

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）

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(2020)101201】

评级对象: 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)

16 兴发 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA/稳定/AA/2020 年 7 月 30 日

前次跟踪: AA/稳定/AA/2019 年 6 月 27 日

首次评级: AA/稳定/AA/2015 年 11 月 16 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径			
货币资金	5.55	5.17	6.98
刚性债务	26.73	32.64	30.42
所有者权益	15.78	16.49	20.40
经营性现金净流入量	10.06	2.12	2.30
合并口径			
总资产	303.85	347.40	394.13
总负债	205.64	236.08	272.45
刚性债务	157.87	176.14	201.88
所有者权益	98.21	111.33	121.69
营业收入	355.32	380.34	391.54
净利润	6.46	7.61	2.63
经营性现金净流入量	30.51	24.27	16.30
EBITDA	24.65	26.08	23.20
资产负债率[%]	67.68	67.95	69.13
权益资本与刚性债务比率[%]	62.21	63.20	60.28
流动比率[%]	49.52	46.44	54.38
现金比率[%]	17.57	18.25	19.01
利息保障倍数[倍]	2.07	2.06	1.38
净资产收益率[%]	6.82	7.26	2.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.77	15.97	9.16
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.70	2.48	-3.02
EBITDA/利息支出[倍]	3.22	3.25	2.51
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.12

注: 根据宜昌兴发经审计的 2017~2019 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 的跟踪评级反映了 2019 年以来宜昌兴发在主业规模、化工产品链、资源储备、融资能力等方面保持了优势,同时也反映了公司在主业波动性、债务偿付压力、流动性、资本性支出、资产价值波动、对外担保等方面继续面临压力或风险。

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发展的同时,公司还开展贸易、旅游、金融服务等业务,经营规模总体较为显著。
- **化工产品链较长,品种丰富。**宜昌兴发化工产品链较长,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、三聚磷酸钠、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。跟踪期内,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。
- **融资手段多样,资本市场融资渠道畅通。**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 2019 年完成发行股份购买资产并募集配套资金事宜,资本实力得到增强。

主要风险:

- **化工、贸易业务波动性大,易受外部环境影响。**宜昌兴发化工、贸易等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；同时经营过程中还面临持续的安全、环保压力。跟踪期内，受外部市场环境的影响，公司主要化工产品下游需求低迷，业务盈利有所弱化；此外 2020 年以来，受新冠疫情影响，公司主业运营压力有所加大。

- 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，截至 2020 年 3 月末，公司对兴发集团持股比例为 22.88%，持股比例不高，且公司所持股份中 32.13% 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，公司化工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。

关注

- 关注宜昌兴发下属子公司兴发集团 2020 年非公开发行 A 股股票事项进展情况。

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

2016年公开发行公司债券（第一期）

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）（简称“16 兴发 01”）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 2019 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 月公司发行 4 亿元“16 兴发 01”，发行票面利率 4.70%，期限 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%，并经投资者行使回售权，债券目前余额为 1.13 亿元。

该公司债券市场融资经验较丰富，历史债券兑付情况正常。截至 2020 年 6 月末，公司（本部）存续期债券为“16 兴发 01”及“20 兴发绿色债 01”，存续债券本金余额为 11.13 亿元。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）同期末存续债券本金余额为 19.05 亿元。

图表 1. 截至 2020 年 6 月末存续债券情况

发行主体	债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	发行期限	到期日	票面利率 (%)
宜昌兴发	16 兴发 01	4	1.13	5 (3+2) 年	2021-03-08	4.70, 调整后 6.00
	20 兴发绿色债 01	10	10	10 (5+5) 年	2030-04-13	5.00
合计	--	14	11.13	--	--	--
兴发集团	15 兴发债	6	0.05	5 (2+2+1) 年	2020-08-20	4.40, 调整后 5.20
	19 兴发 01	3	3	3 年	2022-03-15	6.50
	19 兴发 02	6	6	3 年	2022-9-10	6.20
	20 兴发 (疫情防控债) SCP001	5	5	270 天	2020-11-17	3.70
	20 兴发 (疫情防控债) SCP002	5	5	270 天	2021-1-19	3.13
合计	--	25	19.05	--	--	--

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步

引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状态。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业因素

我国磷化工产业产能总体过剩，近年来随着供给侧改革的深入推进，国内环保政策的持续趋严，落后产能逐渐出清，具备磷矿石、电力等资源成本优势的龙头磷化工企业的市场竞争力有望进一步得到增强。2019年以来，在全球经济增速持续放缓，国内经济下行压力较大等背景下，磷矿石及部分下游产品需求低迷，价格下行，行业景气度总体不高。

A. 行业概况

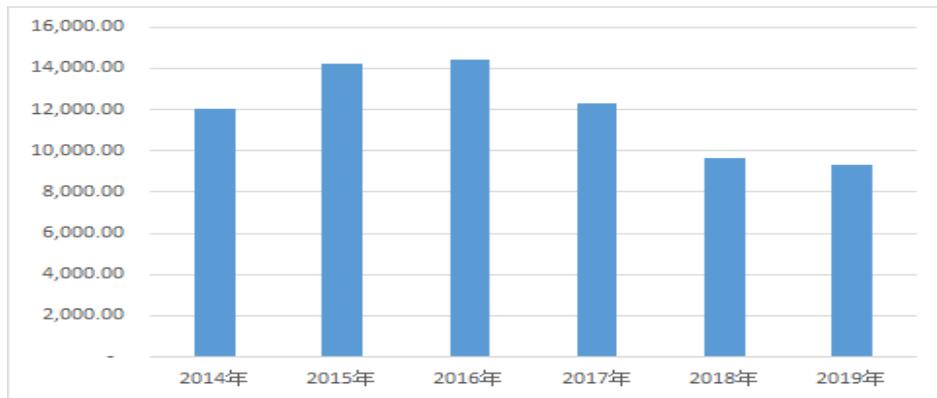
磷化工行业主要是指以磷矿石为原料，生产磷肥及磷酸盐等精细磷化工产品的行业，其下游可广泛应用于农业、工业、国防军工、尖端科技、日常生活等领域。

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23%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个矿种之一，2016年磷矿被我国列入战略性矿产目录。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，2018年¹末我国磷矿探明储量为253亿吨。

近年来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，导致磷矿石开车率下降，磷矿石市场供给因此显著减少。2017-2019年，我国磷矿石产量分别为12,313.24万吨、9,632.60万吨和9,332.40万吨，连续三年下滑。2020年以来，新冠疫情爆发，磷矿石开车率受到较大影响，2020年1-6月我国磷矿石生产量3,868.70万吨，同比减少20.77%。价格方面，2019年以来，受需求低迷影响，磷矿石价格较2018年有所下滑。

¹ 尚无2019年数据。

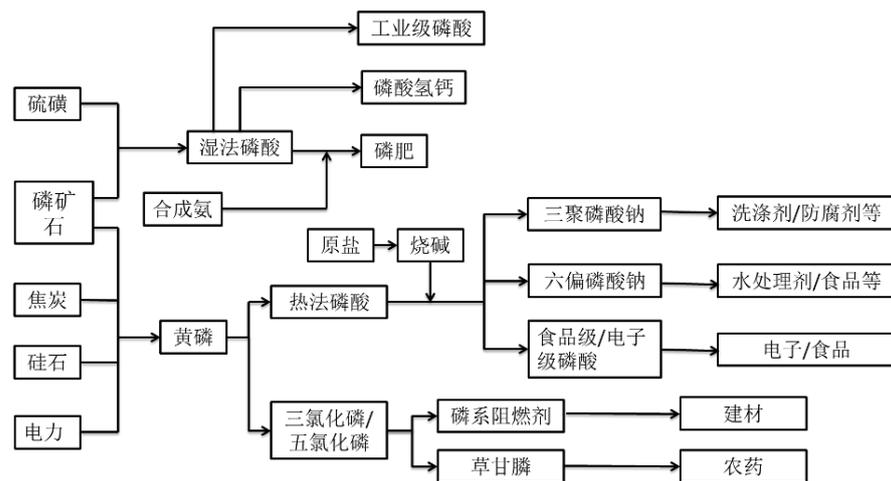
图表 2. 2014 年以来磷矿石产量（单位：万吨）



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：

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。近年来在供给侧改革、环保政策的推动下，我国黄磷行业落后产能持续退出，整体产能呈现下降趋势。用电方面，也对黄磷生产企业执行差别电价。

