



2022年湖北兴发化工集团股份有限公司公开发行人可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年湖北兴发化工集团股份有限公司公开发行可转换公司债券 2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
兴发转债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：湖北兴发化工集团股份有限公司（以下简称“兴发集团”或“公司”，股票代码：600141.SH）磷矿石和水电资源丰富，已形成磷化工全产业链，具备明显的资源、成本、产业集聚优势，是国内磷化工龙头企业之一，在行业内的竞争力较强。但中证鹏元也关注到，2023年受行业景气度下降，公司主要产品价格下降，盈利能力和现金流有所下滑，同时项目的投资建设增加了公司的资金支出压力，新增产能能否实现预期收益存在不确定性。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	455.89	445.61	416.12	334.88
归母所有者权益	211.56	207.05	203.00	138.28
总债务	138.30	127.66	118.86	109.73
营业收入	68.88	281.05	303.11	236.07
净利润	3.81	13.87	67.96	47.02
经营活动现金流净额	-4.99	14.53	68.84	53.37
净债务/EBITDA	--	2.17	0.66	0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	10.69	21.91	15.97
总债务/总资本	38.13%	36.75%	35.78%	41.63%
FFO/净债务	--	28.16%	122.97%	87.15%
EBITDA 利润率	--	16.57%	35.04%	33.00%
总资产回报率	--	4.81%	22.04%	18.48%
速动比率	0.52	0.46	0.63	0.46
现金短期债务比	0.86	0.93	1.44	0.57
销售毛利率	14.45%	16.17%	35.61%	33.37%
资产负债率	50.77%	50.70%	48.73%	54.06%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024 年 6 月 25 日

联系方式

项目负责人：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
hanf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司处于我国磷矿资源富集区，磷矿石和水电资源丰富，具备较强的资源和成本优势。**公司磷矿石主要分布在兴山县、保康县等区域。截至 2023 年末，公司拥有采矿权的磷矿资源储量为 4.03 亿吨，后坪磷矿 200 万吨/年采矿项目投产，2023 年磷矿石产量有所增长；公司建成水电站 32 座，总装机容量为 17.84 万千瓦，兴山县范围内用电自给率达 70.55%。公司以矿电资源为基础，不断延伸磷化工产业，利用资源优势一定程度上抵御了上游的价格波动风险。
- **公司已形成磷化工全产业链优势，产业集聚效应明显，主要产品在行业内竞争力较强，具备较强的流动性资源获取能力。**公司是国内磷化工行业龙头企业之一，以磷矿为基础，不断向下游延伸产业链，形成“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一，是国内草甘膦产品的龙头企业，电池级磷酸铁项目（一期）顺利完工投产，围绕有机硅、电子化学品在建项目规模较大，产业链不断延伸。2023 年公司仍保持一定的盈利规模，尚未使用的授信额度充足，融资渠道通畅。

关注

- **行业景气度下降，公司主要产品价格下降，现金流及盈利能力有所下降。**公司产品的市场化程度较高，价格易受市场供需等因素的影响而存在波动。受磷化工行业景气度下行、有机硅行业竞争加剧等因素影响，2023 年公司部分产品价格有所下降，导致全年收入规模及盈利能力均有所下降，各项现金流及杠杆指标均有所弱化，现金短债比下降至 0.93。
- **公司在建项目存在一定的资金支出压力，项目完工投产后的产能消化及收益实现情况均有待观察。**公司主要在建项目包括有机硅、磷酸铁等生产项目，截至 2023 年末，公司主要在建项目尚需投资 73.55 亿元。公司有机硅及磷酸铁行业竞争加剧，新增产能能否消化尚待观察，且部分项目投资规模大、建设周期长，能否实现预期收益存在较大不确定性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是国内磷化工的龙头企业之一，已形成完整的磷化工产业链，具备明显的资源、成本和产业集聚优势，抗风险能力较强。

同业比较（单位：亿元）

指标	川恒股份	新安股份	云天化	江山股份	兴发集团
总资产	120.24	218.19	525.71	66.75	445.61
营业收入	43.20	146.31	690.60	50.86	281.05
净利润	7.89	1.75	54.93	2.84	13.87
销售毛利率（%）	39.04	12.54	15.18	13.43	16.17
资产负债率（%）	47.43	36.24	58.13	44.59	50.70

注：上述指标为 2023 年数据。
资料来源：ifind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	6/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	6/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		6/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa+
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
兴发转债	28.00	28.00	2023-4-27	2028-9-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2022年9月22日发行6年期28亿元兴发转债，募集资金计划用于“新建20万吨/年磷酸铁及配套10万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目、新建8万吨/年功能性硅橡胶项目以及偿还银行借款”。根据公司2022年10月29日公告，“新建8万吨/年功能性硅橡胶项目”中的子项目“5万吨/年光伏胶项目”中的光伏胶装置部分实施主体变更为湖北瑞佳硅材料有限公司，实施地点变更为谷城县化工园及硅材料工业园。2024年6月22日，公司全资子公司谷城兴发新材料有限公司（以下简称“谷城兴发”），吸收合并其全资子公司湖北瑞佳硅材料有限公司（以下简称“湖北瑞佳”）。吸收合并完成后，“5万吨/年光伏胶项目中的光伏胶装置部分”实施主体相应由湖北瑞佳变更为谷城兴发，该项目的投资金额、用途、实施地点等其他计划不变。截至2023年末，兴发转债募集资金专项账户余额为3.31亿元。

三、发行主体概况

2023年公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人均未发生变更。受激励股份上市、注销回购股份及可转债转股的影响，截至2024年3月末，公司总股本变更为110,325.42万股，其中有限售条件流通股90万股。截至2024年3月末，公司控股股东仍为宜昌兴发集团有限责任公司（以下简称“宜昌兴发”），宜昌兴发持有公司22,122.59万股（质押数量为1,300万股），占公司总股本的20.05%，兴山县人民政府国有资产监督管理局持有宜昌兴发100%股权，为公司实际控制人，公司股权结构图见附录二。

“兴发转债”自2023年3月28日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为39.54元/股，目前转股价格为29.40元/股，截至2024年3月末已累计有192,977.58元转换为公司股票，因转股形成股份数量为5,086股。

2023年公司合并范围内新增6家子公司，其中新设成立1家，收购5家，涉及农药、复合肥及金属硅产品，进一步丰富了公司产品结构及产业链优势；吸收合并3家子公司。截至2023年末公司合并范围内一级子公司合计23家（详见附录四）。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
内蒙古新农基科技有限公司	70.00%	12,000.00	农药（不含剧毒）生产、销售、研发	收购
河南兴发生态肥业有限公司	100.00%	20,000.00	肥料生产	收购

印尼艾莫克公司	70.00%	11,492,000 万 印尼卢比	农药生产	收购
四川福兴新材料有限公司	100.00%	9,800.00	晶硅类材料研发与生产、销售	收购
湖北兴磷科技有限公司	65.00%	5,000.00	石灰、石膏制造	收购
湖北兴发职业培训有限公司	100.00%	3,000.00	职业技能培训机构	新设

2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
保康九路寨旅游开发有限公司	100.00%	4,000.00	旅游开发	吸收合并
宜昌星兴蓝天科技有限公司	100.00%	67,423.65	化工产品生产、销售	吸收合并
贵州瓮安巨鑫建材发展有限公司	100.00%	3,000.00	磷渣、磷渣超细微粉、磷渣保温材料、磷渣砌块、磷渣地砖生产销售	吸收合并

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

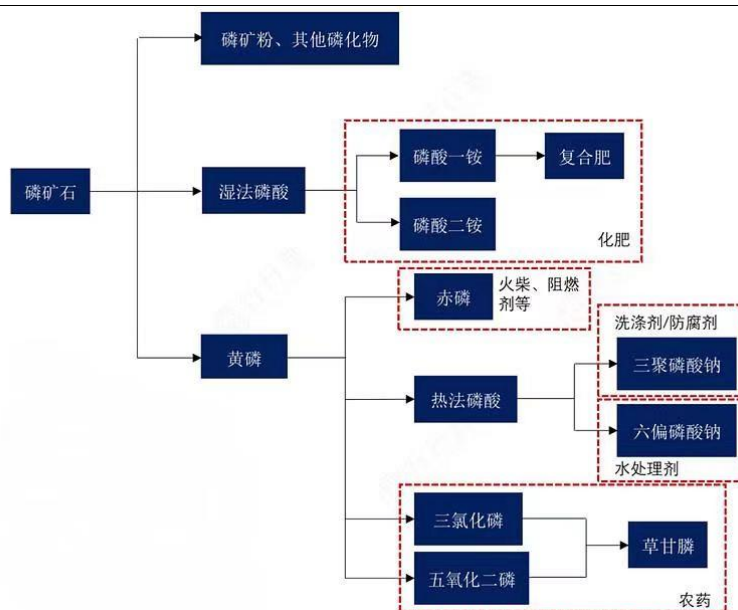
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

2023年我国磷矿石产量小幅上升，磷矿石价格高位波动，随着多年开采以及开采政策的不断约束，品位逐步降低，预计磷矿石供给仍将维持紧张态势，布局磷化工产业链且资源富集区的企业具有显著的资源优势和成本优势

