

信用等级公告

联合[2016]1172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湖北宜化化工股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

湖北宜化化工股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

湖北宜化化工股份有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：  

二零一六年九月十九日

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 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+
公司主体信用等级：AA+
评级展望：稳定
发行规模：6 亿元
债券期限：5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权
还本付息方式：按年付息、到期还本
评级时间：2016 年 9 月 19 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	353.55	373.75	399.79	409.87
所有者权益 (亿元)	74.64	75.18	80.68	84.73
长期债务 (亿元)	108.67	104.97	91.79	62.61
全部债务 (亿元)	219.92	245.07	260.22	231.32
营业收入 (亿元)	192.80	181.82	183.37	44.43
净利润 (亿元)	2.00	0.79	0.54	0.02
EBITDA (亿元)	29.46	31.30	27.01	--
经营性净现金流 (亿元)	28.62	36.58	48.37	2.87
营业利润率 (%)	14.50	17.46	15.14	13.57
净资产收益率 (%)	2.62	1.05	0.70	0.02
资产负债率 (%)	78.89	79.88	79.82	79.33
全部债务资本化比率 (%)	74.66	76.52	76.33	73.19
流动比率 (%)	0.75	0.64	0.59	0.64
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.13	0.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.27	2.05	2.03	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	4.91	5.22	4.50	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2016 年一季报数据未经审计，相关指标未年化，部分指标因不具有可比性未列示；2、长期债务计算包含融资租赁款，短期债务中包含短期融资券款；3、上述表格中债务测算未包含其他权益工具中的永续中期票据；4、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对湖北宜化化工股份有限公司（以下简称“公司”或“湖北宜化”）的评级反映了公司作为全国最大的尿素、磷酸二铵以及全球最大的季戊四醇生产企业，在生产规模、产业链配置、品牌知名度、生产成本、经营获利能力和外部支持等方面具有较强的优势。但联合评级也关注到化肥和化工行业市场不景气，公司盈利能力下滑、债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将坚持以资源为中心整合产业，积极在西部地区获取新资源、开拓新产品；同时，加大内部管理力度，进行节能降耗技术改造，进一步节约生产成本。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是全国最大的尿素、磷酸二铵以及全球最大的季戊四醇生产企业，规模和品牌优势突出。

2. 公司拥有煤矿和自备电厂，形成了“电力-电石-PVC”和“煤炭-尿素”完整产业链。此外，公司磷矿投产后，将形成“磷矿-磷肥”产业链，有望进一步增强公司的成本控制能力。

3. 公司是全国循环经济示范企业，宜化技术中心为国家级技术中心；研发投入持续上升，已经获得 100 多项专利，具有较强的技术优势。

4. 公司在税收优惠、财政补贴等方面得到政府的有力支持。

5. 公司经营活动现金净流入规模大，现金流较为充沛；经营活动现金流入量及

EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。

关注

1. 化肥和氯碱行业周期性明显，市场持续低迷，公司多个产品市场价格下滑，盈利能力下降。

2. 公司生产过程中涉及到危险化学品的生产与管理，安全生产与环保管理水平有待进一步提高。

3. 近年来，公司债务规模呈上升态势，债务负担重且存在集中偿付压力。同时，较大规模的财务费用对利润侵蚀明显。

4. 公司关联交易规模较大，存在一定的关联交易风险。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电话：010-85172818

邮箱：linjiabin@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

 张健

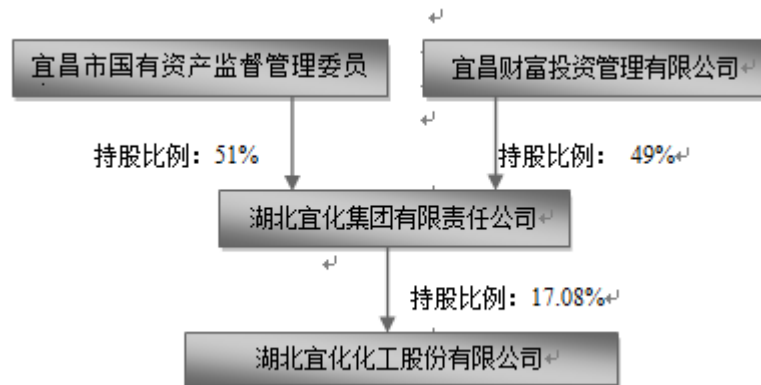
联合信用评级有限公司



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年湖北宜化（集团）股份有限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人1,635万社会公众股（证券简称：湖北宜化；股票代码：000422），注册资本6,538.54万元。1995年5月，湖北宜化（集团）股份有限公司更为现名。后经多次分红配股、资本公积转增股本，以及定向增发，截至2016年3月底，公司总股本增至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%的股份，为公司的实际控制人。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司经营范围为：化肥生产销售；氨（液氨）、甲醇、甲醛、氢氧化钠、氢、硫磺、一氧化碳与氢气混合物、甲酸、乙醛、盐酸、氯（液氯）、保险粉生产（有效期至2017年9月4日）；其他化工产品（不含化学危险品及国家限制的化学品）生产销售；化工技术咨询；设备制造与安装粉煤调剂串换；日用百货建筑材料销售；经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械制造、零配件、原辅材料的进口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；港口经营（在港区内从事货物装卸、驳运、仓储经营）。公司主营业务为尿素、磷酸二铵等化肥产品，聚氯乙烯（PVC）、季戊四醇等化工产品的生产和销售。

截至2016年3月底，公司下设销售部、生产部、采购部、电控部、设备部、安环部、财务部、资金部、综合办公室、人力资源和企管部等11个部门（见附件1）；拥有全资二级子公司12家，控股二级子公司5家；在职员工9,649名。

截至2015年底，公司合并资产总额399.79亿元，负债合计319.11亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）80.68亿元，其中归属于母公司所有者权益合计67.05亿元。2015年，公司实现营业收入183.37亿元，净利润（含少数股东损益）0.54亿元，其中归属于母公司净利润0.35亿元；经营活动产生的现金流量净额48.37亿元，现金及现金等价物净增加额3.09亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额409.87亿元，负债合计325.14亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.73亿元，其中归属于母公司所有者权益合计71.20亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入44.43亿元，净利润（含少数股东损益）0.02亿元，其中归属于母公司净利润0.13亿元；经营活动产生的现金流量净额2.87亿元，现金及现金等价物净增加额2.36亿元。

公司注册地址：宜昌市猇亭区；法定代表人：虞云峰。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

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”，预计发行规模不超过人民币 6 亿元（含 6 亿元），期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券面向合格投资者公开发行。本次债券为固定利率的债券，票面利率由公司与主承销商通过市场询价协商确定。本次公司债券存续期前 3 年的票面利率固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利。利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金在扣除发行费用后用于偿还金融机构借款及补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为尿素、磷酸二铵、PVC 和烧碱销售，所属行业涉及化肥行业和化工行业。

1. 化肥行业

（1）行业概况

化肥是农业生产不可缺少的基础资料，其使用范围广、用量大，素有“粮食的粮食”之称。全球化肥消费量每年保持增长。化肥支出在粮食生产成本中占 23%，仅低于人工成本与土地费用。。截至 2015 年 8 月底，尿素平均开工率为 68.34%。

从全球化肥市场来看，新兴经济体如中国、印度、巴西等国家在化肥贸易中越来越活跃。进入 21 世纪以后，发展中国家的 GDP 增速明显高于世界水平，以中国为例，近年来，我国 GDP 快速增长，2015 年增长 6.9%，远超出发达国家。印度、巴西、印尼、越南、巴基斯坦等国家经济发展很快，加上人口众多，对化肥需求量大，有望成为将来化肥贸易最有活力的地区。中国、印度、亚洲其它国家、拉美与北美等五大国家和地区的化肥消费量占全球化肥消费量 70%，北美因为环保压力，施肥量逐渐下降，未来化肥的主要市场在我国、印度、巴西。

化肥是常年生产、季节性消费的商品，根据农作物的生长周期出现化肥需求的淡旺季。目前对淡旺季的规定如下：氮肥旺季为 2~6 月、9~11 月；重过磷酸钙旺季为 2~5 月；磷酸一铵、磷酸二铵旺季为 2~5 月、8~10 月。

总量目标方面，我国化肥工业在满足农业、工业基本需求和淘汰落后产能的基础上，继续保持产量整体自给有余，其中氮肥、磷肥完全自给并有少量出口，钾肥国内保障能力达到 60% 以上，基本满足科学施肥的需要。产业集中度方面，2015 年氮肥、磷肥和复混肥企业数量大幅减少，行业排名前十的企业所占市场份额仅为 30%，集中度较低。产品结构方面，截至 2015 年底，尿素占氮肥的比重达到 70% 左右，磷铵占磷肥的比重达到 70% 左右，无氯钾肥满足国内需求，单质肥复合化率、大颗粒尿素比重逐步提高。技术进步方面，我国积极推广先进煤气化和煤基多联产技术，先进煤气化技术的氮肥产能比例提高到 30%，年产 45 万吨合成氨和 80 万吨尿素装置（或以上规模）实现自主化，且不断提高中低品位磷矿石和磷石膏的利用效率和水平。氯化钾生产技术不断

提高，盐湖卤水制取硫酸钾技术进一步完善。掺混肥料技术和装备实现产业化，进一步提高了农用化肥的质量标准和技术水平。节能减排方面，合成氨综合能耗降至 1,350 千克标准煤/吨，其中以天然气和焦炉气、无烟块煤、非无烟煤为原料的合成氨单位产品综合能耗分别降至 1,150 千克标准煤/吨、1,300 千克标准煤/吨及 1,650 千克标准煤/吨以下；磷石膏综合利用率提高到 40%。

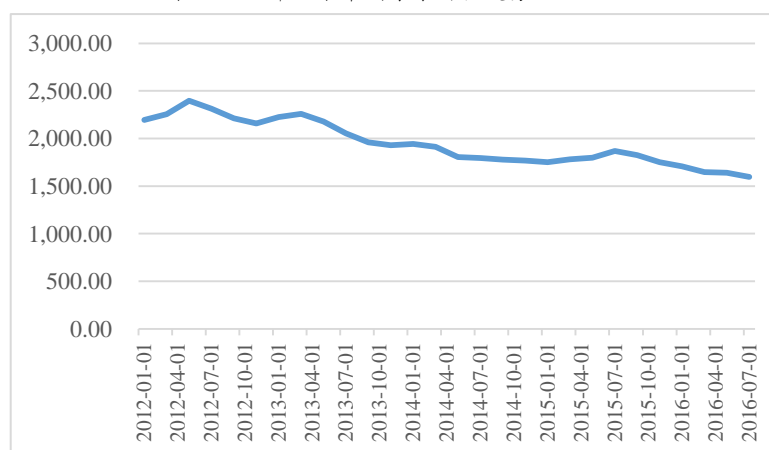
氮肥

氮肥是我国传统的大宗化肥，应用量最大，氮肥的品种有硫酸铵、碳铵、尿素和氯化铵等。尿素是氮肥中的主要品种。氮肥生产所需的主要原材料为天然气和煤。经过多年发展，我国氮肥产品产量和质量都得到大幅提高，已经从世界上最大的氮肥进口国转变成出口国。2015 年，我国尿素总产能约为 8,300 万吨左右，其中仅内蒙古自治区尿素装置产能约 1,000 万吨左右，其中包含在建暂未投产的项目，由于内蒙古、新疆等具有资源优势地区新增尿素装置还在继续兴建，而淘汰的产能不多，2016 年我国尿素产能预计将进一步增加，氮肥行业产能过剩的压力进一步加大。

天然气、煤炭、石油是生产化肥的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类；所谓煤头尿素，就是用煤炭作原料生产出来的尿素；气头尿素是以天然气为原料的尿素产品。近年煤炭价格下跌对煤头企业原材料采购较为有利，价格较低。

价格方面，近年来由于各种宏观环境因素和自然因素的变化，尿素价格出现了较大幅度的波动。2008 和 2009 年受金融危机影响，农民种植收益下降，种植积极性普遍不高，导致尿素价格此后连续下跌。自 2011 年开始，受农产品价格上升，农民种植积极性提升，尿素价格得到回升。同时，受成本上升因素影响，尿素价格持续走高。据中国石油和化学工业联合会最新发布的数据显示，2011 年化肥行业各类产品销售量、价格、行业利润等主要指标均出现增长，特别是产品价格涨势明显，2011 年国内尿素年均价格为 2,181 元/吨，同比上涨 24%；国内氮肥企业实现利润总额 1,310 亿元，同比增长 129.7%，化肥行业整体盈利能力有所提升。2012 年国内化肥价格整体处于较高位置，全年尿素平均出厂价为 2,150 元/吨。2013 年，国内尿素总产能达 7,984 万吨，市场需求仅为 6,500 万吨，受产能过剩影响，国内尿素价格逐渐下降至 1,600 元/吨以下。2014 年，尿素市场价格持续走低，均价为 1,569 元/吨。2015 年，国内尿素价格继续保持低位，尿素均价 1,790 元/吨。2016 年上半年，国内尿素价格呈小幅下降趋势，维持在 1,600 元/吨。

图2 2012年以来中国尿素价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

磷肥

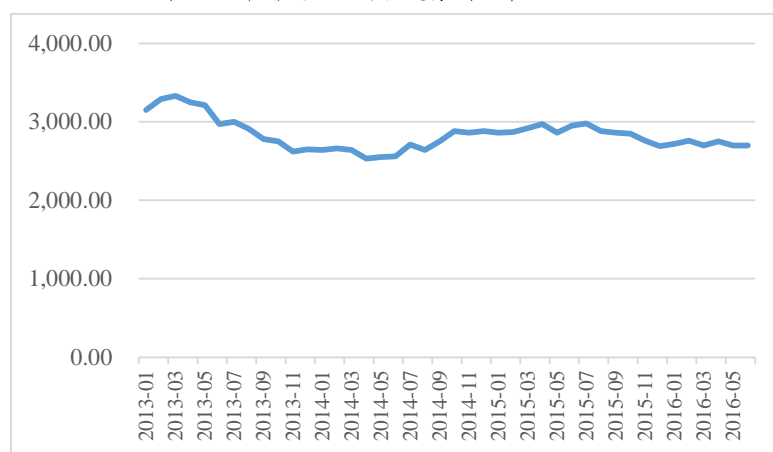
磷肥是我国化肥工业发展的重点，磷肥生产始于20世纪40年代，我国的磷复肥工业经历从无

到有、从小到大、从多方引进到基本实现国产化、从全部依赖进口到自给有余，已经取得了长足的进步。根据我国磷矿品位低的特点，以生产普钙和钙镁磷肥为主，是世界上低浓度磷肥产量最大的国家。随着化肥消费观念的转变，国内磷复肥的消费持续增长，同时也带动了高浓度磷复肥工业的迅速发展。磷肥产量中90%要用硫酸作原料。我国磷矿资源丰富，主要集中在湖北和云南、贵州三省，但优质磷矿少，而中低品位磷矿多为难选矿，磷精矿成本高，同时磷矿外运受铁路运输制约，这些都对磷肥的发展起到限制作用。截至2015年6月底，磷酸二铵开工率为63.19%。

从企业结构来看，目前重钙、硝酸磷肥、磷铵和氮磷钾三元复合肥的生产以大中型厂为主，而普钙、钙镁磷肥产品则以小型厂为主。在磷铵方面，我国自行开发的料浆法技术，适合我国低品位磷矿多、磷矿成份复杂的情况，而且具有了自己开发的内破碎、内筛分、内返料的喷浆造粒技术。目前我国已有云南云天化股份有限公司、瓮福（集团）有限责任公司、贵州开磷（集团）有限责任公司、湖北宜化化工股份有限公司、中国中化集团公司等一批大型磷复肥企业集团。截至2015年底，磷复肥产能继续增长，磷酸二铵产能1,865万吨，产量1,896.85万吨；磷酸一铵产能2,000万吨，产量2,258.00万吨。

价格方面，2012年在下游需求的支撑下，国内磷肥价格基本维持在较高水平。2013年国内磷肥价格开始持续下跌，4月以来，随着国内销售进入淡季，国际磷肥价格下跌，尤其印度下调化肥补贴、货币贬值，磷肥出口价格持续下跌带动国内化肥价格一路下行。2014年，国内磷肥价格延续了2013年下跌的趋势，磷酸二铵价格于2014年6月跌至2,460元/吨的历史低点，但2014年8月以来，受企业开工率不足以来市场需求回暖的影响，磷酸二铵价格出现反弹，2014年12月末，磷酸二铵价格为2,900元/吨。自2015年年初以来，国内磷酸二铵价格高位持稳，虽6月份有所下滑，但受出口支撑，市场整体行情未有太大变动，截至2015年底，磷酸二铵价格为2,690元/吨。2016年上半年，磷酸二铵价格小幅下降，维持在为2,590元/吨。主要品种磷酸二铵价格近年走势如下：

图3 近年磷酸二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

总体看，化肥行业产能过剩，其中氮肥产能过剩较为明显，市场供过于求，价格在前期下跌基础上，虽在2015年上半年有所回升，但仍处于低位运行状态；磷肥产能继续增长，磷肥价格整体波动下降；2016年上半年，化肥整体价格呈小幅下降趋势。

（2）行业供需情况

化肥的主要品种有氮肥、磷肥和钾肥。全球化肥市场，氮磷钾肥总体供需呈平衡状态。在产

能、产量与消费量上看，氮肥>磷肥>钾肥，但基于三种化肥的价格分别可能受到的影响，长期来看，价格的波动范围变化趋势将是钾肥价格最为稳定，其次是磷肥，尿素价格波动可能最大。据 IFA¹ 预测，未来五年化肥消费量将持续上升，增长幅度氮肥<磷肥<钾肥，分别是 2%、4.5%、8.2%。

我国作为农业大国，人口众多，政府对于农业发展始终非常重视。从化肥需求来看，从 1990 年至今，我国化肥的产量和消费量均居世界首位。我国的农民偏好使用氮肥，全国农业技术推广服务中心对 88 个化肥经销商的调查显示，农民购买氮肥所占的比重最大，为 41%，其次是复混肥，占 28%。而磷肥和钾肥的比重仅占 18% 和 12%。我国氮、磷、钾的消费比例仅为 1: 0.32: 0.17，农业部要求的比例为 1: 0.37: 0.25，与世界平均水平 1: 0.40: 0.27 还有一定差距。从施用的作物看，60% 用于粮食作物，40% 用于经济作物和其他行业。

