



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪367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，维持贵公司主体信用等级为A，维持本次债券信用等级为A，并将主体信用等级和债项信用等级列入信用评级观察名单。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月三日

湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2019）

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
债券简称	09 宜化债
债券代码	112019
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	2018 年 6 月 26 日
上次评级结果	债项级别 A 主体级别 A 将主体信用等级和 债项信用等级列入信用评级观察名单
跟踪评级结果	主体级别 A 将主体信用等级和 债项信用等级列入信用评级观察名单

基本观点

2018 年，湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“湖北宜化”或“公司”）加大对非主业及低效资产的处置变现力度，稳固核心主业发展，在行业整体回暖背景下，业务实现恢复性增长，经营效益有所回升，但新疆宜化化工有限公司（以下简称“新疆宜化”）过渡期停工损失以及公司较重的财务负担和资产减值损失严重影响获利，最终盈利对非经营性损益存在依赖。同时，中诚信证评也关注到公司生产稳定性不足、经营性业务持续亏损、财务杠杆维持高企以及短期偿债压力很大等因素可能对公司未来整体经营及偿债能力产生的影响。

综上，中诚信证评维持湖北宜化主体信用等级为 A，维持“湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券”信用等级为 A，并将主体信用等级和债项信用等级列入信用评级观察名单。该债项级别同时也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

- 处置资产变现，稳固主业发展。2018 年公司通过处置大额亏损全资子公司新疆宜化 80.10% 股权以及其他非主业子公司，加大对非主业及低效资产的处置变现，稳固核心主业发展，实现投资收益 9.82 亿元，对当年经营扭亏以及未来盈利改善起到积极作用。
- 业务实现恢复性增长，初始获利能力回升。受益于行业整体回暖及自身恢复稳定生产，2018 年公司实现营业收入 128.12 亿元，同比增长 7.17%。同时，公司提升经营效率，且受益于主要产品价格上涨，当年各板块毛利水平得到明显提升，营业毛利率较上年提升 15.89 个百分点。

关 注

- 生产稳定性不足。公司部分厂区因技术改造以

概况数据

湖北宜化	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	68.06	15.68	19.47	19.19
总资产（亿元）	397.73	325.51	239.27	237.46
总债务（亿元）	266.74	243.26	177.71	177.19
营业总收入（亿元）	151.82	119.55	128.12	32.81
营业毛利率（%）	11.90	2.51	18.40	12.77
净利润（亿元）	-14.08	-51.47	3.14	0.06
EBITDA（亿元）	11.58	-22.79	28.14	-
所有者权益收益率（%）	-20.68	-328.32	16.13	1.16
资产负债率（%）	82.89	95.18	91.86	91.92
总债务/EBITDA（X）	23.03	-10.67	6.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.07	-2.10	2.78	-
双环科技	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	9.43	4.63	1.76	1.84
总资产（亿元）	106.00	96.37	43.30	40.74
总债务（亿元）	71.74	66.98	30.47	-
营业总收入（亿元）	39.71	42.82	37.70	6.17
营业毛利率（%）	7.63	1.74	-2.57	18.49
净利润（亿元）	-6.25	-7.54	0.79	0.08
EBITDA（亿元）	-0.16	-0.25	8.70	-
所有者权益收益率（%）	-66.24	-162.72	44.79	17.52
资产负债率（%）	91.10	95.19	95.94	95.48
总债务/EBITDA（X）	-441.44	-266.73	3.50	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.06	-0.08	2.54	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2019 年一季度所有者权益收益率经年化处理。

分析师

陈小中 xzchen@ccxr.com.cn

郭敏军 mjwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月3日

及环保升级等因素长时间停产，内蒙古尿素装置持续面临季节性限产，且部分生产基地设备老化，未来安全环保风险及生产稳定性需长期关注。

- 盈利对非经常性损益存在依赖。2018 年公司较重的财务负担和资产减值损失以及新疆宜化过渡期的停工损失严重影响获利，当年经营性业务仍持续亏损，但亏损额大幅下降，最终盈利对投资收益（9.82 亿元）等非经常性损益存在依赖。中诚信证评对公司未来主业盈利改善情况将保持关注。
- 财务杠杆维持高企，短期偿债压力很大。2018 年公司处置资产，债务规模有所下降，但财务杠杆比率仍处于很高水平，当年末资产负债率和总资本化比率分别为 91.86%和 90.13%；同期总债务 177.71 亿元，短期债务 146.64 亿元中 10.60 亿元债券融资款将于 2019 年下半年到期，加之“16 宜化债”将于 2019 年 9 月 28 日进入回售选择期，回售兑付压力将进一步加剧公司流动性风险。
- 担保方经营状况不佳。2018 年双环科技经营性业务继续亏损，且财务杠杆维持高企，截至 2018 年末资产负债率达 95.94%，总债务 30.47 亿元，其中短期债务 21.97 亿元，担保方对本次债券本息的偿付保障能力不足。
- 对关联方较大规模的委托贷款及融资担保。截至 2018 年末，公司对外担保余额 32.67 亿元，占净资产的比例为 167.84%，担保对象为关联方双环科技（5.60 亿元）和新疆宜化（27.07 亿元）；同时，当年末公司向新疆宜化提供委托贷款 45.79 亿元。鉴于双环科技经营效益不佳，而新疆宜化处于停工整改阶段，中诚信证评将持续关注公司面临的或有负债风险，以及大规模委托贷款对公司资产质量及流动性造成的影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项（一）

2018年5月3日，公司与宜昌新发产业投资有限公司（以下简称“宜昌新发”）签署《关于新疆宜化化工有限公司之重组协议》（以下简称“重组协议”），约定由宜昌新发收购公司持有的新疆宜化80.10%的股权，并成为新疆宜化的控股股东。公司于2018年6月7日办理完成将所持有的新疆宜化80.10%股权转让予宜昌新发的工商变更手续，公司持有新疆宜化19.90%的股权，失去对新疆宜化的控制权。同时根据《重组协议》中债权债务处置约定，公司与宜昌新发同意将对新疆宜化的股东借款转换为委托贷款，借款期限二至六年，并由宜昌新发对上述委托贷款提供连带责任保证担保。截至2018年末，公司委托兴业银行宜昌分行、农行三峡猢亨支行、工商银行猢亨支行、建设银行猢亨支行、中国银行宜昌星火路支行和湖北宜化集团财务有限责任公司向新疆宜化发放贷款45.79亿元，由宜昌新发对委托贷款提供担保。此外，公司为新疆宜化提供融资担保，2018年末对其担保余额为27.07亿元。

公司拟出售雷波县华瑞矿业有限公司（以下简称“华瑞矿业”）90.00%股权，因挂牌期满未征集到意向受让方。2018年12月26日第九届董事会第一次会议审议通过《关于拟公开转让雷波县华瑞矿业有限公司70%股权的议案》，公司全资子公司湖北宜化肥业有限公司拟通过产权交易机构采用公开征集受让方的方式转让其持有的华瑞矿业70%的股权，转让价格应不低于华瑞矿业70%的股权对应的华瑞矿业经备案的净资产评估值（1.68亿元）。

公司与湖北宜化国际贸易有限公司（以下简称“国际贸易公司”）存在较大额的采购和销售交易，为促进公司规范运作，减少关联交易，2019年4月30日公司与湖北宜化集团有限责任公司（以下简称“宜化集团”）和湖北宜化集团矿业有限公司（以下简称“宜化矿业”）签订《股权转让协议》，约定宜化集团将持有的国际贸易公司99%的股权、宜化矿业将持有的国际贸易公司1%的股权转让给公司，转让完成后公司持有国际贸易公司100%股权。截至2019年3月31日，国际贸易公司净资产1,014.06万元，据此确定转让价格为1,014.06万元；股权转让

款由公司一次性支付给宜化集团（1,003.92万元）及宜化矿业（10.14万元）指定账户，价款支付后一个月内宜化集团及宜化矿业配合公司完成工商变更手续。截至目前，上述事项尚未完成。

总体来看，公司通过出让新疆宜化和拟出售华瑞矿业股权实现对非主业及低效资产的处置变现，同时收购国际贸易公司以规范公司运作、减少关联交易，上述措施对其规范经营、改善盈利状况起到了积极作用，但中诚信证评也关注到公司依然持有新疆宜化部分股权，并向其发放较大规模委托贷款等事项对公司资产质量及流动性造成的影响，以及担保事项导致的担保风险。

