

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2026】0612号

南通江山农药化工股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及发行的“江农转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“江农转债”的信用等级为 AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二六年八月二十一日

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

- 1.本次评级为委托评级。东方金诚及本次评级人员与委托方、受评对象不存在任何影响本次评级行为独立性的关联关系，并依据相关法律法规、监管规定、公司评级流程及评级标准做出独立判断，未受任何机构或个人的干预和影响。
- 2.本报告所引用资料及外部专业意见的合法性、真实性、准确性、完整性由资料及外部专业意见的提供方和/或发布方负责，东方金诚引用资料及外部专业意见不应视为东方金诚对该资料及外部专业意见合法性、真实性、准确性及完整性做出了任何形式的保证，也不承担该资料及外部专业意见导致的任何责任。
- 3.本报告所含评级结论及相关分析为东方金诚基于相关信息和资料对受评对象信用状况所发表的预测性观点，而非对受评对象的事实陈述或鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在一定局限性。
- 4.本报告所含评级结论及相关分析仅为东方金诚对受评对象信用状况的个体意见，不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。东方金诚不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责，亦不对评级委托方、受评对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 5.本次债项评级结果原则上自本报告出具之日起在债项剩余存续期内有效，东方金诚有权另行发布跟踪评级结果或评级结果变更公告（调整、撤销、终止等）。
- 6.本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，未经东方金诚书面同意，本报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。东方金诚对本报告未经授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任并保留追偿权利。
- 7.本报告知识产权归东方金诚所有。未经东方金诚书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。
- 8.任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明所列全部条款。

东方金诚国际信用评估有限公司

2026年8月21日

南通江山农药化工股份有限公司主体 及“江农转债”2026年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果 ¹	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2026/8/21	AA+/稳定	姜 珊	黄丁琦

债项信用		
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
江农转债	AA+	AA+
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”		
主体概况		
南通江山农药化工股份有限公司（以下简称“江山股份”或“公司”）主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以新材料、化工中间体、氯碱为主的化工产品，以及热电联产蒸汽等产品的研发、生产和销售，南通产业控股集团有限公司（以下简称“南通产控”）为公司第一大股东，公司无控股股东及实际控制人。		

评级模型				
一级指标		二级指标	权重（%）	得分
企业规模		营业收入	25.00	12.35
市场竞争力		市场份额	6.00	4.80
		产品结构	10.00	8.00
		技术水平	8.00	4.80
盈利能力		毛利率	8.00	5.04
		总资产收益率	5.00	3.24
债务负担和保障程度		资产负债率	10.00	7.73
		经营现金流动负债比	12.00	6.75
		全部债务/EBITDA	6.00	4.20
		EBITDA 利息倍数	10.00	10.00
调整因素			无	
个体信用状况			aa-	
外部支持			+2	
评级模型结果			AA+	
注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。				

评级观点

公司是国内重要的草甘膦生产企业之一，具备“基础化工-中间体-农药及新材料”产业链及三废治理设施，仍保持很强市场竞争力；公司农药生产技术先进，配套设施较为齐全，拥有发明专利 100 项，技术实力很强；2025 年受益于农药、化工、热电业务规模增长，公司营业收入和毛利润同比提升。同时，东方金诚关注到，新材料业务出口占比近 50%，海外业务面临汇率波动、地缘政治变化及海外贸易保护政策冲击等风险；跟踪期内，公司全部债务增长较快，资本支出影响下预计全部债务规模进一步增长；农药行业竞争激烈，在建项目未来存在产能释放不及预期的风险。

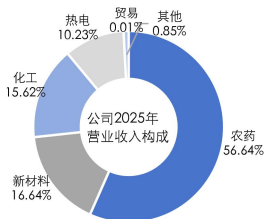
外部支持方面，公司第一大股东南通产控是南通市重要的产业投资及运营主体，承担区域内产业类国有资产投资运营职能，区域地位显著，综合实力极强。作为其化工业务板块重要的参股公司，跟踪期内公司在管理、融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持，预计未来南通产控对公司支持意愿较强。

综合分析，东方金诚维持江山股份主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定；维持“江农转债”的信用等级为 AA+。

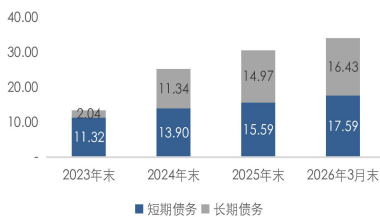
¹ 该主体信用等级及评级展望在 2027 年 8 月 20 日内有效，期间如有评级调整则以最新调整为准。

主要指标及依据

2025 年收入构成



近年全部债务规模（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	66.75	86.34	97.30	100.53
所有者权益（亿元）	36.99	39.35	43.18	45.02
全部债务（亿元）	13.37	25.24	30.56	34.02
营业总收入（亿元）	50.86	54.32	58.16	19.45
利润总额（亿元）	3.41	3.16	6.58	2.30
经营性净现金流（亿元）	7.70	3.47	2.95	-0.32
营业利润率（%）	13.09	14.14	16.94	16.16
资产负债率（%）	44.59	54.42	55.62	55.22
流动比率（%）	150.76	119.60	101.82	110.50
EBITDA 利息倍数（倍）	26.83	18.38	18.15	-
全部债务/EBITDA（倍）	2.19	4.45	3.30	-

注：数据来源于公司 2023 年~2025 年的审计报告及 2026 年一季度合并财务报表。

优势

- 公司从事农药生产 60 余年，建立了“基础化工-中间体-农药及新材料”的产业链及三废治理设施，是国内重要的草甘膦生产企业之一，跟踪期内，公司农药业务主要产品产量均保持增长且产品结构优化，仍保持很强市场竞争力；
- 公司是国家农药生产重点骨干企业、有机磷类工作组组长单位，农药生产技术先进，同时掌握 IDAN 法和甘氨酸法生产工艺，酰胺类除草剂引进全套国外甲叉法技术，配套设施较为齐全，拥有发明专利 100 项，技术实力很强；
- 2025 年，受益于农药市场需求复苏及公司加大市场拓展力度，公司农药业务毛利率提升，化工业务烧碱产品销量及销售均价同比增长，热电业务蒸汽产品销量同比增长，公司营业收入和利润同比提升；
- 公司股东南通产控是南通市重要的产业投资及运营主体，综合实力极强，公司作为其化工业务板块重要参股公司，在管理、融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持。

关注

- 公司新材料业务出口占比近 50%，海外业务面临汇率波动、地缘政治变化及海外贸易保护政策冲击等风险；
- 受产能扩张影响，跟踪期内，公司全部债务呈增长趋势，考虑公司未来资本支出规模仍较大，预计全部债务规模进一步增长；
- 公司在建项目主要为农药及新材料产品产能扩产项目，农药行业竞争激烈，未来存在产能释放不及预期风险。

评级展望

公司评级展望为稳定。农化行业是支撑国家农业发展、保障粮食安全的重要基础，粮食需求增长背景下，农药产品需求前景广阔。目前农药市场转向结构性修复和底部企稳，随着公司在建项目的投产及新产品开发持续推进，公司未来将保持很强的市场竞争力。

评级方法及模型

《化工企业信用评级方法及模型（RTFC004202504）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	江农转债/AA+	2025/12/18	姜珊、蒋林益	《化工企业信用评级方法及模型（RTFC004202504）》	阅读原文

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
江农转债	2025/12/18	11.85	2026/7/14~2032/7/13	无	无

跟踪评级原因

根据相关监管要求及南通江山农药化工股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券（以下简称“江农转债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

公司主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以新材料、化工中间体、氯碱为主的化工产品，以及热电联产蒸汽等产品的研发、生产和销售，南通产业控股集团有限公司为公司第一大股东，公司无控股股东及实际控制人

南通江山农药化工股份有限公司（以下简称“江山股份”或“公司”）主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以新材料、化工中间体、氯碱为主的化工产品，以及热电联产蒸汽等产品的研发、生产和销售。截至 2026 年 3 月末，公司注册资本 4.31 亿元，实收资本 4.31 亿元，南通产业控股集团有限公司（以下简称“南通产控”）为公司第一大股东，对公司持股 28.96%。公司无控股股东及实际控制人²。

