

宜昌兴发集团有限责任公司  
及其发行的 16 兴发 01 与 16 兴发 02

# 跟踪评级报告



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.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100649】

**评级对象:** 宜昌兴发集团有限责任公司  
及其发行的 16 兴发 01 与 16 兴发 02

	16 兴发 01	16 兴发 02
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
<b>本次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 日	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 日
<b>前次跟踪:</b>	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 28 日
<b>首次评级:</b>	AA/稳定/AA/2015 年 11 月 16 日	AA/稳定/AA/2016 年 7 月 29 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径			
货币资金	2.49	5.55	5.17
刚性债务	31.91	26.73	32.64
所有者权益	14.85	15.78	16.49
经营性现金净流入量	-4.98	10.06	2.12
合并口径			
总资产	294.82	303.85	347.40
总负债	203.51	205.64	236.08
刚性债务	154.74	157.87	176.14
所有者权益	91.31	98.21	111.33
营业收入	302.35	355.32	380.34
净利润	1.59	6.46	7.61
经营性现金净流入量	11.72	30.51	24.27
EBITDA	19.53	24.65	26.08
资产负债率[%]	69.03	67.68	67.95
权益资本与刚性债务比率[%]	59.01	62.21	63.20
流动比率[%]	49.20	49.52	46.44
现金比率[%]	18.03	17.57	18.25
利息保障倍数[倍]	1.34	2.07	2.06
净资产收益率[%]	1.85	6.82	7.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.22	23.77	15.97
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.34	5.70	2.48
EBITDA/利息支出[倍]	2.41	3.22	3.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.16	0.16

注: 根据宜昌兴发经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

### 分析师

熊梓 xh@shxsj.com  
陈婷婷 ctt@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对宜昌兴发集团有限责任公司(简称宜昌兴发、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 兴发 01 与 16 兴发 02 的跟踪评级反映了 2018 年以来宜昌兴发在资源、主业规模、经营业绩等方面保持了优势,同时也反映了公司在刚性债务规模、资本性支出、流动性等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **主业规模优势。**宜昌兴发是国有大型磷化工生产企业,在立足化工业务领域的同时,公司还逐步发展贸易、旅游、金融服务等业务,经营规模总体较为显著。
- **化工产业链较长,品种丰富。**宜昌兴发化工产业链较长,产品种类多样,通过发展循环化工产业链,能从一定程度上增强公司抗风险能力。公司目前已在六偏磷酸钠、草甘膦等细分产品市场形成较高的占有率。
- **矿石资源及电力具备自给能力。**宜昌兴发磷矿石资源储备丰富,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。2019 年 3 月,随着后坪磷矿取得采矿许可证,公司磷矿资源储量进一步扩大,有助于增强公司矿电磷一体化优势。
- **经营业绩提升。**跟踪期内,受环保限产、行业内产能整合等因素综合影响,有机硅等产品的行业景气度较好,宜昌兴发经营业绩继续有所提升。
- **融资手段多样。**宜昌兴发外部融资渠道较为畅通,且下属上市公司兴发集团具备资本市场融资能力。兴发集团于 2018 年 2 月完成 14 亿元非公开发行股票事宜,资本实力有所增强。

## 主要风险:

- **化工、贸易行业波动性大。**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,易存在一定波动性。公司主业经营面临一定行业政策风险、商品价格波动及成本控制风险。同时公司经营过程中存在持续的安全、环保压力。
- **资金压力及项目产能释放风险。**跟踪期内,宜昌兴发继续推动化工、旅游等业务板块的项目建设及业务规模扩张,资金需求压力相应较大。且新项目投产后或面临着一定产能释放等压力。
- **债务偿付压力及流动性压力。**大量债务性融资使得宜昌兴发整体债务负担仍较重。跟踪期内,公司债务仍以短期刚性债务为主,面临较大的即期债务偿付压力和流动性压力。
- **对外担保风险。**跟踪期内,宜昌兴发对外担保规模仍较大,被担保方主要为业务往来方及关联方等,会受一定行业及区域风险传导影响,总体仍面临一定的或有损失风险。此外,公司担保业务开展过程中也面临着担保代偿风险。
- **非上市板块偿债压力。**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。此外,随着 2018 年兴发集团非公开发行股票地完成,公司对其持股比例降至 2019 年 3 月末的 22.05%,持股比例不高,且公司所持股份中 34.68%已质押,或面临一定控制权变更风险。
- **资产价值波动或减值风险。**宜昌兴发投资性房地产采用公允价值模式计量,需关注价值波动情况及影响。此外,公司下属兴发集团因草甘膦业务对外并购活动等形成了一定规模商誉资产,面临商誉减值风险。

## 评级关注

- 关注宜昌兴发下属子公司兴发集团 2019 年以来发行股份购买资产并募集配套资金事项进展情况。

## 未来展望

通过对宜昌兴发及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构维持公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性很强,并维持上述债券 AA 信用等级。

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 及其发行的 16 兴发 01 与 16 兴发 02

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照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）与 2016 年公开发行公司债券（第二期）（分别简称“16 兴发 01”与“16 兴发 02”）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 2018 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，进行了定期跟踪评级。

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。2019 年 3 月，公司上调“16 兴发 01”票面利率至 6%，经投资者行使回售权，债券目前余额为 1.13 亿元。关注“16 兴发 02”2019 年 8 月行权及回售情况。

截至 2019 年 3 月末，该公司（本部）存续期债券为 2016 年发行的两期公司债券。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，其存续债券情况如图表 1 所示。其中，“16 兴发 MTN001”、“16 兴发 MTN002”附有调整票面利率、赎回及延期条款，关注其 2019 年 9 月、11 月到期行权结果。

**图表 1. 截至 2019 年 3 月末，兴发集团存续债券情况**

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	发行期限(年)	到期日	下一行权日	票面利率 (%)
15 兴发债	6	0.96	5 (2+2+1)	2020-08-20	2019-08-20	4.40, 调整后 5.20
16 兴发 MTN001(永续债)	5	5	3 (3+N)	-	2019-09-26	5.50
16 兴发 MTN002(永续债)	5	5	3 (3+N)	-	2019-11-23	5.45
19 兴发 01	3	3	3	2022-03-15	-	6.50
<b>合计</b>	<b>19</b>	<b>13.96</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>-</b>	<b>--</b>

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

我国磷化工产业产能总体过剩。2017-2018年，随着国内环保政策的继续趋严、供给侧改革的深入推进，部分产能的出清对产品价格形成了较好支撑，相关行业景气度总体有所恢复。此外，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。

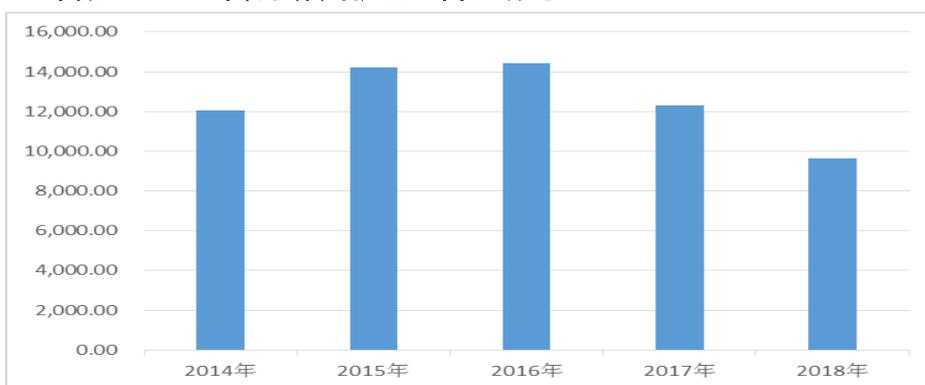
## A. 行业概况

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、日常生活等领域。

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。我国磷矿石储量从规模上仅次于摩洛哥。但我国磷矿品位普遍较低，平均品位在 20% 左右，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。分布上，国内磷矿主要集中在湖北、云南、贵州、四川、湖南等省份，五省磷矿储量合计约占全国储量的 80% 左右，其中湖北省储量占比最高。根据国土资源部数据，2017 年<sup>1</sup>末我国磷矿探明储量为 253 亿吨。其中湖北磷矿储量 63.4 亿吨，占比 25.06%。

2017-2018 年，随着国家供给侧改革深入推进以及环保高压，湖北、云南、四川等磷矿主要产地政府出台了较为严格的磷矿石限产政策或相关环保政策，导致磷矿石开车率有所下降，磷矿石市场供给因此显著减少。2018 年，我国磷矿石生产量为 9,632.60 万吨，同比继续下滑 21.77%。价格方面，2017 年磷矿石全年价格呈现先降后升的走势。受环保因素驱动及磷肥价格反弹影响，2017 年四季度价格出现回调。2018 年以来，磷矿石市场供给减少对价格形成支撑，价格较 2017 年继续有所上涨。贵州 30% 车板含税价格从 2017 年的 310 元/吨上涨到 2018 年底的 500 元/吨。