从国内化肥行业供需来看，2015 年我国共生产化肥 7,627.36 万吨(折纯量)，比上年增长 7.30%。分品种看，磷肥产量增幅最大，2015 年我国共生产磷肥 2,026.4 万吨，比上年增长 11.40%；2015 年我国共生产钾肥 611.9 万吨，同比增长 8.23%；2015 年我国共生产氮肥 4,943.8 万吨，同比增长 6.3%。从具体产品看，2015 年我国共生产尿素 3,446.5 万吨，同比增长 7.6%；共生产合成氨实物量 5,791.4 万吨，同比增长 1.84%。

2015 年 1~9 月，我国共出口化肥 1,117.4 万吨，同比去年大幅增加 41.70%。其中氮肥出口 706.80 万吨，同比增加 31.40%；磷肥出口 394.10 万吨，同比去年大幅增加 69.30%；仅钾肥出现下降，出口量 16.50 万吨，同比下滑 9.40%。由于国内缓解产能过剩压力，化肥政策继续放宽，出口量续增。钾肥方面，需求表现相对较疲弱的情况下，再受到国内增值税复征及国际货币兑换贬值的影响较大。

总体看，国内化肥生产显著加快，供给增加，虽然出口量增长明显，但市场需求扩张有限，供需矛盾依然存在，预计未来化肥市场可能出现震荡调整的局面，价格持续走低，化肥行业效益可能因此受到影响。

(3) 行业竞争

进出壁垒

化肥行业技术和资金壁垒较高，属于资源型、资本密集型和技术密集型的行业，行业有着典型的规模经济效应，大型化肥企业具有较好的市场竞争力。规模效益和工艺技术上的先进是化肥企业能否持续经营的必要条件，规模经营和高新技术的采用使得进入该行业的初始投资巨大；近两年化肥行业准入条件以及产品能耗标准、行业清洁生产标准、磷石膏渣场的防渗、堆存技术规范等一系列标准正在逐步制定，未来，化肥企业将向大型化、区域化发展，小型企业将逐渐被兼并或淘汰，化肥行业进入壁垒进一步增高。

同时，企业退出行业时，虽然资源可以转卖给其他企业或政府，但是已经投入生产的设备等转换成其他行业生产设备的成本较高，使得化肥生产企业退出成本较高，因此，化肥行业内企业在化肥生产与销售形势不好的情况下，依然在化肥行业内坚持，让原本竞争激烈的市场竞争更加激烈。

行业集中度

目前，国内化肥行业集中度低，行业排名前十的企业所占市场份额仅为 30%，主要分布在山东、湖北、四川、河南、青海等省份，行业龙头企业主要包括中国化工集团公司、鲁西集团、湖北宜化化工股份有限公司、四川美丰化工股份有限公司、云天化集团、湖北新洋丰肥业股份有限公司和史丹利化肥股份有限公司等。整体而言，化肥行业区域分布比较分散，不利于发挥规模经

¹IFA 指国际肥料工业协会，是代表全球肥料行业的非赢利性组织。它在 80 多个国家拥有 450 多名会员，其中有一半会员来自发展中国家。它的企业会员代表来自所有与生产各种类型的化肥以及化肥原料、半成品以及流通相关的企业。它的成员中包括一些从事与肥料相关的农艺研究和培训的组织。

济优势和资源优势。

总体看，化肥行业进入壁垒较高，尤其是近年政府一系列政策的出台导致化肥行业进入成本明显提升，同时，行业退出成本也较高；化肥行业集中度较低，竞争较为激烈。

（4）行业政策

为了解决我国化肥行业集中度低、产能过剩等问题，近年来政府出台了一系列政策以促进化肥行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1 近年来国家对化肥行业进行政策调整相关情况

时间	政策名称及举措	政策思路
2013年2月	国家发展改革委、铁道部2013年2月17日下发《关于调整铁路货物运输价格的通知》（发改价格〔2013〕261号）	按铁道部《关于明确农用化肥铁路运价优惠政策有关事项的通知》（铁运函〔2004〕364号）第二条“各类线路化肥运价”执行的化肥运价率每吨公里由“0.0826元”调整为“0.0976元”；其他国铁营业线和国铁控股合资铁路化肥运价，现执行每吨公里0.0826元的，调整为0.0976元。
2013年5月	国家质量监督检验检疫总局发布新修订的《化肥产品生产许可证实施细则（一）（复肥产品部分）》	将缓释肥料、控释肥料、硫包衣缓控释复肥、脲醛缓释复肥、稳定性复肥和无机包裹型复肥等肥料品种纳入工业产品生产许可证管理。
2014年12月	财政部公布2015年化肥出口关税调整方案	取消了化肥出口淡旺季的划分，全年采用统一的税额或税率，其中尿素全年出口关税80元/吨，磷酸一铵、磷酸二铵全年出口关税100元/吨，氮磷二元肥全年出口关税税率5%，氯化钾、硫酸钾出口关税维持600元/吨，三元复合肥出口关税维持30%的税率。
2015年1月	国家发展改革委下发了《关于调整铁路货运价格，进一步完善价格形成机制的通知》	农用化肥运费由原来的2号运价调整为执行4号运价，1千公里涨幅约25.2元。
2015年8月	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。后在补充通知规定，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。
2015年9月	国家标准化委员会发布了14项能耗限额标准	自2016年10月1日起实施。其中，化肥行业涉及两项能耗限额标准，对合成氨和尿素产品单位能耗限额作出规定。

资料来源：联合评级整理

总体看，近年来我国化肥行业处于产能过剩状态，政府不断调整关税政策以鼓励化肥出口，缓解化肥去库存压力；同时，在税收、运输等方面给予化肥行业的诸多优惠政策正在逐渐削弱甚至取消，可有效淘汰部分化肥企业。

（5）行业关注

化肥行业产能过剩，化肥价格持续下滑

据中华全国供销合作总社市场调查显示，2015年春耕期间的化肥供应总量达3,844万吨，不仅完全可以满足春耕用肥所需，氮肥、磷肥、钾肥三大主要肥种还出现了不同程度的过剩现象。其中，氮肥供应大于需求25万吨，磷肥供应大于需求88万吨，钾肥供应大于需求265万吨。化肥行业整体产能过剩问题缓解困难，落后产能淘汰和兼并重组将愈演愈烈，化肥价格持续下滑，

利润空间将越来越稀薄。

原材料价格上涨压力

国家出于保护农民利益考虑，对化肥实行限价，国企带头执行限价政策，但由于国家上调铁路运费等原因，化肥生产原料价格上涨，生产成本大幅增长。2015年初，复合肥生产成本大幅增加，其中，硫磺货源紧张，硫磺均价由2014年的700元/吨上涨到3,600~3,700元/吨，直接导致每吨复合肥成本增加1,000元左右；钾肥每吨上涨250元，使复合肥成本增加100~200元，同比增长50%左右。

行业产品结构不合理

随着农业种植结构的变化及机械化的大量使用，农民的用肥结构也在发生变化。过去使用尿素、碳铵、过磷酸钙、氯化钾等单质的低浓度化肥较多，现在更倾向于使用高浓度的复合肥、缓控释肥、水溶性肥等新型肥料。复合肥一次施肥相当于把氮、磷、钾三种肥全部施完，效率较高。近20年来，我国复合肥施用量增速显著高于氮肥、磷肥以及化肥总施用量的增速。1980年我国化肥复合化率仅为2.1%，到2010年稳步提高到32.3%，2013年，我国化肥复合化率达到34.82%。截至2015年底，我国施肥复合率达到40%。

(6) 未来发展

2015年中央一号文件再次锁定三农问题，粮食安全依旧是重中之重。粮食安全与良种推广和优质化肥密不可分。目前化肥行业产能过剩主要停留在传统化肥的层面，而科技含量高的高效肥料、专用肥、水溶肥却是短缺的。

未来几年，去产能化是化肥行业面对的突出问题，寻求对生产设备及产品进行转型和升级的新方法，现有产能的转型升级、兼并共赢以及新型肥料的入市标准是实现行业转型升级的必由之路。企业要在产业结构调整中胜出，就必须从工艺改进、内部管理等方面节约成本，适应未来低成本竞争的潮流。同时，企业要积极开发科技含量高的高效肥料、专用肥等。氮、磷、钾传统化肥会成为新型肥料的原料产品，提高肥料附加值，改善肥料品质和性质或提高肥料的利用，未来化肥行业进一步向着高效、增值、多功能、生态环保的方向发展。

目前，化肥生产企业与流通企业加速融合、双向进入，从单一生产、流通型向生产经营型、服务型转变。未来的产业格局将是：生产商——有品牌的综合服务商——土地经营者，即：上游是化肥、农药生产商，中间是生产商自建或现有农资流通企业改造后的综合服务商，下游是直接的农业生产商。

总体看，传统化肥去产能化是化肥行业的突出问题；科技含量更高的新型化肥将成为增长点；化肥生产企业应对生产工艺技术升级改造，纵向延伸产业链，提高抗风险能力。

2. 氯碱工业

(1) 行业概况

氯碱工业是以盐和电为原料生产烧碱、氯气、氢气的基础原材料工业，产品种类多，关联度大，其下游产品达到上千个品种，具有较高的经济延伸价值，氯碱行业的主要产品为烧碱和聚氯乙烯。中国是氯碱生产大国，氯碱行业发展迅速，烧碱和聚氯乙烯（PVC）产量都居世界首位，有力地推动了相关产业的发展。

聚氯乙烯

PVC是世界五大通用塑料之一，全球总产量仅次于PE（聚乙烯）而位居塑料产量第二位。PVC具备优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性，质轻、强度高、易于加工，广泛应用于工业、

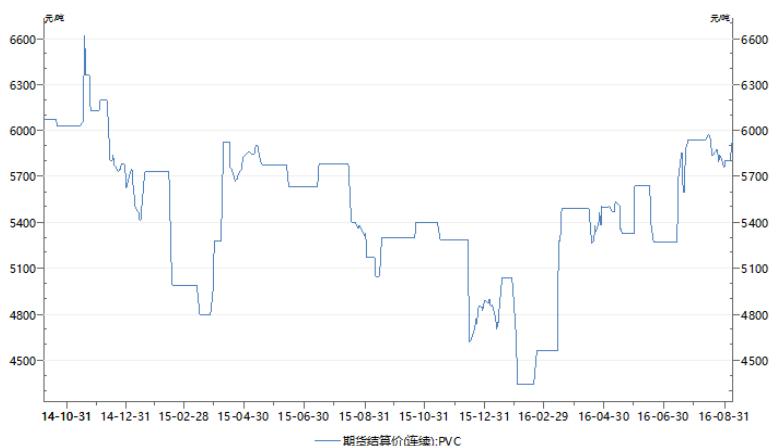
农业、建筑、电子、医疗、汽车等领域。PVC 制品可分为软制品和硬制品两类，软制品包括电线电缆、膜材、人造革、各类软管、手套、玩具、塑料鞋等；硬制品主要包括门窗、各种型材、管材、片材、瓶子等。目前中国 PVC 需求主要来自房地产行业的型材和管材。截至 2015 年底，PVC 开工率为 70%。

PVC 生产工艺分为乙烯法和电石法，其中乙烯法路线为“石油→乙烯→PVC”，主要原料是乙烯和石油，生产 1 吨 PVC 要消耗乙烯 0.5 吨，消耗氯气 0.65 吨；电石法路线为“煤炭→电石→乙炔→PVC”，主要生产原料为电石、煤炭和原盐，生产 1 吨 PVC 要消耗 1.5 吨电石，消耗氯化氢气体 0.8 吨，耗电量约 500kw.h。PVC 属于基础化工原料，两种工艺产品质量和价格差异性较小，原料成本是影响企业竞争能力的主要因素。乙烯法的生产成本主要受石油价格影响，电石法的生产成本主要受电石成本的影响。我国 PVC 生产以电石法为主，截至 2015 年底，全国范围内电石法 PVC 产能 2,216 万吨。

产能方面，我国 PVC 产能增长速度远远超过需求的增速，产能利用率不断下降。从 2003 年到 2013 年的十年间，我国氯碱行业快速扩张，2003 年 PVC 产量为 401 万吨，产能利用率为 76.67%，此后产能利用率不断下滑。虽然国家的四万亿投资计划对 PVC 产量有所拉动，2010 年 PVC 产量到达 1,130 万吨，产能利用率出现回升，但仍处于 55.31% 的较低水平，行业产能过剩严重。截至 2013 年末，中国 PVC 产量约为 1,535 万吨，同比增长约 16.47%，产能利用率约 62%，同比增加 6 个百分点。受需求持续低迷的影响，2014 年 PVC 产量为 1,629.61 万吨，同比增长 6.5%，增速低于 2013 年。2015 年 PVC 总产量约 1,609 万吨，同比下降 1.7%。

PVC 价格此前受金融危机影响在 2008 和 2009 年相交之际跌入最低谷，导致行业内企业普遍出现亏损。截至 2013 年末，PVC 产品价格为 5,470 元/吨。从期货价格方面来看，2013 年全年的 PVC 期货价格主要运行于 6,300~6,800 元/吨的区间内，延续了 2012 年疲弱的趋势。2014 年以来，受国际原油价格下跌及上游电石价格下跌影响，PVC 期货价格波动下跌。截至 2015 年 1 月底，PVC 期货价格下滑至 4,940 元/吨。2015 年 2~5 月份，随着石油价格企稳回升及电石成本的上升，国内 PVC 期货价格有所上升。2015 年 5 月份以来，受石油价格大幅下滑、供需不平衡、出口减少及产能过剩导致的恶性竞争的影响，截至 2015 年底，PVC 期货价格下降至 4,890 元/吨。

图4 2014年以来我国聚氯乙烯期货价格走势（元/吨）



资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

烧碱

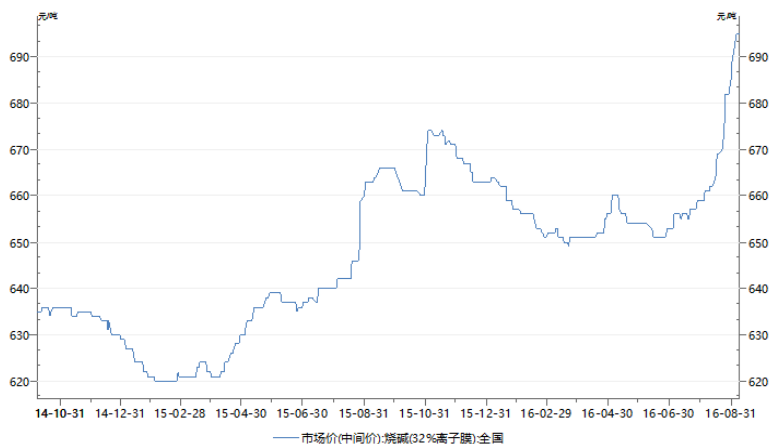
烧碱的需求主要集中在轻工、化工、纺织、石油、电力等部门，国内烧碱生产工艺以主要以离子膜法为主。

产能方面，截至 2014 年底，烧碱市场长期处于产能过剩的行业格局，近几年随着各地区的投资拉动，新建烧碱项目投产，产能增幅明显。2014 年烧碱新增产能 100 万吨以上，淘汰产能 33 万吨，全年合计产能 9,070 万吨，自给率超过 100%，国内烧碱产业继续处于供大于求的状态。2015 年，仍有一定数量烧碱项目计划投产，其中包括九宏新材料有限公司的 60 万吨/年烧碱装置，山西襄矿集团瑞恒化工 40 万吨/年等装置。截至 2015 年底，仍有近 200 万吨的烧碱新装置计划投产，产能过剩的格局将进一步加剧。截至 2015 年底，我国烧碱累计总产能达到 4,050 万吨，较上年新增 201 万吨，增幅达到 5.2%。

产量方面，我国 PVC 产量高速增长带动烧碱产能和产量大幅度提高，同时下游耗碱行业纷纷扩产，对烧碱需求量显著提高。我国烧碱消费量快速增长，近十年复合增长率达到 15%。供给方面，2011 年由于先后经历节能减排余波、日本地震导致烧碱出口市场火爆、PVC 市场不佳使得氯碱装置开工率降低从而导致烧碱产量下滑等因素，烧碱价格不断上涨。2012 年下半年以来，在烧碱产量快速增加，但下游需求增速相对缓慢的情况下，供需形势有所变化，烧碱价格开始下滑。2013 年底，国内烧碱产能 3,850 万吨/年，约占全球总产能的 40%，全年产量 2,854 万吨，较同期增长 6.5%；2014 年，我国烧碱产能已达到 4,000 万吨，产量为 3,180 万吨，同比增长 7.9%。江浙、华中两湖氯碱企业开工率受制液氯价格下跌以及环保压力影响，2015 年以来烧碱产量有所下滑，2015 年 1~7 月，全国烧碱（折 100%）产量达 1,779 万吨，同比下降 1.5%，2015 年 7 月全国烧碱（折 100%）产量达 246 万吨，较上年同期下降 3.9%。截至 2015 年底，我国烧碱产量为 3,028 万吨，同比下降 1.4%。氯碱行业景气度继续降低。

价格方面，2012 年上半年中国烧碱市场先降后升，其中一季度整体呈下滑走势，二季度受集中检修、整体开工率不足（60%左右）以及成本与需求的双重支撑影响，烧碱市场整体呈上行趋势。2012 年三季度以来，以氧化铝为代表的下游企业经营欠佳，对烧碱的采购积极性下降；同时，江苏、湖北等地区新增烧碱产能释放对市场形成了较大冲击，2013 年中国烧碱价格整体下滑。受产量进一步提升以及下游需求无明显提振，2014 年国内烧碱价格继续探底。2014 年下半年至今，烧碱价格在 620~640 元/吨的区间浮动，处于近三年烧碱价格的最低位，2015 年上半年在 630 元/吨左右，2015 年下半年维持在 660 元/吨左右。截至 2016 年 8 月底，烧碱价格大幅回升，维持在 695 元/吨左右。

图5 2014~2015年中国烧碱价格走势（元/吨）



资料来源：Wind资讯，联合评级整理。

目前，我国的烧碱产品整体供需平衡，但是地区间竞争情况差异较大。烧碱的主产区分布在华北、华东地区。由于液碱受运输半径限制，东部地区、北方地区液碱产品竞争较激烈。固碱运

