

跟踪评级公告

联合[2017] 624 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持湖北宜化集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“16宜化CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
<http://www.lhratings.com>

湖北宜化集团有限责任公司

短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 宜化 CP001	5 亿元	2016/11/10-2017/11/10	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2017 年 5 月 9 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.75	61.41	72.60	69.04
资产总额(亿元)	527.81	558.38	573.23	579.09
所有者权益(亿元)	101.75	107.79	90.89	91.50
调整前短期债务(亿元)	201.98	227.87	257.15	251.11
调整后短期债务(亿元)	204.98	231.87	257.15	251.11
调整前长期债务(亿元)	95.29	77.05	71.42	77.00
调整后长期债务(亿元)	147.35	137.35	136.64	136.75
调整前全部债务(亿元)	297.27	304.92	328.57	328.11
调整后全部债务(亿元)	352.32	369.22	393.79	387.86
营业收入(亿元)	243.77	250.83	222.22	51.99
利润总额(亿元)	1.55	1.26	-18.54	1.35
EBITDA(亿元)	40.16	35.41	15.79	--
经营性净现金流(亿元)	33.93	59.08	15.30	16.39
营业利润率(%)	16.71	14.48	10.31	20.34
净资产收益率(%)	0.85	0.68	-21.72	--
资产负债率(%)	80.72	80.70	84.14	84.20
调整后全部债务资本化比率(%)	77.59	77.40	81.25	80.91
流动比率(%)	76.11	70.89	65.74	66.11
经营现金流动负债比(%)	12.35	19.08	4.47	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.77	10.43	24.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	1.98	0.92	--

注: 1. 公司其他流动负债中的短期债券已相应调整至调整后短期债务; 公司长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债已相应调整至调整后长期债务。2. 2017 年一季度财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对湖北宜化集团有限责任公司(以下简称“公司”或“宜化集团”)的评级,反映了公司作为大型化工生产企业,在生产规模、资源保障、产业链完善等方面具备综合优势;公司是中国传统大型化工产品生产企业,产品质量好,品牌知名度高。联合资信同时关注到,公司所处行业波动性较大、自身债务负担重、短期偿付压力较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

跟踪期内,受化肥行业景气度下行影响,公司收入规模下滑,整体盈利水平明显减弱。公司对部分尿素装置进行了停车技改,停车技改期间,公司经营业绩预计将受一定负面影响。技改完成后,公司煤耗、电耗将显著下降,相关生产成本将显著降低。2017 年一季度,受相关行业有所回暖影响,公司扭亏为盈。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“16 宜化 CP001”信用等级为 A-1。

优势

1. 公司系国有控股企业,政府支持力度较强。中国规模最大的化肥生产基地之一及全球最大的季戊四醇生产基地,也是国内大型氯碱企业之一,具有一定规模优势。
2. 公司不断收购上游矿产资源,在一定程度上降低了生产成本,增强了公司上游资源保障能力。
3. 跟踪期内,公司新增 52 万吨/年尿素产能,该项目生产工艺处于行业领先水平,生产成本低。
4. 公司重点布局内蒙古、新疆等西部地区,依靠当地丰富的资源优势,生产成本有望

分析师

柳丝丝 李博恒

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

进一步降低。

5. 公司现金类资产和经营活动现金流对“16宣化CP001”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内,受化肥行业景气度下行影响,公司整体营业收入和利润总额下降显著,整体盈利水平明显减弱。
2. 跟踪期内,公司部分子公司经营困难,对相应尿素生产系统进行了停车处理,并对其中部分尿素装置进行技术升级改造。预计未来一段时间,停车技改仍将会对公司经营业绩产生一定影响。
3. 跟踪期内,公司债务负担重并有持续加重趋势,短期债务规模占比较高,面临一定短期支付压力。
4. 跟踪期内,公司出现环保及安全生产事故,造成部分停产事件,面临一定环保及安全生产压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与湖北宜化集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与湖北宜化集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因湖北宜化集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由湖北宜化集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“16 宜化 CP001”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

湖北宜化集团有限责任公司

短期融资券跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于湖北宜化集团有限责任公司主体长期信用及存续期内的“16 宜化 CP001”的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

湖北宜化集团有限责任公司于 1995 年 4 月 16 日经宜昌市工商行政管理局核准登记成立。2010 年，根据宜昌市人民政府《关于宜化集团改革实施方案的批复》（宜府函【2010】51 号文），宜昌财富投资管理有限公司（以下简称“财富公司”）以持有的贵州宜化化工有限公司 50% 的股权、湖北宜化肥业有限公司 50% 的股权、湖北双环科技碱业（重庆）有限公司 49% 的股权、重庆宜化化工有限公司 55% 的股权及部分现金出资的方式向公司增资扩股，公司注册资本由 2.05 亿元变为 4.02 亿元。财富公司对公司增资扩股完成后，宜昌市国有资产监督管理委员会（以下简称“宜昌市国资委”）和财富公司持有公司股权比例分别为 51% 和 49%，宜化集团由国有独资公司变更为国有控股公司，公司的实际控制人仍为宜昌市国资委。2010 年 6 月，公司以资本公积 5.98 亿元向宜昌市国资委和财富公司按持股比例转增实收资本，注册资本由 4.02 亿元变更为目前的 10.00 亿元。

公司经营范围包括：化工产品制造、销售不含危险爆炸化学品及国家限制经营的品种；化工设备制造、安装；火力发电；货物进出口、技术进出口、代理进出口（不含国家禁止或限制进出口的货物或技术）；废旧物资回收；化工技术咨询（依法须经批准的项目，经相关部

门批准后方可开展经营活动）；以下经营范围按许可证或批准文件核定内容经营；未取得相关有效许可或批准文件的，不得经营：化肥制造、销售。

截至 2017 年 3 月底，公司共有全资及控股子公司 19 家，其中 2 家上市公司湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“宜化股份”，股票代码：000422）和湖北双环科技股份有限公司（以下简称“双环科技”，股票代码：000707）。

公司内设集团办公室、生产服务部、科学技术部、财务部、采购部以及销售部等 6 个职能部门。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 573.23 亿元，所有者权益 90.89 亿元（其中少数股东权益 69.05 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 222.22 亿元，利润总额-18.54 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 579.09 亿元，所有者权益合计为 91.50 亿元（其中少数股东权益 69.47 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 51.99 元，利润总额 1.35 亿元。

公司注册地址：湖北省宜昌市沿江大道 52 号；法定代表人：蒋远华。

三、募集资金使用情况

公司于 2016 年 11 月发行了短期融资券“16 宜化 CP001”，募集金额为 5 亿元，用于归还公司及子公司银行借款。截至报告日，募集资金均已按照规定用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公

投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、

交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳

健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济分析

（一）煤化工行业

1. 行业概况

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。煤化工产业主要产品包括合成氨、甲醇、尿素等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

尿素

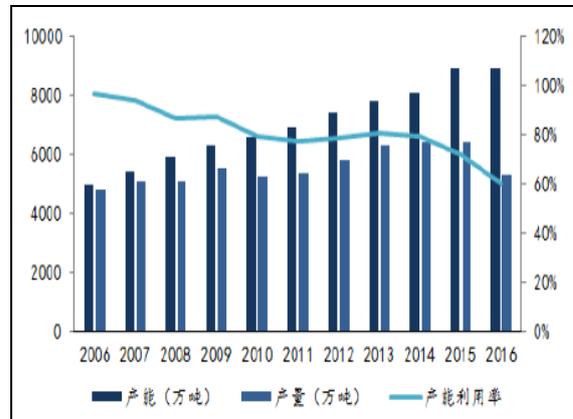
尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。尿素属于中性肥料，对土壤无影响，适用于各种土壤和植物，是一种优质高效的氮肥，长期使用不会使土壤变硬和板结。

市场供给方面，进入2015年，中国尿素产能约8096万吨，其中西北、华北地区产能增加较多，中国尿素行业产能过剩严重。2015年，中国尿素（折合N100%）产量为3446.49万吨，同比增加7.60%。2016年1~11月，中国尿素（折合N100%）产量3040.68万吨，同

比下降4.8%。

图1 近年中国尿素产能及产量情况

（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

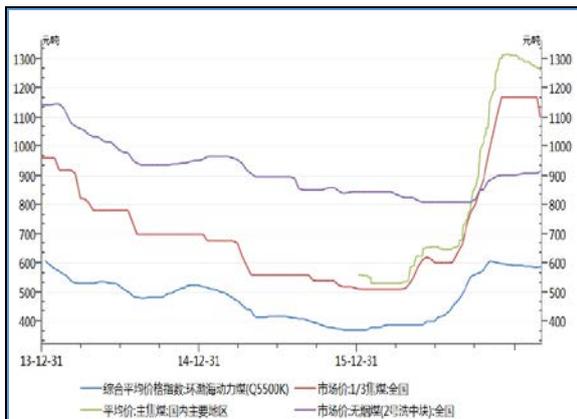
2016年随着煤炭价格波动及尿素价格下跌，行业开工率大幅下滑。2016年以来，优惠政策相继退出，加上需求平淡、出口萎靡，行业亏损面加大，开工率一路下滑，2016年10月跌破50%。

上游原料方面，天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。

煤炭价格方面，自2013年以来，煤炭市场持续下滑，至2015年底，煤炭价格降至最低点。据WIND资讯统计，截至2015年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、主焦煤、无烟煤（2号洗中块）的价格分别为372元/吨、515元/吨、559元/吨和844.20元/吨。进入2016年以后，受益于煤炭去产能和去产量政策的逐步推动以及煤炭下游需求2016年下半年的有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至2016年12月31日，全国环渤海动力煤（Q5500k）、1/3焦煤、

主焦煤、无烟煤（2号洗中块）煤炭价格分别是593元/吨、1170元/吨、1312元/吨和903元/吨，分别较2015年底大幅增长59.41%、127.18%、134.70%和6.99%。进入2017年，受一季度煤炭下游需求有所波动影响，煤炭价格整体小幅下降，截至2017年3月1日，上述煤炭价格分别为589元/吨、1100元/吨、1263元/吨和917元/吨。

图2 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

下游需求方面，中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2016年，中国尿素出口量为885.99万吨，同比下降35.38%；出口金额197123.94万美元，同比下降49.80%。国际气价的大幅下降使国外天然气尿素厂商成本优势明显。美国自给率的提高、印度周边国家低成本产能的扩张等因素作用下，使得中国出口承压。

表1 2011~2016年中国尿素进出口量
(单位: 万吨)

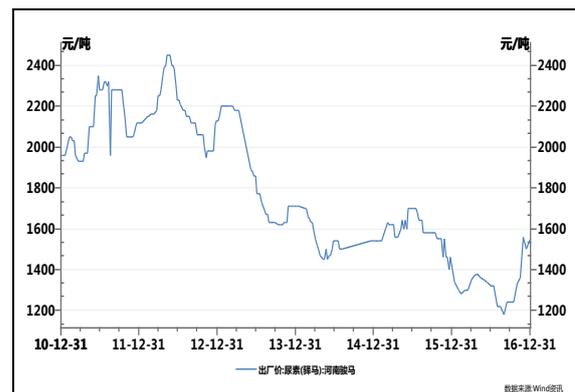
年份	进口量	出口量
2011	0.21	355.88
2012	17.10	694.79
2013	3.04	826.53
2014	0.59	1361.55
2015	0.76	1371.03
2016	6.58	885.99

资料来源: Wind 资讯

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

尿素价格受到多重因素的影响，比如上游成本、下游需求、产能供应以及经销商采购意愿等。中国尿素下游有三大销售渠道：农业需求、工业需求和出口需求。2012年5月份，中国尿素价格达到了最高点后，开启了一段四年多的下行周期。其在这期间大幅下降的主要原因有产能提升过快、煤炭价格下跌、粮食价格下降、国际尿素价格下行等。时至2016年8月中旬，尿素（骏马）出厂价最低值为1180元/吨，尿素行业面临着全行业的亏损或者不盈利。但在煤炭价格大涨、优惠电价取消、运输成本增加、环保整治导致开工率低（年内最低开工率46%）、库存量持续下降等多重因素叠加之下，从2016年8月下旬起，尿素开启了一波较大幅度的反弹，截至2016年12月底，尿素（骏马）出厂价为1550元/吨。

图3 2011~2016年底尿素（骏马）出厂价
(单位: 元/吨)



资料来源: Wind资讯

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈

而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

2. 行业关注

固定床工艺将大量退出

煤头尿素分为水煤浆法和固定床法两种工艺，两者最大的区别在于煤气化过程的工艺不同，水煤浆用煤单耗更高，但用的是烟煤，比固定床用的无烟煤单价便宜，耗电也比固定床少。由于各地区煤价差异较大，煤头的成本也差别很大，一般来说同一地区固定床的成本比水煤浆法要高 200 元/吨左右。目前固定床法普遍处于亏损状态，因此这部分产能面临大量退出风险。

