

宜昌兴发集团有限责任公司

2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

16 兴发 01 信用等级： AA 级

16 兴发 02 信用等级： AA 级

评级时间： 2017 年 6 月 28 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.

宜昌兴发集团有限责任公司 2016 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100579】

存续期间: 16 兴发 01 五年期债券 4 亿元人民币, 2016 年 3 月 8 日-2021 年 3 月 8 日
16 兴发 02 五年期债券 4 亿元人民币, 2016 年 8 月 8 日-2021 年 8 月 8 日

	本次		前次		首次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
16 兴发 01	AA/稳定/AA	2017 年 6 月	AA/稳定/AA	2016 年 6 月	AA/稳定/AA	2015 年 11 月
16 兴发 02	AA/稳定/AA	2017 年 6 月	--	--	AA/稳定/AA	2016 年 7 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	0.64	2.20	2.49
刚性债务	15.36	20.19	31.67
所有者权益	9.29	9.60	14.85
经营性现金净流入量	3.34	-2.80	-4.98
发行人合并数据及指标:			
总资产	252.85	276.93	294.82
总负债	175.57	196.08	203.51
刚性债务	129.06	150.92	151.18
所有者权益	77.28	80.85	91.31
营业收入	237.04	285.02	302.35
净利润	5.26	1.52	1.59
经营性现金净流入量	-4.15	5.36	11.72
EBITDA	19.70	17.40	19.53
资产负债率[%]	69.44	70.81	69.03
权益资本与刚性债务的比率[%]	59.88	53.57	60.40
流动比率[%]	44.18	47.67	49.20
现金比率[%]	19.35	20.80	18.03
利息保障倍数[倍]	1.68	1.22	1.34
净资产收益率[%]	7.63	1.92	1.85
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-2.64	2.88	5.86
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-8.04	-4.94	-6.34
EBITDA/利息支出[倍]	2.40	2.06	2.41
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.12	0.13

注: 根据宜昌兴发经审计的 2014~2016 年财务报表数据整理、计算。

分析师

熊桦、贾飞宇

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsi.com

<http://www.shxsi.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 宜昌兴发保持着自身矿电资源以及规模化经营优势, 收入继续增长, 但公司主业周期性较强, 在化工行业整体产能过剩、产品价格波动较大、市场竞争激烈等因素影响下, 公司主业盈利仍然面临着较大压力。同时, 公司已积聚了较大规模债务, 且其中刚性债务占比较高, 整体面临较大的偿付压力。

- 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。跟踪期内公司经营规模继续扩大, 收入保持增长。
- 宜昌兴发磷矿石资源储备较为丰富, 且能实现电力的部分自给, 从而有助于控制磷化工产业链产品的生产成本。
- 宜昌兴发产品链较长, 产品种类多元, 能从一定程度上增强公司抗风险能力。跟踪期内, 公司不同产品间市场表现存在较大分化, 其中草甘膦、有机硅等产品产能进一步释放, 同时受市场供需关系调整等影响, 相关产品价格大幅上涨, 销售规模扩大, 对主业收入及利润形成支撑。
- 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。
- 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。近年来行业景气度下滑、产品价格下跌、产能过剩等造成公司面临的盈利压力持续较大。且跟踪期内, 商誉减值、存货跌价、坏账准备等的计提使得当年资产减值损失继续超过 1.4 亿元, 拖累了利润水平。
- 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

力自给空间减少、原材料价格波动等仍会对公司生产成本控制带来负面影响。且公司经营过程中持续面临安全、环保等方面的风控压力。

- 宜昌兴发近年来项目投入量大，在建项目较多，资金需求压力相应较大。大量债务性融资使得公司的债务负担整体较重。且在行业景气度较低的情况下，项目投产后也面临着产能释放等风险。
- 宜昌兴发债务中流动负债规模较大，且其中短期刚性债务占比较高，相应面临较大的刚性债务偿付压力和流动性压力。
- 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。
- 跟踪期内宜昌兴发对外担保金额有所减少，但仍面临一定的或有风险。此外，截至 2016 年末，公司旗下金泰担保已发生 7 笔代偿，后续将面临一定的担保风险。
- 跟踪期内宜昌兴发下属上市公司兴发集团筹备非公开发行股票事宜，募集资金不超过 14 亿元，截至评级报告日，相关事宜尚未完成。据非公开发行股票预案测算，实施后公司仍为上市公司控股股东，但持股比例将降至 20.82%，公司对上市公司的持股比例将进一步稀释。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照宜昌兴发集团有限责任公司(以下简称“宜昌兴发”、该公司或公司)2016年公开发行公司债券(第一期)、2016年公开发行公司债券(第二期)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据宜昌兴发提供的经审计的2016年财务报表及相关经营数据,对宜昌兴发的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

2015年,该公司经中国证监会证监许可[2015]3174号文核准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币8亿元的公司债券。2016年3月、8月公司先后发行各4亿元债券,发行票面利率分别为4.70%和5.50%,期限均为5年,附自发行日起第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金主要用来偿还银行借款与补充流动资金。

截至2017年3月末,该公司(本部)续存期债券为2016年发行的公司债券。此外,公司下属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)债券市场融资经验丰富,截至2017年3月末待偿还债券本金合计为37亿元。

图表 1. 截至2017年3月末兴发集团已发行未到期债券情况

债券简称	发行规模 (亿元)	发行期限(年)	到期日	发行利率 (%)
12兴发01	3	6	2018-02-14	6.30
14兴发MTN001	3	5	2019-03-18	8.20
14兴发MTN002	5	3	2017-08-29	6.70
15兴发债	6	5	2020-08-20	4.40
16兴发CP001 ¹	5	1	2017-06-16	4.20
16鄂兴发SCP002 ²	5	270天	2017-05-23	3.80
16兴发MTN001(永续债)	5	3	2019-09-26	5.50
16兴发MTN002(永续债)	5	3	2019-11-23	5.45

