跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]863 号

湖北宜化化工股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

湖北宜化化工股份有限公司主体长期信用等级为 A-，评级展望为“稳定”

湖北宜化化工股份有限公司公开发行的“16 宜化债”债券信用等级为 A-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

湖北宜化化工股份有限公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：A-　　评级展望：稳定

上次评级结果：A-　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16宜化债	6亿元	5年	A-	A-	2018年9月3日

跟踪评级时间：2019年5月28日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	325.51	239.27	237.46
所有者权益（亿元）	15.68	19.47	19.19
长期债务（亿元）	52.10	31.07	--
全部债务（亿元）	243.26	177.71	--
营业收入（亿元）	119.55	128.12	32.81
净利润（亿元）	-51.47	3.14	0.06
EBITDA（亿元）	-22.79	28.14	--
经营性净现金流（亿元）	12.32	1.66	1.98
营业利润率（%）	3.59	17.44	12.19
净资产收益率（%）	-122.94	17.87	0.29
资产负债率（%）	95.18	91.86	91.92
全部债务资本化比率（%）	93.95	90.13	---
流动比率（倍）	0.32	0.31	0.31
EBITDA全部债务比（倍）	-0.09	0.16	--
EBITDA利息倍数（倍）	-2.07	2.74	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	-3.80	4.69	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、长期应付款中的有息债务计入公司长期债务。

评级观点

2018年，湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“公司”或“湖北宜化”）仍以氯碱和化肥产品为主业，装置规模较大，氯碱及尿素产品市场价格维持相对高位有助于缓解公司的经营压力，处置部分新疆宜化化工有限公司（以下简称“新疆宜化”）股权给公司贡献一定收益并消除了因新疆宜化安全生产事故问题给公司带来的不利影响。公司作为宜昌市大型地方国企上市公司，当地政府对公司支持力度大，湖北宜化集团银行业债权人委员会（简称“债委会”）运行良好，使公司金融机构借款得以接续。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司环保管理工作有待进一步加强、化肥装置开工率低、盈利能力仍较弱、权益规模仍然较小、债务负担重且2019年资本市场债券集中到期等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，新疆宜化已经剥离，公司在地方政府的引导下，积极调整业务结构，保证生产正常，加之行业环境较此前有所改善，公司经营趋于稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“A-”，评级展望为“稳定”；同时维持“16宜化债”的债项信用等级为“A-”。

优势

1．2018年，氯碱及尿素产品市场价格维持相对高位，公司经营压力有所缓解。

2．公司因处置部分新疆宜化股权获得投资收益，2018年实现扭亏避免公司因连续亏损退市，新疆宜化的出表减轻了公司经营压力，降低了不确定性风险。

3．公司作为宜昌市大型地方国有企业，在湖北宜化集团银行业债权人委员会和各方的协助下间接融资维持稳定。

关注

1．公司部分化肥产能工艺技术相对落后，成本高，2018 年，装置整体运行效率较低。2018 年，公司虽扭亏为盈，但主营业务盈利能力仍属较弱。

2．公司生产过程中涉及到危险化学品的生产、运输与管理，2018 年，国家重视安全环保监管，尽管公司重视安全环保管理工作，但仍存在因排放超标被处罚的事件，环保工作有待进一步加强。

3．2018 年，公司债务负担虽有减轻，但仍属很重，且 2019 年面临资本市场债券集中兑付，短期偿债压力大。

分析师

任贵永
电话：010-85172818
邮箱：rengy@unitedratings.com.cn
樊　思
电话：010-85172818
邮箱：fans@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

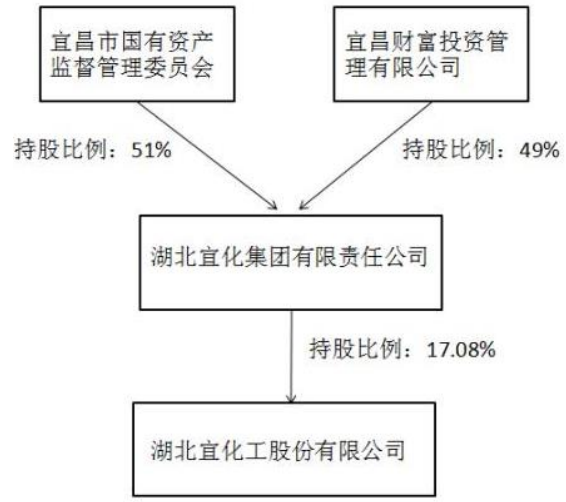
联合信用评级有限公司

一、主体概况

湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“公司”或“湖北宜化”）前身是创建于 1977 年的湖北宜昌地区化工厂。1992 年 12 月，经湖北省体改委鄂改[1992]42 号文批准，通过定向募集股份的方式设立湖北宜化（集团）股份有限公司，总股本 4,903.54 万股。1996 年公司经中国证券监督管理委员会证监发字[1996]118 号文和证监发字[1996]119 号文批准，于 8 月份在深圳证券交易所公开发行 1,635 万社会公众股（证券简称“湖北宜化”；股票代码“000422.SZ”），注册资本 6,538.54 万元。1995 年 5 月，公司变更为现名。

经多次分红配股、资本公积转增股本以及定向增发，截至 2019 年 3 月底，公司总股本为 89,786.67 万股，其中，湖北宜化集团有限责任公司（以下简称“宜化集团”）持股比例为 17.08%，为公司最大股东，宜昌市国有资产监督管理委员会持有宜化集团 51.00%的股份，为公司的实际控制人。2018 年以来，公司股本和实际控制人未发生变动。

图1　截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司年报

2018 年以来，公司经营范围未发生变化，公司主要职能部门设置未发生重大变动；2018 年，包括新疆宜化化工有限公司（以下简称“新疆宜化”）在内的三家子公司因股权转让不再纳入合并范围，注销 7 家子公司，新设 1 家子公司，合并范围剩余子公司 28 家；截至 2018 年底，公司在职员工 8,442 名。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 239.27 亿元，负债合计 219.81 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）19.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.86 亿元。2018 年，公司实现营业收入 128.12 亿元，净利润（含少数股东损益）3.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.29 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 237.46 亿元，负债合计 218.27 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）19.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.90 亿元。2019 年一季度，公司实现营业收入 32.81 亿元，净利润（含少数股东损益）0.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.60 亿元。

公司注册地址：湖北省宜昌市猇亭大道 399 号；法定代表人：卞平官。

二、债券发行及募集资金使用情况

本次债券名称为“湖北宜化化工股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”，于 2016 年 9 月 28 日发行，票面利率为 4.95%，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调利率选择权和投资者债券回售权。债券付息日为 2017 年至 2021 年每年的 9 月 28 日，到期日为 2021 年 9 月 28 日。本次公司债券已于 2017 年 11 月 9 日在深圳证券交易所挂牌交易，证券简称“16 宜化债”，证券代码为“112454.SZ”。根据《证券法》第六十条、《深圳证券交易所公司债券上市规则（2015 年修订）》第 7.1 条等规定，公司“16 宜化债”自 2018 年 5 月 8 日起在深交所暂停上市。