尿素行业两级分化严重，高成本的落后产能继续面临淘汰

尿素行业目前两极分化情况严重，2016 年上半年在产但目前关停的产能高达 1800 万吨，关停部分主要是 40 万吨以下的小产能，而大型尿素企业仍保持较高的开工率。造成行业两极分化的原因主要是：1. 小企业生产成本较高，过去几年尿素行情一般，自身未积累资金用于抵御行业波动，目前极端情况下只能选择停工来止损；2. 中部地区在环保要求下开始关停小型锅炉，以河南为例，10 万吨以下的锅炉都被要求关闭，切换到天然气或电力，成本也因此大幅上升，小企业只能被迫关停。

2017 年，中国预计将会进一步推进化肥行业的供给侧改革，国家不断通过提高电价、取消运输优惠、恢复征收增值税、推行天然气价格市场化、加强环保监查等措施增加化肥企业的生产成本和运输成本，使得很多高成本企业陷入了经营困境，只能依靠技术升级、节能降耗等措施来降低生产成本，否则只能被迫退出尿素行业。根据中国氮肥协会的估计，在电价、气价优惠取消后，“十三五”期间，预计将关停尿素产能 1300 万吨。

海外产能扩张导致中国出口萎缩

据 IFA 统计，2015 年全球尿素产能约为

2.08 亿吨，需求量为 1.85 亿吨，开工率为 89%。中国和印度产能最大，占比为 40% 和 16%，基本都以煤头产能为主。其他如中东、北美和俄罗斯等产能大国都以天然气为原料。全球贸易量每年总计 4700 万吨，占总需求的 25%，主要进口区域为美国、印度、非洲和拉美，出口国则为中国、中东和俄罗斯。2015~2017 年是国际尿素产能的高速投放期，此阶段几乎所有的国际新增产能都来自于成本曲线低端的地区：北美、中东、北非以及俄罗斯和各前苏联国家。就中国两大出口市场美国和印度而言，美国未来两年将集中释放 500 万吨产能，大幅替代进口需求；印度周边国家的 480 万吨新增产能将对我国竞争，进一步抢占中国出口份额。2016 年第二季度的招标看，中国平均中标率只有 30%，这也成为 2016 年出口快速下滑的主因。

页岩气革命带来全球尿素暴跌

从成本结构看，中东和俄罗斯依托于廉价的天然气资源，成本最低；中国由于原料来源多样，所以成本分布很广，整体属于中高成本产能。中国无烟煤尿素生产企业作为成本最高的边际生产者，面对跌破 200 美元/吨的国际尿素价格难求生存。

美国页岩气革命使美国天然气价格大幅下跌，以天然气为原料的尿素生产成本极低，气价最低时只有 800 元/吨不到，在全球范围内都属于最低成本产能。因此即使尿素价格不断下跌，但北美气头尿素企业盈利能力仍然很强，如 CF、Agrium 等毛利率常年维持在 35% 以上，产能在这两年也大幅扩张。美国作为全球最大尿素进口市场的价格体系发生了变化，也对全球尿素价格造成重大冲击。

3. 行业政策

政策方面，为保持尿素行业健康发展，化解产能过剩局面，尿素出口成为改善供求关系的重要措施，出口关税政策逐渐放松。根据财政部公布的 2016 年化肥出口关税调整方案，

与 2015 年相比，尿素出口关税在 2016 年未做调整。2016 年 12 月，国务院关税税则委员会公布了《关于 2017 年关税调整方案的通知》，决定取消尿素、氯化铵等氮肥出口关税；取消重钙、普钙等磷肥出口关税；取消磷酸一铵、磷酸二铵、氮磷二元肥等复合肥出口关税；氮

磷钾三元复合肥出口关税从 30% 下调至 20%；该调整方案自 2017 年 1 月 1 日起实施。2015 年中国尿素出口量占总产量 20% 左右，出口量对尿素行业景气度有一定影响。2016 年，中国尿素出口量同比下滑，此次关税调整有利于尿素出口的恢复，提升国际市场竞争力。

表 2 2013~2017 年尿素出口关税政策对比

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
基准价格	2260 元/吨	--	--	--	--
淡季 (7~10 月)	当出口价格不高于基准价格时，税率=2%； 当出口价格高于基准价格时，税率=(1.02-基准 价格/出口价格)*100%	40 元/吨	80 元/吨	80 元/吨	取消
旺季 (1~6 月, 11~12 月)	77%	15%+40 元/吨	80 元/吨	80 元/吨	取消

资料来源：国务院关税税则委员会

2015 年 4 月 20 日起全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约 1.8 分钱。逐步取消化肥电价优惠，化肥生产用电执行相同用电类别的工商业用电价格；优惠价差较大的地方，分两步到位，2016 年 4 月 20 日起全部取消电价优惠。取消优惠电价，对于近几年采用新型煤气化设备的尿素企业，其自身耗电量低，所以电价上调影响较低；而对于传统型的尿素企业，平均电价上涨 0.1 元/千瓦时，尿素吨成本上涨 80~100 元左右，成本压力增加。取消优惠电价，近 4000 万吨尿素产能受到影响，进一步加快了去产能化过程的进行。

2016 年 11 月，国家发改委宣布取消天然气优惠政策，决定自 2016 年 11 月 10 日起全面放开化肥用气价格。通知指出，化肥用气价格由供需双方协商确定，并鼓励化肥用气进入石油天然气交易中心等交易平台，通过市场交易形成价格，实现价格公开透明。通知的发布标志着化肥气价改革的全面完成，也意味着化肥用气不再特殊。由于天然气上涨将直接增加气头尿素成本，国内气头尿素占总产能的近三成，天然气提价提高了气头尿素生产成本，如果天然气价格上调 0.2 元/立方米，以天然气为运转动力的化肥业将面临全行业亏损，将加速气头尿素的行业洗牌。

4. 行业发展

氮肥作为供给侧改革的重点标的行业，政府及行业协会对尿素的新增产能设置了严格的标准，且对行业产能退出有了明确的目标。2016 年 4 月，中国氮肥工业协会提出目标为：“十三五”期间关停尿素产能 1300 万吨，严格淘汰开工率低、连年亏损、半停产及负债率大于 100% 的企业。到 2018 年，氮肥总产能控制在 6000 万吨，其中淘汰落后产能 500 万吨；尿素产能控制在 7600 万吨~7800 万吨，其中淘汰落后产能不少于 1000 万吨，产能利用率提升至 85%~90%。2016 年 9 月，国土资源部办公厅出台《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》文件，声明对于尿素等产能过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审。

预计未来，在去产能的过程中，中国尿素行业将震荡向好。行业新增产能准入门槛提高，行业在兼并重组的过程中，集中度提升，大型企业的盈利能力有望趋于稳定。

(二) 磷肥行业

1. 行业概况

磷肥概况

磷肥全称磷素肥料，是以磷为主要养分的肥料。肥效的大小和快慢取决于有效五氧化二磷含量、土壤性质、放肥方法、作物种类等。磷肥能促进植物苗期根系的生长，使植物提前成熟，在结果时磷大量转移到籽粒中，使得籽粒饱满。

目前，中国磷肥品种主要有过磷酸钙、重过磷酸钙、磷酸一铵、磷酸二铵及复合肥。其中磷酸一铵、磷酸二铵在中国广泛应用，为主要的磷肥种类。磷酸一铵，又称磷酸铵，是一种以含磷为主的高浓度速效氮磷复合肥，含有效五氧化二磷 60% 左右，含氮量 12% 左右，适用于各种作物和各类土壤，特别是在碱性土壤和缺磷较严重的地方，增产效果十分明显。磷酸二铵，又称磷酸氢二铵，是含氮磷两种营养成分的复合肥，含五氧化二磷 53.75%，含氮 21.71%，是目前应用最广泛的磷肥产品。

产能及产量分布情况

2015 年，中国磷肥产量(折合 P2O5 100%) 为 2026 万吨。2016 年 1~11 月，中国磷肥产量(折合 P2O5 100%) 1696.93 万吨，同比下降 0.6%。在磷肥产量前五名的省份中，湖北、贵州、四川、云南四个磷资源产地位居前四名，第五名为安徽。

截至 2016 年底，全国主要磷肥品种磷酸一铵和磷酸二铵产业集中度仍然较高，全国前十名企业产能之和占全国磷酸一铵、磷酸二铵总产能均达五成以上。

磷肥产量及进出口情况

2015 年，全国磷肥折纯产量为 1668.52 万吨，而全国磷肥施用量 843.06 万吨，国内磷肥供大于求的现象依旧明显。

表 3 近年中国磷肥折纯产量及施用量(单位: 万吨)

磷肥	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
产量	1955.86	1632.87	1669.93	1668.52
施用量	828.57	830.61	845.34	843.06

资料来源: Wind 资讯

磷肥进口方面，以磷肥主要品种磷酸一铵和磷酸二铵为例，由于国内磷肥供应增速较快，下游企业对磷肥进口的需求已经相当微弱，其中磷酸一铵基本达到自给的程度。磷肥出口方面，主要出口品种是磷酸二铵。2015 年 1 月 1 日起，中国执行新的关税实施方案，2015 年全年实行磷酸一铵、磷酸二铵及其混合物按 100 元/吨的从量税额。2014 年执行的磷酸二铵税率为淡季 50 元/吨，旺季 15% 税率+50 元/吨；与之相比，新的方案在淡季关税上有所上调，但旺季关税大幅下降，有利于氮肥出口。2016 年 12 月，国务院关税税则委员会公布了《关于 2017 年关税调整方案的通知》，决定取消重钙、普钙等磷肥出口关税；取消磷酸一铵、磷酸二铵、氮磷二元肥等复合肥出口关税；该调整方案自 2017 年 1 月 1 日起实施。

表 4 近年中国磷肥进出口情况(单位: 万吨)

科目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
磷酸一铵(实物量)				
进口量	0.02	0.00	0.00	1.15
出口量	70.92	232.54	271.12	202.49
磷酸二铵(实物量)				
进口量	22.10	22.94	7.73	2.98
出口量	381.96	488.21	768.94	679.76

资料来源: Wind 资讯

注: 实物量是按产品实际纯度计算，例如磷酸一铵纯度多为 55%，磷酸二铵纯度多为 64%；而折纯量是按纯度为 100% 换算的。

磷肥价格变动情况

目前，中国广泛应用的磷肥品种为磷酸一铵、磷酸二铵，由于磷肥关系到粮食的产量，而粮食问题关系到民生，其价格容易受到国家政策的影响。此外，近几年来，磷肥价格受到磷肥行业产能过剩的影响有所下降。

2016 年以来，磷肥价格呈波动下降趋势，磷酸一铵(55%) 国内月平均价格从年初的 2090.00 元/吨下降为 2017 年 2 月的 2000.00 元/吨；同期，磷酸二铵(国产 64%) 月平均价格从 2720.00 元/吨下降为 2420.00 元/吨。

图 4 近年国内磷肥价格走势



资料来源：Wind 资讯

总体来看，2016 年是化肥行业最为困难的一年，产能过剩凸显，内需、出口情况均位于历史低位。此外，2016 年化肥行业享受的优惠政策取消，物流、原材料等成本上升使得化肥行业成本走高，2016 年磷肥行业利润率下滑严重，仅为 0.58%。2017 年，磷肥出口关税的取消有望改善其出口情况，但短期内行业整体产能过剩情况难以根本改善，行业盈利能力实现大的反转缺乏支撑。

2. 行业关注

原料价格波动风险

原材料价格方面，磷肥主要原材料是磷矿

石、煤炭和硫磺。2012 年下半年以来中国磷矿石价格持续下行，煤炭价格不稳定且中国生产磷肥所用的硫磺主要依赖进口，对外依存度较高，国际硫磺市场的价格波动直接影响了磷肥生产企业的成本控制和盈利能力。总体来看，磷肥生产所需原材料价格波动较大。

替代品产品影响

化肥行业发展的趋势是高浓度替代低浓度、多元肥替代单质肥、专用肥替代通用肥。磷肥属于二元复合肥，主要用于中国缺磷省份，面临其他高浓度多元复合肥的市场竞争。

3. 产业政策

磷肥出口关税政策

中国磷肥出口关税近年来连续下调。2016 年 12 月，国务院关税税则委员会公布了《关于 2017 年关税调整方案的通知》，决定取消重钙、普钙等磷肥出口关税；取消磷酸一铵、磷酸二铵、氮磷二元肥等复合肥出口关税；该调整方案自 2017 年 1 月 1 日起实施。总体来看，磷肥关税的取消将使国内磷肥企业在对外出口上将获得更多自主权及话语权。

表 5 近年中国磷肥出口关税（单位：万吨）

科目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
磷酸一铵					
旺季关税	75%	15%+50 元/吨	100 元/吨	100 元/吨	取消
淡季关税	5%	50 元/吨			
磷酸二铵					
旺季关税	75%	15%+50 元/吨	100 元/吨	100 元/吨	取消
淡季关税	5%	50 元/吨			

资料来源：联合资信整理

注：旺季时间为 1 月 1 日至 5 月 15 日，10 月 16 日至 12 月 31 日；淡季时间为 5 月 16 日至 10 月 15 日。

农用化肥铁路运输

近年来，中国农用化肥铁路运输严格执行《关于明确农用化肥铁路运价优惠政策有关事项的通知》中的 2 号运价，区别于普通货物，给予一定的优惠。

2015 年 1 月 30 日，国家发改委下发了《关

于调整铁路货运价格进一步完善价格形成机制的通知》，明确将提高国家铁路货物统一运价，由平均每吨每公里 14.51 分钱提高到 15.51 分钱，并作为基准价，允许适当上浮，上浮幅度最高不超过 10%，下浮仍不限；农用化肥铁路整车运输由 2 号运价调整为执行 4 号运价，并