¹ 截至评级报告日已兑付。

² 截至评级报告日已兑付。

合计	37	--	--	--
----	----	----	----	----

资料来源：wind 资讯

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司股权架构保持稳定，截至 2016 年末，兴山县国有资产管理局（简称“兴山县国资局”）仍持有公司 100% 股权，系公司唯一出资人。跟踪期内，公司高管人员保持稳定。公司已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，内部管控体系保持稳定。

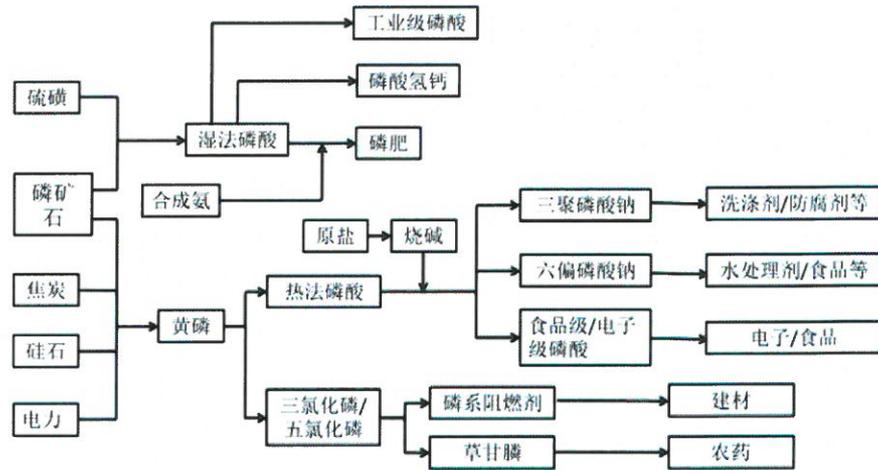
该公司主业分布在本部及多家子公司，并拥有一家上市公司兴发集团。截至 2016 年末，公司持有兴发集团 1.24 亿股，持股比例为 24.22%，其中 0.50 亿股已用于质押。此外，兴发集团 2016 年公告，拟向公司在内的不超过 10 家特定投资者非公开发行股票，募集资金不超过 14 亿元，用于增资宜都兴发化工有限公司并新建 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目（10 亿元）和偿还银行贷款（4 亿元）。据 2017 年 5 月《非公开发行股票预案》（三次修订版）测算，实施后公司对上市公司的持股比例将降至 20.82%，公司仍将为上市公司控股股东，但由于持股比例不高，或面临一定控制权风险。本次非公开发行股票事项尚需中国证监会核准，存在一定的不确定性。

（二）业务运营

从宏观环境来看，2016 年我国经济继续下行，但表现出了逐渐企稳的总体特征。根据《2016 年国民经济和社会发展统计公报》，经初步核算，全年实现国内生产总值 74.41 万亿元，比上年增长 6.7%，增速较 2015 年下降 0.2 个百分点。从季度增速来看，第四季度增速为 6.8%，高于前三季度的 6.7%。

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，其行业发展受宏观经济影响较大，存在较明显的周期性。

图表 2. 磷矿资源的利用途径



注：新世纪评级整理

目前全球磷矿石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，拥有全球约 90%的储量和 80%的基础储量。从我国磷矿资源情况来看，分布上主要集中在湖北、云南、贵州、四川等四省，国内磷矿品位普遍较低，平均品位不足 20%，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。随着近年来我国对磷矿资源综合利用要求的不断提高，国家出台多项政策措施，支持鼓励企业加大中低品位磷矿资源和伴生矿的综合利用。

磷矿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，近年来随着矿石品味的下降、环保标准的不断提高，开采成本总体上升。由于国内大部分地区磷矿需求均依赖鄂、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。此外，2016 年以来，湖北省政府对于资源税征收进行了调整，根据省财政厅、省地方税务局《关于全面推进资源税改革的通知》（鄂财税发[2016]12 号），从 2016 年 7 月 1 日起，湖北省磷矿石资源税继续实施从价计征，税率由 10%调整为 7%。税率的下降将有助于企业减少经营成本。为控制运营成本，国内大型磷化工企业主要分布在磷矿石资源集中的地区，主要包括贵州瓮福集团、云天化集团、湖北宜化、宜昌兴发等。

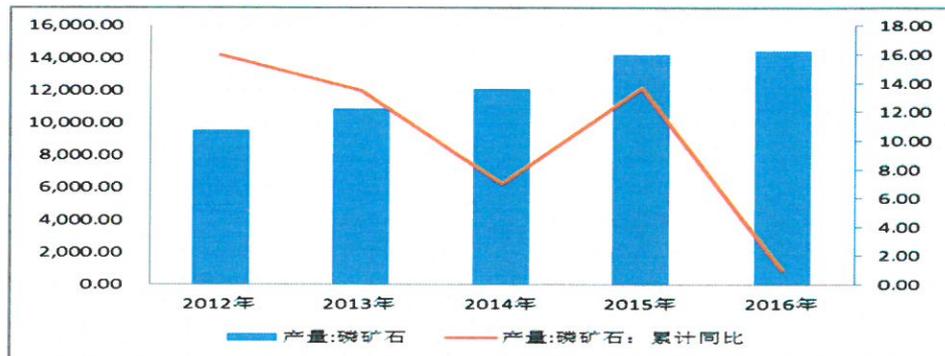
图表 3. 2016 年国内主要磷化工生产企业情况 (单位: 亿元、%)

