



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪073号

## 湖北宜化化工股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湖北宜化化工股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一五年五月十一日

## 湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2015）

发行主体	湖北宜化化工股份有限公司		
担保主体	湖北三环科技股份有限公司		
发行规模	人民币 7 亿元		
存续期限	2009/12/17-2019/12/17		
上次评级时间	2014/5/19		
上次评级结果	主体级别: AA <sup>+</sup> 债项级别: AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定
跟踪评级结果	主体级别: AA <sup>+</sup> 债项级别: AA <sup>+</sup>	评级展望	稳定

### 概况数据

湖北宜化	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益 (亿元)	78.61	74.64	75.18	75.65
总资产 (亿元)	296.48	353.55	373.75	377.05
总债务 (亿元)	178.89	219.92	245.07	252.15
营业总收入 (亿元)	193.52	192.80	181.82	43.61
营业毛利率 (%)	19.75	14.70	17.65	16.83
EBITDA (亿元)	36.19	29.46	31.30	-
所有者权益收益率 (%)	18.75	2.69	1.05	0.15
资产负债率 (%)	73.48	78.89	79.88	79.94
总债务/EBITDA (X)	4.94	7.47	7.83	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.03	1.87	2.04	-
三环科技	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益 (亿元)	21.50	14.79	14.76	14.81
总资产 (亿元)	84.40	89.65	100.46	98.66
总债务 (亿元)	36.21	41.71	55.03	51.58
营业总收入 (亿元)	45.97	37.22	40.01	7.61
营业毛利率 (%)	15.22	5.12	16.19	21.28
EBITDA (亿元)	6.09	-0.67	5.66	-
所有者权益收益率 (%)	0.40	-45.21	0.23	0.32
资产负债率 (%)	74.52	83.50	85.31	84.99
总债务/EBITDA (X)	5.94	-62.50	9.72	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.29	-0.22	1.89	-

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

### 基本观点

湖北宜化化工股份有限公司 (以下简称“湖北宜化”或“公司”) 系国内最大的化肥生产企业之一, 具备较好的规模优势和资源优势。2014 年受化肥化工行业整体景气度较低影响, 公司部分主导产品销售单价出现不同程度的下降, 导致整体收入规模较上年度有所下滑, 虽得益于成本的较好控制, 产品毛利空间略有提升, 但较大的债务利息支出和因新生产基地较远而产生的运费支出在一定程度上削弱了自身的盈利能力。考虑到公司具有的规模优势和品牌效应, 中诚信证评有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 认为其仍具备很强的偿债能力, 但同时也注意到化肥化工产品市场环境不佳、公司债务规模较大等因素可能对公司业务运营及信用管理水平产生的影响。

综上, 中诚信证评维持公司主体信用等级为 AA<sup>+</sup>, 评级展望为稳定; 维持“湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券”信用等级为 AA<sup>+</sup>。上述债项级别同时也考虑了湖北三环科技股份有限公司 (以下简称“三环科技”) 提供全额不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 业务规模优势明显。化肥板块, 公司尿素和磷酸二铵多个项目陆续投产, 自身生产能力不断扩大, 截至 2014 年末, 公司已拥有年产 331 万吨尿素和 132 万吨磷酸二铵的生产规模。此外亦拥有 114 万吨 PVC、6 万吨季戊四醇和 10 万吨保险粉的化工产品生产能力, 公司业务规模优势明显, 且在化肥行业居全国前列。
- 资源储备丰富。公司拥有一定的煤矿和磷矿资源, 截至 2014 年末公司拥有控股煤矿 6 座, 总储量为 8065 万吨, 年核定产能 186 万吨, 并在湖北宜昌、四川两地拥有年产 130 万吨磷矿的采矿权, 此外, 公司控股股东湖北宜化集团有限责任公司亦拥有多处煤矿和磷矿。较为丰富的资源储备能够保证公司获取稳定的原料供给。

## 分析师

翟贾筠 jyzhai@ccxr.com.cn

高玉薇 ywgao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年5月11日

## 关注

- 产能过剩风险。目前国内化肥及化工产品大多处于产能过剩而需求相对不足的状态，短期内价格走势难以上涨，对公司的收入规模和盈利能力均造成一定的影响。
- 负债水平偏高，短期偿债压力较大。由于所投项目的不断推进，公司负债规模不断提高，截至2014年末，公司资产负债率为79.88%，负债水平偏高。此外，公司短期债务规模不断扩大，截至2014年12月末，公司总债务245.07亿元，其中短期债务合计140.10亿元，占总债务的57.17%，面临一定的短期偿债压力。
- 债务规模提升导致财务费用增加明显。2014年，公司债务规模增高，财务费用规模提升至14.05亿元，较上年度增长28.48%，吞噬其利润空间，对其盈利能力造成影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

## 业务概况

湖北宜化化工股份有限公司(以下简称“湖北宜化”或“公司”)主要从事尿素、磷酸二铵等化肥产品以及聚氯乙烯(PVC)、季戊四醇、保险粉等化工产品的产销业务,其中尿素、磷酸二铵和PVC为公司主导产品。2014年由于化肥产品销售价格下跌,导致公司营业收入下滑,当年实现营业收入181.82亿元,较上年度下滑5.70%。

表 1: 2014 年公司收入结构情况

单位: 亿元; %		
产品	营业收入	毛利率
化肥产品	87.51	20.81
化工产品	79.15	12.01
其他	15.16	-
<b>合计</b>	<b>181.82</b>	<b>17.65</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 2: 2014 年公司主要产品收入结构情况

