对公司盈利稳定性带来不利影响。
2. 公司所在地区煤炭资源相对匮乏,生产所

需的煤大部分需要从外地采购，较高的煤炭价格增加了公司生产经营成本。

3. 公司盈利能力一般，短期债务规模大、占比高，债务结构有待改善。
4. 公司投资规模大，存在一定的融资压力，非公开发行股票计划仍有不确定性。

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）与江苏华昌化工股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江苏华昌化工股份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，未因江苏华昌化工股份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华昌化工股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏华昌化工股份有限公司主体长期信用等级自 2012 年 10 月 31 日至 2013 年 10 月 30 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

江苏华昌化工股份有限公司(以下简称“公司”)是经江苏省人民政府苏政复[2004]18号文批复同意,由张家港市华源化工有限公司(“华源化工”)整体变更设立的股份公司。公司于2004年2月27日在江苏省工商行政管理局注册登记成立。

公司前身为成立于1970年的沙洲化肥厂,1979年12月更名为国营沙洲化肥厂,1986年12月更名为国营张家港市化肥厂。1999年11月,经张家港市经济体制改革委员会批准,在原国营张家港市化肥厂的基础上改制设立张家港市华源化工有限公司。2003年12月,华源化工股东会一致同意将华源化工整体变更为股份有限公司。2004年2月公司名称变更为江苏华昌化工股份有限公司。2008年7月,公司在深圳证券交易所上市(证券代码:002274)。

截至2012年6月底,公司注册资本为2.61亿元。截至2012年6月30日,苏州华纳投资股份有限公司(“华纳投资”)持有公司41.25%的股份,为公司的控股股东。华纳投资的股东为167个自然人,各自然人股东的持股比例为0.01%~7.35%不等,任意单个华纳投资股东均不能控制华纳投资。截至2012年6月底,公司未发现华纳投资自然人股东之间存在一致行动的协议或安排,公司无实际控制人¹。

公司的经营范围包括:化工原料、化工产品、化肥、自产蒸汽和热水、煤炭销售等。公司的主要产品包括:复合肥、尿素、纯碱、合成氨、氯化铵、甲醇等。

截至2011年底,公司下设财务部、总经办、生产管理部等15个部门、2个分厂以及3家分公司。

截至2011年底,公司(合并)资产总额为37.63亿元,所有者权益合计为13.93亿元(其中少数股东权益0.02亿元);2011年公司实现营业收入41.22亿元,利润总额0.99亿元。

截至2012年6月底,公司(合并)资产总额为39.43亿元,所有者权益合计为14.04亿元(其中少数股东权益0.01亿元);2012年1~6月公司实现营业收入20.16亿元,利润总额0.11亿元。

公司住所:张家港市金港镇保税区扬子江国际化学工业园南海路1号;公司法定代表人:朱郁健。

二、宏观经济和政策环境

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。而受前期内外终端需求扩张影响,制造业投资在2011年一直保持高速增长,在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下,导致工业产成品库存在趋势上持续上升,2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。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%。2011年,中国全年货物运输总量369亿吨,比上年增长13.7%。货物运输周转量159014亿吨

¹ 详情见公司2012年半年报“实际控制人情况”。

公里，增长 12.1%。

2012 年上半年实现国内生产总值 22.7 万亿元，同比增长 7.8%，增幅比上年同期回落 1.8 个百分点。其中二季度同比增长 7.6%，增速比上季度回落 0.5 个百分点，环比增长 1.8%。根据国家统计局发布的最新统计数据，2012 年 1-8 月，固定资产投资（不含农户）217958.07 亿元，同比增长 20.2%。其中，东部地区投资 103988.31 亿元，同比增长 20.2%；中部地区投资 60090.23 亿元，同比增长 25.3%；西部地区投资 52375.59 亿元，同比增长 23.8%。2012 年 1-8 月，全社会货物运输量 261.06 亿吨，同比增长 11.5%；货物运输周转量 110199.09 亿吨公里，同比增长 9.7%。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 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。2012 年上半年，全国财政支出增长前两位的为交通运输支出、住房保障支出，分别较上年同

期增长 44.1%和 36.4%。

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 1~7 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。根据 2012 年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至 2012 年 6 月底，中国广义货币供应量 M2 余额为 92.5 万亿元，同比增长 13.6%。人民币贷款余额同比增长 16.0%，比年初增加 4.86 万亿元，同比多增 6833 亿元。上半年社会融资规模为 7.78 万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 7.06%，比 3 月份和年初分别下降 0.56 个和 0.95 个百分点。

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的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

公司的主业涵盖化肥和纯碱两个行业，主要产品包括复合肥、尿素、纯碱、合成氨、氯化铵、甲醇等。其中复合肥、纯碱、氯化铵是公司主要的利润来源。

1. 化肥行业（尿素及复合肥）

尿素属于高浓度氮肥（含氮量 46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

近年国际和国内良好的市场环境刺激了尿素企业固定资产投资，造成中国产能的大幅增长。根据中国氮肥工业协会的统计数据，截至 2010 年底，中国尿素实物产能达到约 6700 万吨，中国目前是世界上最大的尿素生产国。2008 年，受下半年金融危机向实体经济蔓延的影响，尿素行业景气程度有所下滑，全年共生产尿素 2591.20 万吨（折纯氮），较上年仅增长 4.24%。2009 年，伴随着宏观经济于下半年的强劲反弹，中国尿素产量达 2932.40 万吨（折纯氮），市场形势显著回暖。2010 年在生产成本上升、市场需求的萎缩和出口受限的共同作用下，中国尿素产量为 2516.30 万吨（折纯氮），出现了近年来的首次下降。2011 年，中国尿素产量出现反弹，全年产量达 2656.73 万吨（折纯氮）。

表 1 2006~2011 年中国尿素产量（折纯氮）

年份	产量(万吨)	出口量(万吨)	出口占比
2006	2232.63	137.00	6.14%
2007	2485.70	525.21	21.13%
2008	2591.20	436.00	16.83%
2009	2932.40	335.29	11.43%
2010	2516.30	702.27	27.91%
2011	2656.73	355.90	13.40%

资料来源：Wind 资讯

持续的产能扩张造成了中国尿素行业市场集中度低、规模偏小、竞争激烈的不利局面。据中国石油和化学联合会的数据，截至 2011 年底，中国肥料制造工业企业达 2048 家。产业集中度低带来了市场竞争无序、平均成本过高等问题，加剧了尿素企业对上游原料的争夺、削弱了其原料和产品议价能力。

表 2 2011 年部分上市公司尿素产能情况

序号	名称	尿素产能 (万吨/年)	资源类型
1	中海石油化学	184	气头
2	泸天化	160	气头
3	辽通化工	152	气头
4	鲁西化工	160	煤头
5	湖北宜化	210	煤头
6	华鲁恒生	150	煤头
7	兰花科创	120	煤头
8	四川美丰	140	气头
9	云天化	78	气头
10	赤天化	70	气头

资料来源：各公司公告，联合资信整理

原料与需求

上游原料方面，天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。中国尿素生气企业中以天然气为原料的约占 26%，以煤炭为原料的约占 62%，以石油为原料的约占 12%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007 年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定的天然优势，原料供应保障能力良好。

下游需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为 10%左右）和对外出口。由于中国农业生产的小型化、分散化，所以农户对于产品的议价能力较弱；各地的分销商也由于区域分割的限制难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受尿素行业产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，议价能力被削弱。

尿素出口

由于产业梯次转移的作用和产品定价的市场化，导致欧、美、东南亚等众多国家地区尿素产品供不应求，价格偏高，由此也给产品出口带来了巨大的利润空间。2005 年起国家对出口采取限制政策，所以尿素出口一度受到明显的抑制。2007 年，受成本上升的推动，国际市场尿素价格大幅提高至 415 美元/吨左右，内外价差导致尿素出口飙升，并带动国内市场尿素价格的大幅攀升。2008 年尿素出口旺盛势头不减，上半年中国共出口尿素近 400 万吨；但下半年，受国际金融危机和原油价格急剧下滑的影响，国际市场尿素价格持续下跌，显著抑制了国内产品的出口规模（仅为 58.40 万吨）。2009 年，由于国际市场需求持续低迷，中国尿素出口仅实现 335.3 万吨，同比下滑 23%。到了 2010 年，国际市场上尿素的需求出现大幅回暖，中国尿素出口增幅达到 109.45%，为 702.27 万吨（折纯氮）。2011 年，尿素及磷酸二铵出口关税政策发生调整，基本确定为：7~10 月份为淡季，税率执行 7%；其余时间为旺季，执行 110%；从 2010 年 12 月 1 日起执行。其中，尿素基准价为 2100 元/吨；磷铵基准价为 3400 元/吨。如果尿素离岸价超过 2100 元人民币/吨的基准价，磷铵离岸价超过 3400 元人民币/吨的基准价；税率按照：税率=（1.1-基准价/出口人民币价）*110%进行计算征收出口税。受关税政策调整的影响，2011 年，中国进口尿素 2052 万吨，同比下降 84.5%，出口尿素 355.88

万吨，同比下降 49.3%。

综合看，尿素产业内部竞争较为激烈，同时还面临着上游资源供应瓶颈和下游非市场化定价的双重挤压，竞争环境比较激烈。在这种情况下，能否拥有稳定的原料供应、较强的成本控制能力和销售能力就成为尿素生产企业经营过程中的关键要素。

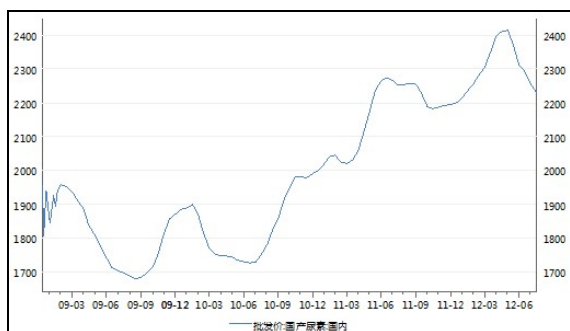
价格走势

化肥是农资产品的重要组成部分，占农业生产成本的 25%左右，国家为鼓励农业生产，保障农民利益，2006 年以来持续对国内市场部分化肥生产企业实行限价调控，出厂价格上限为 1725 元/吨。2009 年，尿素价格市场化改革迈出重要一步，根据发改价格[2009]268 号文，自 2009 年 1 月 25 日起，国产化肥出厂价格由政府指导价改为市场调节价。随着化肥出厂限价政策的取消，大型化肥生产企业的定价话语权和产品的附加值优势将得到体现。

市场价格方面，自 2007 年下半年开始，由于国际市场的带动效应，中国市场尿素价格出现强劲反弹，至 2007 年底超过 1900 元/吨，至 2008 年 4 月，中国市场尿素价格已达 2100 元/吨；但 2008 年下半年，受国际市场尿素价格大幅下降影响，国内尿素价格明显回落，至 2009 年初，销售价格已下滑至 1600 元/吨左右；2009 年下半年，受国内经济复苏、原油价格上涨、天然气供应紧张等多重因素影响，国内尿素市场价格有所回升，至年底基本维持在 1800 元/吨，尿素生产企业的经营压力得到显著缓解。2010 年上半年，原料供应短缺致使市场上货源不多，且由于北方天气持续寒冷，南方干旱，农业需求延期，原料煤炭价格随市而跌，国内尿素价格震荡走低。年中 5 月价格触底，至 7 月，受华东、华北、华中地区玉米追肥需求的增加，国内尿素市场出现上涨之势。8 月份起，受益于国际尿素价格大涨，出口订单大幅增长，尿素价格持续上涨。9 月份以后，受到国家节能减排的影响，尿素产量大幅下降，价格继续上涨，至 10 月份，华东、华中和华北等各厂家