重大事项（二）

2018年5月10日，湖北枫泽房地产开发有限公司（以下简称“湖北枫泽”）以31,154万元通过武汉光谷联合产权交易所竞得双环科技持有湖北宜化投资开发有限公司（以下简称“宜化投资”）45%的股权；2018年9月7日，湖北枫泽以4,159万元通过宜昌市公共资源交易中心竞得双环科技持有宜化投资6%的股权。双方签订了股权转让合同，交易款项已全部付清，并完成工商变更登记。

2018年9月6日，深圳市彩生活物业管理有限公司以510万元通过武汉光谷产权交易所宜昌分公司竞得双环科技子公司持有的宜昌好嘉物业管理有限公司100%股权，截至2018年9月30日已支付全部转让款，并已完成工商变更登记。

2018年9月30日，双环科技与武汉雷神特种器材有限公司签署《并购协议》，通过协议转让方式转让双环科技持有武汉宜化塑业有限公司（以下简称“武汉宜化”）100%股权。转让价格：双方同意受让方按照评估值（净资产评估值为4,548.46万元）收购武汉宜化100%股权，同时本次交易需结清标的公司应付双环科技往来款21,090.50万元。支付方式：第一笔交易款项金额为股权评估价值60%；第二笔交易款项金额为标的公司在基准日对出让方负债；第三笔交易款项金额为股权评估价值30%+过渡期损益+过渡期与出让方的非经营性往来款，在完成过渡期审计后30日内，确认过渡期损益及出让方的非经营性往来款，并于签署补充协议后5个

工作日内支付；自交割日起满一年后30日内支付第四笔交易款项，支付金额为股权评估值10%，减去或有负债的实际发生额。跟踪期内，双环科技已收到第一笔和第二笔交易款，于10月30日完成工商变更登记。

2018年11月，双环科技与湖南省轻工盐业集团有限公司（以下简称“轻盐集团”）、湖南轻盐晟富盐化产业私募股权基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“轻盐晟富”）签署关于重庆宜化化工有限公司（以下简称“重庆宜化”）《股权转让协议》，协议约定由轻盐集团收购双环科技持有重庆宜化51%股权，轻盐晟富收购双环科技持有重庆宜化49%股权。本次交易对价分三笔支付：12月24日，双环科技收到第一笔交易款1.70亿元；第二笔交易对价为7,267.13万元，该笔对价通过签署《债权债务转让协议》在相关方之间进行债权债务转让，用以偿还双环科技对重庆宜化的欠款；第三笔交易对价为2,000万元。截至2018年12月31日，公司已完成工商变更登记。

2018年12月12日，宜昌城投房地产开发有限公司以3,798万元通过宜昌市公共资源交易中心竞得双环科技持有武汉双建科技发展有限公司（以下简称“武汉双建”）38.25%的股权，双方签订股权转让合同，交易价款已全部付清。2019年1月10日，双环科技已完成工商变更登记。

综合来看，双环科技先后转让宜化投资、武汉宜化、重庆宜化以及武汉双建股权，持续推进非主业及低效资产的处置变现，中诚信证评将持续关注股权转让款回收进展以及其聚焦化工主业、做强本部化工业务的执行进展及落实情况。

行业关注

2018年受装置检修、环保督查以及贸易战等因素影响，全年PVC价格呈震荡波动态势；当前我国PVC产能仍处于供过于求状态，未来PVC价格仍面临一定波动风险

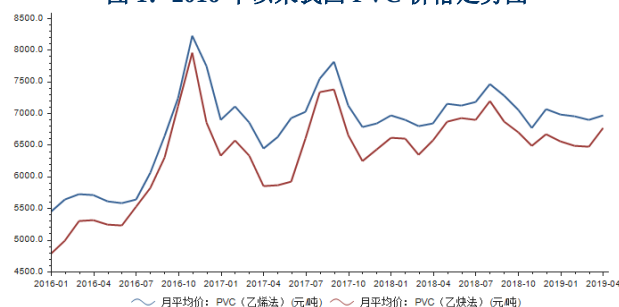
目前我国氯碱行业处于转折期，行业发展已由快速的规模扩张步入调整时期，努力推动产业结构调整 and 转型升级，已成为行业发展的共识。近年我国PVC行业经历淘汰落后产能、供给侧改革及行业

优胜劣汰调整，产能增速放缓。截至2018年末，我国PVC在产产能约2,468.5万吨（含糊树脂），同比增长2.7%。

从PVC消费结构看来，房地产产业链是其重要的下游需求来源。目前PVC消费结构中有约60%和房地产产业链相关，包括管材、型材及地板等。此外，鞋底革、人造革和电线电缆也是其重要的下游消费领域。2018年，全国房地产开发投资120,264亿元，同比增长9.5%，直接带动下游房地产产业链产品需求回升。不过自2016年10月以来楼市调控趋严，各地政策持续加码，未来我国房地产投资增速并不乐观，并将影响下游PVC等产品的需求。

价格方面，2018年PVC市场价格波动仍较大。一季度PVC市场基本处于稳中下跌的趋势，尤其到一季度末价差特别明显。主要由于春节过后库存增加明显，加上贸易战激化市场担忧情绪，期货一路下滑，导致现货市场成交价格亦随之下跌。二季度开始，由于检修季的来临，市场供应量减少，石化企业也不断调涨出厂价，再加上期货不断炒涨，带动现货市场价格不断上行，整体交投情况明显好转。三季度的PVC市场行情整体上涨，7月份计划外检修企业较多，促使社会库存并未累积，再加上原料电石价格一直处于高位整理，另外三季度又是传统的需求旺季，种种利好促使PVC价格一路上行。四季度的PVC市场基本维持涨后整理的阶段，价格维持区间震荡。10月中旬，期货大跌，促使现货市场价格一路下滑直至11月中旬，期货止跌反弹，市场气氛逐步改善，但是由于缺乏需求的有效支撑，市场继续上行动力不足。12月份开始，PVC市场一直处于整理阶段，虽然期间也受期货上涨和石化调价影响，出现上涨行情，但仍受制于需求及政策面的影响，涨幅有限。

图1：2016年以来我国PVC价格走势



数据来源：choice数据，中诚信证评整理

整体来看，经过近几年的调整，PVC行业落后产能已逐步淘汰，但当期我国PVC产能仍处于供过于求状态，且受宏观面及政策面的影响，2018年PVC价格呈现震荡波动态势。

2018年以来受下游需求不足等因素影响，烧碱价格持续走弱，未来价格走势及行业供需结构变化值得关注

烧碱产量与宏观经济变动密切相关，受全球经济持续低迷影响，近年烧碱下游行业景气程度下降，我国烧碱行业仍处于产能过剩状态。烧碱市场区域性较强，装置集中检修、新扩建装置投产时间不确定等均是影响供应量变化的重要因素。2018年新增烧碱产能投产时间主要集中在下半年，国内烧碱总产量未出现大幅度增长，2018年我国烧碱产量为3,420.2万吨，同比增长0.9%。

2018年，烧碱下游整体表现略显温和，对烧碱消化能力不足。2018年我国氧化铝产量约6,842万吨，较2017年同比增长2.7%。此外，造纸及印染行业表现平淡，行业开工负荷均显不足，使得烧碱需求较2017年出现一定程度萎缩。

价格方面，2018年初，国内烧碱市场延续2017年末下滑走势。随着华北地区采暖季结束，限产的下游氧化铝企业陆续恢复生产，对烧碱需求持续提升，支撑2018年2月烧碱市场止跌回涨，价格出现短期大幅明显上行。但受下游造纸及印染等行业持续平淡的抑制，国内烧碱市场供需矛盾显现，二季度中旬起成交价格震荡下行。2018年下半年国内烧碱市场表现温和，虽然2018年8月下游为金九备货，然而时间短暂，整体来看，2018年下半年以来烧碱价格以震荡走低为主。

图2：2016年以来我国烧碱价格走势



资料来源：choice 数据，中诚信证评整理

总体来看，我国烧碱行业目前处于产能过剩状

态，且受下游需求不足等因素影响，2018年以来烧碱价格持续走弱。中诚信证评对未来烧碱价格走势以及行业整体供需结构变化表示持续关注。

随着供给侧结构性改革深入，化肥行业去产能、调结构效果较好，2018年行业效益得到明显改善，但产能过剩仍较严重，加之安全环保监管力度不断加大，业内企业运行压力仍较大

近年来，中国化肥行业发展迅速，行业总产能快速扩张，氮肥、磷肥和复合肥产能过剩问题突出，行业整体景气度低迷。2018年，化肥行业深入推进供给侧结构性改革，加快淘汰落后产能，积极调整产品结构，行业发展质量得到明显改善。

