

湖北兴发化工集团股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪  
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：



报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第【57】号 02

增信方式: 保证担保

担保主体: 宜昌兴发集团有限公司

债券剩余规模: 8 亿元

债券到期日期: 品种一 3 亿元为 2018 年 2 月 14 日, 品种二 5 亿元为 2017 年 2 月 14 日

债券偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本; 其中品种一附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

分析师

姓名: 董斌 林心平

电话: 0755-82872104

邮箱: dongb@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

## 湖北兴发化工集团股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 05 月 07 日	2014 年 06 月 10 日

### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对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”）及其 2012 年 2 月 14 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到公司具有一定的资源、成本优势，跟踪期内主业产销情况较好，行业地位稳固，并且宜昌兴发集团有限责任公司（以下简称“宜昌兴发”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保的增信方式一定程度上保障了本期债券的安全性；同时我们也关注到我国磷化工市场持续低迷，公司有机硅业务持续处于亏损状态，在建项目资金需求量大、偿债压力较大等风险因素。

### 正面:

- 公司磷矿资源丰富，保持一定的资源优势。公司地处磷矿富集地，截至 2014 年底共拥有矿山 12 个，磷矿基础储量合计 22,597 万吨，年产能合计 530 万吨，丰富的磷矿资源为公司业务提供了良好的后续发展空间。
- 公司业务规模较大，产品知名度较高，市场竞争力较强。目前公司是国内最大的精细磷酸盐、草甘膦生产企业之一，近年黄磷及下游产品、氯碱的经营状况相对稳定。
- 公司电力自给率较高，具有一定的成本优势。动力成本占公司主要产品成本的比重较高，2014 年其黄磷及下游产品、氯碱成本中直接动力分别占 23.89%、57.85%，当年公司电力自给率达到 60.40%，自有电站一定程度上为公司的磷化工产品的生

产经营提供了成本优势。

- **公司产品线不断丰富，多元化经营有利于分散经营风险。**2014 年公司成功收购泰盛化工，未来草甘膦业务可望形成新的盈利增长点，同时有利于分散公司经营风险。
- **宜昌兴发的保证担保一定程度上提升了本期债券的安全性。**宜昌兴发跟踪期整体经营较为稳定，由其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保一定程度上保障了本期债券的安全性。

#### 关注：

- **近年我国磷化工市场持续低迷，对公司经营形成一定负面影响。**2012 年以来，受国际金融危机及国内经济下滑、磷化工产能过剩等因素的影响，我国磷化工市场景气度下降，产品价格持续低迷，可能会对公司经营造成压力。
- **近年公司有机硅业务规模逐年扩大，但一直处于亏损状态，存在一定的业绩压力。**受有机硅行业产能过剩等因素影响，公司有机硅业务毛利率连续三年为负值，其中 2014 年有机硅业务收入达到 4.58 亿元，毛利率为-3.77%。
- **公司在建项目资金需求量大，面临一定的融资压力，且能否实现预期收益存在不确定性。**截至 2014 年底，公司主要在建项目计划总投资 23.43 亿元，未来尚需投资 10.76 亿元，各在建项目完工后产能增加，公司可能面临产能消化风险，能否实现预期收益存在不确定性。
- **公司负债规模进一步攀升，且有息债务占比较高，面临较大的偿债压力。**截至 2015 年 3 月末，公司有息债务合计为 108.30 亿元，占公司负债总额的 76.86%，且其流动比率指标偏低，债务压力较大。

#### 主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	2,020,894.92	1,966,181.96	1,507,664.79	1,382,363.75
归属于母公司所有者权益（万元）	492,904.36	490,605.84	337,624.91	454,638.30
有息债务（万元）	1,082,979.20	1,032,076.73	835,248.15	730,193.08
资产负债率	69.72%	69.07%	71.67%	67.11%
流动比率	0.46	0.44	0.51	0.82
速动比率	0.35	0.32	0.37	0.63
营业收入（万元）	285,494.39	1,139,197.65	1,093,440.50	962,006.44
营业利润（万元）	4,307.51	56,638.09	9,635.90	39,076.99

利润总额（万元）	4,834.63	58,629.71	13,397.72	38,035.51
综合毛利率	14.86%	13.68%	10.04%	12.71%
总资产回报率	-	6.84%	4.34%	6.59%
EBITDA（万元）	-	172,215.24	100,761.60	102,874.11
EBITDA 利息保障倍数	-	2.71	1.85	2.21
经营活动净现金流（万元）	25,472.54	66,496.49	22,889.95	41,568.48

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2011]2019”号文核准，公司于2012年2月发行8亿元公司债券。本期债券分为两个品种。

品种一发行规模3亿元，为6年期固定利率品种，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权（3+3年期），票面利率为6.30%，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本。若品种一的债券持有人在第3年末行使回售权，则所回售部分债券的票面面值加第3年的利息在第3年末一起支付。品种一的付息日为2013年至2018年每年的2月14日。2015年2月，公司未选择上调票面利率，投资者回售金额为2.2万元。

品种二发行规模5亿元，为5年期固定利率品种，票面利率为7.30%，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。品种二的付息日为2013年至2017年每年的2月14日。

截至2015年3月31日，本期债券本息兑付情况如下表所示：

**表 1 本期债券本息兑付情况（单位：万元）**

兑付时间	本金兑付金额	利息兑付金额	期末本金余额
2013.2.14	0	5,540	80,000
2014.2.14	0	5,540	80,000
2015.2.14	2.2	5,540	79,997.8

资料来源：公司提供，鹏元整理

本期债券募集资金已于2012年使用完毕，其中64,398.00万元用于偿还公司的银行借款，剩余资金用于补充流动资金。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人均未发生变化，截至2015年3月31日，控股股东为宜昌兴发集团有限责任公司，持股比例为24.40%。公司实际控制人仍为湖北兴山县国资局。2014年公司向浙江金帆达生化股份有限公司发行A股股票，发行价格为12.71元/股，发行数量为9,534万股，购买其持有的湖北泰盛化工有限公司（以下简称“泰盛化工”）51%的股权，收购完成后公司持有泰盛化工75%的股权，公司注册资本由43,539.00万元增加至53,073.43万元。

跟踪期内，公司通过收购、新设的方式，增加了5家纳入报表合并范围的子公司；通过出售的方式，不再纳入合并范围内的子公司1家。



**表 2 2014 年公司财务报表合并范围变动情况**

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	变化原因
湖北泰盛化工有限公司	20,000	75%	收购（新增）
宜昌金信化工有限公司	10,000	75%	收购（新增）
瓮安县龙马磷业有限公司	5,000	100%	收购（新增）
兴山县人坪河电力有限公司	50	100%	收购（新增）
兴发（上海）国际贸易有限公司	1,000	100%	新设（新增）
保康县庄园肥业有限公司	1,300	70%	出售（减少）

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

截至2015年3月31日，公司资产总额为202.09亿元，归属于母公司的所有者权益为49.29亿元，资产负债率为69.72%；2014年度，公司实现营业收入113.92亿元，利润总额5.86亿元，经营活动现金流净额6.65亿元。

### 三、运营环境

#### 跟踪期，我国磷矿石价格呈持续下跌趋势，对磷矿石市场造成冲击

磷矿石是所有磷化工产品的最初原料，全球分布高度集中，其中80%以上的磷矿资源集中分布在摩洛哥和西撒哈拉、南非、美国、中国、约旦和俄罗斯等地。近年随着富矿供给的下降以及环保标准的提高，以及开采机械的能源成本、劳动力成本、运输成本、资源税负的提提高，磷矿石的开采成本不断上升。