的主流价格在 1900~1990 元/吨，个别成交出现 2000 元/吨以上。后由于受到 12 月 1 日执行 110%旺季关税的消息传言的影响，尿素价格出现下滑趋势，厂家开始下调价格从 2000 元/吨下调至 1980 元/吨，实际成交在 1950~1980 元/吨，下游接货仍不理想。进入 2011 年，国内尿素价格维持小幅稳步上涨的趋势。全年尿素价格均在高位运行。

图 1 尿素价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

复合肥是指氮、磷、钾三种养分中，至少有两种养分标明量是由化学方法或掺混方法制成的肥料。

中国的复合肥行业起步较晚，上世纪八十年代中期才有少量复合肥料开始投放市场。经过二十多年的发展，国产复合肥在技术水平、产品质量方面达到或接近国际先进水平，在质量和数量上目前已基本可以满足市场需要，并自 2007 年起成为复合肥净出口国。

据中国磷肥工业协会统计，2010 年 65 家重点企业复合肥的产量为 3030.82 万吨（实物量）。

表 3 近年来中国化肥产量（折纯）统计（万吨）

类别	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
化肥总产量	5769	6706	6620	6027
氮肥产量	4263	4864	4521	4179
其中：尿素产量	2654	2932	2516	2657
磷肥产量	1214	1480	1701	1462
钾肥产量	291	363	397	386

资料来源：联合资信整理

近年来，由于复合肥行业受到国家政策的

大力扶持，且进入的资金门槛比较低，行业产能迅速扩张。截至 2010 年底，国内取得复混肥生产许可证的企业有几千家，国家发放的生产许可证有 4400 多个，预计生产能力超过 2 亿吨，但平均规模不足 5 万吨。复合肥行业整体呈现集中度不高、竞争较为分散的态势。

为了推动复合肥行业的健康发展，中国石油和化学工业协会制定的《石油和化工产业结构调整指导意见》指出，鼓励企业实施兼并重组，提高产业集中度。争取到 2015 年，复合肥前 10 名企业的产量比例提高到 50%以上。

2. 纯碱行业（纯碱和氯化铵）

（1）行业概况

截至 2010 年底，中国纯碱生产企业有 44 家，其中，生产能力达到或超过 60 万吨/年的企业有 14 家（能力在 30~60 万吨/年之间的企业有 9 家，能力在 30 万吨/年以下的企业有 21 家），其中，生产能力居前十位的纯碱企业产能合计占全国总产能的 62%。“十一五”期间，中国纯碱产能年均递增约 9.4%。到 2010 年底，中国纯碱产能已达到 2430 万吨，约占世界总产能的 41%。2010 年中国纯碱产量为 2029 万吨，约占世界总产量的 42%。

表 4 近年来中国纯碱和氯化铵产量（万吨）

名称	项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
纯碱	产能	1850	2100	2430	*2700
	产量	1831	2001	2029	2303
氯化铵	产量	860	937	915	1100

资料来源：联合资信整理。*数据为联合资信估算。

纯碱绝大部分用于工业，小部分为民用。在工业用纯碱中，主要是轻工、建材、化学工业，约占 2/3；其次是冶金、纺织、石油、国防、医药及其它工业。玻璃工业是纯碱的最大消费部门，每吨玻璃消耗纯碱约 0.20 吨。房地产需求则占到玻璃全部需求的 60%以上。

从制造工艺上分，纯碱可分天然碱法、氨碱法、联碱法三种制造工艺，后两种方法为化学合成方法。国内氨碱法、联碱法、天然碱法

的产能比例大致为 58%: 38%: 4%。氨碱法与联碱法主要的区别在于: (1) 氨碱法的主要产品为纯碱, 但同时可能产生较多含有多种离子的废弃物, 如何综合利用废弃物, 减少其对环境造成的危害, 是摆在氨碱法生产企业面前的严峻课题; 联碱法主要产品为纯碱和氯化铵 (1 吨纯碱联产 1 吨氯化铵), 相应产生的废弃物较少, 环境友好方面较氨碱法要好。(2) 两种方法中循环使用的物质不同, 因此原料的利用效率不同。氨碱法中, 合成氨循环使用, 利用效率较高, 相应原盐的利用效率低 (70%左右), 因此多建在原盐供应较充分的地方; 联碱法中原盐的使用效率较高 (98%以上), 合成氨的利用效率较低, 因此联碱装置多建在合成氨供应充分的地方, 多与煤头合成氨装置联建。(3) 从产能分布情况来看, 联碱法装置规模普遍较小, 但由于把制碱和制氨的生产联合起来, 省去了石灰石煅烧产生 CO_2 和蒸氨的设备, 从而大大节约了投资成本, 提高了经济效益。

截至 2010 年底, 国内 30 家主要氯化铵生产企业的产能合计 1058 万吨/年。2011 年全国氯化铵产量约为 1100 万吨。

工业上氯化铵主要用于电镀、染纺、鞣革、医药等行业, 农业上则直接用作氮肥或制造复混肥料。公司采用联合制碱工艺生产氯化铵。氯化铵是联碱法生产纯碱的副产品, 是一种优质的速效氮肥, 含氮量 23.5~25.4%, 主要用于制造复混肥料 (复合肥料), 也可以直接施用。

(2) 价格走势

2008 年, 受金融危机扩散的影响, 国内纯碱市场变化可谓“高起低落”, 供求关系在一年内由上半年供不应求、三季度平稳运行到四季度急转为严重供过于求, 价格因此从 10 月中旬起到 11 月下旬从高位急剧下跌。

2009 年是近 10 年来纯碱行业最困难的一年, 全行业能力仅发挥 85.75%, 产量增量和增幅是近几年最小的一年, 纯碱价格逐月下降; 全行业亏损, 仅有个别企业保本微利。整个 2009

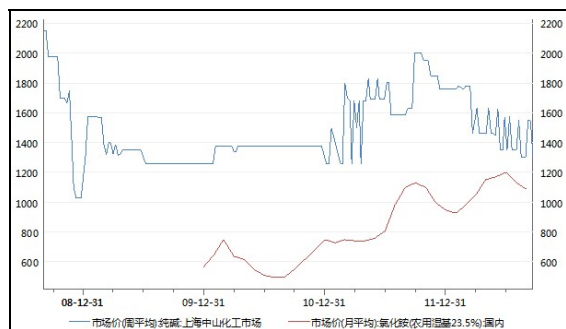
年受到产能过剩的影响, 国内纯碱价格一直维持在 2008 年底的水平上低位震荡, 进入 11 月份, 由于原油、煤炭等基础原料价格上涨, 加上出口量的增加, 国内纯碱的价格开始小幅度上扬, 但是上涨的力度不强, 基本上还是维持在 2008 年低价位上运行。

2010 年, 纯碱市场在经历了年初市场的低谷后在 4~8 月份开始了小幅回升的漫漫长路, 8 月份后国家节能减排政策的严厉执行开始, 导致纯碱、化肥等基础化工产品的大部分厂商停产、限产, 市场供应骤然下降, 市场上出现一货难求的局面, 高价轻质纯碱一度被推高到 2800 元/吨的高位。随着 11 月底减排目标的提前实现, 减排政令退出, 纯碱厂商积极复产和扩大产能, 市场价格在 11 月底开始急剧下滑, 市场报价几近回落到 8 月份之前的水平。由于市场报价大跌, 市场观望情绪弥漫, 下游购买乏力, 厂商开始限产保价, 至 12 月中旬以后价格才开始有所回升。

2011 年以来, 在国家保障房建设不断扩大的大背景下, 纯碱整体需求稳定, 但市场价格波动剧烈。2011 年一季度整体价格呈现先盘稳后下跌、继而拉涨小幅上调的走势。年前纯碱企业实行一贯的清库以及调整自身装置开工率以保证纯碱价格, 但节后随着装置负荷的提升企业库存压力随之而来, 加上新增产能节后纷纷释放, 纯碱价格出现区域性的走跌, 继而影响到全国各地市场。为了阻止纯碱持续下滑, 各片区陆续召开限产保价会议。3 月份以来, 受成本推升和纯碱出口旺盛以及下游企业人员到位、开工率提升、采购量加大的带动, 中国纯碱价格低端反弹, 随着纯碱协会严厉的限产保价措施的实施, 纯碱企业库存逐步得到消化。二季度开始纯碱市场整体呈现稳中小幅上行的趋势。国内大部分纯碱企业多持“限产保价”的态度, 产品市场报价出现了大幅度攀升。后续电煤气能源供应紧张, 特别是华东、华中部分地区 5 月初相继限电, 导致纯碱工厂开工不足, 产量递减。同时西南地区天然气供应严重

不足，厂家开工率一直不高，整个市场纯碱产出减少，流通环节资源偏紧。加之大厂集中检修，在此货源供应紧张的情况之下，纯碱市价上扬。之后大部分企业开工基本恢复正常，纯碱市场又出现下滑趋势。三季度中国纯碱市场呈现先下跌后盘稳再下跌的“台阶”走势。国内轻质碱市场需求持续疲软，在库存压力下，市场低价频现。进入 8 月时，部分纯碱厂家继续响应行业“限产”措施，控制装置开工，且有部分厂家有检修计划。市场货源量相对减少，厂家出货情况略有好转，大部分地区纯碱行情走势逐渐趋于平稳。四季度国内大厂检修基本结束，且 11 月份徐州丰城和陕西兴化共有近 90 万吨纯碱装置计划投产，市场货源总量开始呈上升趋势，但是下游多个行业需求都略显一般，加之出口方面也无好转迹象出现，整体表现一般。2012 年，春节前的备货行情推动纯碱价格一路走高，但节后由于企业库存压力增大，3 月下旬之后纯碱价格连续下滑，国内纯碱企业经营状况每况愈下，尤其是氨碱厂家，亏损严重。2012 年二季度，轻碱出厂价格平均在 1150 元/吨，氯化铵出厂价格在 1130-1150 元/吨区间徘徊，行业整体微利。

图 2 纯碱和氯化铵价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、化工在线

氯化铵方面，2008 年 9 月份之后，氯化铵价格一路走低，最低下跌至 500 元/吨左右。2010 年上半年，由于天气原因，终端总体用肥量减少，导致化肥市场低迷，氯化铵市场低位运行，一直延续到 8 月才有所改观，由于通胀预期升温刺激农资产品价格上涨，市场才出现转机，

市场逐步向好发展，随后节能减排、控价政策出台、尿素关税调整等一系列宏观面的影响，使联碱企业在下半年被动承受行情的起起落落。2010 年下半年市场行情好于上半年，纯碱及氯化铵价格保持在较高水平，联碱企业也开始扭亏为盈。2011 年在外部需求明显增长的情况下，纯碱及氯化铵的价格水平明显回升，各纯碱和氯化铵厂商的盈利能力大幅回升。