公司于 2018 年 9 月 28 日支付 2017 年 9 月 28 日至 2018 年 9 月 27 日期间的利息，本次债券发行募集资金已全部使用完毕。

三、行业分析

公司主要经营尿素、磷酸二铵、PVC 和烧碱等产品，所属行业涉及化肥行业和氯碱化工行业。

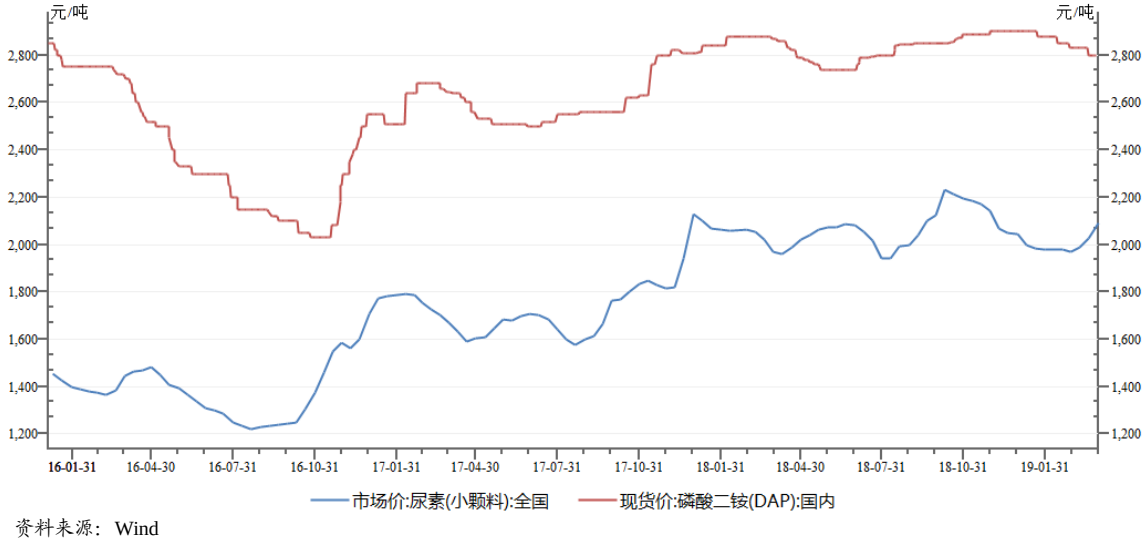
1. 化肥行业

（1）行业概况

由于中国化肥行业总产能快速扩张，导致氮肥、磷肥产能过剩问题突出，行业整体景气度低迷。2018 年，化肥行业在经历了多年的深度低迷后，由于原油及煤炭价格持续上涨的助推、国家对环保严管的规范，部分化肥企业在转型与创新后有所复苏。行业落后产能加快淘汰，产品结构调整，行业发展质量改善。

氮肥是我国传统的大宗肥种，2018 年，随着部分产能关停退出，国内氮肥产能过剩压力缓解，氮肥价格维持在高位。以尿素为例，全国尿素（小颗粒）市场价维持在 1,900~2,200 元/吨区间，较上年运行区间提升 300 元/吨。磷酸二铵维持在 2,800 元/吨上下，较上年略高且走势趋稳。

图2　2016年~2019年一季度中国尿素和磷酸二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

（2）行业供需情况

我国化肥行业结构性矛盾依然突出，化肥大宗产品如尿素、磷酸二铵等消费增长乏力。据国家

统计局 2018 年 12 月公布数据显示，全国粮食播种面积 117,037 千公顷，较 2017 年减少 952 千公顷，下降 0.8%。其中谷物播种面积 99,685 千公顷，较 2017 年减少 1,079 千公顷，下降 1.1%。

在消费增长乏力的情况下，国内化肥产能结构进一步优化。据中国氮肥工业协会统计，2018 年，全国合成氨产能 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。从产量来看，2018 年我国合成氨及氮肥产量继续下降。全国累计生产合成氨 5,601 万吨，同比降低 0.5%；氮肥产量 3,794 万吨（折纯，下同），同比减少 1.6%；尿素产量 5,207 万吨（实物量，下同），同比降低 2.4%；高效尿素产量 217 万吨，同比增长 6.9%，其中含腐植酸尿素 68 万吨，同比增长 15.3%。作为化肥生产大国，出口一直以来是我国消化国内化肥过剩产能的重要方式，其中，氮肥是我国主要的化肥出口品种，据海关统计，2018 年我国出口氮肥 470.6 万吨，同比减少 15.1%，其中出口尿素 244.7 万吨，同比降低 46.3%，出口形势较为严峻。

（3）行业政策

由于化肥行业关系到农业的发展，多年来国家对化肥行业的政策指导较多。2018 年，政府出台的政策如下：

2018 年 1 月，我国第一部单行绿色税法《中华人民共和国环境保护税法》（以下简称《环保税法》）开始实施。环保税法规定，应税大气污染物的税额幅度为每污染当量 1.2 元至 12 元，水污染物的税额幅度为每污染当量 1.4 元至 14 元，具体适用税额的确定和调整由当地政府决定。环保税的征收使化肥企业的税负负担有所加重。

2018 年 1 月 1 日起，氮磷钾三元复合肥的出口关税从 20%从价计征调整为 100 元/吨从量计征，磷矿石出口关税从 15%下调到 10%。此外，其他与肥料直接相关的关税基本不变。氮、磷肥继续实行零关税出口，而直接出口的钾肥继续被限制，但复合肥的出口进一步放松。

2018 年 4 月，农业农村部下发《2018 年全国农资打假专项治理行动实施方案》的通知，2018 年开展农资打假专项治理行动，依法严厉打击农资制假售假行为，为农业生产安全和农产品质量安全提供保障。重点整治农药隐性成分、兽药非法添加、肥料有效成分不足和氯离子超标等问题，并建立农资违法失信黑名单制度，公布农资违法失信企业名单。

2018 年 5 月，农药、化肥等货物的增值税税率从 11%下调为 10%，陆路、水路等运输服务的增税税率也下调至 10%。此外，工业企业和商业企业小规模纳税人的年销售额标准由过去的 50 万元和 80 万元上调至 500 万元。税率的下调在政策方面为肥料企业减轻了税负，降低了运营成本。

2018 年 8 月，《土壤污染防治法》获得通过。土壤污染防治法共七章、九十九条，将于 2019 年 1 月 1 日起施行。这是我国首次制定专门的法律来规范防治土壤污染，对土壤污染防治产业来说是一大利好，也推动了土壤健康、土壤修复类肥料产品迅速发展。

2018 年 11 月，农业农村部在广西南宁召开全国果菜茶绿色发展暨化肥农药减量增效经验交流会，总结果菜茶绿色发展经验，研究部署持续推进果菜茶绿色发展和化肥农药减量增效的重点工作。会议要求，坚持绿色发展理念，构建现代果菜茶产业体系、生产体系和经营体系，加快走出一条产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的现代果菜茶产业发展之路。在稳定果菜茶面积、提高产品质量效益、提高产业竞争力、提高产业绿色发展能力的同时，力争到 2020 年化肥农药使用量实现负增长。

总体看，政府部门为加快现代农业绿色发展，防范化肥施用对环境造成的污染，积极鼓励引导以有机肥和新型肥料替代传统化肥；另一方面，通过税收优化，减轻化肥企业负担，同时降低关税壁垒鼓励化肥出口。

（4）行业关注

化肥行业持续淘汰落后产能

随着供给侧改革的不断深入，化肥行业的氮肥和磷肥落后产能将逐步退出，同时，改革也将由单纯的去产能向产能优化方向发展，未来，化肥企业间的竞争更多的是在成本控制和产品质量方面。