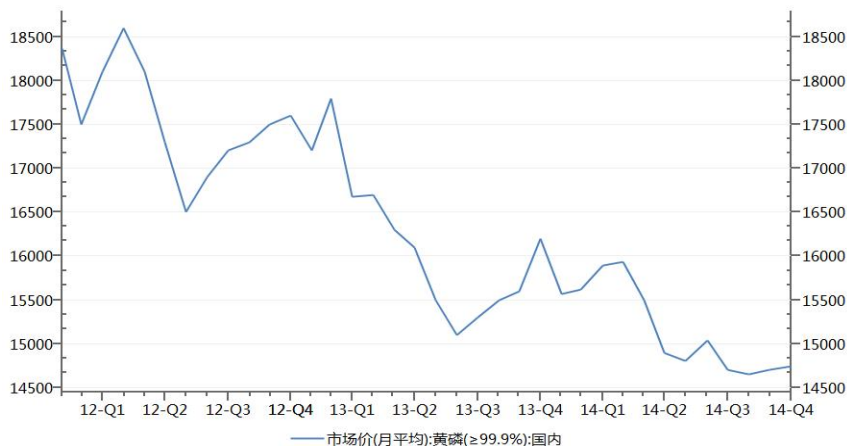
我国磷矿石储备是一种典型的“丰而不富”，高品位矿不到10%，绝大部分为品位较低的中矿和贫矿，平均品位只有16.8%，是世界上磷矿石平均品位最低的国家之一。国土资源部已经将磷矿资源列入2010年后不能满足国民经济发展需求的20种重要矿种之一。2012年第二季度，磷矿石价格达到近年高位，但随着开采量的不断加大，国内磷矿的储量和品位下降很快，开采的成本也继续提高。2012年第三季度开始，磷矿石价格开始出现下滑。2013年2月份以来，磷矿石价格在小幅上涨后一路持续走低，主要原因是国际磷矿石价格的持续下跌，以及国内磷肥行业走势较弱，对磷矿石的行情难有拉动作用。

#### 受国际环境及国内经济增速下滑等因素影响，我国磷化工及磷肥市场低迷，对磷化工企业形成冲击

磷矿石主要用来生产黄磷和磷酸，其中磷酸占比超过80%。黄磷主要用于生产三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠等无机磷化工产品，磷酸主要用于生产磷肥。从全球来看，磷矿石主要用于生产磷肥，其消费总量占磷矿石总消费量比重超过70%。2012年以来，受国际金融危机及国内经济下滑、磷化工产能过剩等因素的影响，我国磷化工市场景气度下降，产品价格持续低迷，黄磷价格从2012年4月份的18,600元/吨下跌到2014年12月14,740元

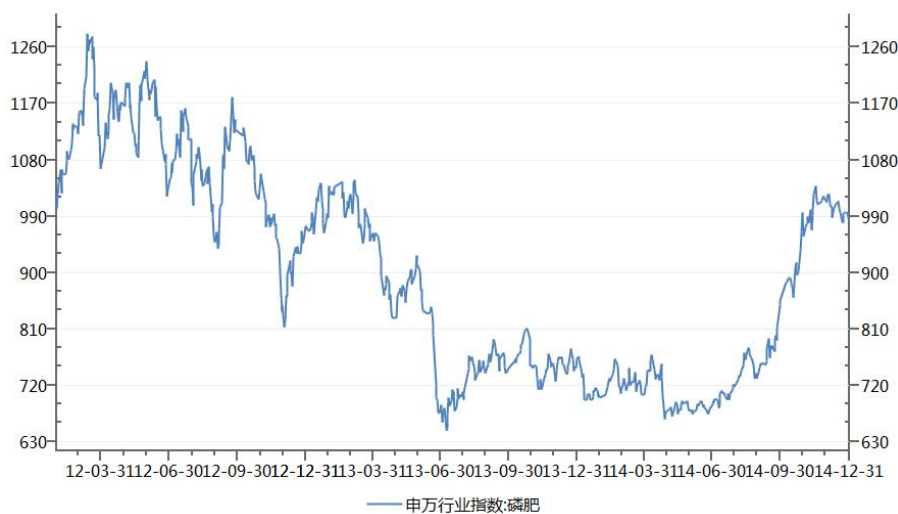
/吨的水平。国内磷肥市场同样处于产能过剩状态，导致磷肥行业2012年以来也持续疲软。

图1 2012-2014年我国黄磷价格变化情况（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

图2 2012-2014年国内磷肥行业指数



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

**磷化工企业面临价格波动、安全事故、环保支出增加、税负增加等一系列风险，相关税收政策的变动将对磷化工企业的盈利能力造成一定影响**

磷化工属周期性行业，主要产品以及原材料的价格受多种因素影响波动较大，对磷化工企业的经营业绩带来波动或不利影响。同时，部分产品如黄磷等具有腐蚀性和毒性，生产过程可能发生人员中毒、火灾、爆炸等安全事故，磷化工企业面临一定的安全生产风险。另外，磷化工产品的生产过程存在一定的污染，随着国家对环境保护力度的加强，磷化工企业将面临一定的环保风险，环保和节能减排的压力加大，从而加大生产经营成本。此外，



部分产品如磷矿石、次磷酸钠、单氟磷酸钠、工业级六偏磷酸钠、酸式焦磷酸钠等，其收益与国家的税收政策密切相关，相关税收政策的变动将在一定程度上影响磷化工企业的盈利能力。例如2013年，湖北省出台了《磷矿石资源税征管办法》，从2013年1月1日起，湖北省对磷矿石资源税由15元/吨从量计税改为从价计征，税率为10%。考虑到大部分中低品位磷矿石市场价格仍在150元/吨以上，此次资源税改革使大部分开采磷矿石的企业税负加重。2015年中国财政部宣布调整部分化工产品出口退税率，自2015年1月1日起，工业级和食品级三聚磷酸钠出口退税标准由0提高至13%，食品级六偏磷酸钠出口退税标准由5%提高至9%，出口退税的增加间接地减少了企业的生产成本，有利于增强我国磷酸钠盐的国际竞争力，助推出口市场，同时该项举措将缓解国内产能过剩局面，改善行业经营环境。

#### 四、经营与竞争

目前公司是国内最大的精细磷酸盐生产企业之一，公司主营业务收入规模保持稳定增长趋势，2014年实现营业收入113.92亿元，同比增长4.18%，主要原因包括：2014年公司收购泰盛化工和瓮安龙马磷业有限公司（以下简称“龙马磷业”），新增草甘膦等业务收入，同时磷肥产销规模扩增，带来收入增量。从2014年收入结构看，贸易、黄磷及下游产品、肥料三项业务占比最大，分别占主营业务收入的46.86%、20.31%和14.04%。从产品毛利率来看，磷矿石、草甘膦及甘氨酸、氯碱三项产品毛利率最高，2014年分别为65.84%、37.27%和26.65%。由于贸易、黄磷及下游产品以及肥料三项主要业务毛利率在2014年均有所上升，带动公司主营业务收入毛利率提升至13.05%。

**表 3 2013-2014 公司主营业务收入及毛利率构成（单位：万元）**

项目	2014 年		2013 年		
	金额	毛利率	金额	毛利率	
贸易	526,594.68	2.86%	685,286.20	2.33%	
化工产品	黄磷及下游产品	228,240.01	19.76%	154,560.48	18.34%
	氯碱	34,695.80	26.65%	47,972.25	13.20%
	有机硅	45,766.80	-3.77%	37,299.72	-1.80%
	肥料	157,801.27	5.83%	45,104.81	-17.10%
磷矿石	73,778.85	65.84%	75,431.82	64.52%	
草甘膦、甘氨酸等	56,861.19	37.27%	-	-	
装卸等其他	-	-	23,937.70	47.98%	
<b>合计</b>	<b>1,123,738.64</b>	<b>13.05%</b>	<b>1,069,592.97</b>	<b>9.58%</b>	