（3）行业前景

2010 年 5 月 1 日，工业与信息化部发布《纯碱行业准入条件》。根据该条件，中、东部地区，西南地区不再审批新建、扩建氨碱项目；西北地区不再审批新建、扩建联碱项目。条件还规定，新建、扩建纯碱项目应符合下列规模要求：氨碱厂设计能力不得小于 120 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 80%。联碱厂设计能力不得小于 60 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 60%，必须全部生产干氯化铵。天然碱厂设计能力不得小于 40 万吨/年，其中重质纯碱设计能力不得小于 80%。准入条件的出台，对于控制新建纯碱项目的速度，避免重复建设，提高行业整体水平和综合竞争力，将发挥重要作用。

根据《中国纯碱行业“十二五”发展规划》，在“十二五”的前三年内，每年都将会会有 200 万吨以上的新增纯碱生产能力投入市场。预计到 2012 年底中国纯碱生产能力将达到 3000 万吨。随着新建联碱企业和搬迁及改扩建联碱企业的陆续投产，氯化铵的生产能力也将迅速增加，预计到 2012 年底，氯化铵的生产能力将超过 1500 万吨。与此同时，尿素、磷铵等氮肥的产能过剩情况不断加剧，挤压氯化铵市场，且氯化铵主要下游产品复混肥不断向高浓度复混肥方向发展，减少了氯化铵的使用量，这使氯化铵的销路越来越窄。因此，氯化铵问题将严重制约联碱的生存和发展。行业中期规划到 2015 年，控制纯碱生产能力在 3000 万吨以内，氯化铵生产能力在 1500 万吨以内。

2011 年 12 月 16 日，国务院税则委公布了

氯化铵和氮磷二元肥的出口特别关税和暂定关税政策，从 2012 年 1 月 1 日起执行。氯化铵出口淡季暂定关税 7%，但是旺季（1~6 月，11~12 月）出口特别关税增加 75%，达 82%。国家调高化肥出口特别关税税率，势必导致氯化铵、出口锐减，对 2012 年国内氯化铵市场造成重大影响，进而影响联碱企业的效益。

总体看，近几年中国纯碱生产能力增长迅速，产能过剩严重，企业竞争激烈，随着产能的进一步增加，行业内部、上下游之间的兼并重组将会取得新的进展。

3. 区域经济概况

公司位于江苏省境内，地方经济发达、经济运行情况良好，对公司经营产生了积极的影响。

江苏作为中国最富庶和经济最发达的地区之一，自改革开放以来，其经济增速年均达 16%。2011 年，江苏实现地区生产总值 4.86 万亿元，仅次于广东 5.3 万亿元，位居大陆第二，按可比价格计算，较 2010 年增长 11%，增幅高于全国平均增幅 1.8 个百分点，其中，第一产业增加值 3064.8 亿元，增长 4%；第二产业增加值 25023.8 亿元，增长 11.7%；第三产业增加值 20515.7 亿元，增长 11.1%。人均 GDP 首次突破 6 万元，按当年汇率计算，达到 9545 美元。

江苏省和常熟市地方经济发达，经济发展形势良好，江苏省地区生产总值增速超越中国经济增速 1.8 个百分点，对公司业务的发展提供了有利的外部环境支撑。

四、基础素质

1. 产权状况

公司为深圳证券交易所上市公司（证券代码：002274）。截至 2012 年 6 月 30 日，苏州华纳投资股份有限公司（“华纳投资”）持有公司 41.25% 的股份，为公司的控股股东；江苏华昌（集团）有限公司持有公司 19.41% 的股份，为公司第二大股东。华纳投资的股东为 167 个自然人，各自然人股东的持股比例为 0.01%~7.35% 不等，任意单个华纳投资股东均不能控制华纳投资。截至 2012 年 6 月底，公司未发现华纳投资自然人股东之间存在一致行动的协议或安排，公司无实际控制人（详见公司 2012 年半年报“实际控制人情况”）。

2. 企业规模与竞争力

公司是江苏省内先进的煤化工企业，主要产品包括氯基复合肥、尿素、纯碱、氯化铵、增效氮肥等肥料。公司主要的产品生产规模如下表所示。

表 5 公司主要产品生产能力

产品	设计产能 (万吨/年)	主要用途
复合肥	60	用于农作物肥料，广泛适用于水稻、三麦、玉米、油菜、大豆、花生、蔬菜、大蒜等作物。
纯碱	60	基本化工原料，广泛应用于玻璃、冶金、石油化工、纺织、无机盐、医药、合成纤维、化肥、造纸、食品工业和日常生活。
尿素	40	农用尿素不但可以做单一肥料，还可以与磷肥、钾肥等其它营养成分一起制成混合肥料和复合肥料。尿素还可以作为牛、羊等反刍动物的补充饲料。工业用尿素主要用于高聚物合成材料，还可以作为添加剂、软化剂、炼油脱蜡剂、林业的木材处理剂等，并且用于医药和试剂生产中，如酰脲、造影显影剂、止痛剂、漱口水、甜味剂等。
氯化铵	70	用作农作物肥料，适用于水稻、小麦、棉花、麻类、蔬菜等作物
合成氨	40	用于制尿素、铵态氮肥、纯碱以及硝酸，还可以用做制冷剂
甲醇	8	用作涂料、虫胶、油墨、胶粘剂、生物碱、醋酸纤维素、硝化纤维素、聚乙烯醇缩丁醛等的溶剂。也是制造农药、医药、塑料、合成纤维及有机化工产品如甲胺、甲醛、氯乙烷、硫酸二甲酯等的原料。其他用作汽车防冻液、金属表面清洗剂和酒精变性剂等。

资料来源：公司提供

2010 年，公司复合肥产量为 38.30 万吨，根据中国氮肥工业协会的统计数据，公司 2010 年复合肥产量在全国 33 家企业中处于第 8 名，在江苏省 16 家企业中处于第 5 名。2011 年公司复合肥产量为 49.62 万吨。

2010 年，公司合成氨产量为 41.78 万吨，根据中国氮肥工业协会的统计数据，在全国 244 家小氮肥企业中排第 23 位，在江苏 23 家小氮肥企业中排第 3 位；合成氨单位综合能耗，在全国排第 12 位，在江苏排第 2 位。2011 年公司合成氨产量为 41.52 万吨。

2010 年，公司纯碱产量为 60.22 万吨，根据中国纯碱工业协会的相关统计数据，公司 2010 年纯碱产量，在全国 50 家企业中排第 12 位，在采用同样工艺流程的 17 家企业中排第 2 位；纯碱单位综合能耗，在采用同样工艺流程的 17 家企业中排第一。2011 年公司纯碱产量为 63.08 万吨。

总体看，公司是江苏省内主要的化肥生产企业，企业规模在全国范围内排名靠前，具备一定的规模效应。

3. 技术水平

公司旗下建有企业院士工作站、企业研究生工作站、省级企业技术中心，公司与天津大学、江苏大学、华东理工大学等大学开展产学研合作，参与了多项产品行业标准的制定，拥有各类专利 9 多项，先后获得国家级科技奖项 12 项，并多次获江苏省、苏州市、张家港市科技进步各等级奖。

公司从 2004 年起开始进行新厂区的建设工作，2006 年底公司新厂区基本建设完成，在新厂区的建设过程中，公司根据需要，引进了国内比较先进的生产装置和工艺技术，生产条件和技术水平较高，且目前设备装置的成新率为 90%左右。

表 6 公司主要生产技术及所处阶段

序号	技术名称	技术内容	技术评价
1	煤制气氮肥生产装置清洁技术	在新建合成氨、尿素、热电等生产装置中，采用工厂用水总图运输实现清污分流和废液回收、造气污水处理零排放、全厂污水处理中水回用、半水煤气橡胶脱硫和变换气 DDS 脱硫-生化铁-碱溶液催化法气体脱硫、合成氨醇化流程副产甲醇、合成循环水使用双曲线冷却塔等一系列煤制气氮肥生产装置清洁生产技术。该技术获得中国氮肥工业协会科技进步一等奖。	国内先进水平
2	低热值造气炉渣沸腾燃烧技术	该技术可以将低热值造气炉渣经粉碎后，采用低热值造气炉渣沸腾燃烧技术，经沸腾锅炉燃烧产蒸汽供应系统生产使用，使造气炉渣实现资源化、减量化、再利用清洁生产。该技术获得中国氮肥工业协会科技进步二等奖。	国内先进水平
3	联碱淡液回收新技术	该技术将上海化工研究院“化肥生产装置含氨废水回收专利技术”移植到联碱装置含氨废水回收，公司与上海化工研究院共同开发联碱淡液回收新技术--将纯碱生产过程中的废液回收处理后的达标排放的残液，经过换热降温后，通过泵增压后，回纯碱生产系统作为工艺洗水使用。不但可以将原有达标排放的残液全部回收利用，而且可以大大地节约水资源。该项技术获得中国纯碱工业协会科技进步三等奖。	国内先进水平
4	变压吸附提氢生产加氢系列产品技术	采用变压吸附提氢生产加氢系列产品技术，将化肥生产装置过程中的弛放气、放空气经氨回收装置回收氨后，再经变压吸附装置提取高浓度的氢气，转化为下游高附加值的加氢系列产品。	国内先进水平
5	中水回用技术	采用中水回用技术，将煤造气污水处理检修时的系统水和化肥生产装置正常生产过程中的达标排放工艺废水，集中进行生化处理，经处理后的中水回化肥生产装置作为补充用水。	国内先进水平
6	尿素深度水解技术	采用尿素深度水解技术，将尿素淡液经中压深度水解后的达标排放的残液，经处理后作为锅炉给水补充至锅炉系统。不但可以将原有达标排放的残液全部回收利用，而且可以大大地节约水资源，达到了循环经济。	国内先进水平
7	化肥生产装置所放空气回收作燃料产蒸汽技术	采用余热回收技术，将化肥生产装置所有放空气收集至气柜，送至余热锅炉作燃料产蒸汽供系统生产使用，既实现了循环经济，又大大地节约了能源。	国内先进水平

8	变换气外冷碳化塔制碱清洗工艺技术	采用变换气外冷碳化塔制碱，其清洗工艺在国内同行业首家应用。	国内先进水平
9	热电联产技术	煤造气系统排出的炉渣粉碎后与烟煤按比例混合进入循环流化床锅炉，产 5.4Mpa 蒸汽供汽轮机，驱动发电机发电，汽轮机抽出的 2.5Mpa 蒸汽供系统生产使用，发电机发出来的二次炉渣作为水泥厂的原料出售或作为新型建材原料，达到热电联产、蒸汽梯级利用，实现了资源化、减量化、再利用的清洁生产之目的。此项技术的创新点是将造气系统排出炉渣用到发电锅炉，并做到热电联产、蒸汽梯级利用。	国内先进水平
10	超临界水氧化技术	利用超临界水的特殊性使有机物和氧化剂在超临界水中迅速发生均相氧化反应来彻底分解有机物的新型氧化技术，拥有 13 项发明专利。	国内先进水平

数据来源：公司提供

总体看，公司旗下科研机构较多，产品技术在国内处于先进水平，技术储备为公司提高生产效率、丰富产品体系奠定了坚实的基础。

4. 区位优势

公司地处中国长三角地区，交通方便，紧靠长江，建有自备内河码头连接京杭大运河和长江，运输成本低且方便快捷。而苏浙沪三地是中国工农业相当发达的地区，工业化程度较高，对合成氨、化肥和纯碱的使用量较大。苏浙沪三地对商品合成氨的年需求量约 60 万吨、尿素年需求量 500 万吨、纯碱年需求量约 400 万吨，江苏及附近地区的生产企业还不能满足本地区的需求，因此，需要外地合成氨、尿素和纯碱等的输入才能满足要求。相对于区域外的竞争者，公司由于地理位置贴近市场，且周边铁路、公路和水路纵横贯通，在同等成本条件下，较低的运输成本增强了公司产品在市场上的竞争能力。在苏浙沪的区域市场上，公司氮肥和纯碱的生产规模则都处于规模领先的地位。公司的生产规模使得公司在区域内具有较强的竞争优势。