总体市场需求增长乏力

由于粮价低，农民种植热情显著降低，购肥积极性将受影响，农业部提出的有机肥替代化肥行动方案，以及化肥使用量零增长等政策都将抑制化肥需求。

化肥生产企业环保压力增加

环保约束力的进一步加强，一方面对化肥生产企业的产量造成不利影响，行业将维持较低开工率，另一方面，化肥施用环节更严格的能耗标准和环保标准对行业提出了更高要求，企业面临的压力会加大，环保投入的成本也会相应增加。

（5）未来发展

总体看，受原材料价格上涨以及国内环保限产的影响，2018 年，国内化肥产品价格上涨，但未来，市场需求难有大的扩张，化肥产品持续上涨的基础较弱。未来，环保压力的增加将限制部分产能，行业将更加关注落后产能淘汰，这将成为缓解供需矛盾的关键。

2. 氯碱工业

（1）行业概况

2018 年，氯碱行业面对资源和能源约束不断强化、安全环保能效要求不断提高的局面，保持了稳定发展的态势，业内企业综合竞争力提升。烧碱和 PVC 为氯碱化工的主要产品。

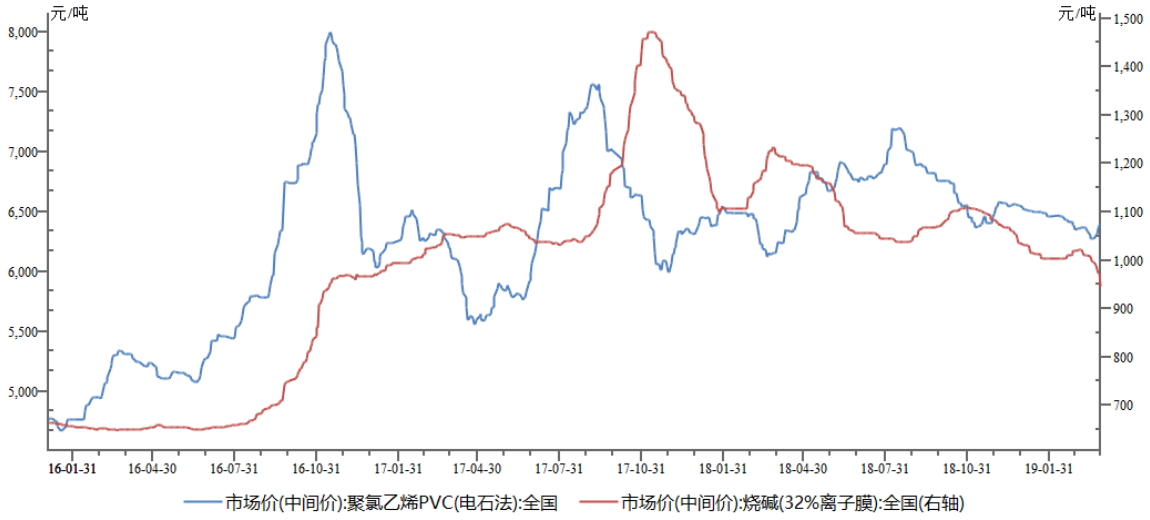
在生产工艺上，离子膜法工艺因更清洁、环保、高效、节能，已成为烧碱生产的主流。2018 年，我国离子膜烧碱产能为 4,245 万吨/年，约占全部烧碱产能的 99.7%，产能较上年略有增长。2018 年，全国烧碱产量为 3,420 万吨，同比增长 1.63%，全年开工率约在 80%左右，与上年差距不大。

国内 PVC 行业经历了行业优胜劣汰的调整与洗牌，产能增速放缓，盲目新增产能得到有效遏制，国内 PVC 企业后续新上项目多半是依托资源延续产业链一体化的规划，产能投放较为有序。2018 年，国内 PVC 产能约 2,400 万吨/年，其中电石法占全国总产能的 83%，产能方面较上年变化不大。2018 年，我国 PVC 产量 1,879 万吨，同比增长 4.96%，开工率约为 78%。

价格方面，2018 年国内烧碱全年呈盘整格局，主要系需求端一方面出口情况暂无好转，沿海地区烧碱主要转向国内消化，另一方面下游粘胶短纤、印染、农药及精细化工因环保和安全核查，行业开工一般，需求萎缩；供应端氯碱装置开工不减，烧碱供应量维持高位水平，行业供给充足。

2018 年，国内 PVC 市场价格波动较大，走势详见下图。2018 年一季度 PVC 价格相对较低，主要系春节加下游环保限产等利空因素的影响。二季度，随着检修企业增加，产量有所减少，价格上行。第三季度，受环保影响供应短缺，PVC 价格处于全年高位。四季度，受下游制品厂开工有所下降需求有所减少，且随着冬季来临，PVC 市场逐渐进入淡季。

图3　2016年~2019年一季度我国烧碱和PVC价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind

（2）未来发展

自 2018 年 12 月以来，发改委密集批复了新建西安至延安铁路等基建设施投资项目，涉及投资总规模超 9,300 亿元。这些信息透露出基建投资全面加码的信号。此外，新型城镇化和消费升级将极大地拉动基础设施和配套建设投资，促进建材、家电、服装及日用品需求增加，进而拉动氯碱产品需求增长，行业整体开工负荷有望维持在相对较高的水平。

总体看，氯碱下游需求仍有望向好，行业景气度有望维持。

四、管理分析

2018 年，公司管理团队因换届选举发生较大变动。公司按照相关程序选举卞平官先生为公司董事长，同时选举董事和监事若干。

卞平官先生，1971 年 4 月生，大学学历。曾任公司党委副书记、副总经理，公司党委书记、总经理；湖北宜化集团有限责任公司党委委员，湖北宜化集团有限责任公司党委副书记；内蒙古宜化化工有限公司董事长、总经理，2018 年 9 月至今任公司董事长。

总体看，2018 年，公司管理制度连续，公司管理团队因换届选举发生较大变动，但在当地国资委引导下公司管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司主业未发生改变，由于国家安全环保趋严对全行业产能发挥有所限制，公司主要产品价格上涨，全年实现营业收入 128.12 亿元，同比增长 7.17%，同时，受益于处置新疆宜化，公司实现营业利润 3.56 亿元，同比增长 107.20%。

从收入构成情况来看，公司主要收入仍来自于化肥和化工产品，化肥产品板块主要包括尿素和磷酸二铵两种产品，化工产品主要为氯碱产品。2018 年，公司化肥产品实现营业收入 43.76 亿元，同比增长 12.61%，占营业收入比重 34.15%，收入占比较上年略有提高。化工产品收入 70.07 亿元，同比增长 13.42%，占营业收入比重 54.69%，收入占比较上年略有提高。2018 年公司侧重实业，贸

易业务下降较多，全年贸易收入仅 1.93 亿元。其他业务主要系生产过程中产生的副产品和中间品的销售收入，2018 年其他板块收入 12.37 亿元，占营业收入的 9.65%。