注：2014 年公司对收入类别分类进行调整，不再有“装卸等其他”收入。

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

从收入区域来看，2014年销售区域仍以国内为主，2013、2014年主营业务收入在国内区域的占比分别为79.49%和81.77%。公司出口部分的收入大部分以外币结算，汇率波动对公司盈利能力存在一定影响，公司面临一定的汇率波动风险。

**表 4 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）**

区域	2014年		2013年	
	收入金额	占比	收入金额	占比
国内	918,829.70	81.77%	850,198.63	79.49%
国外	204,908.93	18.23%	219,394.34	20.51%
<b>合计</b>	<b>1,123,738.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,069,592.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，鹏元整理

### （一）贸易

**公司贸易业务收入保持了较大规模，但收入有所下滑，该业务盈利能力较弱**

公司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贸易方向，产品种类繁多，其中国内的华东、华南和国外的南美洲是公司主要的贸易区域。公司供应商及客户均较为分散。

**表 5 2013-2014 年公司前五大供应商采购及前五大客户销售金额占比情况**

项目	2014年	2013年
公司向前五名供应商的采购金额占年度采购总额的比例	16.67%	19.45%
公司向前五名客户的销售金额占年度销售总额的比例	6.48%	18.88%

注：以上统计口径包括了公司合并范围内的所有业务；2014年公司通过收购股权将泰盛化工纳入合并，使得2014年前五名客户的销售金额占年度销售总额的比例显著下降。

资料来源：公司 2013-2014 年年报

根据公司统计口径，除公司自产产品外，由外部渠道购入和销售的产品统计为贸易业务。从产品结构看，公司前三大贸易产品为黄磷、金属硅和草甘膦，2013年、2014年三类产品销售额合计占贸易收入的比重分别为37.85%和28.16%。2014年公司贸易业务收入下滑，减少的品种主要是草甘膦、金属硅、黄磷，一是受合并泰盛化工影响，合并泰盛化工部分草甘膦和黄磷销售是通过公司进行销售，合并后这部分销售属于内部销售需抵消，二是金属硅的贸易减少。

由于相关贸易产品的采购及销售均采用随行就市的策略，因此公司贸易业务毛利率相对稳定，尽管贸易业务毛利率仍较低，但贸易业务的开展可对公司同类产品的市场开拓起到促进作用，为公司部分新产品的销售提前建立销售网络，有效促进公司生产制造业务的发展。

**表 6 2013-2014 年公司贸易业务前三大产品销售额（单位：万元）**

产品名称	2014 年	2013 年
黄磷	70,316.62	107,540.72
金属硅	41,516.86	91,498.23
草甘膦	36,473.39	60,353.16
<b>合计</b>	<b>148,306.87</b>	<b>259,392.11</b>

资料来源：公司提供

## （二）磷矿石

跟踪期内，公司磷矿石的产销量均提高，但受到磷矿石市场价格下跌的影响，销售收入略有下滑

受磷矿石市场价格下滑因素的影响，跟踪期公司磷矿石的销售收入规模略有下降，但业务整体毛利率依然较高，近两年公司磷矿石的毛利率一直维持在64%以上。公司地处磷矿富集地，资源丰富，具备较好的增长潜力。截至2014年底公司共拥有矿山12个，磷矿基础储量合计22,597万吨，年产能合计530万吨，磷矿石主要品位在22-26%。丰富的磷矿资源，为公司业务提供了良好的后续发展空间，近年来公司充分利用资源优势，实现了相对较好的盈利水平。这种资源优势可以帮助公司平滑行业波动，保持经营稳定性。

**表 7 截至 2014 年 12 月 31 日公司磷矿资源情况（单位：万吨）**

序号	矿山所属公司	基础储量	年产能
1	神农架武山矿业有限责任公司	1,994	50
2	公司本部	7,728	175
3	保康楚烽化工有限责任公司	6,849	100
4	宜昌枫叶化工有限公司	6,026	205
<b>合计</b>	-	<b>22,597</b>	<b>530</b>

资料来源：公司提供

2014年，公司磷矿石产销量保持增长的趋势，随着产能逐渐释放，当年磷矿石产能利用率由79.42%大幅提高到114.66%，外销率由90.66%下降至72.97%，其他绝大多数自用，自有业务黄磷产能、产量的提升使得磷矿石自用率提高。受近年磷矿石的市场价格大幅下滑的影响，公司磷矿石的销售均价从2013年的209.52元/吨下跌到2014年的166.37元/吨。受此影响，公司磷矿石销售收入略有下滑。

**表 8 公司磷矿石产销情况**

项目	2014 年	2013 年
产能（万吨/年）	530	500
产量（万吨）	607.69	397.12
销量（万吨）	443.46	360.03

产能利用率	114.66%	79.42%
外销率	72.97%	90.66%
销售均价（元/吨）	166.37	209.52
销售收入（万元）	73,778.85	75,431.82

资料来源：公司提供

### （三）磷化工产品

黄磷及下游产品、氯碱的经营状况相对稳定；有机硅仍处于亏损状态；肥料业务经过一段时间调整，已扭亏为盈

公司磷化工产品种类较多，用途广泛，目前公司主要产品的名称及用途见下表。

表9 公司磷化工主要产品及用途情况

产品名称	主要用途
黄磷	黄磷是一种极重要的基础工业原料，主要用于洗涤、农药等多个领域。
工业三聚磷酸钠	广泛地应用于合成洗涤剂的助剂、纤维工业上的精炼、漂白、染色的助剂、水质软化及锅炉的除垢剂、钻井的乳化剂、金属选矿的浮选剂以及辐射污染的清洗剂等。
食品三聚磷酸钠	用作食品品质改良剂；PH调节剂；金属离子螯合剂；乳化分散剂。在肉类及水产品加工中可提高持水性，保持肉质鲜嫩，稳定天然色素，防止脂肪腐败。
工业六偏磷酸钠	主要用作循环水处理，可作浮选剂、料浆降粘剂、分散剂等。
食品六偏磷酸钠	主要用作食品保鲜剂，饮用水处理剂等。
次磷酸钠	次磷酸钠主要用于化学镀层，利用本产品的强还原性使工件表面发生自然催化还原反应，于工件表面镀覆镍-磷非晶态合金。还可以用于医药，用作一些有机物的稳定剂，用作植物的全株或局部杀菌剂。
电子级磷酸	一是用于基片在涂胶前的湿法清洗，获得高质量、高产率的集成电路芯片。二是用于在光刻过程中的湿法蚀刻及最终的去胶，导致固体表面全部或局部的溶解。三是用于硅片本身制作过程中的清洗。另外，用作超高纯试剂和光纤玻璃的原料等。

资料来源：公司提供

公司的黄磷及下游产品中，黄磷主要是内部消化，用于下游相关产品的生产，因此近年来产销率一直较低；三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、次磷酸钠的产销情况则相对稳定，近年产销率均达到90%以上。由于磷化工属于基础产业，其运行状态受国家整体经济影响较大。目前国内经济增速放缓，国内磷化工整体上处于产能过剩的状态，导致近年公司相关产品中黄磷、次磷酸钠销售均价逐年下降，三聚磷酸钠、六偏磷酸钠的销售均价也存在不同幅度的波动。不过，公司通过对生产工艺的调整，对以黄磷为主导的产品进行了余热、废渣等回收利用，导致黄磷、次磷酸钠等产品生产成本下降，2014年毛利率略有上升。

