

宜昌兴发集团有限责任公司
2016年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2015 年 11 月 16 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

业务声明

本评级机构对宜昌兴发集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）的信用评级作如下声明：

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债券信用评级分析员与发行人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据发行人所提供的资料，发行人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对发行人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，发行人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债券信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有发行人发行的各类金融产品，以及债权人向发行人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与发行人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

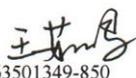
本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015 年 11 月 16 日

分析师

熊桦 
Tel: (021) 63501349-837
E-mail: xh@shxsj.com

王茹鸣 
Tel: (021) 63501349-850
E-mail: wrm@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

宜昌兴发集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告 概要

编号：【新世纪债评(2015)010958】

宜昌兴发集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）

主体信用等级：AA

债项信用等级：AA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 前三季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	1.51	2.05	0.64	0.48
刚性债务	10.00	12.42	15.36	19.67
所有者权益	9.50	9.39	9.29	8.31
经营性现金净流入量	3.33	-0.19	3.34	-0.71
发行人合并数据及指标：				
总资产	176.30	199.07	252.85	267.42
总负债	116.41	138.41	175.57	189.44
刚性债务	89.15	102.61	129.06	144.98
所有者权益	59.90	60.65	77.28	77.98
营业收入	190.16	211.68	237.04	216.47
净利润	3.91	1.98	5.26	1.75
经营性现金净流入量	13.89	-5.63	-4.15	1.16
EBITDA	13.72	13.93	19.70	—
资产负债率[%]	66.03	69.53	69.44	70.84
权益资本与刚性债务比率[%]	67.18	59.11	59.88	53.79
流动比率[%]	81.97	52.43	44.18	49.92
现金比率[%]	40.87	22.62	19.35	20.16
利息保障倍数[倍]	1.62	1.37	1.68	—
净资产收益率[%]	6.52	3.28	7.63	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.93	-4.42	-2.64	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.40	-14.36	-8.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.16	1.96	2.40	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.15	0.17	—

注：根据宜昌兴发经三年连审的 2012~2014 年及未经审计的 2015 年前前三季度财务数据整理、计算。

评级观点

优势：

- 宜昌兴发是国有大型磷化工生产企业，在六偏磷酸钠、草甘膦等细分产品市场具有较高占有率。经过多年发展，在立足磷化工领域发展的同时，公司逐步拓展贸易、旅游、金融服务及其他化工业务领域，经营规模较为显著。
- 宜昌兴发磷矿石资源储备丰富，且能够实现电力的部分自给，从而能够较好地控制磷化工产业链产品的生产成本。
- 宜昌兴发的融资渠道较为畅通，且下属上市公司具备资本市场融资能力，公司融资手段较为多样。

风险：

- 宜昌兴发化工、贸易等核心主业发展与宏观经济走势的关联度高，且国内大量基础化工产品产能处于过剩状态，面临的市场竞争激烈。近年来宏观经济下行、行业景气度下滑等造成公司主业面临的盈利压力较大；利润对投资收益等依赖度较高。同时，公司面临的存货跌价及货款回收风险也相应加大。
- 宜昌兴发生产所需磷矿石及电力的自给能力较强。但矿产品位下降、政府开采政策的变化、电站来水量减少等会对公司生产成本控制带来负面影响。此外，纯碱、白煤等其他生产原料价格的波动也会给公司的成本控制带来一定压力。
- 宜昌兴发近年来项目投入量大，资金需求压力相应增大。大量债务性融资使得公司的债务负担有所加重。且大量项目投入也面临着达产等风险。
- 宜昌兴发债务以短期刚性债务为主，面临较大的刚性债务偿付压力和流动性压力。且近年来公司经营性净现金流波动较大，稳定性欠佳。

- 宜昌兴发大量经营性资源集中在上市公司，非上市板块目前业务整体盈利能力有限，资金周转及债务偿付受贸易等业务回款、上市公司股票及投资性房地产价值波动等因素影响较大。
- 宜昌兴发对外担保金额较大，面临一定的或有风险。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



宜昌兴发集团有限责任公司

2016 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

释义

宜昌兴发，该公司，或公司：宜昌兴发集团有限责任公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：宜昌兴发集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）

一、概况

（一）发行人概况

该公司系经兴山县人民政府批准（兴政发字[1999]25 号文件），于 1999 年 12 月组建成立。公司初始注册资本为 0.50 亿元，后经过多次增资，截至 2015 年 9 月末，公司注册资本增至 5 亿元，股东为兴山县国有资产管理局（简称“兴山县国资局”）。

经过多年发展，该公司已形成了以化工业务为基础，贸易、旅游、金融等业务共同发展的业务格局。公司依托自身磷矿、水电等资源优势，不断延伸化工产业链，目前已在湖北宜昌、神农架等地建立了多个规模化生产基地，拥有工业级、食品级、医药级等主导产品 70 余种，其中六偏磷酸钠、三聚磷酸钠、二甲基亚砷等核心产品的产销量在业内领先。公司主业分布在本部及多家子公司，并拥有一家上市公司湖北兴发化工集团股份有限公司（简称“兴发集团”，证券代码：600141，截至 2015 年 9 月末公司对其持股比例为 23.41%¹）。

¹ 截至 2015 年 10 月 22 日，该公司持有兴发集团 1.24 亿股，占比 23.41%，其中 0.62 亿股已用于质押。

截至 2014 年末,该公司经审计的合并口径资产总额为 252.85 亿元,所有者权益为 77.28 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 29.39 亿元),2014 年度实现营业收入 237.04 亿元,净利润 5.26 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 1.24 亿元)。

截至 2015 年 9 月末,该公司未经审计的合并口径资产总额为 267.42 亿元,所有者权益为 77.98 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 30.16 亿元),2015 年前三季度实现营业收入 216.47 亿元,净利润 1.75 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润为 0.77 亿元)。

(二) 本期债券概况

经该公司董事会审议通过及兴山县国资局批准同意,公司拟发行总额不超过 8 亿元人民币的公司债券,募集资金用途为偿还银行借款和补充营运资金。

图表 1. 拟发行债券概况

债券名称:	宜昌兴发集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券(第一期)
发行规模:	不超过人民币 8 亿元
债券期限:	不超过 5 年,附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率:	采用固定利率形式,在债券存续期的前 3 年固定不变,在本期债券存续期第 3 年末,发行人可选择是否上调票面利率 0 至 100 个基点(含本数),债券票面利率为债券存续期前 3 年的票面利率加上上调基点,在债券存续期后 2 年固定不变。
付息方式:	采用单利按年计息,不计复利。每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途:	偿还银行借款和补充流动资金

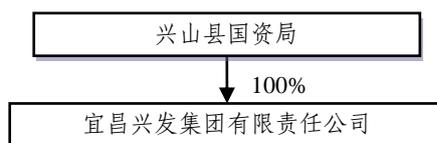
资料来源:宜昌兴发

二、公司管理

(一) 股权状况

该公司产权关系稳定,自成立以来,公司股权结构未发生变化,兴山县国资局一直是唯一出资人,产权关系清晰。

图表 2. 公司股权结构图



注：根据宜昌兴发提供的资料绘制（截至 2015 年 9 月末）

（二）与控股股东之间关系

该公司为国有独资企业，不设股东会，公司在兴山县国资局授权的范围内进行国有资产的经营和管理，在经营管理各个环节能够保持应有的独立性。公司设有董事会、监事会以及在董事会领导下的经营管理团队，并完善了各项议事规则，规范法人治理结构。

（三）关联交易

该公司关联交易包括与关联方的业务购销、关联担保及资金往来等。其中购销及劳务往来整体规模在收入、成本中占比较小，影响不大。公司存在一定关联方担保，详见本评级报告“或有负债”部分。公司 2014 年末与关联方资金拆借主要为对兴山县国资局暂借款（一年以内），为 1.24 亿元。

图表 3. 公司 2012~2014 年末与关联方主要应收应付科目账面余额（单位：万元）

项目		2012 年末	2013 年末	2014 年末
应收项目	应收账款	2,488.56	2,714.07	3,437.58
	预付款项	26,870.00	-	-
	其他应收款	19.48	19,542.74	12,567.58
	合计	29,378.04	22,256.81	16,005.16
应付项目	应付账款	7,335.09	2,298.89	3,686.61
	预收款项	712.81	172.70	-
	其他应付款	-	-	31.43
	合计	8,047.90	2,590.05	3,718.04

资料来源：宜昌兴发

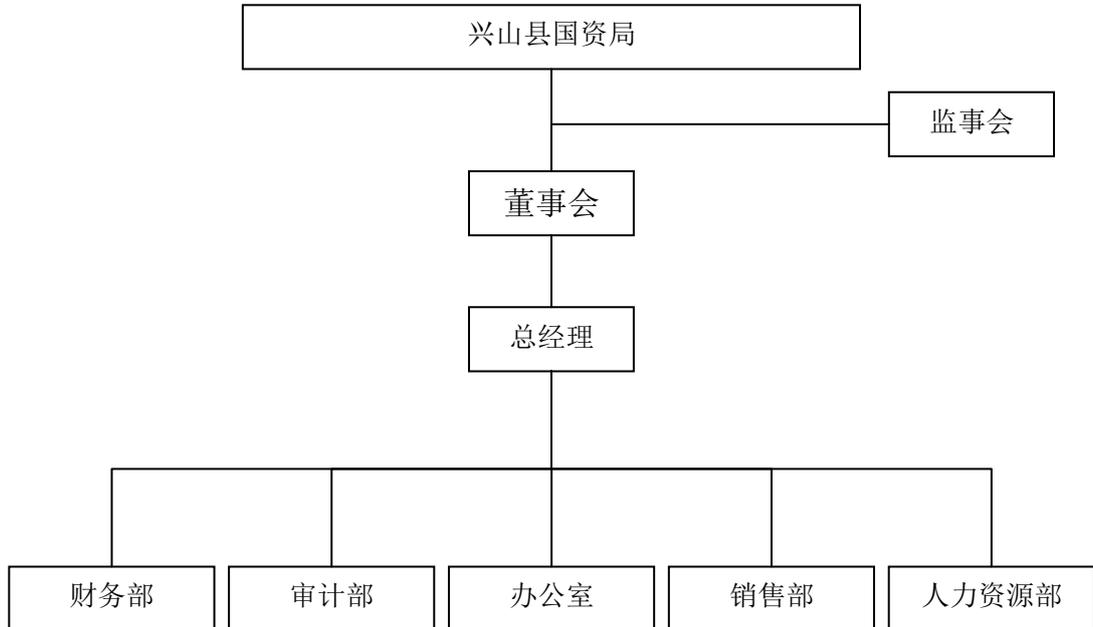
（四）高级经营管理者

该公司决策层成员及高管团队普遍具有多年的经营管理经验，近年来团队基本保持稳定，有助于公司的持续稳定运作。

(五) 组织架构

该公司根据自身的经营特点设置相关职能部门，并明确了各部门和岗位的职责和权限，机构设置能满足现阶段经营管理需要。

图表 4. 公司组织架构图



资料来源：宜昌兴发

(六) 人力资源

截至 2014 年末，该公司共有员工 8,211 人，其中上市公司兴发集团员工 7,334 人。公司人力资源较为密集，且以生产人员为主。从学历构成情况来看，公司本科及以上学历员工占比 21%。

在人员培养方面，该公司年初根据各个单位报送的培训计划，统一安排和制定公司年度培训计划，由人力资源部协调管理，培训范围分为公司总体培训、少数部门集中培训和各个单位内部培训，涵盖操作技能、安全生产、专业技术等方面的培训机会，以提升员工职业技能。