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。2019

年上半年，受中美贸易摩擦及宏观经济下行压力等影响，黄磷及下游产品市场总体疲软。7月以来，受西南地区环保整治影响，黄磷市场供给大幅减少，黄磷价格相应出现阶段性大幅上升，并推动磷酸盐系列产品价格出现不同程度上涨。草甘膦价格方面，2019年上半年，受行业开车率提高、市场供给增加，叠加市场库存偏高以及草甘膦重要消费市场美国因受恶劣天气持续影响导致草甘膦采购减少等因素影响，市场行情较为疲软，价格震荡下行；7-8月受黄磷价格短期上涨支撑，草甘膦市场价格出现止跌回升；9-12月，受黄磷价格下降以及行业开工率上升影响，草甘膦价格又出现下跌。

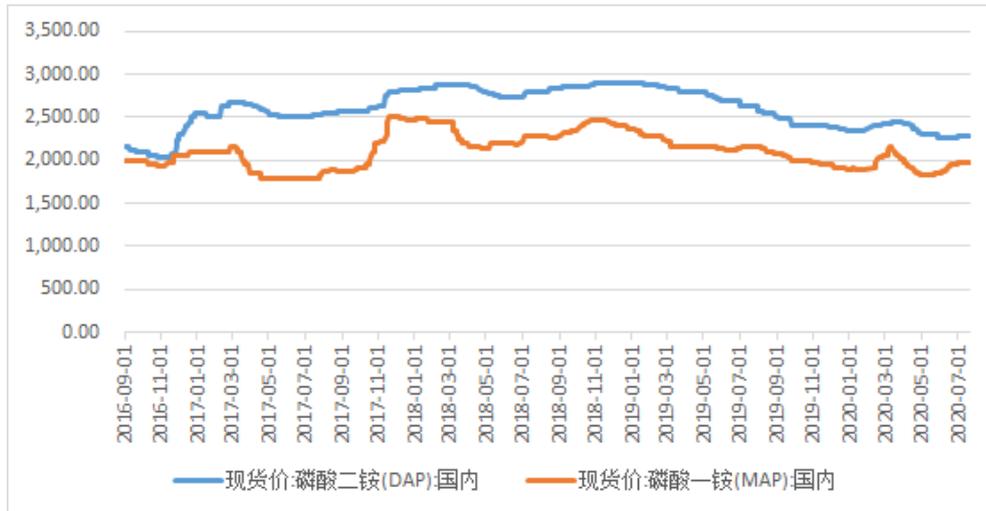
图表 4. 黄磷及部分其下游磷产品价格走势（单位：元/吨）



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。近年来受产能供给收缩影响，行业产量逐年下滑。2019年全国磷肥产能2,240万吨，生产量1,610万吨，表观消费量1,097万吨，同比均有所下滑。其中磷复肥方面，2019年磷酸一铵（实物量）产量为1,672.70万吨，同比减少7.98%，表观消费量为1,435.64万吨，自给率为116.51%；磷酸二铵（实物量）产量为1,471.30万吨，同比减少6.01%，表观消费量为823.81万吨，自给率为178.60%。磷肥价格方面，2019年上半年，磷酸一铵主要受环保整治影响，市场供给减少，产品价格总体稳定，下半年受行业开工率及市场库存较高影响，行情较为低迷，价格震荡下行。磷酸二铵方面，2019年以来主要受摩洛哥、沙特等国新增产能投放以及国内东北地区种植结构调整影响，国内市场需求减少，出口市场竞争激烈，磷酸二铵市场价格持续低迷并震荡下行。2019年末磷酸一铵和磷酸二铵的现货价分别为2,350元/吨和1,890元/吨左右。2020年以来，受全球新冠疫情影响，磷肥出口需求承压，对以出口为主的磷肥生产企业会带来经营压力。

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

近年来在供给侧改革深入推进、安全环保政策继续趋严的大环境下，磷化工产业面临的政策环境较严，但同时也有助于行业集中度的提升。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；2019年根据宜昌市国土资源管理委员会下发的《全体会议纪要》，会议决定当年磷矿开采总量控制计划。同时，2017年7月，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。2019年1月，生态环境部、发改委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，提出组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”专项排查整治行动。4月，生态环境部印发《关于长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，涵盖三项重点、五个阶段，其中三项重点为磷矿、磷化工和磷石膏库，五个阶段即“查问题-定方案-校清单-督进展-核成效”五个阶段，该实施方案的提出有利于加快磷化工行业环保水平提升，淘汰行业落后、不规范、不达标产能，磷化工行业优质龙头企业有望从政策中受益。

此外，磷肥方面，根据农业部《2020年实现农药、化肥用量零增长》、《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，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。

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 2019 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	692.67	13.45	11.72	5.52	959.86	79.39	0.39	51.45
金正大	113.09	20.27	15.48	1.98	228.01	48.61	-7.43	-10.99
湖北宣化	146.60	14.23	101.04	8.83	231.25	95.06	1.06	22.54
史丹利	57.76	15.01	373.60	3.46	65.96	31.40	1.04	11.50
六国化工	43.54	8.09	79.09	5.48	46.27	75.67	-2.57	3.15
宜昌兴发	391.54	7.68	36.11	15.65	394.13	69.13	2.63	16.30

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；安全生产与环保压力加大等。

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、盐化工等领域拓展，加强产业链协同发展，此外公司还涉足了旅游、贸易、金融服务等业务板块，形成了较为多元的业务结构，经营规模不断扩大。跟踪期内，公司营业收入继续增长，但受主要磷化工产品下游需求疲软，价格下滑等影响，业务盈利总体有所弱化；2020 年以来，受新冠疫情影响，公司业务运营压力有所加大。此外，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，并通过推进“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”打造产业链优势。化工业务以外，公司还涉足了贸易、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。

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

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
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（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	355.32	380.34	391.54
其中：核心业务营业收入（亿元）	351.23	376.24	384.78
在营业收入中所占比重（%）	98.85	98.92	98.27
其中：（1）化工 ² （亿元）	150.75	167.88	172.39
在核心业务收入中所占比重	42.92	44.62	44.80
（2）贸易（亿元）	200.48	208.36	212.39
在核心业务收入中所占比重	57.08	55.38	55.20
（3）旅游及其他（亿元）	4.09	4.10	6.75
毛利率（%）	8.49	9.44	7.68
其中：化工（%）	17.53	16.47	12.93
贸易（%）	0.86	2.87	2.03

资料来源：宜昌兴发

2017-2019 年，该公司实现营业收入分别为 355.32 亿元、380.34 亿元和 391.54 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，2019 年两者占营业收入的比例超过 98%。其中，化工业务收入继续增长，主要系化工贸易收入的增长；当年化工业务毛利率为 12.93%，受化工市场需求总体疲软，有机硅、磷铵、磷矿石等产品价格下滑影响，毛利率较上年下降 3.54 个百分点，但对公司当年毛利润的贡献仍很大，占比约为 74.10%；贸易业务收入规模略有扩大，但毛利率下降 0.84 个百分点至 2.03%，对公司毛利润的贡献比例为 14.37%。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。2020 年以来，新冠疫情爆发，对公司化工、贸易和旅游业务均造成一定影响，一季度公司收入同比下滑约 30%。

化工业务

该公司化工业务主要由下属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³，其 2019 年内

² 包括化工制造与化工贸易。

³ 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。

新增授权专利 61 项，至年末累计拥有专利授权 424 项，当年研发投入 3.07 亿元⁴。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，同时通过近年来盐化工、硅化工等领域的拓展及协同发展，形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局。