公司主要从事以除草剂、杀虫剂为主的农药产品，以新材料、化工中间体、氯碱为主的化工产品，以及热电联产蒸汽等产品的研发、生产和销售，具备“基础化工-中间体-农药及新材料”的完整产业链及三废治理设施，配套设施较为齐全。截至 2026 年 3 月末，公司拥有草甘膦总产能 12 万吨/年（5 万吨/年处于试生产阶段），包括甘氨酸法草甘膦的产能 8 万吨/年、IDAN 法草甘膦产能 4 万吨/年；酰胺类除草剂产能 4.6 万吨/年；敌敌畏产能 1.5 万吨/年，具有很强的市场竞争力。

截至 2026 年 3 月末，公司（合并）资产总额 100.53 亿元，所有者权益 45.02 亿元，资产负债率 55.22%。2025 年及 2026 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 58.16 亿元和 19.45 亿元，利润总额 6.58 亿元和 2.30 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

“江农转债”共募集资金 11.85 亿元，扣除承销费用人民币 651.75 万元后，实收募集资金人民币 117848.25 万元。“江农转债”各项发行费用合计 1129.88 万元（不含增值税），实际募集资金净额为人民币 117370.12 万元。截至 2026 年 7 月末，募集资金已使用 2.85 亿元，用于补充流动资金。

据公司 2026 年 7 月 31 日发布的《关于调整可转换公司债券募投项目拟投入募集资金金额的公告》，公司董事会在不改变本次募集资金投资项目的前提下，根据项目建设实际需求，对募投项目拟投入募集资金金额进行了调整，其中“新型创制绿色除草剂原药及制剂项目”拟使用募集资金投资额由 56000.00 万元调整为 54870.12 万元。

² 由于公司单个股东控制的股份未超过公司总股本的 30%，且 9 名董事中单个股东提名的董事人数均未达到董事会人数二分之一以上，因此单个股东均无法通过实际支配公司的股份表决权决定公司董事会半数以上的成员选任，亦无法通过其提名的董事对公司董事会的决策产生决定性影响，公司的经营方针及重大事项的决策由董事会充分讨论后决定，无任何一方能够决定和作出实质影响，因此公司无控股股东及实际控制人。

据公司 2026 年 7 月 31 日发布的《关于使用募集资金置换预先投入募投项目及已支付发行费用的自筹资金的公告》，公司拟使用募集资金置换预先投入募投项目及已支付发行费用的自筹资金 73271.99 万元。其中，“新型创制绿色除草剂原药及制剂项目”计划用募集资金置换预先投入金额 52223.57 万元、“年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目”计划用募集资金置换预先投入金额 20533.40 万元、公司计划用募集资金置换已支付的发行费用 515.02 万元。

截至本报告出具日，“江农转债”尚未到本息兑付日，尚未到转股日。

图表 1：截至 2026 年 7 月末江农转债募集资金使用情况³（单位：万元）

项目名称	拟用募集资金金额	已用募集资金金额
新型创制绿色除草剂原药及制剂项目	54870.12	-
年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目	34000.00	-
补充流动资金项目	28500.00	28500.00
合计	117370.12	28500.00

资料来源：公司提供，东方金城整理

新型创制绿色除草剂原药及制剂项目建设进度：项目建设苯嘧草啞 500 吨装置、2000 吨单剂装置及 300 吨 3-氨基-4,4,4-三氟巴豆酸乙酯装置，以及公用工程、循环水站、消防水站、控制楼、配电楼等。现项目已完成竣工，已达到预计可使用状态。

年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目建设进度：项目分为两期建设，一期建设 10000 吨/年精异丙甲草胺装置、1500 吨/年异丁腈装置，以及可燃液体罐组、化学品罐组、公用工程站、控制楼、配电楼、汽车装卸站等，二期建设 19000 吨/年氯乙酰氯装置及副产盐酸 20165 吨/年、次氯酸钠 2446 吨/年。现一期项目已完成竣工验收，其中精异丙甲草胺装置和异丁腈装置已达到预计可使用状态。

宏观经济和政策环境

主要受投资、消费需求放缓等影响，二季度经济增速下行，新旧动能转换持续推进，经济“K 型”分化特征突出

2026 年二季度 GDP 同比增长 4.3%，增速较一季度回落 0.7 个百分点。主要是在多重因素影响下，二季度投资、消费需求放缓。首先，受全球人工智能投资热潮等带动，二季度出口额增速高位上行，外需对经济增长保持较强拉动力。不过，二季度出口额高增主要受芯片等主要出口产品价格大幅上涨带动，出口数量增势相对较缓，对国内工业生产、GDP 的拉动力要弱于出口额增速显示的水平。其次，受基建投资稳增长需求减弱，工业产能利用率偏低，以及房地产市场持续调整等影响，二季度固定资产投资同比下降 11.1%，三大投资板块增速全面转负，是同期 GDP 增速下行的主要原因。最后，在促消费政策效应弱化，居民消费信心不足等影响下，二季度消费增速也有所下行。

³ 公司按各项目实际建设情况预计“新型创制绿色除草剂原药及制剂项目”的实际投资金额约为 69926.70 万元，“年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目”的实际投资金额约为 38304.28 万元。

总体上看，上半年 GDP 累计同比增长 4.7%，落在今年 4.5%-5.0% 的增长目标区间内；上半年代表新质生产力发展的高技术制造业增加值同比增长 13.3%，大幅领先工业生产和经济增速，新旧动能转换持续推进。以上表明，上半年宏观经济运行整体上延续稳中有进态势。另外，二季度名义 GDP 增速达到 5.9%，高于 4.3% 的实际 GDP 增速，显示当季 GDP 平减指数同比为 1.6%，近十三个季度以来首次转正。这意味着此前物价水平持续偏低的局面得到扭转。

展望下半年，稳增长政策适度发力，内需对经济增长的拉动力有望回升，预计三季度 GDP 增速将达到 4.6% 左右，四季度有望进一步加快，全年经济将呈现“V 型”走势。其中，下半年以高技术制造业为代表的新动能还会保持较快发展势头，而以房地产为代表的老动能会继续承压，经济“K 型”分化格局将会延续。

下半年逆周期调节力度有望逐步加大，财政支出节奏会显著加快，降息降准都有空间

往后看，伴随此前高油价对全球经济的拖累效应显现，以及我国外部经贸环境还有变数，再加上全球人工智能投资热潮的可持续性有待观察，下半年出口增速有下行趋势，国内消费、投资需求需要提振。初步估计，着眼于顺利实现全年经济增长目标，下半年稳增长政策将适度发力。其中，首先会要求加快政府债券发行、财政支出进度，加快推进 8000 亿元新型政策性金融工具落地显效，也不排除四季度增发政府债券的可能性。货币政策方面，在各类结构性货币政策工具进一步加力、做好金融“五篇大文章”的同时，下半年央行有望择机实施降息降准，预计降息幅度为 10 个基点，降准 0.5 个百分点。这会推动企业和居民融资成本下降，是下半年促消费、扩投资，努力稳定房地产市场的一个重要发力点。

行业分析

公司以除草剂、杀虫剂为主的农药产品营业收入占比超过 50%，属于农药行业。

农药行业

2025 年农药行业景气度回升，效益实现恢复性增长，但阶段性供需失衡及价格竞争仍存在，农药原药价格仍低位运行，行业整体销售利润率仍处于相对低位

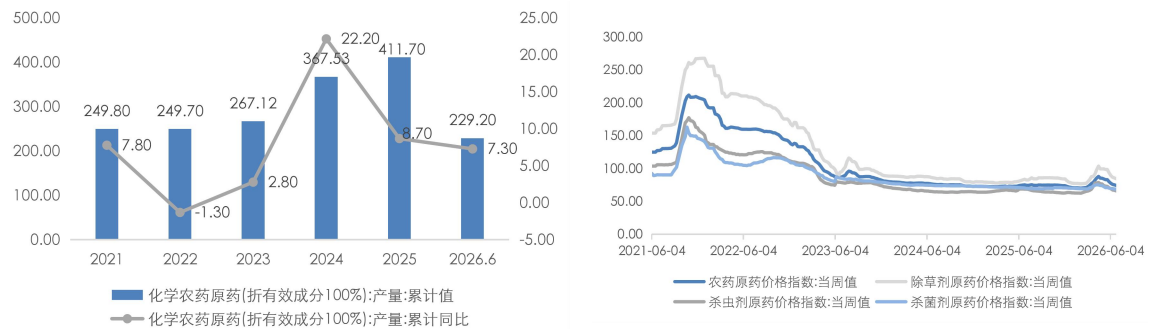
农药是重要的农业生产资料，对防病治虫、促进粮食和农业稳产高产等起到至关重要的作用。农药种类按照不同的标准可做不同划分：按照能否直接施用，可分为原药和制剂；按照防治对象，可分为除草剂、杀虫剂、杀菌剂、杀鼠剂、脱叶剂、植物生长调节剂等。从销售情况看，除草剂、杀虫剂、杀菌剂分别约占农药市场份额的 47%、25%、25%，其他产品份额仅 3%。目前，除草剂中草甘膦生产和使用量最大，杀虫剂中氯虫苯甲酰胺、噻虫嗪、吡虫啉、阿维菌素使用量相对较大。