图表 2. 2014 年以来磷矿石产量（单位：万吨）

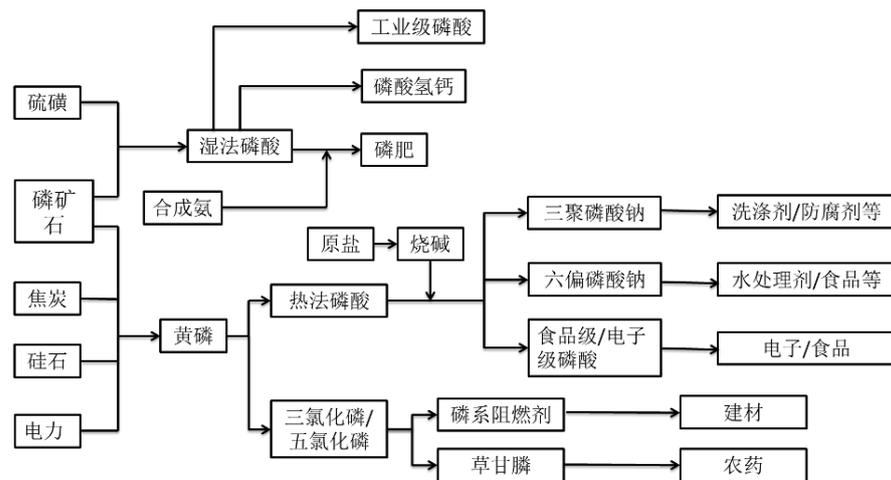


资料来源：Wind

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：

<sup>1</sup> 尚无 2018 年数据。

图表 3. 磷化工产业链



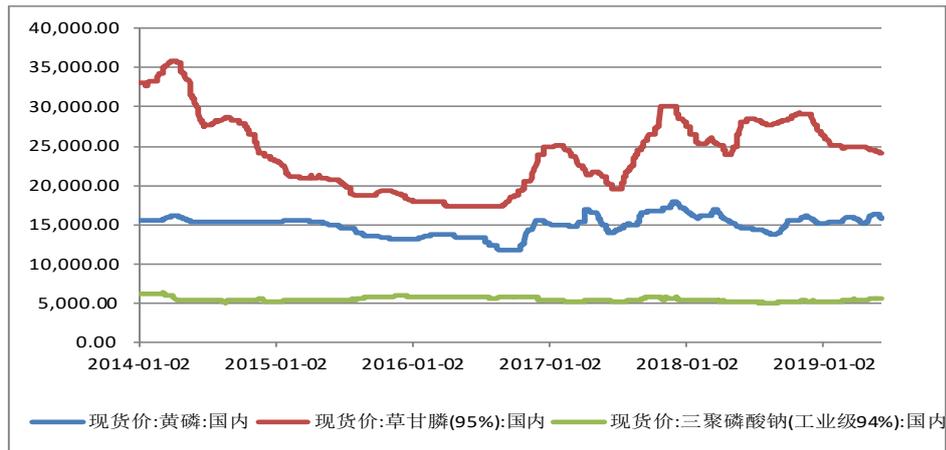
注：新世纪评级整理

从磷矿石下游产品来看，黄磷是磷酸盐系列产品的基础原料，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。

产能方面，随着黄磷产能的严重过剩，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。

价格方面，近年来我国黄磷及其下游磷化工产品价格呈现波动态势。其中黄磷方面，其价格走势具有一定周期性。2018年以来，黄磷价格受丰水期电价下调而走低，随着9月份下游生产旺季的到来，需求推动黄磷价格回升。草甘膦价格方面，2018年以来，草甘膦价格呈现波动走势，其中一季度草甘膦原药市场低迷，价格持续下滑；4月份受长江大保护相关政策深入推进，安全环保监管力度加大，叠加下游采购需求转暖，草甘膦价格上行；三季度后受汇率波动、需求淡季、成本面支撑减弱等因素影响，草甘膦价格又有所回落。

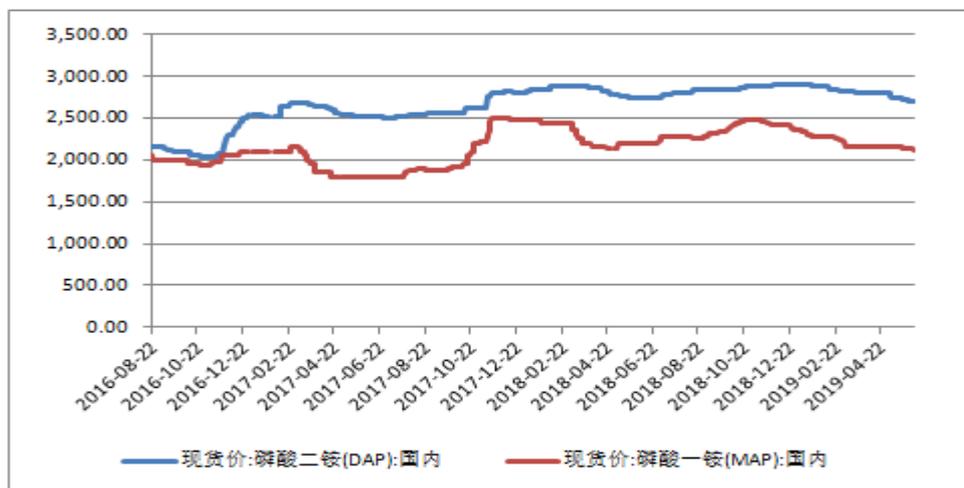
图表 4. 黄磷及部分其下游磷产品价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind

磷肥方面，我国磷肥行业一直面临着行业相对分散、产能过剩等问题。2018年全国磷肥总产量 1,696.3 万吨（ $P_2O_5$ ），同比下降 0.9%。磷复肥方面，2018年磷酸一铵产量为 1,737.80 万吨，表观消费量为 1,489.27 万吨，自给率为 116.69%；磷酸二铵产量为 1,568.90 万吨，表观消费量为 828.71 万吨，自给率为 198.32%。磷肥价格方面，2017 年四季度开始，磷肥价格出现反弹，2018 年以来，受上游磷矿供给受限、叠加下游需求回升等的影响，磷肥价格高位波动。2018 年末磷酸一铵和磷酸二铵的现货价分别为 2,360 元/吨和 2,900 元/吨左右。

图表 5. 磷酸一铵和磷酸二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

## B. 政策环境

磷矿方面，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。近年来，我国磷矿主产地纷纷出台环保限产政策，对化工环保监管趋严，也对磷矿行业的产能进行较大力度的整合。以湖北地区为例，2017 年 1 月，宜昌市出台《宜昌市磷产业发展总体规划（2017-2025 年）》，规划指出将整合关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷矿企业，不得新建产能在 50 万吨/年

以下的磷矿；2018年3月，出台《磷矿石减产计划》，计划在2018年，宜昌市磷矿开采总量降300万吨，去年总产量控制在1000万吨。同时，2017年以来，针对长江大保护，环保部、发改委及水利部出台《长江经济带生态环保保护规划》，规定了长江经济带的生态红线，并实施生态保护及修复，推进流域水污染统防统治等，对长江沿岸磷矿企业的约束力较强，对磷矿行业的产能影响较大。税收方面，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%。

磷肥方面，2014年底和2015年初，农业部发布《2020年实现农药、化肥用量零增长》的政策和《化肥、农药零增长行动方案》，要求从2015年起，主要农作物肥料利用率平均每年提升1个百分点以上，力争到2020年，主要农作物肥料利用率达到40%以上。国家推动化肥使用效率的提升来减少化肥施用量，将加快行业淘汰落后产能，加强行业集中度，利于龙头企业的发展。为消化国内过剩产能，近年来国家通过调整化肥出口关税政策来鼓励化肥出口。2016年12月23日，国务院关税税则委员会公布了《关于2017年关税调整方案的通知》，主要取消氮磷等肥料出口关税。2017年12月15日，财政部公布了《国务院关税税则委员会关于2018年关税调整方案的通知》（税委会〔2017〕27号）内容，自2018年1月1日起，氮磷钾三元复合肥由20%从价计征调整为从量按100元/吨征收。2018年12月22日，国务院关税税则委员会发布《国务院关税税则委员会关于2019年进出口暂定税率调整方案的通知》（税委会〔2018〕65号），决定自2019年1月1日起，对化肥等94项商品不再征收出口关税。化肥出口关税取消或将有利于出口，但效果仍有待观察。

### C. 竞争格局/态势

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，包括云天化集团、贵州瓮福集团、宜昌兴发等。

图表 6. 磷化工行业部分典型企业 2018 年数据概览（单位：亿元、%、次）

企业名称	核心经营指标（合并口径）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转速度	存货周转速度	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流
云天化集团	633.71	16.43	11.70	4.72	1,013.82	79.96	1.06	52.89
瓮福集团	409.07	10.27	32.90	6.60	392.37	78.33	4.05	24.07
金正大	154.82	22.20	37.33	3.85	226.10	44.72	4.83	-15.38
湖北宜化	128.12	18.40	63.01	6.08	239.27	91.86	3.14	1.66
史丹利	56.86	17.79	489.70	3.26	73.46	39.52	1.90	-3.18
六国化工	41.65	13.56	52.43	4.66	57.65	76.01	-5.26	0.64

企业名称	核心经营指标（合并口径）				核心财务数据（合并口径）			
	营业收入	毛利率	应收账款周转速度	存货周转速度	总资产	资产负债率	净利润	经营性净现金流量
宜昌兴发	380.34	9.44	40.40	20.77	347.40	67.95	7.61	24.27

