



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪128号

## 湖北宜化化工股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湖北宜化化工股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA<sup>+</sup>，维持本次发债主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月十九日

## 湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	湖北宜化化工股份有限公司		
担保主体	湖北双环科技股份有限公司		
发行规模	人民币 7 亿元		
存续期限	2009/12/17-2019/12/17		
上次评级时间	2013/4/27		
上次评级结果	主体级别: AA <sup>+</sup>		
	债项级别: AA <sup>+</sup>	评级展望: 稳定	
跟踪评级结果	主体级别: AA <sup>+</sup>		
	债项级别: AA <sup>+</sup>	评级展望: 稳定	

### 概况数据

湖北宜化	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益 (亿元)	70.59	77.81	74.64	75.30
总资产 (亿元)	267.79	294.68	353.55	357.23
总债务 (亿元)	155.40	171.67	201.82	206.95
营业总收入 (亿元)	177.65	193.18	192.80	45.98
营业毛利率 (%)	18.89	19.73	14.70	15.60
EBITDA (亿元)	29.87	35.88	29.46	-
所有者权益收益率 (%)	17.94	18.94	2.69	2.83
资产负债率 (%)	73.64	73.59	78.89	78.92
总债务/EBITDA (X)	5.20	4.78	6.85	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.82	3.35	2.27	-
双环科技	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益 (亿元)	20.67	21.50	14.79	14.88
总资产 (亿元)	80.27	84.40	89.65	91.17
总债务 (亿元)	42.65	36.21	41.71	43.92
营业总收入 (亿元)	52.32	45.97	37.22	10.00
营业毛利率 (%)	23.92	15.22	5.12	12.66
EBITDA (亿元)	10.02	6.09	-0.67	-
所有者权益收益率 (%)	17.09	0.40	-45.21	2.47
资产负债率 (%)	74.25	74.52	83.50	83.68
总债务/EBITDA (X)	4.26	5.94	-62.50	-
EBITDA 利息倍数 (X)	4.38	2.29	-0.22	-

注: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

### 分析师

姜 珊 sjiang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 19 日

### 基本观点

2013 年, 湖北松滋磷酸二铵和新疆宜化 PVC 项目的投产使得湖北宜化化工股份有限公司 (以下简称“湖北宜化”或“公司”) 磷酸二铵和 PVC 产品产能大幅提升, 在尿素价格下跌、尿素板块收入明显下降的背景下, 公司整体收入规模较上年基本持平。但受宏观环境及供需关系影响, 该两项主导产品产能的提升对当年利润的贡献程度较为有限; 同时, 由于尿素价格下滑及天然气成本上涨, 公司尿素产品毛利空间有所降低, 导致整体经营业绩较上年有一定幅度的下降。进入 2014 年以来, 公司各业务板块经营情况有所好转, 且考虑到其自身具有一定的规模优势和品牌优势, 与同行业企业相较, 公司仍具备较强的盈利能力和偿债能力。中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 也注意到化肥化工产品的价格波动仍较大、公司负债规模偏高、债务压力较大等因素可能对公司业务经营及信用水平产生的影响。

中诚信证评维持湖北宜化主体信用等级为 AA<sup>+</sup>, 评级展望为稳定, 维持“湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券”信用级别为 AA<sup>+</sup>。本级别考虑了湖北双环科技股份有限公司 (以下简称“双环科技”) 提供全额不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 化肥业务规模位于行业前列。2013 年, 公司拥有尿素产能 331 万吨, 同时湖北松滋磷酸二铵项目的投产将该板块产能提升至 132 万吨, 公司化肥业务规模位于行业前列。
- 各项资源储量持续增加。2013 年公司获得富星煤矿及四川卡哈洛磷矿采矿权, 已拥有煤炭总储量 8065 万吨、磷矿采矿权 130 万吨, 具有一定资源优势。

## 关 注

- 产能过剩风险。随着湖北松滋磷酸二铵和新疆宜化一期 PVC 项目的竣工投产，公司已拥有 132 万吨磷酸二铵和 114 万吨 PVC 年产能；且新疆宜化二期 PVC 项目完工后，公司 PVC 年产能将接近 150 万吨。我国磷酸二铵和 PVC 市场处于产能过剩而需求相对不足的状态，该两项产品产能的提高是否能实质提升公司盈利能力仍存在一定的不确定性。
- 负债水平偏高，债务压力较大。近年由于持续的规模扩张，公司负债规模提升较快。2014 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别升至 78.92% 和 73.32%，负债水平偏高。截至 2014 年一季度末，公司短期债务规模为 115.01 亿元，需对公司面临的短期偿债压力加以关注。
- 债务规模提升导致财务费用增加明显。2013 年，公司债务规模增高，财务费用规模提升明显，吞噬其利润空间，对其盈利能力造成负面影响。

## 行业分析

### 行业政策

2012年2月，工信部出台《化肥工业“十二五”发展规划》，旨在推进化肥行业上优汰劣，推广节能减排技术，提高资源保障，优化化肥品种结构并建立规范标准，提升生产企业农化服务。规划提出了2015年主要产品的生产能力目标，化肥总产能控制在7760万吨左右。其中，氮肥5110万吨，磷肥2150万吨，钾肥500万吨。2013年，全国化肥产量为7153.7万吨（折纯量），同比增长4.89%，产量再创新高。其中，氮肥产量4927.46万吨，同比增加5.87%；磷肥产量1632.87万吨，同比下降1.37%；钾肥产量593.02万吨，同比增加16.3%。