我国是全球最大的农药原药生产基地，拥有全球近 70% 的农药原药产能。据中国农药工业协会统计，2025 年我国累计生产农药原药（折百）同比增长约 11%，除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂四大类产品均实现正增长，尤其是杀菌剂增长最快，涨幅超 20%。

2025 年我国农药行业效益实现恢复性增长，全年规模以上企业营业收入同比增长约 5%，利润总额同比增长近 18%，但行业整体销售利润率仍处于相对低位。2025 年，农药行业阶段性供需失衡及价格竞争仍存在，农药价格延续了 2024 年以来的低位运行态势，整体处于近 10 年

相对较低水平。目前行业最困难的去库存阶段基本接近尾声，市场转向结构性修复和底部企稳，部分大宗品种价格自低位回升。

图表 2: 近年我国农药产量变化(单位:万吨、%) **图表 3: 近年我国农药价格指数变动趋势**



资料来源：国家统计局，中国农药工业协会，Iifind，东方金城整理

随着环保、安全标准提升及“一证一品”等监管政策推动，我国农药行业集中度向头部企业集中，落后产能加速退出

近年来我国农药行业环保、安全生产标准大幅提高，监管力度不断加大，农药行业供给格局大幅改善。2025年7月31日，农业农村部发布第925号公告，农药“一证一品”（即一个农药登记证号对应唯一的产品标识（商标））政策正式落地，并于2026年1月1日起正式实施。“一证一品”政策明确规定同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标，此政策发布将有效整治农药市场上普遍存在的“一证多品”“套证”“借证”等混乱现象，淘汰借证、挂靠生产的中小产能，同时收紧新登记资源。

目前农药供应进一步向头部企业集中，前10大企业集中度从2022年的45%提升至2025年的55%，行业落后、中小产能退出明显。目前全球农药工业形成了以先正达、拜耳、巴斯夫等为代表的创新药企业；以扬农化工、利尔化学等为代表的仿制药企业。从区位情况来看，2025年我国农药生产企业主要分布在江苏、四川、山东、内蒙古和河北，这五省的化学农药原药（折百）产量约占全国的70%。

业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润主要来源于农药、新材料和化工业务，2025年受益于农药、化工、热电业务规模增长及主要原材料采购价格下滑，公司营业收入、毛利润和毛利率均同比增长

公司营业收入和毛利润主要来源于农药、新材料和化工业务。2025年，受益于农药、化工、热电业务规模增长及主要原材料采购价格下滑，公司营业收入、毛利润、毛利率均同比增加。2026年1~3月，因农药及新材料业务规模增长，公司营业收入同比增加11.37%，毛利润同比增加2.12%，但化工业务中烧碱产品毛利率下滑及热电业务中蒸汽售价同比下降，公司毛利率同比下滑1.50个百分点。

图表 4：公司营业收入、毛利润、毛利率情况⁴（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是国家农药生产重点骨干企业、有机磷类工作组组长单位、乙草胺协作组以及草甘膦协作组组长单位，从事农药生产 60 余年，具备“基础化工-中间体-农药及新材料”的产业链及三废治理设施，配套设施较为齐全，跟踪期内保持很强的市场竞争力

公司是国家农药生产重点骨干企业、全国农药标准化技术委员会有机磷类工作组组长单位、中国农药工业乙草胺协作组以及草甘膦协作组组长单位，从事农药生产 60 余年，产品以农药、化工产品为主。公司建有自备电厂、水厂、万吨级长江码头、氯碱化工、农药及其中间体、农药制剂加工、纳米绝热保温新材料、阻燃剂、三废治理等工业设施。公司利用码头运输盐和煤，利用水厂、电厂等配套设施将盐电解成氯气和氯碱，同时过程中产生蒸汽自用和外售。氯气大部分自用于生产化工中间体，最后用于生产农药、新材料等产品，利用率高，氯碱部分自用于生成烧碱。公司建立“基础化工-中间体-农药及新材料”的产业链，中间产品自用率高，具有较强降本优势，配套设施较为齐全，综合竞争力很强。

公司是国家高新技术企业，建有博士后科研工作站、江苏省企业院士工作站、江苏省企业技术中心、江苏省绿色除草剂工程技术研究中心。公司先后承担 10 多项国家科技攻关计划、科技支撑计划和国家 863 计划项目。2025 年，公司研发围绕绿色农药创制、新型阻燃剂研发等领域开展攻关，产品结构进一步优化，苯嘧草啞同源通用中间体开发、新型阻燃剂中试均取得关键突破，2025 年申请专利 49 项，创制产品苯嘧草啞成功获得 ISO 通用名称。2026 年 2 月苯嘧草啞取得国内登记并上市销售，4 月与先正达作物保护股份公司签订海外市场开发协议（海外登记试验投入 0.33 亿美元由公司承担）。2025 年及 2026 年一季度，公司研发费用分别为 1.78 亿元和 0.55 亿元，占营业收入的比例分别为 3.06%和 2.84%。

⁴ 2023 年，公司贸易业务用总额法核算，确认收入并结转成本。2024 年根据合同性质，大多数贸易业务中公司为代理人，故采用净额法核算，直接差额确认收入，仅少部分贸易仍用总额法核算，故 2024 年公司贸易业务毛利率处于较高水平。

公司环保管理和三废治理技术水平行业先进。公司引进杜邦管理体系进行标准化管理，并建立了整套三废治理技术组合。公司被认定为中国石化行业绿色工厂、江苏省绿色工厂。公司设有三废（水、气、渣）工厂，具备 2 万吨/天的废水处理能力及 2 套废气焚烧系统处理。危废品方面，公司设立危废品暂时储存仓库。2025 年，实施减碳降耗发展战略，全年投入超 2000 万元实施提标改造。2024 年及 2025 年子公司哈尔滨利民农化技术有限公司获评国家级绿色工厂、子公司南通联腾化工有限公司⁵（以下简称“南通联腾”）及南通江山新能科技有限公司（以下简称“江山新能”）获评江苏省绿色工厂。

公司是国内重要的草甘膦生产企业之一，农药生产技术先进，产能规模具备优势，同时掌握 IDAN 法和甘氨酸法生产工艺，酰胺类除草剂引进全套国外甲叉法技术，拥有发明专利 100 项，技术实力很强

公司农药业务下属多种产品技术较为先进、产能规模具备优势。除草剂方面，公司是国内四大草甘膦生产企业之一，草甘膦生产同时采用 IDAN 法和甘氨酸法两种工艺路线。甘氨酸法生产工艺为国内主流技术路线，工艺成熟；IDAN 法生产工艺为公司自主知识产权，产品纯度相对较高。公司草甘膦产品生产规模在国内同行业排名前列。截至 2026 年 3 月末，公司拥有草甘膦原药产能 12 万吨/年（5 万吨/年处于试生产阶段），含甘氨酸路线产能 8 万吨/年、IDAN 路线产能 4 万吨/年。公司酰胺类除草剂⁶生产工艺引进全套国外甲叉法先进技术，全流程采用连续化生产工艺和自动化控制，具有含量高、成本低、三废少的优势。杀虫剂方面，公司敌敌畏、敌百虫产品全部采用一步法的清洁生产工艺路线，中间体配套齐全，产品含量高、质量稳定，生产工艺水平居于国内前列。截至 2026 年 3 月末，公司拥有专利 186 项，其中发明专利 100 项。