(七) 业务管理

该公司根据相关法律法规要求及自身经营管理的需要建立了一套覆盖财务管理、投融资、对外担保、子公司管理等方面的内部管理体系，可基本满足集团化经营管理的需求。

该公司本部主要行使对下属企业的投资管理职能，除部分贸易业务由本部负责经营外，绝大部分业务由下属各企业负责。公司通过对下属企业派遣高管人员，下达生产计划、经营预算，实施结果考核等方式实

现对下属企业的管理与控制。

该公司注重内控管理制度的建设与完善。在财务管理方面，公司依照法律、法规和主管部门的规定建立健全财务、会计管理制度。公司根据全年生产经营计划编制年度预算，并对预算的执行情况进行监督、审计。

在资金方面，该公司本部负责集团（除上市公司）整体资金的筹措及监控，对下属企业的资金预算进行审核，对资金使用情况进行监督。公司下属企业具有一定的融资权限，但须上报经批准后方可实行。

在投资决策方面，该公司制定了相关规定办法，对新建投资项目（含收购、合资、增资等）、改扩建项目及下属企业重大股权变动和资产处置事项的权限、流程等方面进行了规范。公司重大对外投资须报兴山县国资局批准。

在担保方面，该公司制订了《对外担保实施办法》，其中规定可对符合条件的公司（含兴发集团及其子公司）、兴山县水电专业公司及其合并报表范围内的公司提供担保。对其他企业提供担保，需经董事会决议并报兴山县国资局批准。为其他企业提供担保时，一般须要求担保申请人提供反担保措施，方式主要包括保证、抵押、质押等。

三、业务运营

（一）经营环境

近年来在国家保护性开发政策的促进下，磷矿石开采门槛不断提高，行业整合成为常态，磷矿资源逐渐向龙头企业集中。受经济低迷、下游磷肥需求减弱的影响，2012~2014年磷矿石全年产量增速逐渐下降，价格呈持续下跌态势。但2015年以来受下游磷肥生产需求增加的带动，磷矿石产量增速有所回升，价格较为稳定。

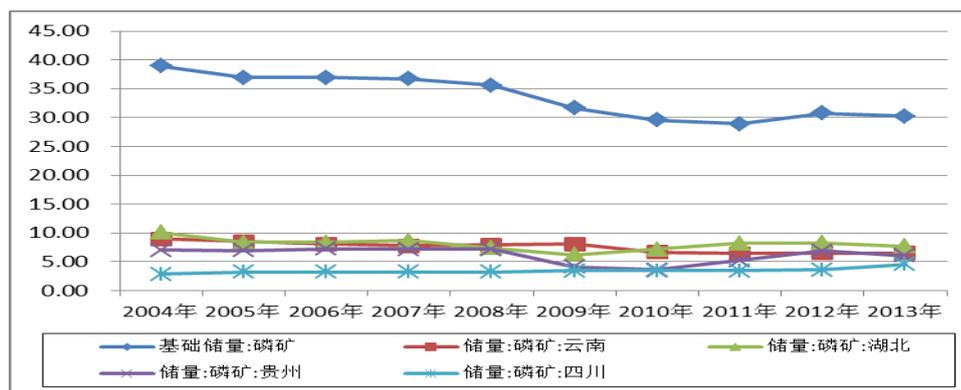
磷化工行业主要是指以磷矿石为原料，生产磷肥及磷酸盐等精细磷化工产品的行业，其下游可广泛应用于农业、工业、国防军工、尖端科技、日常生活领域等。根据美国地质调查局的相关数据²，目前全球磷矿石的保有储量约为670亿吨，主要分布在摩洛哥及西撒哈拉、中国、阿尔及利亚、叙利亚、南非、约旦、美国等国家，其中仅摩洛哥及西撒哈

² 数据来源：USGS 美国地质调查局《矿产资源概览 2013 (Mineral Commodity Summaries 2013)》

拉的保有储量可占约 75%，我国居第二位。

从我国磷矿资源情况来看，根据国土资源部相关数据，截至 2013 年末，我国磷矿石查明资源储量为 205.70 亿吨。分布上主要集中在云南、贵州、四川、湖北等四省，以 2013 年国家统计局数据来看，四省合计储量约占全国的 80% 左右，其中湖北省居第一。从近年资源储量来看总体呈现下降态势。

图表 5. 我国磷矿储量情况 (单位: 亿吨)³



数据来源: wind 资讯、国家统计局

世界磷矿石的总体品位在 5%-40% (P_2O_5) 之间，大部分国家的磷矿石品位都在 30% 左右。但我国磷矿品位普遍较低，平均品位不足 20%。除少数富矿可直接作为生产磷复肥和黄磷的原料以外，大部分矿石需经选矿才能利用；且我国矿床赋存条件差，成因结构复杂，致使采矿难度加大。经过长期大规模开采，我国的富矿资源在急剧耗减，“采富弃贫”现象已较严重。目前我国已经进入了中低品位磷资源开发利用时期，选矿环节成本不断增加。国土资源部已将磷矿列为 2010 年后不能满足我国国民经济发展需求的 20 个矿种之一，以配额形式限制出口。

近年来我国持续推进对磷矿资源的整合，产业集中度总体已有大幅提高。2011 年中国化学矿业协会公布的《化工矿业“十二五”发展规划》中明确指出，“十二五”期间，磷矿资源整合会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、一体化发展，没有磷矿资源支撑和优势的企业将被淘汰和兼并。从湖北省情况来看，2012 年湖北省国土资源厅等联合印发《鄂湘川黔滇磷矿资源开发准入管理办法》、《鄂湘川黔滇磷矿矿业权规范投放管理办法》、《鄂湘川黔滇磷矿年度开采总量调控管理办法》等五项制度，一方面提高磷矿资源开发的准入门槛，整合中小型磷矿厂，优化配置资源；另一方面，对鄂湘川黔滇五省磷矿

³ 暂无 2014 年数据。

年度开采总量进行调控，规定具体开采数量。2013年1月1日起，湖北省地方税务局执行《磷矿石资源税征管办法》，规定对湖北省境内开采磷矿石的单位和个人征收的磷矿石资源税调整为从价计征方法，税率为10%。这些政策的实施提高了行业进入门槛、增加了开采成本，但也有利于磷矿石资源的规范及有效利用，以及资源向龙头企业集中。

磷矿石的生产经营成本主要包括能源成本、劳动力成本、辅助材料、运输成本、资源税负等，近年来总体保持着上升的态势。由于国内大部分地区磷矿石需求均依赖鄂、云、贵等主产地满足，造成了我国“南磷北运，西磷东调”的局面，而依靠长江水运的湖北省内磷矿企业相比云南、贵州等内陆磷矿企业更具有运输成本优势。目前国内大型磷化工企业主要分布在磷矿石资源集中的地区，包括贵州瓮福集团、云天化集团、湖北宜化、宜昌兴发等。

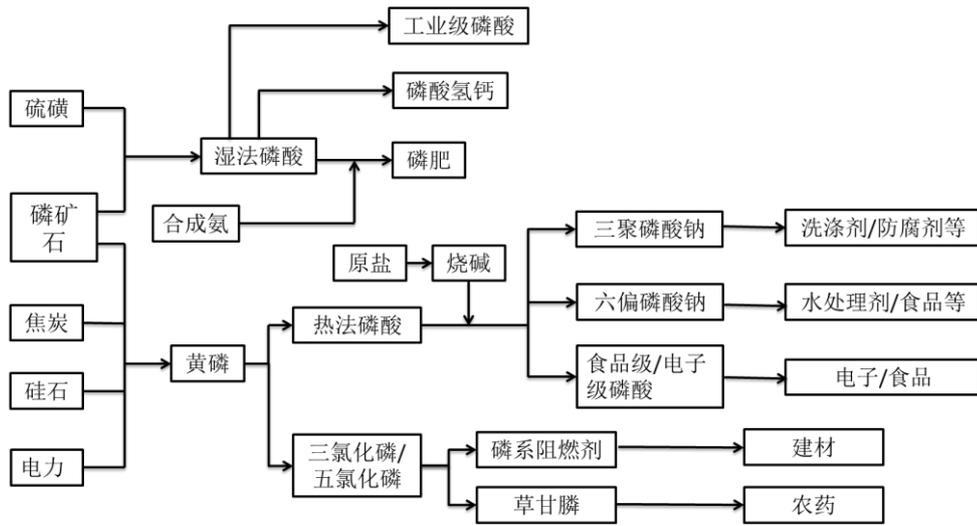
图表 6. 2014 年国内主要磷化工生产企业情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
云天化集团	945.77	137.22	707.08	-31.19	85.49
湖北宜化 (000422)	373.75	75.18	181.82	0.79	79.88
瓮福集团	384.88	78.54	400.31	0.48	79.59
宜昌兴发	252.85	77.28	237.04	5.26	69.44
澄星股份 (600078)	51.21	19.46	25.96	0.40	62.00
六国化工 (600470)	64.30	21.16	52.72	-3.34	66.94

资料来源: wind 资讯

磷矿石的主要用途包括生产黄磷、磷肥及其他下游磷化工产品，目前我国的磷矿石主要用来生产磷肥、黄磷、饲料添加剂和直接出口，其中磷肥的矿石消耗占比大约为70%。磷矿资源的利用途径如下图所示:

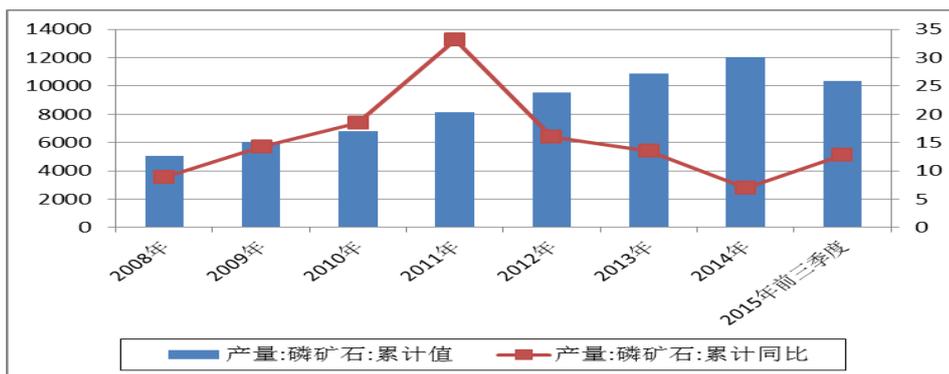
图表 7. 磷化工产业链



注：新世纪评级整理

随着磷矿石下游需求的不断增长，2008 年以来我国磷矿石产量总体保持平稳增长，2008~2011 年均复合增长率为 18.73%。由于磷肥需求消耗磷矿石量大，所以磷肥行业的景气度很大程度上决定了磷矿石行业的走势。2012~2014 年受宏观经济景气度降低及磷肥等磷化工产品产能过剩等因素影响，磷化工市场环境总体较为低迷，导致磷矿石产量增速相应大幅放缓，2012~2014 年增速分别为 16.00%、13.54%、7.00%。但 2015 年以来受磷肥生产需求增加的影响，磷矿石产量同比大幅增长，2015 年前三季度增速为 12.81%。

图表 8. 2008 年以来我国磷矿石年产量及同比增幅（万吨，%）



数据来源：wind 资讯

从近年磷矿石价格走势来看，主要受到磷矿石开采政策、下游磷肥及其他化工产品市场需求、开采成本、气候等因素影响。2012 年下半年以来，随着国内经济增速的放缓，下游需求持续走软，磷矿石价格相应走低。2015 年以来受下游需求增长的影响，价格趋稳。从长期来看，磷