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 2019 年末，公司共有磷矿采矿权 19 个，较上年末增加 1 个，为后坪磷矿，兴发集团于 2019 年 3 月 29 日收到后坪磷矿的采矿许可证，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，受此影响，公司拥有采矿权的磷矿资源储量由约 2.3 亿吨增加至约 4.7 亿吨。但后坪磷矿具备开采条件尚需进一步投入，且投入生产还需办理相关审批手续，关注实际投产进度⁵。截至 2019 年末，公司磷矿年产能仍为 495 万吨，主要品位仍在 22-26%。

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 2019 年末，公司共拥有水电站仍为 32 座，因增效扩容改造的完成，总装机容量达到 17.85 万千瓦，较上年末增长 2.41%，水电站主要位于兴山县内。2019 年公司兴山县内自有电站发电量 3.92 亿度，与去年同期基本持平。受政府生态排水政策的影响⁶，公司近年来自发电量较少，当年区域内用电自给约为 52%。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 2017~2019 年区域电力供应情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
兴山县内用电量（亿度）	7.72	6.69	7.48
其中：自产上网电量（亿度）	6.34	3.92	3.92
自产电力成本（元/度）	0.16	0.20	0.21
外购电力平均成本（不含税，元/度）	0.45	0.42	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、硫磺等，其中除黄磷、磷矿石价格略有上涨外，其他主要原材料价格均有所下滑。公司磷化工产业链

⁴ 其中费用化研发投入 2.75 亿元，资本化研发投入 0.32 亿元。

⁵ 根据兴发集团 2019 年 12 月 31 日的公告，拟投资新建后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目，总投资额约 7.56 亿元，计划 2021 年 10 月建设完成，2021 年 12 月取得安全生产许可证。

⁶ 2017 年 12 月 12 日，湖北省水利厅办公室下发了《省水利厅办公室关于进一步落实水电站生态流量泄放工作的通知》，要求在丰水季节，发电取水处于天然来水总量大于生态流量时，按标准泄放生态流量后，多余水量可用于发电；在枯水期，发电取水处天然来水总量小于或等于规定的生态流量时，应停止发电。

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。

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。公司专注于精细化工产品开发，产品链丰富，拥有食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级产品共 14 个系列、195 个品种。其中六偏磷酸钠产能全球第一，三聚磷酸钠产能国内第一。2019 年公司化工业务收入主要来自黄磷及精细磷产品（27.38 亿元）、化肥（14.78 亿元）、草甘膦及副产品（36.14 亿元）、磷矿石（5.10 亿元）、有机硅（17.20 亿元）等。公司化工业务主要产品中，黄磷及精细磷产品、草甘膦及副产品收入有所上升，但磷矿石、化肥、有机硅收入均出现较大幅度下滑，分别同比下滑 30.62%、14.97% 和 28.04%。

图表 10. 化工业务主要产品 2019 年收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	收入		毛利率	
	数值	同比变化	数值	同比变化
磷矿石	5.10	-30.62	42.05	-15.64
黄磷及精细磷产品	27.38	7.92	21.81	0.10
化肥	14.78	-14.97	2.91	-7.47
草甘膦及副产品	36.14	7.41	17.57	1.94
有机硅	17.20	-28.04	22.13	-17.15

数据来源：宜昌兴发

生产方面，2019 年该公司磷矿石产能仍为 495 万吨，受宜昌市磷矿石产量控制等影响，2019 年公司磷矿石产量同比下滑 22.08% 至 360 万吨，产能利用率下滑至 72.76%。黄磷方面，受环保、电力成本压力仍较大，公司黄磷产能利用率仍不高。精细磷酸盐产品方面，2019 年三聚磷酸钠和六偏磷酸钠产量维持稳定，而因吉星 2 万吨/年次磷酸钠项目建成投产，同时兴发集团本部通过技改增加次磷酸钠产能 0.50 万吨，2019 年末次磷酸钠产能增加至 4.5 万吨，当年产量增加至 4 万吨。肥料方面，公司收入主要来自于磷铵（磷酸一铵和磷酸二铵），2019 年末产能仍为 60 万吨，但由于实际生产天数大于设计生产天数（300 天），磷铵的产能利用率仍大于 100%，运营较为稳定。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⁷的收购，草甘膦年产能增加 5 万吨至 18 万吨；随着能源蒸汽供应受限制情况在跟踪期内得到改善，2019 年草甘膦产能利用率上升至 88.89%。有机硅

⁷ 交易金额为 23,974.82 万元。

方面，跟踪期内有机硅 DMC 产能利用率仍维持在较高水平。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 11. 公司主要产品产能产量情况（单位：万吨）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
磷矿石	产能	650	495	495
	产量	608	462	360
三聚磷酸钠	产能	7	7	7
	产量	10	10	10
黄磷	产能	14	14	14
	产量	10	9	9
六偏磷酸钠	产能	5	5	5
	产量	5	5	5
次磷酸钠	产能	2	2	4.5
	产量	2	2	4
磷铵	产能	60	60	60
	产量	69	64	64
草甘膦	产能	13	18	18
	产量	12	14	16
有机硅 DMC	产能	7	7	7
	产量	5	7	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。

2017-2019 年兴发集团化工收入⁸分别为 97.58 亿元、121.57 亿元和 111.07 亿元，2019 年收入有所下滑。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。分产品看，2019 年磷矿石收入同比减少 30.62%，毛利率同比下滑 15.64 个百分点，其中受限产、下游需求不旺盛影响，2019 年磷矿石市场较为低迷，销量和价格均有所下滑。2019 年公司黄磷及精细磷产品收入同比增加 7.92%，毛利率同比增加 0.10 个百分点。其中黄磷作为基础原料，公司 2019 年内部消耗较多，对外销售量大幅减少；价格方面，2019 年 7 月以来，受西南地区黄磷行业环保整治影响，黄磷市场供给大幅减少，价格出现上升。精细磷产品方面，除次磷酸钠销量明显上升外，三聚磷酸钠和六偏磷酸钠销量基本维持稳定，价格方面受黄磷价格支撑，2019 年三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠价格均有所上涨。2019 年公司肥料产

⁸ 根据兴发集团年报数据整理，剔除化工贸易收入。

品收入同比减少 14.97%，毛利率下滑 7.47 个百分点。2019 年受磷铵市场行情较为低迷影响，公司磷铵销量同比下降，价格方面较 2018 年也有所回落。2019 年公司有机硅收入同比减少 28.04%，毛利率下滑 17.15 个百分点，受行业开工率提高以及下游需求减弱影响，2019 年公司有机硅销售价格出现较大幅度下滑。2019 年公司草甘膦及副产品收入同比增加 7.41%，毛利率同比上升 1.94 个百分点。公司当年草甘膦销量同比增加 14.68%，销售价格虽整体低于上年同期，但由于甲醇等原材料价格下滑，以及产量提升摊薄固定成本，毛利率仍略有上升。

图表 12. 公司主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2017 年	2018 年	2019 年
磷矿石	销量	483	282	200
	销售价格	189	260	255
三聚磷酸钠	销量	10	10	9
	销售价格	5,780	6,062	6,357
黄磷	销量	3	1.5	1
	销售价格	13,265	13,788	15,123
六偏磷酸钠	销量	4	4	4
	销售价格	6,650	7,058	7,282
次磷酸钠	销量	2	2	4
	销售价格	13,622	12,544	13,301
磷铵	销量	70	63	59
	磷酸一铵销售价格	1,852	2,243	2,086
	磷酸二铵销售价格	2,137	2,652	2,316
草甘膦	销量	11	12	14
	销售价格	19,564	24,454	22,671
有机硅 DMC	销量	4	5	4
	销售价格	17,860	23,734	17,709