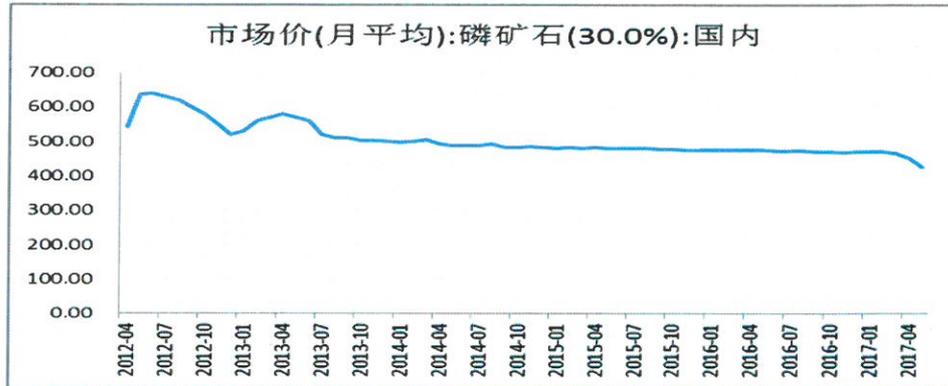
公司名称	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	资产负债率
云天化集团	934.84	124.61	619.40	-38.95	86.67
湖北宜化 (000422)	397.73	68.06	151.82	-14.08	82.89
瓮福集团	413.79	85.73	408.19	-0.46	79.28
宜昌兴发	294.82	91.31	302.35	1.59	69.03
澄星股份 (600078)	72.61	20.40	32.68	0.71	71.91
六国化工 (600470)	58.37	19.19	44.57	-2.07	67.12

资料来源: wind 资讯

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。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 年同比增速分别为 16.00%、13.54%、7.00%。2015 年以来, 受下游磷肥市场需求影响, 磷矿石产量增速波动较大, 2015-2016 年, 磷矿石产量增速分别为 13.70% 及 1.00%。价格方面, 2016 年以来受下游磷肥价格下跌等影响, 磷矿石价格也相应出现下降。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因素, 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, 短期来看其价格仍承压。

图表 4. 我国磷矿石产量及价格变化情况 (单位: 万吨、%、元/吨)





资料来源: wind 资讯

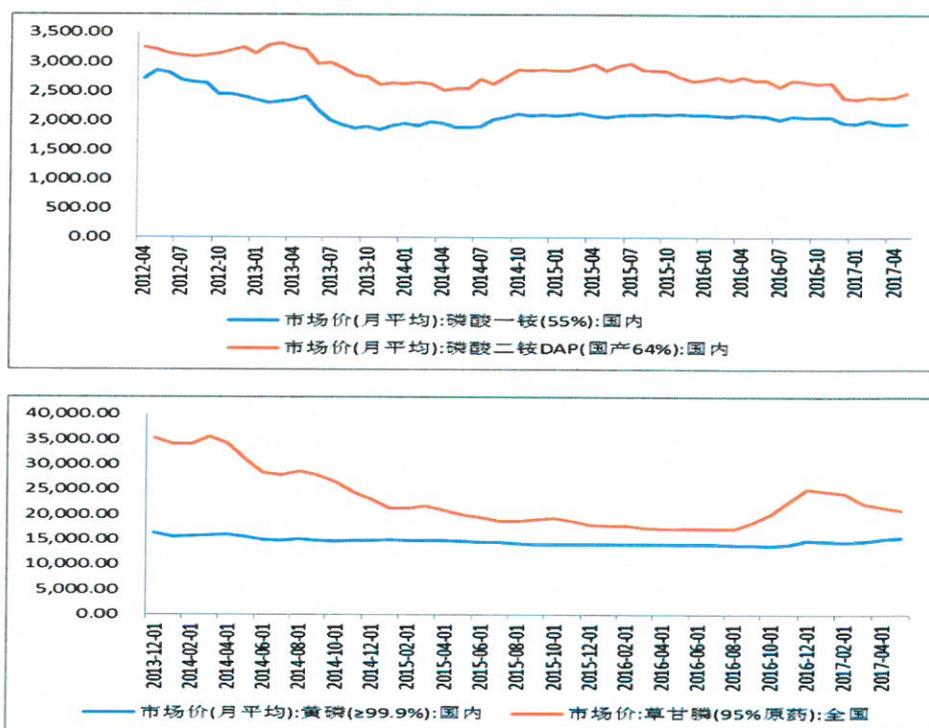
从下游产品来看, 2016 年以来产品价格走势存在一定分化:

黄磷是磷酸盐系列产品的基础原料, 其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, 2016 年黄磷价格在 1.4 万元/吨左右波动。2016 年下半年, 受到环保政策趋严、环保督查力度加强的影响, 煤炭涨价导致黄磷主要原料焦丁价格上涨, 黄磷价格有一定程度的提高, 2016 年 12 月, 黄磷价格增至 1.47 万元/吨, 但总体价格水平仍处于相对低位。

磷肥价格方面, 受产能过剩及农业需求端不旺等影响, 2016 年以来价格呈现波动下滑态势。随着国内《到 2020 年化肥使用量零增长行动方案》的执行, 化肥行业供需矛盾仍将较为突出, 磷肥价格或仍面临一定的下行压力。

草甘膦价格方面, 近年来草甘膦价格整体处于持续下跌状态, 在供给侧改革的推进下, 加之国内环保要求的持续提升, 行业内部部分产能停产或退出, 对行业供给产生一定影响, 2016 年第三季度开始, 草甘膦价格大幅回调, 目前虽有所回落, 但仍处于近两年的相对高位。

图表 5. 磷产品价格走势 (元/吨)