单位: 亿元			
产品	营业收入	营业收入占比	毛利率
尿素	54.36	29.90	23.16
磷酸二铵	33.15	18.23	16.96
聚氯乙烯	57.07	31.39	5.68
其他化工产品	10.57	5.81	25.88
<b>总收入</b>	<b>181.82</b>	<b>100.00</b>	<b>17.65</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

## 尿素板块

### 行业分析

受产能过剩、煤炭价格下跌以及市场信心不足急于抛售库存等因素影响,尿素市场已由前几年的强劲走势逐渐转为疲弱,2014年市场处于供大于求状态,尿素价格保持低位运行,整体价格仍处于近几年的较低水平。

图 1: 2010~2014 年尿素价格走势



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从月度数据来看,2014年尿素价格仍出现了一定的波动,当年5月份时尿素出厂价跌破1400元/吨大关,创10年来新低,虽在6-10月实现价格上涨,但11月又出现了下跌,12月价格亦出现上涨,主要原因系2015年尿素出口关税政策落地,全年执行80元/吨定额关税,受此利好影响,尿素价格开始上涨。

图 2: 2011~2014 年尿素月度均价



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

生产成本方面,煤炭和天然气是生产氮肥的主要原料。2014年煤炭需求整体疲软,主要原因系房地产和第二产业投资增速回落,以及出口增长进一步放缓。2014年全国煤炭经历了大幅下滑,10月份开始小幅回升的过程,就无烟末煤而言,价格从年初的647元/吨降至9月的485元/吨,后又小幅升至年末的502元/吨。考虑到全球经济发展形势仍不明朗,加之国内经济下行压力依然存在,2015年煤炭市场走势仍不容乐观,煤炭价格的不断下跌对煤头尿素企业经营形成积极影响。

图 3: 2011~2014 年国内无烟末煤价格走势



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

与煤炭价格持续下跌不同的是,2014年尿素另一原料天然气价格则呈现上升态势。2013年6月,国家发改委曾出台天然气价格调整方案,将非居民用气区分为存量气和增量气,增量气门站价格一步调

整到与可替代能源价格保持合理比价关系的水平，存量气价格调整分3年实施，计划2015年到位。在2013年进行第一次价格调整之后，2014年8月，发改委对天然气价格进行近年来第二次调价，9月1日起，非居民用气除广东、广西(增长0.12元/立方米)外，其他省市存量气价格均增长0.4元/立方米天然气成本的大幅上升导致气头尿素的成本优势明显弱化。但2015年2月28日发改委宣布，4月1日起，我国天然气价格正式并轨。各省增量气最高门站价格每立方米下降0.44元，存量气最高门站价格每立方米上调0.04元，这也是我国价格改革中，首次大幅下调天然气价格，预计2015年公司尿素生产成本有望大幅下降。

**受尿素价格走跌影响，公司尿素板块收入出现下滑；但受益于国内煤炭市场的低景气态势，公司煤头尿素获利空间扩大，带动整体毛利水平小幅提升。**

公司尿素板块的运营主要由公司本部以及旗下贵州宜化化工有限公司(以下简称“贵州宜化”)、湖南宜化化工有限公司(以下简称“湖南宜化”)、新疆宜化化工有限公司(以下简称“新疆宜化”)和内蒙古鄂尔多斯联合化工有限责任公司(以下简称“联合化工”)四家子公司负责。公司所产尿素分为煤头尿素和气头尿素两种，截至2014年12月31日，公司拥有煤头尿素218万吨/年，气头尿素113万吨/年，合计尿素产能331万吨/年。

**表3：2014年公司尿素板块下属企业经营情况**

单位：万吨/年、亿元、%					
公司名称	产能	产量	销量	收入	净利润
公司本部	67	67.47	69.53	31.31	0.44
贵州宜化	46	43.34	40.44	9.05	-0.82
湖南宜化	45	36.12	35.29	7.63	-0.18
新疆宜化	60	67.60	67.35	36.54	0.61
联合化工	113	106.58	106.80	18.69	1.07

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，公司煤炭采取内外部采购相结合的方式。2014年公司外部煤炭供应商主要为云南云天化联合商务有限公司、湖北晋煤宏圣煤炭物流贸易有限公司、黔西南州黔发煤焦有限公司、湖北鹏泰贸易有限公司等。而在内购方面，公司目前拥有控

股煤矿6座，总储量为8065万吨，年核定产能186万吨。2014年公司煤炭自供量约为45万吨，自给率为12.41%，其中化工煤自给率为6.32%，燃料煤自给率为29.96%。

从尿素板块收入和毛利情况看，2014年公司实现尿素产量321万吨，较上年度下滑5万吨，整体产量相对稳定。同时当年实现销量319万吨，当年产能利用率和产销率分别为96.98%和99.38%。但受化肥整体销售价格下跌影响，2014年公司尿素板块收入亦随之减少，当年实现营业收入54.36亿元，较上年度下滑19.07%。毛利方面，虽然天然气价格上涨弱化了成本优势，但得益于煤炭市场的持续低迷，2014年公司该板块毛利率为23.16%，同比上升1.42个百分点。

**表4：近三年公司尿素业务收入及毛利情况**

单位：亿元、%			
	2012	2013	2014
收入	76.42	67.17	54.36
毛利率	33.13	21.74	23.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 磷酸二铵板块