5. 人员素质

公司董事长朱郁健先生，61 岁，高中学历，高级经济师。历任张家港市化肥厂原料车间副主任、供销科副科长、科长、副厂长、江苏华昌（集团）有限公司副总经理、党委副书记、董事长、总经理、党委书记，张家港市华源化工有限公司董事长。现任公司董事长。

公司总经理胡波先生，50 岁，大学学历，高级工程师。历任湖南省资江氮肥厂生产调度

员、工程师，江苏华昌（集团）有限公司车间主任、副总工程师、供销公司经理、总经理助理、副总经理，张家港市华源化工有限公司总经理。现任公司董事、总经理。

截至 2011 年底，公司共有在职员工 2740 人。从学历来看，本科学历及以上学历者占 7.92%，大专学历者占 15.18%，中专及以下学历者占 76.90%；从岗位构成来看，生产人员占 82.12%，销售人员占 7.45%，技术人员占 2.85%，财务及行政人员占 7.59%。

总体来看，公司高管人员大多具有多年行业内技术人员从业经历，管理经验丰富；公司职工专业构成合理，符合行业特征。

五、管理体制

1. 法人治理结构

公司是深圳证券交易所的上市公司。公司按照《公司法》、《证券法》和中国证监会有关法规的要求，逐步建立了现代企业制度，完善了法人治理结构。公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划，审议批准公司年度财务决算、财务预算方案和利润分配方案，对变更公司形式、合并或分立、注册资本增减以及重大资产交易（包括重大关联交易）、特定担保事项拥有决定权。董事会是公司股东大会的执行机构，拥有决定公司的经营计划和投资方案、决定公司内部管理机构设置、聘任总经理等职权。在股东大会的授权范围内，决定公司对外投资、收购出售资产、资产抵押、对外担保事项、委托理财、关联交易等事项。监

事会是监督机构，对股东大会负责。拥有检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督的职权。为了保证公司三会各负其责、各尽其职，本公司根据《公司法》、《公司章程》等相关规定，制定了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》和《监事会议事规则》，明确了三会的职权分级体系和议事程序，规定了关联股东、关联董事回避制度。

公司董事会设立了战略、提名、审计、薪酬与考核四个专门委员会。战略委员会的职能是对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并向董事会提出建议。提名委员会负责研究董事、总经理人员的选择标准和程序并提出建议，广泛搜寻合格的董事和总经理人员的人选，对董事候选人和总经理人选进行审查并提出建议。审计委员会对公司的内部控制制度及运行、公司的财务信息及其披露、公司的内部审计制度及实施负有监督之责，并有向董事会提议聘请或更换外部审计机构的职权。薪酬与考核委员会的主要职能是研究董事与总经理人员考核的标准、董事和高级管理人员的薪酬政策与方案，对董事与总经理进行考核并提出建议。

2. 内部管理

公司根据国内内控法律法规《中华人民共和国会计法》、《企业内部控制规范》、《上市公司内部控制指引》，建立了明确的内部控制体系建设目标。

公司建立了《会计、财务制度》、《内部审计工作制度》、《安全生产管理制度》、《关联交易决策制度》、《对外担保决策制度》、《对外投资管理制度》、《募集资金管理办法》、《人力资源管理制度》、《岗位职责》等有效的财务、投资、人力资源、行政保障、激励约束等制度。

投资管理方面，公司规定对外投资实行专业管理和逐级审批制度；公司董事会为公司对外投资的决策机构，其他任何部门和个人无权做出对外投资的决定；公司董事会战略委员会，负责对新的投资项目进行信息收集、整理和初

步评估，经筛选后建立项目库，提出投资建议；公司设发展部，承办董事会战略委员会对外投资事项，为公司对外投资管理部门。

担保管理方面，公司的《对外担保决策制度》中明确规定子公司对外担保限额、公司对外担保总额、担保对象、单笔担保金额等事项，以及就担保的成立、审批手续、担保责任、日常管理等事项作了详细规定。

经营风险控制方面，发行人风险控制制度主要分为安全生产和环保风险控制方面。公司属化工行业，生产过程中的原料气体为易燃、易爆气体，部分生产工序为高温、高压环境。同时，在生产过程中存在着不同程度的环境污染和污染治理问题。因此，公司建立了一整套环境保护和治理制度，“三废”的排放符合国家和地方环境质量和排放标准。具体管理制度主要体现在《安全生产管理制度》、《环境保护管理制度》。

公司财务、投融资、资金等管理方面。（1）融资管理：公司对子公司资金实行统一管理，按年、季、月各子公司上报资金使用计划，公司财务部根据汇总的资金计划，比对各银行授信，编制筹资计划，报董事会审议通过后实施。

（2）担保管理：公司为控股子公司以外的企业提供担保必须事先经公司董事会或股东经股东大会批准。董事会审议公司为他人债务提供担保事项的，除须经公司全体董事过半数同意外，还须经公司全体独立董事三分之二以上同意并出席董事会会议的三分之二以上董事同意方可通过。对于重大事项的担保，需经股东大会批准。（3）重大投资管理：公司对外投资必须事先做好可行性研究报告，经总经理办公会研究后，报经董事会审议通过。对于重大投资行为则组织有关专家、专业人员进行评审，并报股东大会批准。公司控股的子公司对外投资，子公司需将拟对外投资的可行性研究报告提交公司总经理办公会研究同意后，方可对外实施投资，子公司最终形成的董事会或股东会决议需报公司备案。未经公司批准，任何子公司不

得以任何形式对外投资。(4) 资金管理：公司已建立资金管理中心和建设电子信息化的资金管理系统，对子公司资金进行监控和管理。

总体来看，公司法人治理结构较为完善、运作流程规范，各项管理制度完善。

六、经营分析

1. 经营现状

公司的主要产品包括复合肥、尿素、纯碱、合成氨、氯化铵、甲醇等。其中复合肥、纯碱、氯化铵是公司主要的利润来源。

表 7 2009~2012 年 6 月公司营业收入情况（单位：万元，%）

产品名称	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~6 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	主营业务收入	毛利率	营业收入	毛利率
复合肥	71284.30	12.00	73556.21	10.03	116761.09	11.26	45370.39	15.73
尿素	54187.76	3.07	44380.80	-3.06	16703.99	-1.13	10647.50	7.21
纯碱	50237.17	-18.02	75744.21	7.99	94584.35	8.65	38889.32	-18.30
合成氨	3024.79	-2.32	16051.74	11.83	14205.88	13.50	7189.25	13.46
氯化铵	26176.25	33.78	30736.70	23.22	40428.05	39.30	29384.25	50.36
甲醇	9724.87	-41.21	14816.14	-14.90	15213.09	-22.13	8827.38	-18.87
外购商品化肥	18557.07	1.67	67399.17	1.77	108160.21	2.37	51551.40	1.30
其他	1877.19	28.36	4965.95	12.33	4357.35	5.41	9702.36	-8.08
合计	235069.41	2.88	327650.94	6.32	410414.01*	9.35	201561.85	7.33

资料来源：公司年报。注：*2011 年数据为主营业务收入数据。

从收入构成来看，2009~2011 年，公司复合肥产品营业收入年均增长 27.98%，在公司营业收入中的比重波动较大，2011 年所占比重为 28.45%。2009~2011 年，公司外购商品化肥营业收入年均增长 141.42%，在公司营业收入中的比重稳步上升，2011 年所占比重为 26.35%。2009~2011 年，公司纯碱产品营业收入年均增长 37.21%，在公司营业收入中的比重波动上升，2011 年所占比重为 23.05%。2009~2011 年，公司氯化铵产品营业收入年均增长 24.28%，在公司营业收入中的比重波动下降，2011 年所占比重为 9.85%。总体看，复合肥、纯碱、氯化铵、外购商品化肥等四种产品是公司营业收入的主要来源，在营业收入中的合计占比从 2008 年的 70.73% 上升到 2011 年的 87.70%，而尿素所占比重从 2008 年的 23.05% 下降到 2011 年的 4.07%。其他品种在营业收入中所占比重相对较小。

从毛利率水平看，2009~2011 年，公司总

体毛利率稳步上升。分产品看，复合肥、氯化铵的毛利率在经历了 2010 年的下滑后，2011 年均有所反弹。纯碱、合成氨和外购商品化肥的毛利率则保持稳步上升。而尿素和甲醇则均出现亏损。总体看，尽管总体毛利率稳步上升，但公司各产品的毛利率受市场影响明显，波动较大。

表 8 2009~2012 年 6 月公司毛利润构成（%）

产品名称	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~6 月
复合肥	126.28	35.63	34.26	48.31
尿素	24.56	-6.57	-0.49	5.20
纯碱	-133.63	29.23	21.32	-48.20
合成氨	-1.04	9.17	5.00	6.55
氯化铵	130.53	34.48	41.40	100.20
甲醇	-59.16	-10.67	-8.77	-11.28
外购商品化肥	4.58	5.77	6.67	4.53
其他	7.86	2.96	0.61	-5.31
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供。

从利润看,公司毛利润及其构成波动明显,2009~2011年,公司的毛利润分别为0.68亿元、2.07亿元和3.84亿元。从毛利润构成看,2011年复合肥、纯碱、氯化铵三种主要产品贡献了公司总毛利的96%以上。除此之外,由于甲醇价格下跌幅度大,公司甲醇的亏损抵充了其他类产品的大部分盈利。2010年以来,随着市场需求的扩大和产品价格的上升,公司联碱产品(纯碱+氯化铵)成为利润的主要来源。

公司联碱生产系统与化学肥料生产系统可根据市场产品价格的变动,调节生产量。2011年,公司根据年度周期检测计划,对部分设备进行了检测,影响了合成氨的产量。公司根据市场行情及设备检测对合成氨产量的影响,调

节两个系统负荷,多生产纯碱、氯化铵,少生产尿素,同时增加复合肥产品的产量。此外,公司通过外购外销、贴牌等途径满足、平衡市场需求。

2012年1~6月,公司实现营业收入20.16亿元,同比增长7.52%。2012年上半年,由于价格上升,复合肥和尿素毛利率均出现上升,尿素实现扭亏为盈。受平板玻璃市场价格萎靡不振、纯碱产量不断增加以及货款回收困难等因素影响,国内纯碱价格自2012年以来在低水平徘徊。此外,房地产调控持续,加之成本及产能连续攀升,纯碱后市不容乐观,公司纯碱产品出现大幅亏损。

表9 公司主要产品产销情况(单位:万吨、元/吨、万元、%)