表1　2017~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

分类	2017 年			2018 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
化肥产品	388,575.16	32.50	9.71	437,585.95	34.15	19.15
化工产品	617,814.08	51.68	2.50	700,720.58	54.69	18.68
贸易业务	77,386.47	6.47	0.89	19,252.63	1.50	8.57
其他	111,768.44	9.35	-0.22	123,667.36	9.65	15.67
合计	**1,195,544.15**	**100.00**	**4.49**	**1,281,226.53**	**100.00**	**18.40**

资料来源：公司提供

从产品盈利能力来看，2018 年，受益于主要产品价格上涨，公司各项业务盈利能力显著提升，其中，公司化肥产品毛利率提高 9.43 个百分点至 19.15%。2018 年，化工板块毛利率 18.68%，较上年提高 16.18 个百分点。2018 年，公司贸易业务毛利率为 8.57%，较上年提高 7.68 个百分点，主要系 2018 年业务部分为以前年度未完结业务，并对存货计提减值，导致 2018 年业务开票时成本较低，由于公司贸易量不大，对公司综合毛利率影响不显著。其他业务毛利率 15.67%，较上年提高 15.89 个百分点，主要系 2017 年公司停产，加大安全环保投入，导致固定成本增加，成本分摊所致。综合上述因素，2018 年，公司综合毛利率 18.40%，较上年提高 13.91 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司主营业务收入保持增长，实现营业收入 32.81 亿元，同比增长 37.77%，主要系产品价格上涨，同时销售上年库存所致；公司实现营业利润 62.32 万元，同比增长 100.15%，净利润为 0.06 亿元，同比增长 101.36%，主要系产品价格上涨，新疆宜化出表所致。

总体看，2018年公司主业未发生改变，受益于主要产品价格上涨，公司收入增长，产品盈利能力提升，虽然主业盈利能力仍属较低，但整体经营形势向好。

2. 业务运营

公司主营化肥业务和化工业务，2018年，公司原材料采购和产品销售的结算方式未发生重大变化，前五大供应商采购集中度由上年的14.51%提高至15.96%，无关联方采购；前五大销售客户集中度由8.89%降至8.73%，集中度低。

（1）化肥业务

公司化肥板块的主导产品有尿素和磷酸二铵，由于新疆宜化出表，公司尿素产能减少 60 万吨，同时由于技改、环保及原材料供应等问题公司煤制尿素装置停产或转产液氨，截至 2019 年 3 月底，公司未正常运转产能见下表：

表2　截至2019年3月底化肥未正常运转产能情况（单位：万吨/年）

生产单位名称	规模	停产或不能连续生产原因说明
湖南宜化化工有限责任公司	40	技改
湖北宜化化工股份有限公司	60	技改
贵州宜化化工有限责任公司	40	环保
合计	**140**	--

资料来源：公司提供

产量方面，2018 年公司煤头尿素装置未产出终端产品，仅有部分液氨销售，尿素产量全部来自于气头，产量为 72.97 万吨，同比提高 63.20%，主要系尿素行情较好，公司提升装置负荷所致，气头尿素产能利用率到达 60.81%，受冬季气源紧张所限，公司气头尿素装置负荷提升空间有限；磷酸二铵产量由 97.13 万吨提高至 123.44 万吨，同比增长 27.08%%，公司磷酸二铵产能利用率为 88.17%，产能利用率较高。

表 3　公司化肥产品产能及产量情况

产品	工艺分类	项目	2017 年	2018 年
尿素	煤头	产能（万吨/年）	200.00	140.00
		产量（万吨）	25.28	--
		产能利用率（%）	12.64	--
	气头	产能（万吨/年）	120.00	120.00
		产量（万吨）	44.71	72.97
		产能利用率（%）	37.26	60.81
磷酸二铵		产能（万吨/年）	140.00	140.00
		产量（万吨）	97.13	123.44
		产能利用率（%）	80.95	88.17

资料来源：公司提供
注：表内产能数据为设计产能。

原材料采购方面，公司化肥生产原材料主要是煤炭、天然气、磷矿石和硫磺，公司按照生产需求采购原材料。新疆宜化出表以后失去原有新疆低价煤炭资源优势，公司原料成本压力明显加大。2018 年，公司煤炭采购均价 700.30 元/吨，同比增长 95.62%。随着能源价格上行，天然气采购均价上升，2018 年为 1.26 元/立方米，同比增长 6.91%。

国家安全环保政策导致部分原材料供应能力下降，原材料价格随之上涨。2018 年，公司磷矿石和硫磺采购随市场价格均有所上升。2018 年，公司磷矿石采购均价上升 28.33%至 421.24 元/吨，受此影响，公司加大自有矿产资源开发，磷矿自给率提高至 39.46%；公司硫磺全部为外购，2018 年采购均价上涨 44.67%，涨幅较大。

表 4　公司化肥原材料采购情况

项目		2017 年	2018 年
煤炭	自给率（%）	7.55	0.00
	外采量（万吨）	134.28	15.47
	采购总额（万元）	48,072.58	10,833.05
	采购均价（元/吨）	358.00	700.30
天然气	自给率（%）	0.00	0.00
	外采量（万立方米）	34,496.37	47,222.46
	采购总额（万元）	40,710.58	59,581.81
	采购均价（元/立方米）	1.18	1.26
磷矿石	自给率（%）	15.84	39.46
	外采量（万吨）	180.22	292.06
	采购总额（万元）	59,156.24	123,024.41
	采购均价（元/吨）	328.25	421.24
硫磺	自给率（%）	0.00	0.00
	外采量（万吨）	56.90	49.06

	采购总额（万元）	47,682.99	59,479.76
	采购均价（元/吨）	838.02	1,212.35

资料来源：公司提供

销售方面，受益于磷酸二铵行情较好，2018 年公司化肥销量 191.79 万吨，同比增长 4.01%；化肥库存量 12.16 万吨，同比增长 0.63%，库存量较低。产品价格方面，2018 年公司尿素产品销售均价由上年的 1,336 元/吨增长至 1,702 元/吨，同比增长 27.40%；磷酸二铵销售均价由 2,090 元/吨增长至 2,473 元/吨，同比增长 18.35%。

总体看，2018 年，新疆宜化出表，公司化肥产能下降，同时，失去煤炭资源优势，此外，由于技改和环保等多种因素影响，公司装置综合利用率低。受国家安全环保政策影响，原材料和产品价格均有较大幅度提升，受益于公司多年来的营销网络，产品销售情况尚可。

（2）化工业务

公司化工产品主要为 PVC 和烧碱，2018 年，由于新疆宜化出表，产能有所下降，其中 PVC 年产能由 114 万吨降至 84 万吨，烧碱年产能由 258 万吨降至 188 万吨。

生产方面，2018 年，公司 PVC 和烧碱产量分别较上年有所增加，其中 PVC 产量 72.90 万吨，产能利用率 86.79%；烧碱产量 173.68 万吨，产能利用率 92.38%。受新疆宜化出表影响，公司化工产品产能利用率显著提升。

表5　公司PVC、烧碱生产情况

产品	项目	2017 年	2018 年
PVC	产能（万吨/年）	114.00	84.00
	产量（万吨）	60.89	72.90
	产能利用率（%）	53.41	86.79
烧碱	产能（万吨/年）	258.00	188.00
	产量（万吨）	170.24	173.68
	产能利用率（%）	65.98	92.38