氯碱产品中，液氯和液碱均有一部分用于内部生产。由于公司液氯在2014年以前销售



给泰盛化工、金信公司等比重较大，在2014年公司收购泰盛化工及金信公司后液氯销量出现明显下降，故产销率也大幅减少，销售收入进行内部抵消，收入下降，2014年外销价格相对2013年上升，毛利率上升；液碱产品由于下游氧化铝、造纸及等行业整体表现疲软，需求下降，因此销售均价逐年下行。

**表 10 2013-2014 年公司黄磷及主要的下游产品产销情况**

产品	项目	2014 年	2013 年
黄磷	产能 (万吨/年)	10.25	7.65
	产量 (万吨)	8.46	6.81
	销量 (万吨)	1.02	0.27
	产能利用率	94%	89.02%
	产销率	12.06%	3.96%
	销售均价 (元/吨)	12,868.08	13,888.02
三聚磷酸钠	产能 (万吨/年)	20	20
	产量 (万吨)	10.18	9.47
	销量 (万吨)	10.60	9.87
	产能利用率	50.89%	47.35%
	产销率	104.13%	104.22%
	销售均价 (元/吨)	5,969.07	5,295.72
六偏磷酸钠	产能 (万吨/年)	4.8	4.8
	产量 (万吨)	5.05	4.77
	销量 (万吨)	4.58	4.48
	产能利用率	100%	99.38%
	产销率	90.69%	93.92%
	销售均价 (元/吨)	6,336.05	6,017.43
次磷酸钠	产能 (万吨/年)	2	2
	产量 (万吨)	1.79	1.53
	销量 (万吨)	1.68	1.63
	产能利用率	89.50%	76.50%
	产销率	93.85%	106.54%
	销售均价 (元/吨)	9,928.07	9,980.00
液氯	产能 (万吨/年)	22	22
	产量 (万吨)	20.03	20.03
	销量 (万吨)	8.86	19.82
	产能利用率	91.05%	91.05%
	产销率	44.23%	98.95%
	销售均价 (元/吨)	725.38	548.43
液碱	产能 (万吨/年)	26	26

产量 (万吨)	22.95	22.97
销量 (万吨)	15.41	18.18
产能利用率	88.27%	88.35%
产销率	67.15%	79.15%
销售均价 (元/吨)	1,748.36	1,856

资料来源：公司提供

公司有机硅产品主要包括DMC、107胶和110胶，应用于橡胶、纺织、汽车等各个领域，其中DMC部分用于内部生产。近年来受到欧洲债务危机、人民币升值等国际、国内经济环境的影响，我国出口受到较大冲击，导致国内的有机硅在纺织、电子等行业的消费需求有所下降，加之有机硅行业产能过剩，导致其产品价格下跌。尽管有机硅销售规模有所扩大，但受以上因素影响，公司跟踪期有机硅业务亏损面进一步扩大。

**表 11 2013-2014 年公司有机硅主要产品产销情况**

产品	项目	2014 年	2013 年
DMC (二甲基环硅氧烷 混合物)	产能 (万吨/年)	3.5	2.5
	产量 (万吨)	2.67	2.14
	销量 (万吨)	1.91	1.37
	产能利用率	76.29%	85.60%
	产销率	71.54%	64.02%
	销售均价 (元/吨)	13,855	14,399
107 胶	产能 (万吨/年)	1	0.5
	产量 (万吨)	0.62	0.39
	销量 (万吨)	0.57	0.38
	产能利用率	62.00%	78.00%
	产销率	91.94%	97.44%
	销售均价 (元/吨)	14,690	15,195
110 胶	产能 (万吨/年)	1	1
	产量 (万吨)	0.78	0.71
	销量 (万吨)	0.71	0.72
	产能利用率	78%	71%
	产销率	91.03%	101.41%
	销售均价 (元/吨)	14,702	15,319

资料来源：公司提供

公司肥料产品主要为磷肥，由于公司具有较丰富的磷矿石资源，发展磷肥业务具有一定的资源优势。公司836项目（60万吨磷铵、80万吨硫磺制酸、30万吨湿法磷酸项目）于2013年5月投产，使得公司拥有60万吨的磷肥年产能。2013年公司磷肥产销率偏低，2014年出现大幅上升，主要是在目前的市场背景下，公司努力开拓市场，通过采用寄售方式等扩大业

务量，同时2014年下半年磷肥市场价格开始逐渐回升，公司全年共实现销售收入15.78亿元，实现扭亏为盈，未来可望成为新的业绩增长点。

**表 12 公司磷肥产品产销情况**

产品名称	项目	2014 年	2013 年
磷铵	产能（万吨/年）	60	60
	产量（万吨）	51.52	49.15
	销量（万吨）	58.77	18.92
	产能利用率	85.87%	81.92%
	产销率	114.07%	38.49%
	磷酸一铵销售均价（元/吨）	2,264.25	2,025.73
	磷酸二铵销售均价（元/吨）	2,588.86	2,263.74

资料来源：公司提供

**自有电站一定程度上为公司的磷化工产品的生产经营提供了成本优势，整体而言公司竞争力较强，行业地位稳固**

公司的黄磷及下游产品、氯碱两类产品中，直接动力占总成本的比重相对较大（2014年黄磷及下游产品、氯碱成本中直接动力分别占23.89%、57.85%），因此电力成本对相关产品的利润水平有一定影响。

截至2014年底，公司拥有水电站23座，总装机容量15.21万千瓦。据公司测算，2014年公司自产电力平均成本0.15元/千瓦时，远低于外购电力成本的0.54元/千瓦时。2014年公司自有电站发电量为4.71亿度，公司用电自给率为61.09%，成本优势明显。

整体而言，公司磷化工产品种类较多，用途广泛，主要产品的产能利用率较高，得益于公司的资源和成本优势，主要产品具备较强的竞争力，目前行业地位稳固。

**表 13 2013-2014 年公司自有电站情况**

项目	2014 年	2013 年
自有水电站数量（个）	23	18
总装机容量（万千瓦）	15.84	14.03
发电量（亿千瓦时）	4.71	3.49
总用电量（亿千瓦时）	7.71	7.41
用电自给率	61.09%	47.10%
公司发电成本（元/千瓦时）	0.15	0.18
外购电均价（元/千瓦时）	0.54	0.51

注：表中的总用电量仅为公司在兴山县范围内的用电。

资料来源：公司提供

#### （四）草甘膦及甘氨酸

**公司收购泰盛化工后，草甘膦业务可望形成新的盈利增长点，有利于业务多元化的发展**

2014年6月之前，公司共持有泰盛化工24%的股份，计入长期股权投资。泰盛化工主要从事草甘膦及副产品甲缩醛、氯甲烷、亚磷酸的生产和销售，相关产品的利润率较高，其中2013年末经审计的资产总额为10.53亿元，净资产为5.30亿元，2013年营业收入为22.19亿元，利润总额为5.54亿元。2013年12月27日，经过论证和协商，公司拟向泰盛化工原股东浙江金帆达生化股份有限公司（以下简称“金帆达”）发行股份购买其持有的泰盛化工51%的股权。经湖北众联资产评估有限公司2014年1月20日发布的评估报告，泰盛化工在评估基准日2014年1月20日的全部权益价值评估值为23.90亿元，经交易各方协商，泰盛化工51%股权的交易价格为12.12亿元。公司向金帆达发行A股股票，发行价格为12.71元/股，发行数量为9,534万股。2014年5月28日，公司发行股份购买泰盛化工的资产事项获得中国证监会有条件通过。2014年7月4日，泰盛化工依法就本次发行股份购买资产过户事宜履行工商变更登记手续。