继续执行国家有关部门减免核收铁路建设基金的政策。其中，2号整车运价为18.1元/吨（每百公里），而4号整车运价为26.1元/吨（每百公里）。

近年来，国内铁路运费几乎每年都在上涨，铁路运费的上涨为磷肥企业带来的成本压力非常大。

恢复征收增值税

经国务院批准，2015年8月10日，财政部、海关总署和国家税务总局印发了《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》（财税[2015]90号），规定自2015年9月1日起，对纳税人销售和进口的化肥，统一按13%税率征收增值税，原有的增值税免税和先征后返政策相应停止执行。自2015年9月1日至2016年6月30日，对增值税一般纳税人销售的库存化肥，允许选择按照简易计税方法依照3%征收率征收增值税。2016年6月过渡期政策到期后，化肥统一开始征收13%增值税。

4. 行业发展

资源是磷肥企业最关键的竞争要素

磷矿资源将是中国磷化工企业未来最关键的竞争要素。具有资源依托的企业由于能够实现上下游一体化，其成本将得到有效控制，产品具有市场竞争力；而缺乏资源依托的企业将不得不采购价值日益高涨的磷矿石，其产品将处于成本劣势地位，市场竞争力和抵御价格波动风险的能力将远远低于上下游一体化的企业。

（三）氯碱化工行业

1. 行业概况

用电解饱和NaCl溶液的方法来制取NaOH、Cl₂和H₂，并以它们为原料生产一系列化工产品的工业，称为氯碱工业。氯碱工业产品以聚氯乙烯（PVC）和烧碱（NaOH）为主。PVC和烧碱都是重要的基础化工原料，其中PVC是世界五大通用塑料之一，在中国其消费

量已经升至第一位；烧碱广泛应用于石油、化纤、医药、轻工、造纸、有色金属等多个行业，PVC和烧碱都有较多的应用领域，市场需求比较广泛。从2004年开始，由于中国市场需求的增加和成本优势的逐步显现，中国氯碱产业开始步入高速发展时期，市场需求和产能迅速增长，目前中国已成为全球最大的PVC生产国和消费国。

2015年，在国家淘汰落后产能及节能环保政策重压下，中国烧碱的产量、表观消费量均出现近年来首次负增长。据中国氯碱工业协会统计，2015年中国烧碱总产能达3873万吨，同比下降0.92%，其中退出产能169万吨、新增产能206万吨。2016年，中国烧碱产量为3284.00万吨，较上年增长8.45%。2016年中国烧碱产量排名前三的省份分别是山东、江苏、内蒙古。其中山东作为国内氯碱行业第一大省，2016年烧碱产量（折纯）810.3万吨。

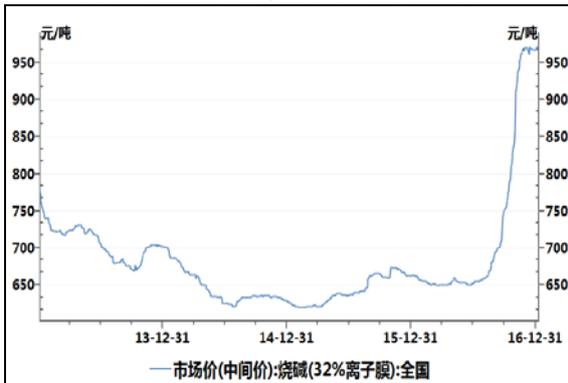
中国一直是烧碱净出口国。2015年，受印度反倾销以及“8-12”天津港爆炸事故影响，烧碱出口量进一步萎缩，为173.55万吨。2016年，中国烧碱出口量187.34万吨，同比增长7.95%。

PVC产品的产能在2010~2014年的平均增速为4.54%，而在2015年出现明显负增长，为2220万吨/年，同比下降9.7%。2016年，据初步统计，中国PVC产能为2253万吨，其中新增130万吨，退出97万吨。PVC属于产能过剩产品，在近几年市场优胜劣汰的选择以及产业门槛不断提高的政策引导下，新增产能增速大幅下降，供应结构转型初现成果。2016年，中国PVC产量为1669.24万吨，同比增长3.73%。

价格方面，烧碱价格方面，以32%离子膜烧碱全国市场中间价为例：2015年，中国烧碱行情呈现小幅回暖的态势，结束了自2013年9月以来的下行走势。受上游集中春检、日韩3-4月氯碱企业集中检修、南水北调华东航运受阻、“8-12”天津港爆炸、“阅兵蓝”等事件推动，国内烧碱行情自2015年春节过后逐步呈现回

暖的走势。直到11月下旬，山东氧化铝厂家频繁压价采购液碱，华东、华南印染、化纤、造纸年末需求萎缩，拖累烧碱行情从高位回落。2016年9月以来，受原材料价格上涨、环保压力致上游厂家停产等因素影响，烧碱价格快速上涨，2016年12月30日，烧碱（32%离子膜）市场价（中间价）为967元/吨，较年初上涨45.85%。

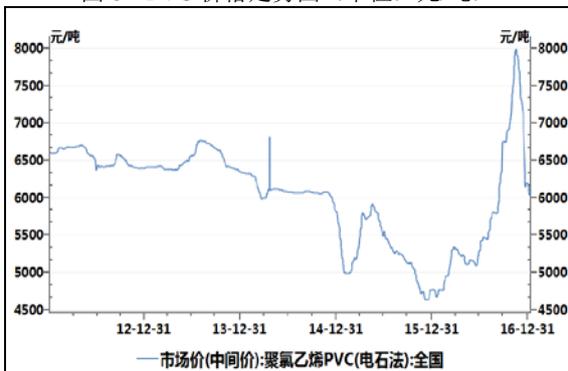
图5 烧碱价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

PVC 价格方面，以电石法 PVC 全国市场中间价为例：进入2016年以来，PVC 价格回升，受运输不畅、电石价格走高影响，PVC 价格保持震荡增长趋势，截至2016年11月16日，PVC 价格一度升至7994元/吨。此后，PVC 价格出现大幅快速下跌，截至2016年12月30日，PVC 价格为6193元/吨。

图6 PVC 价格走势图（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2. 行业政策及发展

根据《氯碱行业“十三五”规划》提出的发展目标，到2020年，通过产业政策调控、市

场引导、原料路线、工艺技术改以及企业整合，力争实现中国氯碱产业结构调整与升级。“十三五”末，使中国烧碱和聚氯乙烯开工率分别提升到85%和80%以上，其中电石法聚氯乙烯产能占比下降到75%左右。努力做好氯碱平衡，提高有机氯产品比例，满足市场需求。培育发展具有国际竞争优势的企业和企业集团；拥有一定享有国际影响力的产品品种、经营、贸易能力和管理人才。

“十三五”期间，膜极距离子膜电解槽应用比例达到60%以上，国产化离子膜应用比例达到30%以上，建设烧碱氧阴极电解和催化氧化制氯工业化项目并推广应用；建设“煤烯—聚氯乙烯”一体化示范项目，聚氯乙烯专用料和特种树脂产能比例达到20%以上，电石法聚氯乙烯无汞触媒研发取得突破性进展，开发和建设其他非汞工艺示范项目。

积极推进氯碱行业清洁生产，“十三五”末，万元产值耗能源和耗水量分别下降15%和20%，电石法聚氯乙烯单位产品用汞量相比2010年减少50%。

积极推进氯碱行业信息化建设，加强与传统氯碱工业的深度融合，在优化提升“数字制造”的基础上，向“智慧制造”跨越。

（四）盐化工行业

1. 行业概况

纯碱（碳酸钠，分子式 Na_2CO_3 ）是一种重要的基础化工原料，广泛用于玻璃、轻工、冶金等工业领域以及人们的日常生活，在国民经济中具有十分重要的地位，被誉为“化工之母”。

由于纯碱为大宗交易商品，价格市场化程度较高，行业竞争较为充分。从行业内企业性质看，国企占据行业主导地位。从地区产能分布上看，中国纯碱的产能主要集中在东部沿海地区，靠近原料产地。中国纯碱代表性生产企业主要有山东海化股份有限公司、唐山三友化工股份有限公司、湖北双环科技股份有限公司、

山东海天生物化工有限公司和连云港碱厂等。

目前纯碱生产工艺主要有三种：氨碱法、联碱法和天然碱法，其中氨碱法和联碱法属合成法制碱。在美国等天然碱富集的国家主要以天然碱法生产纯碱，而在中国、印度等天然碱资源匮乏国家，纯碱生产以合成法为主。

氨碱法是传统生产工艺，产品质量好、单位产能投资少，但是废渣产生量大且难以处理，只能长期堆存；联碱法是中国独有的生产工艺，具有废渣产生量少、资源利用效率高等优势，但是需要配套建设合成氨装置，投资大，且联碱企业大部分由小化肥厂改造而来，存在着技术和管理薄弱、消耗高等问题；天然碱法具有成本低、无污染等优势，但是生产受到资源分布的制约，国内仅有一家企业采用该工艺。

纯碱按堆积密度可分为轻质碱和重质碱两种，重质碱具有坚实、颗粒大、密度高、不易结块等特点，产品附加值较高。

表 6 纯碱分类及用途

纯碱种类	堆积密度	用途
轻质纯碱	堆积密度为 500-600 千克/立方米	主要用煤染剂、轻泻剂、玻璃、造纸、洗涤剂、颜料填充及塑料等行业
重质纯碱	堆积密度为 1000 千克/立方米	主要用于玻璃、冶金、石油化工、纺织、医药、合成纤维、化肥、造纸和是食品等行业

资料来源：中国纯碱工业协会

中国纯碱市场供需情况

近十几年来，中国纯碱产能、产量持续高速增长，2012 年以来中国纯碱行业产能过剩局面逐步显现，行业平均开工率一度下降至 70% 以下，市场竞争激烈，部分纯碱生产企业出现严重亏损。2014 年开始，纯碱行业开始淘汰落后产能。2015 年，纯碱行业产能减少 275 万吨，全行业实现盈利 3.7 亿元，4 年来首次扭亏为盈，去产能成效初显。2016 年，行业供给侧改革进一步深入，纯碱产能下降至 2970 万吨，同比下滑 1.4%。

目前，中国纯碱产量的 42% 用于生产平板玻璃和日用玻璃，21% 用于生产无机盐产品，5% 用于洗涤剂，5% 用于生产氧化铝，其余 27%

用于生产其他工业产品和库存。

2012 年以来，受经济增速放缓及房地产调控政策影响，下游玻璃行业需求显著下滑。从纯碱消费量情况看，2011 年以来，中国纯碱表观消费量总体呈增长趋势，但增速逐年下降，2011 年同比增长 15.06%，到 2016 年同比仅增长 1.31%，为 2403.95 万吨。

表 7 近年中国纯碱产销情况（单位：万吨、%）

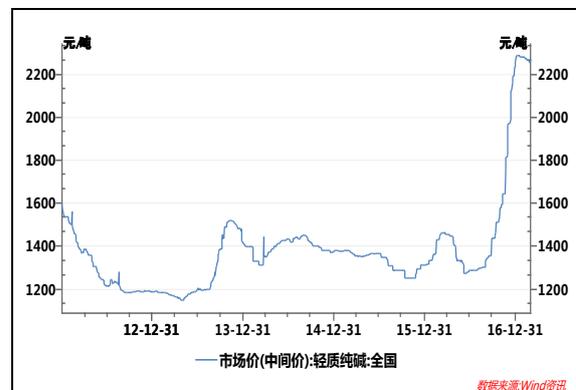
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
产量	2403.90	2429.36	2514.70	2591.80	2588.30
表观消费量	2235.54	2281.42	2340.60	2372.17	2403.95
产销比	93.00	93.91	93.08	91.53	92.85

资料来源：Wind 资讯

价格走势

纯碱作为基础化工产品，其产品为标准化产品，同质性较强，市场价格公开、透明，很难被少数企业操纵。

图 7 近年中国纯碱价格



资料来源：Wind 资讯

从近年来价格走势看，纯碱价格表现出了较强的波动性和周期性。以全国轻质纯碱市场平均价为例：2015 年纯碱价格波动下滑，且波动幅度较大，截至 2015 年 12 月 31 日轻质纯碱市场平均价为 1313 元/吨。2016 年年初至 2016 年 10 月份，纯碱价格呈现维稳行情；从 10 月底开始，纯碱价格呈现井喷式增长，截至 2017 年 2 月 28 日，轻质纯碱市场价平均价升至 2254 元/吨。

总体看，中国纯碱行业目前呈现产能过剩

的局面。近年来产能不断扩张，产品价格整体下跌明显。进入 2016 年，纯碱价格快速增长，创下 2011 年以来的新高。近年来，新增产能的释放加剧了行业竞争格局，企业利润空间不断受到挤压，特别是联碱法生产企业，面临较大的经营压力。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司注册资本 10 亿元，截至 2017 年 3 月底，公司股东宜昌市国资委和财富公司持股比例分别为 51.00% 和 49.00%，公司实际控制人为