数据来源: wind 资讯

政策方面,随着宏观经济及化工行业景气度的下行,为改善行业运行状况,国家不断推进供给侧改革,同时为释放国内产能,积极鼓励出口。2016年,政府取消了工业级磷酸的出口关税,下调磷矿出口税率至20%。2016年,海关总署发布《关于2017年关税调整方案的公告》(总署公告[2016]89号),自2017年起,取消磷酸一铵与磷酸二铵的出口关税。国家对于磷化工产品出口政策的放宽,有助于促进产品出口,缓解行业产能过剩局面。但同时海外市场贸易摩擦、海外市场需求波动等也会对产品出口带来压力。

磷化工、贸易等行业受宏观经济周期性波动影响较大,原材料及产品价格的波动对行业内企业盈利水平的稳定性产生很大影响。同时磷化工行业持续面临能耗高、污染、有毒有害等风险,企业运营过程中环保、安全生产压力大。

从该公司发展来看,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。

2016 年公司实现营业收入 302.35 亿元，较 2015 年增长 6.08%。

从收入结构看，跟踪期内该公司仍以化工产品及贸易收入为主，2016 年两者占营业收入的比例超过 98%。其中，化工产品的毛利率为 13.68%，较上年同期减少 1.58 个百分点，对公司毛利润的贡献仍很大，约为 81.48%；贸易的毛利率仅为 1.53%，较上年同期增加 0.23 个百分点，对公司毛利润的贡献比例为 10.58%；旅游及其他业务收入占比较小，但毛利率高，为 59.89%，较上年同期下降 2.61 个百分点，对公司毛利润的贡献比例为 7.94%。公司 2016 年毛利率同比有所下降，较上年小幅下降 0.51 个百分点至 7.68%。

图表 6. 公司 2015~2016 年业务收入及毛利构成情况 (单位: 亿元)

业务	2015 年	2016 年
化工 ³	123.92	138.35
贸易	157.25	160.93
旅游及其他	3.84	3.08
收入合计	285.02	302.35
化工	18.91	18.93
贸易	2.05	2.46
旅游及其他	2.40	1.85
毛利合计	23.35	23.23

数据来源：根据宜昌兴发提供数据绘制

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，其 2016 年内新增授权专利 69 项，至年末累计拥有专利授权 218 项，当年研发投入 1.65 亿元。依靠自身磷矿及水电资源优势，兴发集团已形成了“矿电磷一体化”产业链。

湖北省是国内重要磷矿产区，作为当地最大的磷化工企业之一，该公司通过多年来的资源整合，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 2016 年末，公司共有磷矿采矿权 13 个，磷矿石年设计产能 655 万吨，其中包括跟踪期内公司投资 3.92 亿元建设的瓦屋 IV 矿段 120 万吨/年采矿工程

³ 主要为上市公司兴发集团化工业务收入，其中包括部分贸易收入。

项目。2016 年磷矿石产量为 669 万吨，较上年增长 3.97%。此外，公司还拥有多个探矿权。

水电资源方面，该公司通过兴建、并购兴山县内小型水电站，实现“自发自用”。截至 2016 年末，公司仍共拥有水电站 25 座，总装机容量约 16 万千瓦，水电站主要位于兴山县内。公司近年电量自给率在 50%左右，相对于外购电力，公司自产电力成本较低，但易受来水等因素影响。此外，考虑到目前公司已基本对兴山县水电资源完成整合，自给电力增长空间已不大。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。同时根据国家环保趋严及节能减排的要求，高耗能产业可能面临更高电价的风险。

图表 7. 公司 2015~2016 年电力供应情况

项目	2015 年	2016 年
兴山县内用电量（亿度）	7.75	7.17
自产电力成本（元/度）	0.19	0.18
外购电力平均成本（不含税，元/度）	0.52	0.44

数据来源：根据宜昌兴发提供数据绘制

除矿电外，跟踪期内该公司采购量较大的原材料包括金属硅、甲醇、黄磷、液氨等。受宏观经济下行，基础化工市场低迷影响，主要化工原材料采购价格总体有所回落。

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。公司产品超过 100 个品种，从细分产品来看，2016 年化工业务收入主要来自精细磷酸盐类产品（25 亿元）、化肥（14 亿元）、草甘膦（20 亿元）、磷矿石（10 亿元）、有机硅（10 亿元）等，其中草甘膦与有机硅销售收入增长明显。

产能方面，2016 年内，该公司 10 万吨/年草甘膦原药扩建项目一期（6 万吨/年）等扩建、技改项目陆续完工，公司草甘膦、有机硅等主要化工产品的产能规模有所扩大。同时，随着公司产品结构调整，逐步退出工业级三聚磷酸钠的生产，三聚磷酸钠的产能较上年下降较多。公司磷矿石、黄磷、草甘膦、有机硅单体等产品可运

用于自身下游产品的生产，部分产能可于体内消化，并通过形成磷、硅、盐的循环产业链，增强公司原材料的供应保障及成本控制。

图表 8. 主要产品产能产量情况 (单位: 万吨)

项目		2015 年	2016 年
磷矿石	产能	535	655
	产量	643	669
三聚磷酸钠	产能	20	16
	产量	10	10
黄磷	产能	16	15
	产量	10	9
六偏磷酸钠	产能	5	5
	产量	5	5
次磷酸钠	产能	2	2
	产量	2	2
液碱	产能	30	32
	产量	22	28
磷铵	产能	70	70
	产量	69	65
草甘膦	产能 ⁴	7	13
	产量	8	12
有机硅 DMC	产能	4	6
	产量	2	6

资料来源: 宜昌兴发

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 45 天左右，对于长期合作客户账期可能拉长。

2014~2016 年兴发集团化工收入⁵分别为 59.71 亿元、73.05 亿元及 80.97 亿元，总体保持增长。从主要产品来看，磷化工产品处于完全竞争市场，受实体经济整体走势，市场需求变化等影响大，2016 年公司产品表现继续存在一定差异。受国内经济增速放缓、产能过剩等因素的影响，公司磷矿、三聚磷酸钠、黄磷、六偏磷酸钠、磷肥等产品价格均出现不同程度的下跌。其中磷肥受终端需求相对低