农药业务

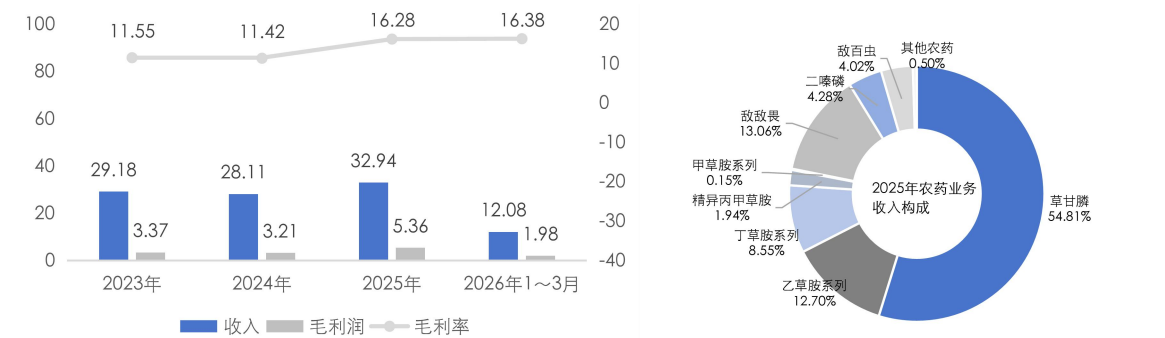
公司农药业务主要由公司本部负责运营，主要包括草甘膦、酰胺类⁷等除草剂及敌敌畏、二嗪磷等杀虫剂产品的生产及销售，其中近三年公司草甘膦产品收入占农药业务收入 40%~60% 左右，对公司农药业务营业收入贡献相对较高且维持相对平稳水平。

⁵ 据 2023 年 8 月公告，公司以现金方式收购上海武进精细化工有限公司、常州市武进水质稳定剂厂有限公司、江阴市双马化工有限公司所持南通联腾化工有限公司 67% 股权，交易金额为 1.76 亿元。

⁶ 指化学结构中含有酰胺结构的有机化合物，是一种选择性除草剂系列，主要品种有乙草胺、丁草胺、甲草胺等。

⁷ 表中乙草胺系列、丁草胺系列、精异丙甲草胺、甲草胺系列均为酰胺类除草剂。

图表 5：公司农药业务收入、毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）



业务类别	2023 年		2024 年		2025 年		2026 年 1~3 月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
除草剂：草甘膦	11.31	3.82	13.03	-0.31	18.05	9.09	7.30	10.54
乙草胺系列	5.57	8.86	3.53	11.95	4.18	18.46	1.50	20.08
丁草胺系列	2.67	15.90	2.31	16.18	2.82	22.61	1.13	24.58
精异丙甲草胺	0.70	26.65	0.24	9.08	0.64	1.85	0.22	5.17
甲草胺系列	0.07	6.11	0.06	15.72	0.05	12.54	-	-
杀虫剂：敌敌畏	3.16	23.49	3.05	24.99	4.30	31.41	1.14	31.62
二嗪磷	1.24	7.92	1.47	16.15	1.41	15.32	0.34	14.93
敌百虫	1.13	30.70	1.21	42.21	1.32	50.61	0.41	47.40
其他农药	3.33	19.33	3.21	28.53	0.16	36.02	0.04	28.03
合计	29.18	11.55	28.11	11.42	32.94	16.28	12.08	16.38

资料来源：公司提供，东方金诚整

2025 年，公司农药业务主要产品产能保持稳定，需求带动下，草甘膦、乙草胺及丁草胺、敌敌畏产品产量及产能利用率均同比提升

公司农药业务生产基地主要包括本部、哈尔滨哈利民、江山宜昌、贵州江山。2025 年公司农药业务主要产品产能基本保持稳定，草甘膦产能 7.00 万吨/年（另有 5.00 万吨处于试生产阶段）、乙草胺及丁草胺系列产能维持 4.60 万吨/年、敌敌畏产能维持 1.5 万吨/年。2025 年公司加大市场拓展力度，需求带动下，农药业务主要产品产量及产能利用率均同比增加。2026 年一季度，乙草胺及丁草胺系列及敌敌畏产能利用率均保持较高水平。

图表 6：近年公司农药业务主要产品生产情况⁸（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
草甘膦	产能	7.00	7.00	7.00	7.00
	产量	3.44	4.96	5.54	1.27
	产能利用率	49.10	70.90	79.13	72.41
乙草胺系列、 丁草胺系列 ⁹	产能	4.60	4.60	4.60	4.60
	产量	3.45	3.28	3.72	1.31
	产能利用率	75.10	71.29	80.77	113.90
敌敌畏	产能	1.50	1.50	1.50	1.50
	产量	1.23	1.46	1.55	0.49
	产能利用率	81.70	97.08	103.54	130.31

资料来源：公司提供，东方金诚整理

农药业务销售以内销为主，客户主要为制剂厂及贸易商，2025 年农药市场需求呈复苏态势，公司加大市场拓展力度，产品销量带动下，农药业务收入和毛利润均同比提升

农药业务客户主要为制剂厂及贸易商，2025 年内销和出口分别占比 73.31%和 26.69%。销售结算方面，国内销售主要为现汇及银行承兑汇票，全额付款后提货；出口销售一般为信用证和现汇，部分存在账期，账期一般 90 天以内，结算币种以美元为主。出口区域主要为亚洲及欧洲。公司主要通过远期结售汇合约等金融衍生品交易对冲汇率风险。

2025 年，公司加大市场拓展力度，主要除草剂及杀虫剂产品销量均同比增长。受上游原材料价格回落及供需失衡影响，乙草胺及丁草胺系列销售均价同比有所下滑。在主要除草剂及杀虫剂产品销量增长带动下，农药业务营业收入同比提升 17.19%，毛利润同比提升 67.03%。

图表 7：近年公司农药业务销量、销售均价情况（单位：万吨、万元/吨）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
草甘膦	销量	3.48	4.66	6.08	2.35
	销售均价	3.26	2.83	2.97	3.11
乙草胺系列	销量	1.98	1.55	2.11	0.78
	销售均价	2.82	2.28	1.98	1.92
丁草胺系列	销量	1.22	1.18	1.43	0.65
	销售均价	2.43	2.20	1.97	1.74
敌敌畏	销量	1.24	1.23	1.73	0.45
	销售均价	2.56	1.19	2.49	2.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2025 年，因农药业务主要原材料甲醇、甘氨酸、多聚甲醛采购均价均呈下滑趋势，农药业务毛利率同比提升

公司农药业务主要原材料包括甲醇、甘氨酸、多聚甲醛等，大宗物资以公司统一集中采购为主。付款方式以承兑汇票为主、现汇为辅。2025 年，农药产品销量增长带动下，公司主要原材料采购量均同比提升，但采购均价同比下滑。原材料采购价格下滑影响下，公司农药业务毛

⁸ 2026 年一季度产能数据为年化产能，产能利用率用一季度产能数据计算。公司产能是考虑了生产设备维护和休息时间的理论上限，实际开车时间根据需求不同存在大于预期时间的情况，故存在产能利用率大于 100%的情况。此表中未统计处于试生产的 5 万吨/年的草甘膦产能。

⁹ 乙草胺系列、丁草胺系列共用生产装置，故产能一起统计。

利率同比增长 4.86 个百分点。

图表 8：近年公司农药业务主要原材料采购情况（单位：元/吨、万吨）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
甲醇	采购均价	2222.27	2289.02	2150.33	2091.96
	采购量	6.28	6.86	7.36	3.36
甘氨酸	采购均价	9941.39	9788.47	9332.19	9868.45
	采购量	1.96	2.02	2.14	1.10
多聚甲醛	采购均价	3948.19	3710.53	3464.56	3464.91
	采购量	1.60	1.61	1.69	0.89

资料来源：公司提供，东方金诚整理

新材料业务

公司新材料业务主要由公司本部、子公司江山新能及子公司南通联腾负责运营。产品主要包括阻燃剂（含 TCPP¹⁰、BDP¹¹、DMMP 三种）、水处理剂、纳米材料等。其中 TCPP 和水处理剂占新材料业务收入的 80%左右。

2025 年受需求走弱影响，TCPP 产量及产能利用率同比有所下滑，水处理剂产量及产能利用率同比变动不大

2025 年，公司新材料业务主要产品 TCPP 及水处理剂产能同比维持稳定。受需求走弱及市场竞争加剧影响，TCPP 产量及产能利用率同比有所下滑。水处理剂产量及产能利用率同比变动不大。2026 年一季度，TCPP 及水处理剂产能利用率均保持较高水平。

