

湖北兴发化工集团股份有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：吕卓林 zhllv@ccxi.com.cn

项目组成员：田梦婷 mttian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 07 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为“20 兴发(疫情防控债)SCP002”的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2819 号

湖北兴发化工集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年七月二十四日

评级观点：中诚信国际维持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”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了公司磷矿石资源储备增加，保持磷矿电一体化、产品结构丰富及行业地位较高的优势，循环经济产业链不断发展和融资渠道畅通，非公开发行成功增强公司资本实力等方面的优势对其整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到产品价格波动、安全生产、公司债务规模增大、对外担保较大和非公开发行事项具有一定不确定性等因素对其整体经营和信用状况造成的影响。

概况数据

兴发集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	217.43	256.59	282.53	296.47
所有者权益合计（亿元）	71.17	84.60	95.62	95.86
总负债（亿元）	146.27	172.00	186.91	200.61
总债务（亿元）	111.88	124.19	139.09	146.45
营业总收入（亿元）	157.58	178.55	180.39	39.07
净利润（亿元）	6.02	7.95	3.93	0.05
EBIT（亿元）	13.07	14.88	10.49	--
EBITDA（亿元）	21.26	23.87	20.14	--
经营活动净现金流（亿元）	19.03	18.99	10.36	1.25
营业毛利率(%)	16.78	17.91	13.56	9.95
总资产收益率(%)	6.06	6.27	3.89	--
资产负债率(%)	67.27	67.03	66.16	67.67
总资本化比率(%)	61.12	59.48	59.26	60.44
总债务/EBITDA(X)	5.26	5.20	6.91	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.92	4.30	3.18	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：化工(C030000_2019_02)

湖北兴发化工集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(25%)	营业总收入(亿元)*	172.17	8
	固定资产(亿元)	139.93	8
盈利能力(15%)	EBITDA 利润率(%)*	12.67	7
	总资产收益率(%)*	5.41	8
财务政策与偿债能力(30%)	总资本化比率(%)	59.26	8
	总债务/EBITDA(X)*	5.79	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	3.80	7
	经营活动净现金流/总债务(%)*	13.25	7
运营实力(30%)	产品结构及竞争力	10	10
	技术水平	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			1
评级模型级别			AA ⁺
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、财务政策及财务报表质量、流动性、药品质量安全及特殊事件风险等因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用近三年平均值

正面

■ **磷矿石资源储备增加，保持磷矿电一体化优势。**2019 年 3 月公司新取得后坪磷矿采矿许可证，令其磷矿石资源储量进一步扩大并进行采矿工程建设，夯实公司磷矿石资源储备，能够有效降低产品生产升本；此外，公司自发电量稳定供应，继续保持了磷矿电一体化优势，该种经营模式使其具备较强的抗风险能力。

■ **公司继续保持丰富的产品结构和较高的行业地位，循环经济产业链不断发展。**公司是国内最大的精细磷化工生产企业，部分磷化工产品产能位居行业前列，继续保持了丰富的产品结构，并持续布局以电子化学品为主的战略新兴业务；此外，“磷硅盐协同”、“矿肥化结合”等循环经济产业链不断发展。

■ **融资渠道畅通，非公开发行成功增强公司资本实力。**公司银企关系良好，截至 2020 年 3 月末，拥有一定备用流动性，财务弹性较好。同时，作为上市公司，股权融资渠道畅通，2019 年完成非公开发行增强资本实力。此外疫情期间公司在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持。

关注

■ **产品价格波动对盈利能力产生较大影响。**公司产品所在行业周期波动明显且部分产品产能过剩严重，产品价格波动对公司盈利能力易产生较大影响。2019 年以来，有机硅和肥料等主要产品价格下行态势下，公司经营业务利润大幅下滑。

■ **发生安全事故。**作为化工企业，公司存在不可预见的安全隐患及其他不确定因素，安全风险较高，2020 年其控股子公司贵州兴发化工有限公司发生火灾事故，中诚信国际将对公司安全生产情况保持关注。

■ **债务规模增大，债务结构有待调整。**随着业务规模扩大和在建项目投资增加，公司债务规模增大，短期债务占总债务的比较高，债务结构有待调整。

■ **对外担保较大。**截至 2020 年 3 月末，公司为联营或合营企业合计担保 12.48 亿元，或将面临一定代偿风险。

■ **非公开发行事项具有一定不确定性。**公司计划非公开发行 A 股股票募集资金不超过 8.80 亿元投资电子化学品项目和偿还银行贷款，若顺利完成将有利于其扩大业务规模，优化资本结构和提升竞争实力。上述事项仍需取得中国证监会核准，尚存在一定不确定性。

评级展望

中诚信国际认为，湖北兴发化工集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量、信用水平显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司发生连续大额亏损、财务杠杆大幅攀升、流动性恶化、投资项目效益不及预期或其他导致信用水平显著下降的因素。

评级历史关键信息

湖北兴发化工集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	-	2019/06/26	王梦莹、田梦婷	中诚信国际化工行业评级方法 030400_2017_01	阅读全文
AA/稳定	-	2013/06/03	李敏、段晓菲、欧阳正杰	-	阅读全文
AA-/正面	-	2013/03/21	刘英爱、段晓菲	-	阅读全文
AA-/稳定	-	2010/12/27	徐英博、范彬	-	阅读全文

同行业比较

2019年部分化工企业主要指标对比表				
公司名称	营业总收入(亿元)	净利润(亿元)	资产总额(亿元)	资产负债率(%)
新安股份	109.57	4.40	108.94	41.29
瓮福集团	409.07	4.05	392.37	78.33
兴发集团	180.39	3.93	282.53	66.16

注：“新安股份”为“浙江新安化工集团股份有限公司”简称；“瓮福集团”为“瓮福(集团)有限责任公司”简称，由于瓮福集团为非上市公司，其主要指标均为已披露的2018年数据。

资料来源：中诚信国际整理

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，

宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年以来，化工¹产品产量稳步增长，但国内需求不振、出口承压加之成本端支撑不足令行业景气度下行，产品价格降幅明显；供给侧改革及安全环保持续高压带动化工行业走向规模化、一体化、大型化及规范化；预计 2020 年下游需求难以明显改善，加之中美贸易摩擦后续发展的不确定性及疫情等影响，行业景气度将承受一定压力，同时原油价格的大幅波动将影响子行业盈利格局

2019 年以来，去产能政策及安全、环保督查高压持续，部分落后不达标企业进一步淘汰，国家统计局数据显示，年末化工行业内规模以上企业同比减少 1,332 家；同期，部分化工子行业固定资产投资增速领先于全国工业投资平均水平，行业产能增长且集中于龙头企业，集中度进一步提升。

产量方面，2019 年我国化工行业生产继续保持增长。从增幅来看，除硫酸、烧碱等因需求影响增长率同比有所下降外，其他多数产品产量增幅均较上年有所提升，供给端继续呈上升态势。此外，2019 年以来，化工行业安全事故频发。短期来看，安全环保事故及督查引发供给端收缩、重构，对化工存量产能形成一定约束；长期来看，安全环保督查持续保持高压将有助于加强化工园区风险排查，严格化工行业准入，提升化工企业安全环保水平，带动化工行业模式将从小、散、乱的行业格局向大型化、集中化、一体化和规范化的化工园区转型，龙头企

业将从中受益，市场集中度有望持续提升。

表 1：我国部分化工产品产量统计
(万吨、亿立方米、万条、%)