磷是重要的化工原料，也是农作物生长的必要元素。磷化工是指以磷矿石为原料，通过化学方法将矿石中的磷元素加工成可为人所用的产品的化工子行业，包括磷肥、农药、磷酸盐、磷酸等，广泛应用于农业、食品、阻燃剂、洗涤剂、电子等行业。

图1 磷化工产业链



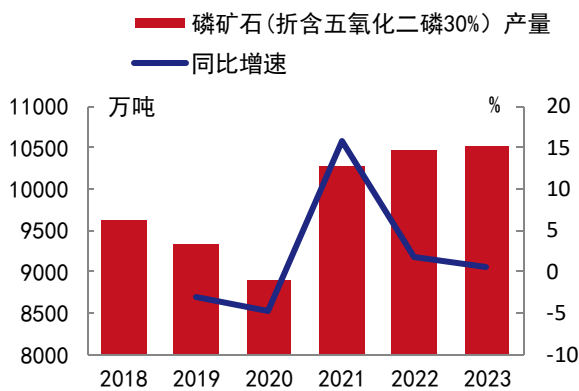
资料来源：公开资料、百川盈孚，中证鹏元整理

从国内磷矿石市场格局方面来看，在环保整治下，产业集中度大幅提高。磷矿石是磷化工产品最初原料之一，是不可再生资源，主要分布于摩洛哥、中国、美国、俄罗斯和北非、中东部分国家和地区，其中80%以上集中在摩洛哥及其他北非地区。我国已探明磷矿经济储量32.4亿吨，规模上仅次于摩洛哥，但品位相对较低，真正可利用的磷矿资源并不丰富。从区域分布来看，我国磷矿资源主要集中在湖北、四川、贵州、云南、湖南五省份，受环保政策及安全生产政策影响，2023年湖北地区磷矿石产量有所下降

降。2022年我国磷矿石CR5达66.1%，主要生产企业包括贵州磷化集团、云天化、兴发集团等，三家企业的市场占有率分别为24%、22%和9%。

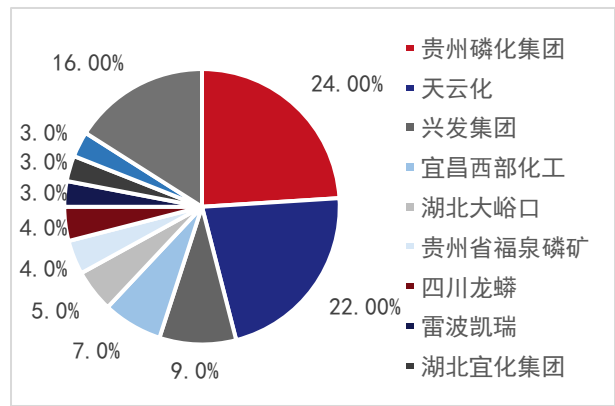
磷矿石供给增长有限，维持紧平衡态势。受供给侧改革影响，我国磷矿石产量由2017年的1.23亿吨持续下降至2020年的0.89亿吨，2021年以来受磷铵、草甘膦等化肥农药需求增加，叠加下游应用领域拓展、磷酸铁等需求向好，磷矿石产量有所增长，2023年我国磷矿石产量达1.05亿吨，增速有所下滑。随着多年的开采以及开采政策的不断约束，品位逐步降低，部分大企业自用为主，对外惜售，预计2024年我国磷矿石的供给多将持续处于紧张态势，磷矿的稀缺性日渐凸显。

图2 2023年我国磷矿石产量增速有所下降



资料来源：ifind，中证鹏元整理

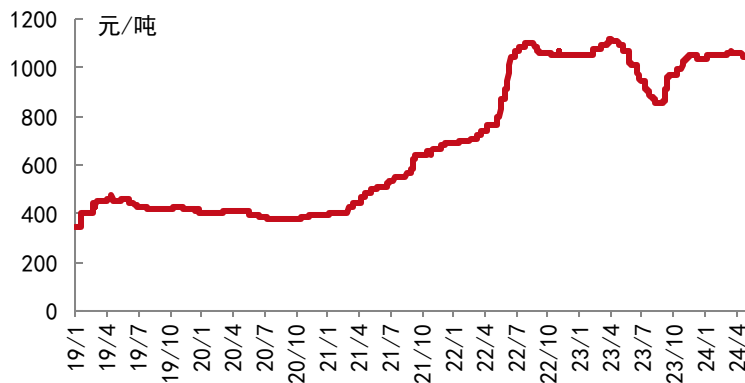
图3 我国磷矿石市场竞争格局



资料来源：ifind，中证鹏元整理

当前磷矿石企业多为自用生产，流通货源不足，限制了供给释放，下游磷肥需求刚性，2021年以来新能源材料需求的增加进而推升磷矿石价格。2023年磷酸铁市场景气度有所下降，同时受湖北矿山停工、春耕行情及冬储备货等季节性影响，国内磷矿石市场价格高位波动。展望未来，我国磷矿石供给增长有限，同时下游磷肥需求刚性，预计磷矿石价格仍将维持高位，磷矿石资源富集区的磷化工企业具有显著的资源 and 成本优势。

图4 2023年我国磷矿石价格维持高位

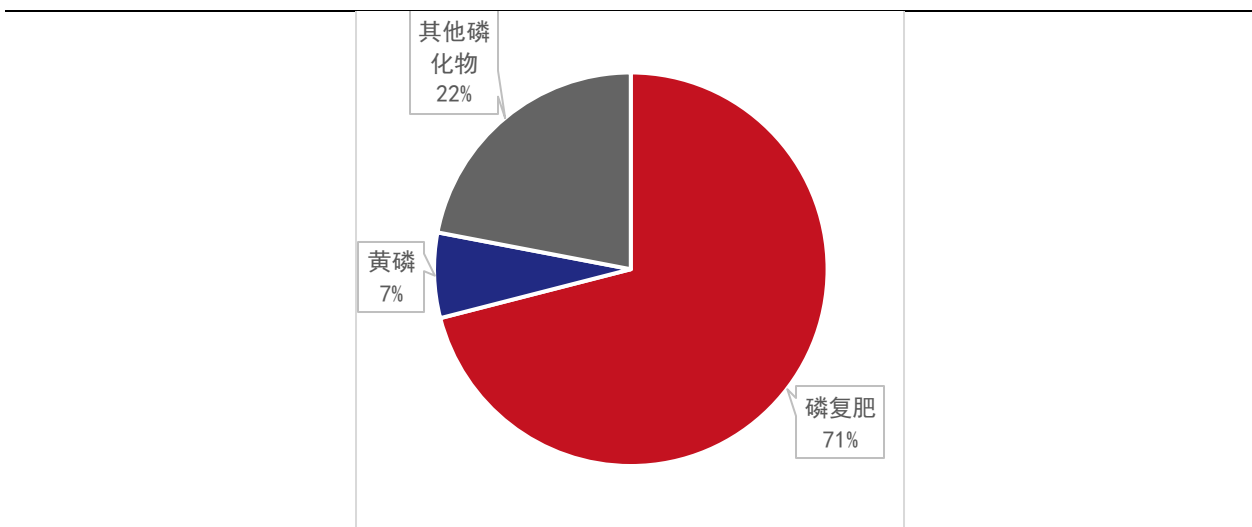


资料来源：ifind，中证鹏元整理

磷矿石下游应用领域主要为磷肥，受能耗双控、“三磷”治理等政策以及市场影响，磷肥行业集中度不断提升，生产企业主要集中在磷矿资源聚集区，行业整体产能利用率较低；2023年受益于国内外农业需求提升，磷肥产量有所增长，价格波动运行

磷化工中游产品磷肥、黄磷及其他磷化物对于磷矿石资源的需求量较大。数据显示，2022年，消耗磷矿石较多的为磷复肥，占比高达71%；其次为黄磷，消耗占比7%。

图5 我国磷矿石应用领域分布情况



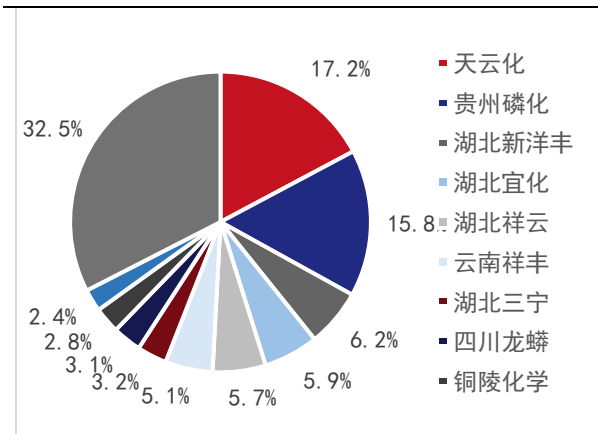
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

磷肥是指以能够补充农作物磷元素的化肥，常见的磷肥包括磷酸一铵（MAP）、磷酸二铵（DAP）、过磷酸钙等，其中磷酸一铵（占比41%）和磷酸二铵（占比44%）为目前主流磷肥品种。国内磷酸一铵、二铵产能超过4,000万吨，约占全球产能的一半，生产企业主要集中在“云贵川鄂”等磷矿资源聚集区，整体产能利用率在50%左右。近年，受能耗双控、“三磷”治理等政策以及市场影响，资源自给率低、环保落后以及经营困难的磷肥企业逐步退出，磷肥行业集中度不断提升，其中磷酸二铵产品集中度高于磷酸一铵。国内磷肥一梯队龙头企业为云天化和贵州磷化，市占率分别为17.2%和15.8%，第二梯队企业新洋丰、湖北宜化、湖北祥云、川发龙蟒等。