资料来源：Wind

#### D. 风险关注

磷化工行业主要风险关注点包括：行业存在周期性，产品价格及原料价格波动频繁，导致企业成本控制压力大，盈利存在波动性；行业整体产能过剩问题仍严重；安全生产与环保压力加大；业内企业财务杠杆水平普遍偏高等。

## 2. 业务运营

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，并涉足了旅游、贸易、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。跟踪期内，得益于环保高压及供给侧改革等影响，部分磷化工产品景气度维持在较好水平，公司收入及利润保持增长。但同时，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、安全生产压力持续较大。此外，公司在建项目仍较多，面临一定的项目投融资压力及产能释放风险。

该公司作为国有大型磷化工生产企业，经过多年的经营积累，已形成了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，公司也围绕磷化工上下游，逐步推进硅化工、盐化工等化工领域的延伸拓展，并涉足了贸易、旅游、金融服务等领域，形成了较为多元的业务结构，近年来经营规模不断扩大。跟踪期内，公司收入仍以化工及贸易为主，是公司的核心业务收入及利润来源。此外，公司旅游、金融等其他业务目前收入占比仍不高，但其中旅游业务是公司未来发展重点之一。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
化工	国内/国外	规模/资源/成本/管理等
贸易	国内/国外	规模/成本/资本等
旅游	国内	资源/资本等
金融	国内	资本/资源等

资料来源：宜昌兴发

## (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	302.35	355.32	380.34
其中：核心业务营业收入（亿元）	299.28	351.23	376.24
在营业收入中所占比重（%）	98.98%	98.85%	98.92%
其中：（1）化工 <sup>2</sup> （亿元）	138.35	150.75	167.88
在核心业务收入中所占比重	46.23%	42.92%	44.62%
（2）贸易（亿元）	160.93	200.48	208.36
在核心业务收入中所占比重	53.77%	57.08%	55.38%
（3）旅游及其他（亿元）	3.08	4.09	4.10
毛利率（%）	7.68	8.49	9.44
其中：化工（%）	13.68	17.53	16.47
贸易（%）	1.53	0.86	2.87

资料来源：宜昌兴发

2016-2018 年，该公司实现营业收入分别为 302.35 亿元、355.32 亿元及 380.34 亿元，跟踪期内，公司经营规模继续扩大。从收入结构来看，公司仍以化工产品及贸易收入为主，2018 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 16.47%，较上年小幅下降 1.06 个百分点，但对公司当年毛利润的贡献仍很大，占比约为 77.02%；贸易的收入规模略有扩大，但毛利率上升 2.01 个百分点至 2.87%，对公司毛利润的贡献比例上升至 16.67%。此外，公司旅游、金融等其他业务收入规模及在营业收入中的占比仍较小。

### 化工业务

该公司化工业务主要由下属上市公司兴发集团（600141.SH）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<sup>3</sup>，其 2018 年内新增授权专利 83 项，至年末累计拥有专利授权 378 项，当年研发投入 2.81 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”产业链优势。

磷矿资源方面，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，还根据市场情况对外销售。截至 2018 年末，公司共有磷矿采矿权 9 个，较上年减少 4 个，主要系蒋家湾磷矿、申家山磷矿、葛坪磷矿采矿权已到期<sup>4</sup>以及店子坪磷矿<sup>5</sup>以对外转让。受此影响，2018 末公司磷矿

<sup>2</sup> 包括化工制造与化工贸易。

<sup>3</sup> 兴发集团享受高新技术企业税收优惠政策，2017 年至 2019 年所得税减按 15% 计征。

<sup>4</sup> 这三个磷矿因均开采完毕，故不再办理延期，2018 年均未贡献产量。

<sup>5</sup> 店子坪磷矿项目受居民搬迁、配套工程建设等多个问题影响，协调难度大，导致工程进度缓慢，预计较长时间内难以有效推进采矿工程建设并达产达效，因此为尽快盘活公司闲置资产，

资源基础储量为 22,841 万吨，较上年减少 3,884 万吨，公司磷矿石主要品位在 22%-26%；2018 年末公司磷矿石设计产能为 495 万吨，较上年末减少 155 万吨。此外，公司还拥有多个探矿权，截至 2018 年末，公司在探矿阶段的储量<sup>6</sup>约 2.44 亿吨。

2019 年 3 月，兴发集团收到自然资源部颁发的后坪磷矿（简称“后坪磷矿”）采矿许可证，有效期限至 2049 年 2 月 14 日。后坪磷矿矿区面积 27.90 平方公里，拥有磷矿资源储量 24,352.4 万吨。公司磷矿资源后续保障能力显著提升。但后坪磷矿具备开采条件尚需进一步投入，预计建设投资 7.56 亿元，且投入生产还需办理相关审批手续，其最终建成投产的时间尚具有不确定性。

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 2018 年末，公司共拥有水电站 32 座，较上年末增加 1 座，总装机容量 17.43 万千瓦，较上年末增长 3.32%，水电站主要位于兴山县内。2018 年公司兴山县内自有电站发电量 3.92 亿度，同比下降 38.17%，主要受政府生态排水政策的影响；当年区域内用电自给率 58.59%，亦明显下滑。相对于外购电力，公司自产电力成本较低，但易受来水量及政策等因素影响。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 9. 公司 2016~2018 年区域电力供应情况**

项目	2016 年	2017 年	2018 年
兴山县内用电量（亿度）	7.17	7.72	6.69
其中：自产上网电量（亿度）	5.27	6.34	3.92
自产电力成本（元/度）	0.18	0.16	0.20
外购电力平均成本（不含税，元/度）	0.44	0.45	0.42

数据来源：根据宜昌兴发提供数据绘制

该公司矿电一体化优势有助于业务的成本控制。除矿电外，跟踪期内公司采购量较大的原材料还包括矿石、金属硅、甲醇、液氨等，不同原料采购价格均出现不同程度的上升，公司存在一定的采购成本压力。公司磷化工产业链条较长，产品之间可以互为上下游，同时公司根据生产需要及产品调配，通过外部采购原材料用于磷化工产品生产。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。

公司将所持有的宜昌枫叶店子坪磷矿有限公司 100%股权转让给宜昌沛捷贸易有限公司，交易总价为 33,047.87 万元。

<sup>6</sup> 探矿分为普查、详查、勘探三个阶段，每个阶段都有相应的设计和最终的探矿成果，随着项目的推进，资源储量总额越来越准确，在勘探结束后办理采矿权证前会编制最终的基础储量报告，到国土部门评审备案，设立权证。

**图表 10. 公司主要原材料采购量及单价情况（单位：万吨，元/吨）**

原料	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	采购量	平均单价	采购量	平均单价	采购量	平均单价
黄磷	3.98	13,687.76	3.81	13,046.88	3.47	13,696.39
硫磺	-	-	24.46	803.96	-	-
金属硅	3.51	11,406.31	3.70	10,721.00	5.10	12,843.66
液氨	13.32	2,267.00	13.48	2,509.53	12.45	2,797.78
甲醇	16.12	2,076.25	4.23	2,514.00	12.61	2,699.89
磷矿石	61.60	380.00	171.07	254.56	210.46	352.56

数据来源：根据宜昌兴发提供数据绘制

该公司根据原料供应、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、内蒙古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，2018 年化工业务收入主要来自黄磷及精细磷产品（26.67 亿元）、化肥（17.38 亿元）、草甘膦及副产品（33.64 亿元）、磷矿石（7.35 亿元）、有机硅（23.90 亿元）等，公司化工业务主要产品中，除黄磷及精细磷产品、磷矿石收入较上年有所下滑外，其余产品收入均呈现增长态势，其中草甘膦与有机硅销售收入增长最为明显，分别较上年增长 34.62% 及 93.15%。

**图表 11. 化工业务主要产品 2018 年收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）**

项目	收入		毛利率
	金额	同比变化	
磷矿石	7.35	-19.45	57.69
黄磷及精细磷产品	26.67	-4.26	21.55
化肥	17.38	16.38	10.38
草甘膦及副产品	33.64	34.62	15.63
有机硅	23.90	93.15	39.28

数据来源：宜昌兴发

生产方面，2018 年由于采矿权到期以及矿权转让，加之环保限产等综合因素影响，该公司磷矿石产能下降 155 万吨，产量相应减少至 462 万吨，产能利用率总体保持在较好水平。黄磷方面，受环保、电力成本压力提升，以及下游需求变动影响，公司黄磷产能利用率有所下降。磷铵生产装置受四季度维护保养等因素影响，产能利用率同比有所下降，但仍处于较高水平。草甘膦方面，公司 2018 年完成内蒙古腾龙生物精细化工有限公司（简称“内蒙腾龙”）100% 股权<sup>7</sup>的收购，草甘膦年产能增加 5 万吨。公司收购内蒙腾龙之后草甘膦产能及产量上升，产能利用率有所下降，主要是内蒙腾龙因能源蒸汽供应短期限制（2019 年蒸汽已能正常供应），未能满负荷生产，影响产能利用率。有机硅方面，随着 2017 年技改的完成，以及 2018 年行业景气度总体有所上升，产能利