图表 9：近年公司新材料业务主要产品生产情况¹²（单位：万吨/年、万吨、%）

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
TCPP	产能	3.00	8.00	8.00	8.00
	产量	4.59	8.09	5.62	1.96
	产能利用率	113.60	101.14	70.25	98.15
水处理剂	产能	1.20	5.50	5.50	5.50
	产量	1.01	4.45	4.45	1.21
	产能利用率	83.94	80.93	80.82	87.64

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司新材料业务主要出口亚洲、欧洲和美洲，存在一定汇率波动、地缘政治变化等风险，2025 年受下游需求走弱及市场竞争激烈影响，新材料产品销售均价同比下滑，导致新材料业务收入、毛利润和毛利率均同比下降

公司新材料业务客户主要为贸易商，主要应用于工业循环水处理、锅炉水处理、油田开采水处理、日化用品、纺织印染、油墨、金属加工液、造纸工艺、采矿、双氧水稳定、电子清洗等领域。2025 年内销和出口分别占比 50.03%和 49.97%。销售结算方面，国内销售主要为现汇

¹⁰ TCPP 阻燃剂为有卤磷系阻燃剂，广泛应用于聚氨酯材料领域，适用于生产沙发、床垫、地毯、座椅等产品。

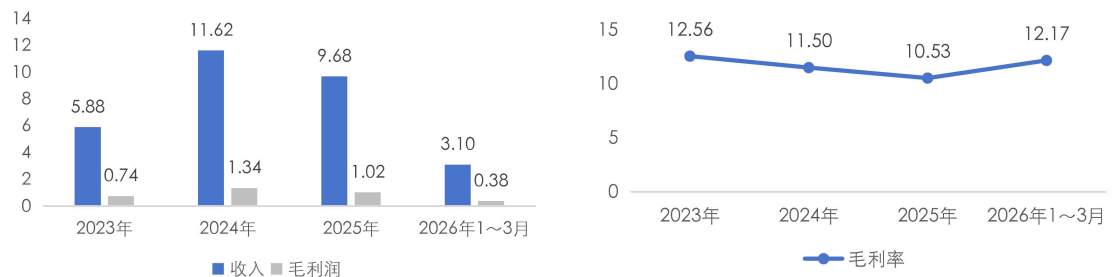
¹¹ BDP 阻燃剂为无卤有机磷系阻燃剂，具有环保性能好、热稳定性高、对材料性能影响小等优点，可与 PC/ABS 等工程塑料相容，广泛应用于光伏、新能源汽车、通信以及电子产品。

¹² 2026 年一季度产能数据为年化产能，产能利用率用一季度产能数据计算。公司产能是考虑了生产设备维护和休息时间的理论上限，实际开车时间根据需求不同存在大于预期时间的情况，故存在产能利用率大于 100%的情况。

及银行承兑汇票，先款后货或赊销两种方式；出口销售一般为信用证和现汇，部分存在账期，账期一般 60 天以内，结算币种以美元为主。出口交货方式为 CFR、CIF、FOB、EXW 等，出口区域以亚洲、欧洲和美洲为主。2023 年及 2024 年，欧盟委员会及美国分别对 TCPP 启动反倾销调查，公司 TCPP 产品已不向欧盟、美国出口。公司新材料业务出口占比较高，存在一定汇率波动、地缘政治变化及海外贸易保护政策冲击等风险。

2025 年，受下游需求走弱影响，TCPP 等产品销量同比有所下滑，同时市场竞争激烈导致 TCPP 及水处理剂销售均价同比下降。受销售均价及 TCPP 销量同比下降影响，公司新材料业务收入、毛利润、毛利率均同比下滑。

图表 10：近年公司新材料业务盈利及销售情况（单位：亿元、%、万吨、万元/吨）



产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
TCPP	销量	4.37	7.77	6.53	2.14
	销售均价	0.86	0.79	0.64	0.71
水处理剂	销量	1.05	6.00	6.29	2.07
	销售均价	0.79	0.62	0.58	0.47

资料来源：公司提供，东方金诚整理

化工业务

公司化工业务主要由公司本部及子公司江山新能负责运营。化工业务包括化工中间体及基础化工产品，种类繁多且分散。化工中间体产品如亚磷酸、亚磷酸二甲酯、亚磷酸三甲酯、三氯化磷、三氯乙醛、氯甲烷等；基础化工产品如烧碱、氯气、氢气、高纯盐酸等。近三年公司烧碱产品（包括 32%离子膜烧碱和 48%离子膜烧碱两种产品）收入占化工业务收入 30%~50% 左右，占比较高。

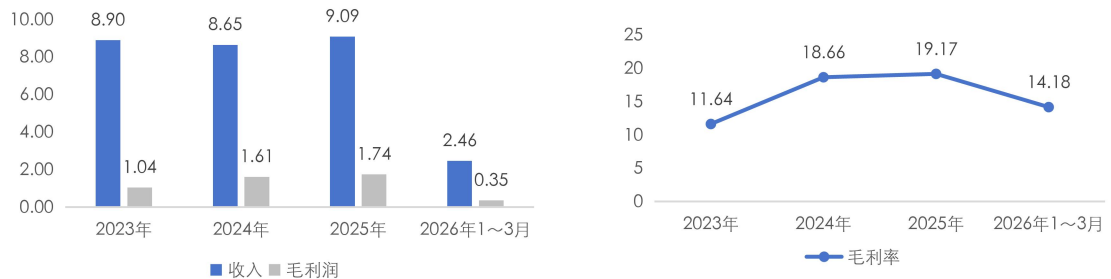
公司化工业务主要为农药、阻燃剂产品配套自用，剩余部分外销，2025 年烧碱产品总体销量及销售均价同比增长，带动化工业务收入、毛利润及毛利率同比提升

化工中间体及基础化工产品主要为生产农药、阻燃剂产品配套自用，另公司为提高装置开工率降低生产成本，将剩余未使用产品对外销售。如公司将原盐溶液在离子膜装置中电解生产氯气和烧碱，自用氯气约 70%~80%，自用烧碱约 35%，剩余部分对外销售；通过氯气和黄磷反应从而获得 IDAN 草甘膦法生产草甘膦的主要原料之一的三氯化磷，除自用外，公司三氯化磷部分外售，部分加工生产二甲酯、三甲酯等化学产品；公司通过乙醇与氯气反应生成三氯乙醛，部分用来制备农药敌敌畏、敌百虫，部分用来对外销售等。

公司化工业务客户主要为精细化工、造纸及印染等生产企业，以直销为主。销售结算方面，以承兑汇票为主，全额付款后提货。

2025 年，公司加大市场拓展力度，32%离子膜烧碱等产品销量同比提升，同时，烧碱新增产能审批受限，阶段性货源收紧抬升全年价格中枢，公司烧碱产品销售均价均同比增长，公司化工业务收入、毛利润及毛利率同比提升。

图表 11：近年公司化工业务盈利及产销情况（单位：亿元、%、万吨、元/吨）



产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1~3 月
32% 离子膜烧碱	产量	45.38	52.13	54.68	13.34
	销量	29.50	33.16	37.92	9.05
	销售均价	809.21	833.61	871.42	722.89
48% 离子膜烧碱	产量	9.37	8.88	7.62	1.75
	销量	9.32	8.70	7.71	1.74
	销售均价	1313.25	1288.62	1349.84	1112.22

资料来源：公司提供，东方金城整理

热电业务

公司是南通经济技术开发区化工园区区域唯一供热中心，热电业务主要产品为蒸汽，用以满足南通经济技术开发区化工园区企业用热需求，对公司收入、利润形成补充

公司是南通经济技术开发区化工园区区域唯一供热中心¹³。热电业务主要产品为蒸汽，用以满足化工园区内企业用热需求，提供配套服务。公司通过锅炉生产蒸汽，部分自身使用，部分外销给化工园区内其他企业。截至 2026 年 3 月末，公司具备 9 台锅炉、4 台发电机，具备年产 772.02 万吨/年蒸汽的生产能力。2025 年，因化工园区内企业用热需求增长，公司蒸汽销量同比增长 24.80%。蒸汽产品售价为南通市发改委统一定价，2025 年，价格同比下降 10.58%。在销量增长带动下，2025 年热电业务收入、毛利润均同比增长。