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，2019 年兴发集团环保投入为 6.18 亿元。安全生产方面，2020 年 1 月，兴发集团下属控股子公司贵州兴发化工有限公司发生火灾事故，事故共造成 1 人失联，1 人轻伤。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。

2020年以来，受新冠疫情影响，一季度兴发集团员工未能全部按时到岗，开工率仅为70-75%，且矿石开采板块冬季季节性停产后，受疫情影响一季度未能复工，对公司主要产品的生产与销售造成一定影响。但随着疫情逐步得到控制，2020年4月上旬兴发集团已全部恢复生产。

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电解铜、锌锭、甲醇、金属硅、烟煤等，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，2017-2019年该公司本部及下属非上市公司贸易收入分别为200.48亿元、208.36亿元和212.39亿元，逐年增长；上市公司兴发集团贸易收入分别为60.00亿元、58.82亿元和67.49亿元，2019年同比增加14.74%。公司贸易业务毛利率相对较低，2017-2019年公司本部及下属非上市公司贸易毛利率分别为0.86%、2.87%和2.03%；上市公司兴发集团贸易毛利率分别为2.30%、1.44%和2.80%。公司2019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。

2020年第一季度，受新冠疫情影响，人员无法按时复工、物流不畅等因素影响下，该公司贸易板块业务开展存在较大困难，营业收入大幅下滑。随着疫情稳定，目前公司贸易业务基本恢复正常。

图表 13. 主要贸易产品情况（单位：亿元）

运营主体	2018年		2019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	128.52	电解铜	116.95
	锌锭	9.86	锌锭	14.12
	金属硅	1.81	甲醇	29.84
	甲醇	0.95	烟煤	0.72
	电煤	0.50	金属硅	5.23
上市公司兴发集团	乙二醇	11.49	乙二醇	19.24

运营主体	2018年		2019年	
	主要品种	销售金额	主要品种	销售金额
	磷酸氢二铵	10.31	磷酸二铵	9.13
	磷酸一铵	9.21	尿素	5.29
	磷酸二铵	5.05	磷酸一铵	3.59
	硫磺	2.31	黄磷	1.95

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。2017-2019年，公司旅游板块实现收入分别为 2.48 亿元、2.82 亿元和 2.74 亿元，受商贸公司收入减少影响，2019 年旅游板块收入略有下滑。

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。

此外，2019 年该公司旅游板块下属商贸公司实现收入 1,973.32 万元，同比下滑 29.26%，主要为白茶等高端旅游纪念品的销售减少；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，2019 年实现收入 7,395.54 万元，同比减少 4.44%。

图表 14. 2017-2019 年旅游板块收入构成情况（单位：万元）

项目	2017年	2018年	2019年
朝天吼：收入（包括门票、餐饮）（万元）	3,493.85	4,378.33	4,796.55
游客数量(万人)	24.74	29.50	31.56
昭君村：收入（门票）（万元）	206.30	416.04	713.07
游客数量(万人)	9.07	15.98	14.03
巴桃园：收入（门票）（万元）	129.33	238.03	222.14
游客数量(万人)	3.71	5.77	6.19
旅游码头：收入（门票）（万元）	166.83	194.29	268.27
游客数量(万人)	4.90	3.68	3.07
后河景区：收入（门票）（万元）	217.58	339.4	223.75
游客数量(万人)	1.91	4.41	1.51
滑雪场：收入（门票）（万元）	-	136.00	918.99
游客数量(万人)	-	0.81	3.52
商贸公司：收入（景区商品销售）（万元）	2,982.97	2,789.66	1,973.32
神兴旅行社：收入（万元）	6,847.98	7,738.89	7,395.54

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。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，2019 年酒店收入合计 1.07 亿元，同比上升 5.13%。

图表 15. 2017~2019 年酒店运营情况（单位：万元、%）

酒店名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
昭君山庄	2,961.66	66.07	3,366.43	63.51	3,383.46	63.10
神农山庄	2,103.14	40.21	2,357.18	38.87	2,314.38	36.53
惠苑国际 ⁹	1,527.14	48.10	3.35	--	3.49	--
假日酒店	410.51	51.58	407.72	46.23	446.45	54.59
神农酒店	453.75	14.17	594.41	19.53	520.47	14.60
神农架宾馆	1,000.81	48.14	1,171.17	50.00	1,001.68	48.13
五峰国际大酒店	1,661.01	56.45	2,247.63	40.48	2,714.44	38.53
五峰假日酒店 ¹⁰	--	--	11.84	21.77	296.54	29.97
合计	10,118.02	--	10,159.73	--	10,680.91	--

资料来源：宜昌兴发

2020 年以来，受新冠疫情影响，该公司旗下景区在 2020 年 1 月 25 日至 2020 年 3 月 21 日期间暂停营业，目前除后河景区之外其他景区都已恢复正常营业。酒店方面，疫情期间公司酒店基本暂停营业约两个月，酒店入住率和收入相应大幅下滑。

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、高岚深度开发等¹¹。

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 2019 年末，注册资本为 2.50 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 2019 年末，金泰担保在担保余额为 6.03 亿元，当年实现营业收入 0.29 亿元，同比增长 1.53%，实现净利润 12.74 万元。年末金泰担保共有 0 笔代偿。2019 年金泰担保提取担

⁹ 惠苑国际因地质塌陷问题暂停营业，2018 年及 2019 年收入为酒店门口神农架信用社 ATM 机的租金收入。

¹⁰ 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。

¹¹ 项目情况见“运营规划/经营战略”部分。

保业务准备金 0.11 亿元。

图表 16. 金泰担保业务发展情况

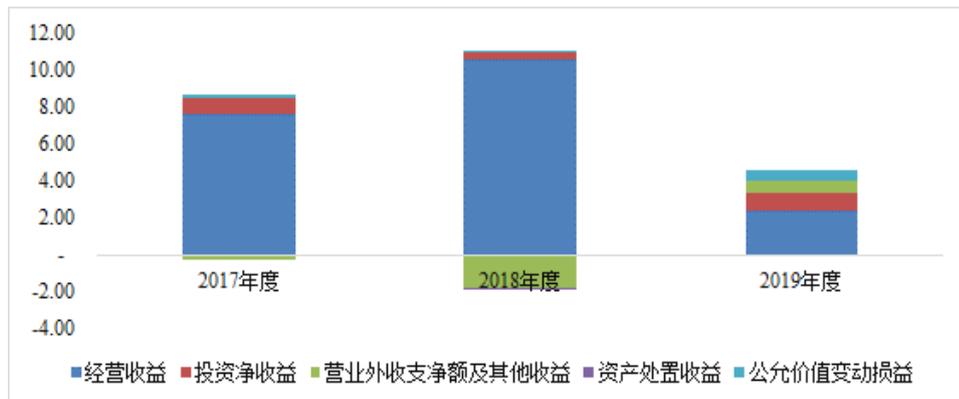
项目	2017 年	2018 年	2019 年
当期担保发生额(万元)	85,479	98,023	60,364
期末担保余额(万元)	86,158	94,610	60,339
期末在保项目(个)	135	190	94

资料来源：宜昌兴发

截至 2019 年末，小贷公司注册资本为 1 亿元，公司持有其 60% 股权。2019 年小贷公司发放贷款 174 笔，金额共计 4.34 亿元，截至 2019 年末贷款余额共计 2.23 亿元，无逾期贷款；当年实现收入 0.21 亿元，同比增加 16.52%，实现净利润 0.06 亿元，同比增加 9.18%。

(2) 盈利能力

图表 17. 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、政府补助等非经常性损益对利润也形成一定影响。跟踪期内，受环保限产、下游市场低迷等影响，公司经营的部分化工产品价格出现明显下滑，盈利空间收窄，叠加期间费用的增加，主业对利润贡献程度大幅减弱。2017-2019 年，公司实现的经营收益分别为 7.67 亿元、10.55 亿元和 2.40 亿元。