据中国氮肥工业协会统计，截至2018年末，我国合成氨产能6,689万吨/年，同比减少454万吨/年；其中采用先进煤气化技术的产能占总产能的37.2%，提高3.5个百分点；采用传统煤气化工艺的合成氨产能占总产能的38.1%，同比降低4.4个百分点，产业结构进一步优化。全年我国累计生产合成氨5,601万吨，同比下降0.5%；氮肥产量3,794万吨（折纯，下同），同比下降1.6%；尿素产量5,207万吨（实物量，下同），同比下降2.4%。据中国磷复肥工业协会统计，2018年全国磷复肥退出产能107万吨P₂O₅，总产能降至2,353万吨P₂O₅，其中包括闲置产能88万吨P₂O₅。全年磷肥总产量1,696.3万吨（折P₂O₅），同比下降0.9%；其中，高浓度磷肥产量1,610.1万吨（折P₂O₅），同比增长0.2%；低浓度磷肥86.3万吨（折P₂O₅），同比下降18.1%。

2018年，随着部分产能退出，国内化肥行业产能过剩压力缓解，加上原材料价格上涨等因素影响，氮肥和磷肥价格均有所回升，行业效益明显提升。国家统计局数据显示，2018年氮肥行业主营业务收入为2,107.6亿元，同比增长12.9%；全行业利润总额105.5亿元，同比增长471.4%；主营收入利润率5.0%，同比增加4个百分点。2018年磷复肥行业主营业务收入3,678.7亿元，同比下降0.1%；利润152.2亿元，同比增长43.6%，行业运行呈现稳中回升态势。

与此同时，环保政策调整以及化肥相关标准相

继实施，促进化肥行业健康持续发展。自2018年1月1日起，排污费已撤销，环保税开征，化肥生产工业排污许可规范已全覆盖。2018年5月出台《国家工业固体废物资源综合利用产品目录》，部分列入《目录》工业固废可综合利用为土壤调理剂和肥料，相关企业可申请暂予免征环境保护税等政策。2018年9月23日，磷肥、钾肥、复混肥料、有机肥料及微生物肥料工业排污许可规范开始实施，加上已经实施的氮肥排污许可规范，肥料制造工业全覆盖。此外，一批新制订的肥料相关国家标准和行业标准相继实施，促进化肥产品质量的整体提升。当前，国家对安全环保监管力度加大，化肥行业环保治理高压化、常态化。同时，由于压缩产能、危化品搬迁、环保要求升级等多重因素交互作用，化肥行业运行压力依然较大。

整体看，随着供给侧结构性改革的不断深入，化肥行业落后产能逐渐退出，行业提质增效明显，2018年行业运行整体回暖，行业效益明显提升。但目前行业产能过剩问题依然存在，加之安全环保监管高压下，业内企业运行压力仍较大。

业务概况

2018年，公司加大对非主业及低效资产的处置变现，稳固核心主业发展，同时加强安全监管及环保投入，确保生产经营的持续、稳定，但鉴于天然气限供、部分生产设备老化及持续面临的环保整改投入，后续安全环保风险及生产稳定性仍需持续关注

公司主要从事化肥产品（尿素和磷酸二铵等）和化工产品（聚氯乙烯和氯碱等）的生产及销售。目前，公司已形成“煤炭-尿素”、“磷矿-磷肥”和“煤-电石-氯碱化工”的一体化循环经济产业链布局，产业链较为完善。

2018年公司加大对无效、低效率资产处置变现力度，稳固核心主业的发展。当年处置大额亏损子公司新疆宜化80%股权以及其他非主业子公司宜昌嘉英科技有限公司100%股权和宜昌宜化三峡物流有限公司100%股权，同时控股子公司哈密宜化矿业有限公司、哈密宜化化工有限公司、湖北百城通达物流有限公司、贵州金沙宜化肥业有限责任公司、

黔西南州黔发煤焦有限公司、新疆万富通贸易有限公司和湖北宜化兴宜科技有限公司已办理工商注销。此外，2018年公司压缩贸易业务，进一步聚焦主业，落实“十三五”期间发展规划，转型升级煤化工、磷化工和盐化工三大传统产业，重点发展化工新材料和高端专用化学品两大新兴产业，业务转型持续推进。

2018年公司高度重视安全环保问题，加大在各个环节的安全生产管理以及环保监控力度，同时强化对员工的管理及责任划分机制，增加安全环保方面的投入，确保生产经营的持续、稳定。跟踪期内，公司无死亡事故发生，顺利通过了国家环保督察组以及湖北省环保部门的检查验收，下属青海、内蒙氯碱装置、内蒙尿素装置和本部磷酸二铵装置等生产装置均保持稳定运行，保证了核心业务的稳定运营及恢复性增长。但考虑到公司部分生产基地设备老化和持续面临环保整改投入，以及内蒙尿素装置受天然气限供持续面临季节性限产，中诚信证评对公司未来可能存在的安全环保风险以及生产稳定性将保持关注。

跟踪期内，公司进一步聚焦主业发展，稳定生产经营，受益于行业回暖及自身恢复稳定生产，业务规模实现恢复性增长，但未来业务稳定性仍需持续关注

受益于行业整体回暖以及自身恢复稳定生产，2018年公司实现营业收入128.12亿元，同比增长7.17%；其中，核心主业化工产品和化肥产业实现销售收入70.07亿元和43.76亿元，同比分别增长13.42%和12.61%，占营业收入的比重分别为54.69%和34.15%；贸易业务收入1.93亿元，同比下降75.12%，业务占比降至1.50%；其他收入12.37亿元（包括季戊四醇、保险粉等其他化工产品、副产品和电力产品等销售收入），同比增长10.65%，业务占比为9.65%。

表 1：2018 年公司营业收入构成

单位：亿元、%

	营业收入	同比增减	业务占比
化肥产品	43.76	12.61	34.15
化工产品	70.07	13.42	54.69
贸易业务	1.93	-75.12	1.50
其他	12.37	10.65	9.65
合计	128.12	7.17	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

化工板块，因新疆宜化于2018年6月30日不再纳入合并范围，目前公司化工产品（包括PVC和烧碱等）运营主体主要为内蒙古宜化化工有限公司、青海宜化化工有限责任公司、宜昌宜化太平洋热电有限公司（以下简称“太平洋热电”）和宜昌宜化太平洋化工有限公司（以下简称“太平洋化工”）。同时，随着新疆宜化股权转让，公司化工产品产能缩减，当年PVC和烧碱产能分别为84万吨/年和188万吨/年，同比分别减少30万吨/年和70万吨/年。受益于行业回暖以及自身经营稳定性提高，公司化工产品产销量实现恢复性增长，当年化工产品产量为137.73万吨，同比增长15.16%；销量为146.79万吨，同比增长11.83%。从产品价格走势看，因PVC市场价格上涨，当年公司生产的PVC销售均价5,653.92元/吨，同比上涨9.63%；由于烧碱价格持续走弱以及低密度碱产品销量增加，当年公司生产的烧碱销售均价同比下降7.97%至1,945.36元/吨。全年公司化工产品实现销售收入70.07亿元，同比增长13.42%。

化肥板块，公司化肥产品主要为尿素和磷酸二铵，其中尿素产品主要由公司本部及下属的湖南宜化化工有限责任公司（以下简称“湖南宜化”）、内蒙古鄂尔多斯联合化工有限责任公司（以下简称“内蒙古联化”）和贵州宜化化工有限责任公司（以下简称“贵州宜化”）负责生产；磷酸二铵产品主要由下属子公司湖北宜化肥业有限公司和湖北宜化松滋肥业有限公司负责生产。因新疆宜化丧失控制权，公司尿素产能下降，同时本部、湖南宜化和贵州宜化的尿素生产装置长期停车，公司实际在运行的仅有内蒙古联化尿素生产装置，在运行尿素产能为120万吨/年，停产产能占现有总产能的53.85%。鉴于停车装置或存在工艺改进、设备更新以及环保整改投入等多方面的问题，以及现阶段公司流动资