### 行业分析

与氮肥不同，磷肥价格在经历了08年金融危机导致的剧烈震荡之后，09~11年随着全球经济好转、化肥需求复苏，价格进入快速上升通道，12~14年又再度进入下行周期，从14年下半年开始价格逐步出现回升的迹象。

预计2015年磷肥生产企业盈利能力将进一步扩大，主要原因包括：第一，受益于全球磷肥行业需求回暖；第二，环保政策趋严限制新产能建设和中小产能开工率；第三，2015年新的磷肥出口政策取消淡旺季差异，降低关税成本，有望显著提升中国磷肥企业在国际市场的竞争力。

图 4：2010~2014 年国内磷酸二铵价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图 5：2011~2014 年国内磷酸二铵价格月度价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

公司磷酸二铵销量出现下滑，但受益于磷肥市场价格尤其是下半年销售价格的迅速提升，公司该板块产品盈利空间扩大

公司磷酸二铵的生产任务主要由其下属子公司湖北宜化肥业有限公司负责。得益于湖北松滋项目的产能的不断释放，截至 2014 年末公司磷酸二铵产能达到 132 万吨/年。2014 年公司磷酸二铵产量为 136.5 万吨，销量为 123.98 万吨，产能利用率和产销率分别为 103.41% 和 90.83%。

原材料采购方面，磷酸二铵生产主要的原料为磷矿石和硫磺，截至 2014 年 12 月末，公司在湖北宜昌、四川两地拥有年产 130 万吨磷矿的采矿权，但由于所持磷矿多处于基建或探矿阶段，尚未完全出矿，公司磷矿自给率并未得到实质性提升，生产用磷矿石仍需向大股东湖北宜化集团有限责任公司（以下简称“集团”）进行采购。2014 年公司磷矿采购量为 274.3 万吨，其中自给率约为 6.6%。

受全年销量下降影响，2014 年公司磷酸二铵销售收入略有下滑，全年实现营业收入 33.15 亿元，

较上年度减少 0.99%。毛利方面，得益于磷酸二铵市场回暖带动价格尤其是 2014 年下半年销售价格的大幅提升，公司该板块盈利水平在持续下跌多年后，开始呈现上升趋势，2014 年公司磷酸二铵销售毛利率为 16.96%，同比提高 8.55 个百分点。

表 5：近三年公司磷酸二铵业务收入及毛利情况

	单位：亿元、%		
	2012	2013	2014
收入	26.59	33.48	33.15
毛利率	10.88	8.41	16.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

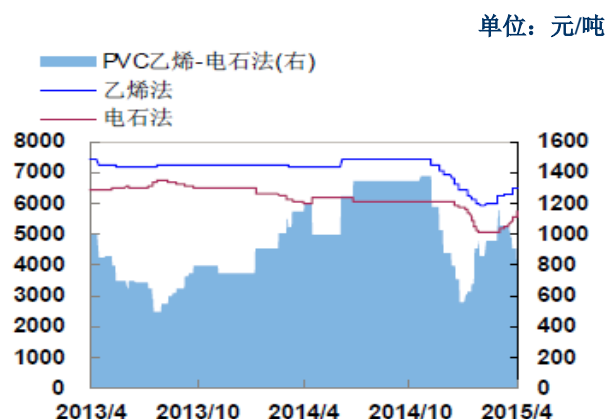
## 聚氯乙烯板块

### 行业分析

PVC 生产方法主要有乙烯法和电石法两种。目前世界上主要是乙烯法，国外由于电石对于环境的污染已基本淘汰电石法。但中国则以电石法为主，占据了约 80% 的产能。近年来国内 PVC 行业处于产能过剩状态，行业平均开工率徘徊在 60% 左右。

2014 年氯碱行业不景气状况仍在延续，由于国际油价下跌引起聚氯乙烯价格在年末有所下跌。2015 年开始由于电石、乙烯等原材料价格的修复性上涨，PVC 价格触底反弹，截至目前仍处于上涨态势，但考虑到氯碱行业供过于求的矛盾短期内不会缓解，预计价格难有较好表现。

图 6：2013.04~2015.04 年 PVC 价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

新投产 PVC 项目使得公司 PVC 产量持续提高，但由于 PVC 市场产能过剩且价格下滑，公司产品毛利微薄，对利润贡献较为有限

2013 年 6 月，新疆宜化一期 30 万吨 PVC 项目

正式投产带动公司 PVC 产量逐年提升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司 PVC 产能 114 万吨/年，全年产量 114.30 万吨，销售 116.29 万吨，产能利用率和产销率分别为 100.26% 和 101.74%。

公司在加强 PVC 产能布局的同时，也注重上游资源的开发。随着青海宜化项目的完工投产，公司已具备年产 123 万吨电石的生产能力，2014 年电石自给率达到 87%；同时，在煤炭开采领域的渗透，有利于保障公司的原材料供给，降低电力成本，增强公司市场竞争力。

2014 年公司 PVC 产量 114.30 万吨，较上年度 97 万吨大幅提升，虽整体销售价格有所下跌，但该板块营业收入仍有所上升，当年实现营业收入 57.07 亿元，较上年度提高 16.76%。毛利方面，虽然市场供给过剩和下游需求疲软导致年内 PVC 价格持续走低，但新投产 PVC 装置的成本优势仍使该板块毛利率升至 5.68%，同比提高 0.7 个百分点。