2017-2019 年，该公司实现营业收入分别为 355.32 亿元、380.34 亿元和 391.54 亿元，同年实现毛利分别为 30.16 亿元、35.90 亿元和 30.08 亿元，综合毛利率分别为 8.49%、9.44% 和 7.68%。跟踪期内，公司营业收入虽整体有所增加，但受部分化工产品价格下跌等影响，毛利规模和毛利率水平均有所下滑。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，2017-2019 年分别为 20.45 亿元、22.00 亿元和 24.02 亿元，主要是人工、研发、运保费、利息费用等支出增长所致；同期期间费用率分别为 5.76%、5.79% 和 6.14%。另外，同期公司计提资产减值损失分别为 0.26 亿元、1.26 亿元和 0.75 亿元，其中 2019 年主要为存货跌价损失 0.39 亿元和商誉减值损失 0.35 亿元；2019

年另计提信用减值损失 1.27 亿元，主要为其他应收款信用减值损失 1.55 亿元，规模较大主要系新金融工具准则计提标准改变所致。

图表 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	355.32	380.34	391.54
毛利（亿元）	30.16	35.90	30.08
期间费用率（%）	5.76	5.79	6.14
其中：财务费用率（%）	2.12	2.09	2.22
全年利息支出总额（亿元）	7.66	8.04	9.23
其中：资本化利息数额（亿元）	0.24	0.70	1.01

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司投资净收益分别为 0.77 亿元、0.44 亿元和 0.97 亿元，主要是所持长期股权投资产生的投资收益；同期，营业外收支净额及其他收益分别为-0.30 亿元、-1.76 亿元和 0.66 亿元，其中政府补助分别为 0.57 亿元、0.70 亿元和 0.75 亿元。公允价值变动收益主要受投资性房地产价值波动影响。跟踪期内，投资净收益、政府补助、公允价值变动损益等非经常性损益对公司利润也形成了一定补充。2017-2019 年公司分别实现净利润 6.46 亿元、7.61 亿元和 2.63 亿元。总体来看，受主业经营利润下滑影响，公司跟踪期内利润规模明显减少。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	0.77	0.44	0.97
其中：持有长期股权投资实现的投资收益	0.70	0.66	0.77
营业外收支净额及其他收益（亿元）	-0.30	-1.76	0.66
其中：政府补助（亿元）	0.57	0.70	0.75
资产处置收益	0.04	-0.04	-0.01
公允价值变动损益（亿元）	0.23	0.00	0.52

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及后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程、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、兴瑞 10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目等。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，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¹²，截至 2019 年末，该项目工程投入已累计占预算总额的 64%。此外，兴发集团获得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。兴瑞有机硅技术升级改造项目及兴瑞 10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目均由下属湖北兴瑞硅材料有限公司（简称“兴瑞公司”）实施。其中，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 2019 年末，该项目工程投入占预算比例为 70%。该项目资金将主要通过募集资金、银行贷款和自筹等方式解决。10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目的建设内容为扩建 5 万吨 110 胶、3 万吨 107 胶，新建 2 万吨硅油生产能力，项目总投资 3.54 亿元，资金来源为募集资金和自筹。募集资金方面，2019 年兴发集团完成非公开发行股份购买资产并募集配套资金¹³，募集资金总额 9.00 亿元，其中 5.20 亿元募集资金拟用于有机硅技术升级改造项目，2.40 亿元用于 10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目。此外，2020 年以来，兴发集团推进了 2020 年度非公开发行 A 股股票事项，拟非公开发行股票不超过 8,800 万股，募集资金总额不超过 8.8 亿元，用于控股子公司湖北兴福电子材料有限公司“6 万吨/年芯片用超高纯电子级化学品项目”、“3 万吨/年电子级磷酸技术改造项目”及偿还银行贷款。

此外，旅游板块作为该公司发展的重点，在昭君景区、高岚景区开发建设等项目上也存在资金投入需求。总体而言，公司在建项目量较多，且后续仍有进一步项目投资需求，加之贸易规模扩大带来的日常运营资金需求增加，公司持续面临一定的投融资压力。

图表 20. 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	工程投入占预算的比例	资金来源
后坪磷探工程 ¹⁴	6.45	137%	自筹、贷款
兴福 2 万吨/年 TMAH 回收利用项目一期工程	1.59	87%	自筹、贷款

¹² 拟使用募集资金 4 亿元用于偿还银行贷款。

¹³ 2019 年 8 月，兴发集团向宜昌兴发、浙江金帆达生化股份有限公司非公开发行人民币普通股（A 股）股票 1.87 亿股，以购买后者持有的兴瑞公司合计 50.00% 股权，完成后实现了对兴瑞公司全资控股；2019 年 12 月，兴发集团向 5 名认购对象非公开发行人民币普通股（A 股）股票 0.98 亿股，募集资金 9.00 亿元，主要用于有机硅技术改造升级项目、10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目、偿还银行借款和补充流动资金。

¹⁴ 探矿时间拉长，投入增加。

项目名称	预算数	工程投入占预算的比例	资金来源
宜都 300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目	12.42	64%	自筹、募集、贷款
兴瑞有机硅技术升级改造项目	6.88	70%	自筹、募集、贷款
股份古洞口 I 级水电站增效扩容改造项目	1.17	42%	自筹
昭君山庄二期	2.98	19.11%	自筹、贷款
昭君文化博览园	1.69	77.40%	自筹、贷款、上级拨入资金
高岚深度开发	4.77	64.61%	自筹、贷款、上级拨入资金
平邑口工业园区基础设施项目	3.55	90.95%	上级拨入资金
香溪河右岸公路峡平段工程	1.40	88.45%	上级拨入资金
峡口港二期扩建工程	2.98	53.01%	自筹、贷款
股份后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程	7.56	7%	自筹、贷款
宜昌港宜都港区洋溪临港物流园综合码头二期工程	5.73	26.06%	贷款
内蒙热电联产项目	3.74	24%	自筹、贷款
兴瑞 10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目	3.54	5%	募集、自筹
白水河探矿工程	1.70	87.33%	自筹
兴瑞有机硅新材料国家地方联合工程研究中心项目	1.50	18%	自筹
高岚旅游景区基础设施建设项目	1.32	72.64%	自筹、贷款
宝坪村深度开发	1.19	73.51%	自筹、贷款、上级拨入资金

资料来源：宜昌兴发

管理

跟踪期内，该公司产权状况稳定。公司高管人员发生一定变动，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 2019 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，根据兴山县国资局出具的《关于袁兵等通知职务任免的通知》（兴国资文[2019]30 号）任命，决定聘任袁兵为公司总经理，免去易行国的公司总经理职务和周明的副总经理职务。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。

根据公开信息查询及该公司提供资料显示，跟踪期内公司无欠贷欠息记录。公司各类债券本息兑付情况正常。

图表 21. 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	中国人民银行征信中心	2020.7.6、2020.4.16、 2020.1.14、2020.4.23、 2020.3.13、2020.4.10	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.7.20	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	2020.7.20	无	见后文“表外事项”
工商	国家企业信用信息公示系统	2020.7.20	无	无
重大质量	公司情况说明	2020.7.20	无	无

信息类别	信息来源	查询日期	母公司	核心子公司
重大安全	公司情况说明	2020.7.20	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。此外，公司在建项目规划支出较大，后续仍面临一定的资本性支出需求。跟踪期内，公司经营性现金流仍保持了一定规模净流入，能对债务偿付形成必要保障。且公司融资方式较为多样，上市公司资本市场融资渠道畅通，也有助于缓解发展过程中的资金压力。此外，公司仍存在一定规模对外担保，面临或有风险；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。