输半径较大，东部市场面临着本地企业的液碱与西部企业进入的固碱之间的竞争。

“十二五”期间，通过政策支持和市场调节，鼓励行业内企业通过兼并重组减少企业数量，提升行业集中度和利用效率，进而增强国内行业整体的市场竞争力。在产品需求方面，烧碱下游需求结构基本保持稳定，仍旧以轻工、化工、纺织、冶金为主。在产业布局方面，生产重心向中西部转移的趋势日益明显。在能耗方面，烧碱是我国工业品中耗电大户，氯碱行业通过产品结构调整和节能减排技术改造使得吨碱综合能耗呈现逐年递减的趋势。生产技术方面，离子膜法烧碱、自然循环膜极距离子膜电解槽、陶瓷膜过滤器、CN 过滤器、135m³ 大型聚氯乙烯聚合釜、干法乙炔生产工艺的不断开发和应用，都极大提升了氯碱行业的自主创新能力，进一步提升了我国氯碱行业的竞争力。

总体看，氯碱工业整体存在产能过剩情况，PVC 和烧碱尤为明显，但 2016 年烧碱市场景气度出现回暖、价格上升较为明显。

（2）行业竞争

进入壁垒

目前，PVC 行业生产工艺比较成熟，基本没有技术壁垒，但是生产过程却对流畅性和工艺质量的要求很高，机器运行直至下次检修的周期至少为一年，中途一旦停运则损失巨大。此外，在 PVC 价格持续低位、成本倒挂的行业背景下，PVC 行业中较成熟的企业大多拥有煤、电、兰炭、石灰石等上游资源，在行业中具有竞争力，避免出现巨额亏损或停产或转型的局面。同时，PVC 企业一般拥有完善的化工产业链可以通过控制产业链上各个产品的产量来控制风险，增加收益，而且可以向下游拓展，开发更高附加值的产品。因此，在当前市场不景气的背景下，拥有完善的产业链和上游资源，是进入 PVC 行业的前提。

近年来，国家对节能减排和环保安全的执行力度不断加码。2015 年新环保法实施，对烧碱这一高耗能、高污染行业带来压力。《烧碱装置安全设计规范》的出台，对烧碱装置的安全要求进行高度统一。烧碱企业达到目前严格的环保要求，需要环保工艺升级转型，增加大量成本，进入壁垒不断提升。

行业集中度

我国 PVC 产量主要集中在新疆、内蒙古、天津、陕西和河南省，占全国总产量的 62.29%。除江西、海南、西藏和北京之外，其他省份均有生产，PVC 行业集中度较低。目前，国内 PVC 行业知名企业主要有神马实业股份有限公司、湖北宜化化工股份有限公司、天津大沽化工股份有限公司、唐山三友化工股份有限公司和津乐金大沽化学有限公司，主要 PVC 生产企业共 88 家。烧碱企业生产规模不断扩大，在全国 180 家主要烧碱企业中，产能超过 20 万吨/年的有 40 余家，最大的单体生产企业产能达到 80 万吨/年。

总体看，PVC 和烧碱行业进入壁垒较高，投入成本较大，行业集中度较低。

（3）行业政策

2011 年 1 月 19 日环保部发布了《关于加强电石法生产聚氯乙烯及相关行业汞污染防治工作的通知》（环发[2011]4 号），明确提出：到 2015 年，电石法聚氯乙烯行业低汞触媒普及率达到 100%。2011 年 3 月 19 日起，新建、改建、扩建的电石法聚氯乙烯生产项目必须全部使用低汞触媒。现有电石法聚氯乙烯生产装置在未完成低汞触媒替代高汞触媒前不得改建、扩建。

2011 年 3 月 27 日，发改委发布《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2011 年第 9 号令）明确提出“2015 年之前淘汰高汞催化剂（氯化汞含量 6.5% 以上）和使用高汞催化剂的乙炔法聚氯乙烯生产装置”。

2011年7月，氯碱行业“十二五规划”出台，政策将引导行业从以单纯规模扩张为目的的增长转变为以产业结构调整，提升行业增长质量的新阶段。规划在严控新增产能、淘汰落后产能、促进行业整合、推进技术进入和自主创新、促进氯碱行业与石油化工、新型煤化工结合方面提出了政策建议措施。2013年6月工信部确定将19个重点行业列入重点淘汰落后产能名录，电石、化工等19个行业将加大整治力度、加速优化产业结构、淘汰落后产能、化解过剩产能以及加快整合重组。

2014年初，国家下发《关于坚决贯彻执行差别电价政策禁止自行出台优惠电价的通知》，进一步明确对电石、烧碱、钢铁等8个高耗能行业实行差别电价。

2015年初，国家工信部下发《电石生产企业公告管理办法》，要求公告企业新增电石产能的，新增产能必须符合《电石行业准入条件(2014年修订)》要求，并在装置建成后3个月内提出新增产能准入申请。已公告企业经整改仍不符合要求的，工信部将撤销其公告资格，被撤销公告资格的企业2年内不得重新提出公告申请。

2015年9月，国务院发布《关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》，该通知对各行业固定资产投资项目的最低资本金比例进行了要求，产能过剩行业项目：钢铁、电解铝项目维持40%不变，水泥项目维持35%不变，煤炭、电石、铁合金、烧碱、焦炭、黄磷、多晶硅项目维持30%不变。

总体看，PVC行业汞污染的治理将是今后国家关注的重点，同时在淘汰落后产能和氯碱行业整合重组方面会逐渐加强。

(4) 行业关注

产能过剩明显

近几年，我国氯碱行业产能扩张经历了从快速增长到逐步放缓的过程。从2000年到2015年这15年内，我国烧碱的产能从800万吨增长到3,952万吨，增长到近5倍，截至2015年底，仍有近200万吨的烧碱新装置计划投产，产能过剩的格局将进一步加剧。PVC产能从2000年320万吨增长到2,422万吨，增长了近7.5倍。其中，2004~2007年是烧碱和PVC快速发展的过程，从2010年以后烧碱和PVC产能增长逐步放缓。

受石油价格影响明显

中国电石行业下游消费领域主要是PVC，消费量占中国电石消费总量的80%以上。而石油价格的下降，将导致进口乙烯产品价格下降，从而使乙烯法PVC的生产成本低于电石法PVC的生产成本，极大减少电石的消费量，对电石法PVC企业形成冲击，石油价格的高低对于电石法PVC企业的盈利能力具有重大影响。

总体上，我国PVC行业产能过剩依然存在，近期油价下跌对电石法PVC企业盈利水平形成巨大冲击。

(5) 未来发展

未来几年氯碱行业新增产能有限，并且存在安全隐患及电厂不达标情况的企业将会大幅限产，隔膜碱也将退出市场。需求方面，国内烧碱的主要下游为氧化铝、印染、化纤、造纸和轻工。2015年，国内氧化铝、合成洗涤剂产量平稳增长，印染和造纸行业出现不同程度的萎缩。2015~2018年下游氧化铝大幅扩产且环保、污水处理行业需求较前期有所提升，烧碱需求量会呈稳中上升趋势。未来几年氯碱行业将呈现以下发展方向：①煤盐电化一体化产业链项目成为主要方向。目前从新疆内蒙到陕西等地的大型聚氯乙烯企业，均形成了包含有煤炭、发电、电石、聚氯乙烯等一体化的循环经济产业。这种模式，也将成为未来西部的电石法聚氯乙烯的主要发展方向。②PVC上下游企业之间合作日益强化。上下游企业的兼并重组合作及资源链共享。将成为PVC企业一体

化产业发展的新模式。③无汞化生产成为趋势。今年行业低汞触媒将得到全面推广，无汞触媒研发投入不断加大。④产品多元化以及发展专用树脂，特种树脂将成为趋势。国内氯碱企业积极寻求差异化产品，以规避无序竞争造成的利润率下降。⑤B2B模式成为趋势。PVC企业，除了建立自己的电子商务平台外还将与第三方电子交易平台展开更加深入的合作。

总体来看，中国氯碱行业尽管未来将会面临产能过剩和原料价格波动的双重压力，但由于产品用途非常广泛，中国氯碱行业仍处于持续增长时期。未来，拥有上游资源或规模优势的氯碱企业有能力规避经营风险，从而保证一定的利润空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司从拥有单一氮肥业务的化肥企业逐步成长为业务涵盖化肥、化工、热电等几大领域，产能遍布湖北、内蒙古、湖南、贵州、青海、新疆等地区，拥有尿素、磷肥、PVC、季戊四醇等多种主要产品的综合性化工企业，具备了较强的抵御单一行业周期性风险的能力。

规模方面，公司具备很强的规模优势，尿素、聚氯乙烯、磷酸二铵、季戊四醇、保险粉等产品产能目前均在全国名列前茅。截至2016年3月底，公司具备年产140万吨磷酸二铵、320万吨尿素、11万吨季戊四醇和114万吨PVC的主导产品生产能力，是亚洲最大的季戊四醇生产经营企业和全国最大的尿素生产企业之一，氮肥产能也位居行业前列。公司同时还是国内规模排名靠前的氯碱化工企业，可年产258万吨烧碱和10万吨保险粉，公司已发展成为中国最大的煤化工、磷化工和盐化工企业之一。

资源方面，公司以资源为导向，积极进行产业上游延伸，已获得多处煤矿、磷矿等资源。磷矿方面，公司在湖北宜昌、四川两地拥有年产130万吨磷矿的采矿权，未来随着公司自有磷矿投产，将有效降低磷肥生产成本。煤矿方面，公司通过贵州宜化控股的黔西南州新宜矿业投资开发公司收购了贵州安利来煤矿和恒泰煤矿等多个煤矿。通过并购，截至2016年3月底，公司共控股7座煤矿，总储量为1.94亿吨，核定产能为586万吨/年。公司通过对上游资源的控制，可以有效降低生产成本，减弱原材料价格变化对于公司利润的影响，提高自身的盈利能力和抗风险能力。公司新疆、内蒙尿素由于资源和地域优势，在全国煤头和气头尿素行业中的成本优势明显，具有很强的竞争力。

品牌方面，公司拥有的“宜化牌”商标为中国驰名商标；主导产品“宜化”牌尿素荣登“中国名牌”榜；“宜化”牌尿素、“宜化”牌烧碱等均为国家免检产品。企业相继通过了质量(ISO9001)、环境(ISO14001)、职业健康安全(OHSAS18001)三体系认证。

总体来看，公司业务及产能覆盖领域较广，具备很强的规模、资源和品牌，规模与竞争力优势明显。

2. 技术装备

在技术方面，公司是全国循环经济示范企业，宜化技术中心为国家级技术中心。公司下属有8家子公司为高新技术企业，其中5家子公司通过国家清洁生产审核。近几年，公司研发投入持续提高，自主创新能力不断提升。2013~2015年，公司研发投入分别为6,770万元、7,369.20万元和8,163.84万元，占营业收入的比重分别为0.35%、0.41%和0.45%，呈现逐年上升趋势。公司研发范围涵盖合成氨、PVC系统的改造等领域，其目的在于改进生产工艺，降低单位产品的消耗。近两年公司开发并实施了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，

取得了50多项国家、省、市级重大科技成果，具有极强的自主创新能力，其中YH粉煤连续成型气化技术成为世界第一家大规模用于尿素生产的技术，该技术以价格低廉的粉煤代替了价格昂贵的无烟块煤生产尿素，使公司的尿素生产成本大幅下降，规模快速扩张；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。

另外，公司不断致力于节能环保技术的改进，其中硫磺制酸HRS技术的应用极大提高了副产蒸汽量节约了能耗；磷酸二铵三级尾气洗涤技术的应用使氨的利用率接近100%；PVC母液处理采用国内领先的生化法处理，实现聚合水零排放；领先行业的A/O生物处理污水工艺使处理后污水水质达到城镇污水处理一级A类标准；水、蒸汽、废渣的梯级循环利用，既节约能耗、增加经济效益，又减少排放、加强了环保。

在生产装备方面，公司拥有全国最大的单套变压吸附装置，每小时处理气量12万方；全国第一套胶磷矿选矿装置；国内乃至全世界最大的汞金属单体矿床；国际先进的4万KVA密闭式电石炉8台，配合宜化专利净化技术，实现了电石炉废气全回收利用、零排放；采煤机和掘进机成套装备，全面提升了采掘机械化水平；全国最大的单套尿素装置，产能104万吨/年，引进了韩国南海化学株式会社两套合成氨、两套尿素装置和荷兰荷丰一套大颗粒尿素装置；催化湿式氧化废水处理装置，代表了行业废水处理的先进水平；引进了航天炉、多喷嘴气化炉、GE水煤浆气化、壳牌、GSP等国内外先进气化技术装备等，这些装置符合国家产业发展方向，代表着同类技术尖端水平，正逐步为公司煤化工产业升级提供技术支撑。另外，核心技术装备还有旨在解决脱硫效率低问题、节约电耗的新型变脱塔、提高布风均匀度的造气新型炉篦、使用三筒窑来烘干炭材的炭材干燥三筒窑、膜法除硝装置等。

总体看，公司生产及环保技术先进，拥有多个核心技术装备且装备水平较高，为公司生产效益的提高提供了保障。

3. 人员素质

公司现有董事长兼总经理1名，副总经理3名，财务总监和董事会秘书各1名。公司现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长兼总经理虞云峰先生，47岁，大专学历，化工机械工程师。曾任湖北楚星化工股份有限公司副总工程师，公司磷铵事业部部长，湖北宜化肥业有限公司工程指挥部副指挥长，公司副总经理；自2012年2月至今任公司总经理；自2014年2月至今任公司董事长。

截至2016年3月底，公司拥有在职员工9,649名。按教育程度划分，研究生及以上学历占比0.88%，本科学历占比33.92%，大专学历占比35.01%，高中及以下学历占比30.19%；按岗位构成划分，生产人员占比84.64%，销售人员占比2.27%，技术人员占比8.09%，财务人员占比0.96%，其他人员占比4.03%；按年龄构成划分，30岁以下人员占比40.31%，30~50岁人员占比37.33%，50岁以上人员占比22.36%，以中青年员工为主。

总体来看，公司高管拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；员工学历构成尚属合理，能够满足公司目前生产经营发展需要。

4. 外部支持

增值税优惠

按照财税[2005]87号文，自2005年7月1日起，公司生产销售的尿素产品增值税由先征50%调整为暂免征收增值税。按照财税[2007]171号文，自2008年1月1日起，公司下属控股子公司湖北宜化肥业有限公司、湖北宜化松滋肥业有限公司生产销售的磷酸二铵免征增值税。自2015

年 9 月开始尿素和磷酸二铵产品已经由增值税免税产品调整为应税产品，税率为 13%。

所得税优惠

公司及其下属子公司湖北宜化肥业有限公司、湖南宜化化工有限责任公司、贵州宜化化工有限责任公司、内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司、青海宜化化工有限责任公司、新疆宜化化工有限责任公司、湖北宜化松滋肥业有限公司在 2013 年和 2014 年陆续被认定为高新技术企业，2014 年均适用 15% 的所得税税率；2015 年，除贵州宜化化工有限责任公司外，上述公司继续适用 15% 的所得税税率。同时，公司下属控股子公司内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司也符合西部大开发企业所得税的优惠政策；公司下属控股子公司新疆木垒县宜化农资连锁供销有限公司、新疆宜化东沟农资连锁供销有限公司，从 2013 年度开始享受“两免三减半”的企业所得税税收优惠政策，具体为免征新疆木垒县宜化农资连锁供销有限公司、新疆宜化东沟农资连锁供销有限公司 2013~2014 年企业所得税，2015~2017 年减半征收企业所得税。

政府补贴

公司享受的政府补贴政策包括公司安全、环保、节能和研发项目投入获得的政府补助和政府对企业税费返还。2013~2015 年，公司分别获得政府补贴 1.10 亿元、0.98 亿元和 0.99 亿元，分别占利润总额的 34.39%、90.88% 和 105.99%，呈不断增加趋势，主要是因为近年来公司主导产品尿素、磷酸二铵、聚氯乙烯及烧碱等市场价格出现较大下滑，使公司主营业务利润持续下降，进而导致利润总额不断减少，而公司的补贴收入 2013~2015 年基本持平，所以导致近三年政府补贴占比逐年升高。

公司每年都在安全、环保、节能和研发项目上进行持续的投入，且投入金额逐年增加，国家也一直在通过补贴的方式大力支持化工企业对节能、环保、安全和研发方面的投入。由于公司在节能、安全、环保和研发项目每年都在持续立项和获得相关批复，同时前期建设项目也在按照进度申请补贴，所以公司在政府补贴方面未来几年不会有太大波动。

总体来看，政府在税收优惠、财政补贴等方面给予公司大力支持，其发展面临较为有利的外部环境。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司已按照中国证监会、深交所关于上市公司内部控制等有关规定，制定了完善的公司治理制度，包括《公司章程》、《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等，不断推进公司体制和管理的创新，不断完善法人治理结构。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划。

董事会是股东大会的常设执行机构，由 11 人组成，对股东大会负责。董事会设董事长 1 名，由董事会选举产生；独立董事 4 名，董事会的人员构成符合相关法律法规要求。董事长为公司法定代表人。董事由股东大会选举或更换，任期三年，任期届满可连选连任。公司董事会职责清晰，能够依照公司相关内部规则，保证公司董事会的依法运作和对公司的控制。

监事会主要负有监督职责，由 5 人组成。监事会包括 3 名职工监事和 1 名监事会主席，职工监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席 1 人，

经全体监事过半数选举产生，监事每届任期 3 年，可连选连任。监事会认真履行职责，按规定程序召开监事会，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履行职责的合法合规进行监督，维护公司及股东的合法权益。

公司设总经理 1 名，实行董事会授权委托下的总经理负责制，负责日常经营管理工作。公司设副总经理 3 名，由董事会聘任或解聘，分管公司下设的不同的管理部门。公司经理层对公司日常生产经营实施有效控制并能够依据相关法规和公司章程履行职责，保证公司的经营运作独立于控股股东。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

截至 2016 年 3 月底，公司本部下设销售部、生产部、采购部、电控部、设备部、安环部、财务部、资金部、综合办公室、人力资源和企管部等 11 个职能部门。公司部门设置基本满足目前管理需要。

公司严格按照《公司法》、《证券法》和《上市公司治理准则》等法律法规的要求，不断完善管理架构，建立健全内部管理和控制制度，建立了既符合国家有关法律法规和监管部门的要求，同时也能适应公司行业环境与经营管理特点的内部控制体系，涵盖财务管理、采购供应管理、生茶和环境保护、销售管理和关联交易管理、投资和对外担保管理、对子公司的管理等方面，形成了一套规范的管理流程与方法。

