



# 信用等级通知书

信评委函字 [2011]跟踪331号

## 江苏澄星磷化工股份有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2011年以来经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我公司对贵公司2007年4.4亿元可转换公司债券进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持AAA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一一年十一月二十九日

## 江苏澄星磷化工股份有限公司可转换公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体 江苏澄星磷化工股份有限公司

存续债券

债券简称	发行额 (亿元)	期限	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
澄星转债	4.4	2007/05/10-2012/05/10	AAA	AAA

注：本期可转债由中国农业银行提供全额无条件不可撤销连带担保；转股起始日为 2007 年 11 月 12 日；截至 2011 年 11 月 7 日，可转债存续金额为 1.04 亿元。

概况数据

澄星股份(合并口径)	2008	2009	2010	2011.6
总资产(亿元)	51.63	56.11	60.78	59.93
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	15.95	16.22	16.79	17.16
总负债(亿元)	35.68	39.89	43.99	42.77
总债务(亿元)	31.41	34.40	37.95	37.42
营业总收入(亿元)	30.53	25.46	25.00	9.43
EBIT(亿元)	3.33	2.00	2.03	1.24
EBITDA(亿元)	4.81	3.68	3.63	2.11
经营活动净现金流(亿元)	10.22	6.16	4.80	0.49
营业毛利率(%)	23.81	15.74	16.43	25.28
EBITDA/营业总收入(%)	15.77	14.44	14.52	22.34
总资产收益率(%)	6.83	3.71	3.47	4.12*
资产负债率(%)	69.11	71.09	72.38	71.37
总资本化比率(%)	66.32	67.96	69.33	68.56
总债务/EBITDA(X)	6.52	9.36	10.46	8.88*
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	3.10	2.68	2.34

注：公司 2008~2010 年度审计报告及 2011 年上半年财务报告均按照新会计准则编制；2011 年上半年财务报告未经审计，加“\*”数据已年化处理。

中国农业银行	2008	2009	2010
资产总额(百万元)	7,014,351	8,882,588	10,337,406
净利润(百万元)	51,453	65,002	94,907
总资本(百万元)	290,541	342,925	542,236
净利息收入(百万元)	193,845	181,639	242,152
不良贷款率(%)	4.32	2.91	2.03

分析师

乔潇

qxiao@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2011 年 11 月 29 日

### 基本观点

中诚信国际维持江苏澄星磷化工股份有限公司（以下简称“澄星股份”）可转换公司债券的债项信用等级为 AAA。

### 优势

- **精细磷化工行业发展前景良好。**《磷化工“十二五”发展规划思路》草案的推出将使我国磷化工向规模化、精细化方向发展，同时，国内对磷化工产品，尤其是精细磷化工产品需求的增加将使整个行业面临良好的发展机遇。
- **拥有磷矿资源。**磷矿资源的稀缺性使拥有磷矿资源的企业面临较小的原料价格波动影响，公司矿电磷一体化项目使生产成本和原料采购风险有所降低，保障公司业务发展。
- **极强的偿债保障措施。**本期可转债由中国农业银行提供全额无条件不可撤销连带担保，对本期可转债的本息偿还提供了极强的保障作用。

### 关注

- **赎回条款增加公司偿债不确定性。**根据赎回条款，连续 20 个交易日债券收盘价格低于当期转股价格的 70%，公司需赎回债券。2008 年 10 月回售条款触发，公司赎回“澄星转债”96,491,000 元。

## 募集资金使用情况

本期债券是由江苏澄星磷化工股份有限公司（以下简称“澄星股份”）发行的 A 股可转换公司债券，发行规模为人民币 4.4 亿元，债券存续期为 5 年。票面利率设定为第一年 1.4%，第二年 1.7%，第三年 2.0%，第四年 2.3%，第五年 2.7%。从发行首日起开始计息，每年付息一次。转股期为债券发行结束日起满 6 个月后的第一个交易日至债券到期日止，赎回期与转股期相同。

2007 年 11 月 12 日，公司转债进入转股期。2008 年 10 月赎回条款触发，10 月 28 日公司对共计 96,491,000 元“澄星转债”进行了赎回。截至 2011 年 11 月 7 日，累计转股 2,268.69 万股，尚有 10,404.10 万元的“澄星转债”未转股，占“澄星转债”发行总量的 23.65%。

本次发行的可转债募集资金总额 44,000 万元，扣除发行费用后用于向宣威磷电进行增资，增资资金全部用于宣威磷电磷化工一体化项目，项目计划投资总额约 82,184 万元。

表 1：债券募集资金投向（万元）

项目名称	总投资额
6 万吨黄磷及配套精细磷化工生产装置	23,543.19
供水及配套公用工程	19,034.60
煤矸石与黄磷尾气综合利用热电联产装置	20,950
200 万吨煤矸石、原煤、磷矿石、焦炭、硅石等配套原料加工装置	18,656

资料来源：公司提供

宣威磷电磷化工一体化项目于 2004 年开工建设，2007 年建成，2008 年 5 月全部项目投入生产。

## 行业分析

磷化工是以磷矿石为原料，经过物理、化学加工获得各种含磷制品的工业，产品主要包括磷肥、含磷农药、元素磷、磷酸、磷化物、磷酸盐、磷酸酯等。磷化工产品广泛应用于化肥、农药、食品饮料、洗涤剂、机械冶金、涂料颜料、造纸等领域。随着科技的发展，高纯度及特种功能磷化工产品