宜昌市国资委。

2. 企业规模

截至 2017 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司共 19 家。截至 2017 年 3 月底，公司尿素产能 372 万吨/年、磷酸二铵产能 120 万吨/年、纯碱产能 180 万吨/年、氯化铵产能 180 万吨/年、PVC 产能 114 万吨/年、烧碱产能 258 万吨/年。跟踪期内，公司新纳入合并范围子公司 2 家，分别为鄂尔多斯市宜化化工有限公司（以下简称“鄂尔多斯宜化”）以及湖北元禾投资有限公司；其中鄂尔多斯宜化于 2015 年 10 月注册成立，尿素产能 52 万吨/年。

表 8 截至 2017 年 3 月底公司下属子公司基本情况（单位：万元，%）

序号	名称	注册地址	注册资本	主营业务	持股比例
1	湖北双环化工集团有限公司	湖北应城东马坊	45400.00	生产销售纯碱、氯化铵	82.00
2	湖北宜化化工股份有限公司	宜昌市猇亭区	89786.67	化肥、化工产品制造、销售	17.08
3	湖北宜化集团矿业有限责任公司	宜昌市宜都市	3000.00	磷矿采选、加工、销售；矿山设备制造、销售	100.00
4	湖北宜化集团财务有限责任公司	宜昌市	50000.00	对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务	100.00
5	应城市红双环工贸有限公司	应城市东马坊	100.00	水稳剂、服装销售	100.00
6	宜昌宜化杨柳投资有限公司	宜昌市远安县	3000.00	磷矿石销售；磷矿资源投资	51.00
7	湖北宜化集团化工机械设备制造安装有限公司	宜昌市猇亭区猇亭大道	11000.00	化工设备制造、安装	100.00
8	宜昌宜盛置业有限责任公司	宜昌市伍家岗区	5000.00	房地产开发及配套工程开发建设；房地产项目策划及营销；房屋租赁	100.00
9	贵州宜化置业有限公司	贵州省贵阳市	2000.00	房地产开发与销售；建筑材料的销售	51.00
10	湖北安州物流有限公司	宜昌市开发区	3500.00	普通货物运输；货物代理、仓储服务；汽车租赁；搬运劳务服务	70.00
11	宜鼎（上海）投资有限公司	上海外高桥自贸区	2000.00	投资管理，投资咨询	100.00
12	上海宜化实业有限公司	上海市崇明县	5000.00	投资管理；商务信息咨询	100.00
13	重庆华鼎融资担保有限公司	重庆市江北区	10000.00	票据承兑担保、贷款担保等	95.00
14	宜昌华鼎万诚融资担保有限责任公司	湖北省宜昌市	20000.00	贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等	80.00
15	湖南华鼎万诚投资担保公司	长沙市芙蓉区	10000.00	票据承兑担保、贸易融资担保等	99.00
16	松滋宜化房地产开发有限公司	湖北省松滋市	5000.00	房地产开发经营	70.00
17	河南温农丰华种业有限公司	焦作市温县	10000.00	生产小麦种子、繁育加工等	90.00
18	鄂尔多斯市宜化化工有限公司	准格尔旗	3000.00	尿素销售	100.00
19	湖北元禾投资有限公司	宜昌市猇亭区	1000.00	矿产资源投资	100.00

资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司董事长、总经理蒋远华，正高职高级工程师、中国石油和化学工业联合会副会长、中国氮肥工业协会副理事长、中国化工协会化肥专业委员会委员。曾先后担任湖北宜化（集

团）股份有限公司副总经理、湖北宜化化工股份有限公司党委书记、总经理。2001年2月至今担任公司党委书记、董事长、总经理。

截至 2017 年 3 月底，公司有在职员工 15226 人，其中管理类占 6%、技术类占 9%、生产类

占 80%、其他类占 5%；从人员年龄结构来看，30 岁以下占 32%、30-40 岁占 35%、40-50 岁占 20%、50 岁以上占 13%；从学历来看，硕士及以上占 1%、本科占 20%、大专占 33%、大专以下占 46%。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。公司员工整体文化素质较高，人力资源构成符合行业的特点，能满足公司发展的需要。

4. 环境保护

安全环保方面，公司在安全检查、安全专题会议、事故管理、环保设施管理、危化品仓储管理、“三废”及噪声管理等方面制定了相应的制度：公司每季度开展一次安全检查，由公司生产服务部从各子公司抽调具备较高安全管理能力的专家组成检查小组，分片区进行交叉检查，具体的所检查内容由集团生产服务部确定；各子公司总经理每月召开主持一次安全专题会，主要围绕于上月安全事故统计分析、压力容器和压力管道检查及监控使用情况、危化品管理情况等；为加强环保设施管理，公司安环部定期对环保设施进行监督检查，并对环保设施处理效果进行检测，对存在问题或达不到排放标准要求的环保设施下发《整改通知书》限期整改并对实施情况进行监督检查，以此保证设施正常稳定运行，实现达标排放。污水处理方面，公司基本保证每建一个厂就配备一个污水处理厂。目前公司重点生产公司配有 22 套污水处理系统、16 套脱硫系统（含青海宜化 5、6# 锅炉 2 套）、15 套脱硝（含双环 2、4# 锅炉及青海 5、6# 锅炉共 4 套），34 套除尘，运行正常，水质在线监测有 16 套，烟气在线监测有 42 套。废水、废气均能达标排放，固体废物合法处理。

联合资信关注到，公司下属子公司宜化股份于 2016 年 12 月 16 日发布有关《湖北宜化化工股份有限公司收到行政处罚及停产整治的关注公告》，公告称，宜化股份于 2016 年 12 月 5 日公告了《湖北宜化化工股份有限公司关于央视财

经频道〈经济半小时〉栏目报道公司环保问题的说明》（公司公告 2016-068 号），对有关公司的环保问题进行了相关说明。日前，公司收到宜昌市环境保护局下发的宜市环[2016]97 号文《宜昌市环境保护局行政处罚及停产整治事先（听证）告知书》，具体情况披露如下：经宜昌市环境监察支队现场调查，发现公司实施了以下环境违法行为：12 月 2 日晚 19:00 左右，公司对气柜造气废水进行消纳，导致大量造气废水通过循环水池满溢至雨水沟经山洪沟排入长江，经采样分析，COD 浓度达 3470mg/L、氨氮浓度达 1124mg/L、总磷 4.62mg/L，属水污染物超标排放。依据《中华人民共和国水污染防治法》第七十四条，宜昌市环保局对宜化股份处以应缴纳排污费数额五倍的罚款，即人民币 252 万元；并责令公司停产整治，在停产期间针对存在的环保问题进行整改。针对上述事件，宜化股份提出整改措施：经调查核实，12 月 2 日晚水污染物超标排放原因系老厂区置换过程中造气循环水液位控制不当出现漫液情况所致，属于偶发性事件，针对上述情况，宜化股份已于 12 月 2 日事发当天已完成整改，并已将整改情况书面报告宜昌市环保局。宜化股份将进一步加大环保工作力度，从管理、技术等方面采取切实措施确保不再出现类似事件。宜化股份服从宜昌市环保局拟对公司进行的行政处罚决定，不对上述行政处罚决定申请陈述申辩和听证。

公司近年来环境保护压力持续加大，联合资信将持续关注上述事件对公司生产经营及信用水平所造成的影响。

5. 安全生产

安全生产方面，公司制定了安全管理考核标准，并树立“安全责任重于泰山”的理念，坚决实行安全生产一票否决制。主要制度包括《安全检查制度》、《安全专题会会议制度》、《安全环保证件管理制度》、《安全联防制度》、《事故管理制度》、《重大危险源管理制度》、《重点岗位安全警戒管理制度》、《环保设施

管理制度》、《危化品仓储管理制度》、《“三废”及噪声管理制度》。凡安全生产不达标的单位不能参加各类先进的评比。同时加大环保设施的投入和现有装置的技术改造，提高废水、废气、废渣的循环利用力度，实现循环利用。

联合资信关注到，2017年2月14日，公司发布《关于湖北宜化集团有限责任公司下属子公司发生安全事故的公告》，公告称，2017年2月12日凌晨3点30分许，公司控股子公司宜化股份全资子公司新疆宜化化工有限公司电石事业部5号电石炉2号电极处理料面时，发生空间闪爆事故。事故造成2人当场死亡、3人重伤、5人轻伤。事故发生后，新疆宜化化工有限公司迅速组织全力处置救援，事故受伤人员紧急送往医院救治，涉事的5号电石炉停止生产。新疆自治区、昌吉自治州、准东开发区管委会三级党委和政府对本次事故高度重视，已成立事故调查组赶赴现场开始工作。

2017年4月26日，宜化股份就上述事件最新进展发布了《关于子公司新疆宜化化工有限公司“2.12”电石炉喷料灼伤一般事故调查报告及整改进展情况的公告》，公告称，经调查认定，新疆宜化公司“2.12”电石炉喷料灼伤一般事故是一起生产安全责任事故。事故造成2人死亡、3人重伤和5人轻伤，直接经济损失420余万元。对事故有关责任人员及责任单位的处理建议如下：1、依据《中华人民共和国安全生产法》、《生产安全事故报告和调查处理条例》等有关法律法规的规定，建议昌吉州安监局对新疆宜化公司处以规定上限的罚款；2、依据《中华人民共和国安全生产法》、《生产安全事故报告和调查处理条例》等有关法律法规的规定，建议昌吉州安监局对新疆宜化公司董事长胡智、总经理朱洪波各处以2016年度收入80%的罚款；对副总经理李天方、电石事业部部长庄宁、设备动力部部长高光辉、安全总监孔德印，责成新疆宜化公司按照公司内部规定给予处理；3、建议责令新疆宜化公司停产整顿并向准东开发区管委会作出深刻检查；4、建议责令准东开发区

管委会向州人民政府作出深刻检查；5、准东开发区公安分局以涉嫌重大劳动安全事故罪对新疆宜化孔德印等9名人员立案处理，目前该9人已取保候审；6、建议新疆宜化对董事长胡智、总经理朱洪波两人给予党纪政纪处分；7、建议对准东开发区4名政府安全监督管理负责人予以行政警告、记过等处分。事故发生后，准东开发区管委会责令新疆宜化公司停产整顿。新疆宜化公司制定了停产方案。2017年3月，水泥、电石、烧碱、PVC系统陆续停产，进入整改检修阶段。因供暖、防冻及检修需要，尿素和三聚氰胺系统根据专家组意见，于2017年4月21日停产。目前，新疆宜化正在开展安全生产培训和整改检修工作，预计四月底前进行电石、PVC整改验收，验收通过后将迅速恢复生产，尿素、三聚氰胺待检修整改完毕后将申请验收，验收通过后将恢复生产。

联合资信将持续关注上述事件对公司生产经营及信用水平所造成的影响。

6. 技术能力

公司是全国循环经济示范企业。近年来，公司开发并实施了 300 多项新技术新工艺，开发了 20 多项国家级，省级新产品，获得了 100 多项专利，具有极强的自主创新能力。宜化是全球最大的多元醇生产基地，宜化是季戊四醇国家标准第一起草单位，拥有相关专利 12 个，“一种季戊四醇的制备方法”成功在瑞典获得了发明专利权；变压吸附脱碳获得了国家发明专利金奖；重介质选矿和双反浮选技术成功地解决了胶磷矿不能生产磷酸二铵的世界难题，公司采用特殊专有技术使磷酸二铵产品质量成为世界第一品牌。

公司是采用联碱法生产纯碱和氯化铵的化工企业，是中国三大的纯碱生产企业之一，也是世界上最大的联碱生产企业。

联碱法对原盐利用率高，可达 95% 以上，不产生难以处理的氯化钙废品，对环境污染小，在生产出纯碱的同时还生产氯化铵。

生产设备上，公司使用世界先进的煤气化装置壳牌炉，装置适应性强，公司可用便宜的粉煤进行合成氨生产，同时，壳牌炉碳转化率高，可有效提高资源利用效率。此外，该装置基本可达到零污染排放，节能减排效果显著。

公司盐碱氨肥钙工程将原有纯碱中的60万吨/年部分引入蒸吸工序，利用原有的真空盐装置和卤水净化装置进行改造，以精制盐卤和二氧化碳为原料，采用氨作中间媒介法生产轻质纯碱，固相水合法生产普通重质纯碱。引入此工序后，将原工艺中的氨循环利用，减少了氨的消耗，同时减少了市场售价较低的氯化铵的产量，有利于提高企业竞争力。同时，引入蒸吸工序后，由蒸吸工序产生的蒸馏母液经沉淀除去碱渣后，可注井采高钙卤水，采出的卤水利用改造后的真空制盐装置，生产工业盐，可满足企业50万吨/年联碱生产装置的需求。制盐产生的高钙溶液，用于生产附加值较高的94%氯化钙产品，预期可产生较好的收益。真空盐装置副产的二次冷凝水送至矿井开采硝型卤水，经过精制后供应蒸吸工序制作氨盐水，可有效降低本项目水资源消耗。项目主要依托企业现有的公用工程和成熟的技术，运用国内成熟技术工艺，仅对部分产能进行改造，对产品结构进行了优化，不影响原工艺工段设备，项目实施后将减少氯化铵产品60万吨，增加了合成氨产品19万吨，工业盐产品20万吨，氯化钙产品20万吨。公司通过项目改造后，通过减少氯化铵的产量，增加适销对路、效益情况较好的合成氨、工业盐以及氯化钙等产品，同时可有效降低纯碱生产的成本，企业可根据市场情况实时调整联碱和氨碱生产工艺，以市场为导向优化产品结构经济运行，实现效益最大化。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、法人治理结构及管理制度等其他方面无重大变化。