本次收购有利于进一步完善公司磷化工产业链。公司与泰盛化工产品处于行业上下游，公司及子公司生产的黄磷、甘氨酸、氯气和碱是泰盛化工生产草甘膦所需的主要原材料。泰盛化工生产氯甲烷是公司生产有机硅的主要原材料，从草甘膦母液中回收的工业盐可以作为生产碱产品的原料。公司与泰盛化工在业务上已开展广泛合作，泰盛化工生产经营所需的水、能源等公用资源的均由公司供应，泰盛化工与公司相互提供原材料具备地理便利及成本优势。同时，泰盛化工与公司的主要产品均为化工类产品，在销售渠道上可进行一定的共享。未来，公司拟建立多元化的草甘膦产品销售渠道，通过上市公司海外子公司在巴西等草甘膦产品的主要使用国逐步建立直接销售渠道，进一步扩大草甘膦产品的销售。

总体而言，公司对泰盛化工收购完成后，未来草甘膦及甘氨酸业务将形成公司新的盈利增长点，有利于公司业务多元化发展。

#### （五）在建项目

**公司在建项目资金需求量大，面临一定的融资压力；公司未来有望形成配套完善的上下游一体化产业链，为可持续发展奠定基础，但在建项目完工后能否实现预期收益尚需市场检验**

为了将采选矿、磷化工、磷复肥等上下游一体化产业链进一步完善，公司近年来持续进行固定资产投资，加大黄磷、有机硅、碳酸钙、草甘膦等产品的生产项目建设，同时还进行峡口港二期扩建工程和青龙寨水电站工程等物流和能源项目建设。截至2014年底，公司主要在建项目计划总投资23.43亿元，累计已投入资金12.67亿元，未来尚需投资10.76亿元，除峡口港二期



扩建工程外所有项目均计划在2016年底前完工。公司项目建成投产后，未来有望形成采选矿、磷化工、磷复肥等配套完善的上下游一体化产业链，从而为公司的可持续发展奠定良好基础。但值得注意的是，2013年以来，磷化工市场持续低迷，磷矿石价格持续大幅下跌，同时现阶段国内磷化工整体上处于产能过剩状态，市场竞争激烈。受多方面因素影响，公司在建项目未来能否有效地实现产能消化，并获得预期盈利，存在不确定性。

表 14 截至 2014 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	所在地	所产产品	投资总额	累计已投资	预计投产
后坪硐探工程	兴山县	磷矿石	4.95	4.27	2016 年
襄阳 5 万吨/年黄磷项目	襄阳市	黄磷	2	3.12	2015 年
瓦屋四块段	兴山县	磷矿石	1	1.12	2016 年
峡口港二期扩建工程	兴山县	装卸	2.98	1.25	2018 年
3.8 万吨/年纳米碳酸钙	襄阳市	纳米钙	1.12	0.6	2015 年
20 万吨有机硅单体项目一期工程	宜昌市	有机硅	5.07	1.59	2016 年
10 万吨/年草甘膦原药扩建项目一期	宜昌市	草甘膦	5.82	0.38	2015 年
青龙寨水电站项目	兴山县	电	0.49	0.34	2015 年
合计			23.43	12.67	

注：襄阳 5 万吨/年黄磷项目已投资额超过预算。

资料来源：公司提供

## 五、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）审计并出具标准无保留意见的2013-2014年度审计报告，以及未经审计的2015年3月份财务报表，公司的财务报表均按照新会计准则编制。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司37家。

公司于2014年根据财政部企业会计准则要求，对比较财务报表进行调整。长期股权投资科目及合并资产负债表的调整情况如下表所示。我们在对2013年财务数据分析时以本次调整后的2014年审计报告的年初数（或上年数）为准，另外附录中2012年财务数据取自2013年审计报告的年初数（或上年数）。

表 15 会计政策变更对长期股权投资追溯调整情况（单位：万元）

会计科目	2013 年末调整额
长期股权投资	-3,845.94
可供出售金融资产	3,845.94

资料来源：公司 2014 年审计报告

**表 16 合并资产负债表调整科目（单位：万元）**

会计科目	2013 年末余额 (2013 年审计报告)	2014 年年初余额 (2014 年审计报告)
递延收益	0.00	30,711.94
其他非流动负债	30,711.94	0.00
其他综合收益	0.00	-76.04
外币报表折算差额	-76.04	0.00

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

## 资产结构与质量

### 跟踪期公司资产规模快速增长，但整体资产流动性仍表现一般

随着合并范围扩大以及业务的发展，近年来公司资产规模保持了较快增长的态势，截至2014年底公司总资产为196.62亿元，较2013年底增长30.41%。从资产结构来看，公司资产主要为非流动资产，2014年末公司非流动资产合计155.68亿元，占总资产的79.18%。

公司流动资产以货币资金、应收票据、应收账款、预付账款和存货为主。2014年底公司货币资金12.89亿元，其中有4.69亿元为票据保证金和贷款保证金。货币资金余额较2013年底增长64.54%，主要原因是融资需求加大、银行借款增加。2014年末公司应收票据均为银行承兑票据，不存在已质押的票据。截至2014年末，公司应收账款净额为5.34亿元，从账龄上看，公司应收账款账龄在1年以内的占比99.62%，公司对预计无法收回的应收账款共提取了2,962.27万元的坏账准备；从应收对象看，截至2014年末前5大客户占比为24.10%，不存在客户集中度过高的风险。公司其他应收款主要为借款及往来款、押金及保证金等，截至2014年末，公司对预计无法收回的其他应收款共提取了2,686.15万元的坏账准备。随着业务规模的扩大，公司近三年存货余额逐年提升，截至2014年底，公司存货共计10.81亿元，较2013年底增加16.89%。从存货构成来看，公司存货以库存商品和原材料为主，2014年末存货中库存商品和原材料的账面价值分别为6.78亿元和3.67亿元，分别占存货余额的62.72%和33.95%，近年公司存货结构较为稳定，符合公司生产经营特征，但存货主要为磷矿石和化工类产品，市场价格存在一定波动，存货存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉组成。2014年末公司固定资产余额为98.67亿元，占公司总资产的50.18%，较2013年末年增长32.62%，主要原因是2014年公司收购了泰盛化工等三家企业所致。从结构来看，公司固定资产主要为房屋建筑物以及机器设备，2014年底两者分别占固定资产账面价值的40.83%和33.71%。截至2014年底固定资产中用于抵押借款的房屋建筑物和设备的净值为20.61亿元，占固定资产的比重为20.89%。近年来，公司加大了工程投资力度，在建工程规模一直较大，截至2014年末，公

公司在建工程20.50亿元，较2013年底增长7.38%。截至2014年底公司在建项目主要包括后坪硐探工程（计划总投资4.95亿元，工程进度为86.26%）、20万吨/年有机硅单体项目一期工程（计划总投资5.07亿元，工程进度为31.36%）、峡口港二期扩建工程（计划总投资2.98亿元，工程进度为41.94%）等。未来这些项目的竣工投产将有利于公司产能的提升和产业链的延伸，为公司发展奠定了良好基础。截至2014年底公司无形资产余额为20.29亿元，较2013年底增长40.39%，主要原因是2014年公司合并泰盛化工后土地使用权和采矿权等大幅增加所致。从构成看，公司无形资产主要为土地使用权和采矿权等，2014年末包括土地使用权9.16亿元、采矿权6.86亿元、非专利技术3.9亿元。截至2014年末公司已抵押的无形资产为3.51亿元，占无形资产的17.30%。2014年底公司新增商誉87,892.52万元，系公司于2014年收购泰盛化工、宜昌金信及瓮安龙马所致。其中大额商誉形成主要为2014年7月公司取得湖北泰盛51%的股权和宜昌金信25%的股权，合并成本与按股权比例享有的两家公司购买日可辨认净资产公允价值份额之间的差额确认的商誉共计87,376.42万元。