电子电气材料、离子交换剂、人工生物材料、太阳能电池材料、光学材料等领域被进一步推广利用。

## 我国磷矿资源丰富，但品质较低；磷矿开采业集中度较低，产业进入整合期；磷矿贸易受出口限制，变化较小

磷矿在全球是一种稀缺资源，根据美国地质调查局(USGS)统计，2010 年世界磷矿石经济储量为 180 亿吨，基础储量 650 亿吨，主要分布在亚洲、非洲、中东、北美、南美等 60 多个国家和地区，其中摩洛哥(包括西撒哈拉)拥有 500 多亿吨基础储量，占全球磷资源基础储量的 76.9%。磷矿石资源分布较为集中，储量排名前五位的摩洛哥、中国、阿尔及利亚、叙利亚、约旦拥有全球磷矿石储量的 91%。

我国磷矿资源储量的 76.3%集中在湖北、贵州、云南、湖南、四川五省，但是品位较低，全国的磷矿石平均品位只有 17%，可开采储量平均品位为 23%，是世界上矿石平均品位最低的国家。

表 2：我国磷矿资源分布（亿吨）

省份	磷矿储量	磷矿储量占比	P <sub>2</sub> O <sub>5</sub> 储量	平均品位
云南	40.20	22.94%	8.94	22.20%
湖北	30.40	17.35%	6.80	22.34%
贵州	27.80	15.86%	6.20	22.30%
四川	16.00	9.13%	3.50	21.20%
湖南	20.00	11.41%	3.25	10.24%
全国	175.23	100%	31.74	16.95%

资料来源：化工在线，中诚信国际整理

磷矿石产量中约 67%用于生产磷肥（包括磷酸一铵 MAP、磷酸二铵 DAP 以及重过磷酸钙 TSP 等），其余用于提取黄磷、制造磷酸及其它磷酸盐系列产品，主要应用于饲料、清洁洗涤、食品、日化、含磷农药等领域。

2010 年我国磷矿石总产量约为 6700 万吨，比 2009 年增加 19.1%。2011 年上半年全国产量为 3678.4 万吨，同比增长率为 25.53%。其中，湖北 1290.8 万吨，云南 1009.8 万吨，贵州 859.6 万吨，四川 469.2 万吨，重庆 19.1 万吨。

我国磷矿开采业集中度较低，截至 2010 年底，我国磷矿开采企业超过 300 家，其中，大中型矿山企业约 60 家，小型矿山企业超过 250 家，年开采

总规模 6,635 万吨。年产量 10 万吨以上的 60 家企业，生产量占磷矿总产量的 55%，其中年产量超过 100 万吨的有四家，生产量占磷矿总产量的 24%，10 万吨以下的小型矿山企业生产量占磷矿产总量的 45%。

为有效提高产业集中度，有关部门制定了磷矿产业准入标准，适当提高新建矿山最低开采规模和准入门槛，促进主要化工矿产规模化、集约化开发利用，建立磷矿产地储备机制，目标是到 2015 年，大中型化工矿山比例达到 20% 以上。各地政府也对小型磷矿企业进行收购、整合、关闭等各种形式的资源整合，提高产业集中度。

磷矿属于稀缺性资源，近 10 年来世界磷矿贸易量变化较小，而磷酸、磷铵的贸易量增长较多，世界磷化工贸易向下游产品转移。全球磷矿石贸易越来越倚重于摩洛哥等储量丰富区域。目前每年磷矿石的贸易量约为 3000 万吨，占总消费量的 18% 左右。从出口地区分布来看，非洲和中东地区是主要的出口地区，占总出口量的 2/3。摩洛哥是世界第三磷矿生产国和最大的磷矿出口国，出口量是世界贸易量的 42%。

我国政府近几年为限制磷矿出口，执行了严格的磷矿出口配额政策。自 2004 年开始，出口量开始大幅萎缩，从 2000 年初的 300 万吨左右，下降到 2010 年的 36 万吨，仅为当年出口配额的 1/5。2011 年我国磷矿出口配额为 150 万吨，而全国每年的磷矿产量在 6000 万吨以上。

依据《化工矿业“十二五”发展规划》，我国磷矿资源整合将以产业结构优化升级为主线，以矿肥、矿化结合为方向，以产业链为纽带，多途径实现矿山企业规模化、集约化整合。通过整合磷矿资源，逐渐向国有大企业集团和优势企业集中，实行采选加工集中、一体化经营成为发展趋势。“十二五”期间，化工矿产资源的开发利用以磷、硫、钾资源为重点，以保障国内需求为目标，2015 年磷矿产量达到 7,500 万吨，硫铁矿产量达到 1,800 万吨，钾盐产量达到 500 万吨，使得磷矿产量满足国内需求，硫资源自给率超过 50%，钾肥自给率达到 40%。

表 3：磷化工上市公司磷矿情况

公司名称	磷矿储量(亿吨)	磷矿产能(万吨/年)
澄星股份	1.33	110
兴发集团	1.54	450
六国化工	0.35	80
云天化	25	1000
天原集团	0.42	90
湖北宜化	2.87	300