<sup>7</sup> 交易金额为 23,974.82 万元。

用率提升。跟踪期内，公司其他产品产能利用率基本保持在较好水平。公司磷矿石、黄磷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。公司产品生产采取以销定产为主。

**图表 12. 公司主要产品产能产量情况（单位：万吨）**

项目		2016 年	2017 年	2018 年
磷矿石	产能	655	650	495
	产量	669	608	462
三聚磷酸钠	产能	16	7	7
	产量	10	10	10
黄磷	产能	15	14	14
	产量	9	10	9
六偏磷酸钠	产能	5	5	5
	产量	5	5	5
次磷酸钠	产能	2	2	2
	产量	2	2	2
磷铵	产能	70	60	60
	产量	65	69	64
草甘膦	产能	13	13	18
	产量	12	12	14
有机硅 DMC	产能	6	7	7
	产量	6	5	7

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。

2016-2018 年兴发集团化工收入<sup>8</sup>分别为 80.97 亿元、97.58 亿元及 119.74 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、市场供需变化、国家政策等影响大。跟踪期内，公司磷矿石、黄磷、磷铵销量下滑，其他产品销量与去年基本持平或有所增长；价格方面，除次磷酸钠价格有所下降之外，其他产品价格均有不同程度上涨。其中，磷矿石方面，由于公司磷矿石当期产量下降，加之内部使用消耗仍较多，导致销量减少，磷矿石销售收入同比下降 19.45%；但同时，行业限产及安全环保高压导致磷矿石市场供给减少对价格形成支撑，公司 2018 年磷矿石销售价格较 2017 年明显上涨，带动毛利率上升 1.25 个百分点至 57.69%。黄磷方面，2018 年公司黄磷销售价格有所上升，但由于黄磷作为基础原料，内部消耗较多，收购内蒙腾龙之后，对黄磷的需求进一步增加，黄磷外销规模继续下降。精细磷

<sup>8</sup> 根据兴发集团年报数据整理，剔除化工贸易收入。

酸盐产品方面，2018 年受食品级精细磷酸盐产品价格带动，公司三聚磷酸钠和六偏磷酸钠产品价格均有所增长，而次磷酸钠由于市场需求稳定且供给充足，销售均价有所下滑。磷肥产品方面，受环保督查、供给侧改革等因素影响，加之磷矿石、合成氨等原材料价格持续上涨，使得 2018 年磷酸一铵、磷酸二铵价格较 2017 年出现不同程度的上涨；但销量受产量影响同比有所下降。有机硅产品方面，2018 年有机硅价格整体呈现“先扬后抑”的走势，前 9 个月价格持续上涨，10 月以后，因前期价格持续高位以及市场需求减弱，价格出现大幅下跌。受益于 2018 年前三季度有机硅价格的持续上涨以及有机硅单体装置技改扩能完成后装备开车情况较好，公司全年有机硅销售收入同比上升 93.15%，产品毛利率上升 7.03 个百分点至 39.28%，盈利能力显著提升。草甘膦方面，2018 年公司草甘膦价格较去年同比上升 24.99%，销售收入同比上升 34.62%，但受新并购的内蒙腾龙产能利用率较低、增加设备折旧等影响，公司草甘膦及副产品毛利率下降 7.36 个百分点至 15.63%。

**图表 13. 公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）**

项目		2016 年	2017 年	2018 年
磷矿石	销量	513	483	282
	销售价格	192	189	260
三聚磷酸钠	销量	11	10	10
	销售价格	5,550	5,780	6,062
黄磷	销量	4	3	1.5
	销售价格	11,297	13,265	13,788
六偏磷酸钠	销量	5	4	4
	销售价格	6,092	6,650	7,058
次磷酸钠	销量	2	2	2
	销售价格	12,313	13,622	12,544
磷铵	销量	70	70	63
	磷酸一铵销售价格	1,660	1,852	2,243
	磷酸二铵销售价格	1,932	2,137	2,652
草甘膦	销量	12	11	12
	销售价格	16,350	19,564	24,454
有机硅 DMC	销量	5	4	5
	销售价格	11,523	17,860	23,734

资料来源：宜昌兴发

运营管理方面，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。近年来随着国内环保安全要求的趋严，公司注重相关环节的管理及投入，2018 年兴发集团环保投入为 4.72 亿元。跟踪期内，兴发集团无重大环保、安全生产事故。但同时，磷化工行业持续面临能耗高、污染、有毒有害等风险，公司运营过程中环保、安全生产压力持续较大。

### 贸易业务

该公司贸易业务围绕公司现有产品上下游相关产业链进行，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、电解铜、甲醇、钢铁、煤炭等，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、有机硅上下游产品、有机磷及农药、肥料、氯碱化工及上下游产品、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，以销定采模式来开展贸易，并针对贸易业务制定了专门的控制制度和考核机制。公司贸易业务结算方式包括现汇、电汇、银行承兑汇票等。

贸易业务受市场波动的影响较大，2016-2018 年该公司本部及下属非上市公司贸易收入分别为 160.93 亿元、200.48 亿元及 208.36 亿元，2018 年贸易业务规模略有增长；上市公司兴发集团贸易收入分别为 62.05 亿元、60.00 亿元及 58.82 亿元，2018 年贸易规模略有下降。公司贸易业务毛利率相对较低，2016-2018 年公司本部及下属非上市公司贸易毛利率分别为 1.53%、0.86% 及 2.87%；上市公司兴发集团贸易毛利率分别为 1.30%、2.30% 及 1.44%。公司 2018 年电解铜贸易规模有所减少，但仍是最主要的贸易品种。公司电解铜上下游客户包括贸易商及生产企业，账期均为 15-20 天。总体来看，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，在经济面临下行压力的背景下，贸易业务风控压力较大。

图表 14. 主要贸易产品情况（单位：亿元）

运营主体	2017 年		2018 年	
	主要品种	销售金额	主要品种	销售金额
本部及下属非上市公司	电解铜	146.76	电解铜	128.52
	金属硅	28.63	锌锭	9.86
	甲醇	15.79	金属硅	1.81
	氯化钾	3.22	甲醇	0.95
	螺纹钢	1.36	电煤	0.50
上市公司兴发集团	乙二醇	10.57	乙二醇	11.49
	磷酸二铵	5.73	磷酸氢二铵	10.31
	磷酸一铵	5.02	磷酸一铵	9.21
	磷酸氢二铵	4.66	磷酸二铵	5.05
	工业黄磷	3.72	硫磺	2.31

资料来源：宜昌兴发

## 旅游业务

该公司旅游业务包括景区经营和酒店业务，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、神农架巴桃园等景点，以及昭君山庄、神农山庄等酒店。2016-2018年，公司旅游板块实现收入分别为 2.24 亿元、2.48 亿元及 2.82 亿元，实现毛利 0.75 亿元、0.71 亿元及 0.86 亿元，跟踪期内旅游板块业务收入和毛利均有所增长。

景区方面，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。朝天吼漂流景区亦是公司目前最主要的景区收入来源。

2018 年该公司旅游板块下属商贸公司收入 4,865.22 万元，主要为景区内的商品销售，同比上升 63.10%；同时，公司还拥有宜昌神兴旅行社、神农架神兴旅行社两个旅行社，2018 年实现收入 7,738.89 万元，同比上升 13.01%。

**图表 15. 2016-2018 年旅游板块收入构成情况（单位：万元）**

项目	2016 年	2017 年	2018 年
<b>朝天吼：收入（包括门票、餐饮）（万元）</b>	2,695.47	3,493.85	4,378.33
游客数量(万人)	19.78	24.74	29.50
<b>昭君村：收入（门票）（万元）</b>	225.80	206.30	416.04
游客数量(万人)	10.03	9.07	15.98
<b>巴桃园：收入（门票）（万元）</b>	76.11	129.33	238.03
游客数量(万人)	2.83	3.71	5.77
<b>旅游码头：收入（门票）（万元）</b>	123.07	166.83	194.29
游客数量(万人)	5.52	4.90	3.68
<b>后河景区：收入（门票）（万元）</b>	124.38	217.58	339.4
游客数量(万人)	1.68	1.91	4.41
<b>商贸公司：收入（景区商品销售）（万元）</b>	3,229.43	2,982.97	4,865.22
<b>神兴旅行社：收入（万元）</b>	5,509.37	6,847.98	7,738.89

资料来源：宜昌兴发

酒店方面，该公司旗下酒店主要位于神农架景区周边以及公司旗下景区附近，从经济型酒店到高档酒店均有涉及。其中，五峰假日酒店为快捷酒店（三星），于 2018 年 11 月开业，位于五峰县土家族自治县五峰镇石梁司村，作为五峰滑雪场的配套酒店。受周边旅游景区热度的拉动，公司酒店业务收入总体有所增长。

**图表 16. 2016-2018 年酒店运营情况（单位：万元、%）**

酒店名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
昭君山庄	2,622.44	58.93	2,961.66	66.07	3,366.43	63.51
神农山庄	1,739.45	29.57	2,103.14	40.21	2,357.18	38.87