总体而言，公司资产规模快速增长，但资产中非流动资产占比较高，流动性一般。

**表 17 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	143,995.99	7.13%	128,897.86	6.56%	78,335.94	5.20%
应收票据	23,051.48	1.14%	60,757.22	3.09%	61,833.50	4.10%
应收账款	85,864.63	4.25%	53,357.01	2.71%	55,887.57	3.71%
其他应收款	15,900.94	0.79%	5,088.85	0.26%	10,999.35	0.73%
存货	99,004.87	4.90%	108,109.65	5.50%	92,488.38	6.13%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,583,189.94</b>	<b>78.34%</b>	<b>409,349.78</b>	<b>20.82%</b>	<b>338,060.62</b>	<b>22.42%</b>
固定资产	994,540.80	49.21%	986,703.98	50.18%	744,002.20	49.35%
在建工程	226,941.65	11.23%	205,010.07	10.43%	190,928.51	12.66%
无形资产	199,166.32	9.86%	202,857.11	10.32%	144,492.36	9.58%
商誉	87,892.52	4.35%	87,892.52	4.47%	0.00	0.00%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,583,189.94</b>	<b>78.34%</b>	<b>1,556,832.18</b>	<b>79.18%</b>	<b>1,169,604.17</b>	<b>77.58%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,020,894.92</b>	<b>100%</b>	<b>1,966,181.96</b>	<b>100%</b>	<b>1,507,664.79</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年3月报表，鹏元整理

## 盈利能力

跟踪期公司营业收入规模有所提升，主业盈利得到提升，但利润来源依然依赖于投资收益

随着公司业务的发展和合并范围的扩大，公司营业收入规模保持增长，2014年共实现

营业收入113.92亿元，较2013年增幅为4.18%。

2014年投资收益大幅上升，成为公司利润的主要来源。2013年投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益。2014年投资收益中权益法核算的长期股权投资收益0.73亿元，另外分步购买泰盛化工股权对原持有的泰盛化工24%股权按公允价值确认投资收益增加形成投资收益4.38亿元。公司盈利依赖于投资收益。

近年来公司营业利润出现了较大幅度的波动，其中受投资收益等因素影响较大。2014年公司主业盈利得到提升，不过主营业务盈利能力仍偏弱。

从综合毛利率看，2014年通过控制投资与成本，公司综合毛利率提升至13.68%。公司期间费用率呈逐年增长态势，其中销售费用增加主要是受到业务规模扩大、新增合并泰盛化工等因素影响，管理费用增加主要是受到新增合并子公司、定向增发费用增加等因素影响，财务费用增加主要是受到贷款规模扩大等因素影响。

整体而言，公司营业收入规模逐年提升，营业利润呈现大幅波动趋势，受市场环境等因素影响主营业务盈利能力较弱。但公司具有较好的资源和成本优势，未来有望维持一定的盈利空间。

**表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
营业收入	285,494.39	1,139,197.65	1,093,440.50
投资收益	-195.69	52,040.63	15,456.13
营业利润	4,307.51	56,638.09	9,635.90
利润总额	4,834.63	58,629.71	13,397.72
净利润	3,770.56	53,932.22	7,821.75
综合毛利率	14.86%	13.68%	10.04%
期间费用率	11.72%	11.84%	9.25%
总资产回报率	-	6.84%	4.34%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年3月报表，鹏元整理

## 现金流

跟踪期公司经营现金流水平表现良好，随着投资规模的扩大公司加大了筹资力度，未来资金需求仍较大

受市场环境的影响，公司近年净利润存在一定的波动，2014年，由于合并泰盛化工按公允价值确认投资收益导致投资收益增加幅度较大，公司非经营损益较2013年有大幅增长，这使得当年经营活动净现金流保持了增长势头。2013、2014年公司经营活动净现金流分别为22,889.95万元和66,496.49万元，整体流入规模均较大，在一定程度上表明公司具备较好



的抗风险能力。

从投资活动现金流情况看，近年公司投资活动现金流为净流出，主要原因是近年公司新建项目增多，投资规模扩大。预计未来投资活动现金流出规模依然将保持较大的规模。

为满足逐年增长的投资需求，公司加大了筹资力度，其中2014年通过借款取得现金共计86.55亿元。目前公司对外部资金存在一定的依赖。

总体而言，公司近年经营活动净现金流入规模较大，公司通过加大筹资力度来满足投资需求，未来资金需求仍较大。

**表 19 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
净利润	53,932.22	7,821.75
非付现费用	55,875.43	41,278.68
非经营损益	7,392.79	33,614.00
FFO	117,200.44	82,714.43
营运资本变化	-51,114.33	-58,296.16
其中：存货减少（减：增加）	-14,153.06	-4,410.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	-56,982.59	-64,406.46
经营性应付项目增加（减：减少）	20,021.32	10,520.42
经营活动现金流量净额	66,496.49	22,889.95
投资活动的现金流量净额	-82,394.41	-121,809.90
筹资活动产生的现金流量净额	34,869.42	-8,711.25
现金及现金等价物净增加额	18,944.75	-107,620.87

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

**公司负债规模增长迅速，有息债务占比较高，面临较大的偿债压力**

近年公司所有者权益有所波动，截至2014年底，公司所有者权益为60.81亿元。另一方面，公司总负债保持了增长趋势，负债规模的快速增长主要是由于公司近年加大了融资力度所致。

**表 20 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
负债总额	1,408,957.23	1,358,094.79	1,080,515.62
所有者权益	611,937.70	608,087.18	427,149.17
负债与所有者权益比率	2.30	2.23	2.53

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表，鹏元整理

从负债结构看，公司近年流动负债占比逐年提升，截至2014年底公司流动负债合计

93.22亿元，占负债总额的68.64%，较2013年底增长41.54%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。截至2014年末，公司短期借款余额为49.73亿元，较2013年底增长45.81%，主要是公司生产经营规模扩大而补充流动资金借款，其中质押借款、保证借款分别为22.87亿元和18.44亿元，分别占短期借款的45.99%和37.08%。公司应付账款主要为应付材料款、应付工程款等，2014年末应付账款余额较2013年末增加57.59%，主要系合并范围增加以及生产规模扩大带来的生产经营应付款、工程项目建设带来的应付工程款均有所增加所致。截至2014年末，公司一年内到期的非流动负债为16.35亿元，较2013年底增长30.86%，主要是部分长期借款转入所致。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2014年底公司长期借款为18.17亿元，较2013年底有所下降，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。公司2014年末应付债券余额增加，主要是因为公司在2014年新增发行了两期中期票据所致。

公司债务中有息债务占比较高，截至2015年3月末，公司有息债务合计为108.30亿元，占公司负债总额的76.86%，未来面临较大的偿债压力，且公司在建项目需要投入的资金规模较大，未来公司负债水平可能将进一步上升。