金仍较为紧张，复产计划尚无法确定，中诚信证评对公司各生产基地技术改造、设备更新以及环保整改等工作进展和未来复产计划将保持持续关注。受益于行业整体回暖以及内蒙古联化尿素装置在非限产期间的稳定运行，2018年公司尿素产量为72.97万吨，较上年小幅增长4.26%；但受到区域市场需求以及库存备货影响，全年实现销量73.59万吨，同比小幅下降6.55%。2018年，公司磷酸二铵产能维持在140万吨/年，受益于行业回暖，当年产销量同步增长，增速分别为27.08%和14.28%。在产品价格上涨的带动下，2018年公司尿素和磷酸二铵销售收入均实现回升，当年尿素销售收入12.62亿元，同比增长19.01%；磷酸二铵销售收入31.14亿元，同比增长10.21%。全年公司化肥产品实现收入43.76亿元，同比增长12.61%。

此外，公司推进化工新材料及高端专用化学品等新兴产业发展，年产2万吨三羟甲基丙烷及其配套装置项目于2018年11月开工建设，计划总投资5.02亿元，预计在2019年第四季度实现投产。截至2018年末，公司累计投入0.10亿元，未来仍面临较大资本支出压力。

整体看，2018年公司聚焦主业，稳固核心主业发展，加大对非主业及低效资产的处置变现，在行业整体回暖背景下，业务实现恢复性增长，但仍存在较大规模生产装置停产情况，且国内安全环保政策持续高压下，公司生产稳定性仍需持续关注。

财务分析

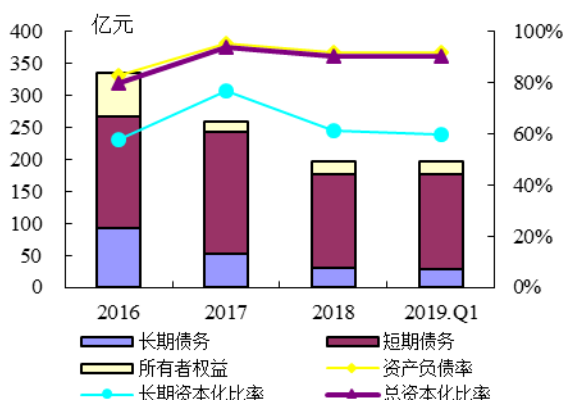
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年度审计报告，以及未经审计的2019年一季度报表。公司各期财务报表均按照新会计准则编制，且所用数据均为合并口径。

资本结构

2018年公司处置新疆宜化及其他非主业资产，加之到期债务偿付，当年末总资产和总负债分别为239.27亿元和219.81亿元，同比分别下降26.49%和29.06%。受益于股权转让形成的其他资本公积增加2.54亿元以及经营实现扭亏为盈，当年末公司所有者权益合计19.47亿元（包含其他权益工具账面

价值 9.91 亿元)¹，同比增长 24.16%，其中未分配利润为-32.37 亿元，对净资产规模仍造成较大侵蚀。同期，公司资产负债率和总资本化率分别为 91.86% 和 90.13%，较上年末分别下降 3.32 个百分点和 3.82 个百分点，但财务杠杆比率仍处于很高水平。截至 2019 年 3 月末，公司总资产和总负债分别为 237.46 亿元和 218.27 亿元，所有者权益 19.19 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 91.92% 和 90.23%。

图 3：2016~2019.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，截至 2018 年末非流动资产合计 181.43 亿元，占资产总额的 75.83%，主要包括固定资产 105.34 亿元、在建工程 13.58 亿元、无形资产 5.89 亿元和其他非流动资产 50.15 亿元。其中固定资产主要系厂房和生产设备，在建工程主要系生产线技改、采矿项目以及新材料建设项目等建设支出，因转让新疆宜化，导致固定资产和在建工程规模较上年末分别下降 48.66% 和 30.07%。由于宜昌和湖南等地技改项目推进相对缓慢，且可能存在技改后仍不达标的风险，固定资产中部分厂区及设备长期闲置，因此公司固定资产与在建工程存在资产减值的可能性。中诚信证评对公司资产闲置情况以及可能存在的资产减值准备风险保持关注（其中湖南合成氨尿素系统优化改造项目于 2017 年确认资产减值损失 1.35 亿元）。公司无形资产主要系土地使用权及采矿权；其他非流动资产主要系公司委托兴业银行宜昌分行、农行三峡猢亨支行、工商银行猢亨支行、建设银行猢亨支行、中国银行宜昌星火路支行和湖

北宜化集团财务有限责任公司向新疆宜化发放贷款 45.79 亿元（由宜昌新发对委托贷款提供担保），此外还有部分预付工程设备款（2.75 亿元）和融资租赁保证金（2.21 亿元）。

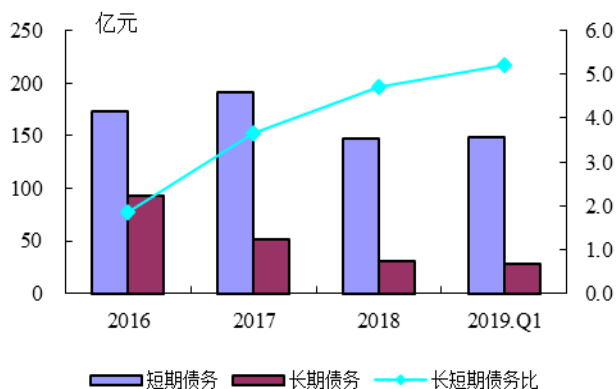
流动资产方面，2018 年末公司流动资产合计 57.84 亿元，同比下降 29.21%，主要由货币资金 29.79 亿元、预付账款 4.34 亿元和存货 14.74 亿元构成，其中货币资金主要系银行存款（19.65 亿元）和其他货币资金（10.13 亿元），其中受限货币资金为 5.51 亿元（主要系各类保证金及定期存单）；当年公司通过收紧销售回款政策、延长采购支付账期以及严格控制存货规模等一系列措施以缓解流动资金压力，使得应收账款、预付账款及存货规模大幅降低。当年末公司应收票据和应收账款规模分别为 1.89 亿元和 1.50 亿元，其中应收账款规模较上年下降 41.37%，当年应收账款周转效率由 30.93 次进一步提升至 63.01 次，良好的销售回款保证公司资金正常流转以及业务的稳定运营。账龄方面，公司应收账款账龄 1 年以内的占 79.39%，账龄 1 至 2 年的占 2.22%，账龄 2 至 3 年的占 5.33%，账龄 3 年以上的占 13.06%；公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款采用余额百分比法计提坏账准备，对各期账龄均按 6% 的比例计提坏账准备，对于损失风险大的或已确认损失的实行全额计提，年末累计计提坏账准备 0.29 亿元。公司自身资金链趋紧，降低采购预付规模，当年末预付款项同比下降 59.28%。公司为加快资金的流转效率，严格控制原材料及库存商品的备存规模，加之年末内蒙古尿素装置停产使得尿素产品及其生产原料备货相应减少，2018 年末存货规模同比下降 24.93%，2019 年 3 月末规模进一步降至 12.13 亿元。2018 年公司计提存货跌价准备 0.64 亿元，因出让新疆宜化等子公司而转回或转销 2.82 亿元，但在产品价格波动行情下，未来仍面临一定存货跌价风险。

跟踪期内，公司及当地政府与各金融机构和债权人积极沟通协调，全力化解公司可能面临的债务危机，保证银行存续贷款正常流转、融资租赁业务正常开展以及其他债务偿付如期履行。2018 年，公司大部分银行贷款得到正常续贷，但整体贷款及授信规模仍有所下降。当年末，公司银行贷款规模合

¹ 其他权益工具为永续中票，若将其计入负债计算后，2018 年末公司资产负债率为 96.01%，2019 年 3 月末资产负债率为 96.09%。

计 145.94 亿元（包括短期借款 95.73 亿元、应付票据 18.56 亿元、一年内到期的长期借款 16.75 亿元和长期借款 14.90 亿元），较上年末同比减少 43.89 亿元，主要系银行承兑汇票开具减少以及一年内到期的长期借款规模下降，而公司长期借款规模同比增长 124.60%，一定程度上优化债务期限结构。债券融资方面，随着“09 宣化债”和“14 宣化化工 MTN001”即将到期兑付并转入一年内到期的应付债券科目，2018 年末公司一年内到期的应付债券增至 10.59 亿元，包括“09 宣化债”余额 5.60 亿元（到期日为 2019 年 12 月 17 日）和“14 宣化化工 MTN001”余额 5.00 亿元（到期日为 2019 年 7 月 9 日）；当年末应付债券余额 8.48 亿元，包含“16 宣化债”余额 5.98 亿元（到期日为 2021 年 9 月 28 日）和“15 宣化化工 MTN001”余额 2.50 亿元（到期日为 2020 年 3 月 26 日），其中“16 宣化债”的投资者回售选择权日为 2019 年 9 月 28 日，后续债券回售情况需关注。2018 年末，公司总债务 177.71 亿元，较上年末减少 65.56 亿元，其中短期债务 146.64 亿元，长期债务 31.07 亿元，长短期债务比 4.72 倍，债务结构仍集中于短期债务。2019 年 3 月末，公司债务结构基本不变，期末总债务 177.19 亿元，其中短期债务 148.65 亿元，长短期债务比进一步上升至 5.21 倍，短期偿债压力进一步加重。同时，中诚信证评关注到，2019 年下半年公司面临大额到期债券本息偿付以及投资者行使回售选择权产生的提前偿付风险，短期刚性兑付压力很大，在自身资金链趋紧以及银行新增贷款可能受阻的环境下，偿债风险大幅上升，中诚信证评对公司未来刚性债务偿付资金安排及到期兑付情况将保持高度关注。