主要产品		2009年	2010年	2011年	2012年1~6月
复合肥	产能	60.00	60.00	60.00	60.00
	产量	35.53	38.30	49.62	20.48
	销量	39.07	37.13	52.12	19.13
	平均售价(不含税)	1824.53	1981.05	2240.24	2371.93
	销售额	71284.30	73556.21	116761.09	45370.39
	毛利率	12.00	10.03	11.26	15.73
尿素	产能	40.00	40.00	40.00	40.00
	产量	35.36	28.85	12.03	9.75
	销量	32.19	25.51	8.63	5.16
	平均售价(不含税)	1683.37	1739.74	1935.57	2061.74
	销售额	54187.76	44380.80	16703.99	10647.50
	毛利率	3.07	-3.06	-1.13	7.21
纯碱	产能	60.00	60.00	60.00	60.00
	产量	54.14	60.26	63.08	33.01
	销量	53.99	59.96	60.64	32.67
	平均售价(不含税)	930.49	1263.25	1559.77	1190.42
	销售额	50237.17	75744.21	94584.35	38889.32
	毛利率	-18.02	7.99	8.65	18.30
合成氨	产能	40.00	40.00	40.00	40.00
	产量	38.19	41.78	41.52	19.94
	销量	1.50	6.23	5.02	2.54
	平均售价(不含税)	2016.53	2576.53	2829.86	2829.47
	销售额	3024.79	16051.74	14205.88	7189.25
	毛利率	-2.32	11.83	13.50	13.46
氯化铵	产能	70.00	70.00	70.00	70.00
	产量	61.34	69.88	73.94	38.64
	销量	47.68	54.34	54.21	30.20

	平均售价（不含税）	549.00	565.64	745.77	972.91
	销售额	26176.25	30736.70	40428.05	29384.25
	毛利率	33.78	23.22	39.30	50.36
甲醇	产能	8.00	8.00	8.00	8.00
	产量	5.85	6.71	6.88	3.64
	销量	5.83	6.74	6.39	3.64
	平均售价（不含税）	1668.07	2198.24	2380.77	2425.82
	销售额	9724.87	14816.14	15213.09	8827.38
	毛利率	-41.21	-14.90	-22.13	-18.87

资料来源：公司提供。注：公司大部分合成氨用于尿素和氯化铵生产，氯化铵部分用于复合肥生产。本表仅统计外销部分。

2. 产品生产

2009~2011年，公司根据市场情况的变化，增加了复合肥、纯碱、氯化铵以及合成氨的生产。由于甲醇为合成氨的联产产品，公司的甲醇产量也不断提高。同时，公司减少了尿素的生产。从公司产品的产销量及毛利率情况看，公司对于市场的变化采取了非常灵活的生产措施。

3. 安全环保

安全方面，公司根据“安全第一、预防为主”的方针，建立、健全安全组织机构，相应子公司成立了以其总经理为主任、主管生产的副总经理为副主任的安全生产委员会，委员是各职能部门的负责人。安全生产委员会下设安全部处理安全管理的日常事务。安全部在部长统一领导下进行运作，下设安全工程师和安全员。安全部实行安全工程师负责制；安全员对所分管车间的安全工作负责。对于厂区内的动火作业，特别是危险区域的动火作业，安全工程师必须要现场确认，并签发动火证后才能动火。对于不符合安全要求、没有落实安全措施的危险动火证申请，安全工程师有权拒绝签发。

对于车间的安全管理，车间主任是整体车间安全管理的责任人，对车间安全负全责，专职安全员辅佐车间主任做好车间日常安全管理工作。

对于生产班组的安全管理，严格实行交接班制度，班长是车间兼职安全员，安全部要求班组每月至少召开两次安全例会，会议内容由

安全部确定，参加会议人员要签名，安全会议由班长主持，车间要有领导参加，安全部随时派人抽查。

为了健全公司的安全消防保障体系，公司采用“生产过程 DCS 控制技术”、“自动报警灭火系统”等控制、报警先进安全技术，对生产过程实现智能化监控。同时公司设置独立的稳高压消防给水系统，由消防泵房引出二根输水管向公司环状消防给水管供水。

此外，公司成立了以总经理为总指挥的应急救援领导小组，指挥领导小组的职责是：负责公司“应急救援预案”的制定、修订；组建应急救援专业队伍，组织实施和演练；检查监督做好重大事故的预防措施和应急救援的各项准备工作。发生重大事故时，有指挥部发布和解除应急救援命令、信号；组织指挥救援队伍实施救援行动；向上级汇报和向友邻单位通报事故情况，必要时向有关单位发出救援请求；组织事故调查，总结应急救援经验和教训。

环保方面，公司主要从事纯碱和农用化肥的生产和销售，主要污染源为合成氨、复合肥、联碱、尿素等产品生产过程中产生的废水，其成分主要为氨氮、COD_{Cr}、SS 及挥发酚等污染物。公司生产过程中产生的废水经各区域统一收集后送污水处理站，采用活性污泥生化法处理达标后才进行排放。

自公司设立以来，认真执行国家和地方有关环境保护法规，2004年通过了环境/职业健康体系的认证。2005年获“国家—陶氏清洁生产合作示范项目的优秀企业”称号，同时公司还

多次获得国家化工部“环境保护先进集体”、“清洁文明工厂”等荣誉称号。现公司建有活性污泥生化法水处理系统、合成氨水循环系统、联碱水循环系统、造气污水闭路循环系统，配备专职人员负责督促、检查各类环保设施的运行和监测处理结果，具备比较完善的环境保护管理制度，生产经营符合国家和地方有关环境保护法规的要求。

4. 原材料采购

公司生产用原料无烟煤主要从山西省采购。公司对无烟煤的采购坚持“定点定矿”的原则，与山西国阳新能股份有限公司等大型产煤企业建立长期的、战略性的合作伙伴关系。公司生产用的原料盐主要从江苏、山东采购。

公司复合肥生产的主要原料有氯化铵、磷酸一铵、氯化钾。其中氯化铵是公司生产联碱产品的副产品，不需要外购；磷酸一铵主要从湖北、重庆、云南、贵州等地采购；氯化钾主要来自青海省格尔木地区和国外进口。

公司与江苏省电力公司张家港市供电公司签订了供电协议，电力的供应能够满足目前及未来发展的需要。公司发电和制蒸汽用的燃料煤主要从山西省采购。目前公司化肥生产中网上采购价优惠价约为 0.2 元/度（市场价 0.6 元/度），自备电综合成本在 0.4 元/度左右。在国家电价优惠取消后公司自备电厂的成本优势将逐步显现。

表 10 2009~2012 年 6 月公司主要原材料及能源采购情况（单位：元/吨；元/度）

主要原料及能源	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~6 月	
	金额（万元）	平均单价	金额（万元）	平均单价	金额（万元）	平均单价	金额（万元）	平均单价
原料煤	63728.95	1019.29	66205.22	996.66	64675.93	1061.06	38424.34	1061.07
原料盐	13795.24	217.70	18967.30	270.73	23993.69	325.57	12113.08	309.49
磷酸一铵	15238.13	1654.60	25313.22	2089.81	50108.51	2915.71	15230.86	2914.46
氯化钾	16637.88	2176.99	14859.37	2166.94	17132.91	2965.64	10255.38	3328.66
电	17279.89	0.27	18347.29	0.28	17461.08	0.29	10981.29	0.33
燃料煤	20391.43	709.37	22463.25	766.32	20840.67	767.47	11990.99	740.08

资料来源：公司提供。

2009~2011 年，公司对前五大供应商的采购金额占同期采购总额的比例保持在 30%以下，其中 2011 年为 20.97%。总体看，公司的供应商相对分散。

表 11 前五大供应商采购额情况（单位：万元）

年份	前五大供应商采购额	占同期采购总额比例
2011 年	76001.86	20.97%
2010 年	67196.90	28.50%
2009 年	50196.00	24.16%

资料来源：公司年报

5. 产品销售（定价、运输和结算）

公司以自有生产设备利用煤、盐等原材料

经各道生产工序制成液氨、纯碱、尿素、复合肥、甲醇等产品。除复合肥以外，公司其他产品主要通过自己的销售部门直接向用户销售。公司与主要客户都签订了长期的战略合作框架协议，然后根据客户的实际需要和市场价格确定每次交易的数量和价格；复合肥主要通过经公司认证的各地经销商向用户销售。

尿素、氯化铵定价主要根据公司周边市场（苏南市场）销售状况及外省市场该产品到站（港）价格情况制定公司该产品的出厂价格。复合肥料及增效氮肥定价是通过成本加利润的定价策略，复合肥料是用氮、磷、钾单质肥料二次复配加工而成的，竞争的焦点主要集中在

在原料采购成本及制造成本上。纯碱定价主要是根据公司纯碱产品的销售区域，分区定价，周边市场主要根据当地市场均价和可承受价格来确定公司销售定价，外地市场因运距较远，运输费用相对本地市场高，在制定出厂价格时适当降低。

公司生产的肥料属大宗产品，运输量较大，主要通过水路、铁路及公路运输。公司地处张家港保税区国际化学工业园，水陆交通运输方便快捷。尿素产品主要销售区域在江苏，运输主要通过水路运输到达终端市场码头或经销商仓库。复合肥的销售半径较尿素产品大得多，在全国大部分省市都有销售，运输主要以水路运输和铁路运输为主，在销售旺季，为了能及时供应市场，也通过汽车运输，因汽车运输成本较高，汽车运输的量占比不大。纯碱产品的

主要市场在江、浙、沪地区，主要通过水路运输的方式，部分小经销商为了方便供应小单用户，也用汽车运输一部分纯碱，数量相对有限。外贸出口产品以陆运加海运为主。

根据采购合同，大部分原料是提前预付款，少部分原料是货到付款或者信用采购，三个月后付款。尿素、氯化铵以及大部分化工产品采取 100%预付款方式，复合肥料及增效氮肥等采取预付款及一月一结的方式结算。

6. 未来发展

2011~2013 年，公司拟建项目总投资 15.60 亿元，目前有 2 个在建项目，1 个规划申报中的涉农新型化肥项目，投资方向及重点分别如表 12。

表 12 公司近三年投资计划（单位：亿元）

项目	投资规模	项目批文	资金来源	落实情况	资金安排		
					2011 年	2012 年	2013 年
15 万吨浓硝酸	1.98	备案号 3205001102534、苏环建【2011】350 号、原厂建设	增发+自筹	部分到位。2012 年 2 月 29 日已发布公告，2012 年底前募集资金到位，置换自筹资金。	0.10	1.88	0
原料结构调整技术改造	8.68	备案号 3205001200073、苏环建[2012]120 号、原厂建设	增发	2012 年 2 月 29 日已发布公告，2012 年底前募集资金到位。	0	8.68	0
100 万吨新型生态肥料项目	4.94	项目报批中	自筹 银行贷款	部分落实	0	1.50	3.44
合计	15.60				0.10	12.06	3.44

资料来源：公司提供。

2011 年 5 月 26 日，公司取得苏州市经济和信息化委员会下发的《企业投资项目备案通知书》（备案号：3205001102534），完成扩建年产 15 万吨浓硝酸项目立项备案。2011 年 12 月 30 日，公司取得苏州市环境保护局对该项目的环境影响评价批复。该项目拟投资总额 1.98 亿元，建设期约 1.5 年。根据公司可行性研究报告，该项目税后的内部收益率为 26.67%，财

务净现值 0.95 亿元。

2012 年 1 月 11 日，公司取得苏州市经济和信息化委员会下发的《企业投资项目备案通知书》（备案号：3205001200073），完成原料结构调整技术改造项目的立项备案。该项目拟投资总额为 8.68 亿元，计划建设期 2 年。根据公司可行性研究报告，该项目税后的内部收益率为 29.84%，财务净现值为 4.59 亿元。