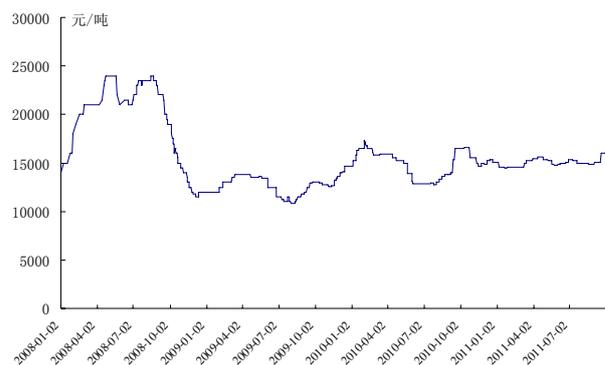
资料来源：聚源数据，中诚信国际整理

### 精细磷化工产业受黄磷价格影响较大，近两年黄磷价格稳步增长；我国磷化工产业集中度低，精细化程度低；拥有发电能力和磷矿资源的企业具有竞争优势和发展空间

精细磷化工产品是指除大宗磷肥<sup>1</sup>外，以磷为原料的磷化工产品，主要包括磷酸、磷酸盐等产品。磷酸按其规格可分为工业级、食品级和电子级。我国工业级和食品级磷酸产能和产量较大，电子级磷酸的生产技术水平较低。

黄磷是大多数精细磷化工产品的源头，所以其价格的波动会引起下游磷酸、三聚磷酸钠等产品价格波动。黄磷约占磷酸成本的 85%，三聚磷酸钠成本的 60%。黄磷价格经过 2008 年的大幅波动后，2009 年起呈小幅波动上升态势；2011 年以来黄磷价格从年初的 14,500 元/吨左右逐步上升至 2011 年 9 月底的 16,000 元/吨左右。

图 1：2008 年~2011 年 9 月底国内黄磷价格



资料来源：化工在线，中诚信国际整理

黄磷主要通过磷矿石、硅石、焦炭在电炉中制得，电能占黄磷生产成本的 60% 以上，成为影响黄磷价格乃至整个磷化工产业链价格波动的最重要因素。电能的供应情况直接决定了整个产业链价

<sup>1</sup>大宗磷肥主要包括磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、普通过磷酸钙、钙镁磷肥、氮磷钾复合肥等

格的走势。

我国精细磷化工产业集中度低，技术水平普遍不高，精细化程度较低，生产模式基本一致，国际市场竞争能力较弱。我国精细磷化工企业多为中小企业，截至 2010 年底，我国磷化工企业总数约 500 家，磷化工行业集中度低。此外，从我国磷化工行业产品结构来看，低附加值的无机磷化工产品比例较大，高附加值的有机磷产品比例较小；同时，行业内大多数企业生产模式基本一致，大多为热法磷酸制三聚磷酸钠/六偏磷酸钠等磷酸盐。

我国磷资源丰而不富，但国内磷化工产品需求量较大，近年来我国对磷资源的重视程度日益提高，磷资源的不可再生性将促使磷化工行业盈利能力逐步增强。由于磷化工行业的高能耗特性、开工不稳定性以及磷矿资源的不可再生性，拥有自主发电能力及磷矿资源的企业，具有较强的竞争优势和发展前景。

### **下游需求稳定，磷肥产能过剩，盈利能力低；磷化工行业向规模化、精细化、高附加值方向发展**

磷矿石的主要化工产品是磷肥和精细磷化工产品。

磷肥方面，由于人均耕地面积不断下降，农作物产量增长主要依靠化肥施用量的提高和生产技术的革新。我国缺磷耕地面积大，近 11 亿亩耕地缺磷，约占全国耕地面积 52.4%，严重缺磷约 6 亿亩，占全国耕地面积 28.6%。

经过多年的发展，中国磷肥行业产量快速增长，形成了以磷酸二铵和磷酸一铵为主的产品结构，高浓度磷复肥占比超过 80%。2010 年国产磷复肥在国内市场占有率达到 96.8%，已完全能够满足国内农业用肥需求。近几年磷肥产业布局日趋合理，实现了基础肥料向资源产地的转移和专用肥料向用肥市场的转移。

我国磷肥生产集中度较低，截至 2010 年底，我国规模以上磷肥生产企业达 360 多家，其中行业最大五家企业产量之和占总产量的 33.8%，主要品种磷酸二铵最大五家企业产量占比 55.7%。与美国、摩洛哥、突尼斯等产磷国相比，我国磷复肥行业仍然较为分散，磷肥生产企业产能不足 10 万吨的占

80%以上，行业内兼并重组和淘汰落后产能仍将是未来的发展方向。

磷肥行业面临产能过剩、行业分散、市场无序竞争、环保投入有限、资源短缺等问题。截至 2010 年底，我国磷肥生产能力为 2,150 万吨，产能过剩接近 500 万吨。同时，受化肥市场无序竞争以及国家对化肥价格控制等因素影响，2010 年化肥行业规模以上企业主营业务利润率仅为 5.2%，盈利能力较低。近年来，我国化肥施用量增长放缓，部分地区新项目建设仍在进行，未来产能过剩的状况可能进一步加剧。

