

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与发行主体不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员与受评对象亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由发行主体提供，本评级机构并不保证引用资料的准确性和完整性。

本评级机构有充分理由保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因发行主体和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

鹏元资信评估有限公司

评级总监



 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

成都市新都化工股份有限公司

2011年8亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：8亿元

债券期限：5年

评级日期：2011年9月8日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对成都市新都化工股份有限公司（以下简称“新都化工”或“公司”）本次拟发行的8亿元公司债券（以下简称“本次债券”）的评级结果为AA，该级别反映了本次债券安全性很高，违约风险很低。该等级是鹏元基于对新都化工的运营环境、经营状况、财务实力等因素综合评估确定的。

主要财务指标：

	2011年6月	2010年	2009年	2008年
总资产（万元）	369,309.76	210,342.29	160,236.14	171,234.99
所有者权益合计（万元）	222,835.06	72,253.52	60,345.73	57,734.41
资产负债率	39.66%	65.65%	62.34%	66.28%
流动比率	1.83	0.88	0.97	0.93
营业收入（万元）	161,152.61	204,741.74	172,049.55	170,439.33
利润总额（万元）	18,983.38	21,691.75	11,982.37	19,027.83
净利润（万元）	14,197.61	16,755.93	10,525.18	15,647.35
综合毛利率	16.88%	16.79%	13.16%	21.10%
总资产回报率	-	13.23%	7.89%	16.01%
EBITDA（万元）	26,390.22	32,136.75	19,999.37	25,772.85
EBITDA 利息保障倍数	14.50	16.24	13.90	9.20
经营活动现金流净额（万元）	10,580.65	-4,420.31	22,942.58	10,423.67

资料来源：公司提供

基本观点：

- 复合肥作为化肥行业的发展方向，近年来在我国的施用量不断上升，未来仍具有良好的发展前景；
- 纯碱应用广泛，是我国化工行业中的优势行业，具有良好的产业基础和较强的国际竞争能力，未来发展前景良好；
- 近年来公司通过不断控制上游资源，形成了氯基复合肥生产的完整产业链，具备了较强的成本控制和抗风险能力，产品市场销售情况良好；募投项目实施后，将会提高公司在高端复合肥产品领域的市场竞争力；
- 公司进一步向磷、氨、盐等上游资源领域完善和延伸复合肥产业链，不断增强核心竞争力；
- 公司资产质量较好，收入规模逐步上升，2011 年成功上市后，所有者权益大幅增加，资产负债率快速下降；

关注：

- 原材料成本和产品价格的波动将对公司经营业绩的稳定性产生较大影响；
- 募股项目以及其他收购和投资项目能否顺利完成，并达到预期，将对公司经营产生较大影响。

分析师

姓名：王洋 林心平

电话：0755-82873926

邮箱：wangy@pyrating.cn

一、发行主体概况

成都市新都化工股份有限公司前身系成都市新都化学工业有限公司，成立于 1995 年 8 月 31 日，后经过历次股权转让并更名为成都市新都化工（集团）有限公司。2005 年 6 月，经四川省人民政府“川府函[2005]118 号”文批准，成都市新都化工（集团）有限公司整体变更设立为成都市新都化工股份有限公司，注册资本为人民币 11,658.00 万元，于 2005 年 8 月 31 日取得成都市工商行政管理局换发的 5100001822892 号《企业法人营业执照》，注册资本为人民币 116,580,000.00 元。

2008 年 11 月，根据中华人民共和国商务部“商资批[2008]1252 号”文及公司 2007 年第二次临时股东大会决议、修改后的章程及增资扩股协议的规定，公司申请增加注册资本人民币 6,940,000.00 元，新增注册资本由新增股东华侨投资（亚洲）有限公司认缴，变更后的注册资本为人民币 123,520,000.00 元。

根据公司 2010 年第一次临时股东大会决议及中国证券监督管理委员会证监许可[2010]1840 号文“关于核准成都市新都化工股份有限公司首次公开发行股票批复”核准，公司公开发行人民币普通股（A 股）4,200 万股，发行后公司的注册资本为 165,520,000.00 元。截至 2011 年 6 月 30 日，公司控股股东和最终控制人均均为宋睿，产权及控制关系如表 1 所示：

表1 截至2011年6月30日公司前十大股东情况

企业名称	持股数量（股）	持股比例
宋睿	73,656,590	44.50%
牟嘉云	32,642,400	19.72%
华侨投资（亚洲）有限公司	6,940,000	4.19%
覃琥玲	3,031,080	1.83%
中国电力财务有限公司	1,667,182	1.01%
刘晓霞	1,398,960	0.85%
王生兵	1,282,380	0.77%
尹辉	1,282,380	0.77%
张光喜	1,282,380	0.77%
幸福人寿保险股份有限公司—万能	840,000	0.51%

资料来源：公司提供

公司目前业务主要为生产和销售复混肥料（复合肥）等化肥和化工产品，主要产品包括复混肥料、氯化铵、纯碱、工业盐、磷酸一铵等，主要应用于农业生产、化工生产等。截至

2011年6月30日，纳入合并报表范围的子公司共14家，具体情况如下表所示。

表2 截至2011年6月30日纳入合并报表范围的子公司情况

企业名称	表决权比例 (%)	注册资本 (万元)	主营业务
嘉施利(应城)化肥有限公司	75	5,000	复合肥、化肥
嘉施利(眉山)化肥有限公司	89	3,000	复混肥料
成都市洋洋复合肥有限公司	100	50	复合肥
益盐堂(应城)健康盐制盐有限公司	51	1,000	强化营养盐系列等
应城市新都进出口贸易有限公司	100	50	货物进出口业务
应城市明思贸易有限公司	100	500	煤炭、钢材等销售
应城市新都化工塑业有限公司	70	1,000	塑料编织袋等
应城市新都化工有限责任公司	100	25,000	复合肥等生产销售
崇州市凯利丰复合肥有限责任公司	100	300	复合肥零售
汉中汉山复合肥有限公司	100	1,600	复合肥等生产销售
应城市新都化工复合肥有限公司*	100	3,000	复合肥等生产销售
成都土博士化工有限公司	51	1,000	复混肥销售
孝感广盐华源制盐有限公司*	96.55	22,600	地下盐的开采等
湖北新楚钟肥业有限公司	70	10,000	磷酸一铵等生产销售

资料来源：公司提供

截至2011年6月30日，公司资产总额369,309.76万元，所有者权益222,835.06万元，资产负债率39.66%。2010年度，公司实现营业收入204,741.74万元，净利润16,755.93万元，经营活动净现金流-4,420.31万元。

二、本次债券概况

债券名称：成都市新都化工股份有限公司2011年公司债券；

发行总额：不超过人民币8亿元（含8亿元）；

债券期限和利率：本次发行公司债券的期限不超过5年（含5年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种；票面利率由发行人与保荐机构（主承销商）根据网下向机构投资者询价结果在预设区间范围内协商确定；

还本付息方式：在本期债券的计息期限内，每年付息一次，附投资者回售选择权，若投资者放弃回售选择权，则到期一次还本。

三、本次债券募集资金用途

经公司第二届董事会第十二次会议及 2011 年第二次临时股东大会审议通过，公司向中国证监会申请发行不超过人民币 8 亿元公司债券。公司拟将募集资金用于补充流动资金，主要用于公司的原材料采购等与主营业务相关的生产经营方面。

四、运营环境

复合肥作为化肥行业的发展方向，近年来在我国的施用量不断上升，未来仍具有良好的发展前景

复合肥是指氮、磷、钾三种养分中至少含有其中两种养分的肥料，其对作物的作用同其所含有的营养元素相关。复合肥的主要品种有：磷酸铵、硝酸钾、磷酸二氢钾和各种氮、磷、钾三元复合肥，除二元、三元复合肥外，还可以在复合肥料中掺加锰、硼等微量元素，更全面的满足某些作物生长的需要。与单质肥料相比，复合肥的养分种类多，含量高，能均衡的、长时间的同时供应养分，使元素之间相互作用提高使用效果。同时，复合肥料还具有养分全面、物理性状好、易吸收、易施用、易储存运输等优点。

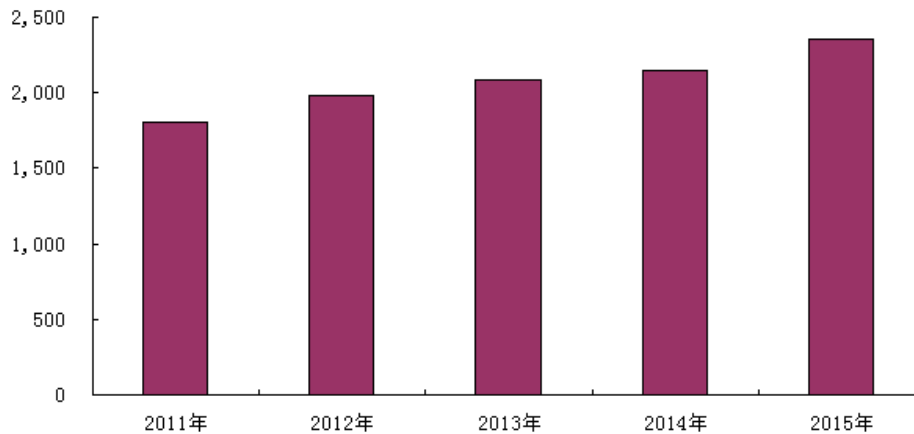
复合高效是化肥行业发展方向，化肥复合化率则是衡量一个国家化肥工业发展水平和农业发展水平的重要标志。我国颁布实施的《化肥工业产业政策》、《化肥工业‘十一五’规划建议》、《产业结构调整指导目录（2005 年本）》等相关政策文件先后明确，要大力支持、鼓励高浓度缓释复合肥和专用肥生产，推动均衡施肥、提高肥料利用率。