自2013年7月10日起，发改委对国内天然气门站价格进行调整，其中化肥用气存量气门站价提高不超过0.25元/立方米，增量气提价幅度较大（约为1.5元/立方米）。气价上涨后，气头尿素企业的生产成本增加，同时对气头尿素产能的新增构成极大制约，煤头尿素的成本优势逐渐显现。天然气价格的提高对煤头尿素企业形成长期利好。

此外，2013年12月，国务院关税税则委员会审议通过《2014年关税实施方案》，自2014年1月1日起实施。2014年化肥出口关税，尤其是尿素和磷铵的出口关税较2013年出现放宽，对于2014年的出口行情有一定支撑作用。

总体来看，2013年天然气价格的上升增加了气头尿素企业的生产成本，也增强了煤头尿素企业的竞争优势；进入2014年化肥出口关税调整，政策总体趋松，有利于增加淡季窗口期间相关化肥出口利润以及化肥生产企业和流通企业合理安排经营，国内产能过剩压力有望减小。

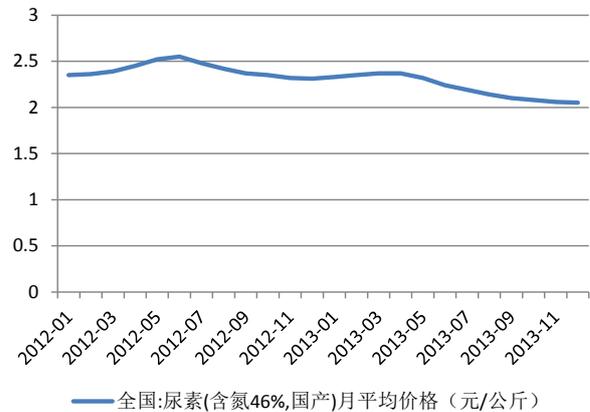
### 子行业分析

#### 尿素

2013年，尿素市场由前几年的强劲走势逐渐转为疲弱。具体来看，年初价格走势相对较好，但3月下旬后，尿素价格持续走低，由年初的2.33元/公斤降至年末的2.05元/公斤。尿素价格的下跌原因包括产能过剩、煤炭价格下跌以及国际尿素价格

下跌等原因，同时市场信心不足以及急于抛售库存等因素也加剧了市场下跌。进入2014年以来，受产能过剩及煤炭市场低迷的影响，尿素价格持续下行。

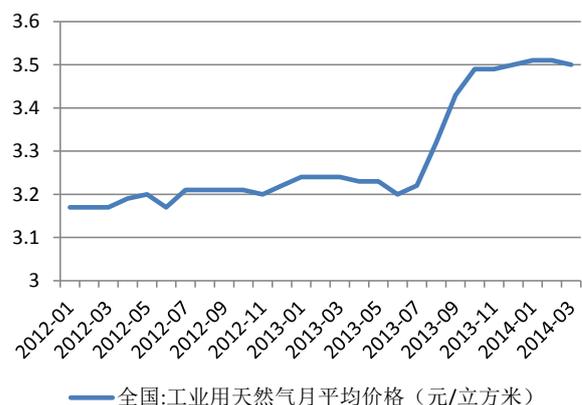
图 1：2012~2013 年国内尿素价格走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

生产成本方面，煤炭和天然气是生产氮肥的主要原料。2013年上半年，国内天然气价格走势相对平稳，基本稳定在3.20-3.24元/立方米。2013年7月，发改委对天然气价格进行调整后，下半年价格大幅走高，年末已达3.50元/立方米。天然气成本的大幅上升导致气头尿素的成本优势明显弱化，对煤头尿素企业经营形成积极影响。

图 2：2012.1~2014.3 年国内工业用天然气价格走势

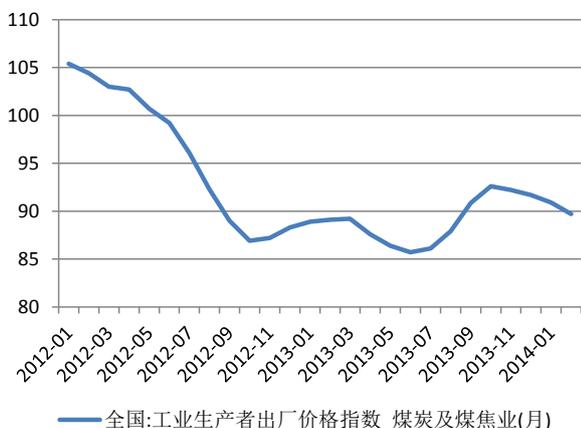


数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013年，煤炭价格整体呈现先抑后扬的走势。上半年虽然国内煤炭需求实现了恢复性增长，但由于煤炭进口保持较快增长，下游用户特别是电厂用户持续去库存，产量下降未能很快扭转市场观望心理。后受澳元等贬值、国际市场采购需求减弱等因素影响，5月起国内煤价大幅下挫。9月份之后，受原煤产量回落、煤炭需求形势好转以及国际煤价

反弹等多重因素影响，炼焦煤、化工煤等价格逐步止跌回升。2013年12月，全国煤炭工业品出厂价格指数为91.7，较年初的88.9上升了约3.15%。

图3：2012~2013年全国煤炭工业品出厂价格指数



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从肥煤比价（尿素出厂价与无烟煤出厂价之比）来看，2013年12月31日煤炭价格的增长使得肥煤比价较之前有所下降，约为1.55:1，而2012年约为1.82:1，尿素生产企业利润空间有所收紧。

