



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪133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；维持本次债券信用等级为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  
二零一六年五月二十五日

## 湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2016）

<b>发行主体</b>	湖北宜化化工股份有限公司		
<b>担保主体</b>	湖北三环科技股份有限公司		
<b>发行规模</b>	人民币 7 亿元		
<b>存续期限</b>	2009/12/17-2019/12/17		
<b>上次评级时间</b>	2015 年 05 月 11 日		
<b>上次评级结果</b>	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	
<b>跟踪评级结果</b>	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>+</sup>	

### 概况数据

湖北宜化	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	74.64	75.18	80.68	84.73
总资产（亿元）	353.55	373.75	399.79	409.87
总债务（亿元）	219.92	242.07	256.22	267.79
营业总收入（亿元）	192.80	181.82	183.37	44.43
营业毛利率（%）	14.70	17.65	15.34	13.69
EBITDA（亿元）	29.46	31.30	27.01	-
所有者权益收益率（%）	2.69	1.05	0.67	0.02
资产负债率（%）	78.89	79.88	79.82	79.33
总债务/EBITDA（X）	7.47	7.73	9.49	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.27	2.04	2.06	-

三环科技	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	14.79	14.76	14.86	14.90
总资产（亿元）	89.65	100.46	110.83	112.97
总债务（亿元）	45.99	55.03	62.14	61.09
营业总收入（亿元）	37.22	40.01	38.83	7.71
营业毛利率（%）	5.12	16.19	16.52	19.56
EBITDA（亿元）	-0.67	5.66	5.91	-
所有者权益收益率（%）	-45.21	-0.23	1.03	0.26
资产负债率（%）	83.50	85.31	86.59	86.81
总债务/EBITDA（X）	-68.91	9.72	10.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.22	1.89	1.87	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。  
2、2016 年 1 季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理。

### 基本观点

2015 年以来，湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“公司”或“湖北宜化”）完成发行附特殊条款中期票据，自有资本实力得到增强。同时，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。但受到化肥化工行业低迷、产能过剩以及产品价格下行等不利因素的影响，公司面临的经营压力加大，且在产品价格下行、运输费用较高以及高额的财务负担下，盈利能力表现较弱。此外，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司所处行业具有较大的波动性、目前债务水平较高等因素可能对公司未来整体经营及偿债能力产生的影响。

综上，中诚信证评维持湖北宜化主体信用等级为 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

- 规模优势。截至 2015 年末，公司具备年产 331 万吨的尿素产能以及年产 132 万吨的磷酸二铵产能，系国内最大的化肥生产企业之一。此外，公司还拥有 PVC 产能 114 万吨/年，系国内大型氯碱企业。
- 产业链较为完整。公司逐步完善产业链，现已形成了“煤炭-尿素”、“磷矿-磷肥”、“电力-电石-PVC”的产业链布局，较为丰富的矿产资源储备保证公司能够稳定获取原料供给，有助于提升公司成本控制能力。
- 经营活动获现能力良好。2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 28.62 亿元、36.58 亿元和 48.37 亿元，经营活动获现能力较强。

## 分析师

邬敏军 [mjwu@ccxr.com.cn](mailto:mjwu@ccxr.com.cn)

曹梅芳 [mfcao@ccxr.com.cn](mailto:mfcao@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2016年5月25日

## 关注

- 行业周期性影响。化肥和氯碱行业周期性明显，受宏观经济形势影响较大，原材料及产品价格波动剧烈，对公司业务获利造成一定影响。
- 盈利能力趋弱。受行业产能过剩影响，2015年公司主要产品尿素和PVC价格大幅下降，整体盈利能力趋弱。2013~2015年公司利润总额分别为3.19亿元、1.08亿元和0.93亿元。2016年磷酸二铵价格下行压力较大，中诚信证评对公司进一步弱化的盈利能力予以关注。
- 债务规模逐年上升。2013~2015年末公司总债务分别为219.92亿元、242.07亿元和256.22亿元，债务规模逐年增加；同期，长短期债务比分别为1.02倍、1.31倍和1.79倍，指标呈逐年上升趋势，债务期限结构有待优化。
- 面临一定的安全环保压力。2015年9月经宜昌市当地环保局及相关单位取证确认，公司保险粉厂存在偷排工业废水现象；2016年4月8日，公司收到环境民事公益诉讼，认为公司存在环境污染情况，但公司认为自身不存在环境污染，目前正在准备应诉。在国家对安全生产以及环境保护日益重视的背景下，公司面临着一定的安全环保压力以及为满足相关要求而造成的公司环保支出增加、经营成本提高。

## 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 重大事项

### 中票发行完成

2015年5月15日，湖北宜化完成发行6亿元附特殊条款中期票据，募集资金扣除发行费用后的金额59,460万元计入其他权益工具；2016年1月19日，公司完成发行4亿元附特殊条款中期票据，募集资金扣除发行费用后的金额39,640万元计入其他权益工具。截至2016年3月末，公司所有者权益增至84.73亿元，自有资本实力得到加强。

## 行业关注

### 当前石油和化工行业产能过剩严重，企业成本高位运行，税负加重，投资疲软，行业经济运行仍不稳定，下行压力依然很大

2015年国内经济增速持续放缓，石油和化工行业基本实现了行业经济的平稳运行。2015年全国油气总产量为3.29亿吨油当量，同比增长2.1%。其中原油产量为2.15亿吨，同比增长1.7%；天然气产量为1,271.4亿立方米，同比增长2.9%。进口原油3.35亿吨，同比增长8.8%；进口天然气616.5亿立方米，同比增长3.4%。全年原油加工量为5.22亿吨，同比增长3.8%；成品油产量为3.38亿吨，同比增长6.1%。

产量总体增长。2015年，石化行业增加值同比增长7.2%，化工行业增加值同比增长9.3%，大部分行业生产实现了不同程度的增长。其中，合成材料总产量1.23亿吨，同比增长8.2%；苯产量783.1万吨，同比增长6.6%；乙烯产量1,714.5万吨，同比增长1.6%；硫酸产量8,975.5万吨，同比增长4.0%；纯碱产量2,591.7万吨，同比增长3.1%；甲醇产量4,010.5万吨，同比增长8.3%；农药产量374.1万吨，同比增长2.3%；化肥总产量7,627.3万吨，同比增长7.3%；轮胎行业受美国“双反”的影响，产量为9.25亿条，同比下降4.0%。

全行业效益总体下滑。2015年石油和化工行业的经营实现主营业务收入12.74万亿元，同比下降6.1%；利润总额为6,265.2亿元，同比下降18.3%。其中石化行业实现主营业务收入3.9万亿元，同比下降20.53%；利润总额1,615.6亿元，同比下降50.99%。化工行业实现主营业务收入8.84万亿元，同比增长

1.9%；利润总额4,603.4亿元，增幅6.3%。

结构调整逐步加快。2015年，合成材料、专用化学品、精细化学品等附加值较高的行业引领增长。其中，合成材料制造业增加值增幅达11.6%，专用化学品制造增长11.1%，涂（颜）料制造业增长9.5%，增速明显高于其它行业。基础化学原料增速明显放缓，无机化学原料产量增幅只有1.9%。产品生产增长结构进一步优化。天津港“8.12”事故之后，在中央专项建设基金的引导下，城镇人口密集区高风险危险化学品生产企业搬迁改造加速，化工生产企业进入化工园区的比例进一步提升。