在国家产业政策支持下，经过多年的引进、消化、吸收及创新，复合肥产业不断发展壮大，产业化程度明显提高，进口量逐年减少，国内市场自给率明显上升。另外，近几年来基础肥料化工企业稳步发展，作为复合肥原材料的氮、磷、钾肥产能规模迅速扩张，市场供应相对充足，产品质量逐渐提升，也推动了复合肥行业的发展。目前我国化肥的复合化率已达到 30% 左右，但与国际上平均 35-40%、发达国家高达 65-75% 水平相比，仍明显偏低。从产业布局来看，复合肥产地主要集中在湖北、山东、江苏等资源丰富及临近消费市场的省份，销地主要集中在广西、湖北、江西、山东、江苏、河南、河北、安徽等华中、华东等区域农业大省。经济条件较好、经济作物比重较大的省份，也是复合肥消费的主要地区。特别是经济相对发达地区，农民经济承受能力较强、经济作物比重较大，复合肥施用量和占化肥施用总量的比重快速提高。

由于复合肥较单质肥具有明显的优势，是国家重点扶持的产业，未来仍具有良好的发展空间：一是粮食继续保持稳产增产的态势，包括复合肥在内的化肥施肥量需求增长；二是农

业生产结构进一步调优，果蔬等经济作物（包括油料、蔬菜、水果、茶叶、糖料等作物）种植面积逐年扩大，由于经济作物施肥量是粮食作物的 1.2-2.6 倍，带动了对高浓度优质专用复合肥的需求迅速增长；三是化肥复合化率提高进一步替代基础肥料，增加对高浓度优质复合肥的需求；四是农民收入和农民素质逐渐提高，科学施肥、均衡施肥、节约成本的意识明显增强，购买、施用复合肥意愿、能力也明显提高；五是随着国民经济的发展，施用化肥的领域不断扩大，如森林、苗圃、牧草、水产已开始使用新型专用肥，成为复合肥产业新的增长点；六是农业生产的集约化水平将明显提高，对复合肥的需求也会上升。据中国化工信息中心预计，2010-2015 年中国复合肥施用量年均增长 5.2%，到 2015 年中国复合肥的施用量将达到 2,300 万吨（折纯）。

图1 2010-2015年中国复合肥施用量预测（单位：万吨）



数据来源：中国化工信息中心

复合肥行业受上下游行业影响较大，同时也存在生产集中度不高等问题

从复合肥的成本构成来看，基础化肥的成本一般达到 80% 以上，因此上游基础化肥行业与复合肥行业关联度较高。多数复合肥企业处于肥料消费地，缺乏能源、硫、磷、钾矿资源，基本依靠外购基础肥料进行物理掺混，企业生产规模和盈利状况深受基础肥料市场影响。上游行业中氮元素的主要基础肥料为尿素、氯化铵，磷元素基础肥料主要为磷酸一铵，目前国内尿素、氯化铵和磷酸一铵产能已达到较高水平，且尿素和氯化铵等出口又受到国家政策的限制，导致其供过于求的状况在短期内无法改变，这对于复合肥行业的成本控制比较有利。钾元素基础肥料为氯化钾和硫酸钾等单质肥。我国钾肥产能有限，无法满足国内需求，主要来源为进口钾肥，因此钾肥的价格受国际市场的影响很大。由于钾肥国际商家的垄断性，导致近年来钾肥价格逐步攀升，对复合肥行业的成本控制带来一定的负面影响。目前，我国正在加大钾肥的生产规模，逐步改变过度依靠进口的局面，预计将会对复合肥行业的发展起到

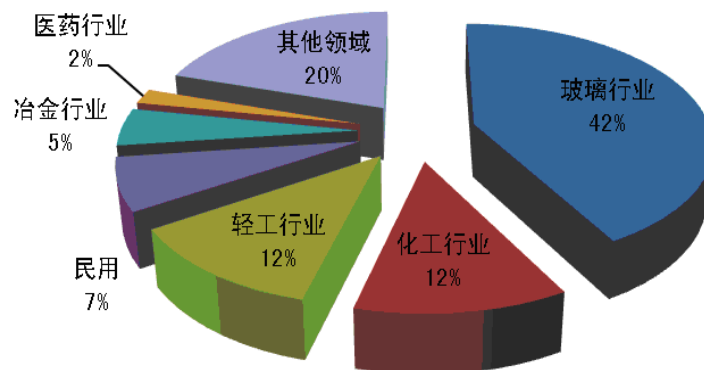
一定的促进作用。由于下游使用者为农民，复合肥的需求价格弹性较大，生产企业将原材料上升造成的成本上升压力向下游消费者转嫁的能力有限。

由于国内复合肥生产原材料氮、磷、钾等单质肥资源分布分散，以及复合肥企业经营成本深受消费运输半径影响等原因，目前国内复合肥生产企业数量众多，仍未得到充分的整合，产能相对分散，不存在一家或多家企业垄断市场的情形，大型、具有竞争力的企业较少，而小企业占大多数。同时由于中国国土面积广阔，地区之间种植的差异性较大，而小企业利用差异性和地缘优势仍有生存空间。因此短期内，预计国内复合肥竞争格局仍将维持现有格局，即：总体而言，行业内生产企业分散，产能集中度不高，存在行业整合的必要；少数大型企业主要占据高端复合肥市场，其总产能占比偏小；小规模企业数量众多且受地缘优势影响，产能占比较大，但主要占据低端市场。总体来看，我国复合肥生产集中度不够，市场有待进一步规范。

纯碱应用广泛，是我国化工行业中的优势行业，具有良好的产业基础和较强的国际竞争能力，未来发展前景良好

纯碱作为基础化工原料，广泛地用于国民经济的各个方面，主要应用领域包括玻璃工业和化学工业，此外还用于冶金、造纸、印染、合成洗涤剂、石油化工，食品等工业部门，在国民经济中占有极为重要的地位，其生产量和消费量是衡量一个国家工业生产水平的重要指标之一。

图 2 我国纯碱消费结构图

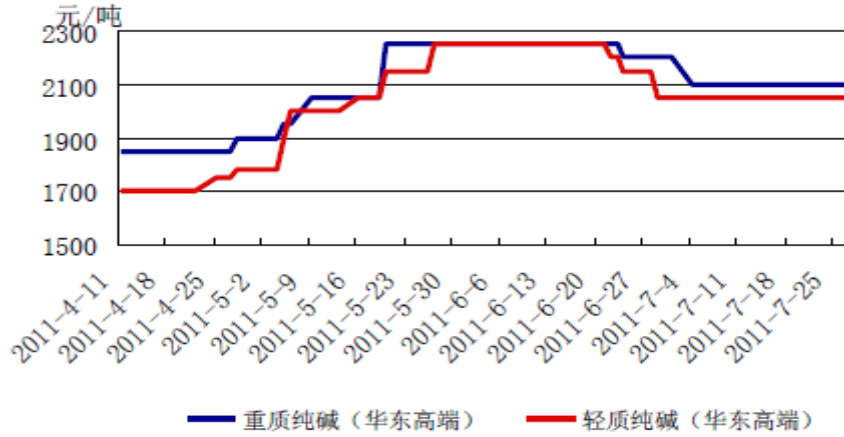


数据来源：公司提供

玻璃行业是纯碱的主要下游行业，近年来房地产和汽车产业的发展带动了玻璃消费量的增加，也间接推动了纯碱行业的发展。但在 2010 年以前纯碱市场供大于求，纯碱价格曾长期低位运行。2010 年第四季度由于节能减排力度的加大造成纯碱供应相对减少，纯碱价格开始大幅上涨。2010 年底至 2011 年初国内玻璃行业新增浮法线较多，特别是玻璃行业受成

本影响炉子停产成本很高，一般情况不能停，纯碱年新增需求在 200 万吨以上。另外，国家对房地产保障房政策的出台也加大了对纯碱的需求。

图 3 国内纯碱价格走势



资料来源：百川资讯

纯碱工业是我国化工行业中的优势行业，具有良好的产业基础，具有较强的国际竞争能力，而且具有进一步发展的潜力。在地区分布上，不管是生产还是消费均呈现美国、欧洲和中国三分天下的格局。从生产上来看，2009 年我国纯碱产量 1,938.40 万吨，基本与欧洲总产能持平，远高于美国 1,200 万吨的产量，我国纯碱生产能力和产量均已占到世界总能力和总产量的 1/3 以上，纯碱出口量位居世界第二位（资料来源：中国石化新闻网、中国化工报、国家统计局网站）。从需求上来看，目前世界发达地区包括美国、西欧和日本的纯碱消费市场已经成熟和饱和，需求潜力巨大的地区是亚洲的发展中国家、拉丁美洲、欧洲中部地区、前苏联、中东和非洲地区。亚洲将是世界纯碱需求增长较快的地区。