公司作为宜昌市国资委控股企业，受政府

支持力度较强。2015年，宜昌市委出具《关于支持宜化集团转型升级创新发展的专题办公会议纪要》（【2015】5号），会议强调，政府各级各部门要进一步创新和优化对企业的支持服务工作，就公司深化改革、金融债权债务清偿、磷矿资源配置等具体事项确定了支持方案。

公司近年来获得政府补助规模较为稳定，2015~2016年，获得政府补助金额分别为1.52亿元和1.60亿元。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事煤化工、磷化工和盐化工三大产业产品的生产和销售。经过多年的发展，产品种类已多达60余种。2016年，公司实现营业收入222.22亿元，同比下降11.41%，其中来自尿素产品收入占比11.34%，磷化工产品（主要为磷酸二铵）收入占比15.78%，盐化工产品（包括纯碱、氯化铵、PVC、电石、烧碱等）收入占比38.57%。三大产业产品收入同比分别下降8.62个百分点、下降1.23个百分点和增长2.47个百分点。其中，受尿素价格下跌及装置停车技改影响，2016年公司尿素业务实现收入25.21亿元，同比大幅下降49.64%；同期，同样受产品价格下降影响，公司磷酸二铵板块实现收入35.06亿元，同比下降17.83%；PVC板块方面，2016年虽然销量持平，但其价格有所增长，使得该板块收入同比上升3.63%，成为公司目前最大收入贡献来源；公司联碱及化工产品2016年实现收入21.48亿元，规模较上年下降27.36%，主要系双环科技生产系统部分工段大修及生产不稳定导致主要产品产量下降所致。

从毛利率来看，2016年公司综合毛利率为11.44%，较上年下降3.53%。2016年，受化肥行业产能过剩、同质化竞争激烈影响，公司主要化肥产品价格大幅下跌，同时，煤炭价格上行、国家针对化肥行业的优惠政策取消（包括优惠电价、优惠铁路运价、以及恢复征收增值税等）等不利因素叠加，致使尿素、磷酸二铵毛利率

分别大幅下降至8.55%和3.40%；PVC板块，受市场行情上行、产品价格增长影响，毛利率从2015年的8.68%增长至2016年的16.94%。

2017年一季度，公司实现主营业务收入51.99亿元，为上年同期水平的89.50%。

表9 2015~2017年1~3月公司主营业务构成情况(单位:亿元,%)

主营业务	2015年			2016年			2017年1-3月	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比
尿素	50.06	19.96	17.41	25.21	11.34	8.55	2.77	5.34
磷酸二铵	42.67	17.01	14.23	35.06	15.78	3.40	4.85	9.32
氯碱产品	12.18	4.86	34.61	14.09	6.34	40.49	4.69	9.02
PVC	47.39	18.89	8.68	49.11	22.10	16.94	10.22	19.65
联碱及化工产品	29.57	11.79	15.37	21.48	9.67	6.16	6.92	13.32
盐及盐化工产品	1.41	0.56	30.24	1.03	0.46	9.68	0.22	0.43
其他化工产品	8.19	3.26	21.72	7.03	3.16	2.03	1.72	3.32
其他	59.36	23.66	12.95	69.21	31.14	9.36	20.59	39.60
合计	250.83	100.00	14.97	222.22	100.00	11.44	51.99	100.00

资料来源:公司提供

总体看,跟踪期内,公司收入规模有所下降,其中化肥板块(尿素及磷酸二铵)受市场价格下滑影响,盈利能力明显削弱。目前宜化股份负责尿素生产的两家子公司处于停产状态,宜化股份宜昌本部尿素装置处于停产进行技术改造升级阶段,对于今后一段时间的经营业绩会产生一定影响,公司面临一定经营压力。

(1) 煤化工板块

公司煤化工板块主导产品有尿素、甲醇、季戊四醇和保险粉。

尿素

作为全国大型的尿素生产企业,公司的尿素业务主要由宜化股份及其下属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”)、贵州宜化化工有限责任公司(以下简称“贵州宜化”)以及新疆宜化化工有限责任公司(以下简称“新疆宜化”)以及2016年三季度新纳入合并范围的鄂尔多斯宜化6家企业负责生产。

截至2017年3月底,公司尿素产能372万

吨/年,较2016年6月底新增52万吨/年,新增全部来自鄂尔多斯宜化。其中煤头尿素产能252万吨/年,气头尿素产能120万吨/年,是中国最大的尿素生产企业之一。公司尿素产能分布为内蒙古气制尿素120万吨/年、湖北煤制尿素60万吨/年、贵州煤制尿素40万吨/年、湖南煤制尿素40万吨/年、新疆煤制尿素60万吨/年和鄂尔多斯煤制尿素52万吨/年,基本对中国化肥使用量较大的河南、河北、安徽、山东等地形成了较强辐射,区域布局合理完善。

鄂尔多斯宜化年产30万吨合成氨、52万吨尿素,采用世界上先进的工艺技术,其能耗、氨耗均达到国际领先水平。该项目工艺流程为采用多元料浆加压气化技术制备粗合成气,从气化系统来的粗合成气经过耐硫变换制取合成氨变换气。合成氨变换气经低温甲醇洗净化和液氮洗精制,再经氨合成得到液氨中间产品。中间产品液氨和CO₂采用意大利斯纳姆普罗吉提公司的NH₃汽提尿素生产技术生产尿素产品。

表10 公司2015年~2017年3月末尿素产量情况(单位:万吨,%)

内蒙古联化	湖北宜化	湖南宜化	贵州宜化	新疆宜化	鄂尔多斯宜化	合计
-------	------	------	------	------	--------	----

2015年							
产量	110.22	64.58	38.45	38.82	67.54	--	319.61
产能利用率	91.85	107.63	96.13	97.04	112.57	--	99.88
2016年							
产量	52.65	35.39	28.14	22.37	58.00	44.28	240.83
产能利用率	43.87	58.99	70.34	55.93	96.66	85.16	64.74
2017年1-3月							
产量	0.00	3.74	0.00	0.42	12.47	11.90	28.53
产能利用率	0.00	24.93	0.00	4.21	83.14	91.51	30.68

资料来源：公司提供

2016年，公司整体尿素效益大幅下滑，其中贵州宜化尿素产能利用率维持在56%左右，为增加公司效益，贵州宜化2016年同时外销液氨。同期，鄂尔多斯宜化因为工艺较为先进，生产成本低且生产稳定，因此保持了较高产能利用率。2016年四季度，受原材料、动力价格上涨，供需失衡以及化肥市场价格低迷等因素影响，宜化股份子公司内蒙古联化、湖南宜化经营困难，其尿素生产装置停车；同时，为提升企业市场竞争力，宜化股份宜昌本部对尿素装置停产进行技术升级改造。受上述因素影响，公司2016年及2017年一季度尿素产量同比大幅下降。2017年5月3日，宜化股份发布公告，内蒙古联化技改工作已基本完成，于5月2日开车生产，目前生产负荷约70%，预计5月10日前可实现满负荷上产。

目前，中国尿素行业产能过剩情况严重，倒逼企业只有采取节能降耗的新工艺，才能得以生存发展。在此背景下，跟踪期内，宜化股份对于湖北地区55万吨合成氨生产装置进行新型煤气化节能技术改造，分两期实施，项目建设期24个月。改造后，预计节约电量1300千瓦时/吨合成氨，节煤约300公斤/吨合成氨，生产成本将显著降低。

原材料供应方面，公司尿素生产的主要原材料为煤炭。除贵州宜化外，公司其他地区煤炭需求主要依靠外购。贵州宜化所用煤炭主要由普安县补者煤矿、贵州黔西南州新宜矿业投资

有限公司安利来煤矿供应，普安县宜鑫煤矿2015年1季度已经建成投产，设计产能45万吨/年，使得贵州宜化煤炭自供比例达60%。截至2017年3月底，上述四个公司煤炭储量合计6044.35万吨，产能111万吨/年。

外购方面，2016年及2017年一季度公司、分别采购燃料煤56.85万吨和10.48万吨；采购原料煤403.59万吨和84.20万吨。2016年，公司煤炭外购量同比增长，系公司新增鄂尔多斯宜化煤制尿素产能所致。目前公司采购金额前三大的供应商分别为宁波郑宜兰能源有限公司、山西潞安环保能源开发股份有限公司和湖北沁和能源煤炭有限公司，主要针对湖北、重庆等基地进行供应。价格方面，受益于2016年前三季度煤炭价格下行，公司2016年煤炭采购均价显著下降。其中，新疆宜化依托新疆地区廉价的煤炭资源，尿素生产成本在900元/吨左右，成本优势显著。公司通过对煤炭资源的并购积极将尿素产业链向上游拓展，在降低公司生产成本的同时，进一步提高了公司抗风险能力。天然气采购方面，内蒙古联化从当地气田进行天然气采购，每年按照合同供气。近年来公司天然气采购量逐年减少，主要系限气原因造成。2017年一季度由于内蒙古联化停产，公司未进行天然气采购。

表11 公司主要原料采购情况
(单位：万吨、元/吨、万立方米、元/立方米)

原料种类	项目	2015年	2016年	17年1-3月
煤炭	化工用煤	403.19	403.59	84.20
	采购均价	253.42	171.45	180.65
	动力	46.27	56.85	10.48

	用煤	采购均价	388.28	226.26	252.93
天然气		采购量	67407.47	33366.41	--
		采购均价	1.34	1.19	--

资料来源：公司提供

销售方面，公司尿素产品由于用户分散，产品专业性不强，因此公司主要采取以经销商为主，采取现款结算方式进行销售。公司尿素板块下游主要客户有贵州禾嘉供应链管理有限责任公司、新疆农资(集团)有限责任公司、四川倍丰农资有限公司和中农集团控股股份有限公司等。

2016年及2017年一季度，公司尿素销量分别为241.12万吨和23.33万吨。销售价格方面，近年来受尿素行业产能过剩影响，公司尿素销售价格持续呈下滑趋势，2016年及2017年一季度，公司尿素销售均价分别为1100.66元/吨及1189.52元/吨。

表12 公司2015年~2017年3月末尿素销售情况
(单位：万吨、元/吨)

尿素	2015年	2016年	2017年 1-3月
销售量	312.61	241.12	23.33
均价	1551.54	1100.66	1189.52

资料来源：公司提供

总体上，经过多年的发展，公司已成为全国规模最大、竞争实力最强的尿素企业之一，但跟踪期内受行业景气度下行影响，公司尿素产品销售价格较2015年大幅下降，且生产成本大幅上升，削弱了其盈利能力。为了有效降低尿素生产成本，跟踪期内，公司对于湖北地区合成氨生产装置进行技术改造，改造完成后，公司的综合竞争实力及抗风险能力有望得到增强。

季戊四醇

季戊四醇是重要的化工原料，在涂料、轻工、汽车、建筑、合成树脂等工业领域中应用广泛。中国季戊四醇主要用于醇酸树脂涂料、合成润滑油、松香酯、季戊四醇硝酸酯等，也在多种场合代替甘油使用，特别是生产聚酯多元醇和聚醚多元醇。季戊四醇产品一般包括单

季戊四醇、双季戊四醇和季季戊四醇。

中国目前有季戊四醇生产厂家超过30家，其中规模超万吨级的企业主要有宜化集团、云天化集团等。中国市场需求主要以低端季戊四醇(92%含量左右)为主；而欧洲等国际消费区域主要消耗高端季戊四醇(98%含量以上)。近几年国内季戊四醇新建项目较多，尤其是低端季戊四醇产量增长较快，而需求量增长缓慢，导致国内低端季戊四醇供大于求，价格下跌；而高端季戊四醇仍然处于供求平衡的状态，价格在高位运行。

公司生产季戊四醇的主要载体为本部及子公司贵州金江化工有限公司，截至2017年3月底，公司总计拥有产能5万吨/年，较2016年6月底减少5.3万吨/年，系宜化股份对合成氨装置进行升级改造所致。公司季戊四醇产能约占全国总生产能力的40%，位列全球第一。公司在季戊四醇产品线上具有很强的成本优势，其上游原材料甲醇、乙醛、烧碱以及蒸汽等均可依托公司自有煤化工、盐化工生产线实现充分自给。

技术方面，公司于2002年购买了韩国三洋化学实业(株)公司的单及双季戊四醇专有技术，所生产的产品品质优良，纯度高于98%。公司主要生产高端季戊四醇，提升产品附加值，使得公司在整体市场行情不好的大环境下产品依然畅销。另外，为了适应市场的需求，公司将原92%级季戊四醇升级到95%级，同时生产更高品级的98%级和双季戊四醇，满足了客户不同层次不同产品的需要。目前公司的客户包括世界知名涂料企业，如纽佩斯、DSM、长兴化学等均同宜化集团建立了良好的合作关系，中国涂料前50强企业也几乎均为宜化集团的长期客户。