2023年我国磷肥产量有所增长，价格波动运行。2017-2022年受政策及市场因素叠加我国磷肥产销双降，2023年随着新能源项目投产带动工业级磷酸一铵产量增长（同比增长16.0%至222.3万吨），同时受益于出口订单的增加及国内外农业需求的提升，2023年磷酸二铵总产量为1,381.46万吨，较去年增加243.99万吨，综合影响下，2023年磷肥产量达到1,615.1万吨P2O5，同比增长6.1%。价格方面，磷肥价格上半年高开低走持续下行，国内整体开工率下降，下半年价格和开工率止跌反弹。国际市场受区域冲突、能源供应、粮食安全等不确定因素影响，国际磷肥价格整体高于国内价格。2024年一季度，磷酸一铵价格随需求小幅波动，磷酸二铵整体维稳运行，整体来看，磷酸一铵市场供应足量，需求维持刚需补货，预计短期市场价格延续下跌整理；磷酸二铵企业市场走货好转，氛围转暖，预计短期市场价格稳中震荡

整理。

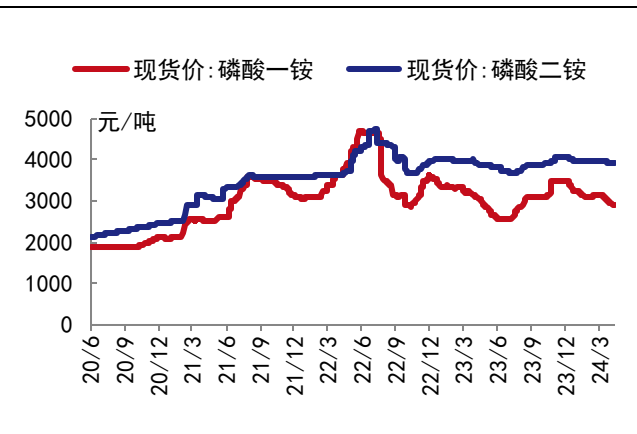
图6 我国磷肥行业竞争格局



注：产能利用率=产量/产能

资料来源：Wind、百川盈孚，中证鹏元整理

图7 2023年以来我国磷肥价格波动运行



资料来源：ifind，中证鹏元整理

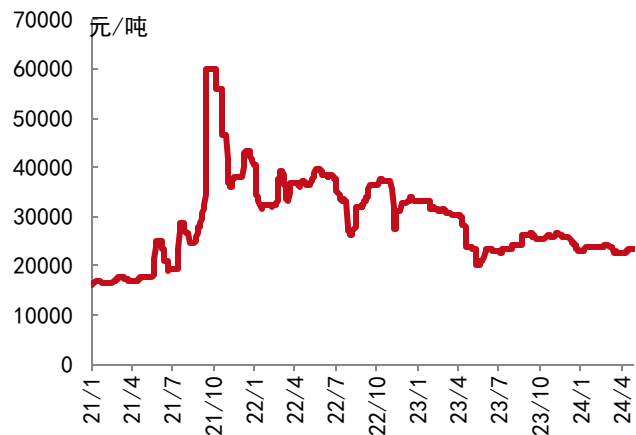
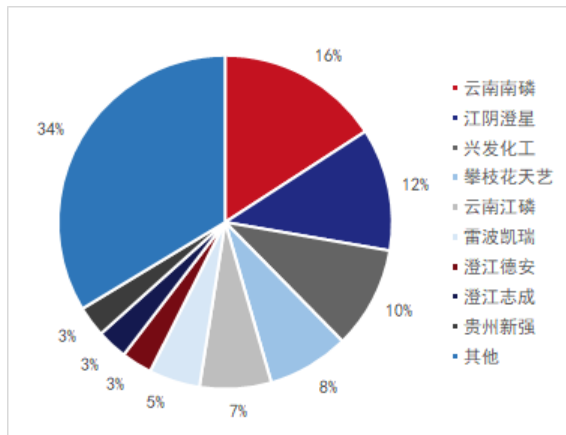
受市场供应过剩、湿法精制磷酸冲击以及草甘膦市场疲软等因素影响，2023年黄磷价格波动下降，未来仍将维持波动趋势；下游磷酸盐行业逐步向精细型、高端化发展，草甘膦受累库及需求减弱影响，2023年价格大幅下降，短期草甘膦下游去库已基本结束，需求有望企稳，但需关注草甘膦中间体双甘膦新增产能落地情况

黄磷是高耗能、高污染产品，为热法磷化工关键材料，磷酸和草甘膦是黄磷行业最大的应用市场。我国黄磷生产主流工艺为电炉法，黄磷产能主要分布于水电资源和磷矿资源相对丰富区域，即云贵川鄂四省，其中云南占比超40%。国内黄磷行业竞争格局分散，产能前三的企业分别为云南南磷、江阴澄星和兴发化工。其他主要企业包括攀枝花天艺、云南江磷、雷波凯瑞等。黄磷生产成本主要为磷矿石和电力，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。

受市场供应过剩、湿法精制磷酸冲击以及草甘膦市场疲软等因素影响，2023年黄磷价格波动下降。2023年黄磷市场均价25,078元/吨，同比去年（33,112元/吨）跌8,034元/吨，跌幅24.26%。开工方面，因黄磷价格持续回落，企业利润大幅缩减，2023年我国黄磷全年开工率48.55%，较2022年（57.99%）下滑约9.44个百分点。近年，受“三磷”治理、能耗双控以及环保督察等因素影响，我国黄磷行业生产情况受到严格限制，产能、产量呈现下降趋势，同时受到区域性、季节性限电原因，黄磷价格和产量也出现较大波动，预计未来仍将维持波动趋势。

图8 黄磷在产企业产能分布情况

图9 2023年黄磷主流价格波动下降



资料来源：公开资料、ifind，中证鹏元整理

磷酸盐主要包括磷酸钠盐、钾盐、钙盐、铵盐等，目前全球产能约300万吨/年，其中国内产能占比超过四成。国内磷酸盐生产企业较多，主要集中在云南、贵州、四川、湖北等省份。受安全环保监管、技术改革及产业政策调整等因素影响，近年磷酸盐开工率整体偏低。在环保整治的推动下，磷酸盐行业将加快从粗放向精细型发展，工业级向食品级、医药级提升，高端精细磷酸盐规模将不断扩大。此外，我国磷酸盐行业在技术方面不断创新，传统的热法磷酸将逐步由湿法磷酸替代。基于国内半导体和新能源产业的发展，电子级磷酸等电子化学品将迎来新的发展机遇。

草甘膦是一种主要应用于转基因作物的除草剂，全球除草剂中草甘膦约有30%的市场份额，为第一大品种。2023年全球草甘膦产能约为118万吨，生产企业总计在10家左右，其中拜耳拥有产能约37万吨/年，剩余产能主要集中在中国华东、西南等区域。草甘膦生产工艺包括甘氨酸法和IDA法，国内草甘膦工艺以甘氨酸法为主，约占七成。甘氨酸技术路线下，甘氨酸、黄磷、甲醇等原材料在总成本中占85%-90%，其母液金属含量较高，环保成本较高。2016年开始我国化工行业供给侧改革，2019年“三磷”整治，行业新增产能极少，加上部分落后产能退出，行业产能收缩，同时，草甘膦属于发改委限制投资项目，未来供应端扩张受限。公开数据显示，截至2023年末，国内草甘膦年产能为81.3万吨，产量连续两年同比小幅下降至53.00万吨，产能利用率仅为65.19%。

2023年草甘膦价格延续下跌趋势，短期草甘膦需求有望恢复常态，长期需求受益于转基因政策提速而不断扩容。2021年草甘膦价格的持续上升导致生产企业的生产积极性提升，同时下游农药制剂厂商备货积极，从2022年初开始草甘膦库存显著提升，一定程度透支了草甘膦的需求。2022年四季度以来行业处于去库存阶段，需求下滑，叠加行业供给端产能恢复、产量增长，导致产品价格震荡下行至历史低位，行业经历销量和价格下滑的双重压力。但从2024年春耕开始，伴随供应逐步趋于稳定、库存去化接近尾声、季节性采购需求的逐步恢复，需求端有望逐步恢复常态。中长期来看，政策驱动国内转基因商业化再加速，国内转基因市场将成为草甘膦的重要增长点。此外，根据公开信息，供给端双甘膦在建产能规模较大，双甘膦作为草甘膦生产的关键中间体，将对行业供给产生较大影响，需关注其落地达产

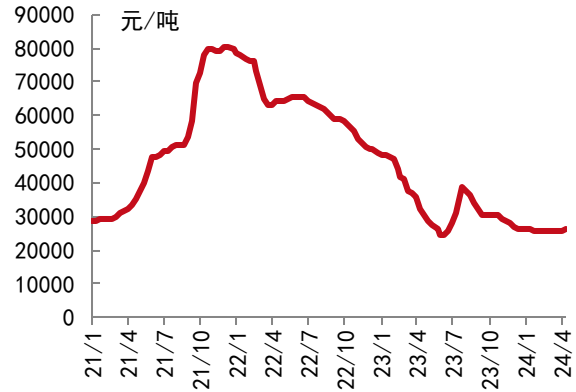
情况。

图10 2023年末全球草甘膦产能分布情况（单位：万吨）

公司名称	年产能	IDA 工艺	甘氨酸法
孟山都	37	37	-
兴发集团	23	-	23
四川福华通达	15.30	-	15.30
新安股份	8	-	8
江苏好收成韦恩	7	7	-
江山股份	7	4	3
广信股份	6	-	6
和邦生物	5	5	-
扬农化工	4	3	-
河南红东方	3	-	3
其他	3	2	-