表 6：近三年公司 PVC 业务收入及毛利情况

单位：亿元；%			
	2012	2013	2014
收入	42.14	48.88	57.07
毛利率	2.23	4.98	5.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 其他产品板块

公司的其他化工产品主要为季戊四醇和保险粉，截至 2014 年末，公司季戊四醇和保险粉的产能分别为 6 万吨和 10 万吨。

公司目前为全球最大的季戊四醇生产企业之一，2014 年产量为 5.85 万吨，销量为 5.67 万吨，产能利用率和产销率分别为 97.50% 和 96.92%。同期，公司保险粉产量为 4.38 万吨，销量为 3.96 万吨，产能利用率和产销率分别为 43.8% 和 90.41%。

受季戊四醇和保险粉价格上升影响，2014 年公司其他化工产品收入和毛利均出现增长态势，2014 年实现营业收入 10.57 亿元，较上年度提高 5.97%；同期毛利率为 25.88%，同比提高 12.71 个百分点。

表 7：近三年公司其他化工业务收入及毛利情况

单位：亿元；%			
	2012	2013	2014
收入	11.13	9.98	10.57
毛利率	13.96	13.17	25.88

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，截至 2014 年末，公司已具备 331 万吨尿素、132 万吨磷酸二铵、114 万吨 PVC、6 万吨季戊四醇和 10 万吨保险粉的年生产能力，为全球最大的化工和化肥产品生产企业之一。2014 年主要受尿素价格下滑的影响，公司收入水平有所下降，但得益于原料价格的有效控制及其余板块盈利能力的提升，公司毛利空间有略有提升。

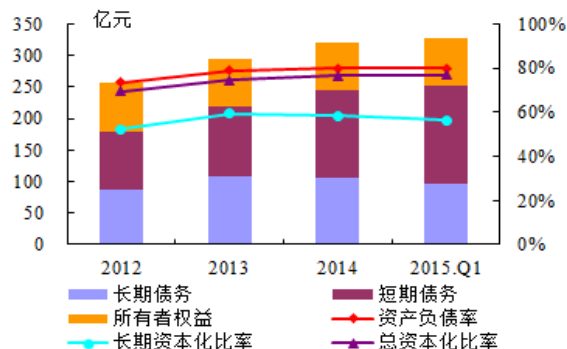
## 财务分析

下列财务分析主要基于湖北宜化提供的经大信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年合并财务报告，以及未经审计 2015 年 1 季度财务报表，所有财务数据均为合并报表口径。

### 资本结构

2014 年公司新建项目减少，自身业务规模扩大速度放缓，截至 2014 年 12 月末，公司资产总额 373.75 亿元，负债总额 298.56 亿元，分别较上年增长了 5.71% 和 7.05%。当年资产负债率为 79.88%，较上年度提高 0.99 个百分点。同期，公司长期资本化率和总资本化比率分别为 58.27% 和 76.52%，与上年度基本持平。截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产总额 377.05 亿元，负债总额 301.40 亿元，资产负债率为 79.94%。同期，公司长期资本化率和总资本化比率分别为 56.37% 和 76.92%

图 7：2012~2015.Q1 年公司资本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



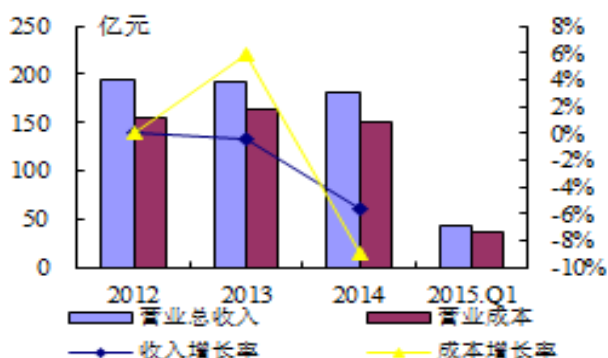
从债务结构来看，2014 年公司债务以短期为主，截至 2014 年 12 月末，公司长短期债务分别为 104.97 亿元和 140.10 亿元，长短期债务比为 1.33。其中短期债务较上年度提升 25.92%，系一年内到期的长期借款数额增加所致。截至 2015 年 3 月 31 日，公司长短期债务规模分别为 97.75 亿元和 154.40 亿元，长短期债务比提升至 1.58。公司面临的短期债务压力增大，债务期限结构有待改善。

总体来看，公司业务扩张速度放缓，但财务杠杆仍偏高，加之较大规模的长期借款将陆续到期，公司短期债务不断增加，债务期限结构有待改善。

### 盈利能力

2014 年尿素等主导产品价格下滑，导致公司整体收入规模有所萎缩。2014 年公司实现营业收入 181.82 亿元，较上年度下降 5.70%，其中主营业务收入 178.40 亿元，较上年度下降 5.64%。

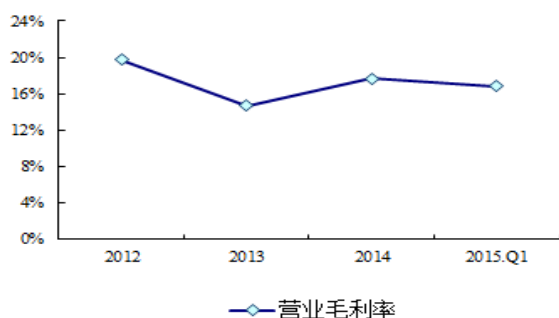
图 8：2012~2015.Q1 年公司收入成本结构分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于煤炭等主要原料价格走低及季戊四醇等产品价格上升，2014 年公司毛利水平出现反弹，当年公司营业毛利率为 17.65%，较上年度提高 2.95 个百分点。