⁴ 2015 年数据以 2016 年调整后的数据列示。

⁵ 根据兴发集团年报数据整理，剔除化工贸易收入。

迷、产能过剩等因素的影响，磷肥收入较上年下降 24.77%，毛利率较上年下降 10.19 个百分点至 3.25%，盈利压力明显加大；磷矿销量保持增长，但价格有所下跌，2016 年公司磷矿石收入较上年小幅增长 3.18%，毛利率与上年基本持平；草甘膦产品价格波动较大，2016 年，受供给变化的影响，草甘膦价格在经历了上半年的持续低迷走势后，下半年快速回升，当年销售均价较上年有所上涨，同时受益于产能的扩张，当年销量也有较大程度的增长，2016 年公司草甘膦收入较上年增长 40.95%，毛利率水平也较上年提升 5.43 个百分点至 20.33%。草甘膦产品为湖北泰盛化工有限公司⁶的主导产品，其 2016 年营业收入 26.66 亿元，实现净利润为 1.75 亿元，与收购时承诺的 2.73 亿元相较存在一定差距，按照约定，浙江金帆达应该根据未能实现的承诺盈利向兴发集团进行补偿，目前相关工作正在开展⁷。同时，虽然 2016 年草甘膦市场行情回调，但泰盛化工及宜昌金信经营业绩仍未达预期，经对收购过程中形成的商誉进行减值测试，当年共计提商誉减值准备 0.36 亿元。此外，随着 2016 年第三季度以来有机硅市场的回调，公司有机硅产能释放情况改善，单位生产成本降低，跟踪期内有机硅销售收入较上年增长 142.61%，并扭转了 2015 年毛利倒挂的态势，2016 年毛利率上升至 10.24%。

图表 9. 2015~2016 年公司主要产品销售情况 (单位: 万吨、元/吨)

项目		2015 年	2016 年
磷矿石	销量	480	513
	销售价格	199	192
三聚磷酸钠	销量	10	11
	销售价格	5,636	5,550
黄磷	销量	3	4
	销售价格	12,491	11,297
六偏磷酸钠	销量	4	5
	销售价格	6,292	6,092

⁶ 2014 年 7 月兴发集团通过向浙江金帆达生化股份有限公司（简称“浙江金帆达”）发行股份的方式购买湖北泰盛化工有限公司（简称“泰盛化工”）51%的股权，收购完成后，共持有泰盛化工 75%股权，成为其控股股东。此外，由于泰盛化工持有宜昌金信化工有限公司（简称“宜昌金信”）25%的股权，兴发集团收购泰盛化工后持有宜昌金信股权也增至 75%。泰盛化工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，宜昌金信主导产品甘氨酸是泰盛化工产品的原料。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。

⁷ 根据兴发集团 2017 年 3 月 24 日公告（临 2017-039），董事会已审议通过以 1 元总价回购注销发行股票购买资产部分补偿股票 1151.64 万股。此外，浙江金帆达 2015 年度利润补偿事宜已于 2016 年完成，补偿股票 1,774.47 万股。

项目		2015 年	2016 年
次磷酸钠	销量	2	2
	销售价格	10,869	12,313
液碱	销量	18	10
	销售价格	1,473	1,888
磷铵	销量	62	70
	磷酸一铵销售价格	2,263	1,660
	磷酸二铵销售价格	2,711	1,932
草甘膦	销量	8	12
	销售价格	16,283	16,350
有机硅 DMC	销量	2	5
	销售价格	12,445	11,523

资料来源：宜昌兴发

跟踪期内，该公司 10 万吨/年草甘膦原药扩建项目一期（6 万吨/年）、瓦屋四块段洞探工程、3.5 万吨食品五钠技改等项目建成投产，2 万吨 107 硅橡胶项目等进入试生产阶段。公司年末主要在建工程项目为 300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目、瓦屋 IV 矿段 120 万吨/年采矿工程项目等。

图 10. 公司跟踪期内化工业务主要在建项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工年度	规划总投资	截至 2016 年末投资额	预计投产年度
1	后坪洞探工程 ⁸	2005	6.45	6.28	2018
2	300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目	2016	12.42	0.39	2019
3	瓦屋 IV 矿段 120 万吨/年采矿工程项目	2016	3.92	1.88	2017
4	2 万吨/年 107 硅橡胶项目	2016	0.98	0.79	2017
5	1 万吨/年电子级硫酸项目	2016	0.48	0.18	2017
7	草甘膦结晶液深度处理项目	2016	0.48	0.08	2017

资料来源：宜昌兴发

资金方面，2016 年 4 月，兴发集团公告《非公开发行股票预案》，拟募集资金不超过 14 亿元，用于增资宜都兴发化工有限公司（简称“宜都兴发”）并新建 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目（拟使用募集资金 10 亿元），以及偿还银行贷款（拟使用募集资金 4 亿元）。其中宜都兴发新建 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目总投资 12.4 亿元，主要建设内容包括 100 万吨/年浮选装置、

⁸ 探矿周期较长，且开工后探矿面积进一步增加，导致项目周期较长且规划投资额增加。

120 万吨/年硫磺制酸装置、40 万吨/年湿法磷酸装置、40 万吨/年磷酸二铵装置、3.5 万吨/年磷酸二氢钾装置和 0.8 万吨/年高纯度液体三氧化硫装置。项目建成投产后将最大程度消化和利用中低品位磷矿，提高公用设施及配套装置的运行能力，降低整体能耗。项目建设期为 2 年，生产期 15 年，项目投资内部收益率(税后)为 10.7%，投资回收期(税后)为 9.1 年。截至评级报告日，相关非公开发行股票事宜尚未完成。此外，2016 年根据《中国农发重点建设基金投资协议》，中国农发重点建设基金有限公司以现金方式对宜都兴发进行增资(金额为 1.67 亿元，投资期限为 10 年，年投资收益率为 1.2%)，专项用于 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目建设。