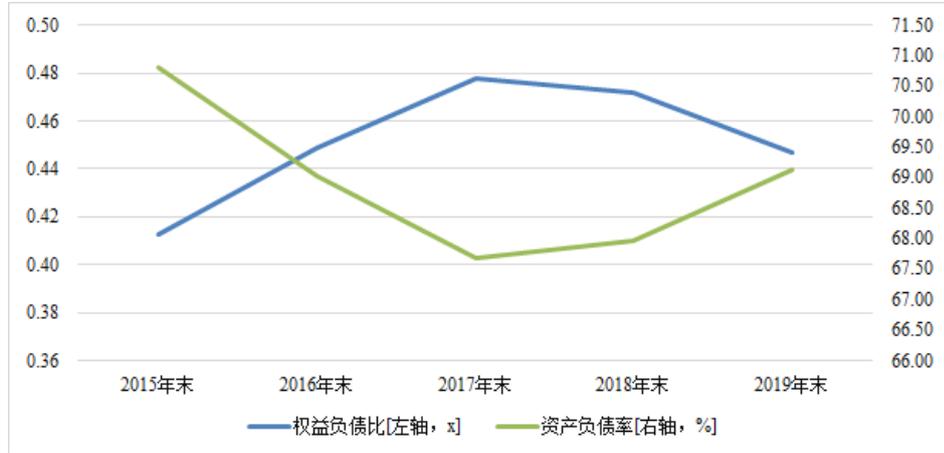
1. 数据与调整

中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。根据财政部于 2019 年 5 月 16 日发布的《关于印发修订〈企业会计准则第 12 号——债务重组〉的通知》，公司对 2019 年 1 月 1 日新发生的债务重组采用未来适用法处理，对 2019 年 1 月 1 日以前发生的债务重组不进行追溯调整；根据财政部于 2019 年 5 月 9 日发布的《关于印发修订〈企业会计准则第 7 号——非货币性资产交换〉的通知》，公司对 2019 年 1 月 1 日以后新发生的非货币性资产交换交易采用未来适用法处理，对 2019 年 1 月 1 日以前发生的非货币性资产交换交易不进行追溯调整；根据财政部 2019 年发布的《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）、《财政部关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》（财会[2019]16 号），公司对相关科目进行了调整；财政部于 2017 年颁布了《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量（修订）》、《企业会计准则第 23 号——金融资产转移（修订）》、《企业会计准则第 24 号——套期会计（修订）》及《企业会计准则第 37 号——金融工具列报（修订）》（统称“新金融工具准则”），公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，对会计政策相关内容进行了调整。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势

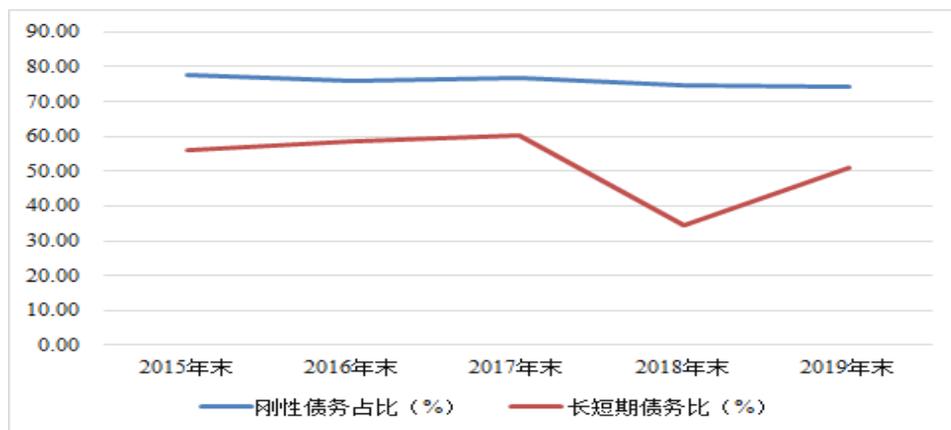


资料来源：根据宜昌兴发所提供数据绘制。

跟踪期内，该公司债务规模进一步扩大，2019 年末负债总额为 272.45 亿元，较上年末增长 15.41%。同时随着兴发集团完成非公开发行股份购买资产并募集配套资金，公司权益资本保持增长，年末所有者权益为 121.69 亿元，较上年末增长 9.31%。公司年末资产负债率较上年末上升 1.17 个百分点至 69.13%。总体来看，公司负债经营程度处于较高水平。此外，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 65.90%，年末归属于母公司所有者权益为 41.49 亿元。

(2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务 (亿元)	152.21	154.74	157.87	176.14	201.88
应付账款 (亿元)	18.76	17.20	19.13	24.17	27.41
预收账款 (亿元)	1.95	4.63	6.43	5.64	5.12

核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
其他应付款 ¹⁵ (亿元)	2.92	6.03	2.99	7.87	10.34
刚性债务占比 (%)	77.62	76.04	76.77	74.61	74.10
应付账款占比 (%)	9.57	8.45	9.30	10.24	10.06
预收账款占比 (%)	1.00	2.27	3.12	2.39	1.88
其他应付款占比 (%)	1.49	2.96	1.45	3.34	3.79

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，2019 年末流动负债为 180.28 亿元，较上年末增长 2.70%。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 133.43 亿元，与上年末基本持平，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、应付短期债券等构成。公司年末应付账款为 27.41 亿元，较上年末增长 13.43%，主要包括材料款与工程款等；年末其他应付款较上年末增长 31.26% 至 10.34 亿元，主要系往来款（8.68 亿元）以及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 1.23 亿元）¹⁶。同年末，公司非流动负债为 92.16 亿元，较上年末增加 52.25%，仍主要由长期借款与应付债券构成。其中年末长期借款较上年末增加 41.01% 至 55.58 亿元；应付债券由 2018 年末的 0.95 亿元增至 2019 年末的 10.39 亿元，主要系“16 兴发 01”（余额 1.13 亿元）和兴发集团当年新发行的 3 亿元“19 兴发 01”和 6 亿元“19 兴发 02”。

(3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	100.08	98.62	97.11	133.66	133.43
其中：短期借款	61.84	52.15	74.20	82.32	88.73
一年内到期的长期借款	15.79	22.12	13.43	22.31	23.99
应付短期债券	14.98	9.99	-	5.00	5.07
应付票据	6.18	2.91	5.70	12.08	15.59
其他短期刚性债务	1.29	11.45	3.79	11.95	0.06
中长期刚性债务合计	52.13	56.12	60.75	42.48	68.44
其中：长期借款	30.26	34.09	46.79	39.41	55.58
应付债券	21.87	19.92	11.94	0.95	10.39
其他中长期刚性债务	-	2.11	2.02	2.12	2.48
综合融资成本（年化，%）	5.26	5.6	5.2	5.3	5.5

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

¹⁵ 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。

¹⁶ 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，剩余款项已于 2020 年 4 月支付。收购完成后，泰盛化工为兴发集团全资控股企业。

2019 年末，该公司刚性债务为 201.88 亿元，较上年末增长 14.61%，其中短期刚性债务为 133.43 亿元，与上年末基本持平，占年末刚性债务的 66.10%（去年同期末占比为 75.88%），随着公司长期借款的增加，以及子公司兴发集团成功发行两期合计 9 亿元的公司债券，年末公司刚性债务中短期刚性债务占比有所下降。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 138.79 亿元和 30.42 亿元。总体来看，公司刚性债务在负债中占比高，债务偿付压力较大。

从刚性债务构成来看，主要由应付票据、借款及发行的债券构成。借款方面，2019 年末该公司短期借款为 88.73 亿元，较上年末增长 7.78%，包括信用借款 12.43 亿元、保证借款 39.22 亿元、抵质押借款 37.08 亿元，利率区间为 4.35%-4.90%；年末长期借款较上年末增加 41.01%至 55.58 亿元，包括信用借款 1.99 亿元、抵质押借款 27.70 亿元、保证借款 25.89 亿元，年末长期借款利率区间为 5.22%-5.50%；此外，年末一年内到期的长期借款为 23.99 亿元。债券方面，2019 年末公司应付短期债券 5.07 亿元，主要系子公司兴发集团发行的“19 兴发 SCP001”（5 亿元，270 天，利率 4.50%），另外随着“19 兴发 01”和“19 兴发 02”的发行，公司应付债券由上年末的 0.95 亿元增至 2019 年末的 10.39 亿元。此外，随着“14 兴发 MTN001”到期兑付，“16 兴发 01”和“16 兴发 02”的回售，2019 年末其他短期刚性债务较上年末减少 99.49%至 0.06 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	27.82	27.46	24.47	26.61	33.43
营业收入现金率（%）	112.58	95.00	98.85	94.80	95.41
业务现金收支净额（亿元）	10.83	20.29	38.98	20.32	18.75
其他因素现金收支净额（亿元）	-5.47	-8.57	-8.46	3.95	-2.45
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.36	11.72	30.51	24.27	16.30
EBITDA（亿元）	17.40	19.53	24.65	26.08	23.20
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.13	0.16	0.16	0.12
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.06	2.41	3.22	3.25	2.51