图 4：2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，但财务杠杆比率仍然维持很高水平，且短期刚性偿付压力很大，中诚信证评对其财务状况及偿债风险将持续高度关注。

盈利能力

受益于行业整体回暖以及自身恢复稳定生产，2018 年公司实现营业收入 128.12 亿元，同比增长 7.17%。具体看，公司核心主业化工产品和化肥产业实现销售收入 70.07 亿元和 43.76 亿元，同比分别增长 13.42% 和 12.61%；同时，公司收缩非主业贸易业务，当年实现贸易业务收入 1.93 亿元，同比下降 75.12%。

2018 年，公司加大对无效、低效率资产处置变现力度，提升经营效率，同时受益于 PVC、磷酸二铵等主导产品价格回升，当年各板块毛利水平得到明显提升。全年公司营业毛利率为 18.40%，较上年提升 13.91 个百分点。2019 年一季度，受到产品价格波动以及内蒙古尿素装置季节性停产等因素影响，公司营业毛利率回落至 12.77%。

表 2：2018 年公司营业收入构成及毛利率情况

	营业收入 (亿元)	同比增减 (%)	毛利率 (%)	同比增减 (个百分点)
化肥产品	43.76	12.61	19.15	9.43
化工产品	70.07	13.42	18.68	16.18
贸易业务	1.93	-75.12	8.57	7.68
其他	12.37	10.65	15.67	15.89
合计	128.12	7.17	18.40	13.91

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2018 年公司强化经营管理效率，实施“降本增效”措施，加之新疆宣化的出让使得在职工数量大幅减少，当年三费各项支出均有下降。2018 年公司期间费用合计 26.69 亿元，同比下降 19.81%，其中销售费用 5.07 亿元（主要系运输费、销售人员薪资及差旅费等），同比下降 29.78%；管理费用 10.88 亿元（主要系管理人员薪酬、停工损失及折旧等），同比下降 29.95%，其中当年发生停工损失 6.58 亿元（2017 年为 9.75 亿元），值得关注的是，公司部分厂区仍处于停工整顿阶段，未来或将继续支付相关停工损失支出，并对公司成本控制管理带来挑战；财务费用 9.43 亿元包括利息支出、汇兑损益以及其他手续费支出等，因债

务规模下降，财务费用支出同比下降 10.48%。2018 年公司研发费用支出 1.31 亿元，较上年减少 1.05 亿元。当年公司期间费用率为 20.83%，较上年下降 7.01 个百分点，但期间费用吞噬全部经营获利，控制能力仍需提升。2019 年一季度公司期间费用合计 5.41 亿元，期间费用率进一步下降至为 16.49%，因内蒙古尿素装置季节性停车以及部分厂区技改整产，季节性生产效率的不足以及停工损失对当期盈利造成不利影响，经营性业务持续亏损。

表 3：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	11.27	7.22	5.07	0.88
管理费用	5.90	15.53	10.88	1.64
研发费用	-	-	1.31	0.99
财务费用	9.38	10.53	9.43	1.90
期间费用合计	26.55	33.28	26.69	5.41
营业总收入	151.82	119.55	128.12	32.81
期间费用率	17.49%	27.84%	20.83%	16.49%

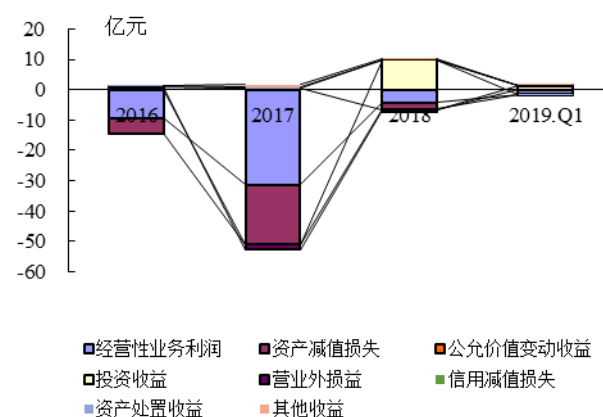
注：根据财会[2018]15 号文，新增“研发费用”项目，由“管理费用”项目下的“研发费用”拆分而来，之前年度未重述

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司经营性业务持续亏损，但亏损额大幅下降，2018 年经营性业务利润为-4.35 亿元，较上年-31.36 亿元减亏 27.01 亿元。当年公司转让新疆宜化以及其他非主业资产，取得处置长期股权投资产生的投资收益 6.76 亿元，以及新疆宜化丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生利得 1.61 亿元，当年共取得投资收益 9.82 亿元，对营业利润提供重要补充。同时，公司在技术研发和改造升级等多方面获得当地政府的补助支持，当年取得其他收益 0.45 亿元。此外，公司存货、闲置资产及商誉等资产存在一定的减值损失风险，2018 年发生资产减值损失 1.96 亿元（主要包括存货跌价损失 0.64 亿元、可供出售金融资产减值损失 0.38 亿元、固定资产减值损失 0.22 亿元、商誉减值损失 0.10 亿元和其他减值损失 0.60 亿元），未来资产减值风险以及对其盈利影响仍需持续关注。2018 年公司实现利润总额 3.54 亿元，较 2017 年的-51.16 亿元实现扭亏；最终取得净利润 3.14 亿元，较上年大额亏损实现盈利经营。2019 年一季度，公司经营性业务利润持续亏损（-1.41 亿元），依托投资收益（1.31 亿元）和

其他收益（0.10 亿元）支撑，实现利润总额 610.85 万元，最终取得净利润 555.15 万元。

图 5：2016~2019.Q1 公司利润总额构成

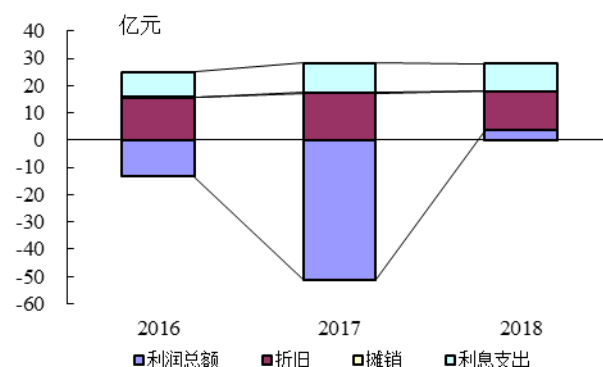


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司业务实现恢复性增长，经营效益有所提升，但新疆宜化过渡期停工损失及较重的财务负担严重影响公司盈利，加之较大规模的资产减值损失侵蚀利润，最终盈利对投资收益等非经营性损益存在依赖。中诚信证评对公司未来主业盈利改善情况将保持持续关注。

偿债能力

图 6：2016~2018 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年公司经营性业务减亏，依托投资收益和其他收益实现利润总额扭亏为盈，当年 EBITDA 规模为 28.14 亿元，较上年（-22.79 亿元）实现大幅增长。同时，公司债务规模下降，当年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.23 倍和 2.78 倍，EBITDA 对债务利息的保障程度得到提升。

表 4：2016~2019.Q1 公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	173.34	191.17	146.64	148.65
总债务（亿元）	226.74	243.26	177.71	177.19
EBITDA（亿元）	11.58	-22.79	28.14	-
资产负债率（%）	82.89	95.18	91.86	91.92
总资本化率（%）	79.67	93.95	90.13	90.23
经营净现金流/总债务（X）	0.09	0.05	0.01	0.05*
总债务/EBITDA（X）	23.03	-10.67	6.23	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.07	-2.10	2.78	-