资料来源：公司提供

成本方面，公司采取电石法生产 PVC，原材料主要为电石、工业盐和煤炭，由于公司 PVC 和烧碱产量增加，因此原材料采购量均有不同程度增长。公司目前配套每年 105 万吨电石的生产能力，2018 年公司电石采购量 26.62 万吨，同比增长 49.03%，自给率 73.94%，较上年下降 9.32 个百分点，主要系 2018 年 PVC 行情较好，公司产量上升，同时新疆宜化 60 万吨/年电石停产导致公司外采电石数量增加所致。工业盐外采量 82.84 万吨，同比增长 19.50%，自给率 0%，主要系 2018 年新疆宜化配套玛纳斯盐矿出表所致。公司煤炭全部为外采，2018 年用于化工产品生产采购的煤炭 56.16 万吨，同比增长 4.75%。

2018 年，化工产品生产所需主要原材料中电石采购均价上升 6.62%至 2,844.23 元/吨；工业盐和煤炭价格较上年有所下降，分别较上年下降 9.10%和 15.15%，价格均随市场价格有不同程度下降。

表6　PVC和烧碱产品主要原材料采购情况

项目		2017 年	2018 年
电石	自给率（%）	83.26	73.94
	外采量（万吨）	17.86	26.62
	采购总额（万元）	47,643.93	75,706.44

	采购均价（元/吨）	2,667.64	2,844.23
工业盐	自给率（%）	3.84	0.00
	外采量（万吨）	69.32	82.84
	采购总额（万元）	17,639.88	19,160.00
	采购均价（元/吨）	254.47	231.30
煤炭	自给率（%）	0.00	0.00
	外采量（万吨）	53.61	56.16
	采购总额（万元）	21,003.53	18,667.43
	采购均价（元/吨）	391.75	332.40

资料来源：公司提供

销售方面，2018 年，公司 PVC 销量为 78.61 万吨，同比增长 3.81%；公司部分烧碱产品自用，烧碱外销量为 86.87 万吨，同比增长 23.29%。2018 年，公司 PVC 和烧碱以市场价销售，PVC 全年销售均价同比增长 9.63%至 5,653.92 元/吨；烧碱均价下降 7.97%至 1,945.36 元/吨，主要系 32 碱和 48 碱的销量增加拉低了均价所致。

表7　公司PVC和烧碱销售情况

产品	项目	2017 年	2018 年
PVC	销量（万吨）	75.73	78.61
	产销率（%）	124.37	107.84
	销售均价（元/吨）	5,157.32	5,653.92
烧碱	销量（万吨）	70.46	86.87
	产销率（%）	41.39	50.02
	销售均价（元/吨）	2,113.89	1,945.36

资料来源：公司提供
注：上表中的产品销售额与年报中的产品收入不一致，主要系年报中将贸易业务中的该产品销售收入转入对应的产品收入，两者统计口径不一致所致。

总体看，2018 年，公司 PVC 和烧碱产销量均有所提升，产品市场表现强于原材料，公司生产经营情况较上年基本保持稳定。

3. 经营效率

2018 年，受益于行业景气度提升，公司生产经营向好，同时新疆宜化出表，公司主要经营指标均有不同程度提高，2018 年，公司存货周转率和应收账款周转率分别由上年的 3.54 次和 27.78 次提高至 5.24 次和 54.41 次；而总资产周转率由 0.33 次提高至 0.45 次。但与同行业上市公司比较，公司 2018 年各运营指标仍处于较低水平。

表8　2018年同类上市公司经营效率指标情况（单位：次）

公司简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
云天化	4.87	14.57	0.81
泸天化	8.20	404.54	0.68
华鲁恒升	20.82	443.44	0.83
鲁西化工	11.90	208.32	0.77
湖北宜化	**6.08**	**63.01**	**0.45**

资料来源：Wind
注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

总体看，2018 年公司经营效率有所提升，但仍处于较低水平。

4. 重大在建项目

截至 2018 年底，公司重要的在建项目三个，其中“10 万吨半水-二水磷酸项目”和“2 万吨/年三羟甲基丙烷（TMP）项目”投资额度较小，“10 万吨半水-二水磷酸项目”已基本完成投资，“2 万吨/年三羟甲基丙烷（TMP）项目”预计 2019 年 12 月投产。目前，公司投资额度较大的重大在建项目为“宜昌合成氨升级改造项目”，该项目为对传统工艺合成氨进行全面升级。项目拟投资 35.00 亿元，截至 2018 年底已完成投资 2.14 亿元。2018 年，由于公司资金较为紧张，投资放缓，同时，由于该项目涉及“沿江一公里化工企业搬迁”政策，根据政策要求沿江一公里内化工企业有序关停搬迁，该项目处于投资前期，目前，公司主要工作为保证生产、安全、环保正常，未来资金募集压力较大，投资进展具有较大不确定性。

表9 截至2018年底重大在建工程项目（单位：亿元、%）

项目名称	计划总投资	资金筹措方案		截至 2018 年底已完成投资额	完工进度	未来计划投资		
		外部融资	自有资金			2019 年	2020 年	2021 年
宜昌合成氨升级改造项目	35.00	24.50	10.50	2.14	6.11	0.00	14.787	14.787
10 万吨半水-二水磷酸项目	1.60	--	1.60	1.47	91.25	0.14	--	--
2 万吨/年三羟甲基丙烷（TMP）项目	5.02	--	5.02	0.10	1.99	4.42	0.50	--
合计	**41.62**	**24.50**	**17.12**	**3.70**	**--**	**4.56**	**15.29**	**14.79**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资需求较大，由于公司整体经营尚在修复中且项目受当地政府规划影响可能有调整，未来项目进展存在不确定性。

5. 重大事项

（1）重大资产出售

2018 年 3 月 2 日，公司与宜昌新发产业投资有限公司（以下简称“宜昌新发”）签署了新疆宜化资产重组之框架协议，约定由宜昌新发收购公司持有的新疆宜化部分股权并对新疆宜化增资，最后宜昌新发成为新疆宜化的控股股东，取得新疆宜化的控制权。2018 年 5 月 4 日，公司第八届第三十五次董事会审议并通过了《重大资产出售报告书（草案）的议案》、《关于重大资产重组停牌的议案》等与本次重组相关的议案，2018 年 5 月 14 日，公司收到宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会《关于湖北宜化化工股份有限公司重大资产重组有关事项的批复》（宜市国资企〔2018〕2 号），批复同意《湖北宜化化工股份有限公司重大资产重组方案》、同意《湖北宜化化工股份有限公司与宜昌新发产业投资有限公司关于新疆宜化化工有限公司之重组协议》、同意湖北宜化化工股份有限公司将所持新疆宜化 80.10%的股权，以不低于评估价 103,999.41 万元协议转让给宜昌新发产业投资有限公司。本次重大资产重组已取得了宜昌市人民政府国有资产监督管理委员会批准。目前。该事项尚在积极推进中。2018 年 6 月 13 日，新疆宜化 80.1%股权转让工作完成，新疆宜化不再纳入公司合并报表范围，并且新疆宜化股权转让过渡期损益由受让方承担，减少了公司当期损失。

（2）撤销退市风险警示

鉴于公司 2018 年度归属于股东的扣除非经常性损益的净利润为-56,281.30 万元，主营业务盈利

能力较弱，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第 13.1.1 条和第 13.3.1 条的规定，深圳证券交易所决定自 2019 年 4 月 26 日起对公司股票实施其他风险警示。实施其他风险警示后，公司股票简称从“*ST 宜化”变更为“ST 宜化”，股票代码不变，公司股票交易价格的日涨跌幅限制仍为 5%。