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，其中公司本部等企业的贸易品种包括金属硅、甲醇、钢铁、煤炭、铜等，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、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。2014~2016 年公司本部及下属非上市公司贸易收入分别为 121.14 亿元、157.25 亿元及 160.93 亿元，保持增长；上市公司兴发集团贸易收入分别为 52.66 亿元、49.14 亿元及 62.05 亿元，2015 年业务规模缩减主要是减少与主业关联度不大的贸易品类(转由非上市公司承担)，以及泰盛化工并表后贸易往来不再计入贸易收入。公司贸易业务毛利率相对较低，2014~2016 年公司本部及下属非上市公司贸易毛利率分别为 1.91%、1.30%及 1.53%；上市公司兴发集团贸易毛利率分别为 2.86%、2.79%及 1.30%。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，且在经济下行的背景下，贸易业务风控压力加大。

3. 旅游业务

该公司旅游业务包括景区经营和酒店业务。其中旅游业务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。2016 年受暴雨天气影响，漂流旅游项目受到一定冲击，朝天吼景区客流量及收入出现一定程度下滑，但游客接待量仍居省内同类景点前列。昭君村是公司大力培育的一个旅游品牌，规划借助历史人物王昭君的出生地进行旅游景点的打造，现为国家 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，2016 年以来，受周边旅游景区热度的拉动，公司酒店总体收入及出租率均有所提高。

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；推进五峰后河天门峡景区⁹的旅游资源开发。公司目前主要在建项目为昭君景区的基础设施建设项目，规划总投资为 6 亿元，截至 2016 年末已投入 0.72 亿元。公司旅游板块仍存在一定资本性支出计划，项目的推进或将加大公司融资需求。

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。但随着国内旅游市场的不断发展，该板块业务有较大的发展潜力。

图表 11. 2015~2016 年景区业务运营情况（单位：万元）

项目	2015 年	2016 年
朝天吼：收入（包括门票、餐饮）	3,195.25	2,695.47
游客数量(万人)	24.03	19.78
昭君村：收入（门票）	186.31	225.80
游客数量(万人)	9.01	10.03
商贸公司：收入（景区商品销售）	2,267.83 ¹⁰	3,229.43

⁹ 出资 2,000 万元获得其相关资产。景区周边交通条件欠佳，公司拟利用景区地理位置，在景区规划生态旅游区、滑雪场、长生洞与智慧景区等，预计建设期 3 年，总投资 5.80 亿元，资金来源为自筹及银行贷款。跟踪期内主要推进项目相关前期工作。

¹⁰ 2015 年，商贸公司收入统计口径仅为商贸公司本部的收入，但 2016 年将收入口径调整成为

项目	2015年	2016年
神兴旅行社：收入	4,426.44	5,509.37

资料来源：宜昌兴发

图表 12. 2015~2016 年酒店运营情况（单位：万元、%）

酒店名称	2015年		2016年	
	收入	出租率	收入	出租率
昭君山庄	2,320.28	55.48	2,622.44	58.93
神农山庄	1,765.36	26.78	1,739.45	29.57
惠苑国际	1,729.27	53.64	1,666.08	55.46
假日酒店	379.19	33.15	384.10	40.89
神农酒店	446.45	15.22	437.39	18.85
神农架宾馆	800.48	33.41	904.45	44.17
五峰国际大酒店	1,086.35	39.53	1,516.61	53.18
合计	8,527.38	--	9,270.52	

资料来源：宜昌兴发

4. 金融业务

该公司金融服务业务目前主要的运营主体为湖北金泰投资担保有限公司（简称“金泰担保”）和鑫祥小额贷款有限公司（简称“小贷公司”），业务收入规模较小。

金泰担保于2010年6月成立，截至2016年末，注册资本为2.5亿元。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。截至2016年末，金泰担保共有7笔代偿，金额共计1,323万元，已追偿1,066万元；当年营业总收入0.20亿元。

图表 13. 金泰担保业务发展情况

项目	2015年	2016年
当期担保发生额(万元)	74,810	70,238
期末担保余额(万元)	71,170	78,325
期末在保项目(个)	140	128

资料来源：宜昌兴发

包括商贸公司本部的商贸收入与各景区商贸部的商贸收入。

该公司于 2015 年实现鑫祥小额贷款有限公司（简称“小贷公司”）的控股，截至 2016 年末持股比例为 60%。同年末，小贷公司注册资本为 1 亿元，发放贷款 40 笔，贷款余额共计 1.16 亿元，无逾期贷款；当年收入 0.06 亿元。

（三）财务质量

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2016 年，该公司债务规模继续扩大，年末负债总额为 203.51 亿元，较上年末增长 3.78%。但得益于公司资本实力的不断提高，公司负债经营程度略有下降，公司年末资产负债率为 69.03%，较上年末下降 1.78 个百分点，但整体负债率仍偏高。