《纯碱行业“十二五”发展规划》即将出台，根据规划，我国将控制纯碱产品总量（到 2015 年控制纯碱生产能力在 3,000 万吨）；增加纯碱出口，以满足市场需求平衡（到 2015 年，力争纯碱出口达到 250 万吨）；支持技术水平高、市场前景好、对产业升级有重大作用的大型企业，通过技改项目、重组等方式做大做强。规划有利于解决我国纯碱行业产能过剩，企业数量多、规模小、技术水平不高的两大问题，利于行业长期健康发展。

五、经营与竞争

公司目前主营业务以复合肥的生产和销售为核心，已形成了完整的氯基复合肥产业链，纯碱、氯化铵和盐等产业链产品贡献不断增加

公司目前主营业务以复合肥的生产和销售为核心，主要涵盖 6 大系列 70 多个品种的复

肥产品，以及复合肥产业链环节产品氯化铵、纯碱和工业盐等，目前已经形成了从盐→氯化铵→氯基复合肥的完整产业链，是中国复合肥行业唯一全线产品供应商。2011年1月公司成功上市后，募集资金将投资于“年产60万吨硝基复合肥、10万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目”，这将进一步延伸硝酸→硝酸铵料浆→硝基复合肥以及盐→纯碱→硝钠及亚硝钠两条产业链，在更深层次上完善公司的复合肥产业链。

公司收入构成如下表所示，可以看到，复合肥、纯碱、氯化铵和盐是近年来公司的主要收入来源，2011年上半年由于公司以增资扩股方式并购新楚钟肥业，并纳入合并报表，因而增加了磷酸一铵的销售收入。公司近年来主营业务收入规模逐渐上升，复合肥是最主要的收入来源，近年来收入规模逐渐增加，但收入占比呈逐年下降的趋势，这主要与公司的经营策略有关。公司主要是以复合肥生产销售为主，为控制生产成本提高产品市场竞争力，公司不断向上延伸产业链，控制上游盐资源，来保证公司生产用氯化铵的提供，其中盐、氯化铵首先作为满足公司自身复合肥生产计划的需要，富余再对外销售。而以联碱法¹生产的氯化铵同时产出纯碱，目前纯碱全部外销，因而在氯化铵和纯碱产量逐渐增加的带动下，氯化铵和纯碱在主营业务收入中占比不断上升。

表3 2008-2011年6月公司主营业务分产品收入情况（单位：万元）

	2011年1-6月		2010年		2009年		2008年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
复合肥	99,353.36	62.35%	130,936.97	64.61%	125,288.87	74.57%	124,920.46	75.50%
纯碱	29,562.80	18.55%	40,434.33	19.95%	24,733.58	14.72%	30,047.52	18.16%
氯化铵	13,483.25	8.46%	16,466.58	8.13%	12,108.09	7.21%	7,993.88	4.83%
盐	9,784.92	6.14%	14,811.96	7.31%	5,873.91	3.50%	2,506.50	1.51%
磷酸一铵	7,152.45	4.49%	-	-	-	-	-	-
合计	159,336.78	100.00%	202,649.84	100.00%	168,004.46	100.00%	165,468.37	100.00%

数据来源：公司提供

为增强复合肥产品的竞争优势，近年来公司通过不断控制上游资源，形成了氯基复合肥生产的完整产业链，具备了较强的成本控制和抗风险能力

复合肥按照原材料构成进行分类包括氯基、硝基、硫基、尿基复合肥。氯基复合肥因主要原材料为氯化铵，适用于大田作物，是国内目前施用量最大的复合肥品种；硫基复合肥适用于所有作物，尤其是忌氯作物，施用后能有效改善土壤结构，增强抗病害能力，提高作物果实品质；硝基复合肥独特的速溶性和高效性，特别适用于滴灌、喷灌等现代先进农业施肥

¹联碱法是将氨碱法和合成氨法两种工艺联合起来，同时生产纯碱和氯化铵两种产品的方法，原料是氨、工业盐和二氧化碳。

方式；尿基复合肥应用于粮食作物和部分经济作物。公司目前以氯基复合肥产品的生产和销售为主，其原材料氯化铵在配方比例中占比达到 40%-50%左右，为强化成本控制能力和提高产品的竞争优势，近年来公司通过不断控制上游资源，形成了一条完整的氯基复合肥产业链。

公司现有两大生产基地，分别为“湖北基地”和“四川基地”。“湖北基地”生产所需氯化铵完全自给。盐是联碱法生产氯化铵的重要原材料，通过进一步向上延伸产业链，2008年3月，公司收购孝感广盐华源制盐有限公司（以下简称“广盐华源”）从而控制了生产氯化铵所必须的盐资源，通过利用自有资金对广盐华源进行技改，2009年广盐华源已达到80万吨/年真空制盐的生产能力，完全能够满足公司生产所需的盐资源需要量。子公司应城市新都化工有限责任公司（以下简称“应城新都化工”）配套建设了35万吨（双吨²）联碱项目，从而具备了公司复合肥生产氮来源的自主供应能力。对于“四川基地”，公司按照靠近氮单质肥厂商布局生产厂区，公司生产所需氯化铵则根据市场行情变化选择自主供应或策略性外购。

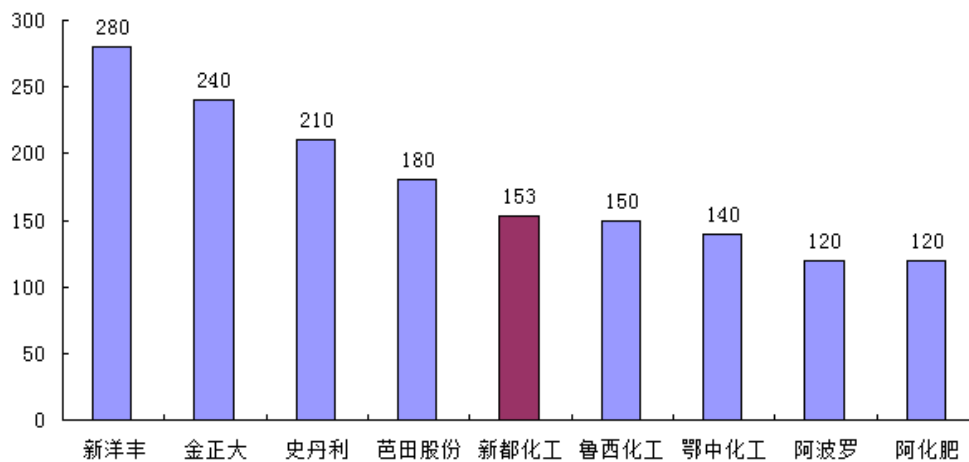
通过控制上游盐和氯化铵资源，公司提高了对生产所需最主要原材料氯化铵的成本控制能力，同时具备了较强的资源调配能力，减小了公司对原材料的对外依赖程度，增强了公司的成本控制和抗风险能力。

公司目前复合肥产能在国内同行业中处于中游地位，近年来产品市场销售情况良好

由于上游原料成本在氯基复合肥总成本中占比较高，因此生产成本成为氯基复合肥产品之间的关键竞争因素。为强化成本控制能力提高产品的竞争优势，近年来公司集中资金控制上游资源，因此，公司复合肥产能一直未有提高。公司近年来复合肥产能一直维持在153万吨，在国内同行业中处于中游地位。

²即同时产出约同比例的纯碱和氯化铵。

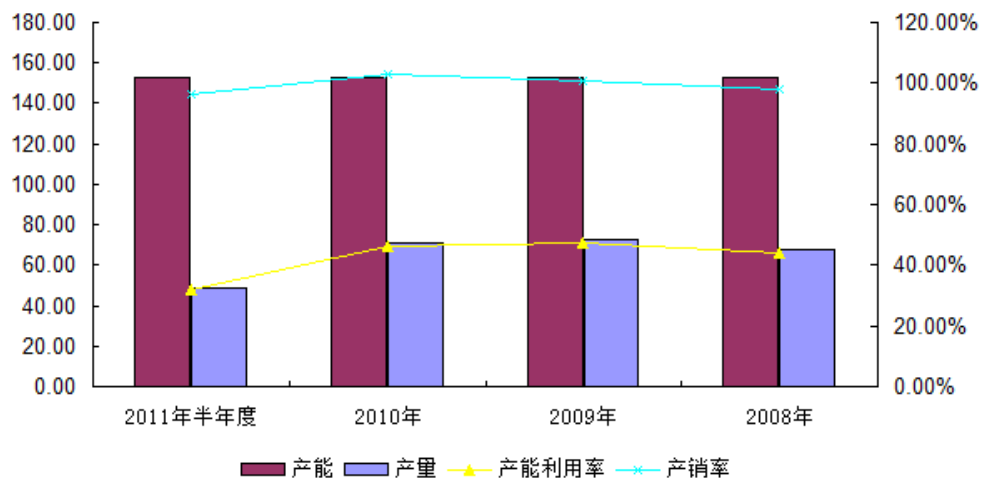
图 4 2009 年国内复合肥生产企业产能情况（单位：万吨）



资料来源：公司提供

从下图可以看到，公司近年来产能利用率较低，这是复合肥行业的共有特点。主要原因：1、受农业生产规律的制约，复合肥产品存在较为明显的淡旺季。每年 2-5 月、9-11 月为化肥产品的销售旺季，其他月份为化肥产品的销售淡季。在淡季，由于市场需求下降，农民一般不存储化肥，经销商由于受仓储能力和资金等的影响，一般也不备货，致使生产商产能利用不足；2、复合肥产品特性决定了复合肥企业生产能力移峰填谷较为困难。一方面，复合肥产品的存放需占用资金和仓库，另一方面，受存储条件影响，复合肥不合理存放容易形成产品的板结。