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图11 2023年草甘膦延续下跌趋势



注：上表为我国生产资料价格:农药(草甘膦，95%原药)。资料来源：ifind，中证鹏元整理

有机硅产能逐年增长，且在建产能规模较大，同时叠加房地产等终端消费疲软，2023年以来价格波动下行，需关注有机硅行情的低迷对相关企业盈利的不利影响

有机硅产能持续提升，竞争格局恶化，有机硅中间体价格波动下降。随着国内建筑、汽车、电力、医疗等行业对有机硅材料的旺盛需求以及有机硅材料应用范围不断扩大，我国有机硅产业发展较快。截至2023年底，全球有机硅单体产能约776万吨，同比增长7.63%，我国有机硅单体产能约569万吨，同比增长10.70%。从价格来看，2023年有机硅DMC价格受房地产等终端消费疲软的因素影响下价格不断下跌，年内DMC最低价格来到12,900元/吨，创近5年新低。随着中国经济转型加快推进，有机硅下游应用领域逐步拓宽，预计未来较长时间我国有机硅消费量将继续保持增长态势，但仍需关注未来几年我国大量新增产能计划投产，行业竞争压力将增大。

图12有机硅中间体产能产量持续增长

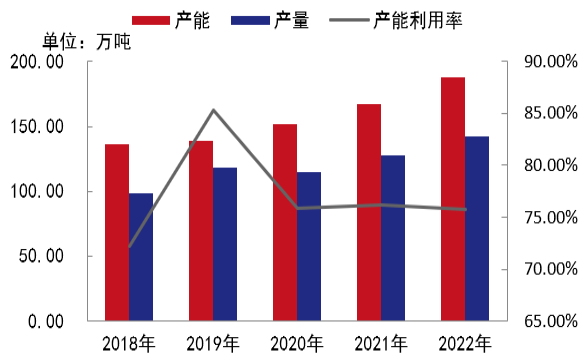
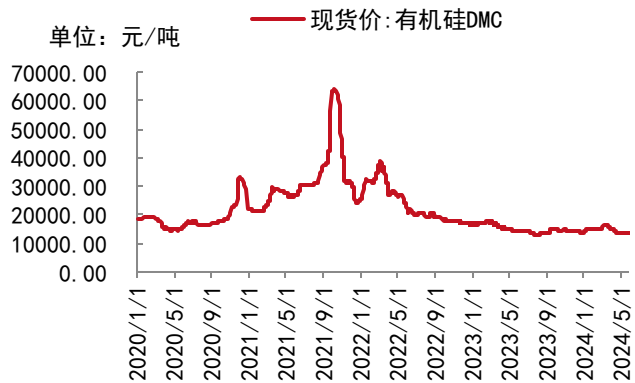


图13 2023年以来我国有机硅价格波动下行



注：上表为中国有机硅中间体的产能、产量等数据。资料来源：ifind，中证鹏元整理
 资料来源：Wind、百川盈孚，中证鹏元整理

五、经营与竞争

作为国内磷化工行业的龙头企业之一，公司保持着“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，产业集聚效应明显，业务地域分布广泛，磷矿石、草甘膦等主要产品在行业内竞争力较强；但受磷化工行业景气度下行影响，有机硅行业竞争加剧，2023年公司主要产品价格有所下降，导致全年收入规模及盈利能力均有所下降，此外，项目建设仍存在一定的资本支出压力，同时完工投产后的产能消化及收益实现均有待观察

公司主营产品包括磷矿石、特种化学品、草甘膦系列产品、有机硅系列产品、肥料等，产品广泛应用于食品、农业、集成电路、汽车、建筑、化学等领域。

2023年公司收入仍主要来源于磷矿石及磷化工产品、有机硅、贸易业务收入。受市场供给增长有限影响，磷矿石仍保持在相对较高的景气度，公司磷矿石产能及销量均有所上升；下游磷化工行业景气度下行，相关产品价格均出现不同程度的下降；有机硅行业竞争加剧，有机硅产品量价齐跌；贸易收入规模及占比大幅上升，但盈利能力较弱。综合以上因素影响，2023年公司营业收入规模有所下降，毛利率同比下降19.44个百分点至16.17%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
特种化学品	50.28	17.89%	20.75%	62.27	20.54%	38.25%
草甘膦系列产品	42.83	15.24%	31.01%	86.70	28.60%	58.09%
肥料	36.06	12.83%	8.70%	34.48	11.38%	19.09%
有机硅系列产品	21.44	7.63%	4.33%	41.33	13.64%	17.50%
矿山采选	16.03	5.70%	73.74%	8.55	2.82%	73.93%
其他	25.24	8.98%	5.86%	29.80	9.83%	20.90%
商贸物流	83.77	29.81%	2.65%	32.79	10.82%	8.27%
其他业务	5.40	1.92%	39.45%	7.18	2.37%	65.21%
合计	281.05	100.00%	16.17%	303.11	100.00%	35.61%

注：其他收入主要包括氯碱类、氯甲烷、甲缩醛、甘氨酸、亚磷酸、液氨等副产品收入及水蒸气、磷铁、电力等非主营产品；其他业务收入主要是废料销售、材料转让、磷渣、煤渣等销售收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司坚持国际化发展战略，先后在美国、德国、巴西、阿根廷、越南、中国香港等地设立营销平台，与多家全球五百强企业建立了长期合作关系，营销网络遍布亚欧美非等116个国家和地区，2023年8月公司现金收购印尼艾莫克公司，农药生产及制剂加工业务进一步向外延伸。2023年公司来自国内和国外的收入占主营业务收入的比重分别为66.61%和33.39%。

2023年公司加快推进创新研发项目，全年累计研发投入11.17亿元，占当期营业收入的3.97%，新获批授权专利302件，累计拥有专利授权1,138件，其中发明专利378件，获得国家科技进步二等奖1项，省部级科技奖励23项。

公司处于我国磷矿资源富集区，拥有丰富的磷矿石和水电资源，有助于生产成本的降低；2023年磷矿石整体供应端持续紧张，磷矿石价格处于高位，同时受益于新矿区投产，公司磷矿石销量有所增长，磷矿石收入及利润贡献大幅增长；但需关注电力外购比例的增加及原材料价格波动带来的成本管控压力

公司总部地处湖北省宜昌市，磷矿资源比较丰富，是全国五大磷矿基地之一。公司磷矿石主要分布在兴山县、保康县等区域。截至2023年末，公司拥有采矿权的磷矿资源储量为4.03亿吨。为加强矿山资源的区域化管理，2023年湖北兴顺矿业有限公司分担了本部的部分基础储量。此外，公司还持有荆州市荆化矿产品贸易有限公司（拥有磷矿探明储量2.89亿吨，目前处于探矿阶段）70%股权，持有保康县尧治河桥沟矿业有限公司（以下简称“桥沟矿业”）（拥有磷矿探明储量1.88亿吨，目前处于探转采阶段）50%股权，通过控股子公司湖北吉星化工集团有限责任公司持有湖北宜安联合实业有限责任公司（拥有磷矿探明储量3.15亿吨，已取得采矿许可证，目前处于采矿工程建设阶段）26%股权，丰富的磷矿资源为公司发展磷化工产业提供了有利条件。截至2024年3月末，公司所属矿山均为国家级绿色矿山。

表3 公司磷矿资源情况（单位：万吨）

序号	矿山所属子公司	2023年		2022年	
		基础储量	年产能	基础储量	年产能
1	本部	6,410	120	31,629	320
2	湖北兴宏矿业有限公司	3,127	85	3,368	85
3	湖北兴顺矿业有限公司	25,500	280	2,172	80
4	保康楚烽化工有限责任公司	5,256	100	5,715	100
	合计	40,293	585	42,884	585

资料来源：公司提供

2023年公司后坪磷矿200万吨/年采矿项目投产，公司磷矿产量同比增长69.41%，产能利用率提升至84.39%。自有产品产能及产量变化不大，2023年磷矿对外销售规模同比增长85.27%。从售价来看，2023年磷矿石价格维持高位波动，在量升价稳的背景下，该业务收入大幅增长、毛利率水平保持在较高水平。

电力资源方面，公司利用兴山、神农架地区的丰富水电资源自产电力，全部用于兴山县范围内的自身生产经营。2023年公司水电站数量及装机容量未发生变化。受神农架地区及兴山县降水量增长影响，2023年公司发电量有所增长，发电成本有所下降，同时外购电量有所下降，全年外购电量36.81亿千瓦时，同比下降3.66%。自产电力为公司的化工生产提供了相对廉价的电力，但公司在建产能规模较大，尚无在建水电站，预计外购电力占比将持续提高，产品单位电力成本优势将有所下降。