该公司债务结构以短期债务为主，2016 年末流动负债为 128.40 亿元，较上年末增长 2.20%。公司流动负债主要包括短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债，年末占流动负债总额的比例分别为 40.61%、13.40%、25.01%和 7.78%。公司年末短期借款包括信用借款 10.77 亿元、保证借款 24.33 亿元、抵质押借款 17.05 亿元，2016 年末无已逾期未偿还的短期借款情况；应付账款主要包括采购款与工程款；一年内到期的非流动负债和其他流动负债主要是一年内到期的长期借款及各类应付短期债券。随着公司对部分到期刚性债务的偿还，公司 2016 年末短期刚性债务总额为 97.16 亿元，较上年小幅减少 1.65%，占年末流动负债的 75.67%。此外，年末公司其他应付款较上年末增长 106.46%至 6.03 亿元，主要是尚未支付股权收购款增加 1.2 亿元¹¹，以及往来款增加影响。公司非流动负债仍主要由长期借款与应付债券构成，在其增长带动下，公司 2016 年末非流动负债增长 6.60%至 75.11 亿元。公司年末刚性债务总额为 151.18 亿元，占负债总额的 74.29%；其中主要分布在下属上市公司兴发集团和公司本部，年末余额分别为 109.62 亿元和 31.67 亿元。公司刚性债务偿付压力及流动性压力较大。

截至 2016 年末，该公司除担保业务外，对外提供担保合计约 8.13 亿元，担保规模较上年末有所下降，但仍面临一定风险。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

¹¹ 2016 年 6 月，兴发集团收购其下属控股子公司宜昌枫叶化工有限公司剩余 49%的少数股东股权，股权转让价款 4.8 亿元。

企业等。

图表 14. 截至 2016 年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
神农架兴华矿业有限责任公司	12,700
宜昌汇富硅材料有限公司	9,000
宜昌领兴建筑工程有限公司	8,500
湖北金迈投资有限公司	8,000
兴山县水电专业有限公司	6,800
宜昌苏鹏科技有限公司	5,000
兴山鑫晟运输有限公司	4,000
湖北楚瑞商贸有限公司	4,000
宜昌宜丰矿业有限公司	3,600
宜昌宁达贸易有限公司	3,600
宜都宁通物流有限公司	3,054
鑫隆达矿山工程有限公司	3,000
保康县尧治河顺泰民用爆破有限公司	3,000
宜昌科林硅材料有限公司	2,800
阿坝州嘉信硅业有限公司	1,550
宜昌瀚瑞化工有限公司	1,500
兴山县兴发汽运有限公司	1,200
合计	81,304

资料来源: 宜昌兴发

该公司 2016 年营业收入为 302.35 亿元, 较上年增长 6.08%; 实现毛利 23.23 亿元, 较上年基本持平。公司期间费用率相对稳定, 当年为 5.91%, 较上年略降 0.45 个百分点。受草甘膦业务计提商誉减值, 加之存货跌价准备与坏账准备的计提, 使得当年资产减值损失同比略增至 1.48 亿元。公司 2016 年投资收益较上年增长 153.57% 至 0.43 亿元, 主要是所持长期股权投资产生的投资收益。公司 2016 年营业利润及净利润分别为 2.23 亿元和 1.59 亿元, 分别较上年增长 10.84% 和 4.99%。

图表 15. 公司营业利润构成情况 (单位: 亿元)

项目	2015 年	2016 年
营业毛利	23.35	23.23
公允价值变动净收益	0.00	0.00
投资净收益	0.17	0.43
营业利润	2.01	2.23

资料来源: 宜昌兴发

跟踪期内，该公司权益资本保持增长，2016 年末所有者权益为 91.31 亿元，较上年末增长 12.95%，主要系资本公积由上年末的 476.39 万元增长至 5.59 亿元所致，增长原因主要系 2016 年 8 月，兴山县国资委将平邑扣工业园区基础设施建设、香溪河右岸公路峡平段工程项目及建阳坪消落区综合治理工程项目划拨转入公司¹²。但由于其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，期末归属于母公司所有者权益为 35.14 亿元。

该公司资产规模随着运营规模的扩大而持续增长，2016 年末资产总额为 294.82 亿元，较上年末增长 6.46%。作为生产型企业，公司非流动资产占资产总额的比重高，2016 年末公司非流动资产总额为 231.65 亿元。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、投资性房地产、无形资产等构成。其中年末固定资产总额为 124.81 亿元，较上年末增长 8.31%，主要是部分在建工程项目完工转入。在建工程中，2016 年，公司瓦屋四块段洞探工程、10 万吨/年草甘膦原药扩建项目一期等项目陆续完工结转，但同时公司新推进瓦屋 IV 矿段 120 万吨/年采矿工程等项目以及获得政府在建项目划入，年末在建工程余额为 24.42 亿元，较上年末基本持平。公司年末投资性房地产仍为公司持有的南诚丹陛华市场大楼¹³和酒店资产等，采用公允价值计量，年内价值波动小；无形资产主要为土地使用权、采矿权等。此外，由于兴发集团对联营企业追加投资¹⁴等因素影响，公司年末长期股权投资同比增长 76.49%至 9.40 亿元。由于草甘膦业务商誉减值的计提使得年末商誉同比减少 3.75%至 7.61 亿元。后续商誉减值情况仍有待关注。

跟踪期内，该公司流动资产规模保持增长，2016 年末为 63.17 亿元，较上年末增长 5.49%。公司年末流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货和其他应收款等构成。其中，由于在建项目投入等，2016 年末公司货币资金较上年末减少 30.41%至 12.93 亿元，其中受限资金为 3.27 亿元；年末现金比率为 18.03%，仍可为到期债务的偿还提供一定的支撑。随着经营规模的扩大，公司应收

¹² 据兴国资发[2016]46号文件，兴山县国有资产监督管理局同意将三个项目以 2016 年 7 月 31 日为划转基准日，由公司作为三个项目的业主，进行后续开发管理和建设。截至 2016 年 7 月 31 日，平邑口项目资本建设支出合计 2.79 亿元（预算 3.55 亿元），峡平段项目资本建设支出合计 1.12 亿元（预算 1.40 亿元），建阳坪项目资本建设支出合计 0.70 亿元（0.90 亿元），均为政府拨入资金。目前三个项目的后续建设及运营模式方案尚未出台。