图 5 公司近年来复合肥产品产能、产量及产销率情况（单位：万吨）



资料来源：公司提供

近年来公司复合肥产品的产销率一直维持在较高水平，产品销售情况良好。通过多年经营，公司复合肥产品市场知名度和占有率不断提高，目前有“桂湖”、“洋洋”、“凯利丰”、“土博士”、“嘉施利”、“凯撒”等多个品牌。不同的品牌针对不同的目标市场，“桂湖”、

“洋洋”、“凯利丰”等品牌以氯基复合肥产品为主；高端硝基产品以“嘉施利”品牌为推广重心；“土博士”品牌为邮政渠道独家经销；“凯撒”品牌则是针对专业用户，定制高端肥料，直接销售给专业用户。公司产品销售主要集中于华中、华南、华东和西南等主要复合肥消费地区，由于复合肥尤其是低端产品是具有销售半径区域的限制，公司湖北基地和四川基地临近消费地区，则具有了较低的运输成本优势。

表 4 主营业务分地区销售情况（单位：万元）

地区	营业收入	营业收入比上年增减（%）
华中地区	97,966.67	20.72%
华南地区	32,356.14	28.68%
华东地区	27,362.05	63.51%
西南地区	26,081.82	-8.93%
其他地区	18,883.15	19.61%
合计	202,649.84	21.01%

资料来源：公司提供

针对中国化肥市场的分散性和化肥销售“大物流、大资金、季节性强”的特点，公司产品销售模式以传统经销商渠道销售为主，近年来销售占比维持在 90% 以上。公司建立起了一个由中国国内主流农资经销商和区域性龙头企业所构建的销售网络，如九禾股份有限公司、烟台市农业生产资料总公司、广西新胜利农业生产资料有限责任公司、云南省农业生产资料股份有限公司、广东天禾农资股份有限公司、安徽辉隆集团、浙江省农惠多利农资公司、湖南湘农农资连锁有限公司、广西富岛农业生产资料有限公司等为代表的国内主流农资经销商。这些企业在当地具有较大的市场影响力，其合计销售额占当地同类产品市场份额的 50% 以上。同时，这些企业都是国家淡储³执行企业，对当地农资市场的稳定供应和价格调控具有重要影响。除传统销售渠道外，公司近年来不断开发其他销售模式，如专业市场渠道、中国邮政渠道和专业合作社渠道，销售模式的多样化有利于公司复合肥产品销售的稳定和市场占有率的提高。

原材料成本和产品价格波动幅度较大，对公司经营业绩的稳定性产生了较大影响

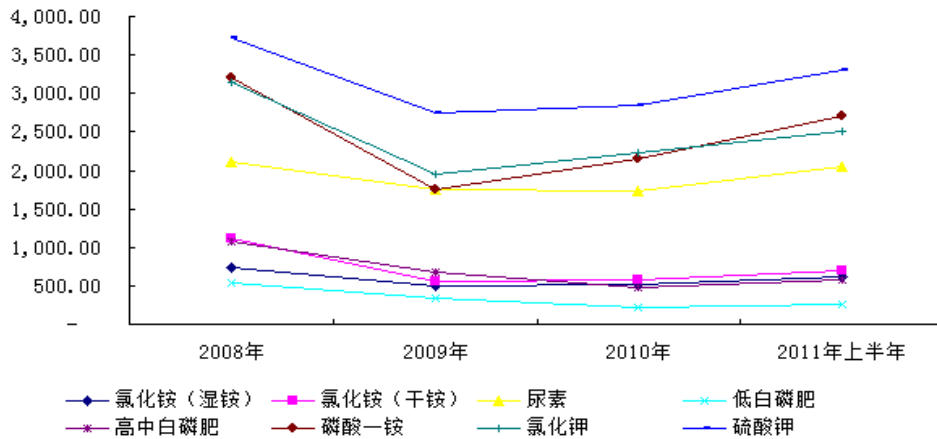
氮、磷、钾单质肥为复合肥产品的重要原材料，合计占复合肥产品主营业务成本的比重近年来均超过 80%，其中氮单质肥占比相对较高，因此，上述单质肥价格的波动对公司复合肥产品生产成本具有较大影响。氮单质肥主要为氯化铵、尿素；磷单质肥主要为白磷肥、磷铵；钾单质肥主要为氯化钾、硫酸钾。此外，在募投项目尚未建成的情况下，硝基复合肥

³为缓解化肥常年生产、季节施用的矛盾，保障化肥施用旺季用肥，国家通过给予利息补贴的方式鼓励企业在使用淡季储存化肥。

的主要氮原料为硝基磷肥。

公司“湖北基地”复合肥生产所需氯化铵全部自给。公司“四川基地”采取靠近氮单质肥厂商布局生产厂区，根据各公司所辐射的供应商和运输半径进行比质比价，就近采购氯化铵。公司复肥生产用的其他原材料，如尿素、白磷肥、磷铵、氯化钾、硫酸钾、硝基磷肥等全部外购。近年来磷肥和钾肥占单质肥合计采购金额的比例基本上在 60%以上，单价较高且波动幅度较大，对公司生产成本影响较大。由于复合肥行业销售淡、旺季特征明显，在复合肥销售旺季，上游氮、磷、钾等单质肥原材料供应紧张且价格上涨。因此，为了在一定程度上降低采购成本，保证复合肥原材料供应，公司采取淡季低价大规模储备，错季采购。

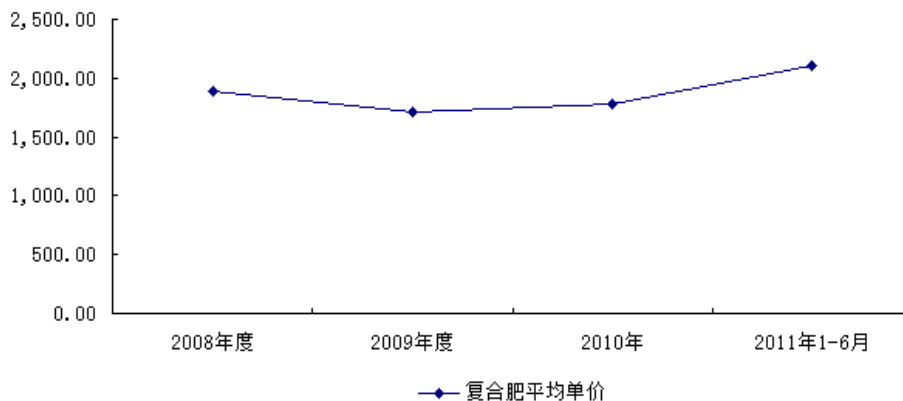
图 6 近年来公司对外采购原材料单价变化情况（单位：元/吨）



资料来源：公司提供

2008年-2011年6月，公司复合肥产品的平均销售价格分别为：1,888.81元/吨、1,712.40元/吨、1,785.42元/吨和 2,112.32元/吨。2008-2010年，公司复合肥产品的平均销售价格较上年上涨幅度分别为 37.18%、-9.34%和 4.26%，2011年 1-6月平均销售价格较 2010年大幅上升 18.31%。

图7 近年来公司复合肥产品单价变化情况（单位：元/吨）



资料来源：公司提供

受原材料成本和产品销售价格波动影响，2008-2011年6月，公司主营业务毛利率分别为21.31%、12.93%、16.67%和17.13%，波动幅度较大，这对公司经营业绩稳定产生了较大的影响。

公司公开发行募集资金投资于“年产60万吨硝基复合肥、10万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目”，将会提高公司在高端复合肥产品领域的市场竞争力，在更深层次上完善和延伸公司的复合肥产业链

硝基复合肥较非硝态氮复合肥产品更有效，主要表现为速溶性、速效性及高效性、肥效持续性等方面。随着农业现代化的发展，现代高端经济作物对复肥的品质要求也越来越高，硝基复肥因其原料的特殊性、高品质及生产工艺的高要求成为目前市场最高端产品，国内硝基复合肥市场前景较为广阔。公司目前已具备硝基复合肥20万吨年生产能力和10万吨的年销售规模，完全掌握了三元硝基复合肥生产中造粒、冷却、防结块、返料循环使用等核心技术，技术水平领先于国内的主要生产厂家。