财务管理方面，公司设财务部和资金部，受财务总监领导。财务部主要负责公司财务核算等相关工作；资金部主要负责公司资金的分配及管理。公司结合自身生产经营特点制定了预算管理制度、融资管理制度、对外资金支付审批制度、应付账款管理制度、现金管理制度、担保管理制度、固定资产管理程序及费用管理制度等规章制度。公司制订了预算审计委员会议事规则和全面预算管理制度，分子公司预算由分子公司上报，年度预算细分为季度和月份预算，以确保年度预算目标的实现，公司内部形成了涵盖各部门、各环节、各岗位的全方位预算执行体系。公司融资管理由公司财务部和董事会具体实施，融资风险的评价由资金部负责，下属各子公司提款要严格按照审批流程。公司投资并购工作分为四个阶段：前期调研阶段、商务谈判阶段、协议签订阶段和资产及业务交接阶段，每一阶段都有专业人员参与。公司担保行为由资金部管理，风险控制委员会是公司担保行为的风险管理部门。公司仅对内部子公司进行担保，对外担保由公司统一管理，一切担保行为均须经董事会批准。

采购管理方面，为了规范物资采购行为，公司制定了一系列采购制度，包括《大宗原材料管理标准》、《大宗原材料盘存管理制度》、《大宗原材料库存管理制度》、《对外资金支付审批制度》等。公司下属子公司的器官中心为合同管理部门，负责大宗原材料验收的日产管理和各环节的规范、指导、服务和监督。各子公司大宗原材料验收实行联合验收制，承办部门与财务部门定期与供货商核对应付款、应付票据、预付款等往来款项，各子公司建立采购付款内部控制的监督检查制度，确保实现岗位风险分离。

生产和安全环保方面，公司制定了产品质量管理制度、工艺指标管理制度、电机管理制度、主变管理制度、计量管理制度及检修管理程序等完整的生产管理制度。在安全管理工作规范化和制度化方面，公司制定了安全检查、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，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，基本保证每建一个厂就配备一个污水处理厂。公司生产经营中相关环保指标符合国家相关规定，公司没有因环境污染受到环保机关处罚的情况，环保措施均按国家相关要求指定，并达到环保标准。

销售管理方面，公司下属各子公司根据自己的产品设立销售部门，各主要产品生产子公司销售部门制定了《销售计划管理规定》、《销售服务管理规定》、《销售合同管理规定》、《销售档案管理規定》、《订货发货与回款结算制度》等制度，对定价原则、结算方式以及销售业务的机构和人员职责权限等进行了明确规定。

关联交易管理方面，公司根据《股票上市规则》、《上市公司内部控制指引》、《公司章程》等有关文件规定，对公司关联交易行为进行全方位管理和控制，明确划分公司股东大会、董事会对关联交易事项的审批权限，规定关联交易事项的审议程序和回避表决要求。对重大的关联交易在经独立董事认可后，方提交董事会审议。披露关联交易时，同时披露独立董事的意见。关联交易的定价主要遵循市场价格的原则：如果没有市场价格，按照协议价定价；如果有国家政府制定价格的，按照国家政府制定的价格执行。关联交易价款的支付：交易双方应依据关联交易协议中约定的支付方式和支付时间支付。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为尿素、磷复肥、PVC、氯碱等化肥及化工产品的生产和销售，产能分布于湖北、内蒙、湖南、贵州、青海、新疆等多地。经过多年的发展，公司现已成为拥有尿素、磷酸二铵、PVC（聚氯乙烯）、烧碱等多种主要产品的综合性化工企业。

公司整体经营规模较大，但近年来化肥和化工行业不景气，受产能过剩影响，公司主导产品尿素和PVC价格低位运行，2013~2015年，公司实现营业收入分别为192.80亿元、181.12亿元和183.37亿元，年均复合减少2.48%，呈波动下降趋势，主要系尿素收入持续下降及PVC收入波动下降所致；公司净利润分别为2.00亿元、0.79亿元和0.54亿元，呈持续下降趋势，主要系减值损失持续增加及营业外收入持续下降所致。

从收入构成情况来看，近三年化肥板块业务在公司营业收入中占比均在50%左右，是公司最重要的收入来源，化肥板块主要包括尿素和磷酸二铵两种产品。2013~2015年，化肥板块销售收入分别为100.65亿元、87.51亿元和92.74亿元，年均复合减少4.01%，呈波动下降趋势，其中，2014年化肥板块收入较低，主要系尿素及磷酸二铵销售价格下降导致其收入下滑所致；2015年化肥板块收入有所回升，主要系磷酸二铵产品销量及价格回升导致其收入大幅增加所致。

化工板块业务是公司的第二大收入来源，近三年化工板块收入占营业收入比重在40%左右，主要产品包括PVC和氯碱。近三年化工板块销售收入分别为70.17亿元、79.15亿元和67.76亿元，年均复合减少1.74%，呈波动下降趋势，其中2014年化工板块收入较高，主要是因为PVC产销量大幅增加导致其收入增加所致；2015年化工板块收入大幅下降，主要系PVC的销售价格大幅下降导

致其收入下降所致。

公司贸易板块和其他板块收入占比较小，2013~2015年，公司贸易板块收入占营业收入的比重分别为6.14%、3.08%和7.27%，占比波动较大；其他板块主要系电力产品及其他生产过程中产生的副产品的销售收入，其他板块收入占营业收入的比重较为稳定，2015年为5.21%。

表2 2013~2015年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、化肥板块	100.65	52.20	17.30	87.51	48.13	20.81	92.74	50.57	15.95
尿素	67.17	34.84	21.74	54.36	29.90	23.16	50.06	27.30	17.41
磷酸二铵	33.48	17.37	8.41	33.15	18.23	16.96	42.67	23.27	14.23
2、化工板块	70.17	36.40	10.27	79.15	43.53	12.01	67.76	36.95	14.92
氯碱产品	11.32	5.87	30.59	11.51	6.33	30.63	12.18	6.64	34.61
PVC	48.88	25.35	4.98	57.07	31.39	5.68	47.39	25.84	8.68
其他化工产品	9.98	5.17	13.17	10.57	5.82	25.88	8.19	4.47	21.72
3、贸易板块	11.85	6.14	2.08	5.60	3.08	3.15	13.33	7.27	4.52
商贸产品	11.85	6.14	2.08	5.60	3.08	3.15	13.33	7.27	4.52
4、其他板块	10.13	5.25	34.28	9.56	5.26	43.04	9.55	5.21	27.55
电力产品	0.56	0.29	29.17	0.44	0.24	28.36	0.09	0.05	31.64
其他	9.57	4.97	34.57	9.12	5.02	43.74	9.46	5.16	27.51
合计	192.80	100.00	14.70	181.82	100.00	17.65	183.37	100.00	15.34

资料来源：公司提供

从毛利率构成情况来看，2013~2015年，公司化肥板块贡献毛利润最大，有效支撑了公司的业务发展和获利能力。近三年公司化肥板块毛利率分别为17.30%、20.81%和15.95%，呈波动下降趋势，其中2014年毛利率较高，主要系磷酸二铵价格上升导致其毛利率大幅增加所致；2015年毛利率大幅下降，主要系尿素价格下降使得尿素毛利率下降、原材料采购价格上升以及化肥优惠电价取消导致磷酸二铵毛利率下降所致。2013~2015年，化工板块毛利率分别为10.27%、12.01%和14.92%，呈持续上升趋势，主要系外购电石的价格大幅下跌，青海宜化和内蒙宜化电价下调以及新疆宜化新建电厂提高了自供电水平导致PVC生产成本下降所致。综上影响，2013~2015年，公司营业毛利率波动上升，分别为14.70%、17.65%和15.34%。

由于石油价格持续低迷，PVC价格走低，以及化肥和化工行业产能过剩的局面未明显缓解，2016年1~3月，公司实现营业收入44.43亿元，同比增加1.87%；利润总额0.31亿元，同比增加0.22%；净利润0.02亿元，同比下降86.05%。2016年1~3月，公司化肥板块实现销售收入21.04亿元，占营业收入比重下降至47.37%；化工板块实现销售收入16.23亿元，占营业收入比重下降至36.54%。2016年1~3月，化肥板块毛利率为10.75%，较上年有所下降，主要系尿素销售均价较低及磷肥市场大幅下滑导致尿素和磷酸二铵毛利率下降所致；化工板块毛利率为18.54%，较上年有所上升，主要系烧碱销售价格上升导致其毛利率上升所致。2016年1~3月，公司整体毛利率水平下降至13.69%。

总体看，受化肥和化工行业产能过剩及主要产品市场价格下降影响，公司营业收入波动下降，其中，化肥板块收入及毛利率均呈波动下降趋势；化工板块收入虽波动下滑，但毛利率水平持续提升。公司整体毛利率波动上升。

2. 化肥板块

公司化肥板块的主导产品有尿素和磷酸二铵。公司化肥产品 15% 左右外销，主要出口到欧盟、美国、日本、印度、俄罗斯等国，85% 左右国内销售，国内销售区域覆盖了我国主要的粮食产区，以国内化肥使用量较大的吉林、黑龙江、辽宁、内蒙、河南、河北、安徽、山东、湖北、湖南、江西、广西、云南、贵州等省为主要销售区域。

(1) 尿素

生产情况

尿素业务为公司的传统业务，主要由公司及公司下属的湖南宜化化工有限责任公司（以下简称“湖南宜化”）、内蒙古鄂尔多斯联合化工有限责任公司（以下简称“内蒙古联化”）、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公司（以下简称“新疆宜化”）五家实体企业来负责生产。

公司主要生产煤头尿素和气头尿素。煤头尿素的主要工艺流程为：煤燃烧产生水煤气，通过脱硫、压缩、变换、脱碳等工段，然后在合成氨工段由氮气和氢气反应制取液氨，最后通过尿素工段由液氨与二氧化碳反应生成成尿素液，再经过造粒塔冷却成尿素颗粒。气头尿素的主要生产工艺流程：天然气经压缩脱硫，将其中的硫含量降低到 0.1ppm；然后通过蒸汽转化反应生成 CO 和 H₂，生产的混合气经高温变换、脱碳净化和甲烷化精制工序脱除其中的 CO 和 CO₂，最后经压缩后进入氨合成工段产出氨，最后通过尿素工段由液氨与二氧化碳反应生成成尿素液生产出尿素。公司产品生产过程中产生的废气、废水和废料均依照标准进行处理后排放，公司相关环保检查均为合格。

产能方面，截至 2016 年 3 月底，公司共拥有 320 万吨/年的尿素产能，其中煤头尿素产能 200 万吨/年、气头尿素产能 120 万/年，为中国最大的尿素生产企业之一。从公司尿素产能分布看，内蒙古气头尿素 120 万吨/年、湖北煤头尿素 60 万吨/年、贵州煤头尿素 40 万吨/年、湖南煤头尿素 40 万吨/年和新疆煤头尿素 60 万吨/年，基本对我国化肥使用量较大的河南、河北、安徽、山东、湖北等地形成了强大辐射，区域布局合理完善。新疆宜化的 60 万吨/年煤头尿素产能于 2012 年逐步释放，该项目有效利用了西部的煤炭资源，在一定程度上降低了生产成本。

产量方面，公司各类产品均是以产定销的模式，虽然尿素市场需求减弱、产能过剩，但公司产量基本保持稳定，2013~2015 年公司尿素产量分别为 326.34 万吨、322.11 万吨和 319.61 万吨，其中煤头尿素产量分别为 213.65 万吨、215.53 万吨和 209.39 万吨。产能利用率方面，由于生产地辐射范围内的需求较为旺盛，公司尿素产能利用率均处于高水平，2015 年为 99.87%。2016 年 1~3 月公司尿素产量为 65.09 万吨。

表3 2013~2015年公司尿素生产情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
尿素	产能	320	320	320
	产量	326.34	322.11	319.61
	产能利用率	101.98	100.66	99.87

资料来源：公司提供

原材料采购

尿素的原材料主要是原料煤、燃料煤和天然气，原材料占尿素生产成本的 60% 左右。除了内蒙古联化之外，公司其他尿素生产基地的原料以煤炭为主。为减轻煤炭价格波动风险，公司重视获取煤炭资源储量。截至 2016 年 3 月底，公司共控股 7 座煤矿，总储量为 1.94 亿吨，核定产能

为 586 万吨/年，其中 6 座煤矿位于贵州，1 座煤矿位于新疆，新疆煤矿目前正在申报采矿权，设计产能 400 万吨，储量 0.89 亿吨；如果新疆煤矿投产公司煤炭可以完全自供，但是由于该煤矿距离新疆宜化较远，开采成本加上运费成本比目前采购的煤炭价格高，所以该煤矿一直未进行施工建设。目前，新疆宜化煤炭全部外采，采购成本加运费含税 50 元/吨。受公司煤矿所在区域位置影响，除贵州宜化外，公司其它地区煤炭需求主要依靠外购。贵州宜化的煤炭由贵州普安县宜鑫煤业有限公司的郭家地煤矿、贵州新宜矿业（集团）有限公司的恒泰煤矿和安利来煤矿供应，郭家地煤矿 2015 年 1 季度已经建成投产，设计产能 45 万吨/年，使贵州宜化目前煤炭自给比例达 50% 以上。

采购流程方面，公司采购流程为采购部寻找备选供应商→供应商基本情况调查→供应商管理体系、质量体系考察、评估→产品技术质量标准认定、样品试用、试验、检测→纳入合格供方目录→合同谈判→签订采购合同。

采购量方面，2013~2015 年，公司原料煤外购量 345.05 万吨、356.30 万吨和 403.19 万吨，呈持续上升趋势，2015 年尿素产量下降但外购原料煤增加的原因是新疆宜化电厂二号机组开车运行，采购的煤炭全部计入原料煤核算导致采购原料煤同比增加 13.16%。近三年公司燃料煤需求量呈持续下降趋势，其中外购量分别为 59.20 万吨、54.55 万吨和 46.27 万吨，2015 年外购量同比下降 15.18%，降幅较大，主要系 2015 年一季度郭家地煤矿投产所致；公司按照就近采购的原则，在各生产基地附近解决煤炭供应问题。公司天然气采购量分别为 70,899 万 m³、66,498 万 m³ 和 67,407.47 万 m³，呈波动下降趋势，主要受天然气价格上升影响所致。2016 年 1~3 月，公司燃料煤、原料煤和天然气的采购量分别为 9.58 万吨、101.01 万吨和 11,254.73 万 m³。

采购价格方面，公司内外部采购价格均按照市场价格确定。受益于煤炭价格持续下滑以及区域优势的影响，近三年公司原料煤采购价格持续下降，2015 年采购均价为 253.42 元/吨；燃料煤价格 2015 年有所回升，为 388.28 元/吨。2016 年 1~3 月原料煤和燃料煤的采购价格分别为 221.73 元/吨和 368.51 元/吨。天然气方面，受天然气调价影响，近三年天然气采购均价分别为 1.09 元/m³、1.19 元/m³ 和 1.34 元/m³，呈持续上升趋势，2016 年 1~3 月，天然气采购均价为 1.19 元/m³，采购价格有所下降，另受益于政府优惠政策，公司内蒙古气头尿素生产仍具有一定的成本优势。

表 4 2013~2015 年公司尿素原材料采购情况

项目		2013 年	2014 年	2015 年
原料煤	采购量（万吨）	345.05	356.30	403.19
	采购均价（元/吨）	446.72	350.48	253.42
燃料煤	采购量（万吨）	59.20	54.55	46.27
	采购均价（元/吨）	383.26	374.38	388.28
天然气	采购量（万 m ³ ）	70,899	66,498	67,407
	采购均价（元/m ³ ）	1.09	1.19	1.34

资料来源：公司提供

采购结算方面，公司原材料采购合同每年一签，由于属于资源类物质，采购结算方式主要为滚动付款，现款结算。

供应商选择方面，尿素原材料全部为资源类物质，所以公司按照质量体系要求，从采购的资源富集区域，考核、评估供应商质保能力及生产、财务能力，筛选出符合国家政策的供应商名单，建立大客户供应商目录，各部门、各单位采购均从目录中选定。

供应商集中度方面，受我国资源分布及资源企业集中度较高的影响，2013~2015 年，公司尿

素产品前五大供应商采购金额占比分别为 21.65%、25.76%和 34.97%，占比逐年上升。2016 年 1~3 月，公司尿素产品前五大供应商采购金额占比 25.64%。公司尿素原材料供应商集中度一般。

表5 2013~2015年尿素产品原材料前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	购买材料	购买金额	占总采购金额比重
2013年	鄂托克旗长蒙天然气有限公司	天然气	74,571.63	14.19
	鄂尔多斯双欣电力有限公司	蒸汽	15,786.27	3.00
	吉木萨尔县同亨化工商贸有限公司	煤炭	9,600.00	1.83
	宁波郑宜兰能源有限公司	煤炭	9,262.09	1.76
	冷水江市湘鑫物资经营部	煤炭	7,605.14	1.45
	合计	--	113,825.12	21.65
2014年	鄂托克旗长蒙天然气有限公司	天然气	79,314.81	18.99
	宁波郑宜兰能源有限公司	煤炭	9,651.12	2.31
	云南云天化联合商务有限公司	煤炭	7,718.83	1.85
	新化县和天顺煤炭经营部（普通合伙）	煤炭	5,596.88	1.34
	洛阳铁路运通集团有限公司济源煤炭运销分公司	煤炭	5,316.39	1.27
	合计	--	107,598.04	25.76
2015年	鄂托克旗长蒙天然气有限公司	天然气	90,384.44	21.86
	宁波郑宜兰能源有限公司	煤炭	25,701.62	6.22
	鄂尔多斯双欣电力有限公司	蒸汽	13,530.66	3.27
	新疆宣化矿业有限公司	煤炭	7,975.90	1.93
	湖南省谊都贸易有限公司	煤炭	7,015.64	1.70
	合计	--	144,608.27	34.97

资料来源：公司提供

产品销售

销售方面，由于化肥产品用户分散、产品专业性不强，目前公司尿素产品的销售主要是通过各分、子公司建立在各区域的销售网络进行销售，主要采取以经销商为主的销售方式。2013~2015年，公司尿素销量分别为 321.52 万吨、322.11 万吨和 312.61 万吨；近三年产销率分别为 98.52%、100.00%和 97.81%，基本能够实现完全销售。销售价格方面，2012 年下半年以来，受尿素行业产能过剩影响，公司尿素销售价格呈下滑趋势，2013~2015 年公司尿素销售均价分别为 1,801.73 元/吨、1,663.21 元/吨和 1,551.54 元/吨。2016 年 1~3 月，公司尿素销量为 63.93 万吨，销售均价在低位徘徊，为 1,130.89 元/吨。销售结算方面，公司尿素产品主要采取现款现货结算方式。