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

经营活动净现金流方面，2018 年公司经营活动净现金流仅为 1.66 亿元，同期经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出指标分别为 0.01 倍和 0.16 倍。2019 年一季度，公司经营活动净现金流为 1.98 亿元，经营性现金流依然趋紧，对债务本息偿付保障不足。投资活动方面，2018 年公司出让新疆宜化股权，处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 8.64 亿元，使其当年投资活动净现金流为 1.69 亿元，但设备检修及技改等持续投入，2019 年一季度规模为-0.05 亿元。筹资活动方面，2018 年公司偿还了较大规模的债务，当年筹资活动净现金流为-4.67 亿元，2019 年一季度规模为-1.32 亿元。

备用流动性方面，截至 2018 年末，公司获得多家银行授信共计 193 亿元，已使用授信 165.8 亿元，未使用授信额度 27.2 亿元，授信额度较上年有所缩减。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产总额合计 52.64 亿元，占净资产的比例为 260.04%，占总资产的比重为 22.00%。此外，截至 2019 年 3 月末，公司控股股东宜化集团质押公司股票数量 0.63 亿股，占其持有公司股份总数的 41.09%。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额 32.67 亿元，担保对象为关联方双环科技（5.60 亿元）和新疆宜化（27.07 亿元）。近年双环科技经营性业务持续亏损，新疆宜化处于停工整改阶段，中诚信证评将持续关注公司对其债务提供担保有可能带来的或有负债风险。当年末，公司对子公司担保余额 38.61 亿元，实际担保总额（包括对

外担保和对子公司担保）占净资产的比例为 656.57%，担保规模较大，或有负债风险值得关注。此外，截至 2018 年末公司无重大诉讼、仲裁事项。

过往债务履约情况，根据公司 2017 年度报告显示，公司银行贷款 4,000.00 万元及应付融资租赁租金 2,227.69 万元逾期未偿还；目前，上述债务已完成置换或展期。根据公司 2018 年度报告显示，期间公司暂无逾期情况发生，但鉴于公司整体债务规模较大，且短期刚性偿付压力很大，中诚信证评对公司未来债务履约情况将保持持续关注。

综合分析，2018 年公司业务实现恢复性增长，经营效益有所回升，但新疆宜化过渡期停工损失以及公司较重的财务负担和资产减值损失严重影响获利，最终盈利对非经营性损益存在依赖。同时，公司处置资产、压缩债务，财务杠杆比率有所下降，但债务规模仍然较大，且短期刚性偿付压力很大，财务状况及偿债风险需保持高度关注。

担保实力

本次债券由双环科技提供全额不可撤销连带责任保证担保。

业务运营

跟踪期内，双环科技为增强资产流动性、聚焦化工主业、做强本部化工生产，先后转让宜化投资 100%股权、武汉宜化 100%股权、重庆宜化 100%股权以及武汉双建 100%股权。同时，双环科技持续推进非主业及低效资产的处置变现力度，稳固化工主业发展。目前，双环科技经营业务主要包括化工、房地产开发和贸易，2018 年实现营业收入 37.70 亿元，同比下降 11.95%；其中化工板块业务收入 34.44 亿元，同比增长 12.10%，占营业收入的比重由 71.75% 升至 91.35%，主业进一步聚焦；房地产板块实现收入 2.82 亿元，同比减少 73.59%，业务占比下降至 7.49%；建材及贸易²收入 0.44 亿元，同比下降 68.71%，业务占比为 1.17%。

² 双环科技子公司武汉宜化 100%股权已出让，建材板块已退出。

表 5：2018 年双环科技营业收入构成

单位：亿元、%

	营业收入	同比增减	业务占比
联碱及其他化工产品	34.44	12.10	91.35
商品房销售及物业收入	2.82	-73.59	7.49
建材及贸易	0.44	-68.71	1.17
合计	42.82	-11.95	100.00

资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

表 6：2018 年双环科技出让子公司股权情况

	业务类型	股权处置价款	出表日期
宜化投资	房地产开发	35,313 万元	2018/5/31
武汉宜化	PVC 建材	4,548 万元	2018/10/31
重庆宜化	联碱产品	26,267 万元	2018/12/31
宜昌物业	物业管理	510 万元	2018/9/30

资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

化工板块，双环科技采用联碱法生产纯碱和氯化铵等产品，其中氯化铵是联碱法制造纯碱时的副产品。双环科技在 2018 年期间运行的纯碱和氯化铵产能各为 180 万吨/年，因出让重庆宜化而减少产能 70 万吨/年，现有产能为 110 万吨/年；同时自备真空制盐装置，现有产能为 120 万吨/年。跟踪期内，双环科技本部及原子公司重庆宜化实施停车检修，以及安全环保整改停车，加之前序合成氨工段生产运行周期不稳定，导致整体产能利用效率一般。2018 年，双环科技纯碱和氯化铵产量分别为 127.55 万吨和 139.02 万吨，较上年产量基本维持平稳，产能利用率分别为 70.86%和 77.23%。销售方面，2018 年纯碱下游需求不足，双环科技全年销售 147.98 万吨，同比下降 3.17%；氯化铵市场拓展相对好于纯碱，双环科技全年实现销量 150.30 万吨，同比增长 11.97%。价格方面，2018 年双环科技纯碱和氯化铵销售均价略有提升，因区域不同销售价格亦有所不同，本部纯碱和氯化铵销售均价分别为 1,522 元/吨和 587 元/吨，重庆宜化纯碱和氯化铵销售均价分别为 1,527 元/吨和 526 元/吨。盈利方面，公司停车检修以及环保整改，加之前序合成氨工段生产不稳定，影响产能稳定释放，且维修整改资金投入增加生产成本，以及原材料及能耗成本的上升，导致该板块持续亏损经营，2018 年化工板块毛利率为 -2.01%。

表 7：2017~2018 年双环科技化工板块主要产品产销情况

单位：万吨

产品种类	项目	2017 年	2018 年
纯碱	产能	180.00	180.00
	产量	127.49	127.55
	销量	152.83	147.98
氯化铵	产能	180.00	180.00
	产量	135.99	139.02
	销量	134.23	150.30

资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

房地产板块，跟踪期内，双环科技出让宜化投资并退出武汉房地产市场，同时退出重庆市场，剩余房地产项目位于宜昌和新疆，且 2019 年不再新增房地产项目开发，后续主要以尾盘清理、车库和商铺等销售为主。2018 年双环科技房地产板块实现收入仅 2.82 亿元，同比下降 73.59%。目前，双环科技剩余房产项目有 4 个，分别为宜化山语城、宜化新天地、獭亭 绿洲新城和新疆绿洲新城项目，除新疆绿洲新城项目仍有少量投入外，上述项目已基本竣工，截至 2018 年末尚余 1.69 亿元投资缺口。从上述项目销售情况看，截至 2018 年末双环科技销（预）售回笼资金 33.66 亿元，后续尾盘清理、车库和商铺销售预计最多能实现 4 亿元的资金流入，但实际销售进展缓慢，未来资金回笼情况仍值得关注。双环科技现有土地储备为新疆绿洲新城二期未开发土地，目前暂时无后续开发计划。中诚信证评认为，在双环科技现有战略规划执行下，不排除双环科技会陆续退出或整体转让房地产业务的可能性，中诚信证评对双环科技未来房地产业务发展以及该板块资产出让和资金回笼情况予以关注。

表 8：截至 2018 年末双环科技在建房地产项目投资情况

单位：亿元、万平方米

项目名称	分期	规划建筑面积	总投资额	已投资额	未来资本支出	投资进度
宜化山语城	1 期	10.98	5.0	5.0	-	已完工
	2-3 期	19.45	9.5	9.2	0.3	除地下车库处于验收阶段外，其余已完工
宜化新天地	1 期	13.59	5.8	5.7	0.1	已竣工验收
	2 期（高层）	17.64	7.4	7.1	0.3	已竣工验收
	2 期（洋房）	10.62	3.8	3.7	0.1	地上部分已竣工验收
獭亭 绿洲新城	1 期	8.27	2.83	2.91	0.05	已完工
新疆 绿洲新城	1 期	15.83	5.59	4.45	0.84	已竣工
合计	-	96.38	39.92	38.06	1.69	-