收入	2018		2019	
	产量	同比	产量	同比
原油	18,910.6	-1.3	19,101.4	0.8
天然气	1,610.2	7.5	1,736.2	9.8
原油加工量	60,357.0	6.8	65,198.1	7.6
硫酸（折 100%）	8,636.4	1.8	8,935.7	1.2
烧碱（折 100%）	3,420.2	0.9	3,464.4	0.5
纯碱（碳酸钠）	2,620.5	-0.1	2,887.7	7.6
乙烯	1,841.0	1.0	2,052.3	9.4
农用氮、磷、钾化学肥料（折纯）	5,459.6	-5.2	5,624.9	3.6
化学农药原药（折有效成分 100%）	208.3	-9.5	225.4	1.4
初级形态塑料	8,558.0	4.2	9,574.1	9.3
合成橡胶	559.0	7.1	733.8	11.0
化学纤维	5,011.1	7.7	5,952.8	12.5
橡胶轮胎外胎	81,640.7	1.0	84,226.2	1.9
塑料制品	6,042.1	1.1	8,184.2	3.9

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从需求端来看，化工产品下游终端需求主要分布在房地产、纺织服装、汽车和家电等行业，2019 年国内经济增速继续放缓，下游各行业对化工产品需求减弱。长期来看，地产行业面临一定下行压力，对化工产品的需求或将弱化；但预计 2020 年房地产政策基本保持中性，市场平稳发展，随着前期开发投资逐步进入竣工阶段，对化工产品需求或将短期小幅回升。在短期侧重“稳增长”的宏观政策调控和向十三五规划目标冲刺下，预计家电、汽车、建筑等行业或将低位企稳或实现边际改善，对国内化工产品需求亦会有所提升。出口方面，受海外经济体经济下行、国际贸易摩擦以及逆全球化事件带来的全球经济不确定性等影响，化工行业出口端亦承受了较大压力，根据国家统计局数据，2019 年行业进出口贸易总额增幅为近三年来最低水平。中美两国于 2020 年 1 月 15 日签署第一阶段经贸协议，目前来看摩擦有所缓和，但后续发展仍存在一定的不确定性。

加工、煤炭及核燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业与橡胶和塑料制品业等 5 个子行业。

¹ 文中所提化工行业及企业，除特别说明外，均指申万行业分类中的化工行业和归属于采掘行业中的石油开采业及所属企业，在宏观数据中化工行业数据则包括国家统计局行业分类中的石油和天然气开采业、石油

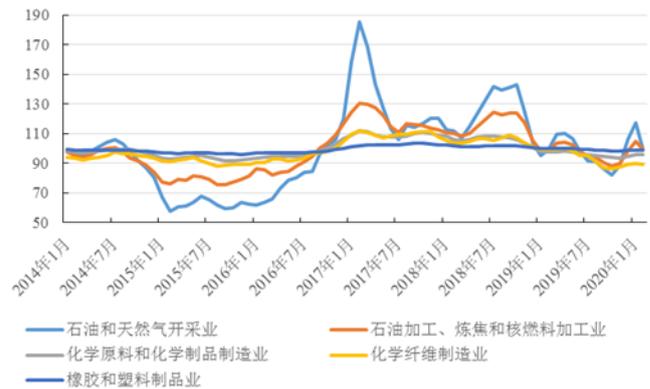
新型冠状病毒肺炎疫情自 1 月 20 日公之于众后蔓延较为迅速，对化工及上下游行业产生影响。具体来说，国内房地产、基建、交运、纺织服装、汽车和家电等将行业因复工推迟、商贸承压、交通管制、施工暂缓等短期内压制化工产品的需求；新型冠状病毒肺炎在国外的快速蔓延令国际经济面临下行风险，使得出口进一步承压；而医疗行业需要的部分化工品的需求大幅增加，但其产值有限。从生产环节来看，因疫情而导致的生产供应不足情况较小，以大型自动化装置生产的化工企业更多因下游销售、物流受阻而降低生产负荷，而湖北省内化工行业以及其他省份部分劳动密集型企业因职工无法到岗等而推迟开工或开工率明显降低。随着疫情影响的逐渐消除，各省市逐步推动企业开工复产，受负面影响的下游行业对化工产品的需求预计将反弹。

从成本端来看，化工产品基础原材料包括原油、天然气、煤炭、磷矿石、原盐、萤石等。2019 年布伦特原油价格在 50~70 美元区间震荡，多数基础原材料价格呈震荡下滑态势。化工行业基础原材料价格下降有利于下游企业对生产成本的控制，但价格的下跌也给相关上游企业带来负面影响，进而传导至终端化工产品，拥有规模优势或较高议价能力的企业有望形成利润空间。2020 年 2 月以来受 OPEC+ 减产谈判破裂及新冠疫情制约消费需求等影响，原油价格同比大幅下跌，截至 2020 年 3 月末，布伦特和 WTI 原油期货结算价分别降至 22.74 美元/桶和 20.48 美元/桶。低油价将严重削弱石油开采企业的盈利空间，但有助于油制产业链上各产品盈利的提升，同时对煤制和气制化工品的盈利形成冲击，而接近消费端的化工品的盈利更依赖自身的供需变化，受油价的影响将相对较小。

受供给端新增产能逐步投产、需求下滑导致的供需结构失衡及成本端支撑不足等影响，2019 年化工产品价格受到冲击并进入下行周期。从工业价格指数来看，化工各子行业工业生产者出厂价格指数（以下简称“PPI”）自 2018 年 10 月开始大幅回落，

并于 2019 年 1 月同比增速首次由正转负，之后化工品价格小幅回升，进入二季度后，由于经济下行压力叠加下游需求持续疲软，PPI 持续下滑，价格处于相对低位区间。2020 年 3 月以来，受原油价格大幅下跌及疫情抑制需求等影响，预计多数化工产品价格同比将进一步下降。

图 1：化工行业工业生产者出厂价格指数(上年同月=100)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

2019 年化工行业景气度下行，营业收入虽然仍呈增长态势，但增速大幅下降，同时行业利润空间收窄，多数子行业亏损面有所上升，不过行业间差异明显。其中，受原油价格下跌影响，石油和天然气开采业收入略有下降，但油价总体保持在合理区间，加之原油和天然气产销量增加，石油和天然气开采业利润总额则同比略有增长；原油价格变动的不确定性、成品油及焦炭等价格的下跌等令石油加工、煤炭及核燃料加工业利润总额同比下滑 42.5%；受下游需求不振影响，产品供需结构有所逆转，化学原料及化学制品制造业和化学纤维制造业利润总额分别同比下滑 25.6%和 19.8%；受益于产业结构改善、海外布局成效显现以及原材料成本的下降等，橡胶和塑料制品业利润总额同比上升 12%。国内经济稳中向好、长期向好的基本趋势不会改变，但短期内受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等影响，2020 年化工行业业绩可能受到一定冲击。

表 2：2019 年化工行业主要经济指标

行业	行业亏损企业占比(%)		营业收入(亿元)		利润总额(亿元)	
	2019	同比(%)	2019	同比(%)	2019	同比(%)
石油和天然气开采业	35.65	-5.00	8,675.6	-0.80	1,606.1	1.80
石油加工、煤炭及核燃料加工业	25.91	3.52	48,378.3	4.00	1,279	-42.50
化学原料及化学制品制造业	16.77	1.12	65,776.2	-1.00	3,481	-25.60
化学纤维制造业	22.11	3.87	8,571.2	4.00	311	-19.80
橡胶和塑料制品业	13.77	-0.007	25,426.1	2.00	1,374.8	12.00
化工行业	16.19	0.005	156,827.4	1.29	8,051.9	-20.26