### 聚氯乙烯（PVC）

PVC市场长期受产能过剩、同质化产品竞争激烈、宏观环境低迷等多重利空影响，2013年价格维持在低位徘徊，年末稍有反弹。上游方面，原料原油及乙烯的强劲走势，支撑PVC乙烯法价格维持相对高位，而电石法PVC因电石产能过剩，电石价格走低，PVC电石法价格震荡回落。2013年末，乙烯法PVC价格约为7600元/吨，较年初增加了约100元/吨。

图4：2012~2013年聚氯乙烯（乙烯法）旬平均价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

### 磷酸二铵

2013年，磷酸二铵市场供大于求态势日益凸显，价格4月起开始持续下行，从3.60元/公斤跌至年末的3.37元/公斤，下跌幅度超过6%。具体来看，二季度国内磷酸二铵价格走低主要是由于国际磷铵价格下行，国际磷铵价格下行的关键影响因素包括印度需求大幅减少和国际硫磺下跌，导致港口积压大量货物，国内厂家及经销商均库存高企。在下游需求走弱和上游原料降价的共同影响下，国内磷酸二铵秋季备货价格也持续下行，国内部分生产企业利润微薄，甚至低于成本价出售。进入四季度，冬储进度较同期明显滞缓，导致磷酸二铵价格创八年来新低，行业整体运行较为乏力。

图5：2012~2013年国内外磷酸二铵价格



数据来源：Bloomberg，中诚信证评整理

## 业务分析

由于尿素价格走低以及天然气成本上升，2013年公司尿素板块收入规模和毛利水平均有所下滑，对当年业绩造成较大负面影响

2013年，公司继续保持了尿素板块的规模优势。截至2013年12月31日，公司拥有煤头尿素218万吨/年，气头尿素113万吨/年，合计尿素产能331万吨/年，仍为中国最大的尿素生产企业。

表 1：2013 年公司尿素板块下属企业经营情况

单位：万吨/年、亿元、%

公司名称	产能	产量	销量	销量 同比 变动	收入	毛利 率	净利 润
公司本部	67	65.20	65.55	-5.63	13.16	14.43	0.68
贵州宜化	46	39.33	37.59	-11.39	9.23	9.09	-1.06
湖南宜化	45	41.57	38.14	-12.22	8.17	15.79	-0.27
新疆宜化	60	67.50	67.70	13.44	21.00	46.81	2.81
联合化工	113	112.69	112.74	-18.81	21.33	34.25	3.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

资源获取方面，为更好地控制原料煤成本，稳定生产经营，公司一直致力于增加煤炭资源储量。2013 年，公司收购习水县富星煤矿 100% 股权，控股煤矿增至 6 座，总储量增至 8065 万吨，年核定产能 186 万吨。2013 年公司煤炭自供量为 82 万吨，其中化工煤自给率为 11.2%，燃料煤自给率由 16% 增至为 62.5%。

从尿素业务收入和毛利情况看，2013 年，公司尿素产量为 326 万吨，较上年下降了 1.81%，产能利用率和产销率分别为 98.58% 和 98.60%。毛利率方面，虽然煤炭价格的下跌有利于公司煤头尿素装置发挥成本优势，但受天然气价格提高影响，联合化工气头装置的成本优势弱化，加上尿素市场价格明显下滑，当年公司尿素业务综合毛利率降至 21.74%，同比下降 11.39 个百分点（表 2）。

表 2：2011~2013 年公司尿素业务收入及毛利情况

	2011	2012	2013
收入（亿元）	58.71	76.42	67.17
收入同比增幅	25.85%	30.17%	-12.11%
毛利率	31.19%	33.13%	21.74%
毛利率同比变动 （百分点）	2.57	1.94	-11.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

与业内主要上市公司相比，2013 年公司尿素业务收入规模位居前列，且其拥有的 YH 煤粉成型技术以廉价的煤粉代替了相对昂贵的无烟块煤，原料相对多元化，具有一定资源成本优势；但 2013 年天然气价格上涨明显，其气头尿素装置利润空间受到一定挤压，加上尿素价格持续走低，公司尿素板块的毛利优势有所弱化。

表 3：2013 年尿素行业主要上市公司收入及毛利情况

单位：亿元

公司名称	工艺	尿素 收入	收入 同比	尿素 毛利率	毛利变动 （百分点）
云天化	气头	68.96	30.37%	9.16%	-5.46
湖北宜化	煤/气头	67.17	-12.11%	21.74%	-11.39
华鲁恒升	煤头	29.05	-0.62%	21.45%	-5.71
华锦股份	气头	25.06	-29.28%	26.00%	-11.45
泸天化	气头	21.62	21.80%	18.32%	-15.36
四川美丰	煤/气头	14.6	-12.16%	23.64%	6.95

注：四川美丰是指四川美丰化工股份有限公司；华鲁恒升是指华鲁恒升化工股份有限公司；泸天化是指四川泸天化股份有限公司；辽通化工是指辽宁华锦通达化工股份有限公司；云天化是指云南天化股份有限公司；

资料来源：上述各公司定期报告，中诚信证评整理

### 得益于湖北松滋项目的投产，公司磷酸二铵产量大幅提高，但年内磷酸二铵价格下降幅度较大，挤压产品毛利空间，产品盈利能力下滑

2013 年，得益于湖北松滋项目的产能释放，公司磷酸二铵产能增至 132 万吨，全年磷酸二铵产量为 138.14 万吨，较上年大幅增长 90.28%，产能利用率为 104.65%。销量方面，2013 年公司磷酸二铵销量 131.26 万吨，较上年大幅增长 86.29%，产销率为 95.02%。