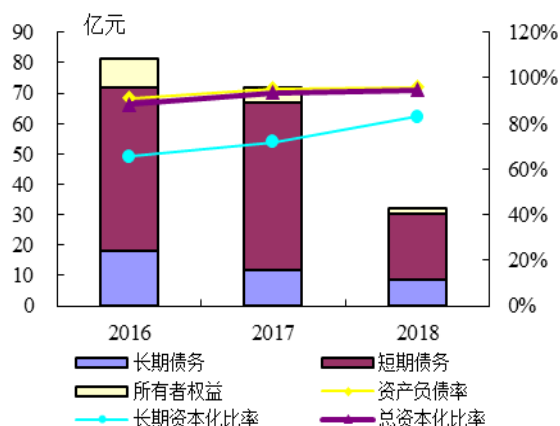
数据来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

总体来看，跟踪期内，双环科技聚焦化工主业，处置非主业及低效资产实现资产变现，整体业务规模大幅下滑，且收入与成本继续倒挂，经营情况不佳。

财务分析

以下分析基于双环科技提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告，以及未经审计的 2019 年一季度报表。双环科技各期财务报表均按照新会计准则编制，且所用数据均为合并口径。

图 7：2016~2018 年双环科技资本结构分析



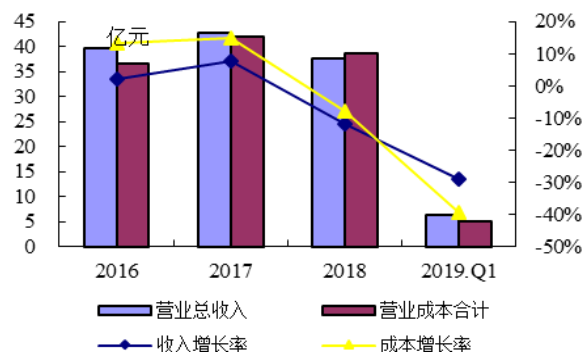
资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

2018 年双环科技处置宜化投资和重庆宜化等子公司股权，资产和债务规模下降，当年末总资产 43.30 亿元，同比下降 55.07%；总负债 41.54 亿元，同比下降 54.72%；同期所有者权益合计 1.76 亿元，同比下降 62.08%。财务杠杆方面，2018 年末双环科技资产负债率和总资本化比率分别为 95.94%和

94.55%。2019 年 3 月末，双环科技总资产 40.74 亿元，所有者权益合计 1.84 亿元，资产负债率为 95.48%，财务杠杆高企。

截至 2018 年末，双环科技总债务 30.47 亿元，其中短期债务 21.97 亿元，长期债务 8.50 亿元，长短期债务比为 2.58 倍，债务期限结构集中于短期债务，财务结构稳健性不佳。

图 8：2016~2019.Q1 双环科技收入成本分析

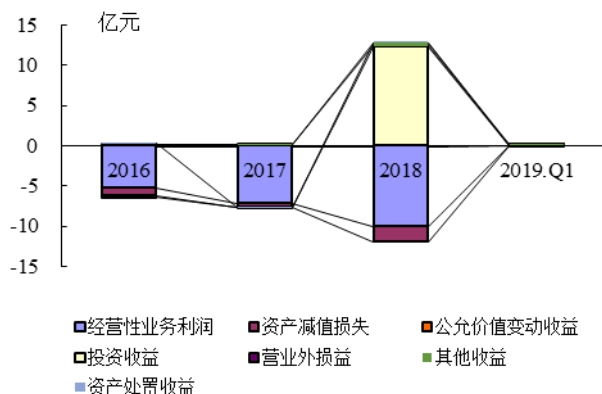


资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

从盈利能力来看，2018 年双环科技处置非主业及低效资产，聚焦化工主业，整体业务规模大幅下滑，全年实现营业收入 37.70 亿元，同比下降 11.95%。具体看，受益于行业回暖，双环科技化工板块实现收入 34.44 亿元，同比增长 12.10%；由于房地产项目出清以及建材业务剥离，当年房地产板块实现收入 2.82 亿元，同比下降 73.59%；建材及贸易业务收入 0.44 亿元，同比下降 68.71%。毛利率方面，由于生产成本上升，2018 年双环科技收入与成本存在倒挂，当年营业毛利率为-2.57%，较上年下降 4.32 个百分点。2019 年 1~3 月，双环科技

实现营业收入 6.17 亿元，同比下降 28.97%。

图 9：2016~2019.Q1 双环科技利润总额构成



资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

2018 年，双环科技经营性业务持续亏损，得益于子公司股权出让实现投资收益 12.34 亿元对利润总额提供支撑，全年利润总额为 0.88 亿元，其中经营性业务利润-9.99 亿元，资产减值损失 1.94 亿元，其他收益 0.36 亿元。当年，双环科技取得净利润 0.79 亿元，实现扭亏为盈。2019 年一季度，双环科技利润总额 0.10 亿元，其中经营性业务利润 0.03 亿元；当年取得净利润 0.08 亿元。值得关注的是，双环科技持续面临设备检修和技改投入的压力，生产成本存在上涨的可能性，同时在产品价格波动行情下，盈利稳定性仍需关注。

从偿债能力来看，双环科技取得大规模投资收益支撑利润总额扭亏为盈，2018 年双环科技 EBITDA 为 8.70 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 3.50 倍和 2.54 倍，EBITDA 对债务利息的偿付提供一定保障。2018 年双环科技经营活动净现金流实现净流入，为 4.95 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出指标分别为 0.16 倍和 1.45 倍，经营性现金流对债务利息偿付提供一定保障。投资活动方面，2018 年公司设备改造及技改等支出较大，当年处置子公司及其他营业单位收到的现金净额-0.29 亿元，投资活动净现金流为-2.98 亿元。筹资活动方面，公司偿还大量债务，2018 年筹资活动净现金流为-9.80 亿元。

表 9：2016~2019.Q1 双环科技偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	53.81	55.20	21.97	-
总债务（亿元）	62.77	66.98	30.47	-
EBITDA（亿元）	-0.16	-4.15	8.70	-
资产负债率（%）	91.10	95.19	95.94	95.48
总资本化率（%）	86.93	93.53	94.55	-
经营净现金流/总债务（X）	0.03	-0.06	0.16	-
总债务/EBITDA（X）	-386.28	-16.14	3.50	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.06	-1.25	2.54	-

资料来源：双环科技定期报告，中诚信证评整理

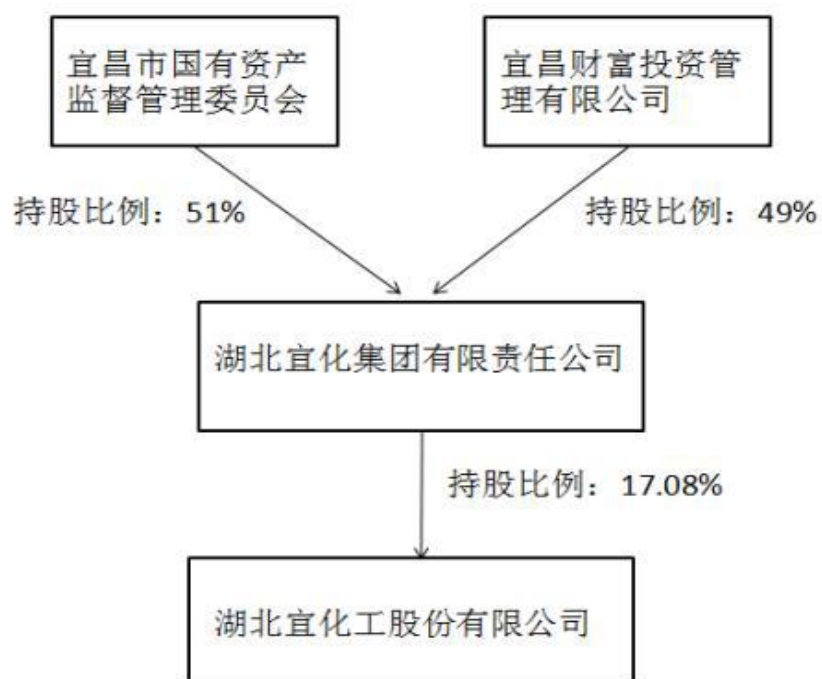
或有负债方面，截至 2018 年末，双环科技担保余额（含对外担保和对子公司担保）合计 14.27 亿元，占净资产的比率为 765.86%，其中对子公司担保余额 4.50 亿元；对外担保余额 9.77 亿元，对象包括湖北宜化（5.60 亿元）、山西兰花沁裕煤矿有限公司（0.19 亿元）、重庆宜化（2.89 亿元）及其子公司重庆索特盐化股份有限公司（1.20 亿元）。双环科技的整体担保规模较大，面临一定的或有负债风险。此外，截至 2019 年 3 月末，双环科技控股股东宜化集团质押其股票数量 0.57 亿股，占其所持双环科技总股份的 48.90%。