¹³ 从事市场物业出租。

¹⁴ 主要系对保康县尧治河桥沟矿业有限公司的增加投资 2.52 亿元所致。

票据（全部为银行承兑汇票）及应收账款均有所增长，2016 年末分别较上年末增长 35.41%和 13.31%至 10.22 亿元和 10.51 亿元。公司 2016 年存货周转速度有所加快，为 21.82 次，年末存货同比减少 10.81%至 11.19 亿元。在行业景气度欠佳的环境下，公司应收货款及存货持续面临一定减值、跌价风险。公司年末其他应收款为 8.34 亿元，主要包括押金及保证金、往来款及借款等，其中年末公司往来款及借款余额为 6.32 亿元，新增往来款主要系应收兴山县水电专业公司的往来款；同比大幅增长，主要是当期新增对兴山县水电专业公司往来款 3.9 亿元等。整体来看，公司资产流动性仍不足，2016 年末流动比率及速动比率分别为 49.20%和 37.47%。

该公司已将大量固定资产、投资性房地产、长期股权投资等资产用于融资抵质押，截至 2016 年末，受限资产总额为 72.57 亿元。

2016 年，随着经营规模的扩大，该公司当年经营性现金流量净额为 11.72 亿元，对债务的保障程度有所提升，当年经营性现金净流入量与负债总额的比率为 5.86%。但公司营业收入现金率较上年下降至 95.00%，主要系受票据背书等影响。跟踪期内，公司在建产能项目支出仍较大，加之股权投资支出等，2016 年公司投资性现金净流出 24.37 亿元。此外，公司目前仍存在部分在建、拟建项目，后续投资环节仍面临支出压力。公司大量通过借款、发行债券获取资金，当年筹资活动现金流量净额为 11.58 亿元。

截至 2016 年末，该公司及上市公司兴发集团之外的子公司共获授信额度为 58.54 亿元，其中未使用授信额度为 21.35 亿元；兴发集团及其下属公司拥有的授信额度为 201.20 亿元，其中未使用额度为 94.85 亿元。

根据该公司 2017 年 6 月 6 日的《企业信用报告》，公司跟踪期内无不良债务记录。

综上所述，该公司作为国有大型磷化工生产企业，经过多年发展，已形成了较为完整的磷化工产业链，并构建起了贸易、旅游、金融等多元化的业务结构。近年来公司所处行业受宏观经济下行、行业产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，运行压力总体较大。跟踪期内，公司多类产品包括化肥、黄磷等价格均出现下降；但同时草甘膦、有机硅市场有所回暖，产能释放，对公司经营业绩形成一

定支撑。公司主业周期性较明显，在当前经济环境下，仍需持续关注产品及原材料后续价格走势，以及产能释放风险。

该公司经营发展资金需求量较大，近年来债务压力不断积聚。且公司债务结构以短期为主，面临较大的短期刚性债务偿付压力及流动性压力。公司在建、拟建项目的规划支出仍较大，后续仍面临一定的资本性支出需求。跟踪期内，公司经营现金情况较好，可为到期债务的偿还提供基本的保障。且公司融资渠道较为多样，上市公司资本市场融资的进行，将有助于缓解产能建设过程中的资金压力。

同时，我们仍将持续关注：（1）磷化工市场价格波动、行业供需及竞争状况等对宜昌兴发经营业绩的影响，以及对应收款、商誉、存货等的减值、跌价影响；贸易业务风控（2）产能建设项目的推进情况，以及相应的资金支出压力；投产项目的产能释放情况；（3）兴发集团非公开增发进展；（4）债务负担及短期债务偿付压力；（5）宜昌兴发对上市公司持股情况的变化；（6）对外担保风险；（7）业务往来款风险；（8）安全生产、环保风控等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016
金额单位：人民币亿元			
资产总额	252.85	276.93	294.82
货币资金	16.09	18.58	12.93
刚性债务	129.06	150.92	151.18
所有者权益合计	77.28	80.85	91.31
营业收入	237.04	285.02	302.35
净利润	5.26	1.52	1.59
EBITDA	19.70	17.40	19.53
经营性现金净流入量	-4.15	5.36	11.72
投资性现金净流入量	-8.47	-14.54	-24.37
资产负债率[%]	69.44	70.81	69.03
长期资本固定化比率[%]	147.16	143.45	139.19
权益资本与刚性债务比率 [%]	59.88	53.57	60.40
流动比率[%]	44.18	47.67	49.20
速动比率[%]	31.95	35.27	37.47
现金比率[%]	19.35	20.80	18.03
利息保障倍数[倍]	1.68	1.22	1.34
有形净值债务率[%]	373.26	384.88	331.00
营运资金与非流动负债比率[%]	-108.12	-93.32	-86.85
担保比率[%]	32.48	13.63	8.90
应收账款周转速度[次]	30.32	32.92	30.57
存货周转速度[次]	20.77	21.82	23.52
固定资产周转速度[次]	2.64	2.63	2.52
总资产周转速度[次]	1.05	1.08	1.06
毛利率[%]	8.07	8.19	7.68
营业利润率[%]	2.34	0.71	0.74
总资产报酬率[%]	6.09	3.88	3.80
净资产收益率[%]	7.63	1.92	1.85
营业收入现金率[%]	113.45	112.58	95.00
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-2.64	2.88	9.22
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-8.04	-4.94	-6.34
EBITDA/利息支出[倍]	2.40	2.06	2.41
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.12	0.13

注：表中数据根据宜昌兴发经审计的 2014-2016 年财务报表数据整理、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

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。