能源效率继续提高。2015年，全行业重点产品能耗继续下降，行业能效明显提升。前三季度，我国吨原油加工量综合能耗下降1.0%，吨乙烯产量综合能耗下降0.1%，吨烧碱产量综合能耗下降2.0%，电石和合成氨分别下降1.1%和1.0%。石油和化工行业总能耗增长1.6%，同比回落近5个百分点，为三年来同期最低增幅。化学工业万元收入耗标煤同比下降1.1%。

目前我国石油和化工行业仍存在一系列问题：

1、产能过剩严重。炼油业和化工行业产能总体过剩，化工行业结构性过剩更为突出。近年来，去产能化虽取得了一定成效，但氯碱、化肥、轮胎、基础化学原料制造等行业过剩问题依然十分严重，企业之间竞争异常激烈。由于市场供需失衡，价格一跌再跌，一些大宗化工产品价格长期低迷。市场监测显示，2015年，PVC通用树脂市场年均价格跌幅逾12%；尿素价格在连续两年大跌后，受成本支撑，均价仅比上年略有上升；烧碱价格降幅6%；电石价格降幅12%；甲醇价格降幅更是达到20%。相关数据和调查显示，氮肥、氯碱等出现行业性亏损；无机盐、甲醇、轮胎制造等行业利润连续两年或三年下降。在产能过剩的环境下，企业经营普遍困难。

2、行业要素成本上升。2015年以来，石化企业用工成本、融资成本、物流成本、环保成本、用电成本等呈上升趋势，尽管原材料等成本下降，但仍不足以抵消总成本上升带来的压力。2015年，全行业100元主营收入成本在84.09元；全行业财务费用同比增长3.4，而同期全国规模工业财务费用增幅仅为1.1。石化行业的融资成本明显高于全国规模工

业平均水平。

3、行业税负加重。2015年，全行业税金总额同比增长5.0%，占全国规模工业税金总额的20.7%，与全行业收入下降6.1%、利润降幅18.2%形成明显反差。其中，化工行业税金总额同比增长约5.1%，收入却增长不足2%；而同期全国规模工业税金总额增长仅3.1%。化工行业高速增长的税负使行业的再生产能力和竞争力都受到很大影响，使得相当一部分企业生产经营陷入困难。

4、安全环保压力加大。随着我国工业经济和城镇化快速发展，原有的安全和职业卫生防护距离不断缩小，另一方面，随着生活水平的提高，人民群众对环保的要求不断提高，石化行业安全环保压力随之增大，城镇化与企业之间矛盾逐渐凸显。同时，随着国家环保部门对石化行业的环保整治力度不断加大，业内企业普遍面临着较大的安全环保压力。

原油价格方面，2015年国际油价总体呈现一季度续跌、二季度大涨、下半年再创新低的走势。截至2015年12月31日，纽约WTI、布伦特原油期货价格分别为37.07美元/桶、37.60美元/桶，环比分别下降10.67%、15.52%，同比分别下降30.98%、33.43%。2016年，在世界经济温和复苏、能源结构调整持续、行业供应过剩以及高库存压力等环境下，原油价格中短期仍将维持低位运行。

图 1：2015 年 1~12 月 Brent 原油价格走势图



总体来看，2015年我国石油和化工行业生产增长结构优化，企业转型升级和产品结构调整加快，能源效率继续提高，但由于行业产能过剩严重、企业成本高位运行、税负加重、投资疲软等因素影响，

当前行业经济运行仍不稳定，下行压力依然很大。

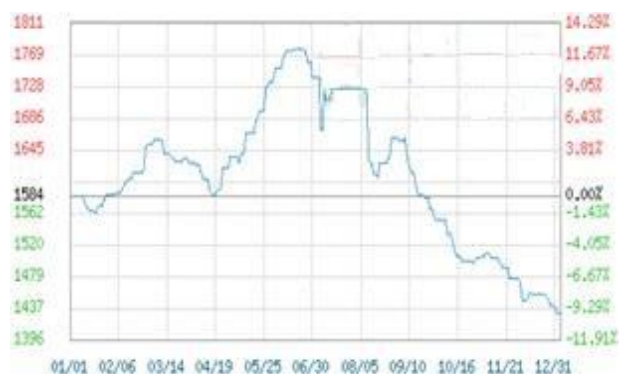
### 国内尿素产能过剩严重，供求矛盾突出，预期尿素价格仍将维持低位震动运行

目前国内尿素产能过剩严重，尿素产业发展极不均衡，新疆、内蒙古企业凭借优厚的资源、政策优势及较为先进的生产工艺，近年来发展迅猛；而传统生产区域如山东、华中、华北（主要指山东、山西、河南地区）则受其低价货源冲击加之自身成本、工艺等限制，生存状况堪忧。近年来新上装置陆续投产，制约并影响现货供应，2015年全国尿素总产能约为8,300万吨左右，其中仅内蒙古自治区尿素装置产能约1,000万吨左右，其中包含在建暂未投产的项目。

2015年，国内尿素市场价格总体呈现“先扬后抑”的走势，年初厂家报价在1,584元/吨，年底厂家平均报价维持在1,430.8元/吨左右，尿素价格下跌9.29%。当前尿素产能过剩严重，市场需求持续低迷，且行业内恶性竞争加剧，尿素价格上涨缺乏支撑，预期2016年尿素价格仍将维持低位震荡运行。

图 2：2015 年尿素价格走势

单位：元/吨、%



总体来看，当前尿素产能过剩严重，供求矛盾突出，尿素价格上涨缺乏支撑，后期仍将维持低位震荡运行。

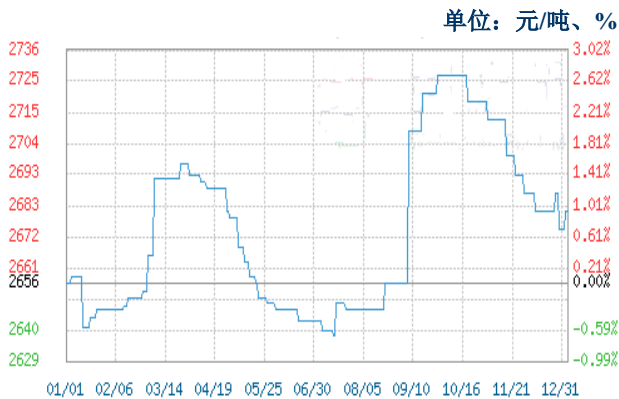
### 2015年国内磷肥市场总体运行平稳，但2016年以来国际需求减弱，国际市场价格下跌，未来磷酸二铵价格下行压力仍存

磷肥按磷元素含量高低通常分为低浓度和高浓度磷肥。低浓度磷肥主要包括磷酸钙（SSP）和钙镁磷肥（FCMP），高浓度磷肥包括磷酸二铵

(DAP)、磷酸一铵 (MAP)、重过磷酸钙 (TSP)、硝酸磷肥和NPK复合肥。随着MAP和DAP为代表的高浓度磷肥大规模替代低浓度磷肥，目前高浓度磷肥的市场占有率已超过80%。

我国磷复肥行业产能和产量持续增长，已形成以磷酸二铵和磷酸一铵等高浓度磷复肥为主的产品结构。2013年以来，由于磷肥价格低位运行，国内企业开工率较低，2013年和2014年磷肥产量均出现了较大程度的减少。2015年以来，受益于出口政策的放松，磷肥出口量增加，国内磷肥产量有所提升，全年磷肥产量2,026.40万吨，同比增加11.44%。