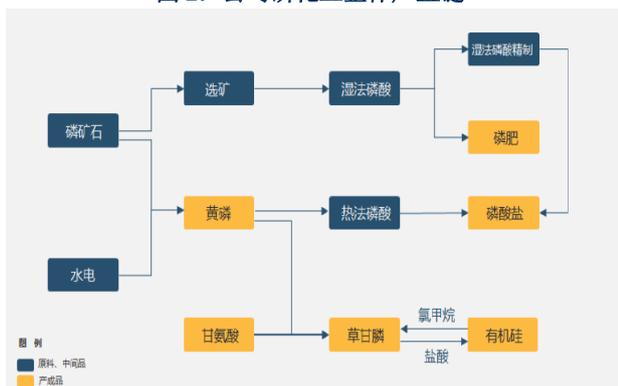
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

中诚信国际认为，受中美贸易摩擦的不确定性以及疫情等因素影响，2020 年化工产品下游终端需求或将先抑后扬，但大幅改善的难度较大，行业景气度将承受一定压力。

公司产品结构丰富，继续保持产业链循环和协同优势以及磷化工龙头地位；2019 年，磷矿石资源储备增加及持续稳定的自备电供应令公司具备成本优势

作为国内磷化工行业龙头企业，公司继续保持了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的产业链优势，且 2019 年新增磷矿石资源储备和稳定的自备电供应持续为公司成本优势提供保障。

图 2：公司磷化工整体产业链



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

表 3：公司主要业务板块主要经营主体情况

业务板块	主要经营主体	生产基地
磷化工	公司本部、湖北吉星化工集团有限责任公司（以下简称“湖北吉星”）、保康楚烽化工有限责任公司、湖北省兴发磷化工研究院有限公司	宜昌精细化工园、兴山县、保康县、远安县
有机硅	湖北兴瑞硅材料有限公司（以下简称“湖北兴瑞”）、	

草甘膦	湖北泰盛化工有限公司（以下简称“泰盛公司”）、内蒙古兴发科技有限公司（原为内蒙古腾龙生物精细化工有限公司，以下简称“内蒙兴发”）	
电子化学品	湖北兴福电子材料有限公司（以下简称“兴福电子”）	
肥料	宜都兴发化工有限公司	宜都生态化工园

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司主营产品包括磷矿石、黄磷及精细磷酸盐、磷肥、草甘膦、有机硅及电子化学品等，截至 2019 年末，拥有食品级、牙膏级、医药级、电子级、电镀级、工业级、饲料级产品 14 个系列 195 个品种，是全国精细磷产品门类最全、品种最多的企业之一，产品结构丰富。公司主要产品产能位居行业前列，行业地位较高，2019 年以来受益于技改和新增产能投产，进一步提高其产品市场竞争力。

表 4：截至 2020 年 3 月末公司主要产品产能情况(万吨/年)

项目	年产能	行业地位	
磷矿石	495	行业前列	
黄磷	14.25	-	
硫酸	80	-	
磷化工	热法制磷酸	34	-
	湿法制磷酸	30	-
磷酸盐	三聚磷酸钠	7	国内第一
	六偏磷酸钠	4.8	全球第一
	次磷酸钠	4.5	-
肥料	磷酸一铵	20	国内中游水平
	磷酸二铵	40	平
草甘膦	草甘膦	18	国内第一
	单体	32	
	DMC	7.2	国内中上游水平
	107 胶	5.5	
110 胶	4.0		

电子 化学品	电子级磷酸	3	行业前列
	电子级硫酸	1	
	电子级混配液	2	
	电子级氢氧化铵 (TMAH)	2	

注：公司 2019 年以来主要新增次磷酸钠 2 万吨/年产能。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司新取得后坪磷矿采矿许可证²后，进一步提升其磷矿资源保障能力，夯实磷化工上下游一体化产业链发展基础。截至 2020 年 3 月末，公司共拥有十座矿山，磷矿石资源丰富，其磷矿石可在满足自身生产所需后，对外销售富余部分。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要磷矿资源
(万吨、万吨/年)

公司名称	储量	年产能
本部	38,505	315
神农架武山矿业有限公司	1,931	80
保康楚烽化工有限责任公司	6,757	100
合计	47,193	495

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司磷化工生产基地主要位于兴山县及神农架地区，能够借助周边丰富的水电资源，持续稳定提供电力供应保障和较低的发电成本，截至 2020 年 3 月末，公司拥有水电站 32 座，装机 77 台，同时增效扩容改造的完成，总装机容量增至 17.85 万千瓦。中诚信国际关注到公司已完成兴山县内水电资源的整合，2019 年自有发电量较为稳定，同期自有发电成本为 0.21 元/度，远低于当年外购电价的 0.42 元/度。但随着业务规模的扩大和国家生态排水政策等影响，公司用电自给率略降至 52.41%，未来或将继续加大外购电力的比例，对成本控制提出挑战；不过公司计划通过对各电站增效扩容改造增加发电量，以提高电力自给率。

泰盛公司作为草甘膦生产主体，其自身配套原材料甘氨酸 10 万吨/年产能，公司本部及子公司的拥有规模化黄磷产能，能够就近供给泰盛公司；有

机硅装置副产的盐酸是草甘膦生产所需原材料；同时园区内有机硅装置可以消耗泰盛公司草甘膦副产的氯甲烷，在降低草甘膦生产环保风险的同时，亦提升草甘膦综合经济效益，实现磷矿盐循环产业链。

2019 年主要磷化工产品产销量稳中有增，业务稳步发展；磷肥产品产销稳定，但整体盈利能力较弱；草甘膦产能利用率提升带动收入规模增长；有机硅主要产品产销情况较好，但产品销售均价受行业供需格局影响低位震荡，对公司收入和盈利产生较大不利影响；此外，跟踪期内公司下属子公司发生安全事故，其安全生产管理工作的落实与加强仍需持续关注

受宜昌市磷矿石限产政策³及下游需求低迷等影响，2019 年公司磷矿石产销量继续下滑，销售均价亦有所下降。

黄磷及下游产品方面，黄磷作为基础原料，2019 年产量基本稳定，自用量的增加使得外销减少。主要磷化工产品产销量稳中有增，其中受益于湖北吉星 2 万吨/年次磷酸钠技改项目于 2019 年 9 月建成投产，次磷酸钠全年产销量增幅显著，但产能尚未得到充分释放。受 2019 年 7~8 月行业环保整治使得黄磷市场供给大幅减少影响，磷酸盐行业景气度上行，亦推升黄磷和大部分磷化产品销售均价。

表 6：公司磷化工主要产品产销情况 (万吨、元/吨)

	项目	2017	2018	2019	2020.1~3
磷矿石	产量	607.82	461.96	360.14	30.74
	销量	483.23	282.35	200.16	43.84
	销售价格	188.89	260.39	254.96	245.60
黄磷	产量	10.48	9.26	9.57	2.33
	销量	2.89	1.50	0.58	0.96
	销售价格	13,265	13,789	15,123	15,389