表6 2013~2015年公司主要产品销售情况

尿素	2013年	2014年	2015年
销售量（万吨）	321.52	322.11	312.61
产销率（%）	98.52	100.00	97.81
销售均价（元/吨）	1,801.73	1,663.21	1,551.54

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。

客户集中度方面，近三年公司尿素产品前五大客户销售金额占总销售金额的比例分别为 13.63%、19.59%和 18.30%，占比较低；同时公司尿素产品前五大客户的销售额占比较为分散，客户集中度风险较低。2016 年 1~3 月，公司尿素产品前五大客户销售金额占总销售金额比例为

15.19%。

表7 2013~2015年尿素前五大客户情况(单位:万元、%)

年份	客户名称	金额	占比
2013年	中化化肥有限公司	31,454.70	4.68
	宁夏日盛实业有限公司	19,480.78	2.90
	内蒙古农牧业生产资料股份有限公司	16,160.46	2.41
	中农调运化肥有限公司北海分公司	13,653.34	2.03
	湖南供销湘农农资有限公司	10,768.49	1.60
	合计	91,517.76	13.63
2014年	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	28,201.42	5.19
	新疆农资集团有限责任公司(停用)	25,457.26	4.68
	中化化肥有限公司	24,618.48	4.53
	瑞士金建(KEYTRADEAG)	14,404.97	2.65
	辽宁化肥有限责任公司	13,812.92	2.54
	合计	106,495.05	19.59
2015年	中化化肥有限公司	28,598.40	5.71
	广州顺禾农资有限公司	16,386.26	3.27
	内蒙古农牧业生产资料股份有限公司	15,906.18	3.18
	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	15,709.98	3.14
	四川倍丰农资有限公司	15,000.73	3.00
	合计	91,601.55	18.30

资料来源:公司提供

公司尿素产品面临的竞争压力较大,主要是由于目前我国尿素产能严重过剩,主要销售区域分布均有氮肥厂分布,但是公司下属子公司贵州宜化、新疆宜化和内蒙古联化厂区均建设在资源辐射区域,成本优势明显。

总体看,公司尿素产能规模较大,产能利用率高,产能布局较为合理;公司生产以煤头尿素为主,近年来煤炭价格持续下降,有利于公司控制尿素生产成本;但受尿素行业产能过剩影响,公司尿素产销量下降,销售价格呈快速下滑趋势,削弱了公司的收入规模。

(2) 磷酸二铵

生产情况

公司是全国最大的磷酸二铵生产企业之一,主要由全资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。

磷酸二铵的主要工艺流程为:磷矿经过破碎、浮选等工序生产出矿浆,与通过硫磺制取的硫酸反应生成硫酸,硫酸再与合成氨反应经过造粒工序生产出磷酸二铵。公司的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。

受益于松滋肥业产能的建成投产,2013年公司磷酸二铵的产能由70万吨升至126万吨,2014年公司进行产能扩建,磷酸二铵产能升至140万吨/年。2013~2015年,公司分别生产磷酸二铵133.23万吨、142.56万吨和137.22万吨,其中,2014年公司磷酸二铵产量大幅上升主要原因是松滋肥业2×28万吨/年磷酸二铵项目建成投产。近年来磷酸二铵的产能利用率分别为105.74%、101.83%和98.02%,产能利用率较高。2016年1~3月公司磷酸二铵产量为37.87万吨。

表8 2013~2015年公司磷酸二铵生产情况

产品	项目	2013年	2014年	2015年
磷酸二铵	产能	126.00	140.00	140.00
	产量	133.23	142.56	137.22
	产能利用率	105.74	101.83	98.02

资料来源：公司提供

原材料采购

磷酸二铵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。公司不断通过对磷矿增资，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和雷波县华瑞矿业有限公司（以下简称“华瑞矿业”）。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，平均品位为26%，设计开采能力为200万吨/年，其中一期为30万吨/年，于2015年一季度投产；公司持有华瑞矿业90%股权，华瑞矿业拥有磷矿勘察面积30.64平方公里，初步探明地质储量1.80亿吨，平均品位23.44%，设计开采能力为100万吨/年，目前已取得采矿权证。公司预计江家墩2017年产能达到100万吨/年，2018年达到180万吨/年，随着自有磷矿的建成投产，公司磷肥成本优势显著。

公司磷矿石采购都是依靠自供和外购相结合的模式，其中自供比例约为10%。磷矿石采购量和采购价格方面，2013~2015年，公司分别采购磷矿299.01万吨、274.30万吨和242.88万吨，采购量逐年下滑。受国内磷矿石产能增加及需求增幅放缓影响，国内磷矿石价格波动下滑，近三年分别为368.39元/吨、348.71元/吨和350.59元/吨。2016年1~3月，公司磷矿石采购量和采购价格分别为64.92万吨和351.89元/吨。

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。由于受外部经济环境的影响，硫磺价格经常出现剧烈波动，不利于公司控制生产成本。2013~2015年，公司硫磺采购量分别为56.79万吨、77.64万吨和66.12万吨；硫磺采购平均价格分别为947.77元/吨、1,077.42元/吨和1,095.56元/吨，呈上升趋势。2016年1~3月，公司硫磺采购量和采购价格分别为16.08万吨和898.71元/吨。

磷矿石和硫磺的采购流程、供应商选择及采购结算方面与尿素原材料采购相同。

表9 2013~2015年公司磷酸二铵主要原材料采购情况

项目		2013年	2014年	2015年
磷矿石	采购量（万吨）	299.01	274.30	242.88
	采购均价（元/吨）	368.39	348.71	350.59
硫磺	采购量（万吨）	56.79	77.64	66.12
	采购均价（元/吨）	947.77	1,077.42	1,095.56

资料来源：公司提供

供应商集中度方面，受我国资源分布及资源企业集中度较高的影响，2013~2015年，公司磷酸二铵产品前五大供应商采购金额占比分别为13.08%、27.79%和17.69%，占比波动上升，2014年占比大幅上升主要是因为公司磷酸二铵产能扩张，公司向向前两大客户采购磷矿石和硫磺的采购量大幅增加所致。2016年1~3月，公司前五大供应商采购金额占比11.38%。

表10 2013~2015年磷酸二铵产品原材料前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	购买材料	购买金额	占总采购金额比重
2013年	湖北宜化集团矿业有限责任公司	磷矿石	16,556.24	5.40
	美商运安化工贸易（上海）有限公司	硫磺	7,640.17	2.49
	湖北杉树垭矿业有限公司	磷矿石	7,058.55	2.30
	湖北晋煤宏圣煤炭物流贸易有限公司	煤炭	4,573.90	1.49
	宜昌楚达商贸有限公司	硫磺	4,295.06	1.40
	合计	--	40,123.92	13.08
2014年	湖北宜化集团矿业有限责任公司	磷矿石	43,332.57	15.74
	美商运安化工贸易（上海）有限公司	硫磺	16,460.35	5.98
	N-LOGITRA CO., LIMITED	硫磺	5,935.71	2.16
	湖北鹏泰贸易有限公司	煤炭	5,658.30	2.06
	中轻资源进出口公司	硫磺	5,117.36	1.86
	合计	--	76,504.29	27.79
2015年	湖北宜化集团矿业有限责任公司	磷矿石	30,351.72	8.29
	美商运安化工贸易（上海）有限公司	硫磺	13,859.29	3.79
	宁波郑宜兰能源有限公司	煤炭	9,869.79	2.70
	中轻资源进出口公司	硫磺	5,947.49	1.62
	荆门市巨源化工有限公司	液氨	4,725.03	1.29
	合计	--	64,753.31	17.69

资料来源：公司提供

产品销售

公司磷酸二铵的销售主要采取以经销商为主的销售方式。2013~2015年，公司磷酸二铵销量分别为126.35万吨、129.98万吨和139.73万吨，产销率在90%左右，2015年产销率突破100%达101.83%，主要系2015年磷肥市场景气度回升所致。销售价格方面，2013~2015年，公司产品价格分别为2,649.29元/吨、2,515.18元/吨和2,666.42元/吨，呈波动上升趋势。2016年1~3月，公司磷酸二铵销量为45.85万吨，销售均价为2,152.02元/吨，均价有所下滑。销售结算方面，公司磷酸二铵产品主要采取现款结算方式。

表11 2013~2015年公司磷酸二铵销售情况

磷酸二铵	2013年	2014年	2015年
销售量（万吨）	126.35	129.98	139.73
产销率（%）	94.84	91.18	101.83
价格（元/吨）	2,649.29	2,515.18	2,666.42

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。

客户集中度方面，近三年公司磷酸二铵产品前五大客户的销售额占总销售金额的比例分别为25.64%、33.32%和38.73%；同时公司磷酸二铵产品前五大客户的销售额占比较为分散，客户集中度风险较低。2016年1~3月，公司磷酸二铵产品前五大客户销售金额占总销售金额比例为14.29%。

表12 2013~2015年磷酸二铵前五大客户情况(单位:万元、%)

年份	客户名称	金额	占比
2013年	QUANTUM Fertilisers Limited,Hong Kong	29,881.05	8.92
	DREYMOOR FERTILIZERS OVERSEAS(PTE) LTD	23,866.82	7.13
	mitsui and co.ltd	11,464.89	3.42
	FERTISUL INTERNATIONAL LIMITED	10,370.06	3.10
	山东美可辛化肥贸易有限公司	10,267.54	3.07
	合计	85,850.35	25.64
2014年	TRAMMO PTE. LTD.	30,326.27	9.15
	Dreymoor Fertilizers	21,839.91	6.59
	邦力达农资连锁有限公司新疆分公司	19,936.90	6.01
	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	19,510.91	5.89
	KOCH FERTILIZER ASIA PRIVATE LTD	18,829.53	5.68
	合计	110,443.53	33.32
2015年	黑龙江倍丰农业生产资料集团有限公司	45,230.78	10.60
	QUANTUM Fertilisers Limited,Hong Kong	33,990.66	7.97
	DREYMOOR FERTILIZ.OVERSEAS PTE LTD	31,802.20	7.45
	KOCH FERTILIZER ASIA PRIVATE LTD	28,650.28	6.71
	中农集团控股股份有限公司	25,585.66	6.00
	合计	165,259.58	38.73

资料来源:公司提供

公司磷酸二铵的主要销售区域在东北等土地缺磷区域,同业厂区基本上集中在云贵区域,与云贵区域厂区相比公司无论从进口硫磺的采购还是产成品的销售上运输方式及运距上都具有明显优势。

总体看,受益于松滋肥业磷酸二铵项目的投产,公司磷酸二铵板块产能得到大幅提高,2015年随着磷肥市场景气度回升,磷酸二铵产销量实现较大突破,但销售价格受市场波动影响较大。近年来,磷酸二铵主要原材料磷矿石价格波动下降,但硫磺价格上升幅度较大,对磷酸二铵的盈利能力产生一定影响。

3. 化工板块

公司化工板块的产品包括 PVC、烧碱及季戊四醇等其他化工产品,其中主导产品为 PVC 和烧碱。化工产品国外销售占化工板块销售收入的 5%左右,主要出口美国、印度、印尼等国。国内销售占化工板块销售收入的 90%左右,国内销售区域主要集中在华东、华南市场上海、浙江、福建、江苏、广东以及湖北、湖南、江西等靠近生产的地区。

(1) PVC 和烧碱

生产情况

公司 2004 年进入 PVC 和烧碱行业,主要经营主体包括湖北宜化本部、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”)。

PVC 生产工艺主要为电石法,其主要工艺流程为:二次盐水经过电解生成氯气和氢气,同时在电解槽中生产出 32%烧碱。电石与水在发生器反应生成乙炔气,在氯乙烯合成工段乙炔气和氯化氢气体按比例充分混合、进一步脱水,在氯化汞触媒的催化下合成为氯乙烯气体,由于聚氯乙烯

烯是由氯乙烯单体聚合而成的高分子化合物，所以最后通过聚合工段生成聚氯乙烯。烧碱属于生产聚氯乙烯过程中的电解盐水伴随生产的产品。

近年来，公司调整战略布局，生产中心逐步向西部资源富集区转移，并且随着公司前期投资的 PVC 项目逐渐投产，近三年公司 PVC 和烧碱产能均有所增加。截至 2016 年 3 月底，公司 PVC 产能已经达 114 万吨，烧碱 258 万吨，氯碱产能全国排名前列。其中内蒙宜化的主要产品与产能包括 30 万吨/年 PVC 和 70 万吨/年烧碱；太平洋热电拥有 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；湖北宜化有机分公司拥有烧碱产能 32 万吨/年，湖北宜化宜都分公司拥有烧碱产能 16 万吨/年；青海宜化拥有 PVC 产能 30 万吨/年，另外还有 70 万吨/年的烧碱产能。2013 年 6 月，公司新疆宜化 50 万吨/年离子膜烧碱、60 万吨/年 PVC 项目一期年产 70 万吨离子膜烧碱、30 万吨 PVC 及配套工程项目投产。

表 13 截至 2016 年 3 月底公司 PVC 和烧碱产能情况 (万吨)

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

受产能增加影响，近三年公司 PVC 和烧碱产量均呈逐年上升趋势。其中，公司 PVC 产量分别为 96.39 万吨、108.32 万吨和 110.41 万吨；烧碱产量分别为 92.79 万吨、214.35 万吨和 214.94 万吨。由于生产工艺稳定以及原材料成本优势，公司 PVC 产能利用率 2013 年以来稳定在 80% 以上，显著高于全国平均水平；烧碱 2013 年产能利用率较低，为 59.86%，主要是因为 2013 年烧碱产能较上年增加而产量较上年下降所致，进入 2014 年，烧碱产能利用率明显上升，主要由于公司烧碱产品包含 32% 烧碱、48% 烧碱和片碱三种产品，各公司会根据不同含量烧碱价格和销售情况进行调整生产比例，2013 年及其之前公司产能按照折纯统计，但是产量很难折算，导致产能利用率不准确，为了使产能利用率计算更为准确，2014 年开始公司统一规定产能统计按照折算到最低 32% 烧碱，产量也按照最基础 32% 烧碱数据统计，从而导致 2014 年度较 2013 年产能利用率大幅上升。2014~2015 年烧碱产能利用率分别为 83.08% 和 83.31%。

表 14 2013~2015 年公司 PVC、烧碱生产情况 (单位：万吨、%)

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
PVC	产能	114	114	114
	产量	96.39	108.32	110.41
	产能利用率	84.55	95.02	96.85
烧碱	产能	155	258	258
	产量	92.79	214.35	214.94
	产能利用率	59.86	83.08	83.31

资料来源：公司提供

从整个 PVC 行业来看，国内 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，基本处于盈亏平衡点；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。随着内蒙项目运行逐步稳定以及新疆项目的投产，公司 PVC 产业未来经营业绩有望得到提升。

原材料采购

PVC 和烧碱采购原材料主要包括电石和工业盐，生产 1 吨 PVC 要消耗 1.5 吨电石，消耗氢气体 0.8 吨，耗电量 500kwh。其中电石由公司自己生产和外购两部分组成。公司电石生产主要是在石灰石资源比较富集的青海、内蒙等区域。电石生产方法有氧热法和电热法两种，公司全部采用电热法生产电石，即生石灰和含碳原料（焦炭、无烟煤或石油焦）在电石炉内，依靠电弧高温熔化反应而生成电石。电石生产公司的产能、单台电石炉容量、吨电石（标准）电炉电耗等均符合国家政策规定。

截至 2016 年 3 月底，公司共拥有电石产能 150 万吨/年，电石自给率约 95%左右，公司电石不对外销售。青海宜化、内蒙宜化、新疆宜化和湖北香溪化工有限公司是主要生产主体，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公司和太平洋化工，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；湖北香溪化工配有 20 万吨/年电石产能，由于电价上升、煤炭外购等原因自产电石已经不具有成本优势 2015 年初已经停产。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，满足公司 PVC 生产的同时富裕部分可以供应给青海宜化。

从采购量来看，2013~2015 年，公司电石外购量分别为 29.71 万吨、29.66 万吨和 9.18 万吨，2015 年电石外购量明显下降，主要系 2015 年内蒙宜化和新疆宜化对石灰窑进行了工艺升级改造，其电石可以满足负荷稳定生产，电石的品质显著提升，电石的各项指标满足 PVC 生产要求，所以从 2015 年开始公司基本不需要外采电石来补充自供电石品质不稳定部分，同时 2015 年公司也消化了一部分前期外采的库存电石，因此电石采购大幅下降。随着公司生产工艺不断改进，电石消耗率逐渐下降，电石的采购成本占 PVC 生产成本的比重下降。工业盐采购量分别为 117.66 万吨、114.73 万吨和 61.39 万吨，与 PVC 的产量变化趋势基本相同，2015 年大幅下降主要系新疆宜新玛纳斯盐矿 2015 年度投产，产能 40 万吨/年，新疆宜化工业盐全部由新疆宜新供应所致。从采购价格来看，近三年电石采购均价持续下降，2015 年下降至 2,233.10 元/吨；工业盐采购价格较为平稳，2015 年为 228.51 元/吨。2016 年 1~3 月，电石和工业盐的采购量分别为 3.94 万吨和 17.55 万吨；采购均价分别为 1,928.44 元/吨和 218.59 元/吨。

表 15 2013~2015 年 PVC 和烧碱产品主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2013 年	2014 年	2015 年
电石	采购量	29.71	29.66	9.18
	采购均价	2,810.56	2,586.59	2,233.10
工业盐	采购量	117.66	114.73	61.39
	采购均价	229.65	227.07	228.51

资料来源：公司提供

从采购模式和采购结算方式来看，公司对资源类的物质采购参照化肥板块的采购模式。对于其他物资采取招标的方式，公司制定了完备的招投标制度，并通过成立自己的贸易公司参与物资的采购，有效降低了采购成本，保证了供货质量及时效性。公司主要物资类原材料采购合同每年一签，付款方式主要为滚动付款。其他原材料合同根据市场供求关系和市场预期，采取灵活的合

同签订日期，付款方式根据不同情况采取不同方式，主要包括：滚动付款、信用额度、月结方式等。结算方式以承兑汇票和现款为主，其中，采用承兑汇票结算方式的，一是对公司应付的非大额采购款项，将公司收到的承兑汇票背书转让给原材料供应商，票面期限一般为6个月；二是公司大宗原材料采购款的10%左右，采用公司直接开具承兑发票的方式，票面期限6个月。

从供应商情况来看，2013~2015年，公司化工板块前五大供应商采购金额占比分别为8.27%、9.18%和13.06%；2016年1~3月化工板块前五大供应商采购金额占比22.88%，近年来化工板块供应商集中度有所上升，但仍处正常水平。