图 3：2015 年磷肥价格走势



数据来源：生意社，中诚信证评整理

从价格来看，2014年，国内磷肥价格延续了2013年下跌的趋势，磷酸二铵价格于6月份跌至2,460元/吨的历史低点；8月以来，因企业开工率不足，市场供需矛盾得到一定缓解，磷酸二铵价格出现反弹。2015年以来，受到冬储刚性需求和关税政策利好支撑，以及春耕用肥开始，一季度磷酸二铵价格稳中有升；8月份，因增值税复征，市场预期价格上行，采购商开始提前采购，从而导致价格出现上涨；但随着淡季来临，市场需求减弱，供过于求现象明显，11月以来磷酸二铵价格小幅走低。此外，2016年以来，国际市场需求持续减弱，印度、巴基斯坦等市场的出口价格出现下滑，预期未来磷酸二铵价格下行压力仍存。

总体来看，2015年以来，得益于出口政策的放松，磷肥市场有所好转，行业总体运行平稳。但2016年以来国际需求持续减弱，国际价格下跌，未来磷酸二铵价格仍存在下行压力。

## 国内PVC行业产能过剩严重，供过于求现象突出，加之原材料电石价格低位运行，PVC市场价格持续走弱

我国聚氯乙烯产能增长速度远远超过需求的增速，产能过剩严重，目前氯碱行业发展已由快速扩张进入调整时期，持续推动产业结构调整和转型升级。据卓创资讯数据统计，2010~2014年我国PVC产能平均增速在4.54%，产量平均增速在9.58%；2014年和2015年闲置产能较多，多数原计划2015年新上的装置纷纷未能如期投产。剔除闲置两年的装置及明确表示淘汰的装置，截至2015年末，我国PVC产能2,216万吨，较2014年下降9.55%，产能下降明显。据国家统计局数据显示，2015年我国PVC总产量为1,609.2万吨，同比减少1.7%。因行业产能下降明显，行业开工率得到提升，2015年行业开工率达到72.2%。

2015年以来，因行业去产能化、去库存化，国内PVC市场竞争愈加激烈，加之原材料电石价格低位运行，PVC市场价格得不到支撑，下半年以来价格呈直线下滑。同时，由于市场需求疲软，PVC制品企业订单不足，预计未来PVC价格仍将维持低位运行。

图 4：2015 年聚氯乙烯 (PVC) 市场均价走势



数据来源：生意社，中诚信证评整理

## 业务概况

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；此外，公司还经营贸易业务，包括化工设备、备品备件及辅材购销；化肥及化工产品购

销；大宗原材料购销。2015年公司化肥产品和化工产品销售收入分别占2015年营业总收入的50.57%和36.95%。

表 1：2014~2015 年公司收入构成及毛利情况

单位：亿元、%

产品名称	2014		2015	
	收入	毛利	收入	毛利
化肥产品	87.51	20.81	92.74	15.95
化工产品	79.15	12.01	67.76	14.92
贸易业务	5.60	6.70	13.33	4.52
其他	9.56	41.82	9.55	27.55
合计	181.82	17.65	183.37	15.34

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

由于尿素市场供求矛盾突出、尿素价格持续下行等不利因素，公司尿素板块收入规模呈下滑趋势，且受到产品售价下行及生产成本上升的双重挤压，业务获利能力趋弱

尿素业务为公司传统的收入与利润来源，产品主要由本部及公司下属的湖南宜化化工有限责任公司（以下简称“湖南宜化”）、内蒙古鄂尔多斯联合化工有限责任公司（以下简称“内蒙古联化”）、贵州宜化化工有限责任公司（以下简称“贵州宜化”）和新疆宜化化工有限公司（以下简称“新疆宜化”）五家单位生产。近年公司主要对现有尿素生产线进行优化改造，无新投尿素生产线项目，截至2015年末尿素总产能331万吨/年，其中煤头尿素产能218万吨/年，气头尿素产能113万吨/年，当前系国内最大的尿素生产企业之一。

表 2：2014~2015 年公司尿素板块各生产单位运营情况

单位：万吨、亿元

公司名称	产能	2014 年		2015 年	
		产量	销量	产量	销量
公司本部	67	67.47	69.53	64.58	62.32
贵州宜化	46	43.34	40.44	38.82	40.12
湖南宜化	45	36.12	35.29	38.45	41.34
新疆宜化	60	67.60	67.35	67.54	67.17
内蒙古联化	113	106.58	106.80	110.22	103.86
合计	331	321.11	319.41	319.61	314.81

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司尿素厂区布局以市场需求为主导，生产地辐射范围内的需求较为旺盛，现有尿素产能释放较为充分。2015年公司生产尿素共计319.61万吨，综

合产能利用率达到95%以上。此外，公司尿素生产环节存在一定的安全及环保风险，且随着生产设备老化及国家对安环要求提高，公司为满足相关要求而造成的环保支出增加、经营成本提高，将对公司尿素业务获利水平带来的负面影响。

销售方面，公司尿素产品主要通过各分、子公司建立在各区域的销售网络进行销售。由于化肥市场需求疲软、尿素价格低位运行等负面因素影响，2015年公司尿素销量同比小幅下滑1.44%，尿素板块业务收入同比下降7.91%，当年尿素销售均价由2014年的1,701.90元/吨下降至1,590.26元/吨。公司尿素产品价格的大幅下滑，导致其业务获利空间被大幅压缩，且在当前市场行情不佳的背景下，尿素价格上涨动力不足，尿素业务获利能力趋弱。

采购方面，公司煤炭采购采取内外部相结合的模式。截至2015年末，公司共控股煤矿6座，总储量0.81亿吨，年核定产能186万吨/年，全年煤炭自供量55.74万吨，自给率为15.2%，其中化工煤自给率为7.1%，燃料煤自给率为29.8%。此外，公司还向宁波郑宜兰能源有限公司、北京兴宜世纪科技有限公司、湖北沁和能源煤炭有限公司、湖南省谊都贸易有限公司和青海民光煤业销售有限责任公司等外部单位采购煤炭。能耗方面，公司天然气和电力使用成本均存在上升趋势，加大了公司的成本控制压力。

2015年磷肥市场有所好转，公司磷酸二铵产销衔接良好，加之产品价格回升，全年收入实现增长

公司磷酸二铵产品主要由其下属子公司湖北宜化肥业有限公司（以下简称“宜化肥业”）和湖北宜化松滋肥业有限公司（以下简称“松滋肥业”）负责生产。2013年以来，松滋肥业56万吨/年磷酸二铵项目的投产，公司磷酸二铵产能快速增长。截至2015年末，公司磷酸二铵产能为132万吨/年，目前系全国最大的磷酸二铵生产企业之一。近年公司保持了较高的开工率，生产装置稳步运行，现有产能维持满负荷运转。2015年公司磷酸二铵产量137.22万吨，综合产能利用率达103.95%。



表 3：2013~2015 年公司磷酸二铵产销情况

单位：万吨			
产品	2013 年	2014 年	2015 年
产能	126.00	132.00	132.00
产量	133.23	136.50	137.22
销量	126.35	123.98	182.96