矿石资源的稀缺性和品位下降带来的开采成本上升等，对磷矿石的价格有一定的支撑作用，但磷矿石价格的恢复走高仍有赖于下游需求的复苏。总体来看，作为磷化工的源头资源，拥有磷矿石资源的磷化工企业将占据资源优势，进而能够相对更好地抵御磷矿石价格波动的风险。

图表 9. 2010 年以来磷矿石价格走势（元/吨）



数据来源：wind 资讯

现阶段国内基础磷化工产品技术门槛低，存在明显的产能过剩，但技术壁垒高的精细磷化工产品仍依赖进口。为了缓解行业产能过剩局面，2015 年起我国实行部分磷化工产品出口退税政策，一定程度上有助于促进行业出口，改善行业环境。

受下游需求低迷的影响，近年来我国磷化工产品价格总体呈下跌态势，加大了行业盈利压力。另外，对磷矿石和电资源的掌握程度决定了磷化工企业的成本竞争力。

黄磷是磷酸盐系列产品的的基础原料，80%左右的黄磷用来生产各种无机磷化工产品，主要包括三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠等；20%左右的黄磷用来生产有机磷化工产品，主要包括除草剂、草甘膦等。黄磷生产成本主要为磷矿石和电，因此电力和磷矿石自给能力对于黄磷及其下游磷化工产品生产企业的成本控制具有重要的影响。黄磷价格走势具有一定周期性，近年来受宏观经济低迷的影响，价格持续下跌。

图表 10. 2010 年以来黄磷价格走势 (元/吨)



数据来源: wind 资讯

我国是世界黄磷生产及出口大国,目前黄磷产能已经严重过剩。我国政府近年来持续推进产业结构的调整,根据《产业结构调整指导目录(2011年本)》(2013年修正版),已将新建黄磷装置列入限制类产品目录,并将单台产能 5,000 吨/年以下和不符合准入条件的黄磷装置列入淘汰目录。用电方面,也对黄磷生产企业执行差别电价。与黄磷类似,一些初级的磷化工产品如六偏磷酸钠、三聚磷酸钠、次磷酸钠等因为技术壁垒不高,目前也处于产能过剩的状态,其新增产能也同样受到政府限制。同时,国内磷化工产品大量用于出口,多年来政府也通过降低、取消出口退税等手段对磷化工产品的结构进行调控。但随着宏观经济及行业景气度的下滑,为改善行业运行状况,鼓励出口,自 2015 年 1 月 1 日起,工业级和食品级三聚磷酸钠出口退税标准由零提高至 13%,食品级六偏磷酸钠出口退税标准由 5%提高至 9%,出口退税的增加间接地减少了企业的生产成本,有利于促进我国磷酸盐产品的出口,缓解行业过剩局面。但是,近年来国内基础磷化工产品出口所面临的贸易摩擦也有所加大,如美国自 2008 年起,持续对从中国进口的六偏磷酸钠征收反倾销税,税率达到 92.2%~188.05%。

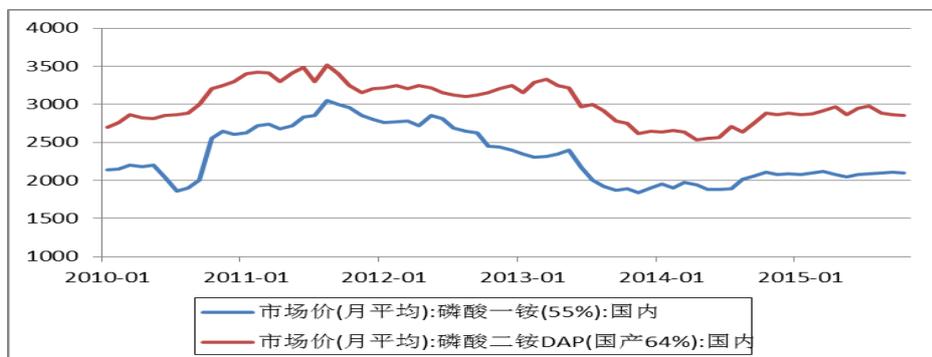
从产业格局来看,近年来出于保护资源环境、节约能源、提高效益等考虑,发达国家减小或放弃了部分磷化工基础产品的生产,把一些粗放型的磷化工产品市场(如电热法黄磷)让出给发展中国家,而自身致力于高科技、高附加值的精细和专用化工产品的生产,如电子级磷酸产品等。世界磷化工产品的需求增长趋势也体现出精细磷化工产品需求增长,初级磷化工产品需求下降的趋势。我国磷化工行业面临着世界磷化工产业升级所带来的机遇和挑战,行业内具有资源、技术、成本等竞争优势的企业将会获得更大的成长空间。

我国磷肥行业产能严重过剩，受宏观经济下行的影响，近年来价格大幅下跌。但是2014年下半年以来磷肥出口政策的持续放松使得磷肥价格持续上升，磷肥企业效益也有所提升。

我国人口基数庞大，自身消化磷肥能力较强，近年来国内磷肥产量不断增长。但随着产能的盲目扩张，目前磷肥行业产能也已严重过剩。对此，2011年9月工信部发布《磷铵行业准入条件》，规定三年内原则上不再新建和扩建湿法磷酸及配套的磷酸一铵、磷酸二铵装置（按照区域规划搬迁项目除外）。2012年7月湖北省也出台了《湖北省化肥产业结构调整 and 转型升级工作实施方案》，指出“十二五”期间湖北省不再核准备案新建（改、扩）建磷酸一铵、磷酸二铵等化肥项目。

为了缓解国内过剩的产能，国内磷肥大量用于出口，并且国家于2013年起通过调整关税税率持续放宽出口政策。其中2013年磷肥淡季出口关税由7%下调至5%，同时淡季时间同比延长一个月；2014年将磷肥旺季关税税率由2013年的80%下调为15%加上50元/吨，淡季关税税率由5%调整为50元/吨；2015年国家又取消了淡旺季差别关税税率，实施全年统一出口关税税率，磷肥按100元/吨来征收。由于2015年起全年关税税率相同，企业可以根据国际市场行情自由出口，可以在国内、国际两个市场灵活调节，大大增强了企业出口的主动性，导致2015年以来我国磷肥出口量进一步增加，同时由于降低了出口成本，磷肥企业效益也有所提升。2015年前三季度磷肥企业利润总额同比增长118.44%。磷肥价格方面，也结束了持续下跌态势，从2014年下半年开始逐渐上涨，2015年以来磷肥价格相对平稳，处于窄幅震荡状态。

图表 11. 磷肥产品价格走势（元/吨）



数据来源：wind 资讯

(二) 经营状况

该公司作为国有大型磷化工生产企业，经过多年发展，已形成了从上游磷矿开采到下游精细磷化工产品生产的较为完整的磷化工产业链。在立足于磷化工业务发展的同时，公司也逐步推进硅化工、盐化工等化工领域的拓展，并涉足了贸易、旅游、金融服务等板块，形成了较为多元的业务结构，经营规模不断扩大。公司磷化工、贸易等核心业务具有一定周期性，受宏观经济波动影响较为直接，近年来磷化工等产品价格下滑或波动，以及有机硅项目持续亏损等使得公司面临的经营压力有所加大。但 2014 年以来，受新增合并草甘膦业务以及磷肥项目运行好转实现盈利等的影响，公司盈利能力有所恢复。另外，公司在建项目较多，面临一定的项目达产风险。

该公司核心业务为磷化工产品的生产及销售，同时开展包括磷化工系列产品在内的贸易业务，以及旅游、金融等业务。从收入规模来看，公司近三年收入实现了持续较快增长，2012~2014 年和 2015 年前三季度营业总收入分别为 190.16 亿元、211.68 亿元、237.04 亿元和 216.47 亿元，收入的快速增长主要受贸易、化工业务规模和并表范围扩大所致。

1. 化工业务

该公司化工业务主要由上市公司兴发集团负责经营。兴发集团于 1999 年上市，主业从事磷矿石的开采及销售、磷化工产品和其他化工产品的生产及销售，是国内磷化工行业的龙头企业之一。作为高新技术企业，截至 2015 年 9 月末，其共拥有专利 131 项。依靠自身磷矿及水电资源优势，兴发集团形成了“矿电磷一体化”的业务模式，在经营规模、成本控制、产品结构、生产技术等方面具备了较强竞争力。

(1) 原料供应及采购

该公司磷化工产品中原材料及动力成本占生产成本的比重超过 80%，其中磷矿石、电力等占比较高。公司所需磷矿石全部自给，电力自给部分占比约 50%。

作为湖北省当地最大的磷化工企业之一，该公司通过近年来的资源整合，已具备了较强的磷矿石资源储备。公司生产的磷矿石除自给外，每年还对外销售。截至 2015 年 9 月末，公司拥有采矿权 12 个；磷矿石累计查明储量 3.10 亿吨，磷矿石年设计产能 530 万吨，平均品位在

21%~26%之间。此外，公司还拥有 5 个探矿权⁴，累计查明储量 2.66 亿吨，平均品位在 22%~24%之间。

图表 12. 截至 2015 年 9 月末公司磷矿石采矿权项目情况 (单位: 万吨)

序号	公司名称	矿山名称	累计查明储量	年产能	平均品位 (%)
1	湖北兴发化工集团股份有限公司	蒋家湾磷矿	749	20	23
2		申家山磷矿	1,177	25	21
3		葛坪磷矿	563	20	22
4		兴河磷矿	1,149	10	23
5		兴昌磷矿	1,213	30	24
6		兴隆磷矿	3,322	40	22
7		马家湾磷矿	526	15	24
8		胜凤磷矿	216	15	25
9	神农架武山矿业有限责任公司	武山磷矿	2,848	50	26
10	保康楚烽化工有限责任公司	楚烽磷矿	7,574	100	24
11	宜昌枫叶化工有限公司	树崆坪磷矿	7,045	80	23
12		店子坪磷矿	4,667	125	26
合计			31,048	530	

图表 13. 截至 2015 年 9 月末公司磷矿石探矿权项目情况 (单位: 万吨)

	位置	项目名称	累计查明储量	平均品位 (%)
1	兴山县	后坪探矿项目	19,020	24
2		瓦屋 IV 矿段探矿项目	7,238	24
3		石门垭探矿项目	126	22
4		平水-高坪探矿项目	174	23
5		白水河磷矿	-	-
合计			26,558	-

资料来源: 宜昌兴发

除磷矿石资源外，该公司还拥有一定的硅石矿资源。公司拥有 6 个硅石矿采矿权，可采储量共 281 万吨，目前年实际产能共 7 万吨。

图表 14. 截至 2015 年 9 月末公司硅石矿采矿权项目情况 (单位: 万吨)

序号	矿山名称	可采储量	设计生产能力	实际生产能力 ⁵	平均品位 (%)
1	猴子包硅石矿	106.64	10	0	98.20
2	刘草坡硅石矿	6.00	3	3	94.00
3	牟家湾硅石矿	25.50	5	0	98.50
4	龙洞沟硅石矿	82.00	10	0	93.00
5	谷城柳榆沟硅矿	50.08	2	2	97.98
6	磨胡垭硅石矿	10.78	2	2	98.53
合计		281.00	32	7	-