与磷矿出口限制相似，中国也对低端磷化工产品出口限制，磷肥除淡季（6~9 月份）外，加征 110% 特别出口关税，黄磷征收 20% 出口关税。同时，政策上鼓励下游高附加值产品出口。

磷化工产业在完成基础肥料高浓度磷复肥的产业布局后，目前已进入结构调整、产业升级阶段，从肥料级向工业级、饲料级、食品级等技术含量高、附加值高的高端产品发展。

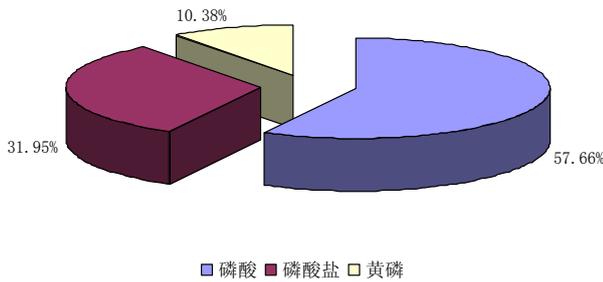
依据《磷化工“十二五”发展规划思路》草案，“十二五”期间，我国无机磷化工产量年均增长率将保持在 10% 左右。到 2015 年，无机磷化工产值达到 1370 亿元，其中精细磷化工产值占无机磷化工的 40%；培育 1~3 家销售收入过 100 亿元、具有较强行业影响力的跨区域大型磷化工企业；行业生产能源消耗下降 20%，单位工业增加值用水量降低 30%，单位产品能耗降低 15%，行业“三废”治理率和综合利用率分别达到 95% 和 80% 以上。

总体来看，由于磷矿资源的不可再生性以及国内对资源整合与提高资源利用率的重视，国内磷化工行业将向规模化，精细化方向发展，同时，国内对磷化工产品，尤其是精细磷化工产品需求的增加将使整个行业面临良好的发展前景。

### **业务运营**

公司主营业务为精细磷化工系列产品的生产与销售，主要产品包括磷酸、磷酸盐和黄磷，其中磷酸盐产品主要包括磷酸氢钙和三聚磷酸钠。2010 年度，公司实现营业总收入 25.00 亿元，净利润 0.72 亿元，归属于母公司所有者净利润 0.48 亿元。

图 2：2010 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财务报告

磷酸盐的生产流程一般从磷矿的开采和选矿开始，通过电炉法制成黄磷、热法制成磷酸，然后进行磷酸精制，再生产三聚磷酸钠、食品级磷酸等产品。黄磷和电能是生产过程中的主要原料和能源。

公司在云南投资建设的宣威磷电一体化项目拥有 8 万吨/年黄磷产能以及 3×5 万千瓦火电机组，在弥勒拥有黄磷产能 6 万吨/年，以及配套磷化工生产设备。宣威项目使公司黄磷自给量提高，有利于避免黄磷价格波动给公司生产经营带来的风险，同时“矿、电、磷”一体化降低了中间产品黄磷的生产成本，提高了公司整体的盈利能力和竞争力。

截至 2011 年 6 月底，公司拥有磷酸产能 72 万吨/年、三聚磷酸钠产能 32 万吨/年和磷酸氢钙产能 6.5 万吨/年。

在原材料供应方面，公司在云南宣威、弥勒两地共拥有可采储量达 1.33 亿吨的磷矿资源，但受投入资金限制，公司黄磷产量每年保持在 12 万吨左右，由于公司与供应商建立了良好的合作关系，在原材料采购方面可以获得比较稳定的供应。

销售方面，公司与可口可乐、联合利华和宝洁等客户建立了良好的合作关系，近三年来产品销售基本保持稳定。

为了保护磷资源，国家对低端磷化工产品实施出口限制政策，鼓励高附加值产品出口。公司出口产品主要为食品级磷酸和磷酸盐，2010 年度，公司实现出口业务收入 9.40 亿元，占同期销售收入的 38.56%。

总体来看，公司在精细磷化工行业内产能较大，地位较突出。同时，公司拥有磷矿储量，并实

行“矿、电、磷”一体化发展，有利于进一步促进公司在精细磷化工行业的发展。

## 财务分析

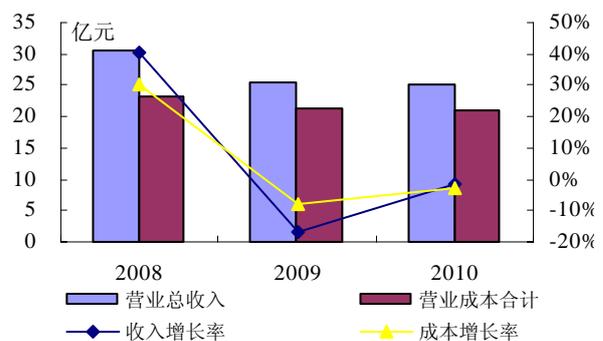
以下财务分析基于经江苏公证天业会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2008~2010 年财务报告，以及公司 2011 年未经审计的上半年财务报告。