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司生产磷酸二铵所需的原材料主要为磷矿石和硫酸。公司在湖北宜昌、四川两地拥有年产130万吨磷矿的采矿权，2015年磷矿石自供量为32.5万吨，自给率达11.76%。此外，公司还向湖北宜化集团矿业有限责任公司（公司大股东，以下简称“宜化集团”）、四川马边雨田矿业有限公司、马边瑞丰矿业有限公司、瓮安县高山矿业有限责任公司和宜昌中骐矿产品有限公司等单位采购，供应量为243.95万吨，其中向宜化集团采购量约占总采购量的34.7%。

销售方面，公司主要采取以经销商为主的销售方式。2015年磷肥市场有所好转，公司加大了国内外市场的开拓力度，全年磷酸二铵产品销量达到182.96万吨，同比增加47.57%；全年磷酸二铵实现销售收入42.67亿元，同比增加28.72%。

### 由于PVC价格持续下跌，2015年公司PVC业务收入出现下滑，但得益于上游产业延伸，有效地降低了生产成本，毛利率有所提升

公司PVC业务的运营单位主要系内蒙古宜化化工有限公司（以下简称“内蒙古宜化”）、青海宜化化工有限责任公司（以下简称“青海宜化”）、新疆宜化、宜昌宜化太平洋热电有限公司（以下简称“太平洋热电”）和宜昌宜化太平洋化工有限公司（以下简称“太平洋化工”）。截至2015年末，公司PVC产能为114万吨/年，由于生产工艺稳定以及原材料成本优势，现有产能释放充分，全年PVC产量为110.29万吨。

表 4：截至 2015 年末公司 PVC 产销情况

单位：万吨			
公司简称	产能	产量	销量
太平洋热电	12	12.05	11.49
太平洋化工	12	8.07	17.57
内蒙古宜化	30	29.34	28.32
青海宜化	30	28.71	25.77
新疆宜化	30	32.12	33.17
合计	114	110.29	116.32

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司采取电石法生产PVC，原材料主要系电石和盐。公司不断加强上游产业链布局，随着青海宜化项目的完工投产，现已具备年产123万吨电石的生产能力，2015年电石自供量为146.62万吨，自给率达95%。同时，公司还拥有4家自备电厂，分别位于太平洋热电、太平洋化工、新疆宜化和内蒙古宜化，有效地降低了电力成本。此外，公司还向海西州昆仑盐业有限责任公司、青海省盐业股份有限公司和重庆盐业万州配送有限公司采购原材料盐。

公司PVC产品的销售主要通过直销的方式，销售区域集中于华东、华南地区。2015年公司PVC产品销量116.32万吨，较上年基本持平。但由于PVC价格下跌，公司PVC业务收入出现下滑，全年PVC销售收入49.37亿元，同比减少16.96%。毛利方面，尽管PVC产品价格下行，但公司PVC装置的成本优势明显，且原材料及能源自供比率的提升有效地降低了生产成本，2015年PVC业务板块毛利率上升至8.68%，同比提升3.0个百分点。

此外，中诚信证评对公司安全生产和环保管理保持关注。2015年9月7日，有网民发帖反映，经宜昌市当地环保局及相关单位取证确认后，公司保险粉厂存在偷排工业废水现象；2016年4月8日，公司收到环境民事公益诉讼，认为公司将生产废水倾倒入宜化肥业磷石膏渣场导致废水渗入磷石膏，并污染周边环境，但公司认为自身不存在环境污染问题，目前正准备应诉。随着国家对安全生产以及环境保护日益重视，公司面临着一定的安全环保压力以及为满足相关要求而造成的公司环保支出增加、经营成本提高。

## 财务分析

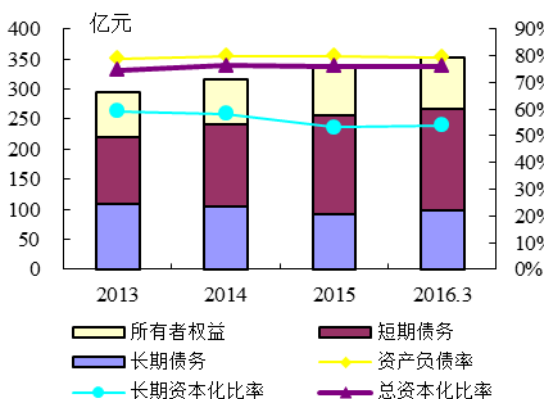
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013~2015年度审计报告，以及未经审计2016年一季度财务报表。

### 资本结构

随着产业链延伸以及业务不断拓展，公司资产和负债规模保持增长。2013~2015年公司总资产分别为353.55亿元、373.75亿元和399.79亿元；同期，负债总额分别为278.91亿元、298.56亿元和319.11亿元。所有者权益方面，2013~2015年公司所有者权益合计分别为74.64亿元、75.18亿元和80.68亿元，其中2015年规模大幅增加的原因主要系公司完成发行6亿元附特殊条款中期票据所致。此外，2016年1月19日，公司完成发行4亿元附特殊条款中期票据，截至2016年3月末所有者权益增至84.73亿元，自有资本实力得到加强。

财务杠杆比率方面，2013~2015年公司资产负债率分别为78.89%、79.88%和79.82%；总资本化率分别为74.66%、76.30%和76.05%，负债率处于较高水平。截至2016年3月末，公司资产负债率和总资产化率分别为79.33%和75.97%。

图5：2013~2016.Q1公司资本结构分析



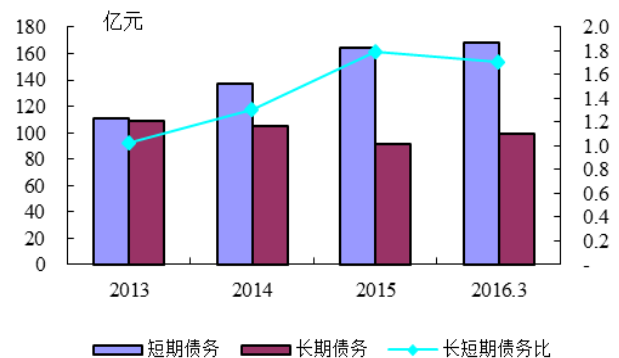
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从资产构成来看，截至2015年末，公司资产总额399.79亿元，其中非流动资产合计266.82亿元，占资产总额的66.74%，资产以长期资产为主。当年末公司非流动资产主要包括固定资产194.70亿元、在建工程54.06亿元、无形资产6.72亿元和其他非流动资产6.83亿元，分别占资产总额的48.70%、

13.53%、1.68%和1.71%。流动资产方面，当年末公司流动资产主要包括货币资金49.14亿元、预付账款18.72亿元、存货41.49亿元和其他流动资产8.74亿元，分别占资产总额的12.29%、4.68%、10.38%和2.19%。其中预付账款主要系预付采购款；存货主要系原材料（18.80亿元）和在产品（25.16亿元），在当前产品价格下行压力下，存货面临一定的滞销及跌价风险，当年计提了存货跌价准备2.38亿元；其他流动资产主要系增值税待抵扣税额及理财产品等。

从负债结构来看，截至2015年末，公司负债合计319.11亿元，其中流动负债合计224.40亿元，占负债总额的比例为70.32%，负债以流动负债为主。当年末公司流动负债主要集中于短期借款92.33亿元、应付票据53.00亿元、应付账款40.76亿元、预收款项11.17亿元和一年内到期的非流动负债19.10亿元；同期非流动负债合计94.71亿元，主要包括长期借款44.47亿元、应付债券13.05亿元和长期应付款34.81亿元。