资料来源: 宜昌兴发

⁴ 其中白水河磷矿探矿权证取得时间不长，累计储量尚不明确。

⁵ 目前龙洞沟、猴子包两个硅石矿尚未开采，牟家湾硅石矿正在进行基础建设，目前已具备采矿条件，正在办理相关证照。

除磷矿石资源外，该公司还拥有丰富的水电资源。公司通过兴建、并购兴山县内小型水电站，以“自发自用”的方式获得大量价格低廉的电力供应。截至 2015 年 9 月末，公司共拥有水电站 25 座，总装机容量达到 16.21 万千瓦，水电站主要位于兴山县内。根据《兴山县政府办公室关于调整电力结算方式的通知》（兴政办发[2009]14 号）的规定，兴山县内公司所属电站生产的电力在缴纳 0.0468 元/度的过网费后即可用于自身生产，大幅低于公司外购电力成本。公司 2012~2014 年生产所需电量自给率分别为 51.07%、47.10% 和 61.09%。公司水电站发电情况受来水量影响大，2013 年因上游来水量不足，发电量出现下降。2014 年自产电量增加主要由于当年新增 5 个水电站所致。考虑到目前公司已基本对兴山县水电资源完成整合，自给电力增长空间不大。随着未来业务规模的扩大预计公司会加大外购电力的比例。同时根据国家节能减排的要求，未来高耗能产业可能面临更高电价的风险。

图表 15. 公司 2012~2014 年以及 2015 年前三季度区域电力供应情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
兴山县内用电量（亿度）	7.31	7.41	7.71	5.93
其中：自产上网电量（亿度）	3.73	3.49	4.71	3.86
外购电量（亿度）	3.58	3.92	3.00	2.07
自产电力成本（元/度）	0.16	0.18	0.15	0.16
过网费（元/度）	0.04	0.04	0.04	0.04
外购电力平均成本（不含税，元/度）	0.52	0.51	0.54	0.54

资料来源：宜昌兴发

此外，该公司还需外部采购多种原材料用于磷化工产品生产，其中采购量较大的包括白煤、纯碱、液碱等。在采购模式上，针对经常性使用的大宗原材料，公司在合理采购半径内，选定长期稳定的供应商，议定长期供应合约；价格一般随行就市。对经常性使用且市场价格波动频率较高的物资，一般对三家以上供应商进行比质比价采购。2012 年以来，受经济下行，市场低迷影响，除纯碱采购价格有所波动外，其他主要化工原材料采购价格总体有所回落。另外，受公司新增产能投产的影响，公司 2013~2014 年主要原材料采购量较以前年度均有所增加。

总体来看，该公司磷矿石、硅石矿和电力自给率较高，能有助于降低下游产品的生产成本，成本控制能力较强。

图表 16. 公司 2012~2014 年以及 2015 年前三季度主要原材料采购情况

原材料	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
白煤	单价（元/吨）	1,006.91	1,001.28	808.88	706.73
	数量（万吨）	13.74	15.51	16.42	12.19

原材料	项目	2012年	2013年	2014年	2015年1-9月
	金额(万元)	13,834.94	15,529.85	13,281.81	8,611.79
纯碱	单价(元/吨)	1,134.06	1,090.75	1,225.68	1,189.46
	数量(万吨)	6.88	10.57	9.14	6.13
	金额(万元)	7,802.33	11,529.23	11,202.72	7,293.52
液碱	单价(元/吨)	1,345.54	1,077.58	969.86	878.19
	数量(万吨)	4.56	5.32	8.06	5.06
	金额(万元)	6,135.66	5,732.73	7,817.07	4,440.81

资料来源：宜昌兴发

(2) 生产

该公司近年来根据原料供应、市场需求和循环产业链的规划，通过自建、收购方式，不断扩大产能，优化产品结构，目前已在湖北（宜昌、襄阳、神农架）、新疆、广西等地建有或投资了化工基地。公司目前核心生产基地包括宜昌精细化工园（位于宜昌猗亭区）、宜都兴发生态工业园（位于宜都市）等。

近年来，该公司在产能扩张及升级方面发展较快。由于基础磷化工产品已现产能过剩状态，利润增长空间相对有限，且毛利易受行业周期性波动影响，公司近年来也加大了对食品级、电子级等具有高附加值的精细磷化工产品的投入力度。同时公司也在逐步延伸业务链，向有机硅、化肥、盐化工等领域进行拓展。2012年以来，公司相继建成了宜昌园区30万吨/年烧碱改扩建一期工程（2012年）、宜都园区836项目⁶（2013年）、宜都200万吨选矿项目（2013年）、新疆二甲基亚砷项目（2013年）、襄阳5万吨/年黄磷项目（2014年）、贵州二甲基亚砷项目（2014年）、有机硅二期工程（2015年）等多个项目。

另外，该公司也通过兼并收购的方式扩大产能，2014年公司收购了湖北泰盛化工有限公司（简称“泰盛化工”）、宜昌金信化工有限公司（简称“宜昌金信”）和瓮安县龙马磷业有限公司（简称“龙马磷业”），分别拓展了草甘膦、甘氨酸和黄磷产能。其中2014年7月兴发集团通过向浙江金帆达生化股份有限公司发行股份的方式⁷购买泰盛化工51%的股权，收购完成后，公司共持有其75%股权，成为其控股股东。泰盛化工主要业务为草甘膦及精细磷酸盐，草甘膦产能为7万吨/年，另有10万吨

⁶ 指60万吨/年磷铵装置、80万吨/年硫磺制酸装置、30万吨/年湿法磷酸装置以及配套建设磷石膏堆场、硫酸余热发电和公用工程等。总投资15.56亿元。

⁷ 浙江金帆达生化股份有限公司存在利润承诺：在2014~2016年利润补偿期间实现的扣除非经常性损益后的净利润数未能达到承诺盈利预测数，则其根据未能实现部分向兴发集团进行补偿，由兴发集团以总价1元的价格回购其持有的相应数量的股票，并予以注销。

1年项目在建，是国内第二大草甘膦生产企业，也是国内第一批四家符合环保核查要求的草甘膦生产企业之一。泰盛化工自购买日至2014年末实现收入8.86亿元、净利润0.51亿元。此外，由于泰盛化工持有宜昌金信25%的股权，因此公司收购泰盛化工后持有宜昌金信股权也增至75%。宜昌金信主导产品甘氨酸是泰盛化工产品的原料，宜昌金信自购买日至2014年末实现收入3.22亿元，净利润为-36.23万元。另外，2014年7月兴发集团以总价款5,675万元收购了龙马磷业全部股权，其有两条年产1.25万吨黄磷生产装置，其自购买日至2014年末实现收入2.55亿元、净利润523.15万元。

近年来随着该公司磷矿石、黄磷、磷肥、液碱、有机硅单体及110胶、草甘膦水剂及颗粒等产能规模的扩大，产品产量逐年增加。产能利用率方面，六偏磷酸钠、草甘膦原药产能利用率稳定在高位；受2014年下半年年以来磷肥行业形势的好转，磷矿石和磷肥当年产能利用率较上年大幅提高，2015年来产能利用率继续保持高位；有机硅项目2012~2014年产能利用率逐年增加，但2015年二期项目投产后，产能利用率有所降低。另外，目前三聚磷酸钠、草甘膦水剂及颗粒产能利用率较低，存在一定的产能释放压力。

图表 17. 公司主要产品产能产量情况 (单位: 万吨)

项目		2012年	2013年	2014年	2015年1-9月
磷矿石	产能	500.00	500.00	530.00	530.00
	产量	368.85	397.12	607.69	413.29
	产能利用率	73.77%	79.42%	114.66%	103.97%
三聚磷酸钠	产能	20.00	20.00	20.00	20.00
	产量	8.79	9.47	10.18	8.24
	产能利用率	43.95%	47.35%	50.90%	54.93%
黄磷	产能	8.50	7.65	10.25	10.25
	产量	6.19	6.81	8.46	7.50
	产能利用率	72.82%	89.02%	82.54%	97.56%
六偏磷酸钠	产能	4.80	4.80	4.80	4.80
	产量	4.70	4.77	5.05	3.84
	产能利用率	97.92%	99.38%	105.21%	106.67%
次磷酸钠	产能	1.20	2.00	2.00	2.00
	产量	1.43	1.53	1.79	1.42
	产能利用率	119.17%	76.50%	89.50%	94.67%
液碱	产能	23.96	26.00	26.00	30.00
	产量	17.57	22.97	22.95	16.11
	产能利用率	73.33%	88.35%	88.27%	71.60%

项目		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
磷酸一铵	产能	-	13.33	20.00	20.00
	产量	-	8.69	14.41	14.89
	产能利用率	-	65.19%	72.05%	99.27%
磷酸二铵	产能	-	26.67	40.00	40.00
	产量	-	20.44	37.11	38.45
	产能利用率	-	76.64%	92.78%	128.17%
有机硅单体	产能	6.00	8.00	8.00	16.00
	产量	3.94	5.85	7.23	4.65
	产能利用率	65.67%	73.13%	90.38%	38.75%
110 胶	产能	1.00	1.00	1.00	2.00
	产量	0.38	0.71	0.78	0.50
	产能利用率	38.00%	71.00%	78.00%	33.33%
107 胶	产能	-	0.50	1.00	1.00
	产量	-	0.39	0.62	0.48
	产能利用率	-	78.00%	62.00%	64.00%
草甘膦原药	产能	-	-	7.50	7.50
	产量	-	-	7.15	5.80
	产能利用率	-	-	95.33%	103.11%
草甘膦水剂及颗粒	产能	-	-	2.00	5.00
	产量	-	-	0.45	0.64
	产能利用率	-	-	22.50%	17.07%

资料来源：宜昌兴发

在产能扩张过程中该公司注重产品配置和循环经济的发展，通过三废治理、节能减排技术运用和余热综合利用，降低园区内的能耗及环保风险。通过园区内产品相互关联，副产品充分利用，以降低生产成本；同时公司在磷化工各类产品生产过程中产生的中间品，会根据市场条件，适当选择直接对外销售或用于下游产品生产，以使得利润实现最大化。作为国家科技创新示范基地，公司猗亭精细化工园区大力发展循环经济，硅化工、氯碱化工、有机磷化工协同发展，具有较强的综合成本优势。公司产品生产采取以销定产为主，并通过《生产经营计划与考核管理制度》、《安全生产管理制度》等制度的实施对生产环节进行控制。

“十二五”期间，该公司推进了以精细化工为中心，实现无机磷化工产业改造与升级的同时，逐步向有机磷化工、硅化工、盐化工和硫化工领域拓展的战略。公司近期已投产及在建项目多，投资额较大，面临着项目建成后能否顺利达产并达到预期收益的风险。目前公司在建工程项目涉及磷矿石、有机硅、甘氨酸、液碱等产品及水电站工程，计划总投资 28.43 亿元，截至 2015 年 9 月末已投资额为 20.07 亿元，部分项目

投入已超规划预期，后续仍将面临一定的资金需求。资金方面，除银行借款外，公司及下属上市公司兴发集团也积极尝试债券融资、股权融资等方式筹集发展所需资金。近年来看，兴发集团曾于 2012 年完成非公开发行股票⁸。

图表 18. 公司主要在建项目情况 (单位: %、万元)

序号	项目名称	项目权益	开工日期	总投资	截至 2015 年 9 月末投资额
1	后坪硐探工程	100.00	2005.03	49,500.00	49,602.53
2	瓦屋四块段洞探工程	100.00	2004.08	10,094.00	11,166.98
3	120 万吨/年选矿项目二期工程	100.00	2014.1	4,884.00	3,873.97
4	青龙寨水电站项目	100.00	2014.06	4,880.00	3,642.75
5	电站增效扩容改造项目	100.00	2014.11	9,907.70	4,533.15
6	峡口港二期扩建工程	100.00	2012.04	29,800.00	16,195.33
7	兴瑞 20 万吨/年有机硅单体项目(一期)	100.00	2014.01	50,745.87	37,448.03
8	金信 4 万吨/年氨基乙酸扩建项目	100.00	2014.11	16,362.00	6,414.78
9	兴瑞 6 万吨/年离子膜钾碱项目	100.00	2013.04	8,506.00	9,191.99
10	泰盛 10 万吨/年草甘膦原药扩建项目一期	100.00	2014.11	68,393.00	23,284.40
11	襄阳 5 万吨/年黄磷项目	100.00	2012.11	19,979.28	23,847.83
12	科迈纳米碳酸钙项目	100.00	2014.01	11,242.00	11,527.67
-	合计	-	-	284,293.85	200,729.41