表4 兴山县范围内的用电情况

项目	2023年	2022年
自有水电站数量（座）	32	32
总装机容量（万千瓦）	17.84	17.84
发电量（亿千瓦时）	5.94	3.79
总用电量（亿千瓦时）	8.42	7.55
外购用电量（亿千瓦时）	2.79	3.76
用电自给率=发电量/总用电量*100%	70.55%	50.20%
公司发电成本（元/千瓦时）	0.25	0.33
外购电均价（元/千瓦时）	0.69	0.55

注：表中数据不包含余热发电，表中的总用电量及外购用电量仅为公司在兴山县范围内的用电；兴山的用电量主要用于公司本部生产黄磷。

资料来源：公司提供

除磷矿石和电力成本外，原材料是公司营业成本的最主要的构成。公司生产所需采购的主要原材料包括煤炭、金属硅、纯碱、硫磺、甲醇等，近年直接材料占营业成本的比重均超过80%。2023年公司主要原材料煤炭、金属硅、甲醇、硫磺、冰醋酸等价格均有所下降，成本管控压力有所下降，但公司主要原材料价格随行就市，未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利产生的不利影响。2023年公司前五名供应商采购额占比为21.02%，同比有所下降，集中度不高，一定程度上可以分散对单一供应商的依赖风险。

表5 公司主要原材料采购价格变动情况（单位：元/吨）

生产产品	原材料	采购模式	2023年	2022年
			采购均价	采购均价
精细磷酸盐	白煤	直接采购	1,294.45	1,677.16
	纯碱	直接采购	2,389.07	2,491.56
	硫磺	贸易商采购	975.53	2,202.02
肥料	硫酸	直接采购	79.38	810.02
	磷矿石	直接采购	794.11	715.64
	烟煤	贸易商采购	1,047.10	1,324.04
有机硅	金属硅	直接采购	14,022.82	18,588.80
	甲醇	直接采购	2,375.83	2,619.62
	浓硫酸	直接采购	280.53	698.63
草甘膦	甲醇	直接采购	2,375.83	2,485.86
	多聚甲醛	直接采购	4,451.88	4,091.15
	冰醋酸	直接采购	2,978.01	3,821.12
甘氨酸	乌洛托品	直接采购	5,646.40	6,192.52
	液氨	直接采购	3,564.37	3,653.71
各类化工产品	工业盐	直接采购	388.44	487.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司已形成完整的磷化工产业链，精细磷酸盐产品种类丰富，加深了磷矿资源综合利用，有助于

提高成本优势；受黄磷价格波动下行影响，2023年公司黄磷及磷酸盐价格有所下降，收入及盈利能力有所下降，需持续关注价格波动对盈利影响；电子化学品价格较为稳定，产品已实现国内外知名半导体客户的批量供应，在建项目投产预计带来新的利润增长点

公司长期专注于精细化工产品开发，已形成完整的磷化工产业链，现有食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级等各类产品15个系列591个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一。公司黄磷及精细磷酸盐仍主要由公司本部及子公司保康楚烽化工有限责任公司、襄阳兴发化工有限公司、瓮安县龙马磷业有限公司及湖北吉星化工集团有限责任公司等经营。

公司黄磷产地主要分布在宜昌兴山县、保康、襄阳及贵州黔南州，2023年黄磷产能保持不变。公司的黄磷作为磷酸盐和草甘膦等的原材料主要用于自用，2023年产销率水平有所下降，主要系黄磷产量下降、内耗量增长所致。2023年黄磷市场价格波动下降，公司黄磷产品售价亦有所下降，收入规模有所下降。

2023年公司主要精细磷酸盐年产能保持不变，仍为21.7万吨/年。2023年食品级磷酸盐市场需求总体平稳，公司精细磷酸盐产销量基本稳定，产能利用率水平较高。受原料黄磷及能源价格下跌影响，食品级磷酸盐价格整体呈现下降趋势，2023年公司主要精细磷酸盐产品价格均有所下降，主要产品收入及毛利率水平均有所下降，需持续关注未来产品价格波动对该业务盈利能力的影响。

公司控股子公司湖北兴福电子材料股份有限公司（以下简称“兴福电子”）负责电子级化学品的生产销售，目前已建成6万吨/年电子级磷酸、6万吨/年电子级硫酸、1万吨/年电子级双氧水、5.4万吨/年功能湿电子化学品产能，产能规模居行业前列，产品已实现对中芯国际、华虹集团、SK海力士、长江存储等多家国内外知名半导体客户的批量供应。此外，兴福电子正在推进4万吨/年电子级硫酸改扩建以及2万吨/年电子级氨水联产1万吨/年电子级氨气等项目建设，建成后预计会带来新的利润增长点。2023年电子级磷酸受原料黄磷价格下跌影响，电子级硫酸受市场供需变化影响，市场价格均较2022年小幅下降，电子级双氧水、功能湿电子化学品市场价格较2022年基本持平。2023年，公司电子化学品收入规模保持增长，毛利率略有下降。

公司草甘膦业务在国内仍处于龙头地位，“磷硅盐协同”产业链增强了其成本优势，受行业库存高企、下游需求减弱及原料价格下降影响，该业务的收入和盈利大幅下降；有机硅产品受房地产、汽车等下游需求持续疲软，叠加原料价格下行、成本端支撑不足，有机硅市场持续疲弱运行，产能利用率不高，公司有机硅产品收入、利润大幅下降，同时需关注在建项目的产能消化风险及价格波动对盈利的影响

公司草甘膦及副产品的生产和销售由子公司湖北泰盛化工有限公司（以下简称“泰盛化工”）及其子公司内蒙古兴发科技有限公司负责。公司形成了“磷硅盐协同”的循环产业链，具有原材料保障优势。草甘膦的主要原材料甘氨酸、黄磷和盐酸主要来自公司内部供给，包括自身配套10万吨/年甘氨酸产能、

公司本部及子公司规模化的黄磷产能，以及湖北兴瑞硅材料有限公司（以下简称“湖北兴瑞”）有机硅装置副产盐酸；同时，有机硅装置可以消耗泰盛化工生产草甘膦副产的氯甲烷，有助于降低草甘膦环保风险，并提升其综合经济效益。此外，泰盛化工、湖北兴瑞处于同一个化工园区，有助于提升其原料运输成本优势。

公司系我国草甘膦的龙头企业，2023年草甘膦原药年产能保持在23.00万吨，占全球总产能的19.49%；泰盛化工甘氨酸年产能维持10.00万吨，主要用于草甘膦生产，富余部分对外销售；泰盛化工5.00万吨草甘膦水剂及3.60万吨颗粒剂产能均为自用。受行业库存高企、下游需求减弱及上游黄磷、甘氨酸价格下降影响，2023年草甘膦市场价格延续下跌趋势，公司采取积极去库存策略，当年草甘膦销售量有所增长，但草甘膦产品价格同比大幅下降55.56%，导致收入及毛利率均同比有所下降。目前，短期草甘膦下游去库已基本结束，需求有望企稳。

表6 公司甘氨酸及草甘膦产销情况

项目	设计产能	产能利用率
草甘膦原药	23.00	69.26%

资料来源：公司提供

公司的有机硅业务主要由子公司湖北兴瑞运营，主要产品包括DMC、107胶和110胶等，应用于橡胶、纺织、汽车等各个领域，其中DMC作为中间体大部分用于内部生产。2023年公司有机硅产能保持不变，受有机硅行业下游需求不足及甲醇、金属硅等原材料市场弱势运行的影响，2023年公司DMC、107胶、110胶价格均有所下降，产能利用率有所下降。受此影响，2023年公司有机硅系列产品收入及毛利率持续下降。为逆转有机硅收入及盈利下滑趋势，公司加强对有机硅市场的研判，加大有机硅下游特种产品布局，优化生产工艺，严控生产成本。但需关注，公司有机硅及下游产能布局规模较大，目前行业供需格局恶化，未来产能能否顺利消化存在不确定性，且需关注其价格波动对盈利的影响。

表7 公司有机硅主要产品产销情况

项目	设计产能	产能利用率	在建产能
湖北兴瑞-有机硅单体	36万吨/年	83.34%	20万吨/年

资料来源：公司提供

肥料业务是公司“矿肥化”产业链的重要一环，2023年公司肥料产品价格有所下降，盈利能力有所下降，需关注肥料产能消化及价格波动的影响；2023年公司贸易业务运行良好，收入增长较快，但盈利能力偏弱

公司肥料业务主要由子公司宜都兴发化工有限公司（以下简称“宜都兴发”）经营，主要产品包括磷酸一铵和磷酸二铵。肥料业务是对磷矿石的综合利用，是“矿肥化”产业链的延伸。2023年磷酸一铵和磷酸二铵的产能未发生变化。2023年磷酸二铵受益于出口订单增加市场行情较好，公司侧重生产行情更优的磷酸二铵，磷酸二铵的产销量有所上升；磷酸一铵市场价格波动较大，2023年产销率有所下降，

主要系部分产品用于2023年新收购的子公司河南兴发生态肥业有限公司（以下简称“河南兴发”）的复合肥生产。受硫磺等原料价格下降及需求转弱的影响，2023年公司磷酸一铵和磷酸二铵产品售价均有所下降，全年肥料营业收入及毛利率均有所下降。