图 9：2012~2015.Q1 年公司营业毛利率情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年公司销售费用及财务费

用的大幅增长带动三费支出增加，公司当年三费支出合计 30.45 亿元，较上年度增长 21.05%，其中销售费用 10.82 亿元，管理费用 5.57 亿元，财务费用 14.05 亿元，除管理费用小幅下滑外，销售费用和财务费用分别较上年提高 28.10% 和 28.48%。销售费用提高主要系公司新疆所产 PVC 等产品距离销售地较远导致运费增长所致，而财务费用提高则主要为付息债务增加所致。总体来看，公司期间费用控制力度下滑。

图 10：2012~2015.Q1 年公司三费分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从利润总额来看，受收入规模下滑和期间费用增长的影响，2014 年公司实现利润总额 1.08 亿元，较上年度下降 66.13%。就其构成而言，经营性业务利润仍是利润主要来源，2014 年公司经营性业务利润 1.30 亿元，较上年度下滑 53.44%。2014 年公司取得净利润 0.78 亿元，同比下降 60.59%。2015 年 1-3 月，公司实现营业收入 43.61 亿元，取得净利润 0.11 亿元。

总体来看，公司收入规模下降，毛利率有所回升，但受期间费用大幅增长影响，公司整体盈利能力有所下降。

### 偿债能力

随着长期借款陆续到期及短期融资券发行，公司长期债务规模有所下降，而短期债务规模则不断提高，截至 2014 年 12 月末，公司总债务 245.07 亿元，其中短期债务合计 140.10 亿元，占总债务的 57.17%。2015 年公司短期债务持续扩大，截至 2015 年 3 月末，公司总债务为 252.15 亿元，其中短期债务 154.40 亿元，公司面临的一定的短期偿债压力，2014 年公司总债务/EBITDA 为 7.83 倍，较上年度有所上升，EBITDA 对总债务的覆盖能力下降。

经营性现金流方面，2014 年公司预付账款规模下降，经营性现金流表现趋好，对债务的覆盖能力提高，当年经营净现金流/总债务为 0.15 倍，较上年度略有提升。

**表 8：2012~2015.Q1 年公司主要财务指标**

	2012	2013	2014	2015.Q1
短期债务（亿元）	91.97	111.26	140.10	154.40
长期债务（亿元）	86.93	108.67	104.97	97.75
长短期债务比（X）	1.06	1.02	1.33	1.58
总债务（亿元）	178.89	219.92	245.07	252.15
经营性净现金流（亿元）	40.43	28.62	36.58	9.67
经营净现金流/短期债务（X）	0.44	0.26	0.26	0.06
经营净现金流/总债务（X）	0.23	0.13	0.15	0.04
EBITDA（亿元）	36.19	29.46	31.30	-
总债务/EBITDA（X）	4.94	7.47	7.83	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.03	1.87	2.04	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 担保实力

本次债券由湖北双环科技股份有限公司（以下简称“双环科技”）提供全额不可撤销连带责任保证担保。

## 业务运营及盈利能力

双环科技主要从事纯碱、氯化铵及盐化工系列产品生产和销售，截至 2014 年 12 月末，双环科技具备 180 万吨纯碱和 180 万吨氯化铵的年生产能力，是中国最大的联碱法生产企业，并为中国八大纯碱生产基地之一。此外，为扩展业务范围，双环科技于 2009 年涉足房地产，并新增房地产开发板块。截至目前公司营业收入仍主要集中于联碱及其化工产品，其中以纯碱和氯化铵为主导产品。

**表 9：2014 年双环科技主营业务收入结构情况**

业务结构	单位：亿元；%	
	营业收入	收入占比
联碱及其化工产品收入	27.83	71.34
盐及盐化工产品收入	1.63	4.18
建材收入	1.70	4.36
贸易收入	4.38	11.23
商品房销售收入	3.44	8.82
物业管理收入	0.03	0.08
<b>主营业务合计</b>	<b>39.01</b>	<b>1.00</b>

资料来源：双环科技提供，中诚信证评整理

受早年纯碱价格暴涨驱使一拥而上的纯碱项目陆续投产的影响，公司的产品纯碱和氯化铵产能过剩的情况尚未缓解，但 2014 年国内纯碱价格呈现上升态势，以华南的纯碱为例，2013 年轻质纯碱市场均价为 1,429 元/吨，2014 年的均价达到 1,576 元/吨，重质纯碱则由 1,505 元/吨攀升至 1,709 元/吨，涨幅均超过 10%。受益于纯碱价格的上升及当年销量的提高，公司化工产品板块收入规模扩大，并带动毛利空间提升。2014 年双环科技实现营业收入 40.01 亿元，同比上升 7.50%；净利润 334.96 万元，已实现扭亏为盈。另截至 2015 年 3 月末，公司实现营业收入 7.61 亿元，取得净利润 472.22 万元。

**表 10：2014 年双环科技主导产品情况**

单位：万吨；亿元			
产品	产能	销量	营业收入
纯碱	180	176.4	20.76
氯化铵	180	161.2	6.05
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>26.81</b>