资料来源：宜昌兴发

(3) 销售

在营销模式上，该公司以直销为主、经销为辅。主要终端客户包括宝洁、联合利华、汉高、立白等日化企业，以及各类化工企业。经过多年发展及营销网络的建设，公司已建立了较为稳定的客户合作关系。公司销售账期一般在 30 天左右，对于长期合作客户账期可能拉长。磷化工产品价格波动性较大，公司产品售价参照市场价格，对于长期合作或采购量大的客户会视情况给予一定价格优惠。产品运输方面，公司依靠周边江河资源，大量采用水路运输，且公司部分生产基地内配备有码头资源，可方便产品及原材料的运输。

该公司主要产品包括磷矿石、黄磷、磷酸、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠、液碱、磷肥和有机硅等，主要产品均处于完全竞争市场，

⁸ 净募集资金 12.89 亿元，募集资金主要用于购买宜都兴发化工有限公司 49% 股权、湿法磷酸项目、宜都选矿项目。

产品销售受经济周期波动影响较大。

该公司产品销售受宏观经济及市场景气度影响较大，近年来面临的经营压力有所加大。从主要产品销售情况来看，随着产能的增长及市场拓展的推进，多数产品销量仍能保持增长，但黄磷、六偏磷酸钠等产品销量存在波动。价格方面，2013 年产品销售价格除有机硅及其下游产品外，较上年普遍下跌；2014 年三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、磷铵等价格有所回升，但磷矿石、黄磷、液碱和有机硅产品价格仍下滑；2015 年以来除磷矿石、磷肥、次磷酸钠价格较上年有所回升外，其余产品价格则较上年有所下滑。

受益于产品销量规模及种类的增加，该公司近年来化工板块收入持续增长。2012~2014 年兴发集团化工收入⁹分别为 32.83 亿元、38.43 亿元和 59.71 亿元；其中磷肥随着需求的回暖，产能得到进一步释放，2014 年收入较上年增加 9.47 亿元。受市场环境的影响，公司近年来多数产品毛利率波动性较大，其中磷铵产品于 2014 年实现减亏后，2015 年前三季度在其价格上涨的带动下，毛利率大幅升至 14.83%。但有机硅产品受市场环境的影响，产能释放不足，尽管销量增长，有所减亏，但至今仍处于亏损状态。

图表 19. 2012~2014 年以及 2015 年前三季度公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、万元、%）

项目		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
磷矿石	销量	249.64	360.03	443.46	318.23
	销售价格	329.87	209.52	166.37	198.75
	收入	82,348.33	75,431.82	73,778.85	63,248.99
	毛利率	80.41	64.52	65.84	69.69
三聚磷酸钠	销量	8.54	9.87	10.60	8.03
	销售价格	5,747.74	5,345.45	5,845.60	5,625.85
	收入	49,085.67	52,759.58	61,963.38	45,175.58
	毛利率	15.07	10.39	21.48	16.73
黄磷	销量	0.49	0.27	1.02	3.16
	销售价格	14,888.57	13,650.07	12,778.12	12,634.62
	收入	7,295.40	3,685.52	13,033.69	39,865.46
	毛利率	15.47	15.03	5.04	5.68
六偏磷酸钠	销量	4.60	4.48	4.58	3.39
	销售价格	6,252.10	6,025.55	6,496.28	6,348.56
	收入	28,759.65	26,994.46	29,752.96	21,521.63
	毛利率	16.28	12.72	26.75	24.00
次磷酸钠	销量	1.41	1.63	1.40	1.25

⁹ 根据兴发集团年报数据整理，剔除化工贸易收入。

项目		2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
	销售价格	11,803.65	9,977.63	10,683.52	10,763.12
	收入	16,655.04	16,246.92	14,956.93	13,449.59
	毛利率	18.39	10.95	32.83	34.47
液碱	销量	13.03	18.18	21.08	14.72
	销售价格	2,316.44	1,856.11	1,747.40	1,693.27
	收入	30,183.15	38,888.01	36,847.79	24,924.89
	毛利率	43.29	37.32	31.27	28.25
	销量	-	16.27	58.67	47.98
	销售价格	-	2,445.25	2,510.71	2,679.87
磷铵	收入	-	38,326.81	133,069.97	128,588.02
	毛利率	-	-5.58	5.55	14.83
	销量	-	-	2.73	6.32
草甘膦	销售价格	-	-	26,355.43	20,486.16
	收入	-	-	63,655.44	114,697.74
	毛利率	-	-	20.38	12.63
有机硅 DMC	销量	1.27	1.37	1.90	0.93
	销售价格	13,736.00	14,399.00	13,855.00	12,777.08
	收入	17,480.00	19,784.00	26,597.00	11,938.90
	毛利率	-27.59	-1.30	-2.86	-1.86
	销量	0.36	0.72	0.71	0.46
	销售价格	14,609.00	15,316.00	14,702.00	13,960.68
有机硅下游 110胶	收入	5,205.00	11,049.00	10,450.00	6,380.03
	毛利率	-29.84	-4.60	-7.21	-4.69
	销量	-	0.39	0.57	0.46
有机硅下游 107胶	销售价格	-	15,195.00	14,690.00	13,872.76
	收入	-	5,915.00	8,401.00	6,432.80
	毛利率	-	-0.46	-5.92	-5.73

资料来源：宜昌兴发

2. 贸易业务

该公司贸易业务可分为自产产品、关联产品和其他产品的内贸和进出口贸易。公司开展贸易业务的主体包括公司本部、下属兴发集团等，其中公司本部形成了金属硅、甲醇、钢铁、煤炭等主导贸易种类，兴发集团主要以自产产品为依托发展关联贸易，包括磷矿石、黄磷、磷酸盐、有机硅上下游、有机磷及农药、肥料、氯碱化工及上下游、电子化学品等。公司根据市场需求及价格走势选择及调整贸易品种和贸易产品数量，主要采取代理模式来开展贸易，并针对贸易业务制定了专门的控制制度和考核机制。

该公司依靠多年经营，已与众多企业建立了上下游业务关系，从而

可为自身贸易业务的开展提供较好的客户资源基础。近年来，公司贸易业务规模总体不断扩大，其中 2012~2014 年公司本部及下属非上市公司贸易收入分别为 92.38 亿元、100.50 亿元和 121.14 亿元；上市公司兴发集团贸易收入分别为 62.57 亿元、68.53 亿元和 52.66 亿元。但公司贸易业务毛利率相对较低，2012~2014 年公司本部及下属非上市公司贸易毛利率分别为 0.67%、1.39%和 1.91%；上市公司兴发集团贸易毛利率分别为 2.37%、2.33%和 2.86%。受宏观经济波动、行业周期性等因素影响，公司贸易业务的盈利水平相对有限，且易发生波动。

图表 20. 2012~2014 年和 2015 年前三季度兴发集团主要产品贸易情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
磷矿石	销量	12.31	7.34	31.47	13.57
	销售价格	456.13	301.11	257.69	199.79
磷酸二铵	销量	0.32	2.50	2.46	18.83
	销售价格	4,195.80	2,993.95	2,684.68	2,758.99
烧碱	销量	0.83	11.70	14.44	10.52
	销售价格	2,182.92	2,249.41	2,042.27	2,125.76
原煤	销量	14.72	-	1.45	11.00
	销售价格	492.03	-	354.94	393.16
纯碱	销量	7.33	3.22	-	222.00
	销售价格	1,131.92	1,058.51	-	1,360.68
金属硅	销量	4.9	9.25	3.31	2,887.00
	销售价格	11,432.33	10,541.06	12,554.62	11,884.98
草甘膦	销量	2.22	2.08	1.31	-
	销售价格	24,333.60	29,040.72	27,895.94	-
聚氯乙烯	销量	3.59	5.55	0.28	0.65
	销售价格	5,729.57	5,524.66	5,230.24	5,265.95

资料来源：宜昌兴发

注：未能获取该公司本部及下属非上市公司主要贸易品种数据

3. 旅游业务

该公司旅游业务包括景区经营和酒店业务。其中景区经营业务开展时间不长，景区资产系近年政府划拨或收购。公司旅游业务目前的主要运营主体为湖北昭君旅游发展有限公司和湖北神农架旅游发展股份有限公司等，业务资源主要包括朝天吼漂流、昭君村、神农架巴桃园 3 个景点，以及昭君山庄、神农山庄等 7 家酒店。公司朝天吼漂流景区位于兴山县高岚自然风景区境内，漂流沿岸有卧佛山、八缎锦、朝天吼、将军柱等众多自然景观，是国家 AAAA 级旅游景区（2013 年获评），也是

湖北省最具特色的十大漂流景点之一，该景区的经营具有较明显的季节性，随着周边交通的完善及品牌推广的进行，2015年以来客流量总体有较大提升。昭君村是公司大力培育的一个旅游品牌，借助历史人物王昭君的出生地进行打造的旅游景点，为国家AAA级旅游区。公司旗下酒店主要位于神农架景区周边，从经济型酒店到高档酒店均有涉及，其中区域内3星级以上酒店资源主要在公司旗下。

旅游板块方面，该公司未来将持续推进景区开发，配套发展宾馆业务，通过加强自身旅游品牌推广，与区域内旅游企业合作，共同开发旅游线路等方式推进业务发展。景区方面对于现有景区将进一步进行开发打造，针对朝天吼景区目前淡旺季明显、漂流业务较为单一的情况，计划增加观赏性景观配套等；此外，对于2015年新收购的五峰后河天门峡景区¹⁰将针对其特点进行开发。

该公司旅游业务受当地旅游市场发展及区域交通便利性的影响较大。现阶段公司旅游业务整体规模仍较小，且由于项目回收期较长，目前业务对公司整体盈利的贡献能力较弱。

图表 21. 2012~2014 年和 2015 年前三季度景区业务运营情况 (单位: 万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年前三季度
朝天吼: 收入 (包括门票、餐饮)	1,562.18	1,881.77	1,785.02	2,792.54
游客数量(万人)	9.83	16.29	15.67	24.03
昭君村: 收入 (门票)	218.96	200.97	217.57	152.49
游客数量(万人)	8.52	9.22	10.4	7.44
商贸公司: 收入 (景区商品销售)	1,030.18	1,915.01	1,957.47	2,220.55
神兴旅行社: 收入	2,041.54	2,186.30	2,926.95	3,297.91

资料来源: 宜昌兴发

图表 22. 2012~2014 年和 2015 年前三季度酒店运营情况 (单位: 万元、%)

酒店名称	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
昭君山庄	2,573.58	55.09	2,499.15	56.29	2,536.35	56.45	1,701.85	56.49
神农山庄	1,369.60	46.02	1,202.43	28.45	1,440.30	44.28	1,391.67	27.72
惠苑国际	1,523.52	52.72	1,540.37	41.78	1,692.00	45.10	1,380.66	56.52
假日酒店	353.25	40.83	366.86	39.44	414.26	33.85	301.70	35.67
神农酒店	237.35	12.49	374.20	13.10	474.73	15.61	371.15	16.78
神农架宾馆	1,083.12	42.37	937.81	44.56	1,052.88	42.16	629.46	33.95
五峰国际大酒店	--	--	--	--	334.06	23.50	751.73	37.12
合计	7,140.42	--	6,920.82	--	7,610.52	--	6,528.22	--