此外，公司尚有湿法磷酸（折百）产能68万吨/年、精制净化磷酸（折百）产能10万吨/年、硫酸产能200万吨/年、合成氨产能40万吨/年，在建精制净化磷酸（折百）产能5万吨/年；全资子公司河南兴发拥有复合肥产能40万吨/年。考虑到磷肥市场产能扩张及产能利用率不高，未来需关注公司新增产能消化问题以及价格波动对该业务盈利能力造成的影响。

表8 公司主要肥料产品产销情况

项目	设计产能	产能利用率
宜都兴发-磷铵	100万吨/年	113.74%

资料来源：公司提供

公司贸易业务主要由子公司湖北兴发国际贸易有限公司等运营，贸易产品主要以公司、联营单位的自产同类产品及相关产业产品为主导方向，产品种类较多，2023年主要贸易区域包括国内的华东、华中、东北、西南和国外的亚洲、欧洲、北美洲。公司随行就市开展贸易业务，贸易产品及规模变动较大，2023年前五大贸易产品的销量大幅增加，全年贸易业务收入增长明显，主要系增加磷酸二铵等农化产品，但毛利率水平有所下降。

公司在建项目有助于增强现有产业链的规模和协同优势，但项目建设仍存在一定的资本支出压力，同时完工投产后的产能消化及收益实现均有待观察，磷酸铁、有机硅项目随着行业竞争加剧，盈利能力大幅减弱，未来存在竞争进一步加剧的风险

公司主要在建项目规模较大，主要包括有机硅、磷酸铁等的生产项目。截至2023年末，公司主要在建项目总投资126.15亿元，累计已投资52.60亿元，其中本期债券募投项目累计已投资16.45亿元，其余项目尚需投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。募投项目之一的一期10万吨/年电池级磷酸铁已建成投产，目前产能利用率水平不高，随着行业内新增产能集中释放，磷酸铁价格明显下降，盈利能力大幅减弱，未来存在竞争进一步加剧的风险。随着在建项目的完工投产，公司产业链优势将进一步拓展，增加规模和协同优势，但目前有机硅等产品规划在建产能规模较大，新增产能能否消化尚待观察，项目能否实现预期收益存在较大不确定性。

表9 截至2023年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	所产产品	总投资	已投资
兴瑞 40万吨/年有机硅新材料项目（一期）	有机硅	25.13	10.55
有机硅新材料一体化循环项目—有机硅装置	有机硅	23.08	5.12
兴友 20万吨/年磷酸铁项目*	磷酸铁	21.84	11.02
后坪 200万吨/年磷矿选矿及管道运输项目	磷矿	8.87	2.97

湖北兴瑞 3 万吨/年液体硅橡胶项目及 5 万吨/年光伏胶项目中的 107 硅橡胶装置部分*	硅橡胶	8.24	2.19
兴福 6 万吨/年芯片用超高纯电子级化学品项目	电子化学品	6.34	5.38
兴福 4 万吨/年超高纯电子化学品项目	电子化学品	5.71	0.06
宜都 10 万吨/年湿法磷酸精制技术改造项目-扩能*	湿法磷酸	5.51	3.24
湖北兴瑞 15 万吨/年硅橡胶项目（一期）	硅橡胶	4.79	1.10
兴福 3 万吨/年电子级磷酸项目	电子磷酸	4.19	3.31
兴晨 2 万吨/年/2,4-D、5000 吨/年二甲四氯及配套制剂项目	二甲四氯	3.67	2.48
兴福 2 万吨/年电子级氨水联产 1 万吨/年电子级氨气项目	电子化学品	2.56	0.36
瑞佳 20 万吨/年 RTV 项目（一期）	光伏胶	2.37	2.13
兴福 10 万吨/年超高纯液体三氧化硫项目	三氧化硫	2.27	2.14
瓦屋 100 万吨/年磷矿光电选矿项目	磷矿	1.58	0.55
合计	-	126.15	52.60

注：*为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供

六、财务分析

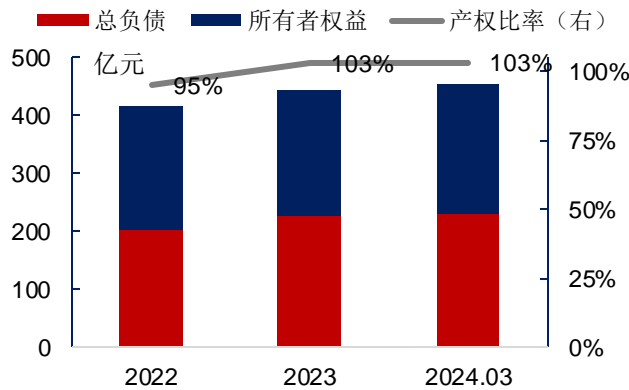
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）所审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务数据，报告均采用新会计准则编制，2023年合并报表范围变化情况详见表1。

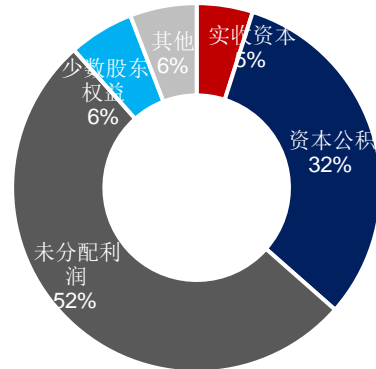
资本实力与资产质量

受益于经营利润积累公司资本实力保持增强，在建项目投入带动公司总资产规模持续扩大，但资产构成以厂房设备等重资产为主，部分资产使用受限，以化工原材料和产品为主的存货易受价格波动的影响而存在跌价风险，且需关注商誉减值风险

2023年公司仍保持一定的盈利规模，所有者权益保持增长，同时较大规模的在建项目投入带动应付工程款及项目贷款规模的增长，综合影响下，产权比率有所增长，2023年公司资本结构保持稳定。

图14 公司资本结构


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图15 2024年3月公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要以生产活动所需的机器设备、厂房及土地为主，因较大规模的在建项目投入影响，2023年非流动资产占比有所提升，期末占比达82.90%，基本符合行业资产特征。

随着在建项目持续投入及企业合并、购置土地房产的影响，2023年末公司固定资产规模同比增长12.38%，在建工程规模同比增长63.17%，无形资产同比增长20.86%；从在建项目分类来看，有机硅及下游产品、电池级磷酸铁项目投资规模较大，需关注目前相关行业竞争加剧，能否实现预期收益存在不确定性。此外，固定资产折旧、无形资产摊销规模同比有所增长，一定程度上侵蚀了公司利润。

公司磷化工产业链齐全，业务涉及产品和原材料种类丰富，存货中的原材料主要为磷矿石、黄磷等生产性原料，库存商品主要为草甘膦、磷铵等化工类产品，2023年公司加大存货去库存力度，存货规模有所下降，因部分产品及原材料价格降幅较大，本期计提的存货跌价准备规模较大，考虑到公司原材料及产品价格波动较大，需关注存货的跌价风险。

2023年末公司货币资金降幅较大，主要系使用可转债募集资金所致，其中因保证金使用受限的货币资金规模达2.16亿元。2023年末公司应收账款及占比均有所提高，主要系草甘膦及磷肥产品销售形成，账龄主要集中在1年以内，受下游市场需求下降影响，坏账风险有所加大。

公司的股权投资主要系对产业链上下游中联营、合营企业的投资，2023年公司新增对湖北友兴新能源科技有限公司1.47亿元投资，系子公司湖北兴友新能源科技有限公司下游磷酸铁锂客户。2023年末公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计0.80亿元，宣告发放的股利和利润合计1.60亿元，同比均有所下降。此外，公司通过并购子公司形成了一定规模的商誉，2023年现金收购四川福兴新材料有限公司形成1.05亿元商誉，该公司主要从事硅矿冶炼加工、销售业务，2023年末公司商誉累计计提减值准备4.83亿元，其中2023年度计提减值1.20亿元，需关注并购标的的经营不达预期的商誉减值风险。

截至 2023 年末包括货币资金、应收票据、固定资产、无形资产在内的受限资产合计 20.83 亿元，占总资产的 4.67%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.48	4.71%	22.39	5.02%	47.19	11.34%
应收账款	19.82	4.35%	12.44	2.79%	9.28	2.23%
存货	19.05	4.18%	22.34	5.01%	25.21	6.06%
流动资产合计	79.78	17.50%	76.19	17.10%	92.72	22.28%
长期股权投资	18.47	4.05%	18.39	4.13%	19.37	4.65%
固定资产	258.41	56.68%	262.30	58.86%	233.41	56.09%
在建工程	50.94	11.17%	40.23	9.03%	24.66	5.92%
无形资产	29.64	6.50%	29.69	6.66%	24.57	5.90%
商誉	9.99	2.19%	10.00	2.24%	9.48	2.28%
非流动资产合计	376.11	82.50%	369.42	82.90%	323.41	77.72%
资产总计	455.89	100.00%	445.61	100.00%	416.12	100.00%

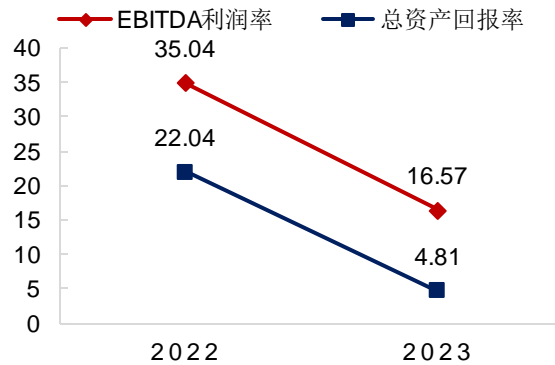
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司作为国内磷化工行业龙头企业之一，具备一定的产业链优势和成本优势，2023 年行业景气度下行背景下，公司盈利能力有所下降；需持续关注行业周期性波动对公司盈利能力的影响，同时新增投资能否实现预期收益存在较大不确定性