磷酸二铵生产主要的原料为磷矿石和硫磺，截至 2013 年 12 月 31 日，虽然公司已持有 3 座磷矿的股权，但仍处于基建或探矿阶段，尚未出矿，公司磷矿自给率并未得到实质性提升，生产用磷矿石仍采购自大股东湖北宜化集团有限责任公司（以下简称“集团”）。2013 年公司新获得四川卡哈洛磷矿 100 万吨采矿权，磷矿采矿权增至 130 万吨，有利于其产业链优势的发挥。原料价格方面，由于磷矿石和硫磺价格呈现回落态势，公司磷酸二铵的生产成本较上年有所下降。

受产量大幅上升影响，2013 年，磷酸二铵业务实现营业收入 33.48 亿元，同比增长 25.92%。毛利方面，虽然湖北松滋项目利用宜昌当地磷矿石资源，并配套磷酸等上游原料，利润率高于原有的磷酸二铵装置，且磷矿石和硫磺价格回落有利于缓解生产成本压力，但年内磷酸二铵价格下跌幅度较大，该业务毛利率持续下降，为 8.41%，同比下降

了 2.47 个百分点。

表 4：2011~2013 年公司磷酸二铵业务收入及毛利情况

	2011	2012	2013
收入（亿元）	28.04	26.59	33.48
收入同比增幅	42.19%	-5.17%	25.92%
毛利率	14.78%	10.88%	8.41%
毛利率同比变动（百分点）	-16.18	-3.90	-2.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：2013 年磷铵行业主要上市公司收入及毛利情况

单位：亿元

公司名称	磷铵收入	收入同比增幅	磷铵毛利率	毛利变动（百分点）
湖北宜化	33.48	25.92%	8.41%	-2.47
六国化工	19.72	7.17%	3.36%	-2.49

注：六国化工是指安徽六国化工股份有限公司；  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**新疆 PVC 项目的投产使公司 PVC 产量持续提高，但由于 PVC 市场饱和度高，产品毛利微薄，对利润的贡献程度较为有限**

2013 年 6 月，新疆宜化一期 30 万吨 PVC 项目完工，公司 PVC 产能增至 114 万吨，逐步成为国内最重要的 PVC 生产企业之一；且该项目配套有自备发电厂，有利于降低生产成本。

公司在加强 PVC 产能布局的同时，也注重上游资源的开发。随着青海宜化项目的完工投产，公司已具备年产 123 万吨电石的生产能力，电石自给率达到 90%；同时，在煤炭开采领域的渗透，有利于保障公司的原材料供给，降低电力成本，增强公司市场竞争力。

得益于新疆宜化一期 30 万吨 PVC 项目的投产，2013 年公司生产 PVC96 万吨，较上年增长了 28.65%，产能利用率 84.21%。当期该业务实现营业收入 48.88 亿元，同比增长 15.99%。毛利方面，虽然市场供给过剩和下游需求疲软导致年内 PVC 价格持续走低，但新投产 PVC 装置的成本优势仍使该板块毛利率升至 4.98%，同比增加 2.75 个百分点。

表 6：2011~2013 年公司 PVC 业务收入及毛利情况

	2011	2012	2013
收入（亿元）	47.28	42.14	48.88
收入同比增幅	125.46%	-10.87%	15.99%
毛利率	7.56%	2.23%	4.98%
毛利率同比变动（百分点）	-3.06	-5.33	2.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**受下游需求不足影响，季戊四醇和保险粉市场价格下滑，使得其他化工业务板块收入规模有所下降**

公司的其他化工产品主要为季戊四醇和保险粉。具体来看，截至 2013 年 12 月 31 日，公司季戊四醇产能 10.1 万吨，仍为全球最大的季戊四醇生产企业。但就产量而言，由于我国季戊四醇产能过剩，需求不足，公司 2013 年全年季戊四醇产量为 6.42 万吨，产能利用率 63.56%，产能利用情况一般。同年，公司保险粉产能为 10 万吨，受市场低迷影响，当期产量为 4.24 万吨，产能利用率仅为 42.40%。综合来看，由于市场景气度较低，2013 年公司化工业务板块共实现营业收入 9.98 亿元，同比下降 10.36%；该板块的综合毛利率降至 13.17%，同比下降 0.79 个百分点。

表 7：2011~2013 年公司其他化工产品收入及毛利情况

	2011	2012	2013
收入（亿元）	12.3	11.13	9.98
收入同比增幅	-33.59%	-9.51%	-10.36%
毛利率	16.06%	13.96%	13.17%
毛利率同比变动（百分点）	5.56	-2.10	-0.79

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

综合来看，截至 2013 年 12 月 31 日，公司已具备 331 万吨尿素、132 万吨磷酸二铵、114 万吨 PVC 和 10.1 万吨季戊四醇的年生产能力，为全球最大的季戊四醇生产企业和中国最大的化肥生产企业。2013 年，虽然新疆宜化一期 PVC 项目的投产使得 PVC 收入和毛利率均有所增长，但年内公司主导产品尿素、磷酸二铵等的市场价格均不同程度下滑，尿素板块收入有所下降，毛利空间受到挤压，对公司当年经营业绩造成一定影响。

## 财务分析

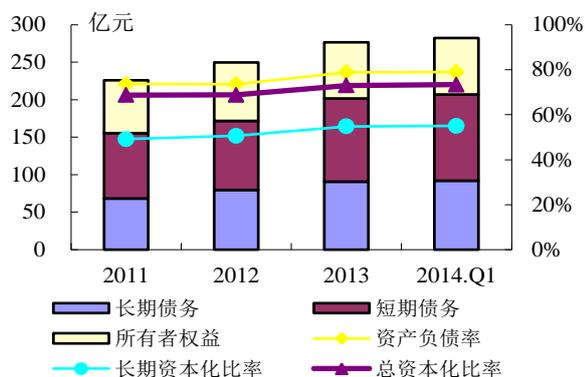
下列财务分析主要基于湖北宜化提供的经大信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年合并财务报告，所有财务数据均为合并报表口径。