### 盈利能力

近年来磷化工产业下游产能过剩，市场竞争激烈，导致磷化工产品价格较低，加之人民币汇率连续升值，产品出口贸易量下降，受以上因素影响，公司两个主要产品磷酸和磷酸盐销售收入减少。2010 年国家发布了针对黄磷等 8 个行业将继续实行差别电价政策，从而加快了对高能耗产业中落后产能的淘汰力度，黄磷价格较为稳定。

2008~2010 年，公司实现营业总收入分别为 30.53 亿元、25.46 亿元和 25.00 亿元。其中，2010 年营业总收入比 2009 年减少 1.80%。2011 年上半年，公司实现营业总收入 9.43 亿元，同比下降 5.31%。

图 3：2008 年~2010 年公司收入成本分析



资料来源：公司财务报告

公司磷酸和磷酸盐的销售是营业总收入的主要部分，从各产品毛利率来看，由于原材料成本波动较大，使公司产品毛利率相应波动。

表 4：2008 年~2011 年 6 月公司产品毛利率分析 (%)

	2008	2009	2010	2011.6
磷酸	25.37	18.44	17.31	25.34
磷酸盐	20.69	9.84	10.64	21.46
黄磷	19.26	11.09	20.00	17.70
营业毛利率	23.81	15.74	16.43	25.28

资料来源：公司财务报告

注：黄磷销售收入为公司黄磷贸易收入

2008~2010 年底，公司三费收入占比分别为 11.48%、13.67% 和 12.63%，2011 年上半年为 21.10%。

表 5：2008 年~2011 年 6 月公司费用管理情况

	2008	2009	2010	2011.1-6
销售费用(亿元)	1.34	1.56	1.26	0.86
管理费用(亿元)	0.64	0.80	0.66	0.36
财务费用(亿元)	1.52	1.12	1.24	0.81
三费合计(亿元)	3.50	3.48	3.16	1.99
营业总收入(亿元)	30.53	25.46	25.00	9.43
三费收入占比(%)	11.48	13.67	12.63	21.10

资料来源：公司财务报告

与行业内其他上市公司比较来看，公司营业毛利率、三费占收入比在同行业中属于中等水平，公司需进一步加强成本控制。

表 6：2010 年磷化工上市公司盈利情况

公司名称	营业总收入 (亿元)	营业毛利率 (%)	三费收入占 比(%)
澄星股份	25.00	16.43	12.63
兴发集团	46.78	15.24	7.94
六国化工	27.34	8.61	4.35
云天化	71.41	22.75	18.10
天原集团	49.58	15.20	12.70
湖北宜化	115.45	22.75	12.49

资料来源：聚源数据，中诚信国际整理

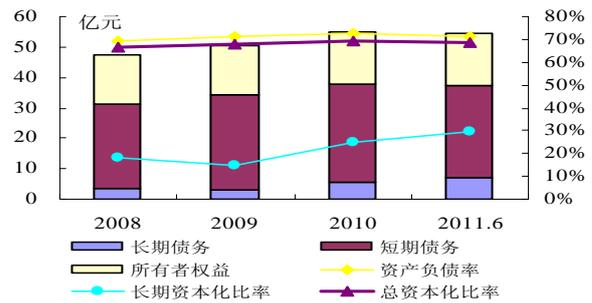
总体来看，行业内产能过剩，竞争激烈以及原材料成本上升等因素影响，近三年公司营业总收入呈下降态势，但由于公司拥有一定的自主发电能力和磷矿资源，在行业中具有一定的竞争优势。

## 资本结构

随着近年来公司经营积累的增加以及投资建设项目的实施，公司总资产呈增长态势。2008~2010 年，公司总资产分别为 51.63 亿元、56.11 亿元和 60.78 亿元，年均复合增长率为 8.50%。其中 2010 年公司总资产比 2009 年增加了 4.67 亿元，增长 8.32%。

截至 2010 年底，公司流动资产与非流动资产占比分别为 54.66% 和 45.34%。公司流动资产的主要构成为货币资金和存货，分别占公司流动资产 49.89% 和 26.15%。公司非流动资产主要构成为固定资产，占公司非流动资产的 81.89%，总值为 22.57 亿元。公司固定资产主要组成部分是公司生产经营所需的机器、电力设备和房屋建筑物等。

图 4：2008 年~2011 年 6 月底公司资本结构



资料来源：公司财务报告

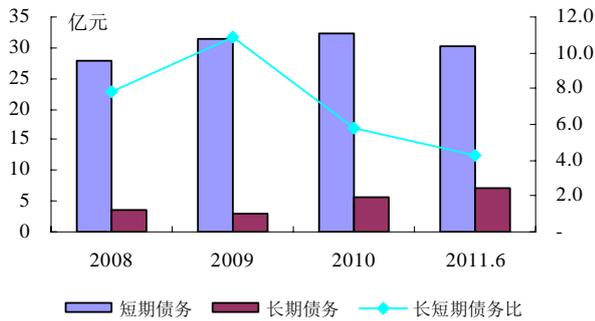
随着公司总资产的增加，公司负债规模也相应增加，年均复合增长率为 11.03%，高于总资产的增长速度。截至 2010 年底，公司负债总额 43.99 亿元，比 2009 年增加了 4.1 亿元。从负债结构来看，流动负债占公司负债总额的 83.13%；主要包括 17.78 亿元短期借款，占流动负债的 48.62%；13.41 亿元的应付票据，占流动负债的 36.66%。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，分别占非流动负债的 46.10% 和 28.87%。