资料来源: 宜昌兴发

¹⁰ 出资 2,000 万元获得其相关资产，景区周边目前交通条件欠佳，景区规划仍待定。

4. 金融业务

该公司金融服务业务目前主要的运营主体¹¹为湖北金泰投资担保有限公司（简称“金泰担保”）。金泰担保于2010年6月成立，截至2014年末注册资本2亿元。公司金融服务业务面向兴山县内中小企业，客户主要来源于公司上下游客户和当地金融机构的推荐。在风险控制方面，公司通过制定《投资金融风险管控工作细则》、《风险控制与责任追究管理（试行）办法》、《担保业务三查制度（试行）》、《担保业务操作规程》等制度对业务经营进行管控。依靠公司在兴山县内的多年发展，以及与当地金融机构的密切合作，公司金融服务业务发展态势较好。金泰担保2012~2014年和2015前三季度收入分别为460.48万元、1,314.70万元、1,994.81万元和2,192.93万元。截至2015年9月末，金泰担保共发生5笔代偿，金额共计556万，已追偿346万；剩余210万正在进行调解结案及处置相关资产。

图表 23. 金泰担保业务发展情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年前三季度
当期担保发生额(万元)	14,290	60,480	57,166	54,420
期末担保余额(万元)	18,989	63,121	63,021	65,472
期末在保项目(个)	149	137	154	121

资料来源：宜昌兴发

（三）发展战略

化工业务方面，该公司按照“依托磷矿资源、以磷复肥为基础、以精细磷酸盐为主导”的发展思路，着力构建与磷矿、精细磷化工和其它新能源、新材料共生耦合的循环经济型磷化工基地，形成采选结合、矿肥结合、肥化结合、磷化工与煤化工、氟化工相结合、配套完善的上下游一体化产业链，实现公司产业协同效应和资源效益最大化；旅游业务方面，公司计划以兴山、神农架、五峰为依托，以朝天吼和昭君村为重点，以宾馆、旅行社等旅游配套服务设施建设及经营为基础，建成集宾馆、景区、旅行社、旅游商贸为一体的大型旅游集团；贸易业务方面，公司坚持风险可控、盈利为本的原则，实现做稳、做强、做精、做大贸易业务的目标，力争把贸易业务打造成公司的重要支柱产业；金融业务方面，公司计划加快发展金融创新业务，担保公司大力发展票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、诉讼保全担保业务，投资公司要在证券投资、实业投资、私募股权投资取得新进展，探索研究发展互联网

¹¹ 另有一家投资公司“宜昌兴发投资有限公司”，2014年成立，尚未正式开展业务。另外，公司持有兴山县鑫祥小额贷款有限责任公司49%的股权。

金融服务、融资租赁业务，提高金融产业整体经济效益。

四、财务分析

受磷化工行业持续低迷、产品价格下滑和期间费用增长的影响，该公司主业利润近年来出现较大幅度下滑，2013-2014 年公司营业利润主要来源于投资收益等非经营性损益。但随着磷铵项目的减亏并实现盈利，以及对于泰盛化工股权收购的完成，公司 2015 年前三季度主业盈利水平已有所恢复。

近年来，随着该公司对于化工等板块项目投资力度的加大以及并表范围的扩大，公司债务规模增长较快，资产负债率逐年升高，但目前尚处于可控水平。公司以短期刚性债务为主，面临的流动性压力较大。且受主业盈利下滑，应收账款金额较大等影响，公司经营性现金净流量波动性较大，近年整体情况欠佳。公司对外担保金额较大，面临一定的或有风险。此外，公司主业未来仍存在一定的投资需求，仍将面临一定的资本性支出及融资压力。

（一）债务分析

1. 债务结构

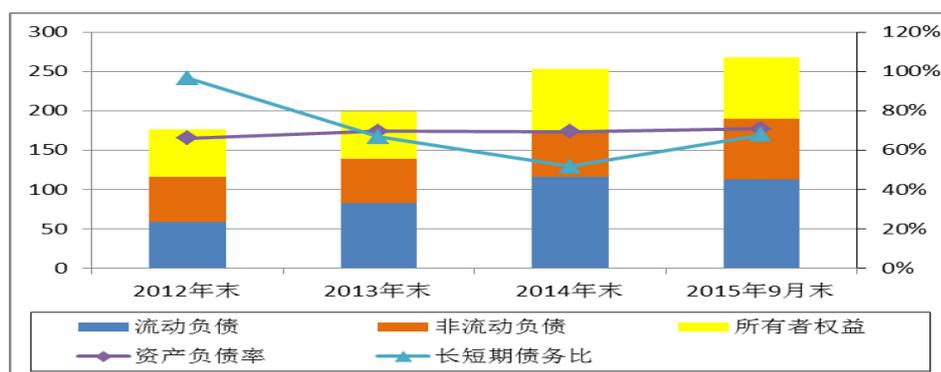
随着该公司产能项目的持续推进和并表范围的扩大，公司近年来债务规模持续增加，2012~2014 年末及 2015 年 9 月末负债总额分别为 116.41 亿元、138.41 亿元、175.57 亿元和 189.44 亿元。其中 2014 年负债总额大幅增加主要是债务融资继续增加以及泰盛化工¹²、宜昌金信¹³、龙马磷业¹⁴被纳入合并范围所致。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司资产负债率分别为 66.03%、69.53%、69.44%和 70.84%，负债经营程度总体呈上升趋势，但在磷化工行业内尚处于正常水平。

¹² 泰盛化工 2014 年末资产和负债总额分别为 15.11 亿元和 7.15 亿元。

¹³ 宜昌金信 2014 年末资产和负债总额分别为 6.54 亿元和 4.70 亿元。

¹⁴ 龙马磷业 2014 年末资产和负债总额分别为 2.19 亿元和 1.35 亿元。

图表 24. 2012~2014 年末和 2015 年 9 月末公司资金来源情况 (单位: 亿元)



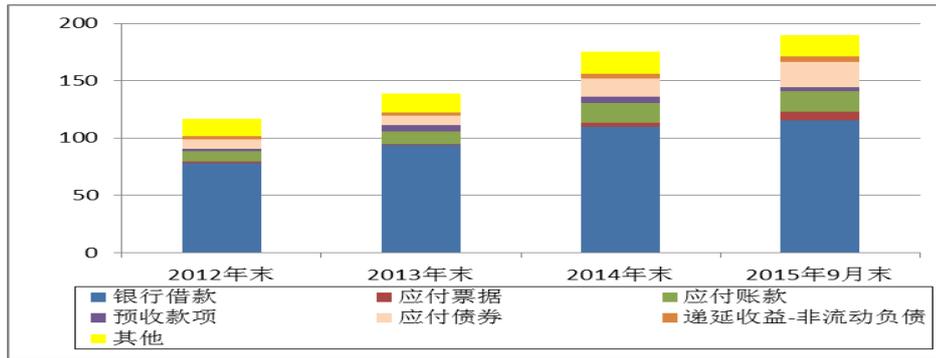
资料来源: 宜昌兴发

近年来受短期借款持续增加的影响, 流动负债在债务中的占比不断上升。2012~2014 年末该公司长短期债务比分别为 96.58%、66.68%、51.63%。2015 年前三季度公司调整债务结构, 大量借入长期债务, 使得长短期债务比升至 67.77%。

从负债构成看, 该公司债务主要由刚性债务、预收款项、应付账款、递延所得税、专项应付款和递延收益-非流动负债组成。2014 年末, 公司刚性债务合计 129.06 亿元, 占年末负债总额的 73.51%, 其中主要为银行借款、应付票据和发行的债券, 分别为 110.10 亿元、3.04 亿元和 15.92 亿元; 应付账款主要为采购款等, 2014 年末为 17.61 亿元; 预收款项主要为预收货款, 2014 年末为 5.05 亿元; 递延所得税为 9.11 亿元, 主要为应纳税暂时性差异形成; 专项应付款为 3.85 亿元, 主要为国家拨入的项目专用款; 递延收益-非流动负债为 4.05 亿元, 主要为政府补助等。

2015 年 9 月末, 该公司负债总额增至 189.44 亿元, 其中仍以刚性债务为主, 期末合计达到 144.98 亿元, 占公司负债总额的 76.53%; 公司 2015 年 9 月末短期刚性债务为 87.29 亿元, 占流动负债 77.31%。总体来看, 公司存在一定刚性债务偿付压力和流动性压力。

图表 25. 2012~2014 年和 2015 年 9 月末公司负债结构 (单位: 亿元)



资料来源: 宜昌兴发

2. 公司借款情况和应付债券情况

近年来, 该公司融资需求加大, 大量通过银行、债券市场等进行债务融资。公司近年借款占负债总额的比重处于较高水平, 2014 年末和 2015 年 9 月末分别为 62.71% 和 60.80%。从借款方式看, 公司借款以保证借款、抵押借款、质押借款和信用借款为主, 2014 年末占借款比例分别为 40.88%、24.38%、21.94% 和 12.80%。从承债主体来看, 2014 年末母公司借款总额为 15.36 亿元, 子公司借款总额为 94.74 亿元, 其中上市公司兴发集团借款总额为 84.25 亿元。

图表 26. 公司 2014 年及 2015 年 9 月末借款情况 (单位: 亿元)

借款类别	短期借款		一年内到期的长期借款		长期借款		合计	
	2014 年末	2015 年 9 月末	2014 年末	2015 年 9 月末	2014 年末	2015 年 9 月末	2014 年末	2015 年 9 月末
信用借款	8.68	11.46	2.61	1.94	2.8	7.41	14.09	20.81
保证借款	26.88	27.77	8.49	7.54	9.63	12.21	45.00	47.52
抵押借款	7.80	14.46	5.24	4.84	13.8	14.44	26.84	33.74
质押借款	24.15	10.3	-	1.00	-	1.8	24.15	13.10
合计	67.52	63.99	16.34	15.32	26.23	35.86	110.09	115.17

资料来源: 宜昌兴发

该公司下属兴发集团具有债券市场融资经验, 截至 2015 年 9 月末待偿还债券本金合计为 34 亿元。

图表 27. 截至 2015 年 9 月末兴发集团已发行未到期债券情况

债券简称	债券类型	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	到期日	发行利率 (%)
12 兴发 01	公司债券	3	6	2018-02-13	6.30
12 兴发 02	公司债券	5	5	2017-02-13	7.30
14 兴发 MTN001	中期票据	3	5	2019-03-18	8.20
14 兴发 MTN002	中期票据	5	3	2017-08-29	6.70

15 鄂兴发 SCP001	超短期融资券	5	270 日	2016-06-26	4.20
15 兴发 CP001	短期融资券	3	1	2016-01-16	5.20
15 兴发 CP002	短期融资券	4	1	2016-07-17	4.32
15 兴发债	公司债券	6	5	2020-08-20	4.40
合计	--	34	--	--	--

资料来源：wind 资讯

3. 或有负债

截至 2015 年 9 月末，该公司除担保业务外，对外提供担保余额合计为 12.98 亿元，担保规模偏大，面临一定或有风险。公司担保企业包括参股公司等关联方以及兴山县内公司较为熟悉的一些企业等。公司对外担保除关联方外都有反担保措施，包括自有资产、第三方保证等。另外，公司贸易业务存在一定诉讼纠纷（公司均作为原告），但涉及金额不大。