### 资本结构

由于多个项目年内建成，公司业务规模持续扩张，资产和负债规模均有所上升，截至 2013 年 12

月 31 日，公司资产总额 353.55 亿元，负债总额 278.91 亿元，分别较上年增长了 19.98% 和 28.61%。当年资产负债率为 78.89%，较上年增加了 5.29 个百分点。同期，公司长期资本化率和总资本化比率分别为 54.82% 和 73.00%，与同行业公司相比偏高（表 8）。截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额 357.23 亿元，负债总额 281.92 亿元，资产负债率为 78.92%。同期，公司长期资本化率和总资本化比率分别为 54.97% 和 73.32%，

图 6: 2011~2014.Q1 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 8: 2013 年 12 月 31 日化肥行业主要上市公司

资本结构比较

公司	资产总计	资产负债率
云天化	656.69	85.25%
<b>湖北宜化</b>	<b>353.55</b>	<b>78.89%</b>
华锦股份	284.44	74.58%
泸天化	133.57	80.14%
华鲁恒升	123.78	52.59%
六国化工	64.27	62.04%
四川美丰	48.23	37.04%

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务结构来看，截至 2013 年 12 月 31 日，公司长短期债务分别为 90.57 亿元和 111.26 亿元，短期债务/长期债务比值为 1.23，以短期债务为主。截至 2014 年 3 月 31 日，公司长短期债务分别为 91.94 亿元和 115.01 亿元，短期债务/长期债务比值为 1.25，短期债务比例有所上升。鉴于公司近期仍存在采矿基建、新疆宜化 PVC 二期等资本支出项目，以短期债务为主的债务期限结构不利于保证中长期发展资金来源的稳定，公司债务结构有待改善。

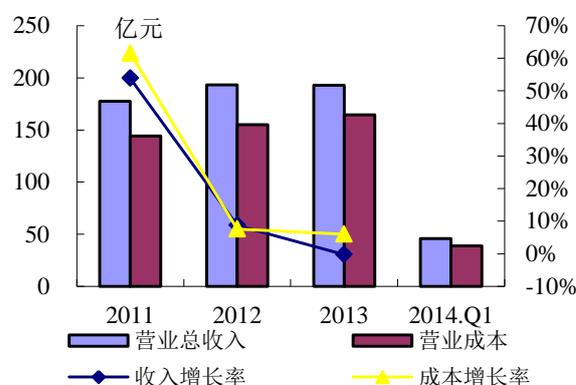
总体来看，公司目前仍处于业务扩张阶段，财

务杠杆偏高。未来在采矿基建等方面仍有一定投入，债务规模有进一步攀升的可能，中诚信证评将对此持续关注。

盈利能力

2013 年，受行业景气度下滑影响，公司尿素板块收入明显下滑，而年内 56 万吨磷酸二铵以及 30 万吨 PVC 项目的投产使得相应板块收入规模提升，当年公司实现营业收入 192.80 亿元，较上年基本持平。其中主营业务收入 189.06 亿元，较上年下降 2.13%。

图 7: 2011~2014.Q1 年公司收入成本结构分析



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

受市场价格走低影响，公司尿素、磷酸二铵等产品的毛利空间受到挤压，毛利水平出现下滑。2013 年，公司营业毛利率下降至 14.70%，同比减少 5.03 个百分点；主营业务毛利率下降至 14.29%，同比减少 5.44 个百分点。

表 9: 2013 年公司收入构成及毛利分析

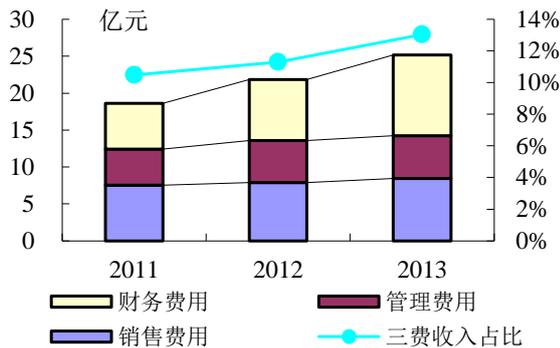
项目	营业收入 (亿元)	毛利率 %	营业收入同比增减 %	毛利率同比增减 (百分点)
尿素	67.17	21.74	-12.11	-11.39
PVC	48.88	4.98	15.99	2.75
磷酸二铵	33.48	8.41	25.92	-2.47
贸易业务	11.85	2.08	-35.72	-0.17
化工产品	9.98	13.17	-10.36	-0.79
氯碱产品	11.32	30.59	-8.50	-3.39
其他	5.83	34.11	5.81	-13.78
电力产品	0.56	29.17	-5.62	3.77
<b>合计</b>	<b>189.06</b>	<b>14.29</b>	<b>-2.13</b>	<b>-5.44</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着 56 万吨磷酸二铵以及 30 万吨 PVC 项目的投产，公司业务规模扩大，期间费用相应增加，其中销售费用 8.45 亿元、管理费用 5.77 亿元、财