以来全市开采总量均控制在 1,000 万吨以内。2018 年 1 月，宜昌市发布《宜昌市化工产业绿色发展规划(2017~2025 年)》中提出整合关闭产能 15 万吨/年以下的磷矿开采企业，禁止新建产能 50 万吨/年以下的磷矿开采项目。争到 2025 年，磷矿总数控制在 40 个以下，磷矿石年产量控制在 1,000 万吨以下，符合国家级绿色矿山建设标准的矿山比例达到 70% 以上，形成绿色矿业发展新模式。

² 根据公司 2019 年 3 月 29 日公告，后坪磷矿拥有磷矿资源储量 24,352.4 万吨，生产规模为 200 万吨/年。此次取得后坪磷矿采矿许可证后，公司拥有采矿权的磷矿资源储量由约 2.3 亿吨增至约 4.7 亿吨。目前公司正在进行矿山采矿工程建设，但由于后坪磷矿具备开采条件前尚需进一步投入，且投入生产还需办理相关审批手续，其最终建成投产的时间尚具有不确定性，故仅影响公司磷矿石储量，未影响年产能。

³ 宜昌市将磷矿开采总量列为约束性指标并不断降低磷矿开采总量，2016~2017 年全市磷矿开采总量分别为 1400 万吨和 1300 万吨，2018 年

三聚磷酸钠 (合计)	产量	10.24	9.79	9.89	0.78
	销量	10.08	9.62	9.47	1.98
	销售价格	5,780	6,132	6,356	6,361
六偏磷酸钠 (合计)	产量	5.35	5.12	5.13	1.03
	销量	4.45	4.34	4.47	0.90
	销售价格	6,650	7,046	7,282	7,567
次磷酸钠	产量	2.28	2.69	3.85	0.42
	销量	2.44	2.65	3.76	0.63
	销售价格	13,622	14,000	13,303	12,812

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年公司湿法磷酸精制装置运行平稳，且主要客户需求稳定，磷肥产品磷酸一铵和磷酸二铵产销量同比变动不大。下半年磷酸一铵受行业开工率不足及市场库存较高影响，磷酸二铵受硫磺等原材料价格支撑减弱、国外需求疲软影响，两种产品销售均价下行。磷肥的主要原材料包括磷矿石、合成氨及硫磺等，由于公司自有磷矿石中的铁铝及氧化物含量较高，考虑到生产的稳定性，需要外购磷矿石进行配矿，截至2020年3月末磷矿石自给率为55%，合成氨和硫磺则全部需要外购。**中诚信国际认为**，磷肥业务作为公司“肥化”产业链的延伸，能够提高磷矿石综合利用，但业务盈利能力相对较弱，对公司利润贡献程度有限。

表 7：公司磷肥产销情况（万吨，元/吨）

	项目	2017	2018	2019	2020.1~3
磷酸一铵	产量	25.12	22.84	22.97	5.95
	销量	24.36	21.60	20.12	7.32
	销售均价	1,852.34	2,243.96	2,085.41	1,991.08
磷酸二铵	产量	44.34	41.24	41.21	10.19
	销量	45.81	41.23	39.06	9.21
	销售均价	2,141.53	2,652.00	2,315.56	2,069.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

泰盛公司生产的草甘膦所需原材料甘氨酸、黄磷和盐酸供应稳定。受益于装置平稳运行2019年产销量稳步增长，产能利用率提升，产品销售均价虽受供需格局影响有所下降，但全年收入同比增长7.43%。**但中诚信国际关注到**公司2018年收购的内蒙兴发因主要能源蒸汽受当地短期供应限制，生产装置未能满负荷生产，效益实现情况不及预期，2020年热电联产项目投产后有助于解决蒸汽短缺的问题，多余蒸汽通过对外销售以增加利润，需对内蒙兴发热电项目投产及后续草甘膦生产装置产

能利用率情况保持关注。

根据公司公告，2019年12月公司引进农银金融资产投资有限公司（以下简称“农银投资”）对子公司实施市场化债转股，即农银投资以现金方式对泰盛公司增资10亿元，增资完成后农银投资和子公司分别持有泰盛公司37.57%和62.43%股权。增资款主要用于偿还银行贷款，有助于降低公司整体资产负债率，拓宽融资渠道，亦能进一步发展草甘膦产业。

表 8：近年来公司草甘膦生产销售情况（万吨、元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
产量	12.26	13.62	15.93	2.85
销量	11.05	11.84	13.58	4.09
销售均价	19,564.17	24,455.94	22,671.23	19,232.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

有机硅是公司磷硅盐协同下布局的循环产业链，2019年受下游生产自用DMC量增加使得销量下降；107胶和110胶等主要产品产销量保持较好的增长态势。2019年以来，行业需求趋弱且整体处于供过于求状态，使得有机硅价格延续2018年末的低位震荡态势，公司主要硅产品销售均价大幅回落，亦对公司收入和盈利产生较大不利影响。

表 9：公司主要硅产品生产销售情况（万吨、元/吨）

	项目	2017	2018	2019	2020.1~3
DMC	产量	5.41	7.37	6.82	2.00
	销量	3.56	4.66	3.68	0.44
	销售均价	17,860	23,733	17,709	14,777
107胶	产量	1.19	2.45	3.73	1.57
	销量	1.19	2.27	2.40	0.62
	销售均价	18,787	23,082	18,956	15,221
110胶	产量	1.83	2.77	3.06	1.33
	销量	1.77	2.69	3.58	0.36
	销售均价	19,524	25,206	17,916	15,435

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2019年8月公司完成向控股股东宜昌兴发集团有限责任公司（以下简称“宜昌兴发”）、股东浙江金帆达生化股份有限公司（以下简称“浙江金帆达”）非公开发行股份购买其持有的湖北兴瑞50%股权（此次收购完成后公司持有湖北兴瑞100%股权）；并于年内完成非公开发行股份并使用募集配套资金投资有机硅技术改造升级和10万吨/年特

种硅橡胶及硅油改扩建等项目。上述项目若顺利实施达产，将有利于公司发挥规模优势，进一步提高

成本控制水平，在延伸有机硅产业链的同时，提高产品附加值。

表 10：截至 2019 年末公司 2019 年非公开发行股份募集配套资金使用情况（万元、%）

实际投资项目	项目内容	募集后承诺投资金额	实际投资金额	完工程度
有机硅技术改造升级项目	该项目通过技术改造及新建生产线，将湖北兴瑞有机硅单体产能提升至 36 万吨/年；截至 2020 年 3 月末第一阶段建设内容已完工，使得公司具备 32 万吨/年单体生产能力	35,000.00	25,705.26	80
10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目	扩建 5 万吨 110 胶、3 万吨 107 胶（其中 1 万吨已于 2019 年内投产），新建 2 万吨硅油生产能力；特种硅橡胶及硅油为 DMC 下游深加工产品，产品应用覆盖电子电器、电线电缆、绝缘子、建筑密封、汽车船舶、涂料、日用等领域	15,000.00	936.59	30
偿还银行借款		37,000.00	37,000.00	2019 年 12 月
补充上市公司流动资金		45.02	45.02	2019 年 12 月
合计		87,045.02	63,686.87	

注：此次非公开发行股份募集资金总额（扣除筹资费用）为 87,045.02 万元。
 资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，2020 年一季度，受疫情影响，物流运输受阻且下游复工复产缓慢，导致公司生产负荷下降，产销量同比有所减少，主要产品销售均价延续跌势。但国内磷肥、草甘膦等下游需求偏刚性的产品开车率降低，推动上述产品市场行情回暖；电子化学品国外供给减少，国产化替代进程加速，公司磷肥、草甘膦、芯片用电子级磷酸销量均有不同程度增加，一定程度上降低疫情对公司的不利影响。