表16 2013~2015年化工板块前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	供应商名称	购买金额	占总采购金额比重
2013年	吴忠市同盛化工有限公司	20,001.30	3.18
	乌海市明乐商贸有限责任公司	14,098.93	2.24
	浙川县九信电化有限公司	7,813.87	1.24
	丹江口市晟翔工贸有限公司	5,229.89	0.83
	咸宁市天宏化工有限公司	4,921.76	0.78
	合计	52,065.75	8.27
2014年	神木县晟通煤化工有限公司	18,518.45	2.66
	海西州昆仑盐业有限责任公司	16,471.95	2.37
	吴忠市同盛化工有限公司	10,527.75	1.51
	内蒙古众利惠农物流有限公司	10,367.34	1.49
	民和乐华冶炼有限公司	8,055.77	1.16
	合计	63,941.26	9.18
2015年	贵州省万山银河化工有限责任公司	19,336.76	3.77
	海西州昆仑盐业有限责任公司	19,117.38	3.73
	神木县晟通煤化工有限公司	11,613.30	2.27
	汉江集团丹江口电化有限责任公司	9,009.97	1.76
	宁夏庆达煤焦精细化工有限公司	7,829.10	1.53
	合计	66,906.51	13.06

资料来源：公司提供

产品销售

由于化工产品专业性强、售后服务要求相对较高，客户较为集中，目前公司PVC产品的销售主要是通过直销的方式，直销方式约占公司PVC销售总额的80%左右，其余为经销商代理。

销售布局方面，对于PVC产品，由于可以承受较高单位产品运费，在远距离运输的情况下也能实现经营收益，公司主要是通过中西部生产，在华东、华南市场进行销售。销量方面，2013~2015年，公司PVC销量分别为90.24万吨、108.29万吨和106.82万吨，产销率均处于90%以上，公司的PVC产能消化能力较强；烧碱销量分别为92.39万吨、94.91万吨和100.32万吨，销量持续增加，但产销率波动较大，2013年产销率最高达到99.63%，2014年产销率降至44.28%，主要系公司烧碱产品部分自用，由于2014年开始公司规范烧碱统计口径，将产能和产量统计按照烧碱初品32%烧碱统计，而青海、内蒙和新疆宜化大部分都是将32%烧碱提纯到片碱销售，所以销售的产品是片碱数量，而统计的是半成品32%烧碱的产量，就导致产销率大幅下降；2015年烧碱产销率为46.67%。2016年1~3月公司PVC和烧碱销量分别为26.37万吨和23.57万吨。

销售价格方面，受市场供给过剩和下游需求疲软的影响，近年来公司PVC价格持续下降，2013~2015年，PVC销售均价分别为5,469.58元/吨、5,190.69元/吨和4,413.58元/吨；烧碱的销售

均价分别为 1,223.95 元/吨、1,211.64 元/吨和 1,218.55 元/吨，价格相对平稳。2016 年 1~3 月，PVC 和烧碱销售均价分别为 4,059.70 元/吨和 1,320.13 元/吨。

表17 2013~2015年公司PVC和烧碱销售情况

产品	项目	2013年	2014年	2015年
PVC	销量(万吨)	90.24	108.29	106.82
	产销率(%)	92.71	94.72	96.75
	价格(元/吨)	5,469.58	5,190.69	4,413.58
烧碱	销量(万吨)	92.39	94.91	100.32
	产销率(%)	99.57	44.28	46.67
	价格(元/吨)	1,223.95	1,211.64	1,218.55

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。

销售结算方面，公司结算方式为现款和承兑汇票，一般为先款后货，结算周期一般为一个月。

客户集中度方面，2013~2015年PVC前五大客户销售金额占总销售金额比重分别为26.33%、16.63%和22.56%，集中度较低；2016年1~3月，PVC前五大客户销售金额占总销售金额比重为29.09%。

表18 2013~2015年PVC前五大客户情况(单位：万元、%)

年份	客户名称	销售金额	占总销售金额比重
2013年	浙江特产石化有限公司	53,930.47	7.69
	深圳市诚裕丰投资有限公司	49,144.95	7.00
	深圳市海盛伟业塑胶有限公司	30,419.59	4.33
	广州市浪奇实业股份有限公司	27,568.71	3.93
	扬州瑞阳化工有限责任公司	23,703.97	3.38
	合计	184,767.68	26.33
2014年	浙江特产石化有限公司	31,732.00	4.01
	上海华西中工实业有限公司	27,973.91	3.53
	深圳市诚裕丰投资有限公司	27,170.41	3.43
	深圳市海盛伟业塑胶有限公司	14,369.49	1.82
	深圳市嘉瑞源通贸易有限公司	13,839.26	1.75
	合计	131,615.69	16.63
2015年	浙江特产石化有限公司	49,333.08	10.41
	深圳市诚裕丰投资有限公司	20,228.06	4.27
	深圳市嘉瑞源通贸易有限公司	17,051.39	3.60
	武汉永祥化工有限公司	10,277.89	2.17
	湖北金牛管业有限公司	10,001.67	2.11
	合计	106,892.09	22.56

资料来源：公司提供

2013~2015年，烧碱前五大客户销售金额占总销售金额比重分别为5.31%、3.26%和25.82%；2016年1~3月，烧碱前五大客户销售金额占总销售金额比重为33.76%。2015年以来烧碱客户集中度大幅提升，主要系公司下属子公司新疆宜化、青海宜化和内蒙宜化全部为片碱产品，单价高，而片碱市场行情较好，大客户订单增加所致。

表19 2013~2015年烧碱前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售金额	占总销售金额比重
2013年	山东东岳能源交口肥美铝业有限责任公司	11,860.88	1.69
	湖南长沙合力贸易有限公司	7,665.03	1.09
	成都中大化工有限责任公司	6,441.98	0.92
	山西铝厂工贸有限公司	6,229.80	0.89
	安徽省安庆曙光化工(集团)有限公司	5,095.42	0.73
	合计	37,293.10	5.31
2014年	广西田东锦盛化工有限公司	8,458.34	1.07
	成都中大化工有限责任公司	6,287.99	0.79
	湖南长沙合力贸易有限公司	4,836.22	0.61
	山西铝厂工贸有限公司	3,165.99	0.40
	开曼铝业(三门峡)有限公司	3,094.02	0.39
	合计	25,842.55	3.26
2015年	安徽华恒化工有限公司	7,728.45	6.34
	湖南长沙合力贸易有限公司	6,415.67	5.27
	重庆三和新农商贸有限公司	6,313.01	5.18
	成都中大化工有限责任公司	6,025.10	4.95
	广西田东锦盛化工有限公司	4,965.52	4.08
	合计	31,447.75	25.82

资料来源：公司提供

总体来看，近年来公司 PVC 和烧碱产量持续增长，产能利用率较高。公司原材料可以部分自给，一定程度上降低了 PVC 生产成本，但受盐化工行业整体低迷影响，近年来公司 PVC 产品价格持续下降；受片碱市场行情较好，大客户订单增加影响，2015 年公司烧碱产品下游客户集中度明显提高。

（2）季戊四醇和保险粉

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和云天化集团有限责任公司等。中国市场需求主要以低端季戊四醇（92%含量左右）为主。近几年国内季戊四醇新建项目较多，尤其是低端季戊四醇供大于求，价格下跌。

公司生产季戊四醇的主要载体是公司本部和其子公司内蒙古宜化化工有限公司，产能达 10 万吨/年。公司生产能力约占全国总生产能力的 40%，产能居全球第一。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。

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%。为应对金融危机，公司及时调整了产品等级，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。目前世界知名涂料企业，如纽佩斯、DSM、长兴化学等均同公司建立了良好的合作关系。

2013~2015 年公司分别生产季戊四醇 6.30 万吨、5.85 万吨和 5.46 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。近年来，公司季戊四醇产能利用率持续下降，平均产能利用率在 50%~60%之间。2016 年 1~3 月，公司季戊四醇的产量为 1.19 万吨。

截至 2016 年 3 月底，公司拥有保险粉产能 10 万吨/年。保险粉的主要原料为季戊四醇的副产

物及公司其他产品。2013~2015 年公司保险粉生产量分别为 4.20 万吨、4.38 万吨和 2.84 万吨，2015 年产量大幅下降主要系 2015 年受保险粉废水倾倒事件影响，公司保险粉厂停产整顿，产量仅为 2014 年的一半。2016 年 1~3 月公司保险粉产量为 1 万吨。

表20 2013~2015年公司季戊四醇、保险粉生产情况（单位：万吨、%）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
季戊四醇	产能	11	11	10
	产量	6.30	5.85	5.46
	产能利用率	57.27	53.18	54.60
保险粉	产能	10	10	10
	产量	4.20	4.38	2.84
	产能利用率	42.00	43.78	28.40

资料来源：公司提供

销售方面，季戊烯醇和保险粉的销售模式与 PVC 和烧碱相同。2013~2015 年，公司季戊四醇销量分别为 6.30 万吨、5.96 万吨和 5.24 万吨，产销率在 95% 以上；销售均价分别为 8,404.01 元/吨、9,281.97 元/吨和 8,422.57 元/吨。保险粉销量分别为 4.31 万吨、3.96 万吨和 3.51 万吨，产销率在 90% 以上；销售均价分别为 7,092.67 元/吨、6,520.60 元/吨和 3,649.89 元/吨，2015 年价格大幅下降，主要系保险粉下游客户需求不稳定，及 2015 年国内保险粉新增部分产能所致。2016 年 1~3 月，公司季戊四醇销量和保险粉销量分别为 1.25 万吨和 0.81 万吨；销售均价分别为 8,826.67 元/吨和 3,253.26 元/吨。

表21 2013~2015年公司季戊四醇、保险粉销售情况

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
季戊四醇	销量（万吨）	6.30	5.96	5.24
	产销率（%）	100.00	101.88	95.97
	价格（元/吨）	8,404.01	9,281.97	8,422.57
保险粉	销量（万吨）	4.31	3.96	3.51
	产销率（%）	102.50	90.39	123.59
	价格（元/吨）	7,092.67	6,520.60	3,649.89

资料来源：公司提供

总体看，公司在季戊四醇产品生产上游原材料均可实现充分自给，成本优势明显；受行业产能过剩影响，近年来公司季戊四醇产销量有所下降，但产品价格波动中略有上升；保险粉的销量及价格也呈持续下降趋势。

4. 贸易及电力板块

商贸

公司于 2008 年开始进入贸易行业，起初仅设立北京宜化贸易有限公司（以下简称“北京宜化”），为湖北宜化子公司之一，目前发展至下设北京兴宜世纪科技有限公司（以下简称“兴宜世纪”，为湖北宜化子公司）、武汉富华时代贸易有限公司等多家贸易公司，北京宜化是公司贸易业务的主要载体，主要从事化肥产品的国际贸易和国内销售，对化工产品和化工企业生产所需设备和辅材的经销。公司贸易板块主要业务构成为三部分：公司涉及产业的化工设备、备品备件及辅材购

销；公司主导业务的化肥及化工产品购销；大宗原材料购销。2013~2015 年公司贸易板块收入分别为 11.85 亿元、5.60 亿元和 13.33 亿元，毛利率水平分别为 2.08%、3.15%和 4.52%。2016 年 1~3 月，公司贸易板块实现收入 4.49 亿元。

除化肥出口贸易实行港口囤货外，化肥的国内销售、化工产品以及设备辅材的合同均签订背靠背协议，采购和销售的结算方式一致，多以现款和承兑汇票方式结算，化肥、化工产品和生产用辅材的结算周期短，基本在一个月以内，而生产用设备类备品备件由于设备有运行期和质保期，一般分次结算，周期一年以内。经销货物有入库销售和直接发给客户两种方式。公司贸易板块的商贸公司集中为公司下属子公司采购辅材和生产用备品备件，有利于增强对外采购的话语权，提升采购环节的议价能力，在保障公司及下属子公司正常生产经营的情况下降低采购成本。

公司贸易板块目前已形成良好销售渠道，销售范围覆盖至新疆、青海、贵州、内蒙等多个地区。公司已经形成从化学工程设计、咨询、规划、采购、设备安装、到人员培训与开车全部完成的产业链，形成将科学技术与生产实践相结合的“化工超市”，从而为客户提供化工项目全方位的服务，其经营模式有较强的竞争力。

总体看，公司贸易板块购销渠道稳定，近年来贸易业务收入波动增加，盈利能力尚可。

电力

电力成本是公司化工和化肥生产过程中的主要成本构成之一，平均占比在 30%左右。公司的电力供应分为自有电力和外购电力。在自有电力方面，公司共有四家自备电厂，分别位于太平洋热电、太平洋化工、新疆宜化和内蒙宜化，其中太平洋热电发电量并入国家电网，部分外供。2013~2015 年，公司电力自给率逐年上升，分别为 5.72%、21.54%和 33.04%；公司电力外部采购量分别为 93.16 亿度、93.35 亿度和 84.63 亿度，2015 年公司电力外购量大幅下降主要系新疆宜化电厂二号机组投入运行且公司部分电石产能停产所致；近三年电力平均采购价格分别为 0.36 元/度、0.35 元/度和 0.36 元/度。截至 2016 年 3 月底，公司电力自给率达 31%，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的采购成本。

总体看，公司电力自给率逐年上升，有利于进一步降低公司生产成本。

5. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 27.38 次、22.15 次和 27.06 次，呈波动下降趋势，2014 年应收账款周转次数较低，主要系应收账款增长而营业收入下降所致；2015 年公司营业收入略有增加，而应收账款大幅下降，使得应收账款周转次数有所提升。2013~2015 年公司存货周转次数分别为 4.16 次、3.55 次和 3.49 次，呈现逐年下降趋势，主要系公司存货波动增加而主营业务成本下降所致；随着公司资产规模的扩大，总资产周转次数呈现逐年下降态势，2013~2015 年分别为 0.59 次、0.50 次和 0.47 次。

从尿素行业上市公司比较情况看，公司存货周转率低于行业最低水平，应收账款周转率和总资产周转率处于行业一般水平，整体看公司经营效率一般。

表22 2015年同类上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
000912.SZ	泸天化	3.88	43.80	0.29
600227.SH	赤天化	4.26	6.33	0.38
000830.SZ	鲁西化工	7.36	240.13	0.61
01866.SH	中国心连心化肥	11.24	112.78	0.57
000422.SZ	湖北宜化	3.64	28.79	0.47

资料来源：Wind 资讯。

注：Wind 资讯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 资讯数。

总体看，近年来受化肥和化工行业持续下行影响，公司应收账款周转率波动下降，存货周转率持续下降，公司经营效率逐年下降，处于行业一般水平。

6. 重大事项

安全事故

2013年12月21日，公司控股子公司贵州新宜矿业（集团）有限公司的全资子公司贵州普安宏兴煤业有限公司旗下宏兴煤矿发生瓦斯爆炸事故，事故造成6人遇难、1人受伤。2014年2月，贵州省煤矿安全监察局出具批复意见，认为本次事故是一起责任事故，决定对宏兴煤矿处45万元的罚款并责成普安县政府将宏兴煤矿纳入兼并重组对象，对贵州新宜矿业（集团）有限公司处30万罚款，同时对本次事故的10名责任人均进行了相应的处罚、处分。本次事故造成直接经济损失841.98万元。

2015年10月8日，公司收到宜昌市环境保护局《行政处罚及停产整治决定书》（宜市环法[2015]256号），经宜昌市环境监察支队现场调查，发现公司有机分公司保险粉车间存在以逃避监管的方式排放污染物，宜昌市环保局依法对公司作出罚款10万元及对公司有机分公司保险粉车间作出停产整治决定，在停产整治期间针对存在的环保问题进行整改。保险粉非公司主营业务，上诉行政处罚对公司经营业绩不产生影响。

公司在安全事故发生后，建立健全了在安全生产及环保方面的管理措施，截至目前，上述事故对公司的影响已消除，对公司正常经营不产生重大影响。

重大投资

新疆宜化8万吨三聚氰胺项目已经于2015年10月28日顺利投产。截至2016年3月底，公司重要投资项目为江家墩矿区深部缓倾斜中厚体采矿项目。

江家墩矿区深部缓倾斜中厚体采矿项目该项目地点位于湖北省宜昌市夷陵区樟村坪镇董家河村，江家墩探矿权面积10.92平方公里，已完成了矿区地质详查工作，探明保有磷矿资源储量18,844.8万吨，全面建成后生产能力为180万吨/年。首采区面积1.136平方公里，首采区30万吨/年已经在2014年三季度建设完成，2015年一季度顺利转采；目前二期150万吨/年由于地质结构原因，需要重新进行坑探，再出具可研报告并重新进行项目建设的申报，故项目投资金额暂无法估算。

总体看，随着在建项目的投产使用，将进一步增加公司的规模和资源优势，由于江家墩矿区深部缓倾斜中厚体采矿项目二期规模较大，且目前需重新进行坑探，预计未来投资需求仍较大。

7. 关联交易

公司从关联方采购、接受劳务主要体现在购买材料、设备及运费等；向关联方销售、提供劳务主要体现在销售材料设备等。公司从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售、提供劳务均遵

循市场价格的原则，如果没有市场价格，按照协议定价；如果有国家政府制定价格的，按照国家政府制定的价格执行。交易价款按关联交易协议中约定的方式和时间执行。2015年，公司从关联方采购、接受劳务的金额合计 5.39 亿元，在营业成本中的占比 3.47%；向关联方销售、提供劳务的金额合计 0.38 亿元，在营业收入中的占比为 0.21%。

公司还有较大金额的关联方担保、关联方资金拆借和其他关联交易情况。关联方担保主要是关联方为公司提供借款担保、融资租赁担保、应付票据担保和债券担保，截至 2015 年底，关联方为公司提供担保金额共计 110.15 亿元，金额较大，公司对关联方提供担保的金额较小；关联方资金拆借为公司子公司新疆嘉成化工有限公司从湖北三环科技股份有限公司借入 8 万 t/a 三聚氰胺项目建设资金 1.69 亿元。截至 2015 年底，其他关联交易包括与关联方共同投资、在关联方的资金存放以及向关联公司采购电等，其中，公司参与投资的金额为 1.35 亿元，在关联方的存款余额为 8.48 亿元（计入货币资金科目），在关联方贷款余额为 0.30 亿元，向关联公司采购电 4.83 亿元。

表 23 2013~2015 年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2013 年	28,035.11	1.70	7,169.11	0.37
2014 年	54,203.82	3.62	8,871.56	0.49
2015 年	53,930.65	3.47	3,799.64	0.21