公司在建项目主要为增加农药及新材料产品产能，存在一定资本支出压力，目前农药行业竞争激烈，未来存在新增产能释放不及预期的风险

公司在建项目聚焦农药及新材料产品产能的扩充建设。项目总投资 38.38 亿元，截至 2026 年 3 月末，已投资 13.97 亿元，未来尚需投资 24.41 亿元，存在一定资本支出压力。目前农药行业景气度回升，但行业竞争仍激烈，未来存在新增产能释放不及预期的风险。

年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目（二期）建设主体为公司本部，项目拟在公司厂区内建设 19000 吨/

¹³ 2021 年，南通市政府委托江苏省工程设计中心有限公司编制《南通市十四五热电联产规划》，规划中明确“南部供热片区依托南通江山农药化工股份有限公司现有厂区闲置土地建设热电联产项目，与现有的南通江山农药化工股份有限公司热电厂共同作为片区主力热源点，相应整合关停南通美亚热电有限公司，并加快推进南通江山农药化工股份有限公司由自备热电厂转为公用电厂”。该规划于 2022 年 7 月 5 日获得江苏省发改委正式批复。

年氯乙酰氯装置及副产盐酸 20165 吨/年、次氯酸钠 2446 吨/年。氯乙酰氯为公司酰胺类产品的原料，项目建设后，公司将提升酰胺类产品原料自给能力。

贵州江山磷化工资源综合利用项目建设主体为子公司贵州江山作物科技有限公司，项目拟在贵州瓮安经济开发区精细化工园建设 5 万吨/年阻燃剂 TEP、3 万吨/年阻燃剂 BDP、2 万吨/年阻燃剂 TOP、10 万吨/年草甘膦装置及配套设施，并修建 3 栋 9 层的住宅楼，共 324 间职工宿舍。项目将依托园区内丰富的磷、氯基础要素资源优势，实现产业链循环经济综合利用¹⁴，同时为未来打造转基因用除草剂组合——“草甘膦+苯嘞草唑”，增加草甘膦产能配套。

图表 12：截至 2026 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划 总投资	已投资	2026 年 4~12 月 拟投资	2027 年 拟投资	预计建设 时间	资金来源
年产 10000 吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药及副产 4000 吨氯化钠、20165 吨盐酸、2446 吨次氯酸钠技改项目（二期）	1.28	0.50	-	0.23	2024.3-2027.12	拟使用“江农转债”募集资金
贵州江山磷化工资源综合利用项目	37.10	13.47	6.00	12.00	2024.1-2028.12	自筹 35%、银行借款 65%
合计	38.38	13.97	6.00	12.23	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司治理与战略

跟踪期内，公司仍无控股股东及实控人，未来公司将加大研发投入，强化节能减排，提升市场竞争力

跟踪期内，南通产控为公司第一大股东，对公司持股 28.96%。公司仍无控股股东及实际控制人。

公司以“专业化、差异化、品牌化”为战略导向，“产业+资本”双轮驱动，加大研发投入，实施产业整合以及深度开发，提升应用技术研发能力，提高资源综合利用水平，形成具有较强市场竞争力及较高稳定盈利能力的产品系列。强化节能减排，进一步提高环境治理水平，努力建设成为资源节约型、环境友好型、具有较强综合竞争力的大型绿色农化企业。

财务分析

财务质量

公司披露了 2025 年审计报告及 2026 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年的财务数据进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告。

截至 2025 年末，公司纳入合并范围的直接控股子公司共 11 家，较上年末新增 1 家，为欧洲联腾公司¹⁵。

¹⁴ 磷、氯合成的五氯化磷可配套贵州新能源产业发展；草甘膦副产氯甲烷和阻燃剂副产盐酸净化后合成氯甲烷，用作有机硅合成，生产 107 胶、110 胶、含氢硅油、气相白炭黑等有机硅产品，过程中有机硅副产盐酸回用于草甘膦补充消耗。

¹⁵ 公司以现金人民币 1506223.00 元于 2025 年 4 月 30 日完成非同一控制下收购欧洲联腾公司（Uniphos GmbH）100%股权。

资产构成与质量

因农药、新材料及蒸汽扩产等项目建设及完工转固，跟踪期内，公司资产总额呈增长趋势，资产结构以固定资产、在建工程等非流动资产为主

跟踪期内，公司资产总额呈增长趋势，构成以非流动资产为主，2025年末及2026年3月末，非流动资产分别占比60.73%和58.80%。

2025年末，流动资产同比略有下滑，以其他流动资产、货币资金和存货为主。其他流动资产主要为持有的可转让大额存单及待抵扣或预交的增值税，2025年末同比变动不大。货币资金以银行存款为主，2025年末同比下降22.72%，主要系现金分红支出所致。存货主要为库存商品、原材料、自制半成品等，2025年末略有下滑，计提存货跌价准备0.15亿元。

2025年末，非流动资产同比增长29.65%，主要为固定资产、在建工程和长期股权投资。固定资产主要为房屋建筑物、机器设备等，2025年末同比增加82.87%，主要系在建工程项目转固所致。在建工程主要为贵州江山磷化工资源综合利用项目、年产10000吨绿色高效手性农药精异丙甲草胺原药技改项目等，2025年末同比下滑11.02%，主要系供热中心一期项目(包含公共管廊延伸工程项目)、JS-T205项目完工转固所致。长期股权投资主要为对合营、联营企业的投资，2025年末同比增长25.49%，主要系对联营企业贵州瓮福江山化工有限责任公司追加投资所致。

2026年3月末，公司资产总额及资产结构较上年末变动不大。

2026年3月末，公司受限资产1.61亿元，全部为受限货币资金，占资产总额的1.60%，占净资产的3.58%。

图表 13：公司 2026 年 3 月末资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	受限金额	受限原因
货币资金	9.10	1.61	银行承兑汇票保证金、冻结资金

数据来源：公司提供，东方金诚整理

资本结构

2025年末，受益于经营积累及少数股东增资，公司所有者权益同比小幅增长，主要由未分配利润、盈余公积、股本和少数股东权益构成

2025年末，公司所有者权益同比小幅增长，主要由未分配利润、盈余公积、股本和少数股东权益构成。受益于经营积累，未分配利润同比增长10.47%。因计提法定盈余公积，盈余公积同比增长5.29%。股本同比持平，为4.31亿元。因少数股东瓮福（集团）有限责任公司对贵州江山作物科技有限公司增资，少数股东权益同比增长47.54%。

2026年3月末，公司所有者权益金额及结构较上年末变动不大。

跟踪期内，公司负债总额和全部债务均呈增长趋势，长短期债务占比相当，主要用于补充流动资金及项目投资，存在一定集中兑付压力

跟踪期内，公司负债总额呈增长趋势，以流动负债为主，2025年末及2026年3月末，流

动负债占比分别为 69.33%和 67.53%。

2025 年末，流动负债同比增长 10.11%，以应付账款、应付票据、一年内到期的非流动负债、短期借款和合同负债为主。因应付原辅材料款、工程及设备款增加，应付账款同比增加 14.22%。应付票据均为银行承兑汇票，因票据结算规模下滑，应付票据同比下滑 28.86%。因一年内到期的长期借款增加，一年内到期的非流动负债同比增加 364.62%。短期借款同比增长 15.91%，主要用于补充流动资金，均为信用借款。合同负债同比略有下滑，主要为预收产品销售款。

2025 年末，非流动负债同比增长 28.55%，主要为长期借款。长期借款同比增加 32.77%，主要系公司新增借款所致，长期借款主要用于项目投资，其中信用借款 16.33 亿元、保证借款 3.17 亿元¹⁶。

2026 年 3 月末，公司负债总额、负债结构与上年末相比变化不大。

2025 年末，公司全部债务 30.56 亿元，同比增长 21.09%，主要系银行借款增加较多所致。2026 年 3 月末，全部债务 34.02 亿元，长短期债务占比相当，主要为银行借款及应付票据。同期末，短期债务 17.59 亿元，其中短期借款 7.16 亿元（利率区间 2.11%~3.00%，均为信用借款）、应付票据 5.27 亿元（均为银行承兑汇票）、一年内到期的非流动负债 5.15 亿元（主要为一年内到期的长期借款）；长期债务 16.43 亿元，其中长期借款 16.25 亿元（利率区间 2.10%~2.75%，主要为信用借款）、租赁负债 0.18 亿元。2025 年末及 2026 年 3 月末，公司货币资金/短期债务分别为 0.56 倍和 0.52 倍，货币资金对短期债务覆盖程度不足。