截至 2010 年底，由于经营积累，公司所有者权益增加至 16.79 亿元，比 2009 年增加 0.57 亿元。截至 2011 年 6 月底，公司总资产为 59.93 亿元，负债总额为 42.77 亿元，所有者权益增加至 17.16 亿元。

2008~2010 年，公司资产负债率分别为 69.11%、71.09% 和 72.38%；总资本化比率分别为 66.32%、67.96% 和 69.33%。截至 2011 年 6 月底，公司资产负债率小幅下降至 71.37%；总资本化比率下降至 68.56%。

从有息债务规模来看，近年来公司债务呈增长态势，2008~2010 年公司总债务分别为 31.41 亿元、34.40 亿元和 37.95 亿元；长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 7.81、10.90 和 5.82，以短期债务为主的债务结构给公司带来一定的短期偿债压力，债务结构有待调整。

图 5：2008 年~2011 年 6 月公司债务结构



资料来源：公司财务报告

总体来看，与行业内其他上市公司比较，公司资产负债率水平较高，流动资产占比和流动负债占比均处于行业较高位置，公司资本结构有待改善。

表 7：截至 2010 年底磷化工上市公司资本结构情况

公司名称	资产负债率 (%)	流动资产/总资产 (%)	流动负债/总负债 (%)
澄星股份	72.38	54.66	83.13
兴发集团	68.19	19.85	26.84
六国化工	32.62	63.40	96.52
云天化	71.01	23.25	42.62
天原集团	56.65	31.53	69.75
湖北宜化	72.50	38.52	48.78

资料来源：聚源数据，中诚信国际整理

## 现金流

由于近年来公司产能利用率较低，主营业务收入下降，导致公司经营活动产生的现金流入逐年下降；由于原材料成本波动，公司经营活动产生的现金流出呈小幅波动；2008~2010 年，公司经营活动净现金流分别为 10.22 亿元、6.16 亿元和 4.80 亿元。截至 2011 年 6 月底，公司经营活动净现金流为 0.49 亿元。

投资现金流方面，由于公司近三年来保持了一定的投资量，2008~2010 年及 2011 年上半年，公司投资活动净现金流为负，分别为 -4.76 亿元、-2.85 亿元、-3.66 亿元和 -0.95 亿元，投资缺口较小，公司经营活动产生的净现金流能够覆盖公司投资支出。

筹资现金流方面，由于公司较高的短期债务余额，为保持债务的良性滚动，2008~2010 年及 2011 年上半年，公司筹资现金流入分别为 25.99 亿元、27.48 亿元、29.96 亿元和 13.40 亿元，主要为借款

所收到的现金；筹资活动净现金流分别为 -2.66 亿元、-1.10 亿元、0.95 亿元和 0.74 亿元。

表 8：2008 年~2011 年 6 月公司现金流情况（亿元）

	2008	2009	2010	2011.6
经营活动产生现金流入	37.61	27.29	27.10	14.46
经营活动产生现金流出	27.39	21.13	22.30	13.97
经营活动净现金流	10.22	6.16	4.80	0.49
投资活动产生现金流入	0.00	0.00	0.41	0.01
投资活动产生现金流出	4.76	2.85	4.07	0.96
投资活动净现金流	-4.76	-2.85	-3.66	-0.95
筹资活动产生现金流入	25.99	27.48	29.96	13.40
其中：吸收投资所收到的现金	--	--	--	--
借款所收到的现金	25.92	25.22	24.93	10.46
筹资活动产生现金流出	28.65	28.58	29.01	12.66
其中：偿还债务所支付的现金	24.96	24.51	25.20	10.81
筹资活动净现金流	-2.66	-1.10	0.95	0.74
现金及现金等价物净增加额	2.80	2.21	2.09	0.27

资料来源：公司财务报告

虽然受到行业产能过剩、出口量减少等不利影响，但是整体来看，公司现金支付控制较严格，因此现金流情况较好。

表 9：2008 年~2011 年 6 月公司现金收付情况

	2008	2009	2010	2011.6
收现比 (X)	1.22	1.03	1.06	1.52
付现比 (X)	0.97	0.81	0.88	1.76
EBITDA/营业总收入 (%)	15.77	14.44	14.52	22.34
经营活动净现金流/净利润 (X)	5.85	9.49	6.63	1.36

资料来源：公司财务报告

预计未来随着行业内落后产能淘汰、产品结构调整、盈利能力提高，公司现金流状况将会得到改善。

## 偿债能力

截至 2010 年底，公司的总债务规模为 37.95 亿元，较 2009 年增加 3.55 亿元，增幅为 10.32%；其中，长期债务为 5.56 亿元。2010 年度，公司 EBITDA 为 3.63 亿元，经营活动净现金流为 4.80 亿元，总债务对 EBITDA 倍数为 10.46 倍，经营活动净现金流对总债务倍数为 0.13 倍，公司债务压力较大；EBITDA 对利息的覆盖率为 2.68 倍，经营活动净现金流对利息的覆盖率为 3.54 倍，公司对债务利息的偿还有一定的保障能力；公司货币资金总额为 16.57 亿元，货币资金较充足。