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。

2019 年该公司营业收入现金率为 95.41%，较上年上升 0.61 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；加之主业利润空间收窄，及存货备货增加，2019 年公司经营活动现金流净额为 16.30 亿元，

较上年减少 32.86%。但总体来看，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。

由于跟踪期内利润水平下滑，2019 年该公司 EBITDA 为 23.20 亿元，较上年减少 11.03%。当年，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.12 倍，EBITDA 对全部利息支出的覆盖倍数为 2.51 倍，覆盖程度均有所下滑。

(2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	-2.08	-3.51	0.56	-2.00	-1.34
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	-13.99	-20.83	-19.04	-14.42	-18.50
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.53	-0.03	-0.37	-2.38	-4.14
投资环节产生的现金流量净额	-14.54	-24.37	-18.85	-18.80	-23.97

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

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。2017-2019 年，公司投资活动现金净流出规模分别为 18.85 亿元、18.80 亿元和 23.97 亿元，跟踪期内净流出规模有所扩大。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 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	-0.28	10.00	-1.19	10.52	17.57
其中：永续债及优先股	-	10.00	-	-	-
债务类净融资额	10.61	1.58	-7.76	-9.69	-13.52
其中：现金利息支出	7.97	7.94	8.38	8.11	10.78
筹资环节产生的现金流量净额	10.32	11.58	-8.96	0.83	4.05

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

该公司融资方式较为多样，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。2019 年公司筹资活动现金流净额呈现净流入状态，为 4.05 亿元。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	59.88	63.17	63.59	81.51	98.03
	21.62	21.43	20.93	23.46	24.87

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
其中：货币资金（亿元）	18.58	12.93	18.17	27.66	29.47
应收票据\应收款项融资（亿元）	7.55	10.22	4.39	4.36	4.79
应收账款（亿元）	9.27	10.51	8.96	9.87	11.82
预付款项（亿元）	3.03	3.86	4.86	4.17	3.99
存货（亿元）	12.54	11.19	14.59	18.57	27.62
其他应收款 ¹⁷ （亿元）	2.63	8.34	4.48	4.29	5.87
其他流动资产（亿元）	6.25	6.10	8.13	12.54	14.45
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	217.05	231.65	240.25	265.89	296.10
	78.38	78.57	79.07	76.54	75.13
其中：长期股权投资（亿元）	5.32	9.40	9.71	12.55	14.99
投资性房地产（亿元）	38.06	38.17	42.55	42.51	45.33
固定资产（亿元）	115.23	124.81	126.38	139.81	148.70
在建工程 ¹⁸ （亿元）	24.44	24.42	29.83	36.08	45.50
无形资产（亿元）	20.80	20.49	16.23	15.14	21.57
商誉（亿元）	7.91	7.61	7.99	10.12	9.84
期末全部受限资产账面金额（亿元）	72.66	72.57	67.37	60.97	68.63
期末抵质押融资余额（亿元）	42.24	30.29	37.26	40.01	64.78

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

2019 年末该公司资产总额为 394.13 亿元，较上年末增长 13.45%。作为生产型企业，公司非流动资产占资产总额的比重高，2019 年末公司非流动资产总额为 296.10 亿元，较上年末增长 11.36%。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。其中年末固定资产为 148.70 亿元，较上年末增长 6.36%，有所增加主要系在建工程转入、企业并表及购置导致，年末固定资产主要由房屋建筑物及机器设备等构成。在建工程方面，公司跟踪期内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 45.50 亿元，较上年末增加 26.08%，主要系兴瑞有机硅技术升级改造项目、宜都 300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目、高岚深度开发等项目的持续建设投入所致。公司年末投资性房地产为 45.33 亿元，较上年末增加 6.64%，采用公允价值计量，为公司持有的酒店资产和南诚丹陛华市场大楼¹⁹等；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增加 42.42%至 21.57 亿元，主要系新增后坪磷矿的采矿权。此外，公司年末长期股权投资为 14.99 亿元，较上年末增加 19.42%，主要为围绕化工主业的对外股权投资，当年增加部分主要是追加对宜昌星兴蓝天科技有限公司²⁰（1.14 亿元）、湖北贮源环保科技有限公司（0.61 亿元）、湖北兴力电子材料有限公司（0.54 亿元）等的投资；公司长期股权投资 2019 年权益法下确认的投资收益为 0.77 亿元、宣告发放现金股利或利润

¹⁷ 不含应收股利及应收利息。

¹⁸ 不含工程物资。

¹⁹ 从事市场物业出租。

²⁰ 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。

0.69 亿元。公司年末商誉为 9.84 亿元，较上年末减少 2.72%，主要系当期对内蒙古兴发科技有限公司和兴山将军柱电站计提了商誉减值，分别为 0.27 亿元和 0.08 亿元，公司化工业务周期性及波动性较大，关注商誉减值风险。

2019 年末该公司流动资产为 98.03 亿元，较上年末增加 20.26%。公司年末流动资产主要由货币资金、应收款项融资、应收账款、存货、其他应收款和其他流动资产等构成。年末公司货币资金为 29.47 亿元，较上年末增加 6.55%，其中受限货币资金 14.34 亿元，主要用于票据、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增长 19.73%至 11.82 亿元；年末按账龄分析法计提坏账准备的应收账款为 12.36 亿元，计提坏账准备 1.14 亿元，其中 91.96%账龄在一年以内。受会计准则调整影响，应收票据调整至应收款项融资，年末为 4.79 亿元（仍全部为银行承兑汇票）。公司 2019 年末存货为 27.62 亿元，主要为库存商品、原材料、工程施工等，年末存货较上年末增长 48.70%，一方面由于平邑口工业园区基础设施项目、香溪河右岸公路峡平段工程等项目由在建工程调整至存货-工程施工，另一方面由于磷矿石、磷铵、草甘膦等下游需求低迷，部分磷化工产品库存增加所致；年末存货已计提跌价准备 0.40 亿元。公司年末其他应收款为 5.87 亿元，主要为往来款及借款，年末前五大应收对象分别为宜都市财政局、武汉荣城建设集团有限公司、湖北环宇汇通建设工程有限公司、宜昌领兴建筑工程有限公司和兴山县财政局水月寺财政所。此外，公司年末其他流动资产增至 14.45 亿元，较上年末增长 15.25%，主要是待抵扣税款增至 9.20 亿元，定期存单 1.62 亿元，以及小贷公司的委托贷款等。

截至 2019 年末，该公司受限资产为 68.63 亿元，占当期末资产总额的 17.41%，除货币资金外，受限资产还包括固定资产 14.70 亿元、应收账款 0.61 亿元、应收票据 0.19 亿元、其他流动资产 1.60 亿元、投资性房地产 23.76 亿元、无形资产 2.83 亿元、长期股权投资 9.94 亿元（主要以持有的保康县尧治河桥沟矿业有限公司、兴发集团股权质押）、在建工程 0.65 亿元，主要用于抵押贷款、定期存款质押、应收账款保理等。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率（%）	47.67	49.20	49.52	46.44	54.38
速动比率（%）	35.27	37.47	34.38	33.48	36.84
现金比率（%）	20.80	18.03	17.57	18.25	19.01