截至 2026 年 3 月末，公司无对外担保。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入、利润总额均同比增长，预计未来随着农药产品库存去化完成，农药价格将自低位回升，对公司收入形成一定支撑

2025 年，受益于农药、化工、热电业务规模增长，公司营业收入同比增长 7.08%，因公司毛利率提升及投资收益增幅较大，利润总额同比增长 108.55%。同期，期间费用率 8.93%，同比下降 0.22 个百分点，主要系研发费用及销售费用下滑所致。

非经常性损益中，2025 年投资收益 1.82 亿元，同比大幅增加，主要系出售联营公司南通江天化学股份有限公司股票所致。

2026 年 1~3 月，因农药及新材料业务规模增长，公司营业收入同比增加 11.37%，利润总额同比增加 17.16%。预计未来随着农药产品库存去化完成，农药价格将自低位回升，对公司收入形成一定支撑。

现金流

2025 年，因应付项目减少，经营性净现金流同比下滑，因资本支出及购买理财产品，投资性现金流保持净流出，因借款规模增长，筹资性现金流保持净流入

¹⁶ 未扣减一年内到期的长期借款 4.73 亿元。

2025 年，公司经营性现金流保持净流入，规模有所下滑，主要系应付票据等经营性应付项目减少所致。投资性现金流保持净流出，规模有所收窄，主要为项目建设资本支出及购买理财产品支出。筹资性现金流保持净流入，规模同比增长，主要系借款规模增长所致。

2026 年 1~3 月，公司经营性净现金流-0.32 亿元，投资性净现金流-2.76 亿元，筹资性净现金流 4.21 亿元。

偿债能力

2025 年，公司流动比率、速动比率同比下滑，均处于一般水平。因经营性净现金流同比下滑，经营性现金流对债务的保障程度同比降低。公司 EBITDA 同比增长，全部债务/EBITDA 同比下降，但借款规模增加，利息增长，EBITDA 对利息的保障程度同比下滑。

截至 2026 年 3 月末，公司短期债务 17.59 亿元，2025 年公司分配股利、利润或偿付利息所支付的现金为 2.92 亿元。2025 年公司经营活动净现金流 2.95 亿元，投资活动净现金流-14.64 亿元，筹资活动前净现金流-11.69 亿元，无法覆盖短期债务。公司在建项目仍存在一定资本支出压力，预计 2026 年筹资活动前净现金流对短期债务的保障能力仍较弱。

截至 2026 年 3 月末，公司获得银行授信 117.49 亿元，已使用额度 34.33 亿元，未使用额度 83.16 亿元，可提供一定流动性备用支持。公司于 2001 年在上海证券交易所上市，融资渠道较为畅通。

过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版），截至 2026 年 7 月 15 日，公司本部在银行未结清贷款履约方面无不良信用记录。

截至本报告出具日，“江农转债”尚未到本息兑付日。

外部支持

公司股东南通产控是南通市重要的产业投资及运营主体，综合实力极强，公司作为其化工业务板块重要的参股公司，跟踪期内公司在管理、融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持，预计未来南通产控对公司支持意愿较强

南通市位于江苏省东南部，长江入海口北岸，是江海交汇的港口城市，毗邻无锡市、苏州市和上海市，区位优势显著。南通市现下辖 3 区、4 县（市）及 1 个国家级经济技术开发区，总面积为 8544 平方公里。南通市是首批对外开放的 14 个沿海城市之一，拥有丰富的岸线资源，目前纺织服装业、船舶海工及装备业、能源及其装备业、化工医药业、电子信息业、轻工食品业六个产业板块均已形成千亿级产业规模，其中家纺、船舶、海洋工程等产业在国内外具有一定的产业优势，并且是全国五大修造船基地之一。同时，南通市进一步推进制造产业升级和现代服务业建设，通过发展海洋工程装备、新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备和节能环保等六大新兴产业，并利用铁路、港口、机场、公路等交通优势，规划发展物流园区，加快建设长三角北翼现代物流中心。

公司第一大股东南通产控是南通市重要的产业投资及运营主体，承担区域内产业类国有资产投资运营职能，区域重要性强。南通产控业务涵盖苏锡通产业园区内的基础设施建设业务及

土地一级开发业务、医药制造、化工、设备制造及服务 and 金融及股权投资等，业务多元，且在细分领域保持显著的竞争优势，持有多家优质上市公司股权，综合实力极强。截至 2026 年 3 月末，南通产控资产总额 699.48 亿元，所有者权益 298.75 亿元，资产负债率 57.29%；2025 年及 2026 年 1~3 月，南通产控分别实现营业总收入 84.12 亿元和 18.82 亿元，利润总额-2.97 亿元和 4.09 亿元。

公司作为南通产控化工业务板块重要的参股公司，产业地位较为重要，曾在投资、融资、建设、运营等多方面获得股东支持。对于管理方面，南通产控向公司委派董事等高级管理人员，参与公司利润分配，参与公司重大事项决策。资金方面，跟踪期内，南通产控出资 3.43 亿元，按持股比例认购公司发行的“江农转债”。整体来看，南通产控综合实力极强，预计公司未来将在管理、资金等方面可获得股东大力支持，南通产控对公司支持意愿较强。

抗风险能力及结论

公司从事农药生产 60 余年，建立了“基础化工-中间体-农药及新材料”的产业链及三废治理设施，是国内重要的草甘膦生产企业之一，跟踪期内，公司农药业务主要产品产量均保持增长且产品结构优化，仍保持很强市场竞争力；公司是国家农药生产重点骨干企业、有机磷类工作组组长单位，农药生产技术先进，同时掌握 IDAN 法和甘氨酸法生产工艺，酰胺类除草剂引进全套国外甲叉法技术，配套设施较为齐全，拥有发明专利 100 项，技术实力很强；2025 年，受益于农药市场需求复苏及公司加大市场拓展力度，公司农药业务毛利率提升，化工业务烧碱产品销量及销售均价同比增长，热电业务蒸汽产品销量同比增长，公司营业收入和利润同比提升。

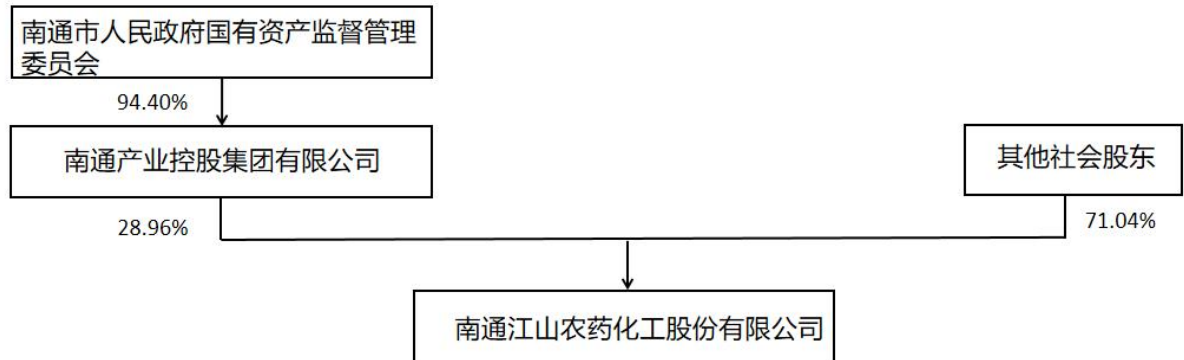
同时，东方金诚关注到，公司新材料业务出口占比近 50%，海外业务面临汇率波动、地缘政治变化及海外贸易保护政策冲击等风险；受产能扩张影响，跟踪期内，公司全部债务呈增长趋势，考虑公司未来资本支出规模仍较大，预计全部债务规模进一步增长；公司在建项目主要为农药及新材料产品产能扩产项目，农药行业竞争激烈，未来存在产能释放不及预期风险。

外部支持方面，公司第一大股东南通产控是南通市重要的产业投资及运营主体，承担区域内产业类国有资产投资运营职能，区域地位显著，综合实力极强。作为其化工业务板块重要的参股公司，跟踪期内公司在管理、融资等方面持续获得股东及相关各方的大力支持，预计未来南通产控对公司支持意愿较强。