（3）环保处罚

根据公司 2018 年 12 月 29 日发布的《湖北宜化化工股份有限公司关于子公司收到环保部门行政处罚决定书的公告》，根据兴义市环境监测站 2018 年 10 月 30 日出具的《监测报告》数据显示，子公司贵州宜化化工有限责任公司（以下简称“贵州宜化”）因排放超标，近日收到兴义市环境保护局兴环罚〔2018〕23 号和兴环罚〔2018〕24 号《行政处罚决定书》分别被处以罚款人民币伍拾万元和壹拾万元。

总体看，2018 年，公司处置新疆宜化 80.1%股权转让工作完成，新疆宜化不再纳入公司合并报表范围，收益于此公司 2018 年全年扭亏为盈，交易所撤销退市风险警示并实施其他风险警示。另外，2018 年，尽管公司重视环保管理工作，但仍存在因排放超标被处罚的事件，环保工作有待进一步加强。

6. 经营关注

（1）部分装置利用率低

公司所属传统化工和化肥行业均为产能过剩行业，是近年来国家供给侧改革调控的重点行业，同时，受地方政策、生产成本、原材料供应等因素影响，公司部分装置存在被迫停产限产情况。

（2）市场风险

近年来，化肥使用对环境污染渐渐引起人们关注，国家提倡科学施肥，未来，化肥市场需求难有明显改善；化工产品价格波动较大，对公司经营业绩的影响显著，产品价格波动将增加公司存货管理的难度。

（3）安全生产和环保风险

由于公司在生产、运输或存放中存在着高温、高压、易燃、易爆等危险性，可能因设备老化或者人员操作失误等形成安全生产事故。随着社会对环保重视程度的提高，国家环保标准趋严，作为化工企业，公司存在一定程度的环保压力。未来仍需关注该类风险对公司持续经营的影响。

7. 未来发展

经过 2016 年、2017 年连续两年亏损后，公司 2018 年实现扭亏为盈。2019 年，公司将继续加强生产经营的调度管理，提高装置开工率，控制原材料采购成本，降低物料消耗和各项费用，积极开拓市场，继续提高盈利能力；同时，公司还将继续将加大无效、低效率的资产处置变现力度，增加现金流入；公司还将多方筹措资金对青海、内蒙氯碱装置进行技术改造。公司投资兴建的年产 2 万吨的三羟甲基丙烷项目预计于 2019 年底可以竣工投产。公司计划转型升级煤化工、磷化工、盐化工三大传统产业，重点发展化工新材料、高端专用化学品两大新兴产业。

总体看，公司发展战略中考虑到了行业现状及公司面临的实际问题，未来发展立足于现有主业，经营思路务实，但是考虑到公司目前财务状况、经营及融资环境，实现上述战略不确定性较大。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年度财务报告经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司 2019 年一季报未经审计。公司按照财政部于 2017 年印发修订的《企业会计准则第 22 号—金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号—套期会计》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》，执行财政部最新修订的相关会计准则。2018 年，新疆宜化、宜昌嘉英科技有限公司和宜昌宜化三峡物流有限公司因股权转让不再并表，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、湖北宜化兴宜科技有限公司已办理完毕工商注销手续，不再纳入合并范围；本期公司投资设立湖北宜化新材料科技有限公司，持有其 100.00%股权。因新疆宜化化工有限公司体量较大，其不再纳入合并范围对公司财务数据可比性有一定影响。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 239.27 亿元，负债合计 219.81 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）19.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.86 亿元。2018 年，公司实现营业收入 128.12 亿元，净利润（含少数股东损益）3.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.29 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 237.46 亿元，负债合计 218.27 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）19.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 10.90 亿元。2019 年一季度，公司实现营业收入 32.81 亿元，净利润（含少数股东损益）0.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.60 亿元。

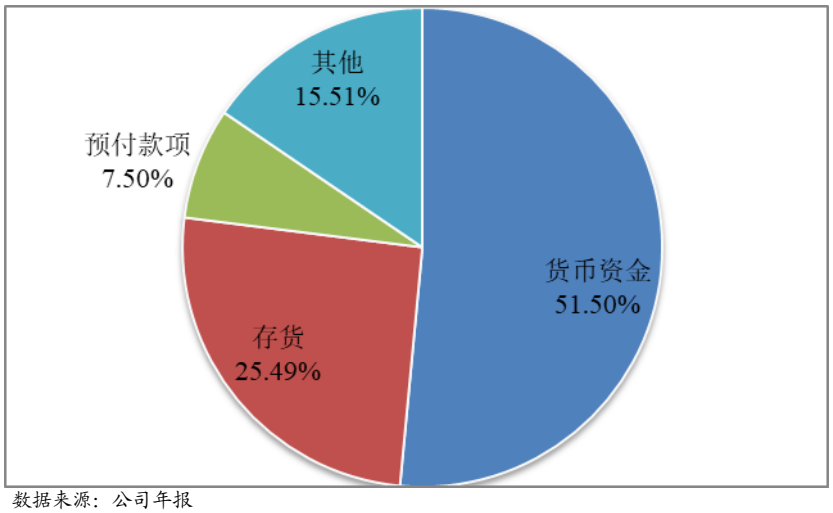
2. 资产质量

由于重要子公司新疆宜化出表，公司主要资产项有不同程度下降，以下不做重复说明。截至2018年底，公司合并资产总额239.27亿元，较年初下降26.49%。其中流动资产57.84亿元（占24.17%），非流动资产181.43亿元（占75.83%），资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 57.84 亿元，较年初下降 29.21%，其中货币资金、预付款项和存货减少较多，流动资产主要由货币资金（占 51.50%）、预付款项（占 7.50%）和存货（占 25.49%）构成。

图4　截至2018年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

截至 2018 年底，公司货币资金为 29.79 亿元，较年初大幅下降 24.11%，其中 5.51 亿元货币资金使用受限，主要为各类保证金和定期存单。截至 2018 年底，公司预付款项账面价值为 4.34 亿元，较年初大幅下降 59.28%，预付款项主要为预付供应商货款，部分预付款项账龄较长（3 年以上占 33.01%）。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 14.74 亿元，较年初大幅下降 24.93%，期末存货计提跌价准备 1.53 亿元，由于近年来公司原材料和产品价格波动较大，存货存在减值风险。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 181.43 亿元，较年初下降 25.58%，主要由固定资产（占比 58.06%）、其他非流动资产（占 27.64%）和在建工程（占 7.49%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 105.34 亿元，较年初大幅下降 48.66%，期末固定资产主要由房屋及建筑物（占 28.92%）和机器设备（占 69.23%）构成，固定资产成新率 52.60%。公司在建工程账面价值为 13.58 亿元，较年初大幅下降 30.07%，除 3.00 亿元转固外，受合并范围影响较大，已计提减值准备 1.47 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产账面价值为 50.15 亿元，较年初大幅增长 515.07%，主要系公司对新疆宜化的股东借款 45.79 亿元转为委托贷款所致，期限二至六年，借款利率执行中国人民银行同期贷款基准利率，该部分委托贷款已计提减值准备 5,982 万元，新疆宜化控股股东宜昌新发产业投资有限公司为 35.82 亿元的委托贷款提供担保。