图6：2013~2016.Q1公司债务结构分析



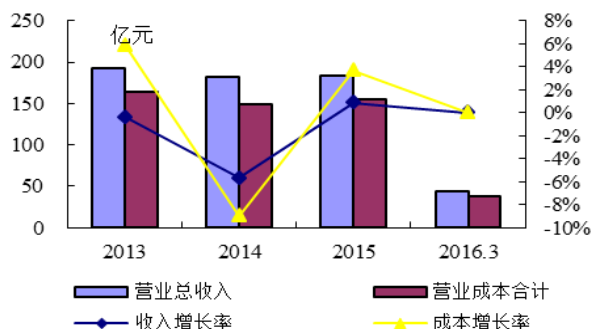
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从期限结构来看，随着长期债务的到期偿还，公司通过新增短期融资以弥补资金压力。截至2015年末，公司总债务256.22亿元，其中短期债务164.43亿元，同比增加19.94%；长期债务91.79亿元，同比减少12.56%。2013~2015年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为1.02、1.31和1.79，长短期债务比指标逐年上升。

整体来看，公司自有资本实力逐步增强，但负债率仍处于较高水平，且债务以流动负债为主，长短期债务比逐年上升，财务结构稳健性欠佳。

盈利能力

图 7：2013~2016.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司营业总收入主要来源于化肥板块和化工板块，受到产品价格下行的影响，2014 年收入规模同比下滑 5.70%；2015 年尿素和化工产品价格维持下行，该两块业务收入持续下滑，但得益于磷酸二铵市场回暖以及贸易业务的开拓，全年收入规模得以维稳。2015 年公司实现营业总收入 183.37 亿元，同比小幅增长 0.85%。但中诚信证评亦关注到，近期化肥化工行业未有好转，且磷酸二铵市场转淡，公司面临的经营压力上升。

营业毛利率方面，受产品价格下行影响，2015 年公司营业毛利率下降至 15.34%，同比下降 2.31 个百分点。从各业务板块来看，公司尿素板块受到产品价格下行影响，毛利率大幅下降；而磷酸二铵和 PVC 业务板块得益于原材料自给率大幅增加，有效降低了生产成本，推动了该业务板块毛利提升。

表 5：2014~2015 年公司主要产品收入与毛利情况

单位：亿元、%

产品类别	2014 年		2015 年	
	收入	毛利	收入	毛利
尿素	54.36	23.16	50.06	17.41
磷酸二铵	33.15	16.96	42.67	14.23
PVC	57.07	5.68	47.39	8.68
氯碱	11.51	30.63	12.18	34.61

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：公司与上市公司化肥板块毛利率比较表

	2013	2014	2015
金正大	14.71%	17.59%	16.07%
新都化工	-	17.44%	16.47%
芭田股份	16.58%	21.31%	21.43%
<b>湖北宜化</b>	<b>17.30%</b>	<b>20.81%</b>	<b>15.95%</b>
司尔特	15.28%	17.08%	14.87%

资料来源：上市公司年报，中诚信证评整理

表 7：公司与上市公司化工板块毛利率比较表

	2013	2014	2015
英力特	11.81%	17.19%	14.21%
新都化工	-	7.48%	13.91%
氯碱化工	11.12%	12.17%	14.33%
<b>湖北宜化</b>	<b>10.27%</b>	<b>12.01%</b>	<b>14.92%</b>
中泰化学	21.75%	27.82%	27.16%

资料来源：上市公司年报，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司期间费用包括销售费用 9.73 亿元、管理费用 5.27 亿元和 10.76 亿元，其中销售费用主要系运输费、销售人员薪资及差旅费等，因生产地运往销售市场的距离较远，使得整体销售费用规模较大；管理费用主要系管理人员薪酬、办公费及折旧等；财务费用为利息收支、汇兑损益以及其他手续费等。2015 年，公司三费合计 25.76 亿元，同比减少 15.40%；三费占比为 14.05%，期间费用控制能力仍有待加强。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

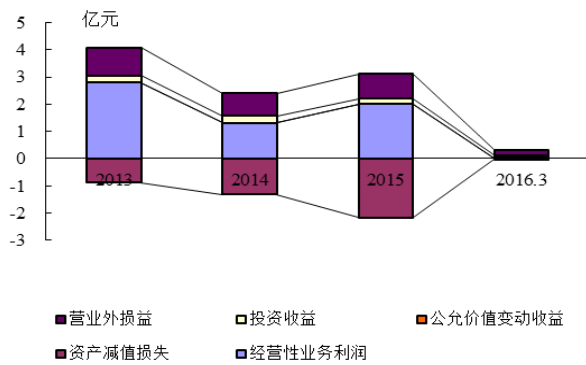
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	8.45	10.82	9.73
管理费用	5.77	5.57	5.27
财务费用	10.93	14.05	10.76
三费合计	25.15	30.44	25.76
营业总收入	192.80	181.82	183.37
三费收入占比	13.05%	16.74%	14.05%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要来源于经营性业务利润、投资收益和营业外损益。2015 年公司经营性业务利润规模有所扩增，当年经营性业务利润增至 2.01 亿元，同比增加 54.15%，对利润总额提供了较大的支持。当年公司还取得投资收益 0.20 亿元和营业外损益 0.90 亿元。此外，由于原材料及产品价格下行，公司本期对原材料及相关产品确认了存货跌价损失，全年发生资产减值损失 2.17 亿元，大幅削弱了整体盈利能力。2015 年公司实现利润总额 0.93 亿元，整体盈利能力弱。

图 8：2013~2016.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司业务维稳，且随着产业链上延，成本优势逐步体现，营业毛利率有所提升，但由于原材料及产品价格下行，大规模资产减值损失大幅削弱了整体盈利，最终盈利能力弱。

### 偿债能力

表 9：2013~2016.Q1 公司偿债能力分析

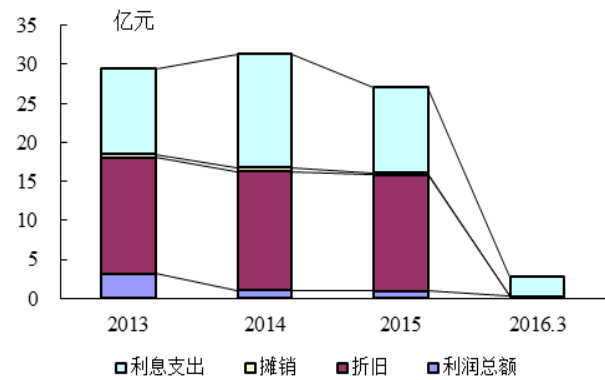
	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务 (亿元)	111.26	137.10	164.43	168.71
总债务 (亿元)	219.92	242.07	256.22	267.79
EBITDA (亿元)	29.46	31.30	27.01	-
资产负债率 (%)	78.89	79.88	79.82	79.33
总资本化率 (%)	74.66	76.30	76.05	75.97
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.15	0.19	0.04*
总债务/EBITDA (X)	7.47	7.73	9.49	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.27	2.04	2.06	-

注：加“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 EBITDA 由折旧、摊销、利息支出及利润总额构成，2013~2015 年 EBITDA 分别为 29.46 亿元、31.30 亿元和 27.01 亿元，2015 年减少的原因主要系利润总额的减少。从公司 EBITDA 对债务本息保障程度来看，2015 年公司总债务/EBITDA 指标为 9.49 倍，EBITDA 利息保障倍数为 2.06 倍，EBITDA 对债务的保障程度欠佳。