公司作为国内磷化工行业龙头企业之一，经过多年的发展，已形成“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，并打造了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势。在行业景气度下行背景下仍能保持一定的盈利规模，但主要产品（黄磷及磷酸盐、草甘膦、磷铵、有机硅等）价格均有所下降，全年归母净利润同比下降 76.44%，公司 EBITDA 利润率和总资产回报率均明显下降。2024 年一季度，公司主要产品价格同比有所下降，归母净利润同比有所下降，公司盈利压力整体仍较大。

值得关注的是，公司在建有机硅系列及电池级磷酸铁项目规模较大，目前同行业产能布局规模均较大，新增产能能否消化尚待观察，项目能否实现预期收益存在较大不确定性。同时，磷化及磷铵受行业周期性波动影响较大，未来仍需关注市场供需格局及价格波动对公司盈利能力的影响。

图16 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

受在建项目投入规模较大、叠加经营活动获现能力下降影响，公司经营杠杆水平有所上升，各项现金流及偿债能力指标均有所下降，债务结构有所优化；尚未使用授信规模较大，融资渠道通畅，获取流动性资源的能力仍较强

随着在建项目的持续投入带动项目贷款规模、应付项目工程款规模有所增长，2023年末公司经营性负债及有息债务规模均有所增长。具体来看，公司有息债务主要由长期借款和应付债券构成，长期借款多为项目贷款，应付债券系本期债券；短期债务占比相对较低，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债；融资成本较低且呈下降趋势。公司的经营性债务主要为应付账款，系业务开展过程中的应付材料款以及项目建设过程中的应付工程款。合同负债规模因预收合同款增加有所增长。其他应付款规模因本期增加应付购房款增加有所增长。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.64	8.92%	17.14	7.59%	19.37	9.55%
应付账款	55.03	23.77%	53.60	23.73%	42.93	21.17%
合同负债	6.87	2.97%	8.52	3.77%	5.63	2.78%
其他应付款	7.93	3.43%	7.61	3.37%	5.84	2.88%
一年内到期的非流动负债	13.57	5.86%	13.79	6.10%	15.93	7.85%
流动负债合计	115.71	49.99%	118.04	52.25%	106.54	52.54%
长期借款	71.08	30.71%	63.29	28.01%	52.84	26.06%
应付债券	27.59	11.92%	27.43	12.14%	26.56	13.10%
长期应付款	3.83	1.66%	4.03	1.78%	5.10	2.51%

递延收益-非流动负债	7.14	3.09%	7.00	3.10%	7.02	3.46%
非流动负债合计	115.76	50.01%	107.87	47.75%	96.23	47.46%
负债合计	231.47	100.00%	225.91	100.00%	202.77	100.00%
总债务	138.30	59.75%	127.66	56.51%	118.86	58.62%
其中：短期债务	39.23	16.95%	36.55	16.18%	37.99	18.74%
长期债务	99.06	42.80%	91.11	40.33%	80.87	39.88%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

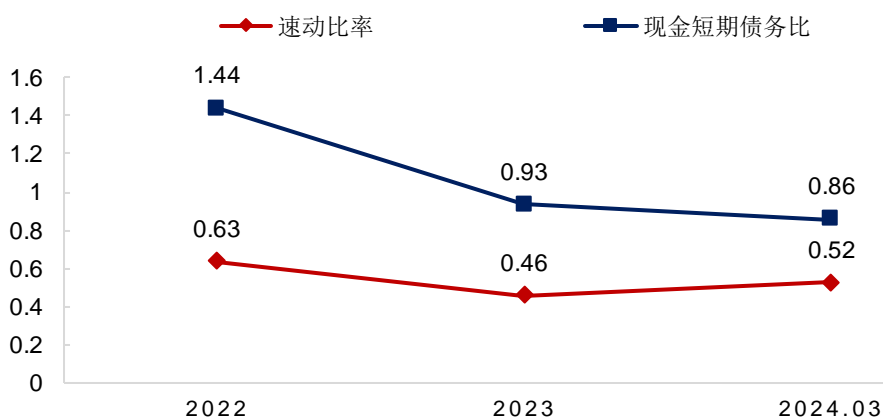
受营业收入规模及盈利能力下降的影响，2023 年公司经营活动净现金流入明显下降，FFO 和 EBITDA 规模均明显下降；同时受在建项目投入规模较大影响，投资活动仍保持较大规模的净流出，叠加经营活动获现能力下降影响，2023 年自由现金流未能有效覆盖净债务规模。由于公司总债务有所增长，利润、现金流及资本对债务的覆盖程度有所下降，资产负债率水平有所上升，整体现金流及杠杆状况均有所下降。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动净现金流（亿元）	-4.99	14.53	68.84
FFO（亿元）	--	28.41	86.55
资产负债率	50.77%	50.70%	48.73%
净债务/EBITDA	--	2.17	0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	10.69	21.91
总债务/总资本	38.13%	36.75%	35.78%
FFO/净债务	--	28.16%	122.97%
经营活动净现金流/净债务	-4.69%	14.41%	97.81%
自由现金流/净债务	-9.74%	-9.70%	64.22%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受本期债券募集资金使用及经营活动获现能力下降影响，2023 年末公司现金类资产规模有所下降，同时短期债务变化不大，导致现金短期债务比快速下降，速动比率亦有所下降，流动性比率指标表现一般。作为国内磷化工龙头企业及宜昌大型国有企业，公司授信充沛，2023 年末授信总额合计 245.66 亿元，尚未使用授信额度为 148.03 亿元；且作为上市公司再融资渠道较为通畅，公司近年持续通过定增、债券融资等推进项目建设及补充流动资金，获取流动性资源的能力较强。

图17 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司近一年未发生ESG风险因素，但公司作为化工类企业，仍面临一定的安全和环保风险

环境因素

公司近一年未有空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。但公司的主要生产基地分布在长江干支流沿岸，部分产品属于危险化学品。随着“碳达峰”、“碳中和”目标的提出及《长江保护法》实施，国家对于化工企业，尤其是沿江化工企业的安全环保监管将更加严苛，公司面临较大的安全环保压力。

社会因素

公司近一年未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资、发生员工安全事故等负面舆情事件出现。但磷化工生产经营过程存在易燃风险，未来公司安全经营情况仍需关注。

公司治理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会，并制定《公司章程》，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

近年公司治理制度运行良好，但董事、监事、高级管理人员、持股公司 5% 以上股份的股东及相关工作经验人员对于《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》等法律法规的培训工作需进一步加强。根据公司 2023 年 2 月 4 日公告，公司副总经理赵勇于 2022 年 10 月 31 日卖出本期债券 2,270 张，获取收益

25,258.29 元，该交易构成短线交易，赵勇已主动上交本次交易的收益至公司。根据公司 2023 年 3 月 6 日公告，湖北省证监局出具了《关于对赵勇采取出具警示函措施的决定》，对赵勇短线交易行为采取出具警示函的行政监管措施，并计入证券期货市场诚信档案。

公司董事及核心管理团队基本稳定，2023 年 1 月聘任张桥为副总经理，2023 年 4 月，倪小山因退休原因辞去副总经理职务，原监事陈芳辞职离任，周相琼增补为监事成员。根据行业特点和经营管理需要，公司设有采购部、物流部、投资发展部等部门，组织结构图见附录三。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部及子公司湖北泰盛化工有限公司、湖北兴瑞硅材料有限公司（报告查询日：2024 年 6 月 6 日）、宜都兴发化工有限公司（报告查询日：2024 年 4 月 1 日），无违约及不良信用记录；公司公开发行本期债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从 2022 年 1 月 1 日至查询日（2024 年 5 月 31 日），未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 3.85 亿元，占当期末净资产的 1.75%。担保对象中富彤化学有限公司和湖北友兴新能源科技有限公司均为公司参股企业，分别持有 45% 和 49% 的股权，其中富彤化学有限公司的担保均设置的反担保措施。

表 13 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起止日	是否有反担保
富彤化学有限公司	8,000.00	2023/10/27-2026/10/27	有
富彤化学有限公司	850.00	2022/6/28-2025/6/28	有
富彤化学有限公司	2,000.00	2023/9/28-2026/9/28	有
富彤化学有限公司	1,000.00	2023/9/26-2024/9/18	有
富彤化学有限公司	2,000.00	2023/9/26-2024/3/26	有
兴山县人民政府国有资产监督管理局	7,500.00	2016/8/18-2028/8/17	无
湖北友兴新能源科技有限公司	2,401.00	2023/9/28-2026/9/28	无
湖北友兴新能源科技有限公司	3,744.42	2023/6/8-2029/5/31	无
湖北友兴新能源科技有限公司	2,877.43	2023/6/27-2029/5/31	无
湖北友兴新能源科技有限公司	2,327.50	2023/7/26-2029/5/31	无
湖北友兴新能源科技有限公司	1,445.50	2023/8/24-2029/5/31	无
湖北友兴新能源科技有限公司	1,666.00	2023/9/22-2029/5/31	无
湖北友兴新能源科技有限公司	931.00	2023/10/26-2029/5/31	无
湖北友兴新能源科技有限公司	980.00	2023/11/24-2029/5/31	无