安全生产方面，2019 年共投入 6.18 亿元用于建设和完善安全环保设施。但 2020 年 1 月 17 日，公司控股子公司贵州兴发化工有限公司（以下简称“贵州兴发”，公司持有 51% 股权）发生燃烧事故，共造成 1 人失联，1 人轻伤，此次事故未发生次生灾害和有毒有害物质泄漏，未对周边企业及当地群众生产生活造成较大影响。贵州兴发目前处于停产状态并进行生产线改造工作，其占公司资产及收入比重很小，且此次事故主要受损资产在财产保险公司承保范围之内，仍在与保险公司沟通理赔事宜，事故对公司整体经营影响有限。**中诚信国际认为**，公司从事的化工产品生产、加工过程中存在不可预见的安全隐患及其他不确定因素，安全风险较高，在国家安全环保政策趋严的背景下，安全事故的发生或将影响公司整体生产运营和经营业绩，中诚信

国际将对此保持关注。

公司出口较为稳定，但需关注海外疫情的不确定性；此外，以产业链上下游和相关联产品为主的贸易产品规模持续扩大，有助于积累公司客户资源，提升市场份额，但盈利能力较弱对公司利润贡献有限

公司主要通过在香港设立的全资子公司香港进出口有限公司（以下简称“兴发香港”）向海外终端客户销售部分自产产品，同时在美国、德国、巴西和阿根廷设立子公司，参与出口产品的销售和以售后服务、仓储管理等为主的服务。结算方式方面，兴发香港对国内结算全部使用 TT 方式即期或预算结算，对海外终端客户大约有 30~60 天不等的账期，且出口产品全部在中国出口信用保险公司投保，以减少出现坏账或不按期汇款带来的损失。

2019 年公司出口额同比略降 5.66% 至 5.10 亿美元，其中向美国市场出口额为 8,643 万美元，占当期出口额比重 16.94%。**中诚信国际关注到**，中美贸易摩擦虽对公司部分产品出口有一定影响，但美国市场收入占比不高，影响程度有限；同时公司通过调整海外市场方向和运用国家相关政策进行积极应对。此外 2020 年以来海外疫情持续蔓延，受益于与海外客户保持长期良好的关系，一季度公司出口额与去年同期基本持平，回款情况亦较为正常。

但海外疫情仍具有较大不确定性，需对公司未来产品出口和回款情况继续保持关注。

表 11：公司主要出口产品情况

产品	国家或地区
次磷酸钠	美国、意大利、日本、德国、荷兰、比利时、马来西亚等
二甲基亚砷	印度、中国台湾、意大利、俄罗斯等
焦磷酸钾	西班牙、印度、澳大利亚等
食品六偏磷酸钠、食品三聚磷酸钠	巴西、阿根廷、泰国、荷兰、澳大利亚、哥伦比亚、西班牙、韩国、比利时、墨西哥、波兰、越南等
阻燃剂	美国、阿根廷、阿联酋、厄瓜多尔、荷兰、加拿大、巴西
磷酸氢钙	俄罗斯、秘鲁、中国台湾
三偏磷酸钠	美国
酸式焦磷酸钠	巴西、哥伦比亚、比利时、泰国
复配磷酸盐	玻利维亚、埃及、印度
草甘膦	美国、巴西、澳大利亚、阿根廷、中国香港、印度尼西亚、印度、尼日利亚等

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司贸易业务继续对收入实现较好补充，其贸易产品以产业链上下游和相关联产品为主，产品种类繁多，且主要集中于国内市场。该种业务模式对公司自产产品市场起到补充和对新增产能及未来业务布局产品市场起到开拓作用，有利

于积累客户资源，提升市场份额。不过公司贸易业务涉及品种较多，且采购和销售价格均采用随行就市策略，盈利能力较低，对公司利润贡献程度不高。

表 12：2019 年公司贸易业务前五大产品销售额（万元）

产品	销售金额
乙二醇	192,394.67
磷酸二铵	91,336.60
尿素	52,954.48
磷酸一铵	35,975.20
黄磷	19,589.25
合计	392,250.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目主要围绕磷化工产业链展开，未来在建项目投资支出仍较大；公司计划非公开发行股票募集资金布局电子化学品业务，若顺利完成将有利于其扩大业务规模，优化资本结构和提升竞争实力

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建项目围绕磷化工产业链进行产能新建、产品升级改造、新产品布局、提升原材料供应等，计划投资总额为 52.16 亿元，尚需投资 29.32 亿元，部分在建项目近年来已通过募集资金进行投资，但未来公司仍面临较大的投资支出压力。

表 13：截至 2020 年 3 月末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	计划总投资	累计投资	2020 年剩余计划投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资	资金来源
300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目*	12.42	6.99	5.43	-	-	其中 10 亿元为 2018 年非公开发行股票募集资金，1.67 亿元为农发基金，其余为公司自有资金
后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程	7.56	0.75	2.50	3.00	1.31	自筹
有机硅技术升级改造项目*	6.88	5.01	1.87	-	-	其中 3.5 亿元为 2019 年非公开发行股票募集资金，其余为公司自有资金
后坪磷矿工程	6.45	4.22	-	-	-	自筹
热电联产项目	3.73	0.92	2.82	-	-	自筹
10 万吨/年特种硅橡胶及硅油改扩建项目*	3.54	0.02	2.00	1.52	-	其中 1.5 亿元为 2019 年非公开发行股票募集资金，其余为公司自有资金
有机硅新材料国家地方联合工程研究中心项目	2.50	0.48	0.80	1.00	0.22	自筹
2 万吨/年 TMAH 回收利用项目一期	1.59	1.41	0.19	-	-	自筹
古洞口 I 级水电站增效扩容改造项目	1.17	0.49	0.67	-	-	自筹
副产氢气综合利用项目	1.12	0.03	1.09	-	-	自筹
30,000 吨/年电子级混配化学品项目	0.59	0.32	0.27	-	-	自筹
其他	4.61	2.20	2.46	-	-	自筹
合计	52.16	22.84	20.10	5.52	1.53	

注：带*项目为募投项目，部分资金来源于募集资金。

资料来源：公司提供

根据公司 2020 年 4 月 28 日公告，公司拟向包括控股股东宜昌兴发在内的不超过（含）35 名特定投资者非公开发行不超过 8,800 万股（含）A 股股票，拟募集资金总额不超过 88,000.00 万元，募资资金主要用于电子化学品新增产能和技术改造建设，同时归还银行贷款。

电子化学品是公司近年来持续布局的产业内战略新兴板块项目，兴福电子为主要运营主体，拥有较为丰富的研发和生产经验，已形成的部分产能均位于行业前列；此外公司参与了电子级磷酸盐国家标准制定，已获得及正在申请的湿电子化学品相关专利合计 45 项，其中发明专利 36 项。受益于较高的产品品质和稳定的供应能力，公司与中芯国际、华虹宏力、长江存储、SK 海力士（SK Hynix）、格罗方德（Global Foundry）等国内外多家知名半导

体企业建立合作关系，为集成电路国产化提供配套的同时，部分湿电子化学品已出口至日本、韩国、新加坡、马来西亚、南美等国家以及中国台湾地区。2019 年起，公司进一步加大了市场开发，在继续巩固电子级磷酸产品国内市场龙头地位的同时，电子级硫酸与电子级蚀刻液系列产品国内外客户认可度大幅提高，并实现对部分客户的批量供应，公司湿电子化学品业务得到较好发展。