图 9：2013~2016.Q1 公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

经营活动净现金流偿债能力方面，2013~2015 年公司经营活动净现金流分别为 28.62 亿元、36.58 亿元和 48.37 亿元，经营性现金流趋好；同期，经营净现金流/总债务指标分别为 0.13 倍、0.15 倍和 0.19 倍。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司对外担保余额 7.00 亿元，担保对象为湖北双环科技股份有限公司（以下简称“双环科技”），系公司全资子公司宜化肥业为双环科技对公司发行 7 亿元公司债提供担保的反担保，当前双环科技经营状况良好。但中诚信证评将持续关注被担保公司的经营状况及可能对公司带来的或有负债风险。

备用流动性方面，截至 2016 年 3 月末，公司获得多家银行授信共计 263.55 亿元，尚未使用授信额度为 77.55 亿元，具有一定的备用流动性。此外，公司最为 A 股上市企业，融资渠道较为畅通。

综合分析，公司债务规模保持增长，负债水平较高，且债务期限结构不合理，财务结构稳健性欠佳。但公司经营性现金流趋好，且备用流动性充足，融资渠道较为畅通，整体偿债风险可控。

### 担保实力

本次债券由双环科技提供全额不可撤销连带责任保证担保。

### 业务运营

双环科技主营业务主要包括化工、房地产、建材及贸易四大业务板块。2015 年双环科技实现营业收入 38.83 亿元，上述四大业务板块业务占比分别为 79.79%、14.25%、2.16% 和 3.81%，其中建材

和贸易板块收入出现大幅下滑，从而导致营业总收入同比小幅下滑 2.95%。

表 10: 2014~2015 年双环科技主要产品收入与毛利情况

单位: 亿元、%

产品类别	2014 年		2015 年	
	收入	毛利	收入	毛利
联碱及其他化工产品	30.46	16.98	30.98	16.04
房地产销售及物业收入	3.47	26.08	5.53	22.79
建材	1.70	12.51	0.84	6.14
贸易	4.38	4.26	1.48	8.91
合计	40.01	16.19	38.83	16.52

数据来源: 双环科技定期报告, 中诚信证评整理

化工板块, 双环科技化工产品主要包括纯碱、氯化铵及盐化工系列产品。目前双环科技采用联碱法生产纯碱和氯化铵, 其中氯化铵是联碱法制造纯碱时的副产品, 为国内最大的联碱法生产企业之一。截至 2015 年末, 双环科技拥有纯碱和氯化铵的产能各为 180 万吨/年, 同时自备真空制盐装置, 产能为 260 万吨/年。近年双环科技产能释放较为充分, 2015 年纯碱产量为 180.64 万吨, 同比增加 6.42%; 氯化铵产量为 173.07 万吨, 同比减少 5.06%。从销售情况来看, 同期, 双环科技纯碱销量为 176.52 万吨, 同比减少 1.45%; 氯化铵销量为 208.37 万吨, 同比增加 29.25%。双环科技纯碱产品产销衔接不佳, 当年产品库存量增加至 26.84 万吨, 在当前化工产品市场价格波动的行情下, 面临一定的跌价风险; 而氯化铵产品销售顺畅, 年末产品库存量降低至 8.72 万吨。2015 年以来, 双环科技纯碱产品销量及均价双双下滑, 但得益于氯化铵销量的增长及产品价格的上涨, 推动了化工板块收入实现小幅增长。全年双环科技化工板块实现收入 30.98 亿元, 同比小幅增长 2.86%。

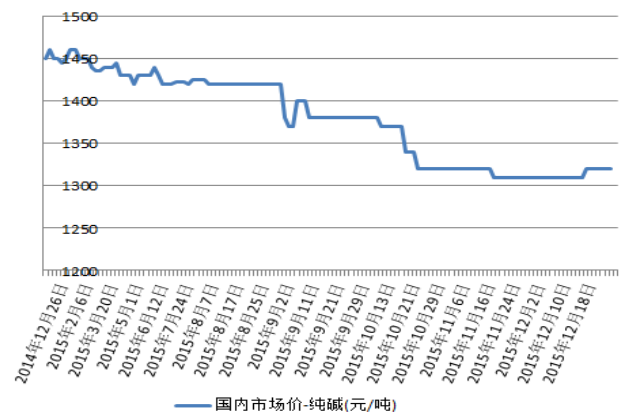
表 11: 2014~2015 年双环科技化工板块主要产品产销情况

单位: 万吨

产品种类	项目	2014 年	2015 年
纯碱	产能	180.00	180.00
	产量	169.74	180.64
	销量	177.74	176.52
	库存量	22.72	26.84
氯化铵	产能	180.00	180.00
	产量	182.30	173.07
	销量	161.22	208.37
	库存量	44.02	8.72

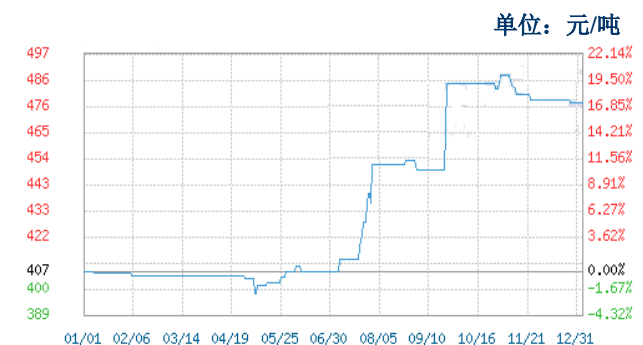
资料来源: 双环科技定期报告, 中诚信证评整理

图 10: 2015 年国内纯碱价格走势



数据来源: 前瞻网

图 11: 2015 年国内氯化铵价格走势



数据来源: 生意社

房地产板块, 双环科技于 2009 年开始从事房地产开发业务, 主要在河北宜昌、武汉、重庆万州和新疆等地开展房产项目。目前双环科技在开发房地产项目六个, 包括宜化山语城项目、新疆绿洲新城项目、宜化新天地项目、獭亭绿洲新城一期项目、宜化星都汇项目和宜化纯水岸项目, 计划总投资规模为 66.42 亿元, 截至 2015 年末累计投入 40.10 万元。双环科技房地产总体投资规模较大, 占用了大量资金, 导致债务规模维持高企。同时, 双环科技房地产项目主要位于中西部地区, 当前市场供应过

剩，房产销售增长乏力，中诚信证评关注其房地产销售情况及未来资本性支出压力。

表 12：截至 2015 年末双环科技在建项目投资情况

	土地面积	计划总投资	累计投入
宜化山语城	9.75	13.00	11.93
新疆绿洲新城	7.56	4.91	4.08
宜化新天地	11.14	16.50	13.60
猗亭绿洲新城一期	1.98	2.72	1.74
宜化星都汇	19.09	10.59	8.64
宜化纯水岸	16.72	18.7	0.11

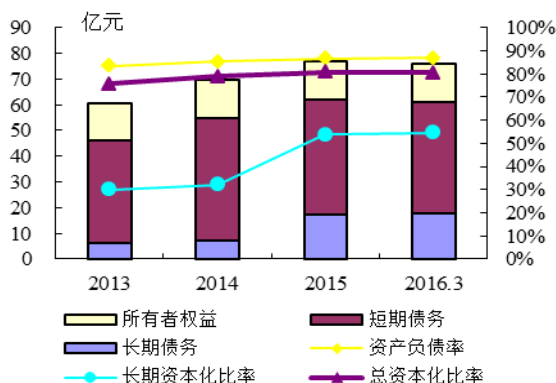
资料来源：双环科技提供，中诚信证评整理

此外，双环科技还经营建业业务以及贸易业务，2015 年以来由于市场行情弱化，该两块业务出现了较大幅度的下滑，其中建材业务实现收入 0.84 亿元，同比下滑 50.76%；贸易业务实现收入 1.48 亿元，同比下降 66.23%。