总体来看，双环科技财务杠杆比率高企，且债务期限结构不合理，财务结构稳健性不佳，同时其盈利状况不佳，对本次债券本息的偿付保障不足。

结 论

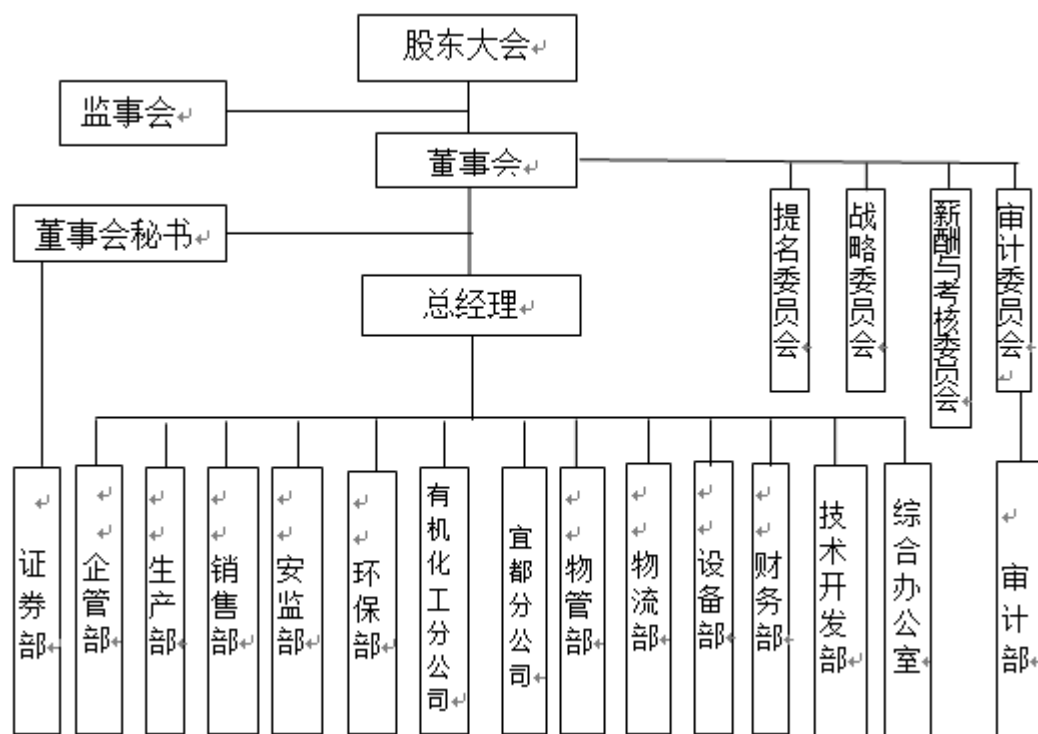
综上，中诚信证评维持湖北宜化化工股份有限公司主体信用等级为 **A**，维持“湖北宜化化工股份有限公司 2009 年公司债券”信用等级为 **A**，并将主体信用等级和债项信用等级列入信用评级观察名单。

附一：湖北宜化化工股份有限公司股权结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附二：湖北宜化化工股份有限公司组织结构图（截至 2018 年末）



资料来源：公司提供

附三：湖北宜化化工股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	569,947.93	392,553.19	297,889.34	306,620.59
应收账款净额	51,681.75	25,636.94	15,030.92	14,006.12
存货净额	373,329.25	196,416.99	147,441.03	121,256.14
流动资产	1,295,950.89	817,094.50	578,437.05	581,804.69
长期投资	25,677.65	32,850.42	57,626.44	60,800.18
固定资产合计	2,499,529.90	2,246,737.73	1,189,226.83	1,166,503.33
总资产	3,977,298.27	3,255,128.30	2,392,735.40	2,374,625.07
短期债务	1,733,391.05	1,911,653.84	1,466,366.07	1,486,458.35
长期债务	933,966.55	520,968.62	310,690.81	285,443.54
总债务	2,667,357.60	2,432,622.47	1,777,056.88	1,771,901.90
总负债	3,296,700.83	3,098,355.12	2,198,080.13	2,182,737.96
所有者权益（含少数股东权益）	680,597.43	156,773.18	194,655.27	191,887.11
营业总收入	1,518,192.99	1,195,544.15	1,281,226.53	328,071.55
期间费用前利润	173,004.58	19,230.88	223,385.38	39,994.48
投资收益	2,284.27	-1,238.30	98,231.97	13,104.09
净利润	-140,768.13	-514,724.48	31,395.63	555.15
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	115,826.00	-227,884.93	281,394.65	-
经营活动产生现金净流量	245,369.63	121,594.96	16,598.37	19,814.16
投资活动产生现金净流量	-99,000.10	-113,269.04	16,939.67	-521.85
筹资活动产生现金净流量	-70,570.85	-130,530.48	-46,685.48	-13,198.55
现金及现金等价物净增加额	75,690.83	-125,200.08	-12,928.23	6,035.71
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	11.90	2.51	18.40	12.77
所有者权益收益率（%）	-20.68	-328.32	16.13	1.16*
EBITDA/营业总收入（%）	7.63	-19.06	21.96	-
速动比率（X）	0.39	0.24	0.23	0.24
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.05	0.01	0.05*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.06	0.01	0.05*
经营活动净现金/利息支出（X）	2.27	1.12	0.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.07	-2.10	2.78	-
总债务/EBITDA（X）	23.03	-10.67	6.32	-
资产负债率（%）	82.89	95.18	91.86	91.92
总资本化比率（%）	79.67	93.95	90.13	90.23
长期资本化比率（%）	57.85	76.87	61.48	59.80

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、长期应付款中的融资租赁款系有息债务，故将其调整至长期借款并计算相关财务指标；

3、2019年一季度带“*”指标经年化处理。

附四：湖北三环科技股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	109,354.81	144,685.64	26,989.19	21,150.83
应收账款净额	17,965.39	15,285.97	5,283.74	6,459.60
存货净额	387,574.65	287,660.88	70,372.28	61,094.40
流动资产	570,912.27	493,735.81	140,127.83	117,059.80
长期投资	50,483.42	40,556.53	30,782.65	30,652.07
固定资产合计	372,178.29	366,990.02	241,525.36	241,166.97
总资产	1,060,049.42	963,697.69	432,970.02	407,359.21
短期债务	538,091.31	552,037.41	219,672.09	-
长期债务	179,277.91	117,717.70	85,002.47	-
总债务	717,369.22	669,755.11	304,674.56	-
总负债	965,707.21	917,383.89	415,407.17	388,935.62
所有者权益（含少数股东权益）	94,342.22	46,313.80	17,562.85	18,423.58
营业总收入	397,062.77	428,160.75	376,994.56	61,704.13
期间费用前利润	17,280.15	-1,398.79	-16,489.39	10,782.38
投资收益	-2,755.07	-29.66	123,418.00	-35.38
净利润	-62,491.50	-75,362.76	7,867.19	806.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-1,625.08	-2,510.97	86,970.86	-
经营活动产生现金净流量	17,706.26	-37,160.90	49,526.83	3,320.81
投资活动产生现金净流量	-11,082.18	3,504.77	-29,778.55	-6,539.02
筹资活动产生现金净流量	-8,539.34	85,020.39	-98,004.95	372.74
现金及现金等价物净增加额	-1,871.56	51,797.08	-78,314.44	-2,838.61
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	7.63	1.74	-2.57	18.49
所有者权益收益率（%）	-66.24	-162.72	44.79	17.52*
EBITDA/营业总收入（%）	-0.41	-0.59	23.07	-
速动比率（X）	0.21	0.26	0.21	0.19
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	-0.06	0.16	-
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	-0.07	0.23	-
经营活动净现金/利息支出（X）	0.68	-1.12	1.45	-
EBITDA 利息倍数（X）	-0.06	-0.08	2.54	-
总债务/EBITDA（X）	-441.44	-266.73	3.50	-
资产负债率（%）	91.10	95.19	95.94	95.48
总资本化比率（%）	88.38	93.53	94.55	-
长期资本化比率（%）	65.52	71.77	82.88	82.56

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益；

2、三环科技长期应付款为融资租赁款系有息债务，故将其调整至长期借款并计算相关财务指标；

3、2019年一季度带“*”指标经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

附六：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。