截至 2018 年底，公司受限资产合计金额为 52.64 亿元，占公司总资产的 22.00%，受限资产比例较高。

表10　截至2018年底公司资产权利受限情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	5.51	三个月以上的银行承兑保证金、贷款保证金、信用证保证金、定期存单
应收票据	0.87	用于质押借款、开具银行承兑汇票
固定资产	5.28	用于抵押借款
无形资产	2.31	用于抵押借款
持有子公司股权	35.07	为借款提供质押
可供出售金融资产	3.60	为借款提供质押
合计	**52.64**	--

数据来源：公司年报

截至2019年3月底，公司合并资产总额237.46亿元，较年初下降0.76%。其中，非流动资产占比75.50%，流动资产占比24.50%，主要资产类科目较年初变动不大。

总体看，2018年，因新疆宜化出表公司资产大幅缩水，仍以固定资产为主，整体资产流动性较弱，货币资金中有部分为保证金，使用受限，公司存货存在一定跌价风险。此外，由于新疆宜化出表形成了大量委托贷款未来能否及时收回存在不确定性，公司整体资产质量不高。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 219.81 亿元，较年初下降 29.06%，流动负债占比 84.91%，较年初提高 2.39 个百分点，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 186.64 亿元，较年初下降 27.01%。公司流动负债以短期借款（占比 51.29%）、应付票据（占比 9.95%）、应付账款（占比 11.81%）和一年内到期的非流动负债（占比 17.33%）为主。

因新疆宜化不再并表，截至 2018 年底，公司短期借款余额为 95.73 亿元，较年初下降 9.80%；一年内到期的非流动负债余额为 32.34 亿元，较年初大幅下降 22.46%。

因新疆宜化不再并表，公司经营收缩，应付账款和应付票据等相应减少。截至 2018 年底，公司应付票据余额为 18.57 亿元，较年初大幅下降 57.15%；应付账款余额为 22.04 亿元，较年初大幅下降 46.76%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 33.16 亿元，较年初大幅下降 38.74%。公司非流动负债以长期借款（占比 44.92%）、应付债券（占比 25.58%）和长期应付款（占比 24.83%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款余额为 14.90 亿元，较年初大幅增长 124.60%，主要系公司为经营所需由湖北宜化集团有限责任公司为公司及子公司借款提供担保获取的长期借款。公司大量长期借款已转入一年内到期的非流动负债，目前长期借款余额较少，77.54%的长期借款集中在 2019 年到期。截至 2018 年底，公司长期应付款余额为 8.23 亿元，较年初大幅下降 69.45%，主要系融资租赁款减少所致。公司应付债券 8.48 亿元，较年初大幅下降 55.48%，主要系“14 宜化化工 MTN001”5.00 亿元和“09 宜化债”5.58 亿元即将到期转出至一年内到期的非流动负债核算所致，应付债券余额为“15 宜化化工 MTN001”2.50 亿元和“16 宜化债”5.98 亿元，其中“16 宜化债”2019 年 9 月面临回售，总体看，公司存续债券主要集中在 2019 年兑付，面临集中兑付压力。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 177.71 亿元，较年初下降 26.95%，其中短期债务占比 82.52%、长期债务占比 17.48%。2018 年，由于新疆宜化不再并表，公司负债比率有所降低，其中，资产负债率为 91.86%，较年初下降 3.32 个百分点；全部债务资本化比率为 90.13%，较年初下降 3.82 个百分点；长期债务资本化比率为 61.48%，较年初下降 15.39 个百分点。虽然剥离新疆宜化后公司债务负担有所减轻，但目前公司债务负担仍属很重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 218.27 亿元，较年初下降 0.70%，负债中流动负债占比 86.24%，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率为 91.92%，与年初相比变动较小。考虑到公司其他权益类工具中有 9.91 亿元的永续债，将其调整至债务后，截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 228.18 亿元，资产负债率升至 96.09%。

总体看，2018 年剥离新疆宜化后公司债务负担有所减轻，但由于近年来经营情况不佳，公司积累的债务负担仍属很重，且以流动负债为主，短期偿债压力大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 19.47 亿元，归属于母公司所有者权益为 10.86 亿元，较年初增长 72.60%，主要系公司向湖北宜化集团有限责任公司子公司宜昌中鑫资产管理有限公司溢价转让公司子公司宜昌嘉英科技有限公司 100.00%股权，资本公积金增加 2.54 亿元至 20.27 亿元所致。截至 2018 年底，股本 8.98 亿元、其他权益工具 9.91 亿元、盈余公积 3.89 亿元均未发生变动，未分配利润-32.37 亿元。考虑权益中到其他权益工具为永续中票债性较强，若剔除其他权益工具，归属于母公司所有者权益仅为 0.95 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计为 19.19 亿元，较年初下降 1.42%；归属于母公司所有者权益 10.90 亿元，较年初增长 0.40%，所有者权益变动较小。

总体看，由于 2018 年年初基数较小，公司权益变动变动较大，同时，以前年度亏损导致公司未分配利润仍然大额为负，考虑到公司其他权益工具为永续中票，若剔除该部分权益，归属于母公司所有者权益规模很小。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 128.12 亿元，较上年增长 7.17%，主要系 2018 年化肥和化工产品行情整体较好所致，但由于新疆宜化 2018 年上半年剥离之前形成的成本费用支出较高，导致公司扣非后净利润为-5.63 亿元。2018 年，公司处置新疆宜化股权以及确认委托贷款利息合计确认 9.82 亿元投资收益，成为公司全年扭亏重要因素。公司因存货跌价和其他资产减值合计形成资产减值损失 1.96 亿元。2018 年，公司营业外收支较少，对利润总额影响不大。

期间费用方面，由于新疆宜化剥离，公司费用支出减少。2018 年，公司期间费用合计 25.38 亿元，较上年下降 23.75%，其中，管理费用 10.88 亿元，较上年下降 29.95%；财务费用 9.43 亿元，较上年下降 10.48%；销售费用 5.07 亿元，较上年下降 29.78%。2018 年，公司费用收入比为 19.81%，较上年降低 8.03 个百分点，公司费用对利润侵蚀严重。

从盈利指标来看，由于 2018 年化肥及化工产品整体经营环境改善，公司营业利润率由上年的 3.59%提高至 17.44%，同时处置新疆宜化股权资产获利较多，公司主要盈利指标均较上年显著改善，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.82%、4.84%和 17.87%。与同行业上市公司相比，公司盈利能力均较弱。

表 11 与同行业上市公司盈利能力比较（单位：%）

公司简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
云天化	14.77	3.06	4.46
泸天化	21.75	20.86	6.04
华鲁恒升	30.48	28.28	21.58
鲁西化工	28.33	29.21	15.39
湖北宜化	**18.40**	**31.35**	**4.55**

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告及附表口径有一定差异。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 32.81 亿元，较上年同期增长 37.77%，主要系产品价格上涨，同时销售上年库存所致，公司实现营业利润 62.32 万元，同比增长 100.15%，净利润为 0.06 亿元。

总体看，2018 年公司盈利主要依赖处置新疆宜化股权资产形成的收益，主业盈利能力有所改善，但未来持续盈利能力仍不确定，2019 年一季度由于产品价格上涨，同时受销售上年库存影响，公司