酒店名称	2016年		2017年		2018年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
惠苑国际 <sup>9</sup>	1,666.08	55.46	1,527.14	48.10	3.35	--
假日酒店	384.10	40.89	410.51	51.58	407.72	46.23
神农酒店	437.39	18.85	453.75	14.17	594.41	19.53
神农架宾馆	904.45	44.17	1,000.81	48.14	1,171.17	50.00
五峰国际大酒店	1,516.61	53.18	1,661.01	56.45	2,247.63	40.48
五峰假日酒店	--	--	--	--	11.84	21.77
合计	9,270.52	--	10,118.02	--	10,159.73	--

资料来源：宜昌兴发

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。跟踪期内，公司旅游板块主要在建项目为昭君景区的基础设施建设项目、高岚深度开发及峡口旅游码头改扩建工程等<sup>10</sup>。

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，该板块业务或有较大的发展潜力。

## 金融业务

该公司金融业务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2018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2018年末，金泰担保在担保余额为9.46亿元，当年实现营业收入0.28亿元，同比增长45.12%。年末金泰担保共有5笔代偿，金额共计0.24亿元，已追偿0.08亿元。2018年金泰担保提取担保业务准备金0.12亿元。

图表 17. 金泰担保业务发展情况

项目	2016年	2017年	2018年
当期担保发生额(万元)	70,238	85,479	98,023
期末担保余额(万元)	78,325	86,158	94,610
期末在保项目(个)	128	135	190

资料来源：宜昌兴发

截至2018年末，小贷公司注册资本为1亿元，公司持有其60%股权。2018

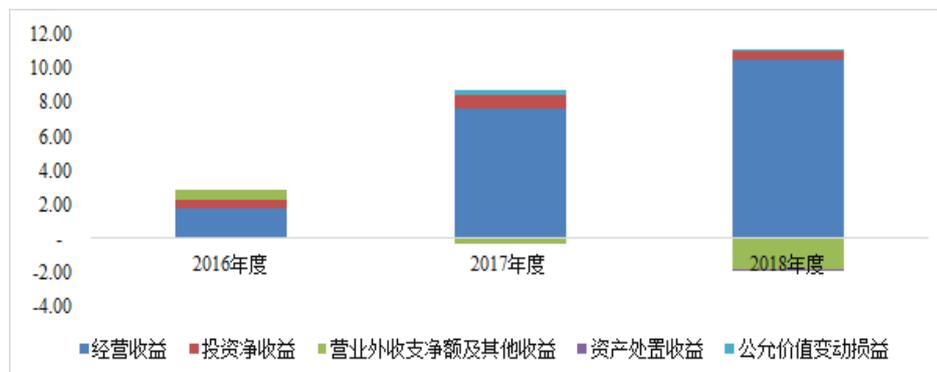
<sup>9</sup> 惠苑国际已于2017年11月份停业装修，2018年收入为酒店门口神农架信用社ATM机的租金收入。

<sup>10</sup> 项目情况见“运营规划/经营战略”部分。

年小贷公司发放贷款 125 笔，金额共计 3.55 亿元，截至 2018 年末贷款余额共计 1.89 亿元，无逾期贷款；当年实现收入 0.18 亿元。

## (2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据宜昌兴发所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司利润主要来源于主业经营，但投资收益、营业外收入等非经常性损益对利润也形成一定影响。跟踪期内，受化工行业环保限产、供需关系调整等因素影响，公司经营的化工产品价格总体有所上涨，主业经营业绩保持增长，对利润的贡献程度继续有所提升，2016-2018 年，公司实现的经营收益分别为 1.80 亿元、7.67 亿元及 10.55 亿元。

2016-2018 年，该公司实现营业收入分别为 302.35 亿元、355.32 亿元及 380.34 亿元，同年实现毛利分别为 23.23 亿元、30.16 亿元及 35.90 亿元，综合毛利率分别为 7.68%、8.49% 及 9.44%。跟踪期内，公司毛利润规模及毛利率水平均有所提升。同时，随着经营规模的不断扩大，公司期间费用规模亦有所增长，2016-2018 年分别为 17.88 亿元、20.45 亿元及 22.00 亿元，主要是人工、研发、运保费等支出增长所致；但随着公司不断推进成本费用管控，期间费用率总体保持稳定，同期分别为 5.91%、5.76% 及 5.79%。另外，同期公司计提资产减值损失分别为 1.48 亿元、0.26 亿元及 1.26 亿元，其中 2018 年较 2017 年明显上升，主要包括坏账损失 0.52 亿元、存货跌价损失 0.34 亿元及商誉减值损失 0.40 亿元。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	302.35	355.32	380.34
毛利（亿元）	23.23	30.16	35.90
期间费用率（%）	5.91	5.76	5.79
其中：财务费用率（%）	2.48	2.12	2.09
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>8.10</b>	<b>7.66</b>	<b>8.04</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>0.14</b>	<b>0.24</b>	<b>0.70</b>

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

跟踪期内，投资净收益、营业外收入、公允价值变动损益、资产处置收益等非经常性损益对该公司利润也形成一定影响。2016-2018 年，公司投资净收益分别为 0.43 亿元、0.77 亿元及 0.44 亿元，主要是所持长期股权投资产生的投资收益；同年，公司收到的政府补助分别为 0.65 亿元、0.57 亿元及 0.70 亿元。此外，公司 2018 年营业外收支净额及其他收益为-1.76 亿元，主要是因环保原因报废固定资产导致营业外支出增加。总体来看，得益于主业经营增长的带动，公司跟踪期内利润规模实现较好增长，2016-2018 年分别实现净利润 1.59 亿元、6.46 亿元及 7.61 亿元。

**图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	0.43	0.77	0.44
其中：持有长期股权投资实现的投资收益	0.34	0.70	0.66
营业外收支净额及其他收益（亿元）	0.66	-0.30	-1.76
其中：政府补助（亿元）	0.65	0.57	0.70
资产处置收益	-	0.04	-0.04
公允价值变动损益（亿元）	-	0.23	0.00

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

### (3) 运营规划/经营战略

作为集化工、贸易、旅游等多项业务于一体的大型国有企业，该公司主业呈现多元化。公司长期专注于磷化工产业发展，建立了较完整的磷化工产业链。同时，公司利用所在地域独特的旅游资源，进行景区、配套酒店等旅游板块业务的发展。

化工板块，该公司持续通过产能建设、技改升级以及对外股权投资扩大经营规模，存在持续的资本性支出需求。跟踪期内，公司推进了后坪探矿项目、300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目、兴瑞有机硅技术升级改造项目等的建设。其中 300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目总投资 12.42 亿元，主要建设内容包括 100 万吨/年浮选装置、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。项目规划建设期为 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。资金方面，2018 年 2 月，公司下属上市公司兴发集团完成非公开发行股票事宜，募集资金 14 亿元，其中拟使用募集资金 10 亿元用于增资宜都兴发并新建 300 万吨/年低品位胶磷矿选矿及深加工项目<sup>11</sup>，截至 2018 年末，该项目已累计投资 2.13 亿元。此外，兴发集团已收到中国农发重点建设基金有限公司以现金方式对项目主体宜都兴发进行增资（金额为 1.67 亿元，投资

<sup>11</sup> 拟使用募集资金 4 亿元用于偿还银行贷款。

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。另外，2018 年公司控股子公司湖北兴瑞硅材料有限公司（简称“兴瑞公司”）<sup>12</sup>新增有机硅技术升级改造项目，计划总投资 6.88 亿元，建设周期 24 个月，主要通过通过对现有有机硅单体生产装置的技术升级改造，并配套建设辅助环保设施等，最终形成 36 万吨/年的有机硅单体产能，截至 2018 年末，该项目已累计投资 0.51 亿元，还处于初期投入阶段。该项目资金将主要通过募集资金解决。2019 年，公司下属兴发集团发布公告，拟通过发行股份方式，向公司、浙江金帆达生化股份有限公司购买两者合计持有的兴瑞公司 50.00% 股权，并募集配套资金总额不超过 15 亿元。募集资金拟用于上述有机硅技术升级改造项目（5.20 亿元）及 10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目（2.4 亿元）、偿还银行借款（7.2 亿元）、补充流动资金（0.20 亿元）。

此外，旅游板块作为该公司未来发展的重点，在昭君景区开发建设等项目上也存在资金投入需求。总体而言，公司在建工程体量较大，后续仍有一定投资需求，加之贸易规模扩大带来的日常运营资金需求增加，公司仍面临一定的投融资压力。

**图表 21. 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

项目名称	规划总投资	截至 2018 年末已投资额	(拟) 资金来源
股份后坪响探工程 <sup>13</sup>	6.45	8.30	自筹、贷款
兴福 2 万吨/年 TMAH 回收利用项目一期工程	1.59	1.04	自筹
兴瑞公司副产氢气综合利用项目	1.12	0.73	自筹
宜都 300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目	12.42	2.13	自筹、募集、贷款
龙马黄磷尾气综合利用项目	1.32	0.98	自筹、贷款
兴瑞有机硅技术升级改造项目	6.88	0.51	自筹、募集
股份古洞口 I 级水电站增效扩容改造项目	1.17	0.31	自筹
吉星 2 万吨/年次磷酸钠项目	1.64	0.23	自筹
昭君文化旅游景区基础设施建设项目	6.00	1.16	自筹、贷款
高岚深度开发	1.58	1.31	自筹
平邑口工业园区基础设施项目	3.55	3.23	自筹
香溪河右岸公路峡平段工程	1.40	1.23	自筹
峡口港二期扩建工程	2.98	2.48	自筹、贷款