截至 2011 年 6 月底，公司债务规模有所下降，总债务为 37.42 亿元，短期债务从 2010 年底的 32.39 亿元减少至 30.25 亿元，减幅为 6.59%，长期债务

增加至 7.16 亿元，增长 28.79%；长短期债务比为 4.22。

表 10：2008 年~2011 年 6 月公司偿债能力情况

	2008	2009	2010	2011.6
总债务(亿元)	31.41	34.40	37.95	37.42
长期债务(亿元)	3.57	2.89	5.56	7.16
总债务/EBITDA(X)	6.52	9.36	10.46	8.88*
长短期债务比(X)	7.81	10.90	5.82	4.22
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.33	0.18	0.13	0.03*
EBITDA 利息保障系数(X)	3.28	3.10	2.68	2.34
经营活动净现金流利息保障系数(X)	6.95	5.19	3.54	0.54

资料来源：公司财务报告，加“\*”指标经年化处理

受限资产方面，弥勒子公司固定资产净值 1.94 亿元的房屋建筑物及机器设备用于抵押借款；公司 2011 年 6 月与民生租赁公司签署《融资租赁合同》，将公司账面净值 3.00 亿元的自有设备以“售后回租”方式向民生租赁公司申请办理融资租赁业务融资期限为 3 年；子公司澄星日化无形资产中净值 1.21 亿元的土地使用权用于开具银行承兑汇票，净值 558.25 万元的土地使用权及地上房屋建筑物用于抵押借款。

## 担保实力

本期债券由中国农业银行股份有限公司（以下简称“农行”）提供无条件不可撤销连带责任保证担保。

农行资产总额占国内银行体系资产的 10.97%，是国内第三大银行，仅次于中国工商银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司，在国内金融体系和农村金融市场上具有十分重要的地位。同时，农行拥有全国覆盖面最广的服务网点，截至 2010 年末，农行共有境内分支机构 23,486 个，并设立了 8 家海外机构；其员工人数也居国内银行首位，为 444,447 人。截至 2010 年末，该行各项存款余额为 88,879 亿元，贷款余额 49,567 亿元，资产总额 103,374 亿元，分别占银行体系的 12.12%、9.73% 和 10.97%。所有者权益 5,422 亿元，当年实现税后利润 949 亿元。

2008 年 10 月，国务院批准了农行股份制改革实施总体方案。根据改革方案，农行实施了财务重组，汇金公司向农行注入与 1,300 亿元人民币等值

的外汇资产，并以 2007 年 12 月 31 日为基准日，按账面值剥离处置不良资产 8,156.95 亿元。在国家注资和不良资产剥离的基础上，农行于 2009 年 1 月整体改制为股份有限公司。中国农业银行股份有限公司由财政部、汇金公司发起设立，完整承继原中国农业银行的资产、负债和所有业务，股份有限公司注册资本 2,600 亿元，由财政部和汇金公司各持有 50% 的股份。股份制改革完成后，2010 年 7 月农行以 A+H 股方式公开上市，初始发行 222.35 亿股 A 股股票和 254.12 亿股 H 股股票，分别占发行后总股本的 7% 和 8%。2010 年末，农行核心资本充足率为 9.75%，资本充足率为 11.59%，不良贷款率为 2.03%，拨备覆盖率为 168.05%，主要财务指标达到或接近上市大型银行的平均水平。财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善。

由于历史沿袭的职能分工和网点分布，农行是目前国内涉农贷款投放规模最大、服务面最宽、服务客户最多、拥有农业信贷专业化经营管理体系的商业银行。农行股份制改革目标进一步明确了农行“面向三农”的市场定位及在农村金融体系中的骨干支柱作用。2008 年，农行确立了“三农”和县域蓝海市场发展战略，出台了“三农”业务中长期发展规划、服务“三农”总体实施方案和三农金融部改革试点实施方案，并以位于县域地区的 2,048 个县级支行和 22 个二级分行营业部为基础组建三农金融部，开展三农金融业务的事业部制改革试点。截至 2010 年末，该行三农金融业务总资产已达到 38,436.86 亿元，较 2009 年增长 18.8%，占全行总资产的 37.18%；总负债达到 36,897.74 亿元，占全行的 37.67%；贷款余额较年初增长 26.13%，高于全行贷款增速 6.35 个百分点。与此同时，农行继续巩固和发展城市金融业务，发挥城乡一体化的优势，做大、做强、做精城市业务，从而为服务“三农”的县域金融业务提供可持续的财务支撑。

总体来看，财务重组完成后农行的财务状况获得全面改善，并且近年来为股份制改革所进行的内部管理改革也使农行组织架构逐步完善，风险管理水平逐步提高，商业化运营意识和竞争力持续增强。考虑到中央政府的控股地位在一定时期内不会

发生改变以及农行在国家金融体系中的重要地位，中诚信国际认为农行在今后的发展中仍将得到政府有力的支持。因此，基于对农行在中国金融体系中的重要地位以及由此获得的政府支持的考虑，中诚信国际认为农行拥有极强的综合财务实力，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