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。

2019 年末，该公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 54.38%、36.84% 和 19.01%，其中受流动资产明显增加影响，公司流动比率有所上升，但跟踪期内公司总体仍面临较大的流动性压力。

6. 表外事项

截至 2019 年末，除担保业务外，该公司合并口径项下还存在对并表范围以外企业的担保，年末公司对外担保余额为 17.98 亿元。公司担保的企业包括关联方、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。

截至 2019 年末，该公司主要诉讼两起，涉案金额为 3,434.18 万元（已于 2017 年对其中涉及的应收货款 2,861.82 万元全额计提坏账准备）和 936.88 万美元，均为兴发集团旗下子公司的合同纠纷案件。

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。截至 2019 年末，公司本部资产规模为 65.16 亿元，负债规模为 44.77 亿元；2019 年，公司本部实现营业收入 138.49 亿元，实现投资收益及净利润分别为 4.36 亿元和 3.88 亿元，当年经营活动现金流净额为 2.30 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 2019 年末兴发集团资产总额为 282.53 亿元、所有者权益为 95.62 亿元；2019 年实现营业收入 180.39 亿元、净利润 3.93 亿元；经营活动现金净流量为 10.36 亿元。兴发集团于 2019 年 8 月完成 2019 年度非公开发行股份购买资产，于 12 月完成 2019 年度非公开发行股份募集配套资金。截至 2020 年 3 月末，公司持有兴发集团 2.35 亿股，持股比例由 2019 年 3 月末的 22.05% 上升至 22.88%，其中期末所持 0.76 亿股已用于质押。2020 年兴发集团计划非公开发行股票募集资金，按照发行规模上限测算，发行完成后公司对兴发集团的持股比例将不低于 21.47%，仍为其控股股东。公司对兴发集团持股比例总体不高。

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 2019 年末，公司获得的银行授信总额为 243.00 亿元，其中尚有 70.75 亿元未使用。

图表 30. 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	剩余额度	附加条件/增信措施
全部（亿元）	243.00	172.25	70.75	-

机构类别	综合授信	已用额度	剩余额度	附加条件/增信措施
其中：国家政策性金融机构（亿元）	29.20	25.91	3.29	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	82.79	60.00	22.79	-
其中：大型国有金融机构占比（%）	46.09	49.87	36.87	-

资料来源：根据宜昌兴发所提供数据整理。（截至 2019 年末）

附带特定条款的债项跟踪分析

该公司发行的“16 兴发 01”发行规模为 4 亿元，发行期限为 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”目前余额为 1.13 亿元。

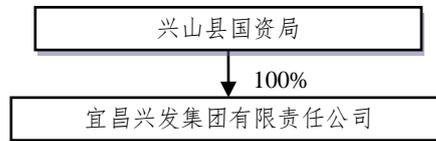
跟踪评级结论

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、盐化工等领域拓展，加强产业链协同发展，此外公司还涉足了旅游、贸易、金融服务等业务板块，形成了较为多元的业务结构，经营规模不断扩大。跟踪期内，公司营业收入继续增长，但受主要磷化工产品下游需求疲软，价格下滑等影响，业务盈利总体有所弱化；2020 年以来，受新冠疫情影响，公司业务运营压力有所加大。此外，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，随着兴发集团完成增发，该公司权益规模扩大，但受债务快速增长影响，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。此外，公司在建项目规划支出较大，后续仍面临一定的资本性支出需求。跟踪期内，公司经营性现金流仍保持了一定规模净流入，能对债务偿付形成必要保障。且公司融资方式较为多样，上市公司资本市场融资渠道畅通，也有助于缓解发展过程中的资金压力。此外，公司仍存在一定规模对外担保，面临或有风险；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：

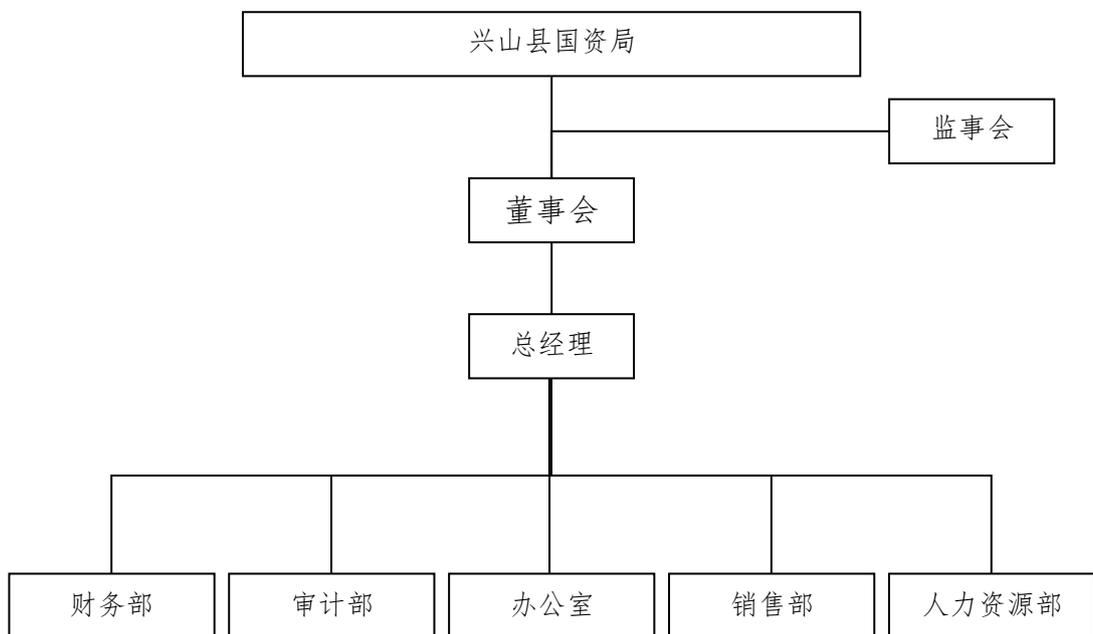
公司与实际控制人关系图



注：根据宜昌兴发提供的资料绘制（截至 2019 年末）。

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 2019 年末）。

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	2019 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	30.42	20.40	138.49	3.88	2.30	7.04	
湖北兴发化工集团股份有限公司	兴发集团	核心子公司	22.88	化工	138.79	95.62	180.39	3.93	10.36	20.33	
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	14.08	19.12	2.13	0.09	0.23	0.68	

注：根据宜昌兴发 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	303.85	347.40	394.13
货币资金 [亿元]	18.17	27.66	29.47
刚性债务[亿元]	157.87	176.14	201.88
所有者权益 [亿元]	98.21	111.33	121.69
营业收入[亿元]	355.32	380.34	391.54
净利润 [亿元]	6.46	7.61	2.63
EBITDA[亿元]	24.65	26.08	23.20
经营性现金净流入量[亿元]	30.51	24.27	16.30
投资性现金净流入量[亿元]	-18.85	-18.80	-23.97
资产负债率[%]	67.68	67.95	69.13
权益资本与刚性债务比率[%]	62.21	63.20	60.28
流动比率[%]	49.52	46.44	54.38
现金比率[%]	17.57	18.25	19.01
利息保障倍数[倍]	2.07	2.06	1.38
担保比率[%]	7.50	12.35	14.78
营业周期[天]	24.47	26.61	33.43
毛利率[%]	8.49	9.44	7.68
营业利润率[%]	2.51	3.00	1.15
总资产报酬率[%]	5.29	5.08	3.44
净资产收益率[%]	6.82	7.26	2.26
净资产收益率*[%]	4.81	4.66	-0.71
营业收入现金率[%]	98.85	94.80	95.41
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	23.77	15.97	9.16
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.70	2.48	-3.02
EBITDA/利息支出[倍]	3.22	3.25	2.51
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.12

注：表中数据依据宜昌兴发经审计的 2017~2019 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、准确性负责。

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。