资料来源：公司年报、联合评级整理。

总体看，公司向关联方采购商品及向关联方销售商品的规模较小，且以市场公允价格结算，关联风险较低；公司关联方为公司提供了较大的担保支持，在一定程度上有利于公司资金的融通。

8. 经营关注

产能过剩风险

公司涉及各产业 60 多种产品，虽然目前在尿素、磷酸二铵、季戊四醇、烧碱、保险粉等产品领域具有一定的竞争优势，但我国尿素和 PVC 产能过剩局面严重。新建化肥项目的不断投产，国内需求难再增长，产能利用率下降，我国化肥市场持续十多年的慢牛走势已经结束，迎来调整期，期间化肥价格虽可能有所反复，但市场总体低迷，大多数化肥企业中长期将饱受微利甚至亏损之苦。自 2003 年以来我国 PVC 产能快速增加，由于我国聚氯乙烯产能增长速度远远超过需求的增长，产能利用率不断下滑，行业产能过剩严重。化肥和 PVC 产能过剩的局面将会对公司盈利能力产生影响。

行业周期性风险

公司化肥、氯碱业务属于强周期性行业。市场需求受经济周期影响波动较大，近年来，化肥和氯碱产品价格持续低迷。公司目前尿素、氯碱产能逐步集中于成本较低的新疆、青海等地区，一定程度上减弱了周期性波动对公司造成的影响。但如果全球经济和投资复苏乏力，化肥和氯碱行业景气程度持续低迷，将对公司经营造成不利影响。此外，近年来公司生产所需的煤矿、硫磺、天然气、磷矿石、盐矿和电等原料价格波动明显，产品价格随国家相关政策及市场供求变化而波动，如果原材料价格或者国家相关政策及市场供求发生变化，有可能导致产品价格发生一定波动，从而影响公司盈利。

安全生产和环保风险

由于公司属于化工和化肥行业，产品生产具有工艺过程复杂、连续性强、操作要求高等特点，

其原辅中间产品和产成品中涉及天然气、一氧化碳、氨、氢、烧碱、甲醇、甲醛等有毒有害及易燃易爆物质，在生产过程中存在着高温、高压、易燃、易爆等危险，一旦发生事故，将会对人员和环境造成危害。尽管公司制定了严格的规章制度和安全操作规程，但是由于近年来公司生产能力不断加大，公司的生产经营存在一定的安全风险；同时公司还从事煤矿、磷矿生产经营，虽然公司在施工及日常生产经营过程中有完整的安全生产管理制度和完备的安全设施以保证整个项目建设及生产运营过程处于受控状态，但不排除因设备故障，人员施工疏忽而导致事故发生的可能，从而产生安全生产风险，影响公司正常的生产经营活动。此外，2013年公司下属贵州普安宏兴煤业有限公司旗下宏兴煤矿发生瓦斯爆炸事故；2015年公司有机分公司保险粉车间以逃避监管的方式排放污染物，上述事件均已受到监管部门的处罚，因此公司面临的环境压力较大。

关联交易风险

公司关联方较多，有较大金额的内部担保、预付款项、资金拆借等关联交易，若公司的关联方生产经营出现重大调整，则可能对公司的生产经营及市场声誉造成不利影响，并增大经营和法律风险。

政府扶持不确定性风险

据来自行业协会的消息，执行多年的化肥产品增值税免征政策可能终止，增值税恢复征收后，可能对公司经营产生不利影响。此外，政府补贴对公司净利润影响较大，如果未来政府财政补贴政策发生重大变化，将会对公司盈利产生不确定性的影响。

总体看，公司的经营风险主要体现在行业发展、国家政策及安全环保方面，但考虑到行业的整体特征以及公司的规模与竞争优势，公司的实际经营风险较小。

9. 未来发展

从行业竞争情况来看，公司所属化肥和基础化工行业属于市场充分竞争的行业，目前产能过剩的情况较为严重，在建、待建项目还呈增加趋势，未来市场竞争将更加激烈。中国的化肥生产企业多半产能较小，较为分散，公司虽然在全国最大的尿素生产企业，但年生产能力仅占全国总产能的5%-6%左右。当然，由于公司较早的将尿素产业逐渐转向内蒙古、新疆等具有原材料、能源成本优势的西部地区，公司现有的320万吨尿素产能中有180万吨的成本显著低于全国同行业平均水平，具有很强的市场竞争力。公司新疆年产50万吨离子膜烧碱60万吨聚氯乙烯项目配套有自备发电厂，与公司其他聚氯乙烯装置相比，具有明显的成本优势。

从公司自身规划来看，未来公司将在巩固现有优势产能的基础上继续实施产业向西部转移的战略和资源战略，积极在西部地区获取新资源、开发新产品。在具体实施战略上，公司一方面将继续保持传统产业优势，以资源为中心布局产业：煤化工方面，稳步向新疆、贵州等资源丰富的地方转移；磷化工方面，立足宜昌本部，利用其丰富的磷矿资源发展新型肥料及食品级、电子级、医药级精细磷化工产品；盐化工方面，利用内蒙古、青海等地的石灰石及盐碱资源，实施氯碱资源型产品的生产转移。另一方面，大力发展第三产业，包括技术服务与贸易业以及现代物流业。

具体目标上，化肥板块将建成年产400万吨尿素、200万吨磷复肥，使公司成为世界最大的化肥生产企业之一；化工板块将建成年产10万吨多元醇、10万吨保险粉、300万吨烧碱、150万吨PVC生产能力，8万吨三聚氰胺，成为中国最大的煤、磷、盐化工生产企业；矿山开发板块将建设煤矿开采能力300万吨/年、磷矿开采能力300万吨/年规模；商贸建成营业额100亿元/年规模。将公司建成当地安全环保的标兵企业。

总体看，作为国内综合实力较强的大型综合化工企业之一，公司发展战略清晰，经营思路稳

健务实。未来随着公司的产业转型和产品结构调整，公司市场竞争力将不断增长，行业地位将进一步巩固和强化；但是考虑到近年来化肥和化工行业持续下行，公司尿素等部分产品产能的扩张可能会面临一定的产能过剩压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年度财务报告，均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 2016 年 1~3 月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2013 年，公司合并范围未发生变化；2014 年公司新纳入合并范围的子公司 2 家，分别为 HONGKONG SKY WORTH LIMITED（香港源华贸易有限公司）和湖北宜化兴宜科技有限公司；2015 年公司新纳入合并范围的子公司 3 家，分别为哈密宜化矿业有限公司、哈密宜化化工有限公司和湖北百城通达物流有限公司，合并范围变化未涉及到主业改变，公司财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 399.79 亿元，负债合计 319.11 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）80.68 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 67.05 亿元。2015 年，公司实现营业收入 183.37 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司净利润 0.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.09 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 409.87 亿元，负债合计 325.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）84.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 71.20 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 44.43 亿元，净利润（含少数股东损益）0.02 亿元，其中归属于母公司净利润 0.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.36 亿元。

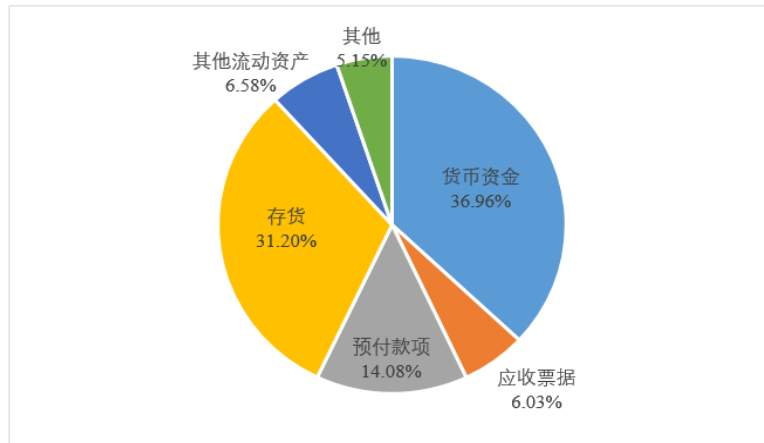
2. 资产质量

近三年，公司资产规模呈持续增长态势，三年复合增长 6.34%；截至 2015 年底，公司资产总额为 399.79 亿元，较上年末增长 6.97%。其中流动资产合计占比 33.26%，非流动资产占比 66.74%，以非流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动增长，三年复合增长 3.55%，主要系货币资金和应收票据增长所致；截至 2015 年底，公司流动资产合计 132.98 亿元，主要由以货币资金（占 36.96%）、应收票据（占比 6.03%）、预付款项（占比 14.08%）、存货（占比 31.20%）和其他流动资产（占比 6.58%）构成，见下图。

图6 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，受银行借款增加等因素影响，公司货币资金持续增长，三年复合增长30.93%；截至2015年底，公司货币资金为49.14亿元，较上年末增长57.37%，主要系银行承兑汇票保证金和信用证保证金增加所致。截至2015年底，公司货币资金主要由现金（占比0.08%）、银行存款（占比41.22%）和其他货币资金（占比58.70%）构成；其中其他货币资金主要为信用证保证金、银行承兑汇票保证金和借款保证金，公司受限货币资金规模较大，受限货币资金率为52.67%，对公司资金形成一定的占用。

2013~2015年，公司应收票据持续减少，三年复合减少20.50%。截至2015年底，公司应收票据8.02亿元，较上年末减少36.16%，主要系公司为了降低资金成本所致。公司应收票据全部为银行承兑汇票，其中2.53亿元用作银行借款质押。

2013~2015年，公司预付款项波动减少，三年复合减少13.17%，主要系公司对原材料采取多种付款方式所致。截至2015年底，公司预付款项为18.72亿元，较上年末增长3.23%，主要是尿素原材料等预付款项。其中1年以内的预付款项占78.08%，账龄超过1年的预付款项占21.92%。

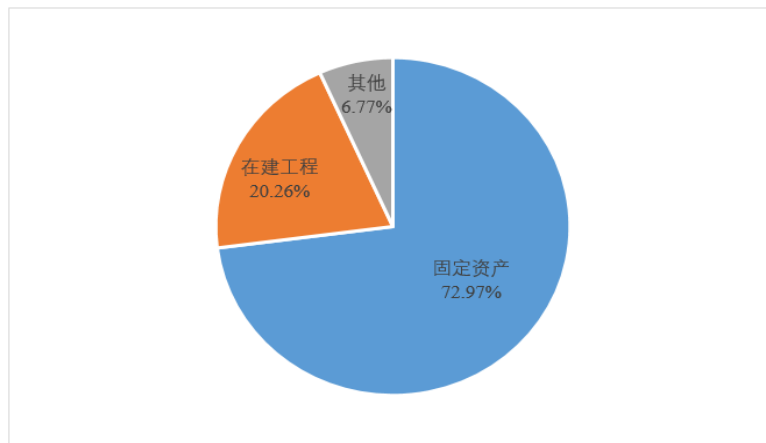
2013~2015年，公司存货波动增长，三年复合增长4.13%。截至2015年底，公司存货41.49亿元，较上年末减少5.11%，主要系煤炭、电石、硫磺原材料价格大幅下跌导致计提跌价准备较高所致。截至2015年底，公司存货主要由原材料（占比42.61%）和产成品（占比57.39%）构成，其中原材料主要为电石、磷、硫磺、焦炭和石灰石，产成品主要为公司所产合成氨、尿素、季戊四醇和PVC。公司共计提跌价准备2.47亿元，近年来，公司产品市场不景气、价格持续下降，存在一定的跌价风险，需持续关注。

2013~2015年，公司其他流动资产规模波动增长，三年复合增长1.74%。截至2015年底，公司其他流动资产8.74亿元，较上年末增长42.28%，主要系2015年公司购买2.30亿元理财产品（其中1.00亿元购买了邮储银行宜昌分行的“邮银财智盛势”2015年第47期、利率为3.90%；1.30亿元购买了建设银行猇亭建行的“乾元-日鑫月溢”开放式资产组合型人民币理财产品、利率为2.15%。）所致。公司其他流动资产主要由增值税待抵扣税额（占比66.03%）、预缴企业所得税（占比7.55%）、理财产品（占比26.31%）等构成。

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产持续增长，三年复合增长7.81%，主要系在建工程大幅增加所致；截至2015年底，公司非流动资产合计266.82亿元，较上年末增长5.92%，主要由固定资产（占比72.97%）和在建工程（占比20.26%）构成，如下图所示。

图7 公司2015年底非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司主要从事化肥、化工产品生产与销售，属于典型的重资产行业，生产过程中需要大规模投资建设固定资产。2013~2015年，公司固定资产账面价值波动减少，三年复合减少0.42%。截至2015年底，公司固定资产194.70亿元，较上年末增长2.81%，主要系8万t/a三聚氰胺项目投产转固所致。截至2015年底，公司固定资产账面原值294.90亿元，主要由房屋及建筑物（占比22.59%）、机器设备（占比75.88%）、运输工具（占比0.50%）和其他（占比1.03%）构成；截至2015年底，已累计计提折旧98.78亿元，固定资产成新率66.50%，成新率较高。公司对固定资产计提减值准备1.42亿元。

2013~2015年，公司在建工程呈持续增长态势，三年复合增长55.81%。截至2015年底，公司在建工程54.06亿元，较上年末增长20.44%，主要系公司持续投入江家墩采矿项目、新疆配套工程项目、贵州合成氨尿素系统综合优化改造项目以及2015年新增湖南合成氨尿素系统优化改造项目所致。

截至2015年底，公司受限资产合计金额为32.09亿元，占公司总资产的8.03%，占比一般。公司受限资产情况如下表所示：

表24 截至2015年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	186,244.63	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	25,252.83	用于质押借款、开具银行承兑汇票
其他流动资产	10,000.00	用于开具银行承兑汇票
固定资产	69,351.84	用于抵押借款
无形资产	12,528.49	用于抵押借款
持有子公司股权	17,500.00	用于质押借款
合计	320,877.79	--

资料来源：公司审计报告

截至2016年3月底，公司资产总额409.87亿元，较年初增长6.97%，主要系货币资金增加所致。其中流动资产占比34.71%、非流动资产占比65.29%，公司资产结构与年初相比变化不大，仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产规模持续扩大，以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高；货币资金中受限规模较大；公司产品市场不景气、价格持续下降，存货存在一定跌价风险；公司

非流动资产以固定资产和在建工程为主；公司受限资产占总资产规模不大，公司整体资产质量一般。

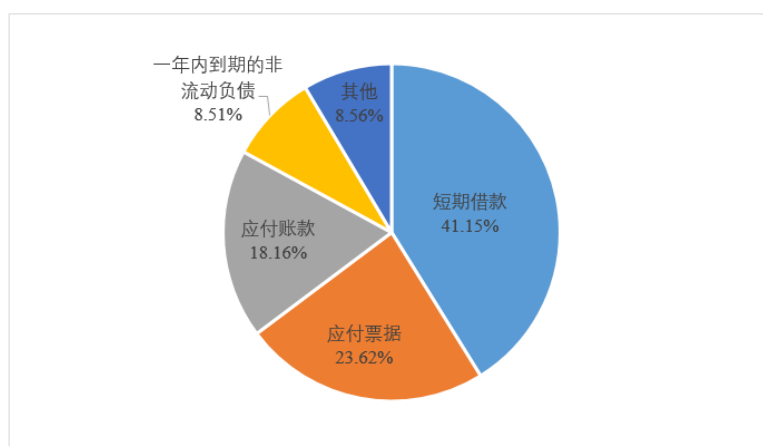
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模持续增长，三年复合增长 6.96%；截至 2015 年底，公司负债合计 319.11 亿元，较上年末增长 6.88%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比 70.32%，非流动负债占比 29.68%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债持续增长，三年复合增长 16.21%；截至 2015 年底，公司流动负债合计 224.40 亿元，较上年末增长 18.03%，主要系应付票据和应付账款增加所致。公司流动负债主要以短期借款（占比 41.15%）、应付票据（占比 23.62%）、应付账款（占比 18.16%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.51%）为主（见下图）。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，为补充公司日常经营资金，公司短期借款波动增长，三年复合增长 0.90%。截至 2015 年底，公司短期借款 92.33 亿元，较上年末增长 12.40%，主要系公司下属子公司新疆宜化、内蒙宜化、青海宜化、松滋肥业项目贷款到期，而在建项目实际收益未达到预期收益，导致公司经营收入偿还项目借款以后，需要新增流动资金贷款补充运营资金所致。公司短期借款主要为信用借款（占比 17.63%）、抵押借款（占比 1.55%）、保证借款（占比 56.73%）和质押借款（占比 15.85%）。其中质押借款主要系用银行保证金、应收票据作质押；抵押借款的抵押物为土地使用权、房屋建筑物及机器设备；保证借款主要由湖北宜化集团有限责任公司、湖北宜化集团矿业有限责任公司为公司提供担保。

2013~2015 年，公司应付票据逐年大幅增长，三年复合增长 82.10%。截至 2015 年底，公司应付票据 53.00 亿元，较上年末增长 52.04%，主要系公司原材料采购和在建工程的工程款支付方式采用票据的形式结算导致。截至 2015 年底，公司应付票据全部为银行承兑汇票。

2013~2015 年，公司应付账款波动增长，三年复合增长 7.17%。截至 2015 年底，公司应付账款为 40.76 亿元，较上年末增长 20.06%，主要系公司工程建设支出增加所致。从账龄来看，一年期以内应付账款占 78.55%，一年以上应付账款占 21.45%。其中账龄超过 1 年的大额应付款项合计 2.33 亿元，未偿还原因主要系未结算完毕。公司应付账款集中度高，存在一定的集中偿付压力。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，三年复合增长 104.22%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，合计 19.10 亿元，较上年末减少 4.93%。

2013~2015 年，公司非流动负债持续减少，三年复合减少 8.34%。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 94.71 亿元，较上年末减少 12.66%。公司非流动负债主要以长期借款（占比 46.96%）、应付债券（占比 13.78%）和长期应付款（占比 36.75%）为主。

2013~2015 年，公司长期借款持续减少，三年复合减少 27.08%。截至 2015 年底，公司长期借款 44.47 亿元，较上年末减少 29.00%，主要系部分贷款项目转入一年内到期的非流动负债所致。其中保证和抵押借款占比 36.41%、保证借款占比 43.47%、信托和质押借款占比 6.41%。公司长期借款还款日期主要集中在 2017~2018 年，偿还日期较集中，存在一定集中偿付压力。