若此次募投项目建成并投产后，将进一步扩大公司现有主要产品产能和湿电子化学业务规模并提升市场占有率，增强其综合竞争力。同时有助于优化公司资本结构，降低财务风险及费用，提高盈利能力。不过此次非公开发行尚需经中国证监会核准，中诚信国际将对上述事项后续进展保持关注。

表 14：2020 年非公开发行募集资金项目投资情况（万元）

项目名称	项目内容	项目总投资	拟用募集资金投入
6 万吨/年芯片用超高纯电子级化学品项目	新增 1 万吨/年电子级双氧水、2 万吨/年电子级蚀刻液以及 3 万吨/年电子级硫酸产能	53,014.97	48,000.00
3 万吨/年电子级磷酸技术改造项目	拟在现有厂房基础之上，按照项目建设需求进行厂房装修和设备安装；项目建成后，公司将能够进一步提升电子级磷酸的纯度	16,603.95	14,000.00
归还银行贷款		26,000.00	26,000.00
合计		95,618.92	88,000.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在宜昌市关于支持化工产业转型升级的政策下，公司于 2019 年 12 月 10 日与中化资本投资管理有限责任公司（以下简称“中化资本”）、湖北国翼投资管理有限公司签订协议，并于 12 月 20 日成立中化兴发（湖北）高新产业基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“产业基金”）⁴，合伙期限为 5 年，投资领域主要为新材料、电子化学品、先进制造、新能源。产业基金总规模为人民币 10 亿元，分期出资，首期规模为 6.3 亿元，其中公司出资 3 亿元，认缴比例为 47.62%。

表 15：产业基金出资额及出资方式（亿元、%）

合伙人名称	类型	出资方式	认缴出资额	认缴比例
中化高新投资管理（湖北）有限公司	普通合伙人	现金	0.10	1.59
中化资本	有限合伙人	现金	2.00	31.74
公司	有限合伙人	现金	3.00	47.62
湖北同富创业投资管理有限公司	有限合伙人	现金	1.20	19.05
合计			6.30	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，通过设立专业的投资平台并整合各出资方资源优势，有助于公司发展化工新

⁴ 根据公司公告，该产业基金已于 2020 年 6 月 18 日在中国证券投资基金业协会完成备案手续。

材料、电子化学品等战略新兴产业，进一步完善产业布局，培育未来新的利润增长点。但以股权投资项目为主的产业基金面临较长的投资回收期，且投资过程中可能存在各种风险使得投资效益不达预期。

财务分析

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 2017~2019 年财务报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表，财务数据均为报表期末数。中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期融资券和超短期融资券调至短期债务，将公司计入“长期应付款”中的农发基金调至长期债务。

化工行业景气度下行，叠加 2020 年一季度疫情影响，以有机硅和肥料为主的产品价格下滑，公司经营性业务利润同比大幅下降；盈利稳定性需保持关注

2019 年营业总收入略有增长，具体来看，贸易业务规模的扩大带动该板块收入增幅提升；草甘膦产品量价齐升，亦对收入形成较好补充；此外黄磷及下游产品收入稳中有升；但磷矿石受行业政策影响量价齐跌；加之肥料和有机硅业务的下滑，使得公司当期营业总收入增幅较小。黄磷及下游产品毛利率相对稳定；受益于原材料价格下降且产量提升摊薄固定成本，草甘膦毛利率上升；但有机硅和肥料主要产品价格大幅下滑，压缩公司盈利空间；加之毛利率较低的贸易业务收入占比提高，2019 年营业毛利率下降至 13.56%。

2020 年一季度，磷肥、草甘膦等部分刚需产品销量有所上涨，但疫情导致产品销售均价延续跌势，加之固定成本上升，营业总收入和毛利率同比分别下降 10.27 和 1.42 个百分点。

表 16：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
磷矿石	9.13	7.35	5.10	1.08
黄磷及下游产品	27.86	26.67	27.38	6.24
贸易	60.00	58.82	67.49	15.13

有机硅	12.37	23.90	17.20	2.35
肥料	14.93	17.38	14.78	3.69
草甘膦	24.99	33.64	36.14	8.91
电子化学品	--	--	1.34	0.24
其他	8.30	10.79	10.96	1.43
营业总收入	157.58	178.55	180.39	39.07
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
磷矿石	58.94	62.17	42.05	46.35
黄磷及下游产品	19.05	21.55	21.81	17.90
贸易	2.30	1.44	2.80	2.98
有机硅	32.25	39.28	22.13	8.11
肥料	8.28	10.38	2.91	5.50
草甘膦	22.99	15.63	17.57	10.95
电子化学品	--	--	25.47	30.88
营业毛利率	16.78	17.91	13.56	9.95

注 1：2017~2018 年公司黄磷及下游产品包含电子化学品；

注 2：公司其他业务包含氯碱、供电装卸等。

资料来源：公司提供

销售费用的增加使得 2019 年期间费用和期间费用率略有增长；2020 年一季度收入规模同比下降令期间费用率有所降低，但整体费用控制能力有待进一步提升。

经营性业务利润仍是公司最主要利润来源，受收入增速放缓、毛利率下滑等影响，2019 年经营性业务利润同比大幅下降。同期公司仍有一定规模的资产减值损失，主要为存货跌价损失、对内蒙兴发等计提商誉减值损失和以其他应收款为主的坏账损失；此外，对合营、联营企业重庆兴发金冠化工有限公司、湖北瓮福蓝天化工有限公司等确认的投资收益对当期利润有所补充，但利润总额仍同比下滑，亦使得 EBITDA 利润率和总资产收益率相关盈利指标弱化。2020 年一季度，新冠疫情影响下公司仅实现微利。中诚信国际关注到，公司产品价格易受市场供需、宏观经济等影响。2019 年以来，化工行业景气度下行，叠加 2020 年一季度疫情影响，主要产品销售价格的下降造成公司盈利下滑，需对其盈利稳定性和全年收入、利润的实现情况保持关注。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	5.88	6.40	7.01	1.47
期间费用合计	16.74	18.08	18.38	3.62
期间费用率	10.62	10.12	10.19	9.26

经营性业务利润	8.29	12.27	4.88	0.09
资产减值损失	0.54	0.94	0.95	0.22
投资收益	0.66	0.28	0.89	0.16
利润总额	7.69	9.42	4.57	0.06
EBITDA 利润率	13.49	13.37	11.17	--
总资产收益率	6.06	6.27	3.89	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

业务规模扩大、项目建设推进及非公开发行的完成带动 2019 年末公司总资产和所有者权益增长，但负债水平偏高，且债务结构有待优化

随着业务规模的扩大和项目建设的推进，以非流动资产为主的总资产进一步增长。具体来看，公司新增对湖北贮源环保科技有限公司和宜昌星兴蓝天科技有限公司等联营企业的投资推升长期股权投资；随着对宜都 300 万吨/年胶磷矿选矿及深加工项目、兴瑞有机硅技术升级改造项目和吉星 2 万吨/年次磷酸钠项目等在建项目新增投资，2019 年以来在建工程增幅较大；同时部分在建项目完工转固，使得固定资产规模相应扩大；由于预付探矿权价款转入令 2019 年末无形资产有所增长。