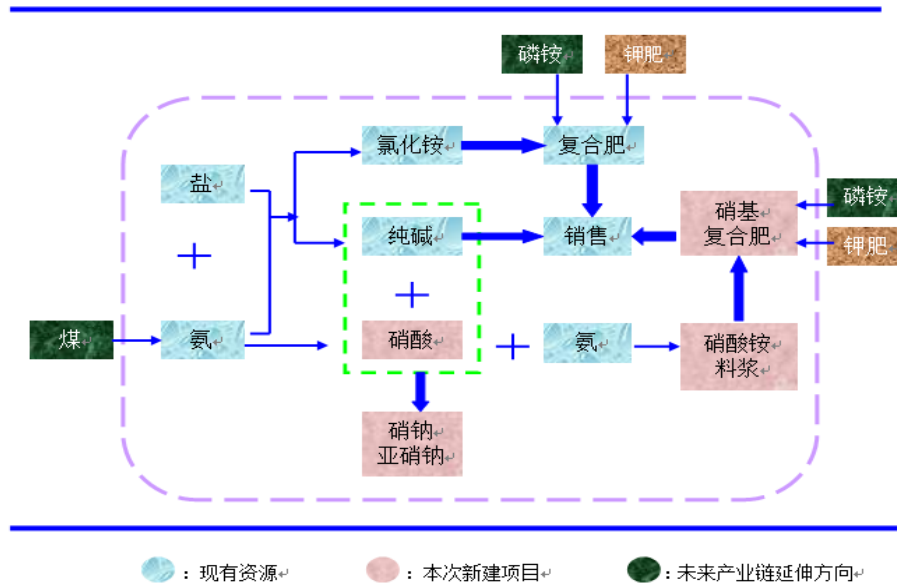
年产60万吨硝基复合肥项目的预计产量为41万吨/年，其中三元硝基复合肥（为含量45%硝硫基三元复合肥和含量48%硝氮基复合肥）25万吨/年，二元硝基复合肥（含量36%氮磷二元硝基复合肥）16万吨/年。募投项目由位于华中地区的子公司应城新都化工作为实施主体，在靠近市场销售地（主要有华中、华东等区域农业大省）的同时，又位于磷矿分布的主要省区（主要有云南、贵州、四川、湖北和湖南等），较低的生产成本和快捷的产品运输，使得公司产品具备了较强的竞争优势。同时，募投项目建成后将减少硝基复合肥制造过程中的硝铵磷包装、运输、熔融等中间费用，与用外购的硝铵磷作为原材料相比，公司硝基复合肥的生产成本可得到大幅降低。因此，募投项目完成后，较现有硝基复合肥生产线将更具产业链协同及原材料成本优势，硝基复合肥产品市场竞争优势将得到体现。但同时也应关注市场需求变化和项目管理等原因带来的项目投产后达不到预期效益的风险。

公司募投项目中配套建设10万吨硝酸钠、亚硝酸钠生产装置，作用在于：一方面是平抑硝基复合肥季节性影响，即硝基复合肥与一般复合肥一样，存在淡旺季需求波动，因此产能利用率较低，配套建设硝酸钠、亚硝酸钠生产装置将有助于提高硝酸装置利用效率，最大限度发挥其产能；另一方面，配套建设10万吨硝酸钠、亚硝酸钠生产装置，进一步延伸了公司现有产业链，在保证每个产业链节点低成本的基础上，通过增加产品品种，可有效抵御单一产品市场价格波动风险。通过公司自供的低成本纯碱、以及产业协同所节约的运输、包装、装卸等费用，每吨硝酸钠和亚硝酸钠产品可降低成本约130元，这极大的增强了产品的

竞争力，同时也保证了产品的盈利能力。

从公司的产业链关系图可见，通过使用募集资金投资年产 60 万吨硝基复合肥、10 万吨硝酸钠及亚硝酸钠项目，新建稀硝酸、硝酸铵料浆及硝基复合肥生产装置，以及利用中间产品稀硝酸，向纯碱的下游产品延伸，生产硝酸钠以及亚硝酸钠，将会进一步完善和延伸公司的产业链，形成公司新的利润增长点。通过自建硝酸生产装置，将有利于保证公司硝基复合肥生产获得稳定和低成本硝酸铵原材料，进而保证公司硝基复合肥产能和市场竞争力的提升。

图 8 公司产业链关系图



资料来源：公司提供

公司使用超募资金以增资扩股方式并购湖北新楚钟肥业有限公司，以及在应城开展投资建设 100 万吨原盐项目前期工作，若项目进展顺利，将进一步提高公司对上游资源的控制能力，增强公司的核心竞争力

2011 年 3 月 28 日，公司与湖北新楚钟肥业有限公司（以下简称“新楚钟肥业”）控股股东钟祥市楚钟磷化有限公司（以下简称“楚钟磷化”）达成增资扩股协议，拟利用超募资金 7,910 万元，对新楚钟肥业增资扩股 7,000 万元注册资本，增资扩股后新楚钟肥业股本增至 1 亿元，公司持有 7,000 万元股本，持股比例为 70%。

新楚钟肥业成立于 2009 年 9 月 22 日，经营范围为“复合肥、磷酸一铵、磷酸二铵生产销售”，15 万吨/年硫酸、15 万吨/年磷酸一铵的生产线已建成，从 2011 年 3 月 1 日开始处于试生产阶段。磷酸一铵是普通复合肥、硝基复合肥、硫基复合肥必须的重要原料。公司在湖北应城区域拥有六条生产线复合肥生产线，并且正在建设三条生产线年产能 60 万吨硝基

高塔复合肥生产线。按照 2011 年生产经营计划，公司在湖北应城区的复合肥生产线需要 13 万吨的磷酸一铵，2012 年募投项目投产后年需要磷酸一铵 30 万吨左右。目前应城磷铵来自三大区域，即四川德阳、云南云天化、湖北本地，以上各占约 1/3，并购新楚钟肥业后，公司在湖北应城区域的磷酸一铵的供应能力能得到进一步保障。另外，本次收购新楚钟肥业后，公司可以在并购的新楚钟肥业延伸复合肥产业链，用直接生成法建设硫基复合肥和缓、控释长效肥，与公司现有的硫基复合肥生产成本降低至少 300 元/吨，产品生产成本优势将得到体现。但同时需要关注的是，新楚钟肥业存在资产负债率高，财务风险较大，以及能否顺利取得相关主管部门验收合格的风险。

公司在应城建立了盐—碱—肥完整产业链，募集资金项目建设完毕时，产业链对盐的需求将达到约 72 万吨左右。公司已在应城建了年产 20 万吨品种盐生产线，目前正在进行年产 30 万吨技改，公司全资子公司应城新都化工控股 96.55% 广盐华源现有原盐产能只有 80 万吨，现有的原盐产能已不能满足联碱产能、品种盐产能、工业客户和出口的需求。

2010 年广盐华源摘牌取得了应城市西头村井田盐矿 4.41 平方公里范围内的探矿权，目前勘探工作已经完成，探明储量 2.2 亿吨，资源能保证新增 100 万吨产能。公司经第二届董事会第十二次会议审议同意后于 2011 年 8 月 8 日与应城市人民政府签订了《项目投资意向协议书》（以下简称“协议书”），拟在应城投资建设 100 万吨原盐项目，投资主体为应城化工或其全资/控股子公司，预计投资额为 6.5 亿元。由于目前该项目尚处于前期阶段，因此，仍面临能否如期取得国有土地使用权，盐资源探明储量与实际储量是否相符，以及审批等风险。

总体来看，若上述两个项目进展顺利，将进一步提高公司对上游资源的控制能力，增强公司的核心竞争力。

纯碱是公司另一重要的收入来源，在使用超募资金建设合成氨-联碱(重质纯碱) 技术改造项目后，纯碱对公司的收入贡献将得到进一步提高

公司目前对纯碱产品采取厂家直销和经销商经销相结合的销售模式。厂家直销方式主要集中在湖北省内，对湖北省外实行经销商销售模式，主要采取款到发货的销售政策。2008-2011 年 6 月，公司纯碱产能、产量和销量均保持上升趋势，2009 年由于销售价格大幅下降，导致销售收入规模下降，2010 年已基本恢复。

表 5 公司纯碱产品销售情况（单位：万元）

	2011 年上半年	2010 年	2009 年	2008 年
销售收入（万元）	29,562.80	40,434.33	24,733.58	30,047.52

产能（万吨）	45.00	35.00	29.38	20.00
产量（万吨）	21.38	34.47	29.27	20.76
销量（万吨）	20.62	34.38	29.28	21.01
产能利用率	47.51%	98.49%	99.63%	103.78%
产销率	96.44%	99.74%	100.02%	101.25%

资料来源：公司提供

原料煤和盐是纯碱产品的重要原材料。原料煤和盐占公司纯碱主营业务成本的比重均在40%以上，公司通过进一步向上延伸产业链，控制了纯碱产品上游盐资源，有效锁定了盐价格波动对纯碱产品生产成本的影响，但原料煤价格波动对公司纯碱产品成本仍有较大影响。此外，纯碱产品的市场价格波动较大，对纯碱的盈利能力具有较大影响。

公司拟将使用部分超募资金 45,025.70 万元用于 25 万吨/年合成氨、60 万吨/年联碱技术改造项目的后续工程建设（即在应城化工现有 14 万吨/年合成氨、35 万吨/年联碱装置的基础上，充分利用原有设施和公用工程，进行技改扩能，最终使应城化工的合成氨产能达到 25 万吨/年、联碱产能达到 60 万吨/年，其中重质纯碱 35 万吨/年）。根据公司公告，该项目建成投产后年均新增销售收入 64,725.00 万元，年均新增利润 8,669.10 万元。项目建成后能进一步加强公司在盐一碱、氯化铵—复合肥产业链优势。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健正信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2008-2011年6月的审计报告。公司2008-2011年6月的财务报告均采用新会计准则编制。截至2011年6月30日，纳入合并报表的子公司共14家。