**表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	474,670.98	33.69%	497,318.24	36.62%	341,072.26	31.57%
应付账款	157,725.77	11.19%	158,164.81	11.65%	100,366.24	9.29%
一年内到期的非流动负债	155,250.33	11.02%	163,462.13	12.04%	124,915.36	11.56%
<b>流动负债合计</b>	<b>956,294.90</b>	<b>67.87%</b>	<b>932,154.47</b>	<b>68.64%</b>	<b>658,602.00</b>	<b>60.95%</b>
长期借款	179,396.27	12.73%	181,710.91	13.38%	284,499.30	26.33%
应付债券	189,211.62	13.43%	159,226.45	11.72%	79,444.97	7.35%
<b>非流动负债合计</b>	<b>452,662.33</b>	<b>32.13%</b>	<b>425,940.32</b>	<b>31.36%</b>	<b>421,913.62</b>	<b>39.05%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,408,957.23</b>	<b>100%</b>	<b>1,358,094.79</b>	<b>100%</b>	<b>1,080,515.62</b>	<b>100%</b>
其中：有息债务	1,082,979.20	76.86%	1,032,076.73	75.99%	835,248.15	77.30%

注：有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券。

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015年3月报表，鹏元整理

截至2014年底，公司资产负债率为69.07%，较2013年底有所下降，但整体负债水平依然较高。由于公司资产以固定资产等非流动资产为主，流动比率和速动比率均较低，短期债务压力较大。由于有息负债规模较大，公司存在一定的利息支付压力。另一方面，公司融资弹性较好，截至2015年3月底公司已取得银行授信额度126.62亿元，其中已使用额度82.37亿元，未使用额度44.25亿元。此外，公司还可利用资本市场进行股权和债权融资，各种融资渠道较为畅通。

总体来看，近年来公司负债规模增长迅速，目前有息债务占比较高，公司面临偿债压力，但公司融资弹性较好，财务安全性尚可。

**表 22 公司偿债能力指标**

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	69.72%	69.07%	71.67%
流动比率	0.46	0.44	0.51
速动比率	0.35	0.32	0.37
EBITDA（万元）	-	172,215.24	100,761.60
EBITDA 利息保障倍数	-	2.71	1.85

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表，鹏元整理

## 六、本期债券偿还保障分析

跟踪期内，担保方经营情况正常，其提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保能为本期债券的偿还提供一定保障

本期债券由宜昌兴发提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。宜昌兴发是公司第一大股东。跟踪期内，宜昌兴发的注册资本、控股股东均无变化，主营业务未发生重大变更。

宜昌兴发纳入合并范围的业务中，除兴发集团业务外，其余主要为贸易业务（主要为煤炭、钢铁及水泥、甲醇和上下游等），就收入比重而言，2014年兴发集团业务与非兴发集团业务的营业收入分别占宜昌兴发总收入的49.15%和50.85%，但毛利主要来自兴发集团，其毛利润占宜昌兴发2014年毛利润的86.83%。

**表 23 2013-2014 年宜昌兴发营业收入中兴发集团以外业务情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易	1,205,672.59	0.73%	901,184.43	0.90%
金融	2,426.68	74.01%	2,153.74	50.20%
旅游	15,166.46	60.15%	13,718.19	59.55%
租赁	2,988.49	72.86%	3,013.93	73.67%
自来水	482.21	21.50%	477.32	19.87%
其他	4,888.08	33.30%	100,491.34	22.04%
合计	<b>1,231,624.51</b>	-	<b>1,021,038.95</b>	-

资料来源：宜昌兴发提供，鹏元整理

截至2014年12月31日，宜昌兴发资产总额为247.99亿元，归属于母公司的所有者权益为28.29亿元，资产负债率为68.75%；2014年度，宜昌兴发实现营业收入237.08亿元，利润

总额5.90亿元，经营活动现金流净额3.21亿元。宜昌兴发为本期债券提供的保证担保对本期债券信用水平的提升有一定积极作用。

**表 24 宜昌兴发主要财务指标**

项目	2015年3月	2014年	2013年
总资产（万元）	2,545,993.56	2,479,954.68	1,943,588.57
归属于母公司所有者权益（万元）	285,324.25	282,874.69	269,114.28
资产负债率	69.18%	68.75%	69.80%
流动比率	0.67	0.55	0.56
速动比率	0.57	0.45	0.43
营业收入（万元）	461,008.32	2,370,822.16	2,114,479.45
营业利润（万元）	5,469.70	55,691.34	26,762.55
利润总额（万元）	6,566.20	59,042.99	31,164.86
综合毛利率	12.08%	7.57%	7.17%
经营活动现金流净额（万元）	-	32,120.21	44,883.71

资料来源：宜昌兴发提供，鹏元整理

## 七、或有事项分析

截至2015年3月31日，公司对外担保（不包括对子公司的担保）共计金额19,620万元，占公司2015年3月末净资产余额的3.21%，需关注其代偿风险。

**表 25 截至 2015 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

单位名称	担保金额	担保形式	担保到期日
云阳盐化有限公司	5,285.00	连带责任担保	2012.06.01-2020.05.22
云阳盐化有限公司	3,066.00	连带责任担保	2012.04.18-2018.08.17
湖北瓮福蓝天化工有限公司	5,211.00	连带责任担保	2013.07.01-2018.06.30
湖北瓮福蓝天化工有限公司	2,058.00	连带责任担保	2014.05.20-2018.12.31
河南兴发昊利达肥业有限公司	4,000.00	连带责任担保	2014.09.24-2015.09.23
<b>合计</b>	<b>19,620.00</b>		

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

公司作为国内最大的精细磷酸盐生产企业，产品知名度较高，市场竞争力较强。公司磷矿资源丰富，具有一定的规模优势，跟踪期内产品产销情况较好，同时自有电站一定程度上为公司的磷化工产品生产经营提供了成本优势，整体而言公司竞争力较强。公司业务规模较大，近年整体盈利表现较好，经营活动现金流充裕，为偿还债券本息提供了一定

保障。

同时我们注意到，受有机硅行业产能过剩等因素影响，公司有机硅业务持续处于亏损状态；公司肥料产品经营时间较短，竞争优势不明显，未来面临一定的业绩压力。公司资产整体流动性不高，整体债务水平较高，有息负债规模较大，存在偿付压力。

综上所述，鹏元对公司及其本期债券的2015年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。



## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
<b>流动资产：</b>				
货币资金	143,995.99	128,897.86	78,335.94	172,449.81
应收票据	23,051.48	60,757.22	61,833.50	37,510.75
应收账款	85,864.63	53,357.01	55,887.57	41,612.05
预付款项	44,777.73	16,237.34	19,867.99	35,675.20
其他应收款	15,900.94	5,088.85	10,999.35	11,806.15
存货	99,004.87	108,109.65	92,488.38	88,522.80
其他流动资产	25,109.35	36,901.86	18,647.88	3,650.45
<b>流动资产合计</b>	<b>437,704.99</b>	<b>409,349.78</b>	<b>338,060.62</b>	<b>391,227.20</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	4,008.56	4,008.56	3,845.94	0.00
长期股权投资	26,269.76	26,479.50	45,987.05	41,327.00
固定资产	994,540.80	986,703.98	744,002.20	512,006.95
工程物资	1,701.69	1,859.18	1,007.19	2,679.16
在建工程	226,941.65	205,010.07	190,928.51	262,823.63
无形资产	199,166.32	202,857.11	144,492.36	142,405.42
商誉	87,892.52	87,892.52	0.00	0.00
长期待摊费用（递延资产）	2,468.78	1,774.79	1,854.46	2,034.23
递延所得税资产	3,689.59	3,736.21	1,730.97	3,065.38
其他非流动资产	36,510.27	36,510.27	35,755.51	24,794.79
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,583,189.94</b>	<b>1,556,832.18</b>	<b>1,169,604.17</b>	<b>991,136.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,020,894.92</b>	<b>1,966,181.96</b>	<b>1,507,664.79</b>	<b>1,382,363.75</b>
<b>流动负债：</b>				
短期借款	474,670.98	497,318.24	341,072.26	218,771.64
应付票据	84,450.00	30,359.00	5,316.26	8,500.00
应付账款	157,725.77	158,164.81	100,366.24	68,527.31
预收款项	49,648.26	42,700.20	49,201.96	16,596.80
应付职工薪酬	5,996.71	6,762.13	5,501.56	6,340.26
应交税费	3,655.44	6,629.98	5,935.23	9,316.19
应付利息	4,245.89	9,321.56	5,177.04	5,060.93
应付股利（应付利润）	168.60	168.60	168.60	168.60
其他应付款	20,482.91	17,267.81	20,947.49	20,157.78
一年内到期的非流动负债	155,250.33	163,462.13	124,915.36	104,047.36
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	20,409.92