图表 28. 截至 2015 年 9 月末宜昌兴发主要对外担保情况（单位：万元）

企业名称	担保余额	是否关联方	反担保措施	被担保企业运营情况
兴山县水电专业有限公司	18,325	是	无	正常
神农架兴华矿业有限责任公司	14,300	否	第三方担保	正常
宜昌领兴建筑工程有限责任公司	12,500	否	第三方担保	正常
湖北悦畅商贸有限公司	12,500	是	无	正常
湖北宜安联合实业有限责任公司	10,415	否	第三方担保	正常
宜都宁通物流有限公司	8,100	否	第三方担保	正常
湖北金迈投资股份有限公司	8,000	否	第三方担保	正常
新疆西楚水泥有限公司	7,000	否	第三方担保	正常
湖北吉星化工集团有限责任公司	7,000	否 ¹⁵	第三方担保	正常

资料来源：宜昌兴发

（二）盈利性分析

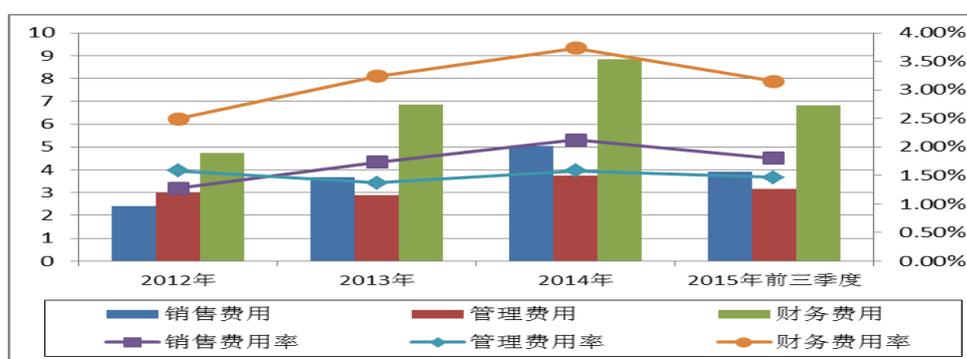
从收入及毛利构成情况来看，该公司主业利润主要来自于化工业务及贸易业务。近年来化工、贸易等主业规模的扩大带动了公司收入及毛利的总体增长，2012~2014 年以及 2015 年前三季度公司营业收入分别为 190.16 亿元、211.68 亿元、237.04 亿元和 216.47 亿元，营业毛利分别为 13.90 亿元、13.58 亿元、19.12 和 16.61 亿元，其中 2013 年由于市场景气度，磷铵项目投产初期运营欠佳等影响，经营压力加大，毛利同比出现下滑。2012~2014 年以及 2015 年前三季度公司毛利率分别为 7.31%、6.41%、8.07% 和 7.67%。其中 2014 年由于化工板块合并毛利率较高的

¹⁵ 兴发集团计划收购其 45% 股权，交易总价为 0.98 亿元，目前该事项仍在实施进程中。其主要从事黄磷及精细磷化工产品的生产和销售。

草甘膦业务导致公司毛利率有所增加。

从期间费用来看,2012~2014 年以及 2015 年前三季度该公司期间费用分别为 10.17 亿元、13.43 亿元、17.63 亿元和 13.90 亿元; 占营业收入的比重分别为 5.35%、6.34%、7.44%和 6.42%。近年来随着主业规模的不断扩大,公司期间费用呈增长态势。尤其是财务费用随着有息债务规模的扩大而出现较快增长,财务费用率呈逐年较快上升态势。此外,公司日常经营面临着一定的坏账及存货跌价风险,2012~2014 年以及 2015 年前三季度计提的资产减值损失分别为 0.35 亿元、0.31 亿元、0.35 亿元和 0.52 亿元。

图表 29. 公司 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月期间费用率情况 (单位: 亿元)



资料来源: 宜昌兴发

从利润构成来看,该公司 2013-2014 年营业利润主要来源于投资收益等非经营性损益。2012~2014 年和 2015 年前三季度公司营业利润分别为 5.19 亿元、2.68 亿元、5.54 亿元和 1.58 亿元,其中投资收益为 0.87 亿元、1.86 亿元、5.26 亿元和 0.78 亿元,占比分别为 16.80%、69.59%、94.90%和 49.29%;公允价值变动收益分别为 1.96 亿元、2.20 亿元、0.63 亿元和 0 亿元,占比分别为 37.80%、82.10%、11.30%和 0.00%。其中投资收益方面 2012~2013 年主要为权益法核算的长期股权投资收益,2014 年同比增加较多主要为收购泰盛化工股权按公允价值确认投资收益增加。由于公司长期股权投资以化工企业为主,随着市场景气度的下滑,投资收益不确定性较大。公司公允价值变动收益主要为投资性房地产价值变动收益,近年来收益呈下降态势。营业外收入方面,2012~2014 年以及 2015 年前三季度公司营业外收入分别为 0.29 亿元、0.59 亿元、0.62 亿元和 0.55 亿元,主要来自于政府补助。2012~2014 年以及 2015 年前三季度公司净利润分别为 3.91 亿元、1.98 亿元、5.26 亿元和 1.75 亿元,波动较大。

总体来看,受磷化工行业持续低迷,产品价格下滑、期间费用增长

的影响，公司主业利润近年来出现较大幅度下滑。但随着磷铵项目的减亏并实现盈利，以及对于泰盛化工股权收购的完成，公司 2015 年前三季度主业盈利水平已有所恢复。

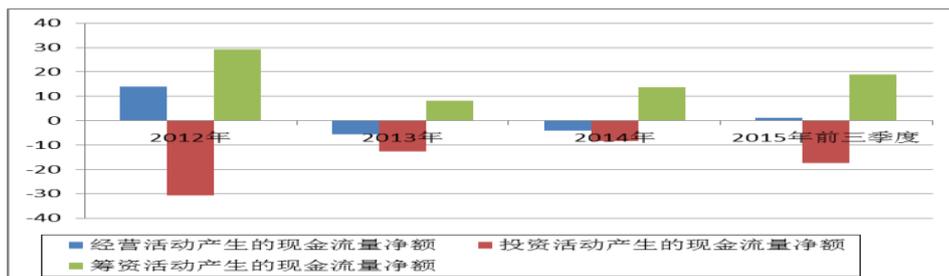
（三）现金流分析

2012~2014 年和 2015 年前三季度，该公司营业收入现金率分别为 115.32%、110.84%、113.45%和 106.06%，总体保持稳定。公司经营性现金流入主要受销售回款的影响；现金流出则主要系公司购买原材料及贸易业务的采购支出等。2012~2014 年及 2015 年前三季度，公司经营性现金净流量分别为 13.89 亿元、-5.63 亿元、-4.15 亿元和 1.16 亿元，其中 2013、2014 年现金净流量呈现净流出状态主要是主业利润收窄、期间费用持续增长，应收款增长、往来款支出较大等因素影响所致。

在投资方面，近年来该公司在化工新建产能、旅游业务方面均有一定规模的项目集中投入，资本性支出规模较大，因此投资性现金流一直处于净流出状态。2012~2014 年及 2015 年前三季度，公司投资性净现金流量分别为-30.65 亿元、-12.67 亿元、-8.47 亿元和-17.46 亿元。随着业务的持续发展及项目的推进，公司后续投资环节仍将面临较大的支出压力。

为筹集项目建设及经营规模扩大所需的资金，近三年该公司大量依靠银行借款弥补资金缺口；同时也依靠下属上市公司平台进行融资，近年来子公司兴发集团相继通过发行债券和非公开发行股票等方式募集资金，拓宽了公司的融资渠道。2012~2014 年和 2015 年前三季度，公司筹资性现金净流量分别为 29.22 亿元、8.18 亿元、13.62 亿元和 19.07 亿元。其中 2012 年筹资性现金净流量较大主要因为当年兴发集团非公开发行募集资金 12.89 亿元以及发行公司债券 8.00 亿元所致。公司未来发展仍存在较大的资金需求，能否有效筹集资金及实现资金来源多元化对于公司后续项目推进速度、债务结构等会有较大影响。

图表 30. 2012~2014 年和 2015 年前三季度公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：宜昌兴发

(四) 资产质量分析

近年来该公司权益资本不断增强,2015年9月末所有者权益为77.98亿元。但由于现阶段公司主业大量集中在上市公司兴发集团,导致少数股东权益占比较高,同期末归属于母公司所有者权益为30.16亿元。此外,公司权益构成中未分配利润、其他综合收益的占比也较高。总体来看,公司权益资本的稳定性偏弱。

随着该公司业务规模及并表范围的扩大,公司近年来资产规模逐年增大,2012~2014年末及2015年9月末公司资产总额分别为176.30亿元、199.07亿元、252.85亿元和267.42亿元。

作为生产型企业,该公司非流动资产在资产中占比较高,且随着近年来产能扩张及收购的持续推进,非流动资产增长较快,2012~2014年末及2015年9月末分别为127.76亿元、155.53亿元、201.70亿元和211.05亿元。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产、投资性房地产及长期股权投资等构成。其中固定资产及在建工程主要为厂房、机械设备、新建产能项目等,近年合计占非流动资产的比重均超过60%。2014年末固定资产及在建工程分别为101.74亿元和22.93亿元,年末在建工程主要为化工板块产能、探矿等项目以及少量旅游板块项目;2015年9月末分别增至103.93亿元和29.06亿元。公司无形资产为20.72亿元,主要为土地使用权、采矿权等,公司拥有大量磷矿资源储备,可为长期发展奠定基础。公司投资性房地产主要为以公允价值计量的房屋建筑物和土地使用权,主要包括城南诚丹陞华市场大楼¹⁶和酒店等。公司投资性房地产规模较大,面临一定的资产价值波动风险。均由公司长期股权投资 2012~2013年主要包括对泰盛化工、宜昌金信的投资,2014年公司将上述两家纳入合并范围后,2014年末长期股权投资较上年末减少39.11%至3.05亿元,年末投资主要包括对重庆兴发金冠化工有限公司、上海三福明电子材料有限公司、云阳盐化有限公司、河南兴发昊利达肥业有限公司、湖北瓮福蓝天化工有限公司等化工企业的投资。此外,2014年因收购并合并泰盛化工、宜昌金信及龙马磷业,公司年末新增商誉8.79亿元。公司2014年末所有权或使用权受到限制的非流动资产为41.84亿元。

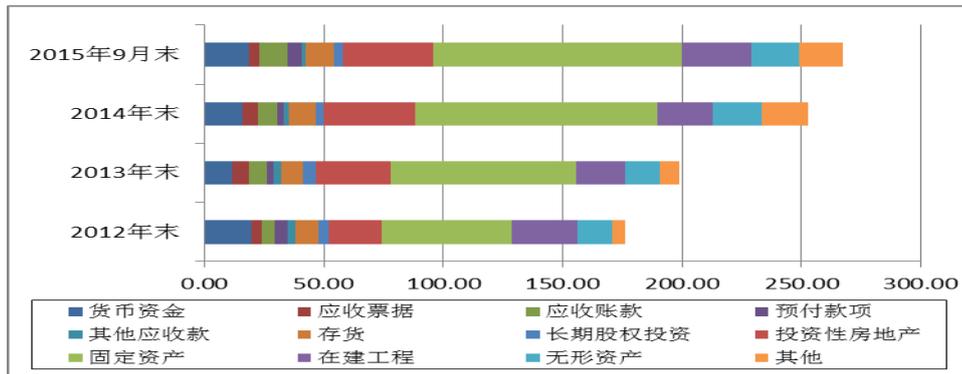
该公司2012~2014年末流动资产分别为48.54亿元、43.54亿元和51.15亿元。流动资产主要由货币资金、存货、应收账款、应收票据、