资产结构与质量

公司资产质量较高，2011 年公司上市后，资产规模大幅增加

2011 年，公司成功上市，募集资金的到位使得公司总资产规模大幅增加，达到 369,309.76 万元。近年来，非流动资产规模呈逐年上升趋势，这主要是由于为实现业务规模的扩张，公司加大技改扩能、增加固定资产的建设投入以及不断取得土地使用权所致。预计随着募投项目的逐步投入，非流动资产规模仍会继续上升。公司流动资产规模波动较大，这主要是经营

情况的变动所致。

表 6 2008-2011 年 6 月 30 日公司主要资产构成情况（单位：万元）

	2011 年 6 月 30 日		2010 年 12 月 31 日		2009 年 12 月 31 日		2008 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	143,031.23	38.73%	27,595.04	13.12%	28,570.33	17.83%	46,359.72	27.07%
预付款项	56,462.43	15.29%	40,538.39	19.27%	24,772.91	15.46%	12,785.01	7.47%
存货	45,034.99	12.19%	42,677.35	20.29%	32,360.32	20.20%	38,117.01	22.26%
流动资产合计	256,125.88	69.35%	119,520.79	56.82%	88,605.13	55.30%	104,305.20	60.91%
固定资产	81,353.89	22.03%	64,935.17	30.87%	51,615.50	32.21%	23,896.26	13.96%
在建工程	8,777.72	2.38%	5,817.82	2.77%	3,193.86	1.99%	30,002.49	17.52%
无形资产	20,072.79	5.44%	17,680.62	8.41%	14,565.07	9.09%	9,280.18	5.42%
非流动资产合计	113,183.88	30.65%	90,821.49	43.18%	71,631.01	44.70%	66,929.79	39.09%
资产总计	369,309.76	100.00%	210,342.29	100.00%	160,236.14	100.00%	171,234.99	100.00%

资料来源：公司提供

公司流动资产主要由货币资金、预付账款和存货构成。2011 年由于公开发行募集资金的到位，使得公司货币资金大幅增加，达到 143,031.23 万元。预付账款的主要为预付原材料款和预付投资类款项等。2009 年度，产品产量较上年有所提升，原材料需求相应增加，年末预付账款比上年增加 11,987.90 万元。2010 年较 2009 年末增长幅度较大，主要原因是：1) 我国钾肥资源相对缺乏，供应商相距较远，为确保复合肥生产公司需储备一定量的库存，同时，因国内通胀预期不断增高及国内宏观经济形势的不断好转，公司管理层预计后期主要原材料价格将持续上扬，为控制生产成本，在前期价格较低时提早准备，提前并加大了对原材料采购的预付，其中预付钾肥款 11,585.10 万元，比去年末预付的钾肥款增加 3,424.35 万元；2) 广盐华源于 2010 年 6 月通过挂牌出让方式取得《应城市艾庙地区西头村盐矿补充勘探、龚家巷盐矿详查》探矿权，预付了探矿权价款 2,880 万元，截至 2010 年 10 月 11 日已取得探矿权证。

公司存货主要是复合肥生产所需要的氮、磷、钾单质肥及复合肥产品。在销售淡季，基础肥的价格一般比旺季时低，复合肥生产企业为控制生产成本，会在淡季时增加储备，作为公司淡储旺销的原料，导致期末原材料余额较大；同时，公司在淡季进行复合肥的生产，储存部分产成品，有利于满足春耕季节及时交货的需要，因此，复合肥产成品在年末库存余额也比较大。近年来公司存货占比不高，规模波动较小，以公司的经营情况看，变现风险较小。

表 7 2008-2011 年 6 月 30 日公司存货主要构成情况（单位：万元）

	2011 年 6 月 30 日	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
--	-----------------	------------------	------------------	------------------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	26,730.98	59.36%	31,361.55	73.49%	22,016.34	67.69%	26,246.88	64.10%
包装物	1,000.29	2.22%	1,006.56	2.36%	1,079.90	3.32%	948.25	2.32%
库存商品	17,194.49	38.18%	10,232.61	23.98%	9,401.54	28.90%	13,661.10	33.36%

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。2009 年末的固定资产较上年增加 27,719.25 万元，增长幅度为 116.00%，主要是广盐华源“真空盐 20 万吨到 80 万吨”技改扩能项目与应城新都化工“联碱 12 万吨到 35 万吨”技改扩能项目分别于 2009 年 5 月、8 月完成，由在建工程转为固定资产。2010 年增加主要是应城化工技改扩能项目和广盐华源公司技改扩能项目转为固定资产所致。2011 年上半年应城化工技改扩能项目转固，以及房屋建筑物增加导致固定资产进一步上升。2008 年在建工程规模较大，主要是应城新都化工的“联碱 20 万吨到 35 万吨”技改扩能项目于 2008 年 1 月开工建设，以及广盐华源“真空盐 20 万吨到 80 万吨”技改扩能项目于 2008 年进入主体承建期。目前在建工程主要为广盐华源品种盐项目，应城化工合成氨-联碱（重质纯碱）项目，以及应城化工硝基复合肥、硝酸钠项目等募投项目。近年来无形资产的增加主要是取得土地使用权、采矿权和盐矿勘探权等。

整体来看，公司资产质量较高，预计随着募股项目的逐步投入和经营规模的不断扩大，资产规模仍会保持上升趋势。

盈利能力

近年来公司营业收入规模保持上升趋势，但毛利率水平波动幅度较大

近年来，公司主营业务收入占营业收入的比例均在 97% 以上，且保持上升趋势。公司收入来源包括复合肥、纯碱、氯化铵和盐，2011 年新增了磷酸一铵。复合肥作为公司的核心产品，近年来收入规模稳步提升，其他产品除纯碱 2009 年由于价格下跌导致收入下降外，均保持快速增加，对公司的收入贡献不断加大。

2009 年主营业务收入较 2008 年增长幅度较小，主要是由于 2009 年产品价格受行情影响，有所下滑，但销量较 2008 年增加，因此收入规模小幅上涨。2010 年纯碱、氯化铵、盐销量比 2009 年均均有较大幅度的增长，同时复合肥、氯化铵、盐的毛利率和去年同比有增长，因此收入和利润规模均有较大幅度增加。2011 年，公司深化复合肥营销，采用深度分销、网络下沉等模式，实现了复合肥销售规模的快速增长，销量较 2010 年同期相比增长了

50.01%，同时受纯碱下游行业景气度持续的影响，公司盐、氯化铵及纯碱的销量和价格均有不同幅度的较快增长。因此公司 2011 年上半年较去年同期相比，营业收入增长了 94.72%。

表8 2008-2011年6月30日公司主要盈利能力指标（单位：万元）

	2011年1-6月	2010年	2009年	2008年
营业收入	161,152.61	204,741.74	172,049.55	170,439.33
主营业务收入	159,336.78	202,649.84	168,004.46	165,468.37
营业利润	15,460.44	19,082.61	10,279.03	18,387.27
利润总额	18,983.38	21,691.75	11,982.37	19,027.83
净利润	14,197.61	16,755.93	10,525.18	15,647.35
综合毛利率	16.88%	16.79%	13.16%	21.10%
总资产报酬率	-	13.23%	7.89%	16.01%
期间费用率	6.77%	6.71%	6.42%	8.11%

资料来源：公司提供

近年来，公司的综合毛利率波动幅度较大。2008 年前三季度行情高涨，公司主要产品销售价格高，整个行业综合毛利率较高。2009 年，公司综合毛利率比上年降低 7.94 个百分点，主要是受产品销售价格下降、复合肥产品结构调整、固定资产折旧费用增加等原因共同影响所致。2010 年纯碱的售价有较大幅度的提高，为公司综合毛利率上升的主要提升因素。

分产品看，2009 年，复合肥毛利率比上年下降 7.54 个百分点，主要原因是复合肥产品结构发生变动所致。复合肥收入的主要来源是常规低浓度、常规高浓度和高塔高浓度复合肥产品，2009 年三类产品占收入的比例为 84.85%。由于原材料成本及价格的波动，使得常规高浓度和高塔高浓度复合肥毛利率下降幅度较大，导致复合肥的平均毛利率下降 7.54 个百分点。2010 年，复合肥销量基本与上年持平，销售价格小幅增加，因此毛利率水平也小幅上升。2011 年上半年，由于受上游原材料价格上涨影响，复合肥产品毛利率有所下降。

2009 年，受全球金融危机影响，纯碱平均销售价格大幅回落，下降 40.92%，而纯碱的单位成本下降幅度相对较低，因此，毛利率大幅下降。2010 年，受纯碱下游行业景气度回升影响，公司纯碱产品销量及销售价格均出现较大幅度上升，导致纯碱产品毛利率基本恢复至 2008 年的水平。2011 年上半年，纯碱产品售价保持上升趋势，但由于煤等主要原材料成本有所上升，导致毛利率有所下降。