湖北友兴新能源科技有限公司	735.00	2023/12/22-2029/5/31	无
合计	38,457.85	-	-

资料来源：公司提供

八、结论

2023年磷化工行业景气度下行，有机硅行业供需错配，相关产品价格均出现不同程度的下降，公司盈利能力及经营获现能力均有所下降，公司现金流及偿债能力指标均有所弱化。此外，公司在建项目仍存在一定的资金支出压力，且有机硅、磷酸铁行业竞争加剧，新增产能能否实现预期收益存在不确定性。但基于丰富的磷矿石和水电资源，以及“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，结合多年的业务发展，公司已成为磷化工行业的龙头企业之一，主要产品在行业内竞争力较强。综合来看，公司已形成完整的磷化工产业链，具备资源、规模、成本等优势，抵御风险的能力仍较强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“兴发转债”的信用等级为AA+。

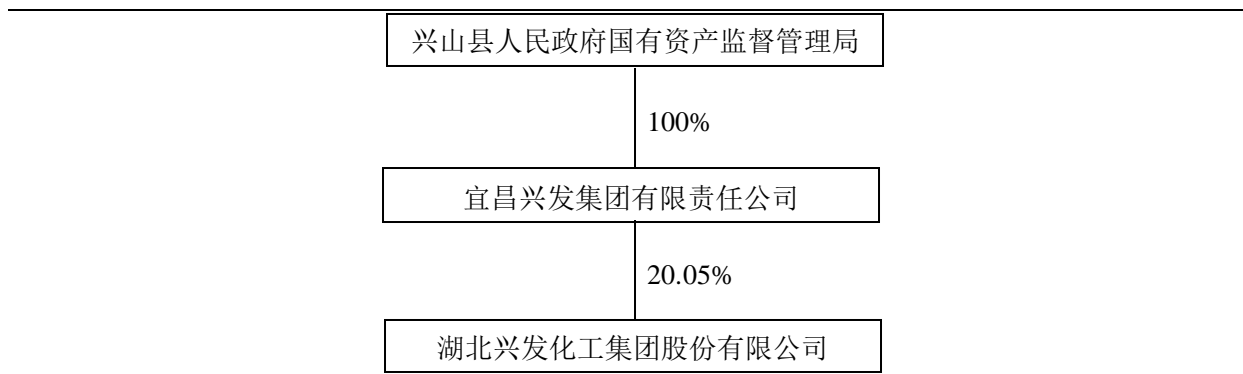
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	21.48	22.39	47.19	31.94
应收账款	19.82	12.44	9.28	8.99
存货	19.05	22.34	25.21	23.93
流动资产合计	79.78	76.19	92.72	83.55
长期股权投资	18.47	18.39	19.37	19.55
固定资产	258.41	262.30	233.41	164.55
在建工程	50.94	40.23	24.66	29.01
无形资产	29.64	29.69	24.57	20.06
非流动资产合计	376.11	369.42	323.41	251.33
资产总计	455.89	445.61	416.12	334.88
短期借款	20.64	17.14	19.37	39.83
应付账款	55.03	53.60	42.93	37.06
其他应付款	7.93	7.61	5.84	4.77
一年内到期的非流动负债	13.57	13.79	15.93	28.29
流动负债合计	115.71	118.04	106.54	129.15
长期借款	71.08	63.29	52.84	38.44
应付债券	27.59	27.43	26.56	0.00
长期应付款	3.83	4.03	5.10	5.87
递延收益-非流动负债	7.14	7.00	7.02	5.49
非流动负债合计	115.76	107.87	96.23	51.90
负债合计	231.47	225.91	202.77	181.05
所有者权益	224.42	219.70	213.35	153.83
营业收入	68.88	281.05	303.11	236.07
营业利润	4.87	17.47	82.13	59.01
净利润	3.81	13.87	67.96	47.02
经营活动产生的现金流量净额	-4.99	14.53	68.84	53.37
投资活动产生的现金流量净额	-5.27	-25.88	-21.32	-13.79
筹资活动产生的现金流量净额	10.23	-14.97	-30.80	-26.15
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	46.58	106.20	77.90
FFO（亿元）	--	28.41	86.55	65.70
净债务（亿元）	106.43	100.89	70.38	75.39
销售毛利率	14.45%	16.17%	35.61%	33.37%
EBITDA 利润率	--	16.57%	35.04%	33.00%
总资产回报率	--	4.81%	22.04%	18.48%
资产负债率	50.77%	50.70%	48.73%	54.06%

净债务/EBITDA	--	2.17	0.66	0.97
EBITDA 利息保障倍数	--	10.69	21.91	15.97
总债务/总资本	38.13%	36.75%	35.78%	41.63%
FFO/净债务	--	28.16%	122.97%	87.15%
经营活动现金流/净债务	-4.69%	14.41%	97.81%	70.79%
自由现金流/净债务	-9.74%	-9.70%	64.22%	53.06%
速动比率	0.52	0.46	0.63	0.46
现金短期债务比	0.86	0.93	1.44	0.57

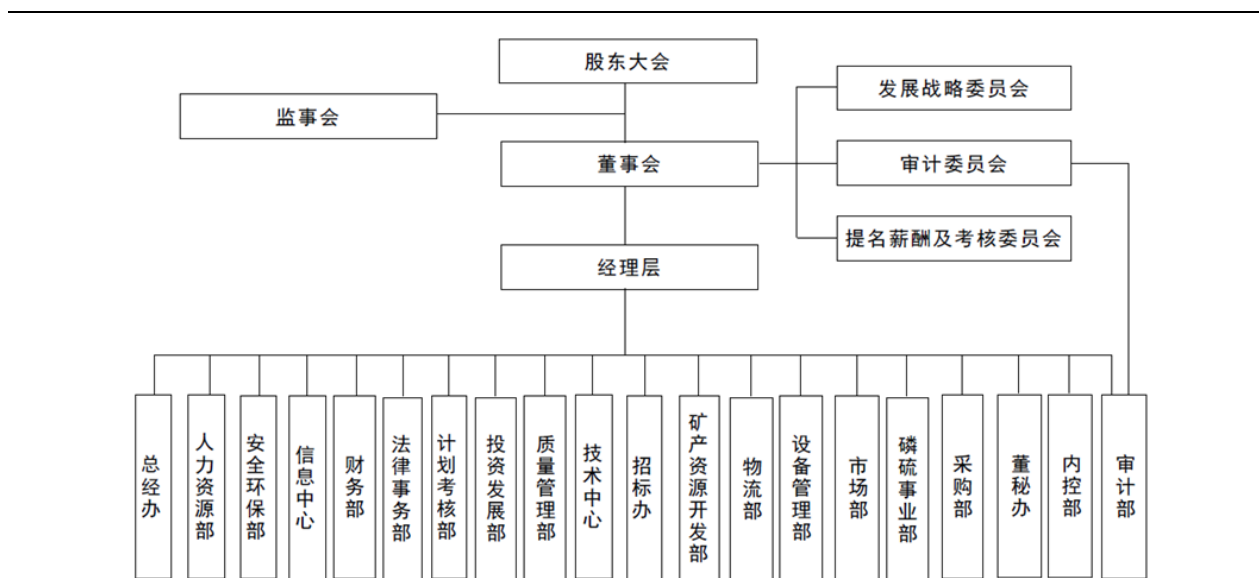
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司公告

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2024 年 3 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元，%）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
兴山巨安爆破工程有限公司	300.00	100.00	施工
湖北省兴发磷化工研究院有限公司	8,520.00	100.00	检测服务
湖北兴福电子材料股份有限公司	26,000.00	55.29	电子材料
宜都兴发化工有限公司	337,650.00	100.00	化工
保康楚烽化工有限责任公司	16,500.00	100.00	化工
湖北泰盛化工有限公司	20,000.00	100.00	化工
湖北兴瑞硅材料有限公司	11,000.00	100.00	化工
贵州兴发化工有限公司	8,000.00	51.00	化工
新疆兴发化工有限公司	18,600.00	100.00	化工
兴发闻达巴西有限公司	359.66 万雷亚尔	51.00	贸易
兴发美国有限公司	500 万美元	100.00	贸易
兴发香港进出口有限公司	3,835 万美元	100.00	贸易
广东粤兴发进出口有限公司	5,000.00	100.00	贸易
瓮安县龙马磷业有限公司	16,000.00	100.00	化工
兴发（上海）国际贸易有限公司	5,000.00	100.00	贸易
兴发欧洲有限公司	100 万欧元	100.00	贸易
宜昌能兴售电有限公司	20,000.00	100.00	售电
湖北吉星化工集团有限责任公司	10,000.00	55.00	化工
兴发阿根廷股份有限公司	10 万比索	90.00	贸易
湖北兴友新能源科技有限公司	30,000.00	51.00	化工
湖北兴顺矿业有限公司	30,000.00	100.00	采掘
河南兴发生态肥业有限公司	20,000.00	100.00	化工
湖北兴发职业培训有限公司	3,000.00	100.00	服务业

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。