流动负债合计	956,294.90	932,154.47	658,602.00	477,896.79
非流动负债：				
长期借款	179,396.27	181,710.91	284,499.30	319,697.79
应付债券	189,211.62	159,226.45	79,444.97	79,176.29
长期应付款	3,988.09	4,830.31	4,549.01	4,186.01
专项应付款	33,223.40	33,223.40	22,708.40	16,431.00
递延收益	40,634.10	40,523.11	30,711.94	0.00
递延所得税负债	6,208.85	6,426.14	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	30,337.57
非流动负债合计	452,662.33	425,940.32	421,913.62	449,828.67
负债合计	1,408,957.23	1,358,094.79	1,080,515.62	927,725.45
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（股本）	53,073.43	53,073.43	43,539.00	43,539.00
资本公积	286,240.86	286,240.86	188,840.33	186,846.30
其他综合收益	-14.22	-51.84	-76.04	0.00
盈余公积	21,281.38	21,281.38	17,516.11	15,895.23
专项储备	2,246.56	2,204.22	1,259.65	960.67
未分配利润	130,076.34	127,857.77	86,545.85	95,387.08
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00	-43.79
归属于母公司所有者权益合计	492,904.36	490,605.84	337,624.91	342,584.50
少数股东权益	119,033.34	117,481.34	89,524.26	112,053.80
所有者权益合计	611,937.70	608,087.18	427,149.17	454,638.30
负债和所有者权益总计	2,020,894.92	1,966,181.96	1,507,664.79	1,382,363.75

资料来源：公司 2013-2014 审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年 1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	285,494.39	1,139,197.65	1,093,440.50	962,006.44
减：营业成本	243,067.59	983,367.68	983,643.12	839,782.14
营业税金及附加	2,633.97	13,890.10	11,247.20	9,365.19
销售费用	9,094.34	40,977.04	27,903.59	17,582.06
管理费用	6,724.42	31,179.69	22,663.81	23,729.87
财务费用	17,652.53	62,725.11	50,606.51	36,493.28
资产减值损失	1,818.33	2,460.57	3,196.50	3,249.92
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-195.69	52,040.63	15,456.13	7,273.01
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,307.51	56,638.09	9,635.90	39,076.99
加：营业外收入	815.24	4,373.00	4,979.81	2,272.45
减：营业外支出	288.12	2,381.39	1,218.00	3,313.93
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	4,834.63	58,629.71	13,397.72	38,035.51
减：所得税费用	1,064.07	4,697.49	5,575.97	7,231.34
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,770.56	53,932.22	7,821.75	30,804.16
减：少数股东损益	1,552.00	4,501.12	1,974.36	2,158.34
五、归属于母公司所有者的净利润	2,218.57	49,431.10	5,847.39	28,645.82

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2015年 1-3月	2014年	2013年	2012年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	237,795.31	928,399.79	1,041,166.71	819,284.52
收到的税费返还	9.77	1,714.50	1,090.49	413.08
收到其他与经营活动有关的现金	1,323.22	7,457.43	7,825.97	4,877.29
经营活动现金流入小计	239,128.30	937,571.73	1,050,083.17	824,574.89
购买商品、接受劳务支付的现金	178,167.77	715,809.83	912,703.56	686,426.07
支付给职工以及为职工支付的现金	14,504.35	50,545.07	38,123.53	29,130.75
支付的各项税费	8,669.52	64,630.74	49,209.16	41,809.36
支付其他与经营活动有关的现金	12,314.12	40,089.59	27,156.97	25,640.23
经营活动现金流出小计	213,655.76	871,075.24	1,027,193.22	783,006.42
经营活动产生的现金流量净额	25,472.54	66,496.49	22,889.95	41,568.48
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	100.68	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	358.99	13,245.61	65.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	1,807.45	1,921.80	82.34
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	2,652.89
收到其他与投资活动有关的现金	400.00	37,684.06	7,828.95	25,328.36
投资活动现金流入小计	400.00	39,850.51	23,097.04	28,129.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	32,855.04	108,668.68	129,759.08	287,733.13
投资支付的现金	0.00	2,477.00	8,048.88	9,533.98
质押贷款净增加额				
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	5,739.24	723.98	32,974.82
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	5,360.00	6,375.00	26,870.00
投资活动现金流出小计	32,855.04	122,244.92	144,906.94	357,111.94
投资活动产生的现金流量净额	-32,455.04	-82,394.41	-121,809.90	-328,982.65
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
吸收投资收到的现金	0.00	800.00	610.00	159,882.82
取得借款收到的现金	243,980.79	865,528.72	647,010.80	550,217.64
发行债券收到的现金	29,835.00	79,400.00	0.00	78,940.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	2,282.00	4,391.00	28,141.81
筹资活动现金流入小计	273,815.79	948,010.72	652,011.80	817,182.26
偿还债务支付的现金	209,142.86	823,010.59	589,394.17	362,284.81
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	21,264.60	64,534.97	67,338.89	38,689.59
支付其他与筹资活动有关的现金	55,614.26	25,595.74	3,990.00	0.00
筹资活动现金流出小计	286,021.73	913,141.30	660,723.06	400,974.39

筹资活动产生的现金流量净额	-12,205.94	34,869.42	-8,711.25	416,207.87
四、汇率变动对现金的影响	0.00	-26.75	10.34	-42.77
五、现金及现金等价物净增加额	-19,188.44	18,944.75	-107,620.87	128,750.93

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表



### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	53,932.22	7,821.75	30,804.16
加：资产减值准备	2,460.57	3,196.50	3,249.92
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	45,936.41	32,839.53	26,635.34
无形资产摊销	7,229.97	4,959.58	3,458.30
长期待摊费用摊销	248.48	283.07	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“-”号填列)	1,403.50	-1,545.97	274.42
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.00	0.00	458.19
财务费用(收益以“-”号填列)	60,170.67	49,281.68	34,812.79
投资损失(收益以“-”号填列)	-52,040.63	-15,456.13	-7,273.01
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-1,706.18	1,334.42	-1,334.69
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-434.57	0.00	0.00
存货的减少(增加以“-”号填列)	-14,153.06	-4,410.12	-30,520.17
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-56,982.59	-64,406.46	-74,834.49
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	20,021.32	10,520.42	56,389.02
其他	410.37	-1,528.34	-551.29
经营活动产生的现金流量净额	66,496.49	22,889.95	41,568.48

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务(万元)	1,082,979.20	1,032,076.73	835,248.15	730,193.08
资产负债率	69.72%	69.07%	71.67%	67.11%
流动比率	0.46	0.44	0.51	0.82
速动比率	0.35	0.32	0.37	0.63
综合毛利率	14.86%	13.68%	10.04%	12.71%
总资产回报率	-	6.84%	4.34%	6.59%
EBITDA(万元)		172,215.24	100,761.60	102,874.11
EBITDA 利息保障倍数		2.71	1.85	2.21

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 3 月报表，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×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%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	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）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

## 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、债务人主体长期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、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。