务费用 10.94 亿元,分别较上年增长了 7.40%、1.26% 和 32.23%。其中,财务费用增长较多的原因一方面是公司银行借款规模扩大及应付票据增加,另一方面是 PVC 项目和磷酸二铵项目完工投产,相关利息支出不再进行资本化。综合来看,2013 年公司期间费用合计 25.15 亿元,期间费用占营业收入的比重为 13.05%,与较去年增长了 1.74 个百分点。

图 8: 2011~2013 年公司三费分析



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信证评整理

从利润总额来看,受到毛利水平下滑以及期间费用增长的影响,2013 年公司实现利润总额 3.19 亿元,较上年下降 80.11%。就其构成而言,经营性业务利润依然是利润的主要来源,公司当期实现经营性业务利润 2.80 亿元,同比下降 82.34%。与同行业上市公司相比,公司收入规模和毛利水平均处于行业前列,盈利表现尚可(表 10)。

表 10: 2013 年化肥行业主要上市公司盈利情况

公司名称	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率 (%)
云天化	558.96	4.88	12.85
华锦股份	415.58	-1.62	10.17
<b>湖北宜化</b>	<b>192.80</b>	<b>2.00</b>	<b>14.70</b>
华鲁恒升	84.69	4.90	13.52
四川美丰	57.68	1.69	6.93
六国化工	57.15	-0.10	6.32
泸天化	40.71	-3.67	12.84

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2013 年公司取得净利润 2.00 亿元,同比下降 86.40%,公司净资产收益率和总资产净利率分别为 2.63%和 0.62%,分别较上年下降了 17.23 和 4.62 个百分点。2014 年 1~3 月,公司营业收入 45.98 亿元,取得净利润 0.53 亿元。

总体看来,受市场环境影响,公司尿素、磷酸二铵等产品的毛利空间均出现下滑,使得整体毛利

水平不及上年,加上期间费用大幅增长,公司整体经营业绩有所下滑;但与同行业企业相较,公司具备一定的规模优势,盈利能力仍处于行业前列。

## 偿债能力

新建项目的集中推进使得公司长期债务和短期债务规模都呈上升趋势。截至 2013 年 12 月 31 日,公司总债务规模为 201.82 亿元,其中以短期债务为主,占到总债务规模的 55.13%,公司面临一定的短期偿债压力。长期债务中包括 23.02 亿元的长期应付款,主要是设备融资租赁款,为新疆宜化项目租赁的氯碱设备和湖北宜化松滋项目租赁的磷酸二铵设备,共计 18.10 亿元。截至 2014 年 3 月 31 日,公司总债务规模达到 206.95 亿元。

表 11: 2011~2014.Q1 年公司主要财务指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
短期债务 (亿元)	87.14	91.97	111.26	115.01
长期债务 (亿元)	68.26	79.70	90.57	91.94
长短期债务比	1.28	1.15	1.23	1.25
总债务 (亿元)	155.40	171.67	201.82	206.95
经营性净现金流 (亿元)	19.77	40.27	28.62	8.92
经营净现金流/短期债务 (X)	0.23	0.44	0.26	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.13	0.23	0.14	-
EBITDA (亿元)	29.87	35.88	29.46	-
总债务/EBITDA	5.20	4.78	6.85	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.78	3.35	2.27	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从经营净现金流对债务的保障程度来看,由于利润规模的下降,公司经营净现金流相应下滑,经营净现金流对债务的覆盖能力随之弱化。其中,经营活动净现金流/总债务的比率为 0.14,EBITDA 利息倍数为 2.27,对债务本息偿还的保障程度有所下降。

融资能力方面,公司与多家金融机构保持良好的合作关系。截至 2013 年 12 月 31 日,公司共有 320 亿元银行授信额度,其中有 135 亿元授信额度尚未使用。

截至 2013 年 12 月 31 日,公司累计担保余额 49.04 亿元,其中,对子公司担保 40.65 亿元,对关联方双环科技担保 7.14 亿元,对黔西南州普安县恒

泰煤矿和湖北宜化松滋肥业有限公司分别担保 0.25 亿元和 1 亿元，担保总额占公司期末净资产（不含少数股东权益）的比重为 80.24%。考虑到公司主要对控股子公司和同一控制方下的双环科技进行担保，能够相对有效控制担保风险，公司整体的或有负债风险较小。

整体而言，由于公司产能持续提升，债务规模增长较快，并且以短期债务为主，公司面临一定的短期偿债压力。

## 担保实力

### 业务运营及盈利能力

本期债券的担保方双环科技主要从事纯碱、氯化铵及盐化工系列产品生产和销售。截至 2013 年 12 月 31 日，双环科技具备 180 万吨纯碱、180 万吨氯化铵、130 万吨原盐和 40 万吨合成氨的年生产能力，是中国最大的联碱法生产企业，并为中国八大纯碱生产基地之一。

2013 年，国内纯碱市场供应相对充足，下游玻璃行业近期虽库存量有所下降，但开工率依然不足，对纯碱的需求无明显改观。当年全国纯碱平均价格从年初的 1800 元/吨降至年末的 1700 元/吨，持续低位徘徊。同年，受需求减弱、出口不畅以及尿素价格大幅下跌等因素的影响，氯化铵（以河北湿铵为例）价格从年初的 850 元/吨大幅跌至年末的 500 元/吨，跌幅达 40%。纯碱和氯化铵市场低迷对

双环科技当年业绩造成较大影响。

由于行业持续不景气，2013 年，双环科技纯碱和氯化铵的产量分别为 153.34 万吨和 158.22 万吨，较上年分别下降了 14.76% 和 13.09%，产销率分别为 98.90% 和 87.31%。主导产品量价齐跌导致了其收入规模的下滑，2013 年双环科技纯碱及氯化铵业务收入共计 22.56 亿元，较上年下降了 37.96%。由于房地产调控政策短期内不会发生方向性变化，而国内化肥市场呈现过剩的局面，价格不断下滑，双环科技纯碱和氯化铵业务未来的行业环境仍较为严峻。