2015年~2016年以及2017年1~3月公司分别生产季戊四醇5.46万吨、4.72万吨和1.41万吨。由于国内季戊四醇产能过剩，需求相对不足，公司产能利用情况一般。同期，公司季戊四醇价格呈上升趋势，分别为8422.57元/吨、8793.43元/吨和8913.57元/吨；销量方面分别为5.24万

吨、5.18万吨和1.25万吨。

副产品的生产上，公司保险粉产品于2009年9月投产，截至2017年3月底，公司拥有保险粉产能10万吨。保险粉的主要原料为季戊四醇的副产物以及公司其它产品，保险粉的投产使公司产业链更为完善，同时也增加了季戊四醇产品的盈利能力。2015年~2016年以及2017年1~3月公司分别生产保险粉2.84万吨、3.58万吨和0.00万吨。公司2017年一季度保险粉产量为零，系进行停车技改所致，截至报告日，公司该部分技改工程已经完成开车。

总体看，公司在季戊四醇产品生产的规模和品质上均处于行业领先水平。一方面公司加快进军欧美等高端市场以提高国际化竞争力；另一方面，为满足市场需求，公司生产不同品级的产品，为公司产品销售提供更大的灵活性。随着国际国内涂料工业对所需原材料提出更高要求，公司季戊四醇产业有望保持良好的发展趋势。

(2) 磷化工板块

磷酸二铵

公司是全国最大的磷酸二铵制造企业之一，主要由子公司湖北宜化肥业有限公司（以下简称“宜化肥业”）和湖北宜化松滋肥业有限公司（以下简称“松滋肥业”）进行生产。截至2016年底，公司磷酸二铵产能为140万吨/年。截至2017年3月底，公司磷酸二铵产能减少至120万吨/年，系宜化肥业3号系统20万吨磷酸二铵产能改为磷酸一铵产品所致。2015年~2016年以及2017年1~3月公司分别生产磷酸二铵137.22万吨、142.94万吨和24.75万吨。近年来公司保持了较高的开工率，生产装置稳步运行。

磷肥的主要原料为磷矿石和硫磺。磷矿石作为不可再生资源，国土资源部已将磷矿列为2010年后不能满足中国国民经济发展要求的20个矿种之一，未来磷矿石的资源属性将越来越得到重视。2015年~2016年以及2017年1~3月公司分别采购磷矿109.17万吨、141.26万吨和20.91万吨。2016年，公司外购磷矿同比增长，

系下属神农磷矿2016年度闭坑，导致自产磷矿产量下降所致。同期，采购均价分别为372.44元/吨、383.00元/吨和326.63元/吨，采购成本呈波动下降趋势。

磷矿资源方面，公司通过对磷矿增资，掌握磷矿资源，向上游延伸产业链，降低磷肥生产成本。公司目前掌握的磷矿资源主要集中在江家墩磷矿、雷波华瑞矿业、殷家坪磷矿和宜安联合实业杨柳矿，合计拥有磷矿石资源地质储量7.41亿吨。其中江家墩磷矿设立时间为2005年，目前探明地质储量为1.68亿吨，设计开采能力为200万吨/年，其中一期30万吨/年的产能已于2015年一季度投产，截至目前，江家墩二期建设由于地质结构原因，需要重新进行坑探，再出具可研报告重新申报进行项目建设的申报。公司持有雷波华瑞矿业90%股权，于2013年4月取得采矿权证，华瑞磷矿勘察面积30.64平方公里，初步探明地质储量1.8亿吨，平均品位23.44%，初步设定规模为100万吨/年，目前已取得采矿权证；宜安联合实业杨柳矿初步探明储量为3.3亿吨，平均品位为25.46%，目前已经取得探矿权证，一期设计产能160万吨/年。殷家坪磷矿，地质储量0.97亿吨，设计开采能力100万吨/年，2016年二季度已经转产，目前出矿较少，品味较低，预计2017年逐步达产达标，进一步提高公司的自给量。宜化集团矿业、殷家坪矿业和江家墩磷矿开采成本分别为101.06元/吨、60.64元/吨和104.22元/吨。公司磷矿石进一步自给，一方面本地磷矿石运费具有优势，另一方面也增加了对上游磷矿石供应商的议价能力。未来随着自有磷矿的逐步投产，公司磷肥成本优势将更加显著。

公司生产磷酸二铵所需另一主要原材料为硫磺，目前主要依靠进口获得。由于公司硫磺采购直接从长江港口购买，相比其他地区硫酸二铵生产企业具有一定物流成本优势。2015年~2016年以及2017年1~3月，公司硫磺采购平均价格分别为1095.56元/吨、805.59元/吨和839.85元/吨。采购量分别为66.12万吨、60.66

万吨和 9.29 万吨。跟踪期内，公司对硫磺的需求量相对稳定，但采购价格的连续波动给公司的生产成本带来较大不确定性。

表 13 公司磷酸二铵原材料采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
磷矿石			
采购量	109.17	141.26	20.91
均价	372.44	383.00	326.63
硫磺			
采购量	66.12	60.66	9.29
均价	1095.56	805.59	839.85

资料来源: 公司提供

销售方面, 2015 年~2016 年以及 2017 年 1~3 月, 公司磷酸二铵销量分别为 139.73 万吨、154.06 万吨以及 21.47 万吨。同期销售均价分别为 2666.42 元/吨、1977.09 元/吨以及 2072.77 元/吨。2015 年, 受市场环境好转影响, 公司磷酸二铵销售均价有所上升。

表 14 公司 2015 年~2017 年 3 月磷酸二铵产销情况
(单位: 万吨/年、万吨、元/吨)

磷酸二铵	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
产能	140.00	140.00	120.00
产量	137.22	142.94	24.75
销售量	139.73	154.06	21.47
销售价格	2666.42	1977.09	2072.77

资料来源: 公司提供

总体看, 跟踪期内, 公司磷酸二铵产能利用率水平维持稳定, 2016 年以来, 磷酸二铵销售价格较 2015 年降幅明显, 削弱了公司的盈利能力。

(3) 盐化工板块

纯碱和氯化铵

公司盐化工板块主要产品为纯碱和氯化铵, 上市公司双环科技为运营主体。截至 2017 年 3 月底, 公司纯碱和氯化铵生产能力均为 180 万吨/年。目前公司纯碱产能全国排名第三, 在国内市场占有率约为 9%, 氯化铵占有率约为 15.8%。

从产量上来看, 近年来公司保持了较高的

产能利用率。2012 年以来, 虽然受国家宏观经济增速放缓等因素影响, 纯碱行业下游需求有所波动, 但公司依然保持了较高的开工水平。2015 年~2016 年以及 2017 年 1~3 月, 公司分别生产纯碱 180.64 万吨、157.56 万吨和 42.05 万吨。同期, 公司氯化铵产量分别为 173.07 万吨、149.38 万吨和 38.84 万吨。2016 年, 公司纯碱、氯化铵产量同比下降, 主要系双环科技生产系统部分工段大修及生产不稳定所致。

表 15 公司近年纯碱和氯化铵生产情况
(单位: 万吨)

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
纯碱	180.64	157.56	42.05
氯化铵	173.07	149.38	38.84

资料来源: 公司提供

生产原料方面, 公司纯碱生产所需主要原料、燃料为原盐、煤及电力。原盐方面, 双环科技地处中国最大的原盐基地之一, 国家划归双环集团开采的矿区原盐储量为 9.49 亿吨, 根据相关协议, 双环科技向双环集团缴纳资源占用费后, 由其自行生产和使用, 能够完全满足其纯碱生产的原盐需求。2015 年~2016 年以及 2017 年 1~3 月, 公司原盐产量分别为 217.37 万吨、211.23 万吨和 55.74 万吨, 自供比例达 100%。煤炭方面, 公司生产所需的煤炭主要包括原料煤和燃料煤, 原料煤气化提供纯碱生产所需的原料二氧化碳, 燃料煤则提供生产过程所需的热量等动力。煤炭成本约占双环科技生产总成本的 45%。受 2016 年四季度以来煤炭价格上涨影响, 公司煤炭采购成本增幅明显。2016 年, 公司煤炭采购量同比增长, 主要系公司于跟踪期内新增鄂尔多斯宜化 52 万吨/年煤制尿素产能所致。电力成本是影响纯碱生产成本的另一重要因素, 约占生产成本的 30%。公司拥有自备电厂, 装机规模 11 万千瓦, 为热电联产项目, 机组产能利用率在 50% 左右, 由于自备电无法满足公司生产需求, 公司生产所需 80% 电力均外购于湖北省电力公司孝感供电公司, 2015 年~2016 年, 公司采购量分别为 10.85 亿度和 14.36

亿度，采购价格分别为0.49元/度和0.54元/度。作为应城市最重要的工业企业之一，公司用电量基本能够得到保证。

表 16 公司近年原材料采购情况
(单位: 万吨、元/吨、万元、亿度、元/度、亿元)

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
粉煤			
采购量	59.17	75.97	20.72
均价	496.55	516.69	768.39
燃料煤			
采购量	93.97	92.59	14.56
均价	394.55	422.06	637.53
电			
采购量	10.85	14.36	3.01
均价	0.49	0.54	0.60

资料来源: 公司提供

销售方面，公司联碱产品以直销为主，分销结合，分销客户先款后货，直销比例达70%以上。公司正常结算账期为一个月，拥有长期稳定的合作客户，市场占有率高。其中纯碱直销分销同步推进，各占50%左右，平均市场占有率11%，主要合作客户有：信义光伏产业（安徽）控股有限公司、湖北供销银丰农业科技股份有限公司、重庆迅驰化工有限公司和广东粤兴发进出口有限公司等。氯化铵主要以工厂直销为主，直销率已经达到60%，平均市场占有率10%，拥有客户500余家，主要合作客户有：洋丰、金正大、红四方等复合肥制作厂商。

2015年~2016年以及2017年1~3月，公司分别销售纯碱176.52万吨、129.60万吨和31.02万吨，同期销售均价分别为1091.05元/吨、1126.77元/吨和1556.18元/吨。氯化铵方面，2015年~2016年以及2017年1~3月，公司分别销售氯化铵208.37万吨、145.20万吨和31.96万吨，同期销售均价分别为399.94元/吨、356.00元/吨和473.36元/吨。

表 17 公司近年纯碱和氯化铵销售情况
(单位: 万吨、元/吨)

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
纯碱			
销量	176.52	129.60	31.02
销售均价	1091.05	1126.77	1556.18
氯化铵			

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
销量	208.37	145.20	31.96
销售均价	399.94	356.00	473.36

资料来源: 公司提供

总体上，公司纯碱板块业务具备较强的规模优势，拥有丰富的上游原盐资源，具有较好的发展优势，2016年以来售价同比有所增加。然而氮肥行业产能过剩较为严重，下游需求较弱，盈利能力受到较大影响。

PVC、烧碱和电石

公司2004年进入PVC行业，公司本部、内蒙古宜化化工有限公司（以下简称“内蒙宜化”）、青海宜化化工有限责任公司以下简称“青海宜化”）、新疆宜化、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”）是公司发展PVC业务的主要载体。其中内蒙宜化的主要产品包括PVC和烧碱；中外合资企业太平热电拥有PVC产能12万吨/年，同时其全资子公司太平洋化工还拥有PVC产能12万吨/年。青海宜化年产30万吨PVC项目于2011年6月份达产。2013年6月，新疆宜化50万吨/年离子膜烧碱、60万吨/年PVC项目一期年产25万吨离子膜烧碱、30万吨PVC及配套工程项目投产，使得公司氯碱产能大幅增长。截至2017年3月底，公司PVC和烧碱产能合计分别为114万吨/年和258万吨/年。

表 18 公司 PVC 和烧碱产能情况
(单位: 万吨/年)

公司简称	PVC	烧碱
太平洋热电	12	--
太平洋化工	12	--
湖北宜化	--	48
内蒙宜化	30	70
青海宜化	30	70
新疆宜化	30	70
合计	114	258

资料来源: 公司提供

2015年~2016年以及2017年1~3月，公司分别生产PVC110.41万吨、110.23万吨和23.64万吨。随着产能的逐步扩张以及稳定的生产工艺，公司产能利用率较为稳定，并显著高于全国平均水平。

表 19 公司近年 PVC、烧碱和电石产量
(单位: 万吨)

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
PVC	110.41	110.23	23.64
电石	147.59	145.59	31.28
烧碱	214.94	255.80	56.04

资料来源: 公司提供

从整个PVC行业来看, 中国PVC产能过剩情况较为严重, 产品差异性小, 市场竞争主要体现为成本的竞争, 尤其是煤炭资源的获取能力。公司在湖北地区的PVC生产由于电力成本较高, 毛利率略低于行业平均水平, 而新疆、内蒙和青海属于低电价地区, 且依托西部地区丰富的煤、盐资源, 公司PVC成本优势较为明显, 公司PVC连续三年产能利用率都维持在90%以上, 生产稳定消耗逐年下降, 2016年度PVC产品是公司主要效益来源, 预计未来几年公司PVC产业经营业绩稳中有升。