2013~2015 年，公司应付债券逐年增加，三年复合增长 37.38%。截至 2015 年底，公司应付债券 13.05 亿元，较上年末增长 9.44%，主要系 2015 年公司新发行了为期 5 年的中期票据“15 宜化化工 MTN001”所致。截至 2015 年底，公司应付债券中“14 宜化化工 MTN001”占比 38.30%、“15 宜化化工 MTN001”占比 19.15%、“09 宜化债”占比 42.55%。公司应付债券到期日主要集中在 2019 年，存在一定的集中偿付压力。

2013~2015 年，公司长期应付款持续增长，三年复合增长 34.43%。截至 2015 年底，公司长期应付款 34.81 亿元，较上年末增长 12.48%，主要系融资租赁款增长所致。

全部债务方面，2013~2015 年，公司全部债务持续增长，三年复合增长 8.78%。截至 2015 年底，公司全部债务合计 260.22 亿元，其中短期债务占比 64.72%、长期债务占比 35.28%。债务比率方面，2013~2015 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率变动幅度较小。其中，资产负债率波动上升，三年分别为 78.89%、79.88%和 79.82%，主要系公司规模增速低于负债规模增速所致；全部债务资本化比率波动上升，三年分别为 74.66%、76.52%和 76.33%，主要系公司全部债务持续增长所致；长期债务资本化比率持续下降，三年分别为 59.28%、58.27%和 53.22%，主要系所有者权益持续增长但长期债务持续下降所致。此外，整体看，公司债务负担重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 325.14 亿元，较年初增长 6.88%，主要系短期借款、长期应付款的增长；公司负债中流动负债占比 68.69%、非流动负债占比 31.31%，与年初相比负债结构变化不大。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.33%、73.19%和 42.49%。

公司于 2015 年 5 月 15 日发行 6 亿元附特殊条款中期票据，计入其他权益工具。截至 2015 年底，中期票据账面价值为 59,460.00 万元，考虑到中期票据的性质及特点，将其认定为长期债务，考虑其影响，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率 81.31%、78.08%和 56.67%；公司于 2016 年 1 月 19 日发行 4 亿元附特殊条款中期票据，计入其他权益工具。截至 2016 年 3 月底，中期票据账面价值合计为 99,100.00 万元，考虑其影响，截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率 81.75%、76.33%和 49.22%。

总体看，公司负债规模持续增长，债务负担重，存在一定的集中偿付压力；负债结构以流动负债为主，负债结构有待改善。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益持续增长，三年复合增长 3.97%，主要受未分配利润小幅增长影响。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 80.68 亿元，归属于母公司所有者权益为 67.05 亿

元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 13.39%、其他权益工具占比 8.87%、资本公积占比 26.32%、专项储备占比 0.83%、盈余公积占比 5.79%、未分配利润占比 44.80%，公司资本公积为资本溢价和其他资本公积，其中资本溢价占比 84.98%，其他资本公积占比 15.02%。公司所有者权益稳定性一般。

公司其他权益工具为公司在 2015 年 5 月发行的中期票据和 2016 年 1 月发行的中期票据，发行规模分别为 6.00 亿元和 4.00 亿元，该中期票据期限为公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回期到期；于该中期票据第 3 个和其后每第 3 个付息日，公司有权按面值加应付利息（包含所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计为 84.73 亿元，较年初增长 7.32%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中归属于母公司所有者的权益占比较高，归属于母公司所有者的权益以未分配利润和资本公积为主，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业总收入呈波动下降态势，三年复合减少 2.48%。2015 年，公司实现营业收入 183.37 亿元，同比增长 0.85%。2013~2015 年，公司营业利润、利润总额、净利润均呈持续下降状态，三年复合减少分别为 87.38%、45.99%、47.95%，归属于母公司所有者的净利润三年复合减少 27.82%；2015 年，公司营业利润、利润总额、净利润分别 0.03 亿元、0.93 亿元、0.54 亿元，分别较 2014 年减少 85.60%、13.86%、31.25%，主要系营业成本和资产减值损失大幅增长所致。其中，归属于母公司所有者的净利润为 0.35 亿元。

2013~2015 年，公司投资收益分别为 0.25 亿元、0.26 亿元和 0.20 亿元，主要是对青海宜化化工有限责任公司、湖北宜化贸易有限公司和湖北宜化农资超市有限公司等子公司及联营企业的投资收益，分别占公司当期营业利润的 11.47%、109.77%和 585.71%，公司营业利润对投资收益的依赖度很高。

2013~2015 年，公司资产减值损失分别为 0.89 亿元、1.33 亿元和 2.17 亿元，分别占公司当期营业利润的 41.39%、556.69%和 6,338.94%，公司资产减值损失对营业利润侵蚀明显。

2013~2015 年，公司营业外收入持续减少，三年复合减少 7.54%；2013 年，公司营业外收入 1.32 亿元，比 2012 年增长 10.66%，主要受无法支付的应付款项和政府补助增长的影响；2014 年公司营业外收入为 1.21 亿元，同比减少 8.73%，主要系政府补助减少所致。2015 年公司营业外收入为 1.13 亿元，同比减少 6.35%，主要系公司所积累的无法支付的应付款项减少所致。2013~2015 年，公司营业外收入占利润总额的比分别为 41.46%、111.73%和 121.48%，公司利润总额对营业外收入依赖程度很高。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用波动增长，三年复合增长 1.20%，2015 年公司期间费用合计 25.76 亿元，同比减少 15.40%，主要由销售费用和财务费用下降造成。销售费用方面，2013~2015 年公司销售费用波动增长，三年复合增长 7.29%，2015 年公司销售费用 9.73 亿元，比 2014 年减少 10.14%，主要系公司运输费大幅减少所致。管理费用方面，2013~2015 年，公司管理费用持续减少，三年复合减少 4.43%，2015 年公司管理费用 5.27 亿元，比 2014 年减少 5.47%，主要系公司工资及福利小幅减少所致。财务费用方面，2013~2015 年，公司财务费用波动减少，三年复合减少 0.79%，2015 年公司财务费用 10.76 亿元，比 2014 年减少 23.39%，主要是公司利息支出减少所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 13.05%、16.74%和 14.05%，呈波动上升

趋势，公司费用控制能力一般。

从盈利指标来看，2013~2015年，公司主营业务毛利率分别为14.29%、17.58%和14.75%，营业利润率分别14.50%、17.46%和15.14%，呈波动上升态势；2015年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为3.46%、3.06%和0.70%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均低于2014年的4.97%、4.28%和1.05%。

相比于同类型的上市公司，公司的净资产收益率处于较低水平，总资产报酬率处于中等水平，销售毛利率处于中上等水平（见下表）。

表25 2015年同类上市公司盈利能力概况（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
000912.SZ	ST天化	2.44	0.76	9.42
600227.SH	赤天化	0.71	2.85	8.86
000830.SZ	鲁西化工	4.20	4.31	14.80
01866.SH	中国心连心化肥	14.40	6.92	22.87
000422.SZ	湖北宜化	0.55	2.78	15.34

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯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 资讯数。

2016年1~3月，公司实现营业总收入44.43亿元，实现营业利润0.11亿元；利润总额0.31亿元，净利润为0.02亿元。

总体看，受化肥和化工市场低迷影响，公司营业收入波动下降；受产品价格下降及资产减值损失持续增长影响，公司盈利能力持续下降；公司利润总额对营业外收入依赖性很高；财务费用对利润侵蚀明显；公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015年公司经营活动现金流入波动增长，三年复合增长0.65%，2015年公司经营活动现金流入214.70亿元，同比增长5.06%，主要系公司销售收入增长所致；2013~2015年公司经营活动现金流出持续减少，三年复合减少4.74%，2015年公司经营活动现金流出166.33亿元，同比减少0.86%，主要系购买原材料金额减少所致。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为109.35%、111.83%和116.45%，公司收入实现质量高。

从投资活动看，2013~2015年，公司投资活动现金收入持续减少，三年复合减少50.72%，2015年公司投资活动现金收入0.59亿元，同比减少73.32%，主要系2014年公司存在多笔委托贷款收回，且2014年公司处置了参股公司收回投资较多，2015年公司无此类收入所致；2013~2015年，公司投资活动现金流出呈持续减少态势，三年复合减少27.42%，2015年公司投资活动现金流出18.31亿元，同比减少31.48%，主要系公司多个重点项目建设接近尾声，资本支出呈下降趋势所致。2013~2015年，公司投资活动均呈大额净流出状态，分别为-32.33亿元、-24.51亿元-17.72亿元。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流入波动增长，三年复合增加11.15%，2015年公司筹资活动现金流入185.07亿元，同比减少0.66%，主要系公司收到的融资租赁款减少所致；2013~2015年，公司筹资活动现金流出持续增长，三年复合增长25.81%，2015年公司筹资活动现金流出212.23亿元，同比增长8.19%，主要系公司支付银行承兑汇票保证金大幅增长所致。2013年公司筹资活动现金净流入15.73亿元，2014~2015年，公司筹资活动呈净流出状态。

2016年1~3月,公司经营活动产生的现金流量净额为2.87亿元,继续呈现净流入状态;投资活动产生的现金流量净额为-0.21亿元;筹资活动产生的现金流量净额为-0.26亿元。

总体看,公司经营活动持续净流入,但由于公司投资规模较大且偿还债务支付现金较多,仍有一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2013~2015年,公司流动比率和速动比率均呈波动下降趋势,其中流动比率近三年分别为0.75倍、0.64倍和0.59倍;速动比率近三年分别为0.52倍、0.41倍和0.41倍;近三年流动资产与流动负债增长速度基本保持一致,致使流动比率与速动比率变化不大。近三年,公司经营现金流动负债比率持续上升,三年分别为17.22%、19.24%和21.55%,公司经营现金流对流动负债的覆盖能力比较弱。近三年,公司现金短期债务比分别为0.37倍、0.31倍和0.34倍,公司现金类资产对短期债务的保护能力有所下降,但整体覆盖能力尚可。整体看,公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看,2013~2015年,公司EBITDA呈波动下降态势,主要受计入财务费用的利息支出波动下降的影响;2015年公司EBITDA为27.01亿元,其中利润总额占比3.45%、计入财务费用的利息支出占比40.36%、摊销占比0.96%、折旧占比55.23%。2013~2015年,公司EBITDA利息保障倍数分别为2.27倍、2.05倍和2.06倍,呈逐年下降态势,处于一般水平;EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.13倍和0.10倍,呈持续下降态势,EBITDA对全部债务的保障能力较弱。近三年,公司经营现金债务保护倍数分别为0.13倍、0.15倍和0.19倍,呈持续上升趋势,经营活动收到的现金对债务的保护能力逐渐增强,处于良好水平。

截至2016年6月底,公司获得授信额度266.97亿元,已使用授信额度188.53亿元,未使用授信额度78.44亿元;公司间接融资渠道畅通,并且作为上市公司,直接融资渠道也畅通。

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2016年7月13日,公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息,已结清信贷信息中存在4笔关注类信息,其中3笔合计金额4,000万元,主要系贷款到期日均为周末节假日,公司出纳误以为贷款周末到期顺延至周一还款,导致银行系统将贷款调为关注;另外1笔金额3,900万元,主要系银行放款时将该笔流动资金贷款选择为再融资流动资金贷款的原因造成,公司已按期归还该笔贷款本息。

截至2015年底,公司无对外担保和重大未决诉讼。

总体看,公司目前债务负担重,考虑到公司主营业务获现能力较强,经营活动现金流入规模大,可以对债务偿还形成一定保障,公司整体偿债能力强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2016年3月底,公司债务总额为231.32亿元,本次拟发行债券规模为6亿元,相对于目前公司债务规模,本次债券发行额度不大,对公司债务水平的影响不大。

以2016年3月底财务数据为基础,假设募集资金净额为6亿元,本次债券发行后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为44.74%、73.69%和79.63%,分别上升了2.25个百分点、0.50个百分点和0.30个百分点,债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务,实际债务指标较测算值会有所下

降。

公司所有者权益中其他权益工具为永续中期票据合计 9.91 亿元，考虑其影响，截至 2016 年底，公司债务总额 241.23 亿元，假设募集资金净额为 6 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 51.21%、76.77% 和 82.01%，分别上升了 1.99 个百分点、0.44 个百分点和 0.26 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 214.70 亿元，对本次债券发行额度（6 亿元）的保护倍数为 35.78 倍；公司 2015 年 EBITDA 为 27.01 亿元，对本次债券发行额度（6 亿元）的保护倍数为 4.50 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内知名化肥和化工生产企业，在行业经验、经营规模、市场品牌、产业链配置、技术水平以及政府支持等方面具有很强的竞争优势，持续经营能力强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

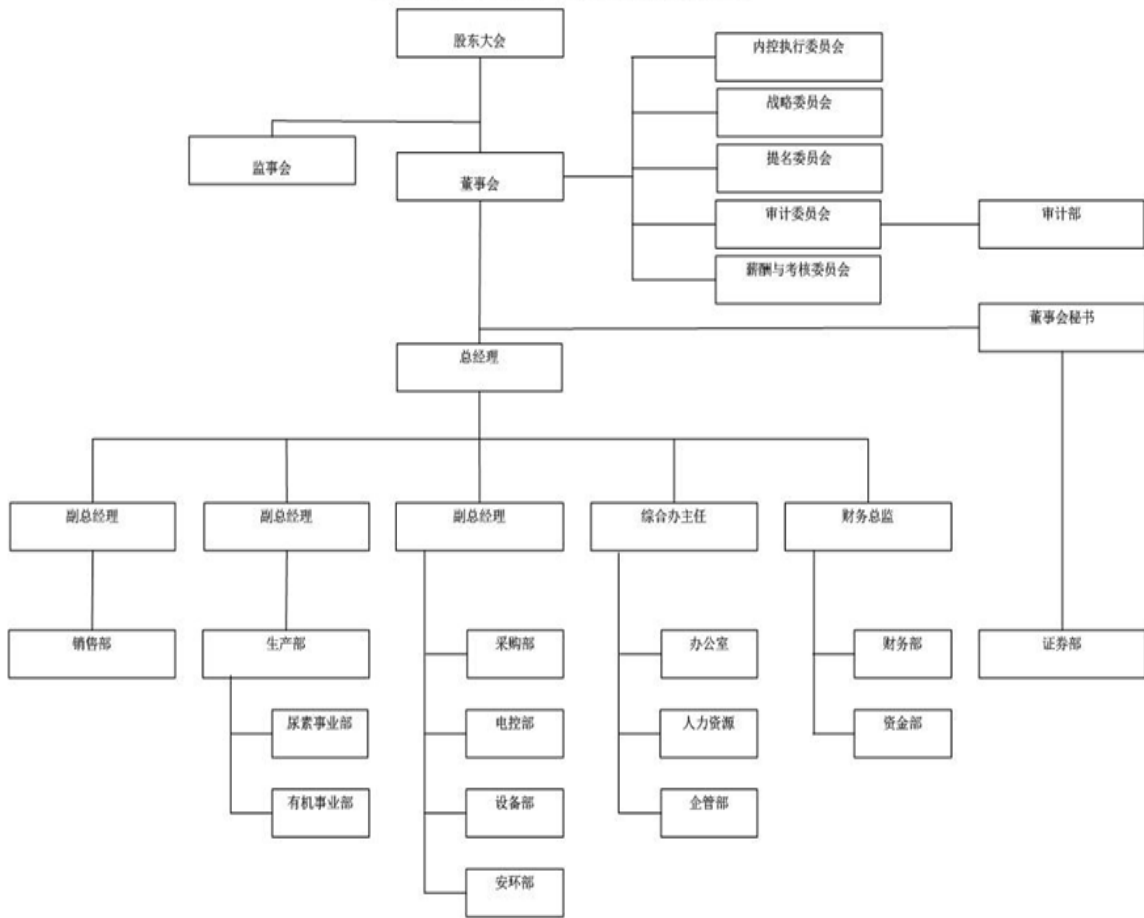
九、综合评价

公司作为全国最大的尿素、磷酸二铵以及全球最大的季戊四醇生产企业，在生产规模、产业链配置、品牌知名度、生产成本、经营获现能力和外部支持等方面具有较强的优势。但联合评级也关注到化肥和化工行业市场不景气，公司盈利能力下滑、债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将坚持以资源为中心整合产业，积极在西部地区获取新资源、开拓新产品；同时，加大内部管理力度，进行节能降耗技术改造，进一步节约生产成本。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 湖北宜化化工股份有限公司组织结构图



附件 2 湖北宜化化工股份有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	353.55	373.75	399.79	409.87
所有者权益 (亿元)	74.64	75.18	80.68	84.73
短期债务 (亿元)	111.26	140.10	168.43	168.71
长期债务 (亿元)	108.67	104.97	91.79	62.61
全部债务 (亿元)	219.92	245.07	260.22	231.32
营业收入 (亿元)	192.80	181.82	183.37	44.43
净利润 (亿元)	2.00	0.79	0.54	0.02
EBITDA (亿元)	29.46	31.30	27.01	--
经营性净现金流 (亿元)	28.62	36.58	48.37	2.87
应收账款周转次数 (次)	27.38	22.15	27.06	--
存货周转次数 (次)	4.16	3.55	3.49	--
总资产周转次数 (次)	0.59	0.50	0.47	--
现金收入比率 (%)	109.35	111.83	116.45	107.68
总资本收益率 (%)	4.69	4.97	3.46	--
总资产报酬率 (%)	4.35	4.28	3.06	--
净资产收益率 (%)	2.62	1.05	0.70	0.02
营业利润率 (%)	14.50	17.46	15.14	13.57
费用收入比 (%)	13.05	16.74	14.05	13.50
资产负债率 (%)	78.89	79.88	79.82	79.33
全部债务资本化比率 (%)	74.66	76.52	76.33	73.19
长期债务资本化比率 (%)	59.28	58.27	53.22	42.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.27	2.05	2.03	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.13	0.10	--
流动比率 (倍)	0.75	0.64	0.59	0.64
速动比率 (倍)	0.52	0.41	0.41	0.44
现金短期债务比 (倍)	0.37	0.31	0.34	0.38
经营现金流动负债比率 (%)	17.22	19.24	21.55	1.29
EBITDA/本次发债额度 (倍)	4.91	5.22	4.50	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径，2016 年一季报数据未经审计，相关指标未年化，部分指标因不具有可比性未列示；2、长期债务计算包含融资租赁款，短期债务中包含短期融资券款；3、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

附件3 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 湖北宜化化工股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年湖北宜化化工股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

湖北宜化化工股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。湖北宜化化工股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注湖北宜化化工股份有限公司的相关状况，如发现湖北宜化化工股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如湖北宜化化工股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至湖北宜化化工股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送湖北宜化化工股份有限公司、监管部门等。