因联碱产品成本核算的特性，氯化铵的成本波动较小，毛利率主要受销售价格变动的影响较大。盐产品近年来毛利率波动趋势与氯化铵基本一致，同样与下游行业景气度和产品售价关系密切。

表9 2008-2011年6月30日公司主营业务分产品毛利率

	2011年1-6月	2010年	2009年	2008年
复合肥	11.88%	12.85%	11.44%	18.98%
纯碱	15.57%	19.16%	9.91%	20.16%
氯化铵	44.21%	27.88%	26.91%	55.67%
盐	37.93%	31.11%	28.57%	41.36%
磷酸一铵	16.90%	-	-	-
主营业务毛利率	17.13%	16.67%	12.93%	21.31%

资料来源：公司提供

从下表可以看到，公司复合肥产品毛利率与行业平均水平接近，且与行业变动趋势一致，即2008年复合肥产品的毛利率较高，2007年与2010年的毛利率基本持平。需要注意的是，公司复合肥产品的毛利率与同行业上市公司复合肥产品毛利率相比存在一定差异，主要在于复合肥产品种类繁多，而各可比公司主要产品结构差异较大。

表10 公司复合肥产品毛利率与同行业上市公司对比情况

公司名称	2010年	2009年	2008年
芭田股份	17.49%	10.80%	12.14%
华昌化工	5.10%	12.00%	18.16%
鲁西化工	11.03%	7.19%	15.16%
行业平均	11.21%	10.00%	15.15%
新都化工	12.85%	11.44%	18.98%

注：鲁西化工半年报未披露，本表数据根据分行业营业收入中的“化学肥料行业”计算得出。

资料来源：各公司年报

现金流

近年来，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，公开发行成功使得公司现金及现金等价物净增加额大幅增加

近年来公司经营活动产生的现金流量净额波动幅度较大。2010年以来，公司经营业绩快速回升，净利润规模大幅增加，带动公司FFO⁴快速提高。但由于公司受存货规模、应收账款周期和应付账款周期等营运资本变化影响较大，随存货和预付账款规模的大幅增加，虽经营活动现金流入增加，但年度现金流量净额表现为净流出。2011年上半年，公司净利润规模较上年同期大幅增加，但由于公司管理层预计氯化钾、磷酸一铵、煤等主要原材料价格后期将继续上涨，为控制生产成本，提前进行了原材料采购预付，导致经营活动产生的现金

⁴经营性现金流量 FFO=净利润+非付现费用+非经营损益。

流量净额较小。

近年来，公司投资活动产生的现金流量净额均为负数，这主要是因为公司不断收购上游原材料资源，以及对在建工程投入、购建固定资产和技改项目支出等所致。由于公司将对募投项目进行持续投入，因此，预计短期内公司投资活动仍会保持净流出状态。公司近年来外部资金来源主要是银行贷款，2011年由于成功上市，而获得吸收投资收到的现金138,627.12万元，使得筹资活动产生的现金流量净额大幅增加。

表 11 2008-2011 年 6 月公司现金流量情况（单位：万元）

	2011年1-6月	2010年	2009年	2008年
净利润	14,197.61	16,755.93	10,525.18	15,647.35
FFO	22,002.19	28,738.34	20,096.03	26,033.02
营业资本变化	-11,692.58	-33,450.75	2,660.77	-15,608.64
存货的减少	2,337.55	-10,200.00	8,421.53	-21,409.00
经营性应收项目的减少	4,698.50	-30,878.61	-10,962.22	10,763.74
经营性应付项目的增加	-18,728.63	7,627.86	5,201.46	-4,963.38
经营活动产生的现金流量净额	10,580.65	-4,420.31	22,942.58	10,423.67
投资活动产生的现金流量净额	-40,149.66	-14,447.68	-9,372.82	-25,997.14
筹资活动产生的现金流量净额	146,905.23	14,439.83	-15,696.78	23,707.63
现金及现金等价物净增加额	117,336.22	-4,428.16	-2,127.01	8,134.16

资料来源：公司提供

财务安全性

公司负债以流动负债为主，2011年成功上市后，资产负债率大幅下降，所有者权益对债务的保证程度大幅提升

近年来公司负债以流动负债为主，截至2011年6月末，总负债规模为146,474.70万元，规模有所上升。2011年成功上市后，公司资产负债率大幅下降，目前为39.66%，所有者权益对债务的保证程度大幅提升。

近年来，公司流动负债占总负债的比例均在90%以上，是公司负债的主要构成部分。流动负债主要分布于短期借款，截至2011年6月末，规模较2010年末大幅增加，金额为85,997.00万元，这主要是公司及其子公司生产规模扩大导致的银行融资增加所致，是公司面临的主要短期偿付压力所在。公司应付票据为银行承兑汇票。2009年末应付票据比上年增加9,119.33万元，增长幅度为50.21%，主要原因是公司截至年末用银行承兑汇票预付了较大金额的原材料款所致，其增长速度大于应付账款的增长，在负债总额中的比例上升到

27.31%。2011 年上半年，应付票据较上年减少较多，主要原因是应付票据到期较多所致。2010 年，公司应付账款增加较多，主要是公司及其子公司生产及投资规模扩大导致的应付材料及设备款规模增加所致。预收账款均为公司客户预付的各产品货款，其中复合肥产品的预收款占总额的比例在 85% 以上。

表12 2008-2011年6月30日公司负债构成情况（单位：万元）

	2011年6月30日		2010年12月31日		2009年12月31日		2008年12月31日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	85,997.00	58.71%	58,117.00	42.09%	35,625.00	35.66%	60,746.00	53.52%
应付票据	12,884.65	8.80%	28,651.50	20.75%	27,281.50	27.31%	18,162.17	16.00%
应付账款	10,779.50	7.36%	16,695.22	12.09%	8,810.93	8.82%	9,308.33	8.20%
预收款项	18,491.41	12.62%	19,935.85	14.44%	17,973.62	17.99%	18,805.88	16.57%
流动负债合计	140,333.77	95.81%	136,476.10	98.83%	91,534.47	91.63%	112,167.16	98.83%
长期借款	3,000.00	2.05%	0.00	0.00%	7,000.00	7.01%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6,140.93	4.19%	1,612.66	1.17%	8,355.94	8.37%	1,333.42	1.17%
负债合计	146,474.70	100.00%	138,088.76	100.00%	99,890.41	100.00%	113,500.58	100.00%

资料来源：公司提供

从主要偿债指标看，2008-2010 年，公司资产负债率水平较高，所有者权益对负债的覆盖程度较低，流动比率和速动比率均处于较低水平。2011 年成功上市后，公司各项主要偿债指标均得到大幅改善。

表13 2008-2011年6月30日公司主要偿债能力指标

	2011年6月	2010年	2009年	2008年
资产负债率	39.66%	65.65%	62.34%	66.28%
所有者权益/总负债	1.52	0.52	0.60	0.51
流动比率	1.83	0.88	0.97	0.93
速动比率	1.50	0.56	0.61	0.59
EBITDA 利息保障倍数	14.50	16.24	13.90	9.20

资料来源：公司提供

2008-2010 年公司资产负债率与同行业相比较，主要是公司融资渠道窄，主要靠银行借款及自身的商业信用融入资金，局限性大。公司成功上市后，增加了股权资金流入，使得公司资产负债率大幅下降，目前稍低于同行业平均水平。

表14 2008-2011年6月30日同行业可比上市公司资产负债率指标对比

	2011年6月	2010年	2009年	2008年
芭田股份	20.72%	15.72%	24.46%	35.03%
华昌化工	62.93%	60.88%	60.34%	54.18%

鲁西化工	-	77.04%	72.28%	65.74%
同行平均	41.83%	51.21%	52.36%	51.65%
新都化工	39.66%	65.65%	62.34%	66.28%

资料来源：各公司年报

截至 2011 年 8 月 31 日，公司获得光大银行、中信银行、浦发银行等国内主要商业银行的银行总授信额度为 169,700 万元，尚未使用的授信额度为 72,263.20 万元，为公司提供了较大的财务弹性。