资料来源：双环科技提供，中诚信证评整理

房地产方面，2009 年双环科技投资建设“宜化山语城”项目；2012 年新增了新疆绿洲新城、宜化新天地、獭亭绿洲新城三个房地产项目；2013 年，双环科技竞标成功取得位于武汉市江夏区大桥新区渔牧村、红旗村的 P（2012）190 号地块，用于武汉星都汇项目的建设；2014 年位于重庆市万州区观音岩 1 号的重庆万州区纯水岸项目亦进入开工前准备。但目前双环科技投产房地产项目多处于建设阶段，资金回收相对有限。

**表 11：截至 2014 年末双环科技房地产项目进展情况**

项目	单位：万平方米；亿元			
	土地面积	规划建筑面积	计划总投资	已投资额
宜化山语城一期	3.06	11.66	5	4.5
宜化山语城二、三期	6.67	19.56	8	5.46
新疆绿洲新城	7.57	11.94	6.84	3.46
宜化新天地	11.14	41.55	16.5	7.9
獭亭绿洲新城	6.41	8.27	2.8	1.05
武汉星都汇	19.09	22.70	10.59	5.40
重庆万州区纯水岸	16.72	48.56	-	-

资料来源：双环科技提供，中诚信证评整理

## 财务表现

受房地产业务开展的影响，公司项目开发成本

增加带动资产和负债规模分别增长至 100.46 亿元和 85.70 亿元，资产负债率为 85.31%，同比上升 1.81 个百分点，考虑到双环科技房地产板块未来项目投资金额较大，短期内负债水平将维持较高水平。

债务方面，截至 2014 年 12 月末，双环科技总债务增至 55.03 亿元，其中短期债务为 48.05 亿元，自身面临的短期偿债压力增大。截至 2015 年 3 月末，双环科技资产和负债规模分别为 98.66 亿元和 83.85 亿元，资产负债率为 84.99%；同期长短期债务分别为 41.55 亿元和 10.02 亿元，短期债务规模仍较大，但整体债务结构略有改善。

**表 12：2012~2015.Q1 年双环科技主要财务指标**

	2012	2013	2014	2015.Q1
短期债务（亿元）	32.30	39.65	48.05	41.55
长期债务（亿元）	3.92	2.06	6.98	10.02
长短期债务比（X）	8.25	19.27	6.88	4.14
总债务（亿元）	36.21	41.71	55.03	51.57
资产负债率	74.52%	83.50%	85.31%	84.99%
总资本化比率	62.74%	73.82%	78.86%	77.70%
经营性净现金流（亿元）	6.00	-0.89	5.01	0.54
经营净现金流/总债务（X）	0.17	-0.02	0.09	-
EBITDA（亿元）	6.09	-0.67	5.66	-
总债务/EBITDA（X）	5.94	-62.50	9.72	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.29	-0.22	1.89	-

数据来源：双环科技提供，中诚信证评整理

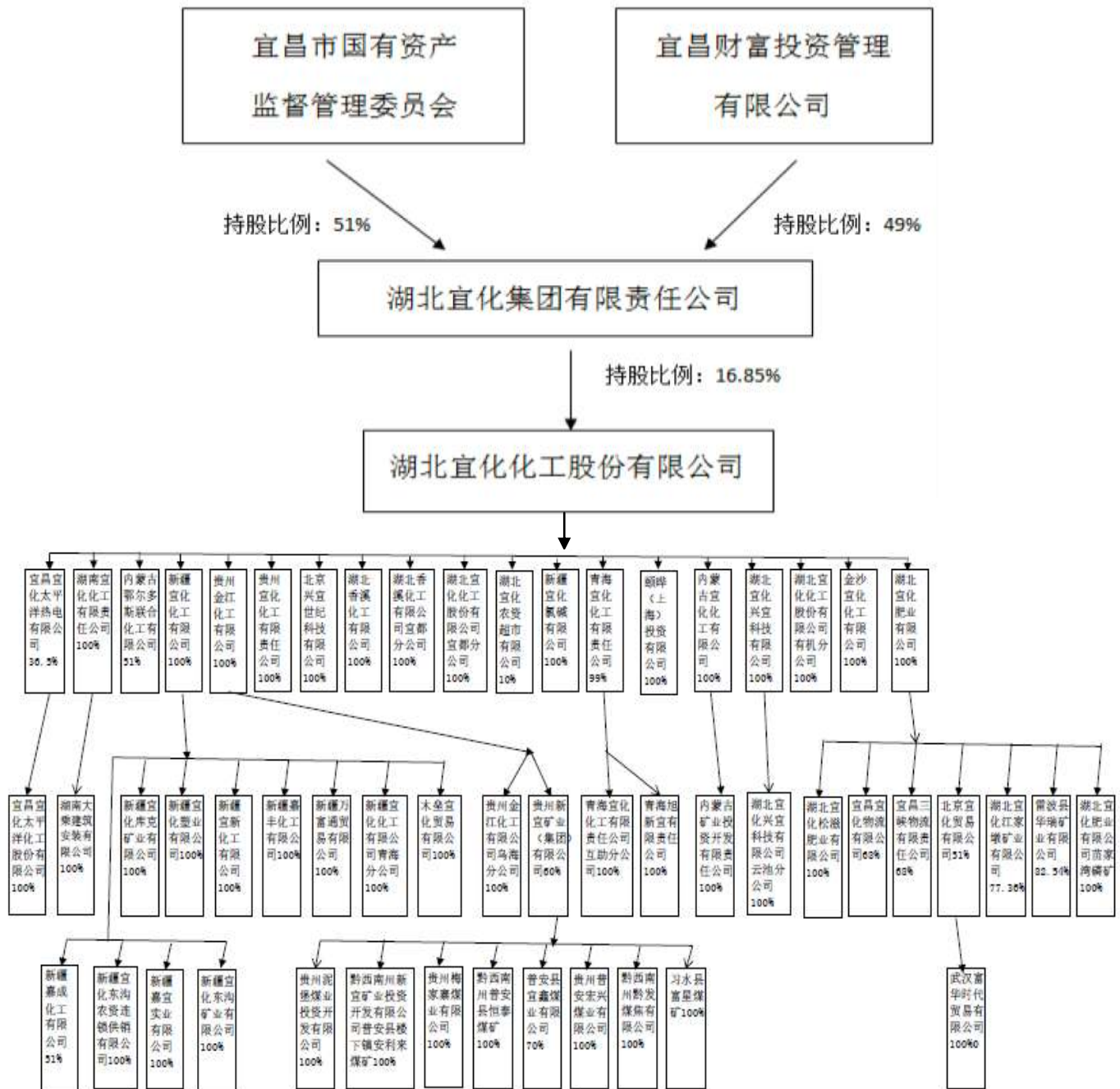
从经营活动现金流对债务的保障程度看，2014 年双环科技实现扭亏为盈，收入规模和利润水平均有所提高带动现金流表现趋好，经营性现金流对债务的覆盖能力随之增强。2014 年，双环科技 EBITDA 提高至 5.66 亿元，总债务/EBITDA 为 9.72 倍，经营活动净现金流/总债务为 0.09 倍，EBITDA 利息倍数为 1.89 倍。