¹⁶城南诚丹陞华市场大楼主业为小商品市场物业出租,2014年收入约2000万元。

预付款项及其他应收款等构成。其中，2014年末货币资金为16.09亿元（其中票据保证金等为6.49亿元），现金比率为19.35%。随着经营销售规模的扩大，公司近年来应收账款、应收票据、存货等总体呈增长态势，2014年末应收账款及存货分别为8.04亿元和11.44亿元，公司应收账款及存货周转情况保持较好水平，2014年应收账款周转速度及存货周转速度分别为30.32次和20.77次。公司年末应收账款账龄主要在一年以内，占比约89%；6.32亿元应收票据全部为银行承兑汇票；存货主要为原材料和库存商品，当年计提跌价准备0.12亿元。公司年末预付款项为2.72亿元，基本为预付货物款；其他应收款为2.34亿元，主要为往来款和保证金等。2015年9月末，公司流动资产进一步增至56.36亿元，其中应收账款及预付款项较上年末分别增长53.10%和111.98%。

2012~2014年末和2015年9月末该公司流动比率分别为81.97%、52.43%、44.18%和49.92%，速动比率分别为56.39%、37.72%、31.95%和34.44%，公司流动性压力较大。

图表 31. 2012~2014年末和2015年9月末公司资产结构图（单位：亿元）



资料来源：宜昌兴发

五、外部支持

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的合作关系，信贷融资渠道顺畅。公司共获银行授信额度为182.58亿元，其中未使用授信额度为60.05亿元。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 矿电磷一体化优势

磷矿石和电力成本是决定磷化工企业生产成本的重要因素，对相关

原材料的掌控程度，会较大程度地影响磷化工企业生产经营及盈利的稳定性。该公司目前拥有 3.01 亿吨的磷矿石储量和 530 万吨/年的磷矿石生产能力，可实现磷矿石的完全自给，且配套的水电站可以满足区域内 50% 左右的生产用电需求。公司磷化工产业链较为完整、产品较为丰富。公司所具有的矿电磷一体化优势，使得公司在成本控制方面具有优势。

(2) 规模优势

近年来，该公司在立足精细磷化工产业的基础上，逐步拓展盐化工、硅化工等化工业务领域，同时也积极推进贸易、旅游、金融服务等业务板块的发展。作为兴山县国资委下属国有企业，公司立足当地，充分利用自身所具有的资源优势发展业务，同时加强业务间的整合及协同发展，也不断推进业务的省外市场发展。公司近年来发展较快，资产规模快速增长，截至 2015 年 9 月末，公司资产规模达到 267.42 亿元。作为国内最大的精细磷化工生产企业之一，公司在磷化工行业内已具有一定的规模优势，且未来随着公司新建项目的逐步投产，公司的经营规模将实现进一步扩大。

(3) 融资渠道多样

该公司银企关系良好，银行支持力度较大。截至 2015 年 9 月末，公司共获银行授信额度为 179.98 亿元，其中未使用授信额度为 57.44 亿元。同时，公司化工业务集中于上市公司平台，可增加公司的融资渠道。近年来上市公司兴发集团通过非公开发行股票、发行债券等方式募集了大量资金用于自身经营发展。

2. 主要风险

(1) 宏观经济波动及竞争风险

该公司化工、贸易等业务受宏观经济运行情况的影响较为直接。近期宏观经济下行，化工市场低迷，产品价格及需求下降，对公司产品销售、新增产能释放、盈利增长等带来较大压力，且面临的存货跌价、货款坏账等风险有所加大。同时，基础磷化工产品的技术壁垒不高，如黄磷、六偏磷酸钠、磷肥等基础产品都处于产能过剩的状态，面临的竞争压力更为激烈。

此外，政府相关产业政策、税收政策等的调整，会对该公司化工业务经营产生直接影响。

(2) 成本控制压力

该公司生产中磷矿及电力消耗大。公司磷矿储备较丰富，但受限于国内磷矿品位及持续开采，后续面临着采矿成本上升的风险。公司水力发电受来水情况的影响较大，来水的不同可能导致发电量的不均。2013年因上游来水量不足，发电量出现下降。

此外，该公司生产过程中仍需大量采购白煤、纯碱、液碱等作为生产的原材料，相关原材料价格波动会给公司成本控制带来一定压力。

(3) 经营管控压力

该公司近年来推进了主业的多元化发展，目前主业经营以磷化工为基础，同时涉及盐化工、硅化工、化肥等化工产业板块，此外也涵盖了贸易、旅游、金融服务等业务。随着经营规模的扩大，业务涉及领域的增多，公司在经营管控、业务整合、人事管理等方面会存在一定压力。

该公司目前核心资产主要集中在上市的化工业务板块，该板块面临着持续的安全生产及环保管控压力。公司化工业务工艺流程较复杂，且部分产品具有一定腐蚀性和毒性。一旦在生产环节发生重大安全或环保事故，可能遭受经济处罚，甚至是勒令停产的可能，从而会给企业造成直接的经济损失。且随着国家对环保要求的不断提高，公司在环保投入等环节面临着持续的压力。

此外，该公司近年来不断推进非上市业务发展，目前已形成贸易、旅游、金融等业务格局。公司旅游业务具有前期投入量大，回收期长等特点，且发展受当地旅游市场及交通建设情况影响大。贸易、金融业务在当前经济形势下，在客户质量把控、回款、担保代偿等业务风险控制方面的压力加大。

(4) 资本支出及产能释放压力

近年来该公司主业发展较快，项目建设较多，资本性支出压力较大，且大量项目的陆续投产，也使得公司面临着一定的项目产能释放压力。2012年以来，受有机硅产品价格持续下滑的影响，公司有机硅项目目前仍处于亏损状态。

未来随着该公司发展规划的不断推进，后续仍将面临着一定的发展资金需求及资本性支出压力。

(5) 债务负担加重

为满足产能投入，经营规模扩大所带来的资金需求，该公司近年来大量进行债务融资，通过银行借款、发行债券等方式筹集发展所需资金，公司刚性债务不断增长，整体债务负担有所加重。且公司目前短期债务的占比高，面临较大的流动性压力。

该公司大量经营性资源集中在上市公司兴发集团，非上市板块目前业务整体盈利能力有限，资金周转及债务偿付受贸易等业务回款、上市公司股票及投资性房地产价值波动等因素影响较大。

(6) 对外担保风险

截至 2015 年 9 月末，该公司除担保业务外，对外提供担保合计 12.98 亿元。公司担保企业包括参股公司等关联方，以及兴山县内公司较为熟悉的一些企业等。虽然公司对外担保大部分都有一定反担保措施，但由于担保规模偏大，仍面临一定的担保风险。

七、募集资金拟投资项目分析

该公司此次拟发行不超过 8 亿元的公司债券，并拟将资金用于偿还银行借款和补充公司流动资金。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 主业现金回笼及存量货币资金能为偿债提供基本保障

该公司近年来收入不断增长，2012~2014 年和 2015 年前三季度营业收入现金率分别为 115.32%、110.84%、113.45%和 106.06%，实现的“销售商品、提供劳务收到的现金”分别为 219.29 亿元、234.63 亿元、268.92 亿元和 229.58 亿元，主业现金回笼保持增长。2014 年和 2015 年 9 月末公司货币资金分别为 16.09 亿元和 18.86 亿元，现金比率为 19.35%和 20.16%，可为到期债务的偿还提供基本支撑。

(二) 融资渠道较丰富

该公司银企关系良好，银行支持力度较大。截至 2015 年 9 月末，公司共获银行授信额度为 182.58 亿元，其中未使用授信额度为 60.05 亿元。同时，公司化工业务集中于上市公司平台，可增加公司的融资渠道。近年来上市公司兴发集团通过非公开发行股票、发行债券等方式募集了

大量资金用于自身经营发展。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年 前三季度
资产总额 [亿元]	176.30	199.07	252.85	267.42
货币资金 [亿元]	19.74	11.77	16.09	18.86
刚性债务[亿元]	89.15	102.61	129.06	144.98
所有者权益 [亿元]	59.90	60.65	77.28	77.98
营业收入[亿元]	190.16	211.68	237.04	216.47
净利润 [亿元]	3.91	1.98	5.26	1.75
EBITDA[亿元]	13.72	13.93	19.70	—
经营性现金净流入量[亿元]	13.89	-5.63	-4.15	1.16
投资性现金净流入量[亿元]	-30.65	-12.67	-8.47	-17.46
资产负债率[%]	66.03	69.53	69.44	70.84
长期资本固定化比率[%]	109.12	134.05	147.16	136.60
权益资本与刚性债务比率[%]	67.18	59.11	59.88	53.79
流动比率[%]	81.97	52.43	44.18	49.92
速动比率 [%]	56.39	37.72	31.95	34.44
现金比率[%]	40.87	22.62	19.35	20.16
利息保障倍数[倍]	1.62	1.37	1.68	—
有形净值债务率[%]	262.26	307.61	373.26	396.11
营运资金与非流动负债比率[%]	-18.67	-71.35	-108.12	-73.90
担保比率[%]	21.47	57.52	32.48	16.65
应收账款周转速度[次]	37.18	33.33	30.32	—
存货周转速度[次]	18.04	20.51	20.77	—
固定资产周转速度[次]	3.51	3.21	2.64	—
总资产周转速度[次]	1.08	1.13	1.05	—
毛利率[%]	7.31	6.41	8.07	7.67
营业利润率[%]	2.73	1.27	2.34	0.73
总资产报酬率[%]	5.84	5.17	6.09	—
净资产收益率[%]	6.52	3.28	7.63	—
净资产收益率*[%]	6.48	5.66	4.41	—
营业收入现金率[%]	115.32	110.84	113.45	106.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.45	-7.91	-4.18	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.93	-4.42	-2.64	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-28.31	-25.72	-12.70	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-14.40	-14.36	-8.04	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.16	1.96	2.40	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.15	0.17	—

注：表中数据依据宜昌兴发经三年连审的2012~2014年及未经审计的2015年前三季度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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。
投机级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本次债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注宜昌兴发外部经营环境的变化、影响宜昌兴发经营或财务状况的重大事件、宜昌兴发履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映宜昌兴发的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对宜昌兴发的跟踪评级期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每年宜昌兴发经审计的年度财务报告披露日起两个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，宜昌兴发应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与宜昌兴发有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向宜昌兴发发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向兴发集团发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

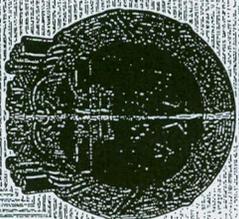
在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年11月16日

仅用于评级报告附件

不作他用



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:朱荣恩

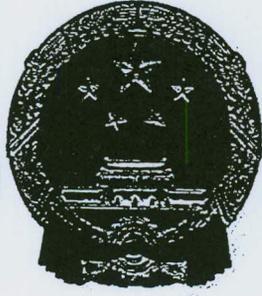
注册地址:上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

编号: ZPJ1003

中国证券监督管理委员会(公章)



2012年11月2日



营业执照



注册号 310110000035996
证照编号 10000000201501040043

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类型 有限责任公司(国内合资)

住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22

法定代表人 朱荣恩

注册资本 人民币3000.0000万元整

成立日期 1992年7月30日

营业期限 1992年7月30日至不约定期限

经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。

【依法须经批准的项目, 经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2015年01月04日



中国证券业执业证书



姓名：王茹鸣

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070215100002

执业注册记录

证书取得日期 2015-10-27

证书有效截止日期 2017-12-31



2015年11月02日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名：熊桦

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070211110018

因于《宜恩兴发集团有限公司2014年度信用评级报告》编制

执业注册记录

2011-03-07 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 证券投资咨询业务(其他)

证书取得日期 2011-11-18

证书有效截止日期 2015-12-31



2015年04月21日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。