流动资产方面，2019 年以来公司货币资金保持在一定规模，2020 年 3 月末受限货币资金占比为 30.29%，主要为承兑和借款保证金；应收账款持续增长，对资金形成一定占用，截至 2019 年末账龄在一年以内的应收账款占比超过 85%，且主要集中在 2 个月以内；受销售趋弱及为春耕备货影响，库存商品增加推升公司存货规模；由于按合同分期收回前期转让宜昌枫叶店子坪磷矿有限公司股权转让款，以借款及往来款为主的 2019 年末其他应收款下降，但当期末坏账准备增至 0.67 亿元；2019 年末其他流动资产增长主要系定期存单和待抵扣税款增加所致。

公司总负债以应付账款和有息债务为主，其中应付账款主要为应付材料款和工程款，呈上升态势；生产规模的扩大和投资支出增多，公司运营资金需求增加，短期借款保持在一定规模，公司虽通

过新增长期借款、发行公司债券等方式一定程度上提高长期债务占比，但亦使得 2019 年末总债务和总负债相应增长。部分长期借款临近到期重分类，加之新增短期借款和发行超短期融资券补充流动资金和疫情防控所需，2020 年 3 月末总债务和总负债进一步增加，且短期债务占比回升，公司面临一定的短期偿债压力，债务期限结构有待调整。

受益于非公开发行⁵和利润积累，公司所有者权益不断增长；2019 年公司现金分红为 1.03 亿元。资产负债率和总资本化比率在 2019 年非公开发行完成后略有下降，但随着 2020 年一季度融资力度的加大，3 月末有所回升，整体财务杠杆率水平偏高。

表 18：公司主要资产、负债和资本结构情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
长期股权投资	8.56	11.66	13.58	13.74
固定资产	122.35	133.22	139.93	138.26
在建工程	15.32	19.62	26.52	28.33
无形资产	15.47	13.96	19.95	19.86
商誉	7.48	9.79	9.51	9.51
非流动资产/总资产	80.51	76.52	76.94	73.42
货币资金	9.66	18.45	16.47	18.52
应收账款	6.14	7.87	9.54	13.90
存货	14.33	18.23	21.10	22.19
其他应收款	0.47	1.29	0.56	0.83
总资产	217.43	256.59	282.53	296.47
应付账款	18.35	24.39	26.47	31.51
总债务	111.88	124.19	139.09	146.45
短期债务/总债务	65.69	77.65	65.72	71.37
总负债	146.27	172.00	186.91	200.61
实收资本	5.01	7.27	10.28	10.28
资本公积	28.72	38.54	51.33	51.42
其他权益工具	9.98	9.98	-	-
少数股东权益	10.18	9.21	14.19	14.00
所有者权益	71.17	84.60	95.62	95.86
资产负债率	67.27	67.03	66.16	67.67
总资本化比率	61.12	59.48	59.26	60.44

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

经营获现水平和盈利能力下降，同时债务规模上升，各项偿债指标均有所弱化

对经营性原材料、商品等现金支出增加，公司 2019 年经营活动获现水平下降。对在建工程和联营

资金工作，共发行股份 98,360,653 股，募集资金总额（扣除筹资费用）为 87,045.02 万元。

⁵ 2019 年 8 月 22 日公司完成发行股份购买公司控股股东宜昌兴发以浙江金帆达合计持有的湖北兴瑞 50% 股权，公司共发行股份 187,431,182 股；2019 年 12 月 10 日，公司完成 2019 年度非公开发行股份募集配套

公司股权等的投资支出，令投资活动现金净流出仍保持在较大规模；2019年公司通过非公开发行、增加长期借款和发行公司债券等进行融资，同时偿还债务力度加大，加之赎回永续债，筹资活动现金流小幅净流出；2020年一季度随着融资增加，筹资活动净现金流由负转正。

2019年经营活动净现金流和EBITDA的下滑，加之总债务规模增加，使得其对债务本息的保障能力有所弱化。2020年3月末，货币等价物/短期债务略有提升，但对短期债务的覆盖能力仍较弱，公司面临一定的短期偿债压力。

表 19：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	19.03	18.99	10.36	1.25
投资活动净现金流	-9.22	-14.32	-12.30	-5.31
筹资活动净现金流	-8.78	2.36	-1.88	6.40
EBITDA 利息保障倍数	3.92	4.30	3.18	--
经营活动净现金流/利息支出	3.51	3.42	1.63	--
总债务/EBITDA	5.26	5.20	6.91	--
经营活动净现金流/总债务	0.17	0.15	0.07	0.03*
货币等价物/短期债务	0.19	0.23	0.23	0.30

注：带*指标已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存续债分布来看，公司2020年共有5.06亿元债券到期公开债务，偿债压力一般，中诚信国际将对公司偿债资金安排保持关注。

表 20：截至报告出具日公司存续债到期分布情况（亿元）

	2020.7-12	2021	2022
到期金额	5.06	5.00	9.00

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

外部授信和畅通的股权融资渠道能够对整体偿债提供支持；公司对外担保金额较大，可能面临一定代偿风险

银行授信方面，截至2020年3月末，公司共获得银行授信总额165.53亿元，其中未使用授信额度为51.51亿元，一定程度上增强了公司的财务弹性。作为A股上市公司，股权融资渠道畅通。

股权质押方面，截至2020年6月17日，宜昌兴发持有公司22.81%的股份⁶，其中累计质押7,500万股，占其持有公司股份总数的31.88%，占总股本的7.27%，质押的主要用途为贷款融资。

资产抵质押方面，截至2020年3月末，公司为获取银行借款，共有账面价值为19.14亿元的房屋、设备等固定资产、在建工程、无形资产和长期股权投资进行了抵质押，占总资产的比重为6.46%，一定程度上降低了该部分资产的流动性。

或有负债方面，截至2020年3月末，公司对外担保余额同比增长9.76%至12.48亿元，占当期净资产的比例为13.02%，均为对联营或合营企业的担保，或将面临一定代偿风险。

表 21：截至2020年3月末公司对外担保情况（万元、%）

被担保单位	2020.3			2019	
	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润
富彤化学有限公司	62,174.08	5,182.91	93.58	78,521.39	3,394.22
云阳盐化有限公司	50,591.42	20,225.73	58.57	21,355.05	742.67
河南兴发昊利达肥业有限公司	48,552.67	17,974.43	62.97	57,465.73	-514.92
上海诚明进出口有限公司	1,075.52	1,366.79	69.61	16,645.12	149.65
保康县尧治河桥沟矿业有限公司	31,825.17	9,199.55	70.66	-	-40.26
重庆兴发金冠化工有限公司	25,580.29	20,626.92	20.24	25,546.73	4,014.86
宜昌星兴蓝天科技有限公司	149,643.06	40,008.01	73.51	176.24	-4.24

资料来源：公司提供

⁶根据公司公告，2020年4月22日公司已完成2019年股票激励计划的股票预留授予登记工作，总股本增加316万股至103,139.27万股，控股股东宜昌兴发持股数量为23,528.14万股，持股比例为22.81%；浙江金帆达持股数量为18,460.57万股，持股比例为17.90%。此外，

2019年1月3日，浙江金帆达出具《浙江金帆达生化股份有限公司关于不谋求上市公司控制权的承诺函》，宜昌兴发对公司控制权具备稳定性。

过往债务履约情况：根据公司提供的相关资料，2017~2020年4月10日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司是控股股东主要收入来源，宜昌兴发通过参与定增、提供担保等方式为公司经营发展提供支持，具有很强的支持意愿；疫情期间，公司在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持