原料配备方面, 截至2017年3月底, 公司拥有电石产能150万吨/年, 电石自给率达93%。其中内蒙宜化拥有电石产能50万吨/年, 实现电石自给的同时内销给太平洋热电和太平洋化工, 在一定程度上保证了太平洋热电和太平洋化工PVC生产原料的供应; 青海宜化拥有电石产能40万吨/年, 基本能实现电石自给; 新疆宜化电石产能由40万吨/年提升至60万吨/年, 满足本公司PVC生产的同时富余部分可以供应给青海宜化。2015年~2016年及2017年一季度, 公司电石采购量分别为9.18万吨、11.98万吨和2.87万吨。电力方面, 公司拥有九家自备电厂或者余热发电机组, 分别位于新疆宜化、太平洋热电、太平洋化工、内蒙古宜化、宜化肥业、松滋肥业、双环科技、重庆宜化和贵州宜化。截至2017年3月底, 公司电力自给率为32%。2016年及2017年第一季度, 公司电力外部采购量分别为92.24亿度、19.72亿度; 同期, 电力平均采购价格为0.38元/度、0.39元/度。公司通过自备发电在一定程度上有利于降低电力外部采购量与相应采购成本。

销量方面, 2015年~2016年及2017年一季度, 公司PVC销量分别为106.82万吨、106.99万吨以及18.92万吨, 年度产销率均处于90%以上。销售价格方面, 2016年二季度以来, 受环保限产、运费调整等因素影响, 公司PVC产品价格呈增长趋势, 2015年~2016年及2017年一季度分别为4413.58元/吨、4504.93元/吨以及5399.80元/吨。

表 20 公司近年 PVC 和烧碱销售情况
(单位: 万吨、元/吨)

	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
PVC			
销量	106.82	106.99	18.92
销售均价	4413.58	4504.93	5399.80
烧碱			
销量	100.32	95.97	24.18
销售均价	1218.55	1464.98	1939.53

资料来源: 公司提供

总体上, 跟踪期内, 公司 PVC 产销量保持平稳, 其原材料实现部分自给, 一定程度上降低了 PVC 生产成本; PVC 价格呈增长趋势, 目前处于历史高位, 成为 2016 年公司利润主要来源。

2. 经营效率

2016 年, 公司销售债权周转次数较 2015 年有所上升, 为 12.53 次; 同期, 公司存货周转次数及总资产周转次数分别同比下降至 2.18 次和 0.39 次。

总体看, 公司整体经营效率尚可。

3. 在建项目及未来发展

截至 2017 年 3 月底, 公司在建项目主要为宜化股份及湖北环益化工有限公司(双环科技全资子公司, 以下简称“环益公司”)的煤气化节能技术升级改造项目。上述改造使用先进的多喷嘴对置式水煤浆气化工工艺、低温甲醇洗工艺、WSA 湿法制酸工艺、可控移热等温变换工艺、液氨洗工艺、低压合成等工艺, 全面改造现有生产装置。改造后, 公司生产成本将显

著降低，从而提高公司的盈利水平和市场竞争力。

表 21 截至 2017 年 3 月底的重大在建项目情况(单位: 万元)

项目名称	计划总投资	截至 2017 年 3 月底已投资金额	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年
煤气化节能技术升级改造项目(宣化股份)	21.98	1.24	9.75	8.79	2.20
煤气化节能技术升级改造项目(环益公司)	6.90	0.47	2.50	2.50	1.43
合计	28.88	1.71	12.25	11.29	3.63

资料来源: 公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015~2016 年审计报告经瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面,截至 2016 年底,公司纳入合并范围的二级子公司共 19 家,其中新纳入合并范围子公司 2 家,分别为鄂尔多斯市宣化化工有限公司以及湖北元禾投资有限公司;不再纳入合并范围合并范围子公司 1 家,为华鼎万诚(北京)投资担保有限公司。2017 年一季度,公司合并范围未发生变化。综合看,跟踪期内合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底,公司(合并)资产总额 573.23 亿元,所有者权益 90.89 亿元(其中少数股东权益 69.05 亿元);2016 年,公司实现营业收入 222.22 亿元,利润总额-18.54 亿元。

截至 2017 年 3 月底,公司(合并)资产总额为 579.09 亿元,所有者权益合计为 91.50 亿元(其中少数股东权益 69.47 亿元);2017 年 1~3 月,公司实现营业收入 51.99 元,利润总额 1.35 亿元。

2. 盈利能力

2016 年,公司实现营业收入 222.22 亿元,同比下降 11.41%,主要系公司化肥板块(尿素及磷酸二铵)产品价格大幅下降,且部分尿素装置停产所致。2016 年公司营业成本 196.74 亿元,同比下降 7.72%,低于同期营业收入降速,使得

营业利润率较 2015 年相比下降 4.17 个百分点至 10.31%,处于历史低位。

2016 年公司期间费用为 38.75 亿元,同比增长 12.26%,由于同期营业收入下降,期间费用占营业收入比重增长至 17.44%。2016 年,公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 14.10 亿元、9.44 亿元、15.20 亿元,较上年分别增长 19.04%、21.48%、2.06%。销售费用同比增幅较大,主要系当期运输费上涨以及 2015 年部分出口产品在 2016 年确认收入和费用所致。

2016 年,公司资产减值损失为 6.30 亿元,同比增长 166.26%。2016 年末,公司对存在可能发生减值迹象的资产,包括存货、固定资产及应收账款,进行了全面清查和资产减值测试。其中存货跌价损失 3.70 亿元、坏账损失 0.68 亿元、贷款减值损失 0.05 亿元,长期股权投资减值损失 0.43 亿元,固定资产减值损失 1.44 亿元,存货跌价损失较去年增长 49.19%。

2016 年公司投资收益为 2.56 亿元,同比增长 2.33 亿。主要系公司当年确认处置长期股权投资产生的投资收益 2.42 亿元(其中转让北京宣化时代科技 86.04%股权确认收益 2.41 亿元)。

2016 年公司营业外收入 2.05 亿元,与上年基本持平。营业外收入主要由政府补助构成。2016 年,公司获得政府补助 1.60 亿元,占整体营业外收入的 78.05%。2016 年,受营业收入下降且营业成本上升影响,公司利润总额同比大幅下降,为-18.54 亿元。

从盈利指标看,2016 年公司营业利润率为

10.31%，同比减少 4.17 个百分点；受净利润为负的影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-1.00%和-21.72%，同比分别下降 4.35 个百分点和 22.40 个百分点，降幅较大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入同比下降 10.50%，为 51.99 亿元；实现利润总额 1.35 亿元；营业利润率为 20.34%，较 2016 年增长 10.03 个百分点。2017 年一季度，公司盈利能力较上年大幅回升，主要系化工、化肥行业有所回暖，公司主要产品价格大幅增长所致。

总体看，跟踪期内，受所处行业景气度下行影响，公司年度营业利润持续亏损，公司利润总额和盈利能力均大幅下降，处于较弱范围。2017 年一季度，受主要产品销售价格上涨影响，公司整体盈利能力有所恢复。

3. 现金流

从经营活动来看，2016 年公司经营活动现金流入量和流出量分别为 323.70 亿元和 308.40 亿元，分别同比增长 17.00% 和 41.74%，主要由于收到与支付其他与经营活动有关的现金（构成主要为公司内部资金拆借款）同比大幅增长所致。2016 年，公司经营活动现金流量净额为 15.30 亿元，同比下降 74.11%。2016 年，公司现金收入比为 101.98%，同比下降 7.49 个百分点，公司现金收入质量一般。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入量为 9.13 亿元，较 2015 年增长 272.17%，主要系收回投资收到的现金和处置子公司及其他单位收到的现金增加所致。其中，收回投资收到的现金 4.25 亿元，主要由收回委托贷款资金 1.60 亿及赎回理财资金 2.30 亿元构成；处置子公司及其他单位收到的现金 3.83 亿元，主要由公司转卖太平洋热电公司股权收到的现金 1.03 亿元（公司将持有的太平洋热电 38.5% 股权转让给宣化股份）以及转卖北京宣化时代科技股权收到的现金 2.46 亿元构成。2016 年，公司投资活动现金流出量为 22.64 亿元，同比下降 17.53%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金（14.89

亿元）和投资支付的现金（7.69 亿元，主要为委托贷款资金）构成；2016 年公司投资活动现金流量净额为 -13.52 亿元，2016 年公司经营活动现金净流量及投资活动现金流入量尚能覆盖投资支出需求。

从筹资活动来看，公司主要通过银行借款进行筹资，2016 年公司筹资活动现金流入量为 295.65 亿元，其中吸收投资收到的现金为 3.25 亿元，主要系宣化股份发行永续债收到的现金（发行规模 4 亿元）。2016 年，公司收到与支付其他与筹资活动有关的现金分别为 52.39 亿元和 51.05 亿元，同比分别增长 77.47% 和 25.80%，其构成主要系融资租赁款；2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 1.23 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入为 73.70 亿元。同期，公司现金收入比为 118.83%，较 2016 年大幅提升。公司经营活动产生的现金流量净额 16.39 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -4.97 亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金 2.00 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -25.70 亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金 30.80 亿元。

总体看，跟踪期内，受行业景气度下行影响，公司经营活动现金净流量大幅下降，公司投资支出规模有所下降，公司短期仍有对外融资需求。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额为 573.23 亿元，同比增长 2.66%；其中流动资产占 39.28%，非流动资产占 60.72%，资产结构保持稳定，仍以非流动资产为主，符合企业所在行业特性。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 225.14 亿元（同比增长 2.56%）；构成以货币资金（占 28.24%）、预付账款（占 12.98%）和存货（占 39.77%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金 63.57 亿元（同比增长 22.53%）；其中银行存款占 22.81%；

其他货币资金占比77.13%，主要系各类保证金，其中使用受限的货币资金金额为31.01亿元。

表22 截至2016年底应收账款主要欠款单位
(单位: 亿元)

名称	金额
浙江特产石化有限公司	0.67
苏州市佳联国际贸易有限公司	0.47
苏州市斯源塑化有限公司	0.40
浙江物产氯碱化工有限公司	0.31
无锡利源赛德斯经贸发展有限公司	0.31
合计	2.15

资料来源: 审计报告

截至2016年底, 公司应收账款6.86亿元(同比下降33.36%); 欠款客户前5名金额合计占比31.34%, 集中程度较低。截至2016年底, 公司应收账款账面余额8.13亿元, 计提坏账准备1.28亿元, 计提比例为15.74%, 计提较为充分。其中, 1年以内(含1年)占比65.81%, 1~2年(含2年)占比12.42%, 2~3年(含3年)占比6.64%, 3年以上占比15.13%, 账龄较上年有所增加, 公司应收账款整体账龄偏长。整体看, 公司应收账款质量尚可。

截至2016年底, 公司预付款项29.22亿元, 同比减少0.25%。公司预付款项中1年以内(含1年)占比2.70%, 1~2年(含2年)占比44.11%, 2~3年(含3年)占比32.07%, 3年以上占比21.12%。预付对象前5名金额合计占比26.15%, 集中程度较低。

截至2016年底, 公司其他应收款净额为10.40亿元(同比下降15.61%), 其中计提坏账准备0.83亿元。公司其他应收款中, 1年以内(含1年)占比31.61%, 1~2年(含2年)占比30.46%, 2~3年(含3年)占比5.08%, 3年以上占比32.85%。公司对其他应收款坏账计提比例偏低。

表23 截至2016年底其他应收款主要单位
(单位: 亿元)

名称	金额	备注
宜昌市城市建设投资开发有限公司	1.35	往来款

宜昌中天投资有限公司	1.43	投资款
湖北龙宜建设有限公司	1.31	借出款
武汉市江夏区土地出让征收征稽办公室	0.57	往来款
湖北丰信建设有限公司	0.33	借出款
合计	5.00	--

资料来源: 公司提供

截至2016年底, 公司存货89.53亿元, 同比下降1.48%。2016年底存货主要由原材料(占存货原值20.87%)、产成品(占存货原值38.58%)及开发成本(占存货原值28.19%)构成。公司对存货计提跌价准备1.81亿元(占存货原值的9.28%), 对产成品计提跌价准备2.13亿元(占产成品原值的5.91%)。

截至2016年底, 公司非流动资产348.09亿元, 同比增长2.72%, 主要由固定资产(占69.34%)和在建工程(占15.00%)构成。

截至2016年底, 公司固定资产净额为241.36亿元, 同比增长5.12%; 从固定资产账面价值看, 房屋建筑物占29.93%, 机器设备占68.85%。公司累计折旧138.68亿元, 计提减值准备2.32亿元, 其中2016年机器设备新增计提减值准备1.44亿元。

截至2016年底, 公司在建工程账面价值52.20亿元, 同比减少14.10%, 主要由于新疆电厂及配套工程大部分转入固定资产所致; 截至2016年底, 公司在建工程期末余额主要系内蒙古合成氨升级改造项目(占比23.35%)、江家墩采矿项目(占比9.56%)、新疆电厂及配套工程(占比9.48%)及宜安联合实业磷矿工程(占比7.85%)。其中内蒙古合成氨升级改造项目系根据2016年四季度停车公告, 原计划对其进行升级改造, 因此将相应固定资产转入在建工程所致。但截至报告日, 该部分装置已经开车, 相应在建工程将在开车稳产后转回固定资产。