综上所述，东方金诚维持江山股份主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，维持“江农转债”的信用等级为 AA+。

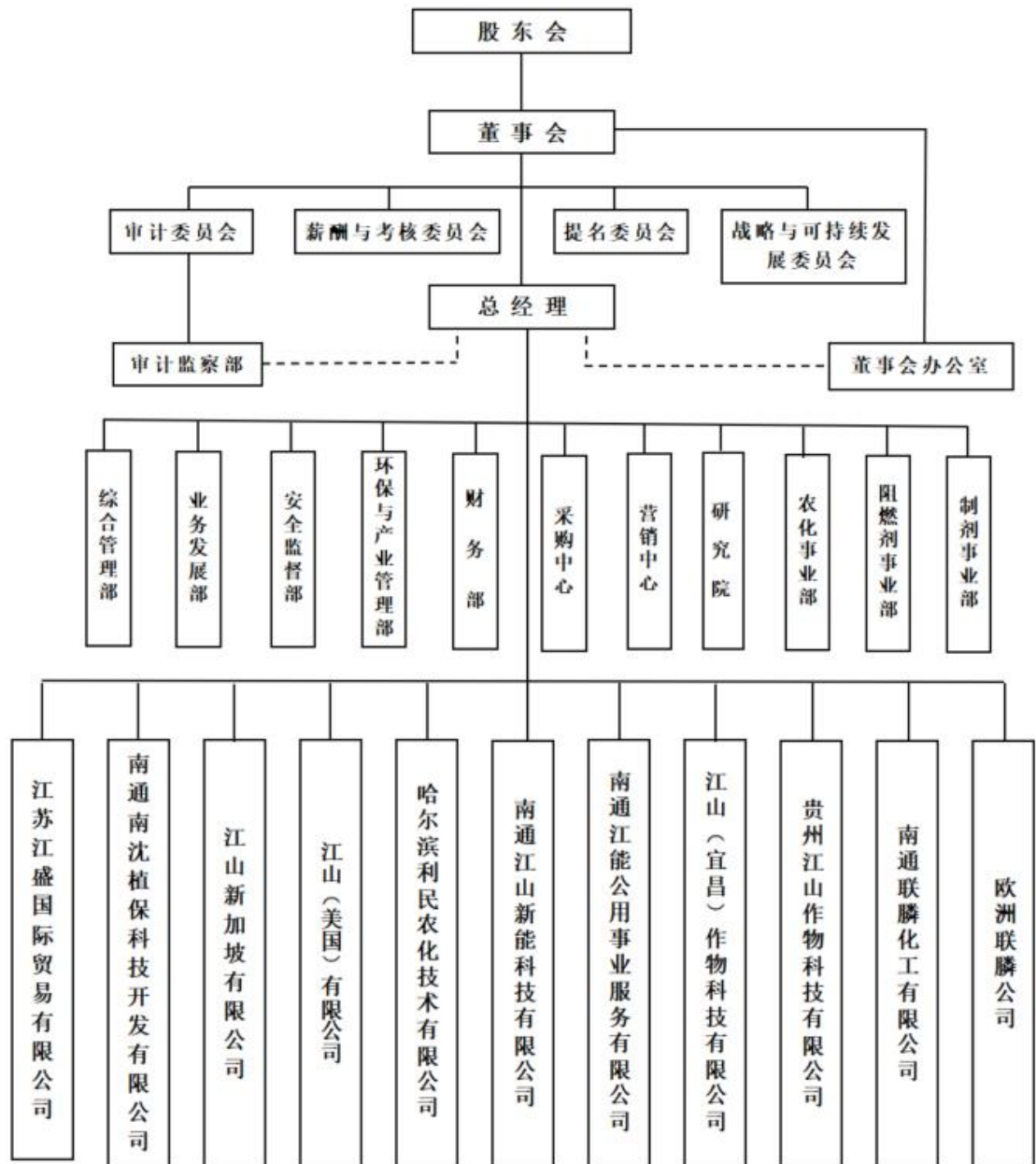


附件一：截至 2026 年 3 月末公司股权结构图





附件二：截至 2026 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月 (未经审计)
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	66.75	86.34	97.30	100.53
所有者权益（亿元）	36.99	39.35	43.18	45.02
负债总额（亿元）	29.76	46.99	54.12	55.51
短期债务（亿元）	11.32	13.90	15.59	17.59
长期债务（亿元）	2.04	11.34	14.97	16.43
全部债务（亿元）	13.37	25.24	30.56	34.02
营业收入（亿元）	50.86	54.32	58.16	19.45
利润总额（亿元）	3.41	3.16	6.58	2.30
净利润（亿元）	2.84	2.28	5.26	1.86
EBITDA（亿元）	6.10	5.68	9.27	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.70	3.47	2.95	-0.32
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-5.43	-25.41	-14.64	-2.76
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	2.45	6.93	9.11	4.21
毛利率（%）	13.43	14.49	17.36	16.53
营业利润率（%）	13.09	14.14	16.94	16.16
销售净利率（%）	5.59	4.19	9.05	9.54
总资本收益率（%）	6.10	3.87	7.47	-
净资产收益率（%）	7.69	5.79	12.19	-
总资产收益率（%）	4.26	2.64	5.41	-
资产负债率（%）	44.59	54.42	55.62	55.22
长期债务资本化比率（%）	5.24	22.37	25.74	26.74
全部债务资本化比率（%）	26.55	39.08	41.44	43.04
货币资金/短期债务（%）	223.01	81.46	56.12	51.73
非筹资性现金净流量债务比率（%）	17.00	-86.92	-38.25	-
流动比率（%）	150.76	119.60	101.82	110.50
速动比率（%）	118.72	92.34	79.13	88.63
经营现金流动负债比（%）	30.20	10.19	7.87	-
EBITDA 利息倍数（倍）	26.83	18.38	18.15	-
全部债务/EBITDA（倍）	2.19	4.45	3.30	-
应收账款周转率（次）	8.44	16.31	14.50	-
销售债权周转率（次）	7.87	12.19	10.12	-
存货周转次数（次）	4.82	5.32	5.40	-
总资产周转次数（次）	0.77	0.71	0.63	-
现金收入比（%）	104.34	104.77	94.19	75.47

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率（%）	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率（%）	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率（%）	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率（%）	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率（%）	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率（%）	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率（%）	$\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率（%）	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数（倍）	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA（倍）	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金短债比（倍）	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率（%）	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率（%）	$\text{流动资产} / \text{流动负债} \times 100\%$
速动比率（%）	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债} \times 100\%$
经营现金流动负债比率（%）	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债} \times 100\%$
应收账款周转率（次）	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率（次）	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率（次）	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率（次）	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率（%）	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：信用等级符号及定义

主体及中长期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。

科技创新主体信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA _{sti}	受评主体具有科技创新属性，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 _{sti}	受评主体具有科技创新属性，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 _{sti}	受评主体具有科技创新属性，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 _{sti}	受评主体具有科技创新属性，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 _{sti}	受评主体具有科技创新属性，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sti}	受评主体具有科技创新属性，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 _{sti}	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 _{sti}	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 _{sti}	不能偿还债务

注：除 AAA_{sti} 级和 CCC_{sti} 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。

中长期科技创新债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
AAA _{sti}	科技创新债券安全性很强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA _{sti}	科技创新债券安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{sti}	科技创新债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{sti}	科技创新债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sti}	科技创新债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sti}	科技创新债券较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sti}	科技创新债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sti}	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还科技创新债券
C _{sti}	不能偿还科技创新债券

注：除 AAA_{sti} 级和 CCC_{sti} 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。

短期债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1	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

注：每一个信用等级均不进行微调。

短期科技创新债券信用等级符号及定义

等级符号	定义
A-1 _{sti}	短期科技创新债券还本付息能力最强，安全性最高
A-2 _{sti}	短期科技创新债券还本付息能力较强，安全性较高
A-3 _{sti}	短期科技创新债券还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B _{sti}	短期科技创新债券还本付息能力较低，有一定的违约风险
C _{sti}	短期科技创新债券还本付息能力很低，违约风险较高
D _{sti}	短期科技创新债券不能按期还本付息

注：每一个信用等级均不进行微调。