2012 年 2 月 29 日，公司发布公告，拟非公开发行股票募集资金不超过 11 亿元，募集资金依照时间顺序投入到扩建年产 15 万吨浓硝酸项目和原料结构调整技术改造项目。若成功实施非公开发行股票计划，公司投资所需资金的压力将大为缓解，否则，公司外部融资压力较大。

2012 年 4 月 18 日，公司公告拟在江苏省淮安市涟水县设立全资子公司，并以该公司为实施主体新建 100 万吨/年新型肥料项目（后于 4 月 19 日发布补充公告）。该项目总投资估算为 4.94 亿元，包括建设投资 3.57 亿元、建设期利息 0.14 亿元和流动资金 1.23 亿元。该项目分两期进行，首期投资估算 3 亿元。第一期项目达产后预计年实现营业收入 13.4 亿元，净利润为 0.8 亿元；项目全部投产、达产后预计年实现营业收入为 22.29 亿元，净利润为 1.3 亿元；整个项目投资财务内部收益率为 32.09%，项目投资回收期为 5.39 年。该项目资金来源为自有及自筹。其中，通过股权投资设立全资子公司，使用自有资金 1.5 亿元；其余资金通过项目银行贷款及首期投产后的运营现金净流入解决。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

江苏公证天业会计师事务所对公司 2009～2011 年度的财务报表进行了审计，均出具了标准无保留的审计意见。2012 年上半年报表未经审计。

2011 年度，子公司江阴市金波罗复合肥料有限公司不再合并至报表，原因是公司以 0 元价格将持有的江阴市金波罗复合肥料有限公司 80% 股权转让。截至 2011 年底，江阴市金波罗复合肥料有限公司净资产为-0.01 亿元。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额为 37.63 亿元，所有者权益合计为 13.93 亿元（其中少数股东权益 0.02 亿元）；2011 年公司实现营业收入 41.22 亿元，利润总额 0.99 亿元。

截至 2012 年 6 月底，公司（合并）资产总

额为 39.43 亿元，所有者权益合计为 14.04 亿元（其中少数股东权益 0.01 亿元）；2012 年 1～6 月公司实现营业收入 20.16 亿元，利润总额 0.11 亿元。

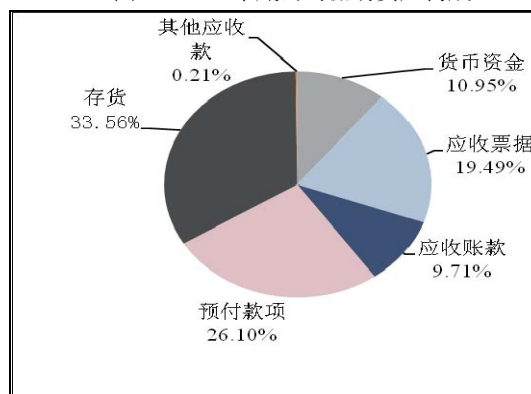
2. 资产质量

2009～2011 年，公司资产总额年均复合增长 7.56%，截至 2011 年底，公司资产总额 37.63 亿元，同比增长 12.09%，其中流动资产合计占比 38.56%，非流动资产合计占比 61.44%。

流动资产

2009～2011 年，公司流动资产年均复合增长 17.48%，截至 2011 年底，公司流动资产合计 14.51 亿元，同比增长 26.84%。流动资产中货币资金占 10.97%，应收票据占 19.53%，应收账款占 9.73%，预付款项占 26.16%，存货占 33.56%。

图 3 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2009～2011 年，公司货币资金年均复合下降 34.48%。截至 2011 年底，公司货币资金为 1.59 亿元，同比下降 19.96%，主要系银行存款减少所致。公司货币资金主要由库存现金、银行存款和其他货币资金构成。截至 2011 年底，公司其他货币资金中使用受限的货币资金为 1.10 亿元，主要为汇票保证金存款。

2009～2011 年，公司应收票据年均复合增长 19.16%。截至 2011 年底，公司应收票据为 2.83 亿元，同比增长 40.10%，主要是受整体金融政策的影响，公司销售业务结算过程中银行

承兑汇票结算额增加，导致期末应收票据余额增加。截至 2011 年底，公司应收票据全部为银行承兑汇票，其中有 1.88 亿元质押给银行作为开具银行承兑汇票保证金。

2009~2011 年，公司应收账款账年均复合增长 26.50%。截至 2011 年底，公司应收账款账面价值为 1.41 亿元，同比增长 10.16%。公司对单项金额重大（100 万及以上）的应收账款进行单独减值测试并计提坏账准备；对单项不重大的应收账款按账龄分析法计提坏账准备。2011 年底，账龄在 1 年以内的应收账款占 95.56%，1~2 年的占 1.56%，2~3 年以上的占 0.72%，3 年以上的占 2.20%。公司共计提坏账准备 0.08 亿元，计提比例为 5.67%，其中，由于公司 2011 年度将子公司江阴市金波罗复合肥有限公司转让，金波罗复合肥有限公司的 2011 年度预计应收账款难以收回，因此其 0.02 亿元应收账款全额计提坏账准备。2011 年底，应收账款中前五名欠款单位所欠款项总额为 0.32 亿元，占公司期末应收账款比例为 21.37%，应收账款集中度不高。

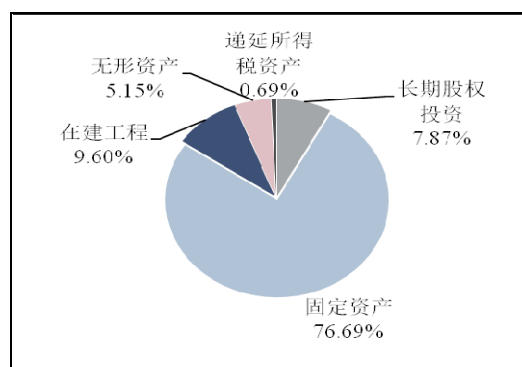
2009~2011 年，公司预付款项年均复合增长 48.05%。截至 2011 年底，公司预付款项为 3.79 亿元，同比增长 24.67%，主要是为满足外购外销及生产的需要，预付的钾肥货款。

2009~2011 年，公司存货账面价值年均增长 49.80%。截至 2011 年底，公司存货账面价值为 4.87 亿元，同比增长 75.18%，增长幅度较大的原因是：（1）考虑到 2012 年春节日期较早，公司提前备货保证生产，原材料库存增加；（2）出口产品有定单，进行生产备库；（3）受整体经济形势的影响，客户冬储备库不积极，以前年度客户备库量转移到生产企业。2011 年底，公司存货账面余额为 4.91 亿元，其中原材料占 73.12%、包装物占 2.24%、库存商品占 44.33%。公司仅对库存商品计提了跌价准备，共计提存货跌价准备 0.05 亿元，计提比例为 0.01%。

非流动资产

2009~2011 年，公司非流动资产年均复合增长 2.48%，截至 2011 年底，公司非流动资产合计 23.12 亿元，同比下降 4.47%，其中固定资产占 76.69%，在建工程占 9.60%，长期股权投资占 7.87%，无形资产占 5.51%、递延所得税资产 0.69%。

图 4 2011 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2009~2011 年，公司固定资产账面价值年均下降 1.70%。截至 2011 年底，公司固定资产账面价值为 17.73 亿元，同比下降 1.88%。公司固定资产账面价值中，房屋建筑物占 27.75%，机器设备占 71.71%。2011 年，公司累计折旧 10.05 亿元。截至 2011 年底，公司没有计提固定资产减值准备。

2009~2011 年，公司在建工程年均复合上涨 1.69%。截至 2011 年底，公司在建工程为 2.22 亿元。主要包括募投项目和新区技改项目。公司募投项目主要包括动力结构调整国债项目和 1000 吨/年固体硼氢化钠生产线技术改造项目。其中动力结构调整国债项目已完工。目前硼氢化钠项目整改消缺的技术性问题已经全部解决，有关装置设备的改造安装正在进之中。

2009~2011 年，公司长期股权投资账面价值年均复合增长 232.20%。截至 2011 年底，公司长期股权投资账面价值为 1.82 亿元，较上年的 0.26 亿元有大幅增长，主要是公司向江苏井神盐化股份有限公司投资 0.78 亿元；向张家港扬子江石化有限公司投资 0.66 元；向张家港市

江南利玛特设备制造有限公司投资 0.15 元。截至 2011 年底，公司未计提长期股权投资减值准备。

2009~2011 年，公司无形资产年均减少 4.93%。截至 2011 年底，公司无形资产为 1.19 亿元，同比减少 2.46%，主要为土地使用权摊销。公司的无形资产全部为土地使用权。

截至 2011 年，公司商誉由上年的 0.03 亿元减少为 0，原因是该商誉原为公司 2010 年度收购张家港市华昌药业有限公司股份时，收购价格与按比例计算的可辨认净资产之间的差额。2011 年，由于华昌药业有限公司亏损，未达到利润预期，公司将商誉全额计提减值准备。

截至 2012 年 6 月底，公司资产合计 39.43 亿元，较 2011 年底增长 4.78%，其中流动资产占 42.53%，非流动资产占 57.47%。公司资产结构保持稳定。2012 年 6 月底，公司货币资金较 2011 年底增加 1.11 亿元，同比增长 69.43%，主要原因是公司短期借款的增加；公司应收票据余额 3.91 亿元，较 2011 年底增加 1.08 亿元，同比增长 38.23%，主要原因是随着公司销售增长，票据结算随之增加；公司存货余额 5.64 亿元，同比增长 15.91%，主要为库存商品增加。

总体看，公司资产质量较好，流动资产中应收票据、预付款项和存货占比较高，资产流动性良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益年均复合增长 3.42%，公司所有者权益的增长主要是由未分配利润所致。截至 2011 年底，公司所有者权益合计为 13.93 亿元（含少数股东权益 0.02 亿元）。2011 年底，公司所有者权益中实收资本占 18.74%、资本公积占 42.21%、盈余公积占 5.61%、未分配利润占 33.44%。

截至 2012 年 6 月底，公司所有者权益合计为 14.04 亿元（含少数股东权益 0.01 亿元），较 2011 年底增加 0.11 亿元，主要系未分配利润增

加所致。

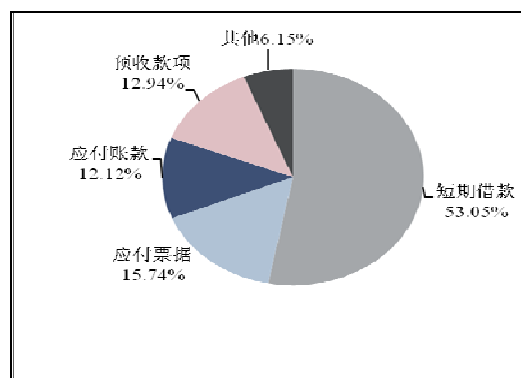
整体看，所有者权益稳定性一般。

负债

2009~2011 年，公司负债合计年均复合增长 9.36%。截至 2011 年底，公司负债合计 23.70 亿元，同比增长 15.95%，其中流动负债占比 98.14%，非流动负债占比 1.86%。公司负债以流动负债为主。

2009~2011 年，公司流动负债年均增长 13.53%。截至 2011 年底，公司流动负债合计 23.26 亿元，其中短期借款占 53.05%，应付票据占 15.74%，应付账款占 12.12%，预收款项占 12.94%，其他占 6.15%。