总体来看，成功上市后，公司所有者权益大幅增加，使得资产负债率水平大幅下降，对债务的保障程度大幅提升。

附录一 资产负债表（单位：万元）

	2011年6月30日	2010年12月31日	2009年12月31日	2008年12月31日
货币资金	143,031.23	27,595.04	28,570.33	46,359.72
交易性金融资产	0.00	0.00	126.50	126.12
应收票据	1,641.34	1,601.14	131.26	976.17
应收账款	6,784.62	5,772.86	2,117.27	3,732.32
预付款项	56,462.43	40,538.39	24,772.91	12,785.01
应收利息	523.32	0.00	0.00	0.00
其他应收款	2,647.96	1,330.91	526.54	2,208.86
应收股利	0.00	5.10	0.00	0.00
存货	45,034.99	42,677.35	32,360.32	38,117.01
流动资产合计	256,125.88	119,520.79	88,605.13	104,305.20
非流动资产：				
长期股权投资	2,247.75	2,142.60	2,137.82	2,770.21
固定资产	81,353.89	64,935.17	51,615.50	23,896.26
在建工程	8,777.72	5,817.82	3,193.86	30,002.49
无形资产	20,072.79	17,680.62	14,565.07	9,280.18
长期待摊费用	59.38	68.64	35.37	291.39
递延所得税资产	672.35	176.63	83.39	689.27
非流动资产合计	113,183.88	90,821.49	71,631.01	66,929.79
资产总计	369,309.76	210,342.29	160,236.14	171,234.99
流动负债：				
短期借款	85,997.00	58,117.00	35,625.00	60,746.00
应付票据	12,884.65	28,651.50	27,281.50	18,162.17
应付账款	10,779.50	16,695.22	8,810.93	9,308.33
预收款项	18,491.41	19,935.85	17,973.62	18,805.88
应付职工薪酬	540.60	497.21	467.20	363.23
应交税费	2,909.34	2,076.81	226.88	969.63
应付股利	1,462.50	1,462.50	0.00	0.00
其他应付款	3,268.77	1,040.01	1,149.34	1,941.92
一年内到期的非流动负债	4,000.00	8,000.00	0.00	1,870.00
流动负债合计	140,333.77	136,476.10	91,534.47	112,167.16
非流动负债：				
长期借款	3,000.00	0.00	7,000.00	0.00
预计负债	1,293.70	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1,347.23	1,112.66	1,186.89	1,333.42
其他非流动负债	500.00	500.00	169.05	0.00

非流动负债合计	6,140.93	1,612.66	8,355.94	1,333.42
负债合计	146,474.70	138,088.76	99,890.41	113,500.58
所有者权益：				
实收资本	16,552.00	12,352.00	12,352.00	12,352.00
资本公积	144,481.28	11,255.11	10,201.89	10,201.89
盈余公积	2,425.81	2,425.81	1,601.51	992.65
未分配利润	46,735.52	39,456.52	29,976.96	29,061.25
少数股东权益	11,516.12	5,910.81	5,652.17	4,744.76
归属于母公司所有者权益合计	211,318.93	66,342.72	54,693.56	52,989.65
所有者权益合计	222,835.06	72,253.52	60,345.73	57,734.41
负债和所有者权益总计	369,309.76	210,342.29	160,236.14	171,234.99

附录二 利润表（单位：万元）

	2011年1-6月	2010年	2009年	2008年
一、营业总收入	161,152.61	204,741.74	172,049.55	170,439.33
营业收入	161,152.61	204,741.74	172,049.55	170,439.33
二、营业总成本	145,797.32	185,644.87	161,192.69	151,919.17
营业成本	133,954.62	170,365.11	149,411.05	134,472.96
营业税金及附加	801.89	1,184.69	823.63	624.63
销售费用	2,958.44	2,711.91	2,425.23	2,812.24
管理费用	6,427.36	8,194.64	7,522.06	8,084.00
财务费用	1,527.65	2,826.36	1,097.38	2,925.88
资产减值损失	127.35	362.16	-86.65	2,999.45
三、其他经营收益	105.15	-14.26	-577.82	-132.88
公允价值变动净收益		0.78	27.64	-28.41
投资净收益	105.15	-15.03	-605.46	-104.47
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	105.15	4.79	-632.39	142.44
四、营业利润	15,460.44	19,082.61	10,279.03	18,387.27
加：营业外收入	3,574.10	2,811.46	1,801.61	1,458.91
减：营业外支出	51.17	202.33	98.27	818.36
其中：非流动资产处置净损失	45.63	145.27	48.10	628.22
五、利润总额	18,983.38	21,691.75	11,982.37	19,027.83
减：所得税	4,785.77	4,935.82	1,457.20	3,380.48
六、净利润	14,197.61	16,755.93	10,525.18	15,647.35
减：少数股东损益	1,953.00	1,452.08	1,000.60	729.23
归属于母公司所有者的净利润	12,244.61	15,303.85	9,524.58	14,918.13
七、每股收益：				
（一）基本每股收益(元)	0.77	1.24	0.77	1.27
（二）稀释每股收益(元)	0.77	1.24	0.77	1.27

附录三-1 现金流量表及补充资料（单位：万元）

	2011年 1-6月	2010年	2009年	2008年
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	139,679.14	173,505.63	158,758.97	148,219.40
收到其他与经营活动有关的现金	16,804.30	6,185.00	7,797.91	13,668.74
经营活动现金流入小计	156,483.44	179,690.63	166,556.88	161,888.14
购买商品、接受劳务支付的现金	127,424.74	159,208.10	128,582.72	122,982.71
支付给职工以及为职工支付的现金	7,031.23	8,791.06	6,663.91	6,001.29
支付的各项税费	6,113.63	4,507.97	4,943.47	9,541.97
支付其他与经营活动有关的现金	5,333.20	11,603.81	3,424.21	12,938.51
经营活动现金流出小计	145,902.80	184,110.94	143,614.30	151,464.47
经营活动产生的现金流量净额	10,580.65	-4,420.31	22,942.58	10,423.67
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	791.22	1,043.50	156.08
取得投资收益收到的现金	5.10	64.65		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	78.28	442.73	262.08	184.44
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	617.26
收到其他与投资活动有关的现金	1,014.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	1,097.38	1,298.60	1,305.59	957.78
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	41,247.04	15,081.56	9,661.84	19,233.25
投资支付的现金	0.00	664.72	1,016.57	1,403.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	6,318.66
投资活动现金流出小计	41,247.04	15,746.28	10,678.41	26,954.92
投资活动产生的现金流量净额	-40,149.66	-14,447.68	-9,372.82	-25,997.14
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	138,627.12	490.00	0.00	5,000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	300.00	490.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	74,891.00	120,926.00	113,540.00	87,098.84
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	14,564.80	0.00
筹资活动现金流入小计	213,518.12	121,416.00	128,104.80	92,098.84
偿还债务支付的现金	51,011.00	97,434.00	133,531.00	44,497.06
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,595.50	8,322.17	10,270.58	3,549.34
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	62.40	135.28	93.19	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	8,006.39	1,220.00	0.00	20,344.80
筹资活动现金流出小计	66,612.89	106,976.17	143,801.58	68,391.21
筹资活动产生的现金流量净额	146,905.23	14,439.83	-15,696.78	23,707.63

五、现金及现金等价物净增加额	117,336.22	-4,428.16	-2,127.01	8,134.16
期初现金及现金等价物余额	4,485.08	8,913.24	11,040.25	2,906.09
期末现金及现金等价物余额	121,821.30	4,485.08	8,913.24	11,040.25

附录三--2 现金流量表及补充资料（单位：万元）

	2011年 1-6月	2010年	2009年	2008年
净利润	14,197.61	16,755.93	10,525.18	15,647.35
加：资产减值准备	127.35	362.16	-86.65	2,999.45
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,341.15	8,086.29	6,227.82	3,555.75
无形资产摊销	236.37	361.29	268.08	302.75
长期待摊费用摊销	9.26	18.03	82.09	84.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	19.18	120.97	-135.05	576.22
公允价值变动损失		-0.78	-27.64	28.41
财务费用	2,561.44	3,186.89	2,177.39	3,549.34
投资损失	-105.15	15.03	605.46	104.47
递延所得税资产减少	-495.72	-93.24	605.88	-606.30
递延所得税负债增加	110.70	-74.23	-146.53	-208.74
存货的减少	2,337.55	-10,200.00	8,421.53	-21,409.00
经营性应收项目的减少	4,698.50	-30,878.61	-10,962.22	10,763.74
经营性应付项目的增加	-18,728.63	7,627.86	5,201.46	-4,963.38
其他	271.04	292.09	185.78	-0.72
经营活动产生的现金流量净额	10,580.65	-4,420.31	22,942.58	10,423.67

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入净额} - \text{营业成本}) / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{财务费用}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入净额} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{财务费用}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / \text{财务费用}$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

附录五 信用等级符号及定义

（一）中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

（二）债务人长期信用等级符号及定义

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，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。

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。

（三）展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门相关规定及鹏元资信评估有限公司的《证券跟踪评级制度》，鹏元资信评估有限公司在初次评级结束后，将在本期债券有效存续期间对被评对象进行定期跟踪评级以及不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，成都市新都化工股份有限公司需向鹏元资信评估有限公司提供最新的财务报告及相关资料，鹏元资信评估有限公司将依据其信用状况的变化决定是否调整本期债券信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项，以及被评对象的情况发生重大变化时，成都市新都化工股份有限公司应及时告知鹏元资信评估有限公司并提供评级所需相关资料。鹏元资信评估有限公司亦将持续关注与成都市新都化工股份有限公司有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。鹏元资信评估有限公司将依据该重大事项或重大变化对被评对象信用状况的影响程度决定是否调整本期债券信用等级。

如成都市新都化工股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级所需相关资料以及情况，鹏元资信评估有限公司有权根据公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至成都市新都化工股份有限公司提供评级所需相关资料。

定期与不定期跟踪评级启动后，鹏元资信评估有限公司将按照成立跟踪评级项目组、对成都市新都化工股份有限公司进行电话访谈和

实地调查、评级分析、评审会评议、出具跟踪评级报告、公布跟踪评级结果的程序进行。在评级过程中，鹏元资信评估有限公司亦将维持评级标准的一致性。

鹏元资信评估有限公司将及时在本公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告，并同时报送成都市新都化工股份有限公司及相关监管部门。