资料来源：宜昌兴发

## 管理

**跟踪期内，该公司产权状况稳定。公司董事及监事成员发生变动，属于正常人员调整，对公司日常管理、生产经营无重大影响。**

跟踪期内，该公司股权架构保持稳定，截至 2018 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，根据兴山县国资局《关于宜昌兴发集团有限责任公司董事会、监事会及经理层成员职务任免的通知》（兴国资文【2018】40 号），公司董事会及监事会成员发生变动，其中董事会成员由原李国璋、舒龙、易行国、袁兵、

<sup>12</sup> 兴发集团、该公司及浙江金帆达生化股份有限公司分别持有其 50%、20% 及 30% 股权。

<sup>13</sup> 探矿时间拉长，投入增加。

李胜佳、周明、熊峰、胡泽寒、李美辉变更为李国璋、易行国、舒龙、袁兵、舒化涛、万忠献、汪家乾、李志飞、李美辉。公司本次人事变动属于正常人员调整，对公司的日常管理、生产经营无重大影响。

跟踪期内，根据公开信息查询及该公司提供资料显示，公司及其余下属核心子公司均不存在重大不良行为记录。

**图表 22. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019-3-14/ 2019-1-28/ 2019-2-21/	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019-6-13	正常	正常
重大诉讼	最高人民法院失信被执行人信息查询平台/公司情况说明	2019-6-13	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2019-6-13	无	无
质量	公司情况说明	2019-6-13	无	无
安全	公司情况说明	2019-6-13	无	无

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

跟踪期内，随着经营利润的积累及兴发集团完成增发，该公司权益规模扩大，但受债务较快增长影响，负债经营程度仍处于较高水平。公司负债以短期刚性债务为主，面临的流动性压力依然较大。且公司在建项目的规划支出较大，后续仍面临一定的资本性支出需求。但跟踪期内，随着经营规模的扩大及主业盈利的提升，公司经营性现金流仍保持一定规模净流入，能对即期债务偿付形成必要保障。且公司融资渠道较为多样，上市公司资本市场融资的进行，也有助于缓解发展过程中的资金压力。此外，公司对外担保仍面临一定的或有风险；且公司经营性及偿债资源仍大量集中在上市公司兴发集团。

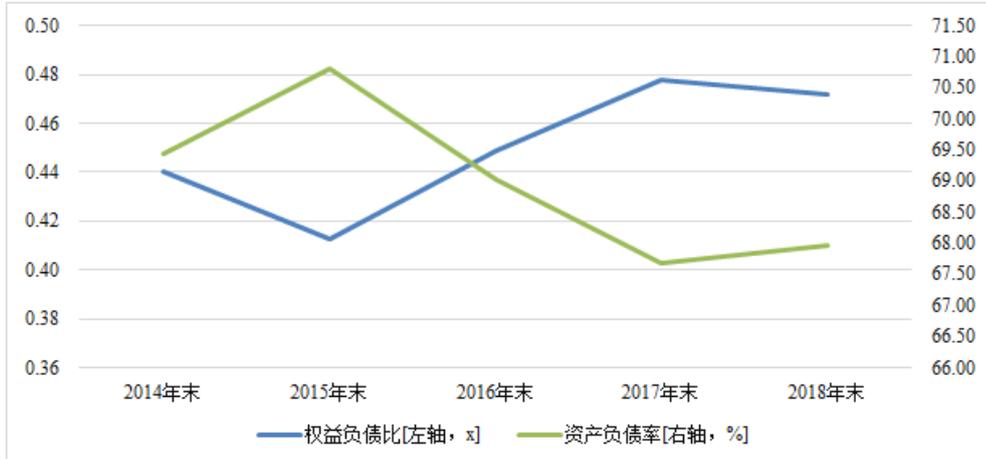
### 1. 数据与调整

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016-2018 年财务数据进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。其中 2018 年，公司根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号），对应收票据、应收账款、其他应收款、固定资产、在建工程、应付票据、应付账款、其他应付款、管理费用、研发费用等科目进行了重分类调整。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 23. 公司财务杠杆水平变动趋势



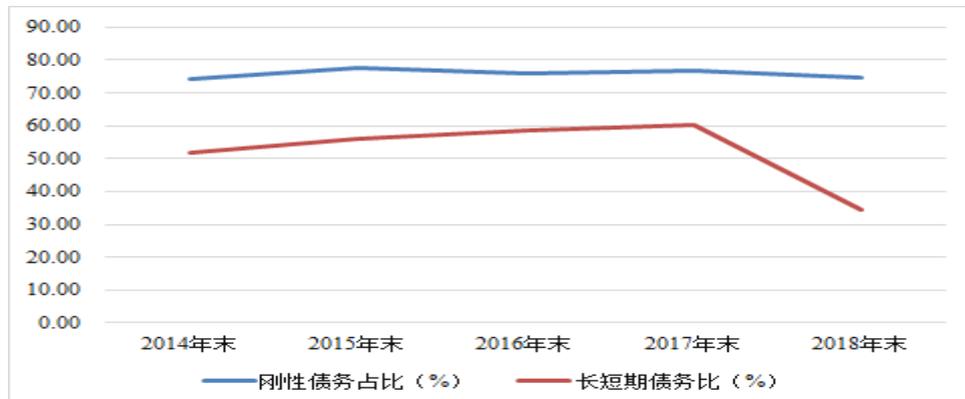
资料来源：根据宜昌兴发所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务规模进一步扩大，年末负债总额为 236.08 亿元，较上年末增长 14.80%。同时受益于经营积累及兴发集团完成增发，公司权益资本保持增长，年末所有者权益为 111.33 亿元，较上年末增长 13.36%。公司年末资产负债率较上年末略升 0.28 个百分点至 67.95%。此外，公司所有者权益中存在下属兴发集团 2016 年发行的本金合计为 10 亿元的两期永续中票，若将其计入负债，则公司资产负债率将超过 70%。总体来看，公司负债经营程度仍处于较高水平。

此外，该公司主业大量集中在上市子公司兴发集团，导致公司少数股东权益占比较高，占年末所有者权益的比例为 63.29%，年末归属于母公司所有者权益为 40.86 亿元。

### (2) 债务结构

图表 24. 公司债务结构及核心债务<sup>14</sup>



<sup>14</sup> 其他应付款不含应付利息及应付股利，应付利息计入刚性债务。

核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	130.03	152.21	154.74	157.87	176.14
应付账款 (亿元)	17.61	18.76	17.20	19.13	24.17
预收账款 (亿元)	5.05	1.95	4.63	6.43	5.64
其他应付款 (亿元)	3.25	2.92	6.03	2.99	7.87
刚性债务占比 (%)	74.06	77.62	76.04	76.77	74.61
应付账款占比 (%)	10.03	9.57	8.45	9.30	10.24
预收账款占比 (%)	2.87	1.00	2.27	3.12	2.39
其他应付款占比 (%)	1.85	1.49	2.96	1.45	3.34

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据绘制。

从债务期限来看，跟踪期内，该公司债务结构仍以短期债务为主，2018 年末流动负债为 175.54 亿元，较上年末增长 36.71%。公司流动负债主要由短期刚性债务、应付账款及其他应付款构成。其中年末公司短期刚性债务为 133.66 亿元，占年末公司流动负债的比重为 76.14%，较上年末增长 37.63%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债等构成。公司年末应付账款为 24.17 亿元，较上年末增长 26.32%，主要包括采购款与工程款等；年末其他应付款较上年末上升 163.66% 至 7.87 亿元，主要系往来款（3.29 亿元）以及新增收购湖北泰盛化工有限公司（简称“泰盛化工”）少数股权款（余额 4.23 亿元）<sup>15</sup>。同年末，公司非流动负债仍主要由长期借款与应付债券构成，年末非流动负债较上年末减少 21.61% 至 60.54 亿元，主要由于部分长期借款及应付债券转入流动负债所致。

### （3）刚性债务

图表 25. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>87.87</b>	<b>100.08</b>	<b>98.62</b>	<b>97.11</b>	<b>133.66</b>
其中：短期借款	67.52	61.84	52.15	74.20	82.32
一年内到期非流动负债	16.35	15.79	32.12	16.43	33.31
应付短期债券	-	14.98	9.99	-	5.00
应付票据	3.04	6.18	2.91	5.70	12.08
其他短期刚性债务	0.97	1.29	1.45	0.79	0.95
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>42.16</b>	<b>52.13</b>	<b>56.12</b>	<b>60.75</b>	<b>42.48</b>
其中：长期借款	26.23	30.26	34.09	46.79	39.41
应付债券	15.92	21.87	19.92	11.94	0.95
其他中长期刚性债务	-	-	2.11	2.02	2.12
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	<b>5.3</b>	<b>5.26</b>	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

<sup>15</sup> 泰盛化工为公司草甘膦业务运营主体。2018 年 10 月 29 日，兴发集团与志弘国际有限公司签订了关于收购泰盛化工 25% 股权的《股权转让协议书》，收购对价为 5.23 亿元，通过分期付款方式支付。收购完成后，泰盛化工为兴发集团全资控股企业。