受此影响，2013 年双环科技实现营业收入 37.22 亿元，同比下降了 19.04%；净亏损 6.69 万元，同比下降 78.66%。同年，双环科技营业毛利率为 5.12%，较上年同期下降了 10.10 个百分点。2014 年 1-3 月，双环科技实现营业收入 10.00 亿元，同比下降-19.95%，取得净利润 919.66 万元。

为拓展业务范围，寻找新的利润增长点，双环科技于 2009 年末新增了房地产开发业务，投资建设“宜化山语城”项目。2012 年，双环科技又新增了新疆绿洲新城、宜化-新天地、獭亭绿洲新城三个房地产项目。2013 年，双环科技竞标成功取得位于武汉市江夏区大桥新区渔牧村、红旗村的 P(2012)190 号地块，宗地出让面积为 185754.34 平方米，用于武汉星都汇项目的建设，目前项目正在进行开工前准备。

表 12：2013 年末双环科技房地产在建项目进展情况

项目	土地面积 (万平方米)	规划建筑面 积(万平方米)	计划总投资 (亿元)	已投资额 (亿元)	工程预计完 工日期	预(销) 售日期	未来预计收 入(亿元)
宜化山语城	9.75	31.21	14.00	10.04	2014.12	2011.08	16.00
宜化新天地	11.14	42.11	16.49	6.26	2016.12	2013.04	18.83
獭亭绿洲新城	6.41	25.00	6.75	1.30	2018.12	2014.07	7.80
新疆绿洲新城	7.57	22.55	6.84	1.58	2016.12	2012.01	1.73
武汉星都汇	18.58	47.55	21.50	4.41	2018.12	2014.09	34.74

数据来源：双环科技提供，中诚信证评整理

双环科技房地产项目总计划投资 65.58 亿元，截至 2013 年 12 月 31 日已投资 23.59 亿元，预计未来其在房地产开发业务上将有较大规模的资本支出，面临一定的资金压力。

### 资本结构及偿债能力

受房地产业务开展的影响，截止 2013 年 12 月

31 日，双环科技资产和负债规模分别增至 89.65 亿元和 74.86 亿元，资产负债率升至 83.50%，负债规模较高；同时，考虑到未来房地产板块投资金额较大，预计双环科技的负债规模仍将加大，我们将持续关注负债规模上升对其经营造成的影响。截止 2013 年 12 月 31 日，双环科技长短期债务比增至 19.27，短期债务规模进一步提高，不利于其资金使

用的稳定性。截至 2014 年 3 月 31 日，双环科技资产和负债规模分别增至 91.17 亿元和 76.29 亿元，资产负债率为 83.68%。同期长短期债务比为 20.34，短期债务占比仍较大，债务结构有待改善。

表 13：2011~2014.Q1 年双环科技主要财务指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
短期债务（亿元）	28.45	32.30	39.65	41.86
长期债务（亿元）	14.20	3.92	2.06	2.06
长短期债务比	2.00	8.25	19.27	20.34
总债务（亿元）	42.65	36.21	41.71	43.92
资产负债率	74.25%	74.52%	83.50%	83.68%
总资本化比率	67.36%	62.74%	73.82%	74.70%
经营性净现金流（亿元）	6.91	6.00	-0.89	0.70
经营净现金流/总债务（X）	0.16	0.17	-0.02	0.06
EBITDA（亿元）	10.02	6.09	-0.67	-
总债务/EBITDA	4.26	5.94	-62.50	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	2.29	-0.22	-

数据来源：双环科技提供，中诚信证评整理

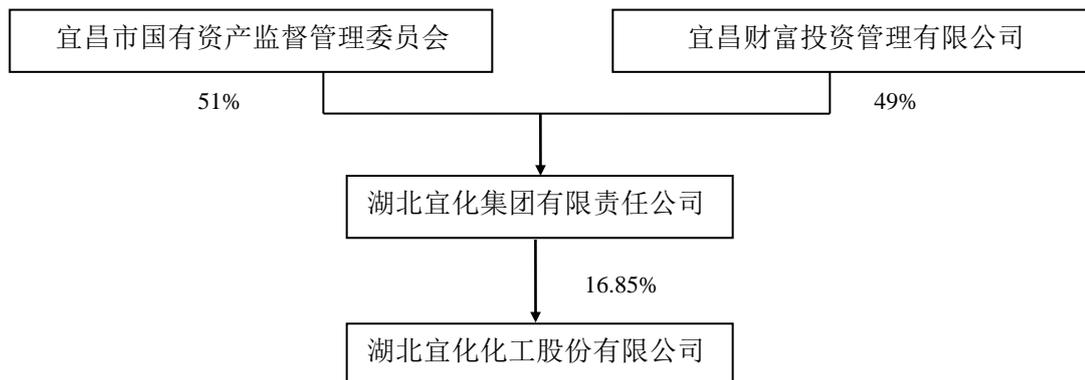
从经营活动现金流对债务的保障程度看，受收入规模和利润水平大幅下滑的影响，双环科技经营活动现金流对债务的覆盖能力随之恶化。2013 年，双环科技 EBITDA 减少至-0.67 亿元。同年，总债务/EBITDA 下降至-62.50，经营活动净现金流/总债务的比率为-0.02，EBITDA 利息倍数为-0.22。