图 5 2011 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2009~2011 年，公司短期借款年均复合增长 19.10%。截至 2011 年底，公司短期借款为 12.34 亿元，同比增长 19.81%。公司的短期借款中，保证借款占 92.71%，保理借款和信用证代付借款占 7.29%。

2009~2011 年，公司应付票据年均复合增长 5.97%。截至 2011 年底，公司应付票据为 3.66 亿元，同比下降 4.19%。

2009~2011 年，公司应付账款年均复合增长 16.63%。截至 2011 年底，公司应付账款为 2.82 亿元，同比增长 23.14%。公司应付账款中账龄在 1 年以内的占 94.32%。

2009~2011 年，公司其他应付款年均复合增长 241.92%。截至 2011 年底，公司其他应付款为 0.48 亿元，同比下降 22.58%，主要是公司

控股子公司张家港市华昌药业有限公司短期资金拆借（拆入资金偿还）减少 0.10 亿元。

2009~2011 年，公司预收款项年均复合增长 22.28%。截至 2011 年底，公司预收款项为 3.01 亿元，同比增长 88.13%，主要为外购外销收取的钾肥预收货款，与预付钾肥货款基本同步。预收款项中账龄在 1 年以内的占 98.80%。

2009~2011 年，公司一年内到期的非流动负债年均下降 78.18%。截至 2011 年底，公司一年内到期的非流动负债为 0.10 亿元，同比下降 95.00%，主要系一年内到期的保证借款同比大幅减少所致。

截至 2011 年底，公司其他流动负债为 0.37 亿元，主要是水电费及其他。

2009~2011 年，公司非流动负债年均复合下降 50.07%，截至 2011 年底，公司非流动负债为 0.44 亿元，同比下降 24.14%，其中长期借款占 34.09%，长期应付款占 18.18%，其他非流动负债占 47.73%。

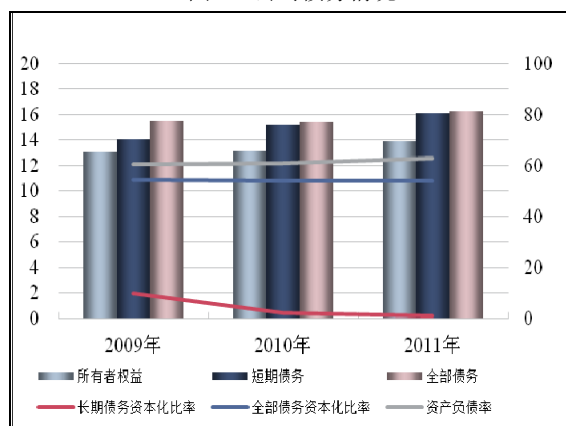
2009~2011 年，公司长期借款年均复合下降 67.27%。2011 年底，长期借款为 0.15 亿元，较上年减少 40.00%，主要原因是长期借款到期偿还。

2009~2011 年，公司其他非流动负债年均复合增长 224.68%。截至 2011 年底，公司其他非流动负债为 0.21 亿元，主要为电费及预提修理费用。

截至 2011 年底，公司的全部债务为 16.25 亿元，三年复合增长 2.53%，其中短期债务为 16.10 亿元（占比 99.08%），长期债务为 0.15 亿元（占比 0.92%）。公司短期债务规模较大，占比较高。

截至 2011 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.98%、53.98%和 3.03%，整体债务负担有加重趋势。

图 6 公司债务情况



资料来源：公司年报

截至 2012 年 6 月底，公司负债合计 25.39 亿元，较 2011 年底增长 7.13%，其中流动负债占 98.90%，非流动负债占 1.10%。流动负债中短期借款所占份额较 2011 年底有所提高，非流动负债由于长期借款转入一年内到期的非流动负债而相应减少。截至 2012 年 6 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 64.39%、58.21%和 0。公司总体债务负担较 2011 年底略有加重。

整体看，公司有息债务负担适中，短期债务占比过高，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

近年来，公司主营业务收入增长较快。2009~2011 年，公司营业收入年均复合增长 32.43%，三年分别为 23.51 亿元、32.77 亿元和 41.22 亿元。2010 年以来，受益于化工行业的景气回升，特别是 2011 年纯碱、氯化铵价格上涨及外购外销贸易收入的增加，公司营业收入大幅增长。2009~2011 年，公司营业成本年均复合增长 7.93%，三年分别为 22.83 亿元、30.70 亿元和 37.36 亿元。公司营业成本的增长速度明显低于营业收入的增长速度。

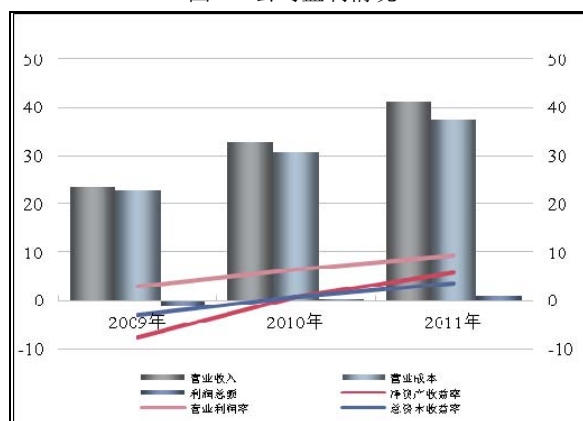
2009~2011 年，公司三项期间费用占营业收入比重分别为 9.27%、6.04%和 7.01%。2011 年，在货币政策从紧及通货膨胀的背景下，受贷款利率上调、劳动力工资水平上升以及销售

规模扩大等因素影响，与上年相比，公司财务费用增加 0.12 亿元，销售费用增加 0.23 亿元，管理费用增加 0.27 亿元，合计增加期间费用 0.62 亿元，同比。总体看，公司对期间费用的管理水平较好。

随着整体经济形势的好转，纯碱、化学肥料行业需求逐步恢复，公司实现扭亏。2009～2011 年，公司的利润总额分别为-1.30 亿元、0.13 亿元和 0.99 亿元。不过，公司盈利水平受营业外收入影响较大，近三年营业外收入分别为 0.19 亿元、0.35 亿元和 0.12 亿元，主要为政府补助款。2010 年公司转让土地使用权获得营业外收入 0.23 亿元。

从盈利指标来看，2009 年受市场环境的影响，公司的营业收入大幅下降，致使公司的盈利能力下滑。从 2010 年开始，随着市场需求明显回升，公司各项盈利指标逐步改善。不过，受原材料市场价格上涨及离原材料产区较远影响，公司采购成本上升，使得公司营业利润率仍处于低位。2011 年，公司营业利润率、净资产收益率、总资本收益率分别为 9.31%、3.51% 和 5.76%。

图 7 公司盈利情况



资料来源：公司年报

2012 年 1～6 月，公司实现营业收入 20.16 亿元，受累于纯碱产品价格的大幅下跌，公司主营业务出现亏损。公司投资收益为 0.15 亿元，其中公司转让联营公司江苏华昌东方置地有限公司 10%的股权实现投资收益 0.13 亿元。尽管

投资收益增加幅度较大，但受销售下滑以及原料价格上涨、销售成本、财务费用等增加较快影响，公司利润总额和净利润下降较大。2012 年 1～6 月，公司实现利润总额仅 0.11 亿元。期间公司营业利润率为 7.18%，盈利能力较 2011 年有所下滑。

总体看，公司主营业务受市场影响较大，波动明显。但随着行业需求的复苏，公司营业收入增速较快，盈利能力呈上升趋势。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009～2011 年公司的流动比率小幅上升，分别为 58.29%、57.60%和 62.41%，速动比率小幅下滑，分别为 46.27%、43.60%和 41.49%。2012 年 6 月底，流动比率和速动比率分别小幅上升为 66.76%和 44.31%。公司 2009～2011 年的经营现金流负债比分别为 21.41%、13.04 和 8.16%。总体看，公司的短期偿债能力较差。

从长期偿债能力指标看，2009～2011 年公司 EBITDA 持续上升，分别为 1.17 亿元、2.86 亿元和 3.99 亿元。EBITDA 利息倍数分别为 1.42 倍、3.81 倍和 4.43 倍。EBITDA 对利息的保障能力较好。2009～2011 年公司全部债务/EBITDA 分别为 13.22 倍、5.39 倍和 4.08 倍。公司全部债务/EBITDA 指标持续下降，EBITDA 对全部债务的保护能力良好。

综合看，公司整体偿债能力一般。

截至 2012 年 6 月底，公司无对外担保。

截至 2011 年 6 月底，公司共获银行授信额度 26.00 亿元，尚未使用额度为 7.85 亿元。公司具备间接融资渠道。公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

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（报告编号为：B-201210574436），截至 2012 年 10 月 12 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。

7. 抗风险能力

公司作为江苏省内主要的化工企业，在生产规模、技术水平、区域环境等方面具有的比较优势，但所处行业竞争激烈、原材料及产品价格波动较大，公司盈利能力一般。公司有息债务负担适中，短期债务占比过高，债务结构有待改善。综合考虑，公司整体抗风险能力较强。

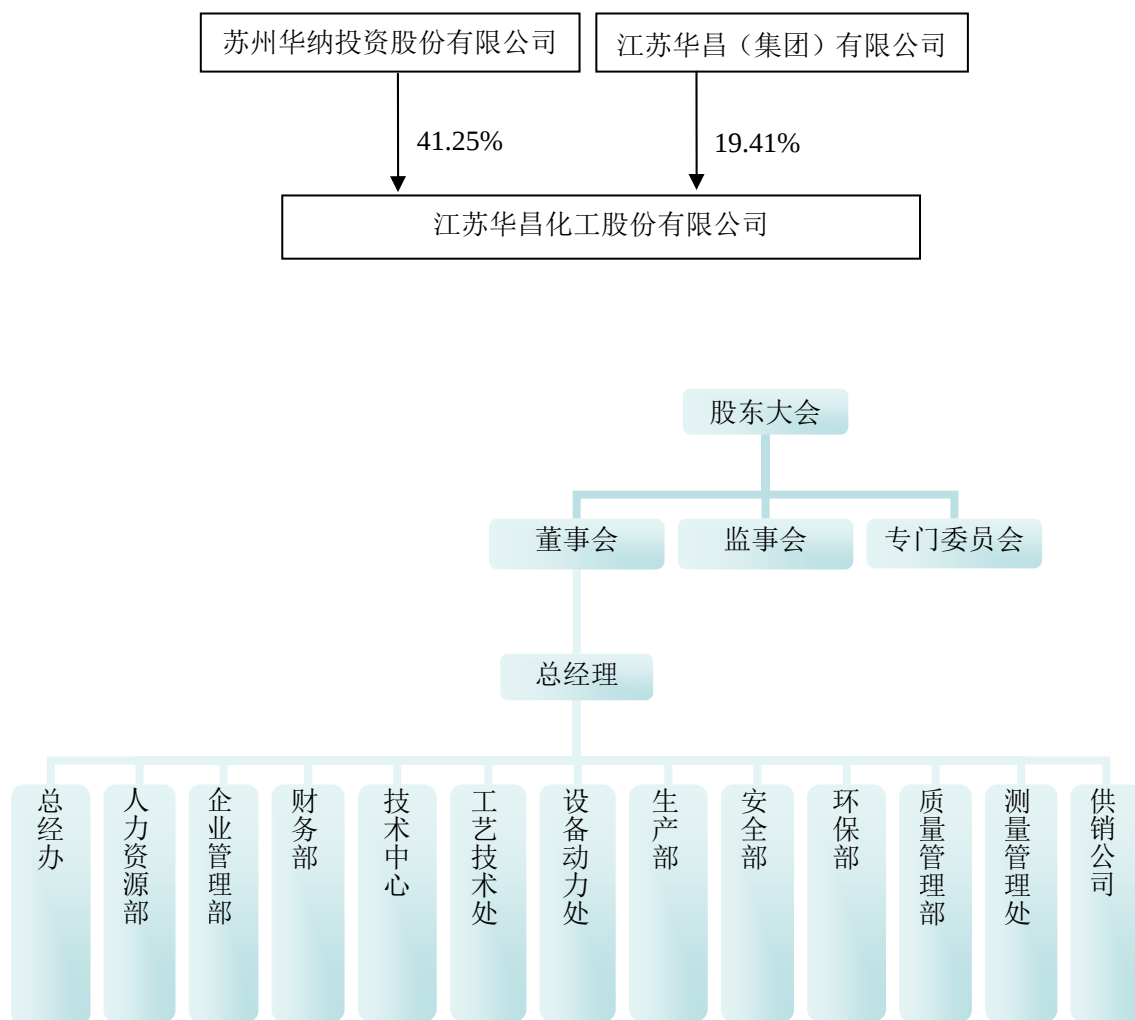
七、结论

公司地处中国长三角地区，区域经济发达，下游需求旺盛，且公司建有自备内河码头连接京杭大运河和长江，运输成本低且方便快捷，区位优势明显。公司旗下科研机构较多，设备技术在国内处于先进水平，技术储备为公司扩大生产规模，提高生产效率，丰富产品体系奠定了坚实的基础。各投资项目的陆续投产，有望给公司带来新的利润增长点。