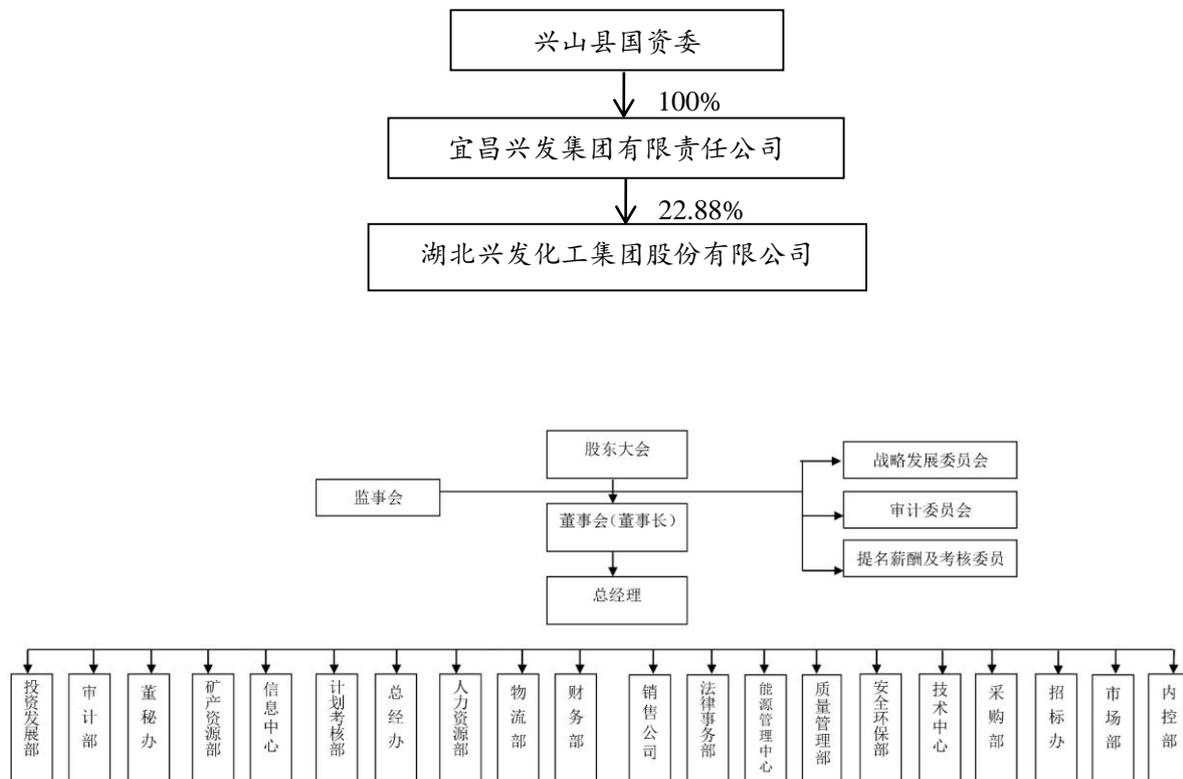
公司实际控制人为兴山县政府国有资产监督管理局，控股股东为宜昌兴发。宜昌兴发业务还涉及旅游、投资管理和贸易等。公司为宜昌兴发收入的重要来源，其对公司支持意愿很强。控股股东通过参与定增、提供担保等方式为公司经营发展提供支持，其中2018年以来，宜昌兴发共参与公司的两次定增，合计认缴金额为8.13亿元；截至2020年3月末，宜昌兴发对公司提供的担保金额合计31.86亿元。

疫情期间，2020年2月子公司湖北兴瑞和兴福电子纳入全国性疫情防控重点保障企业名单，公司在贷款及发债等融资方面享受一定的优惠利率和贴息政策支持，截至2020年4月末公司累计获得各类优惠利率融资19.60亿元，平均融资成本3.64%，有助于降低融资成本，改善资产负债结构；此外公司得到税收、用电及社保等支持政策，亦有助于降低其运营成本。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖北兴发化工集团股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

附一：湖北兴发化工集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：湖北兴发化工集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	96,569.82	184,535.25	164,663.16	185,203.44
应收账款净额	61,362.00	78,691.07	95,433.33	138,963.17
其他应收款	4,653.16	12,878.06	5,622.67	8,276.82
存货净额	143,278.36	182,308.36	210,959.32	221,916.21
长期投资	88,807.26	134,807.28	155,287.89	156,968.43
固定资产	1,223,516.45	1,332,177.82	1,399,316.63	1,382,571.73
在建工程	153,204.00	196,163.92	265,160.34	283,306.10
无形资产	154,652.99	139,630.42	199,509.38	198,628.69
总资产	2,174,324.39	2,565,928.77	2,825,278.78	2,964,744.63
其他应付款	19,102.94	81,943.65	53,738.36	53,210.33
短期债务	734,937.43	964,346.67	914,078.96	1,045,248.38
长期债务	383,890.46	277,585.17	476,830.70	419,204.99
总债务	1,118,827.89	1,241,931.84	1,390,909.66	1,464,453.37
净债务	1,022,258.07	1,057,396.60	1,226,246.50	1,279,249.94
总负债	1,462,657.45	1,719,969.50	1,869,076.48	2,006,145.87
费用化利息支出	53,821.55	54,654.68	59,278.84	--
资本化利息支出	356.96	894.90	4,104.27	--
所有者权益合计	711,666.94	845,959.26	956,202.30	958,598.76
营业总收入	1,575,780.59	1,785,545.08	1,803,870.75	390,669.57
经营性业务利润	82,919.14	122,743.28	48,786.11	919.92
投资收益	6,631.05	2,767.12	8,909.03	1,579.08
净利润	60,193.46	79,482.66	39,290.63	504.73
EBIT	130,685.43	148,825.92	104,931.70	--
EBITDA	212,567.42	238,698.06	201,412.67	--
经营活动产生现金净流量	190,279.29	189,872.85	103,578.38	12,451.35
投资活动产生现金净流量	-92,186.49	-143,230.87	-122,971.16	-53,142.68
筹资活动产生现金净流量	-87,783.74	23,578.28	-18,816.28	64,021.01
资本支出	92,857.24	95,371.18	108,528.33	16,542.68
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	16.78	17.91	13.56	9.95
期间费用率(%)	10.62	10.12	10.19	9.26
EBITDA 利润率(%)	13.49	13.37	11.17	--
总资产收益率(%)	6.06	6.27	3.89	--
净资产收益率(%)	8.75	10.20	4.36	0.21*
流动比率(X)	0.41	0.44	0.50	0.53
速动比率(X)	0.27	0.31	0.34	0.38
存货周转率(X)	10.85	9.00	7.93	6.50*
应收账款周转率(X)	24.66	25.50	20.72	13.33*
资产负债率(%)	67.27	67.03	66.16	67.67
总资本化比率(%)	61.12	59.48	59.26	60.44
短期债务/总债务(%)	65.69	77.65	65.72	71.37
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.15	0.07	0.03*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.26	0.20	0.11	0.05*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.51	3.42	1.63	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	10.33	8.45	0.29	--
总债务/EBITDA(X)	5.26	5.20	6.91	--
EBITDA/短期债务(X)	0.29	0.25	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.92	4.30	3.18	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.41	2.68	1.66	--

注：1、2020年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期融资券和超短期融资券调至短期债务，将公司计入“长期应付款”中的农发基金调至长期债务；3、将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。