截至2016年底, 公司无形资产14.14亿元, 同比下降1.91%。公司无形资产主要由土地使用权(占无形资产账面净值47.31%)和采矿权及探矿权(占无形资产账面净值52.40%)构成。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 579.09 亿元，较 2016 年底增长 1.02%。其中流动资产占比 39.63%，非流动资产占比 60.37%，资产结构仍以非流动资产为主。截至 2017 年 3 月底，公司应收账款 4.44 亿元，较 2016 年底下降 35.33%；预付款项 32.36 亿元，较 2016 年底增长 10.75%；存货 95.66 亿元，较 2016 年底增长 6.85%；。

总体来看，跟踪期内，公司资产构成以非流动资产为主，公司资产符合一般化工制造企业的特点；流动资产以货币资金、预付款项和存货为主，货币资金受限比例较大，存货占比较大，对公司资产流动性具有一定的负面影响；非流动资产中在建工程、固定资产所占份额较大。整体看，公司资产质量一般。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 90.89 亿元，同比下降 15.68%，其中归属于母公司的权益 21.85 亿元，少数股东权益 69.05 亿元（占所有者权益合计的 75.97%）。公司归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占比 45.77%，资本公积占比 27.96%，未分配利润占比 21.01%。截至 2016 年底，公司资本公积 6.11 亿元，同比增长 0.17 亿元，主要系地方财政拨款 2300 万元所致；未分配利润为 4.59 亿元，同比减少 4.13 亿元，主要受本年归属于母公司所有者的净利润为负影响。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 91.50 亿元；归属于母公司的权益 22.03 亿元；所有者权益构成与 2016 年底相比变化不大。

总体看，跟踪期内，受主营业务经营亏损影响，公司所有者权益规模有所减少，少数股东权益在所有者权益中占比大，公司所有者权益稳定性弱。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 482.33 亿元，同比增长 7.05%，增加主要来自流动负债；负债结构以流动负债为主（占比 71.00%）。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 342.47 亿

元，同比增长 10.59%，增加主要来自短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债。结构上主要由短期借款（占 43.45%）、应付票据（占 21.40%）、应付账款（占 13.25%）和一年内到期的非流动负债（占 10.23%）构成。

截至 2016 年底，公司短期借款 148.80 亿元，同比增长 4.90%；主要由信用借款（占比 18.60%）、保证借款（占比 59.41%）及保证&质押借款（占比 8.64%）构成。

截至 2016 年底，公司应付票据 73.30 亿元，较上年底增长 18.79%，其构成全部为银行承兑汇票。主要系一方面，公司为保证各家银行的存款及盘活公司资金，在各银行存入全额保证金开具承兑汇票，另一方面，公司增加了上游供应商的承兑支付比例所致。

截至 2016 年底，公司应付账款 45.37 亿元（同比增长 28.64%）。按账龄来看，在 1 年内的占比 64.03%，1~2 年的占比 30.84%，2~3 年的占比 3.07%，3 年以上的占比 2.06%，整体账龄尚可；其中大额应付账款主要由未结算的工程款和设备款构成。

截至 2016 年底，公司预收款项 30.74 亿元，较上年底下降 11.04%，其中账龄在 1 年以内的占比 68.863%，1~2 年的占比 21.29%。年末大额预收款项主要为双环科技房产项目的预收房款。

截至 2016 年底，公司其他应付款 6.81 亿元，同比增长 23.43%，其中，1 年以内的占比 36.26%，1~2 年占比 40.31%，2~3 年占比 6.39%，3 年以上的占比 17.04%。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 139.86 亿元，同比减少 0.74%。其构成主要以长期借款（占 30.17%）、应付债券（占 20.90%）和长期应付款（占 35.25%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款为 42.19 亿元，同比下降 21.49%，其中，信用借款 4.33 亿元、保证借款 27.55 亿元、保证&抵押&质押借款 5.80 亿元。

截至 2016 年底，公司长期应付款为 49.30

亿元，同比增长 11.01%，其构成主要为融资租赁款。

依据经济实质对有关债务进行调整，将其他流动负债中的短期债券调整至短期债务，将长期应付款和其他非流动负债中的有息部分调整至长期债务。调整后，截至 2016 年底，公司全部债务 393.79 亿元，同比增长 6.65%，其中短期债务 257.15 亿元（占 65.30%），长期债务 136.64 亿元（占 34.70%）。

跟踪期内，随公司债务规模的上升，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别上升 3.44 个百分点、上升 4.02 个百分点、上升 3.85 个百分点，2016 年底分别为 84.14%、60.05%、81.25%。整体来看，跟踪期内，公司债务规模进一步扩大，整体债务负担重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 487.59 亿元，其中流动负债占比 71.19%，仍以流动负债为主，负债结构变化不大；依据经济实质对有关债务进行调整后，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率与 2016 年底相比变化不大，分别为 84.20%、59.91% 和 80.91%。

整体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，债务负担持续加重。同时，公司债务以短期债务为主，短期偿债压力较大，债务结构有待进一步改善。未来伴随公司建设项目推进，公司仍有一定的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 65.74%、39.60%，同比分别下降 5.15 个和 1.94 个百分点，处于较弱水平。截至 2017 年 3 月底，以上指标分别为 66.11% 和 38.55%，相比变化不大。2016 年公司经营现金流动负债比大幅下降 14.61 个百分点，为 4.47%。公司短期偿债指标较弱，存在较大的短期支付压力。

从长期偿债能力看，受利润下降影响，2016

年公司 EBITDA 为 15.79 亿元；同期，公司全部债务/EBITDA 为 24.94 倍；EBITDA 利息倍数自 2015 年的 1.98 倍下降至 0.92 倍。整体看，公司对全部债务的保护能力较弱。

截至 2016 年底，剔除受限的货币资金后，公司现金类资产 41.59 亿元，为一年内待偿还债券“16 宣化 CP001”（5 亿元）的 8.32 倍。2016 年，公司经营活动现金流入量、净流量分别为 323.70 亿元和 15.30 亿元，分别为“16 宣化 CP001”发行额度的 64.74 倍和 3.06 倍。整体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“16 宣化 CP001”的保障能力强。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 448.45 亿元，未使用信用额度 207.56 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司宣化股份和双环科技均为 A 股上市公司，公司具有直接融资渠道。

6. 母公司财务状况

截至 2016 年底，公司资产总额 80.99 亿元，所有者权益 17.78 亿元；2016 年，公司实现营业收入 19.10 亿元，利润总额 0.77 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 86.49 亿元，所有者权益合计为 17.78 亿元；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.89 亿元，利润总额 15.12 万元。

7. 过往债务履约情况

截至 2017 年 4 月 7 日，公司未结清信贷信息无不良类和关注类情况；已结清信贷信息中，有 1 笔不良类贷款和 14 笔关注类贷款，不良贷款的形成系公司并购的其他企业造成，关注类贷款是由于当时的不良贷款造成中国工商银行系统内对公司的贷款分级为关注类，2005 年几笔还款之后，全部调整为正常类。

8. 抗风险能力

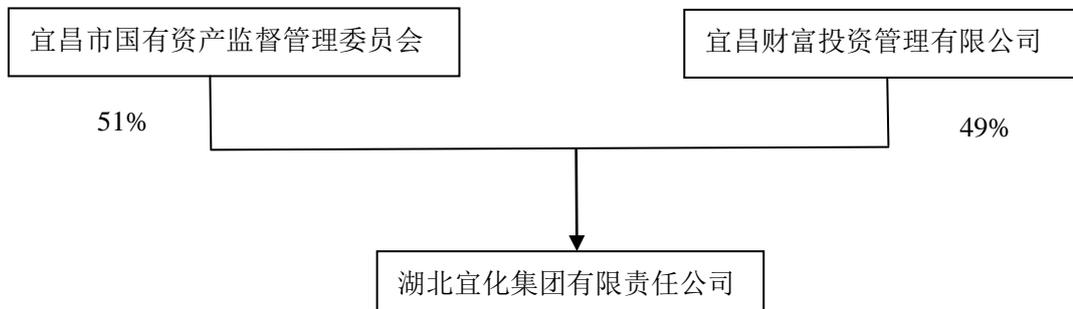
基于对公司自身经营和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

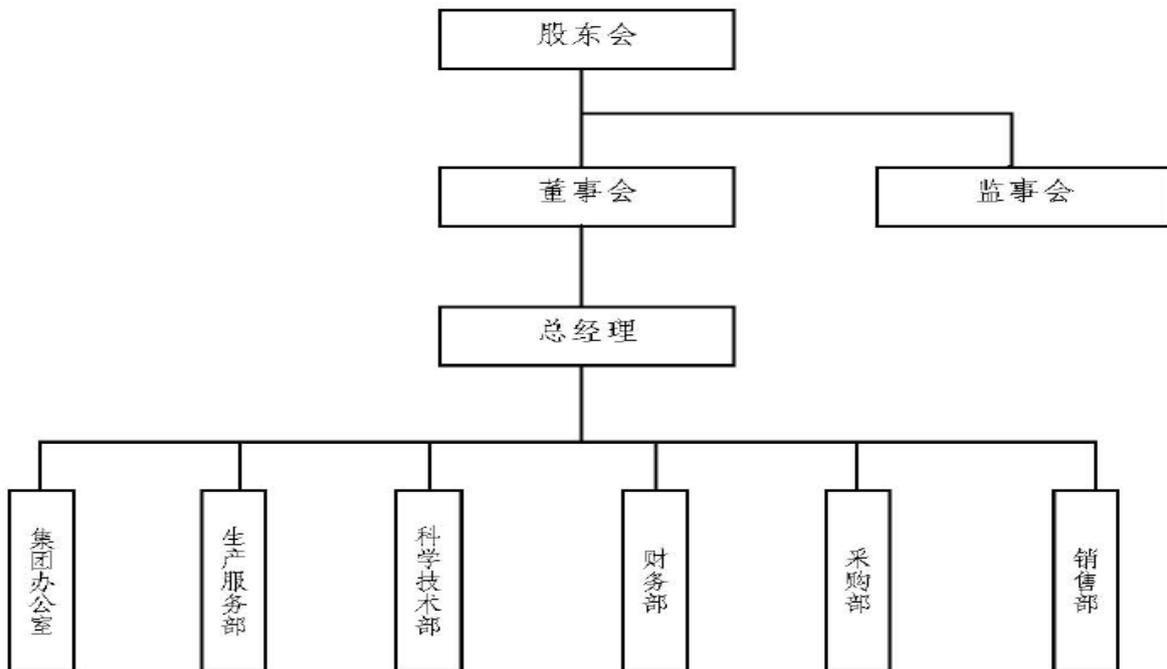
公司作为大型化工生产企业，在生产规模、资源保障、产业链完善等方面具备综合优势；公司是中国传统大型化工产品生产企业，产品质量好，品牌知名度高。联合资信同时关注到，公司所处行业波动性较大、自身债务负担重、短期偿付压力较大等因素对公司信用水平造成的不利影响。

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16宜化 CP001”信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.75	61.41	72.60	69.04
资产总额(亿元)	527.81	558.38	573.23	579.09
所有者权益(亿元)	101.75	107.79	90.89	91.50
调整前短期债务(亿元)	201.98	227.87	257.15	251.11
调整后短期债务(亿元)	204.98	231.87	257.15	251.11
调整前长期债务(亿元)	95.29	77.05	71.42	77.00
调整后长期债务(亿元)	147.35	137.35	136.64	136.75
调整前全部债务(亿元)	297.27	304.92	328.57	328.11
调整后全部债务(亿元)	352.32	369.22	393.79	387.86
营业收入(亿元)	243.77	250.83	222.22	51.99
利润总额(亿元)	1.55	1.26	-18.54	1.35
EBITDA(亿元)	40.16	35.41	15.79	--
经营性净现金流(亿元)	33.93	59.08	15.30	16.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	9.69	11.48	12.53	--
存货周转次数(次)	2.61	2.38	2.18	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.46	0.39	--
现金收入比(%)	112.87	109.47	101.98	118.83
营业利润率(%)	16.71	14.48	10.31	20.34
调整后总资本收益率(%)	4.49	3.35	-1.00	--
净资产收益率(%)	0.85	0.68	-21.72	--
调整后长期债务资本化比率(%)	59.15	56.03	60.05	59.91
调整后全部债务资本化比率(%)	77.59	77.40	81.25	80.91
资产负债率(%)	80.72	80.70	84.14	84.20
流动比率(%)	76.11	70.89	65.74	66.11
速动比率(%)	43.97	41.54	39.60	38.55
经营现金流动负债比(%)	12.35	19.08	4.47	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	1.98	0.92	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	8.77	10.43	24.94	--

1. 公司其他流动负债中的短期债券已相应调整至调整后短期债务；公司长期应付款中的融资租赁款和其他非流动负债已相应调整至调整后长期债务。2. 2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的长期(非流动) 负债
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
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