总体来看，2014 年，双环科技实现扭亏为盈，收入规模和利润水平均明显提升，2015 年 1 季度双环科技获利水平进一步提升，债务期限结构亦有所改善，加之其在纯碱生产方面仍有较明显的资源优势 and 品牌优势，整体实力较强，仍能够对本次债券本息收益的偿付提供一定保障。

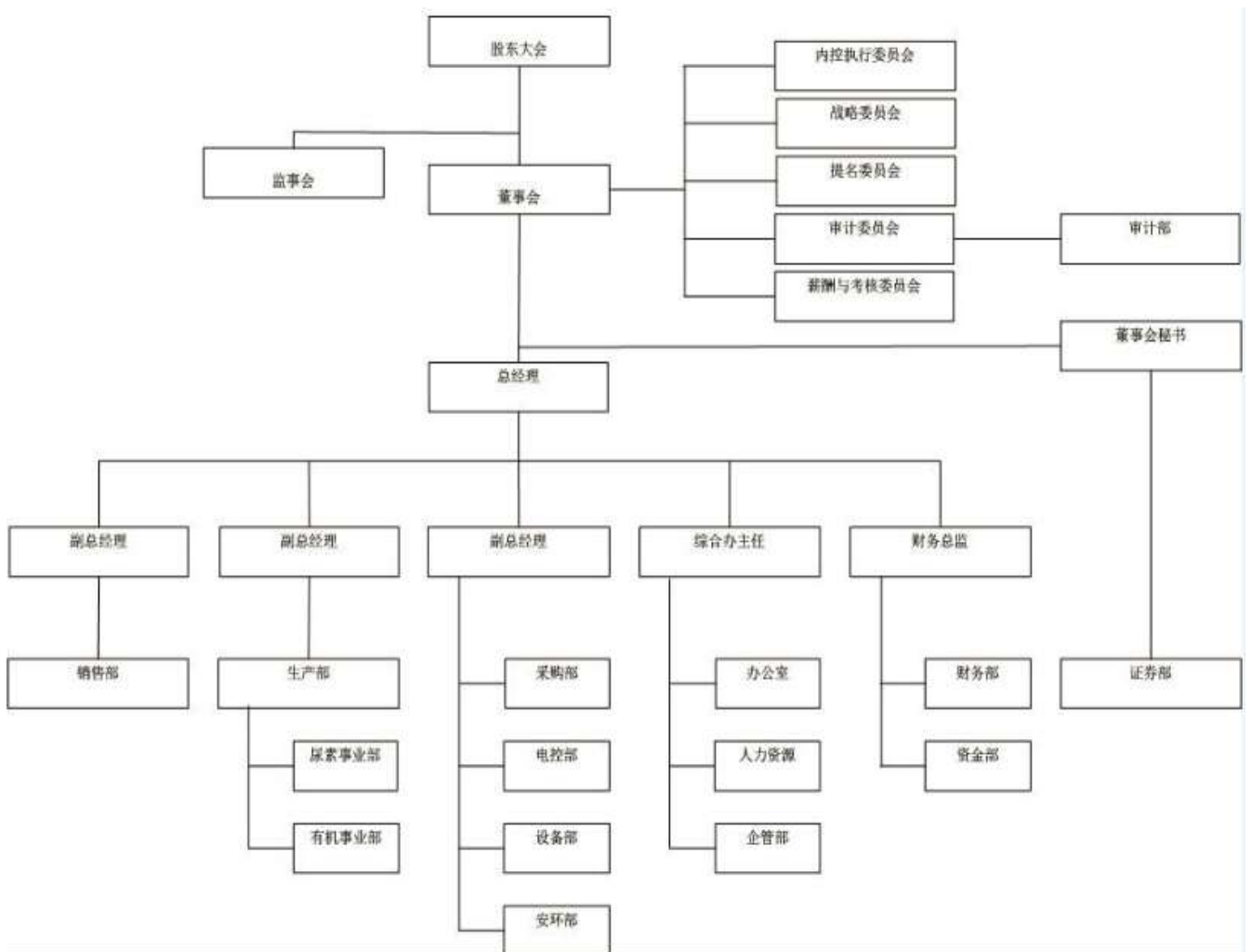
## 结 论

综上，中诚信证评维持湖北宜化主体信用等级 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券”信用级别为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：湖北宜化化工股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：湖北宜化化工股份有限公司组织架构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