## 结 论

综合上，中诚信国际维持江苏澄星磷化工股份有限公司可转换公司债券的债项信用等级为 AAA。

**附一：江苏澄星磷化工股份有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2008	2009	2010	2011.6
货币资金	113,070.52	152,287.02	165,733.29	146,440.60
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	27,592.28	15,839.96	21,197.42	9,648.26
存货净额	102,245.21	57,519.02	86,872.76	103,752.34
其他应收款	615.68	1,434.18	2,275.87	1,901.45
长期投资	60.00	200.00	2,076.00	2,076.00
固定资产(合计)	216,165.71	224,210.65	243,544.44	250,271.63
总资产	516,292.93	561,093.72	607,776.25	599,295.58
其他应付款	707.96	1,118.46	665.23	700.92
短期债务	278,400.00	315,101.68	323,876.35	302,529.86
长期债务	35,657.78	28,908.70	55,619.22	71,629.30
总债务	314,057.78	344,010.38	379,495.58	374,159.16
净债务	200,987.26	191,723.36	213,762.28	227,718.56
总负债	356,812.94	398,875.33	439,878.90	427,724.51
财务性利息支出	14,695.67	11,876.10	13,022.05	8,170.84
资本化利息支出	0.00	0.00	528.54	834.37
所有者权益(含少数股东权益)	159,479.98	162,218.39	167,897.35	171,571.06
营业总收入	305,317.83	254,592.47	249,999.38	94,271.72
三费前利润	71,186.94	38,514.20	39,427.70	23,511.92
投资收益	0.00	0.00	-1,141.24	0.00
EBIT	33,331.12	19,990.99	20,278.72	12,423.05
EBITDA	48,143.12	36,772.49	36,292.11	21,061.96
经营活动产生现金净流量	102,195.66	61,646.44	47,994.19	4,871.99
投资活动产生现金净流量	-47,566.64	-28,537.36	-36,612.67	-9,542.91
筹资活动产生现金净流量	-26,594.42	-10,984.13	9,523.10	7,366.85
现金及现金等价物净增加额	28,034.60	22,124.95	20,904.62	2,695.94
资本支出	35,205.75	28,138.11	38,849.81	9,609.49
财务指标	2008	2009	2010	2011.6
营业毛利率(%)	23.81	15.74	16.43	25.28
三费收入比(%)	11.48	13.67	12.63	21.10
EBITDA/营业总收入(%)	15.77	14.44	14.52	22.34
总资产收益率(%)	6.83	3.71	3.47	4.12*
流动比率(X)	0.84	0.86	0.91	0.93
速动比率(X)	0.52	0.70	0.67	0.62
存货周转率(X)	2.83	2.69	2.89	1.48*
应收账款周转率(X)	12.55	11.72	13.50	12.22*
资产负债率(%)	69.11	71.09	72.38	71.37
总资本化比率(%)	66.32	67.96	69.33	68.56
短期债务/总债务(%)	88.65	91.60	85.34	80.86
经营活动净现金/总债务(X)	0.33	0.18	0.13	0.03*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.37	0.20	0.15	0.03*
经营活动净现金/利息支出(X)	6.95	5.19	3.54	0.54
总债务/EBITDA(X)	6.52	9.36	10.46	8.88*
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.12	0.11	0.14*
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	3.10	2.68	2.34

注：公司 2008~2010 年度审计报告及 2011 年上半年财务报告均按照新会计准则编制；2011 年上半年财务报告未经审计，加“\*”数据已年化处理。

## 附二：中国农业银行主要财务数据及指标

财务数据（单位：百万元）	2008	2009	2010
贷款总额	3,100,159	4,138,077	4,956,741
贷款损失准备	-85,175	-126,692	-168,733
关注贷款	397,928	324,810	316,671
不良贷款（五级分类）	134,067	120,241	100,405
总资产	7,014,351	8,882,588	10,337,406
风险加权资产	3,396,301	4,373,006	5,383,694
存款总额	6,097,428	7,497,618	8,887,905
总负债	6,723,810	8,539,663	9,795,170
总资本	290,541	342,925	542,236
净利息收入	193,845	181,639	242,152
手续费及佣金净收入	23,798	35,640	46,128
汇兑净损益	-2,913	1,877	1,722
证券交易净收入	-8,648	3,271	720
投资净收益	4,641	-908	-1,085
其他净收入	466	755	781
非利息净收入	17,344	40,635	48,266
净营业收入合计	211,189	222,274	290,418
业务及管理费用（含折旧）	-94,417	-95,823	-112,071
拨备前利润	91,929	118,031	162,966
贷款损失准备支出	-39,858	-44,289	-43,536
税前利润	52,349	73,928	120,734
净利润	51,453	65,002	94,907
财务指标（%）	2008	2009	2010
核心资本充足率	8.04	7.74	9.75
资本充足率	9.41	10.07	11.59
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	4.32	2.91	2.03
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	17.16	10.76	8.41
拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）	63.53	105.37	168.05
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	35.68	25.60	14.12
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	3.02	2.28	2.54
拨备前利润/平均总资产	1.49	1.48	1.70
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	-23.54	20.52	21.44
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	0.83	0.82	0.99
非利息净收入占比（非利息净收入/净营业收入）	8.21	18.28	16.62
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	56.47	43.11	38.59
总贷款/总存款	50.84	55.19	55.77

### 附三：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=(财务费用+管理费用+营业费用)/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 =（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计）/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 /（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

#### 附四：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附五：债项信用等级符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。