公司资产以非流动资产为主，整体盈利能力一般，短期债务占比过高，债务结构有待改善。

综合考虑，公司主体长期信用风险较低。

附件 1 公司股权及组织结构图



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 6 月
流动资产：					
货币资金	37147.84	20626.76	15947.26	-34.48	27020.07
交易性金融资产					0.00
应收票据	19931.76	20173.39	28300.60	19.16	39118.52
应收账款	8822.46	12832.78	14117.29	26.50	13441.89
预付款项	17274.67	30358.44	37864.30	48.05	31229.20
应收利息	81.25			-100.00	180.00
应收股利					0.00
其他应收款	230.05	2591.74	265.29	7.39	281.62
存货	21682.15	27798.45	48653.32	49.80	56392.58
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	105170.19	114381.56	145148.05	17.48	167663.89
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	1646.94	2564.54	18174.80	232.20	18186.39
投资性房地产					0.00
固定资产	183514.36	180637.54	177312.38	-1.70	168097.60
在建工程	21431.76	22251.30	22163.77	1.69	26991.23
无形资产	13212.63	12215.44	11940.94	-4.93	11802.86
开发支出					
商誉		307.24			
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产	3440.53	3316.23	1586.91	127.27	1559.97
其他非流动资产					0.00
非流动资产合计	223246.23	221292.31	231178.79	2.48	226638.04
资产总计	328416.42	335673.87	376326.84	7.56	394301.93

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 6 月
流动负债：					
短期借款	87000.00	103000.00	123399.35	19.10	160099.35
交易性金融负债					
应付票据	32622.26	38245.38	36630.42	5.97	33925.09
应付账款	20751.62	22903.47	28228.09	16.63	29933.01
预收款项	20140.81	15964.85	30116.27	22.28	17934.68
应付职工薪酬	1632.30	2067.99	2898.46	33.26	1863.84
应交税费	-5634.57	-3178.50	1354.07		557.31
应付利息	179.31	309.63	479.61	63.55	351.44
应付股利					0.00
其他应付款	247.93	6192.10	4752.61	241.92	2214.44
一年内到期的非流动负债	21000.00	10500.00	1000.00	-78.18	1500.00
其他流动负债	2494.72	2561.78	3723.87	22.18	
流动负债合计	180434.38	198566.70	232582.73	13.53	251128.69
非流动负债：					
长期借款	14000.00	2500.00	1500.00	-67.27	
应付债券					
长期应付款	1000.00	909.09	818.18	-9.55	818.18
专项应付款	2530.00			-100.00	
预计负债					
递延所得税负债					0.00
其他非流动负债	199.33	2377.33	2101.33	224.68	1963.33
非流动负债合计	17729.33	5786.42	4419.52	-50.07	2781.52
负债合计	198163.71	204353.12	237002.25	9.36	253910.20
所有者权益：					
实收资本(或股本)	20113.32	26147.32	26147.32	14.02	26147.32
资本公积	64822.01	58788.01	58788.01	-4.77	58788.01
盈余公积	7711.18	7711.18	7711.18	0.00	7711.18
未分配利润	37461.44	38499.33	46512.59	11.43	47596.58
外币报表折算差额					0.00
归属于母公司权益合计	130107.95	131145.84	139159.09	3.42	140243.08
少数股东权益	144.77	174.91	165.50	6.92	148.64
所有者权益合计	130252.71	131320.75	139324.59	3.42	140391.72
负债和所有者权益总计	328416.42	335673.87	376326.84	7.56	394301.93

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 1~6 月
一、营业收入	235069.41	327650.94	412227.30	32.43	201561.85
减: 营业成本	228295.95	306954.53	373631.56	27.93	186793.77
营业税金及附加	23.08	8.47	236.80	220.29	302.82
销售费用	6954.97	6751.07	9041.24	14.02	4720.11
管理费用	8858.81	9084.35	11790.92	15.37	5644.45
财务费用	5871.36	6929.81	8100.12	17.46	4737.72
资产减值损失	46.48	-76.64	878.64	334.79	-51.05
加: 公允价值变动收益					0.00
投资收益	137.66	87.68	879.14	152.71	1479.11
其中: 对合营企业投资收益	137.66	149.93	-134.55		151.59
汇兑收益					
二、营业利润	-14843.58	-1912.97	9427.16		893.15
加: 营业外收入	1937.92	3519.12	1209.21	-21.01	247.88
减: 营业外支出	65.89	343.05	700.25	225.99	2.96
其中: 非流动资产处置损失	0.91	3.36	439.55	2097.53	1.70
三、利润总额	-12971.55	1263.11	9936.11		1138.07
减: 所得税费用	-2981.17	212.54	1905.69		40.93
四、净利润	-9990.39	1050.58	8030.42		1097.14
其中: 归属于母公司的净利润	-9941.72	1037.89	8013.26		1083.99
少数股东损益	-48.67	12.69	17.16		13.15

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 1~6
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	256063.52	339257.50	446529.71	32.05	194908.78
收到的税费返还	1439.34	57.26	151.04	-67.61	8.89
收到其他与经营活动有关的现金	3095.62	19950.53	1090.75	-40.64	2015.30
经营活动现金流入小计	260598.48	359265.29	447771.50	31.08	196932.97
购买商品、接受劳务支付的现金	198890.35	306648.34	389082.75	39.87	183504.46
支付给职工以及为职工支付的现金	13725.95	15193.39	18153.92	15.00	11997.16
支付的各项税费	1112.30	507.66	3495.95	77.29	4359.70
支付其他与经营活动有关的现金	8240.49	11018.21	18049.35	48.00	8272.47
经营活动现金流出小计	221969.09	333367.60	428781.97	38.99	208133.79
经营活动产生的现金流量净额	38629.40	25897.68	18989.52	-29.89	-11200.81
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					500.00
取得投资收益收到的现金		192.33	1149.19		1327.52
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	4.55	1985.45	2846.00	2401.06	160.11
处置子公司及其他单位收到的现金净额			-34.54		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	800.00				0.00
投资活动现金流入小计	804.55	2177.78	3960.65	121.87	1987.63
购建固定资产、无形资产等支付的现金	21814.49	17479.94	19047.92	-6.56	8150.66
投资支付的现金		960.00	15894.00		540.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	21814.49	18439.94	34941.92	26.56	8690.66
投资活动产生的现金流量净额	-21009.94	-16262.16	-30981.27	21.43	-6703.03
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金		50.00			
取得借款收到的现金	96000.00	127832.00	134399.35	18.32	118768.00
收到其他与筹资活动有关的现金					0.00
筹资活动现金流入小计	96000.00	127882.00	134399.35	18.32	118768.00
偿还债务支付的现金	104000.00	133832.00	124500.00	9.41	83068.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12628.17	6912.30	7922.54	-20.79	4879.27
支付其他与筹资活动有关的现金					0.00
筹资活动现金流出小计	116628.17	140744.30	132422.54	6.56	87947.27
筹资活动产生的现金流量净额	-20628.17	-12862.30	1976.81		30820.73
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-6.85	-15.93	-9.77	19.43	0.06
五、现金及现金等价物净增加额	-3015.55	-3242.71	-10024.70	82.56	12916.95
加: 期初现金及现金等价物余额	21216.52	18200.97	14958.26	-16.03	4933.55
六、期末现金及现金等价物余额	18200.97	14958.26	4933.55	-47.85	17850.50

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	-9990.39	1050.58	8030.42	
加: 资产减值准备	46.48	-76.64	878.64	334.79
固定资产折旧及其他	17877.54	20071.79	21588.30	9.89
无形资产摊销	287.40	288.76	274.50	-2.27
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	0.91	-2291.79	0.00	-100.00
固定资产报废损失		1.11	439.37	
公允价值变动损失				
财务费用	6510.72	7028.55	8072.29	11.35
投资损失	-137.66	-149.93	-865.45	150.73
递延所得税资产减少	-3157.46	179.49	1729.33	
递延所得税负债增加				
存货的减少	14302.10	-5336.59	-20777.62	
经营性应收项目的减少	-21142.04	-15275.64	-19182.63	-4.75
经营性应付项目的增加	33572.51	7129.63	24147.56	-15.19
其他	459.27	13278.37	-5345.20	
经营活动产生的现金流量净额	38629.40	25897.68	18989.52	-29.89
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	18200.97	14958.26	4933.55	-47.94
减: 现金的期初余额	21216.52	18200.97	14958.26	-16.03
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-3015.55	-3242.71	-10024.70	82.33

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	9.98	10.61	10.93	10.64	--
存货周转次数(次)	8.16	12.41	9.77	10.24	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.99	1.16	1.02	--
盈利能力					
营业利润率(%)	2.87	6.31	9.31	7.12	7.18
总资本收益率(%)	-2.92	0.74	3.51	1.39	--
净资产收益率(%)	-7.67	0.80	5.76	1.59	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	9.71	1.87	1.07	3.03	0.00
全部债务资本化比率(%)	54.28	54.01	53.84	53.98	58.21
资产负债率(%)	60.34	60.88	62.98	61.82	64.39
偿债能力					
流动比率(%)	58.29	57.60	62.41	60.14	66.76
速动比率(%)	46.27	43.60	41.49	43.08	44.31
经营现金流动负债比(%)	21.41	13.04	8.16	12.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.42	3.81	4.43	3.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.22	5.39	4.08	6.30	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.11	0.06	-0.07	0.00	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	2.14	1.28	-1.33	0.15	--

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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 江苏华昌化工股份有限公司 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）将在江苏华昌化工股份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。

江苏华昌化工股份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。江苏华昌化工股份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华昌化工股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏华昌化工股份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。

如江苏华昌化工股份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，如江苏华昌化工股份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华昌化工股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零一二年十月三十一日

评级业务专用章