中诚信证评认为，2013 年，双环科技收入规模和利润水平较上年同期均明显下滑，但鉴于双环科技在纯碱生产方面仍有较明显的资源优势 and 品牌优势，处于行业龙头地位，且自身拥有一定业务规模和资金实力，其整体实力较强，仍能够对本次债券本息收益的偿付提供保障。

## 结 论

中诚信证评维持发行主体湖北宜化主体级别 AA<sup>+</sup>、本次公司债券的信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

附一：湖北宜化化工股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



**附二：湖北宜化化工股份有限公司财务数据及主要指标**

财务数据(单位:万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	366,647.73	153,808.45	286,684.60	339,453.94
应收账款净额	42,318.54	57,094.16	75,266.06	62,047.38
存货净额	345,681.81	393,121.44	382,670.38	399,276.67
流动资产	1,112,992.14	918,824.66	1,240,045.59	1,282,406.32
长期投资	6,126.76	5,738.93	19,663.87	21,648.22
固定资产合计	1,498,627.51	1,959,524.63	2,194,888.72	2,188,189.81
总资产	2,677,937.13	2,946,801.81	3,535,488.90	3,572,273.95
短期债务	871,389.85	919,697.02	1,112,561.53	1,150,139.97
长期债务	682,585.20	796,991.78	905,654.75	919,406.68
总债务(短期债务+长期债务)	1,553,975.05	1,716,688.80	2,018,216.28	2,069,546.65
总负债	1,972,011.14	2,168,698.07	2,789,102.73	2,819,243.72
所有者权益(含少数股东权益)	705,925.99	778,103.74	746,386.17	753,030.23
营业总收入	1,776,485.52	1,931,760.74	1,927,997.96	459,793.39
三费前利润	331,695.85	376,692.15	279,480.80	71,350.97
投资收益	-158.66	7.78	2,471.86	979.05
净利润	126,622.68	147,356.79	20,044.87	5,325.88
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	300,013.63	358,785.96	294,570.14	-
经营活动产生现金净流量	197,665.71	402,708.67	286,173.54	89,191.27
投资活动产生现金净流量	-552,463.41	-529,571.18	-323,271.92	-35,267.31
筹资活动产生现金净流量	537,801.30	-66,545.55	157,283.51	-102,440.15
现金及现金等价物净增加额	182,217.09	-193,879.93	119,371.56	-48,457.82
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	18.89	19.73	14.70	15.60
所有者权益收益率(%)	17.94	18.94	2.69	2.83
EBITDA/营业总收入(%)	16.89	18.57	15.28	-
速动比率(X)	0.66	0.42	0.52	0.54
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.23	0.14	0.17
经营活动净现金/短期债务(X)	0.23	0.44	0.26	0.31
经营活动净现金/利息支出(X)	2.49	3.76	2.21	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.78	3.35	2.27	-
总债务/EBITDA(X)	5.18	4.78	6.85	-
资产负债率(%)	73.64	73.59	78.89	78.92
总债务/总资本(%)	68.76	68.81	73.00	73.32
长期资本化比率(%)	49.16	50.60	54.82	54.97

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附三：湖北三环科技股份有限公司财务数据及主要指标**

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	66,365.45	62,169.64	45,675.60	52,547.84
应收账款净额	27,224.19	39,093.41	21,750.82	22,038.56
存货净额	112,228.63	181,795.95	248,490.75	245,113.01
流动资产	331,120.24	353,922.08	426,350.62	441,534.23
长期投资	8,530.35	48,334.98	49,903.37	49,807.20
固定资产合计	398,979.26	387,950.94	370,142.56	367,043.57
总资产	802,670.34	843,973.49	896,483.09	911,650.51
短期债务	284,521.07	322,960.00	396,523.62	418,634.93
长期债务	142,000.00	39,166.02	20,579.02	20,579.02
总债务(短期债务+长期债务)	426,521.07	362,126.02	417,102.64	439,213.95
总负债	595,988.04	628,933.90	748,579.61	762,891.72
所有者权益(含少数股东权益)	206,682.30	215,039.59	147,903.48	148,758.79
营业总收入(主营业务收入)	523,186.81	459,725.00	372,206.97	100,046.23
三费前利润(主营业务利润)	121,503.83	65,741.83	13,101.83	11,936.63
投资收益	-869.71	5,303.28	-753.86	-7.09
净利润	35,324.82	860.96	-66,864.69	919.66
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	100,190.52	60,915.74	-6,674.17	1,690.36
经营活动产生现金净流量	69,120.10	59,999.86	-8,868.28	6,977.03
投资活动产生现金净流量	-73,922.93	-41,164.36	-22,230.29	-13,910.00
筹资活动产生现金净流量	14,945.37	-13,566.06	9,481.70	13,757.18
现金及现金等价物净增加额	10,199.55	5,164.19	-21,963.27	6,824.21
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
毛利率(%)	23.92	15.22	5.12	12.66
所有者权益收益率(%)	17.09	0.40	-45.21	2.47
EBITDA/主营业务收入(%)	19.15	13.25	-1.79	-
速动比率(X)	0.49	0.32	0.28	0.30
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	0.17	-0.02	0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	0.24	0.19	-0.02	0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	3.02	2.26	-0.29	-
EBITDA/利息支出(X)	4.38	2.29	-0.22	-
总债务/EBITDA(X)	4.26	5.94	-62.50	-
资产负债率(%)	74.25	74.52	83.50	83.68
总资本化比率(%)	67.36	62.74	73.82	74.70
长期资本化比率(%)	40.72	15.41	12.21	12.15

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资  
 固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产  
 三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附四：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。