## 财务分析

随着房地产业务逐步推进，双环科技资产规模及债务规模同步增长。截至 2015 年末，双环科技总资产 110.83 亿元，同比增长 10.32%，所有者权益合计 14.86 亿元，资产负债率为 86.59%，负债水平较高。同期，双环科技总负债 95.96 亿元，同比增长 11.97%，其中短期债务 44.79 亿元，长期债务 17.35 亿元，长短期债务比由 2014 年的 6.88 倍下降至 2.58 倍，主要系由于 2015 年新增银行长期借款及融资租赁款。尽管双环科技债务期限结构有所优化，但总体债务规模高企，财务结构稳健性欠佳。

图 12：2013~2016.Q1 双环科技资本结构分析

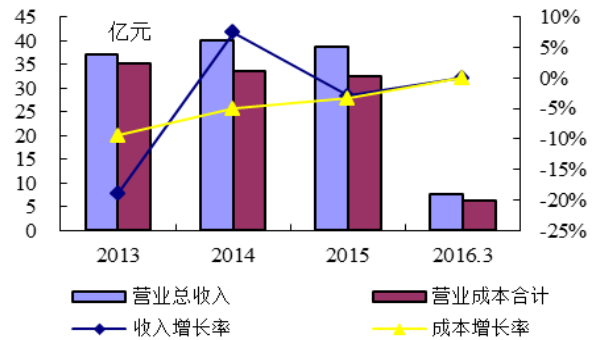


资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，2015 年双环科技实现营业总收入 38.83 亿元，同比小幅下滑 2.95%；同期营业

毛利率为 16.52%，较上年基本持平。从各业务板块来看，双环科技化工产品、房地产和建材三大业务板块的毛利率均存在不同程度的下降，但得益于业务结构的调整，整体营业毛利率仍较为稳定。

图 13：2013~2016.Q1 双环科技收入成本分析



资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

双环科技于 2014 年实现扭亏为盈，但经营性获利能力依然很弱，利润主要来源于投资收益和营业外损失。双环科技经营性业务获利不佳，2013~2016 年一季度经营性业务利润分别为 -64,550 万元、-5,816 万元、-6,082 万元和 53.61 万元。2015 年双环科技取得投资收益 3,004 万元，营业外损益 5,973 万元，最终实现利润总额 967 万元，盈利能力弱。

从偿债能力来看，2015 年双环科技 EBITDA 为 5.91 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 10.51 和 1.87 倍，EBITDA 对债务本息偿还的保障程度欠佳。

表 13：2013~2016.Q1 双环科技偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务 (亿元)	39.65	48.05	44.79	43.25
总债务 (亿元)	45.99	55.03	62.14	61.09
EBITDA (亿元)	-0.67	5.66	5.91	-
资产负债率 (%)	83.50	85.31	86.59	86.81
总资本化率 (%)	75.67	78.86	80.70	80.40
经营净现金流/总债务 (X)	-0.02	0.09	0.11	0.05*
总债务/EBITDA (X)	-68.91	9.72	10.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	-0.22	1.89	1.87	-

注：加“\*”指标经年化处理。

资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2015 年末，双环科技未清担保余额 14.33 亿元，担保对象包括湖北宜化（7 亿元）、内蒙古宜化（5.60 亿元）和山西兰花沁裕

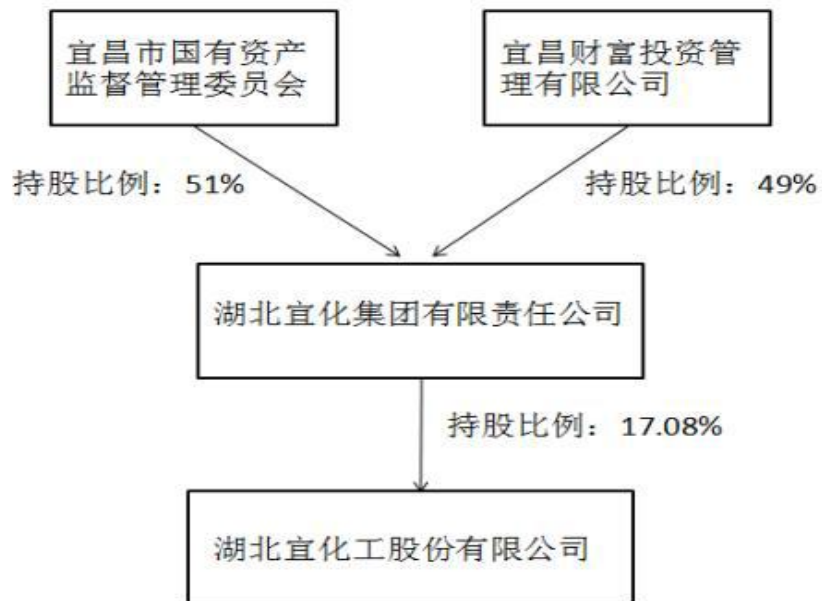
煤矿有限公司（1.73 亿元），担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

总体来看，2015 年双环科技债务水平高企，加之房地产项目推进将进一步弱化其财务结构稳健性；同时其主业板块均存在毛利下滑，经营性业务获利不佳，对本次债券本息收益的偿付提供的保障不足。