经营业绩表现尚可，但盈利能力仍较弱。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 144.95 亿元，较上年下降 5.92%；公司经营活动现金流出为 143.29 亿元，较上年增长 1.09%。受上述因素影响，公司经营活动产生的现金净流入 1.66 亿元。从收入实现质量来看，公司的现金收入比为 111.74%，公司收入实现质量仍属较高。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入为 11.22 亿元，较上年增加 10.99 亿元，主要系转让新疆宜化化工有限公司股权所致；公司投资活动现金流出为 9.52 亿元，较上年下降 18.76%。受上述因素影响，2018 年公司投资活动净流入 1.69 亿元，较上年增长 114.74%。

从筹资活动看，2018 年筹资活动现金流入为 154.14 亿元，较上年增长 2.64%，主要为银行借款所得，金融机构对公司信贷基本保持稳定；公司筹资活动现金流出为 158.81 亿元，较上年下降 2.71%，主要为偿还债务支出。2018 年，公司筹资活动总体仍呈净流出态势，净流出 4.67 亿元，考虑公司债务规模较大以及新疆宜化出表因素，公司筹资活动整体维持稳定。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流入 1.98 亿元；投资活动产生的现金净流出 0.05 亿元；筹资活动产生的现金净流出 1.32 亿元。现金及现金等价物净增加 0.60 亿元。

总体看，2018 年，公司经营获现能力较强，经营活动现金小幅净流入，投资活动支出较少，处置新疆宜化股权为公司贡献现金流较多。公司筹资活动基本保持正常，银行贷款到期后多能展期，现有贷款规模得以维持，但是，公司未取得银行新增融资授信，加上公司 2019 年内将有债券陆续到期需要兑付本息，2019 年公司的资金状况仍旧较为紧张，存在较大融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 0.31 倍和 0.23 倍，两项指标较上年的 0.32 倍和 0.24 倍变动不大；经营现金流动负债比率由 4.82%降至 0.89%，经营活动现金流对流动负债的覆盖能力弱；公司现金短期债务比由 0.21 倍升至 0.22 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力弱。整体看，公司短期偿债压力增大，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018 年由于公司转让新疆宜化股权获得投资收益较多，导致 EBITDA 由负转正，2018 年公司 EBITDA 为 28.14 亿元，但 EBITDA 主要由折旧（占 50.98%）和计入财务费用的利息支出（占 36.01%）构成。公司 EBITDA 全部债务比为 0.16 倍；EBITDA 利息倍数为 2.74 倍，EBITDA 由负转正对利息和全部债务保护程度较上年大幅提升。2018 年公司经营活动现金流量净额减少导致经营现金债务保护倍数由 0.05 倍降至 0.01 倍。总体看，公司主营业务连续多年亏损导致长期偿债能力较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司获得多家银行授信共计 233.13 亿元，尚未使用授信额度为 19.51 亿元，剩余授信额度较低。公司虽然为上市公司，但由于近年来经营形势不佳，现阶段公司股票被实施其他风险警示，直接融资渠道受阻。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1042050500047020A），截至 2019 年 4 月 4 日，公司未结清信贷记录中含 24 笔贷款（金额 222,871.59 万元）以及 1 笔信用证（金额 13,387.59 万元）被列为关注类。已结清信贷信息中存在 11 笔欠息记录，无不良类信贷记录。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 32.67 亿元，主要担保对象为新疆宜化化工有限公司及其子公司（担保 21.47 亿元）和湖北双环科技股份有限公司（担保额度 5.60 亿元，以下简称“双环科技”），“09 宜化债”担保方为双环科技，公司下属子公司湖北宜化肥业有限公司为其提供反担保，因此，

该笔担保或有负债风险可控。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

总体看，2018 年公司经营形势向好，同时处置新疆宜化获利，公司偿债指标有一定程度的改善，考虑到公司作为国内知名化工企业，同时也是宜昌市规模较大的国企上市公司，地方政府对公司支持力度较大，对债务偿还形成一定保障，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）34.42 亿元，为本报告跟踪待偿债券本金（6 亿元）的 5.74 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；归属于母公司所有者权益 10.90 亿元，约为债券本金（6 亿元）的 1.82 倍，公司净资产对本次债券的按期偿付的保障能力一般。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 28.14 亿元，EBITDA 约为本报告跟踪待偿债券本金（6 亿元）的 4.69 倍，考虑到公司 EBITDA 以折旧和利息支出为主，EBITDA 对公司债券的保障能力一般。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入量为 144.95 亿元，经营活动现金净流入 1.66 亿元，分别为债券本金（6 亿元）的 24.16 倍和 0.28 倍，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金的保障能力强，经营活动现金净流入对待偿债券本金保护程度一般。

综合以上分析，并考虑到行业环境有所改善，地方政府对公司支持力度较大，湖北宜化集团银行业债权人委员会运作较为良好，对债务偿还有一定积极影响，本次债券到期不能偿还的风险较低。

八、综合评价

跟踪期内，公司仍以氯碱和化肥产品为主业，装置规模较大，氯碱及尿素产品市场价格维持相对高位，有助于缓解公司的经营压力，处置部分新疆宜化股权给公司贡献一定收益并消除了因新疆宜化安全问题给公司带来的不利影响。公司作为宜昌市大型地方国企上市公司，当地政府对公司支持力度大，宜化集团债委会运行良好，使公司金融机构借款得以接续。同时，联合评级也关注到，公司环保管理工作有待进一步加强、化肥装置开工率低、盈利能力仍较弱、权益规模仍然较小、债务负担重且 2019 年资本市场债券集中到期等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，新疆宜化已经剥离，公司在地方政府的引导下，积极调整业务结构，保证生产正常，加之行业环境较此前有所改善，公司经营趋于稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“A-”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 宜化债”的债项信用等级为“A-”。

附件 1　湖北宜化化工股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	325.51	239.27	237.46
所有者权益（亿元）	15.68	19.47	19.19
短期债务（亿元）	191.17	146.64	--
长期债务（亿元）	52.10	31.07	--
全部债务（亿元）	243.26	177.71	--
营业收入（亿元）	119.55	128.12	32.81
净利润（亿元）	-51.47	3.14	0.06
EBITDA（亿元）	-22.79	28.14	--
经营性净现金流（亿元）	12.32	1.66	1.98
应收账款周转次数（次）	27.78	54.41	--
存货周转次数（次）	3.54	5.24	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.45	--
现金收入比率（%）	127.12	111.74	1.07
总资本收益率（%）	-13.68	5.82	--
总资产报酬率（%）	-11.14	4.84	--
净资产收益率（%）	-122.94	17.87	--
营业利润率（%）	3.59	17.44	12.19
费用收入比（%）	27.84	19.81	13.47
资产负债率（%）	95.18	91.86	91.92
全部债务资本化比率（%）	93.95	90.13	--
长期债务资本化比率（%）	76.87	61.48	--
EBITDA 利息倍数（倍）	-2.07	2.74	--
EBITDA 全部债务比（倍）	-0.09	0.16	--
流动比率（倍）	0.32	0.31	0.31
速动比率（倍）	0.24	0.23	0.24
现金短期债务比（倍）	0.21	0.22	--
经营现金流动负债比率（%）	4.82	0.89	1.05
EBITDA/待偿本金合计（倍）	-3.80	4.69	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、2019 年一季度数据未经审计未年化；4、长期应付款中的有息债务计入公司长期债务。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年）^（1/(n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。