2018 年末，该公司刚性债务为 176.14 亿元，较上年末增长 11.57%，其中短期刚性债务为 133.66 亿元，较上年末增长 37.63%，占年末刚性债务的 75.88%。公司刚性债务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 116.08 亿元和 32.64 亿元。此外，兴发集团存续期债券中还存在两期永续中票，本金合计 10 亿元，公司计入权益。总体来看，公司刚性债务偿付压力及流动性压力较大。

从刚性债务构成来看，2018 年末，该公司短期借款为 82.32 亿元，较上年末增长 10.95%，包括信用借款 10.24 亿元、保证借款 47.22 亿元、抵质押借款 24.86 亿元，利率区间为 3.50-5.22%；一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款（22.31 亿元）及应付债券（11.00 亿元），较上年末上升 102.75%至 33.31 亿元，主要由于部分长期借款及应付债券转入。年末公司长期借款较上年末减少 15.76%至 39.41 亿元，包括信用借款 9.56 亿元、保证借款 14.70 亿元、抵质押借款 15.15 亿元，长期借款利率区间为 4.75%-6.00%；另外随着“14 兴发 MTN001”临近到期以及“16 兴发 01”、“16 兴发 02”将于 2019 年行权，相关债券转入流动负债，导致年末公司应付债券较上年末下降 92.04%至 0.95 亿元，余额为“15 兴发债”。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 26. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	29.61	27.82	27.46	24.47	26.61
营业收入现金率（%）	113.45	112.58	95.00	98.85	94.80
业务现金收支净额（亿元）	3.12	10.83	20.29	38.98	20.32
其他因素现金收支净额（亿元）	-7.27	-5.47	-8.57	-8.46	3.95
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-4.15	5.36	11.72	30.51	24.27
EBITDA（亿元）	19.70	17.40	19.53	24.65	26.08
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.12	0.13	0.16	0.16
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.40	2.06	2.41	3.22	3.25

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2018 年该公司营业收入现金率为 94.80%，较上年下降 4.05 个百分点，受票据贴现及背书等因素影响，公司营业收入现金率仍不高；加之存货增加，2018 年公司经营活动现金流净额为 24.27 亿元，较上年减少 20.45%。总体来看，跟踪期内，公司经营活动现金净流入仍较充裕，能对公司债务偿付形成必要保障。

得益于盈利水平提升，2018年，该公司 EBITDA 为 26.08 亿元，较上年增长 5.80%。当年，公司 EBITD 对刚性债务的覆盖倍数为 0.16 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 3.25 倍，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度与去年持平，对利息的覆盖程度有所提升。

## (2) 投资环节

图表 27. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	0.11	-2.08	-3.51	0.56	-2.00
其中：理财产品投资回收与支付净额	-	-	-	-	-
其中：与主业有关的投资净额	-0.27	-2.08	-3.51	0.56	-2.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-12.65	-13.99	-20.83	-19.04	-14.42
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.06	1.53	-0.03	-0.37	-2.38
投资环节产生的现金流量净额	-8.47	-14.54	-24.37	-18.85	-18.80

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理

跟踪期内，该公司继续推进化工及旅游板块建设，保持了较大的投资力度，公司投资活动现金流持续呈现净流出状态。2016-2018 年，公司投资活动现金净流出规模分别为 24.37 亿元、18.85 亿元及 18.80 亿元，跟踪期内，净流出规模仍较大。后续来看，随着公司业务不断拓展，公司将持续面临一定资本性支出压力。

## (3) 筹资环节

图表 28. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	0.17	-0.28	10.00	-1.19	10.52
其中：永续债及优先股	-	-	10.00	-	-
债务类净融资额	13.45	10.61	1.58	-7.76	-9.69
其中：现金利息支出	8.12	7.97	7.94	8.38	8.11
筹资环节产生的现金流量净额	13.62	10.32	11.58	-8.96	0.83

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

该公司融资渠道较为丰富，能通过银行借款及发行债券等方式融入资金，同时也能通过上市子公司兴发集团在资本市场中融入资金。跟踪期内，公司偿还了部分银行借款及到期债券，同时下属兴发集团完成增发并新发行了 5 亿元短期融资券，筹资环节产生的现金流入与流出规模相当，整体看 2018 年公司筹资活动现金流净额呈现净流入状态，金额为 0.83 亿元。

#### 4. 资产质量

图表 29. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	51.15	59.88	63.17	63.59	81.51
	20.23	21.62	21.43	20.93	23.46
其中：货币资金（亿元）	16.09	18.58	12.93	18.17	27.66
应收票据（亿元）	6.32	7.55	10.22	4.39	4.36
应收款项（亿元）	8.04	9.27	10.51	8.96	9.87
预付款项（亿元）	2.72	3.03	3.86	4.86	4.17
存货（亿元）	11.44	12.54	11.19	14.59	18.57
其他应收款（亿元）	2.34	2.63	8.34	4.48	4.29
其他流动资产（亿元）	4.21	6.25	6.10	8.13	12.54
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	201.70	217.05	231.65	240.25	265.89
	79.77	78.38	78.57	79.07	76.54
其中：长期股权投资（亿元）	3.05	5.32	9.40	9.71	12.55
投资性房地产（亿元）	38.06	38.06	38.17	42.55	42.51
固定资产（亿元）	101.74	115.23	124.81	126.38	139.81
在建工程（亿元）	22.93	24.44	24.42	29.83	36.08
无形资产（亿元）	20.72	20.80	20.49	16.23	15.14
商誉（亿元）	8.79	7.91	7.61	7.99	10.12
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>71.46</b>	<b>72.66</b>	<b>72.57</b>	<b>67.37</b>	<b>60.97</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>45.75</b>	<b>42.24</b>	<b>30.29</b>	<b>37.26</b>	<b>40.01</b>

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

2018 年末该公司资产总额为 347.40 亿元，较上年末增长 14.33%。作为生产型企业，公司非流动资产占资产总额的比重高，2018 年末公司非流动资产总额为 265.89 亿元，较上年末增长 10.67%。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 139.81 亿元，较上年末增长 10.62%，主要是在建工程转入及企业并表，年末固定资产主要由房屋建筑物及机器设备等构成。在建工程中，公司继续推进化工及旅游板块的项目建设，年末在建工程余额为 36.08 亿元，较上年末增长 20.98%，主要是新增兴瑞有机硅技术升级改造项目、兴瑞公司副产氢气综合利用项目、股份古洞口 I 级水电站增效扩容改造项目等项目的建设。公司年末投资性房地产仍为公司持有的酒店资产和南诚丹陛华市场大楼<sup>16</sup>等，采用公允价值计量，公司年末投资性房地产余额为 42.51 亿元，与去年基本持平，年末 9.81 亿元投资性房地产尚在办证中。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权等，年末无形资产较上年末下降 6.72% 至 15.14 亿元，主要由于公司处置了店子坪磷矿采矿权。此外，公司年末长期股权投资为 12.55 亿元，较上年末上升 29.33%，主要为围绕化工主业的对外股权投资，当年增

<sup>16</sup> 从事市场物业出租。

加部分主要是增加对宜昌星兴蓝天科技有限公司投资 1.47 亿元<sup>17</sup>和因新增湖北吉星化工集团有限责任公司投资所转入的对湖北宜安联合实业有限责任公司投资 2.33 亿元<sup>18</sup>；公司长期股权投资 2018 年权益法下确认的投资收益为 0.66 亿元、宣告发放现金股利或利润 0.35 亿元。公司年末商誉余额 10.12 亿元，较上年末增加 26.64%，增量部分主要是收购内蒙腾龙股权形成，公司 2018 年对商誉合计计提了 0.40 亿元的减值，公司化工业务周期性及波动性较大，关注商誉减值风险。

2018 年末该公司流动资产为 81.51 亿元，较上年末增加 28.18%。公司年末流动资产仍主要由货币资金、应收票据、应收账款、存货、其他应收款和其他流动资产等构成。其中，由于 2018 年子公司兴发集团收到定增募集资金，年末公司货币资金较上年末增长 52.21%至 27.66 亿元，其中受限资金为 8.98 亿元，主要由于票据、信用证及借款保证金/存出保证金。跟踪期内，随着运营规模扩大，公司年末应收账款较上年末上升 10.17%至 9.87 亿元，年末应收票据（全部为银行承兑汇票）4.36 亿元，与去年基本持平。公司年末存货较上年末增长 27.31%至 18.57 亿元，仍主要为原材料与库存商品。公司年末其他应收款为 4.29 亿元，较上年末小幅下降 4.16%，主要包括往来款及借款（5.18 亿元）、押金及保证金（0.08 亿元）等，已计提坏账准备 0.97 亿元。此外，公司年末其他流动资产增至 12.54 亿元，较上年末增长 54.26%，主要是待抵扣税款增至 7.94 亿元，结构性存款、定期存单 1.31 亿元，以及小贷公司的委托贷款等。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值为 60.97 亿元，除货币资金外，受限资产还包括应收账款 0.64 亿元、应收票据 1.31 亿元、其他流动资产 0.30 亿元、长期股权投资 10.45 亿元（主要为以持有的保康县尧治河桥沟矿业有限公司、湖北宜安联合实业有限责任公司、兴发集团的股权质押）、固定资产 16.96 亿元、投资性房地产 22.59 亿元和无形资产 4.87 亿元。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 30. 公司资产流动性指标**