## 结 论

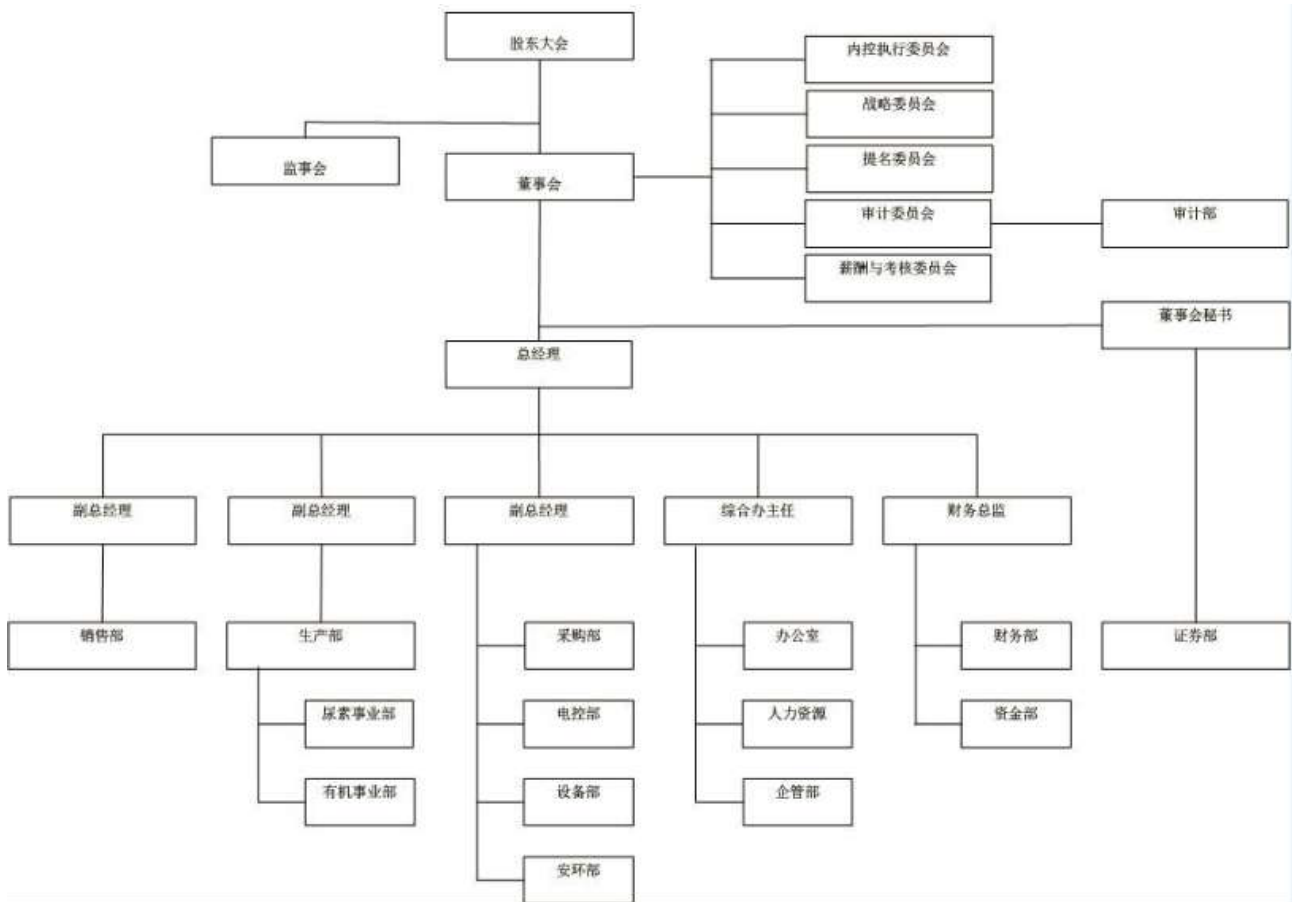
综上，中诚信证评评定湖北宜化化工股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券”信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

附一：湖北宜化化工股份有限公司股权结构图（截至 2015 年末）





附二：湖北宜化化工股份有限公司组织结构图（截至 2015 年末）



**附三：湖北宜化化工股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	286,684.60	312,282.91	491,449.90	548,831.25
应收账款净额	75,266.06	79,059.56	48,323.20	49,100.86
存货净额	382,670.38	437,286.32	414,923.89	436,532.59
流动资产	1,240,045.59	1,218,428.26	1,329,755.44	1,422,630.57
长期投资	19,663.87	21,050.92	24,591.42	24,996.06
固定资产合计	2,194,888.72	2,348,993.49	2,495,179.05	2,481,643.04
总资产	3,535,488.90	3,737,461.83	3,997,931.45	4,098,662.12
短期债务	1,112,561.53	1,370,950.89	1,644,266.38	1,687,131.83
长期债务	1,086,681.22	1,049,743.61	917,936.26	990,736.70
总债务	2,199,242.75	2,420,694.50	2,562,202.64	2,677,868.53
总负债	2,789,102.73	2,985,635.30	3,191,094.30	3,251,407.57
所有者权益（含少数股东权益）	746,386.17	751,826.52	806,837.16	847,254.55
营业总收入	1,927,997.96	1,818,191.31	1,833,736.03	444,261.97
三费前利润	279,480.80	317,475.60	277,646.78	60,276.67
投资收益	2,471.86	2,613.55	2,008.59	922.84
净利润	20,044.87	7,899.60	5,430.83	159.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	294,570.14	312,959.12	270,095.35	-
经营活动产生现金净流量	286,173.54	365,792.66	483,673.08	28,722.08
投资活动产生现金净流量	-323,271.92	-245,139.84	-177,186.55	-2,079.27
筹资活动产生现金净流量	157,283.51	-98,538.76	-271,608.18	-2,564.41
现金及现金等价物净增加额	119,371.56	21,248.81	30,919.36	23,567.34
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	14.70	17.65	15.34	13.69
所有者权益收益率（%）	2.69	1.05	0.67	0.02
EBITDA/营业总收入（%）	15.28	17.21	14.73	-
速动比率（X）	0.52	0.41	0.41	0.44
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.15	0.19	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	0.26	0.27	0.29	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	2.21	2.39	3.68	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.27	2.04	2.06	-
总债务/EBITDA（X）	7.47	7.73	9.49	-
资产负债率（%）	78.89	79.88	79.82	79.33
总资本化比率（%）	74.66	76.30	76.05	75.97
长期资本化比率（%）	59.28	58.27	53.22	53.90

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、长期应付款中的融资租赁款系有息债务，故将其调整至长期借款并计算相关财务指标；

3、2016年1季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务以及总债务/EBITDA指标经年化处理。

**附四：湖北三环科技股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	45,675.60	55,780.39	83,532.37	74,901.95
应收账款净额	21,750.82	52,886.85	85,201.23	76,997.65
存货净额	248,490.75	352,141.26	374,429.95	399,277.73
流动资产	426,350.62	532,540.30	607,969.70	620,328.74
长期投资	49,903.37	50,218.44	47,272.21	47,172.22
固定资产合计	370,142.56	364,229.86	373,604.47	376,169.78
总资产	896,483.09	1,004,587.84	1,108,258.94	1,129,651.81
短期债务	396,523.62	480,499.08	447,879.82	432,544.80
长期债务	63,395.61	69,808.68	173,485.82	178,397.76
总债务	459,919.23	550,307.76	621,365.64	610,942.56
总负债	748,579.61	857,027.20	959,625.97	980,694.88
所有者权益（含少数股东权益）	147,903.48	147,560.64	148,632.97	148,956.93
营业总收入	372,206.97	400,061.04	388,278.60	77,068.35
三费前利润	13,101.83	59,679.39	57,984.77	14,334.64
投资收益	-753.86	408.50	3,003.85	-43.96
净利润	-66,864.69	334.96	1,536.73	391.21
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-6,674.17	56,633.91	59,124.80	-
经营活动产生现金净流量	-8,868.28	50,113.97	66,314.69	7,607.04
投资活动产生现金净流量	-22,230.29	-31,439.44	-52,000.18	-12,223.53
筹资活动产生现金净流量	9,481.70	-26,890.51	3,497.15	-4,013.92
现金及现金等价物净增加额	-21,963.27	-8,180.49	17,572.49	-8,630.41
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	5.12	16.19	16.52	19.56
所有者权益收益率（%）	-45.21	-0.23	1.03	0.26
EBITDA/营业总收入（%）	-1.79	14.16	15.23	-
速动比率（X）	0.28	0.23	0.30	0.28
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.09	0.11	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.02	0.10	0.15	0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.29	1.67	2.10	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.22	1.89	1.87	-
总债务/EBITDA（X）	-68.91	9.72	10.51	-
资产负债率（%）	83.50	85.31	86.59	86.81
总资本化比率（%）	75.67	78.86	80.70	80.40
长期资本化比率（%）	30.00	32.12	53.86	54.50

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

2、公司长期应付款为融资租赁款，系有息债务，故将其调整至长期借款并计算相关财务指标；

3、2016年1季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务以及总债务/EBITDA指标经年化处理。

**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。