**附三：湖北宜化化工股份有限公司财务数据及主要指标**

财务数据(单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	153,926.19	286,684.60	312,282.91	363,298.12
应收账款净额	57,122.01	75,266.06	79,059.56	77,548.80
存货净额	393,289.36	382,670.38	437,286.32	427,516.46
流动资产	920,170.53	1,240,045.59	1,218,428.26	1,233,779.41
长期投资	5,738.93	19,663.87	5,153.00	22,326.00
固定资产合计	1,968,287.35	2,194,888.72	2,348,993.49	2,375,122.24
总资产	2,964,849.82	3,535,488.90	3,737,461.83	3,770,537.39
短期债务	919,697.02	1,112,561.53	1,400,950.89	1,543,982.78
长期债务	869,250.79	1,086,681.22	1,049,743.61	977,468.32
总债务(短期债务+长期债务)	1,788,947.81	2,199,242.75	2,450,694.50	2,521,451.10
总负债	2,178,705.45	2,789,102.73	2,985,635.30	3,014,000.53
所有者权益(含少数股东权益)	786,144.36	746,386.17	751,826.52	756,536.86
营业总收入	1,935,160.25	1,927,997.96	1,818,191.31	436,115.89
三费前利润	377,752.25	279,480.80	317,475.60	72,823.96
投资收益	7.78	2,471.86	2,613.55	781.83
净利润	147,394.93	20,044.87	7,899.60	1,142.97
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	361,882.29	294,570.14	312,959.12	-
经营活动产生现金净流量	404,284.65	286,173.54	365,792.66	96,745.84
投资活动产生现金净流量	-530,162.23	-323,271.92	-245,139.84	-42,417.76
筹资活动产生现金净流量	-67,412.75	157,283.51	-98,538.76	-55,811.61
现金及现金等价物净增加额	-193,762.19	119,371.56	21,248.81	-681.29
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	19.75	14.70	17.65	16.83
所有者权益收益率(%)	18.75	2.69	1.05	0.15
EBITDA/营业总收入(%)	18.70	15.28	17.21	-
速动比率(X)	0.42	0.52	0.41	0.40
经营活动净现金/总债务(X)	0.23	0.13	0.15	0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	0.44	0.26	0.26	0.06
经营活动净现金/利息支出(X)	3.38	1.82	2.39	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.03	1.87	2.04	-
总债务/EBITDA(X)	4.94	7.47	7.83	-
资产负债率(%)	73.48	78.89	79.88	79.94
总资本化比率(%)	69.47	74.66	76.52	76.92
长期资本化比率(%)	52.51	59.28	58.27	56.37

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 附四：湖北三环科技股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	62,169.64	45,675.60	55,780.39	50,102.25
应收账款净额	39,093.41	21,750.82	52,886.85	47,608.02
存货净额	181,795.95	248,490.75	352,141.26	346,729.30
流动资产	353,922.08	426,350.62	532,540.30	518,183.93
长期投资	48,334.98	49,903.37	4,684.48	50,180.11
固定资产合计	387,950.94	370,142.56	364,229.86	357,970.04
总资产	843,973.49	896,483.09	1,004,587.84	986,564.89
短期债务	322,960.00	396,523.62	480,499.08	415,518.64
长期债务	39,166.02	20,579.02	69,808.68	100,252.74
总债务(短期债务+长期债务)	362,126.02	417,102.64	550,307.76	515,771.38
总负债	628,933.90	748,579.61	857,027.20	838,503.78
所有者权益(含少数股东权益)	215,039.59	147,903.48	147,560.64	148,061.11
营业总收入	459,725.00	372,206.97	400,061.04	76,128.51
三费前利润	65,741.83	13,101.83	59,679.39	15,480.05
投资收益	5,303.28	-753.86	408.50	-71.55
净利润	860.96	-66,864.69	334.96	472.23
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	60,915.74	-6,674.17	56,633.91	-
经营活动产生现金净流量	59,999.86	-8,868.28	50,113.97	5,361.93
投资活动产生现金净流量	-41,164.36	-22,230.29	-31,439.44	-319.35
筹资活动产生现金净流量	-13,566.06	9,481.70	-26,890.51	-7,116.21
现金及现金等价物净增加额	5,164.19	-21,963.27	-8,180.49	-2,073.63
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	15.22	5.12	16.19	21.28
所有者权益收益率(%)	0.40	-45.21	0.23	0.32
EBITDA/主营业务收入(%)	13.25	-1.79	14.16	-
速动比率(X)	0.32	0.28	0.23	0.25
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	-0.02	0.09	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.19	-0.02	0.10	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	2.26	-0.29	1.67	-
EBITDA/利息支出(X)	2.29	-0.22	1.89	-
总债务/EBITDA(X)	5.94	-62.50	9.72	-
资产负债率(%)	74.52	83.50	85.31	84.99
总资本化比率(%)	62.74	73.82	78.86	77.70
长期资本化比率(%)	15.41	12.21	32.12	40.37

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=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=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=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=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+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

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））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+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）



## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。