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	44.18	47.67	49.20	49.52	46.44
速动比率（%）	31.95	35.27	37.47	34.38	33.48
现金比率（%）	19.35	20.80	18.03	17.57	18.25

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

受流动负债规模扩大的影响，该公司持续面临一定的流动性压力。2018 年末，公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 46.44%、34.48%和 18.25%。

<sup>17</sup> 处于建设阶段，主要建设合成氨产能。可为公司磷铵生产提供原材料保障。

<sup>18</sup> 2018 年出资 0.22 亿元取得湖北吉星化工集团有限责任公司 10%股权后对其持股比例合计为 55%，纳入并表范围。

## 6. 表外事项

截至 2018 年末，除对该公司合并口径担保业务外，还存在对并表范围外的企业的对外担保，年末公司对外担保余额为 13.75 亿元。公司担保的企业包括参股公司等关联方、业务往来方以及兴山县内企业等，会受一定行业及区域风险传导影响，总体面临一定担保风险。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

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企业负责。公司通过对下属企业派遣高级管理人员，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。2018 年末，公司本部资产规模为 50.39 亿元，负债规模为 33.89 亿元；2018 年度，公司本部实现营业收入 143.65 亿元，实现净利润 0.91 亿元，当年经营活动现金流净额为 2.12 亿元。

该公司主业分布在本部及多家子公司，其中大量经营性资源集中在具有较强独立性的上市公司兴发集团。截至 2018 年末兴发集团资产总额为 256.59 亿元、所有者权益为 84.60 亿元；2018 年实现营业收入 178.55 亿元、净利润 7.95 亿元；经营活动现金净流量为 18.99 亿元。兴发集团于 2018 年 2 月完成非公开发行股票事宜<sup>19</sup>，公司所持兴发集团的股份比例有所稀释。截至 2019 年 3 月末，公司持有兴发集团 1.60 亿股，持股比例由 2017 年末的 25.18% 下降至 22.05%，其中 0.56 亿股已用于质押。

总体来看，该公司母公司/非上市板块承债较多，但业务整体盈利能力相对有限，资金周转及债务偿付受贸易等业务回款、上市公司股票市值、投资性房地产价值等因素影响较大。

## 外部支持因素

该公司与多家金融机构保持了长期良好的合作关系，截至 2018 年末，公司获得的银行授信总额为 228.22 亿元，其中尚有 70.60 亿元未使用。

**图表 31. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	已用额度	结余额度	附加条件/增信措施
全部（亿元）	228.22	157.62	70.60	-
其中：国家政策性金融机构（亿元）	23.00	19.11	3.89	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	89.19	58.43	30.76	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	49.16	49.20	49.07	-

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。（截至 2018 年末）

<sup>19</sup> 兴发集团向宜昌兴发、鼎铭投资在内的共 9 名认购对象非公开发行人民币普通股（A 股）股票 1.05 亿股。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

该公司发行的“16 兴发 01”与“16 兴发 02”，发行规模均为 4 亿元，发行期限均为 5 年，并附有第 3 年末发行人调整票面利率选择权与投资者回售选择权。其中截至 2019 年 3 月 8 日，“16 兴发 01”已完成回购数量 287,000 手，回售金额为 2.87 亿元，“16 兴发 01”目前余额 1.13 亿元。跟踪期内，“16 兴发 02”尚未到回售条款可执行期，需关注后续可能的投资者回售压力。

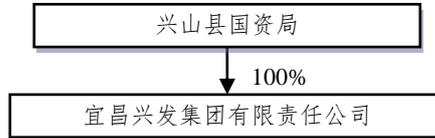
## 跟踪评级结论

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，并涉足了旅游、贸易、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。跟踪期内，得益于环保高压及供给侧改革等影响，部分磷化工产品景气度维持在较好水平，公司收入及利润保持增长。但同时，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、安全生产压力持续较大。此外，公司在建项目仍较多，面临一定的项目投融资压力及产能释放风险。

跟踪期内，随着经营利润的积累及兴发集团完成增发，该公司权益规模扩大，但受债务较快增长影响，负债经营程度仍处于较高水平。公司负债以短期刚性债务为主，面临的流动性压力依然较大。且公司在建项目的规划支出较大，后续仍面临一定的资本性支出需求。但跟踪期内，随着经营规模的扩大及主业盈利的提升，公司经营性现金流仍保持一定规模净流入，能对即期债务偿付形成必要保障。且公司融资渠道较为多样，上市公司资本市场融资的进行，也有助于缓解发展过程中的资金压力。此外，公司对外担保仍面临一定的或有风险；且公司经营性及偿债资源仍大量集中在上市公司兴发集团。

附录一：

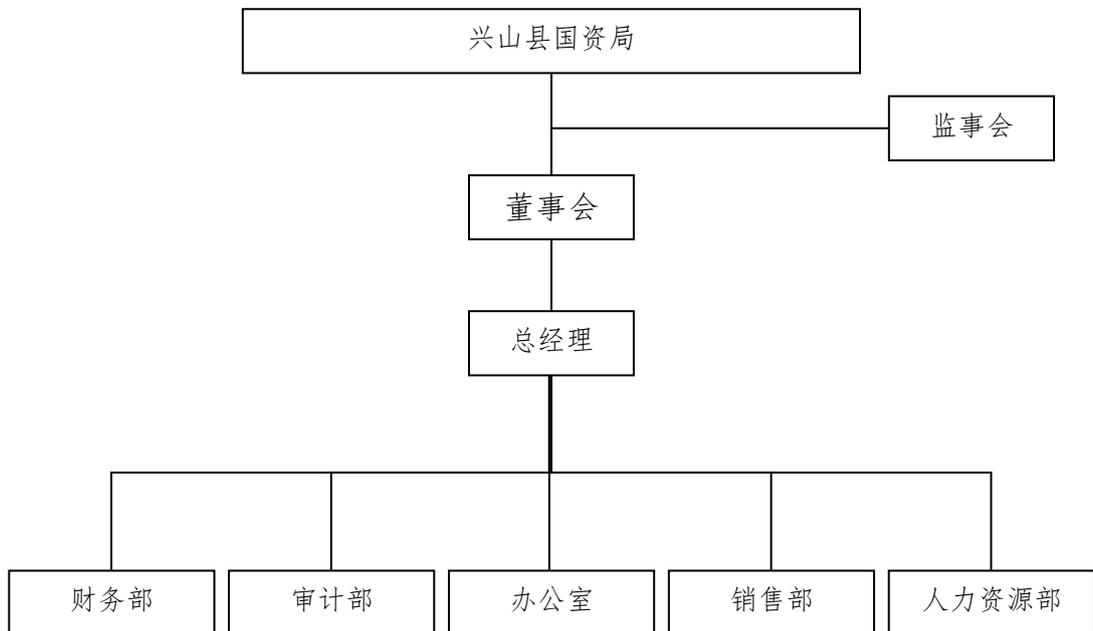
公司与实际控制人关系图



注：根据宜昌兴发提供的资料绘制（截至评级报告日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据宜昌兴发提供的资料绘制（截至评级报告日）。

## 附录三：

## 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	EBITDA	
宜昌兴发集团有限责任公司	宜昌兴发	公司本部	—	化工、贸易	32.64	16.49	143.65	0.91	2.12	2.26	
湖北兴发化工集团股份有限公司	兴发集团	核心子公司	22.05 <sup>20</sup>	化工	116.08	84.60	178.55	7.95	18.99	21.99	
湖北昭君旅游发展有限公司	昭君旅游	核心子公司	100.00	旅游	8.84	18.34	2.11	0.22	0.53	0.33	

注：根据宜昌兴发 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

<sup>20</sup> 以截至 2019 年 3 月末的持股比例列示。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	294.82	303.85	347.40
货币资金 [亿元]	12.93	18.17	27.66
刚性债务[亿元]	154.74	157.87	176.14
所有者权益 [亿元]	91.31	98.21	111.33
营业收入[亿元]	302.35	355.32	380.34
净利润 [亿元]	1.59	6.46	7.61
EBITDA[亿元]	19.53	24.65	26.08
经营性现金净流入量[亿元]	11.72	30.51	24.27
投资性现金净流入量[亿元]	-24.37	-18.85	-18.80
资产负债率[%]	69.03	67.68	67.95
权益资本与刚性债务比率[%]	59.01	62.21	63.20
流动比率[%]	49.20	49.52	46.44
现金比率[%]	18.03	17.57	18.25
利息保障倍数[倍]	1.34	2.07	2.06
担保比率[%]	8.90	7.50	12.35
营业周期[天]	27.46	24.47	26.61
毛利率[%]	7.68	8.49	9.44
营业利润率[%]	0.74	2.51	3.00
总资产报酬率[%]	3.80	5.29	5.08
净资产收益率[%]	1.85	6.82	7.26
净资产收益率*[%]	0.86	4.81	4.66
营业收入现金率[%]	95.00	98.85	94.80
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.22	23.77	15.97
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.34	5.70	2.48
EBITDA/利息支出[倍]	2.41	3.22	3.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.16	0.16

注：表中数据依据宜昌兴发经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/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%
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+应付利息+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

**附录五：**

**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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年06月）
- 《基础化工行业信用评级方法》（发布于2018年04月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。